

美国 5 月通胀数据点评

——美国通胀超预期，“硬着陆”风险正上升

袁方¹ 章森（联系人）²

2022 年 6 月 11 日

内容提要

美国 CPI 同比在 3-5 月的“V”型走势，边际上由原油价格决定。而支撑美国通胀维持高位的主要原因在于大宗价格中枢的坚挺、供应链瓶颈缓解偏慢、以及美国劳动者涨薪与企业涨价的互动。

对于美联储而言，当务之急是打破劳动者涨薪与企业涨价的互动，而这可能需要经济的全面收缩以及失业率的上升才能实现。比照历史经验来看，美国通胀从高位的回落往往与一场经济衰退相伴，未来美国经济“硬着陆”的风险正在上升。

对于我国而言，考虑到国内经济的复苏、以及外资卖盘的前期流出，美联储加息节奏的调整对国内市场的影响可能相对有限。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

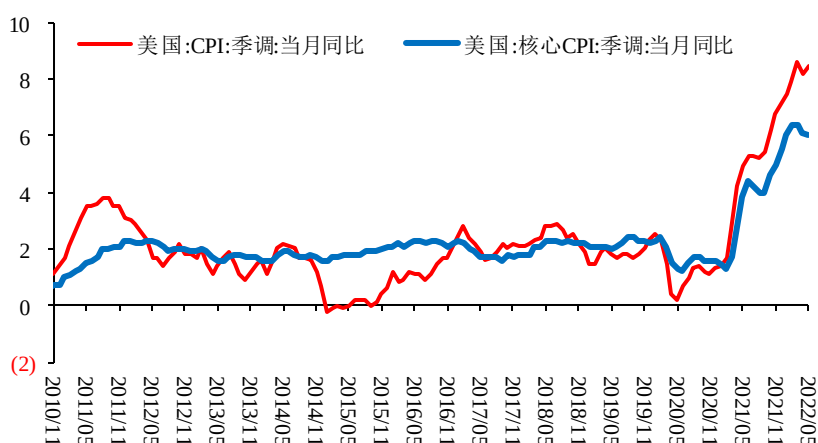
2 报告联系人，zhangsen@essence.com.cn，S1450120120014

一、美国通胀超预期，“硬着陆”风险正上升

美国 5 月 CPI 同比 8.6%（预期 8.3%），较上月回升 0.3 个百分点，再创近 40 年新高；CPI 环比 1%（预期 0.7%，前值 0.3%），自疫情以来仅次于俄乌冲突影响下的 3 月环比 1.2%。

剔除能源和食品后的 5 月核心 CPI 同比 6%（预期 5.9%），自 3 月以来接连下滑 0.3 个和 0.2 个百分点；核心 CPI 环比 0.6%（预期 0.5%），与去年四季度以来的中枢水平一致。

图1：美国 CPI 和核心 CPI 季调同比，%



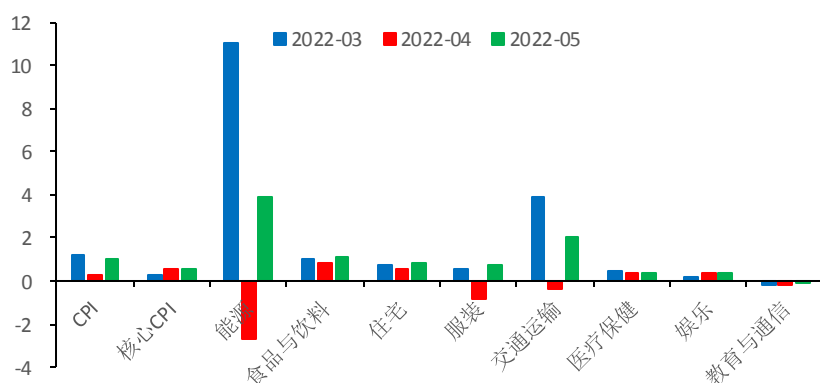
数据来源：Wind，安信证券

从分项表现来看，能源分项 5 月环比高达 3.9%，自近一年来仅次于俄乌冲突所造成的 3 月最大环比 11%，对美国整体 CPI 环比（1%）的贡献率超 3 成，同期国际原油价格中枢从 4 月的 105 美元/桶回升至 114 美元/桶。

食品分项环比 1.1%，为疫情以来的最高值，其中家庭食品的环比增速自年初以来持续高于非家庭食品，暗示疫情缓解过后外出就餐需求的恢复并非食品价格上涨的主导力量。

在核心通胀分项中，住房、机票、二手车等是价格上涨的主要来源。其中，住房分项 5 月环比 0.8%，为疫情以来的最高值，对整体 CPI 环比的贡献率超 2 成。尽管同期房贷利率快速上行至 5% 以上的高位，但美国房地产市场的供需基本面依然支持着房价高企。

图2：美国 CPI 分项季调环比，%



数据来源：Wind，安信证券

合并而言，美国 CPI 同比在 3-5 月的“V”型走势，边际上由原油价格决定，在此期间地缘政治形势的变化、中国经济的起伏等因素对原油供需两端产生了扰动。而就美国 CPI 同比连续 3 个月维持 8% 的历史高位而言，其主要原因在于大宗价格的坚挺、供应链瓶颈缓解偏慢、以及美国劳动者涨薪与企业涨价的互动。

往后看，就大宗价格而言，尽管全球经济放缓所带来的需求减弱可能使其价格从高位回落，但由于过去十年大宗商品处于熊市周期，导致生产企业资本开支萎缩、部分退出市场，即使面对高涨的价格和利润，厂商也无法迅速有效释放产能。而全球碳减排的努力，在使得部分高耗能的大宗商品面临长期供应约束的同时，也使得储能、电动车等绿色转型领域对部分大宗商品产生了长期需求。考虑

到能源转型的激励约束，新能源的发展壮大或许也需要传统能源维持在较高的价格水平，这对长期的大宗中枢形成了支撑。

图3: RJ/CRB 商品价格指数, 点



数据来源: Wind, 安信证券

就供应链而言，尽管其修复方向相对确定，但修复的速度以及供应链重构后的成本仍有不确定性。过往建立在原料易得和运输成本稳定基础上的供应链运行，在疫情、战争以及之后的制裁措施中屡屡受挫。政府和企业对供应安全的需求上升，未来供应链朝着分散化、短距化、冗余化、近岸化的方向转变，在此过程中供应链成本与效率的改善可能需要较长时间。

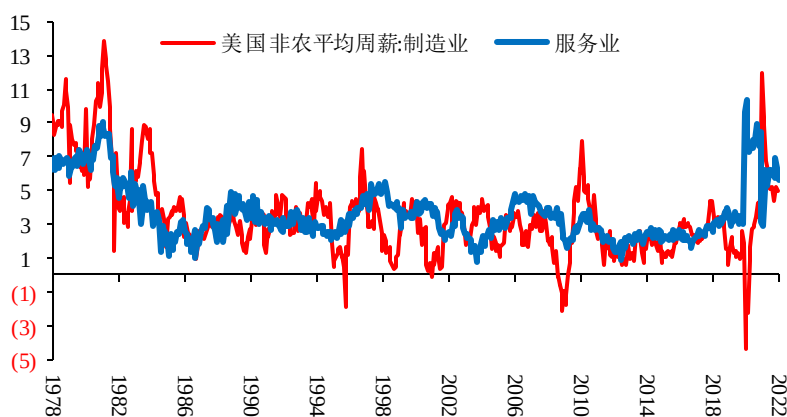
除了大宗商品与供应链等全球性因素以外，本轮美国自身通胀最突出的特点在于其劳动者涨薪与企业涨价的互动，这使得通胀预期存在自我加强的风险。

随着全球化向版块化的转变，地区行业格局的全球竞争性减弱。叠加疫情对部分行业企业的出清，龙头企业的议价能力上升。而劳动力的国际流动性也趋于下降。

与此同时，疫情冲击使得人们对于工作伦理的认识发生了变化。在涨工资的要求中，不仅包含着对于感染新冠病毒的风险补偿，还反映出人们在工作和休闲之间的平衡出现了调整。

在企业议价能力上升的背景下，工资上涨的要求则更容易得到满足，企业也愈发倾向于通过提价、而非技术进步等方式来转移成本压力。这一模式使得企业和居民的通胀预期出现松动，进一步加剧了通胀自我加速的风险。

图4：美国非农制造业与服务业工资同比增速，%



数据来源：Wind，安信证券

因此对于美联储而言，当务之急是打破劳动者涨薪与企业涨价的互动，通过迅速大幅加息，使得企业和居民在资金成本大幅上升的条件下减少资本扩张、购

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_42843

