

从周期的视角理解美国通胀

摘要

- 近期中美贸易摩擦再度加剧，市场担心对中国进口商品加征关税将大幅抬高美国通胀，并进而压缩联储货币政策宽松空间。对于未来的通胀走势，联储内部对也存在较大的分歧，鲍威尔和多数官员认为美国通胀走弱是受“暂时性”因素影响，但也有官员担心美国通胀将持续低迷。从基本面看，在菲利普斯曲线平坦化的情况下，失业对通胀的预测效力大幅减弱，因此需要用新的框架来分析美国通胀。本文采用周期的角度来建立美国 PCE 的分析框架。而中美贸易冲突将对美国通胀形成外生冲击，可能形成美国通胀背离经济周期的上升。
- 金融危机过后美国消失的通胀：菲利普斯曲线钝化。**2008 年金融危机以来，不论是危机期间还是危机过后的复苏期，美国通胀对经济和就业的弹性都显著弱化。1981 年至 2007 年的菲利普斯曲线斜率值为-0.40，而 2008 年至 2017 年的斜率仅为-0.05。菲利普斯曲线平坦化一方面是因为就业改善向薪资传导不畅。这跟就业改善的质量不高，工人的工资议价能力减弱有关。另外，薪资向通胀的传导也大幅弱化，在通胀预期稳定的情况下，企业倾向于依靠生产力增长来吸收薪资成本的上涨，而并未将成本压力向产品价格传导。
- 美国 PCE 的周期分析框架。**如果核心 PCE 某一分项的菲利普斯曲线斜率为负并且统计显著，则被认定为周期性因素，其他则被认定为非周期性因素。周期性因素通胀可以通过失业缺口来预测，菲利普斯曲线模型依然适用。非周期性因素又可以分为医疗服务和非医疗非周期性因素，前者受美国财政的医疗支出影响，而进口价格增速略领先后者 1 个月左右。展望后市，医疗服务项将跟随财政支出增速回落。近期进口价格指数震荡上行将对非医疗非周期因素提供支撑，短期内非医疗非周期因素的价格增速有望企稳甚至小幅回升。周期性因素对核心 PCE 的拉动保持平稳。如果暂时不考虑中美贸易摩擦这个因素，则全年核心 PCE 将保持在 1.5%-1.8%之间，对货币政策影响偏中性。
- 而贸易战则将对美国通胀形成外生冲击。**我们根据中国进口产品在整个美国进口产品中的占比，以及全部进口商品占美国消费品比来测算加征关税对 PCE 的影响。结果显示，静态情况下，对 2500 亿美元出口加征关税将合计推高美国通胀 0.44 个百分点。如果美国对中国进口的余下 3000 多亿美元商品加征 25%的关税，则将合计提高美国通胀 1 个百分点左右。这儿需要说明的是，美国进口价格指数不含关税，因此虽然加征关税后近期美国进口价格下跌，但这并不否定加征关税对美国通胀的推升作用。
- 联储货币政策操作思路转向“数据依赖”，短期的通胀和经济数据决定联储货币政策将保持观望。**短期内非医疗非周期性代表的“暂时性”因素对核心 PCE 的拖累将有所缓解，叠加贸易摩擦对 PCE 的拉动，通胀上行使得联储降息可能性较小，短期将保持观望。如果中美贸易摩擦升级，美国通胀面临较大的上行风险，叠加经济下行压力加大，美国经济滑入“滞胀”的风险上升。联储货币政策将面临两难，不得不在抑制通胀过快上行和稳定经济之间做出权衡。
- 风险提示：**中美贸易摩擦失控。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn
联系人：张伟
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 企业盈利疲弱，需求继续放缓 (2019-05-28)
2. 稳定需求，加快创新 (2019-05-26)
3. 全球经济与贸易减速的新解释——全球央行跟踪第 9 期 (2019-05-22)
4. 经济走势将推动政策再度宽松——2019 年 1 季度《货币政策执行报告》解读 (2019-05-20)
5. 外部风险继续加大，内需重要性持续提升 (2019-05-19)
6. 经济放缓，逆周期调节政策将再度发力 (2019-05-16)
7. 定量分析中美贸易战对经济的影响 (2019-05-15)
8. 跟随内需变化的方向 (2019-05-12)
9. 实体融资暂时回落，逆周期政策预计再度发力 (2019-05-10)
10. 通胀压力减轻，年内或难破“3%” (2019-05-10)

目 录

1 美国通胀分析框架：基于周期的视角	1
1.1 菲利普斯曲线钝化，通胀对经济和失业的弹性显著弱化	1
1.2 PCE 分析框架：从周期的角度理解	2
2 中美贸易摩擦对美国通胀的影响	5
3 联储货币政策短期将保持观望	7

图 目 录

图 1: 1981-2007 年拟合的菲利普斯曲线.....	1
图 2: 2008 年至 2018 年拟合的菲利普斯曲线.....	1
图 3: 2017 年以来薪资增速与生产力增速差有所收窄.....	1
图 4: 工资增长与通胀的关系弱化.....	1
图 5: 美国 PCE 的周期分析框架.....	2
图 6: CRB 现货食品价格与 PCE 中食品价格走势较同步.....	2
图 7: PCE 能源项价格与原油价格走势较同步.....	2
图 8: 美国核心 PCE 同比增速分解.....	3
图 9: 周期性因素和非周期性因素对核心 PCE 的拉动.....	3
图 10: 周期性因素与失业率较相关.....	4
图 11: 非周期性因素对核心 PCE 同比拉动情况.....	4
图 12: 医疗服务项与财政支出中医疗支出较相关.....	4
图 13: 非医疗非周期性因素对核心 PCE 贡献依然将低于趋势.....	5
图 14: 非医疗非周期性因素与进口价格较相关.....	5
图 15: 加征关税以来中国进口价格指数反而回落.....	6
图 16: 进口价格指数与关税水平相关性较弱.....	6
图 17: 美国进口价格指数与 PCE 的关系.....	6
图 18: 美元指数与中国 PPI 对美国进口价格的拟合效果较好.....	6

表 目 录

表 1: 从周期角度对美国核心 PCE 进行分解.....	3
-------------------------------	---

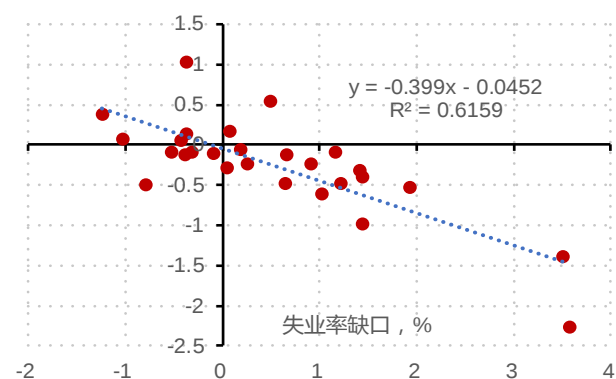
1 美国通胀分析框架：基于周期的视角

1.1 菲利普斯曲线钝化，通胀对经济和失业的弹性显著弱化

相比于危机前，菲利普斯曲线斜率绝对值变小，曲线变得更加平坦。1981年至2007年的斜率值为-0.40，而2008年至2017年的斜率仅为-0.05。曲线平坦化的背后原因之一是就业改善向薪资传导不畅。一方面就业改善的质量不高，存在“水分”，低端工人就业改善对薪资增长拉动有限。其次全球化带来的就业环境竞争加剧、技术进步带来的资本对工人的替代效应提升、以及工会力量的减弱均在一定程度上削弱了员工的工资议价能力。

图 1：1981-2007 年拟合的菲利普斯曲线

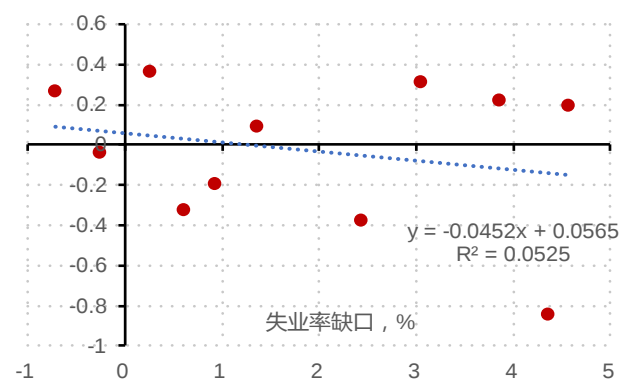
核心PCE变化，%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：2008 年至 2018 年拟合的菲利普斯曲线

核心PCE变化，%

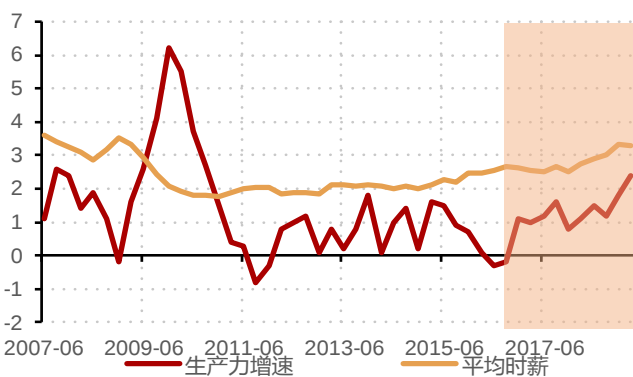


数据来源：Wind，西南证券整理

另外，薪资向通胀的传导也大幅弱化，这是因为在通胀预期稳定的情况下，企业倾向于依靠生产力增长来吸收薪资成本的上涨，而并未将成本压力向产品价格传导。工资增速与通胀之间的相关性大幅降低，2007年至2018年二者的相关系数为0.12。旧金山联储估计1985至金融危机前二者的相关系数为0.3，而1985年之前的相关系数高达0.95。通胀预期很好的锚定的情况下，企业提价动力不足，更多的是通过生产力增长来吸收成本压力。当成本上行压力过大，企业无法通过生产力增长对冲时，则将不得不提高产品价格。2017年以来薪资增速与生产力增速差收窄，生产力速度提升相对更快，这缓解了薪资上涨的压力。

图 3：2017 年以来薪资增速与生产力增速差有所收窄

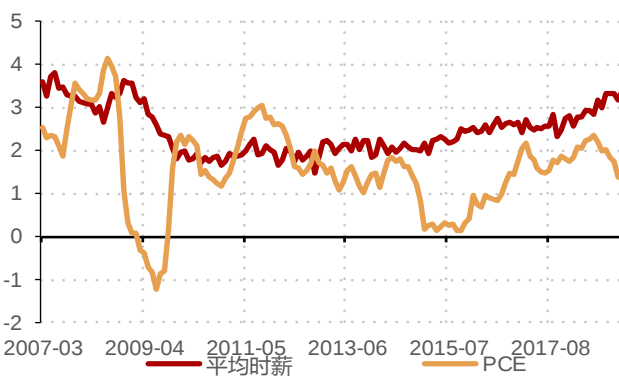
同比，%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：工资增长与通胀的关系弱化

同比，%

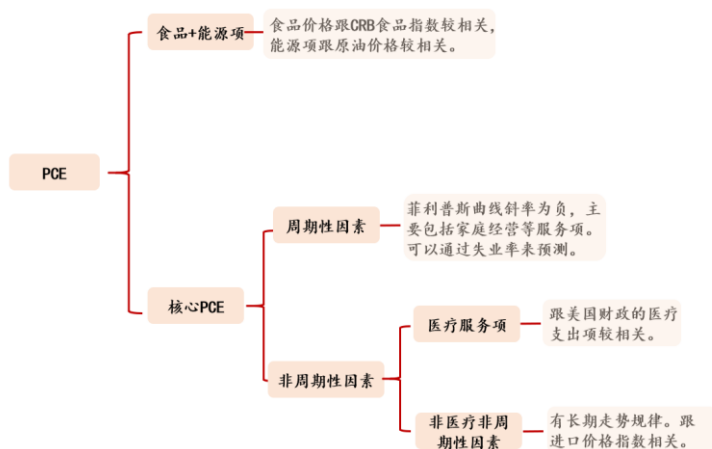


数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 PCE 分析框架：从周期的角度理解

菲利普斯曲线平坦化使得根据短期就业形势预测通胀的可靠性降低。我们将从周期的角度来建立分析美国 PCE 的框架。PCE 中的食品和能源项波动较大，食品项与 CRB 现货指数相关，而能源项与原油价格较相关。根据核心 PCE 中的项目与失业缺口的关系，如果核心 PCE 某一分项的菲利普斯曲线斜率为负并且统计显著，则被认定为周期性因素，其他则被认定为非周期性因素。周期性因素通胀可以通过失业缺口来预测。非周期性因素又可以分为医疗服务和非医疗非周期性因素，前者受美国财政的医疗支出影响，后者跟进口价格指数相关。

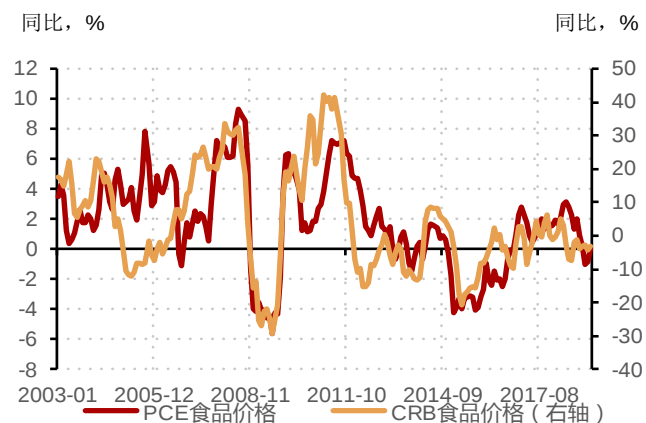
图 5：美国 PCE 的周期分析框架



数据来源：Wind，西南证券整理

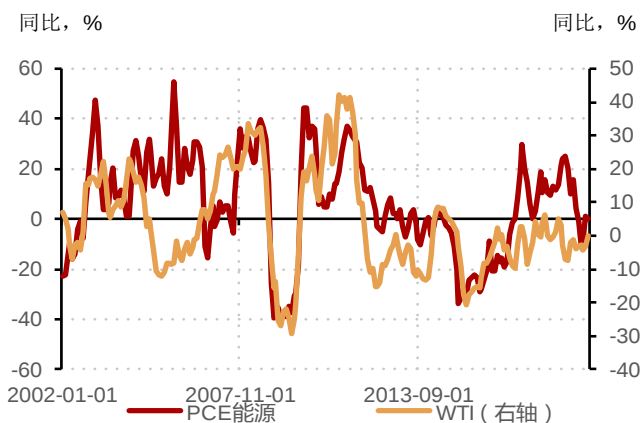
PCE 中的食品和能源项波动较大。美国 PCE 可以拆分为能源食品以及剔除二者后的核心 PCE，前者在 PCE 中合计占比为 15%，而核心 PCE 占比 85%。食品项与 CRB 现货食品价格指数相关，CRB 食品略领先 PCE 食品走势。能源项价格与原油价格同步性较好，在需求偏弱的环境下，油价在 2019 年下半年难以大幅上行，对 PCE 能源项的拉动有限。

图 6：CRB 现货食品价格与 PCE 中食品价格走势较同步



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：PCE 能源项价格与原油价格走势较同步



数据来源：Wind，西南证券整理

联储货币政策更加看重核心 PCE，因此我们将重点放在对核心 PCE 的分析上。借鉴 Mahedy and Shapiro (2017) 对核心 PCE 的分解方法。我们将核心 PCE 分解为周期性因素和非周期性因素。非周期性因素的通胀更有可能受到暂时性、特殊因素驱动，而周期性因素的通胀更有可能受到整体经济状况的影响，因此对就业数据更为敏感。

运用菲利普斯曲线模型，如果核心 PCE 的某一分项与失业缺口（实际失业率减去自然失业率）的相关系数为负并且统计上显著，则这一分项被认为是周期性因素，反之则被认为是非周期性因素。测算结果表明，周期性项目的权重占比为 42%，主要包括家庭经营、食品和住宿、娱乐服务等。非周期性项目包括服装、交通服务、医疗服务、金融服务等，合计权重占比 58%。

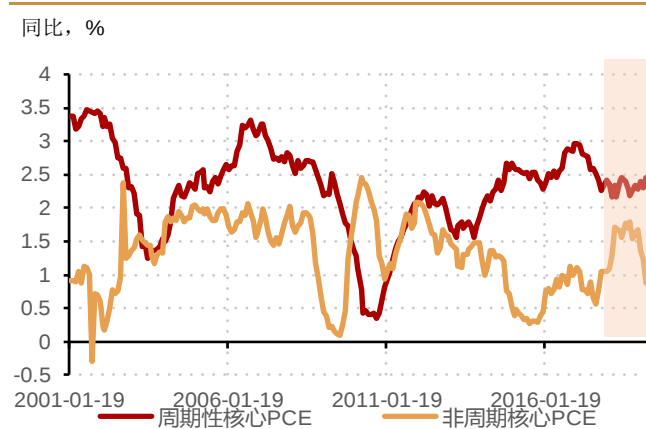
表 1：从周期角度对美国核心 PCE 进行分解

核心PCE主要项目	在核心PCE中权重
周期性项目	42%
家庭经营	19%
食品和住宿	6%
娱乐服务	4%
对家庭服务之非盈利机构最终消费支出	3%
其他非耐用品	9%
非周期性项目	58%
机动车辆及零部件	5%
家具和家用设备	3%
娱乐商品和车辆	3%
服装和鞋	3%
医疗服务	18%
交通运输服务	3%
金融服务和保险	9%
其他服务	10%
其他耐用品	2%

数据来源：Wind，美国经济分析局，西南证券整理

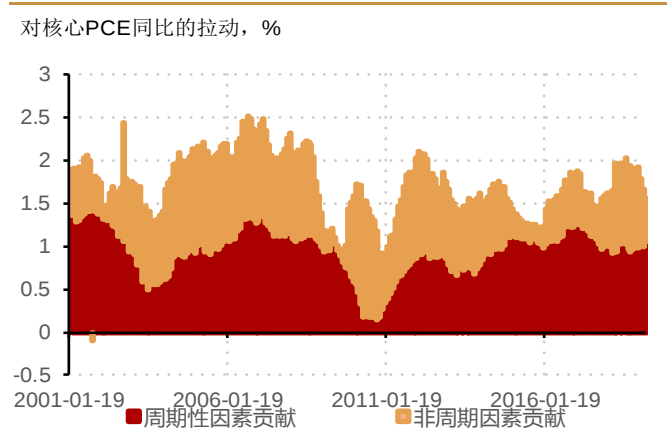
年初以来美国核心 PCE 走弱主要受非周期性因素的拖累，周期性项目保持平稳。非周期性因素对核心 PCE 的贡献从 2018 年 12 月的 0.94 个百分点，大幅回落至 3 月的 0.49 个百分点。这与鲍威尔所说的通胀走弱受“暂时性”因素影响相对应。前三个月周期性因素对核心 PCE 的拉动平均为 1.2 个百分点，依然保持平稳。

图 8：美国核心 PCE 同比增速分解



数据来源：Wind，西南证券整理

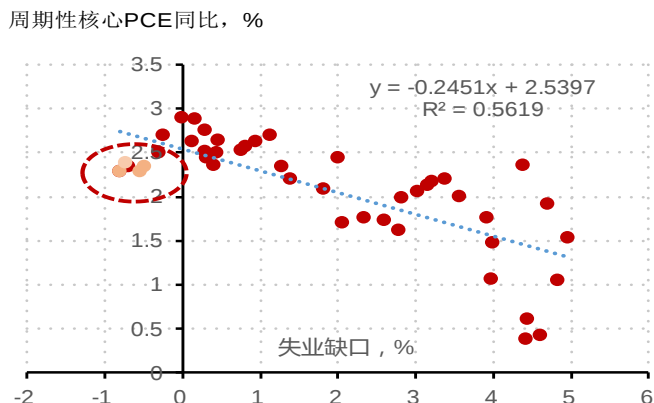
图 9：周期性因素和非周期性因素对核心 PCE 的拉动



数据来源：Wind，西南证券整理

周期性项目对经济和就业的变化依然较敏感，即使在金融危机后，其菲利普斯曲线斜率录得-0.25。周期性项目中除了其他非耐用品外，剩下的都是服务项目，具有较强的周期属性。2018年以来失业率缺口持续处于负区间，并有所扩大，而对应的周期性因素同比增速保持稳定，比模型拟合的增速要低0.3-0.4个百分点，对核心PCE的贡献要低0.1-0.2个百分点。近年来周期性因素对核心PCE的拉动低于预期，如果劳动力市场进一步收紧，周期性因素增速有望稳中有升。

图 10：周期性因素与失业率较相关

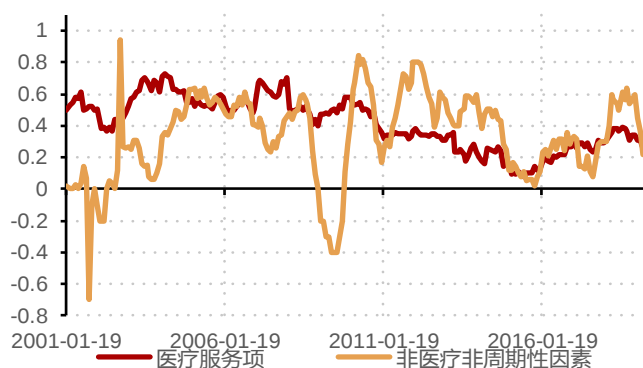


数据来源：Wind，西南证券整理

非周期性因素又可以分为医疗服务和其他非周期性因素。医疗服务项增速与美国政府财政支出中的医疗支出相关，医疗财政支出大约领先医疗项贡献/增速2年左右，这意味着下半年医疗项对核心PCE的贡献仍然有下行压力。2018年医疗项对核心PCE的平均贡献为0.35个百分点，预计今年医疗项对核心PCE的平均贡献将回落至0.26个百分点左右。

图 11：非周期性因素对核心 PCE 同比拉动情况

对核心PCE同比的拉动, %



数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：医疗服务项与财政支出中医疗支出较相关

对核心PCE同比拉动, %

滞后2年, 同比, %



数据来源：Wind，西南证券整理

非医疗非周期性因素主要受临时性因素影响，将向其长期趋势水平回归。非医疗非周期性因素对核心PCE的贡献，与其长期趋势水平的偏离不会太久，平均不会超过1年。当前非医疗非周期性处于其长期趋势以下，预计仍将持续，但是向下偏离的幅度或将有所减弱。

图 13：非医疗非周期性因素对核心 PCE 贡献依然将低于趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：非医疗非周期性因素与进口价格较相关



数据来源：Wind，西南证券整理

另外，非医疗非周期性项目与进口价格指数相关性较强，进口价格增速略领先非医疗非周期性因素 1 个月左右。进口价格指数增速在 2019 年 1 月下跌 1.5%，之后呈现震荡上行的走势。短期内，预计非医疗非周期性因素价格下跌的趋势将趋缓。

往前看，医疗服务项将跟随财政支出增速回落。非医疗非周期性因素仍将处于其长期趋势下方，但近期进口价格指数震荡上行将对其提供支撑，短期内非医疗非周期项目价格增速有望企稳甚至小幅回升。周期性因素对核心 PCE 的拉动将保持在 1.0-1.2 个百分点左右，预计今年医疗项对核心 PCE 的平均贡献将回落至 0.26 个百分点左右。如果暂时不考虑中美贸易摩擦这个因素，从非医疗非周期性项目长期趋势来看，其价格增速依然将保持弱势，预计全年平均对核心 PCE 拉动 0.3 个百分点左右。因此，如果不考虑贸易战影响，全年核心 PCE 将保持在 1.5%-1.8% 之间的水平，对货币政策影响偏中性。

2 中美贸易摩擦对美国通胀的影响

2019 年 5 月 10 日，美国正式对中国进口的 2000 亿美元商品加征 25% 关税，此前加征幅度为 10%，并威胁将对中国进口的剩余 3000 多亿美元商品加征关税。加征关税将抬高美国进口产品价格，并进而推高美国通胀。进口价格变化对美国通胀的影响主要通过三个渠道。首先，进口的直接消费品纳入居民消费支出，将对 PCE 有直接拉动。其次，一些进口产品属于中间工业品或者资本品，这些产品将进入美国国内商品的生产，从而增加美国生产

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_12323

