

总量研究

美国 6 月通胀全面升温，加息预期迅速走高

——2022 年 6 月美国 CPI 数据点评

要点

事件：

美国 2022 年 6 月 CPI 同比增 9.1%，前值 8.6%，市场预期 8.8%；季调后 CPI 环比增 1.3%，前值 1%，市场预期 1.1%。

核心 CPI 同比增 5.9%，前值 6%，市场预期 5.7%；季调后核心 CPI 环比增 0.7%，前值 0.6%，市场预期 0.6%。

截至 7 月 13 日收盘，10 年期美债收益率下行 5bp 至 2.91%，三大股指普跌，标普 500 指数跌 0.45%，纳斯达克指数跌 0.15%，道琼斯工业指数跌 0.67%。

核心观点：

美国 6 月 CPI 同比和环比均超市场预期。季调后环比看，汽油（+11.2%）、住宅（+0.6%）、食品（+1%）为主要贡献项。下半年，通胀将持续受地缘政治、能源和粮食价格、房租以及劳动力短缺问题扰动。数据公布后，市场快速上调美国政策利率预期：预计年末联邦基金利率升至 3.5%-3.75%，7 月议息会议加息幅度上调至 100bp。基于此次通胀数据，我们将对美国 2022 年全年 CPI 同比增速的预期从 7.9%上修至 8.0%。

通胀再度冲高，CPI 同比环比均超预期

6 月 CPI 同比增 9.1%，为 1981 年 11 月以来最高水平。季调后 CPI 环比增 1.3%，主要受汽油（+11.2%）、住宅（+0.6%）、食品（+1%）推动。然而，零售汽油价格自 6 月下旬开始显著回落，预计其对 7 月通胀的压力将显著下行。核心 CPI 同比增 5.9%，季调后核心 CPI 环比增 0.7%，主要受住房价格提振。其中，6 月业主等价租金环比升 0.7%，前值升 0.6%，并且在 2022 年 1-4 月环比均在 0.4-0.5%之间徘徊，在房屋价格和租房指数环比仍持续攀升的背景下，预计住房项价格下半年环比仍会上行，但上行的速度会逐渐趋弱。

高通胀压力下，市场迅速上调加息预期

总体来说，6 月通胀数据大超预期，显示美国通胀持续被地缘政治、能源和粮食价格、房租价格和劳动力短缺等因素扰动，并且可能持续较长时间，导致市场快速上调对美联储加息节奏的预期。现阶段，市场对年末美联储利率水平的预期，已上行至 3.5%-3.75%，较前期的 3.25%-3.5%上升 25bp；此外，市场对美联储 7 月 25-26 日议息会议中的加息幅度预期，上行至 100bp。

然而，回溯 1970 年代的两次高通胀时期，可以发现，如果要成功抑制高通胀，特别是通胀水平高于 5%左右水平时，联邦基金利率水平必须与通胀水平相当，才能有效抑制通胀。然而，在现阶段美国经济转弱、财政支出压力较大的背景下，美联储大概率没有意愿激进加息至 8%左右水平。

因此，从能源、粮食、薪资、租金、美联储加息程度这五个方面来分析，我们认为美国通胀压力仍然较大，7 月的 CPI 同比增速预计将有所回落，但依然维持高位，全年 CPI 同比增速大约在 8.0%左右水平。虽然美联储加息可能压制部分需求，缓解薪资水平上行，但对粮食和能源价格的抑制作用有限。

风险提示：俄乌冲突持续发酵冲击经济预期；通胀发展超预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：陈嘉荔

021-52523828

chenjiali@ebsecn.com

相关研报

美联储如期加息，最鹰时刻正在过去——2022 年 5 月美联储议息会议点评（2022-05-05）

美联储与财政部，如何配合穿越危机——美联储观察系列八兼光大宏观周报（2022-04-23）

通胀不息，加息不止，缩表将近——2022 年 3 月美国 CPI 数据点评（2022-04-13）

缩表将近，加息不止——2022 年 3 月美联储议息会议纪要点评（2022-04-07）

美国非农维持强劲，加息前置势在必行——2022 年 3 月美国新增非农数据点评（2022-04-02）

近期美债收益率跳升的三大原因——《美联储观察》系列第七篇（2022-03-27）

中美四次交锋：中方呼吁和平，美方关心利益——《大国博弈》系列第十八篇（2022-03-22）

下调经济预期，美联储最鹰时刻已过——2022 年 3 月美联储议息会议点评（2022-03-17）

俄乌冲突推升油价，美联储如何抉择？——2022 年 2 月美国 CPI 数据点评（2022-03-11）

目 录

1、 通胀再度冲高，CPI 同比环比均超预期	3
2、 高通胀压力下，市场迅速上调加息预期	6
3、 风险提示	8

图目录

图 1：6 月 CPI 同比冲高至 9.1%	3
图 2：核心 CPI 环比持续上行	3
图 3：家庭食品环比增速维持高位，供需紧平衡是主导	4
图 4：谷物类期货收盘价在 6 月下半月开始回落	4
图 5：6 月以来，布伦特原油持续处于现货溢价	5
图 6：汽油和柴油零售价自 6 月下旬开始快速回落	5
图 7：Apartment List 房租指数环比上行速度开始回落	5
图 8：房屋价格指数仍在上行，引导租金价格上行	5
图 9：Fed Watch 显示，年末联邦基金利率将升至 3.5%-3.75%	6
图 10：7 月加息预期升至 100bp	6
图 11：美国联邦基金利率 vs. CPI	7
图 12：基准情形下，2022 年全年通胀水平约在 8.0%	7
图 13：基准情形下，2022 年全年核心 CPI 约在 6.1%	7

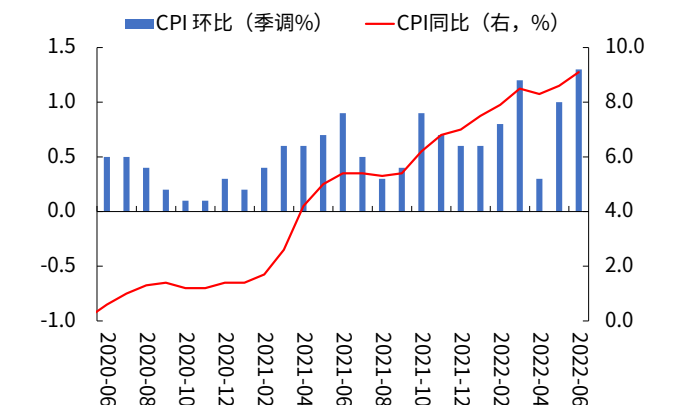
表目录

表 1：2022 年 4 月-2022 年 6 月 CPI 同比和环比分项	3
---	---

1、通胀再度冲高，CPI 同比环比均超预期

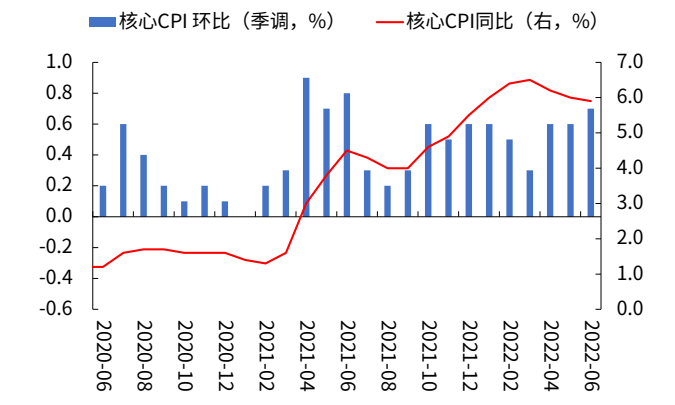
美国 2022 年 6 月 CPI 同比增 9.1%，前值 8.6%，市场预期 8.8%，季调后 CPI 环比增 1.3%，前值 1%，市场预期 1.1%。核心 CPI 同比增 5.9%，前值 6%，市场预期 5.7%；季调后核心 CPI 环比增 0.7%，前值 0.6%，市场预期 0.6%。汽油 (+11.2%)、住宅 (+0.6%)、食品 (+1%) 为此次通胀的主要贡献项。

图 1：6 月 CPI 同比冲高至 9.1%



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期 2022 年 6 月。

图 2：核心 CPI 环比持续上行



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期 2022 年 6 月。

表 1：2022 年 4 月-2022 年 6 月 CPI 同比和环比分项

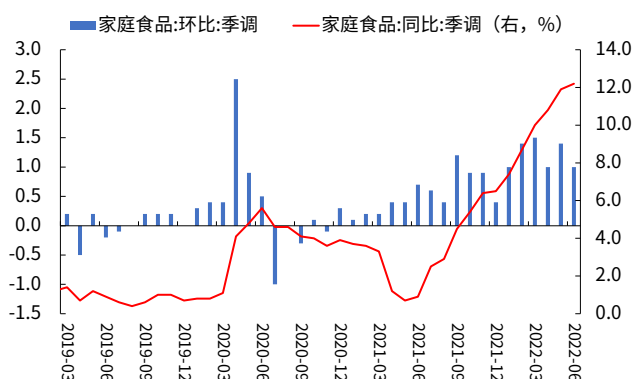
指标名称	相对权重	2022 年 5 月			2022 年 6 月		
		同比 (%)			环比 (季调, %)		
		2022-04	2022-05	2022-06	2022-04	2022-05	2022-06
食品	13.4	9.4	10.1	10.4	0.9	1.2	1.0
家庭食品	8.3	10.8	11.9	12.2	1.0	1.4	1.0
谷物和烘焙制品	1.1	10.3	11.6	13.8	1.1	1.5	2.1
肉类、家禽、鱼和蛋类	1.9	14.4	14.2	11.7	1.4	1.1	-0.4
乳制品及相关制品	0.8	9.1	11.8	13.5	2.5	2.9	1.7
水果和蔬菜	1.4	7.7	8.1	8.1	-0.3	0.6	0.7
无酒精饮料和饮料原料	1.0	9.8	12.0	11.9	2.0	1.7	0.8
其他家庭食品	2.2	11.0	12.6	14.4	0.7	1.6	1.8
非家庭食品	5.1	7.2	7.4	7.7	0.6	0.7	0.9
能源	8.7	30.3	34.6	41.6	-2.7	3.9	7.5
能源类商品	5.2	44.7	50.4	60.6	-5.4	4.5	10.4
燃油	0.2	80.5	106.7	98.5	2.7	16.9	-1.2
发动机燃料	4.9	44.0	49.1	60.2	-5.8	4.1	11.0
汽油（所有种类）	4.8	43.6	48.7	59.9	-6.1	4.1	11.2
能源服务	3.5	13.7	16.2	19.4	1.3	3.0	3.5
电力	2.5	11.0	12.0	13.7	0.7	1.3	1.7
公共事业（管道）燃气服务	0.9	22.7	30.2	38.4	3.1	8.0	8.2
所有项目，除食品和能源	77.9	6.2	6.0	5.9	0.6	0.6	0.7
商品，不含食品和能源类商品	21.2	9.7	8.5	7.2	0.2	0.7	0.8
服装	2.5	5.4	5.0	5.2	-0.8	0.7	0.8
新汽车和卡车	4.0	0.0	0.0	11.4	1.1	1.0	0.7
二手车和卡车	4.0	22.7	16.1	7.1	-0.4	1.8	1.6
医疗护理商品	1.5	2.1	2.4	3.2	0.1	0.3	0.4
酒精饮料	0.9	3.9	4.0	4.0	0.4	0.5	0.4
烟草和烟草制品	0.5	7.2	7.9	7.9	0.4	0.9	0.6
服务，不含能源服务	56.7	4.9	5.2	5.5	0.7	0.6	0.7
住所	32.3	5.1	5.4	5.6	0.5	0.6	0.6
主要居所租金	7.2	4.8	5.2	5.8	0.6	0.6	0.8
业主等价租金	23.7	4.8	5.1	5.5	0.5	0.6	0.7
医疗护理服务	6.8	3.5	4.0	4.8	0.5	0.4	0.7
医疗服务	1.8	1.2	1.1	1.0	0.2	-0.1	0.1
医院服务	2.1	3.6	3.9	3.9	0.5	0.5	0.3
交通服务	5.9	8.4	8.0	8.8	3.1	1.3	2.1
机动车维修保养	1.0	5.3	6.1	7.9	0.5	0.5	2.0
机动车保险	2.4	4.4	4.5	6.0	0.8	0.5	1.9
机票	0.8	33.3	37.8	34.1	18.6	12.6	-1.8

资料来源：美国劳工部，光大证券研究所。数据截止日期为 2022 年 6 月；权重单位为 %。

6 月食品价格环比升 1.0%，较前值（+1.2%）小幅回落，主要受谷物（+2.1%）、奶制品（+1.7%）、水果蔬菜（+0.7%）和其他家用食品（+1.8%）价格上涨影响。联合国食品价格指数显示，6 月奶制品和肉类价格环比持续上行，但蔬菜油、谷物、糖类价格环比回落。肉禽类价格方面，受俄乌冲突导致供应链终端，以及欧洲和中东发生的禽流感病毒导致供给疲软，推升肉禽类价格显著上行。此外，因中国取消对巴西采购的进口限制，牛肉价格小幅上涨。奶制品方面，全球供应持续紧张，高温天气进一步压降欧洲牛奶产量，而现货进口需求仍然强劲，导致全球奶酪、奶粉和黄油等价格的反弹。向前看，加拿大和俄罗斯谷物类产出的提高，以及全球进口需求下行将缓解谷物类价格上涨压力，对冲肉类及奶制品价格上行压力，预计下半年，家用食品价格环比将缓慢回落。

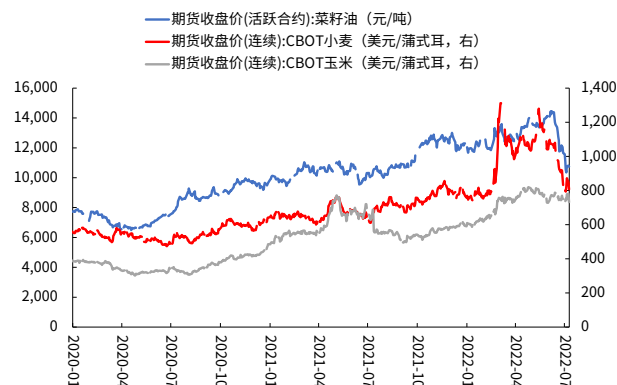
6 月非家用食品价格环比升 0.9%，增速较上月上行 0.2 个百分点，其中全餐服务价格环比增 0.8%，显示居民外出餐饮需求增加而服务业时薪增速维持高位，导致外出餐饮价格持续上行。向前看，美国劳动力市场供需紧张状态仍将持续，支撑薪资增速和外出餐饮价格维持高位。

图 3：家庭食品环比增速维持高位，供需紧平衡是主导



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2022 年 6 月

图 4：谷物类期货收盘价在 6 月下半月开始回落



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2022 年 7 月 12 日。

6 月能源价格季调后环比升 7.5%（5 月环比升 3.9%），主要受汽油（+11.2%）价格影响。受原油价格回落影响，汽油和柴油零售价格自 6 月 27 日起开始回落，截至 7 月 11 日，相较 6 月 13 日，零售汽油价格已下行 0.34 美元/加仑至 4.5 美元/加仑；零售柴油价格下行 0.15 美元/加仑至 5.57 美元/加仑。因此，预计 7 月汽油整体价格环比将有较明显的下调。

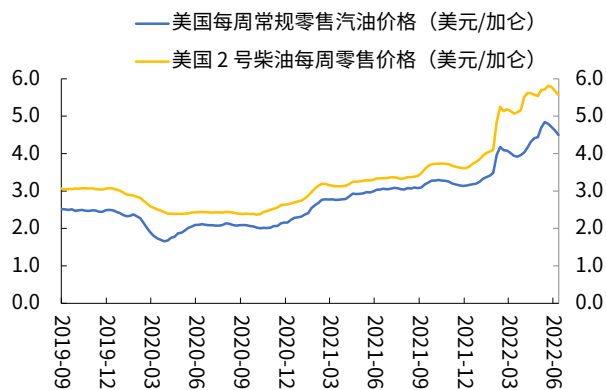
原油方面，6 月中旬后，布伦特原油期货价格出现明显回落，自超出 120 美元/桶的高点跌破 100 美元/桶。我们认为下跌原因主要为美联储大步加息带来的衰退预期催化，导致原油的金融属性减弱。由于近期原油持续呈现现货溢价，表明原油本身的供需紧平衡格局并未真正改变，导致油价呈现出“弱预期”与“强现实”的对照。我们认为，当市场情绪企稳后，原油价格大概率回归基本面定价。展望下半年，我们认为原油市场仍处于需求回升、供给有限的阶段，原油价格大概率维持 100 美元/桶附近震荡，下行空间有限。（详见 2022 年 7 月 7 日外发报告《油价展望：俄乌冲突与美国运动式减碳》）

图 5：6 月以来，布伦特原油持续处于现货溢价



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2022 年 7 月 13 日

图 6：汽油和柴油零售价自 6 月下旬开始快速回落



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2022 年 7 月 11 日。

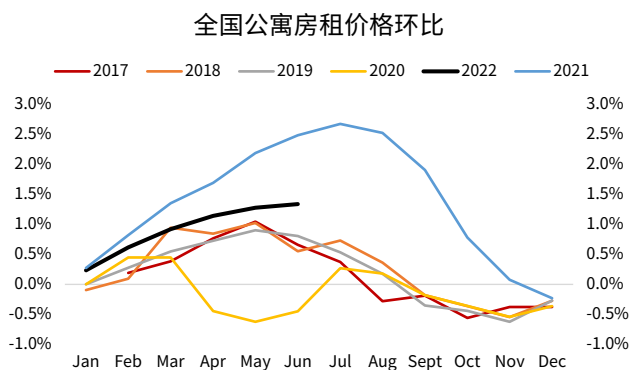
6 月核心 CPI 环比升 0.7%，超预期上行（市场预期为 0.6%）。其中，核心商品环比上行 0.8%；核心服务环比上行 0.7%。季调后环比看，住宅（+0.6%）、二手车（+1.6%）、新车（0.7%）为主要贡献。

住宅项价格环比上行 0.6%；其中，租金环比升 0.8%，业主等价租金升 0.7%。一方面，劳动力回城趋势持续，提升租房需求，压降出租房空置率，推升房租价格。另一方面，房屋供需仍然紧张，推升美国整体房屋价格，带动租金价格上行。

美国房租价格有两个领先指标，一是房屋价格，可以判断房租价格的走势；二是全国实时房租价格指数，可以判断总体房租价格环比的拐点。

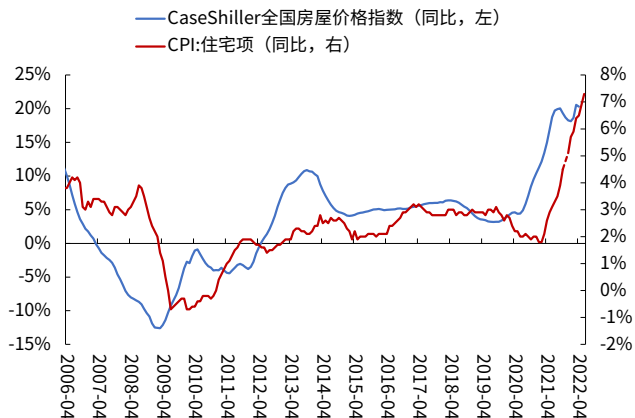
现阶段，房屋价格仍在攀升，说明房租价格仍有上行的空间，但全国房租价格指数月度环比已经开始减速，显示房租价格环比仍会上行，但上行的速度可能已经触顶，下半年房租环比的读数可能趋弱，对通胀的支撑也会下行。

图 7：Apartment List 房租指数环比上行速度开始回落



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至：2022 年 6 月。

图 8：房屋价格指数仍在上行，引导租金价格上行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2022 年 4 月。

6 月二手车价格环比升 1.6%，前值 1.8%；新车价格环比升 0.7%，前值 1.0%，显示供应链问题缓解释放汽车产能。5 月 ISM 制造业 PMI 数据中，供应商交付指数从 5 月的 65.7% 大幅回落至 57.3%（指数越低表示交付越快），显示供应链问题显著好转。此外，汽车库存和产量修复趋好，有触底反弹迹象。向前看，汽车需求大概率维持稳定，供给修复加速，预计汽车价格上行空间有限。

2、高通胀压力下，市场迅速上调加息预期

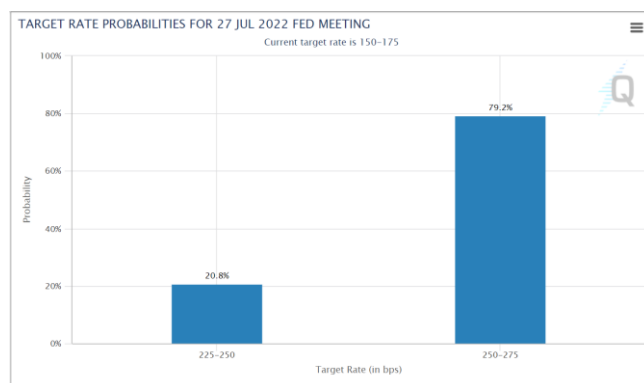
总体来说，6 月通胀数据大超预期，显示美国通胀持续被地缘政治、能源和粮食价格、房租价格和劳动力短缺等因素扰动，并且可能持续较长时间，导致市场快速上调对美联储加息节奏的预期。Fed Watch 数据显示，市场对年末美联储利率水平的预期，已上行至 3.5%-3.75%，较前期的 3.25%-3.5% 上升 25bp；此外，市场对美联储 7 月 25-26 日议息会议中的加息幅度预期，上行至 100bp。

图 9：Fed Watch 显示，年末联邦基金利率将升至 3.5%-3.75%

MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
27/07/2022	17.3%	82.7%	0.0%						
21/09/2022	0.0%	0.0%	1.9%	24.5%	73.6%	0.0%	0.0%	0.0%	
02/11/2022	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	16.4%	56.2%	26.2%	0.0%	0.0%
14/12/2022	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	8.5%	35.3%	41.9%	13.7%	0.0%
01/02/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	8.0%	33.7%	41.5%	15.4%	0.8%
15/03/2023	0.0%	0.0%	0.2%	3.7%	18.8%	37.0%	30.5%	9.3%	0.5%
03/05/2023	0.0%	0.1%	1.5%	9.3%	25.5%	34.6%	22.7%	6.0%	0.3%
14/06/2023	0.0%	0.8%	5.2%	17.0%	29.8%	28.9%	14.8%	3.3%	0.2%
26/07/2023	0.4%	2.7%	10.3%	22.6%	29.4%	22.8%	9.8%	1.9%	0.1%

资料来源：CME，光大证券研究所，数据截至：2022 年 7 月 14 日。

图 10：7 月加息预期升至 100bp



资料来源：CME，光大证券研究所，数据截止日期 2022 年 7 月 14 日

6 月会议纪要显示，FOMC 与会者对抗击通胀达成空前一致的共识，货币政策将更加紧缩，以此稳定市场对美联储维持价格稳定的信心。若公众对美联储控制通胀的决心产生动摇，则高通胀可能变得越来越顽固，导致通胀预期以及通胀的相互强化。现阶段，美联储加息态度坚定，并表现出不惜经济衰退，也要控制通胀的决心。因此，我们认为，短期内，在通胀预期仍锚定在合理水平、劳动力市场维持韧性的背景下，美联储连续、大步的加息路径较难改变，7 月

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_43957

