



研究所

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

近期研究报告

《PMI 弱复苏，经济内生动力有待增强》 - 2024.03.03

宏观研究

美通胀信号不明确，“外卷”需求加大

● 核心观点

(1) **美国通胀粘性仍强，货币政策限制性有所显现。**1月美国PCE物价指数整体符合预期，但环比增速创2023年2月以来最大增幅，强势抵消了2023年12月圣诞假期影响，指向美国通胀粘性较强。从结构数据来看，无论核心服务PCE物价指数环比增速还是同比增速，均保持了较高韧性，亦凸显了美国通胀粘性较强。

从美国个人收入和支出来看，美国个人收入保持稳健增长，但受高利率制约，美国个人利息支出已经开始挤压个人消费支出，个人储蓄率已有明显下降，货币政策对经济的限制性影响已有显现，美国经济尚未显示明确衰退迹象。当前，考虑当前美国通胀粘性仍强，提高利率抑制通胀存在滞后效应，预计美联储降息或稍晚于市场预期，叠加美国商业银行风险有所上升，纽约社区银行风险暴露，因此，反而需要关注美国金融系统乃至经济状况的骤变风险。

此外，3月1日美联储理事沃勒在美国货币政策论坛提出“反向扭转操作”。如此操作成行，则短期利好短债收益率及美股，而对美长债收益率造成上行压力。

(2) **本周宏观环境整体呈现边际向好态势。**在政策环境方面，内外部均呈现正面。美欧通胀虽强，但降息预期一直存在；我国宏观调控政策力度有所加大；国内流动性合理充裕，DR007和NCD(6M)本周有明显下行。在非政策环境方面，外部环境承压，内部环境正面。外部环境负面主要体现为美国拜登政府的贸易保护主义有所抬头，宣称将对中国制造的网联汽车展开调查。同时，美欧经济景气度有所下行。内部环境方面，我国汽车销售回暖，房地产销售虽下行，但降幅收窄，显示内需有所回升。

● **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 美国通胀粘性仍强，货币政策限制性显现	6
2.1 整体符合预期，环比高增指向通胀粘性仍强	6
2.2 通胀结构：核心服务通胀粘性仍强，商品和能源价格回落.....	8
2.3 美国居民收入稳健增长，债务利息增长拖累消费支出.....	10
2.4 通胀粘性仍强，美联储降息或稍晚于市场预期	12
3 国内外宏观热点.....	13
3.1 海外宏观热点.....	13
3.2 国内宏观热点.....	19
4 本周宏观环境分析：边际向好	24
风险提示	25

图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览.....	6
图表 2: 美国 1 月 PCE 物价指数.....	8
图表 3: 美国 1 月 PCE 物价指数同比增速及分项贡献.....	9
图表 4: 美国 1 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 (%).....	11
图表 6: 美国个人支出及支出分项环比增速 (%).....	11
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.....	25

1 大类资产表现

2月最后一周，全球大类资产基本呈现普遍上涨。货币市场和债券市场到期收益率下行；权益市场涨多跌少，国内权益市场明显反弹，美股保持上涨，恒生指数小幅回落；大宗商品市场除LME锌小幅下跌外，呈现普涨行情；外汇市场方面，美元指数继续走强，人民币小幅回落。

图表1：大类资产价格变动一览

		单位	涨跌幅			
			202401	202402	年初至今	本周 (2.26-3.1)
货币市场	DR007	%	-3.73	-10.39	-8.82	-9.31
	(BP) 同业存单(股份制银行):6M	%	-4.26	-15.25	-20.29	-4.13
债券市场	国债到期收益率:2年	%	-9.79	-7.89	-13.19	1.28
	国债到期收益率:10年	%	-13.25	-9.75	-18.75	-1.57
	(BP) 美国:国债收益率:2年	%	4	37	31	-15
	美国:国债收益率:10年	%	11	26	31	-9
股票市场	上证综指	点	-6.27%	8.13%	1.75%	1.68%
	深证成指	点	-13.77%	13.61%	-0.94%	4.07%
	创业板指	点	-16.81%	14.85%	-3.56%	4.13%
	科创50	点	-19.62%	17.94%	-4.29%	6.12%
	恒生指数	点	-9.16%	6.63%	-2.69%	-0.27%
	纳斯达克综指	点	1.02%	6.12%	8.42%	1.87%
	标普500	点	1.59%	5.17%	7.70%	1.33%
	日经225	点	8.43%	7.94%	19.26%	1.73%
	越南指数	点	3.04%	7.59%	11.36%	2.79%
	印度雅加达综指	点	-0.89%	1.50%	0.54%	0.39%
	韩国KOSPI指数	点	-5.96%	5.82%	-0.49%	-0.18%
	巴黎CAC40指数	点	1.51%	3.54%	5.18%	0.05%
	伦敦富时100指数	点	-1.33%	-0.01%	-0.66%	-0.02%
大宗商品	COMEX 黄金	美元/盎司	-1.65%	0.27%	0.57%	2.90%
	COMEX 白银	美元/盎司	-4.27%	-0.43%	-2.86%	3.61%
	LME 铜	美元/吨	0.44%	-1.46%	-0.97%	0.25%
	LME 铝	美元/吨	-4.43%	-3.09%	-6.51%	2.01%
	LME 锌	美元/吨	-3.37%	-6.64%	-10.53%	-0.74%
	布伦特原油	美元/桶	6.06%	2.34%	8.45%	1.24%
	WTI 原油	美元/桶	5.86%	3.18%	11.61%	3.08%
	CBOT 大豆	美分/蒲式耳	-5.42%	-7.81%	-11.59%	0.75%
	CBOT 玉米	美分/蒲式耳	-4.83%	-6.98%	-12.43%	1.23%
外汇市场	美元指数		2.12%	0.59%	2.47%	0.10%
	美元兑人民币(即期汇率)		1.23%	0.19%	1.50%	0.01%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 美国通胀粘性仍强，货币政策限制性显现

2.1 整体符合预期，环比高增指向通胀粘性仍强

美国 1 月 PCE 和核心 PCE 物价指数同比增速符合市场预期，并呈现逐步回落趋势。美国 1 月 PCE 物价指数同比升 2.4%，预期升 2.4%，前值升 2.6%；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 2.9%。PCE 物价指数同比增速延续逐步回落态势，为 2021 年 4 月以来新低。PCE 物价指数和核心 PCE 物价指数同比均低于季节性表现，较近五年均值低 1.1 个百分点和 0.43 个百分点，显示价格明显有所回落。PCE 物价指数同比放缓的主要原因能源价格明显回落；核心 PCE 价格指数降幅小于 PCE 物价指数，核心商品小幅回落，而核心服务保持较强粘性，小幅回升。

美国 1 月 PCE 和核心 PCE 物价指数环比增速虽符合市场预期，但创 2023 年 2 月以来最大增幅，指向通胀粘性仍强。PCE 物价指数环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值升 0.2%；核心 PCE 物价指数环比升 0.4%，预期升 0.4%，前值升 0.2%。PCE 物价指数环比增速低于季节性表现，较近五年均值低 0.06 个百分点，而核心 PCE 物价指数环比增速好于季节性表现，较近五年均值高 0.03 个百分点。尽管 12 月有圣诞假期影响，叠加能源价格下跌有所拖累，但食品、核心商品及核心服务环比均小幅反弹，支撑 PCE 环比走高。1 月食品、核心商品及核心服务环比增速分别较上个月扩大了 0.4、0.2 和 0.3 个百分点，特别是粘性较强的服务创 2023 年以来新高，指向美国消费仍具有较强韧性，通胀粘性较强。背后逻辑应是目前美国呈现出工资推动通胀螺旋式上升的迹象，美国员工平均时薪稳健增长，支撑了美国居民消费能力。

尽管 CPI 与 PCE 在统计方法上存在调整与差异，导致绝对水平存在一些差异，但是长期趋势较为一致。本次 1 月 CPI 超预期回升，降低了市场对美联储降息的预期，但 PCE 整体符合预期，一个重要原因是分项权重差异影响，其中权重差异较大的两个分项是住房分项和医疗服务分项。住房分项在 CPI 占比接近 35%，而在 PCE 的占比为 16.51%；医疗分项在 CPI 占比 6.4%，而在 PCE 的占比为 17.05%。按照这两项计算，住房分项在 CPI 同比中贡献为 3.05%，而在 PCE 同比中贡献为 1.01%，两者相差达到 2.04 个百分点；医疗分项在 CPI 同比中贡献仅为 0.18%，而在 PCE 同比中贡献为 0.47%，两者相差仅为 -0.29 个百分点。整体来看，由于近期美国房地产市场价格持续走高，放大了房租对 CPI 影响，而在 PCE 中因权重较低，相对降低了房价的影响，造成了两者预期差异。

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/406233112055010101>