

总量研究

美国 5 月通胀再冲高，经济衰退风险陡升

——2022 年 5 月美国 CPI 数据点评兼光大宏观周报（2022-06-11）

要点

本周关注：

美国 2022 年 5 月 CPI 同比增 8.6%，前值 8.3%，市场预期 8.2%；季调后 CPI 环比增 1%，前值 0.3%，市场预期 0.7%。

核心 CPI 同比增 6%，前值 6.2%，市场预期 5.9%；季调后核心 CPI 环比增 0.6%，前值 0.6%，市场预期 0.5%。

截至 6 月 10 日收盘，10 年期美债收益率上行 11bp 至 3.15%，三大股指普跌，标普 500 指数跌 2.91%，纳斯达克指数跌 3.52%，道琼斯工业指数跌 2.73%。

核心观点：

美国 5 月 CPI 同比和环比均超市场预期。季调后环比看，食品（+1.2%）、能源（+3.9%）、住宅（+0.6%）、机票（+12.6%）、新车（+1.0%）和二手车（+1.8%）为主要贡献项。剔除能源和食品项外，核心商品（+0.7%）环比加速上行，核心服务（+0.6%）环比维持高位，显示通胀压力较为广泛。向前看，通胀将持续受地缘政治、供应链紧缩以及劳动力短缺问题扰动，抬升通胀粘性。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 7.6% 上修至 7.9%。

通胀数据公布后，市场快速上调对美联储加息节奏的预期，年末联邦基金利率预期值已达 3.25%-3.5%，较前期上行 75bp。回溯美国 1960 年以来历次经济衰退时期，可以发现，在通胀水平居高不下的情况下，经济大概率陷入衰退；若通胀在可控范围之内，则仍有软着陆可能。现阶段，美国通胀压力大概率持续，抬升美国经济衰退风险，叠加货币政策在短期内被通胀束缚，较难放松，在加息和缩表双重压力下，判断美股将继续承压。

全球资产：

本周全球股市涨跌分化。纳斯达克指数下跌 5.6%，标普 500 下跌 5.1%；德国 DAX、法国 CAC40、英国富时 100 分别下跌 4.8%、4.6%、2.9%，意大利富时 MIB 下跌 6.7%。亚洲股市涨跌分化，上证指数上涨 2.8%，恒生指数上涨 3.4%，韩国综合指数下跌 2.8%。

国内观察：

2022 年 6 月以来，上游：原油价格环比上涨，动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比下跌，铜价环比上涨、铝价环比下跌。中游：水泥价格指数环比下跌。下游：猪价、菜价、水果价格趋势分化。流动性：十年期国债收益率较上月末上行。

国内政策：

中国与美国国防部长双边会谈结束，中方坚决维护国家领土主权完整；国家卫健委认为查验核酸不应成为一种常态；中国 5 月社会融资规模增量 2.79 万亿元，比上年同期多 8399 亿元。

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

陈嘉荔@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、美国 5 月通胀再冲高，经济硬着陆风险陡升	4
1.1、美国通胀压力持续，CPI 同比环比均超预期	4
1.2、通胀压力高企，美国经济衰退风险上行	7
2、海外观察	9
2.1、全球疫情：欧美逐步放开管控，欧洲疫情形势显著缓和，美国疫情略有反弹	9
2.2、金融与流动性数据：美债收益率上行，通胀预期升高	9
2.3、全球市场：全球股市涨跌分化，大宗商品价格涨跌分化	10
2.4、央行观察：美联储指标报警，美国经济正处于衰退边缘；欧央行将结束量化宽松时代逐渐加息；俄罗斯央行两个月来 4 次降息，利率超预期下调 150 点	11
2.5、海外政策：俄方称已断供不愿用卢布支付天然气的客户；美驻俄大使称美俄不能断交，但承认存在“互关使馆”可能；美政府防疫资金不到位，美国新冠检测设施将面临严重短缺	12
3、国内观察	13
3.1、上游：原油价格环比上涨，动力煤、焦煤价格趋势分化，铜价环比上涨，铝价环比下跌	13
3.2、中游：水泥价格指数环比下跌	14
3.3、下游：商品房成交面积跌幅扩大，猪价、菜价、水果价格趋势分化	14
3.4、流动性：十年期国债收益率较上月末上行，货币市场利率下行，债券市场利率趋势分化	15
3.5、国内政策：中国与美国国防部长双边会谈结束；国家卫健委认为查验核酸不应成为一种常态；中国 5 月社会融资规模增量 2.79 万亿元	16
4、下周财经日历	17
5、风险提示	17

图目录

图 1: 5 月 CPI 同比冲高至 8.6%	4
图 2: 核心 CPI 环比增速维持高位	4
图 3: 家庭食品同比增速自 2021 年 6 月起持续上行	6
图 4: 小麦、玉米、菜籽油期货收盘价格 5 月高位波动	6
图 5: 核心商品与核心服务环比均维持高位	7
图 6: 成屋销售快速回落	7
图 7: 美国历次经济硬着陆时期, 通胀水平都处于高位	8
图 8: 高通胀时期, 道琼斯工业指数总体震荡下行	8
图 9: 高通胀时期, 标普 500 指数总体震荡下行	8
图 10: 美国单日新增确诊和死亡病例略有反弹	9
图 11: 欧美国疫情形势暂时缓和	9
图 12: 美国 10 年期国债收益率上行	9
图 13: 英国、法国、德国 10 年期国债收益率上行	9
图 14: 美国 10 年期和 2 年期国债期限利差下行 (%)	10
图 15: 美国投资级企业债利差上行 (%)	10
图 16: 美联储资产规模增加	10
图 17: 欧央行资产规模增加, 日央行资产规模减少	10
图 18: 全球股市涨跌分化	11
图 19: 大宗商品价格涨跌分化	11
图 20: 原油价格环比上涨	13
图 21: 动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比下跌	13
图 22: 铜价环比上涨, 库存同比下跌	14
图 23: 铝价环比下跌, 库存同比下跌	14
图 24: 水泥价格指数环比下跌	14
图 25: 商品房成交面积跌幅扩大	15
图 26: 土地供应面积增速上行	15
图 27: 猪价、菜价、水果价格趋势分化	15
图 28: 乘用车日均零售销量跌幅扩大	15
图 29: 货币市场利率下行	16
图 30: 债券市场利率趋势分化	16

表目录

表 1: 2022 年 3 月-2022 年 5 月 CPI 同比和环比分项	5
表 2: 欧美日央行官员表态	12
表 3: 下周全球经济数据热点	17

1、美国 5 月通胀再冲高，经济硬着陆风险陡升

美国 5 月 CPI 同比和环比均超市场预期。季调后环比看，食品（+1.2%）、能源（+3.9%）、住宅（+0.6%）、机票（+12.6%）、新车（+1.0%）和二手车（+1.8%）为主要贡献项。剔除能源和食品项外，核心商品（+0.7%）环比加速上行，核心服务（+0.6%）环比维持高位，显示通胀压力较为广泛。向前看，通胀将持续受地缘政治、供应链紧缩以及劳动力短缺问题扰动，抬升通胀粘性。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 7.6% 上修至 7.9%。

通胀数据公布后，市场快速上调对美联储加息节奏的预期，年末联邦基金利率预期值已达 3.25%-3.5%，较前期上行 75bp。回溯美国 1960 年以来历次经济衰退时期，可以发现，在通胀水平居高不下的情况下，经济大概率陷入衰退；若通胀在可控范围之内，则仍有软着陆可能。现阶段，美国通胀压力大概率持续，抬升美国经济衰退风险，叠加美联储货币政策被通胀束缚（较难放松），在加息和缩表双重压力下，判断美股将继续承压。

1.1、美国通胀压力持续，CPI 同比环比均超预期

美国 2022 年 5 月 CPI 同比增 8.6%，前值 8.3%，市场预期 8.2%；季调后 CPI 环比增 1%，前值 0.3%，市场预期 0.7%。核心 CPI 同比增 6%，前值 6.2%，市场预期 5.9%；季调后核心 CPI 环比增 0.6%，前值 0.6%，市场预期 0.5%。季调后环比来看，食品（+1.2%）、能源（+3.9%）、住宅（+0.6%）、机票（+12.6%）、新车（+1.0%）和二手车（+1.8%）为此次通胀主要贡献项。

图 1：5 月 CPI 同比冲高至 8.6%

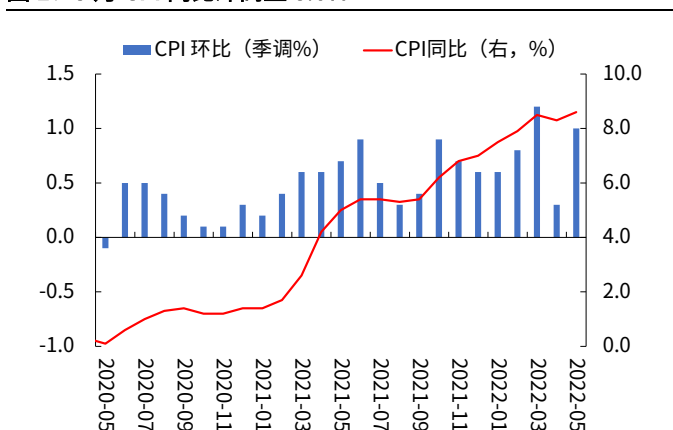
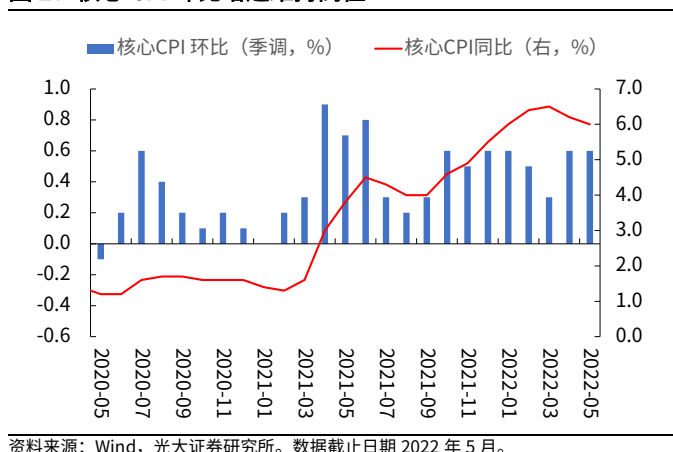


图 2：核心 CPI 环比增速维持高位



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期 2022 年 5 月。

资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止日期 2022 年 5 月。

表 1：2022 年 3 月-2022 年 5 月 CPI 同比和环比分项

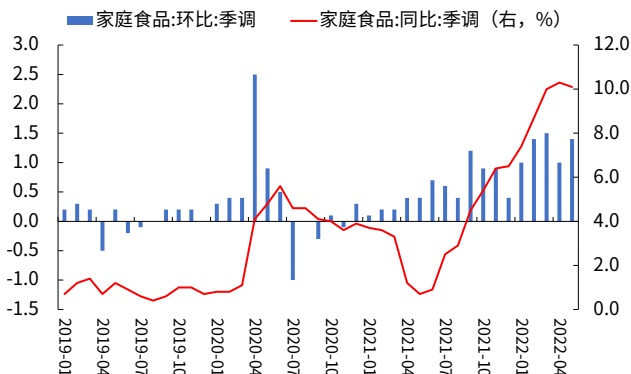
指标名称	2022年4月 相对权重	年同比 (%)			月环比 (季调, %)		
		2022-03	2022-04	2022-05	2022-03	2022-04	2022-05
食品	13.4	8.8	9.4	10.1	1.0	0.9	1.2
家庭食品	8.3	10.0	10.8	11.9	1.5	1.0	1.4
谷物和烘焙制品	1.1	9.4	10.3	11.6	1.5	1.1	1.5
肉类、家禽、鱼和蛋类	1.9	13.7	14.4	14.2	1.0	1.4	1.1
乳制品及相关制品	0.8	7.0	9.1	11.8	1.2	2.5	2.9
水果和蔬菜	1.4	8.5	7.7	8.1	1.5	-0.3	0.6
无酒精饮料和饮料原料	1.0	8.0	9.8	12.0	1.2	2.0	1.7
其他家庭食品	2.2	10.3	11.0	12.6	2.0	0.7	1.6
非家庭食品	5.1	6.9	7.2	7.4	0.3	0.6	0.7
能源	8.3	32.0	30.3	34.6	11.0	-2.7	3.9
能源类商品	4.9	48.3	44.7	50.4	18.1	-5.4	4.5
燃油	0.2	70.1	80.5	106.7	22.3	2.7	16.9
发动机燃料	4.6	48.2	44.0	49.1	18.3	-5.8	4.1
汽油 (所有种类)	4.5	48.0	43.6	48.7	18.3	-6.1	4.1
能源服务	3.4	13.4	13.7	16.2	1.8	1.3	3.0
电力	2.5	11.1	11.0	12.0	2.2	0.7	1.3
公共事业 (管道) 燃气服务	0.9	21.6	22.7	30.2	0.6	3.1	8.0
所有项目, 除食品和能源	78.3	6.5	6.2	6.0	0.3	0.6	0.6
商品, 不含食品和能源类商品	21.4	11.7	9.7	8.5	-0.4	0.2	0.7
服装	2.5	6.8	5.4	5.0	0.6	-0.8	0.7
新汽车	4.0	12.6	0.0	0.0	0.2	1.1	1.0
二手车和卡车	4.0	35.3	22.7	16.1	-3.8	-0.4	1.8
医疗护理商品	1.5	2.7	2.1	2.4	0.2	0.1	0.3
酒精饮料	0.9	3.7	3.9	4.0	0.5	0.4	0.5
烟草和烟草制品	0.5	6.9	7.2	7.9	0.5	0.4	0.9
服务, 不含能源服务	56.9	4.7	4.9	5.2	0.6	0.7	0.6
住所	32.4	5.0	5.1	5.4	0.5	0.5	0.6
主要居所租金	7.3	4.4	4.8	5.2	0.4	0.6	0.6
业主等价租金	23.8	4.5	4.8	5.1	0.4	0.5	0.6
医疗护理服务	6.9	2.9	3.5	4.0	0.6	0.5	0.4
医疗服务	1.8	0.7	1.2	1.1	0.5	0.2	-0.1
医院服务	2.2	3.3	3.6	3.9	0.4	0.5	0.5
交通服务	5.8	7.5	8.4	8.0	2.0	3.1	1.3
机动车维修保养	1.0	4.9	5.3	6.1	-0.3	0.5	0.5
机动车保险	2.4	4.2	4.4	4.5	0.7	0.8	0.5
机票	0.7	23.6	33.3	37.8	10.7	18.6	12.6

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 5 月；权重单位为%。

5 月食品价格环比升 1.2%，较前值 (+0.9%) 有所上行，主要受谷物 (+1.5%)、肉禽类 (+1.1%)、奶制品 (+2.9%)、和非酒精性饮料 (+1.7%) 价格上涨影响。联合国食品价格指数显示，5 月谷物和肉类价格环比持续上行。谷物类价格上行主要受印度对小麦禁运影响，以及俄乌冲突导致乌克兰小麦产量收缩。肉禽类价格方面，乌克兰供应链中断，叠加近期在欧洲以及中东发生的禽流感病毒导致供给疲软，推升其价格。此外，截至 5 月下旬，已有 23 个国家转向粮食保护主义，未来粮食价格或维持高位。

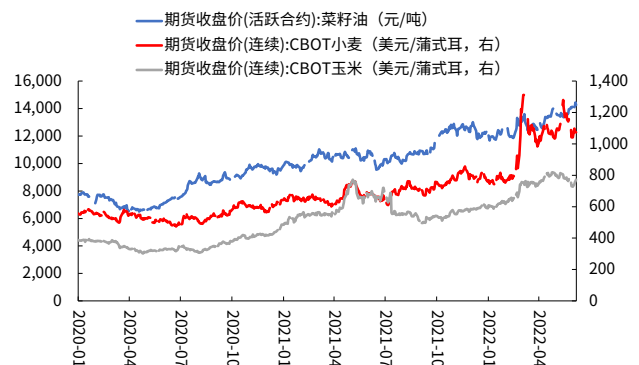
非家用食品价格环比升 0.7%，增速较上月上行 0.1 个百分点，其中全餐服务价格环比增 0.8%，显示居民外出餐饮需求增加而服务业时薪增速维持高位，导致外出餐饮价格上行。向前看，美国劳动力市场供需紧张状态仍将持续，支撑薪资增速和外出餐饮价格维持高位。

图 3：家庭食品同比增速自 2021 年 6 月起持续上行



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2022 年 5 月

图 4：小麦、玉米、菜籽油期货收盘价格 5 月高位波动



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截止日期 2022 年 6 月 9 日。

5 月能源价格季调后环比升 3.9%（4 月环比回落 2.7%），主要受汽油、燃油和天然气价格影响。原油方面，供需仍处于紧平衡状态，供给端来看，基于对俄制裁担忧，以及对欧美成品油出口下降，4 月俄罗斯原油已经减产 100 万桶/日。国际能源机构 IEA 估计，今年下半年，俄罗斯日产量降幅可能扩大至 300 万桶左右。从其他原油供给渠道看，尽管高油价提振增产意愿，但在资本开支不足、石油生产商维持资本纪律等因素约束下，今年美国、OPEC+原油产量增长仍不及预期。预计原油价格在三季度维持高位震荡。

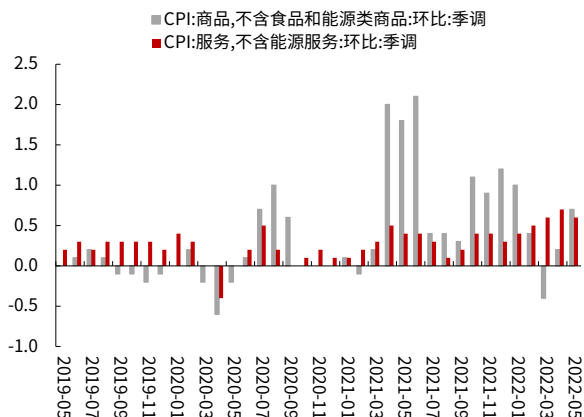
天然气方面，6 月 8 日，美国得克萨斯州 Freeport 液化天然气终端发生爆炸，或将对未来天然气价格形成压制。以峰值产能计算，此天然气终端每日为欧洲提供 20 亿立方英尺天然气（约占美国液化天然气出口量的 16%），若终端关闭，则 20 亿立方英尺天然气将回归美国市场，平抑美国市场天然气价格，缓解能源项通胀压力。

5 月核心 CPI 环比升 0.6%，超预期上行（市场预期为 0.5%）。其中核心商品环比上行 0.7%；核心服务环比上行 0.6%。季调后环比看，住宅（+0.6%）、机票（+12.6%）、新车（+1.0%）和二手车（+1.8%）为主要贡献。

住宅项价格环比上行 0.6%，较上月升 0.1 个百分点。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。

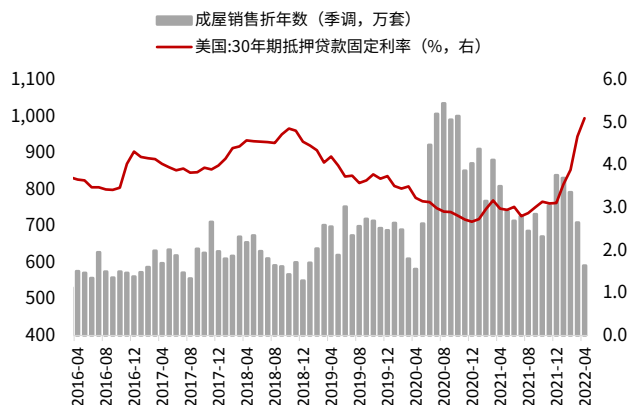
现阶段，房屋销售已出现快速回落迹象，4 月新建房屋销售套数环比跌 16.6%，为 2013 年以来最大降幅，房屋月度供应，也就是每月待售房屋数量和已售房屋数量的比率也已经回到疫情前水平，显示房屋供给抬升，需求回落，对房屋价格形成下行压力。在房屋供给持续回升、房贷利率跳升导致房屋需求回落的背景下，预计住房项对通胀的支撑将逐步趋弱。

图 5：核心商品与核心服务环比均维持高位



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至：2022 年 5 月。

图 6：成屋销售快速回落



资料来源：Fred，光大证券研究所，数据截止日期 2022 年 4 月。

5 月新车价格环比升 1%，供应链问题导致汽车供给收缩是主因。5 月 ISM 制造业 PMI 数据中，供应商交付指数从 4 月的 67.2% 小幅回落至 65.7%（指数越高表示交付越快），显示供应链问题边际好转。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，但供给修复依然缓慢，预计汽车价格有进一步上行空间。

5 月机票价格环比显著抬升，环比升 12.6%，前值升 18.6%。根据美国 EIA 数据显示，美国 Gulf Coast 机油现货价格在过去 5 个月间，从 2.1 美元/加仑上升至 3.9 美元/加仑，上涨 86%。向前看，在机油价格维持高位、旅游旺季即将到来的背景下，机票价格有望进一步走强。

1.2、 通胀压力高企，美国经济衰退风险上行

总体来说，5 月通胀数据显示，美国通胀持续被地缘政治、供应链紧缩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 3.25%-3.5%，较前期的 2.5%-2.75% 上升 75bp。

回溯美国 1960 年以来历次经济衰退时期，可以发现，在通胀水平居高不下的情况下，经济衰退风险较大；若通胀在可控范围之内，则经济仍有软着陆可能，我们认为，美国现阶段的情况，应该属于持续的高通胀压力，和不断上行的经济衰退风险。

图 7：美国历次经济硬着陆时期，通胀水平都处于高位

	联邦基金利率区间(%)	CPI (单位: %)	失业率区间 (单位: %)	与自然失业率之差 (%)
1960年4月至1961年2月	4.00, 2.00	1.7, 1.4	5.20, 6.90	1.44
1965年 (软着陆)	4.00, 4.63	1.9	4.00	-1.64
1969年12月至1970年11月	9.63, 5.50	6.2, 5.6	3.50, 5.90	0.03
1973年11月至1975年3月	9.88, 5.39	8.3, 10.3	4.80, 8.60	2.49
1980年1月至1980年7月	14.77, 9.93	13.9, 13.1	6.30, 7.80	1.59
1981年7月至1982年11月	21.09, 8.93	10.8, 5.1	7.20, 10.40	4.24
1984年 (软着陆)	9.92, 8.74	3.9	7.30	1.23
1990年7月至1991年3月	8.32, 5.53	4.8, 4.9	5.50, 6.80	1.11
1994年 (软着陆)	2.85, 4.94	2.7	5.50	0.04
2001年3月至2001年11月	5.59, 2.06	2.9, 1.9	4.30, 5.50	0.32
2007年12月至2009年6月	4.66, 0.22	4.1, -1.4	5.00, 9.50	4.59

资料来源：Wind，光大证券研究所；数据说明：联邦利率区间为经济衰退开始及经济衰退结束时，联邦基金利率的数值；1965 年、1984 年、1994 年为经济软着陆时期，CPI 和失业率取当年数值。

从美股的角度来说，高通胀不仅抑制企业盈利、提高成本，并且导致美联储加快收紧货币政策，从估值和流动性角度冲击美股。回溯美国 1972 年和 1976 年的两次高通胀时期，也可以发现，高通胀时期，经济衰退风险显著上行，叠加美联储货币政策被通胀束缚（较难放松），美股大概率继续承压。

在 1972 年和 1976 年两次高通胀时期，美联储开始快速加息，道琼斯工业指数维持下行走势，跌幅显著。1972 年至 1974 年间，美国联邦基金利率从 4.5% 一路攀升至 9.5%，在此期间，道琼斯工业指数下行 33.4%。在 1976 和 1980 年的高通胀时期，美国联邦基金利率从 5% 一路攀升至 20% 左右水平，在此期间，道琼斯工业指数下行 20% 左右。

2021 年 4 月以来，通胀持续走高，道琼斯、纳斯达克、标普 500 的回报率分别是 -3%、-12%、-1%，但美联储紧缩周期才刚刚开始（今年 3 月起第一次加息），也就是说，在美联储持续加息期间，贴现率大概率会进一步上行。此外，美联储已于 6 月启动缩表，并且缩表速度和规模远超 2017 年时期，而加息和缩表的双重压力，可能会导致这一次美股的回调，远超上两次周期。

图 8：高通胀时期，道琼斯工业指数总体震荡下行

道琼斯工业指数

图 9：高通胀时期，标普 500 指数总体震荡下行

标普500指数

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_42894

