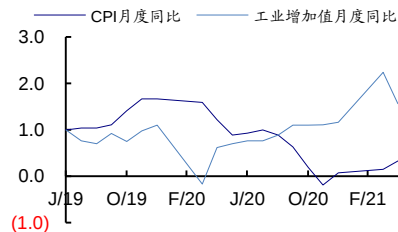


宏观经济

海外市场一周概览

2021年06月15日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	19.90
社零总额当月同比	17.70
出口当月同比	27.90
M2	8.30

相关研究报告:

《海外市场一周概览: 基建、通胀、就业-美国政策制定者怎么看?》——2021-05-26
 《宏观经济周报: 5月通胀预期向食品价格的传导仍不突出》——2021-06-07
 《宏观经济周报: 大宗商品投机需求被挤出, 国信高频宏观扩散指数暂时明显回落》——2021-05-31
 《海外市场一周概览: 本轮经济复苏美国或现“投资热”》——2021-06-02
 《海外市场一周概览: 看好今夏美国就业恢复, 九月Taper概率大增》——2021-06-09

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

联系人: 王艺蓁

电话: 021-60893204
 E-MAIL: wangyixi@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观周报

分解美国通胀的新涨价与低基数

● 分解美国通胀的新涨价与低基数因素

美国五月 CPI: 同比爆表, 环比微降: 5月美国 CPI 同比上升 5%, 核心 CPI 同比上升 3.8%。从涨价速度上看, 5月 CPI 环比+0.6%, 核心环比+0.7%, 较上月的 0.8% 与 0.9% 显著回落。

我们采用了 CPI 定基指数计算 2021 年 5 月 CPI 各分项相对于 2019 年 5 月价格水平的变化率。可以发现, 所有物品 CPI 的两年平均上涨率为 2.55%, 核心 CPI 两年平均上涨率为 2.51%。总体来看低基数是通胀同比值爆表的主要原因, 但物价修复已经完成, 去年疫情带来的“价格洼地”已被填平。目前价格上涨已超过以 2019 年价格为基准、按美联储 2% 的通胀目标计算的价格“应有”水平。

本月新涨价项目反应居民消费走向正常化: 目前上涨幅度最大的项目是疫情中使用价值受到剧烈冲击, 价格经历低谷, 而经济复苏开启后价格迎来反弹的项目 (汽车、外出就餐、机票、衣物)。

整体来看, 油价增速降低, CPI 同比值上升空间有限: 滞后一期的布伦特原油价格同比值与美国 CPI 同比值相关系数达 0.65, 在拐点位置上重合度较高。目前布油价格同比拐点已现, 若以点带面的从油价看整体价格, 那么基数效应对同比数据的抬升作用已经开始逐步退散, 本轮油价上涨最为迅猛的时期可能已经过去。后期来看, 若油价与通胀的相关性符合历史规律, 那么 5 月同比 5% 会是 CPI 同比值的高点。

总的来看, 美国 CPI 同比在今年年内维持在 2% 以上是大概率事件。目前价格上涨的速度已有放缓的趋势 (5 月 CPI 与核心 CPI 环比下降), 且基数效应将逐步减弱 (去年同期价格水平逐步上升), 意味着通胀数值将逐步回落, 但只要推动价格上涨的主要因素仍在发挥影响 (原材料价格上涨、用工成本攀升、供应链迟缓等), 通胀问题将仍旧突出。

● 海外疫情与疫苗接种进度追踪

美德法意四国新增病例数持续下降, 英国受印度毒株传播影响新增病例数持续上升, 日本和印度疫情蔓延趋势渐缓。

疫苗方面, 美国成年人口中已有 64.5% 接种一剂疫苗, 54.4% 完成接种, 德国每百人接种数量超 70 剂, 英国每百人接种数量超 100 剂。

● 上周主要资产走势概览

美股: 标普 14 日收 4255.15 点, 一周涨 0.68%; 道指 14 日收 34393.75; 一周跌 0.68%; 纳指 14 日收 13831.98 点, 一周涨 2.11%。

美债: 10 年期利率 15 日报 1.484%, 一周下行 9.5bp; 2 年期利率 14 日报 0.165%, 一周上行 1.3bp。

伦敦金 15 日报 1861.19 美元/盎司, 一周跌 1.64%; **美元指数** 15 日报 90.50, 一周涨 0.46 点; **布油** 15 日报 73 美元/桶, 一周涨 2.11%; **伦铜** 15 日报 9739.5 美元/吨, 一周跌 2.12%。

内容目录

拆分物价数据的新上涨和低基数	4
美国五月 CPI: 同比爆表, 环比微降	4
本月新涨价项目反应居民消费走向正常化	6
整体来看: 油价增速降低, CPI 同比值上升空间有限	8
海外疫情与疫苗接种进度追踪	10
上周主要资产走势概览	11
美股	11
美债	12
伦敦金和美元指数	12
布伦特原油和伦敦铜	13
国信证券投资评级	14
分析师承诺	14
风险提示	14
证券投资咨询业务的说明	14

图表目录

图 1: 美国 CPI 同比走势 (%)	4
图 2: 美国 CPI 环比走势 (%)	4
图 3: 美国实际利率与 Break-Even 通胀预期 (%)	4
图 4: 美国平均 CPI 与平均核心 CPI (%)	5
图 5: 美国 CPI 定基指数	5
图 6: 美国 CPI 分项定基指数两年复合变化率 (%)	6
图 7: 美国能源汽油类价格指数同比 (%)	6
图 8: 美国电力燃气价格指数同比 (%)	6
图 9: 美国二手车价格指数同比 (%)	7
图 10: 美国交通类价格指数同比 (%)	7
图 11: 美国交通服务价格指数同比 (%)	7
图 12: 美国外宿价格指数同比 (含酒店和旅馆, %)	7
图 13: 美国食品价格指数同比 (%)	7
图 14: 美国服务类价格指数同比 (%)	7
图 15: 布伦特原油价格与 CPI 同比的历史走势 (%)	8
图 16: 布伦特原油价格与 CPI 同比的近期走势 (%)	9
图 17: 美国 CPI 同比与布油价格同比后期走势的四种情形 (%)	10
图 18: 美日德英法意六国每日新冠病例新增数 (7 天移动平均)	10
图 19: 主要国家每百人疫苗接种量 (剂, 截至 2021-6-14)	11
图 20: 美国疫苗接种进度 (截至 2021-6-14)	11
图 21: 标普 500 指数 (截至 2021-6-14)	11
图 22: 道琼斯工业指数 (截至 2021-6-14)	11
图 23: 纳斯达克指数 (截至 2021-6-14)	12
图 24: 美国 10 年期国债利率 (%) (截至 2021-6-14)	12
图 25: 美国 2 年期国债利率 (%) (截至 2021-6-14)	12
图 26: 伦敦金价与美元指数 (伦敦金: 美元/盎司) (截至 2021-6-15)	13
图 27: 布油价格走势 (美元/桶) (截至 2021-6-15)	13
图 28: 伦铜价格走势 (美元/吨) (截至 2021-6-15)	13
表 1: 美国 CPI 细项权重及近期数值 (%)	8
表 2: 后期布伦特原油价格变化的四种情形假设 (美元/桶)	9

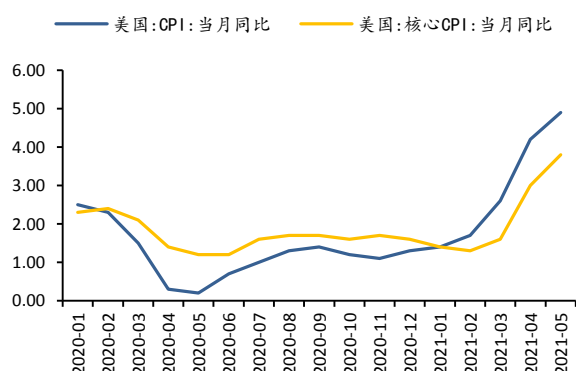
拆分物价数据的新上涨和低基数因素

美国五月 CPI：同比爆表，环比微降

5月美国 CPI 同比上升 5%，核心 CPI 同比上升 3.8%。从涨价速度上看，5月 CPI 环比+0.6%，核心环比+0.7%，较上月的 0.8%与 0.9%显著回落。CPI 环比曾在 2009 年和 2011 年短暂超出过 0.9%，核心 CPI 环比达到 0.9%以上则是 1982 年。CPI 环比值年化化为 7.2%。

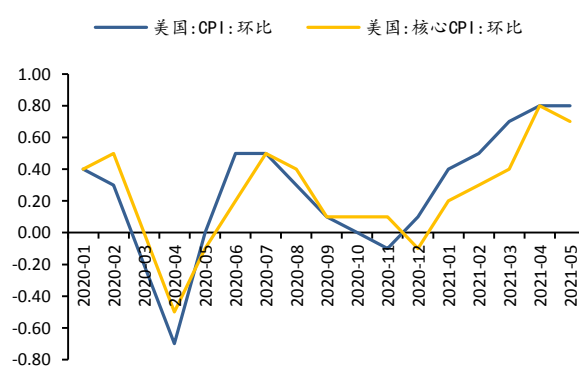
美股市场对通胀同比爆表并无太多反应。上周四通胀数据发布后，两天内美股三大股指均收涨，5月 CPI 环比较 4 月有所回落是一大原因，说明涨价速度未超市场预期。

图 1：美国 CPI 同比走势（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

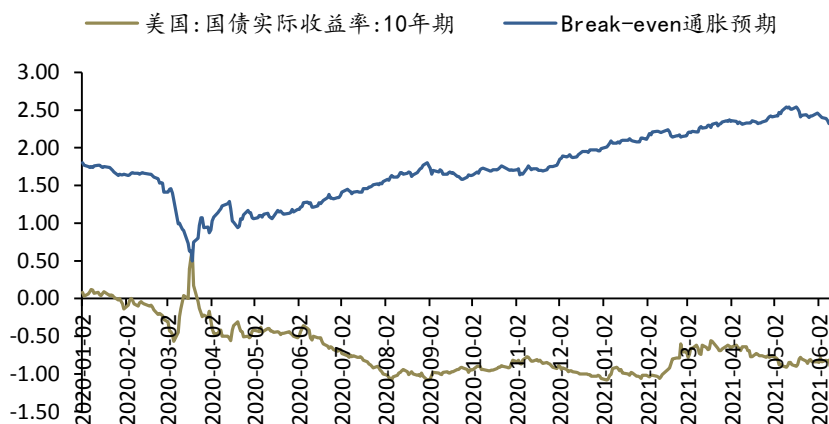
图 2：美国 CPI 环比走势（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

近期美国 Break-Even 通胀预期逐渐回落，6 月 11 日 Break-Even 通胀预期为 2.32%，较高点的 2.54%下降 22bp，显示市场通胀预期略有降温。美国 6 月密歇根大学 1 年通胀预期由前月的 4.6%下降至本月的 4%，5 年通胀预期从 3%下降至 2.8%。

图 3：美国实际利率与 Break-Even 通胀预期（%）



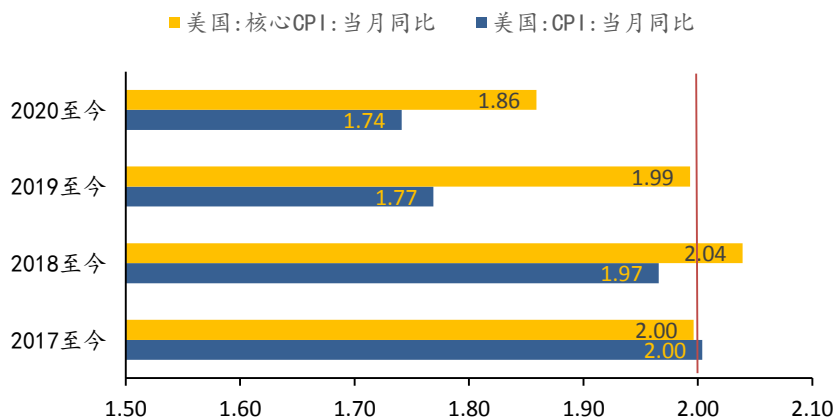
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

美联储在过去几十年内都依赖经济预测模型来执行货币政策，直到 2020 年 8 月将货币政策的转向条件改为“需看见经济数据的实质性改善”而不是预期改善、以及“平均通胀达到 2%”，但并未明确用于计算平均值的时段。2017 年至

今年5月美国平均CPI同比正好达到2%的平均通胀目标,但若用2019或2020年以来的数值计算,平均通胀水平仍未达到2%。

值得注意的是,美国货币政策的制定与执行是基于PCE价格指数的,CPI胜在发布时间较早,但对于货币政策的判断上仅提供一定参考。

图4: 美国平均CPI与平均核心CPI (%)

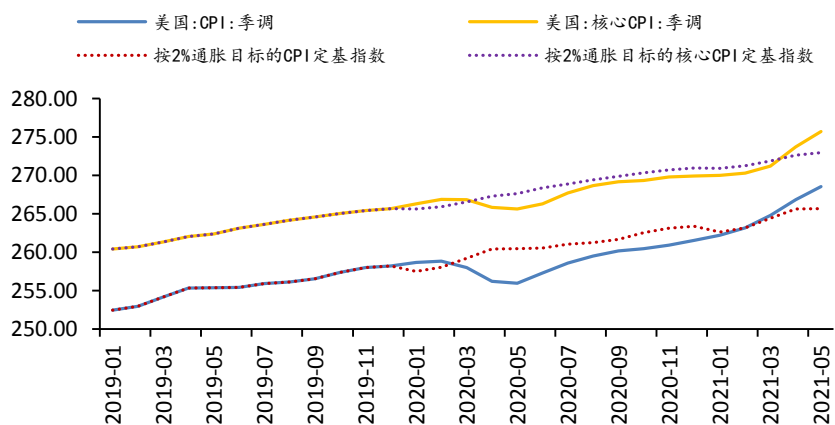


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

我们采用了CPI定基指数计算2021年5月CPI各分项相对于2019年5月价格水平的变化率。可以发现,所有物品CPI的两年平均上涨率为2.55%,核心CPI两年平均上涨率为2.51%。总体来看低基数是通胀同比值爆表的主要原因,但物价修复已经完成,去年疫情带来的“价格洼地”已被填平。

目前价格上涨已超过以2019年价格为基准,按美联储2%的通胀目标计算的价格“应有”水平(下图中虚线)。

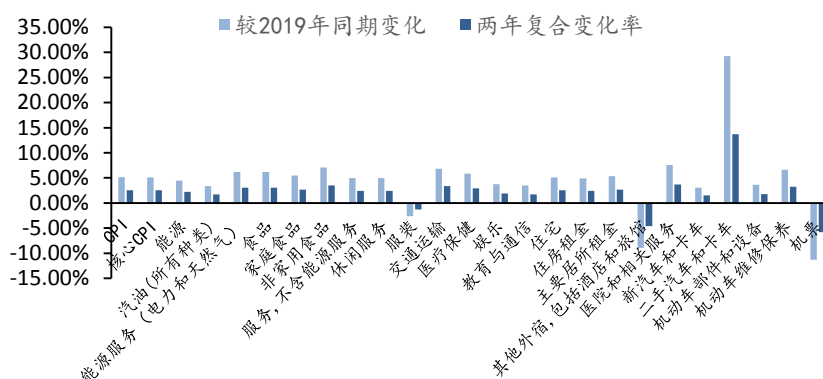
图5: 美国CPI定基指数



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

大部分CPI分项的两年平均上涨率超过2%。二手车价格两年平均+13.69%,涨价在各分项中最为迅速。能源和食品价格两年上涨率均超3%。

图 6: 美国 CPI 分项定基指数两年复合变化率 (%)



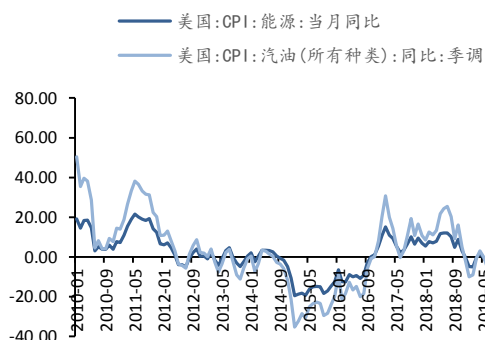
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

酒店和旅馆价格较 2019 年同期水平仍然低 8.95%，机票价格则低 11.32%。叠加工成本上升的问题，预计后期休闲业价格上涨将持续。

本月新涨价项目反应居民消费走向正常化

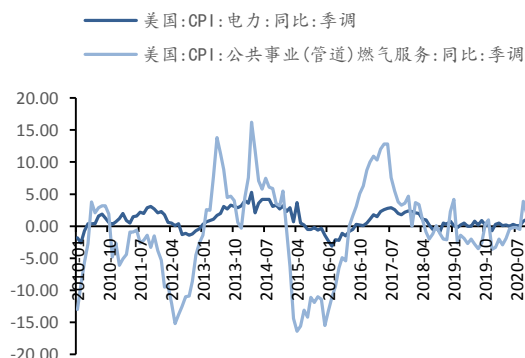
分项来看，今年五月能源价格同比+27.8%，但环比未有变化，其中汽油价格环比-0.7%。电力和燃气服务价格有所上升。

图 7: 美国能源汽油类价格指数同比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

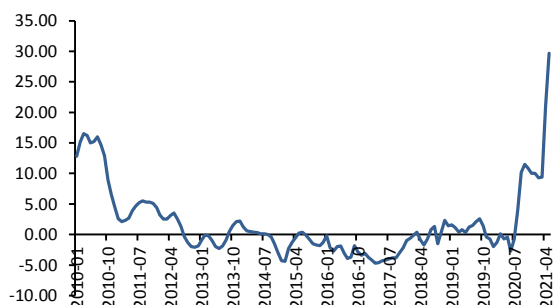
图 8: 美国电力燃气价格指数同比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

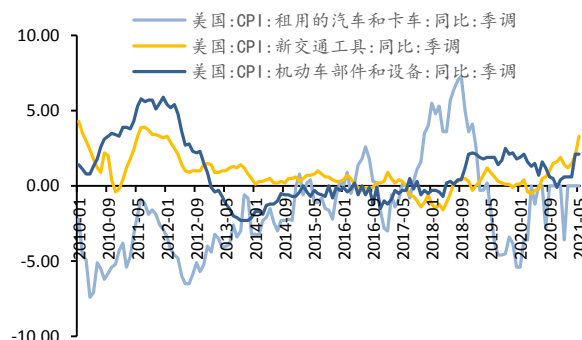
二手车价格再次贡献三分之一的 CPI 环比上升，四月至五月期间环比上升 7.3%，较前值环比+10.0%略有降低。其他车辆相关物品价格的上涨暂时保持温和态势。

图 9：美国二手车价格指数同比（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

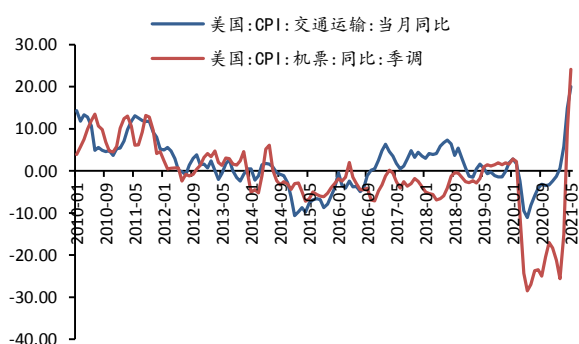
图 10：美国交通类价格指数同比（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

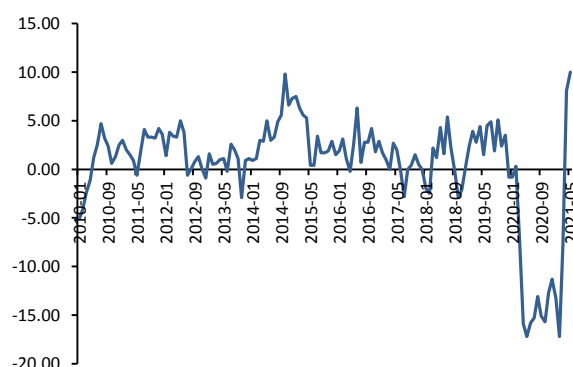
机票价格拉动交通服务价格上涨，不过大部分上涨源于填平去年疫情带来的“价格洼地”。外宿价格也在迅猛上升。

图 11：美国交通服务价格指数同比（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

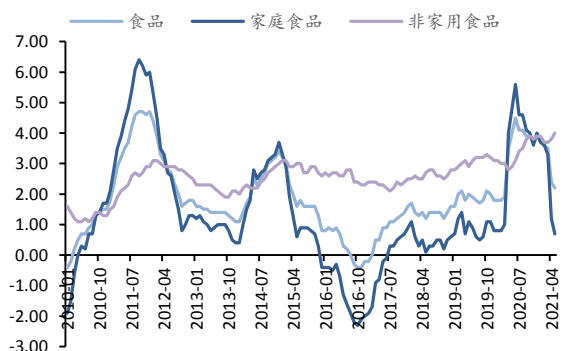
图 12：美国外宿价格指数同比（含酒店和旅馆，%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

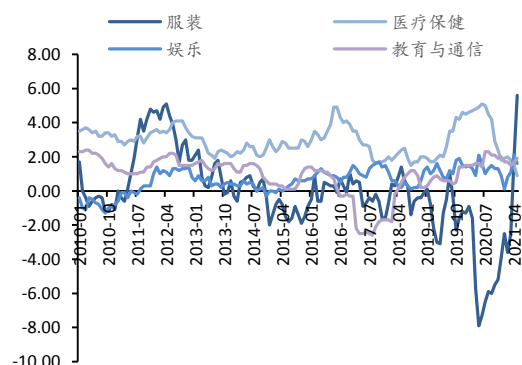
食品价格同比+2.2%且环比+0.4%，上升速度较快，主要由在外用餐价格上涨拉动，而家庭食品价格则显著下降，体现出疫情相关防控措施逐步取消后消费模式的转移。同时随社交需求修复，服装价格显著飙升。

图 13：美国食品价格指数同比（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 14：美国服务类价格指数同比（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

整体来看，目前上涨幅度最大的项目是疫情中使用价值受到剧烈冲击，价格经

历低谷，而经济复苏开启后价格迎来反弹的项目（汽车、外出就餐、机票、衣物）。预计涨价趋势将持续一段时间，但待价格回到正常区间，涨价速度势必缓和。

表 1: 美国 CPI 细项权重及近期数值 (%)

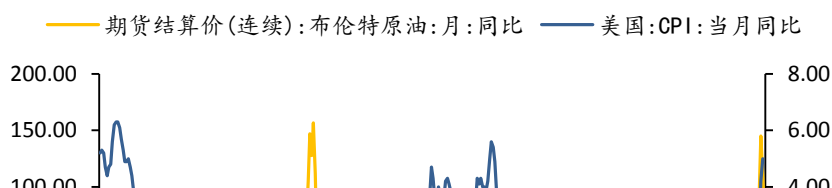
	权重	5 月同比	5 月环比	4 月环比	3 月环比
所有物品	100.00	5.0	0.6	0.8	0.6
食品	13.928	2.2	0.4	0.4	0.1
家庭食品	7.686	0.7	0.4	0.4	0.1
外出用餐	6.242	4.0	0.6	0.3	0.1
能源	6.941	28.5	0.0	-0.1	5.0
能源商品（汽油、燃油）	3.809	54.5	-0.6	-1.4	8.9
能源服务（电力、天然气）	3.133	6.2	0.7	1.5	0.6
除食品和能源外所有（核心 CPI）	79.131	3.8	0.7	0.9	0.3
衣物	2.739	5.6	1.2	0.3	-0.3
新车	3.684	3.3	1.6	0.5	0.0
二手车与卡车	2.998	29.7	0.6	10.0	7.3
医疗商品	1.539	-1.9	0.0	0.6	0.1
酒精饮料	1.019	1.6	0.4	0.2	0.3
烟草	0.612	7.3	0.1	0.2	0.6
除能源服务外其他服务	58.806	2.9	0.4	0.5	0.4
住所	32.857	2.2	0.3	0.4	0.3
医疗服务	7.209	1.5	-0.1	0.0	0.1
交通服务	5.2	11.2	1.5	2.9	1.8
汽修	1.09	2.8	-0.3	0.2	1.0
汽车保险	1.622	16.9	0.7	0.2	1.0
机票	0.668	24.1	7.0	10.2	0.4

资料来源: BLS、国信证券经济研究所整理

整体来看：油价增速降低，CPI 同比值上升空间有限

从历史数据来看，滞后一期的布伦特原油价格同比值与美国 CPI 同比值相关系数达 0.65，在拐点位置上重合度较高，但在变化幅度上差异较大，对于判断 CPI 的变化方向有一定帮助。

图 15: 布伦特原油价格与 CPI 同比的历史走势 (%)



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20108

