

拐点未变，核心CPI继续下行

——美国5月CPI数据点评

宏观事件：

CPI通胀上涨超预期，同比上涨8.6%，创1981年12月以来新高，高于上月及预期的8.3%增幅。通胀影响民生，或增加美联储面对的降通胀政治压力。但我们更应该关注的是核心通胀，因为核心通胀才是影响货币政策的决定因素。核心CPI通胀继续回落，5月同比上涨6%，较4月的6.2%回落0.2%。通胀预期亦小幅回落。

事件点评

➤ 拐点未变，核心CPI继续下行

5月CPI超预期，但我们更应该关注的是核心通胀，因为核心通胀才是影响货币政策的因素。核心CPI通胀继续回落，5月同比上涨6%。能源成本主导了整体CPI的飙升，而货币政策对其进行反应的能力有限。

➤ 核心通胀韧性主要在服务

5月商品价格同比增长8.5%，较上月9.7%，继续回落1.2%；5月服务价格同比增长5.2%，较上月4.9%上行0.2个百分点。可以看到2021年7月的时候核心CPI的分项商品价格上涨是服务价格上涨的3倍还多，2022年5月该数字已经回落到1.6倍。核心服务价格没有显著回落以前，核心CPI可能仍然会表现出相当的韧性。

➤ 疫情影响分项短期推高通胀，长期预示通胀回落

机票5月继续同比大涨37.8%；二手车和酒店同比都回落。机票价格大涨虽然对通胀不是好消息，但是反映出疫情管制放松后出行需求的旺盛。而二手车价格的回落即有助于价格回落，同时也反映供应瓶颈问题的缓解。芝加哥联储主席Charles L. Evans提出的三个受疫情影响明显的分项，新车和二手车，家用设备和家具、酒店，三者虽然只占了核心CPI的大约15%，但是却贡献了接近一半的核心CPI通胀增长，5月都回落。

➤ 需求在减弱，货币财政政策都在退出

从需求侧看，货币和财政政策的刺激都在明显快速退出。需求侧并没有继续显著推高通胀的因素。通胀上行的风险主要可能性在于疫情反复对供应链的影响和地缘冲突对能源的影响。

➤ 风险提示：疫情反复超预期，地缘政治风险超预期。

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 电话：
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《更多的劳动力，更低的工资增长：美国5月非农就业数据点评》2022.06.05
- 2、《基建投资可能再超预期》2022.06.05
- 3、《经济慢修复，政策快降息》2022.05.31

1 拐点未变，核心 CPI 继续下行

美国 5 月份的 CPI 通胀数据更有新闻价值，但是我们更应该关注的是核心通胀，因为核心通胀才是影响货币政策的因素。

1.1 CPI 通胀超预期

➤ CPI 通胀抢头条

CPI 通胀上涨超预期，同比上涨 8.6%，创 1981 年 12 月以来新高，高于上月及预期的 8.3% 增幅；CPI 环比增长 1%，显著高于预期的 0.7% 和上月的 0.3%。

➤ 能源价格继续大涨

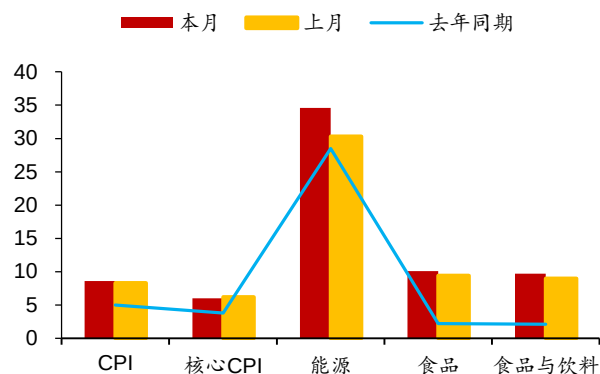
能源成本主导了整体 CPI 的飙升，能源价格指数同比上涨了 34.6%，是自 2005 年 9 月以来最大的同比涨幅。但同时我们也需要注意到能源价格的波动都很大，相比于核心通胀是近 40 年来的高位，能源价格的暴涨暴跌要更为常见。

图 1：能源 CPI 同比



资料来源：Wind，国联证券研究所

图 2：CPI 四分



资料来源：Wind，国联证券研究所

而货币政策对能源价格变动进行反应的能力有限。但另一方面能源价格对美国老百姓日常生活影响很大，美国总统可能会将通胀上涨的责任归咎于美联储，从而增加美联储面对的政治压力。

图 3：CPI 四个分项同比和环比

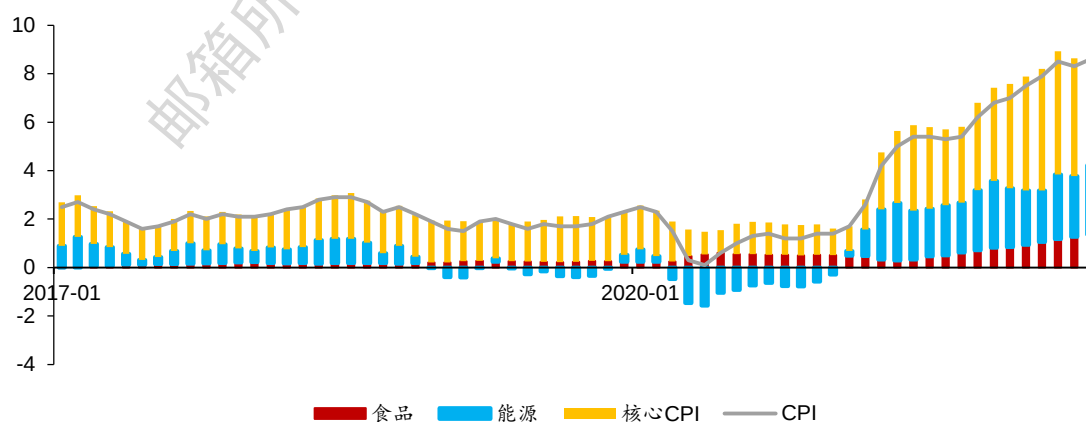
时间	同比				环比			
	CPI	食品	能源	核心CPI	CPI	食品	能源	核心CPI
2021年5月	5	2.2	28.5	3.8	0.7	0.5	0.7	0.7
2021年6月	5.4	2.4	24.5	4.5	0.9	0.7	2.1	0.8
2021年7月	5.4	3.4	23.8	4.3	0.5	0.7	1.6	0.3
2021年8月	5.3	3.7	25	4	0.3	0.4	1.9	0.2
2021年9月	5.4	4.6	24.8	4	0.4	0.9	1.2	0.3
2021年10月	6.2	5.3	30	4.6	0.9	0.9	3.7	0.6
2021年11月	6.8	6.1	33.3	4.9	0.7	0.8	2.4	0.5
2021年12月	7	6.3	29.3	5.5	0.6	0.5	0.9	0.6
2022年1月	7.5	7	27	6	0.6	0.9	0.9	0.6
2022年2月	7.9	7.9	25.6	6.4	0.8	1	3.5	0.5
2022年3月	8.5	8.8	32	6.5	1.2	1	11	0.3
2022年4月	8.3	9.4	30.3	6.2	0.3	0.9	-2.7	0.6
2022年5月	8.6	10.1	34.6	6	1	1.2	3.9	0.6

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

整体来看，食品和能源通胀仍然是 CPI 通胀维持高位的重要原因，粮食和能源价格都受到俄乌冲突较大影响。虽然能源环比动能出现波动，上月转负，但本月又回正，而其对同比的贡献仍然位于高位。

从同比的贡献来看，食品和能源分别贡献了约 15%和 32%，而核心 CPI 贡献了剩下的 56%。

图 4：CPI 同比，四分贡献



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

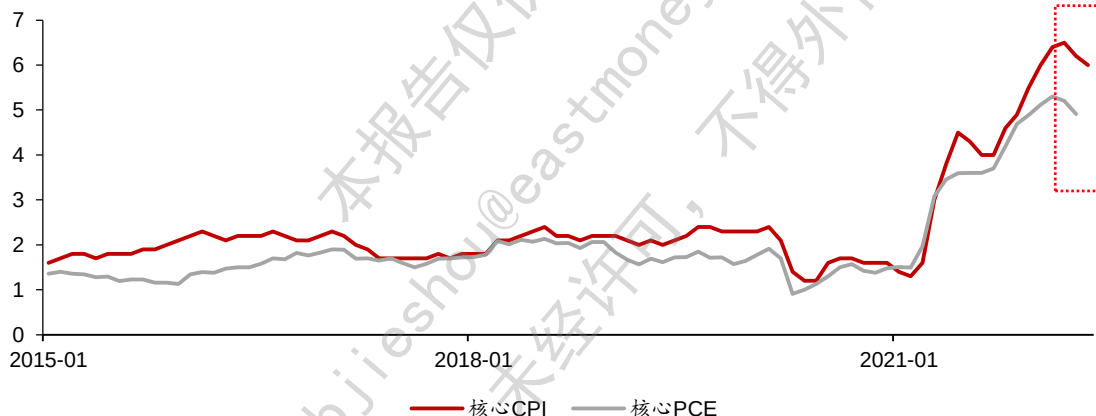
➤ 核心通胀表现出韧性

另一方面，除了食品和能源外，核心 CPI 通胀也表现出很大韧性。关于核心通胀的韧性我们在 2.1 会进一步讨论。

1.2 5月数据核心通胀才是关键

尽管通胀 CPI 数据占据头条，但核心 CPI 通胀才是关键。5 月继续回落，同比上涨 6%，较 4 月的 6.2% 回落 0.2%，尽管回落速度不及预期，高于预期的 5.9%；核心 CPI 环比增长 0.6%，与 4 月增幅持平，但高于预期的 0.5%。

图 5：核心 CPI 和核心 PCE



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

一方面，我们看到核心 CPI 通胀拐点后向下的趋势没有改变；但另一方面，我们也应该看到，核心通胀离回到 2% 的目标还需要时间。

这意味着美联储的退出还将继续，还没有到可以停止加息的时候。

1.3 核心通胀下行美联储或不会超预期加息

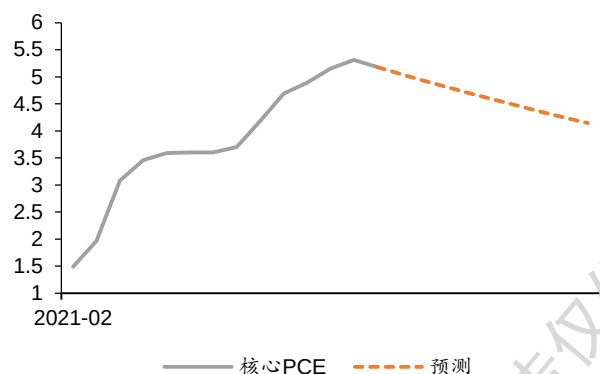
➤ 核心 CPI 和核心 PCE 相互印证

核心 CPI 和核心 PCE 两者的走势目前总体是相互印证的状态，两者都呈现高点后出现拐点的迹象。

核心 PCE 通胀 3 月已经出现小幅回落，结束了自 2021 年 2 月以来连续 12 个月的上行。5 月底公布的数据显示，4 月核心 PCE 物价指数同比增长 4.9%，预期 4.9%，前值 5.2%，延续下行趋势。

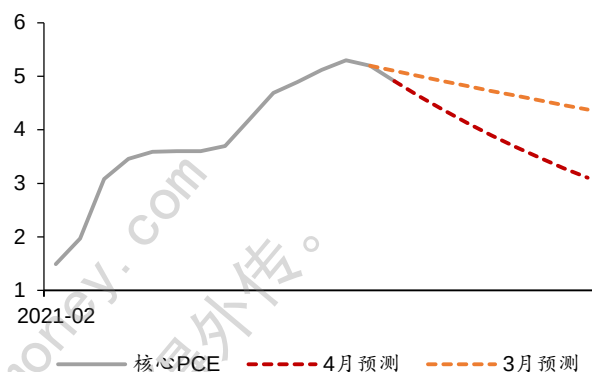
从环比来看，核心 PCE 物价指数 4 月环比增长 0.2%，这是该指标自去年夏天以来的最小增幅。另外，4 月 PCE 物价指数同比增长 6.3%，预期值为 6.2%，前值 6.6%。也是该指标自 2020 年 11 月以来的最小增幅。

图 6：核心 PCE 同比和预测(基于 3 月数据)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图 7：核心 PCE 同比和预测(基于 4 月数据)



资料来源：Wind，国联证券研究所

从核心 CPI 和核心 PCE 目前的走势来看，我们仍然认为通胀见顶回落之后，美联储加息紧缩的迫切压力就会相对下行，可能表现出前鹰后鸽。核心通胀按照目前的趋势回落的话，美联储大概率不会超预期紧缩，大概率年底加息到 2.5% 附近。

如果按照 3 月份核心 PCE 通胀回落的趋势，那么到 2022 年底，核心 PCE 通胀能够刚好回落到 4.1%，正好等于美联储 3 月经济预期概要 (SEP) 中对核心 PCE 的预期。这个通胀回落路径我们认为目前可能性较高。4 月份实际数据显示的核心 PCE 回落的速度事实上暂时超过了 3 月的趋势。如果按照 4 月的趋势，那么到 2022 年底，核心 PCE 可以回落到 3.1%。

1.4 长期通胀预期仍较稳定

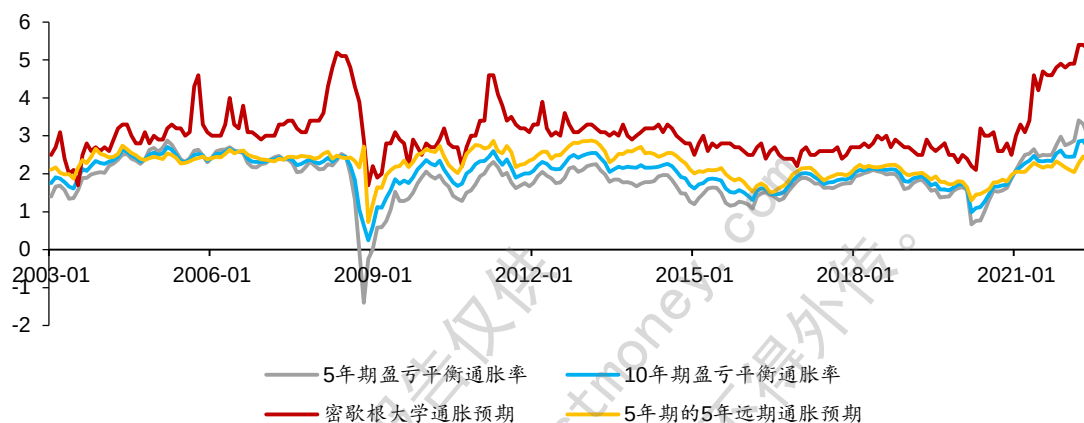
➤ 通胀预期小幅走弱

短期通胀预期暂时结束上行，但仍在高位波动。密歇根大学通胀预期是未来 1 年的通胀预期，之前随着实际通胀数据的上升它已经出现了明显的上行，但从 3 月以来就在 5.4% 左右波动，4 月为 5.4%，和 3 月持平，5 月下跌 0.1%，为 5.3%，6 月又回到 5.4%。

而 5 年期的 5 年远期通胀预期仍然较为稳定。5 月 2.35%，较 4 月回落 0.1%，较 3 月 2.28% 小幅增长。

同时 10 年期盈亏平衡的通胀率 5 月为 2.69%，较 4 月下降 0.19%，也较 3 月 2.85% 小幅回落。

图 8：通胀预期



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2 核心通胀的结构特点

2.1 核心通胀韧性主要在服务：商品通胀下行，服务通胀上行

➤ 核心通胀分商品和服务

从结构上来讲，能源和食品价格驱动 CPI 通胀的大涨，而核心通胀表现出的韧性主要来自于服务价格通胀。核心通胀的韧性可以拆分为商品和服务。

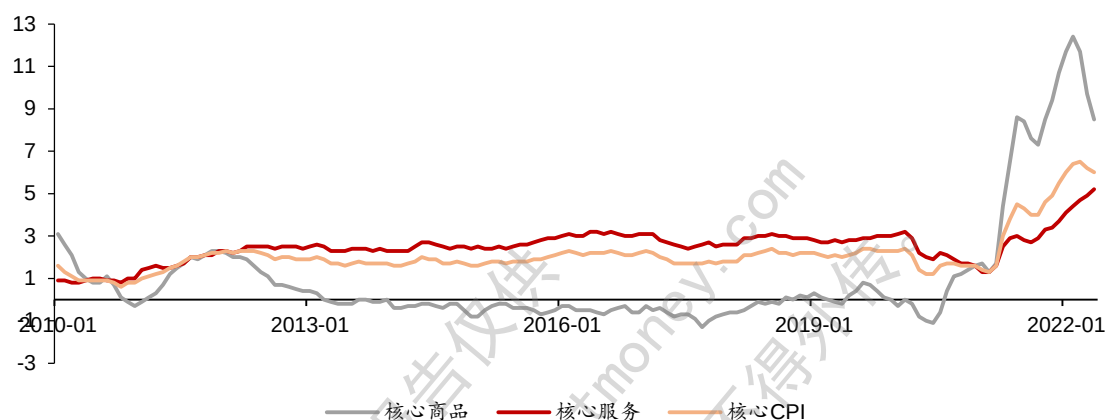
➤ 商品和服务消费此消彼长

由于疫情冲击推高的商品需求正在逐渐回落，商品价格增长也触顶回落。商品价格同比 2 月达到最高值，然后拐头向下，5 月份商品价格的同比继续回落，带领核心 CPI 的回落。

5 月商品价格同比增长 8.5%，较上月 9.7%，继续回落 1.2%；5 月服务价格同比增长 5.2%，较上月 4.9% 上行 0.2 个百分点。

从核心 CPI 的分项可以看到 2021 年 7 月的时候商品价格上涨是服务价格上涨的 3 倍还多，2022 年 5 月该数字已经回落到 1.6 倍。这个结构性变化有助于帮助带动整体价格水平的回落。

图 9：核心 CPI 商品和服务的价格变化



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

另一方面，核心 CPI 的韧性主要体现在服务上，商品的通胀显著下行带动了核心 CPI 的整体下行，但服务的通胀仍然在上行通道。5 月份核心服务同比增长 5.2%，较 4 月上涨 0.3%；5 月环比增长 0.6%，较 4 月略微回落，但仍处于高位。

从权重来看，核心商品占比 21.4%，而核心服务占比 56.9%，核心服务价格没有显著回落以前，核心 CPI 可能仍然会表现出相当的韧性。

图 10：近 1 年核心 CPI 商品和服务的价格变化

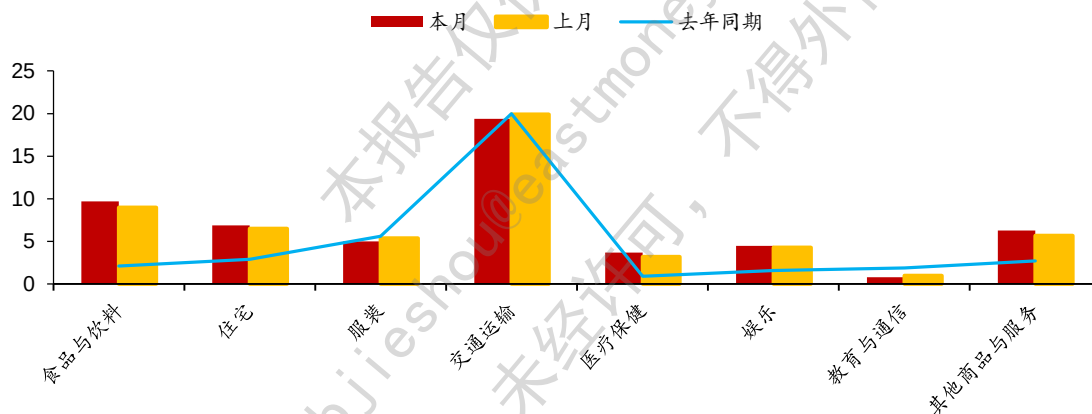
时间	同比		环比	
	核心商品	核心服务	核心商品	核心服务
2021年5月	6.5	2.9	1.8	0.4
2021年6月	8.6	3	2.1	0.4
2021年7月	8.4	2.8	0.4	0.3
2021年8月	7.6	2.7	0.4	0.1
2021年9月	7.3	2.9	0.3	0.2
2021年10月	8.5	3.3	1.1	0.4
2021年11月	9.4	3.4	0.9	0.4
2021年12月	10.7	3.7	1.2	0.3
2022年1月	11.7	4.1	1	0.4
2022年2月	12.4	4.4	0.4	0.5
2022年3月	11.7	4.7	-0.4	0.6
2022年4月	9.7	4.9	0.2	0.7
2022年5月	8.5	5.2	0.7	0.6

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

➤ CPI 通胀结构：八分

从去除能源的通胀的分项来看，同比增速上涨的分项略多，食品与饮料、住宅、医疗保健、娱乐、其他商品与服务同比 5 月增速加快，只有服装、交通运输、教育与通信同比 5 月增速回落。

图 11：CPI 同比八分的分项



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.2 疫情影响分项短期推高通胀，长期预示通胀回落

➤ CPI 通胀结构：疫情冲击的 3 个分项

机票 4 月环比大涨 18.6%之后 5 月继续环比上涨 12.6%，机票 5 月同比也大涨 37.8%；二手车环比结束此前 3 个月的负增，再次回到正增长，但二手车同比继续回落；酒店环比和同比都回落。

机票价格大涨虽然对通胀不是好消息，但是反映出疫情管制放

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_42839

