

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”的三个阶段

近一年来，美国“去通胀”的进程较为顺利，这不仅表现为整体 CPI 通胀的持续和大幅地下行，更重要的是经济依然有韧性，失业率保持在历史低位。那么，下一阶段，美联储是否还能兼顾最大就业和物价稳定“双重使命”？

热点思考：美国“去通胀”的进程共三个阶段，目前仍处于第二阶段

时值年中，全球“去通胀”压力明显缓和，但不同区域压力并不均匀。发达国家（AE）中，整体 CPI 去通胀的进程明显领先于核心 CPI。34 个 AEs 的 CPI 通胀扩散指数已明显回落，高于 10% 的国家/地区数量占比已经下降至低位，但高于 3% 或 5% 的扩散指数仍较高。各经济体的核心 CPI 通胀的历史分位数仍偏高，扩散指数也处高位。

在主要发达经济体中，美国“去通胀”的进度较为领先，但“行百里者半九十”。整体与核心通胀都处于较低分位水平，趋势性通胀指标也都出现了拐点。CPI 同比从 8.9% 高点下降到了 3.1%；核心 CPI 从 6.6% 高点下降到了 4.9%；16% 截尾平均 CPI 从 7.3% 降到了 4.9%，CPI 中值从 7.2% 降到了 6.2%，55% 截尾平均 PCE 从 4.8% 降到了 4.6%。

2023 年 2 季度以来，美国去通胀已经进入“下半场”，通胀的下行将以总需求的收缩为前提。“下半场”的特征是：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。

可进一步将“下半场”的服务去通胀分为两个阶段：第一阶段为住房服务（即租金），第二阶段为超级核心服务（非住房核心服务），前者主要取决于房价走势，后者主要取决于工资增速。美国住房服务通胀的拐点在 2023 年 2 季度已基本确立，服务业去通胀也已经进入“快车道”。

在去通胀的第三阶段，劳动力市场能否进一步“转弱”是关键。随着劳动参与率的持续回升、移民的流入和企业招工需求的下降，美国劳动短缺状况有所缓和。但截止到 2 季度末，美国劳动力市场依然“非常紧张”。短期内，从劳动力市场边际变化看，工资增速趋于下行的方向更为确定，但不确定的是“均衡”工资是多少。

海外事件&数据：美国地产销售下滑，零售消费增速回落，日本核心通胀回落

美国 6 月地产销售、开工回落。美国 6 月新屋开工 143 万户，前值 156 万户；6 月营建许可回落至 144 万户，前值 150 万户；6 月成屋销售回落至 416 万套，前值 430 万套。美国 7 月 NAHB 住房市场指数升至 56，前值 55。截至 7 月 20 日，美国 30 年期抵押贷款利率升至 6.8%，较 5 月底的 6.6% 上升 20BP。

美国 6 月零售消费增速回落。美国零售及食品销售 6 月同比 1.5%，前值 2.0%，环比 0.2%，前值 0.5%。汽车消费增速回落，机动车辆及零部件环比 0.4%，前值 1.5%。受地产销售拉动，家具消费增速回升，6 月环比 1.4%，前值 -0.4%。7 月 15 日当周，美国红皮书零售增速 -0.2%，前值 -0.4%。

日本核心通胀回落，英国通胀放缓超预期。日本 6 月 CPI 录得 3.3%，前值 3.2%，核心 CPI 录得 3.3%，前值 3.2%，受能源价格下跌影响，剔除新鲜食品和能源的核心 CPI 同比 4.2%，前值 4.3%，为 2022 年以来首次出现回落。英国通胀放缓超预期，英国 6 月 CPI 同比 8%，预期 8.2%，前值 8.7%，6 月核心 CPI 同比涨 6.9%，预期 7.1%，前值 7.1%。

风险提示

俄乌战争持续时长超预期；稳增长效果不及预期；疫情反复。

内容目录

一、美国“去通胀”的历程：共三个阶段，目前仍处第二阶段	5
（一）全球“去通胀”的形势：“行百里者半九十”	5
（二）美国“去通胀”的历程：可分为三个阶段，目前处在第二阶段	9
（三）“去通胀”的第三阶段：劳动力市场能否进一步“转弱”是关键！	11
二、海外基本面&重要事件	13
（一）货币与财政：美联储 BTFP 规模上升	13
（二）生产与就业：美国 6 月工业总产值增速下降	14
（三）消费与出行：美国 6 月零售增速下滑	15
（四）通胀与能源：日本核心通胀回落，英国通胀放缓超预期	17
（五）地产与信贷：美国 6 月地产销售、开工回落	19
（六）库存与供应：美国原油库存减少	20
风险提示	21

图表目录

图表 1：全球 CPI 的分布（G20 经济体）	5
图表 2：全球核心 CPI 的分布（G20 经济体）	5
图表 3：部分发达经济体 CPI 历史分位	6
图表 4：发达经济体的 CPI（扩散指数）	6
图表 5：部分发达经济体核心 CPI 历史分位	6
图表 6：发达经济体核心 CPI 走势（扩散指数）	6
图表 7：主要发展中经济体 CPI 历史分位	7
图表 8：发展中经济体的 CPI（扩散指数）	7
图表 9：主要发展中经济体核心 CPI 分位（箱体图）	7
图表 10：发展中经济体核心 CPI 走势（扩散指数）	7
图表 11：美国“去通胀”的进程	8
图表 12：欧元区“去通胀”的进程	8
图表 13：英国“去通胀”的进程	8
图表 14：日本“再通胀”的进程	8
图表 15：中国通胀走势	8
图表 16：印度通胀走势	8
图表 17：巴西“去通胀”的进程	9
图表 18：俄罗斯“去通胀”的进程	9

图表 19: 美国“去通胀”进程（整体、核心与趋势）	9
图表 20: 美国“去通胀”三阶段	9
图表 21: 美国核心 PCE 通胀走势	10
图表 22: 美国核心 PCE 通胀的分解	10
图表 23: 服务通胀的粘性远高于商品	10
图表 24: 工资增速与粘性通胀显著正相关	10
图表 25: 工资增速与超级核心服务通胀的相关性	11
图表 26: 工资增速与核心服务（含住房）的相关性	11
图表 27: 5%的工资增速隐含的核心 PCE 通胀或大于 4%	11
图表 28: 失业率与平均时薪增速正相关	12
图表 29: 劳动力市场状况与工资增长指数正相关	12
图表 30: 美国劳动力市场紧张程度仍处历史高位	12
图表 31: 中小企业劳动力需求趋于回落	13
图表 32: 中小企业劳动力需求与工资正相关	13
图表 33: 美国流动性量价跟踪	14
图表 34: 美国金融条件延续宽松	14
图表 35: 美国信用利差降低	14
图表 36: 美国 6 月工业总产值环比下降	15
图表 37: 美国 6 月不同产品工业产值同比	15
图表 38: 美国 7 月 15 日当周初请失业 23 万人	15
图表 39: 美国 7 月 10 日当周新增职位数量微降	15
图表 40: 美国 6 月零售同比 1.5%，环比 0.2%	16
图表 41: 美国 6 月汽车同比 5%，家电同比 1%，前值-3%	16
图表 42: 美国 6 月零售消费同比增速	16
图表 43: 美国红皮书零售同比-0.2%，前值-0.4%	16
图表 44: 美国红皮书零售增速弱于季节性	16
图表 45: 美国纽约交通拥堵情况回落	17
图表 46: 德国航班飞行次数高于 2022 年	17
图表 47: 德国 7 月外出用餐人数同比升至 6%	17
图表 48: 美国 TSA 安检人数回升	17
图表 49: 日本 6 月 CPI 同比 3.3%，剔除能源食品 CPI 4.2%	18
图表 50: 日本 6 月服务通胀同比 1.6%，商品同比 4.9%	18
图表 51: 英国 6 月 CPI 同比 8%，前值 8.7%	18
图表 52: 英国 6 月服务通胀同比 7.2%，商品 8.5%	18
图表 53: 欧元区 6 月调和 CPI 同比 5.5%，核心 5.5%	18

图表 54: 欧元区通胀结构.....	18
图表 55: 本周, 布油反弹至 80 美元, WTI 升至 77 美元	19
图表 56: 本周, IPE 英国天然气升至 70 便士.....	19
图表 57: 美国 7 月 NAHB 指数升至 56, 前值 55	19
图表 58: 美国 6 月新屋开工回落.....	19
图表 59: 美国 6 月营建许可回落.....	20
图表 60: 美国 6 月成屋销售回落.....	20
图表 61: 美国 30 年期抵押贷款利率升至 6.8%	20
图表 62: 美国二手房挂牌价增速降至 0%.....	20
图表 63: 上周美国原油库存减少 71 万桶.....	20
图表 64: 上周美国战略原油储备增加 0.1 万桶.....	20
图表 65: 美国原油库存高于 2019 年季节性水平	21
图表 66: 美国天然气库存分位较高.....	21

近一年来，美国“去通胀”的进程较为顺利，这不仅表现为整体 CPI 通胀的持续和大幅地下行，更重要的是经济依然有韧性，失业率保持在历史低位。那么，下一阶段，美联储是否还能兼顾最大就业和物价稳定“双重使命”？

一、美国“去通胀”的历程：共三个阶段，目前仍处第二阶段

（一）全球“去通胀”的形势：“行百里者半九十”

时值 2023 年中，全球“去通胀”压力明显缓和，但不同区域压力并不均匀。除日本仍处于“再通胀”过程之外，其余 G20 国家（中国除外）均不同程度上实现了“去通胀”。CPI 方面，发达经济体中的美国、加拿大、西班牙、希腊、韩国以及大部分新兴和发展中经济体的去通胀效果较为显著，读数均位于 3.1% 以下，但欧洲主要大国仍位于 5% 以上。核心 CPI 方面，除加拿大、韩国和俄罗斯之外，多数 G20 国家的“去通胀”效果不明显，读数均为 4% 以上。

图表1：全球 CPI 的分布（G20 经济体）

CPI	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	22-06	22-07	22-08	22-09	22-10	22-11	22-12	23-01	23-02	23-03	23-04	23-05	23-06
G20														9.24	9.21	9.19	9.51	9.44	9.00	8.49	8.43	8.02	6.93	6.48	5.93	
G7														7.84	7.58	7.47	7.58	7.67	7.26	6.78	6.72	6.36	5.44	5.40	4.63	
美国														8.95	8.41	8.23	8.21	7.76	7.14	6.44	6.35	5.99	4.99	4.96	4.13	3.09
加拿大														5.10	7.63	6.95	6.84	6.88	6.78	6.27	5.89	5.30	4.51	4.28	3.24	2.76
日本														2.41	2.61	3.01	3.00	3.81	3.80	3.99	4.39	3.27	3.16	3.45	3.24	3.24
英国														9.41	10.10	9.87	10.10	11.05	10.67	10.53	10.05	10.42	10.06	8.66	8.68	7.95
EA19														8.60	8.90	9.10	9.90	10.60	10.10	9.20	8.60	8.50	6.90	6.90	6.10	5.50
德国														8.25	8.48	8.83	10.90	11.56	11.26	9.61	9.17	9.27	7.75	7.61	6.26	6.77
法国														6.54	6.78	6.56	6.23	7.07	7.08	6.73	7.04	7.29	6.68	6.89	6.01	5.33
意大利														8.46	8.36	9.11	9.37	12.57	12.58	12.34	10.67	9.84	8.09	8.59	7.99	6.75
西班牙														10.01	10.70	10.49	8.97	7.31	6.69	5.48	5.86	6.00	3.07	3.82	2.94	1.62
希腊														11.63	11.27	11.22	12.12	9.47	8.82	7.57	7.30	6.51	5.40	4.52	4.10	2.79
韩国														6.05	6.34	5.71	5.58	5.67	5.04	5.04	5.17	4.82	4.24	3.70	3.32	2.68
中国														2.50	2.70	2.50	2.80	2.10	1.60	1.80	2.10	1.00	0.70	0.10	0.20	0.00
印度														7.01	6.71	7.00	7.41	6.77	5.88	5.72	6.52	6.44	5.66	4.70	4.31	4.81
印尼														4.35	4.94	4.69	5.95	5.71	5.42	5.51	5.28	5.47	4.97	4.33	4.00	3.52
俄罗斯														15.92	15.07	14.29	13.66	12.68	11.97	11.92	11.81	10.96	3.51	2.29	2.52	3.25
墨西哥														7.99	8.15	8.70	8.70	8.41	7.80	7.82	7.91	7.62	6.85	6.25	5.84	5.06
巴西														11.89	10.07	8.73	7.17	6.47	5.90	5.79	5.77	5.60	4.65	4.18	3.94	3.16

来源：Bloomberg、IMF、OECD、各国统计局、国金证券研究所

图表2：全球核心 CPI 的分布（G20 经济体）

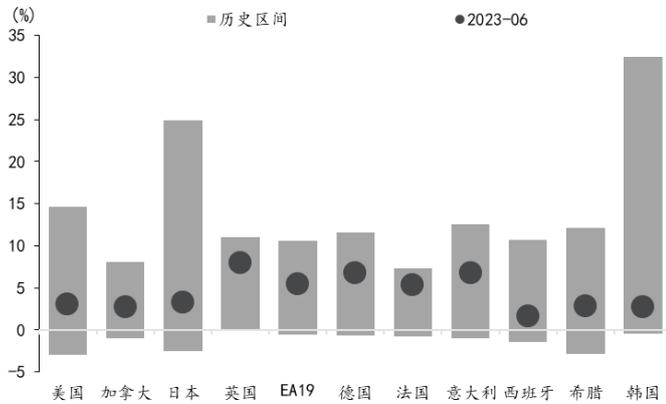
核心CPI	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	22-06	22-07	22-08	22-09	22-10	22-11	22-12	23-01	23-02	23-03	23-04	23-05	23-06
G7														4.73	4.84	5.17	5.46	5.35	5.18	5.09	5.03	5.10	5.13	5.16	5.00	
美国														5.88	5.89	6.30	6.64	6.30	5.97	5.70	5.55	5.53	5.60	5.54	5.33	4.86
加拿大														6.12	6.09	5.85	5.90	5.81	5.79	5.48	4.96	4.73	4.35	4.04	3.61	3.19
日本														1.01	1.21	1.51	1.91	2.53	2.72	3.03	3.23	3.52	3.82	4.11	4.20	4.19
英国														5.82	6.16	6.26	6.54	6.49	6.31	6.35	5.80	6.20	6.19	6.77	7.12	6.89
EA19														4.60	5.10	5.50	6.00	6.40	6.60	6.90	7.10	7.40	7.50	7.30	6.80	6.80
德国														4.22	4.56	5.01	6.28	6.72	7.00	7.33	7.16	7.48	7.97	7.44	6.68	7.39
法国														3.50	4.26	4.66	4.50	5.03	5.28	5.44	5.65	6.08	6.44	6.63	6.27	6.21
意大利														4.01	4.26	4.94	5.35	5.72	6.10	6.45	6.65	7.03	6.79	6.70	6.38	6.06
西班牙														5.40	6.18	6.48	6.47	6.31	6.29	6.72	7.48	7.58	7.12	6.21	5.77	5.51
希腊														6.40	6.63	7.17	8.14	8.04	8.31	7.69	8.13	8.22	8.23	8.20	8.06	5.98
韩国														3.86	3.92	3.99	4.07	4.18	4.25	4.08	4.05	3.96	4.04	3.99	3.85	3.48
中国														1.00	0.80	0.80	0.60	0.60	0.60	0.70	1.00	0.60	0.70	0.70	0.60	0.40
印度														5.96	5.78	5.84	6.07	5.99	6.02	6.08	6.10	6.05	5.78	5.19	5.05	5.12
印尼														2.63	2.86	3.04	3.21	3.31	3.30	3.36	3.27	3.09	2.94	2.83	2.66	2.58
俄罗斯														19.18	18.40	17.71	17.11	16.16	15.06	14.31	0.82	12.69	3.72	1.99	2.12	2.44
墨西哥														7.49	7.65	8.05	8.28	8.42	8.51	8.35	8.45	8.29	8.09	7.67	7.39	6.89
巴西														9.70	9.11	9.12	8.59	8.29	8.00	7.81	7.73	7.62	7.25	7.33	7.25	6.62

来源：Bloomberg、IMF、OECD、各国统计局、国金证券研究所

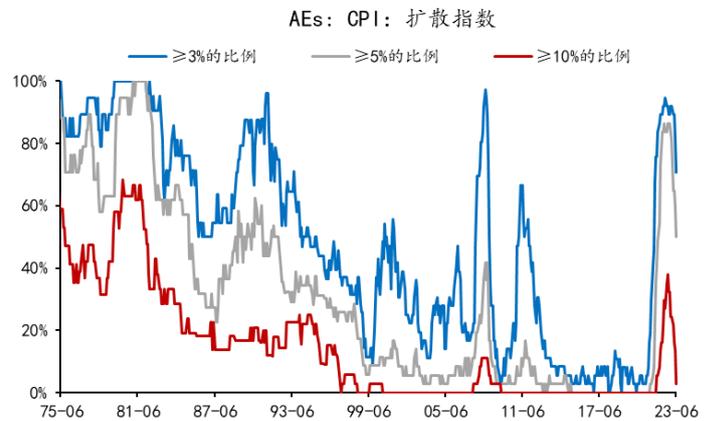
就发达国家整体而言，整体 CPI 去通胀的进程明显领先于核心 CPI。从历史分位数看，除英国、德国、法国和意大利外，其余经济体整体 CPI 通胀已经回落至中位数以下水平。基

于 34 个 AEs 计算的 CPI 通胀扩散指数已明显回落，高于 10% 的国家/地区数量占比已经下降至低位，但高于 3% 或 5% 的扩散指数仍较高。但是，各国的核心 CPI 通胀的历史分位数仍偏高，扩散指数也处高位。

图表3：部分发达经济体 CPI 历史分位



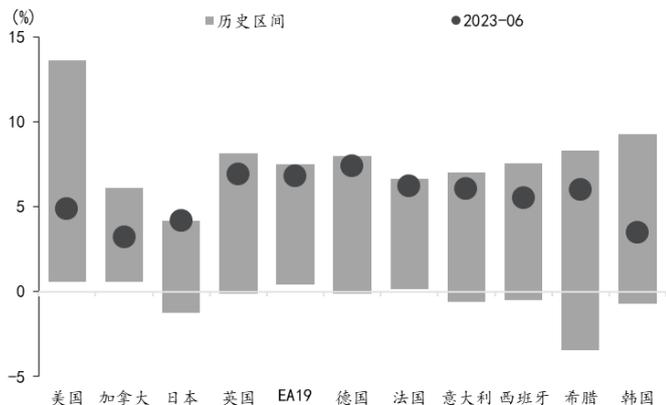
图表4：发达经济体的 CPI (扩散指数)



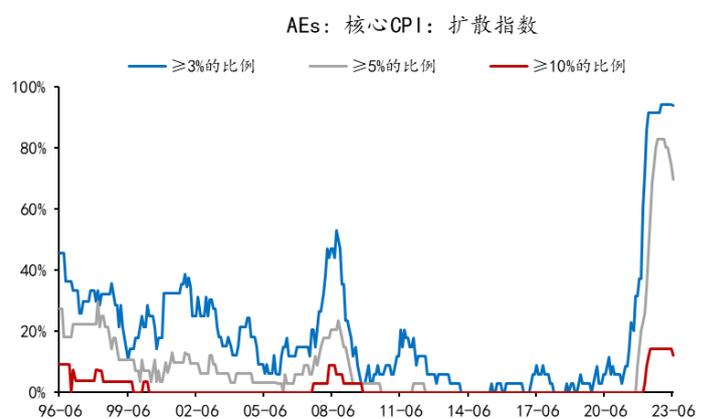
来源：Wind、OECD、各国统计局、国金证券研究所；

注：美国、加拿大、日本、英国、欧元区 19 国、德国、法国、意大利、西班牙、希腊、韩国的 CPI 的历史区间分别自 1948-01、1993-01、1971-01、1989-01、1997-01、1997-01、1997-01、1997-01、1997-01、1997-01、1997-01、1997-01、1997-01、1997-01、1966-01 起至 2023 年 6 月。最新 2023 年 6 月扩散指数是基于 34 个 AEs 的 CPI 数据。

图表5：部分发达经济体核心 CPI 历史分位



图表6：发达经济体核心 CPI 走势 (扩散指数)

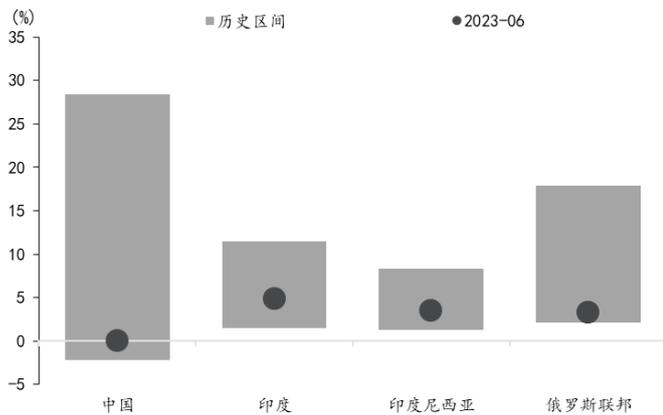


来源：Wind、OECD、各国统计局、国金证券研究所；

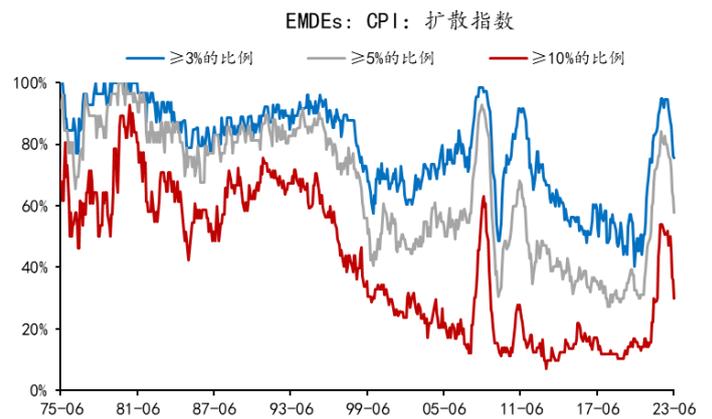
注：美国、加拿大、日本、英国、欧元区 19 国、德国、法国、意大利、西班牙、希腊、韩国的核心 CPI 的历史区间分别自 1958-01、1985-01、2011-01、1989-01、1997-01、1997-01、1997-01、1997-01、1997-01、1997-01、1997-01、1997-01、1997-01、1991-01 起至 2023 年 6 月。最新 2023 年 6 月扩散指数是基于 33 个 AEs 的核心 CPI 数据。

比较而言，主要新兴和发展中经济体的 CPI 通胀和核心 CPI 通胀的历史分位数都处于低位。但从范围更广泛的扩散指数（样本量为 57）看，新兴与发展中经济体的去通胀任务依然任重道远：CPI 通胀超过 5% 的国家数量占比约等于 60%，核心 CPI 通胀超过 5% 的国家数量占比约为 70%，超过 10% 的比例分别为 30% 和 40%。

图表7: 主要发展中经济体 CPI 历史分位



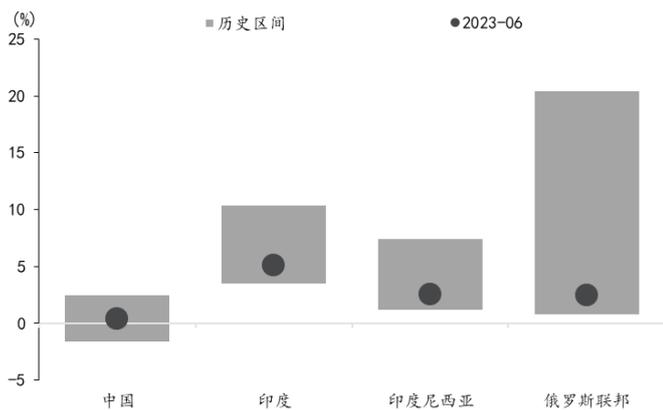
图表8: 发展中经济体的 CPI (扩散指数)



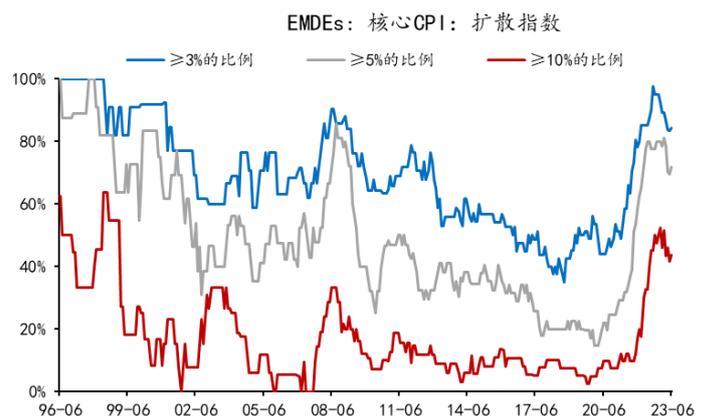
来源: Wind、OECD、各国统计局、国金证券研究所;

注: 中国、印度、印尼、俄罗斯的历史区间分别自 1985-01、2012-01、2010-01、2012-01 起至 2023 年 6 月。最新 2023 年 6 月扩散指数是基于 57 个 EMDEs 的 CPI 数据。

图表9: 主要发展中经济体核心 CPI 分位 (箱体图)



图表10: 发展中经济体核心 CPI 走势 (扩散指数)

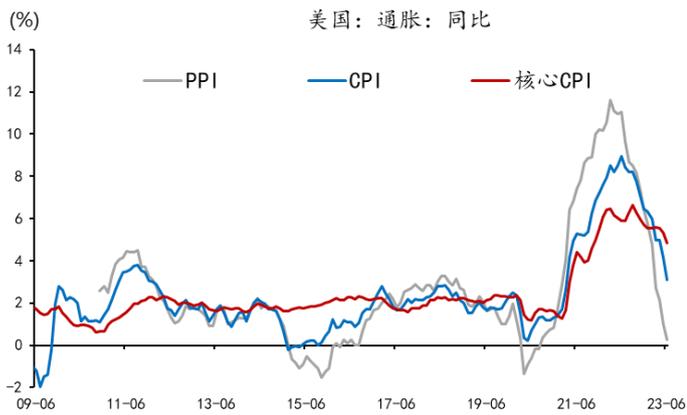


来源: Wind、OECD、各国统计局、国金证券研究所;

注: 中国、印度、印尼、俄罗斯的核心 CPI 的历史区间分别自 2006-01、2012-01、2009-01、2003-01 起至 2023 年 6 月。最新 2023 年 6 月扩散指数是基于 32 个 EMDEs 的核心 CPI 数据。

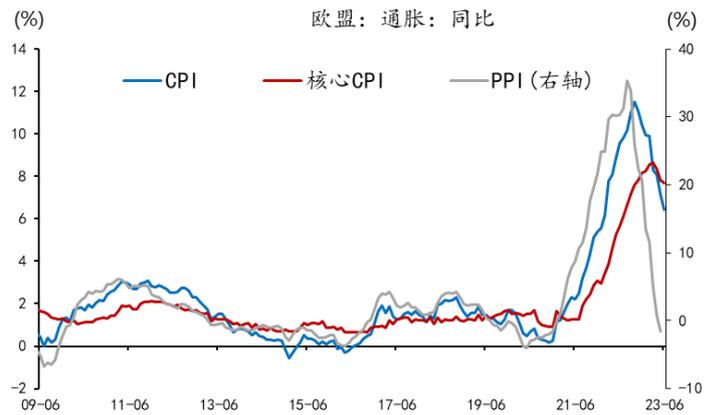
从各国再通胀和去通胀的次序上看, PPI 领先于 CPI, 领先于核心 CPI。PPI 的全球联动性较高, 核心 CPI 受各国内部经济现状和政策的影响更为显著。在主要发达经济体中, 美国和欧元区已经在全面去通胀, 英国和日本的核心 CPI 通胀仍在顶部区域。在主要新兴与发展中经济体中, 以核心 CPI 衡量, 巴西的通胀压力较大, 其次是印度。各国的 PPI 均在快速探底, 其中, 美国、欧盟、英国以及中国、印度、巴西、俄罗斯等 PPI 同比处于近三年的区间低位——主要是受原油价格的影响。

图表11: 美国“去通胀”的进程

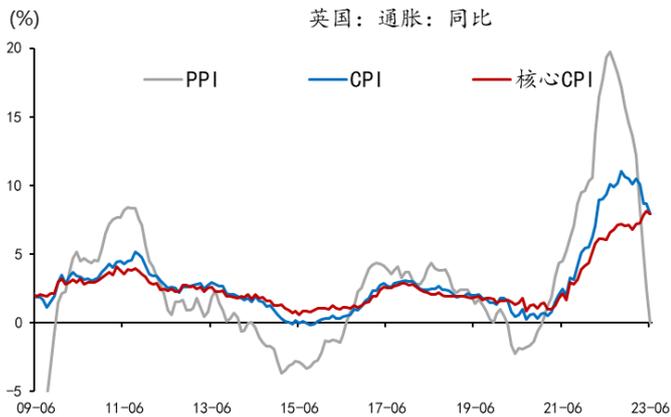


来源: Wind、OECD、国金证券研究所

图表12: 欧元区“去通胀”的进程

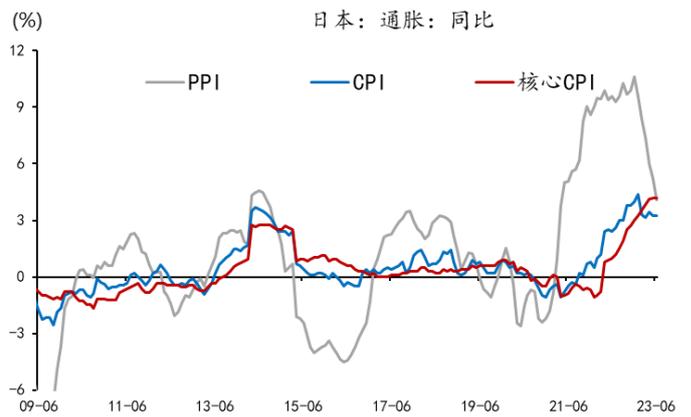


图表13: 英国“去通胀”的进程

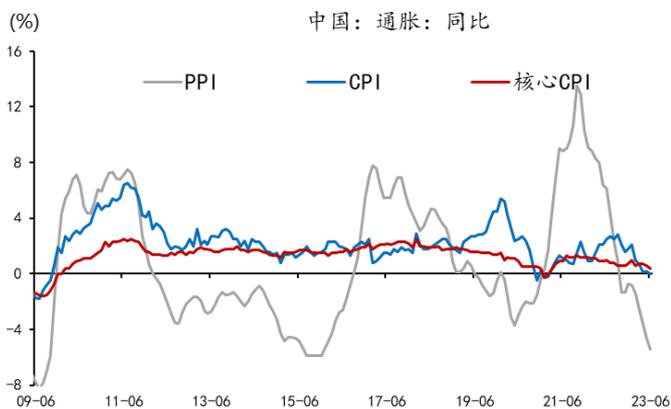


来源: Wind、OECD、国金证券研究所

图表14: 日本“再通胀”的进程

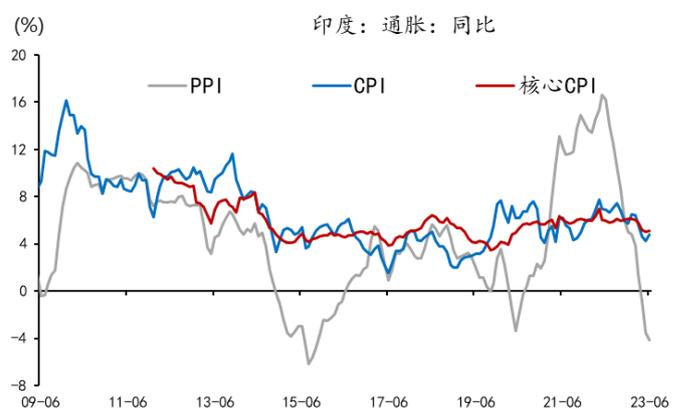


图表15: 中国通胀走势

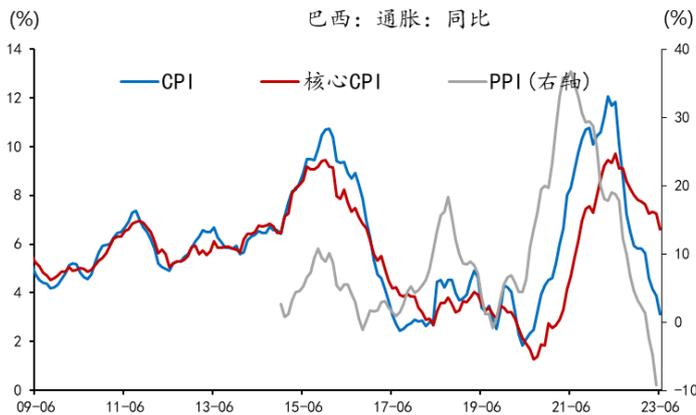


来源: Wind、OECD、国金证券研究所

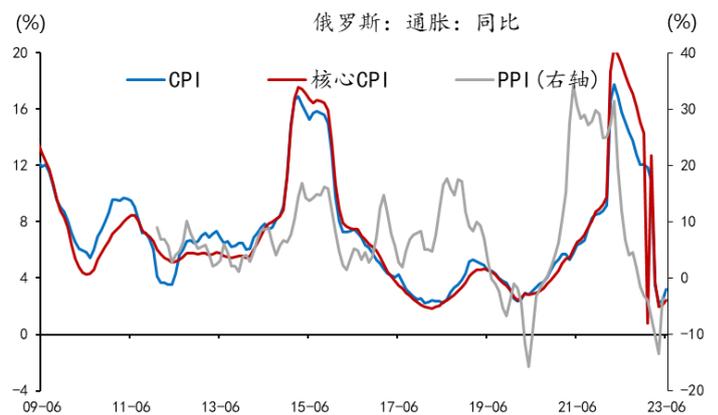
图表16: 印度通胀走势



图表17: 巴西“去通胀”的进程



图表18: 俄罗斯“去通胀”的进程

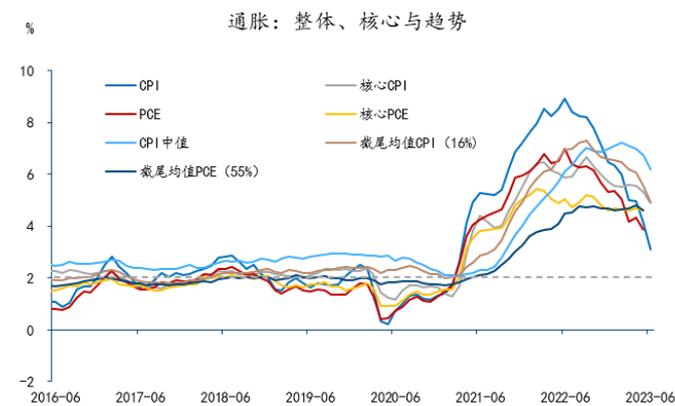


来源: Wind、OECD、国金证券研究所

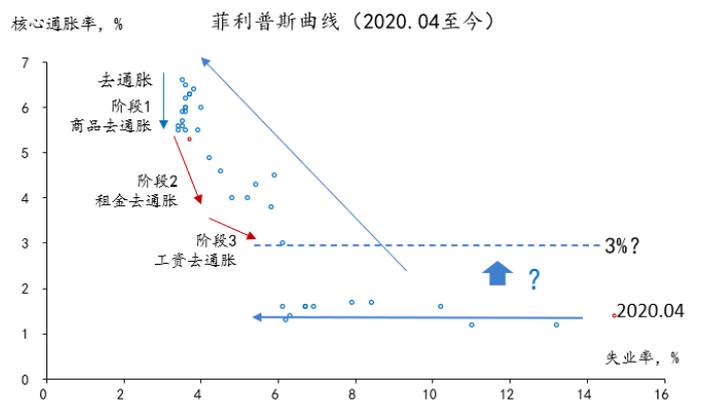
(二) 美国“去通胀”的历程: 可分为三个阶段, 目前处在第二阶段

在主要发达经济体中, 美国“去通胀”的进度较为领先。整体与核心通胀都处于较低分位水平, 趋势性通胀指标(中值或截尾均值)也都出现了拐点。截止到6月底(PCE为5月底), 整体CPI同比从8.9%高点(2022年6月)下降到了3.1%, 降幅5.8%; 整体PCE同比从7.0%(2022年6月)下降到了3.9%, 降幅3.1%; 核心CPI从6.6%高点(2022年9月)下降到了4.9%, 降幅1.7%; 核心PCE从7.0%(2022年2月)下降到了4.6%; 克利夫兰联储编制的16%截尾平均CPI从7.3%(2022年9月)降到了4.9%, CPI中值从7.2%(2023年2月)降到了6.2%, 降幅1%, 达拉斯联储编制的55%截尾平均PCE从4.8%(2023年4月)降到了4.6%, 降幅0.2%。由于住房服务通胀的拐点在2023年2季度已基本确立, 美国服务业去通胀也已经进入“快车道”。

图表19: 美国“去通胀”进程(整体、核心与趋势)



图表20: 美国“去通胀”三阶段

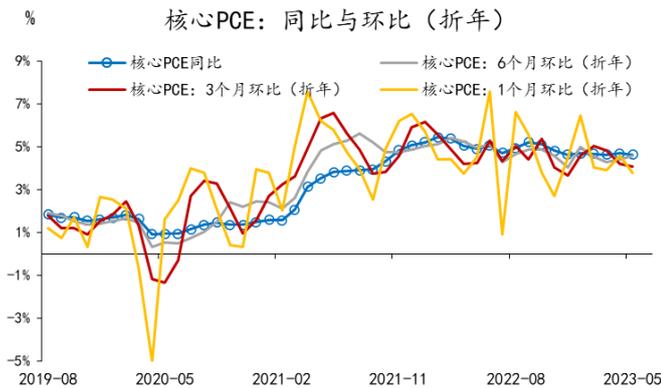


来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

在深度报告《注定衰退: 去通胀“下半场”, 美联储“两难全”》中, 我们根据通胀的结构和驱动力, 将美国去通胀划分为“上半场”和“下半场”, 认为2023年2季度以来, 美国去通胀已经进入下半场, 具体表现为: 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, 通胀的下行将以总需求的收缩为前提, 美联储更难平衡就业和通胀“双重使命”。

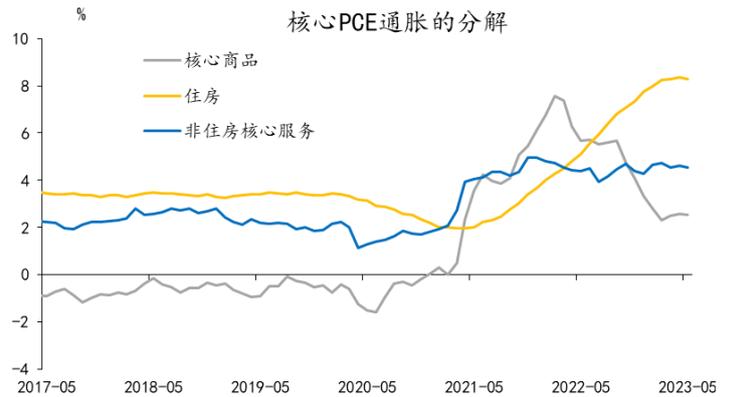
可进一步将“下半场”的服务去通胀分为两个阶段: 第一阶段为住房服务(即租金), 第二阶段为超级核心服务(非住房核心服务), 前者主要取决于房价走势, 后者主要取决于工资增速。加上“上半场”的商品去通胀, 按照三阶段划分, 目前美国处于去通胀的第二阶段——租金通胀将成为核心通胀下行的主要驱动因素(两阶段并非完全孤立)。

图表21: 美国核心PCE通胀走势



来源: Wind、国金证券研究所

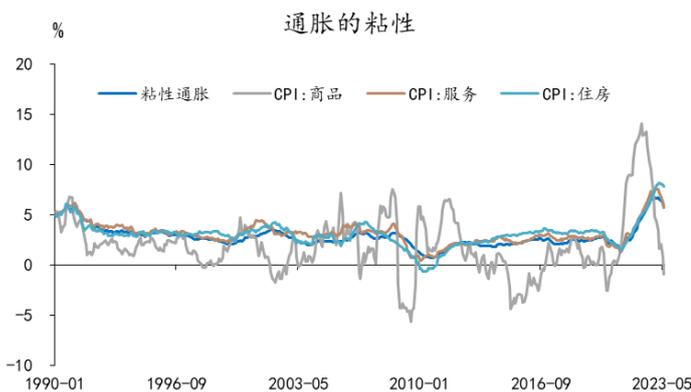
图表22: 美国核心PCE通胀的分解



未来一年至一年半左右的时间内,租金通胀下降的趋势较为确定——租金通胀滞后房价增速约16个月,而房价同比增速的高点出现在2022年1季度,目前仍处在下降区间。假定工资增速维持温和放缓的趋势,预计2023年底核心CPI与核心PCE通胀将下降至3.5-4%区间,CPI或PCE降至3%左右。这依然明显高于美联储的政策目标。虽然美联储不必等到通胀降至2%才降息,但至少确定通胀仍在向2%收敛。芝商所(CME)交易隐含的信息显示,市场正在定价2023年1季度美联储首次降息。届时,整体与核心通胀的一阶导数与通胀的水平同等重要。

服务通胀的粘性高于商品通胀,而粘性通胀与工资增速又高度正相关。包括美联储在内,对美国核心通胀的分解“范式”是将其拆分为核心商品、住房和非住房核心服务,并认为各自的主要解释变量为全球价值链、房价和工资。实际上,非住房核心服务与工资的相关性只有0.66,而核心服务(含住房)与工资的相关系数高达0.83。所以,至少从经验上看,工资增速是核心服务通胀、进而也是核心通胀最关键的解释变量之一。换言之,工资增速决定了通胀的中枢水平。

图表23: 服务通胀的粘性远高于商品



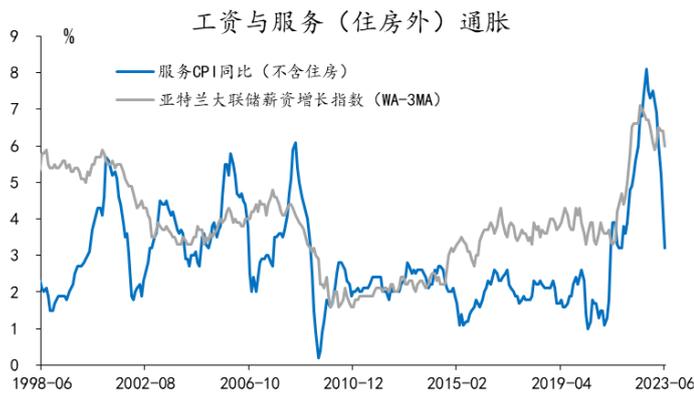
来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

图表24: 工资增速与粘性通胀显著正相关



图表25: 工资增速与超级核心服务通胀的相关性

图表26: 工资增速与核心服务(含住房)的相关性



来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

假定劳动生产率不变,通过工资增速与通胀的历史关系,即可得到不同工资水平隐含的通胀率。除平均时薪(私人部门)以外,多数工资增速指标均为5%左右,其隐含的CPI和核心PCE均在4%以上。对于联储而言,其合宜的工资增速约为3-3.5%——等于2%通胀目标+1-1.5%的劳动生产率增速,在劳动力市场紧张状态保持不变的情况下,工资增速或难下降至合宜水平。更何况,美国劳动生产率增速相比疫情前显著下降,2022年1季度至2023年1季度,美国劳动生产率连续5个季度负增长¹。

图表27: 5%的工资增速隐含的核心PCE通胀或大于4%

工资指标	工资增速 (2022年6月)	隐含的CPI	差值	隐含的核心PCE	差值	工资增速 (2023Q1/2023Q4)	隐含的CPI	隐含的核心PCE
亚特兰大联储工资指数(MA3)	6.7	5.3	1.4	4.9	1.8	6.1	4.7	4.3
ECI(全民,激励除外)	5.1	4.7	0.4	4.5	0.6	4.8	4.4	4.2
ECI(全民)	5.2	4.8	0.4	4.5	0.7	5.0	4.6	4.3
ECI(私人工业生产,激励除外)	5.6	5.2	0.4	4.9	0.7	4.8	4.4	4.1
ECI(私人工业生产)	5.7	5.4	0.3	5.0	0.7	5.1	4.8	4.4
平均时薪(私人部门)	5.3	4.7	0.6	4.4	0.9	4.5	3.9	3.6
平均时薪(生产与非管理工人)	6.7	6.5	0.2	5.9	0.8	5.0	4.8	4.2

来源: PIIIE、Jason Furman (PIIE) and Wilson Powell III, 2022. 国金证券研究所

(三)“去通胀”的第三阶段: 劳动力市场能否进一步“转弱”是关键!

作为劳动力的价格,(均衡)工资由劳动力市场供求关系决定。换言之,劳动力市场松懈程度(slackness)是工资的决定性因素。上世纪90年代以来,与“菲利普斯曲线”平坦化相伴而生的现象是,劳动力市场状况与工资增速之间的相关性“似乎”也消失了,即紧张的劳动力市场不再是工资增速上涨的充分条件。例如,在2018年前后,失业率逐步下降到“自然失业率”水平以下——失业缺口转负,但工资增速却没有显著的上行。这引发了关于“工资之谜”(the wage puzzle)的讨论。其货币政策含义是:紧张的劳动力市场不再是美联储提前加息的条件,而这曾经是马丁-沃尔克-格林斯潘时代“逆风而行”规则的核心内容之一。

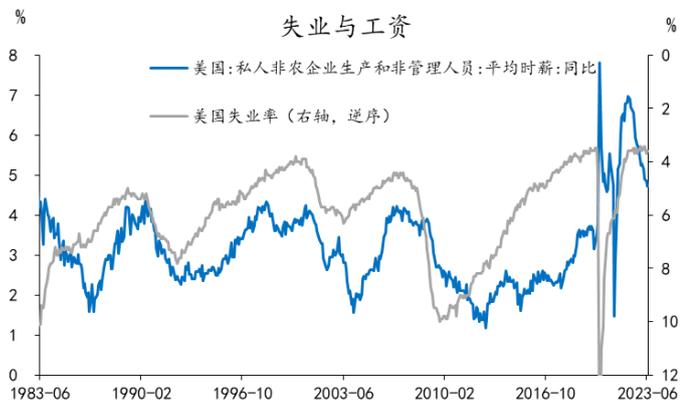
实际上,在学术文献中²,关于(工资)菲利普斯曲线的“消失”(或“失眠”)的讨论远没有结束,也未有定论,它或许只是“大缓和”时代的一个时代特征。通过改变通胀或劳动

¹ 参考报告:《美国经济“低效的繁荣”》。

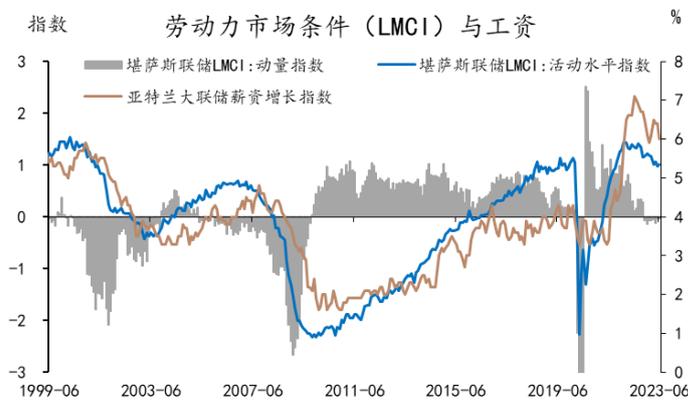
² Stock, Watson, 2019. Slack And Cyclically Sensitive Inflation, NBER working paper 25792.

力市场“松弛”程度的指标，传统菲利普斯曲线所描述的失业与通胀的替代关系可能并未消失，例如用粘性通胀或趋势性通胀指标替换整体通胀，用更为综合的劳动力市场条件指数（LMCI）来替代失业缺口，将会发现劳动力市场紧张程度与工资显著正相关，工资与通胀的正相关性依然显著。

图表28：失业率与平均时薪增速正相关



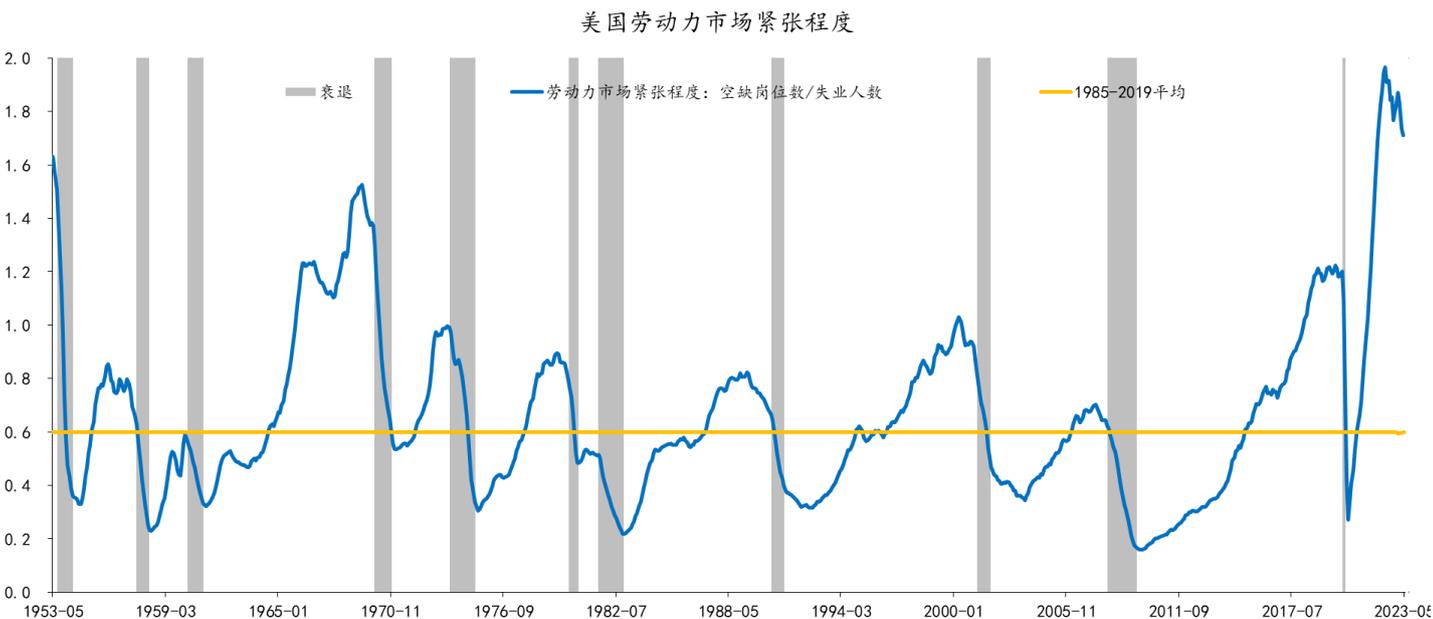
图表29：劳动力市场状况与工资增长指数正相关



来源：Google、Wind、国金证券研究所

自 2022 年初美国经济全面重启和美联储加息以来，随着劳动参与率的持续回升、移民的流入和企业招工需求的下降，美国劳动短缺状况有所缓和。但截止到 2 季度末，美国劳动力市场依然“非常紧张”，表现为：1) 职位空缺数仍高达 980 万，空缺率为 5.9%，相比 2022 年 3 月的高点（1200 万和 7.4%）有所回落，但仍高于疫情前的 700 万和 4.5%；2) 失业率（U3）为 3.6%，且自 2022 年 3 月以来一直位于 3.4-3.7% 区间震荡；3) 每位失业者对应的职位空缺数等于 1.7，高于疫情前的 1.2 和历史（1985-2019）平均的 0.6%；4) 劳动供求缺口仍高达 370 万（峰值为 600 万）。

图表30：美国劳动力市场紧张程度仍处历史高位

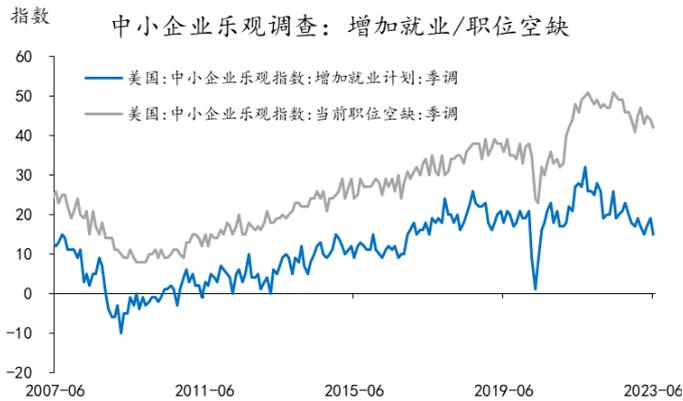


来源：BLS、wind、国金证券研究所

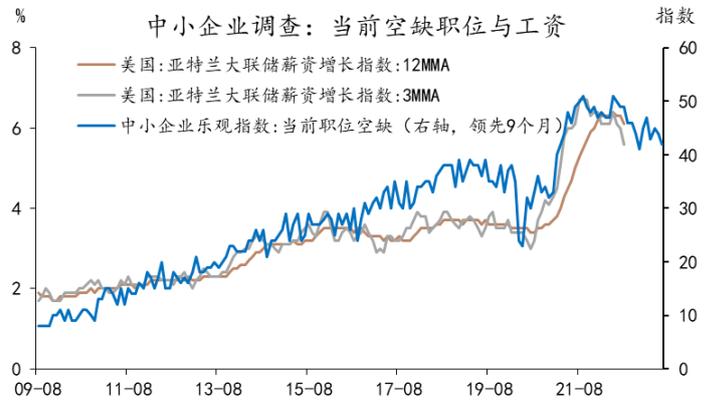
短期内，从劳动力市场边际变化看，工资增速趋于下行的方向更为确定，但不确定的是“均衡”工资是多少。从领先指标看，截至年底，工资增速或有 10% 左右的下降空间。届时，

就业成本指数 (ECI) 增速或落至 4.5% 左右, 亚特兰大联储薪资增长指数 (3 个月移动平均) 或回落至 5% 左右, 其隐含的核心 PCE 通胀约为 3.5-4%。所以, 下半年, 由于租金和工资通胀同步回落 (商品通胀低位企稳), 美国通胀形式较为乐观。但明年通胀能否进一步回落, 则取决于商品、租金和工资的“合力”。

图表31: 中小企业劳动力需求趋于回落



图表32: 中小企业劳动力需求与工资正相关



来源: Google、Wind、国金证券研究所

二、海外基本面&重要事件

(一) 货币与财政: 美联储 BTFP 规模上升

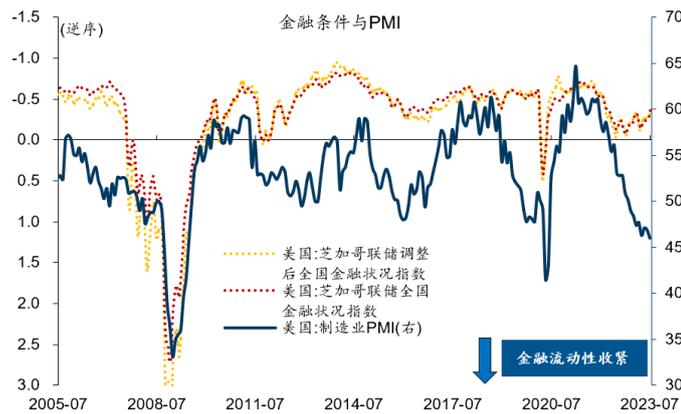
7 月 19 日当周, 美联储总资产及逆回购规模下降, 美联储 BTFP 工具使用量上升 10 亿美元至 1029 亿, TGA 存款上升 200 亿美元。货币市场基金规模上升 40 亿美元。7 月 12 日当周, 美国商业银行存款回落 900 亿, 小型银行存款下降 70 亿美元。商业银行消费贷款下降 50 亿, 住房贷款上升 100 亿, 工商业贷款下降 140 亿。7 月 14 日当周, 美国金融条件指数-0.35, 前值-0.32, 金融条件延续宽松。

图表33: 美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	07-19	07-12	07-05	06-28	06-21	06-14	06-07
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↓ -22	8274.6	8296.9	8298.3	8340.9	8362.1	8388.3	8389.3
	其他贷款	十亿美元	↓ -2	272.1	274.4	277.3	282.0	285.9	293.8	296.4
	一级信贷	十亿美元	↓ 0	2.6	2.7	3.4	3.2	3.2	3.6	3.2
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 1	102.9	102.3	102.0	103.1	102.7	102.0	100.2
	其他信贷工具	十亿美元	↓ -3	159.6	162.4	164.8	168.3	172.3	180.5	185.2
	逆回购	十亿美元	↓ -89	2058.7	2147.8	2191.3	2271.9	2370.3	2437.1	2508.1
	储备金	十亿美元	↑ 58	3220.6	3162.1	3179.6	3176.0	3204.0	3306.3	3306.2
	TGA	十亿美元	↑ 20	537.4	517.4	446.9	408.6	292.1	134.9	77.5
	商业银行									
	现金	十亿美元	↓ -27		3259.5	3286.3	3277.0	3264.4	3356.5	3351.6
	消费贷	十亿美元	↓ -5		1878.7	1883.2	1897.5	1886.9	1883.7	1881.7
	住房贷款	十亿美元	↑ 10		2524.4	2514.8	2519.1	2518.3	2516.5	2514.7
	商业地产贷款	十亿美元	↓ -3		2920.2	2923.5	2923.4	2920.1	2918.0	2915.5
	工商业贷款	十亿美元	↓ -14		2754.8	2768.3	2768.9	2775.1	2774.2	2770.8
存款	十亿美元	↓ -90		17260.2	17350.3	17260.0	17197.0	17260.0	17215.6	
大银行存款	十亿美元				10883.2	10803.8	10759.0	10811.1	10787.1	
小银行存款	十亿美元	↓ -7		5196.7	5203.3	5178.1	5170.6	5183.6	5173.5	
货币市场基金	十亿美元	↑ 4	5458.5	5454.2	5474.6	5430.9	5433.8	5452.0	5456.7	
流动性价格型指标	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	0.2	0.2	0.2	0.3	0.2
	TED利差	%	↑ 0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	票据与信用债市场									
	Master企业债利差	%	↑ 0.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
	票据利差	%	↓ 0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
	离岸市场									
欧元兑美元互换基差	%	↑ 1.0	-11.5	-12.5	-12.4	-15.3	-16.0	-20.4	-23.0	
日元兑美元互换基差	%	↑ 3.0	-27.9	-30.9	-30.3	-32.5	-34.4	-36.1	-38.3	

来源: 美联储官网、国金证券研究所

图表34: 美国金融条件延续宽松



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表35: 美国信用利差降低

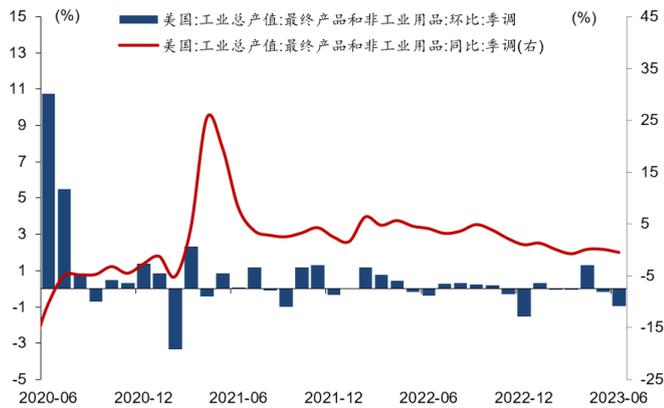


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 生产与就业: 美国6月工业总产值增速下降

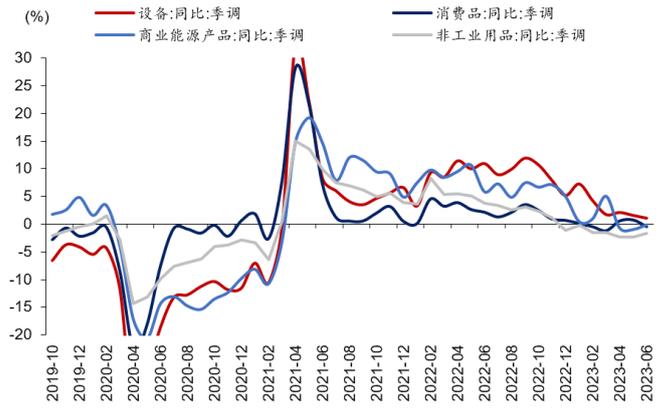
美国6月工业总产值增速下降。6月,美国工业总产值同比增-0.5%,前值0.1%,环比-1%,前值-0.2%,同比、环比增速均下降。区分产品来看,非工业用品生产增速最低,6月同比-1.7%;设备类产品生产增速最好,6月同比1.1%。7月15日当周美国初请失业金人数23万人,前值24万人,续请失业人数175万人,前值172万人。7月10日当周新增职位数量166万,前值166.1万。

图表36: 美国6月工业总产值环比下降



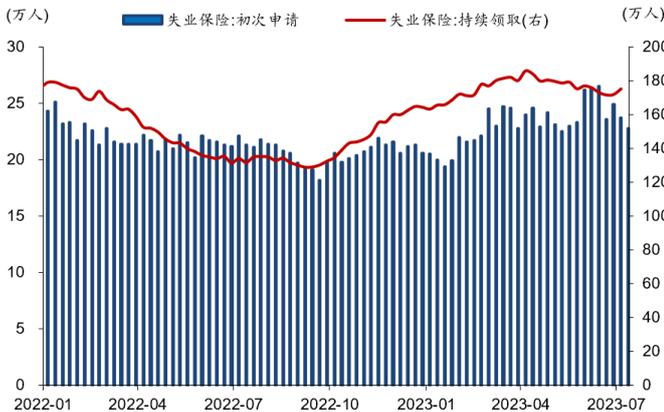
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表37: 美国6月不同产品工业产值同比



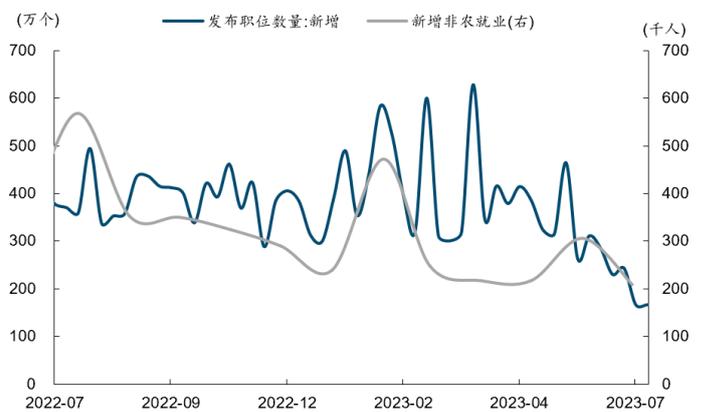
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表38: 美国7月15日当周初请失业23万人



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表39: 美国7月10日当周新增职位数量微降

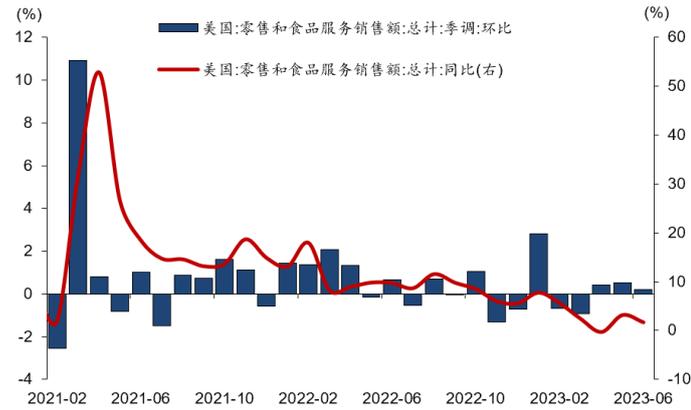


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 消费与出行: 美国6月零售增速下滑

美国6月零售消费增速回落。6月,美国零售及食品销售同比1.5%,前值2.0%,环比0.2%,前值0.5%。汽车消费增速回落,6月机动车辆及零部件环比0.4%,前值1.5%。家具消费增速回升,6月环比1.4%,前值-0.4%。7月15日当周,美国红皮书零售增速-0.2%,前值-0.4%。其中百货店增速-2.8%,前值-2.3%,折扣店增速0.5%,前值0.2%。德国7月外出用餐人数同比升至6%,纽约拥堵指数回落。

图表40: 美国6月零售同比1.5%，环比0.2%



图表41: 美国6月汽车同比5%，家电同比1%，前值-3%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表42: 美国6月零售消费同比增速

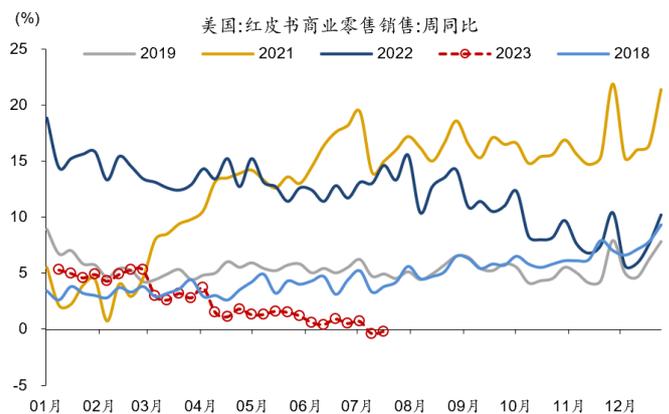
美国消费同比增速	月度变化	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09
零售和食品服务总计	↓ -0.47	1.49	1.96	1.29	2.19	5.26	7.41	5.98	6.14	8.77	9.37
零售总计	↓ -0.39	0.54	0.93	0.24	0.86	3.93	5.38	4.93	5.28	8.04	8.95
机动车辆及零部件	↑ 0.22	5.34	5.12	-0.07	0.70	0.67	3.29	0.99	1.05	5.28	5.37
家具和家用装饰	↑ 2.85	-4.57	-7.42	-9.07	-4.16	-0.58	6.66	-1.00	-2.55	0.39	-0.15
电子和家用电器	↑ 3.95	0.95	-3.00	-8.61	-5.30	1.15	4.13	-4.62	-5.04	-6.49	0.34
建筑材料、园林设备及物料	↓ -1.20	-3.16	-1.96	-4.62	-4.61	1.40	1.69	3.00	2.69	8.93	10.13
食品和饮料店	↓ -1.56	1.30	2.86	3.77	4.36	5.61	5.51	6.71	7.90	7.80	7.29
保健和个人护理	↓ -1.97	6.28	8.25	7.82	7.68	8.65	5.59	0.84	3.98	4.38	3.94
加油站	↓ -2.71	-22.72	-20.01	-14.73	-13.10	-1.04	6.29	5.38	14.31	18.94	18.92
服装及服装配饰	↑ 0.70	0.75	0.05	-1.99	-1.88	3.37	9.56	3.28	0.42	3.68	4.19
运动商品、业余爱好物品、书及音乐	↓ -1.77	-1.27	0.50	0.47	1.43	1.78	7.25	2.48	-1.31	4.01	3.05
日用品商场	↓ -1.40	0.46	1.86	2.25	2.89	6.59	7.81	6.28	6.70	6.52	8.24
杂货店零售业	↓ -1.20	1.53	2.73	2.67	2.02	4.07	9.21	3.30	2.95	7.00	9.21
食品服务和饮吧	↓ -1.05	8.43	9.48	9.06	12.31	15.41	23.44	13.89	12.55	14.21	12.45

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表43: 美国红皮书零售同比-0.2%，前值-0.4%



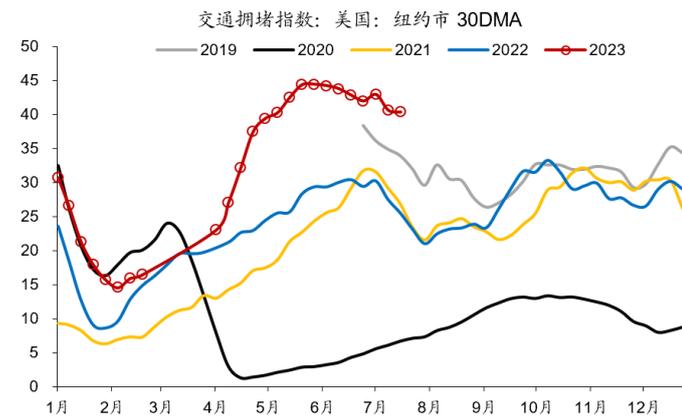
图表44: 美国红皮书零售增速弱于季节性



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表45: 美国纽约交通拥堵情况回落



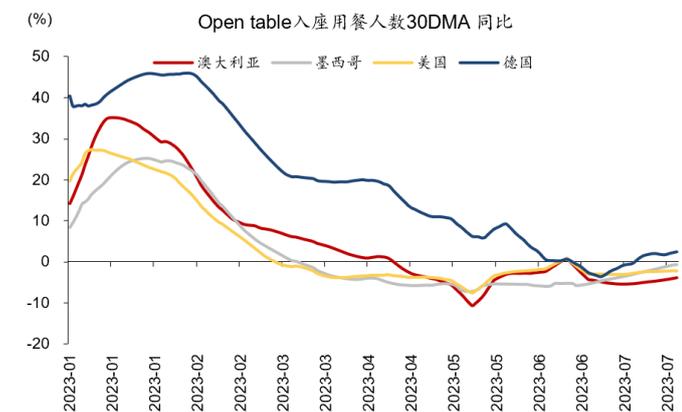
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表46: 德国航班飞行次数高于2022年



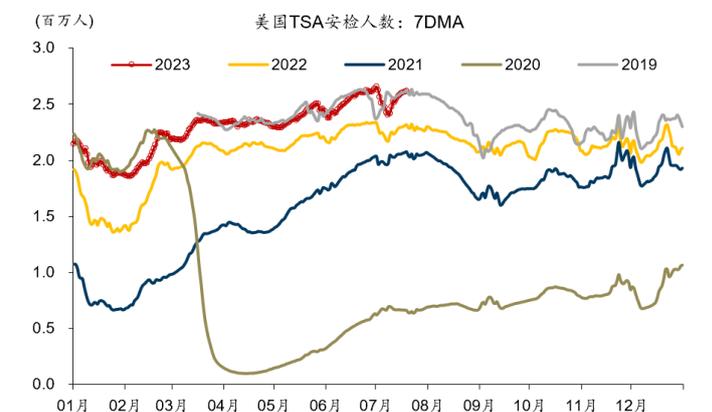
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表47: 德国7月外出用餐人数同比升至6%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表48: 美国TSA安检人数回升

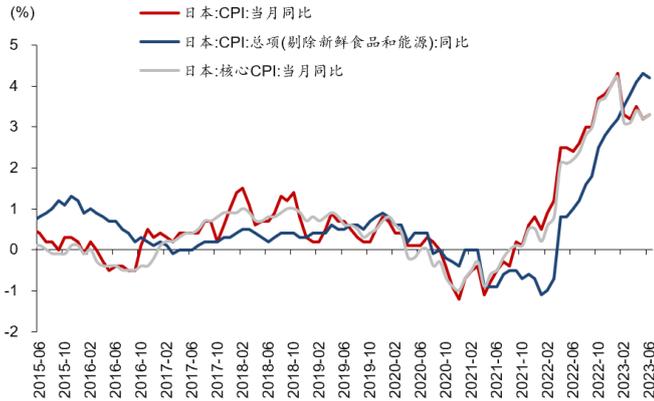


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(四) 通胀与能源: 日本核心通胀回落, 英国通胀放缓超预期

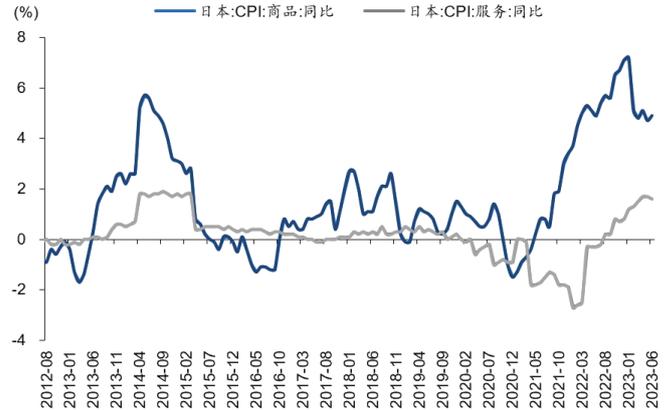
日本核心通胀回落。日本6月CPI录得3.3%，前值3.2%，核心CPI录得3.3%，前值3.2%，受能源价格下跌影响，剔除新鲜食品和能源的核心CPI同比4.2%，前值4.3%，2022年以来首次出现回落。日本6月服务通胀1.6%，商品通胀1.7%。欧元区通胀放缓，6月欧元区HICP录得5.5%，前值6.1%，核心HICP录得5.5%，较前值5.3%反弹。英国通胀超预期放缓，英国6月CPI同比8%，预期8.2%，前值8.7%，6月核心CPI同比涨6.9%，预期7.1%，前值7.1%。截至7月21日，布油录得80.5美元每桶，上周80美元；WTI原油录得77.1美元，上周75.4美元；英国天然气录得70便士/色姆，上周62便士。NYMEX天然气2.7美元/百万英热单位，上周2.6美元。

图表49: 日本 6 月 CPI 同比 3.3%，剔除能源食品 CPI 4.2%



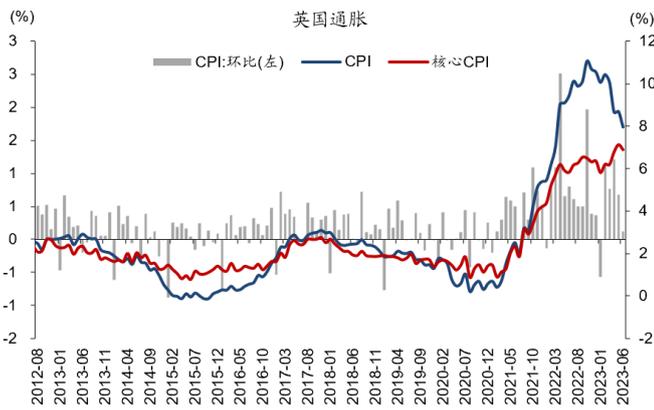
来源: WIND、国金证券研究所

图表50: 日本 6 月服务通胀同比 1.6%，商品同比 4.9%



来源: WIND、国金证券研究所

图表51: 英国 6 月 CPI 同比 8%，前值 8.7%



来源: WIND、国金证券研究所

图表52: 英国 6 月服务通胀同比 7.2%，商品 8.5%



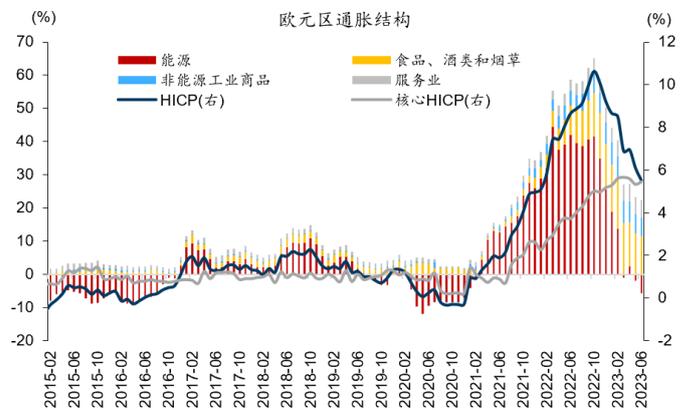
来源: WIND、国金证券研究所

图表53: 欧元区 6 月调和 CPI 同比 5.5%，核心 5.5%



来源: WIND、国金证券研究所

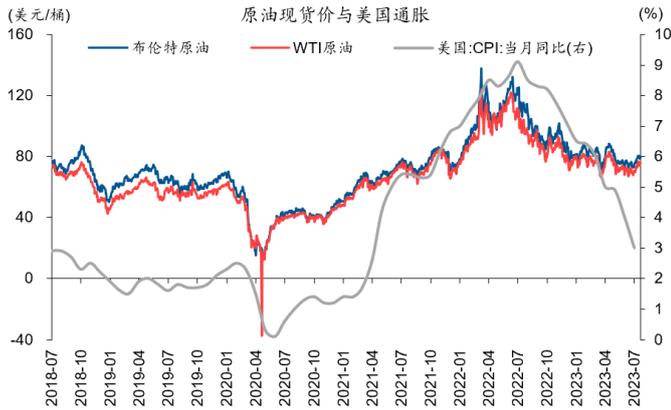
图表54: 欧元区通胀结构



来源: WIND、国金证券研究所

图表55: 本周, 布油反弹至 80 美元, WTI 升至 77 美元

图表56: 本周, IPE 英国天然气升至 70 便士



来源: WIND、国金证券研究所

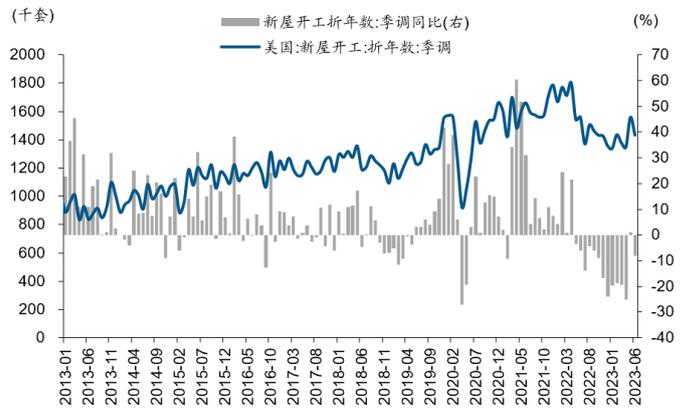
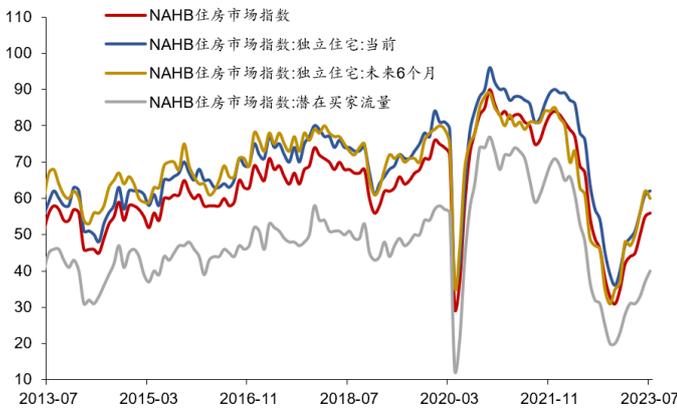
来源: WIND、国金证券研究所

(五) 地产与信贷: 美国 6 月地产销售、开工回落

美国 6 月地产销售、开工回落。美国 7 月 NAHB 住房市场指数升至 56, 前值 55。美国 6 月新屋开工 143 万户, 前值 156 万户; 6 月营建许可回落至 144 万户, 前值 150 万户; 6 月成屋销售回落至 416 万套, 前值 430 万套。截至 7 月 20 日, 美国 30 年期抵押贷款利率升至 6.8%, 较 5 月底的 6.6% 上升 20BP。

图表57: 美国 7 月 NAHB 指数升至 56, 前值 55

图表58: 美国 6 月新屋开工回落



来源: WIND、国金证券研究所

来源: WIND、国金证券研究所

图表59: 美国6月营建许可回落



来源: WIND、国金证券研究所

图表60: 美国6月成屋销售回落



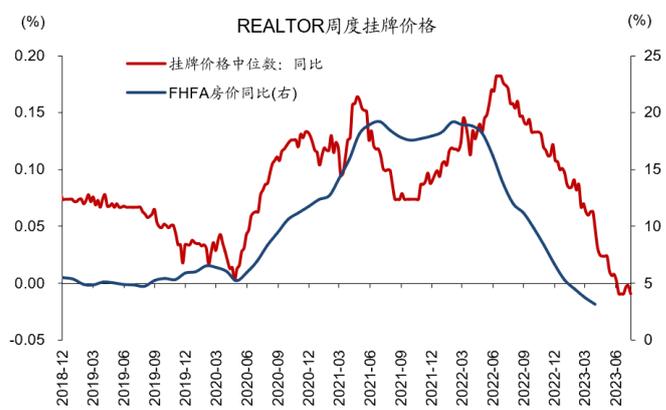
来源: WIND、国金证券研究所

图表61: 美国30年期抵押贷款利率升至6.8%



来源: WIND、国金证券研究所

图表62: 美国二手房挂牌价增速降至0%

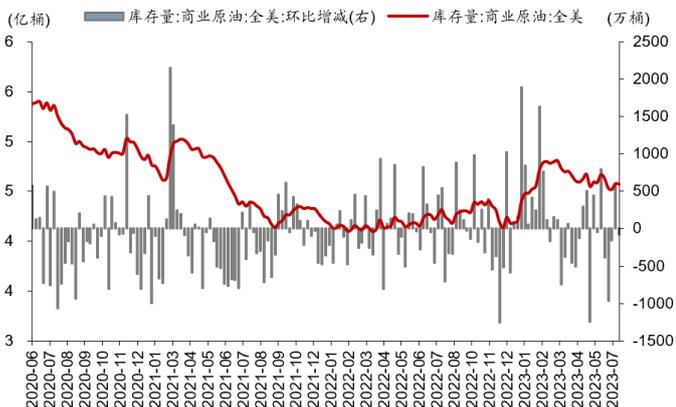


来源: WIND、国金证券研究所

(六) 库存与供应: 美国原油库存减少

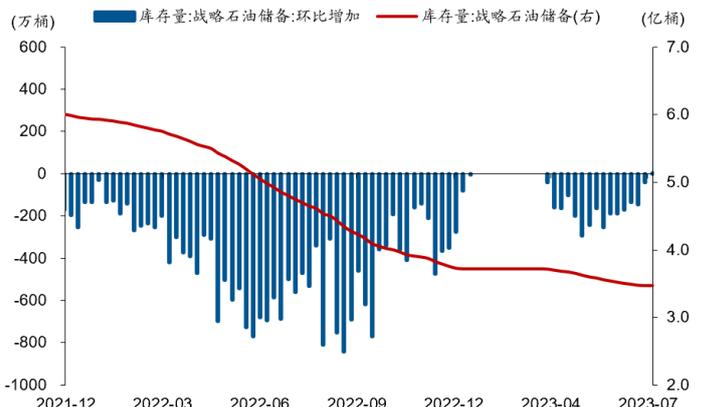
上周美国原油库存减少71万桶, 前值增加595万桶。原油库存量4.6亿桶, 高于2019年同期水平; 战略原油储备增加0.1万桶, 存量降至3.5亿桶。原油产量录得1230万桶, 前值1230万桶, 美国天然气库存处于同期较高位置。

图表63: 上周美国原油库存减少71万桶



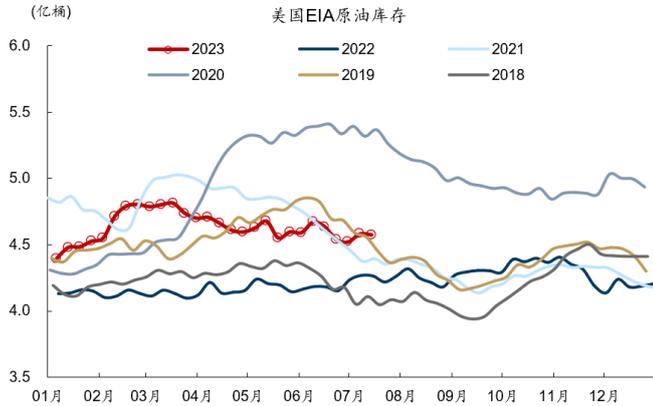
来源: WIND、国金证券研究所

图表64: 上周美国战略原油储备增加0.1万桶



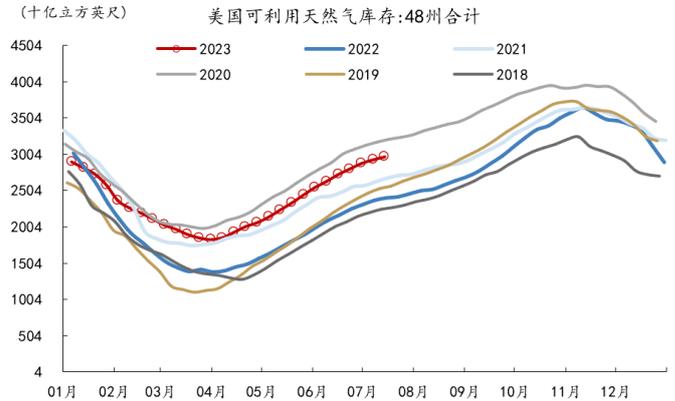
来源: WIND、国金证券研究所

图表65: 美国原油库存高于2019年季节性水平



来源: WIND、国金证券研究所

图表66: 美国天然气库存分位较高



来源: WIND、国金证券研究所

风险提示

- 1、俄乌战争持续时长超预期。俄乌双方陷入持久战，美欧对俄制裁力度只增不减，滞胀压力加速累积下，货币政策抉择陷入两难境地。
- 2、稳增长效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情反复超预期，进一步抑制项目开工、生产活动等。
- 3、疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下消费等抑制加强；海外疫情反复，导致全球经济活动、尤其是新兴经济体压制延续，出口替代衰减慢。

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