

# 美国核心通胀下半年难有起色

2019年07月08日

宏观经济

专题报告

分析师	汤黎明	电话: 010-66554033	邮箱: tang_lm@dxzq.net.cn	执业证书编号: S1480519010003
研究助理	康明怡	电话: 021-25102840	邮箱: kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号:

## 投资摘要:

我们预计美国通胀CPI在10月之前仍不会有明显起色,受原油价格影响,10月后有趋势性回升的可能。核心CPI同比在下半年大概率在1.9%~2.2%之间,但趋势性转好的迹象暂不明显,可认为核心通胀不振并不是短期现象。

**微观:**暂时没有通胀压力上涨的迹象。6月美联储褐皮书显示,无论CPI还是PPI,通胀压力均没有看到普遍的加速迹象。特别地,得益于政治因素,医药价格的增速明显下降。

**货币:**中性略偏紧,对通胀有负面作用。**利率方面,**接下来可能的降息操作也仅仅是将货币政策修正回中性区间,有缓和通胀下行的作用,但大幅刺激通胀的可能在下半年较难显现。**缩表方面,**商业银行持有的高流动性资产(国债+现金(含准备金))占商业银行总资产比重已降低到第一次QE之后的水平,即缩表对商业银行的资产结构的影响远比美联储总资产的变化要大的多

**需求:**需求端对通胀压力难产生刺激。预计2、3季度消费有所回暖,对核心CPI有所支撑。**消费:**预计2、3季度商品消费有所改善,但服务消费有减速迹象。由于服务消费占个人消费比重较大,综合来看,消费需求仍将稳定但不强劲。**投资:**疲软符合我们预期。根据经验,当商业银行工商业贷款同比超过10%时,短期内实际固定资产投资同比增速高点已过。此外,叠加贸易摩擦带来的不确定性影响,预计短期内投资同比疲软仍会持续。

**通胀数据特点:**核心CPI年内没有上涨压力。**CPI、PPI同比、环比:**主要受能源价格波动影响,在10月前没有上涨动力,10月后同比有望趋势性回升。**核心CPI同比:**CPI24个月移动平均同比与核心CPI的同步性较强;服装细分项对核心CPI解释力度较高,而服装成本价格棉花与涤纶长丝价格同比处于低位区间。**我们预计核心CPI同比在下半年大概率在1.9%~2.2%之间。**

**风险提示:**美联储降息不及预期。

## 目 录

1. 微观：暂时没有通胀压力上涨的迹象。 .....	3
2. 货币政策：中性略偏紧，对通胀有负面作用。 .....	3
2.1 利率：中性略偏紧。 .....	3
2.2 缩表：QE 创造的宽松金融环境大多已被缩表抵消。 .....	3
3. 需求：消费和投资需求疲软。 .....	4
4. 通胀数据特点 .....	6
4.1 CPI 与 PPI：单纯从时间序列数据的角度，CPI、PPI 同比在 10 月前没有上涨动力，10 月后有望趋势性回升。 .....	6
4.2 下半年核心 CPI 同比较为稳定，但也缺乏强劲的上漲动力。 .....	8
4.2.1 核心 CPI 与 CPI、PPI .....	8
4.2.2 核心 CPI 与细分项 .....	9
5. 4.贸易摩擦对美国 CPI 的影响：以三星洗衣机为例 .....	9

## 插图目录

图 1：联邦基金利率与实际、名义 GDP .....	3
图 2：美联储资产规模：绝对水平 .....	4
图 3：商业银行流动性资产占总资产比重迅速下滑 .....	4
图 4：月度实际个人消费支出与服装分项环比 .....	5
图 5：个人消费耐用品、非耐用品和服务分项 .....	5
图 6：工商业贷款同比和投资同比 .....	5
图 7：CPI 和 PPI 高度同步 .....	6
图 8：CPI 与能源分项高度同步 .....	6
图 9：CPI 能源分项与 WTI 原油同比高度同步 .....	6
图 10：原油同比略领先 CPI 一个月 .....	7
图 11：2018 年和 2019 年原油价格对比 .....	7
图 12：CPI 与原油价格：环比 .....	8
图 13：CPI、PPI 同比 24 个月移动平均与核心 CPI 同比同步 .....	8
图 14：核心 CPI 与服装同比 .....	9
图 15：服装 CPI 分项与棉花、涤纶长丝价格同比相关性较高 .....	9
图 16：美国对洗衣机的实际关税 .....	10

我们在3月报告《美联储政策转向，资本市场中性偏积极》中已有提及半年内美国CPI及核心CPI的低迷走势。下半年我们预计美国通胀在10月之前仍不会有明显起色，核心通胀可略有回升，趋势性转好的迹象暂不明显，可以认为通胀不振并不是短期现象。

## 1. 微观：暂时没有通胀压力上涨的迹象。

6月美联储褐皮书显示，无论CPI还是PPI，通胀压力均没有看到普遍的加速迹象。之前中美贸易的10%关税大部分已被供应链吸收，主要部分没有传递至零售端。工业品原料的价格在2季度普遍低迷，抵消了部分其他投入成本和劳动力成本的上升。销售终端方面，得益于政治因素，医药价格的增速明显下降。若特朗普持续对药价施加压力，核心CPI上涨可能将进一步减弱。

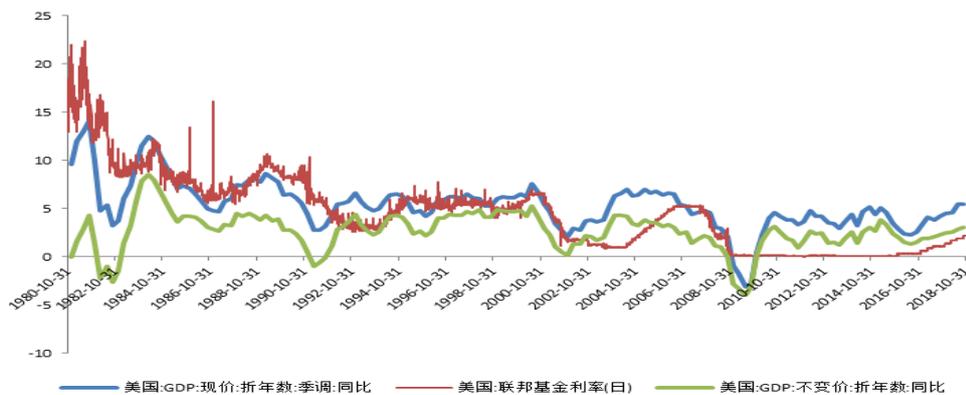
## 2. 货币政策：中性略偏紧，对通胀有负面作用。

### 2.1 利率：中性略偏紧。

货币政策中性略偏紧，对通胀有负面作用。接下来可能的降息操作也仅仅是将货币政策修正回中性区间，有缓和通胀下行的作用，但大幅刺激通胀的可能在下半年较难显现。

我们在去年4季度报告中曾经讨论过中性利率低于美联储合意区间的问题，也指出去年第四次加息理由不足。简单来说，虽然从历史角度，联邦基金利率处于实际GDP季度同比之上是利率中性的典型特征。但在近十年来，由于较为罕见的高杠杆率，中性利率低于实际GDP同比是非常合理的。从市场反应来看，去年第四次加息后资本市场的震荡也反映了这一点。

图 1: 联邦基金利率与实际、名义 GDP



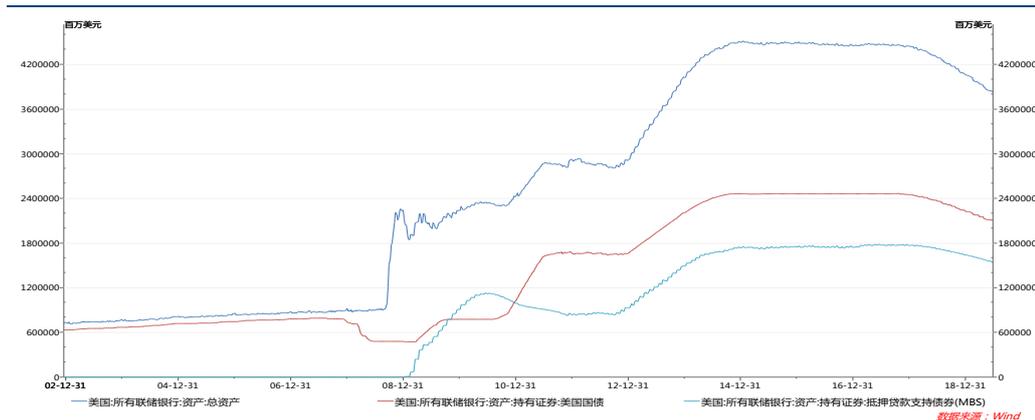
资料来源：wind, 东兴证券研究所

### 2.2 缩表：QE 创造的宽松金融环境大多已被缩表抵消。

目前美联储总资产缩减约0.8万亿美元，抵消了第二次QE（0.5万亿）。虽然总资产仍有3.8万亿，但应考虑到四个因素。一是当前名义GDP比2007年高出1/3，商业银行资产总规模也高出约50%；二是商业银行持有的高流动性资产（国债+现金（含准备金））占商业银行总资产比重已降低到第一次QE之后的水平，即

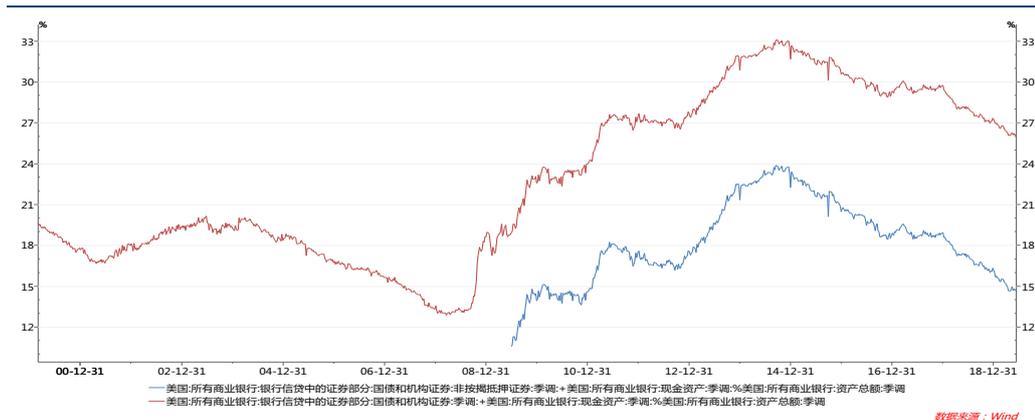
缩表对商业银行的资产结构的影响远比美联储总资产的变化要大的多；三是金融机构对流动性资产偏好的结构性提高；最后，为了应对巴塞尔 III 协议对流动性资产的要求以及美联储对大型商业银行的压力测试，商业银行有永久增持高流动性资产的需求。因此，总的来说，QE 创造的宽松的金融环境大多已被缩表抵消，可以认为缩表达到目的。

图 2: 美联储资产规模:绝对水平



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 3: 商业银行流动性资产占总资产比重迅速下滑



资料来源: wind, 东兴证券研究所

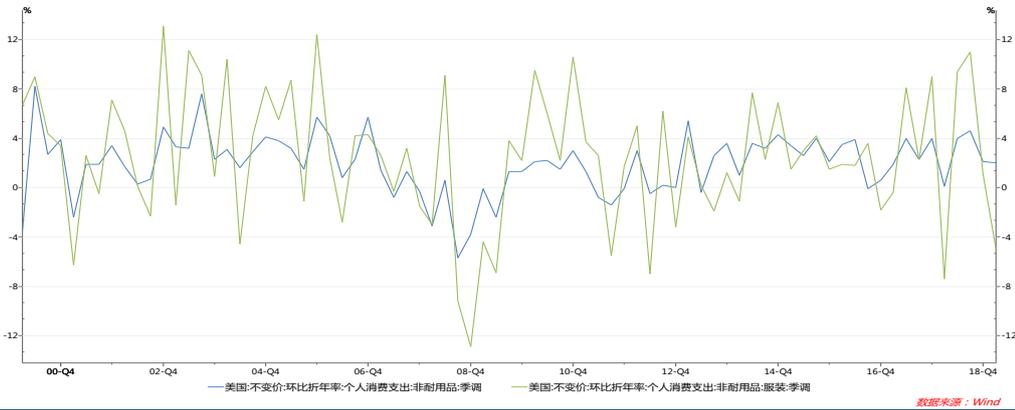
### 3. 需求：消费和投资需求疲软。

消费和投资需求疲软。因此需求端对通胀压力难产生较大刺激。但预计 2、3 季度消费有所回暖，对核心 CPI 有所支撑。

预计 2、3 季度商品消费有所改善，但服务消费有减速迹象。由于服务消费占个人消费比重较大，综合来看，消费需求仍将稳定但不强劲。从收入看，薪资增速继续大幅跑赢通胀水平，对消费仍旧有支撑。从消费分项看，2 季度商品消费疲软主要来自非耐用品疲软。由于今年天气转暖较迟，影响夏季相关消费，如服装、皮划艇等。随着天气转好，预计下半年商品消费略有好转，核心 CPI 有所支撑。汽车消费有所增长，但有二手车销售好于新车销售的普遍现象。

#### 2.

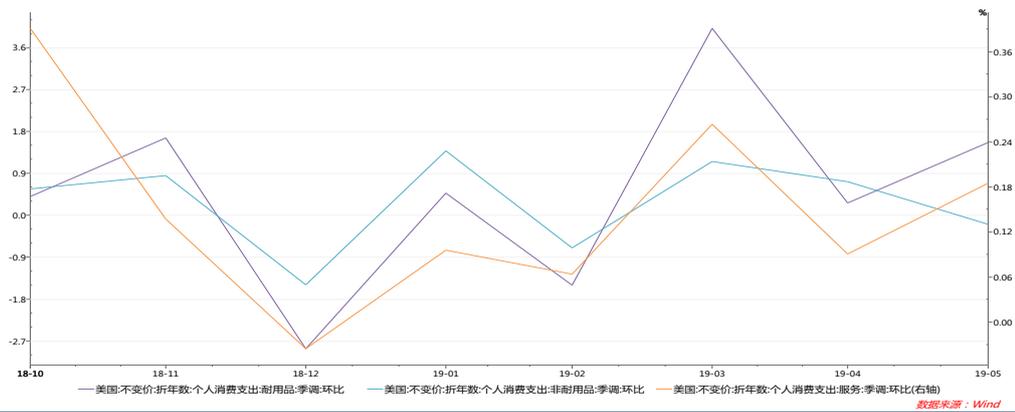
图 4: 月度实际个人消费支出与服装分项环比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

4.

图 5: 个人消费耐用品、非耐用品和服务分项

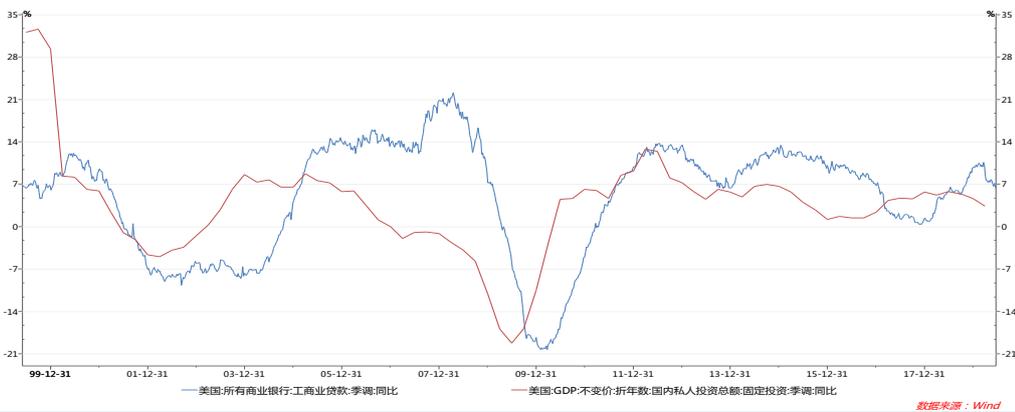


资料来源: wind, 东兴证券研究所

5.

投资疲软符合我们预期。1 季度报告中提及商业银行工商业贷款同比提速, 今年开年起持续保持在 10% 以上的增速。根据经验, 当同比超过 10% 时, 短期内实际固定投资同比增速高点已过。此外, 叠加贸易摩擦的带来的不确定性的影响, 预计短期内投资疲软仍会持续。

图 6: 工商业贷款同比和投资同比



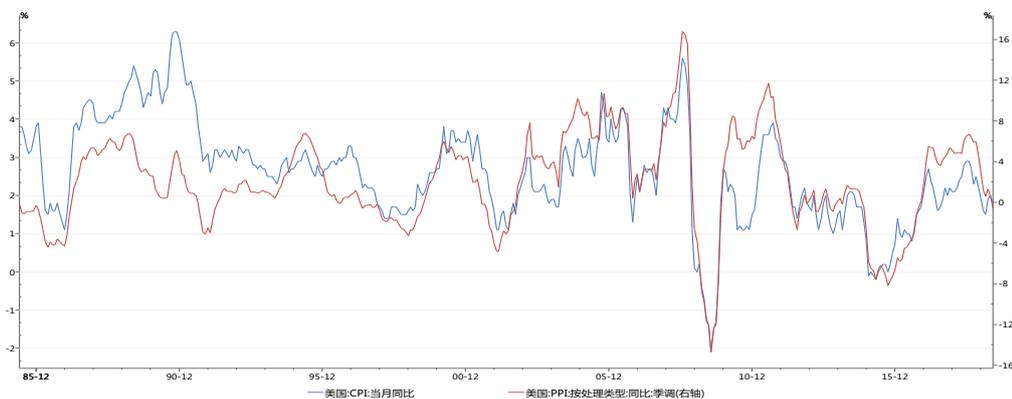
资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 4. 通胀数据特点

### 4.1 CPI 与 PPI：单纯从时间序列数据的角度，CPI、PPI 同比在 10 月前没有上涨动力，10 月后有趋势性回升。

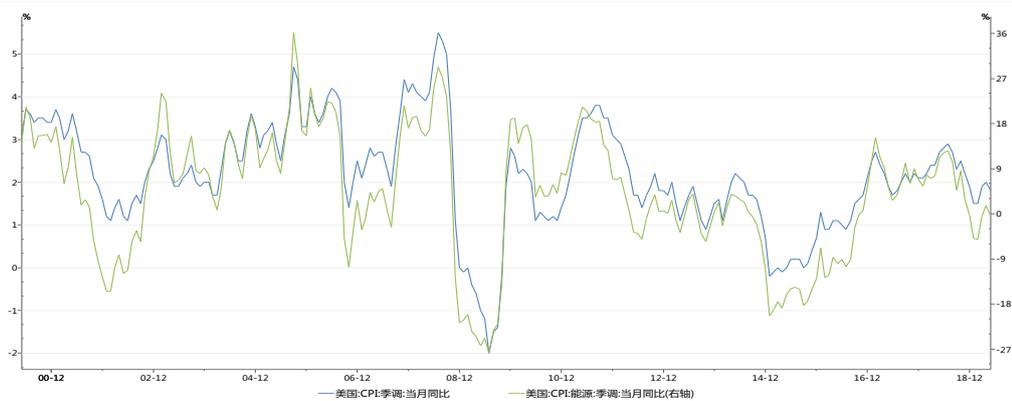
与我国 CPI 主要受猪肉价格波动影响不同，美国 CPI 主要受能源价格波动影响。原油价格对 CPI 和 PPI 同比的解释力度从 2000 年后越来越强，而后两者的同步性在 2000 年以后也越来越高。我们以 WTI 原油价格同比代表原材料价格的浮动。数据上，CPI（和 PPI）同比滞后原油价格同比约 1-2 个月。5 月原油价格同比接近历史低位水平，从而近期 CPI 和 PPI 同比不及市场预期符合数据在空间上的领先-滞后关系。

图 7: CPI 和 PPI 高度同步



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 8: CPI 与能源分项高度同步



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 9: CPI 能源分项与 WTI 原油同比高度同步

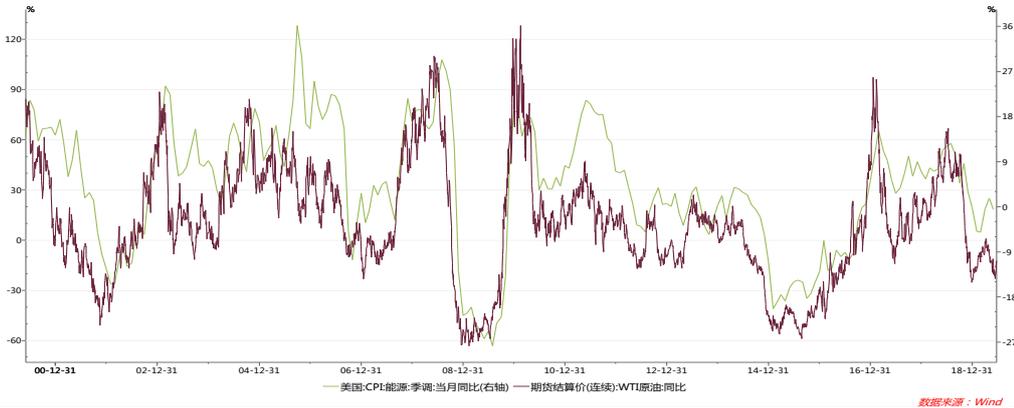
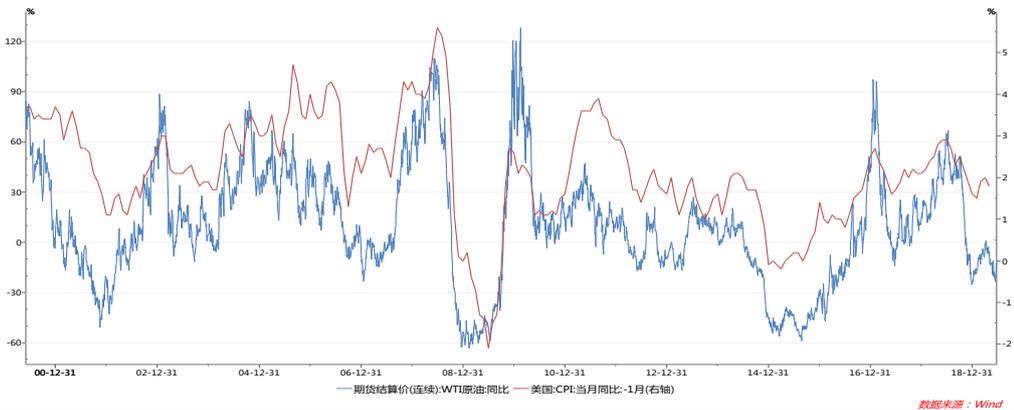


图 10: 原油同比略领先 CPI 一个月

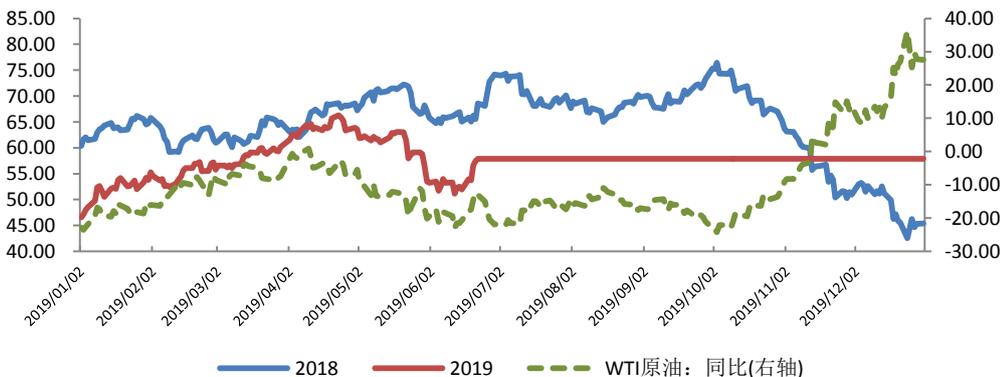


资料来源: wind, 东兴证券研究所

**6月** 油价同比受伊朗局势和美联储降息预期影响有所走强。**7月** 受去年同期油价快速走高的影响，预计同比增速将有所回落。随后受美元走弱及油价接近美国成本价的影响，油价大幅下跌的可能不大。因此 **7-10月** 油价同比更可能在低位震荡。因为去年同期油价下跌幅度过快，**10月后** 石油价格同比可能出现趋势性回升，有望重回正值区间。单纯根据油价同比走势，我们推断 CPI 和 PPI 同比增速在 8 月后可释放完下降压力，10 月后有望企稳回升。

6.

图 11: 2018 年和 2019 年原油价格对比

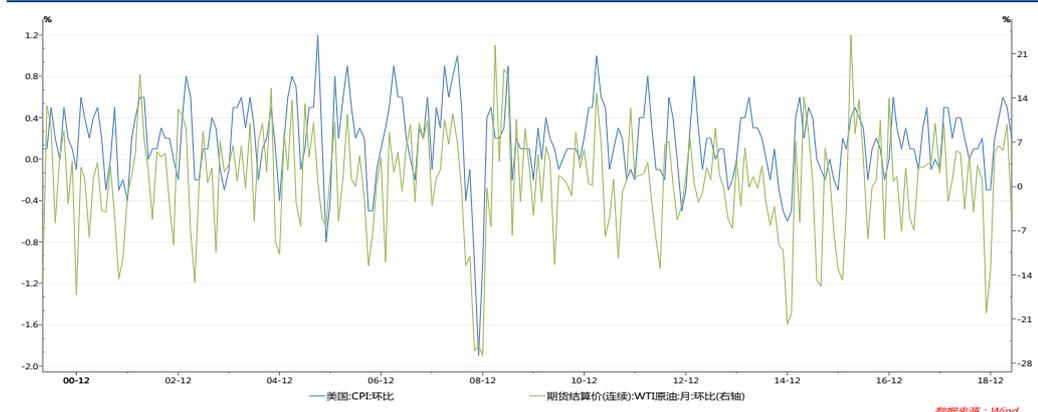


资料来源: wind, 东兴证券研究所

## 7.

CPI 环比与 WTI 原油环比波动也较为一致。6 月原油环比上升, 预计 CPI 环比 6 月高于 5 月增速。

图 12: CPI 与原油价格: 环比



资料来源: 东兴证券研究所

## 4.2 下半年核心 CPI 同比较为稳定, 但也缺乏强劲的上漲动力。

### 4.2.1 核心 CPI 与 CPI、PPI

原油价格虽然不直接作用于核心 CPI, 但作为生产的重要成本来源, 最终会体现在核心 CPI 上。因此历史移动平均 PPI 同比应该对核心 CPI 具有一定的解释力度。经过数据分析, 我们发现虽然 PPI 的逻辑性更高, 但由于 PPI 波动较大, CPI 的 24 个月移动平均在数据上与核心 CPI 拟合的更好, 唯一的背离出现在 2014-2015 年油价大幅下跌期间。即逻辑上是从 PPI 传导到核心 CPI; 数据上, CPI24 个月移动平均同比与核心 CPI 的同步性更强。

从目前油价走势和前 24 个月 CPI 同比的波动, 下半年 CPI (或 PPI) 24 个月移动平均将略低于当前值, 不会有明显波动。因此, 从成本端来说, 对核心 CPI 没有原材料成本波动的通胀压力。

图 13: CPI、PPI 同比 24 个月移动平均与核心 CPI 同比同步

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\\_11567](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11567)

