

## 总量研究

## 美国通胀再超预期，美联储议息会议如何应对？

——光大宏观周报（2021-06-13）

## 要点

## 本周聚焦：

5月，美国CPI同比增长5.0%，创下2008年8月以来最快增速；核心CPI同比增长3.8%，创下1992年6月以来最快增速，美国通胀预期正加速上行。

三方面因素助推通胀上行，一是疫情防控进展有效，多州放松疫情管控政策，出行需求激增；二是芯片短缺下，二手车需求剧增，二手车价格指数接连攀升；三是弱就业下，劳动力供应短缺加剧，工资加速上升，推升服务价格。

向前看，劳动力供给不足仍会持续，下半年美国经济复苏重心转向服务业，服务业价格上行的压力仍在，从而持续推升美国的通胀水平。

此前，美联储官员频表态，高通胀是暂时性的，通胀数据公布后，市场反应平淡。当前美联储关心就业胜过通胀，美国就业市场仍未形成稳定复苏预期。我们预计，6月议息会议上，美联储将释放Taper信号，四季度开始着手Taper。

## 海外观察：

国内疫情多点散发，印度每日新增有所下降，各国疫苗接种加速推进。美国10年期国债收益率下行，通胀预期略有上升；美国10年期和2年期国债利率期限利差继续下行。美联储资产规模、欧央行和日央行的资产规模均有所上升。

## 海外政策：

美参议院通过法案，向技术、科学和研究领域投资2000亿美元；拜登成立针对中国贸易行为“工作组”；拜登签署行政令撤销对Tik Tok以及微信禁令；俄总理米舒斯京签署命令，终止俄美关于开放陆地的谅解备忘录；印度将免费为成年人接种新冠疫苗以遏制疫情；欧洲议会正式批准“新冠通行证”。

## 全球资产：

全球股市大多收涨，工业品价格均有上涨。纳斯达克指数上涨1.84%，标普500上涨0.41%。欧洲股市普遍收涨，亚洲股市涨跌分化。大宗商品价格方面，焦煤、焦炭和铁矿石涨幅较大，分别上涨7.31%、7.16%与6.72%，ICE布油上涨1.11%，LME铜上涨0.35%。贵金属涨跌分化，农产品多数下跌。

## 央行观察：

欧央行行长表示，利率通胀均有上涨，但现在还未到讨论更长期政策的时机。

## 国内观察：

**上游：**原油价格环比上涨，动力煤、焦煤价格环比上涨，铝价环比上涨，铜价环比下跌。**中游：**高炉开工率下跌，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降。**下游：**商品房成交面积增幅扩大，供应面积同比增速下行，猪价、菜价、水果价格环比下跌。**流动性：**十年期国债收益率上行。

## 国内政策：

全国人大常委会拟授权上海市人大制定浦东新区法规；商务部部长王文涛与美商务部长雷蒙多通话，就商务领域内有关问题交换意见；《中华人民共和国反外国制裁法》表决通过；浙江要建设共同富裕示范区。

**下周财经日历：**中国实体经济数据（周三）；美联储6月利率决议（周四）

## 作者

## 分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002  
010-56513108  
gaoruidong@ebsecn.com

## 分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001  
0755-23946159  
zhaogege@ebsecn.com

## 相关研报

“政冷经热”怎么谈，美方诉求在哪里？——《大国博弈》系列第五篇（2021-06-09）

出口分化：低技术拖累，高技术强劲——2021年5月贸易数据点评（2021-06-07）

美元指数还会继续向下吗？——光大宏观周报（2021-06-06）

乘势而上：全球复苏、货币微松、中美缓和——2021年宏观中期策略报告（2021-06-03）

PPI冲高见顶，投资继续上行——2021年5月经济数据预测（2021-06-01）

建筑业重返高景气，基建投资反弹在即——2021年5月PMI数据点评（2021-05-31）

一文详解拜登6万亿美元财政幻术——光大宏观周报（2021-05-30）

盈利高增态势延续，制造业强复苏不断验证——2021年1-4月工业企业盈利数据点评（2021-05-27）

货币政策为什么对本轮通胀反应甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

三大证据看产能周期开启进行时——《全球朱格拉周期开启》第十二篇（2021-05-20）

制造业如期反弹，全球朱格拉周期开启不断验证——2021年4月实体经济数据点评（2021-05-17）

“生育意愿”接近日本，鼓励政策还有多远——《人口峭壁》第三篇（2021-05-12）

通胀分化延续，PPI仍将上行——2021年4月价格数据点评（2021-05-12）

## 目 录

一、本周聚焦：美国通胀再超预期，美联储议息会议如何应对？ .....	4
1.1 核心 CPI 同比创 1992 年 6 月以来最快增速 .....	4
1.2 出行相关商品和服务为主要助推因素 .....	4
1.3 各州管控政策放松，积压的旅游需求释放 .....	6
1.4 劳动力供应短缺，工资压力上升，持续推升通胀 .....	7
1.5 美联储如何应对：6 月释放 Taper 信号 .....	8
二、海外观察 .....	9
2.1 海外疫情：国内疫情多点散发，疫苗接种加速推进 .....	9
2.2 金融与流动性数据：美债收益率下行，通胀预期略有上升 .....	9
2.3 全球市场：全球股市多数上涨，大宗商品多数收涨 .....	11
2.4 央行观察：欧央行行长表示，利率通胀均有上涨，但现在还未到讨论更长期政策的时机 .....	12
2.5 海外政策：拜登成立针对中国贸易行为“工作组” .....	13
三、国内观察 .....	16
3.1 上游：原油价格环比上涨，动力煤均价、焦煤均价、铝价环比上涨，铜价环比下跌 .....	16
3.2 中游：高炉开工率下跌，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降 .....	17
3.3 下游：商品房成交面积增幅扩大，猪价、菜价、水果价格环比下跌 .....	18
3.4 流动性：十年期国债收益率上行 .....	19
3.5 国内政策：全国人大常委会拟授权上海市人大制定浦东新区法规 .....	19
四、下周财经日历 .....	20

## 图目录

图 1：核心 CPI 同比创 1992 年 6 月以来最快增速 .....	4
图 2：CPI 环比增速与上月持平，继续保持高增速 .....	4
图 3：交通运输、服装价格对核心 CPI 同比贡献较大 .....	5
图 4：交通运输、住宅价格对核心 CPI 环比贡献较大 .....	5
图 5：出行相关商品和服务成为主要助推因素 .....	5
图 6：二手车价格指数接连创新高 .....	5
图 7：美国各州接种覆盖分布 .....	6
图 8：美国绝大多数州放松疫情管控措施 .....	6
图 9：劳动力供应短缺下，工资压力上升 .....	7
图 10：印度疫情有所缓解（7 天移动平均） .....	9
图 11：全球疫苗接种持续推进 .....	9
图 12：美国 10 年期国债收益率下行 .....	10
图 13：英国、德国 10 年期国债收益率下行 .....	10
图 14：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差继续下行（%） .....	10
图 15：美国投资级企业债利差保持不变（%） .....	10
图 16：美联储资产规模略增加（十亿美元） .....	11
图 17：欧、日央行资产规模均略有上升 .....	11
图 18：全球股市多数上涨 .....	11
图 19：大宗商品价格多数上涨 .....	11

图 20: 原油价格环比上涨.....	16
图 21: 动力煤、焦煤价格环比上涨, 环比增幅缩窄.....	16
图 22: 铜价环比下跌, 库存同比下降.....	16
图 23: 铝价环比上涨, 库存同比上涨.....	16
图 24: 高炉开工率环比下跌.....	17
图 25: 水泥价格指数环比下跌.....	17
图 26: 螺纹钢价格环比下跌, 库存同比下降.....	17
图 27: 钢坯库存同比上涨.....	17
图 28: 商品房成交面积增幅扩大.....	18
图 29: 土地供应面积同比增速下行.....	18
图 30: 猪价、菜价、水果价格环比下跌.....	18
图 31: 乘用车日均零售销量跌幅扩大.....	18
图 32: 货币市场利率下行.....	19
图 33: 十年期国债收益率上行.....	19

## 表目录

表 1: 美国 65 岁以上人口接种比例已达到群体免疫要求.....	6
表 2: 近期美联储官员关于缩减 QE 的相关表态.....	8
表 3: 美欧日央行官员表态.....	12
表 4: 美国经济热力图.....	14
表 5: 欧元区经济热力图.....	14
表 6: 英国经济热力图.....	15
表 7: 日本经济热力图.....	15
表 8: 下周全球经济数据热点.....	20

## 一、本周聚焦：美国通胀再超预期，美联储议息会议如何应对？

5月，美国CPI同比增长5.0%，超出市场预期的4.7%，创下2008年8月以来最快增速；核心CPI同比增长3.8%，超出市场预期的3.5%，创下1992年6月以来最快增速，在疫苗接种加快与前期财政刺激推动下，通胀预期正在加速上行。

三方面因素助推通胀上行，一是疫情防控进展有效，疫苗接种加速，多州放松疫情管控政策，出行需求激增，带动出行相关价格上涨；二是芯片短缺下，新车供应不足，二手车需求剧增，5月二手车价格指数同比增长48%；三是弱就业下劳动力供应短缺加剧，工资加速上升，一定程度上推高了产品和服务价格。

向前看，劳动力供给不足仍会持续，下半年美国经济复苏重心转向服务业，服务业价格上行的压力仍在，从而持续推升美国的通胀水平。

此前，美联储官员频表态，高通胀是暂时性的，通胀数据公布后，市场反应平淡。当前美联储关心就业胜过通胀，美国就业市场仍未形成稳定复苏预期。我们预计，6月议息会议上，美联储将释放Taper信号，四季度开始着手Taper。

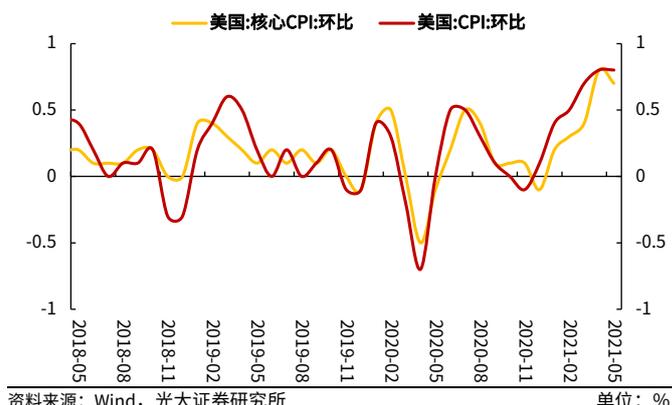
### 1.1 核心CPI同比创1992年6月以来最快增速

**核心CPI同比创下1992年6月以来最快增速。**5月，美国CPI同比增长5.0%，超出市场预期的4.7%，创下2008年8月以来最快增速；美国CPI环比增长0.8%，与4月持平。核心CPI同比增长3.8%，超出市场预期的3.5%，创下1992年6月以来最快增速；核心CPI环比增长0.7%，增幅比4月缩窄0.1个百分点。在疫苗接种加快与经济重启推动下，通胀预期正在加速上行。

图1：核心CPI同比创1992年6月以来最快增速



图2：CPI环比增速与上月持平，继续保持高增速



### 1.2 出行相关商品和服务为主要助推因素

交通运输、服装价格涨幅对 CPI 同比贡献较大。拆分核心 CPI 的细分项目来看，5 月交通运输类项目价格同比增长 20.0%，服装类项目价格同比增长 5.6%，住宅类项目价格同比增长 2.9%，成为助推核心 CPI 同比创新高的重要因素。环比来看，5 月交通运输类项目价格环比增长 3.2%，服装类项目价格环比增长 0.2%，住宅类项目价格环比增长 0.5%，均显著高于 2015 年到 2019 年同期环比均值。

图 3：交通运输、服装价格对核心 CPI 同比贡献较大

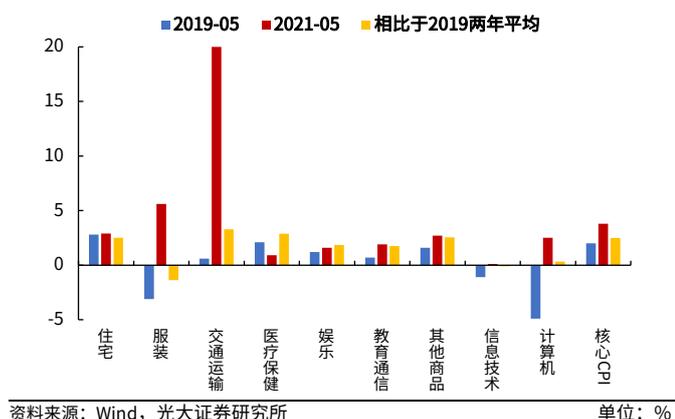
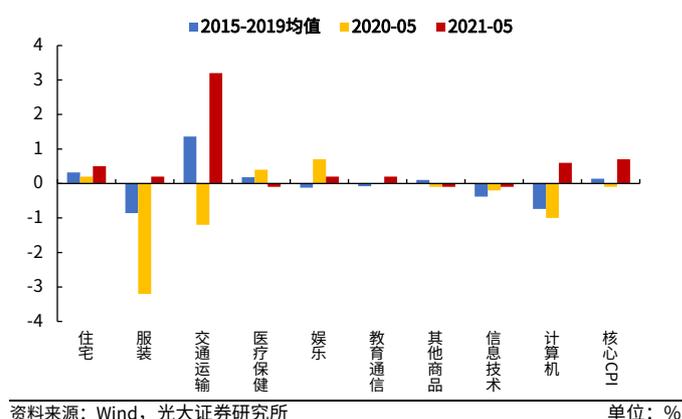


图 4：交通运输、住宅价格对核心 CPI 环比贡献较大



出行相关商品和服务成为高通胀主要助推因素。5 月，与户外出行有关的商品和服务价格涨幅较大，成为核心通胀攀升的主要助推因素。具体来看，二手汽车和卡车价格同比增长 29.7%、机票价格同比增长 24.1%，运动商品价格同比增长 9.0%，户外设备和用品价格同比增长 2.5%，且 2021 年以来均呈现出连续上涨的趋势，随着疫情得到控制，人们的户外活动在增加，进而增加了对出行相关的需求。

汽车芯片短缺下，二手车价格指数接连创新高。今年以来，受到芯片短缺的冲击，美国新车供应严重不足。经济加快复苏下，二手车需求剧增，导致美国二手车价格在近几个月不断飙升。曼海姆(Manheim)提供的二手车指数显示，5 月二手车价格指数同比增长 48.2%，预计未来二手车价格将进一步攀升，同比涨幅可达 50%，将继续对通胀造成影响。

图 5：出行相关商品和服务成为主要助推因素

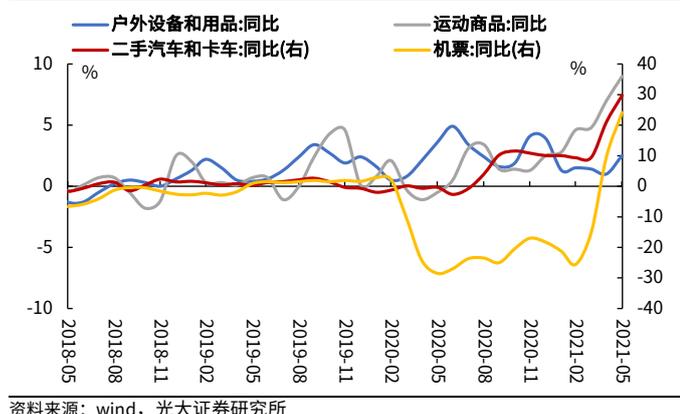


图 6：二手车价格指数接连创新高



### 1.3 各州管控政策放松，积压的旅游需求释放

疫苗接种加速下，美国多数州放松疫情管控措施，推动休闲服务业持续改善。在疫情形势好转背景下，多数州放松有关疫情管控措施，带动休闲服务业重新开放，出行相关需求激增。截至6月11日，美国65岁以上人口完全接种比例为75.9%，已达到群体免疫要求接种率；18岁以上成年人中，至少接种一剂的人口比例为64.1%，接近美国制定的接种目标，即7月4日前为70%的成年人接种至少一剂新冠疫苗。另外，从各州接种进度来看，目前已有13个州实现该目标。

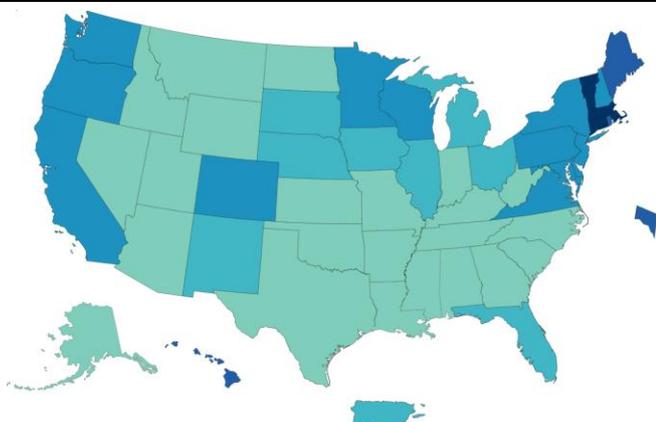
5月小假期出行人数猛增，积压的旅游需求释放。5月31日为“美国阵亡将士纪念日”，叠加周末，美国公民可享受3天的小假期。小假期期间，全美出行人数猛增，5月28日，全美通过机场检查站的乘客人数接近200万，是去年3月以来的最高值。5月28日到5月31日，总计有710万人乘坐飞机，是2020年同期飞行人数的5倍，积压已久的旅游需求正在释放。

表 1：美国 65 岁以上人口接种比例已达到群体免疫要求

接种疫苗人群分类	至少接种一剂	完全接种
接种人数：总人口（人）	172,423,605	141,583,252
接种人数比例：总人口	51.9%	42.6%
接种人数：12 岁以上（人）	172,596,681	142,051,707
接种人数比例：12 岁以上	61.6%	50.7%
接种人数：18 岁以上（人）	165,387,602	138,298,903
接种人数比例：18 岁以上	64.1%	53.6%
接种人数：65 岁以上（人）	47,364,633	41,525,312
接种人数比例：65 岁以上	86.6%	75.9%

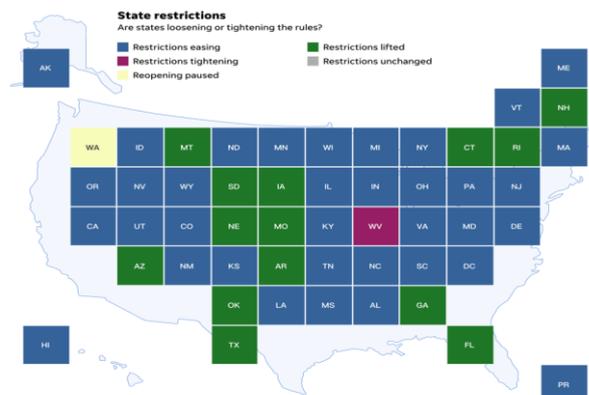
资料来源：美国 CDC，光大证券研究所，更新时间 2021 年 6 月 11 日

图 7：美国各州接种覆盖分布



资料来源：美国 CDC，光大证券研究所，更新时间 2021 年 6 月 11 日  
注：图中颜色深浅代表疫苗覆盖率的分布，颜色越深(深蓝)代表接种覆盖率越高，颜色越浅(浅绿)代表接种覆盖率越低

图 8：美国绝大多数州放松疫情管控措施



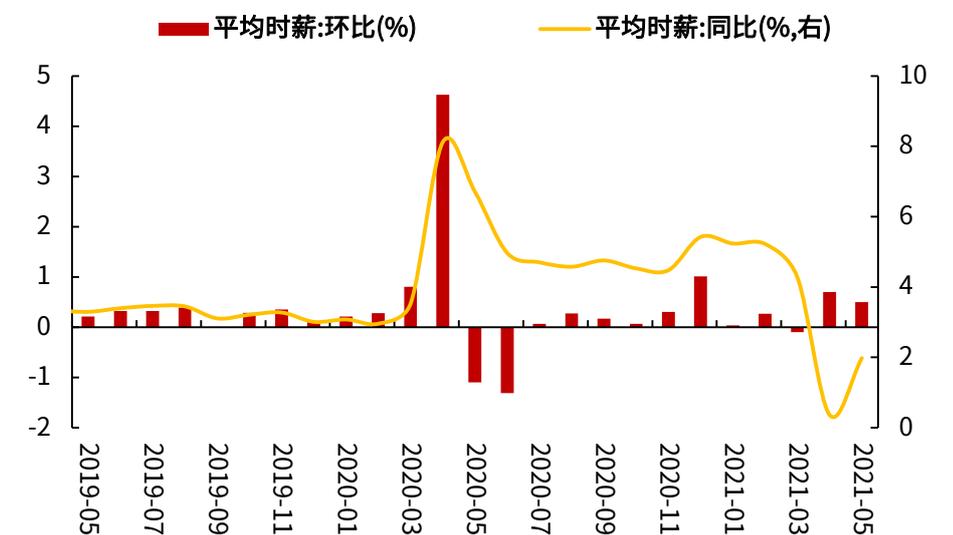
资料来源：USA TODAY，光大证券研究所 注：蓝色表示近期放松管控更新截止 2021 年 5 月 30 日

## 1.4 劳动力供应短缺，工资压力上升，持续推升通胀

**新增非农就业不及预期，劳动力供给疲弱。**5月，美国新增非农就业55.9万人，不及市场预期的67万人，主要是劳动力供给不足导致。最新公布的美联储褐皮书显示，美国劳动力短缺在5月进一步加剧，越来越多的企业抱怨，招聘困难是当前面临的**最大瓶颈**。

**劳动力供应短缺下，工资压力上升。**5月，美国劳动力市场供应短缺，加剧了供需矛盾，工资压力进一步上升。从平均时薪来看，5月非农就业的平均时薪同比增长2.0%，相比2019年同期增长8.8%，环比来看，5月平均时薪环比增长0.5%，企业用人成本的上行，带动了相关产品和服务价格的上涨。

图9：劳动力供应短缺下，工资压力上升



资料来源：Wind，光大证券研究所

**未来美国经济复苏转向服务业，将持续推升通胀。**服务业在美国经济中占了很大一部分，以2019年为例，美国个人消费占GDP比重达67.9%，个人消费中服务业消费占比则高达69.0%；2020年疫情冲击下，服务业受到较大影响，服务业消费占个人消费比例仍达67.1%。疫苗接种加速下，美国未来的服务主线会转向服务业，而服务业受劳动力供给影响较大，将成为未来通胀上升的主要支撑。

**向前看，劳动力供给不足仍会持续，下半年美国经济复苏重心转向服务业，服务业价格上行的压力仍在，从而持续推升美国的通胀水平。**预计在美国达到群体免疫（预计三季度）并且在强财政补贴效应边际减弱之后，劳动力市场供给会逐渐调整并适应需求，由此减轻价格上涨压力。

## 1.5 美联储如何应对：6月释放 Taper<sup>1</sup>信号

**市场对通胀数据反应平淡。**5月CPI数据出来后，市场反应平淡，美国10年期国债收益率小幅反弹至1.50%以上，但很快继续下降跌破1.45%，触及3月初以来最低的水平。从近期美债收益率的下行不难看出，表征紧缩预期的实际利率水平变动并不大，这表明市场阶段性接受了美联储的说辞，即“通胀是暂时性的”，继而降低了对美联储迅速收紧货币政策的担忧。

**美联储官员频表态认为高通胀是暂时性的。**5月中旬以来，多位美联储官员频表态，目前的价格压力是暂时性供应瓶颈的结果，随着供需缓解这些将得到缓解。美联储官员一再表态安抚对于通胀率持续高于2%目标的担忧，同时强调美联储有工具来控制通胀。市场对通胀反应平淡也表明，美联储在传达“通胀压力是暂时的”方面收到一些效果。

**当前美联储关心就业胜过通胀。**2020年美联储修改货币政策框架，从盯住2%的通胀目标改为一定时期平均通胀水平为2%，并允许一定时期内通胀在可控的情况下略微超过2%。此外，在上一轮退出QE的过程中，美联储也在时刻强调着就业市场的恢复。当前，美联储对就业目标的优先序明显高于通胀，美联储对于缩减QE的前提是经济恢复取得实质性进展，尤其是劳动力市场持续强劲。

**预计美联储6月释放 Taper 信号，四季度开始着手 Taper。**5月，非农数据再次低于市场预期，当前美国的就业市场仍未形成稳定复苏预期。我们预计，6月议息会议上，美联储将逐步释放 Taper 信号，四季度开始着手 Taper。

表 2：近期美联储官员关于缩减 QE 的相关表态

时间	会议/官员	主要表态
5月26日	美联储副主席 夸尔斯	如果美国经济在受到新冠疫情打击后保持强劲复苏，美联储就应该在未来几个月的会议上开始讨论减少QE购债。美联储在购债指引中采用“实质性的进一步进展”说辞给联储的沟通带来挑战，因为不能归结在单一的劳动力市场指标上判断进展。今年的通胀攀升可能大部分都是暂时的升高，但中期内通胀有偏向上行的风险。
5月25日	美联储副主席 克拉里达	FOMC 可能在未来的政策会议上讨论何时适合缩减QE。这将取决于所得到的一系列经济数据。通胀压力大体上是暂时的，而倘若通胀高企，美联储可以在不损及经济复苏的情况下加以遏制。
5月25日	旧金山联储主席 戴利	尽管经济进展令人感到鼓舞，现在仍然不是改变政策的时候。公众不应该把这理解为美联储准备收紧政策的迹象。近期通胀上涨时过渡性的。目前的价格压力是暂时性供应瓶颈的结果，随着供需恢复正常这将得到缓解。应该尽早、而不是更晚开始讨论减少购债（taper）的事情。可以开始减少购债的前提是劳动力市场持续强劲，虽然

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\\_20132](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20132)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>