

# 见顶但顽固的通胀意味着什么？

——2022年5月美国CPI数据点评

## 研究结论

- 当地时间6月10日，美国5月CPI数据发布：同比8.6%，较前值8.3%上行，高于预期的8.3%。环比1.0%，前值0.3%，高于预期的0.7%。此番通胀再度走高，打破了此前从3月份计起的下行趋势，市场对基本面趋势转折（通胀下行）的期望被削弱，加息预期及美债收益率收复失地，股市则大幅下跌。
- 5月CPI再度超预期，能源、食品涨价构成支撑。俄乌冲突之后，全球原油、粮食价格的持续高企，是今年海外通胀表现出超预期的顽固与强势的关键原因。5月份来自于原油、粮食涨价的贡献仍然是通胀环比大幅提速的关键：5月能源项同比涨34.6%，拉动了2.3%的通胀同比增速，环比涨3.9%，拉动了0.3%的通胀环比增速。食品项同比涨10.1%，拉动了1.5%的通胀同比增速，环比涨1.2%，拉动了0.2%的通胀环比增速。在欧盟对俄罗斯原油禁运落地后，对未来的大宗商品价格回落恐怕还不能抱有乐观的估计。
- 核心通胀，特别是服务通胀仍维持高位。即使不考虑原油、粮食价格上涨带来的扰动，我们仍然能看到核心通胀（剔除能源、食品后）5月份同比6%，环比0.6%，这仍然是一个相当高的数字。主要的支撑来自于住房租金、汽车、运输服务项目。住房租金滞后于房价周期，与劳动力市场紧张程度相关，从上述两方面来看，住房租金目前都难以预测增速回落的拐点何在。运输服务方面，出行、旅游需求升温带来的机票价格暴涨形成了通胀新的发力点，但单项权重不高，且在暑期之后的出行服务需求走势待观察。展望未来，我们在核心通胀方面最大的担忧仍然是住房租金，房租于年内维持高位，其月环比稳定维持在约0.6%左右是我们目前的基准情景假设。
- 对于见顶但在更长时间当中维持高位的通胀，市场将给予何种理解和反应？这是我们在5月CPI之后最在意并关注的点。基于上述分析，我们可能会看到通胀水平在2022年内都维持在较高水平运行，这一趋势现在取代了此前我们所期待的通胀见顶、而后快速回落的清晰连贯趋势。
- 从数据发布后的市场表现来看，美债收益率短端上行幅度很大，2年期美债收益率日内上行约25bp，而长端（10年期）上行约11bp，主要受实际利率驱动，长期通胀预期走平。美元指数上涨，美股大幅下跌。综合来看，市场的这种即时表现，主要在反应此前回落（6月以来）的加息预期的修复。
- 现在加息预期重回此前最为激进的预期轨道，期货定价显示出市场认为未来3次会议连续50bp加息概率不小。但与此同时，长端通胀预期走平，意味着长期通胀预期继续向上突破难度较大，连带使得长端利率上行空间受限（特别是相较于受到加息驱动的短端）。我们建议关注近期美债期限利差（2s10s）再度迎来一轮倒挂的可能性，如果出现，可能助推市场衰退预期继续升温。美股市场方面，经济周期属性板块在货币政策紧缩方向锁定、经济增长（企业盈利面）担忧加重的双重压力下，承受较为确定的回调压力。

## 风险提示

大宗商品价格受到地缘政治等不确定因素影响，出现超预期波动的可能性。

报告发布日期

2022年06月13日

### 证券分析师

王仲尧 021-63325888\*3267  
wangzhongyao1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860518050001  
香港证监会牌照：BQJ932

孙金霞 021-63325888\*7590  
sunjinxia@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860515070001

曹靖楠 021-63325888\*3046  
caojingnan@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520010001

### 联系人

陈玮 chenwei3@orientsec.com.cn

### 相关报告

美国的衰退近了吗：经济领先指标目前什么状况？ 2022-04-14

俄乌冲突后的宏观环境变化：阶段性总结评估 2022-04-06

当地时间6月10日，美国5月CPI数据发布：同比8.6%，较前值8.3%上行，高于预期的8.3%。环比1.0%，前值0.3%，高于预期的0.7%。此番通胀再度走高，打破了此前从3月份计起下行趋势，市场对基本面趋势转折（通胀下行）的期望被削弱，加息预期及美债收益率收复失地，股市则大幅下跌。

**5月CPI再度超预期，能源、食品涨价构成支撑。**俄乌冲突之后，全球原油、粮食价格的持续高企，是今年海外通胀表现出超预期的顽固与强势的关键原因。5月份来自于原油、粮食涨价的贡献仍然是通胀环比大幅提速的关键：5月能源项同比涨34.6%，拉动了2.3%的通胀同比增速，环比涨3.9%，拉动了0.3%的通胀环比增速。食品项同比涨10.1%，拉动了1.5%的通胀同比增速，环比涨1.2%，拉动了0.2%的通胀环比增速。在欧盟对俄罗斯原油禁运落地后，对未来的大宗商品价格回落恐怕还不能抱有乐观的估计。

**核心通胀，特别是服务通胀仍维持高位。**即使不考虑原油、粮食价格上涨带来的扰动，我们仍然能看到核心通胀（剔除能源、食品后）5月份同比6%，环比0.6%，这仍然是一个相当高的数字。主要的支撑来自于住房租金、汽车、运输服务等项目。住房租金滞后于房价周期，与劳动力市场紧张程度相关，从上述两方面来看，住房租金目前都难以预测增速回落的拐点何在。运输服务方面，出行、旅游需求升温带来的机票价格暴涨形成了通胀新的发力点，但单项权重不高，且在暑期之后的出行服务需求走势待观察。展望未来，我们在核心通胀方面最大的担忧仍然是住房租金，房租于年内维持高位，其月环比稳定维持在约0.6%左右是我们目前的基准情景假设。

**对于见顶但在更长时间当中维持高位的通胀，市场将给予何种理解和反应？这是我们在5月CPI之后最在意并关注的点。**基于上述分析，我们可能会看到通胀水平在2022年内都维持在较高水平运行，这一趋势现在取代了此前我们所期待的通胀见顶、而后快速回落的清晰连贯趋势。

从数据发布后的市场表现来看，美债收益率短端上行幅度很大，2年期美债收益率日内上行约25bp，而长端（10年期）上行约11bp，主要受实际利率驱动，长期通胀预期走平。美元指数上涨，美股大幅下跌。综合来看，市场的这种即时表现，主要在反应此前回落（6月以来）的加息预期的修复。

现在加息预期重回此前最为激进的预期轨道，期货定价显示出市场认为未来3次会议连续50bp加息概率不小。但与此同时，长端通胀预期走平，意味着长期通胀预期继续向上突破难度较大，连带使得长端利率上行空间受限（特别是相较于受到加息驱动的短端）。我们建议关注近期美债期限利差（2s10s）再度迎来一轮倒挂的可能性，如果出现，可能助推市场衰退预期继续升温。美股市场方面，经济周期属性板块在货币政策紧缩方向锁定、经济增长（企业盈利面）担忧加重的双重压力下，承受较为确定的回调压力。

图 1: CPI 各分项同比增速

CPI 同比	权重	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21	Oct-21	Sep-21	Aug-21	Jul-21	Jun-21	May-21
所有	100.00	8.6%	8.3%	8.5%	7.9%	7.5%	7.0%	6.8%	6.2%	5.4%	5.3%	5.4%	5.4%	5.0%
食品	13.98	10.1%	9.4%	8.8%	7.9%	7.0%	6.3%	6.1%	5.3%	4.6%	3.7%	3.4%	2.4%	2.2%
家用食品	7.72	11.9%	10.8%	10.0%	8.7%	7.4%	6.5%	6.4%	5.4%	4.5%	2.9%	2.5%	0.9%	0.7%
谷物和烘焙制品	0.98	11.6%	10.3%	9.4%	7.8%	6.8%	4.7%	4.6%	3.5%	2.7%	1.6%	1.5%	0.2%	0.6%
肉禽鱼蛋	1.83	14.2%	14.4%	13.7%	13.0%	12.3%	12.6%	12.8%	11.9%	10.5%	8.0%	5.8%	0.6%	0.1%
乳制品及相关产品	0.75	11.8%	9.1%	7.0%	5.2%	3.1%	1.6%	1.6%	1.8%	0.6%	-0.5%	1.8%	0.7%	0.1%
水果蔬菜	1.31	8.1%	7.7%	8.5%	7.7%	5.7%	5.0%	4.0%	3.0%	3.1%	2.3%	2.2%	3.2%	2.8%
无酒精饮料和饮料原料	0.92	12.0%	9.8%	8.0%	6.7%	5.0%	5.1%	5.3%	4.5%	3.7%	2.0%	1.1%	0.2%	-0.2%
其他家庭食物	1.93	12.6%	11.0%	10.3%	8.2%	7.4%	5.6%	5.7%	4.1%	3.1%	1.4%	1.3%	0.4%	0.4%
非家用食品	6.26	7.4%	7.2%	6.9%	6.8%	6.4%	6.0%	5.8%	4.7%	4.7%	4.7%	4.6%	4.2%	4.0%
能源	7.32	34.6%	30.3%	32.0%	25.6%	27.0%	29.3%	33.3%	30.0%	24.8%	25.0%	23.8%	24.5%	28.5%
能源商品	4.08	50.4%	44.7%	48.3%	37.8%	39.8%	48.7%	57.2%	49.4%	41.7%	42.0%	41.3%	44.5%	54.8%
燃油	0.10	106.7%	80.5%	70.1%	43.6%	46.5%	41.0%	59.3%	59.1%	42.6%	33.2%	39.1%	44.5%	50.8%
汽车燃料	3.91	49.1%	44.0%	48.2%	38.1%	40.0%	49.2%	57.6%	49.5%	41.9%	42.6%	41.8%	45.1%	55.8%
汽油 (所有类型)	3.83	48.7%	43.6%	48.0%	38.0%	40.0%	49.3%	57.8%	49.5%	42.0%	42.8%	41.9%	45.4%	56.5%
能源服务	3.24	16.2%	13.7%	13.4%	12.2%	13.5%	10.1%	10.4%	11.1%	8.7%	8.8%	7.4%	6.5%	6.2%
电	2.47	12.0%	11.0%	11.1%	9.0%	10.7%	6.2%	6.3%	6.4%	5.4%	5.4%	4.2%	4.0%	4.2%
公用事业 (管道) 燃气服务	0.77	30.2%	22.7%	21.6%	23.8%	23.9%	24.0%	25.0%	28.1%	20.7%	21.2%	19.1%	15.7%	13.5%
核心	78.70	6.0%	6.2%	6.5%	6.4%	6.0%	5.5%	4.9%	4.6%	4.0%	4.0%	4.3%	4.5%	3.8%
核心商品	20.69	8.5%	9.7%	11.7%	12.4%	11.7%	10.7%	9.4%	8.5%	7.3%	7.6%	8.4%	8.6%	6.5%
服饰	2.73	5.0%	5.4%	6.8%	6.6%	5.3%	5.7%	5.0%	4.5%	3.4%	4.1%	4.1%	4.9%	5.7%
新车	3.83	12.6%	13.2%	12.5%	12.4%	12.2%	11.8%	11.1%	9.8%	8.7%	7.6%	6.3%	5.3%	3.4%
二手车和卡车	3.29	16.1%	22.7%	35.3%	41.2%	40.5%	37.3%	31.4%	26.4%	24.4%	31.9%	41.6%	45.3%	29.8%
医疗保健品	1.50	2.4%	2.1%	2.7%	2.5%	1.4%	0.4%	0.2%	-0.4%	-1.6%	-2.5%	-2.1%	-2.2%	-1.9%
酒精饮料	1.01	4.0%	3.9%	3.7%	3.5%	2.7%	2.3%	1.9%	2.3%	2.8%	2.6%	2.4%	1.9%	1.6%
烟草和烟草制品	0.61	7.9%	7.2%	6.9%	7.0%	7.0%	9.0%	8.9%	8.5%	6.7%	6.3%	6.4%	7.0%	7.3%
核心服务	58.02	5.2%	4.9%	4.7%	4.4%	4.1%	3.7%	3.4%	3.3%	2.9%	2.7%	2.8%	3.0%	2.9%
住宅租金	32.58	5.5%	5.2%	5.1%	4.8%	4.4%	4.2%	3.9%	3.5%	3.2%	2.9%	2.9%	2.6%	2.2%
主要居所租金	7.61	5.2%	4.8%	4.4%	4.2%	3.8%	3.3%	3.0%	2.7%	2.4%	2.1%	1.9%	1.9%	1.8%
业主等价租金	23.59	5.1%	4.8%	4.5%	4.3%	4.1%	3.8%	3.5%	3.1%	2.9%	2.6%	2.4%	2.3%	2.1%
核心服务 (除住宅)	25.44	6.0%	5.6%	5.2%	4.8%	4.7%	3.8%	3.6%	3.8%	3.2%	3.2%	3.3%	3.9%	4.0%
医疗服务	7.02	1.1%	1.2%	0.7%	0.5%	2.6%	4.3%	4.3%	3.9%	3.8%	3.9%	3.9%	4.1%	4.2%
医生服务	1.79	2.7%	2.0%	2.4%	2.1%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%	2.3%	2.5%	1.2%	1.2%	1.4%
医院服务	2.18	3.9%	3.6%	3.3%	3.4%	3.6%	3.3%	3.5%	4.0%	3.1%	3.5%	2.8%	2.5%	2.6%
运输服务	5.02	8.0%	8.4%	7.5%	6.4%	5.4%	4.1%	3.8%	4.6%	4.4%	4.4%	6.0%	10.4%	11.3%
机动车保养与维修	1.08	6.1%	5.3%	4.9%	6.3%	4.8%	4.8%	4.9%	5.4%	4.0%	4.2%	4.1%	3.1%	2.8%
机动车辆保险	1.58	4.5%	4.4%	4.2%	4.3%	4.1%	4.2%	5.7%	6.3%	4.8%	1.0%	1.6%	11.3%	16.8%
机票	0.58	37.8%	33.3%	23.6%	12.7%	4.9%	0.7%	-4.5%	-4.4%	0.9%	6.5%	18.0%	24.8%	25.2%

数据来源: Bloomberg、东方证券研究所

图 2: CPI 各分项环比增速

CPI 环比	权重	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21	Oct-21	Sep-21	Aug-21	Jul-21	Jun-21	May-21
所有	100.00	1.0%	0.3%	1.2%	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	0.4%	0.3%	0.5%	0.9%	0.7%
食品	13.98	1.2%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%	0.5%	0.8%	0.9%	0.4%	0.4%	0.7%	0.7%	0.5%
家用食品	7.72	1.4%	1.0%	1.5%	1.4%	1.0%	0.4%	0.9%	0.9%	1.2%	0.4%	0.6%	0.7%	0.4%
谷物和烘焙制品	0.98	1.5%	1.1%	1.5%	1.1%	1.8%	0.3%	0.7%	1.0%	1.1%	0.0%	0.8%	0.1%	0.3%
肉禽鱼蛋	1.83	1.1%	1.4%	1.0%	1.2%	0.3%	0.2%	1.0%	1.5%	1.9%	0.8%	1.3%	1.8%	1.3%
乳制品及相关产品	0.75	2.9%	2.5%	1.2%	1.9%	1.1%	0.6%	0.3%	0.2%	0.6%	-0.8%	0.5%	0.2%	0.4%
水果蔬菜	1.31	0.6%	-0.3%	1.5%	2.3%	0.9%	0.5%	1.0%	0.0%	0.7%	0.4%	-0.7%	0.8%	0.2%
无酒精饮料和饮料原料	0.92	1.7%	2.0%	1.2%	1.6%	0.0%	0.6%	0.3%	0.7%	1.0%	0.8%	0.6%	0.9%	-0.3%
其他家庭食物	1.93	1.6%	0.7%	2.0%	0.8%	1.6%	0.4%	1.3%	1.2%	1.2%	0.4%	0.6%	0.1%	0.1%
非家用食品	6.26	0.7%	0.6%	0.3%	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%	0.8%	0.5%	0.4%	0.8%	0.7%	0.6%
能源	7.32	3.9%	-2.7%	11.0%	3.5%	0.9%	0.9%	2.4%	3.7%	1.2%	1.9%	1.6%	2.1%	0.7%
能源商品	4.08	4.5%	-5.4%	18.1%	6.7%	-0.6%	1.3%	4.2%	4.7%	1.2%	2.5%	2.4%	3.3%	0.6%
燃油	0.10	16.9%	2.7%	22.3%	7.7%	9.5%	-2.4%	3.5%	12.3%	3.9%	-2.1%	0.6%	2.9%	2.1%
汽车燃料	3.91	4.1%	-5.8%	18.3%	6.7%	-0.8%	1.4%	4.3%	4.6%	1.1%	2.5%	2.5%	3.3%	0.5%
汽油 (所有类型)	3.83	4.1%	-6.1%	18.3%	6.6%	-0.8%	1.3%	4.5%	4.6%	1.1%	2.5%	2.5%	3.3%	0.6%
能源服务	3.24	3.0%	1.3%	1.8%	-0.4%	2.9%	0.3%	0.2%	2.4%	1.2%	1.2%	0.7%	0.6%	0.8%
电	2.47	1.3%	0.7%	2.2%	-1.1%	4.2%	0.5%	0.2%	1.4%	0.6%	1.0%	0.2%	0.2%	0.5%
公用事业 (管道) 燃气服务	0.77	8.0%	3.1%	0.6%	-1.5%	-0.5%	-0.3%	0.3%	5.9%	2.9%	1.6%	2.2%	1.8%	1.8%
核心	78.70	0.6%	0.5%	0.4%	0.7%	0.7%	0.4%	0.4%	0.6%	0.1%	0.1%	0.3%	0.8%	0.7%
核心商品	20.69	0.7%	0.2%	-0.4%	0.4%	1.0%	1.2%	0.9%	1.1%	0.3%	0.4%	0.4%	2.1%	1.8%
服饰	2.73	0.7%	-0.8%	0.6%	0.7%	1.1%	1.1%	0.7%	0.6%	-0.7%	0.3%	0.1%	0.5%	1.1%
新车	3.83	1.0%	1.1%	0.2%	0.3%	0.0%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.2%	1.5%	1.7%	1.5%
二手车和卡车	3.29	1.8%	-0.4%	-3.8%	-0.2%	1.5%	3.3%	2.4%	2.5%	-0.5%	-1.2%	0.0%	10.1%	7.7%
医疗保健品	1.50	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.9%	0.0%	0.1%	0.6%	0.3%	-0.2%	0.2%	-0.4%	0.0%
酒精饮料	1.01	0.5%	0.4%	0.5%	0.8%	0.4%	0.3%	0.2%	-0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
烟草和烟草制品	0.61	0.9%	0.4%	0.5%	0.6%	-0.1%	0.7%	0.9%	1.9%	0.7%	0.1%	0.5%	0.6%	0.1%
核心服务	58.02	0.6%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.2%	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%
住宅租金	32.58	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.2%	0.4%	0.5%	0.3%
主要居所租金	7.61	0.6%	0.6%	0.4%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%
业主等价租金	23.59	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
核心服务 (除住宅)	25.44	0.9%	1.1%	0.9%	0.4%	0.9%	0.2%	0.2%	0.5%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%
医疗服务	7.02	-0.1%	0.2%	0.5%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.4%	0.0%	-0.3%	0.0%	0.4%	0.3%	0.0%
医生服务	1.79	0.6%	-0.2%	0.2%	0.0%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	1.1%	0.4%	-0.1%	0.0%	0.0%
医院服务	2.18	0.5%	0.5%	0.4%	-0.1%	0.5%	0.2%	-0.1%	0.3%	0.3%	0.6%	0.4%	0.3%	0.2%
运输服务	5.02	1.3%	3.1%	2.0%	1.4%	1.0%	0.0%	0.7%	0.2%	-1.0%	-1.2%	-0.9%	1.1%	1.7%
机动车保养与维修	1.08	0.5%	0.5%	-0.3%	1.7%	0.2%	-0.1%	0.0%	1.5%	0.0%	0.8%	0.9%	0.3%	-0.3%
机动车辆保险	1.58	0.5%	0.8%	0.7%	1.2%	0.9%	-0.2%	0.4%	-0.6%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.4%	0.5%
机票	0.58	12.6%	18.6%	10.7%	5.2%	2.3%	2.5%	1.9%	-1.1%	-5.9%	-8.6%	-3.3%	0.9%	8.8%

数据来源: Bloomberg、东方证券研究所

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**图 3: CPI 各分项对同比的拉动**

CPI 同比的分项拉动	权重	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21	Oct-21	Sep-21	Aug-21	Jul-21	Jun-21	May-21
所有	100.00	8.6%	8.3%	8.5%	7.9%	7.5%	7.0%	6.8%	6.2%	5.4%	5.3%	5.4%	5.4%	5.0%
<b>食品</b>	<b>13.98</b>	<b>1.5%</b>	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%
家用食品	7.72	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
谷物和烘焙制品	0.98	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
肉禽鱼蛋	1.83	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%
乳制品及相关产品	0.75	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
水果蔬菜	1.31	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
无酒精饮料和饮料原料	0.92	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他家庭食物	1.93	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非家用食品	6.26	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>能源</b>	<b>7.32</b>	<b>2.3%</b>	2.0%	2.1%	1.6%	1.6%	1.7%	1.9%	1.8%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%
能源商品	4.08	2.0%	1.8%	2.1%	1.5%	1.5%	1.7%	1.8%	1.6%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%
燃油	0.10	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
汽车燃料	3.91	1.9%	1.7%	1.9%	1.4%	1.4%	1.6%	1.7%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%
汽油(所有类型)	3.83	1.8%	1.7%	1.9%	1.4%	1.3%	1.5%	1.7%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%
能源服务	3.24	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
电	2.47	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
公用事业(管道)燃气服务	0.77	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>核心</b>	<b>78.70</b>	<b>5.1%</b>	5.3%	5.5%	5.6%	5.2%	4.6%	4.2%	3.9%	3.5%	3.5%	3.6%	3.7%	3.0%
<b>核心商品</b>	<b>20.69</b>	<b>1.0%</b>	1.2%	1.4%	1.5%	1.4%	1.3%	1.1%	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	0.7%
服饰	2.73	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
新车	3.83	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
二手车和卡车	3.29	0.4%	0.5%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.8%	0.8%	0.5%
医疗保健品	1.50	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%
酒精饮料	1.01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
烟草和烟草制品	0.61	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>核心服务</b>	<b>58.02</b>	<b>4.1%</b>	4.0%	2.7%	2.5%	2.2%	2.1%	2.2%	2.4%	2.3%	1.9%	1.3%	1.0%	1.0%
住宅租金	32.58	2.4%	2.3%	2.3%	2.2%	2.0%	1.9%	1.7%	1.6%	1.5%	1.3%	1.3%	1.1%	0.9%
主要居所租金	7.61	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
业主等价租金	23.59	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.6%
核心服务(除住宅)	25.44	1.7%	1.7%	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.4%	0.8%	0.8%	0.6%	0.0%	-0.2%	0.1%
医疗服务	7.02	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
医生服务	1.79	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
医院服务	2.18	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
运输服务	5.02	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.6%	0.6%
机动车保养与维修	1.08	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
机动车辆保险	1.58	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.4%	0.5%
机票	0.58	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%

数据来源: Bloomberg、东方证券研究所

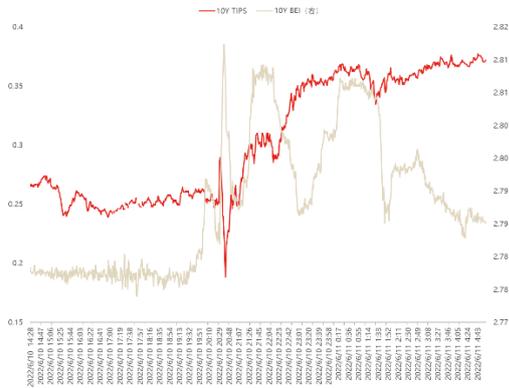
**图 4: CPI 各分项对环比的拉动**

CPI 环比的分项拉动	权重	May-22	Apr-22	Mar-22	Feb-22	Jan-22	Dec-21	Nov-21	Oct-21	Sep-21	Aug-21	Jul-21	Jun-21	May-21
所有	100.00	1.0%	0.3%	1.2%	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.9%	0.4%	0.3%	0.5%	0.9%	0.7%
<b>食品</b>	<b>13.98</b>	<b>0.2%</b>	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
家用食品	7.72	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
谷物和烘焙制品	0.98	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
肉禽鱼蛋	1.83	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
乳制品及相关产品	0.75	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
水果蔬菜	1.31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
无酒精饮料和饮料原料	0.92	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他家庭食物	1.93	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非家用食品	6.26	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
<b>能源</b>	<b>7.32</b>	<b>0.3%</b>	-0.2%	0.8%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
能源商品	4.08	0.8%	-0.3%	0.9%	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
燃油	0.10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
汽车燃料	3.91	0.2%	-0.3%	0.8%	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
汽油(所有类型)	3.83	0.2%	-0.3%	0.8%	0.3%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
能源服务	3.24	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
电	2.47	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公用事业(管道)燃气服务	0.77	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>核心</b>	<b>78.70</b>	<b>0.5%</b>	0.4%	0.3%	0.6%	0.6%	0.3%	0.3%	0.5%	0.1%	0.1%	0.3%	0.7%	0.6%
<b>核心商品</b>	<b>20.69</b>	<b>0.1%</b>	0.0%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%
服饰	2.73	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
新车	3.83	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
二手车和卡车	3.29	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.2%
医疗保健品	1.50	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
酒精饮料	1.01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
烟草和烟草制品	0.61	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>核心服务</b>	<b>58.02</b>	<b>0.5%</b>	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%
住宅租金	32.58	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
主要居所租金	7.61	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
业主等价租金	23.59	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
核心服务(除住宅)	25.44	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%
医疗服务	7.02	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
医生服务	1.79	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
医院服务	2.18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
运输服务	5.02	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%
机动车保养与维修	1.08	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
机动车辆保险	1.58	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
机票	0.58	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

数据来源: Bloomberg、东方证券研究所

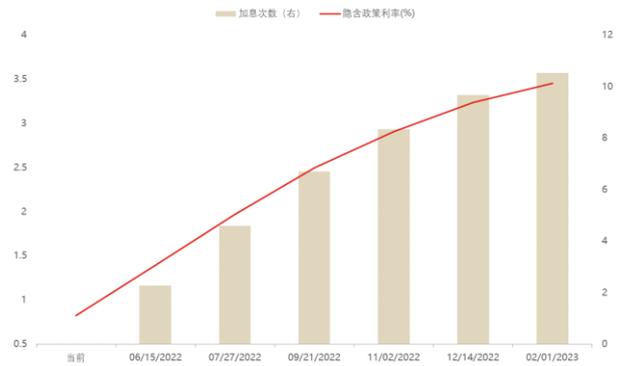
有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 5：10y 实际利率、盈亏平衡通胀日内走势（%）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 6：CPI 数据发布后的加息预期



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

## 风险提示

大宗商品价格受到地缘政治等不确定因素影响，出现超预期波动的可能性。

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\\_42962](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_42962)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>