

海外周度观察

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师: 陈达飞 (执业 S1130522120002)
 chendafei@gjzq.com.cn

分析师: 赵宇 (执业 S1130523020002)
 zhaoyu2@gjzq.com.cn

美国去通胀“下半场”，失业率能否保持低位？

年初以来，美国经济“去通胀”进程明显放缓。美联储抗通胀的决心与经济不衰退的现实之间的矛盾持续激化。去通胀进入“下半场”，美联储更难平衡最大就业与物价稳定“双重使命”。这是一道“单选题”，美联储会如何选择？

热点思考：美国“去通胀”下半场，失业率能否维持低位？

疫后经济修复的特征，使传统周期分析框架面临挑战。2022年中以来，美国通胀压力持续下行，但失业率持续保持低位，衰退预期迟迟未兑现。传统的周期分析框架面临挑战。究其原因，周期框架注重的是需求侧，而非供给侧，而美国去通胀“上半场”的事实恰恰揭示出，供给侧的修复是主导力量。时至2023年中，美国去通胀进入“下半场”，供给侧的修复接近尾声，需求侧将成为主导因素，周期律终将生效。

2022年中至今，美国经济处于去通胀的“上半场”，三个特征事实是：(1) 整体通胀下行斜率较陡，结构上以商品去通胀为主，服务去通胀为辅，前者已基本完成，后者还处于早期；(2) 以供给侧修复为主，需求收缩的贡献相对有限；(3) 非周期性通胀持续下行，周期性通胀持续创新高；这三个特征事实可在一定程度上解释为什么通胀率的持续下行和失业率维持低位可以并存。关键问题是，该阶段还会持续多久？

美国去通胀进程正在进入“下半场”，其与“上半场”不同的特征有：(1) 结构上从商品去通胀转向服务去通胀，通胀下行的斜率趋于平坦化；(2) 从供给主导转向需求主导，通胀下行的幅度更加依赖于需求收缩的程度；(3) 非周期性通胀下行空间不断收窄，周期性通胀开始下行；作为结果，通胀的下行将以劳动需求的收缩为前提，美联储更难平衡就业和通胀“双重使命”。所以，不宜线性外推“上半场”的经验，认为美联储依旧可以“两全其美”。

1950年以来，美国有7次“去通胀”的经验（趋势性通胀下行幅度超过2%），没有一次逃逸衰退。对比商品去通胀和服务去通胀的牺牲率可以发现，后者在绝大多数时间段都超过前者。参考历史中位数，服务去通胀的牺牲率较稳定地位于商品去通胀的牺牲率的两倍（或以上）。“去通胀”和“软着陆”可以并存的假设，是建立在供给侧持续修复的乐观的假设之上的。随着去通胀进入“下半场”，失业率和“牺牲率”的上行是通胀进一步下降的前提。

海外基本面&重要事件：美国财政现金余额大幅减少，制造业PMI重回收缩区间

美国财政部现金账户余额大幅度减少，债务上限谈判出现进展。截至本周五（5月26日），美国两党针对债务上限问题的谈判仍在进行中，拜登及麦卡锡表示谈判接近达成协议。另一方面，美国财政部资金余额大幅减少，截至5月26日，TGA账户余额大幅减少至495亿，明显低于季节性水平，为2017年以来的最低值。

欧美制造业PMI回落，美国制造业PMI重回收缩区间。欧元区5月制造业PMI录得45，前值46；英国降至47，前值48；德国降至43，前值45；美国5月制造业PMI录得48.5，前值50.4。欧美服务业PMI分化，欧洲服务业回落，美国上行。欧元区、英国、法国5月服务业PMI分别下行至56、55及53，美国服务业PMI升至55.1，前值53.7。

美国4月PCE、核心PCE物价指数同比环比均超预期。美国4月PCE物价指数同比上涨4.4%，预期4.3%，前值4.2%；环比增0.4%，预期0.3%，前值0.1%。剔除食品和能源后，4月核心PCE物价指数同比上涨4.7%，预期4.6%，前值4.6%；环比上涨0.4%，创今年2月以来新高，预期0.3%，前值0.3%。

美国一季度GDP上修，德国GDP环比下修。美国一季度GDP环比折年终值上修至1.3%，初值1.1%，上修0.2个百分点，前值2.6%；德国一季度GDP环比下修至-0.3%，初值0%，前值-0.5%，连续两季度环比为负。英国4月零售销售指数名义同比4.7%，前值3.7%；实际同比-3%，前值-3.9%。德国6月GfK消费者信心-24，前值-26。

风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期

内容目录

一、热点思考：美国“去通胀”下半场，失业率能否维持低位？	4
（一）去通胀“上半场”：通胀持续下行和失业率保持低位的三种经济解释	4
（二）去通胀“下半场”：需求收缩为主导，美联储“鱼与熊掌不可兼得”	5
（三）“去通胀”的宿命：1950 年以来的 7 次经验，没有一次逃逸衰退	8
二、海外基本面&重要事件	9
（一）货币与财政：美国 TGA 账户余额大幅度减少	9
（二）生产与就业：欧美制造业 PMI 回落，美国 GDP 环比上修	10
（三）消费与出行：英国消费增速提高，德国消费者信心上升	12
（四）通胀与能源：美国 4 月 PCE 通胀同比环比均超预期，环比再创近期新高	14
（五）地产：美国新房销售回升，成屋签约持平	15
（六）库存：美国原油库存回落	16
风险提示	16

图表目录

图表 1：美国去通胀的进度（整体 CPI）	4
图表 2：商品去通胀基本完成，服务去通胀还在初期	4
图表 3：美国整体 PCE 通胀的分解	5
图表 4：美国核心 PCE 通胀的分解	5
图表 5：美国核心 PCE 通胀的分解：周期与非周期	5
图表 6：核心 PCE 通胀的下降主要受非周期因素驱动	5
图表 7：美国去通胀的进度与斜率（整体 CPI）	6
图表 8：美国去通胀的进度与斜率（核心 CPI）	6
图表 9：价值链压力指数与商品通胀同步性较高	6
图表 10：供应链进一步修复的空间有限	6
图表 11：劳动力供给侧修复的空间不断收窄	7
图表 12：美国退出劳动力市场的人口数及其结构	7
图表 13：退休人口份额的趋势与现实	7
图表 14：租金通胀与房价的领先-滞后关系	8
图表 15：房价增速与租金通胀的移动相关系数	8
图表 16：工资增速与核心服务通胀高度相关	8
图表 17：工资增速下行，或以劳动需求的收缩为前提	8
图表 18：衰退往往是“去通胀”必要的代价	9
图表 19：美国财政部账户余额大幅减少	9
图表 20：美国 TGA 账户余额明显低于一般季节性水平	9
图表 21：美国企业债信用利差缩小	10
图表 22：美国 TED 利差缩小	10
图表 23：美国流动性量价跟踪指标。流动性平稳，银行存款略回升	10
图表 24：美国一季度 GDP 环比折年上修至 1.3%，前值 2.6%	11

图表 25: 德国一季度 GDP 环比下修至-0.3%，初值 0%.....	11
图表 26: 美国当周初请失业人数 23 万.....	11
图表 27: 持有失业保险人群的失业率 1.2%.....	11
图表 28: 美国新增职位数量降至 115 万.....	11
图表 29: 专业服务活跃职位数量略回升.....	11
图表 30: 全球主要经济体 5 月制造业 PMI 指数.....	12
图表 31: 全球主要经济体 5 月服务业 PMI 指数.....	12
图表 32: 英国 4 月零售销售指数名义与实际同比增速改善.....	13
图表 33: 德国消费者信心回升，但仍处低位.....	13
图表 34: 美国红皮书零售增速 1.5%，前值 1.6%.....	13
图表 35: 美国红皮书零售增速弱于季节性.....	13
图表 36: 美国纽约交通拥堵情况回升.....	13
图表 37: 欧洲巴黎、伦敦城市拥堵情况上升.....	13
图表 38: 英国航班飞行流量强于季节性表现.....	13
图表 39: 德国航班飞行流量强于季节性表现.....	13
图表 40: 美国 4 月 PCE 通胀.....	14
图表 41: 美国 4 月 PCE 通胀同比及其结构（拉动）.....	14
图表 42: 美国 4 月商品价格加速上升.....	15
图表 43: 美国 4 月除住房外的多项服务价格加速上升.....	15
图表 44: 美国 4 月实际个人消费支出加速.....	15
图表 45: 美国 4 月通胀上升.....	15
图表 46: 美国 4 月新房销售折年 68 万套，前值 66 万.....	16
图表 47: 美国 4 月成屋签约指数 79，前值 79.....	16
图表 48: 上周美国原油库存减少 1247 万桶.....	16
图表 49: 上周美国战略原油储备减少 163 万桶.....	16
图表 50: 美国原油库存低于 2019 年同期水平.....	16
图表 51: 美国天然气库存处于季节性高位.....	16

年初以来，美国经济“去通胀”进程明显放缓。美联储抗通胀的决心与经济保持韧性的现实的矛盾开始激化。去通胀“下半场”更依赖于需求的收缩，美联储或难平衡最大就业与物价稳定“双重使命”。这是一道二选一的“单选题”，美联储会如何选择？

一、热点思考：美国“去通胀”下半场，失业率能否维持低位？

（一）去通胀“上半场”：通胀持续下行和失业率保持低位的三种经济解释

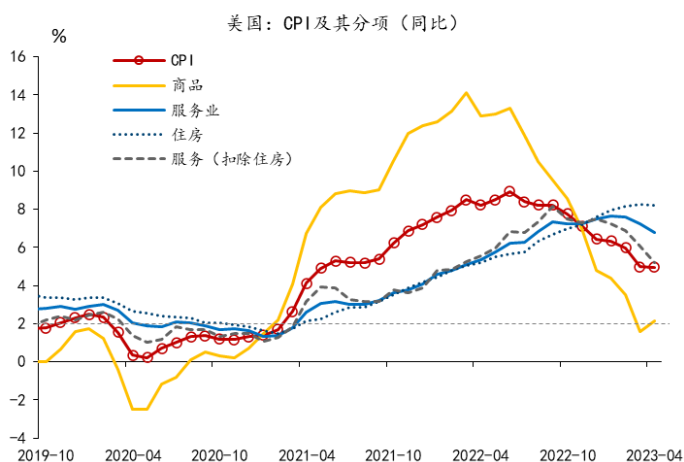
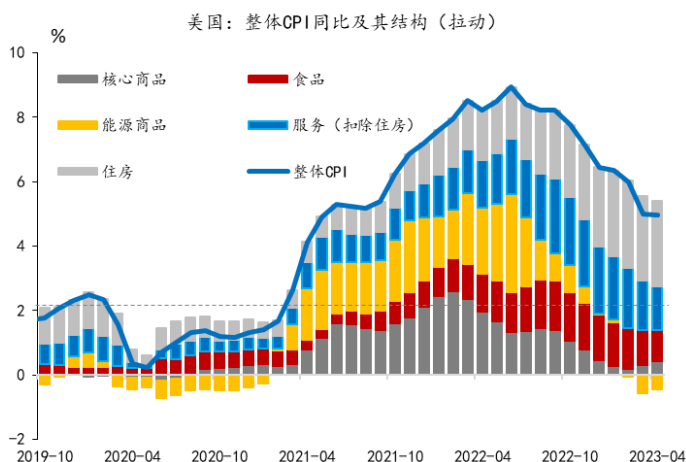
2022年中以来，在全球供应链改善、能源价格下行和美联储大幅加息的背景下，美国通胀压力持续下行，但失业率持续保持低位，衰退预期迟迟未兑现。这使传统的周期分析框架面临挑战。究其原因，周期框架注重的是需求侧，而非供给侧，而美国去通胀“上半场”的事实恰恰揭示出，供给侧的修复是主导力量。

美国去通胀“上半场”的特征事实之一：整体CPI通胀下行斜率较陡，结构上以商品去通胀为主，服务去通胀为辅，前者已基本完成，后者还处于早期。商品CPI通胀已经从2022年3月的高点（14.11%）下降到2023年3月的1.6%（4月反弹至2.2%）。故可以说，商品去通胀已经完成，下一阶段的任务是防范商品的“二次通胀”风险。

美国服务业CPI同比依然维持在6.8%高位，相比高点（7.6%，2023年1月）仅下降了0.8个百分点。一方面，租金通胀（即住房）仍处在高位，2023年4月为8.2%，拉动CPI 2.7个百分点（贡献率55%），拉动服务CPI 4.6个百分点（贡献率68%），这属于统计层面的“技术性滞后”^①；另一方面，扣除租金的服务通胀——4月读数为5.2%，高点出现在2022年9月（8.2%）——主要受工资驱动^②，从而与劳动力市场紧张状态有关。

图表1：美国去通胀的进度（整体CPI）

图表2：商品去通胀基本完成，服务去通胀还在初期



来源：Wind、国金证券研究所

特征事实之二：供给侧修复占主导，需求收缩的贡献相对有限^③。市场常常从物价的篮子分析通胀的结构，但它们实际上有共同的“因子”，即供给和需求。以PCE通胀为例，3月PCE通胀为4.2%，其中，供给拉动1.6%，需求拉动1.7%，交叉项为0.9%。2022年7月以来，供给侧拉动从3.6%快速下降，3月首次降至需求侧拉动以来。反观需求侧拉动，降幅则非常有限（2022年9月的高点为2.2%）。3月核心PCE通胀为4.6%，供给侧拉动1.5%，需求侧拉动2.1%，交叉项为1%。需求拉动是供给拉动的1.4倍，2022年5月的低位为0.6。

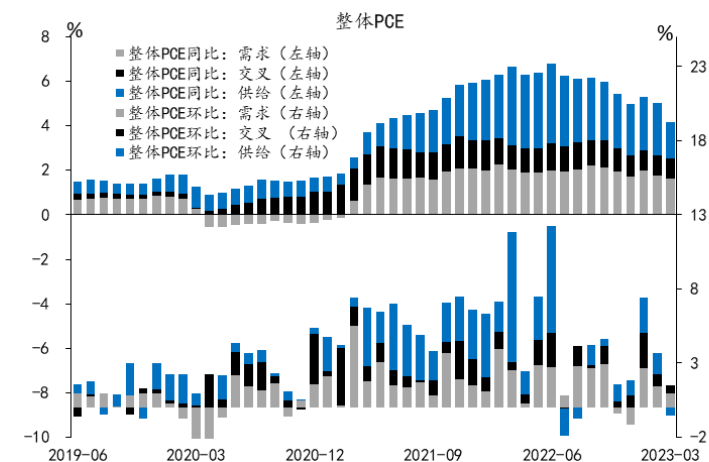
截止到3月底，无论是整体PCE通胀还是核心PCE通胀，需求都成为了主导因素。这既可以解释去通胀“上半场”为何失业率没有上行，也能推理出去通胀的“下半场”，“鱼与熊掌不可兼得”。所以，美联储现在面对的是一道二选一的“单选题”。

^① 参考：<https://www.brookings.edu/blog/up-front/2022/05/18/how-does-the-consumer-price-index-account-for-the-cost-of-housing/>

^② 从相关系数上来说，核心服务（不扣除租金）通胀与工资的相关系数更高（0.83，扣除租金的服务通胀与工资的相关系数为0.66）。

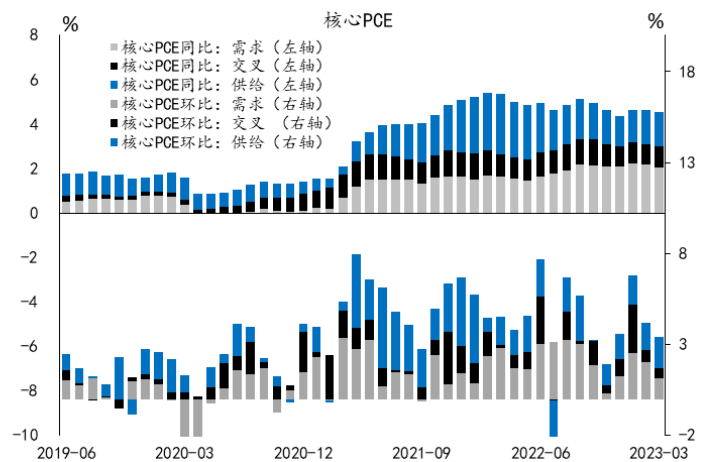
^③ 参考美联储（旧金山）的分析：<https://www.frbsf.org/economic-research/indicators-data/supply-and-demand-driven-pce-inflation/>

图表3: 美国整体 PCE 通胀的分解



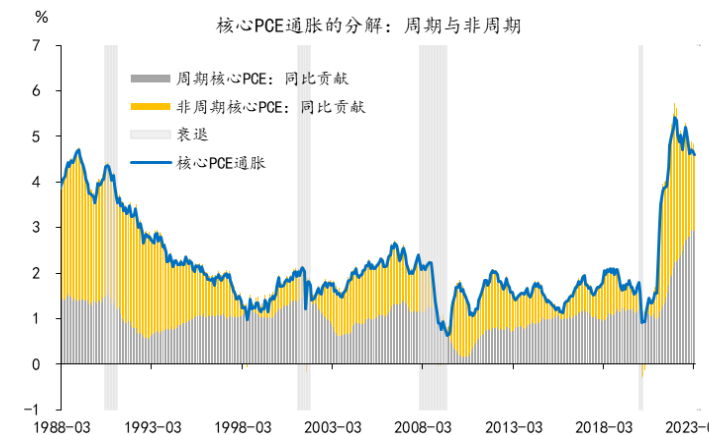
来源: SF Fed、Wind、国金证券研究所

图表4: 美国核心 PCE 通胀的分解



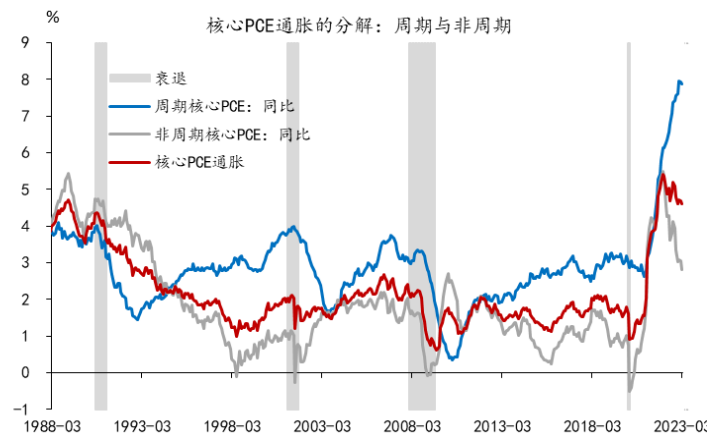
(3) 非周期性 (Acyclical) 通胀持续下行, 周期性 (Cyclical) 通胀持续创新高^④。截止到 2023 年 3 月, 美国核心 PCE 通胀的下行 (几乎) 全部由非周期项贡献 (3 月周期项开始下行)。核心 PCE 通胀的高点出现在 2022 年 9 月 (5.2%), 周期项和非周期项均拉动了 2.6%。2023 年 3 月核心 PCE 下降至 4.6%, 周期项和非周期项分别拉动了 2.9% (贡献率 63%) 和 1.7% (贡献率 37%)。可见, 周期项是核心 PCE 通胀下行的主要拖累。从周期项的构建方法可知, 其下行阶段的开启往往以失业缺口的下降为前提, 这也是 NBER 衰退阶段的典型特征。

图表5: 美国核心 PCE 通胀的分解: 周期与非周期



来源: Fed (旧金山)、Wind、国金证券研究所

图表6: 核心 PCE 通胀的下降主要受非周期因素驱动



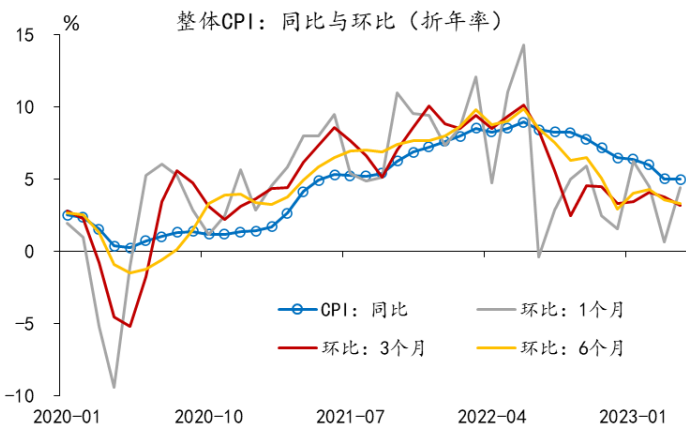
(二) 去通胀“下半场”: 需求收缩为主导, 美联储“鱼与熊掌不可兼得”

去通胀“上半场”的 3 个特征事实, 在一定程度上解释了为什么通胀率的下行和失业率维持低位可以并存——供给侧修复为主, 需求侧收缩的贡献非常有限。关键问题是, 该阶段还会持续多久?

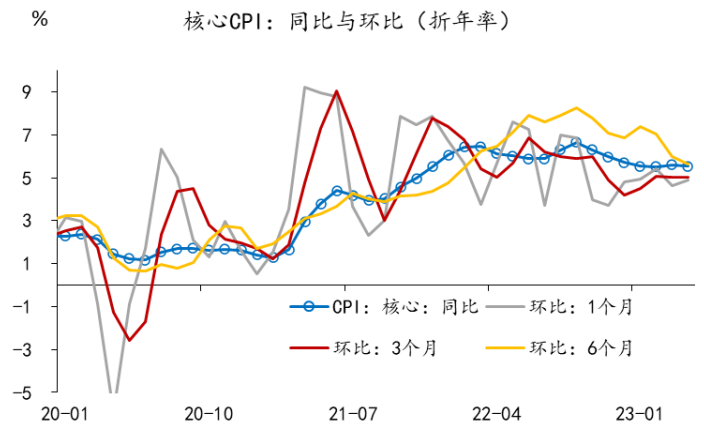
时至 2023 年中, 美国去通胀的斜率趋于平坦化。虽然 CPI 同比延续下行态势, 但环比却开始走平, 甚至有所反弹。年初以来, CPI 的 3 个月和 6 个月环比分别从 3.3% 和 2.9% 反弹至 4.1% 和 4.3%。核心 CPI 同比开始走平, 6 个月环比持续高于同比, 1 个月和 3 个月环比分别从 3.7% 和 4.2% 反弹至 5.4% 和 5.1%。

^④ 为了确定哪些支出更具周期性或非周期性, Mahedy-Shapiro (2017) 建立了一个菲利普斯曲线模型, 认为, 如果某一支出类别的通货膨胀率与失业缺口负相关, 并且在统计上显著, 则该类别被认为是周期性的。反之, 则认为是非周期性的。参考: <https://www.frbsf.org/economic-research/indicators-data/cyclical-and-acyclical-core-pce-inflation/>

图表7: 美国去通胀的进度与斜率 (整体CPI)



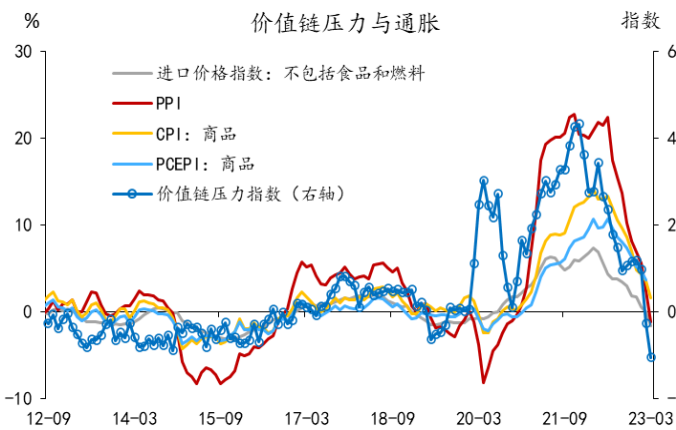
图表8: 美国去通胀的进度与斜率 (核心CPI)



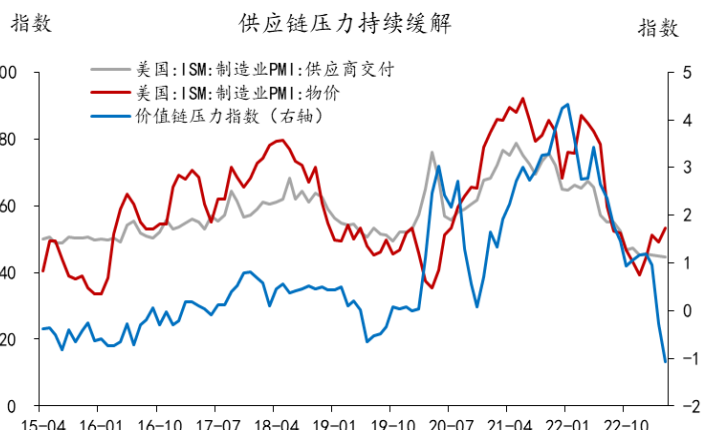
来源: Wind、国金证券研究所 (更新到 2023 年 4 月)

供给侧 (或成本端) 的解释是: (1) 全球供应链修复的空间越来越小, 2023 年 2 月以来, 纽约联储全球价值链压力指数已经下降至负值区间, 低于 2020 年 1 月; (2) 原油价格重回 70-80 区间, 国际航运价格 (如波罗的海干散货指数、CCFI 综合指数) 及美国国内的物流经理人指数 (LMI) 也基本回到了疫情之前的水平; (3) 劳动参与率提升的空间也越来越有限。

图表9: 价值链压力指数与商品通胀同步性较高



图表10: 供应链进一步修复的空间有限

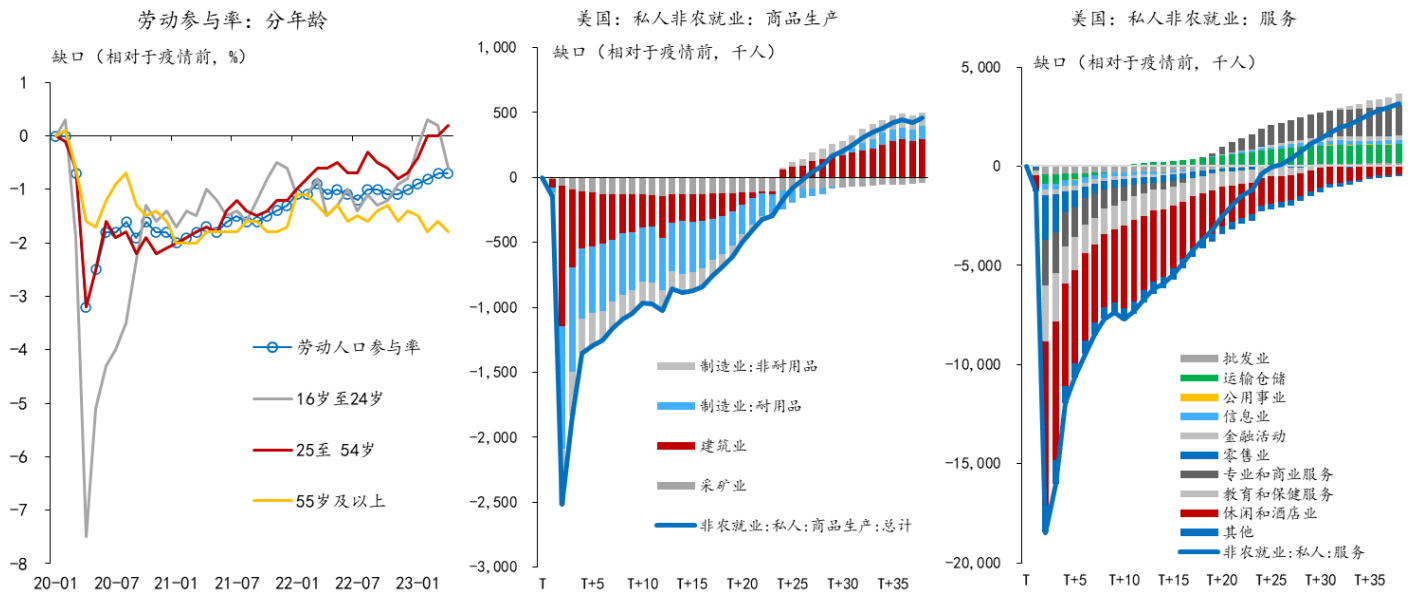


来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

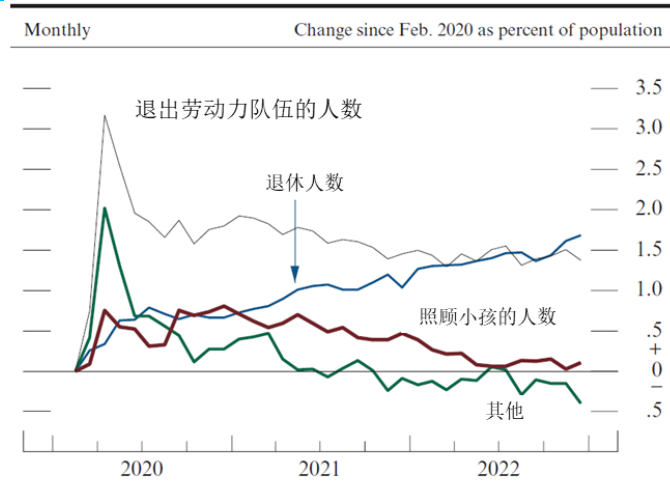
截止到 4 月底, 美国劳动参与率离疫情前 (2020 年 2 月) 仍有 0.6 个百分点的缺口, 但进一步收敛的动能或将放缓。分年龄结构看, 16-24 岁和 25-54 岁年龄段人口的劳动参与率均已经修复到疫情前, 但 55 岁以上年龄段人口 (“提前退休” 人群) 的缺口仍高达 -1.8%。并且, 2022 年 1 月 (-1.1%) 以来, 缺口还在扩大。随着经济的重启, “提前退休” 人群并未表现出回归就业市场的迹象。理论上, 对于任何主体, 失业时间越久, 技能退化就越严重, 回归劳动力市场的概率就越低, 尤其是对于高年龄段的 “弱势群体”^⑤。

^⑤ 可参考美联储货币政策报告 (2023 年 3 月), 网址: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2023-03-mpr-summary.htm>

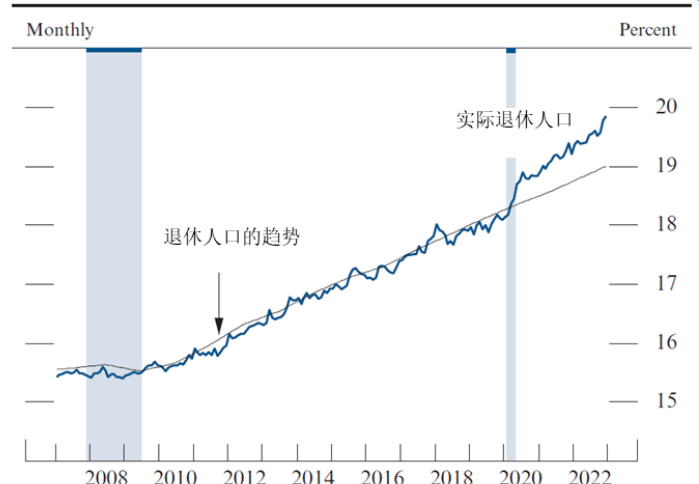
图表11: 劳动力供给侧修复的空间不断收窄



图表12: 美国退出劳动力市场的人口数及其结构

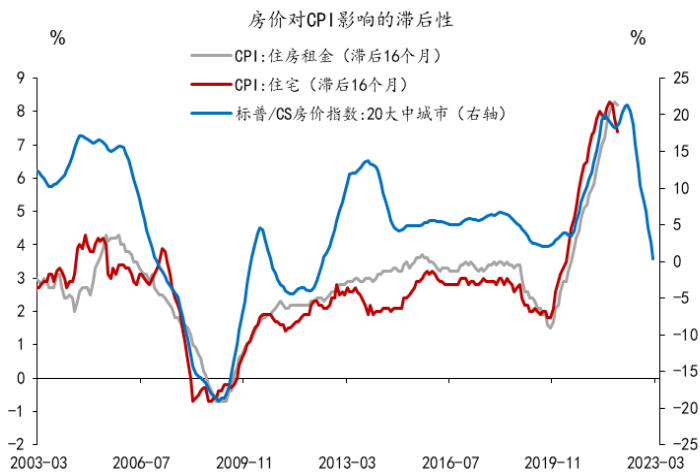


图表13: 退休人口份额的趋势与现实



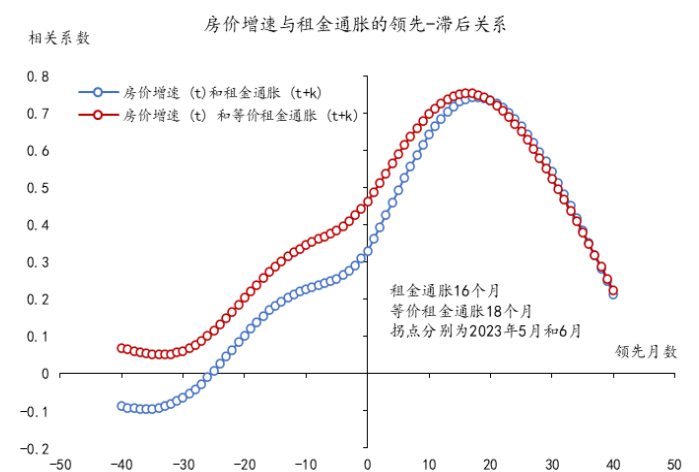
综上所述, 美国去通胀正在进入“下半场”, 其与“上半场”不同的特征有: (1) 结构上从商品去通胀转向服务去通胀, 通胀下行的斜率趋于平坦化; (2) 从供给主导转向需求主导, 通胀下行的幅度更加依赖于需求收缩的程度; (3) 非周期性通胀下行空间不断收窄, 周期性通胀开始下行。作为结果, 失业率存在上行压力, 美联储越来越难平衡就业和通胀“双重使命”。

图表14: 租金通胀与房价的领先-滞后关系

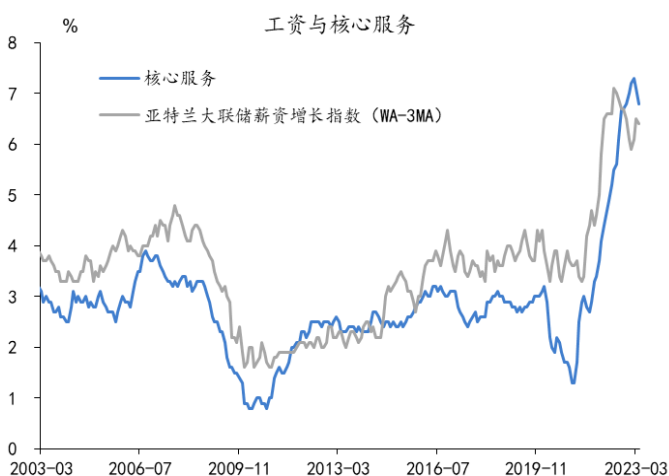


来源: Fed (Dallas)、Wind、国金证券研究所

图表15: 房价增速与租金通胀的移动相关系数

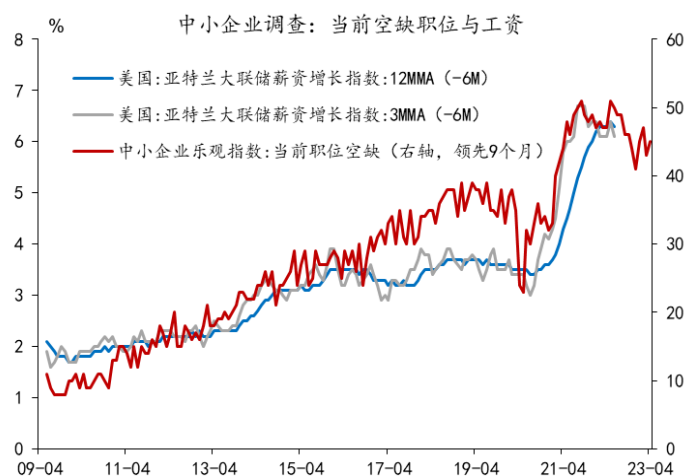


图表16: 工资增速与核心服务通胀高度相关



来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 工资增速下行, 或以劳动需求的收缩为前提

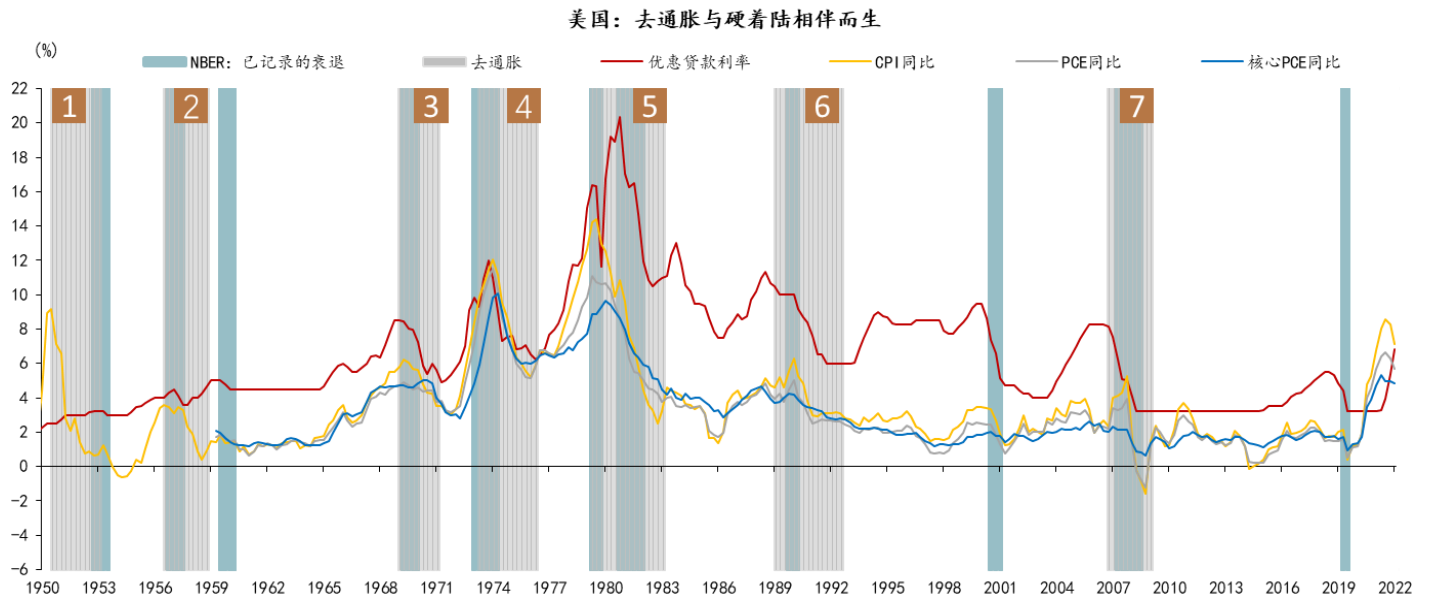


(三) “去通胀”的宿命: 1950年以来的7次经验, 没有一次逃逸衰退

1950年以来, 美国有7次“去通胀”的经验(趋势性通胀下行幅度超过2%), 没有一次逃逸衰退。对比商品去通胀和服务去通胀的牺牲率可以发现, 后者在绝大多数时间段都超过前者。参考历史中位数, 服务去通胀的牺牲率较稳定地位于商品去通胀的牺牲率的两倍(或以上)。

总结而言, “去通胀”和“软着陆”可以并存的假设, 是建立在供给侧持续修复的乐观的假设之上的。随着去通胀进入“下半场”, 失业率和“牺牲率”的上行是通胀进一步下降的前提。

图表18: 衰退往往是“去通胀”必要的代价



来源: Cecchetti et al. (2023)、Wind、国金证券研究所

二、海外基本面&重要事件

(一) 货币与财政：美国 TGA 账户余额大幅度减少

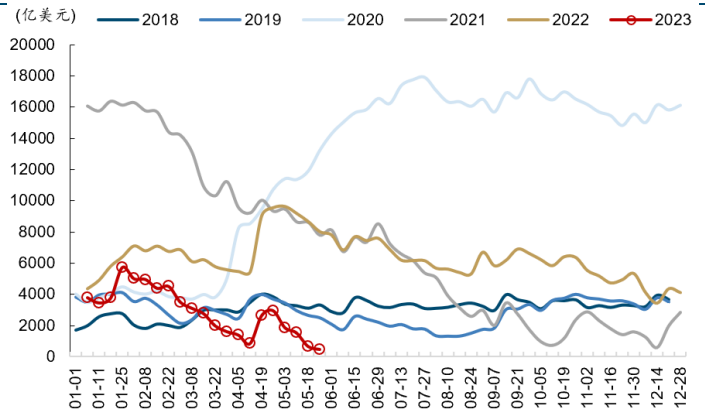
美国 TGA 账户余额大幅度减少，债务谈判出现进展。截至本周五（5月26日），美国两党针对债务问题的谈判仍在进行，较上周有所进展，拜登及麦卡锡表示谈判接近达成协议。另一方面，美国财政部资金余额大幅减少，截至5月26日，TGA 账户余额大幅减少至 495 亿，明显低于季节性水平，美国主要流动性指标仍处于宽松区间。

图表19: 美国财政部账户余额大幅减少



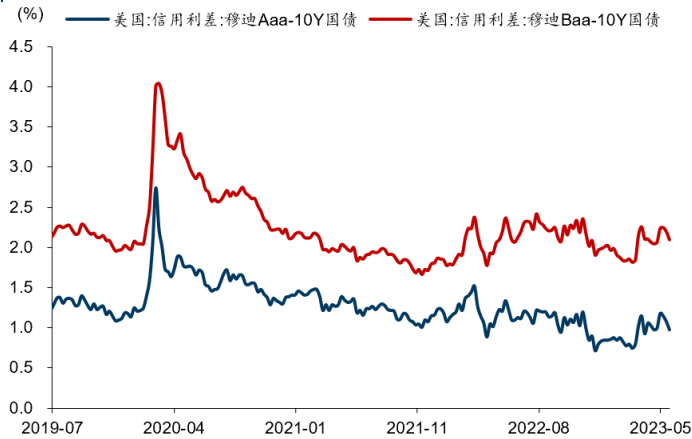
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表20: 美国 TGA 账户余额明显低于一般季节性水平



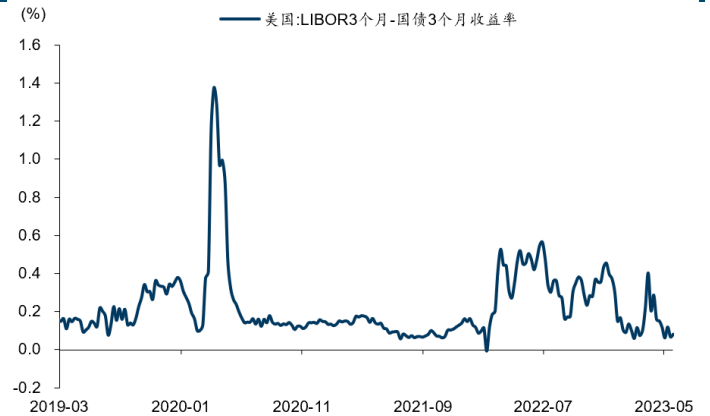
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表21: 美国企业债信用利差缩小



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表22: 美国 TED 利差缩小



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表23: 美国流动性量价跟踪指标。流动性平稳, 银行存款略回升

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	05-24	05-17	05-10	05-03	04-26	04-19	04-12	
流动性数量型指标	美联储										
	总资产	十亿美元	↓ -21	8436.3	8456.8	8503.0	8504.0	8562.8	8593.3	8614.8	
	其他贷款	十亿美元	↓ -16	296.9	312.8	313.4	317.8	334.1	325.5	321.1	
	一级信贷	十亿美元	↓ -5	4.2	9.0	9.3	5.3	73.9	69.9	67.6	
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 5	91.9	87.0	83.1	75.8	81.3	74.0	71.8	
	其他信贷工具	十亿美元	↓ -16	192.6	208.5	212.5	228.2	170.4	172.6	172.6	
	逆回购	十亿美元	↑ 12	2611.0	2598.6	2618.2	2641.0	2638.8	2666.3	2676.7	
	储备金	十亿美元	↓ -29	3250.8	3280.0	3225.3	3166.2	3132.1	3164.9	3347.6	
	TGA	十亿美元	↓ -19	49.5	68.3	154.8	188.3	296.2	265.1	86.6	
	商业银行										
	现金	十亿美元	↑ 54		3319.7	3265.4	3198.8	3194.8	3195.4	3357.0	
	消费贷	十亿美元	↑ 3		1867.7	1864.4	1865.9	1875.0	1858.2	1851.5	
	住房贷款	十亿美元	↑ 0		2531.4	2530.9	2525.4	2522.6	2513.7	2510.3	
	商业地产贷款	十亿美元	↑ 4		2912.5	2908.6	2907.3	2903.9	2889.4	2884.4	
工商业贷款	十亿美元	↓ -3		2786.9	2790.1	2803.9	2801.8	2802.4	2794.4		
存款	十亿美元	↑ 33		17132.8	17099.9	17156.2	17089.9	17213.1	17367.7		
大银行存款	十亿美元	↑ 21		10658.7	10637.3	10689.3	10633.5	10710.9	10834.8		
小银行存款	十亿美元	↑ 4		5231.3	5227.5	5233.3	5216.1	5245.5	5284.9		
货币市场基金	十亿美元	↑ 47		5388.3	5341.6	5328.1	5309.7	5262.6	5208.8	5277.4	
流动性价格指标	隔夜融资市场										
	SOFR-IORB	%	↓ 0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
	EFFR-IORB	%	↓ 0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	
	美元融资市场										
	LIBOR-OIS	%	↓ 0.0	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	
	TED利差	%	↓ -0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	
	票据与信用债市场										
	Master企业债利差	%	↓ -0.1	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4	
	票据利差	%	↓ 0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	-0.2			
	离岸市场										
FRA-OIS利差	%	↓ -0.9	33.1	34.0	35.2	38.5	30.8	24.9	31.4		
欧元兑美元互换基差	%	↓ -0.5	-40.0	-39.5	-39.9	-43.1	-42.0	-36.5	-40.8		
日元兑美元互换基差	%	↑ 0.4	-20.5	-20.9	-19.3	-23.4	-22.8	-15.4	-16.5		

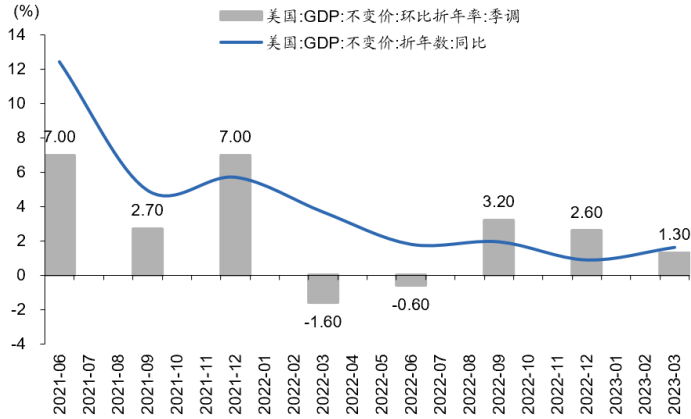
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 生产与就业: 欧美制造业 PMI 回落, 美国 GDP 环比上修

美国一季度 GDP 上修, 德国 GDP 环比下修。美国一季度 GDP 环比折年终值上修至 1.3%, 初值 1.1%, 上修 0.2 个点, 前值 2.6%; 德国一季度 GDP 环比下修至 -0.3%, 初值 0%, 前值 -0.5%, 连续两季度环比为负。美国当周初请失业人数 23 万人, 前值 23 万; 持有失业保险人群的失业率 1.2%, 美国 5 月 15 日当周新增职位数量降至 115 万, 前值 132 万, 其中专业服务活跃职位数量略回升。

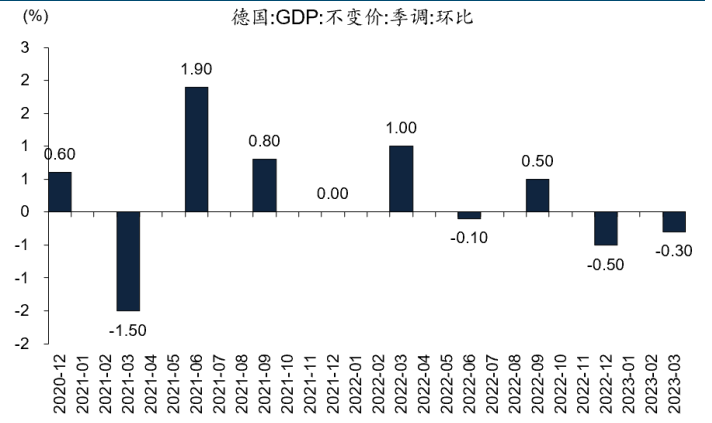
欧美服务业分化，制造业 PMI 均回落。欧元区、英国、法国 5 月服务业 PMI 分别下行至 56、55 及 53，德国服务业 PMI 升至 58，前值 56，美国服务业 PMI 回升至 55，前值 54；欧美制造业则明显弱于服务业，欧元区 5 月制造业 PMI 录得 45，前值 46；英国降至 47，前值 48；德国降至 43，前值 45；法国升至 46。欧洲制造业 PMI 的持续下滑表明制造业活动仍面临挑战，制造业和服务业之间持续分化。

图表24：美国一季度 GDP 环比折年上修至 1.3%，前值 2.6%



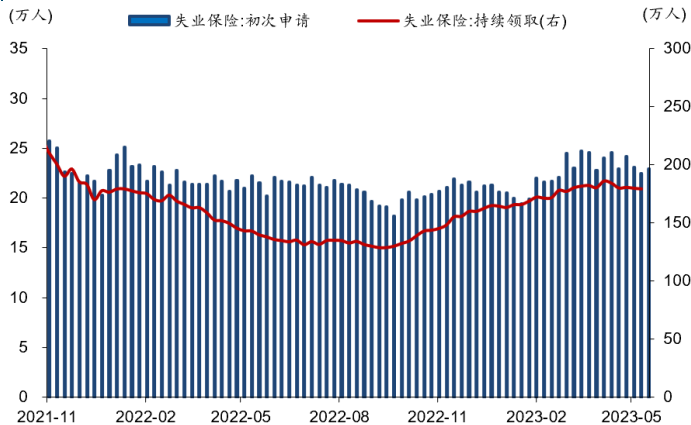
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表25：德国一季度 GDP 环比下修至-0.3%，初值 0%



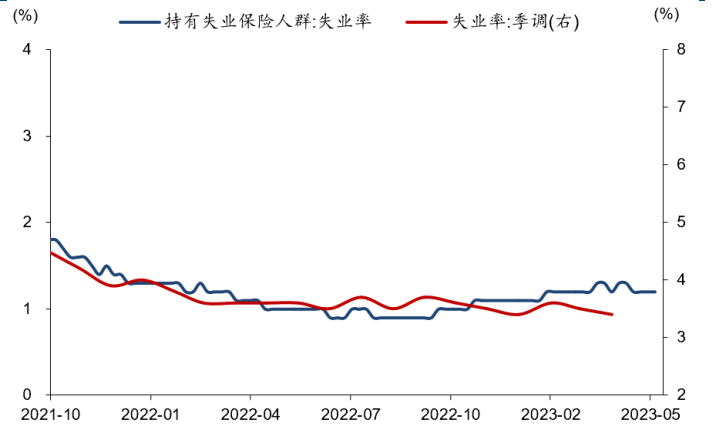
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表26：美国当周初请失业人数 23 万



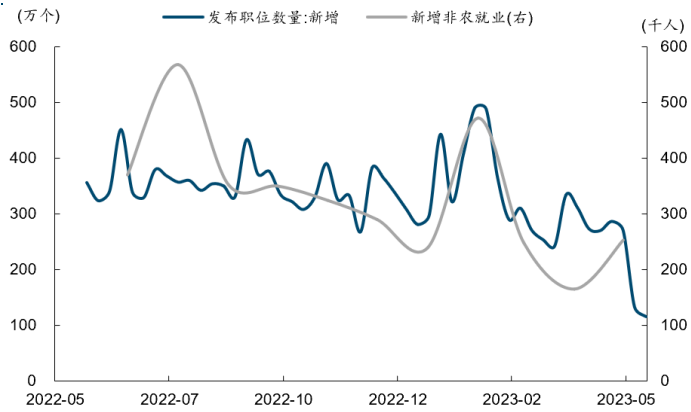
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表27：持有失业保险人群的失业率 1.2%



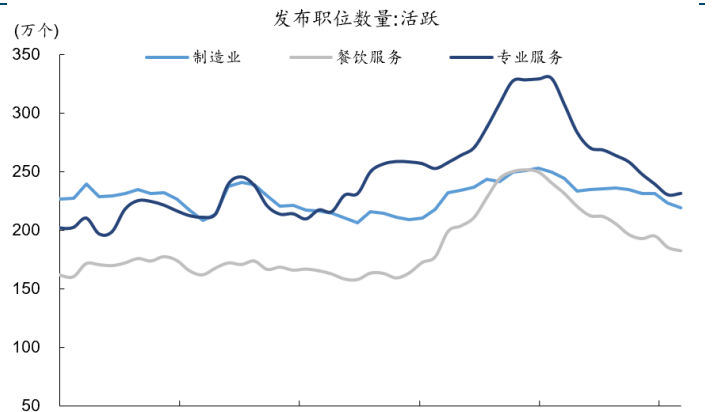
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表28：美国新增职位数量降至 115 万



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表29：专业服务活跃职位数量略回升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表30: 全球主要经济体5月制造业PMI指数

	月度变化	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07
全球	↓ 0.0		49.6	49.6	49.9	49.1	48.7	48.8	49.4	49.8	50.3	51.1
发达国家												
美国	↓ -1.9	48.5	50.4	49.3	47.8	46.8	46.2	47.6	49.9	51.8	51.3	52.3
欧元区	↓ -1.2	44.6	45.8	47.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8
英国	↓ -0.9	46.9	47.8	47.9	49.3	47.0	45.3	46.5	46.2	48.4	47.3	52.1
日本	↑ 0.3		49.5	49.2	47.7	48.9	48.9	49.0	50.7	50.8	51.5	52.1
德国	↓ -1.6	42.9	44.5	44.7	46.3	47.3	47.1	46.2	45.1	47.8	49.1	49.3
法国	↑ 0.5	46.1	45.6	47.3	47.4	50.5	49.2	48.3	47.2	47.7	50.6	49.5
意大利	↓ -4.3		46.8	51.1	52.0	50.4	48.5	48.4	46.5	48.3	48.0	48.5
希腊	↓ -0.4		52.4	52.8	51.7	49.2	47.2	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1
西班牙	↓ -2.3		49.0	51.3	50.7	48.4	46.4	45.7	44.7	49.0	49.9	48.7
荷兰	↓ -1.5		44.9	46.4	48.7	49.6	48.6	46.0	47.9	49.0	52.6	54.5
新兴市场												
中国	↓ -2.7		49.2	51.9	52.6	50.1	47.0	48.0	49.2	50.1	49.4	49.0
印度	↑ 0.8		57.2	56.4	55.3	55.4	57.8	55.7	55.3	55.1	56.2	56.4
韩国	↑ 0.5		48.1	47.6	48.5	48.5	48.2	49.0	48.2	47.3	47.6	49.8
越南	↓ -1.0		46.7	47.7	51.2	47.4	46.4	47.4	50.6	52.5	52.7	51.2
巴西	↓ -2.7		44.3	47.0	49.2	47.5	44.2	44.3	50.8	51.1	51.9	54.0

来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表31: 全球主要经济体5月服务业PMI指数

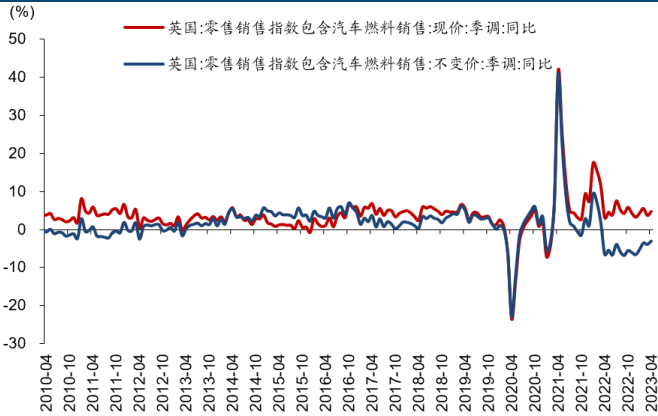
服务业PMI	月度变化	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07
全球	↑ 1.0		55.40	54.40	52.60	50.00	48.10	48.10	49.20	50.00	49.30	51.10
发达国家												
美国	↑ 1.4	55.1	53.7	53.8	50.5	46.6	44.4	46.1	46.6	49.2	44.1	47.0
欧元区	↓ -0.3	55.9	56.2	55.0	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8	51.2
英国	↓ -0.8	55.1	55.9	52.9	53.5	48.7	49.9	48.8	48.8	50.0	50.9	52.6
日本	↑ 0.9	56.3	55.4	55.0	54.0	52.3	51.1	50.3	53.2	52.2	49.5	50.3
德国	↑ 1.8	57.8	56.0	53.7	50.9	50.7	49.2	46.1	46.5	45.0	47.7	49.7
法国	↓ -1.8	52.8	54.6	53.9	53.1	49.4	49.5	49.3	51.7	52.9	51.2	53.2
意大利	↑ 1.9		57.6	55.7	51.6	51.2	49.9	49.5	46.4	48.8	50.5	48.4
西班牙	↓ -1.5		57.9	59.4	56.7	52.7	51.6	51.2	49.7	48.5	50.6	53.8
瑞士	↓ -2.0		52.2	54.2	55.3	56.7	49.5	53.4	53.8	52.8	56.6	55.6
瑞典	↑ 0.6		50.5	49.9	46.4	51.2	53.3	54.2	56.0	55.2	58.2	57.7
新兴市场												
中国	↓ -1.8		55.1	56.9	55.6	54.0	39.4	45.1	47.0	48.9	51.9	52.8
印度	↑ 4.2		62.0	57.8	59.4	57.2	58.5	56.4	55.1	54.3	57.2	55.5
俄罗斯	↓ -2.2		55.9	58.1	53.1	48.7	45.9	48.3	43.7	51.1	49.9	54.7
巴西	↓ -1.8		50.0	51.8	49.8	50.7	51.0	51.6	54.0	51.9	53.9	55.8

来源: Bloomberg、国金证券研究所

(三) 消费与出行: 英国消费增速提高, 德国消费者信心上升

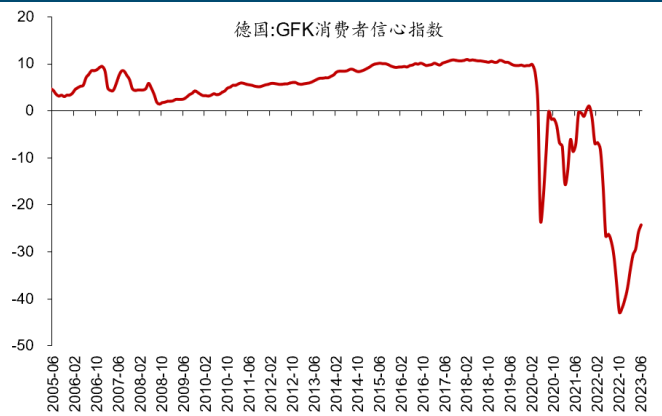
英国零售增速上升, 德国消费者信心回升, 但仍处低位。英国4月零售销售指数名义同比4.7%, 前值3.7%; 实际同比-3%, 前值-3.9%。德国6月GfK消费者信心-24, 前值-26。5月20日当周, 美国红皮书零售增速1.5%, 前值1.6%。欧美航班出行情况延续回升, 纽约拥堵指数延续上升。

图表32: 英国4月零售销售指数名义与实际同比增速改善



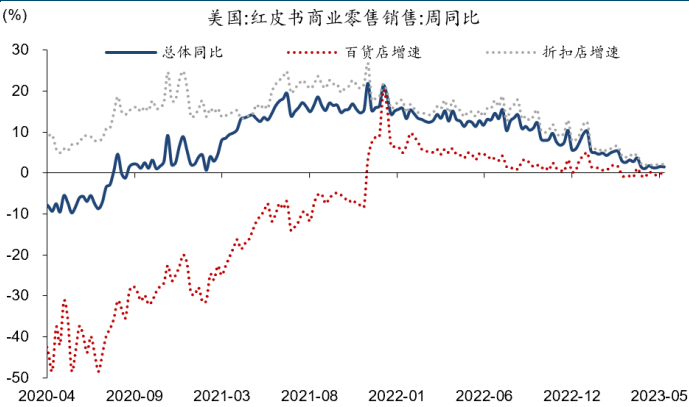
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表33: 德国消费者信心回升, 但仍处低位



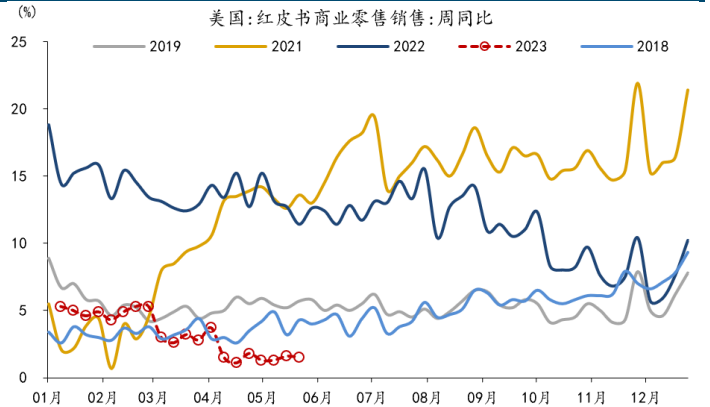
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表34: 美国红皮书零售增速1.5%, 前值1.6%



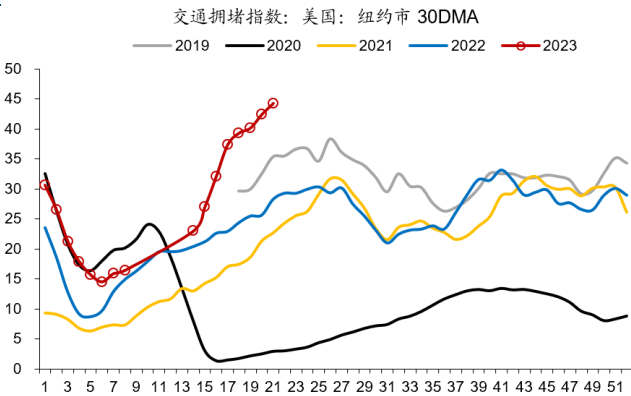
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表35: 美国红皮书零售增速弱于季节性



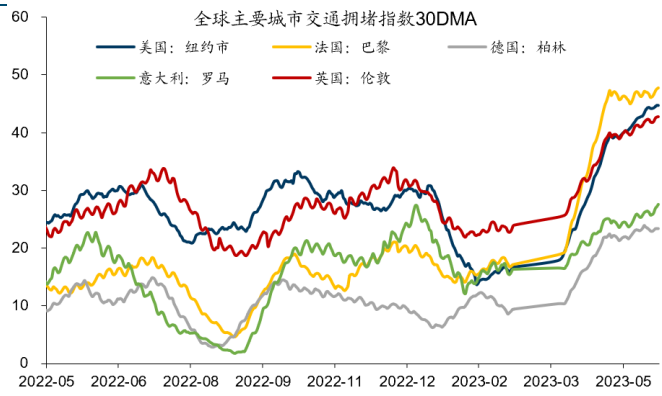
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表36: 美国纽约交通拥堵情况回升



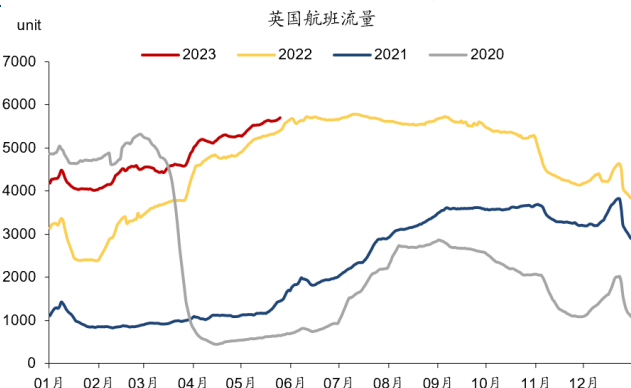
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表37: 欧洲巴黎、伦敦城市拥堵情况上升

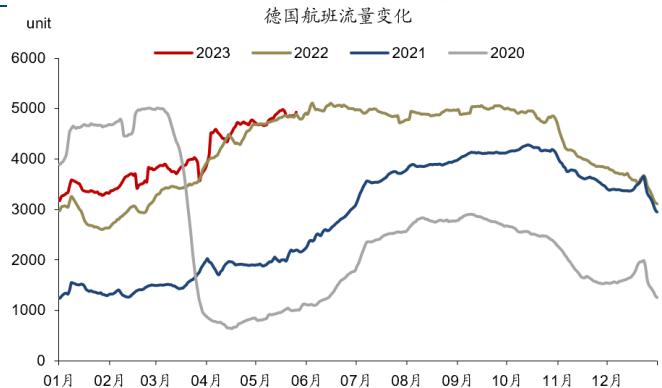


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表38: 英国航班飞行流量强于季节性表现



图表39: 德国航班飞行流量强于季节性表现



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(四) 通胀与能源: 美国 4 月 PCE 通胀同比环比均超预期, 环比再创近期新高

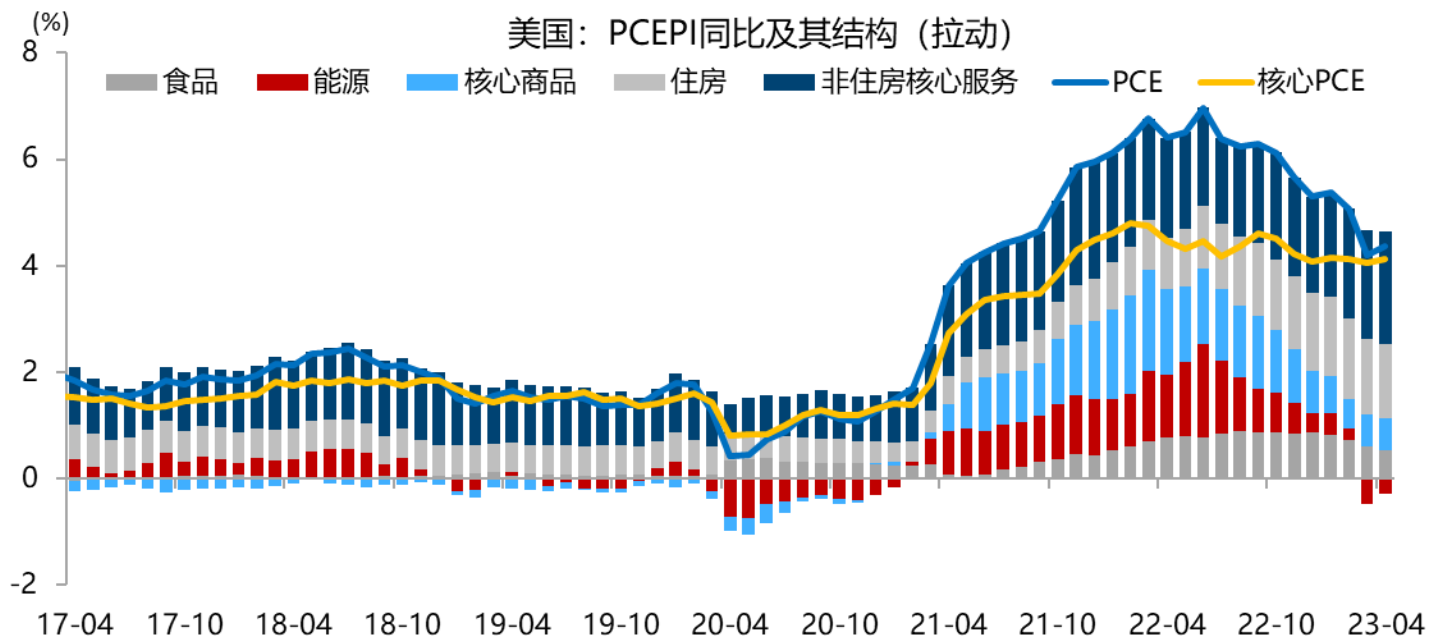
美国 4 月 PCE、核心 PCE 物价指数同比环比均超预期。美国 4 月 PCE 物价指数同比上涨 4.4%，预期 4.3%，前值 4.2%；环比增 0.4%，预期 0.3%，前值 0.1%。剔除食品和能源后，4 月核心 PCE 物价指数同比上涨 4.7%，预期 4.6%，前值 4.6%；环比上涨 0.4%，创今年 2 月以来新高，预期 0.3%，前值 0.3%。

图表40: 美国 4 月 PCE 通胀

PCE 分級	项目	权重 (%)	季调_同比 (%)						季调_环比 (%)					
			23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11
整体	PCE 价格指数 (PCEPI)	100.0	4.4	4.2	5.1	5.4	5.3	5.7	0.4	0.1	0.3	0.6	0.2	0.2
核心	核心 PCE 价格指数 (不包括食品和能源)	88.6	4.7	4.6	4.7	4.7	4.6	4.8	0.4	0.3	0.4	0.6	0.4	0.2
I_核心	核心商品 (不包括食品和能源)	23.8	2.6	2.5	2.3	2.8	3.4	4.1	0.2	0.2	0.1	0.5	0.0	-0.3
I_核心	核心服务 (不包括能源)	64.9	5.5	5.4	5.6	5.4	5.1	5.1	0.5	0.3	0.4	0.6	0.5	0.4
I	商品	33.5	2.1	1.6	3.6	4.7	5.1	6.3	0.3	-0.2	0.1	0.6	-0.5	-0.2
II	耐用消费品 (DG)	12.4	0.8	0.8	0.7	1.0	2.0	3.2	0.2	-0.1	-0.2	0.3	-0.2	-0.6
III	DG: 机动车和零部件	4.3	2.3	1.3	0.1	1.3	2.5	5.0	1.5	0.0	-1.0	-0.4	-0.5	-0.3
III	DG: 家具及家用设备	2.9	-0.6	1.1	2.6	3.4	5.0	6.0	-0.9	0.0	0.2	0.6	0.1	-0.6
III	DG: 休闲商品和汽车	3.6	-1.4	-1.2	-1.7	-1.7	-1.5	-1.2	-0.5	-0.3	0.3	0.6	-0.8	-1.3
III	DG: 其他耐用品	1.6	4.6	3.6	4.5	2.4	3.3	3.6	0.4	0.1	0.2	0.5	1.1	0.6
II	非耐用品 (NG)	21.1	2.9	2.1	5.4	7.0	6.9	8.2	0.4	-0.3	0.3	0.8	-0.7	-0.1
III	NG: 为场外消费购买的食品和饮料	7.2	6.9	8.0	9.7	11.1	11.6	11.5	0.0	-0.2	0.2	0.4	0.4	0.5
III	NG: 服装和鞋类	2.7	3.1	2.1	2.2	2.6	3.0	3.8	0.4	0.3	0.7	0.7	0.2	0.0
III	NG: 汽油及其他能源货物	2.5	-13.5	-20.0	-1.0	5.2	3.1	12.5	2.4	-4.6	0.4	1.9	-7.3	-1.9
III	NG: 其他非耐用品	8.6	5.0	5.2	4.8	5.5	5.5	5.5	0.1	0.7	0.3	0.8	0.2	0.1
I	服务业	66.5	5.5	5.5	5.8	5.7	5.4	5.3	0.4	0.3	0.4	0.6	0.6	0.4
II	家庭消费支出 (HC)	63.7	5.4	5.3	5.6	5.5	5.3	5.2	0.4	0.3	0.4	0.6	0.5	0.3
III	HC: 住房和公用事业	17.5	8.1	8.3	8.7	8.6	8.5	8.0	0.3	0.2	0.5	0.8	0.9	0.5
IV	房屋	15.1	8.4	8.3	8.2	8.0	7.7	7.3	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8	0.7
IV	家庭公用事业	2.4	6.2	8.5	11.7	12.7	13.5	12.2	-1.1	-1.6	-1.0	1.7	1.4	-0.3
III	HC: 医疗保健	15.9	2.9	2.2	2.0	1.9	2.5	2.6	0.5	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1
III	HC: 交通	3.2	7.6	10.7	15.5	16.3	13.5	12.1	-0.8	0.2	0.4	0.8	2.6	-1.8
III	HC: 娱乐	3.6	5.7	5.5	5.9	5.7	5.7	5.4	0.2	-0.1	0.9	0.7	0.5	1.2
III	HC: 餐饮业和住宿	7.4	6.8	7.6	7.4	7.3	6.6	7.0	0.0	0.8	0.7	0.7	0.5	0.3
III	HC: 金融和保险	7.6	3.2	1.9	2.2	0.9	0.6	0.2	1.1	-0.3	0.5	0.8	0.4	0.8
III	HC: 其他	8.4	4.9	4.4	4.3	4.7	4.1	4.6	0.9	0.4	0.3	0.6	0.0	0.4
IV	通信公司	1.6	-0.1	-0.3	-0.8	-0.8	-1.0	-1.2	0.0	-0.3	-0.1	0.4	0.3	1.2
IV	教育服务	1.8	2.7	2.8	2.6	2.7	2.5	2.2	0.2	0.2	0.1	0.3	0.3	0.1
IV	专业及其他服务	1.4	8.0	5.2	5.6	5.9	5.6	6.4	3.4	0.6	1.3	0.7	-0.3	0.1
IV	个人护理和服装服务	1.0	7.4	7.7	9.3	9.7	9.7	10.6	0.3	0.3	0.8	0.5	1.0	0.7
IV	社会服务和宗教活动	1.5	5.1	5.2	4.9	4.8	4.6	4.6	0.4	0.3	0.2	0.5	0.4	0.4
IV	家庭日常维护	0.6	6.4	3.0	2.8	3.3	3.8	4.3	3.8	0.3	-0.5	0.1	0.8	-1.3
II	家庭服务型非盈利机构最终消费支出 (NPISHs)	2.9	7.1	9.5	9.6	10.0	7.6	8.6	-0.5	0.5	-0.5	1.3	0.9	1.5

来源: BEA, Wind, 国金证券研究所

图表41: 美国 4 月 PCE 通胀同比及其结构 (拉动)



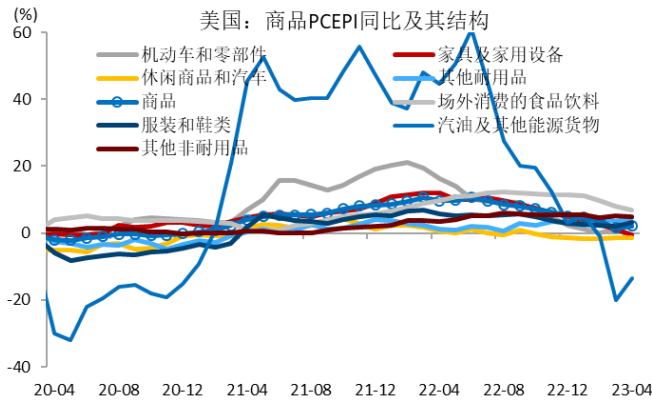
来源: BEA, Wind, 国金证券研究所

商品 PCE 通胀及其结构: 商品价格加速上升。4 月商品分项 PCE 物价指数同比上涨 2.1%，前值 1.6%。各分项中，机动车和零部件同比 2.3%，前值 1.3%；其他耐用品同比 4.6%，前值 3.6%；服装和鞋类同比 3.1%，前值 2.1%；汽油及其他能源货物同比-

13.5%，前值-20.0%。其中，汽油及其他能源货物拉动商品 PCE 下降 1.2 个百分点（前值下降 1.9 个百分点）。

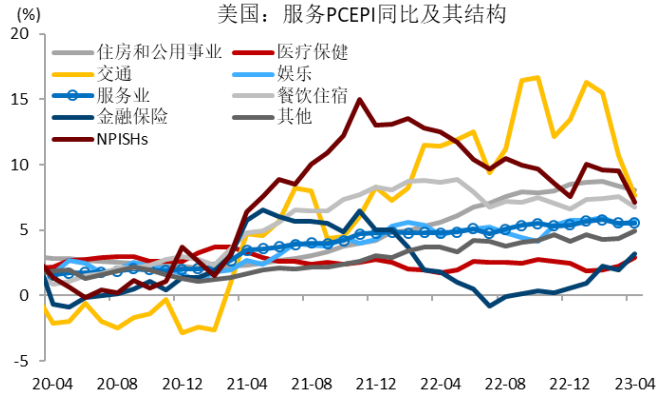
服务 PCE 通胀及其结构：房价增速放缓，多项服务价格加速上升。4 月服务业分项 PCE 物价指数同比上涨 5.5%，前值 5.5%。住房和公用事业同比涨幅继续回落（4 月同比 8.1%，前值 8.3%），但仍是主要拉动项，拉动服务业 PCE 物价指数 2.1 个百分点。医疗保健、娱乐、金融保险、其他这四个分项的同比涨幅均有所回升。

图表42：美国 4 月商品价格加速上升



来源：BEA、Wind、国金证券研究所

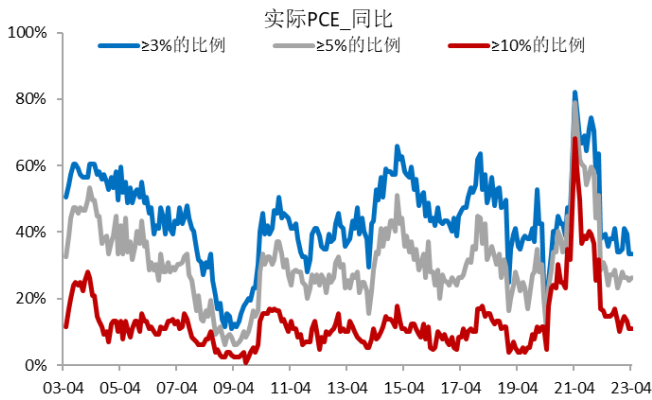
图表43：美国 4 月除住房外的多项服务价格加速上升



来源：BEA、Wind、国金证券研究所

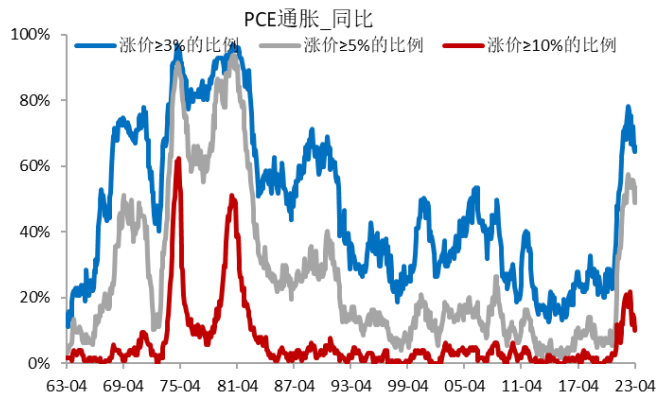
4 月实际 PCE：实际个人消费支出加速，通胀上升。美国 4 月实际个人消费支出同比增 2.3%，前值 2.0%；环比增 0.5%（其中商品增 0.8%，服务增 0.3%），预期 0.3%，前值 0.0%。各细分科目中，实际消费支出加速，通胀上升。商品方面，对支出增长贡献最大的是机动车和零部件的支出（由新机动车带动）；服务方面，增长是由金融服务和保险的支出所带动。

图表44：美国 4 月实际个人消费支出加速



来源：BEA、Wind、国金证券研究所

图表45：美国 4 月通胀上升

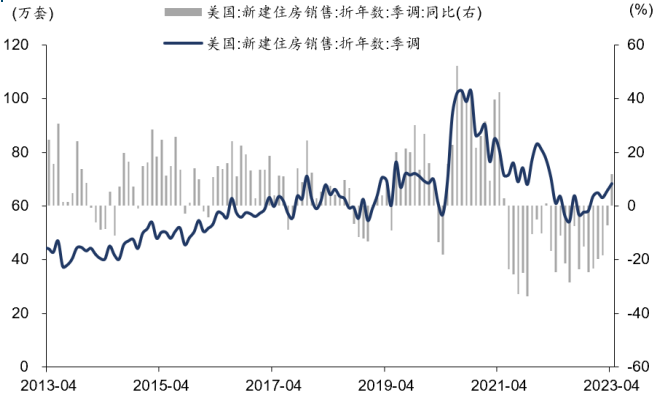


来源：BEA、Wind、国金证券研究所

（五）地产：美国新房销售回升，成屋签约持平

美国新房销售回升，成屋签约持平。美国 4 月新房销售折年 68 万套，前值 66 万套，4 月环比 4.1%，前值 4%；美国 4 月成屋签约销售指数 79，前值 79，环比 0%，前值-20%。

图表46: 美国4月新房销售折年68万套, 前值66万



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表47: 美国4月成屋签约指数79, 前值79

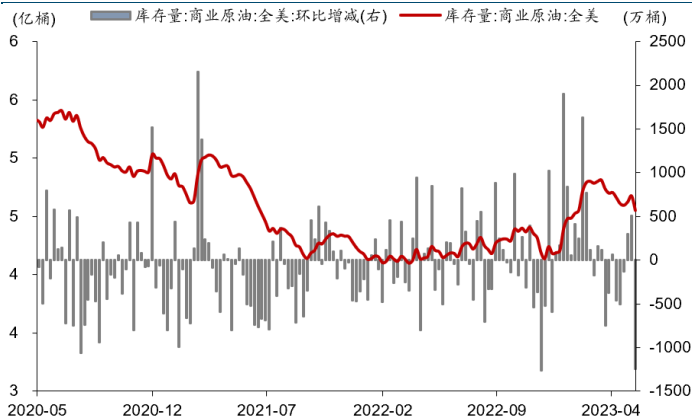


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(六) 库存: 美国原油库存回落

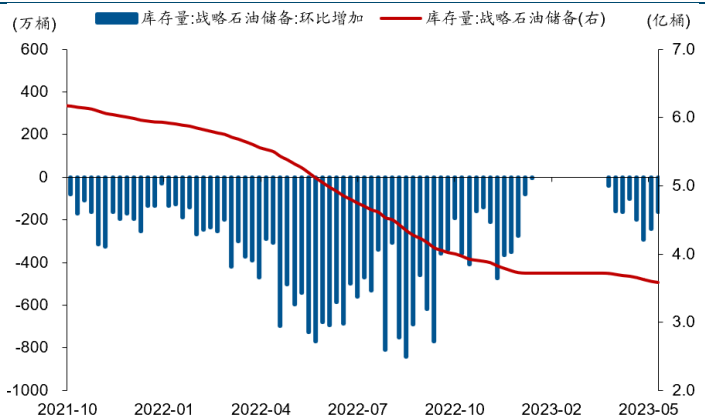
上周美国原油库存减少1247万桶, 前值上升504万桶。原油库存量升至4.6亿桶, 低于2019年同期水平; 战略原油储备减少163万桶, 存量降至3.6亿桶。原油产量增至1230万桶, 美国天然气库存处于同期较高位置。

图表48: 上周美国原油库存减少1247万桶



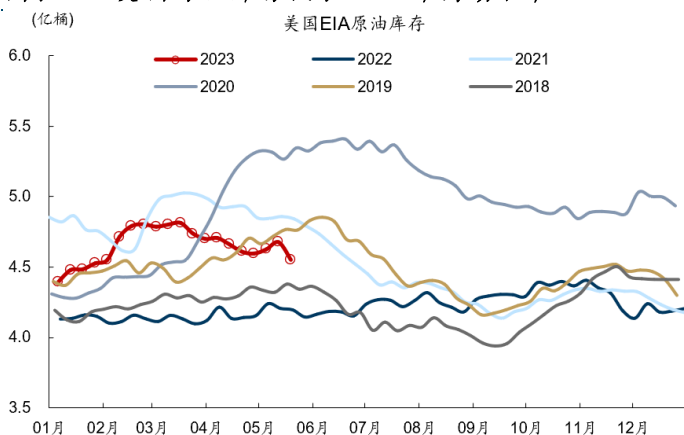
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表49: 上周美国战略原油储备减少163万桶



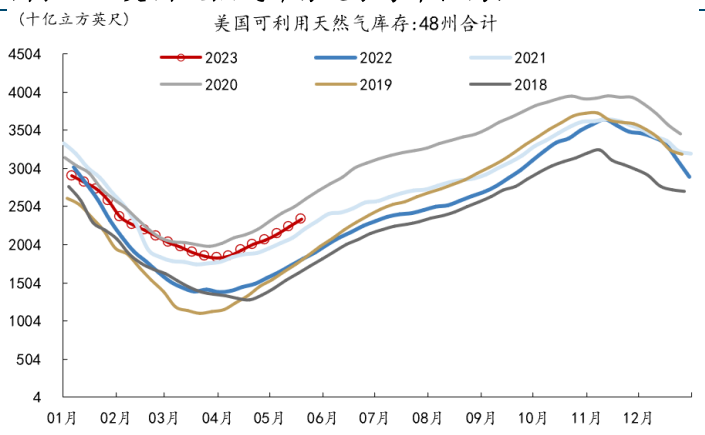
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表50: 美国原油库存低于2019年同期水平



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表51: 美国天然气库存处于季节性高位



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜: 2023年1月, 美德继续向乌克兰提供军事装备, 俄罗斯称, 视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来, 海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。

3. 工资增速放缓不达预期：与 2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%，在全球性劳动短缺的情况下，美欧 2023 年仍面临超额工资通胀压力。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402