



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《企业利润改善仍需扩需求》 -
2024.03.29

宏观研究

鲍威尔最新表态带动美欧日央行的异步走位

● 核心观点

(1) 美国通胀短期存在反复风险，但通胀粘性有所减弱，未来美联储降通胀之路或更为平坦。基于通胀的数据依赖模式，美联储降息或将有所延后。

美国核心 PCE 结构变化，通胀粘性有所减弱。2 月美国核心 PCE 同比增速持平前值，但粘性较强的核心服务（不包括能源）对核心 PCE 同比增速拉动作用边际减弱，而半粘性的核心商品（不包括食品和能源）对核心 PCE 同比增速拉动作用边际回升，核心通胀粘性有所减弱。

向后看，考虑核心服务（不包括能源）与核心商品（不包括食品和能源）粘性差异，短期能源价格仍存在上涨空间，或推升核心商品（不包括食品和能源）价格再次回升，而粘性较强的核心服务（不包括能源）价格回落或将较为缓慢，进而或将带来通胀反复的风险。鉴于通胀粘性有所减弱，未来美联储降通胀的道路或更为平坦。但基于通胀的数据依赖模式，短期美联储降息或将有所延后，鲍威尔 3 月 29 日亦重申“不急于降息”。

值得注意的是，近期大宗商品涨价幅度较为显著，不排除已经 price in 欧美降息的预期，欧美降息预期兑现，或在一定程度上会缓解大宗商品价格上涨。若短期美国通胀主要由商品价格驱动，美联储降息可能反而不会推升通胀。此外，目前美国商业地产潜在风险仍在，在美国居民储蓄率处于历史阶段性低位的阶段，美国过早降息，或导致资本流出美国，一定程度上加剧美国金融条件收紧，冲击美国金融市场，可能引起潜在风险暴露的风险。基于此视角，美联储降息或将晚于欧洲央行降息。结合最近欧洲央行官员表态，欧洲央行 6 月降息概率走高，如欧洲央行执委帕内塔表示“欧洲央行官员似乎已经达成一致，以 6 月为起点，逆转之前的加息行动”。

基于以上分析，美联储降息路径预期：

预期一：美联储6月降息，与欧洲央行保持同步。欧美央行同步开启降息周期，支撑大宗商品价格的降息预期兑现，或一定程度上缓解大宗商品价格上涨趋势，同时美国资本流动或相对平稳，不会剧烈冲击金融市场。

预期二：美联储降息晚于欧洲央行，欧洲央行6月降息。欧美央行错位降息，支撑大宗商品价格的降息预期部分存在，或仍会支撑大宗商品价格上涨，进而对通胀产生一定支撑。待美元降息预期兑现，大宗商品 price in 的降息预期全部兑现，价格或有回落。此情况，美元指数或会先升后降，短期对非美货币汇率产生一定贬值扰动，而美国资本流动或会相对平稳，不会剧烈冲击金融市场。

预期三：美欧央行降息，日本央行再次加息。欧美等同步开启降息周期，全球流动性环境将进入宽松格局，同时日央行加息，虽然日本与欧元区、美国利差较大，但考虑日元资产在全球资本市场的相对吸引力，或导致国际资本从其他发达国家回流至日本，日元升值可能平抑欧美降息的效应，从而间接抑制全球通胀水平。

(2) 本周宏观环境：全球经济景气度有所放缓，国内稳健向好。

在政策环境方面，外部政策环境正面，美联储降息预期仍存分歧，欧元区央行降息预期更为明晰，6月降息概率走高；国内政策环境积极正面，稳步推进大规模设备更新改造、以旧换新等稳增长政策执行落地；

在非政策环境方面，美国经济不确定性较高，房屋销售放缓、批发库存回升，但消费者信心指数超预期回升；德国、法国等欧元区经济景气进一步边际放缓；日本经济持续修复预期有所减弱，整体全球经济环境有所减弱；国内经济稳健修复，1-2月规模以上工业企业利润增速超预期回升，房地产市场亦出现积极向好信号，整体较为积极。

● 风险提示：

中美贸易摩擦超预期加剧；美国商业银行危机超预期演变；海外地缘政治冲突加剧。

目录

1 大类资产表现	5
2 核心服务与核心商品价格分化，通胀粘性有所减弱	6
2.1 整体符合预期，粘性较强的核心服务价格边际回落	6
2.2 通胀结构：核心服务通胀粘性减弱，商品和能源价格回升	7
2.3 美国个人支出增速高于收入增速，储蓄率创阶段性新低	10
2.4 向后看：美国核心 PCE 结构变化，通胀粘性有所减弱	12
3 国内外宏观热点	14
3.1 海外宏观热点	14
3.2 国内宏观热点	27
4 本周宏观环境分析：全球经济景气度有所放缓，国内稳健向好	34
风险提示	36

图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览.....	5
图表 2: 美国 2 月 PCE 物价指数.....	7
图表 3: 美国 2 月 PCE 物价指数同比增速及分项贡献.....	9
图表 4: 美国 2 月 PCE 物价指数环比增速及分项贡献.....	10
图表 5: 美国个人收入及收入分项环比增速 (%).....	12
图表 6: 美国个人支出及支出分项环比增速 (%).....	12
图表 7: 美国个人支出和收入环比增速 (%).....	12
图表 8: 美国个人储蓄占个人可支配收入的百分比 (%).....	12
图表 9: 本周宏观环境变化.....	35

1 大类资产表现

3月第4周(3.25-3.29)，全球大类资产涨跌分化。货币市场收益率上行，债券市场收益率下行；国内股票市场小幅下跌，海外主要市场呈现分化，越南、英国、法国股市呈现上涨，日本、韩国、印度股市小幅回落；大宗商品价格基本呈现上涨，铜和锌价格小幅回落；外汇市场方面，美元指数继续回升，人民币小幅贬值。

3月，大宗商品价格呈现普涨，黄金和白银涨幅居前，原油、大豆、玉米等涨幅亦较为明显；股票市场基本呈现上涨行情，国内科创50和恒生指数有所回落，海外印度雅加达综指小幅回落；债券收益率回落，而货币市场收益率有所上升。

图表1：大类资产价格变动一览

		单位	涨跌幅				
			202401	202402	202403	年初至今	本周(3.25-3.29)
货币市场 (bp)	DR007	%	-3.73	-10.39	24.57	10.45	14.85
	同业存单(股份制银行) 到期收益率:6M	%	-4.26	-15.25	0.18	-19.33	0.79
债券市场 (bp)	国债到期收益率:2年	%	-9.79	-7.89	-13.96	-31.64	-8.8
	国债到期收益率:10年	%	-13.25	-9.75	-27.6	-27.6	-2.29
	美国:国债收益率:2年	%	4	37	-5	36	0
	美国:国债收益率:10年	%	11	26	-5	32	-2
股票市场	上证综指	点	-6.27%	8.13%	0.86%	2.23%	-0.23%
	深证成指	点	-13.77%	13.61%	0.75%	-1.30%	-1.72%
	创业板指	点	-16.81%	14.85%	0.62%	-3.87%	-2.73%
	科创50	点	-19.62%	17.94%	-5.57%	-10.48%	-3.96%
	恒生指数	点	-9.16%	6.63%	-0.80%	-3.92%	-0.73%
	纳斯达克综指	点	1.02%	6.12%	1.79%	9.11%	-0.30%
	标普500	点	1.59%	5.17%	3.10%	10.16%	0.39%
	日经225	点	8.43%	7.94%	3.07%	20.63%	-1.27%
	越南指数	点	3.04%	7.59%	2.50%	13.64%	0.18%
	印度雅加达综指	点	-0.89%	1.50%	-0.37%	0.22%	-0.83%
	韩国KOSPI指数	点	-5.96%	5.82%	3.95%	3.44%	-0.07%
巴黎CAC40指数	点	1.51%	3.54%	3.51%	8.78%	0.66%	
伦敦富时100指数	点	-1.33%	-0.01%	4.23%	2.84%	0.27%	
大宗商品	COMEX黄金	美元/盎司	-1.65%	0.27%	9.35%	7.83%	3.23%
	COMEX白银	美元/盎司	-4.27%	-0.43%	9.44%	4.32%	0.96%
	LME铜	美元/吨	0.44%	-1.46%	4.05%	2.98%	-0.14%
	LME铝	美元/吨	-4.43%	-3.09%	4.95%	-2.80%	1.05%
	LME锌	美元/吨	-3.37%	-6.64%	0.38%	-9.45%	-2.37%
	布伦特原油	美元/桶	6.06%	2.34%	4.62%	13.55%	2.40%
	WTI原油	美元/桶	5.86%	3.18%	6.27%	16.08%	3.15%
	CBOT大豆	美分/蒲式耳	-5.42%	-7.81%	5.79%	-7.76%	0.00%
CBOT玉米	美分/蒲式耳	-4.83%	-6.98%	6.12%	-6.05%	0.63%	
外汇市场	美元指数		2.12%	0.59%	0.36%	3.09%	0.07%
	美元兑人民币(即期汇率)		1.23%	0.19%	0.42%	1.85%	-0.07%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 核心服务与核心商品价格分化，通胀粘性有所减弱

2.1 整体符合预期，粘性较强的核心服务价格边际回落

美国 2 月 PCE 和核心 PCE 物价指数同比增速符合市场预期，PCE 物价指数同比增速回升，核心 PCE 物价指数同比增速持平前值，粘性仍强，前者主要是因能源价格同比增速跌幅收窄；后者是由于粘性较强的核心服务（不包括能源）同比增速回落，而半粘性的核心商品（不包括食品和能源）同比增速有所回升，两者影响相对抵消。美国 2 月 PCE 物价指数同比升 2.5%，预期升 2.5%，前值升 2.4%；核心 PCE 物价指数（剔除食品和能源）同比升 2.8%，预期升 2.8%，前值升 2.8%。从结构上看，能源价格同比增速跌幅较前值收窄 2.6pct，支撑 PCE 物价指数同比增速较前值回升 0.1pct；粘性较强的核心服务（不包括能源）同比增速 3.9%，延续回落，较前值回落 0.1pct，而半粘性的核心商品（不包括食品和能源）同比增速-0.4%，较前值回升 0.2pct，核心 PCE 物价指数同比增速持平前值。

美国 2 月 PCE 和核心 PCE 物价指数环比增速略低于市场预期，PCE 物价指数环比增速持平前值，核心 PCE 物价指数环比增速小幅回落，前者主要是因能源价格环比明显走高，后者因核心服务（不包括能源）价格回落。PCE 物价指数环比升 0.3%，预期升 0.4%，前值升 0.3%；核心 PCE 物价指数环比升 0.3%，预期升 0.4%，前值升 0.5%。从结构来看，2 月食品、能源、核心商品（不包括食品和能源）、核心服务（不包括能源）环比增速分别为 0.5%、2.3%、0.3%和 0.2%，较前值变动分别为 0pct、3.7pct、0.4pct、-0.4pct，能源价格和半粘性的核心商品（不包括食品和能源）价格环比回升，而粘性较强核心服务（不包括能源）价格环比延续回落。

图表 2：美国 2 月 PCE 物价指数

	权重 (%)	环比 (%)				同比 (%)			
		202402	202401	202312	202311	202402	202401	202312	202311
PCE	100.00	0.3	0.3	0.1	0.0	2.5	2.4	2.6	2.7
食品	7.70	0.1	0.5	0.1	-0.1	-0.2	1.4	1.4	1.7
能源	4.16	2.3	-1.4	-0.3	-1.8	-2.3	-4.9	-1.7	-5.0
核心 PCE (不包括食品和能源)	88.14	0.3	0.5	0.2	0.1	2.8	2.8	2.9	3.2
核心商品 (不包括食品和能源)	22.85	0.3	-0.1	-0.3	-0.3	-0.4	-0.6	-0.1	0.2
耐用品	13.29	0.2	0.2	-0.5	-0.5	-2.0	-2.4	-2.3	-2.1
新车	2.08	-0.1	-0.1	0.2	-0.1	0.4	0.7	1.0	1.1
二手车	1.27	0.5	-3.4	0.6	1.4	0.9	-2.4	-1.0	-3.6
家具	1.45	-0.3	0.9	-0.6	-1.4	-2.4	-2.2	-2.0	-1.8
家电	0.45	-1.2	1.3	0.5	-1.1	-6.9	-6.6	-8.9	-8.8
娱乐商品	3.67	1.2	1.8	-2.2	-1.7	-3.4	-6.2	-7.4	-6.4
其他耐用品	1.45	-1.4	-0.7	0.7	-0.6	-3.2	-1.7	-0.5	-0.2
非耐用品	9.56	0.7	-0.4	-0.1	-0.6	0.8	0.5	1.6	1.0
服装	2.75	1.0	-0.7	-0.1	-0.7	0.4	0.2	1.6	1.8
其他非耐用品	6.81	0.3	-0.2	-0.1	0.0	1.7	1.8	2.6	2.9
核心服务 (不包括能源)	65.29	0.2	0.6	0.3	0.2	3.9	4.1	4.0	4.3
住房	15.42	0.4	0.5	0.4	0.5	5.2	6.1	6.3	6.7
房租	3.48	0.5	0.4	0.4	0.4	5.7	6.0	6.4	6.8
等价租金	11.78	0.4	0.6	0.4	0.5	5.9	6.2	6.3	6.7
核心服务 (不包括能源和住房)	49.87	0.2	0.7	0.3	0.2	3.3	3.5	3.3	3.6
医疗服务	16.32	0.2	0.3	0.2	0.2	3.1	2.8	2.5	2.4
交通服务	3.27	0.1	0.0	-0.3	1.0	2.1	2.5	3.5	5.7
娱乐服务	3.86	0.5	0.4	0.9	0.2	4.2	4.6	4.9	4.5
餐饮服务	7.46	0.0	0.7	0.3	0.3	3.7	4.4	4.5	4.7
金融服务	7.07	0.4	1.3	0.7	-0.1	3.9	3.9	3.3	3.1
其他服务	11.89	-0.2	0.8	0.1	0.0	2.5	3.0	2.7	2.9

资料来源：BEA，中邮证券研究所

2.2 通胀结构：核心服务通胀粘性减弱，商品和能源价格回升

2 月美国 PCE 物价指数同比增速边际回升的主要贡献项是能源分项，食品分项有所回落，核心 PCE 物价指数持平前值。能源分项和食品分项对 PCE 物价指数同比增速的拉动作用分别为-0.1pct 和 0.1pct，较前值变动分别为 0.1pct 和 -0.01pct。

2 月核心 PCE 物价指数同比增速持平前值，半粘性核心商品（不包括食品和能源）有所回升，粘性较强的核心服务（不包括能源）有所回落。核心商品（不

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/828136006063006053>