

美国通胀再创新高, 下月或小幅回落

——美国6月CPI点评

2022年07月14日

宏观经济 事件点评

分析师 康明怡 电话: 021-25102911 邮箱: kangmy@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519090001

事件:

美国6月CPI环比1.3%, 预期1.1%, 前值1%; 同比9.1%, 预期8.8%, 前值8.6%。

核心CPI环比0.7%, 预期0.6%, 前值0.6%; 同比5.9%, 预期5.7%, 前值6.6%。

主要观点:

6月通胀同比为1981年以来新高, 预计7月通胀小幅回落。本轮通胀具有广泛性。注意到本轮通胀已脱离原油增长趋势, 为90年代以来首次, 有效回落需要的时间较长。而冬季尚未来临, 俄乌冲突引发的欧洲能源危机尚未完全落地。我们对美国通胀的观点一直有二。一, 通胀维持高位的时间比美联储预期的要长; 二, 通胀回落的幅度比美联储预期的要小。西方对俄罗斯制裁没有明显缓解, 加之夏季旅游对汽油需求旺盛, 能源和粮食价格有效回落尚需时日。而6月创新高在市场预期内, 但幅度却大超市场预期。在高通胀的背景下, 实体经济陷入衰退不可避免。褐皮书显示小部分地区经济出现放缓, 对经济衰退的担忧亦出现在调查之中。市场对9月持续大幅加息预期升温, 预计美联储对控制通胀的态度会更为坚定, 维持美十债上限3.5%~3.75%, 维持美股中性, 等待低点。

通胀具有广泛性。能源、食品、住宅继续拉动CPI上涨, 其他分项也普遍出现温和及以上的增长。核心通胀同比继续小幅回落, 但环比略有增加, 几乎所有主要分项均上涨。其中最大贡献来自住宅、二手车、医疗、车险以及现车。出现下降的分项为外宿和机票。注意到本轮通胀已脱离原油增长趋势, 为90年代以来首次。根据历史经验, 有效回落所需时间较长。

能源环比加速上涨, 同比创新高, 7月将小幅回落。能源环比加速, 为7.5%, 前值3.0%。其中, 汽油环比11.2%, 前值4.1%; 天然气环比8.2%, 为2005年10月以来最大涨幅; 电力分项环比1.7%。同比方面, 能源分项同比41.6%, 为1980年4月以来的最高。其中汽油59.9%, 为1980年3月以来的最大涨幅; 天然气同比38.4%, 是2005年10月以来的新高; 电力指数同比13.7%, 为2006年4月以来最大涨幅。由于通胀数据采集周当周汽油零售价格达到顶峰, 因此6月通胀不能反映6月下旬以后的价格下跌。鉴于原油期货价格跌至100美元附近, 美国国内汽油零售价格自6月下旬以来持续下跌至5月下旬水平, 7月通胀大概率小幅回落。当然, 俄乌冲突目前没有缓和的迹象, 全球能源粮食零售价格在高位仍有合理支撑。

食品通胀的扩散效应进入尾部加速阶段, 食品分项或已见顶, 7月同比大概率持平或小幅回落。谷物烘焙、水果价格单月环比上涨均出现加速。从去年9月开始, 食品全面上涨。如黄油, 去年9月前价格一直稳定, 但9月后保持加速上涨, 今年6月同比已为26.3%。本轮食品分项环比加速路径为肉类、鸡蛋、黄油等其他居家食品, 饮料, 到谷物烘焙和水果。6月, 除后两者外, 其余均环比显著回落。考虑到基数效应, 我们之前预计食品通胀将继续至2季度末, 目前已验证。从期货价格看, 牛肉价格从去年12月开始一直在高位震荡, 并未继续上涨, 反映在肉类同比加速回落。肉类价格为本轮食品上涨先锋, 其价格持续稳定, 随着扩散效应进入尾部加速阶段, 7月食品价格可能持平或小幅回落。

核心环比略增, 未见减速; 同比因基数因素持续回落, 预计下月同比持平或小幅回落。住宅、车类价格上涨为主力, 此外医疗、娱乐、家庭装修以及服装等也均在6月环比保持增速。住宅分项继续上涨, 环比0.6%, 与5月持平, 是2004年5月以来最大增幅。其中房租和等价租金均环比加速上涨, 分别为0.8%和0.7%, 前者为1986年4月以来新高; 而外宿环比下降2.8%, 为持续上涨数周以后首次下降。住宅同比5.6%, 是1991年2月以来的最高涨幅。住宅分项占核心CPI权重41%, 因此住宅分项价格的大周期性变化对核心CPI有决定性作用。当前, 美国住宅价格居高不下, 虽然房贷利率迅速提升, 但地产市场仍处于供不应求的局面, 预计房屋价格在未来2个月内难以下降, 这也会带动租金价格的持续上涨。从增长趋势看, 住宅分项上涨是过去两年租金压抑后的补涨叠加房价上涨带来的双重压力。夏季过后, 租金上涨速度或会下降。6月为数不多下降的为机票, 环比降1.8%, 是最近迅猛上涨后的首次回落。

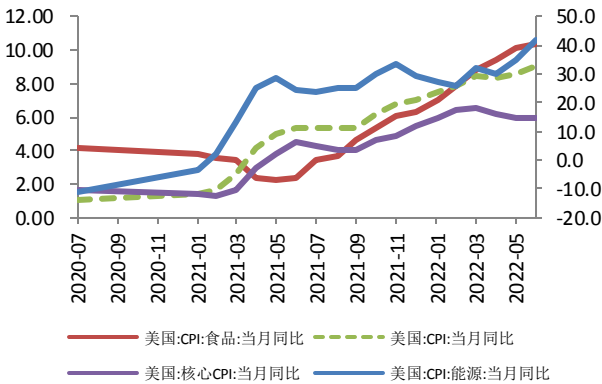
本轮通胀原因有三, 短期难以消退。一, 地产在本轮疫情当中起到了抬升通胀中枢的作用。这在2021年以来尤为明显, 预计地产对通胀中枢的抬升有50bp的影响, 即中性核心通胀水平由过去十年的1.8%抬升至2.3~2.5%左右。二, 疫情造成需求旺

盛、供给短缺并存。因疫情发放的财政补贴造成疫情期间总需求不减反增，而疫情反复对劳动力供给产生持续影响，造成供给侧紧缺。三，能源价格高企。近年全球转向新能源不鼓励传统能源投资，油价高企并未刺激原油投资增加。俄乌冲突激化原油走势。而冬季尚未来临，俄乌冲突引发的能源危机尚未完全落地。维持通胀回落幅度不及预期的观点，预计夏季仍属于通胀高位的时间窗口，6月见顶，7月小幅回落。

6月通胀超预期将加快美联储收紧节奏，高通胀下衰退不可避免。7月加息75bp以上已无悬念，加拿大央行昨晚加息100bp，市场已开始评估美联储7月100bp的可能，同时对9月加息50bp以上预期升温。当前市场对加息、衰退预期并存，表现为短端利率加速上行，而十年期国债下行。美十债利率昨晚短暂突破3%之后再次下潜，表现出市场强烈的避险与衰退预期。美十债的波动表现出当前市场的惯性思维，即认为衰退仍会导致通缩。而衰退与通缩一一对应的是1980年以后的经验。1980年代以前，衰退中出现通缩和通胀的概率相当。因此，我们维持美十债上限3.5%~3.75%，维持美股中性，等待低点。

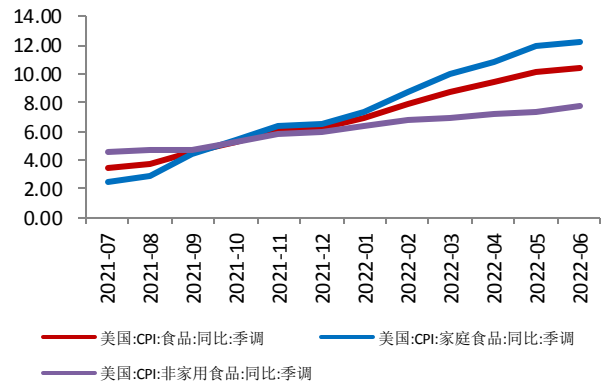
风险提示：海外通胀回落不及预期，海外经济衰退，冬季能源危机。

图1：CPI、核心CPI、食品和能源价格同比



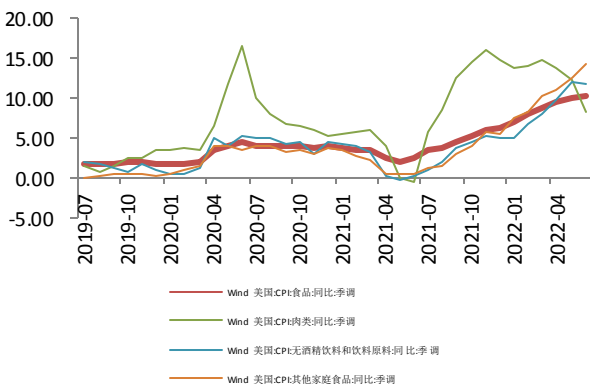
资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：居家食品持续上涨带动食品分项



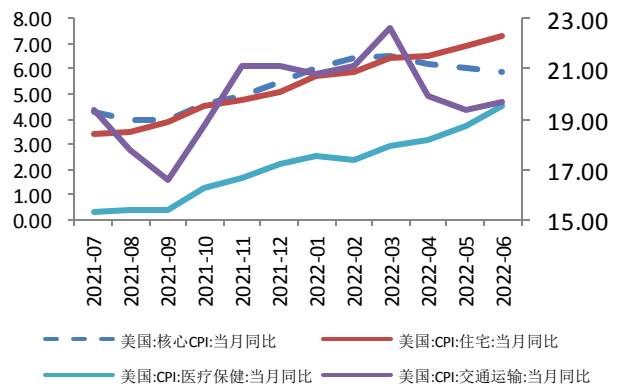
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：食品分项全面上涨，预计将持续数月



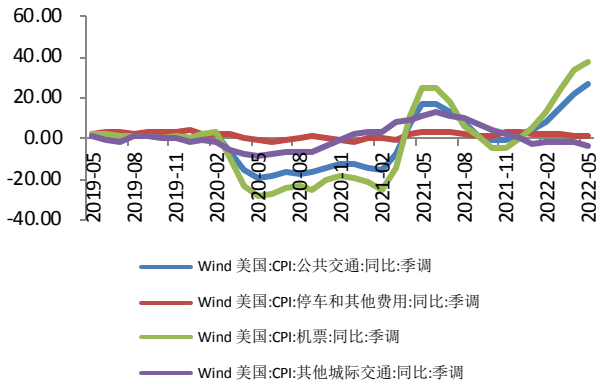
资料来源：wind，东兴证券研究所

图4：核心CPI持续上涨的分项（同比）



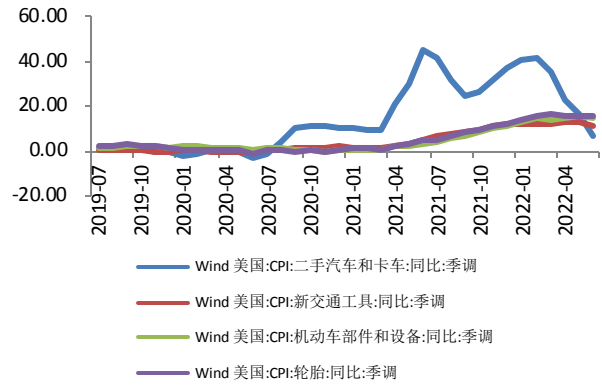
资料来源：wind，东兴证券研究所

图5：交通成本上升



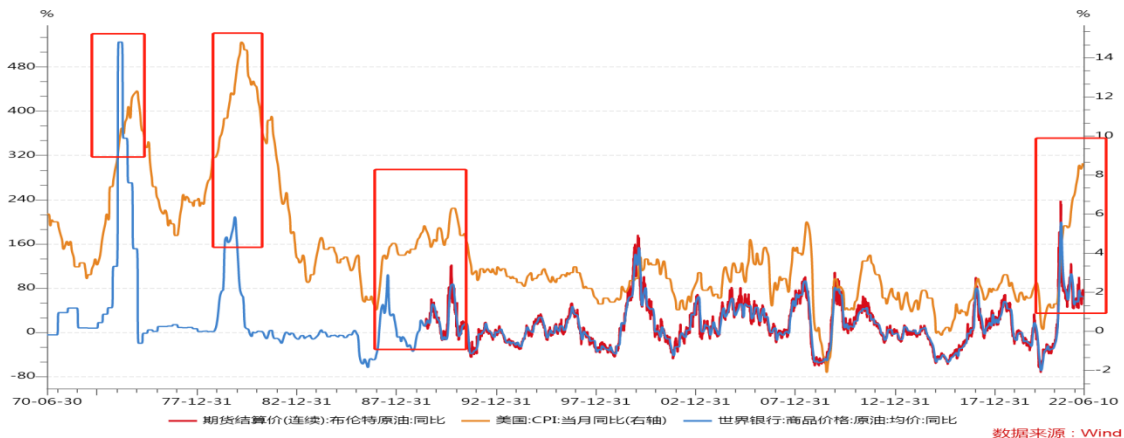
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图6：出行工具价格处于高位（同比）



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图7：本轮通胀脱离原油价格为 90 年代以来首次



资料来源：wind, 东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：美国就业市场仍旧强劲	2022-07-11
宏观普通报告	宏观普通报告：美国通胀再创新高,扭转市场预期	2022-06-12
宏观深度报告	宏观专题报告：2022 年海外宏观及资本市场年中展望	2022-05-31
宏观普通报告	宏观报告：美国通胀高点已过，但回落不及预期	2022-05-13
宏观普通报告	宏观报告：美国就业小幅慢涨	2022-05-10
宏观深度报告	2022 年海外宏观及资本市场展望	2021-12-07

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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_43950

