

美国菲利普斯曲线“失效”了么？

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第52期 (2019.02.18-2019.02.22)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号: 010-83561312

S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人)

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn 证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

● 美国菲利普斯曲线“失效”了么？

菲利普斯曲线由新西兰经济学家威廉·菲利普斯于1958年发布的论文中首次提出，该曲线表明失业率与货币工资增长率呈现非线性负相关关系。1960年，萨缪尔森和索洛以物价上涨率代替原菲利普斯曲线中的货币工资变化率，表明失业率与物价上涨率呈非线性负相关关系。然而20世纪70年代西方国家出现高失业与高通胀并存的“滞胀”现象，菲利普斯曲线也因此受到挑战。新凯恩斯模型吸收新古典宏观经济学和实际经济周期理论的优点，已经能很好地解释滞胀。近年来，美国在劳动力市场持续向好、失业率维持低位的情况下，通货膨胀却始终起不来，菲利普斯曲线逐渐平坦化，当忽视其他变量时，在经济复苏、需求曲线向右移动时，如果产出增加的同时而通货膨胀没有起来，那肯定是供给曲线也向右移动了。目前学界对美国菲利普斯曲线平坦化、通胀起不来的解释，也都是影响供给曲线的移动因素着手。下文列举菲利普斯曲线平坦化的几个原因：

技术进步等因素导致潜在产出上升。次贷危机后为了走出经济衰退，美联储实施货币宽松的同时，奥巴马政府实施“再工业化”、能源计划、教育培训等供给方面的改革，这大大提升了美国潜在经济增速。特朗普上台后大规模减税，进一步推动“再工业化”，并放松政府管制，美国潜在经济增速进一步上升。

全球化降低成本。随着全球化程度加深，国际贸易有助于资源有效分配，但这也对价格水平造成扰动。劳动力密集型产业流向劳动力充裕的发展中国家，而美国则转向资本密集型产业。亚洲国家出现产能过剩导致全球制造业供大于求，阻碍了价格的上涨，同时亚洲国家汇率出现贬值，这就导致在CPI中占有较高权重的商品的美元价格相对较低，压低美国通货膨胀率。

美国经历了长期的实际工资停滞现象，这很大程度上是因为工人的议价能力较弱。在失业率较高的情况下，工人谈判加薪的能力较弱。当失业率低于一定门限值时，工人工资议价能力提升，通胀可能加速上升。

美联储调控利于稳定实际通胀。次贷危机后就业低迷，美联储实施宽松的货币政策，降低利率、增加市场流动性，从而推高价格水平，这在经济周期向下时，有利于稳定通胀预期，避免供给曲线也向左移动；而随着美国经济向好，即在就业增长的时候，美联储逐步收紧货币政策，从而限制价格的涨幅，稳定通胀预期。

对菲利普斯曲线的质疑也给货币政策带来了挑战，美联储政策制定者对菲利普斯曲线的有效性存在分歧。我们认为，菲利普斯曲线并未失效，只是其他因素掩盖了通胀和失业率的关系，目前美国实际经济增速远高于潜在经济增速，如果这种情景长期维持下去，通胀迟早会起来，因此，美联储目前只是暂缓加息，加息周期尚未结束。

● 美国房地产市场持续疲弱，耐用品订单、制造业PMI再度走弱

美国房地产市场受到住房按揭贷款利率走高、土地和劳动力短缺的影响，导致房屋市场存量不足、房价上涨的问题；但近几个月来，30年抵押贷款固定利率呈下行趋势，虽然成屋销量创三年来新低，但美国房价增速略显温和。目前美国住房市场的主要问题还是库存不足，尤其是低端市场的库存严重短缺。美国耐用品订单再度不及预期、制造业PMI创17个月新低。制造业需求疲软，部分原因是天气不利、制造业供应链的不确定性以及对全球贸易前景的担忧。

● 美元指数下行，人民币汇率贬值压力有所缓解

美元指数上周先涨后跌收至96.54。1月FOMC会议纪要对加息的态度不及预期鸽派，美元指数一度走高，但周四公布的美国成屋销售以及制造业PMI指数等数据总体上表现不佳，美元指数承压下行。受美元指数走弱的影响，人民币汇率贬值压力缓解。截至2月22日，美元兑人民币即期汇率收至6.7186。

● 商品指数悉数上行

美元指数回落，贵金属价格反弹，南华贵金属指数上行。环保限产和终端需求启动支撑螺纹钢价格涨幅明显，南华金属指数上行。能化类商品价格回升，南华能化指数上行。供应端收缩叠加中美贸易谈判乐观预期，提振油价。非洲猪瘟疫情影响扩大，养殖业对豆粕需求疲弱，豆粕库存持续堆积，利空豆粕价格。

● 风险提示：美联储货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品：未来美联储缩表走势如何演绎？

2019-02-17

国际经济及大宗商品：春节期间海外经济大事件及大类资产表现

2019-02-11

国际经济及大宗商品：为什么日元是避险货币

2019-01-20

国际经济及大宗商品：近期人民币升值的原因

2019-01-13

国际经济及大宗商品：美国就业数据超预期，但鲍威尔发言仍偏鸽

2019-01-06

国际经济及大宗商品：国际经济2018年回顾及2019年展望

2019-01-01

国际经济及大宗商品：黄金价格怎么走？

2018-12-23

国际经济及大宗商品：2019年欧洲央行会加息吗？

2018-12-16

国际经济及大宗商品：美债收益率倒挂

2018-12-09

国际经济及大宗商品：2019年中国资本外流压力有多大？

2018-12-02

国际经济及大宗商品：从自然利率看美联储加息空间

2018-11-25

国际经济及大宗商品：中美经济周期由分化到协同，人民币贬值压力或缓解

2018-11-18

国际经济及大宗商品：美联储重申渐进加息，略超市场预期

2018-11-11

国际经济及大宗商品：央行如何通过离岸市场调控人民币汇率

2018-11-04

目 录

1、 美国菲利普斯曲线“失效”了么？	4
1.1、 技术进步等因素导致潜在产出 y^*_t 上升	5
1.2、 全球化降低成本冲击 e_t	6
1.3、 工人工资议价能力弱降低成本冲击 e_t	6
1.4、 美联储货币政策调控导致通胀预期 π_{t+1} 稳定	6
1.5、 小结	6
2、 国外经济形势一周综述	7
3、 汇率走势一周综述	8
4、 商品价格走势一周综述	9
4.1、 商品指数悉数上行	9
4.2、 国际黄金价格走高	10
4.3、 金属价格多数上行	11
4.4、 能源化工产品价格多数回升	12
4.5、 农产品价格涨跌不一	15

图表目录

图 1: 美国供给需求曲线双双右移	5
图 2: 近几年美国潜在经济增速上升	5
图 3: 美国耐用品订单环比增速 (%)	7
图 4: 美国成屋销售年化总数 (万户)	7
图 5: 美国 Markit 制造业 PMI (%)	8
图 6: 欧元区 Markit 制造业 PMI (%)	8
图 7: 欧元区 ZEW 经济景气指数	8
图 8: 欧元区消费者信心指数	8
图 9: 南华商品指数近期走势	10
图 10: 南华商品指数周度涨跌幅	10
图 11: 上周黄金价格走势	10
图 12: 美元指数走势	10
图 13: 高炉开工率 (%)	11
图 14: 当周螺纹钢库存 (万吨)	11
图 15: 全国主要钢材品种库存 (万吨)	12
图 16: 铁矿石港口库存 (万吨)	12
图 17: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨)	12
图 18: 上期所阴极铜库存 (吨)	12
图 19: 焦化企业开工率 (%)	13
图 20: 独立焦化企业焦炭总库存 (万吨)	13
图 21: 港口焦炭库存 (万吨)	13
图 22: 国内样本钢厂焦炭库存 (万吨)	13
图 23: 下游发电集团煤炭库存 (万吨)	14
图 24: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨)	14
图 25: 6 大发电厂煤炭库存可用天数	14
图 26: 港口煤炭库存 (万吨)	14
图 27: 国际原油期货价格走势 (美元/桶)	14
图 28: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶)	14

图 29: 全国豆粕库存 (万吨)	15
表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.02.18-2019.02.22)	8
表 2: 商品指数总览 (2019.02.18-2019.02.22)	9
表 3: 国际黄金价格走高 (2019.02.18-2019.02.22)	10
表 4: 金属价格多数上行 (2019.02.18-2019.02.22)	11
表 5: 能源化工产品价格多数回升 (2019.02.18-2019.02.22)	12
表 6: 农产品价格涨跌不一 (2019.02.18-2019.02.22)	15

1、美国菲利普斯曲线“失效”了么？

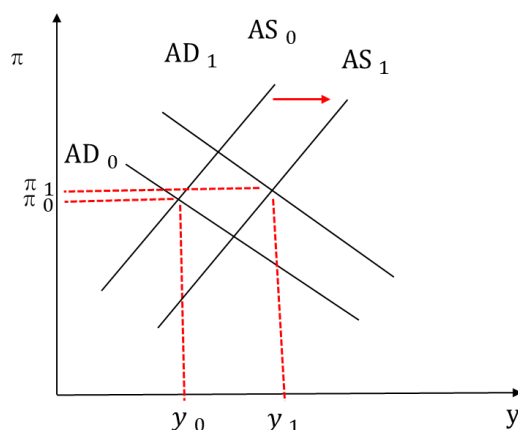
一直以来，市场习惯用菲利普斯曲线来解释美国通胀与失业率的关系，但近年来美国失业率和通货膨胀之间的关系似乎发生了变化。美国失业率从 2009 年开始持续下滑，经济不断复苏，但通货膨胀率一直上不去，让人们一度质疑菲利普斯曲线“失效”，美联储也几番以此为理由推迟加息。然而对菲利普斯曲线是否失效的讨论并不是近几年才出现的，学术界早已对此进行过探讨。90 年代以来，美国宏观经济呈现“高增长率、低通胀率、低失业率”的特征，对此，一些学者认为，传统的菲利普斯曲线理论已无法解释美国经济低通胀与低失业并存的特征，菲利普斯曲线或许已经“失效”。那么菲利普斯曲线真的“失效”了么？

菲利普斯曲线在新西兰经济学家威廉·菲利普斯于 1958 年发布的《1861—1957 年英国失业和货币工资变动率之间的关系》中首次提出，该曲线表明失业率与货币工资增长率呈现非线性负相关关系：失业率较低时，货币工资增长率较高；反之，失业率较高时，货币工资增长率较低，甚至是负数。1960 年，萨缪尔森和索洛以物价上涨率代替原菲利普斯曲线中的货币工资变化率，该曲线表明失业率与物价上涨率呈非线性负相关关系：在经济波动的上升期，失业率下降，物价上涨率上升；在经济波动的回落期，失业率上升，物价上涨率下降。然而 20 世纪 70 年代西方国家出现高失业与高通胀并存的“滞胀”现象，菲利普斯曲线也因此而受到挑战。新凯恩斯模型吸收新古典宏观经济学和实际经济周期理论的优点，已经能很好地解释滞胀。新凯恩斯菲利普斯曲线目前是学界和业界用来解释通胀的最常用工具。一个标准的新凯恩斯菲利普斯曲线，也就是供给曲线（Gali，2008）为：

$$\pi_t = \beta \pi_{t+1} + k((y_t - y_t^*) + e_t) \quad (1)$$

其中， π_t 是通货膨胀， π_{t+1} 是前瞻性通货膨胀预期（理性预期）， e_t 是成本冲击。 y_t 应为实际产出偏离稳态的幅度， y_t^* 为潜在产出， $y_t - y_t^*$ 代表产出缺口，非充分就业时产出缺口为负值，经济过热时产出缺口为正值。产出缺口越大，产品的边际成本越大，越容易引发通胀。 β 是贴现因子，比较稳定。 k 是供给曲线斜率，影响因素有价格粘性、贴现因子等，价格粘性越大，供给曲线 k 越小。通货膨胀预期 π_{t+1} 下降、潜在产出 y_t^* 上升、成本冲击 e_t 减弱，均会导致供给曲线右移。

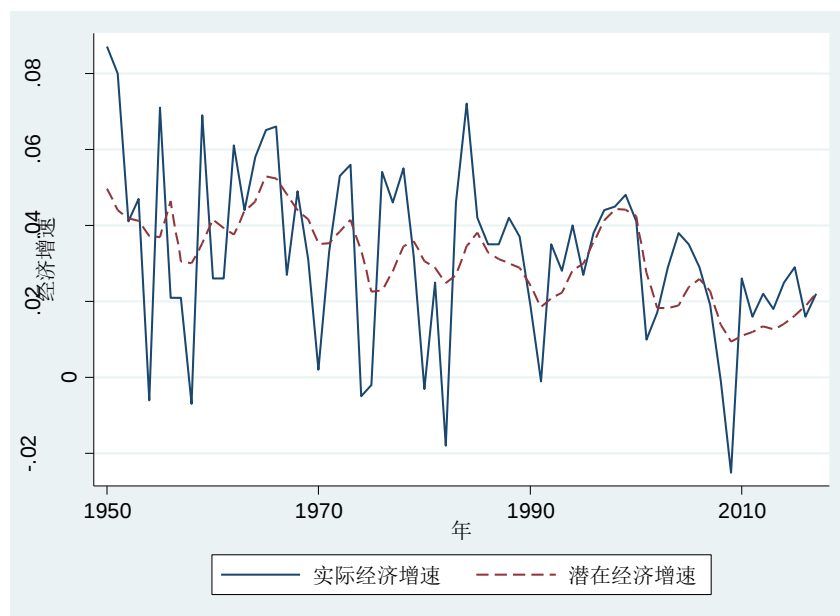
近年来，美国在劳动力市场持续向好、失业率维持低位的情况下，通货膨胀却始终起不来，菲利普斯曲线逐渐平坦化，在图中展示的菲利普斯曲线忽视了其他变量，在经济复苏、需求曲线向右移动时，如果产出增加的同时而通货膨胀没有起来，那肯定是供给曲线也向右移动了（如图 1 所示）。目前学界对美国菲利普斯曲线平坦化、通胀起不来的解释，也都是从式（1）中影响供给曲线的移动因素着手的。

图1： 美国供给需求曲线双双右移

资料来源：新时代证券研究所

1.1、 技术进步等因素导致潜在产出 y^*_t 上升

我们用生产函数法对美国潜在经济增速进行了测算，发现美国近几年潜在经济增速有所提升。二战结束后，军事技术的溢出效应拉动美国经济快速增长，本文测算的1950-1970年美国年均潜在经济增速在4.2%左右。随着军事技术溢出效应的减弱，以及石油等资源约束的加强，1971至2001年互联网泡沫之前的潜在经济增速降为3.2%。互联网泡沫破灭后，信息技术对潜在经济增速的拉动减弱，2002年至次贷危机之前的潜在经济增速约为2.2%。次贷危机后，潜在经济增速快速下降，2009年降至0.94%的低点。为了走出经济衰退，美联储实施货币宽松的同时，奥巴马政府实施了“再工业化”、能源计划、教育培训等供给方面的改革，这大大提升了美国潜在经济增速。2010年美国潜在经济增速触底回升，2016年达到1.9%。特朗普上台后大规模减税，进一步推动“再工业化”，并放松政府管制，美国潜在经济增速进一步上升，本文估计的2018年美国潜在经济增速为2.29%。

图2： 近几年美国潜在经济增速上升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、全球化降低成本冲击 e_t

随着全球化程度加深,市场开放程度提高,市场规模也随之扩大,国际贸易有助于更有效地分配资源,但同时也对价格水平造成一定扰动。劳动力密集型产业(例如生活日用品)流向亚洲等劳动力充裕的发展中国家,劳动力成本相对较低,产品价格更具竞争力;而美国则逐渐转向资本密集型产业,主要生产和出口高新技术产品和服务,而附加值较高的高科技产品和服务并不是CPI的主要构成部分。在国际贸易自由化程度加深的背景下,亚洲国家出现产能过剩导致全球制造业供大于求,阻碍了价格的上涨,同时亚洲国家汇率出现贬值,这就导致在CPI中占有较高权重的制造业商品的美元价格相对较低,进而压低美国通货膨胀率。

1.3、工人工资议价能力弱降低成本冲击 e_t

在过去的几十年里,美国经历了长期的实际工资停滞现象,工人们不得不面对工资的低增长和他们在经济中所占总收入份额的下降的现实,这很大程度上是因为参加工会的工人下降,工人的议价能力较弱,在经济复苏过程中工资上涨幅度变小。

Struyven (2017) 表示,在2009-2015年间,劳动力市场大部分时间处于曲线中“平坦”的区间,此时就业情况和薪资以及通胀压力之间相关性的减弱,这反映的可能正是菲利普斯曲线的非线性特征,而并不意味着曲线“失效”,在失业率较高的情况下,工人谈判加薪的能力较弱。当失业率低于一定门限值时,工人工资议价能力提升,通胀可能加速上升。

1.4、美联储货币政策调控导致通胀预期 π_{t+1} 稳定

美联储货币政策的目标之一是通胀处于2%附近,那么通胀预期 π_{t+1} 就比较稳定,也处于2%附近,这可以防止供给曲线大幅移动,从而利于稳定实际通胀。次贷危机后,美国失业率大幅攀升,美联储实行量化宽松政策以刺激经济复苏,即在就业低迷的情况下,美联储实施宽松的货币政策,降低利率、增加市场流动性,从而推高价格水平,这在经济周期向下时,有利于稳定通胀预期,避免供给曲线也向左移动;而随着美国经济向好,即在就业增长的时候,美联储逐步收紧货币政策,从而限制价格的涨幅,稳定通胀预期。

1.5、小结

对菲利普斯曲线的质疑也给货币政策带来了挑战,美联储政策制定者对菲利普斯曲线的有效性存在分歧。圣路易斯联储银行总裁 James Bullard 和明尼阿波利斯联储银行总裁 Neel Kashkari 认为,菲利普斯曲线捕捉经济活动与通胀之间关系的能力有限,可能对货币政策的实施没有多大帮助。如果菲利普斯曲线“失效”,那么目前的低失业率可能那么不会令人担忧,这意味着美联储在加息方面可能不会那么激进。另一方面,如果菲利普斯曲线阐释的通胀和失业之间的关系仍然有效,那么美国通胀可能会再次抬头,政策制定者或许会采取行动抑制经济过热。

我们认为,菲利普斯曲线并未失效,只是其他因素掩盖了通胀和失业率(经济增速)的关系,目前美国实际经济增速远高于潜在经济增速,如果这种情景长期维持下去,通胀迟早会起来,因此,美联储目前只是暂缓加息,加息周期尚未结束。

2、国外经济形势一周综述

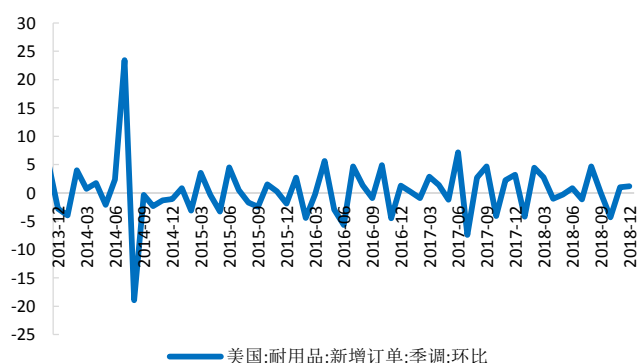
近期关于美国经济面临衰退的讨论此起彼伏，而越来越多的美国经济数据也都出现疲弱迹象，近期公布的数据显示，美国房地产市场持续疲弱、耐用品订单再度不及预期、制造业 PMI 创 17 个月新低，这些都将成为拖累美国经济增长。具体数据方面，美国 2 月美国制造业 PMI 降至 53.7%，为 2017 年 9 月以来新低，制造业需求疲软，部分原因是不利的天气、制造业供应链的不确定性以及对全球贸易前景的担忧。美国 2018 年 12 月耐用品新订单仅增长 1.2%，低于预期的 1.7%，表明美国经济发展势头减弱。

美国房地产市场受到住房按揭贷款利率走高、土地和劳动力短缺的影响，导致房屋市场存量不足、房价上涨的问题；但近几个月来，30 年抵押贷款固定利率呈下行趋势，虽然成屋销量创三年来新低，但美国房价增速略显温和。美国 1 月成屋销售年化总数录得 494 万户，创 2015 年 11 月以来最低纪录，也是三年来多来首个年化销售低于 500 万户的月份；成屋销售环比下降 1.2%，不及预期的增长 0.2%，但降幅明显缓和，前值为下降 4%。分地区看，南部、中西部和西部成屋销售均同比大幅下降，仅东北部出现增长。目前美国住房市场的主要问题还是库存不足，尤其是低端市场的库存严重短缺。

欧元区经济延续放缓势头，欧元区 GDP 增速已连续两个季度处于 0.2% 的低位。而 2 月欧元区整体经济增长依旧疲弱，制造业动能不足主要受贸易紧张局势的不确定性的拖累。最新公布的欧元区 2 月制造业 PMI 初值跌破荣枯线，录得 49.2%，为 2013 年 6 月以来首次，并创 68 个月以来新低；需求仍较为疲软，制造业新订单降幅更是创近六年来最大，其中新出口订单下降速度较 1 月加快。

2 月 21 日欧洲央行公布 1 月货币政策会议纪要显示，由于经济数据持续疲软，欧洲央行对经济放缓的担忧升温，认为经济放缓持续的不确定性正在增加，包括英国脱欧和贸易冲突等风险因素对经济增长的拖累，并表示近期经济增长势头可能弱于此前预期，需要更多的数据评估中期经济放缓的影响。欧洲央行还在会议中讨论为银行提供新一轮长期贷款银行，以抑制长期利率上升，但同时也提出不能仓促决定。

图3： 美国耐用品订单环比增速 (%)

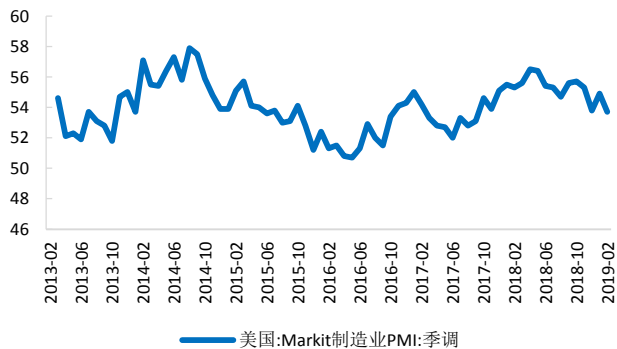


资料来源：Wind，新时代证券研究所

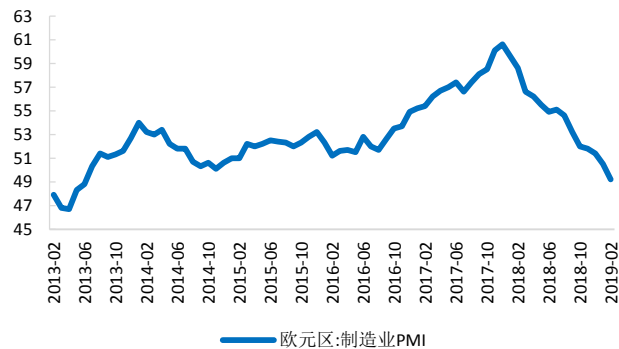
图4： 美国成屋销售年化总数 (万户)



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 美国 Markit 制造业 PMI (%)

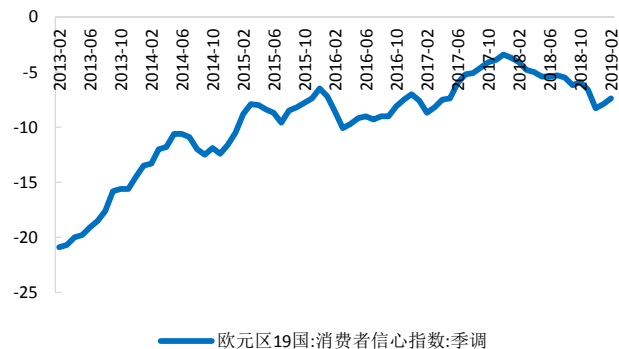
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： 欧元区 Markit 制造业 PMI (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 欧元区 ZEW 经济景气指数

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 欧元区消费者信心指数

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 汇率走势一周综述

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_14078

