

美联储进一步宽松，带来的是企业利润而不是工资，这将会加剧收入不平等，从而拖累消费支出的增长。

- **从劳动力市场来看，新增就业的回落将拖累薪资增速回落，从而导致居民收入增速下降，进一步拖累私人消费增速。**由于美国私人消费滞后居民总收入变化，而居民总收入主要受单位劳动力收入和全社会总劳动力规模的影响，一旦美国总就业人数增速逐步回落，美国居民总收入增速见顶回落，私人消费增速也将转向下行。
- **从消费者信心来看，鉴于对关税以及就业放缓的担忧，6月消费者信心不及预期。**消费者开始对“家庭式”物件感到压力，主要由于关税推高了汽车、家居用品以及其他消费品的价格，进一步打压了市场情绪，导致消费者降低国民经济增长前景，从而降低了就业的预期。
- **虽然美国**

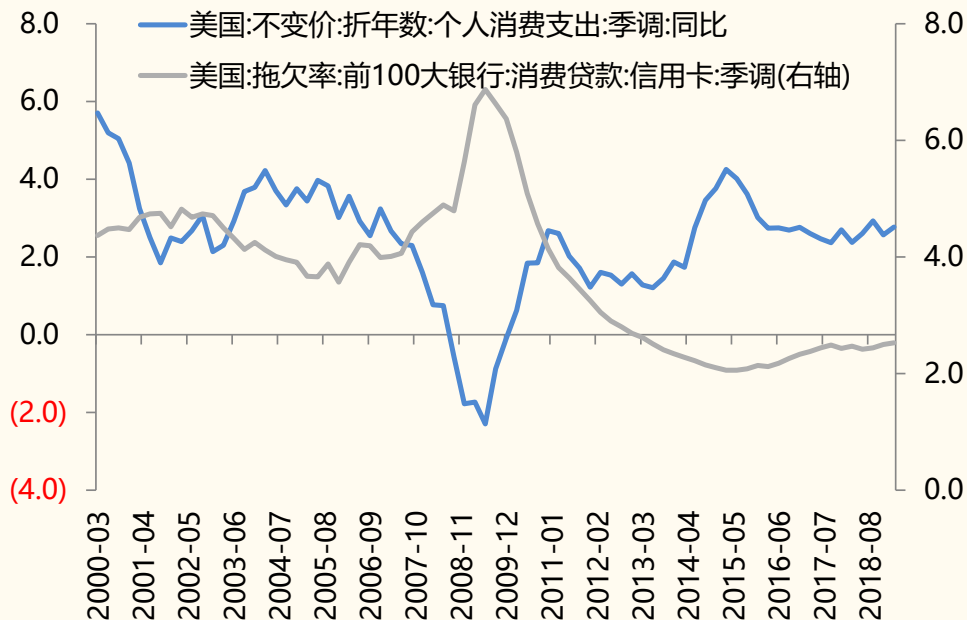
正文如下：

### 一、美国 5 月零售反弹难改消费支出下行趋势

自 2015 年美联储开启加息周期至今，美国市场利率不断上行，这对信用卡贷款和房屋贷款成本产生连锁反应，导致住房以及其他耐用品贷款的利率不断上升，进一步增加了美国家庭的消费成本，从而对居民的购买力形成挤压，导致美国消费增速在去年年底开始出现回落的迹象。数据显示，美国实际消费支出同比增速从 1Q2015 的最高点 4.25%，降至 1Q2019 的 2.77%；同时，美国前 100 大银行消费贷款信用卡拖欠率从 2015 的 2.06% 上升到当前的 2.53%。

从结构性问题来看，日益加剧的收入不平等损害了消费支出。从组成 CPI 的权重来看，占比 CPI 中最高的权重分别为住房（42.2%）、交运（16.34%）和食品和饮料（14.3%）。由于低收入群体的需求价格弹性较高，当通货膨胀上升时，低收入群体的需求下滑通常高于高收入群体，因为他们在房租、家庭食品和医疗保健上花费更多的收入份额，而在汽车、家用设备、娱乐和其他交通工具上花费较少。数据显示，自 1999 年以来住房以及医疗保健的平均通胀分别为 2.4%、3.5%，而核心 CPI 平均为 2% 左右。而且，不断加码的宽松货币政策，正在加剧这种收入不平等。目前，全球贸易紧张局势加剧，经济增长放缓，以及 5 月美国制造业 PMI 等数据不及预期，导致金融市场预计 2019 年下半年，美联储将至少两次降息。如果美联储进一步宽松，带来的是企业利润而不是工资，这将会加剧收入不平等，从而拖累消费支出的增长。

图表 1：美国个人消费支出同比下行，信用卡拖欠率上升

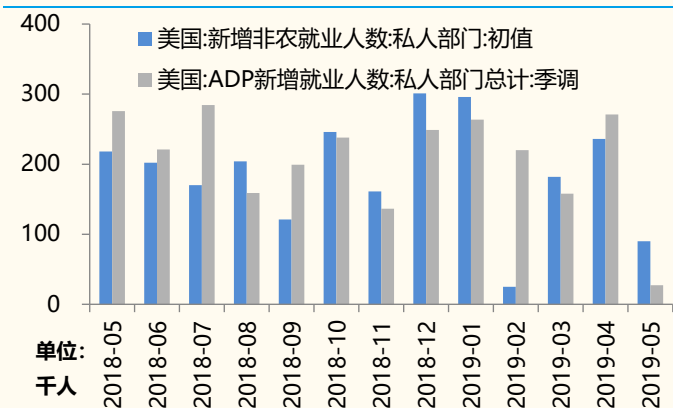


来源：Wind，国金证券研究所

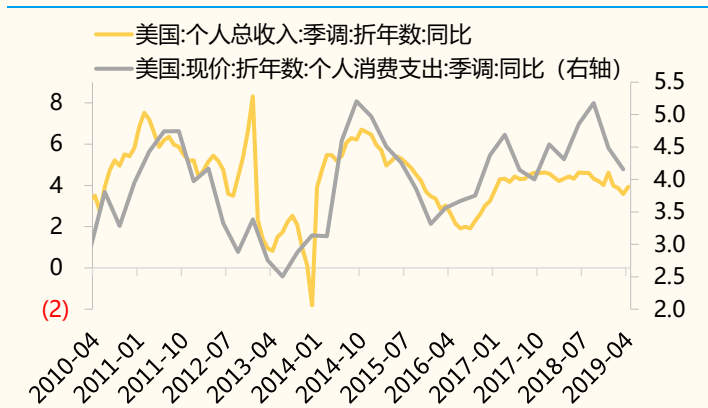
从劳动力市场来看，新增就业的回落将拖累薪资增速回落，从而导致居民收入增速下降，进一步拖累私人消费增速。5月非农就业人口增加7.5万人，创出三个月最低水平，不及预期18万的一半，其中制造业就业连续第二个月疲软，建筑业就业增长从3万人下降到4000人。另外6月10日晚间美国劳工部公布数据显示，美国4月JOLTs职位空缺数量为744.9万，略低于前值747.4万和预期值749.6万。职业空缺的回落主要在专业和商业方面的下降。分类数据显示，私营部门职位空缺减少了4.6万人，4月环比为5.0%，与前值持平。其中，采矿和伐木职位空缺增加5万，4月环比为4.1%，高于前值3.5%；信息业职位空缺减少6万，4月环比4.4%，低于前值4.6%；休闲和酒店服务职位空缺减少3.1万，4月环比为5.7%，略低于前值5.8%；制造业职位空缺增加4万，4月环比为3.8%，高于前值3.5%；专业与商业服务业职位空缺减少17.2万，4月环比为5.5%，低于前值6.2%；教育和健康部门职位空缺数增加2万，4月环比为5.4%，高于前值5.3%；建筑业职位空缺增加7.7万，4月环比为5.1%，高于前值4.7%；运输、仓储和公用事业职位空缺增加3.3万，4月环比为5.8%，高于前值5.3%。政府部门职位空缺增加了2.1万，4月环比为3.1%，略高于前值3.0%。由于美国私人消费滞后居民总收入变化，而居民总收入主要受单位劳动力收入 and 全社会总劳动力规模的影响，一旦美国总就业人数增速逐步回落，美国居民总收入增速见顶回落，私人消费增速也将转向下行。

图表 2：2019 年 5 月，新增非农和 ADP 就业出现近三年来首次非季节性因素影响下的同比大幅下降

图表 3：美国个人收支同比增速回落



来源：Wind，国金证券研究所

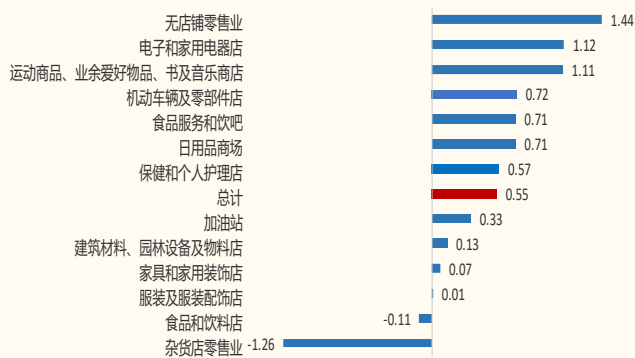


来源：Wind，国金证券研究所

从消费者信心来看，鉴于对关税以及就业放缓的担忧，6月消费者信心不及预期。6月14日晚间密歇根大学消费者调查显示6月密歇根大学消费者信心指数为97.9，低于预期的98和前值的100；美国6月密歇根大学预期指数初值为88.6，低于预期的92和前值93.5；美国6月密歇根大学现况指数初值为112.5，高于预期的109和前值110。从通胀预期来看，6月密歇根大学消费者1年期通胀预期初值为2.6%，低于前期的2.9%。6月密歇根大学消费者5-10年期通胀预期初值为2.2%，低于前期的2.6%。消费者预计平均长期通胀率仅为2.2%，自四十年前引入问题以来调查记录的最低比率。报告说，40%的受访者主动提到了关税的负面影响，远高于5月份的21%。消费者开始对“家庭式”物件感到压力，主要由于关税推高了汽车、家居用品以及其他消费品的价格，进一步打压了市场情绪，导致消费者降低国民经济的成长前景，从而降低了就业的预期。

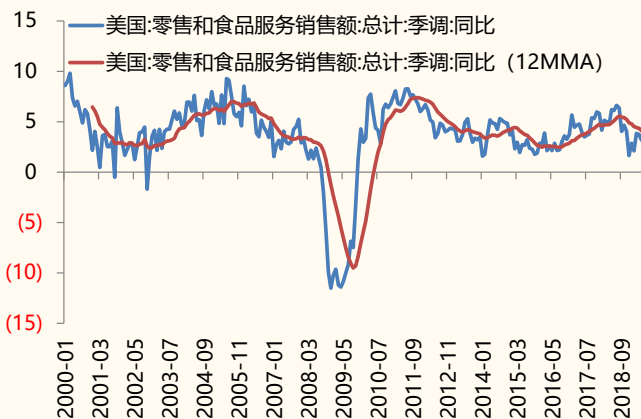
虽然美国 5 月零售销售大幅反弹且 4 月数据大幅上修，但整体零售额同比增速仍处于下行通道。6 月 14 日晚间发布数据显示美国 5 月零售销售环比 0.5%，低于预期 0.6%，前值-0.2%修正为 0.3%；美国 5 月核心零售销售环比 0.5%，持平预期 0.5%，高于前值 0.1%；美国 5 月除去天然气与汽车零售销售环比 0.5%，高于预期 0.4%，也高于前值-0.2%。除了食品和饮料店以及杂货店零售业增长为负值，其他子分项均有所增长，其中无店铺零售业环比增长 1.44%，高于前值的 0.5%；电子和家用电器店环比增长 1.12%，高于前值下降的 1.3%；机动车辆以及零部件店环比增长 0.72%，高于前值下降的 0.5%。但需要注意的是 5 月的零售销售同比增速为 3.2%，低于 4 月的 3.7%。在 1 月至 3 月零售销售大幅波动后，4 月和 5 月核心零售销售的强劲表明第二季消费者支出形成支撑，但 4 月份制造业生产和房屋销售下降，消费者信心回落以及招聘工作大幅放缓，仍将导致消费支出前景堪忧。叠加由于去年 1.5 万亿美元减税和政府支出增加的刺激消退，经济正在失去动力，最近升级的美国和中国之间的贸易战也将对消费形成下行压力。而且，美国 5 月零售销售增速的同比涨幅，仍在其 12 个月移动均值之下，并且呈现下降态势。

图表 4：美国 5 月零售销售环比增速升幅超预期



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：美国零售销售同比增速向下趋势明显



来源：Wind，国金证券研究所

## 二、英国 4 月工业产出和美国 5 月通胀低于预期，美国 5 月工业产出高于预期

### 1. 英国 4 月工业产出低于预期

英国国家统计局 6 月 10 日公布的数据显示，英国 4 月工业产出环比下降 2.7%，低于预期的下降 1.0%，低于前值的上升 0.7%。英国 4 月工业产出同比下降 1.0%，低于预期的上升 0.9%，也低于前值的上升 1.3%。制造业产出环比下降 3.9%，低于预期的下降 1.4%，也低于前值的上升 0.9%。制造业产出同比下降 0.8%，低于预期的上升 2.0%，也低于前值的上升 2.6%。

英国工业产出低于预期主要受制造业下滑拖累。2019 年 4 月，英国工业产量下降 2.7%；其中，制造业下滑 3.9%，形成最大的拖累；这是自 2002 年 6 月以来的最大跌幅。英国 4 月的运输设备产出下降了 13.4%，这是自 1974 年 1 月以来的最大降幅，对制造业月度下降影响最大；其中，机动车辆、拖车和半挂车下降了

创纪录的 24.0%（从 1995 年 1 月开始记录）。

## 2. 美国 5 月 PPI 同比升幅和核心 PPI 同比升幅均出现放缓

美国劳工部 6 月 11 日公布的数据显示，美国 5 月 PPI 同比增长 1.8%，低于预期的 2.0%，也低于前值的 2.2%；美国 5 月 PPI 环比上涨 0.1%，持平于预期的 0.1%，低于前值 0.1%。剔除食品、能源和贸易服务业，5 月 PPI 上涨 0.4%，与 4 月份的涨幅相同。美国 5 月核心 PPI 同比增长了 2.3%，持平预期值，略低于前值 2.4%。美国 5 月核心 PPI 环比上升 0.2%，持平预期，高于前值 0.1%。

**PPI 不及预期主要受到能源和食品价格的拖累。**较弱的能源和食品价格部分抵消了上个月服务业的增长。这导致 5 月份最终需求的生产者价格指数在 4 月份上涨 0.2% 之后再度上涨 0.1%。在截至 5 月的 12 个月中，PPI 上涨 1.8%，从 4 月份的上涨 2.2% 后开始放缓。5 月，批发能源价格在上个月上涨 1.8% 后下跌 1.0%；5 月商品价格下跌 0.2%，此前 4 月份上涨 0.3%；5 月批发食品价格下跌 0.3%；5 月份酒店住宿价格飙升 10.1%，为 2009 年 4 月以来的最高水平，这占 5 月份服务业价格上涨的 80%。服务业价格在 4 月份上涨 0.1% 后再上涨 0.3%。

## 3. 美国 5 月 CPI 增长同比升幅低于预期

美国劳工部 6 月 12 日公布的数据显示，美国 5 月未季调 CPI 同比增加 1.8%，略低于预期 1.9%，低于前值 2%。美国 5 月未季调核心 CPI 环比增速为 0.1%，略低于预期 0.2%，持平于前值。美国 5 月未季调核心 CPI 同比增速为 2%，略低于预期和前值的 2.1%。美国 5 月季调后 CPI 环比增速为 0.1%，持平于预期，略低于前值 0.3%。

**汽油、食品价格小幅下跌，医疗成本上涨。**分项目来看，5 月汽油价格在 4 月环比上涨 5.7% 后，环比下跌 0.5%；食品价格在 4 月下跌 0.1% 后，5 月上涨 0.3%。二手车和卡车价格指数环比下降 1.4%，创去年 9 月以来的最大降幅。汽车保险成本下降 0.4%，是自 2007 年 5 月以来的最大降幅；医疗成本上涨 0.3%，与 4 月份的涨幅相符；5 月份医生服务费用增加 0.5%，医生访问费用增加 0.1%，处方药价格指数下跌 0.2%。服装价格在前一个月下跌 0.8% 后于 5 月份保持不变。住房指数在上月环比上涨 0.4% 后，5 月再上涨 0.2%，其中住房租金环比上涨 0.2%，业主等价租金环比上涨 0.3%。

## 4. 美国 5 月工业产出高于预期

6 月 14 日晚间公布的数据显示，美国 5 月工业产出月率上涨 0.4%，高于预期的 0.2%，高于前值下降的 0.4%；这是自去年 11 月以来工业生产增幅最大的一次，原因是制造业和公用事业产出的反弹。另外，美国 5 月制造业产出月率为 0.2%，持平于预期的 0.2%，高于前值下降的 0.5%。美国 5 月产能利用率有所上升，现值为 78.1%，略高于预期的 78.0% 和高于前值 77.9%；其中制造业产能利用率下降至 75.7%，低于前值的 78.1%。

**工业产出主要受到耐用品产量的提振。**分类数据显示，5 月份，耐用品产量增长 0.3%，非耐用品产量增长 0.1%。在耐用品中，木制品、机械、电气设备器具和

部件和机动车辆和零件增长较多。不过，初级金属以及航空航天和杂项运输设备有所下降，其他制造业（出版和伐木）指数5月下跌0.9%。5月份公用事业产量增长2.1%，矿业产量小幅增长0.1%。

图表6：海外宏观数据跟踪和简评

美国	18-05	18-06	18-07	18-08	18-09	18-10	18-11	18-12	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	最新数据简评	
<b>增长</b>																
GDP (环比折年率, %)		4.2			3.5			2.2			3.2				高于预期和前置, 但消费和固定资产投资均显疲弱	
<b>消费</b>																
个人总收入 (环比折年率, %)	0.3	0.4	0.3	0.4	0.2	0.5	0.2	(0.1)	0.2	0.2	0.1	0.5			高于预期和前置	
个人消费支出 (环比折年率, %)	0.5	0.4	0.5	0.4	0.2	0.6	0.4	(0.6)	0.1	0.1	0.9	0.3			分项来看, 商品支出为主要提振。	
零售销售额 (环比折年率, %)	1.2	0.2	0.6	(0.1)	(0.1)	0.8	0.2	(1.2)	0.2	(0.2)	1.6	0.3	0.5		无店铺零售业为主要提振	
<b>投资</b>																
耐用品订单 (环比, %)	-1.1	0.9	-1.2	4.7	0.0	-4.4	0.8	1.2	0.4	(1.6)	2.7	(2.1)			主要是飞机和汽车订单减少所致	
建造支出 (环比, %)	0.7	-0.7	0.2	-0.4	-0.1	-0.1	0.8	(0.6)	1.3	1.0	(0.9)	(0.1)			建造投资回升, 但仍未负值	
<b>对外贸易</b>																
出口 (同比, %)	10.8	8.8	7.5	6.5	6.6	6.3	3.8	0.1	3.0	2.4	1.3	(0.1)			海外需求回落	
进口 (同比, %)	7.4	7.7	8.7	9.3	9.5	8.5	3.2	3.1	1.6	-0.5	2.6	0.2			内需拉动回落	
贸易差额 (十亿美元)	-42.8	-46.2	-50.4	-53.7	-54.6	-55.5	-49.3	-59.8	-51.1	-49.4	-50.0	(50.8)			贸易逆差扩大	
<b>通胀</b>																
CPI (同比, %)	2.8	2.9	2.9	2.7	2.3	2.5	2.2	1.9	1.6	1.5	1.9	2.0	1.8		食品和能源价格拖累CPI	
核心CPI (同比, %)	2.2	2.3	2.4	2.2	2.2	2.1	2.2	2.2	2.2	2.1	2.0	2.1	2.0		剔除能源和食品因素后, 低于前置	
核心PCE (同比, %)	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	1.8	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6			持平前置和预期	
密歇根次年通胀预期 (同比, %)	2.8	3.0	2.9	3.0	2.7	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6	2.4	2.5	2.9	2.6	低于前置	
<b>劳动力市场</b>																
非农就业新增人数 (千人)	223	213	157	201	134.0	250.0	155.0	312.0	304.0	20.0	196.0	263.0	75.0		私营部门和政府部门对总数据的拖累最大	
失业率 (%)	3.8	4.0	3.9	3.9	3.7	3.7	3.7	3.9	4.0	3.8	3.8	3.6	3.6		保持历史低点	
平均时薪 (环比, %)	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.1	0.2	0.4	0.1	0.4	0.1	0.2	0.2		持平与前置	
职位空缺数 (千人)	6659	6822	7077	7293	7009	7079	6888	7335	7581	7087	7488	7449			多行业就业回落	
<b>房地产市场</b>																
标普/CS房价指数 (同比, %)	6.5	6.4	5.9	5.5	5.2	5.0	4.7	4.6	4.3	3.0	2.7				房价持续回落	
成屋销售 (折年数, 万套)	541	538	534	533	515	522	532	499	494	551	521	519			东北部和南部地区销售为主要拖累。	
新屋开工 (环比, %)	4.2	-11.4	0.6	8.1	-5.5	1.5	3.2	-11.2	18.6	-8.7	-0.3	5.7			美国东北部和中西部的房屋开工量提振	
营建许可 (环比, %)	-4.6	-0.7	0.9	-4.1	1.7	-0.4	5.0	0.3	1.4	-2.0	-1.7	0.6			营建许可上行	
<b>其他</b>																
ISM制造业PMI指数	58.7	60.2	58.1	61.3	59.8	57.7	59.3	54.1	56.6	54.2	55.3	52.8	52.1		制造业指数回落	
ISM非制造业PMI指数	58.6	59.1	55.7	58.5	61.6	60.3	60.7	57.6	56.7	59.7	56.1	55.5	56.9		服务业小幅回落	
工业产能利用率 (%)	77.5	77.8	78.0	78.5	78.5	78.4	78.5	78.7	78.3	78.2	78.8	77.9	78.1		产能利用率小幅回升	
密歇根大学消费者信心指数	98.0	98.2	97.9	96.2	100.1	98.6	97.5	98.3	91.2	93.8	98.4	97.2	100.0	97.9		主要由于对关税以及就业放缓的担忧
美联储总资产 (万亿美元)	4.404	4.367	4.337	4.266	4.240	4.187	4.145	4.123	4.106	4.016	4.016	3.976			缩表在9月结束	
美国联邦基金基准利率	1.5-1.75	1.75-2.0	1.75-2.0	1.75-2.0	2.0-2.25	2.0-2.25	2.0-2.25	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50	2.25-2.50			2019年暂停加息	
美元实际有效汇率指数	98.10	99.60	99.94	101.00	101.21	101.94	103.05	103.22	106.00	105.90	106.31	106.40	107.40		美元实际有效汇率上行	
<b>其他发达经济体</b>																
<b>欧元区</b>																
GDP (环比折年率, %)		1.5			0.6			0.8			1.6				欧元区经济疲软	
CPI (同比, %)	1.9	2.0	2.1	2.0	2.1	2.2	2.0	1.6	1.4	1.5	1.4	1.7	1.2		通胀小幅回升	
核心CPI (同比, %)	1.1	0.9	1.1	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0	1.1	1.0	0.8	1.2	0.8		核心CPI继续回落	
出口 (季调环比, %)	0.2	1.7	-0.9	2.1	-1.6	2.1	(1.0)	(0.1)	0.8	(1.4)	0.9				外部需求大幅回升	
进口 (季调环比, %)	0.9	2.0	1.5	-0.4	0.2	2.6	(1.9)	0.0	0.3	(2.7)	2.5				内部需求大幅回升	
贸易差额 (十亿欧元)	16.6	16.5	12.3	16.8	13.4	12.5	15.1	15.6	17.0	19.5	17.9				贸易差额回落	
Markit制造业PMI指数	55.5	54.9	55.1	54.6	53.2	52.0	51.8	51.4	50.5	49.2	47.5	47.8	47.7		低于预期和前置	
Markit服务业PMI指数	53.8	55.2	54.2	54.4	54.7	53.7	53.4	51.4	51.2	52.8	53.3	52.5	52.5		保持稳定	
德国经济景气指数	112.7	111.9	112.8	112.7	112.5	111.2	111.8	109.9	108.5	108.4	106.6	105.1			德国经济景气小幅回落	
工业生产指数 (环比, %)	1.4	-0.7	-0.8	1.1	-0.3	0.1	-1.7	-0.9	1.4	-0.2	-0.3	-0.5			工业生产指数进一步回落	
欧央行总资产 (万亿欧元)	4.56	4.57	4.59	4.61	4.62	4.62	4.66	4.67	4.69	4.69	4.70	4.70			逐步退出QE	
欧央行主要再融资利率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			维持利率不变	
<b>英国</b>																
GDP (环比折年率, %)		1.6			2.5			0.7							经济大幅回升	
CPI (同比, %)	2.4	2.4	2.5	2.7	2.4	2.4	2.3	2.1	1.8	1.9	1.9	2.1			通胀小幅回升	
英央行基准利率	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75			脱欧问题影响货币政策方向	
<b>日本</b>																
GDP (环比折年率, %)		3.0			-1.2			1.4							国内经济回升	
CPI (同比, %)	0.7	0.7	0.9	1.3	1.2	1.4	0.8	0.3	0.2	0.2	0.5	0.9			通胀大幅回升	
日央行总资产 (万亿日元)	540.8	537.0	546.3	550.9	545.5	551.8	555.5	552.1	556.9	561.9	557.0	562.0	567.0		接近QE的极限	

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\\_11930](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11930)

