



美国 5 月 PCE 数据点评

宏观经济点评(简报)

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

通胀压力缓和, 消费支出走弱——美国 5 月 PCE 数据点评

事件: 6月30日, 美国经济分析局(BEA)发布5月个人消费支出(PCE)数据。PCE通胀下行, 同比3.8%, 预期3.8%, 前值4.3%, 核心PCE通胀4.6%, 前值4.7%, 预期4.7%。实际PCE同比2.1%, 前值2.2%, 环比0, 预期0.1%。

美国 5 月 PCE 通胀: 同比 3.8%, 前值 4.3%, 通胀大幅放缓, 个人消费支出走弱

美国5月PCE通胀与核心PCE通胀同比、环比继续下行, 基本符合预期。美国5月PCE物价指数同比上涨3.8%, 预期3.8%, 前值4.3%; 环比增0.1%, 预期0.1%, 前值0.4%。剔除食品和能源后, 5月核心PCE物价指数同比上涨4.6%, 略低于预期4.7%, 前值4.7%; 环比上涨0.3%, 预期0.3%, 前值0.4%。

商品通胀加速下行(主要原因是高基数), 服务业通胀仍具粘性。5月PCE商品通胀1.1%, 前值2.1%, 其中, 汽油及其他能源货物同比-21.9%, 前值-13.5%, 拉动商品PCE通胀-2.0%。PCE服务通胀同比5.3%, 前值5.5%, 其中, 住房和公用事业同比涨幅继续回落(5月同比7.6%, 前值8.1%), 拉动服务业PCE物价指数2.0个百分点。

5月实际PCE增速放缓, 但仍有韧性, 结构上商品弱于服务。5月实际PCE同比2.1%, 前值2.2%, 为年内低点; 环比0(商品-0.4%, 服务0.2%), 预期0.1%, 前值0.2%。细分科目中, 商品支出下行的主要贡献是机动车和零部件以及汽油和其他能源。服务支出增长的主要贡献为医疗保健(由门诊服务带动)、“其他”服务和运输服务。

市场反应: PCE 环比低于预期, 美债收益率下跌, 美股上涨, 高利率可能维持到年底

美国PCE数据公布后, 环比低于预期, 美债收益率下跌, 美股上涨。道琼斯指数收盘上涨0.8%; 标普500上涨1.2%; 纳斯达克收涨1.5%。10年期美债收益率日内下跌后上涨, 至美股收盘跌至3.8%, 相比6月初的3.69%已回升11bp。美元指数开盘后走弱, 收至102.9, 相比6月初(104)下跌近1%。

PCE数据发布后, 加息预期变动幅度不大。芝商所期货交易隐含的信息显示, 美联储7月加息的概率由前一日的89%降至87%, 下半年维持高利率的时间将可能更长, 12月维持利率不变的概率为51%。OIS隐含的FFR路径显示, 市场上修了下半年的FFR预期, 终点利率提高至5.4%。

前瞻: 商品“去通胀”已基本完成, 服务“去通胀”或将加速

商品“去通胀”已基本完成, 下一阶段的任务主要是服务业“去通胀”。美国5月商品分项PCE物价指数同比已降至1.1%, 服务分项PCE同比高达5.3%, 商品“去通胀”已基本完成, 根据房价-租金的滞后关系, 下半年租金通胀或进入下降通道。又由于美国劳动力市场转弱的信号在增强, 工资下行的趋势或将延续, 下半年美国核心通胀或加速下行。2023年底降息的条件或较为充分, 但具体时间仍取决于“外生冲击”: 1. 利率维持高位的时间平均6.5个月; 2. 降息时点平均滞后于通胀拐点5个月; 3. 劳动力市场转弱信号增强; 4. 降息时点与周期的顶点的偏离度较小; 5. 金融风险是迫使美联储“紧急”转向的重要条件; 在我们的基准假设下, 年底降息与历史经验相符, 并不算是“提前降息”。

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、美国 5 月 PCE：通胀大幅放缓，个人消费支出走弱.....	3
二、市场反应：美债收益率下跌，美股上涨，高利率可能维持到年底.....	5
三、前瞻：商品“去通胀”已基本完成，服务“去通胀”或将加速.....	6
风险提示.....	8

图表目录

图表 1：美国 5 月 PCE 物价指数同比、环比及其结构.....	3
图表 2：能源价格大幅下跌，整体 PCE 物价指数大幅放缓.....	4
图表 3：汽油及其他能源货物拉动商品 PCE 下降 2.0%.....	4
图表 4：食品饮料价格同比仍处高位，但有所放缓.....	4
图表 5：住房通胀及其贡献率有所下降.....	5
图表 6：5 月服务分项基本处于去通胀.....	5
图表 7：实际消费支出放缓.....	5
图表 8：PCE 通胀回落.....	5
图表 9：PCE 公布后，美元美债下跌.....	6
图表 10：PCE 公布后，美股开盘上涨.....	6
图表 11：市场上修了预期的联邦基金利率.....	6
图表 12：下半年维持高利率的时间可能更长.....	6
图表 13：后疫情时代美国通胀走势及预测.....	7
图表 14：房价与租金通胀的领先-滞后关系.....	7
图表 15：租金通胀的拐点渐行渐近.....	7
图表 16：核心服务通胀与工资相关系数高达 0.82.....	8
图表 17：工资短期内或维持下行态势.....	8



事件: 6月30日, 美国经济分析局(BEA)发布5月个人消费支出(PCE)数据。PCE通胀下行, 同比3.8%, 预期3.8%, 前值4.3%, 核心PCE通胀4.6%, 前值4.7%, 预期4.7%。实际PCE同比2.1%, 前值2.2%, 环比0, 预期0.1%。

一、美国5月PCE: 通胀大幅放缓, 个人消费支出走弱

(一) 整体和核心PCE通胀: 大部分数据符合预期, 通胀大幅放缓但仍居高不下

美国5月PCE、核心PCE物价指数同比环比大部分符合预期。美国5月PCE物价指数同比上涨3.8%, 预期3.8%, 前值4.3%; 环比增0.1%, 预期0.1%, 前值0.4%。剔除食品和能源后, 5月核心PCE物价指数同比上涨4.6%, 略低于预期4.7%, 前值4.7%; 环比上涨0.3%, 预期0.3%, 前值0.4%。

5月PCE物价指数同比大幅放缓, 为自2021年5月以来首次回落至4%以下, 但仍居高不下; PCE物价指数同比放缓的主要原因是能源价格大幅下跌。核心PCE物价指数的下降幅度较小、仍处在非常高的水平, 表明通胀依然顽固、缓解程度微乎其微。不含住房的核心服务PCE物价指数同比上涨4.6%, 仍在创新高。

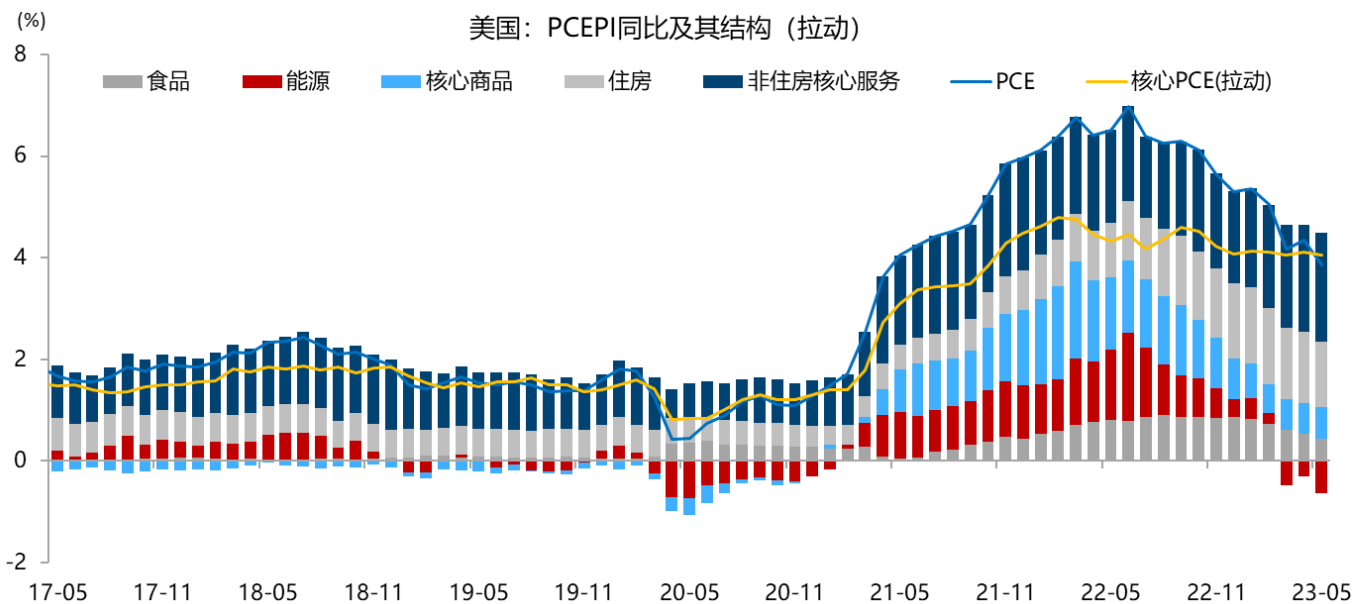
图表1: 美国5月PCE物价指数同比、环比及其结构

PCE分级	项目	权重(%)	季调_同比(%)						季调_环比(%)					
			23-05	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12
整体	PCE价格指数(PCEPI)	100.0	3.8	4.3	4.2	5.0	5.4	5.3	0.1	0.4	0.1	0.3	0.6	0.2
核心	核心PCE价格指数(不包括食品和能源)	88.8	4.6	4.7	4.6	4.7	4.7	4.6	0.3	0.4	0.3	0.3	0.5	0.4
I_核心	核心商品(不包括食品和能源)	23.6	2.6	2.6	2.5	2.3	2.8	3.4	0.4	0.2	0.2	0.1	0.5	0.0
I_核心	核心服务(不包括能源)	65.2	5.4	5.5	5.4	5.5	5.4	5.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	0.5
I	商品	33.1	1.1	2.1	1.6	3.6	4.7	5.1	-0.1	0.3	-0.2	0.1	0.6	-0.5
II	耐用消费品(DG)	12.2	0.7	0.8	0.8	0.7	1.0	2.0	0.2	0.2	-0.1	-0.2	0.3	-0.2
III	DG: 机动车和零部件	4.1	2.3	2.3	1.3	0.1	1.3	2.5	1.4	1.5	0.0	-1.0	-0.4	-0.5
III	DG: 家具及家用设备	2.9	-0.6	-0.6	1.1	2.6	3.4	5.0	-0.6	-0.9	0.0	0.2	0.6	0.1
III	DG: 休闲商品和汽车	3.6	-1.6	-1.4	-1.2	-1.7	-1.7	-1.5	-0.3	-0.5	-0.3	0.3	0.6	-0.8
III	DG: 其他耐用品	1.6	3.9	4.6	3.6	4.5	2.5	3.3	0.0	0.4	0.1	0.2	0.5	1.1
II	非耐用品(NG)	20.9	1.3	2.9	2.1	5.4	7.0	6.9	-0.3	0.4	-0.3	0.3	0.8	-0.7
III	NG: 为场外消费购买的食品和饮料	7.2	5.8	6.9	8.0	9.7	11.1	11.6	0.1	0.0	-0.2	0.2	0.4	0.4
III	NG: 服装和鞋类	2.7	2.9	3.1	2.1	2.2	2.6	3.0	0.4	0.4	0.3	0.7	0.7	0.2
III	NG: 汽油及其他能源货物	2.3	-21.9	-13.5	-20.0	-1.0	5.2	3.1	-5.6	2.4	-4.6	0.4	1.9	-7.3
III	NG: 其他非耐用品	8.6	5.2	5.0	5.2	4.8	5.5	5.5	0.5	0.1	0.7	0.3	0.8	0.2
I	服务业	66.9	5.3	5.5	5.5	5.8	5.7	5.4	0.3	0.4	0.3	0.4	0.6	0.6
II	家庭消费支出(HC)	63.9	5.2	5.4	5.3	5.6	5.5	5.3	0.2	0.4	0.3	0.4	0.6	0.5
III	HC: 住房和公用事业	17.5	7.6	8.1	8.3	8.7	8.6	8.5	0.3	0.3	0.2	0.5	0.8	0.9
IV	房屋	15.2	8.3	8.4	8.3	8.2	8.0	7.7	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8
IV	家庭公用事业	2.3	3.2	6.3	8.5	11.7	12.7	13.5	-0.8	-1.1	-1.6	-1.0	1.7	1.4
III	HC: 医疗保健	16.1	2.7	2.8	2.2	1.9	1.9	2.5	0.2	0.5	0.3	0.2	0.0	0.1
III	HC: 交通	3.3	7.1	7.9	10.9	15.5	16.3	13.5	0.1	-0.7	0.5	0.4	0.8	2.6
III	HC: 娱乐	3.6	4.7	5.6	5.5	6.0	5.8	5.7	-0.3	0.1	-0.1	1.0	0.7	0.5
III	HC: 餐饮业和住宿	7.4	6.7	6.8	7.6	7.4	7.3	6.6	0.7	0.0	0.8	0.7	0.7	0.5
III	HC: 金融和保险	7.6	3.1	2.9	1.7	2.0	0.8	0.6	0.0	1.1	-0.3	0.3	0.7	0.4
III	HC: 其他	8.4	4.9	4.9	4.4	4.2	4.7	4.1	0.1	0.9	0.4	0.3	0.7	0.0
IV	通信公司	1.6	0.0	-0.1	-0.3	-0.8	-0.8	-1.0	-0.2	0.0	-0.3	-0.1	0.4	0.3
IV	教育服务	1.8	2.6	2.7	2.8	2.6	2.7	2.5	0.2	0.2	0.2	0.1	0.3	0.3
IV	专业及其他服务	1.4	8.3	8.0	5.2	5.6	5.9	5.6	0.6	3.4	0.6	1.3	0.7	-0.3
IV	个人护理和服装服务	1.0	9.9	7.4	7.7	9.3	9.7	9.7	1.1	0.3	0.3	0.8	0.5	1.0
IV	社会服务和宗教活动	1.5	5.0	5.1	5.2	4.9	4.8	4.6	0.3	0.4	0.3	0.2	0.5	0.4
IV	家庭日常维护	0.6	4.3	6.5	3.0	2.8	3.3	3.8	-0.5	3.8	0.3	-0.5	0.1	0.8
II	家庭服务型非盈利机构最终消费支出(NPISHs)	2.9	8.5	7.3	9.7	9.6	10.0	7.6	1.1	-0.4	0.7	-0.5	1.2	0.9

来源: BEA、wind、国金证券研究所



图表2: 能源价格大幅下跌, 整体PCE物价指数大幅放缓



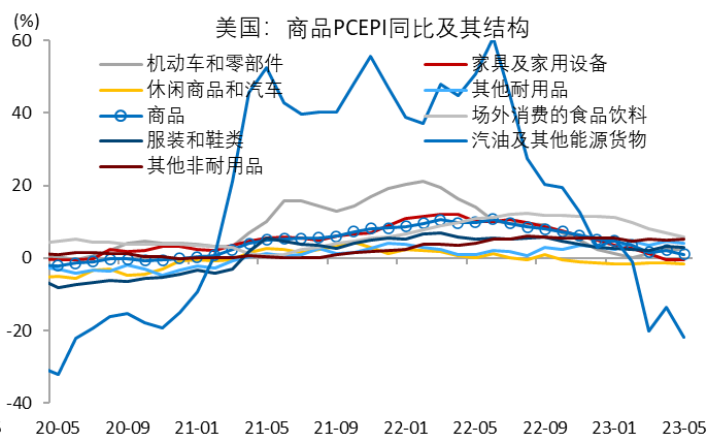
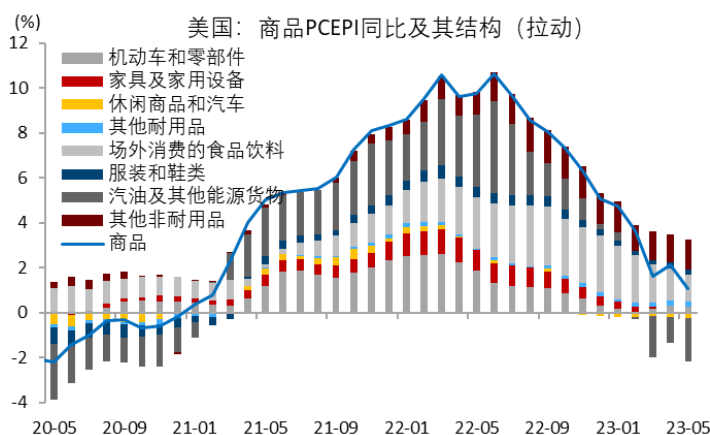
来源: BEA、wind、国金证券研究所

(二) 5月PCE通胀结构: 能源价格大幅下跌抑制通胀

5月商品分项PCE物价指数同比上涨1.1%，前值2.1%。各分项中，休闲商品和汽车同比-1.6%，前值-1.4%；其他耐用品同比3.9%，前值4.6%；场外消费的食品饮料同比5.8%，前值6.9%；服装和鞋类同比2.9%，前值3.1%；汽油及其他能源货物同比-21.9%，前值-13.5%。其中，汽油及其他能源货物拉动商品PCE物价指数下降2.0个百分点（前值下降1.2个百分点）。

图表3: 汽油及其他能源货物拉动商品PCE下降2.0%

图表4: 食品饮料价格同比仍处高位, 但有所放缓

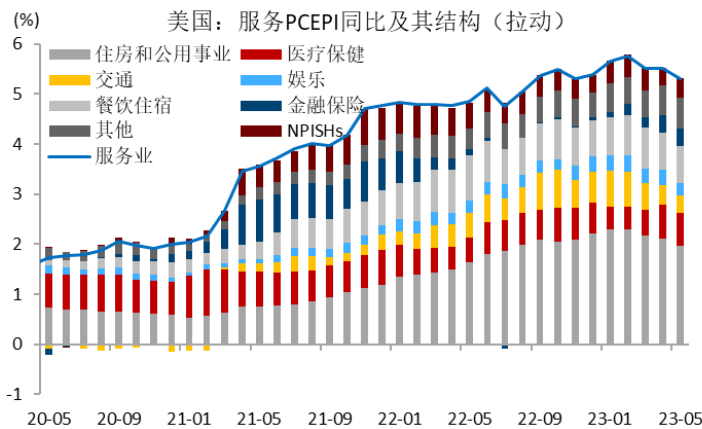


来源: BEA、wind、国金证券研究所

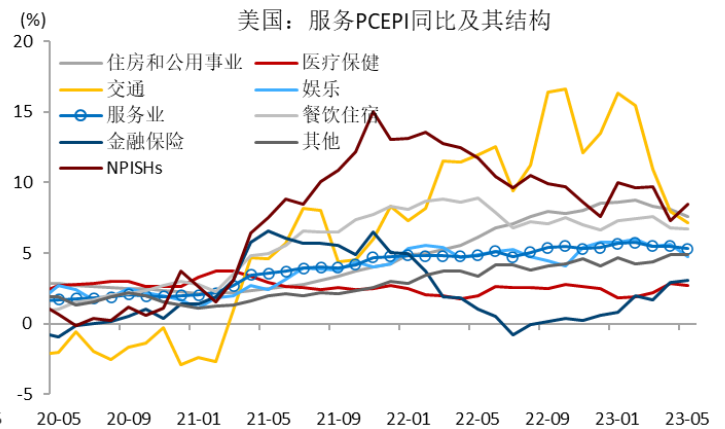
5月服务业分项PCE物价指数同比上涨5.3%，前值5.5%。住房和公用事业同比涨幅继续回落（5月同比7.6%，前值8.1%），但仍是主要拉动项，拉动服务业PCE物价指数2.0个百分点。仅金融保险分项和NPISHs的同比涨幅有所回升。



图表5: 住房通胀及其贡献率有所下降



图表6: 5月服务分项基本处于去通胀

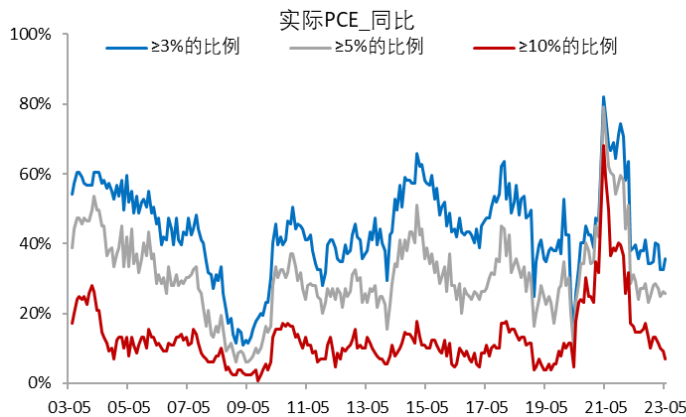


来源: BEA、wind、国金证券研究所

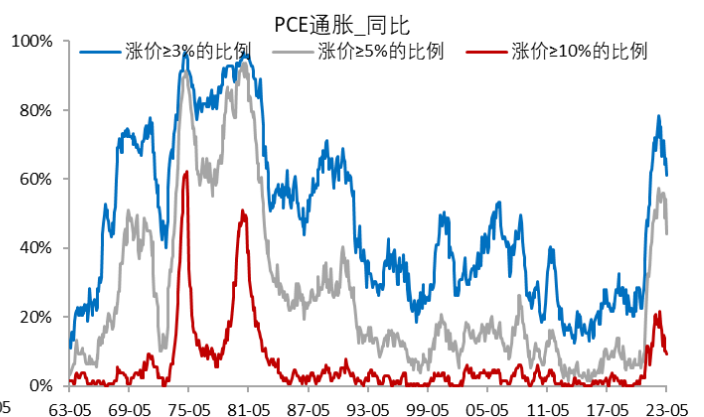
(三) 5月实际PCE: 消费者支出放缓、停滞不前

美国5月实际个人消费支出同比增2.1%，前值2.2%；环比0.0%（其中商品降0.4%，服务增0.2%），预期0.1%，前值0.2%。各细分科目中，实际消费支出放缓，通胀回落。分项来看，商品方面，下降的最大因素是机动车和零部件（以新的轻型卡车为首）以及汽油和其他能源商品。服务方面，增加的主要原因是医疗保健（由门诊服务带动）、“其他”服务（由国际旅行带动）和运输服务（由航空运输带动）。

图表7: 实际消费支出放缓



图表8: PCE通胀回落



来源: BEA、wind、国金证券研究所

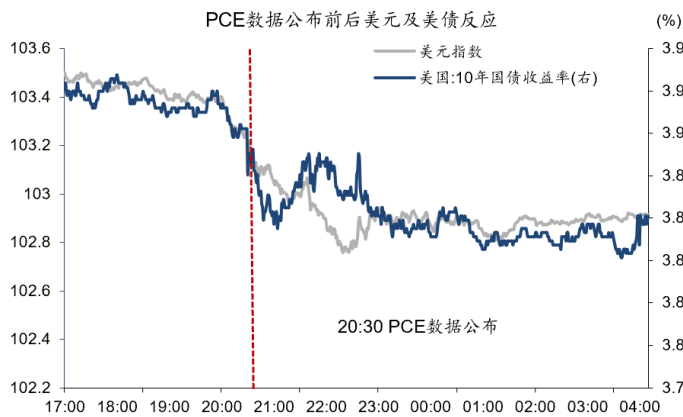
二、市场反应: 美债收益率下跌, 美股上涨, 高利率可能维持到年底

(一) 市场反应: PCE 环比低于预期, 美债收益率下跌, 美股上涨

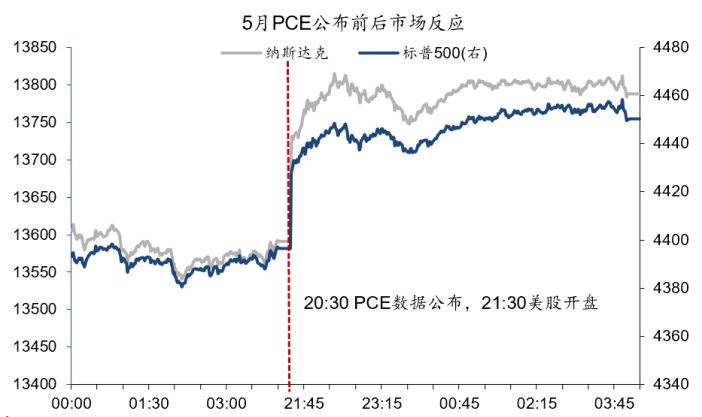
美国 PCE 数据公布后, PCE 环比低于预期, 美债收益率下跌, 美股上涨。道琼斯指数收盘上涨 0.8%; 标普 500 上涨 1.2%; 纳斯达克收涨 1.5%。10 年期美债收益率日内下跌后上涨, 至美股收盘跌至 3.8%, 相比 6 月初的 3.69% 已回升 11bp。美元指数开盘后走弱, 收至 102.9, 相比 6 月初 (104) 下跌近 1%。



图表9: PCE公布后, 美元美债下跌



图表10: PCE公布后, 美股开盘上涨

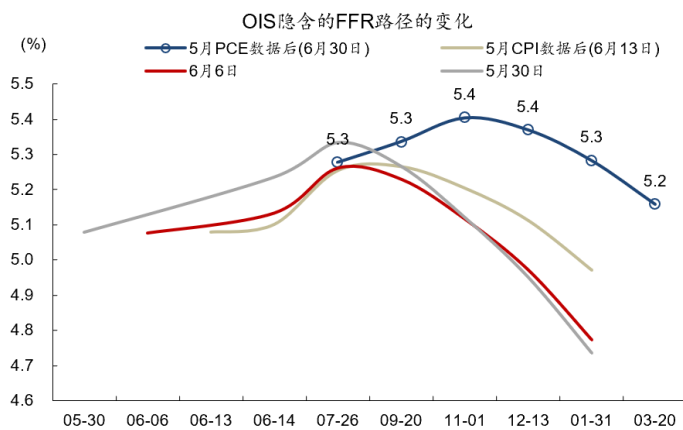


来源: Bloomberg、国金证券研究所

(二) 加息预期: 高利率可能维持到年底

PCE 数据发布后, 加息预期变动幅度不大。芝商所期货交易隐含的信息显示, 美联储 7 月加息的概率由前一日的 89% 降至 87%, 下半年维持高利率的时间将可能更长, 12 月维持利率不变的概率为 51%。OIS 隐含的 FFR 路径显示, PCE 公布后, 市场上修了下半年的 FFR 预期。终点利率提高至 5.4%。OIS 隐含的降息时间点为 1 月份, 但芝商所期货交易隐含的降息时间则推迟到了 3 月份。

图表11: 市场上修了预期的联邦基金利率



图表12: 下半年维持高利率的时间可能更长

区间/日期	23-03	23-05	23-06	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05
575-600	0	0	0	0	0	5	5	3	2	0
550-575	0	0	0	0	21	33	30	20	12	3
525-550	0	0	7	87	69	54	51	43	32	15
500-525	0	100	93	13	10	8	13	27	35	33
475-500	86	0	0	0	0	0	1	6	17	32
450-475	14	0	0	0	0	0	0	0	3	14
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
300-325	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
275-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

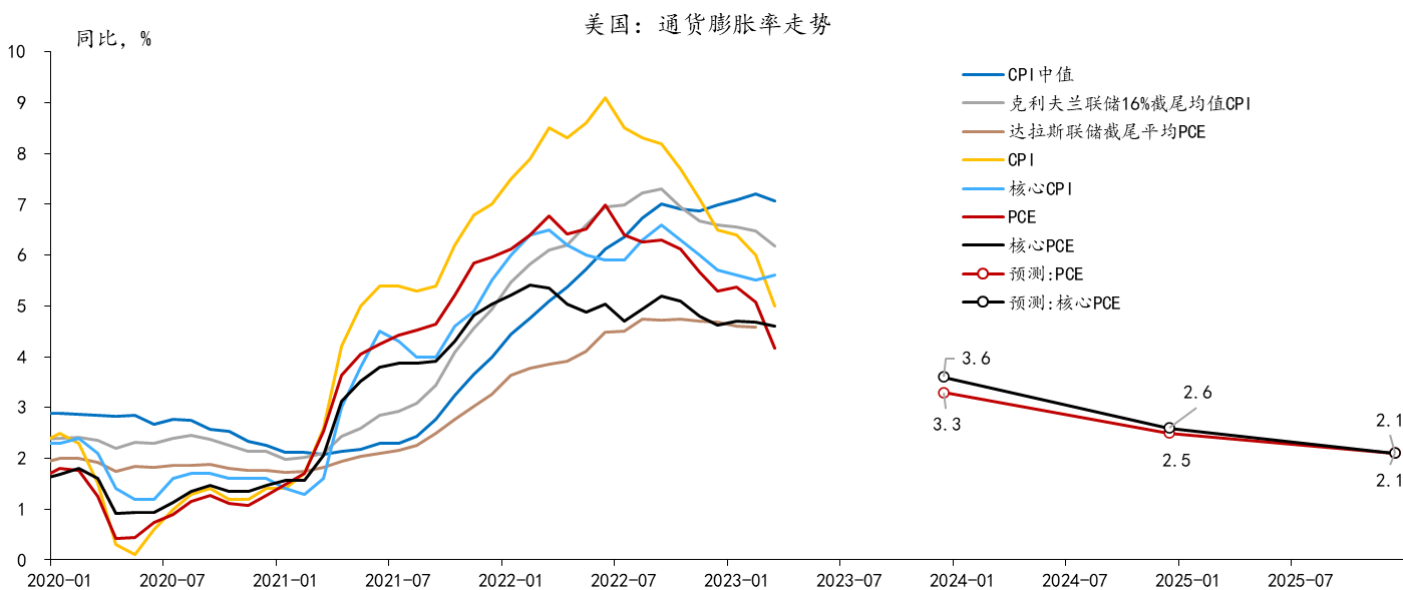
来源: CME、Bloomberg、国金证券研究所

三、前瞻: 商品“去通胀”已基本完成, 服务“去通胀”或将加速

截止到 5 月, 美联储“去通胀”(deflation) 任务的进展较为顺利。与 CPI 通胀类似, PCE 通胀已经从 2022 年 6 月的 7% 高位下降至 4%, 核心 PCE 从 2022 年 2 月的 5.4% 高位下降至 4.6%。整体通胀的降幅更为明显, 部分源自去年非核心商品价格的高基数效应。核心通胀更有粘性, 一者在于美国经济基本面的韧性(疫情期间的财政扩张效应+劳动力市场的韧性), 二者在于住房通胀统计方法上的“技术性时滞”。



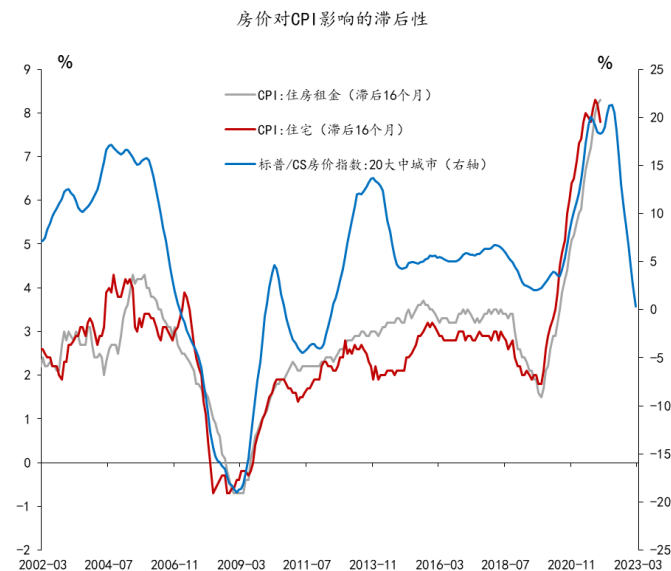
图表13: 后疫情时代美国通胀走势及预测



来源：美联储、国金证券研究所

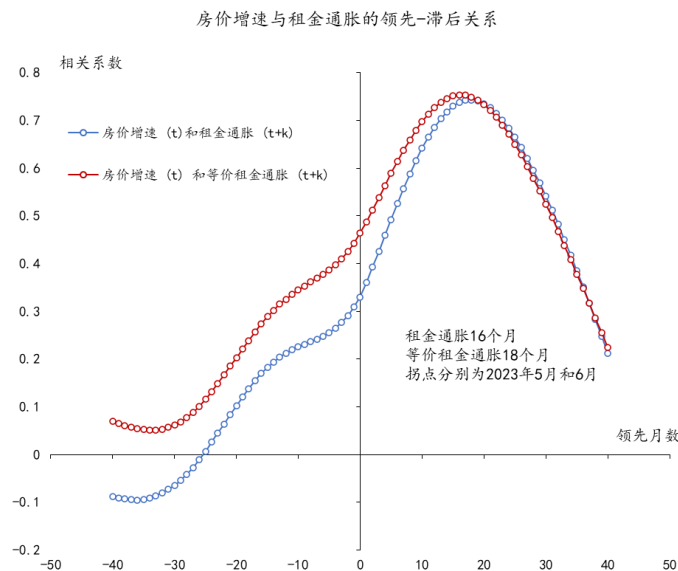
商品“去通胀”已基本完成，服务“去通胀”任重道远。PCE 通胀结构与 CPI 类似，5 月商品分项 PCE 物价指数同比已降至 1.1%，服务分项 PCE 同比高达 5.3%，可见，商品“去通胀”已基本完成，下一阶段的任务主要是服务业“去通胀”——可分为住房和非住房两个分项。非住房分项主要归因于劳动力市场的韧性和工资增长的粘性。根据房价-租金的滞后关系，下半年租金通胀或进入下降通道。又由于美国劳动力市场转弱的信号在增强，工资下行的趋势或将延续。下半年美国核心通胀或加速下行。通胀越来越不足以成为美联储降息的“绊脚石”。

图表14: 房价与租金通胀的领先-滞后关系



来源：达拉斯联储、wind、国金证券研究所

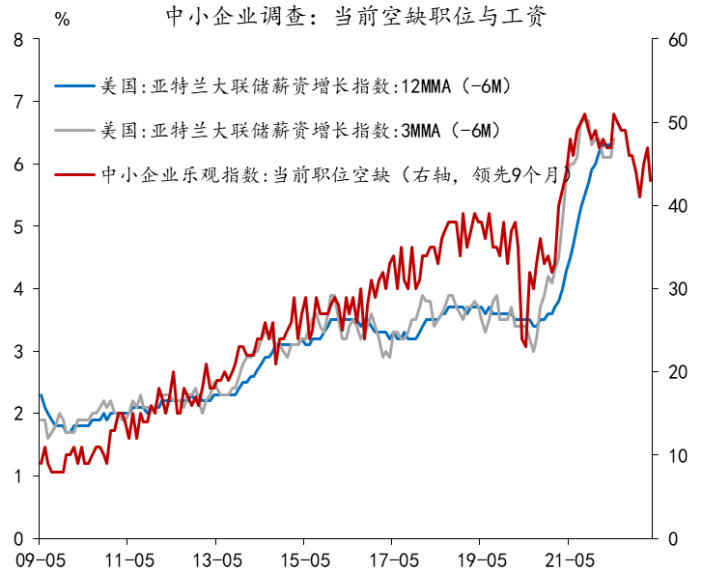
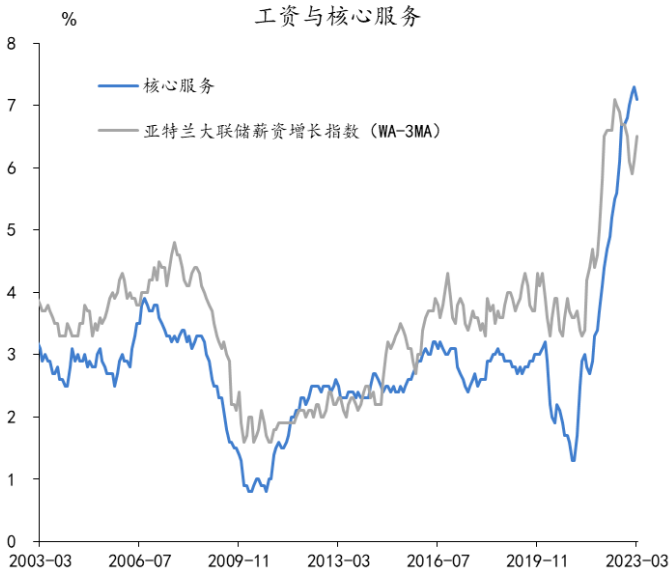
图表15: 租金通胀的拐点渐行渐近





图表16: 核心服务通胀与工资相关系数高达0.82

图表17: 工资短期内或维持下行态势



来源: wind、国金证券研究所 说明: 相关系数计算期为 2000 年 1 月至 2023 年 3 月。

重申观点: 2023 年底降息的条件或较为充分, 但具体时间仍取决于“外生冲击”: 1. 利率维持高位的时间平均 6.5 个月; 2. 降息时点平均滞后于通胀拐点 5 个月; 3. 劳动力市场转弱信号增强; 4. 降息时点与周期的顶点的偏离度较小; 5. 金融风险是迫使美联储“紧急”转向的重要条件; 在我们的基准假设下, 年底降息与历史经验相符, 并不算是“提前降息”。

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。

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: 北京市东城区建国内大街 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: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究