

总量研究

通胀、就业双高，美联储为何依然淡定

——光大宏观周报 20210718

要点

本周关注：

6月美国通胀和非农数据双双超市场预期，但鲍威尔在国会听证会表示，美联储无意根据最新的就业或通胀数据改变政策。在市场对于通胀充分的讨论下，为何6月通胀依然超市场预期？鲍威尔的底气何在？

第一，食品、能源和运输部门，拉动6月通胀再超市场预期，但其余部门出现回落迹象。三大因素拉动6月通胀超预期，汽车短缺、国际油价波动和美国户外就餐需求激增导致的肉价大涨。但是，这三大因素短期难以改善，因此，鲍威尔也承认通胀可能会持续几个月。但是，除了食品、能源和运输外，前期环比上涨压力较大的服装、教育通信、信息技术服务类产品，6月价格环比下跌。住宅类产品中，仅房价依然在小幅环比上涨，家具、家居、家庭能源等价格均在6月份出现回落。

第二，各行业就业不均衡问题明显，就业人数尚未回到疫情之前。鲍威尔认为，美国就业尚不充分。从近期就业数据可以看出，首先，就业复苏不均衡的问题依然存在，酒店、娱乐业等密切接触性行业的职位空缺率依然较高。其次，随着多州陆续结束发放失业补贴，居民重回劳动力市场寻找工作，这也导致6月失业率不降反升。但是，9月份全美才会结束失业补贴发放，叠加疫情后，居民获得了多轮现金直接补贴，部分居民重返劳动力市场的进程可能相当缓慢。截至6月末，全美就业总人数尚未回到疫情之前水平。

第三，疫情反复，疫苗接种边际放缓。随着德尔塔病毒蔓延，7月以来，美国新增确诊上升，新冠疫苗接种率低的地区确诊激增。但二季度以来，美国日均接种疫苗数量持续下滑，7月日均接种剂数已降至40万剂，远低于峰值时期的330万剂。截至7月15日，美国完成接种疫苗者占总人口48.4%，尚未达到群体免疫状态。而德尔塔病毒迅速蔓延，美国新增确诊近期大幅上升，或许也是构成美联储持观望态度的重要因素。

海外疫情：德尔塔病毒在全球蔓延，美国新增确诊反弹，本周单日新增2.9万例左右，相对于上周1.6万例明显上升，东南亚、英国新增确诊继续上升。

海外经济：美国7月10日当周初请失业金人数略高于预期，7月消费者信心指数小幅回落，低于预期。美国6月零售环比由负转正，高于预期。

全球央行：美联储：一直在思考通胀问题，但并不急于调整政策。俄罗斯央行：2022年下半年通胀将回到目标水平，未来将接近4%。日本央行：维持利率不变，下调2021财年GDP预测，上调2021财年核心CPI预期。欧洲央行：启动数字欧元项目。

海外新闻：美联邦通信委员会敲定19亿美元替换设备补偿款，帮助美国大部分农村运营商替换其使用的华为、中兴等电信网络设备。英格兰地区将按计划于19日开始实施最后阶段“解封”。沙特与阿联酋就石油增产政策达成妥协。

国内政策：中国人民银行宣布下调金融机构存款准备金率0.5个百分点。阿里巴巴和腾讯正逐步考虑相互开放服务。国家互联网信息办公室等七部门进驻滴滴出行科技有限公司开展网络安全审查。宝武集团敲定兼并重组山东钢铁。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：赵格格

执业证书编号：S0930521010001
0755-23946159
zhaogege@ebsecn.com

相关研报

投资消费引领、经济加快复苏——2021年6月实体经济数据点评（2021-07-18）

为什么出口增速能够再超预期？——2021年6月进出口数据点评（2021-07-14）

降准落地、社融企稳，经济低预期的可能性有多大？——光大宏观周报（2021-07-11）

全面降准，央行亮剑——7月9日全面降准点评（2021-07-10）

通胀压力减缓，PPI进入下行通道——2021年6月价格数据点评（2021-07-09）

降准箭在弦上——7月7日国常会降准信号点评（2021-07-08）

如何看待下半年利率走势？——20210704光大宏观周报（2021-07-04）

价格见顶回落，消费复苏加快——2021年6月PMI数据点评（2021-06-30）

人口退潮，消费涨潮——《人口峭壁》第四篇（2021-06-29）

新增利润向中上游集中，盈利不平衡凸显——2021年5月工业企业盈利数据点评兼光大宏观周报（2021-06-27）

拜登时代，中美科技角逐将如何演绎？——大国博弈系列第六篇（2021-06-24）

美国供应链恢复的堵点在哪里——光大宏观周报（2021-06-19）

“疫苗护照”推出在即，群体免疫还有多远？——全球疫情及疫苗跟踪系列第三篇（2021-06-17）

目 录

一、通胀、就业双高，美联储为何依然淡定？	4
1.1 除汽车和油价、肉价拉动通胀，其余部门价格出现回落迹象	4
1.2 非农数据超预期，但就业尚未回到疫情前，行业分化较大	6
1.3 美国疫情再度反复，疫苗接种边际放缓	8
二、全球观察	9
2.1 海外疫情：美国新增确诊上升，疫苗接种持续推进	9
2.2 海外经济：美国 7 月 10 日当周初请失业金人数下降	10
2.3 金融与流动性数据：美债收益率下行、通胀预期上升	11
2.5 央行观察：美联储并不急于调整政策	12
2.6 海外政策：沙特与阿联酋就石油增产政策达成妥协	13
三、国内观察	15
3.1 上游：原油价格环比上涨，动力煤均价环比上涨、焦煤均价环比上涨，铜价环比下跌，铝价环比上涨	15
3.2 中游：高炉开工率下跌，水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比下跌，库存同比下降	16
3.3 下游：商品房成交面积增幅扩大，猪价、菜价、水果价格环比下跌	17
3.4 流动性：货币市场利率下行，债券市场利率下行	18
3.5 国内政策：央行下调金融机构存款准备金率	18
四、下周财经日历	20

图目录

图 1：CPI 和核心 CPI 环比达到了新冠疫情以来的高点	4
图 2：环比来看，运输依然是对通胀贡献最大的部门	4
图 3：受芯片荒等因素影响，二手车和新车价格继续上涨	5
图 4：6 月美国肉类价格环比大幅上涨	5
图 5：服装、信息技术服务、教育通信等价格 6 月回落	6
图 6：住宅类产品 6 月环比涨幅普遍回落	6
图 7：美国服务业和政府部门就业加速修复，商品生产放缓	6
图 8：商品生产部门 6 月份新增非农就业情况	6
图 9：近期新增服务业就业集中于休闲和酒店行业	7
图 10：密集接触型行业的职位空缺率明显高于建筑业和制造业	7
图 11：近期主动辞职人员和再就业人员数量较多	8
图 12：美国就业人员尚未回到疫情之前	8
图 13：美国疫苗接种速度边际放缓	9
图 14：美国各州疫苗接种差异较大（颜色深表明接种比例高）	9
图 15：美国新增确诊上升（7 天移动平均）	9
图 16：法国、德国两国疫苗接种比例逐渐接近美国	9
图 17：美国 7 月 10 日当周初请失业金人数下降	10

图 18: 美国 7 月消费者信心指数小幅回落	10
图 19: 美国 6 月零售环比高于预期	10
图 20: 美国 10 年期国债收益率下行, 通胀预期上升	11
图 21: 欧洲 10 年期国债收益率下行	11
图 22: 美国 10 年期和 2 年期国债期限利差下降	11
图 23: 美国投资级企业债利差指标保持不变	11
图 24: 美联储资产规模略有上升	12
图 25: 美、欧、日央行资产规模均有上升	12
图 26: 原油价格环比上涨	15
图 27: 动力煤、焦煤价格环比上涨	15
图 28: 铜价环比下跌, 库存同比上升	16
图 29: 铝价环比上涨, 库存同比下降	16
图 30: 高炉开工率环比下跌	16
图 31: 水泥价格指数环比下跌	16
图 32: 螺纹钢价格环比下跌, 库存同比下降	17
图 33: 钢坯库存同比上涨	17
图 34: 商品房成交面积增幅扩大	17
图 35: 土地供应面积同比增速下行	17
图 36: 猪价、菜价、水果价格环比下跌	18
图 37: 乘用车日均零售销量跌幅扩大	18
图 38: 货币市场利率下行	18
图 39: 债券市场利率下行	18

表目录

表 1: 美欧日俄央行官员表态	13
表 2: 美国经济热力图	14
表 3: 欧元区经济热力图	14
表 4: 英国经济热力图	14
表 5: 日本经济热力图	15
表 6: 下周全球经济数据热点	20

一、通胀、就业双高，美联储为何依然淡定？

6月，美国通胀再创新高，大超市场预期。7月13日，美国劳工部公布了6月CPI数据，6月份CPI同比5.4%，预期4.9%，再创2008年8月以来新高。核心CPI同比4.5%，预期4.0%，为1991年9月以来的最高水平。环比来看，6月CPI环比(季调)0.9%，预期0.5%，前值0.6%；核心CPI环比(季调)0.9%，预期0.4%，前值0.7%。

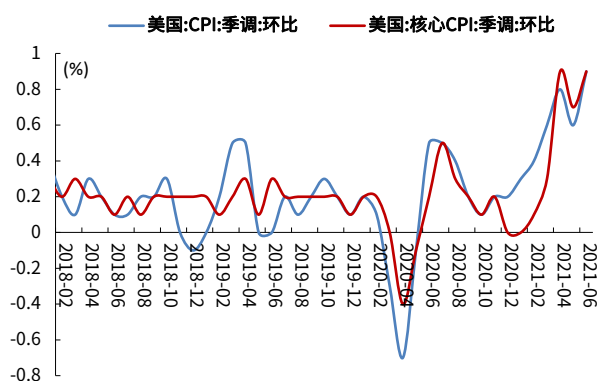
美联储主席鲍威尔承认近期通胀“已经显著上升”，而且“未来几个月都可能会保持高位”。7月14日至7月15日，据华尔街见闻报道，美联储主席鲍威尔在美国国会众议院金融服务委员会的半年度听证会上，重申近期通胀飙升只是暂时现象，美联储无意根据最新的就业或通胀数据改变政策，复苏进程还不足以令美联储开始缩减QE。但是，鲍威尔也承认6月通胀数据高于美联储的预期，近期通胀“已经显著上升”，而且“未来几个月都可能会保持高位”。他表示，如果通胀或公众对通胀的预期大幅且持续超出目标，或者物价毫无根据地上涨，美联储可能会调整政策。

鲍威尔继续容忍通胀的底气何在？在市场对于通胀的充分讨论之下，为何六月份通胀又能再度突破市场和美联储的预期？为何鲍威尔认为目前就业恢复依然不充分，美国就业恢复成色几何？本篇报告，我们将对以上问题做出解答。

1.1 除汽车和油价、肉价拉动通胀，其余部门价格出现回落迹象

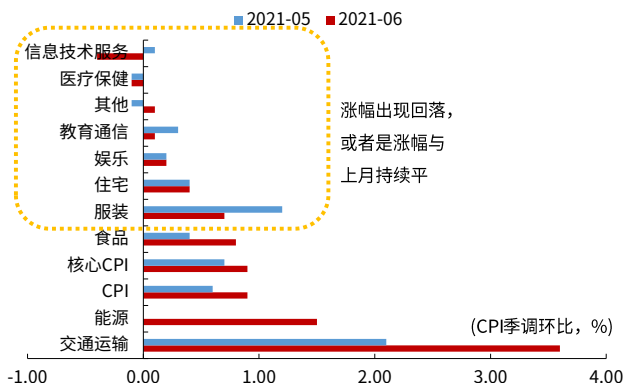
除汽车和油价，食品价格也成为了拉高6月通胀的主要力量。从环比(季调，下同)来看，6月运输、能源、食品部门环比涨幅继续扩大，服装、教育通信、信息技术服务环比下跌，住宅、娱乐、医疗保健环比增速与上月持平。运输、能源、食品三部门，6月环比涨幅分别为3.6%、1.5%及0.8%，相对5月提升了1.5、1.5和0.4个百分点，分别受到了二手车和新车价格、油价及肉制品的拉动。

图1：CPI和核心CPI环比达到了新冠疫情以来高点



资料来源：Wind，光大证券研究所
备注：数据均为季调

图2：环比来看，运输依然是对通胀贡献最大的部门



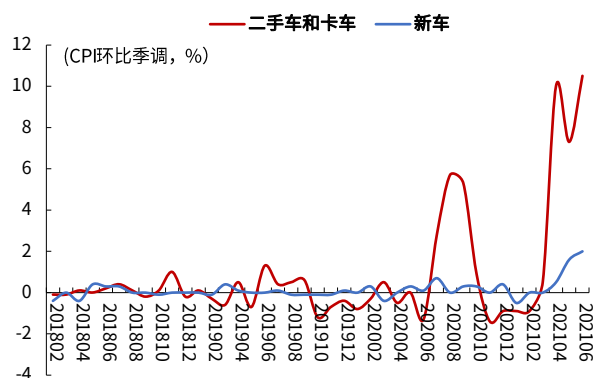
资料来源：Wind，光大证券研究所
备注：数据均为季调

第一，受芯片荒等因素影响，二手车和新车价格继续上涨。今年以来，受芯片荒、原材料短缺、经济复苏下运输需求大涨等因素影响，美国二手车和新车价格持续上涨。6月，二手车和卡车CPI环比大幅上涨10.5%，比上月提升了3.2个百分点，新车CPI环比上涨2%，比上月提升了0.4个百分点。汽车和卡车司机的短缺，也使得在全美范围内的运输成本变得更加昂贵，进一步加重了美国国内供应链的阻塞。

第二，国际油价上涨，拉动燃料类价格上涨。6月WTI现货均价70.9美元每桶，比5月上涨了约5美元。6月美国能源类价格环比上涨1.5%，比上月提升了1.5个百分点，其中燃油燃料类价格上涨了2.9个百分点。7月6日，OPEC+产量决策会议暂告一段落，仍然未能就八月后的增产计划达成新的协议。这使得国际原油价格继续上涨，截至7月14日，WTI现货均价上涨至75美元每桶。

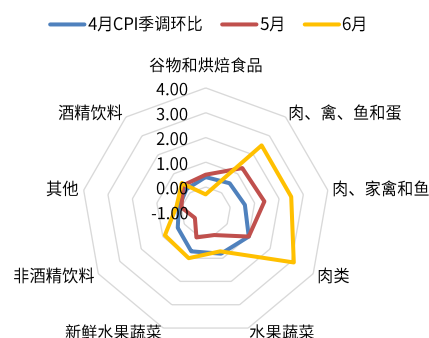
第三，户外聚餐需求激增，肉类价格上涨。随着美国疫苗接种加快，居民的户外聚餐、烧烤等需求增多。需求激增下，美国6月份肉类价格环比（季调）上涨3.10%，比5月份提高了2个百分点，是拉动食品价格快速上涨的主要动能。

图3：受芯片荒等因素影响，二手车和新车价格继续上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所
备注：数据均为季调

图4：6月美国肉类价格环比大幅上涨

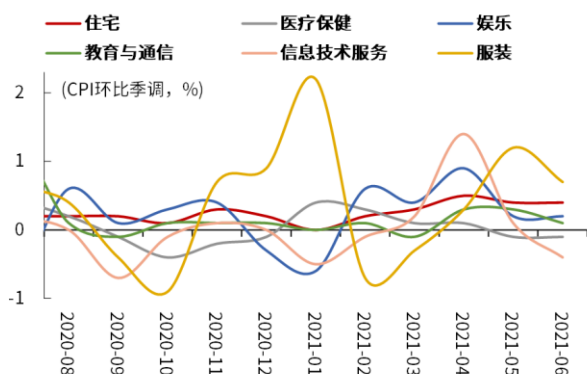


资料来源：Wind，光大证券研究所
备注：数据均为季调

拉高通胀的三大因素短期难以改善，鲍威尔表示通胀可能会持续几个月后才有所缓和。正如我们上文的分析，6月份刺激美国价格进一步走高的三大因素，汽车短缺、国际油价波动和户外聚餐需求增多，在7月份也难以出现大幅改观。鲍威尔7月14日强调，近期通胀“已经显著上升”，而且“未来几个月都可能会保持高位”。

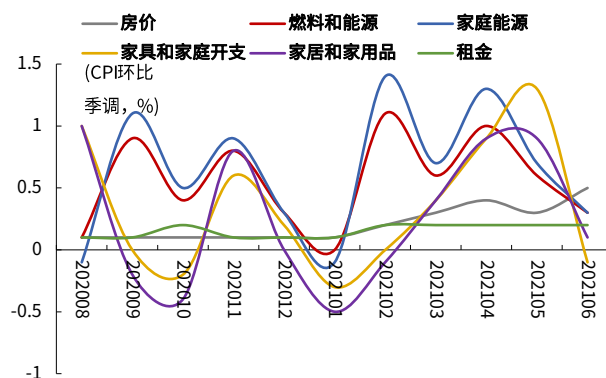
鲍威尔也强调，当前强烈通胀局限于部分领域，“只有在价格大幅上涨变得更加普遍时，他才会担心通胀”。从6月数据也可以看出，美国通胀压力集中在运输、能源、食品三大部门，但是前期环比上涨压力较大的服装、教育通信、信息技术服务类产品的价格在6月环比下跌，住宅、娱乐、医疗保健环比增速与上月持平。住宅类产品中，仅房价依然在小幅环比上涨，家具、家居、家庭能源等价格均在6月份出现回落。通胀集中于部分领域，其余部门已经出现回落迹象，也是鲍威尔在面对通胀时的底气所在。

图 5：服装、信息技术服务、教育通信等价格 6 月回落



资料来源：Wind，光大证券研究所
备注：数据均为季调

图 6：住宅类产品 6 月环比涨幅普遍回落

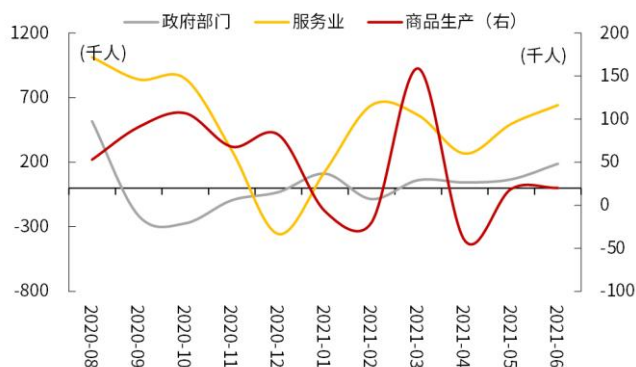


资料来源：Wind，光大证券研究所
备注：数据均为季调

1.2 非农数据超预期，但就业尚未回到疫情前，行业分化较大

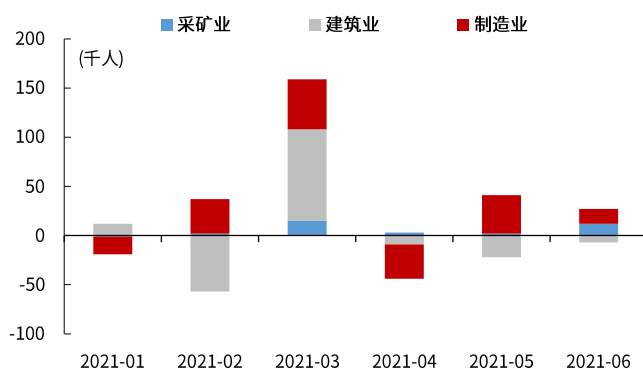
6 月美国新增非农数据超预期。6 月，美国非农就业增加 85.0 万人，远超市场预期的 72 万人，5 月份非农新增就业人数从 55.9 万人上修至 58.3 万人，4 月份非农新增就业人数从 27.8 万人下修至 26.9 万人。新增非农就业主要集中在服务业，私人服务生产部门 6 月非农就业增加 64.2 万人，前值为增加 49.7 万人。

图 7：美国服务业和政府部门就业加速修复，商品生产放缓



资料来源：Wind，光大证券研究所
备注：数据均为季调

图 8：商品生产部门 6 月份新增非农就业情况



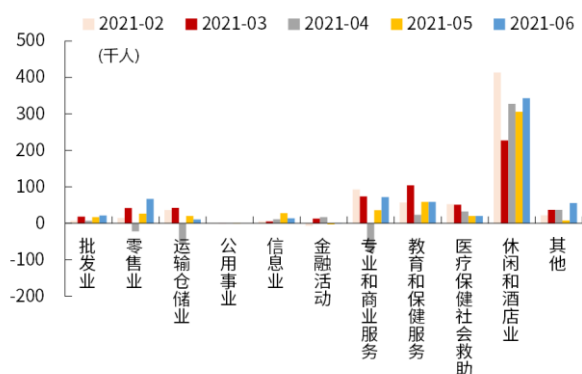
资料来源：Wind，光大证券研究所
备注：数据均为季调

虽然近期就业数据快速上行，但 7 月 15 日的国会听证会上，美联储主席鲍威尔表示，美国离实现充分就业还有很长一段路要走。此外他表示，5.9% 的 6 月失业率低估了就业短缺。从 5 月、6 月的就业数据，可以看出：

一则，就业复苏不均衡，密切接触性行业的职位空缺率依然较高。我们在 6 月 19 日的报告《美国供应链恢复的堵点在哪里》详细阐述过，限制美国就业复苏的，除了部分州还在发放失业补贴，以及学校尚未线下复课，密切接触行业职位空缺率更高也是一个较大的因素。据《经济学人》研究表明，出于对疫情的恐惧，密切接触行业更难招募到合适的从业人员，如娱乐和酒店行业，职位空缺率最高；而非密切接触的行业，如建筑业，职位空缺率则较低。

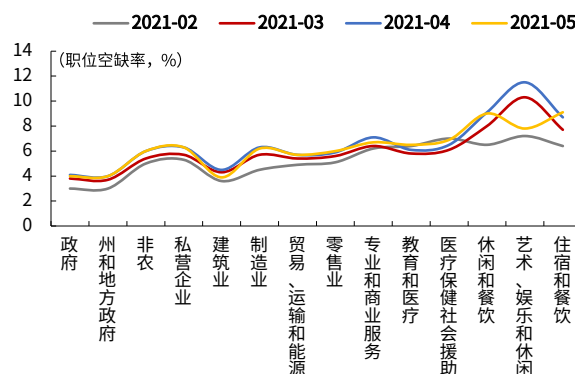
从 4 月、5 月的职位空缺率观察可以看出，住宿餐饮、艺术娱乐、休闲餐饮等等密集接触型行业的职位空缺率明显高于建筑业和制造业。这个因素可能要等到美国正式进入群体免疫状态后，才会得到改善。

图 9：近期新增服务业就业集中于休闲和酒店行业



资料来源：Wind，光大证券研究所
备注：数据均为季调

图 10：密集接触型行业的职位空缺率明显高于建筑业和制造业

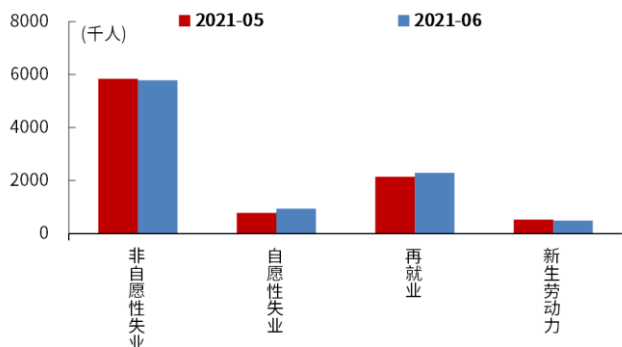


资料来源：Wind，光大证券研究所
备注：数据均为季调

二则，部分人员陆续重回劳动力市场，就业人数尚未回到疫情之前。6 月，美国失业率为 5.9%，高于前值 5.8%。6 月失业人数比上月增加了 16.8 万人，其中主动辞职和再就业人员增加了 16.4 万人及 14.9 万人，非自愿失业和新生劳动力比上月减少了 5.4 万人及 3.1 万人。6 月份非农就业人数与失业率同时上行，一方面，主要因为有劳动力重新回到劳动力市场，或者是主动辞职。

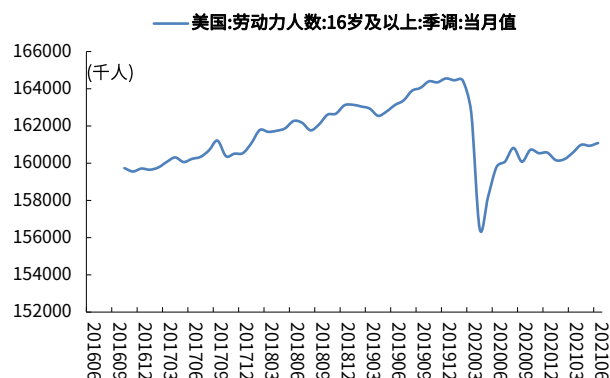
随着美国 6 月多州取消失业补贴，部分居民重新回到劳动力市场，推动了 6 月份失业率上行。但是，全美失业补贴在 9 月才会完全结束发放，叠加本轮居民收到了多轮直接现金补贴，这使得，部分人口回到就业市场的过程是非常缓慢的，可能要等到补贴发放结束，或者是储蓄耗尽，才会回归劳动力市场。截至 6 月，美国 16 岁以上劳动力人口 1.61 亿人，依然低于 2019 年底的 1.64 亿人。

图 11：近期主动辞职人员和再就业人员数量较多



资料来源：Wind，光大证券研究所
 备注：数据均为季调

图 12：美国就业人员尚未回到疫情之前



资料来源：Wind，光大证券研究所
 备注：数据均为季调

1.3 美国疫情再度反复，疫苗接种边际放缓

7月以来，美国新增确诊上升，疫情再次反复。7月16日，美国15日新增确诊病例逾3.3万例，近7天日均新增病例26306例，较前7天增加将近70%。7月15日，据CDC主任瓦伦斯基在白宫举行的新冠疫情记者会上说，美国出现病例激增地区多为新冠疫苗接种率低的地区，疫苗接种率高的地区“整体情况良好”。美国国家过敏症和传染病研究所所长福奇表示，就全美而言，新增病例中有超过50%为德尔塔毒株感染者，在某些地区该数字甚至超过70%。

美国疫苗接种边际放缓。5月以来，美国每日接种疫苗数量持续下滑，7月日均接种剂数已降至40万剂，远低于峰值时期的330万剂。据CDC统计，截至7月15日，美国目前至少接种一剂新冠疫苗者约1.85亿人，占到总人口的55.9%；完成接种疫苗者约1.6亿人，占到总人口的48.4%。据法新社报道，仍有不少美国人不愿接种，或听信社交媒体反疫苗活动人士鼓动，或受美国共和党籍政客在疫苗方面对民主党政府批评言论的影响。白宫新闻秘书珍·普萨基7月16日表示，社交媒体平台在打击涉疫苗网络不实信息方面做得还不够。

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_22289

