

如何看当前美国通胀？

主要结论：

一、如何看当前美国通胀？

- 美国4月PPI同比升幅低于预期，能源价格对通胀形成支撑，但食品价格出现回落。
- 美国4月CPI同比升幅创下去年11月以来最大增幅，但低于预期，油价形成支撑、食品价格形成拖累。
- 在通胀方面，特朗普和美联储的分歧愈演愈烈。
- 年内来看，美国通胀难以出现大幅上涨，主要由于：
 - 1) 失业率下降难以带来薪资增幅的加速，劳动参与率等结构性问题仍存，菲利普斯曲线传导并不顺畅。
 - 2) 市场和消费者的通胀预期仍然不断走低。
 - 3) 在油价难以突破去年以来的高点背景下，预计美国全年通胀难以有大起色。

二、美国3月JOLTs职位空缺数超预期

- 美国3月JOLTs职位空缺增加：多行业就业机会增加。

三、本周重点关注美国零售销售和密歇根大学消费者信心指数

- 财经事件：美国FOMC永久票委、纽约联储主席威廉姆斯(John Williams)发表讲话和美国2019年FOMC票委、堪萨斯城联储主席乔治(Esther George)在明尼苏达经济俱乐部发表讲话。
- 财经数据：美国4月零售销售月率(%)、美国4月工业产出月率(%)、美国4月营建许可月率(%)、美国5月密歇根大学消费者信心指数初值。

风险提示：

- 美联储货币收紧时间过长，导致经济向下压力的累积；
- 中美贸易摩擦加剧，令全球贸易壁垒上升，推升“滞涨”风险；
- 新兴市场动荡拖累全球经济进一步走弱。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

正文如下：

一、如何看待当前美国通胀？

美国 4 月 PPI 环比升幅低于预期。美国劳工部 5 月 9 日公布的数据显示，美国 4 月 PPI 同比增长 2.2%，低于预期的 2.3%，持平与前值；美国 4 月核心 PPI 同比增长 2.4%，持平于前值，但低于预期 2.5%，增速创 11 月新低，与去年 5 月以来最低增速持平；4 月 PPI 环比上涨 0.2%，低于预期的 0.3%，大幅低于前值的 0.6%；4 月核心 PPI 环比上涨 0.1%，低于预期的 0.2%，也低于前值的 0.3%。**能源价格对 PPI 形成提振，但食品价格出现回落。**分类数据显示，能源价格较上月上漲了 1.8%，但依然低于前值的 5.6%；食品价格较上月下跌了 0.2%，低于前值上升的 0.3%；贸易价格较上月下跌了 0.5%，低于前值上涨的 1.1%；交通运输和仓储较上月上漲了 1.0%，但高于前值-0.8%。

美国 4 月 CPI 同比增速创下去年 11 月以来最大增幅，但低于预期。美国劳工部 5 月 10 日公布的数据显示，美国 4 月末季调 CPI 年率增长 2%，低于预期的 2.1%，但高于前值的 1.9%，为自去年 11 月以来的最大增幅；4 月末季调核心 CPI 年率增长 2.1%，持平于预期和前值。4 月季调后 CPI 月率为增长 0.3%，低于预期和前值的 0.4%；4 月末季调核心 CPI 月率增长 0.1%，低于预期的 0.2%，高于前值的 0.1%。**美国 4 月 CPI 涨幅受食品价格拖累。**分项目来看，能源指数上涨 2.9%，其中汽油上涨 5.7%，天然气指数下跌 0.8%（连续第 4 个月下跌），电力类指数持平。然而，食品指数下降 0.1%，录得自 2017 年 6 月以来的首次月度下跌，6 个主要食品分类中 5 个录得下跌，其中水果和蔬菜、非酒精饮料下跌 0.9%，国内其他食品下跌 0.6%，肉类、家禽、鱼类和蛋类下跌 0.2%，谷物和烘焙食品下跌 0.1%，只有乳制品和相关产品上升 0.1%。除主要食品分类项目外，非本地食品上涨 0.3%，全餐服务上涨 0.4%，限量服务餐上涨 0.3%。美国 4 月核心 CPI 环比连续第 3 个月上涨 0.1%。其中，住房、医疗、教育和新车指数都有所上升，而二手车、卡车、服装、家居用品和经营活动指数出现下降。具体来看，住房指数上涨 0.4%，医疗保健指数上升 0.3%，二手车和卡车销售指数下降 1.3%（连续第 3 个月下降），服装指数下降 0.8%，家居用品和经营活动下降 0.3%（自 2018 年 6 月以来首次出现月度下降）。

在通胀方面，特朗普和美联储的分歧愈演愈烈。在美联储 5 月会议上，美联储表示整体通胀与核心通胀均低于 2% 的目标，但鲍威尔认为核心通胀的下滑主要是暂时性的，主要由于投资组合管理服务对冲了通胀压力、服装价格下跌和机票价格下跌等；同时强调美联储与政治绝缘；对于未来通胀，美联储仍然保持耐心观望。会议结束后，市场对于年内降息的预期从超过 60% 降至 50% 以下。而特朗普则认为应当降息以应对通胀率走低，为美国经济和股市提供一定的支撑。

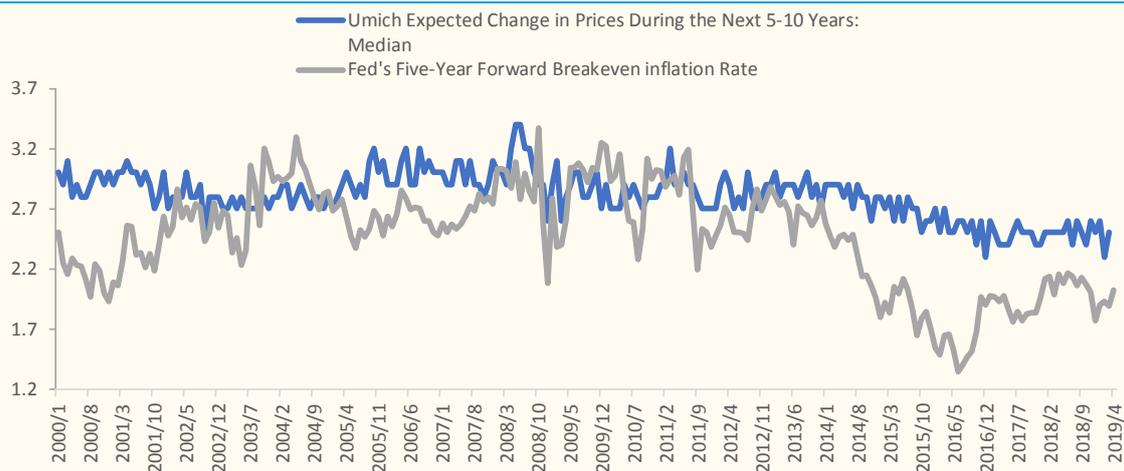
年内来看，美国通胀难以出现大幅上涨，主要由于：

1) **失业率下降难以带来薪资增幅的加速，劳动参与率等结构性问题仍存，菲利普斯曲线传导并不顺畅。**数据显示，2019 年第二季度的自然失业率为 4.6%。然而，美国的总体失业率目前为 3.6%，当整体失业率低于自然失业率的时候，意

意味着经济生产超过了其潜在的生产，这就是所谓的正产出缺口，有可能推升薪资加速、核心通胀上行。然而，从当前的通胀主要数据来看，美国 3 月核心 PCE 物价指数同比增长 1.6%，低于预期和前值的 1.7%。**劳动参与率的结构化问题、以及自然失业率的动态测算问题可能是菲利普斯曲线失效的主要原因。**一方面，劳动参与率的下降令实际失业率看起来很低。2007 年 1 月，美国的劳动参与率为 66.4%，到了 2019 年 4 月，这比例下降至 62.8%，当个人离开劳动力市场，失业率自然而然就会出现下滑，换句话说，目前“真实的失业率”远高于 3.6%。另一方面，潜在失业率可能并没有那么高。美国当前的失业不仅仅存在周期性原因，结构性原因也比较明显。

2) 市场和消费者的通胀预期仍然不断走低。密歇根大学未来 5-10 年得通胀预期从 2014 年的 3% 回落到 3 月的 2.5% 左右，另外未来 5 年的通胀盈亏平衡率 (breakeven rates) 也从 2014 年开始成不断下滑趋势。通货膨胀预期对总需求起作用，如果消费者预计未来通胀会降低，那么他们就会减少目前的消费支出，从 2019 年 1Q 的美国 GDP 数据来看，个人消费支出和私人投资对经济的拉动力已经出现回落，随着经济放缓仍是大趋势，但短期内仍然不足以让美联储降息，导致通胀难以有较大的回升。

图表 1: 密歇根大学预期通胀和 5 年通胀盈亏平衡率从 2014 年以来不断下滑



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

3) 在油价难以突破去年以来高点背景下，预计美国全年通胀难以有大起色。年初至今，WTI 原油和布伦特原油再次大幅反弹，主要原因仍在于供给侧欧佩克供给的收缩高于预期、美国对伊朗制裁的强硬带来的出口下降预期、委内瑞拉停电和政治因素带来的出口下降、发达经济体货币政策转向边际宽松、中美贸易摩擦缓和带来的风险偏好推升。但从当前来看，欧美货币政策进一步宽松的预期有所降温，中美贸易摩擦重燃打击风险偏好，OPEC 供给难以进一步收缩，伊朗和委内瑞拉的供给边际上可能不会更差，美国原油的运输瓶颈得到修复，美国等发达经济体经济增速放缓带来的需求回落，都意味着油价可能难以进一步大幅上涨。

二、美国 3 月 JOLTs 职位空缺数增加

1. 美国 3 月 JOLTs 职位空缺增加

5 月 7 日美国劳工统计局公布的数据显示，3 月份美国职位空缺增加到 750 万个，高于前值 710 万个。招聘和离职人数分别为 570 万和 540 万，几乎没有变化。

多行业就业机会增加。私人部门就业机会增加了 36.3 万个，而政府部门就业机会几乎没有变化。分项数据显示，许多行业的就业岗位都出现了增长，其中交通、仓储和公用事业增加 8.7 万个，建筑增加 7.3 万个，房地产和租赁增加 5.7 万个，是增幅最大的三个行业。四大地区的职位空缺数量几乎没有变化。招聘人数几乎没有变化，雇佣率为 3.8%。私人和政府部门的雇佣水平几乎没有变化。在所有行业和四大地区，招聘人数几乎没有变化。总离职人数基本没有变化，总离职率为 3.6%。私营部门总离职人数几乎没有变化，但政府部门减少 3.7 万人。所有行业和四大地区的总离职人数几乎没有变化。其中，裁员和解雇人数几乎没有变化，为 170 万人，裁员和解雇率为 1.1%。私营部门几乎没有变化，但政府部门的裁员和解雇人数减少 2.9 万人，其中州和地方政府教育部门的裁员和解雇人数减少 1.8 万人。四大地区的裁员和解雇人数几乎没有变化。

图表 2: 海外宏观数据跟踪和简评

美国	18-02	18-03	18-04	18-05	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	最新数据简评
增长																
GDP (环比折年率, %)		2.2			4.2			3.5			2.2			3.2		高于预期和前置, 但消费和固定资产投资均显疲软
消费																
个人总收入 (环比折年率, %)	0.3	0.4	0.2	0.3	0.4	0.3	0.4	0.2	0.5	0.2	(0.1)	0.2	0.2	0.1		低于预期和前置
个人消费支出 (环比折年率, %)	(0.1)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5	0.4	0.2	0.6	0.4	(0.6)	0.1	0.1	0.9		大幅高于前置和预期
零售销售额 (环比折年率, %)	0.1	0.7	0.3	1.2	0.2	0.6	(0.1)	(0.1)	0.8	0.2	(1.2)	0.2	(0.2)	1.6		汽车和加油站消费零售表现强劲
投资																
耐用订单 (环比, %)	4.5	2.7	-1.7	-1.1	0.9	-1.2	4.7	0.0	-4.4	0.8	1.2	0.4	(1.6)	2.7		主要由运输设备订单 (主要是飞机) 推动。
建造支出 (环比, %)	2.3	-1.0	1.7	0.7	-0.7	0.2	-0.4	-0.1	-0.1	0.8	(0.6)	1.3	1.0	(0.9)		建设投资大幅回落
对外贸易																
出口 (同比, %)	6.8	9.1	9.2	10.8	8.8	7.5	6.5	6.6	6.3	3.8	0.1	3.0	2.4	1.3		海外需求回落
进口 (同比, %)	10.1	8.6	7.3	7.4	7.7	8.7	9.3	9.5	8.5	3.2	3.1	1.6	-0.5	2.6		内需拉动回升
贸易差额 (十亿美元)	-55.0	-46.7	-45.7	-42.8	-46.2	-50.4	-53.7	-54.6	-55.5	-49.3	-59.8	-51.1	-49.4	-50.0		贸易逆差扩大
通胀																
CPI (同比, %)	2.2	2.4	2.5	2.8	2.9	2.9	2.7	2.3	2.5	2.2	1.9	1.6	1.5	1.9	2.0	食品价格拖累CPI
核心CPI (同比, %)	1.8	2.1	2.1	2.2	2.3	2.4	2.2	2.2	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0		剔除能源和食品因素后, 略低于前置
核心PCE (同比, %)	1.7	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6		不及预期和前置
密歇根次年通胀预期 (同比, %)	2.5	2.5	2.7	2.8	3.0	2.9	3.0	2.7	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6	2.4	2.5	消费前景持高于前置
劳动力市场																
非农就业新增人数 (千人)	313	103	164	223	213	157	201	134.0	250.0	155.0	312.0	304.0	20.0	196.0	263.0	专业和商业服务为主要提振
失业率 (%)	4.1	4.1	3.9	3.8	4.0	3.9	3.9	3.7	3.7	3.7	3.9	4.0	3.8	3.8	3.6	低于预期和前置
平均时薪 (环比, %)	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.1	0.2	0.4	0.1	0.4	0.1	0.2	低于预期但高于前置
职位空缺数 (千人)	6074	6638	6840	6659	6822	7077	7293	7009	7079	6888	7335	7581	7087	7488		多行业就业增加
房地产市场																
标普/CS房价指数 (同比, %)	6.7	6.8	6.7	6.5	6.4	5.9	5.5	5.2	5.0	4.7	4.6	4.3	3.0			房价持续回落
成屋销售 (折年率, 万套)	554	560	545	541	538	534	533	515	522	532	499	494	551	521		四大地区成屋销售环比普遍下滑。
新屋开工 (环比, %)	-3.3	2.9	-3.8	4.2	-11.4	0.6	8.1	-5.5	1.5	3.2	-11.2	18.6	-8.7	-0.3		四大地区开工均出现大幅回落
营建许可 (环比, %)	-3.2	4.1	-0.9	-4.6	-0.7	0.9	-4.1	1.7	-0.4	5.0	0.3	1.4	-2.0	-1.7		营建许可的回落预示着新屋开工仍将有所回落
其他																
ISM制造业PMI指数	60.8	59.3	57.3	58.7	60.2	58.1	61.3	59.8	57.7	59.3	54.1	56.6	54.2	55.3	52.8	制造业指数回落
ISM非制造业PMI指数	59.5	58.8	56.8	58.6	59.1	55.7	58.5	61.6	60.3	60.7	57.6	56.7	59.7	56.1	55.5	服务业小幅回落
工业产能利用率 (%)	77.2	77.5	78.2	77.5	77.8	78.0	78.5	78.5	78.4	78.5	78.7	78.3	78.2	78.8		产能利用率小幅回升
密歇根大学消费者信心指数	99.7	101.4	98.8	98.0	98.2	97.9	96.2	100.1	98.6	97.5	98.3	91.2	93.8	98.4	97.2	低于前置, 信心指数处于波动区间
美联储总资产 (万亿美元)	4.468	4.443	4.433	4.404	4.367	4.337	4.266	4.240	4.187	4.145	4.123	4.106	4.016	4.016		缩表在9月结束
美国联邦基金基准利率	1.25-1.5	1.5-1.75	1.5-1.75	1.5-1.75	1.75-2.0	1.75-2.0	1.75-2.0	2.0-2.25	2.0-2.25	2.0-2.25	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2019年暂停加息
美元实际有效汇率指数	95.11	95.36	95.50	98.10	99.60	99.94	101.00	101.21	101.94	103.05	103.22	106.00	105.90	106.31	106.40	美元实际有效汇率上行
其他发达经济体	18-02	18-03	18-04	18-05	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	简评
欧元区																
GDP (环比折年率, %)		1.7			1.5			0.6			0.8					欧元区经济疲软
CPI (同比, %)	1.1	1.3	1.3	1.9	2.0	2.1	2.0	2.1	2.2	2.0	1.6	1.4	1.5	1.4		通胀小幅回落
核心CPI (同比, %)	1.0	1.0	0.8	1.1	0.9	1.1	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0	1.1	1.0	0.8		核心CPI继续回落
出口 (季调环比, %)	-3.1	1.5	0.3	0.2	1.7	-0.9	2.1	-1.6	2.1	(1.0)	(0.1)	0.8	(1.4)			外部需求大幅回落
进口 (季调环比, %)	-2.8	0.7	1.3	0.9	2.0	1.5	-0.4	0.2	2.6	(1.9)	0.0	0.3	(2.7)			内部需求大幅回落
贸易差额 (十亿欧元)	17.9	19.4	17.8	16.6	16.5	12.3	16.8	13.4	12.5	15.1	15.6	17.0	19.5			贸易逆差回升
Markit制造业PMI指数	58.6	56.6	56.2	55.5	54.9	55.1	54.6	53.2	52.0	51.8	51.4	50.5	49.2	47.5	47.8	略高于前置
Markit服务业PMI指数	56.2	54.9	54.7	53.8	55.2	54.2	54.4	54.7	53.7	53.4	51.4	51.2	52.8	53.3	52.5	略低于前置但是持平于预期
德国经济景气指数	114.8	112.7	112.6	112.7	111.9	112.8	112.7	112.5	111.2	111.8	109.9	108.5	108.4	106.6		德国经济景气小幅回落
工业生产指数 (环比, %)	-0.8	0.3	-0.6	1.4	-0.7	-0.8	1.1	-0.3	0.1	-1.7	-0.9	1.4	-0.2			工业生产指数大幅回落
欧央行总资产 (万亿欧元)	4.49	4.52	4.53	4.56	4.57	4.59	4.61	4.62	4.62	4.66	4.67	4.69	4.69	4.70	4.70	逐步退出QE
欧央行主要再融资利率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	维持利率不变
英国																
GDP (环比折年率, %)		0.4			1.6			2.5			0.7					经济大幅回升
CPI (同比, %)	2.7	2.5	2.4	2.4	2.4	2.5	2.7	2.4	2.4	2.3	2.1	1.8	1.9	1.9		通胀小幅回升
央行基准利率	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75		脱欧问题影响货币政策方向
日本																
GDP (环比折年率, %)		-1.1			3.0			-1.2			1.4					国内经济回升
CPI (同比, %)	1.5	1.1	0.6	0.7	0.7	0.9	1.3	1.2	1.4	0.8	0.3	0.2	0.2	0.5		通胀持平于前置
央行总资产 (万亿日元)	530.0	528.5	530.5	540.8	537.0	546.3	550.9	545.5	551.8	555.5	552.1	556.9	561.9	557.0		接近QE的极限
新兴市场GDP增速 (同比, %)	18-02	18-03	18-04	18-05	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	简评
巴西		1.2			0.9			1.2			1.1					GDP下行压力渐显
印度		7.7			8.2			7.1			6.5					经济增速回落
韩国		2.9			2.9			2.0			3.2			1.8		经济大幅回落
印尼		5.1			5.3			5.2			5.2			5.1		GDP小幅回落
香港		4.6			3.5			2.9			1.3					GDP出现回落
台湾		3.2			3.3			2.3			1.8					经济回落
新兴市场CPI (同比, %)	18-02	18-03	18-04	18-05	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	简评
巴西	2.8	2.7	2.8	2.9	4.4	4.5	4.2	4.2	4.5	4.6	3.8	3.8	3.9	4.6		通胀持续回升
俄罗斯	2.2	2.4	2.4	2.4	2.3	2.5	3.1	3.1	3.4	3.5	4.3	5.0	5.2	5.3	5.2	通胀小幅下行
印度	4.7	4.4	4.0	4.0	3.9	5.6	5.6	5.6	5.6	4.9	5.2	6.6	7.0	7.7		通胀小幅回升
韩国	1.5	1.3	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.9	2.0	1.3	0.8	0.4	0.3	0.6	通胀大幅上升
印尼	3.2	3.4	3.4	3.2	3.1	3.2	3.2	3.2	2.9	3.2	3.1	2.8	2.6	2.5	2.8	通胀大幅上升
沙特阿拉伯	3.0	2.8	2.6	2.3	2.1	2.2	2.3	2.3	2.1	2.4	2.2	-1.9	-2.2	-2.1		通胀小幅回升
香港	3.1	2.6	1.9	2.1	2.4	2.4	2.3	2.3	2.7	2.5	2.4	2.1	2.1			通胀保持稳定

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_12553

