

证券研究报告 / 宏观数据

## 失业率新低难以促使美联储加息——海外 宏观周度观察（2019年第18周）

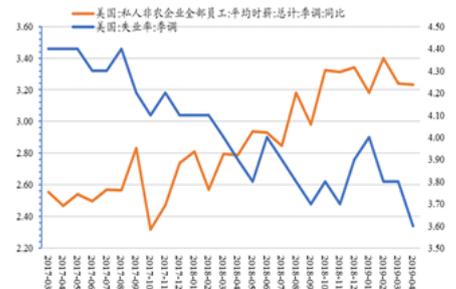
### 报告摘要:

周五，美国劳工部公布美国4月份就业数据。4月份美国新增非农就业人口为26.3万人，大超预期的19万人，前值由19.6万下修至18.9万。同时，美国失业率创下新低，达到3.6%，低于市场预期的3.8%。强劲的就业数据推动美股三大指数集体上涨。我们认为，虽然美国目前经济状况良好、就业市场强劲，但美联储仍难以恢复加息进程。首先，美联储失业率走低，主要由于劳动参与率下降导致，失业率的降低并不意味着就业市场毫无隐忧。其次，虽然失业率进一步下降，但美国通胀水平并未抬升。即使去除鲍威尔所说的三项“暂时性因素”的影响，通胀水平仍呈下行趋势，未来PCE水平可能不会很快抬升。所以当前部分数据走强尚不足以促使美联储继续加息。

美联储5月FOMC会议，决定维持联邦基金利率目标区间2.25%-2.50%不变，下调超额存款准备金利率（IOER）5bp至2.35%。会议声明上调对经济活动描述，但下调对通胀现状判断。美联储态度较此前偏鹰，但加息可能性仍然很低。英国央行公布利率决议宣布维持当前利率水平0.75%和购债规模不变。此外英央行发表鹰派言论暗示需要不止一次加息以实现通胀目标。不过考虑到“脱欧”带来的不确定性因素，预计短期内英央行将不会加息。

本周第10轮中美经贸高级别磋商结束，双方表示谈判顺利，据称，双方在知识产权和强制技术转让等问题上取得了进展。整体而言中美贸易局势逐渐明朗，但未来需关注双方对协议的执行机制和取消关税的时间表的设定。若无有效的执行机制，协议违背的风险将上升。

本周全球股市表现平稳。美债收益率上行，欧债收益率下行。大宗商品方面，金属价格普跌，因美国结束对伊朗原油的豁免政策，及OPEC将延长减产的传闻抵消了美国原油库存上升和产量创纪录的影响，油价本周微涨0.91%。农产品除玉米外下跌。



### 相关报告

《预计美国一季度经济无惊喜》(20190423)

《美国零售销售强劲，欧美贸易争端升级——海外宏观周度观察（2019年第16周）》(20190421)

《IMF下调全球增长预期，英国延期脱欧——海外宏观周度观察（2019年第15周）》(20190414)

### 证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001  
18917252281 shenxf@nesc.cn

### 研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022  
13817489814 youcy@nesc.cn

### 联系人：曹哲亮

执业证书编号：S0550119010010  
18010018933 caozl@nesc.cn

## 目 录

1. 下周海外重点数据及事件预警 .....	3
2. 美国就业数据与通胀背离 .....	3
3. 美英央行维持利率不变.....	5
3.1. 美联储按兵不动，下调超额准备金利率.....	5
3.2. 英央行维持当前利率，发表鹰派言论.....	6
4. 中美贸易谈判进展顺利.....	6
5. 全球市场表现.....	6
5.1. 全球股市平稳波动.....	7
5.2. 美债收益率上行，欧债下行.....	7
5.3. 金属及农产品价格普跌.....	8
图 1: 新增非农就业人数大超预期.....	3
图 2: 美国失业率处于低位 .....	3
图 3: 核心 PCE 物价同比涨幅为去年以来最慢.....	5
图 4: 美国工人生产率增长迅速 .....	5
图 5: 6月保持现有利率的概率为 95.0% .....	6
图 6: 全年维持利率不变的概率为 53% .....	6
图 7: 全球股市平稳波动.....	7
图 8: 美国国债收益率上行 .....	8
图 9: 欧元区公债收益率下行.....	8
图 10: 贵金属价格下跌.....	8
图 11: 农产品普跌.....	8
表 1: 重点数据及事件 .....	3

## 1. 下周海外重点数据及事件预警

表 1: 重点数据及事件

日期	国家	数据/事件
2019/05/06	欧元区	欧元区 3 月零售销售
2019/05/07	德国	3 月季调后工厂订单
2019/05/08	日本	央行 3 月政策会议纪要
2019/05/08	德国	3 月工业产出
2019/05/09	美国	4 月核心 PPI
2019/05/09	美国	3 月贸易帐
2019/05/10	法国	3 月工业产出
2019/05/10	英国	一季度 GDP 同比初值
2019/05/10	美国	4 月核心 CPI
2019/05/10	美国	经济展望

数据来源: 东北证券

## 2. 美国就业数据与通胀背离

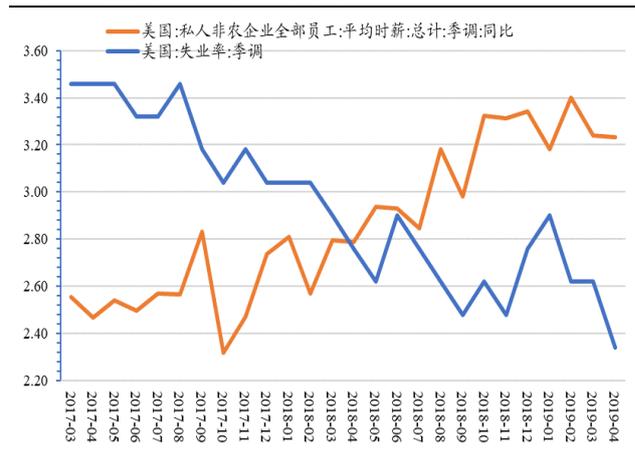
周五, 美国劳工部公布美国 4 月份就业数据。4 月份美国新增非农就业人口为 26.3 万人, 大超预期的 19 万人, 前值由 19.6 万下修至 18.9 万。同时, 美国失业率创下新低, 达到 3.6%, 低于市场预期的 3.8%。强劲的就就业数据推动美股三大指数集体上涨。

图 1: 新增非农就业人数大超预期



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 美国失业率处于低位



数据来源: 东北证券, Wind

上周美国一季度 GDP 环比折年率大超市场预期, 本周 4 月就业数据依旧靓丽, 大幅增强了市场对于美国经济的信心, 同时美联储继续加息的预期也随之上升。我们认为, 虽然美国目前经济状况良好、就业市场强劲, 但美联储仍难以恢复加息进程。

首先, 美联储失业率走低, 主要由于劳动参与率下降导致。美国 4 月劳动参与率下

降 0.2 个百分点至 62.8%，与失业率的降幅相同。所以，失业率的降低并不意味着就业市场毫无隐忧。

其次，虽然失业率进一步下降，但美国通胀水平并未抬升。美国 2 月名义 PCE（个人消费支出）物价指数环比增长 0.1%，同比增长 1.3%；3 月名义 PCE 物价指数环比增长 0.2%，同比增长 1.5%。此外，2 月核心 PCE（去除食品和能源）物价指数环比增长 0.1%、同比增长 1.7%；3 月为环比增长 0%，预期 0.1%，同比增长 1.6%，预期 1.7%，同比涨幅为 2018 年 1 月以来最慢。

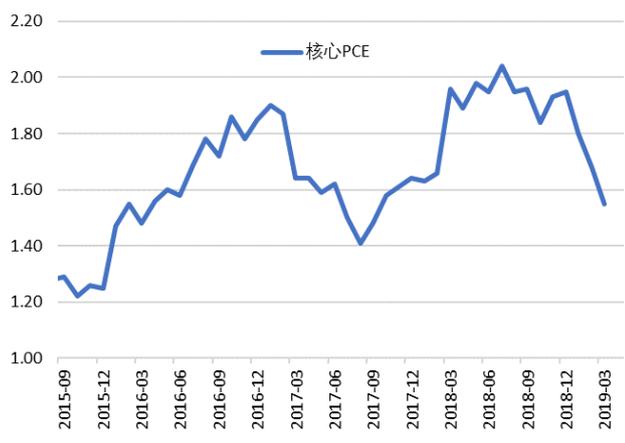
PCE 物价数据自 2018 年 7 月达到高点后一路下滑，持续低于美联储 2% 的通胀目标。对于 3 月 PCE 物价数据不及预期的表现，鲍威尔在周三的发布会上解释淡化了美国通胀下滑的问题，认为核心 PCE 物价指数低迷只是由于“暂时性”因素的拖累导致的。他提到的暂时性因素包括资产管理费用（对 PCE 贡献为 -0.02ppt），服装和鞋类（对 PCE 贡献为 -0.07ppt）以及航空运输（对 PCE 贡献为 +0.01ppt）。资产管理费用对物价产生拖累是由于资产价格下跌的延迟效应；服装和鞋类拉低 PCE 物价源于服装价格大幅下降且计算方法发生变化；而航空运输对物价抬升力度减弱是因为埃航事件引发的后续负面影响。然而鲍威尔的“暂时性”因素并不能完整解释 3 月 PCE 物价的疲软，他所引用的三个类别占核心通胀篮子的权重仅为 6%。与 2018 年 12 月的通胀水平（12 月 PCE 核心物价指数同比 1.9%）相比，这三项对通胀的负面贡献（ $0.04\text{ppt}+0.09\text{ppt}+0.04\text{ppt}=0.17\text{ppt}$ ）不到核心 PCE 物价下降幅度（0.4ppt）的一半。除了鲍威尔所指出的项目之外，医疗服务通胀水平的放缓也产生了重大影响。此前高盛的一份报告指出，医疗保健服务在核心 PCE 中占比 19%，是通胀水平持续低迷的主要原因。据其测算，削减 ACA 强制医保（奥巴马医改）持续对私营部门价格产生了巨大的反通胀溢出效应。另外，据彭博社统计，在构成商务部核心通胀指标的 15 个主要行业中，10 个行业的贡献从 12 月到 3 月均有所下降。整体而言，即使去除三项暂时性因素的影响，通胀水平仍呈下行趋势，未来 PCE 水平可能不会很快抬升。

根据菲利普斯曲线，失业率与通胀率应呈反向关系。如何理解目前失业率与通胀双双走低的现象？我们认为可能有以下两点原因。

第一，导致 3 月 PCE 物价指数同比下降的三类商品以及医疗保健的价格都是非周期性的。这意味着这类商品或服务的价格通常不会随着劳动力市场走强而上涨。

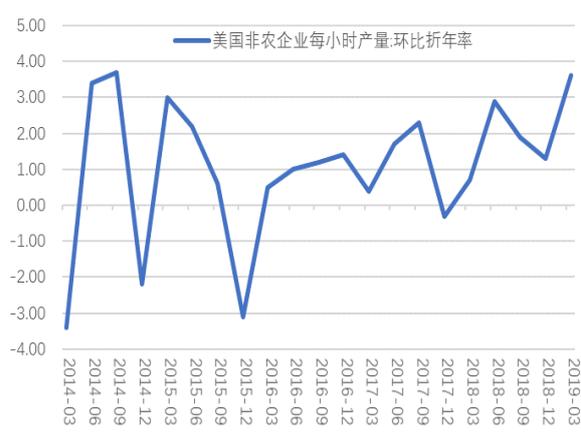
第二，高速增长的工人生产率压低了劳动力成本，缓和了价格压力，导致收紧的劳动力市场还未能有效推动周期性商品价格的上行。劳工部周四公布的数据显示，美国第一季度非农生产力环比折年率为 3.6%，超出预期 2.2%，前值 1.3%；一季度非农单位劳动力成本初值为下降 0.9%，预期 1.5%，前值 2.5%，工人生产率的高速增长导致劳动力成本下降。

图 3: 核心 PCE 物价同比涨幅为去年以来最慢



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 美国工人生产率增长迅速



数据来源: 东北证券, Wind

综上所述,我们认为美国经济目前表现良好,但就业数据并非毫无隐忧,同时通胀水平也持续走弱,故而部分数据走强尚不足以促使美联储继续加息。

### 3. 美英央行维持利率不变

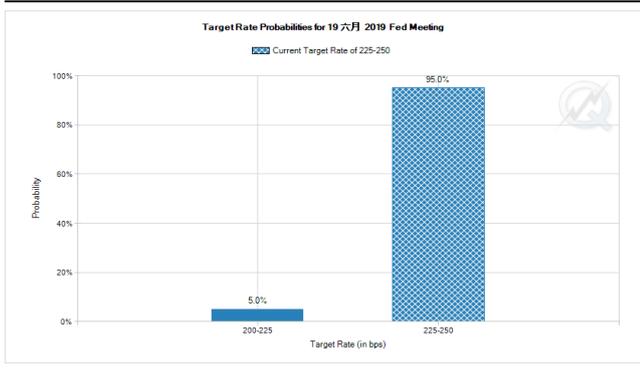
#### 3.1. 美联储按兵不动, 下调超额准备金利率

美联储 5 月 FOMC 会议, 决定维持联邦基金利率目标区间 2.25%-2.50% 不变, 下调超额存款准备金利率 (IOER) 5bp 至 2.35%。会议声明上调对经济活动描述, 但下调对通胀现状判断。

与 3 月 FOMC 声明一致, 美联储再次肯定了劳动力市场保持强劲、失业率保持低位, 并上调了对经济的描述至“经济活动增速保持稳健”, 六周前的声明则称“经济活动增速已经从去年四季度的稳健增长放慢”; 维持了对美国家庭支出和商业固定资产投资增速放慢的判断。通胀方面的判断则有所下调。本次决议声明对通胀走势的描述为“整体与核心通胀已经下滑并保持在 2% 的目标下方”, 而 3 月的描述则为“整体通胀下滑是因为能源价格走低, 且核心通胀保持接近 2%”。

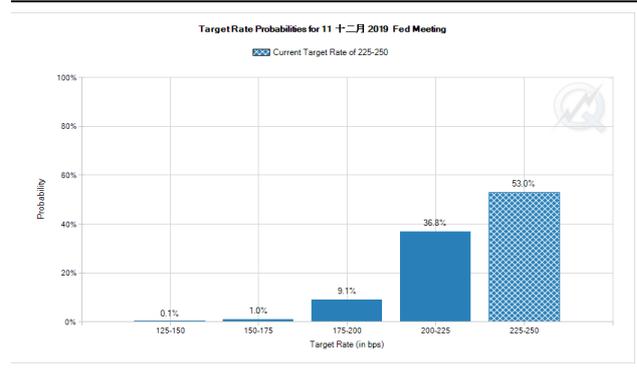
整体来看, 美联储本次会议的措辞较此前更偏鹰派, 主要是由于近期美国经济数据仍然较好。CME Group 的“美联储观察”显示, 目前市场预期 6 月份会议中降息概率为 5%, 较一周之前有所上升; 预期年内降息概率为 48%, 较一周前下降。

图 5: 6月保持现有利率的概率为 95.0%



数据来源: 东北证券, CME Group

图 6: 全年维持利率不变的概率为 53%



数据来源: 东北证券, CME Group

### 3.2. 英央行维持当前利率, 发表鹰派言论

英国央行周四公布利率决议, 宣布维持当前利率水平 0.75%和购债规模不变。

英国央行英格兰银行 2 日宣布, 把英国 2019 年经济增长预期从先前预计的 1.2%上调至 1.5%, 同时继续维持 0.75%的基准利率不变。

英国央行表示, 由于英国和其他欧盟国家企业在临近此前设定的英国“脱欧”截止日期前大量“囤货”, 带动今年第一季度英国经济增长 0.5%。不过, 央行预计经济增速在第二季度将回落至 0.2%。

通胀方面, 英国央行将 2019、2020 年通胀预期下调, 2021 年维持不变。基于市场利率预计英国未来一年通胀预期为 1.72%(2 月为 2.35%)。未来两年通胀率为 2.05%(2 月为 2.07%)。未来三年通胀率为 2.16%(2 月为 2.11%)。在当前市场利率下, 通胀将在两年内超过目标。值得注意的是, 英国央行暗示需要不止一次加息以实现通胀目标。不过考虑到“脱欧”带来的不确定性因素, 短期内英央行将不会加息。

## 4. 中美贸易谈判进展顺利

4 月 30 日至 5 月 1 日, 中国国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦在北京举行第 10 轮中美经贸高级别磋商。双方按照既定安排, 将于下周在华盛顿举行第 11 轮中美经贸高级别磋商。

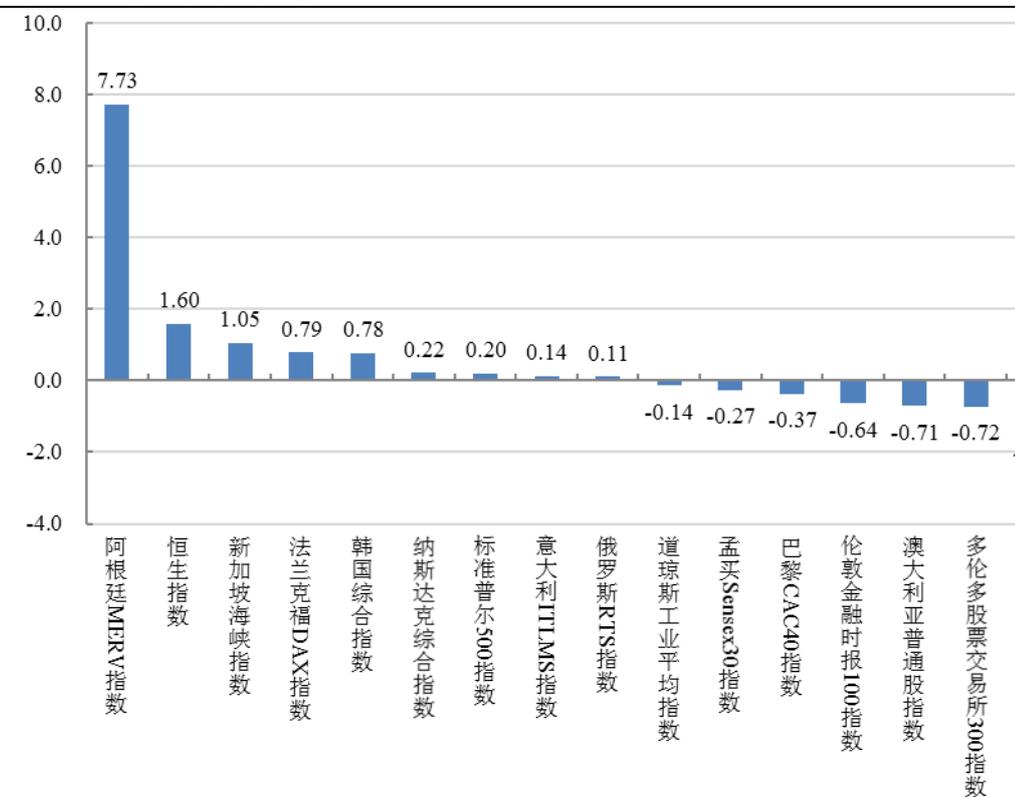
美国财政部长史蒂文·姆努钦表示, 中美当天在北京举行了“富有成效的”贸易谈判。据路透社报道, 北京和华盛顿都提到在知识产权和强制技术转让等问题上取得了进展。随着谈判进程的深化, 未来需关注双方对协议的执行机制和取消关税的时间表的设定。若无有效的执行机制, 违背承诺的风险将上升。整体而言中美贸易局势逐渐明朗, 双方和谈意愿强烈, 进展顺利, 利好国际贸易和全球经济。

## 5. 全球市场表现

### 5.1. 全球股市平稳波动

本周全球股市表现平稳。标普 500 指数与纳指分别上扬 0.2%和 0.22%。新加坡股指上升 1.05%，德指上涨 0.79%，阿根廷股指上涨 7.73%。英国富时指数下跌 0.64%。

图 7: 全球股市平稳波动



数据来源：东北证券，Wind

### 5.2. 美债收益率上行，欧债下行

本周美国 3 月期国债收益率上行 1bp，10 年期国债收益率上行 3bp。欧元区 3 月期公债收益率下行 1.4bp，10 年期公债下行 0.8bp。由于日本明仁天皇退位，日本休市。

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\\_12780](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12780)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn