

宏观点评 20230510

美国通胀的高不成低不就

2023年05月10日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

相关研究

《4月出口：“一带一路”的对冲力量有多大？》

2023-05-09

《暂停加息了为何失业率还创新底？》

2023-05-05

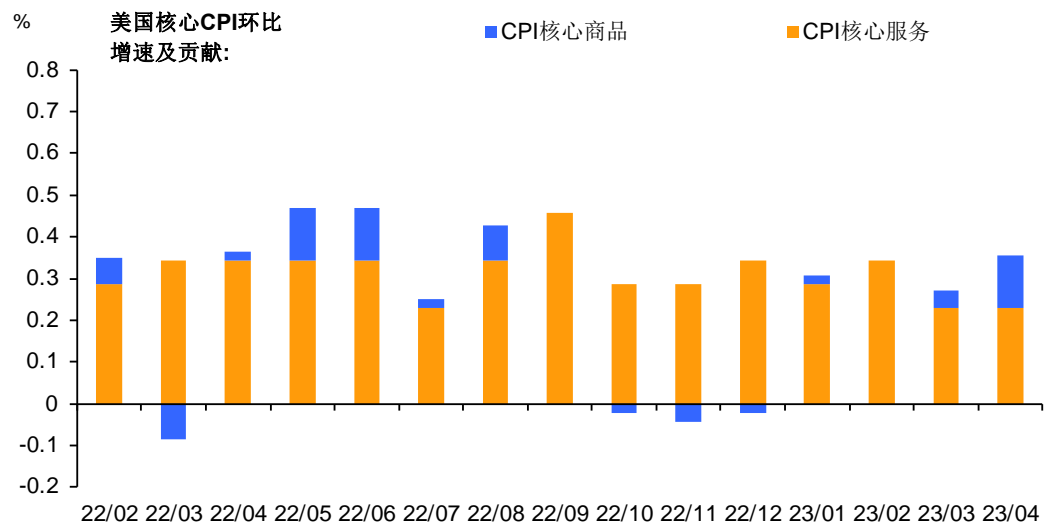
- 虽然美国4月通胀自2021年首次放缓至5%以下，但却是个“高不成也低不就”的结果。在美联储不断加息下，通胀及核心通胀同比仅放缓0.1%，通胀环比出现反弹。不仅如此，由图1-2可以看出，当前左右联储作出判断的：剔除住房的核心服务回落幅度小且继续处于历史高位，而且构成通胀的核心商品及服务均有上涨压力。
- 从结构上看，当前通胀的超韧性症结主要集中在3个方面：
- 一是联储最关注的非住房服务价格大幅缓解的希望渺茫。劳动力市场指示剔除住房的核心服务放缓空间。但如图3，从4月新出的非农数据来看，无论是创新低的失业率还是工资，均未指向大幅缓解，甚至出现反弹的信号，具体来看：
- 失业率再探底，薪资动能对放缓通胀效果有限。4月失业率继续探底的主要原因有二：一是就业市场中的重新再入者抵消激增的失业人数。二是大龄劳动力劳动参与率尚未在疫后改善，并且黄金年龄参与率继续修复空间有限（图4-5）。再而从薪资增速来看，如图6所示，通过时间来衡量同工种的工资增长继续维持历史高位，且倘若职位空缺/非临时裁员的比例不能继续减半，工资通胀上升的担忧将难以消散。
- 二是核心商品价格反弹，加剧通胀上行风险。此前通胀回落主要靠核心商品的大幅转弱下行，在经历了6个月的急剧和大于预期的下降后，领先指标连续反弹上涨。二手车通胀同比、环比均出现反弹，给通胀带来上行风险（图7-8）。
- 三是酒店价格及运输服务通胀再次提振成为核心服务回落的阻力。美国春假旅行需求反弹推高机票和酒店价格。酒店价格上涨抵消部分租金价格回落，且机票价格上涨导致核心服务有重新加速迹象（图9-10）。
- 4月通胀超韧性症结巩固美联储让利率维持在高位：
- 就业与通胀联合打击联储对“核心通胀将持续放缓”的信心。从4-5月以来联储官员表态中，核心通胀下行速度不及预期巩固了利率“更高、更久”的限制是有必要的（图11）。
- 美国当前整体情况无法巩固降息预期。当前通胀症结难解，以及劳动市场稳健为消费复苏动能延续提供动力的双重背景下，市场对二季度美国经济滑入衰退的“共识”需要被纠偏，美联储年内降息的基础无法被满足，利率将在高位维持更久（图12）。
- 风险提示：金融体系流动性风险超预期；俄乌局势失控造成大宗商品价格剧烈波动；美联储政策超预期。

图1：剔除住所后的核心服务通胀仍在高位



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图2：CPI核心商品反弹



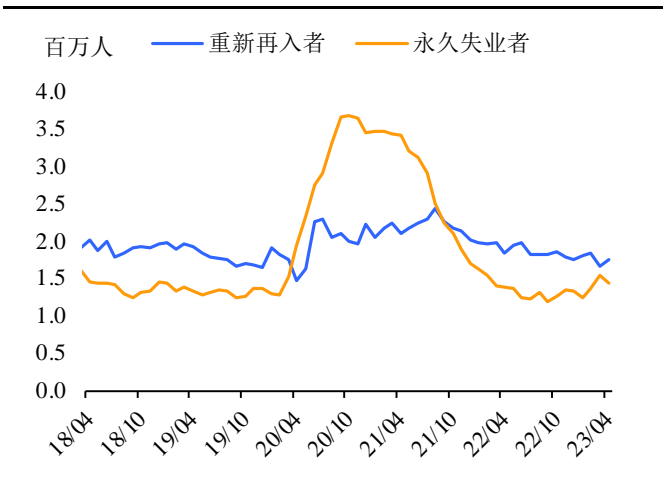
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图3: 4月美国就业市场“紧张”尚未缓解

| | | 平均薪资增速同比 (%) | 当前就业 (百万人) | 疫情前就业 (百万人) | 相较疫情前就业 (%) | 当前职位空缺率 (%) | 疫情前平均职位空缺率 (%) | 当前职位空缺率 vs 疫情前平均水平倍数 | 相较平均水平裁员 | 就业占比 (%) |
|------------|---------|--------------|------------|-------------|-------------|-------------|----------------|----------------------|----------|----------|
| | 总计 | 4.2 | 133.1 | 127.1 | 4.7 | 6 | 3.8 | 1.6 | 低 | 83.4 |
| 商品、供应链及IT业 | 采矿业 | 4.6 | 0.6 | 0.7 | -8.9 | 5.1 | 2.6 | 2.0 | 低 | 0.5 |
| | 建筑业 | 5.4 | 7.9 | 7.5 | 6.0 | 4.1 | 2.5 | 1.7 | 低 | 5.9 |
| | 制造业 | 3.9 | 13.0 | 12.7 | 2.3 | 5.1 | 2.6 | 1.9 | 低 | 9.8 |
| | 运输仓储业 | 4.2 | 6.7 | 5.7 | 18.6 | 4.8 | 3.3 | 1.4 | 正常 | 5.1 |
| | 信息业 | 5.5 | 3.1 | 2.9 | 8.3 | 5.7 | 3.7 | 1.6 | 正常 | 2.3 |
| 服务业 | 金融业 | 3.9 | 9.1 | 8.8 | 3.9 | 4.6 | 3.5 | 1.3 | 低 | 6.9 |
| | 专业和商业服务 | 4.4 | 22.9 | 21.2 | 8.1 | 7.0 | 3.5 | 2.0 | 低 | 17.2 |
| | 教育和医疗服务 | 3.9 | 25.1 | 24.1 | 4.3 | 6.8 | 4.3 | 1.6 | 低 | 18.9 |
| | 休闲和酒店 | 6.1 | 16.5 | 16.0 | 3.3 | 8.3 | 4.5 | 1.8 | 低 | 12.4 |
| | 其他服务业 | 3.1 | 5.8 | 5.8 | 0.8 | 4.8 | 3.4 | 1.4 | 低 | 4.4 |

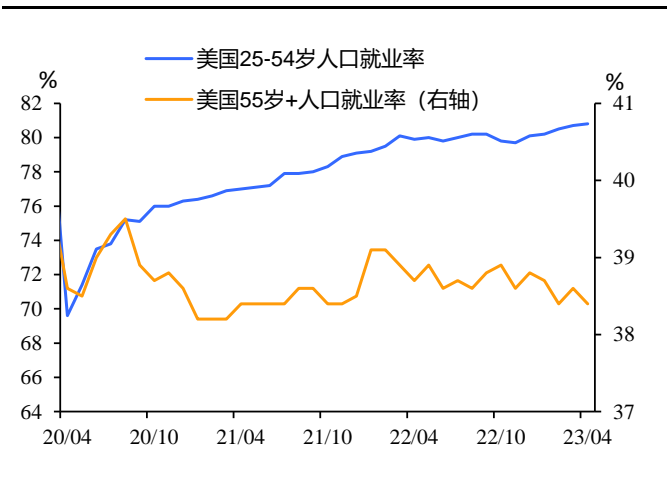
注: 数据均截止至 2023/04, 疫情前就业选取时间区间为 2019/02-2020/02; 平均职位空缺率的时间区间选取为 2001/03-2023/03。
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 再入者与永久失业者抵消, 拉低失业率



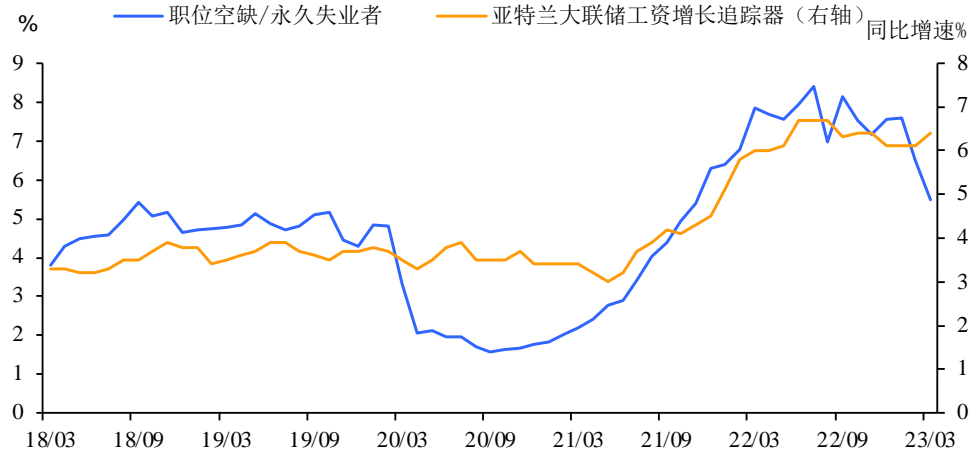
数据来源: Fred, 东吴证券研究所

图5: 超额退休难恢复, 黄金年龄劳动力支撑有限



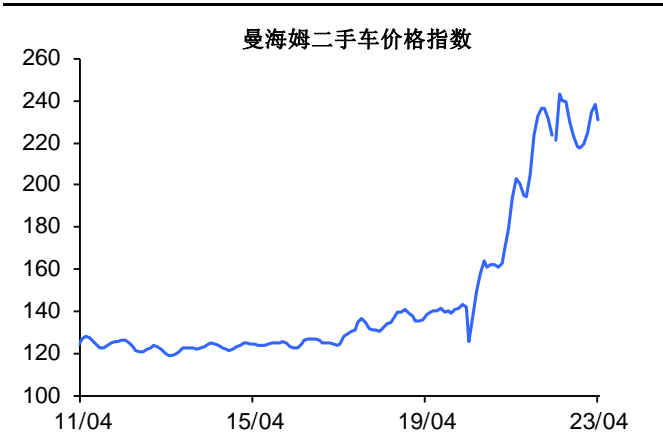
数据来源: Fred, 东吴证券研究所

图6: 职位空缺/永久失业解释工资通胀



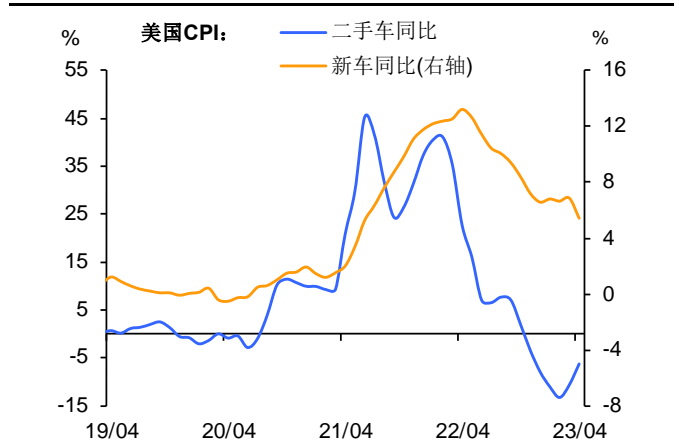
数据来源: Fred, 东吴证券研究所

图7: 美国二手车价格指数处于高位



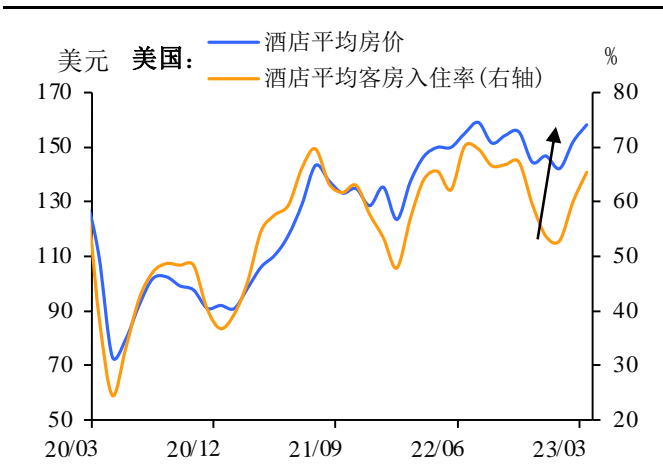
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: 二手车出现反弹



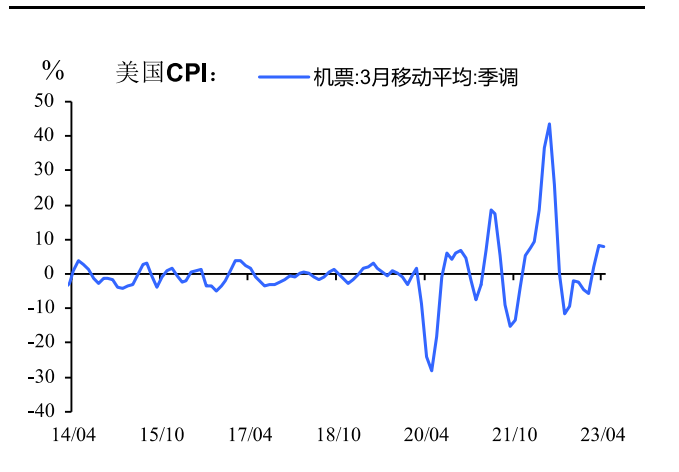
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 酒店客房入住率提高, 酒店价格上涨



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图10: 机票价格上涨压力



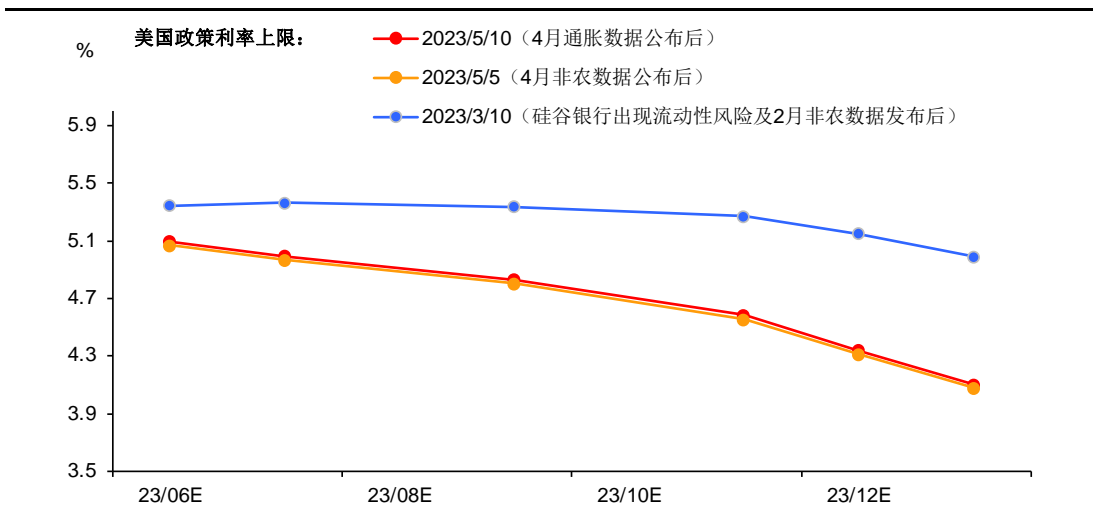
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 联储官员表态梳理

| 官员 | 日期 | 美联储官员表态 | 职位 | 2023FOMC 投票权 | 2024FOMC 投票权 |
|------|-----------|---|----------|-----------------|-----------------|
| 博斯塔克 | 2023/4/14 | 再加息一次后, 美联储可以暂停加息并评估。最近的通胀数据令人鼓舞, 但物价仍上涨过快; 美联储需要做得更多。过去一年的加息现在才开始产生影响, 全面的影响出现还需要时间。 | 亚特兰大联储行长 | 无 | 有 |
| 古尔斯基 | 2023/4/14 | 通胀正在下降, 仍存在一些明显的粘性。需要关注价格, 而不是工资。今天的零售数据可能会有一些滞后性。将花费接下来的几周时间来确定信贷紧缩的规模。 | 芝加哥联储行长 | 有 | 无 |
| 沃勒 | 2023/4/14 | 最近的数据显示美联储在通胀目标上没有取得太大进展, 利率需要进一步上升。政策需要在相当长一段时间内保持紧缩。硅谷银行的倒闭确实阻止了市场对终端利率进一步走高的预期。 | 美联储理事 | 有 | 有 |
| 布拉德 | 2023/4/18 | 通货膨胀没有明显进展, 意味着利率需要继续上升。5.50%-5.75%的政策利率区间具有足够的限制性, 倾向于利率在峰值维持更长时间不变, 直到通胀得到控制。美国经济衰退的预测忽略了劳动力市场的强劲势头, 疫情期间积累的储蓄仍有待使用。 | 圣路易斯联储行长 | 无 | 无 |
| 梅斯特 | 2023/4/21 | 我支持再次加息, 将利率提高到5%以上, 但需要谨慎行事。但利率需要从现在的水平提高多少, 以及政策需要维持多长时间, 将取决于经济和金融形势的发展。虽然潜在需求保持弹性, 但经济活动已开始放缓。我预计今年通胀会有实质性的改善, 今年的通胀率将下降到3.75%左右, 明年将继续改善, 并在2025年达到2%的目标。 | 克利夫兰联储行长 | 无 | 有 |
| 沃勒 | 2023/4/21 | 银行业风波的平静使我相信美联储能够并应继续将重点放在抗击高通胀上, 进一步收紧政策利率。银行挤兑这件事更多是一种恐慌。美联储利率政策已接近达到所需水平。 | 美联储理事 | 有 | 有 |
| 库克 | 2023/4/22 | 银行业前段时间的危机可能拖累加息前景。到目前为止, 我始终支持美联储大幅加息。经济持续走强, 通胀回落放缓可能促使美联储采取更多措施。就业市场依然强劲, 但有降温迹象。 | 美联储理事 | 有 | 无 |
| 鲍威尔 | 2023/5/4 | 有些迹象表明劳动力市场的供需正在回归更好的平衡状态, 薪资增长已经显示出一些缓和的迹象。我的预测是美国经济以和缓速度增长, 而非衰退。我们正在持续评估利率是否具有足够限制性, 在宣布我们已经采取了足够的紧缩政策之前, 我们需要更多的数据。鉴于我们认为通胀需要一些时间才能下降, 因此降息不合适。感觉我们离终点越来越接近, 也许可以暂停加息了。 | 美联储主席 | 有 | 有 |
| 布拉德 | 2023/5/6 | 委员会认为当前的货币政策已经足够收紧, 我们准备好依赖数据, 在6月会议上以开放的心态决定是暂停加息还是加息。我确实认为美联储最终将不得不调高利率, 但这是因为预测通胀的下降速度比其他国家要慢, 美联储的限制性政策可能还不够。 | 圣路易斯联储行长 | 无 | 无 |
| 古尔斯基 | 2023/5/6 | 现在预计六月加息还为时过早, 政策必须依赖数据。我们现在看到的信贷状况一直与经济衰退有关, 紧缩的信贷条件有助于美联储的工作。 | 芝加哥联储行长 | 有 | 无 |

数据来源: 路透社, Bloomberg, 东吴证券研究所

图12: 市场预期衰退, 年内开始降息



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

