

对通胀少一些焦虑

证券研究报告

2022年06月13日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师
SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

对美国 5 月通胀读数可以少一些焦虑。

第一，四个预料之中的涨价项（机票住宿能源食品）加起来占了大头，预料之外的涨价主要是汽车，中国长三角已经全面复工复产，供应影响造成的涨价只是暂时的。

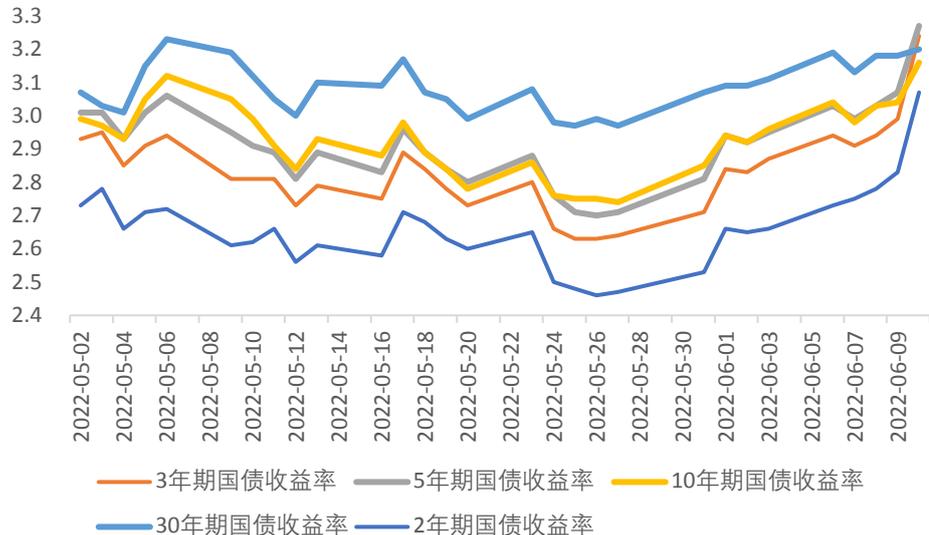
第二，核心通胀依然是强弩之末。核心商品通胀虽然在连续回落之后出现反弹，但除汽车受长三角疫情影响外，其他分项大体走平或回落，没有超预期。核心服务主要是夏季出行高峰和旅行限制完全取消，但无论是旅游出行还是餐饮娱乐，恢复到正常后增速可能放缓，难以像去年的商品消费一样透支未来。

第三，关于加息，联储怕的不是通胀，而是通胀失控，即鲍威尔在今年 3 月的 NABE 年会上提到的“长期通胀预期脱锚”的风险。至于通胀失控、预期脱锚、通胀螺旋，联储只承认过关注，但从未确认过存在。

风险提示：美国通胀超预期，美联储紧缩超预期，美国财政刺激超预期

美国5月通胀超预期,CPI同比8.6%,比4月8.3%有所反弹,也超过了3月的高点8.5%。数据出来后,股债双杀,市场表现得很焦虑,担忧通胀压力还没有见顶,后续通胀读数会更高,因而联储加息会再超预期。

图 1: 5月以来各期限美债收益率(%) 走势



资料来源: FRED, 天风证券研究所

通胀压力到底有没有见顶? 核心通胀究竟是不是强弩之末?

首先,把CPI分成三个部分——核心商品(环比0.7%),核心服务(环比0.6%),非核心(能源环比3.9%,食品环比1.2%)。这三者在今年5月以前的趋势是:核心商品CPI从去年12月以来环比连续回落至通缩,核心服务CPI从去年9月以来环比持续上升,非核心(能源和食品)CPI环比大幅波动但在近期快速上升。

应该说,后两者(核心服务、非核心)在5月CPI里的表现尚在预料之中。

核心服务CPI环比0.6%,主要原因是夏季出行高峰和旅行限制完全取消。

比如核心服务里的机票环比12.6%,这项在CPI里的权重只有0.659%,但对5月CPI的贡献达到了8.3%。而且受油价和旅行限制取消的双重刺激,过去三个月机票CPI环比都在10%以上。

核心服务里的住宿价格,也和出行需求有关。5月住宿价格环比最高的是酒店,环比1.0%,而且取消旅行限制后,现场办公和Airbnb带来的租房需求,也会阶段性抬升租金。5月住宿CPI环比0.6%,在CPI占比32.068%,对5月CPI上涨的贡献达到了20%。

但需要注意的是,服务需求的恢复总会有上限,约束上限的变量是时间。无论是旅游出行还是餐饮娱乐,恢复到正常后增速可能放缓,难以像去年的商品消费一样透支未来。

非核心CPI里的能源和食品价格上涨,都是显而易见的供给因素导致,且问题主要在美国之外。

5月能源项环比3.9%(能源品4.5%,能源服务3.0%),燃料油环比16.9%,汽油环比4.1%。美国部分地区1加仑汽油超过7美元,中国1升95号汽油接近10元。在夏季出

行高峰结束之前（一般是九月美国国庆节），油价都是易涨难跌。

食品项环比 1.2%，在俄乌战争、粮食禁运、化肥涨价以及极端天气的作用下，食品价格依然受到来自供给的持续冲击，食品涨价一般都是能源涨价的附属品。

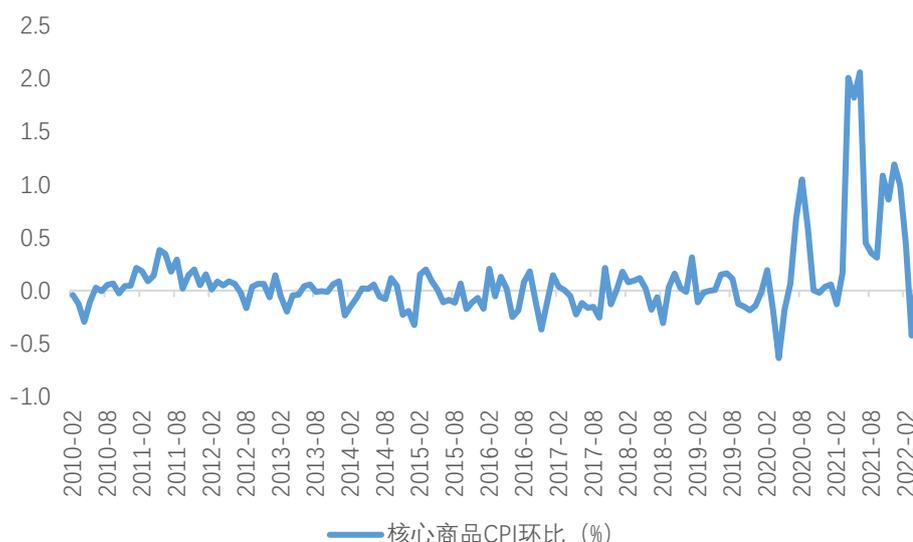
能源在 CPI 占比 8.255%，对 5 月 CPI 贡献达到了 32.1%，食品在 CPI 中占比 13.421%，对 5 月 CPI 的贡献达到了 15.8%

到这里总结一下，受能源食品供给和夏季旅行恢复这两大原因的影响，以上四个预料之中的涨价项（机票、住宿、能源、食品），就贡献了 5 月 CPI 上涨的 76.2%。

5 月 CPI 中，真正意外的其实是核心商品价格，环比 0.7%。

这既超出了市场预期（导致虽然核心 CPI 同比回落，但主要是基数效应，环比没有做出贡献），也是今年连续回落后的一次较大反弹（1 月环比 1.0%，2 月 0.4%，3 月 -0.4%，4 月 0.2%），并且和 4-5 月以来的美国需求数据矛盾（6 月密歇根消费信心指数创历史最低，美国零售业的库销比也在底部回升）。

图 2：核心商品价格季调环比



资料来源：FRED，天风证券研究所

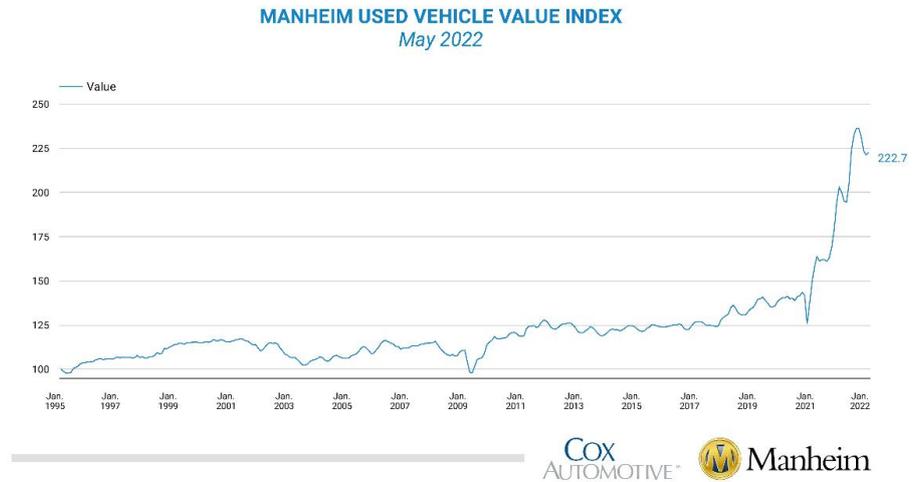
所以比起媒体标题喜欢用的“5 月 CPI 创历史新高”，需要仔细研究的是“为什么 5 月核心商品 CPI 突然回升”。

答案来自于汽车。

5 月二手车价格环比 1.8%，新车价格环比 1.0%，两者加起来占 CPI 权重 8.023%，但对 5 月 CPI 上涨的贡献达到了 11.1%，是核心商品中对 CPI 贡献最大的一项。

按理来说汽油和汽车是互补品（放在一起才能使用），在其他条件不变的情况下，油价上涨，车价应该下跌。根据 Manheim 二手车指数，今年以来美国二手车价格趋势回落，港口堵塞和汽车缺芯问题有所缓解后，新车交付逐渐恢复，二手车价格正在回归正常。像夏季出行这样的需求因素，在 CPI 季节性调整时会被考虑。既然需求因素难以解释 5 月二手车和新车价格环比上涨，那就只剩下供给因素。

图 3: Manheim 指数近期小幅走高



资料来源: Manheim, 天风证券研究所

对 5 月全球汽车供应影响最大的冲击因素是长三角疫情。上海不仅是中国汽车工业的心脏地带, 生产全国 10% 的汽车 (以及特斯拉), 也是全球汽车行业的核心地带, 聚集了众多汽车零部件巨头和工厂, 全球前十大汽车零部件集团中有九家的中国总部位于上海。

因此上海因疫情停产后, 汽车生产商几乎找不到可以替代上海产能的供应商, 而汽车业偏偏又是个高度精细化的行业。疫情还影响了长三角的陆运和航运物流, 加重了汽车供应链的紊乱。马自达和丰田的日本工厂在今年 4 月和 5 月都因为零部件供应不足, 停产了部分生产线。

汽车供应链问题也反映在 5 月汽车零部件 CPI, 环比 2.3%, 超过了新车和二手车的 CPI 环比。另外汽车短缺对运输服务 CPI 也有影响, 5 月环比 1.3%, 其中租车 CPI 环比 1.7%。

核心商品的其他细分项, 除了服装环比 0.7% (CPI 涨的多主要是西服衬衫和外套裙子, 勉强算出行和现场办公原因, 但低端商超已经开始打折去库存), 其他项大体走平或回落, 比如手机环比-5.0%, 电脑环比-1.4%。整体来看, 5 月耐用品 CPI 环比 0.1%, 和 4 月持平。如果去除能源食品住房二手车, 5 月 CPI 环比 0.5%, 比 3 月 0.6% 和 4 月 0.7% 也有回落。

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_42970

