

# 宏观经济报告

## 宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)

zhaow@gjzq.com.cn

分析师: 陈达飞 (执业 S1130522120002)

chendafei@gjzq.com.cn

分析师: 赵宇 (执业 S1130523020002)

Zhaoyu2@gjzq.com.cn

联系人: 李欣越

lixinyue@gjzq.com.cn

## 美联储会上调通胀目标吗?

在劳动力短缺、全球供应链重构和能源转型背景下,通胀中枢上行似乎已经成为共识。美国经济基本面韧性持续超预期。要想尽快实现 2%通胀目标,美联储必须“制造衰退”吗?或者,为了“软着陆”,美联储会上调通胀目标吗?

### 热点思考: 美联储会上调通胀目标吗? 条件不充分, 暂无必要性, 概率极低。

通胀目标制是央行维护物价稳定的一种策略。自 1989 年新西兰银行率先实施通胀目标制以来,至今明确实施通胀目标制的中央银行数量已达到 34 家。根据历史通胀水平,不同经济体设定的通胀目标不同,部分也会动态调整。英格兰银行、欧央行、美联储和日央行的通胀目标始终都是 2%,但内涵略有差异。

美联储上调通胀目标的概率极低。第一,从修订程序上而言,上调通胀目标需修订《长期目标和货币政策策略声明》,前期还需经过长期学术论证和多轮国会听证;第二,从政策声誉和预期的稳定性出发,美联储更可能在“平均通胀目标”制下,暂时性地调低通胀目标;第三,长期通胀预期依然被锚定在 2%上下,断言 2%通胀目标失效为时尚早。

综合而言,美联储调整通胀目标的程序是漫长的,上调通胀目标的条件既不充分,也不必要,概率极低。修订政策框架是“没有办法的办法”。但在通胀逐渐由需求主导的情况下,美联储有能力实现 2%目标。美联储不愿意“制造”一场衰退,这意味着,通胀回归 2%所需的时间更长。

### 海外基本面&重要事件: 基本面韧性超预期, 通胀压力反弹, 紧缩预期升温

美国 1 月 PCE 超预期反弹,加剧市场震荡。美国 1 月核心 PCE 同比上涨 4.7%,预期 4.3%,前值 4.6%;1 月 PCE 同比上涨 5.4%,预期 5%,前值 5%,住房和服务价格上涨是 PCE 超预期的主要原因。

美欧日服务业 PMI 及消费信心好转。美欧日等发达经济体 2 月服务业 PMI 集体回升,欧元区 2 月服务业 PMI 升至 53,美国升至 50.5,日本升至 50.7。美国消费者信心连续 3 个月好转,欧元区消费者信心连续 5 个月回升。

海外高频活动数据显示美国工业生产活动回落,欧洲软性领先指标持续改善,美国红皮书零售增速抬升,美国新房销售改善但贷款利率反弹,原油库存继续攀升,全球海运价格回落,美国当周初请失业人数环比微降。

### 全球大类资产跟踪: 海外权益普遍下跌, 国债利率上行, 美元指数升至 105

全球主要股票指数多数下跌,仅 A 股逆势上涨。恒生指数、纳斯达克指数、道琼斯工业指数、标普 500、法国 CAC40 分别下跌 3.4%、3.3%、3.0%、2.7%和 2.2%,仅上证指数上涨 1.3%。

发达国家 10 年期国债收益率多数上行。10Y 美债收益率上行 13.0bp 至 3.95%,英债上行 10.3bp 至 3.74%,法国、意大利和日本 10Y 国债分别上行 8.9bp、12.2bp 和 0.3bp,仅德债下行 7bp 至 2.46%。

美元指数走强,欧元、英镑和日元兑美元贬值,人民币汇率小幅贬值。欧元、日元和英镑兑美元分别贬值 1.39%、1.71% 和 0.83%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值 1.33%、1.63%至 6.9530、6.9800。

大宗商品价格多数品类涨跌互现,贵金属、有色金属悉数下跌。原油价格窄幅震荡;受内蒙古煤矿事故影响,焦煤价格大涨 25.07%;跌幅最大的是 COMEX 银、LME 镍,分别下跌 3.75%、2.52%。

### 风险提示

俄乌冲突再起波澜;大宗商品价格反弹;工资增速放缓不达预期

## 内容目录

一、热点思考：美联储会上调通胀目标吗？	6
(一) 2%通胀目标的历史渊源及其合理性	6
(二) 美联储上调通胀目标的条件既不充分，也不必要，可能性微乎其微	8
二、海外基本面&重要事件	12
(一) 通胀：美国 PCE 增速超预期反弹	12
(二) 景气：美欧日服务业 PMI 集体回升	14
(三) 生产：欧洲软性领先指标持续改善	16
(四) 消费：美欧发达国家消费者信心连续改善	17
(五) 地产：美国新房销售回升但贷款利率难降	18
(六) 库存：商业原油库存累库势头继续攀升	19
(七) 供应链：海运价格回落，全球主要城市出行量提升	20
(八) 就业：美国当周初请失业人数环比微降	21
大类资产高频跟踪（2023/02/18-2023/02/24）	21
(一) 权益市场追踪：全球资本市场普遍下跌	21
(二) 债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率多数上行	23
(三) 外汇市场追踪：美元指数明显走强，人民币大幅贬值	23
(四) 大宗商品市场追踪：油价窄幅震荡，贵金属、有色金属价格普遍下跌	24
风险提示	26

## 图表目录

图表 1：实施“通胀目标制”的中央银行及通胀目标的演变	6
图表 2：美联储 2%通胀目标的确立	7
图表 3：后疫情时代，海外通胀大幅上行	8
图表 4：《联邦储备法案》（及修正案），以及与美联储相关的金融法案	9
图表 5：非常规政策工具是利率的必要补充	9
图表 6：QE 有助于压缩期限利差	9
图表 7：从 2%通胀目标到 2%“平均通胀目标”	10
图表 8：中长期通胀预期均在向 2%通胀目标收敛	10
图表 9：通胀预期的结构向下倾斜	10
图表 10：盈亏平衡通胀预期	11

图表 11: 消费者调查通胀预期 .....	11
图表 12: 美国通胀的长期中枢水平是多少? .....	11
图表 13: 美国 PCE 分项同比、环比增速以及权重 .....	12
图表 14: 美国 PCE 同比及拉动结构, 住房及服务项涨幅扩大 .....	13
图表 15: PCE 商品项及其拉动结构 .....	13
图表 16: 商品价格涨势持续放缓 .....	13
图表 17: PCE 服务项及其拉动结构 .....	13
图表 18: 住房、交通等项目增速较高 .....	13
图表 19: 美国实际消费支出的结构: 扩散指数 .....	14
图表 20: 美国 PCE 通胀的结构: 扩散指数 .....	14
图表 21: 欧洲主要国家制造业 PMI .....	14
图表 22: 欧洲主要国家服务业 PMI .....	15
图表 23: 美国 2 月 Markit PMI 回升 .....	15
图表 24: 日本 2 月服务业 PMI 回升, 制造业回落 .....	15
图表 25: 欧元区 2 月综合 PMI 回升至 52.3 .....	15
图表 26: 德、法 2 月制造业 PMI 回落, 英国回升 .....	15
图表 27: 德法英意 2 月综合 PMI 均明显回升 .....	16
图表 28: 德法英意 2 月服务业 PMI 均明显回升 .....	16
图表 29: 纽约联储周度经济指数回升至 1.16%, 前值 0.94 .....	16
图表 30: 欧元区周度 GDP 跟踪回落至 1.9%, 前值 2.7% .....	16
图表 31: 美国粗钢产量回落至 165.4 万短吨 .....	16
图表 32: 美国粗钢产能利用率回落至 74%, 上周值 74.4% .....	16
图表 33: 德国及欧元区 2 月景气预期改善 .....	17
图表 34: 欧元区 M1 回落, 经济改善持续性需观察 .....	17
图表 35: 欧洲经济现状改善, 德国略回落 .....	17
图表 36: 日本周度 GDP 跟踪回落至 1.9%, 前值 2.8% .....	17
图表 37: 美国红皮书零售增速回升至 5.3%, 前值 4.9% .....	17
图表 38: 今年美国红皮书零售增速与 2019 年持平 .....	17
图表 39: 全球 Open Table 用餐人数 2 月以来回升 .....	18
图表 40: 柏林、伦敦外出就餐修复较好, 纽约较差 .....	18
图表 41: 美国 1 月收入、消费支出增速共同回升 .....	18
图表 42: 美国消费者信心连续三个月回升 .....	18
图表 43: 欧元区消费者信心连续 5 个月回升 .....	18
图表 44: 英德消费者信心 2 月份回升 .....	18
图表 45: 1 月美国新房销售折年数回升至 67 万套 .....	19

图表 46:	上周 REALTOR 房屋挂牌价增速回落至 0.07%.....	19
图表 47:	本周美 30 年贷款利率升至 6.5%，十债收 3.9%.....	19
图表 48:	美国抵押贷款综合指数上周回落至 199.8.....	19
图表 49:	欧元区 12 月营建支出回落.....	19
图表 50:	欧元区 12 月营建支出同环比均下跌.....	19
图表 51:	上周美国原油库存增加 764 万桶.....	20
图表 52:	上周美国战略原油储备不变.....	20
图表 53:	本周 BDI 指数大幅抬升.....	20
图表 54:	本周 CCFI 海运价格延续回落.....	20
图表 55:	本周伦敦、柏林、纽约等交通拥堵指数回升.....	20
图表 56:	纽约拥堵指数好于 2022 年，弱于 2019 年.....	20
图表 57:	纽约地铁载客量明显强于 2022、2021 年.....	21
图表 58:	美国 TSA 安检人数略好于 2019 年.....	21
图表 59:	美国 2 月 18 日当周初请失业人数降至 19.2 万.....	21
图表 60:	持有失业保险人群的失业率升至 1.1%.....	21
图表 61:	当周，发达国家股指悉数下跌.....	22
图表 62:	当周，新兴市场股指普遍下跌.....	22
图表 63:	当周，美股行业多数下跌.....	22
图表 64:	当周，欧元区行业悉数下跌.....	22
图表 65:	当周，恒生指数全线下跌.....	22
图表 66:	当周，恒生行业多数下跌.....	22
图表 67:	当周，主要发达国家 10Y 国债收益率多数上行.....	23
图表 68:	当周，美英 10Y 收益率上行，德 10Y 收益率下行.....	23
图表 69:	当周，主要新兴国家 10Y 国债收益率多数上行.....	23
图表 70:	当周，巴西 10Y 国债收益率上行，土耳其下行.....	23
图表 71:	当周，美元指数上涨，欧元兑美元贬值.....	24
图表 72:	当周，欧元和英镑兑美元均贬值.....	24
图表 73:	当周，主要新兴市场兑美元普遍贬值.....	24
图表 74:	雷亚尔、土耳其里拉、韩元兑美元均贬值.....	24
图表 75:	当周，美元和英镑兑人民币升值.....	24
图表 76:	当周，人民币兑美元贬值.....	24
图表 77:	当周，商品价格走势整体分化.....	25
图表 78:	WTI 原油、布伦特原油价格窄幅震荡.....	25
图表 79:	当周，动力煤价格持平，焦煤价格大幅上涨.....	25
图表 80:	当周，铜铝价格共振下跌.....	26

图表 81: 当周, 通胀预期回升 .....	26
图表 82: 当周, 黄金和白银价格均下跌 .....	26
图表 83: 当周, 10Y 美债实际收益率上行 .....	26

在劳动力短缺、新冠疫情加速全球供应链重构和能源转型背景下，通胀中枢的上行似乎已经成为共识。而在短期，美国经济基本面韧性持续超预期。那么，要想尽快使通胀收敛至2%目标，美联储必须“制造衰退”吗？为了“软着陆”，美联储会上调通胀目标吗？

## 一、热点思考：美联储会上调通胀目标吗？

### （一）2%通胀目标的历史渊源及其合理性

通胀目标制是央行维持物价稳定的一种策略。明确实施通胀目标制的中央银行数量已达到34家（如果包含隐性通胀目标，数量为74<sup>①</sup>）。1989年12月，新西兰央行首开先河，宣布实施通胀目标制。紧随其后的是加拿大银行（1991年）和英格兰银行（1992年）。按照英格兰银行中央银行研究中心（Centre for Central Banking Studies）的统计，截止到2012年初，共有27个国家的中央银行实施了明确的通胀目标制<sup>②</sup>。美国、日本和印度分别在2012年、2013年和2016年采用。至今，明确实施通胀目标制的央行为34家。

根据历史通胀水平，不同经济体设定的通胀目标不同，部分也会进行动态调整。自实施以来，英格兰银行、欧央行、美联储和日央行的通胀目标都是2%，但含义略有差异。比如欧央行是“略低于”2%，日央行是“略高于”2%，美联储初期是2%，2020年后采用了“平均通胀目标”，所以是一段时期内“平均”2%。

图表1：实施“通胀目标制”的中央银行及通胀目标的演变

国家/地区	目标通胀率				国家/地区	目标通胀率			
	采用日期	采用时	2023年	2022年		采用日期	采用时	2023年	2022年
新西兰	1990	1%-3%	1%-3%	1%-3%	菲律宾	2002	4%+/-1%	2%-4%	2%-4%
加拿大	1991	2%+/-1%	1%-3%	1%-3%	瓜地马拉	2005	5%+/-1%		
英国	1992	2%(点目标)	2%	2%	印尼	2005	5%+/-1%	2%-4%	2%-4%
澳大利亚	1993	2%-3%		2%-3%	罗马尼亚	2005	3%+/-1%		1.5%-3.5%
瑞典	1993	2%(点目标)	1%-3%	1%-3%	塞尔维亚	2006	4%-8%		3%
捷克	1997	3%+/-1%	1%-3%	1%-3%	土耳其	2006	5.5%+/-2%	5%	5%
以色列	1997	2%+/-1%	1%-3%	1%-3%	亚美尼亚	2006	4.5%+/-1.5%	4%+/-1.5%	4%+/-1.5%
波兰	1998	2.5%+/-1%	2.5%	2.5%	迦纳	2007	8.5%+/-2%		8%+/-2%
欧元区	1998	2%(点目标)	2%	2%	乌拉圭	2007	3%-7%	3%-6%	3%-6%
巴西	1999	4.5%+/-2%	1.75%-4.75%	2%-5%	阿尔巴尼亚	2009	3%+/-1%		3%+/-1%
智利	1999	3%+/-1%	2%-4%	2%-4%	乔治亚州	2009	3%		3%
哥伦比亚	1999	2%-4%		2%-4%	巴拉圭	2011	4.50%	2%-6%	2%-6%
南非	2000	3%-6%	3%-6%	3%-6%	乌干达	2011	5%		
泰国	2000	0.5%-3%	1%-3%	1%-3%	多米尼加	2012	3%-5%		3%-5%
匈牙利	2001	3%+/-1%		3%	美国	2012	2%(点目标)	2%	2%
墨西哥	2001	3%+/-1%	2%-4%	2%-4%	日本	2013	2%		2%
冰岛	2001	2.5%+/-1.5%		2.50%	摩尔多瓦	2013	3.5%-6.5%	6.5%	6.5%
韩国	2001	3%+/-1%		2%	印度	2015	2%-6%		2%-6%
挪威	2001	2.5%+/-1%	1%-3%	1%-3%	哈萨克斯坦	2015	4%	7.5%-9.5%	4%-6%
秘鲁	2002	2%+/-1%	3%	3%	俄罗斯	2015	4%	4%	4%

来源：IMF、维基百科、国金证券研究所

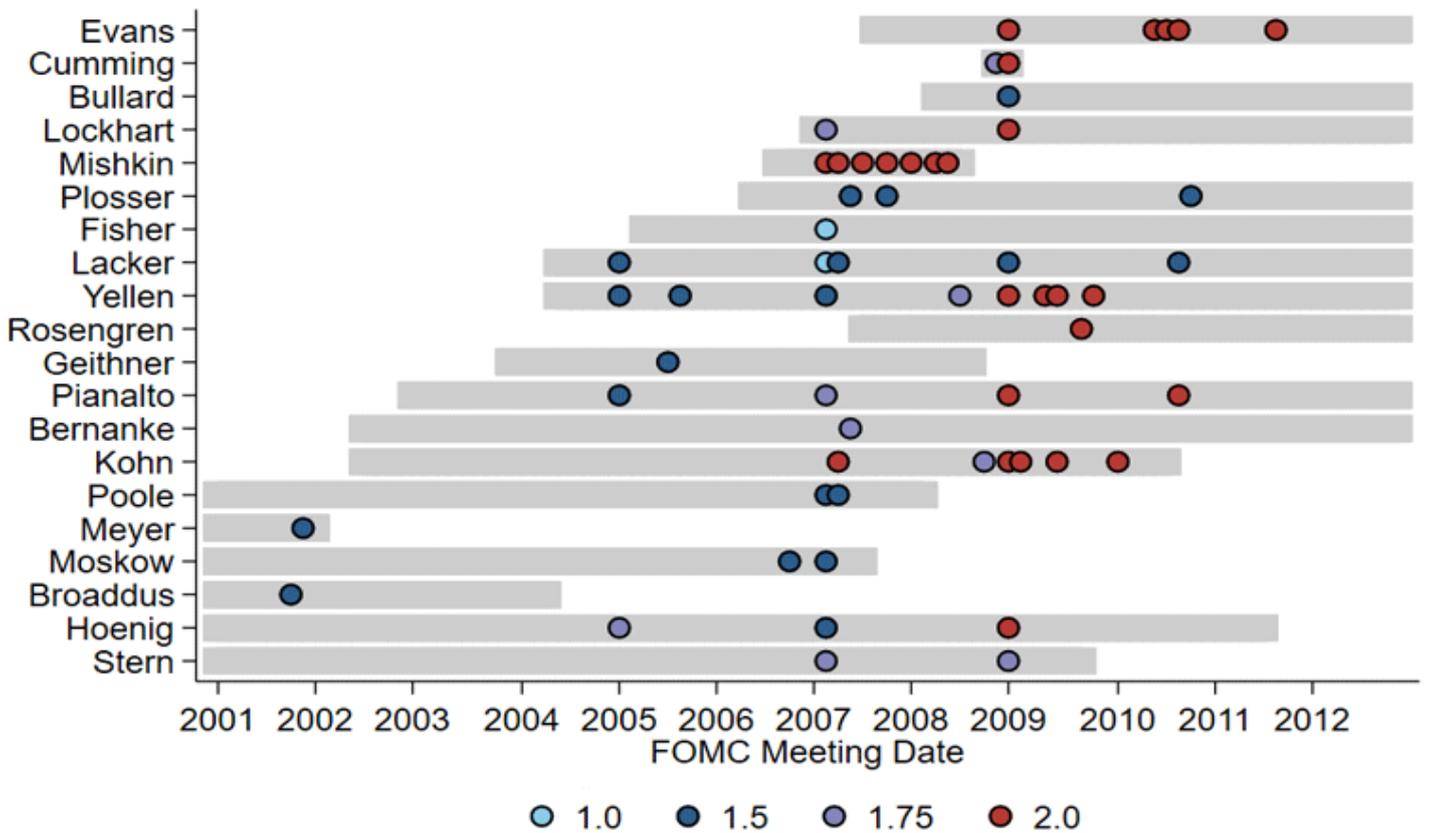
在“零利率约束”的背景下，2%通胀目标还有助于为宽松的货币政策创造空间。在2012年确定2%通胀目标之前，美联储内部进行了充分的讨论，1.0%、1.5%、1.75%和2%的意见都有，但2%明显占优，其次是1.5%。美联储主席伯南克前主席认为，2%的通胀目标有助于平衡美联储的双重使命：它既足够低——与价格稳定的使命保持一致；又足够高——可以在利率触及零下限之前提供足够的降息空间，以维持美联储追求充分就业的能力<sup>③</sup>。

<sup>①</sup> <http://www.centralbanknews.info/p/inflation-targets.html>

<sup>②</sup> <https://web.archive.org/web/20170811125823/http://www.bankofengland.co.uk/education/Documents/ccbs/handbooks/pdf/ccbshb29.pdf>

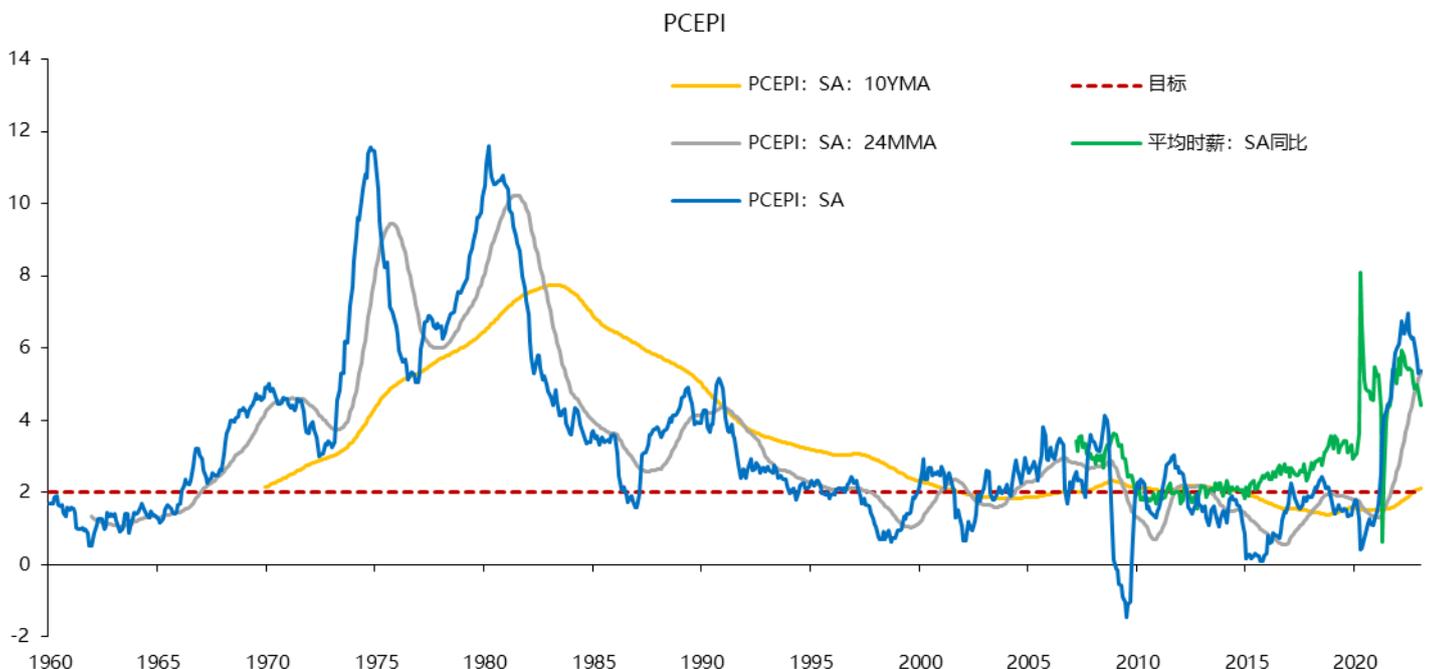
<sup>③</sup> 参考：伯南克，《21世纪货币政策》。

图表2: FOMC 成员关于通胀目标的意见



来源: 美联储®, 国金证券研究所

图表3: 基于事实的2%通胀目标



来源: wind、国金证券研究所

实施通胀目标制的一个背景是上世纪70年代初布雷顿森林体系的瓦解。在金本位和布雷

<sup>①</sup> <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2019/april/evolution-of-fomc-explicit-inflation-target>

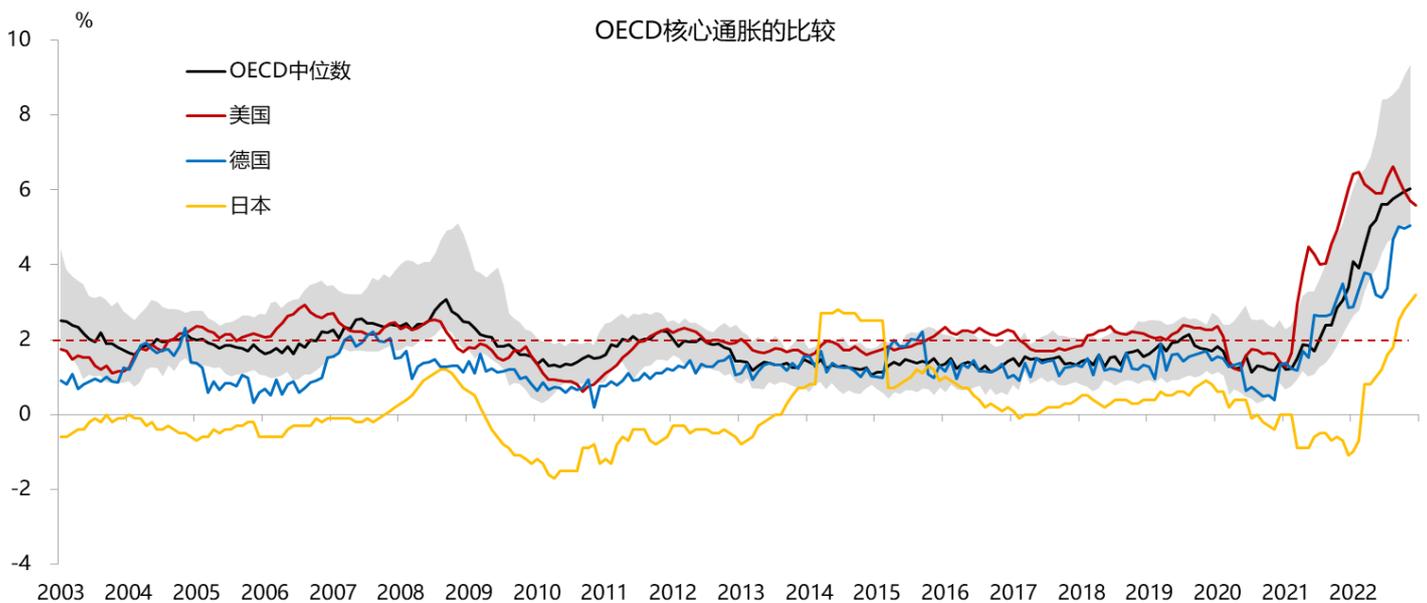
顿森林体系(金汇兑本位制)下,黄金是货币价值的“锚”。1971-73年,随着布雷顿森林体系的瓦解,国际货币体系进入纯信用的“美元本位”时代,汇率也因此进入浮动汇率时代。一篮子物品价格就是货币价值新的“锚”,其对应的就是通胀目标制。在经济学理论上,新古典学派和“理性预期”理论也为通胀目标制提供了理论基础。

三十多年来的经验证明,通胀目标制有助于提高政策透明度和可信度,进而有利于物价稳定。但是,它并非没有缺陷。尤其是2008年全球金融危机以来,货币政策目标是否应该包括资产价格就是持续被讨论的话题。这至少说明,通胀目标制是有局限的。所以,并非物价稳定了,货币当局就可以“高枕无忧”了。

关于物价稳定目标的局限性,日央行或许算得上“先知先觉”。上世纪80年代,日本一直处于低且稳定的通胀环境中,1982-89年CPI通胀的均值为1.59%。1985年“广场协议”后,日元升值进入“快车道”,加剧了日本“输入性通缩”的压力。日本政府因此出台了扩张的财政、货币政策,资产价格泡沫愈演愈烈。80年代后半期,6大城市土地价格和东京证券交易所综合指数涨了2倍。1990-91年,股市和地产泡沫依次破裂,叠加人口老龄化,日本经济陷入长期通缩困境。所以,1997年新《日本银行法》规定,日本银行的理念是,“通过实现物价稳定促进国民经济的健康发展。”简言之,物价稳定是工具,不是目的。

市场关注的一个焦点是:美联储是否会上调通胀目标。市场怀疑:在基本面韧性持续超预期和劳动力市场“非常紧张”的背景下,美国的通胀能否回到2%?上调目标至3%不是更容易实现?这样一来,美联储也就不需要人为地“制造”一场衰退了。我们认为,美联储上调通胀目标的条件既不充分,也不必要,概率微乎其微。

图表4: 后疫情时代,海外通胀大幅上行



来源: OECD、国金证券研究所

## (二) 美联储上调通胀目标的条件既不充分,也不必要,可能性微乎其微

1. 修订程序: 上调通胀目标需修订《长期目标和货币政策策略声明》,前期还需经过长期论证和多轮国会听证

美联储的诞生反映了20世纪初美国政治-意识形态的撕裂和权力斗争的激化<sup>①</sup>。1913年《联邦储备法案》(Federal Reserve Act)授权成立美联储,其背景是1907年金融恐慌。1907年恐慌后,美国政商界掀起了一轮关于货币与银行改革的大辩论,中心议题是如何增加货币供给的弹性。参议院议员奥尔德里奇领导“国家货币委员会”(National Monetary Committee, NMC),耗时6年,推动《联邦储备法案》在1913年底获得国会通过。在“一战”的催化下,1914年底,美联储正式运行。

百余年来,《联邦储备法案》都经过了几次重大修订,美联储制度和政策框架日臻完善。大萧条期间的《1933年银行法》授权设立了联邦公开市场委员会(FOMC),《1935年银行法》拓展了联邦储备理事会(FRB)的权力,提高了FRB的独立性;二战后的《1946年银

<sup>①</sup> 参考温格斯坦:《美联储的诞生》,浙江大学出版社2017年版。

行法》指定美联储对充分就业、经济增长、稳定价格与汇率负责；“大滞胀”时代的1977年修正案确立了充分就业和物价稳定“双重使命”，基本确立了美联储的货币政策目标，沿用至今。但是，《联邦储备法案》没有明确“物价稳定”的具体含义。直到2012年，在伯南克的领导下，美联储才确立明确的2%通胀目标制。

图表5: 《联邦储备法案》(及修正案), 以及与美联储相关的金融法案

年份	法案	主要内容
1913	《联邦储备法案》(《格拉斯-欧文法案》)	确立联邦储备系统为美国的中央银行；
1935	《1933年银行法案》	设立了联邦公开委员会(FOMC), 由7名理事会成员和5名分行代表组成, 负责制定公开市场操作决策。
1946	《1946年就业法案》	指令美联储对充分就业、经济增长、稳定价格与汇率负责；
1956	《银行控股公司法》(对麦法登法的)道格拉斯修正案	明确了银行控股公司的地位, 并将对银行控股公司的监管责任授予美联储；
1977	《联邦储备法案》修正案	将美联储的政策目标确定为充分就业和稳定物价(即“双重使命”)；
1980	《货币控制法案》	对所有的存款机构提出统一的准备金要求, 将其置于美联储的监管之下, 并将每个账户的存款保险提高至10万美元；
2010	《华尔街改革与消费者保护法》(《多德-弗兰克法案》)	永久性地将存款保险覆盖提高到每个账户25万美元, 增强了对金融行业的监管, 扩大了联储的权力, 消除大而不倒, 提出对银行的资本金要求, 以及对银行的自营交易采用“沃尔克规则”, 并实施了一些其他方面的新规则。直到2013年晚些时候, 该法案仍然在实施过程中。

来源: 华莱士, 《美国货币体系》; 国金证券研究所

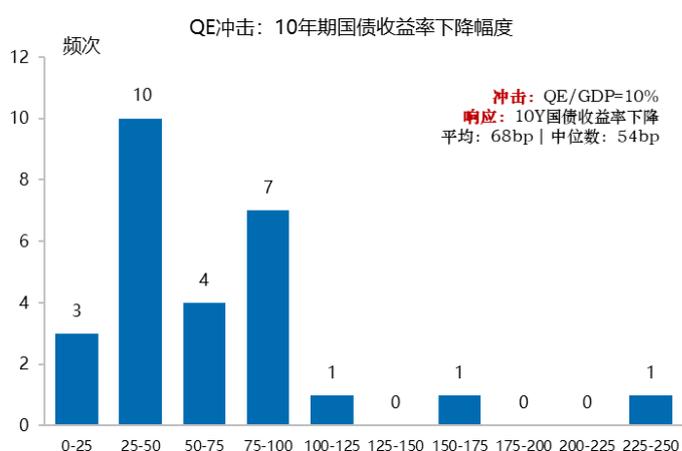
建立2%通胀目标的目的是增强政策的可信度和透明度, 强化“前瞻指引”工具的有效性和物价的稳定性。2012年1月, 美联储发布了其历史上首份《长期目标和货币政策策略声明》(简称《声明》<sup>①</sup>), 明确了2%通胀目标制。FOMC认为, “2%的通胀率在较长时期内最符合美联储的法定职责。向公众清楚地传达这一通胀目标有助于坚定地锚定长期通胀预期, 从而促进价格稳定……”

2. 政策声誉: 美联储不仅不会上调通胀目标, 更可能暂时性地下调通胀目标

美联储货币政策的有效性建立在“承诺”的可信度上, 最忌讳“朝令夕改”。2008年全球金融危机后, 在低通胀和“(名义)零利率下界”(zero lower bound, ZLB)约束下, 美联储启用了两项非常规政策工具: 量化宽松和前瞻指引, 目的是强化“零利率”政策的可信度, 将“影子利率”(shadow rate)降至零以下, 降低期限溢价, 进一步拓展宽松政策空间, 以刺激经济复苏。其中, 前瞻指引的有效性建立在美联储的政策声誉上。

图表6: 非常规政策工具是利率的必要补充

图表7: QE有助于压缩期限利差



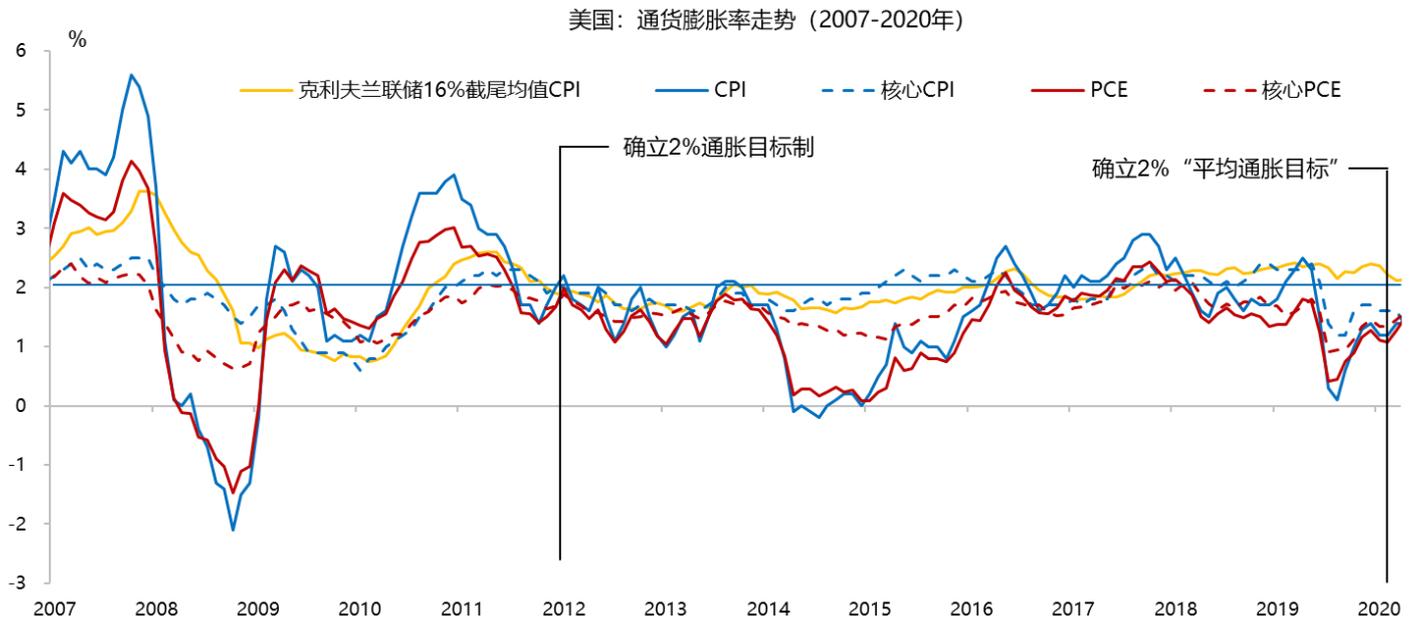
来源: Jason Choi et al., 2022; Gagnon, 2016; 国金证券研究所

为实现2%通胀目标, 美联储2020年修订了《声明》, 实施了“平均通胀目标”。2008年全球金融危机之后, 美国通胀率持续低于2%目标。为了避免出现日本式的通缩困境, 2018年11月, 美联储宣布将在2019年对其货币政策战略、工具和沟通实践进行首次公开审查, 最终在2020年形成了对《声明》的修订。2020年《声明》重新诠释了“最大就业”

<sup>①</sup> <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/monetary-policy-principles-and-practice.htm>

目标，提出了“平均通胀目标”（或“弹性平均通胀目标”）。这意味着，如果历史通胀低于2%，未来就能容忍高于2%的通胀，以补偿历史的缺口。

图表8：从2%通胀目标到2%“平均通胀目标”



来源：wind、国金证券研究所

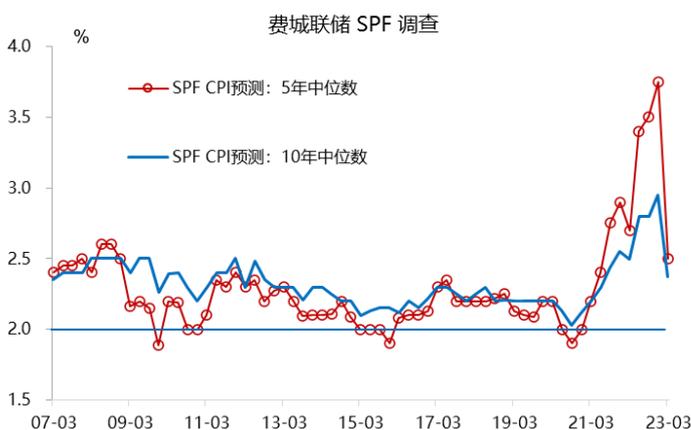
美联储必须维护自身的政策声誉，这是70年代“大滞胀”的教训，是美联储追求独立性的底层逻辑。所以，如果通胀未能在合宜的时间内收敛至2%目标，美联储更可能性在“平均通胀目标”下，暂时性地下调通胀目标至2%以下，而非上调至3%。

3. 通胀预期：长期通胀预期依然被锚定在2%上下，断言2%通胀目标失效为时尚早

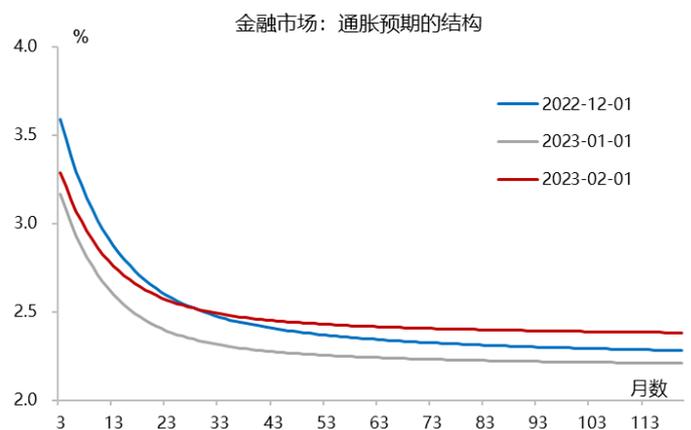
后疫情时代，通胀中枢上行似乎已成为共识。在全球产业链加速重构、劳动力持续短缺和能源转型等多重结构性因素共同作用下，上世纪80年代至新冠大流行之前的通胀大缓和的趋势面临逆转。但是，长期通胀的中枢水平到底是多少，还需要时间来验证。美联储的决策高度依赖数据。在数据足以证明通胀回不到2%之前，仅靠调查、模型或逻辑，美联储或难以说服国会。

一致预期会自我实现，中长期通胀预期对未来的通胀中枢有一定指引含义。疫情以来，美国通胀预期一度面临“脱锚”的风险，但整体风险可控，目前“警报”已基本解除。费城联储专业预测者（SPF）调查显示，2022年12月是5年期和10年期通胀预期的高点，分别为3.75%和2.95%，目前已经分别回落至2.5%和2.4%。金融市场交易数据隐含的通胀预期的期限结构向下倾斜。5年和10年期盈亏平衡通胀和消费者通胀预期均处在回落过程中。所以，美联储暂时没有调整通胀目标的必要性。

图表9：中长期通胀预期均在向2%通胀目标收敛

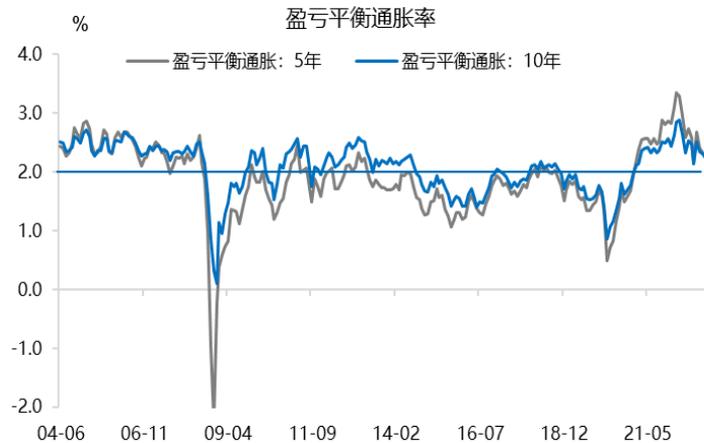


图表10：通胀预期的结构向下倾斜



来源：费城联储、国金证券研究所

图表11：盈亏平衡通胀预期



来源：wind、美联储、国金证券研究所

图表12：消费者调查通胀预期



正是因为中长期通胀目标尚未“脱锚”，美联储才始终认为，“物价-工资螺旋”形成的概率较低。至今，FOMC 多数成员坚信 (remain determined)，2%通胀目标能够实现<sup>①</sup>，时间节点大约是 2024 年底。当然，这也是美联储“前瞻指引”的一部分。在最新演讲中，美联储主席鲍威尔 (Powell) 也明确，不会调整通胀目标<sup>②</sup>。

那么，长期通胀中枢是否真的回不到 2%？关键是工资增速的中枢是多少。与 2%通胀目标相适应的工资增速约为 3-3.5% (2%+劳动生产率增速)。在 2022 年 6 月为美国工资增长的高峰期，各工资指标隐含的 CPI 和核心 PCE 通胀率如下表所示。过去半年，虽然工资增速已经放缓，但还没有回到疫情之前的水平 (ECI 增速为 2.5%)。未来一段时间，受商品和住房租金的影响，通胀率或许会阶段性低于 2%，但只有工资增速回到 3-3.5%，美联储才能确信 2%通胀目标实现了。

图表13：美国通胀的长期中枢水平是多少？

工资指标	工资增速 (2022年6月)	隐含的整体CPI通胀	差值	隐含的核心PCE通胀	差值
亚特兰大联储工资指数	6.7	5.3	1.40	4.9	1.80
ECI (全民, 激励除外)	5.1	4.7	0.40	4.5	0.60
ECI (全民)	5.2	4.8	0.40	4.5	0.70
ECI (私人工业生产, 激励除外)	5.6	5.2	0.40	4.9	0.70
ECI (私人工业生产)	5.7	5.4	0.30	5.0	0.70
平均时薪 (私人部门)	5.3	4.7	0.60	4.4	0.90
平均时薪 (生产与非管理工人)	6.3	6.1	0.20	5.5	0.80

来源：PIIE、Jason Furman (PIIE) and Wilson Powell III, 2022. 国金证券研究所

<sup>①</sup> <https://www.reuters.com/markets/us/feds-bostic-officials-remain-determined-beat-inflation-2023-01-05/>

<sup>②</sup> <https://www.reuters.com/markets/us/powell-says-fed-will-not-change-2-inflation-goal-2022-12-14/>

指标说明：“短期失业率”=26周以内失业人数/劳动力人数

综合而言，美联储调整通胀目标的程序是漫长的。上调通胀目标的条件既不充分，也不必。一定意义上，修订政策框架是“没有办法的办法”，美联储显然还没有到此“黔驴技穷”的地步。在通胀逐渐由需求主导<sup>①</sup>的情况下，美联储有能力实现2%目标。美联储不愿意制造一场衰退，这意味着，通胀回归2%所需的时间更长。

## 二、海外基本面&重要事件

### (一) 通胀：美国 PCE 增速超预期反弹

美国 1 月 PCE、核心 PCE 物价指数同比环比双双超预期反弹。美国 1 月 PCE 物价指数同比上涨 5.4%，预期 5.0%，前值 5.0%；环比增 0.6%，为 2022 年 7 月以来的最大涨幅，预期 0.5%，前值 0.1%。剔除食品和能源后，1 月核心 PCE 物价指数同比上涨 4.7%，预期 4.3%，前值 4.4%；环比上涨 0.6%，为 2022 年 7 月以来的最大增幅，预期 0.4%，前值 0.3%。

服务价格上涨是 PCE 超预期的主要原因。1 月商品分项 PCE 物价指数同比 4.7%，前值 5.1%，连续 7 个月维持下行态势。各分项中，仅汽油及其它能源商品的价格涨幅有所回升（1 月同比 5.3%，前值 3.1%），拉动商品 PCE 物价指数 0.4 个百分点。1 月服务业分项 PCE 物价指数同比 5.7%，前值 5.4%，仍在创新高。除医疗保健外，其余各分项的价格涨幅均有所上升。住房和公用事业（1 月同比 8.7%，前值 8.5%）仍是主要拉动项，拉动服务业 PCE 物价指数 2.3 个百分点，贡献率 40%。

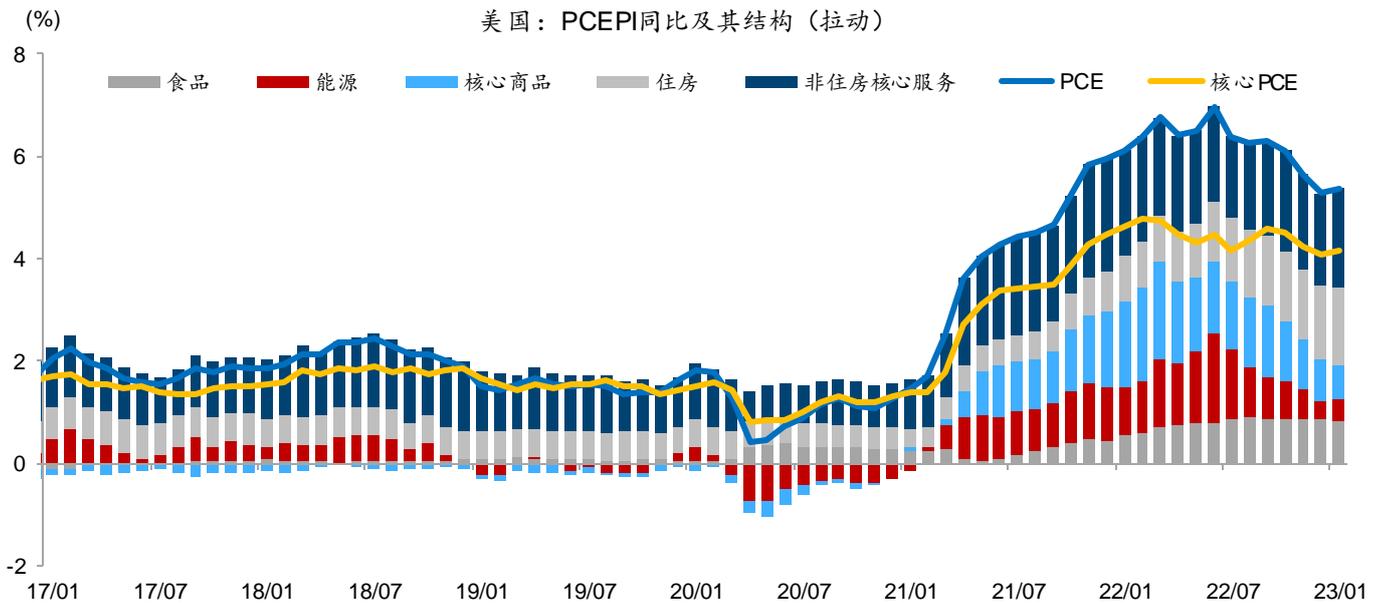
图表14：美国 PCE 分项同比、环比增速以及权重

PCE 分级	项目	权重(%)	季调_同比(%)						季调_环比(%)					
			23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08
整体	PCE价格指数(PCEPI)	100.0	5.4	5.3	5.6	6.1	6.3	6.3	0.6	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3
核心	核心PCE价格指数(不包括食品和能源)	88.6	4.7	4.6	4.8	5.1	5.2	4.9	0.6	0.4	0.2	0.3	0.5	0.6
I_核心	核心商品(不包括食品和能源)	23.8	2.8	3.4	4.1	4.8	5.7	5.6	0.5	0.0	-0.3	-0.1	0.2	0.6
I_核心	核心服务(不包括能源)	64.8	5.4	5.1	5.0	5.2	5.0	4.7	0.6	0.5	0.4	0.5	0.6	0.5
I	商品	33.5	4.7	5.1	6.3	7.3	8.0	8.6	0.6	-0.5	-0.2	0.4	-0.1	-0.3
II	耐用消费品(DG)	12.4	1.1	2.0	3.2	4.2	5.7	5.3	0.3	-0.2	-0.6	-0.4	0.4	0.5
III	DG: 机动车和零部件	4.2	1.3	2.5	5.0	7.0	9.1	9.6	-0.4	-0.5	-0.3	-0.3	0.1	0.6
III	DG: 家具及家用设备	3.0	3.4	5.0	6.0	7.3	8.6	9.9	0.6	0.1	-0.6	-0.7	0.1	0.6
III	DG: 休闲商品和汽车	3.6	-1.7	-1.5	-1.2	-0.4	0.9	-0.5	0.6	-0.8	-1.3	-0.2	0.5	0.5
III	DG: 其他耐用品	1.6	2.5	3.3	3.6	2.4	2.9	0.6	0.5	1.1	0.6	-0.5	1.7	0.0
II	非耐用品(NG)	21.1	7.0	6.9	8.2	9.2	9.5	10.6	0.8	-0.7	-0.1	0.8	-0.4	-0.8
III	NG: 为场外消费购买的食品和饮料	7.3	11.1	11.6	11.5	11.7	11.9	12.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.8
III	NG: 服装和鞋类	2.8	2.6	3.0	3.8	4.8	5.7	5.4	0.7	0.2	0.0	-0.1	-0.5	0.3
III	NG: 汽油及其他能源货物	2.4	5.3	3.1	12.5	19.5	20.2	27.6	2.0	-7.3	-1.9	4.3	-4.6	-10.0
III	NG: 其他非耐用品	8.6	5.4	5.5	5.6	5.6	5.7	6.1	0.8	0.2	0.1	0.3	0.1	0.8
I	服务业	66.5	5.7	5.4	5.3	5.5	5.4	5.1	0.6	0.6	0.4	0.4	0.6	0.6
II	家庭消费支出(HC)	63.5	5.5	5.3	5.1	5.3	5.2	4.8	0.6	0.5	0.3	0.4	0.5	0.5
III	HC: 住房和公用事业	17.4	8.7	8.5	8.0	7.8	7.9	7.6	0.8	0.9	0.5	0.5	0.8	0.8
IV	房屋	15.0	8.0	7.7	7.3	7.1	6.8	6.4	0.7	0.8	0.7	0.6	0.8	0.7
IV	家庭公用事业	2.4	12.7	13.4	12.2	12.7	15.1	15.0	1.7	1.4	-0.3	-0.4	1.0	1.6
III	HC: 医疗保健	15.7	2.1	2.5	2.6	2.8	2.5	2.5	0.3	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1
III	HC: 交通	3.3	16.4	13.3	12.2	16.7	16.4	11.2	1.1	2.5	-1.8	1.0	2.2	1.1
III	HC: 娱乐	3.6	5.7	5.7	5.4	4.1	4.5	4.8	0.7	0.5	1.2	0.6	0.0	-0.2
III	HC: 餐饮业和住宿	7.6	7.3	6.6	7.0	7.5	7.1	7.2	0.7	0.5	0.3	1.3	0.4	0.6
III	HC: 金融和保险	7.5	0.6	0.4	0.1	0.3	0.2	-0.1	0.6	0.3	0.8	-0.3	0.4	1.0
III	HC: 其他	8.3	4.6	4.1	4.6	4.2	4.1	3.8	0.6	0.1	0.4	0.3	0.4	0.0
IV	通信公司	1.6	-0.8	-1.0	-1.2	-2.5	-2.2	-1.9	0.4	0.3	1.2	-0.6	-0.2	-0.1
IV	教育服务	1.8	2.7	2.5	2.2	2.2	2.3	2.6	0.3	0.3	0.1	0.2	-0.1	0.5
IV	专业及其他服务	1.4	5.9	5.6	6.4	5.9	7.0	7.7	0.7	-0.3	0.1	0.2	0.3	0.2
IV	个人护理和服装服务	1.1	9.7	9.7	10.6	10.1	9.6	7.1	0.5	1.0	0.7	0.9	2.6	-0.2
IV	社会服务和宗教活动	1.5	4.8	4.6	4.6	4.8	5.1	4.7	0.4	0.4	0.4	0.2	0.9	0.6
IV	家庭日常维护	0.6	3.3	3.8	4.3	6.9	6.3	6.0	0.1	0.8	-1.4	0.5	-0.6	0.0
II	家庭服务型非盈利机构最终消费支出(NPISHs)	3.1	9.8	7.6	8.3	9.5	9.9	10.5	1.0	1.2	1.4	0.1	1.2	2.1

来源：CEIC、国金证券研究所

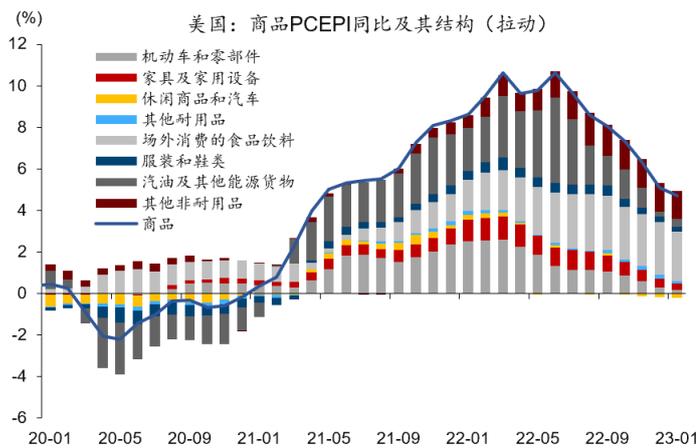
① 参考“央行笔记”系列(二)，“货币政策‘矫枉过正’的风险有多大？”。

图表15: 美国 PCE 同比及拉动结构, 住房及服务项涨幅扩大



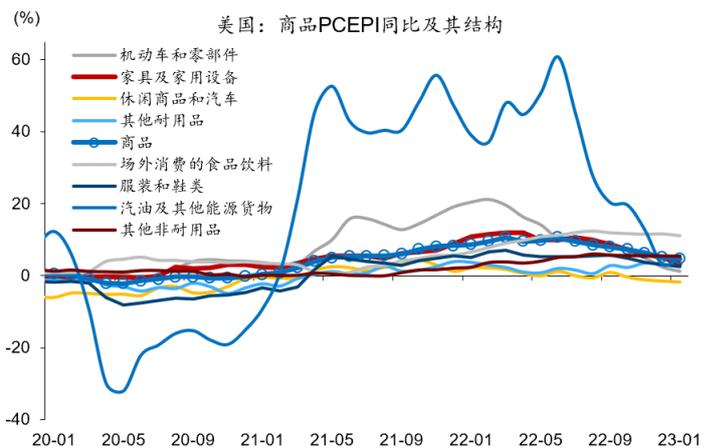
来源: CEIC、国金证券研究所

图表16: PCE 商品项及其拉动结构

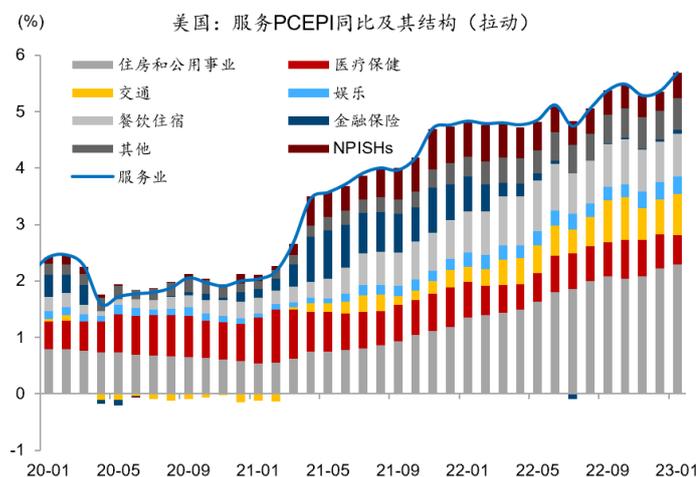


来源: wind、国金证券研究所

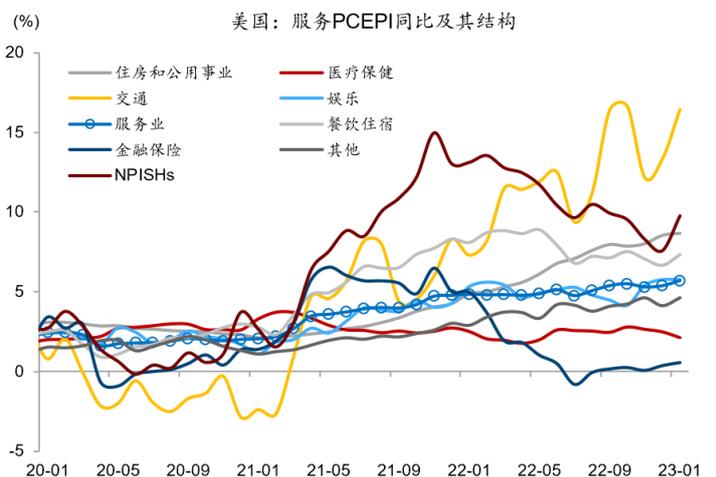
图表17: 商品价格涨势持续放缓



图表18: PCE 服务项及其拉动结构

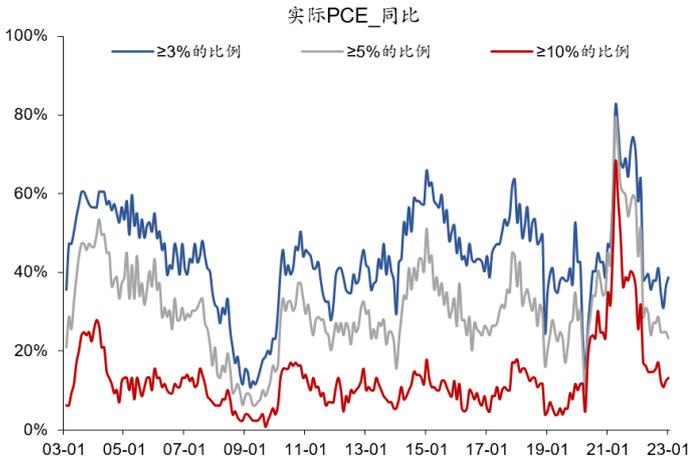


图表19: 住房、交通等项目增速较高

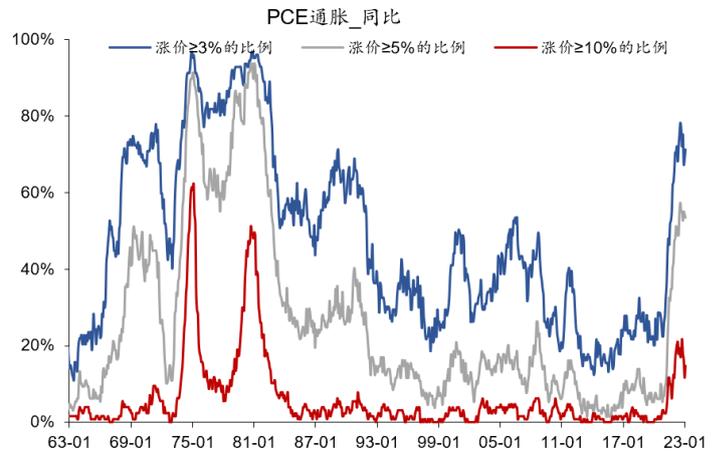


来源: wind、国金证券研究所

图表20: 美国实际消费支出的结构: 扩散指数



图表21: 美国 PCE 通胀的结构: 扩散指数



来源: wind、国金证券研究所

(二) 景气: 美欧日服务业 PMI 集体回升

美欧日等发达经济体 2 月服务业 PMI 集体回升, 带动综合 PMI 回升, 制造业表现普遍弱于服务业。欧元区 2 月综合 PMI 录得 52.3, 明显高于前值 50.3, 主要由服务业 PMI 带动, 2 月服务业 PMI 录得 53.0, 但制造业 PMI 继续拖累, 2 月下滑 0.3 至 48.5。2 月德法英三国服务业 PMI 均升至荣枯线以上, 法国、英国单月回升分别达 3.4 和 4.6 个百分点。三国制造业 PMI 则均回落至荣枯线以下。美国 2 月综合 PMI 回升至 50.2, 自去年 7 月以来首次升至荣枯线之上, 制造业 47.8, 服务业 50.5。日本 2 月综合 PMI 录得 50.7, 与前值持平, 服务业较好, 录得 50.7, 制造业较差, 跌至 47.4。

图表22: 欧洲主要国家制造业 PMI

	月度变化	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
欧元区	↓ -0.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5
德国	↓ -0.8	46.5	47.3	47.1	46.2	45.1	47.8	49.1	49.3	52.0	54.8	54.6
法国	↓ -2.6	47.9	50.5	49.2	48.3	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4	54.6	55.7
意大利	↑ 1.9		50.4	48.5	48.4	46.5	48.3	48.0	48.5	50.9	51.9	54.5
希腊	↑ 2.0		49.2	47.2	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8	54.8
西班牙	↑ 2.0		48.4	46.4	45.7	44.7	49.0	49.9	48.7	52.6	53.8	53.3
荷兰	↑ 1.0		49.6	48.6	46.0	47.9	49.0	52.6	54.5	55.9	57.8	59.9
奥地利	↓ -1.3	47.1	48.4	47.3	46.6	46.6	48.8	48.8	51.7	51.2	56.6	57.9
丹麦	↑ 3.5		54.9	51.4	46.0	51.3	50.3	49.6	38.2	69.2	58.3	60.5
捷克	↑ 2.0		44.6	42.6	41.6	41.7	44.7	46.8	46.8	49.0	52.3	54.4
波兰	↑ 1.9		47.5	45.6	43.4	42.0	43.0	40.9	42.1	44.4	48.5	52.4
匈牙利	↓ -4.3		55.0	59.3	56.0	56.4	49.6					
英国	↑ 2.2	49.2	47.0	45.3	46.5	46.2	48.4					

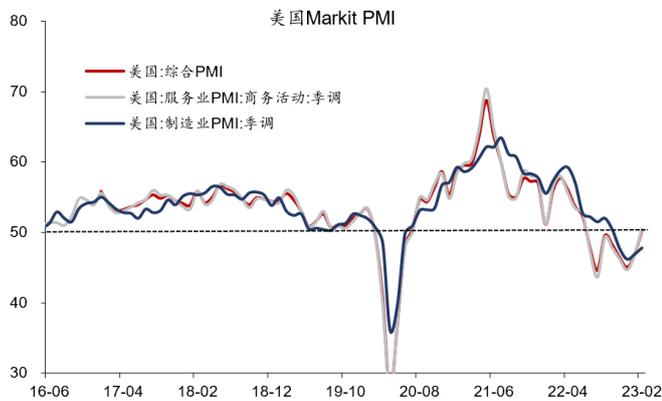
来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 欧洲主要国家服务业 PMI

	月度变化	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
欧元区	↑ 2.2	53.0	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8	51.2	53.0	56.1	57.7
德国	↑ 0.6	51.3	50.7	49.2	46.1	46.5	45.0	47.7	49.7	52.4	55.0	57.6
法国	↑ 3.4	52.8	49.4	49.5	49.3	51.7	52.9	51.2	53.2	53.9	58.3	58.9
意大利	↑ 1.3		51.2	49.9	49.5	46.4	48.8	50.5	48.4	51.6	53.7	55.7
俄罗斯	↑ 2.8		48.7	45.9	48.3	43.7	51.1	49.9	54.7	51.7	48.5	44.5
西班牙	↑ 1.1		52.7	51.6	51.2	49.7	48.5	50.6	53.8	54.0	56.5	57.1
瑞士	↑ 7.2		56.7	49.5	53.4	53.8	52.8	56.6	55.6	58.1	59.6	56.8
瑞典	↓ -1.9		51.0	52.9	54.3	56.4	55.1	58.3	58.4	62.0	66.5	66.8
爱尔兰	↑ 1.4		54.1	52.7	50.8	53.2	54.1	54.7	56.3	55.6	57.5	61.7
英国	↑ 4.6	53.3	48.7	49.9	48.8	48.8	50.0	50.9	52.6	54.3	53.4	58.9

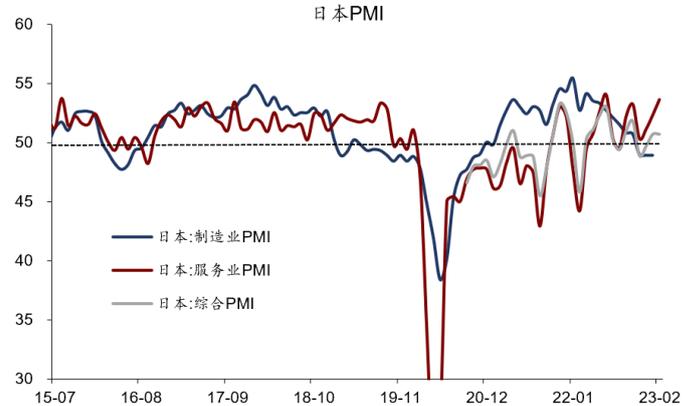
来源: Wind、国金证券研究所

图表24: 美国 2 月 Markit PMI 回升



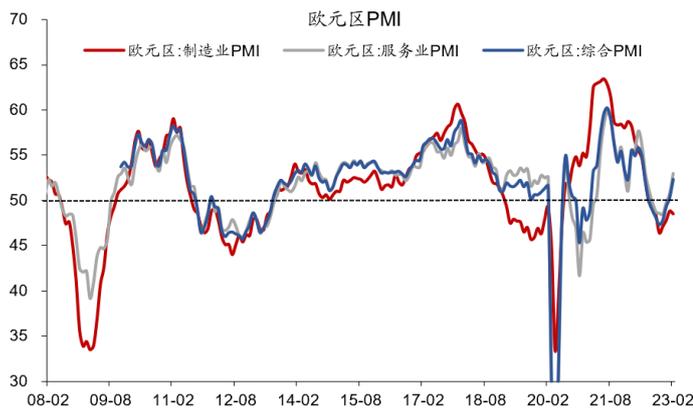
来源: WIND、国金证券研究所

图表25: 日本 2 月服务业 PMI 回升, 制造业回落



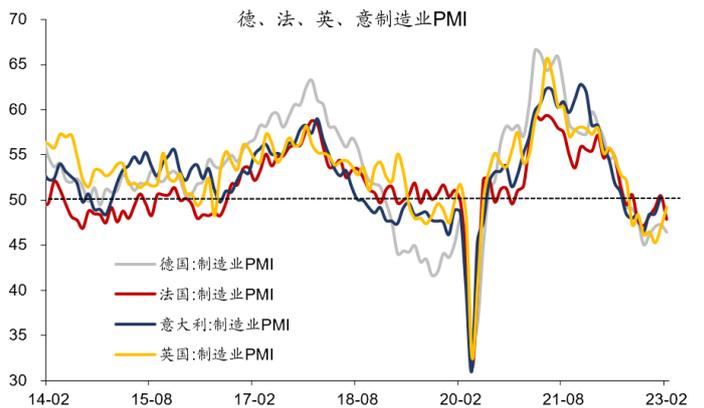
来源: Wind、国金证券研究所

图表26: 欧元区 2 月综合 PMI 回升至 52.3



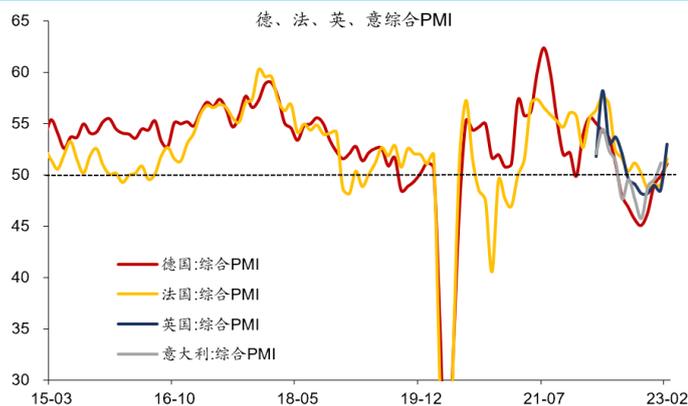
来源: WIND、国金证券研究所

图表27: 德、法 2 月制造业 PMI 回落, 英国回升



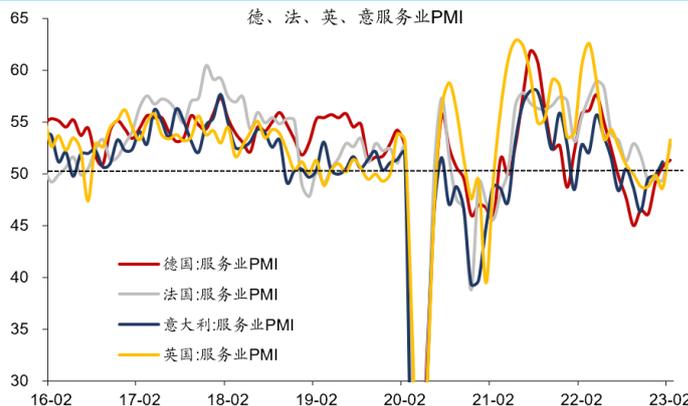
来源: Wind、国金证券研究所

图表28: 德法英意2月综合PMI均明显回升



来源: WIND、国金证券研究所

图表29: 德法英意2月服务业PMI均明显回升

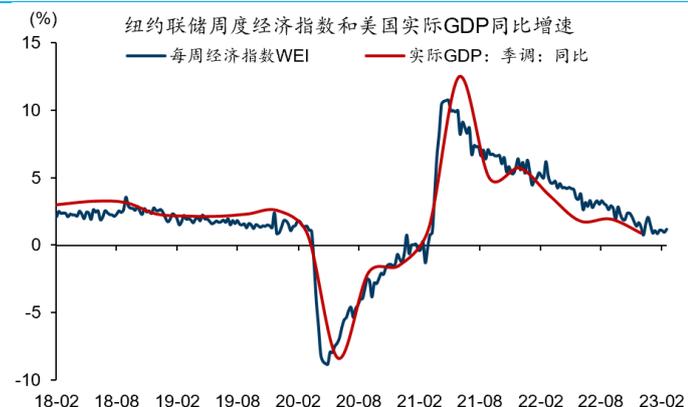


来源: Wind、国金证券研究所

(三) 生产: 欧洲软性领先指标持续改善

美国生产活动回落, 欧洲软性指标持续改善。2月18日当周, 美国纽约联储WEI指数录得1.16%, 低于前值0.94, 表明当周美国生产活动有所回落, 美国GDP增速仍然承压。2月18日当周, 美国粗钢产能利用率录得74%, 较前值74%回落, 粗钢产量165.4万短吨, 低于前值166.4万短吨及去年同期176.4万短吨。欧元区周度GDP跟踪回落至1.9%, 但软性领先指标ZEW景气指数及德国IFO预期指数均继续改善, 反映了暖冬、消费改善、供应链紧张缓解的提振作用, 欧元区M1增速回落显示欧洲经济改善的持续性仍需谨慎观察。

图表30: 纽约联储周度经济指数回升至1.16%, 前值0.94



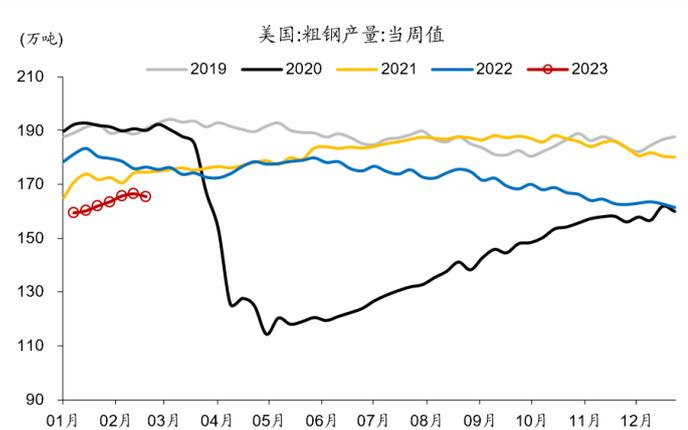
来源: CEIC、国金证券研究所

图表31: 欧元区周度GDP跟踪回落至1.9%, 前值2.7%



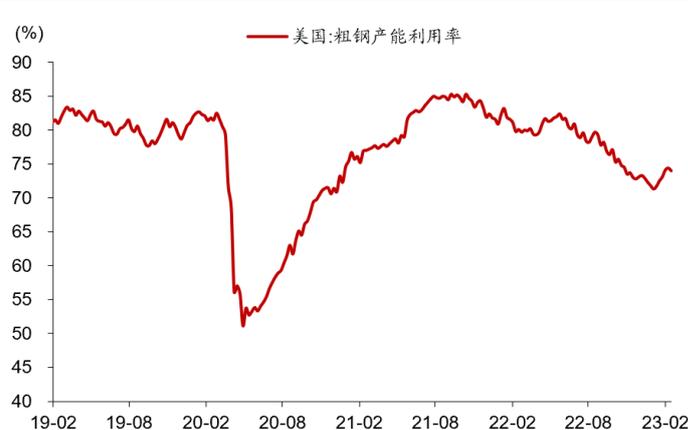
来源: CEIC、国金证券研究所

图表32: 美国粗钢产量回落至165.4万短吨



来源: Wind、国金证券研究所

图表33: 美国粗钢产能利用率回落至74%, 上周值74.4%



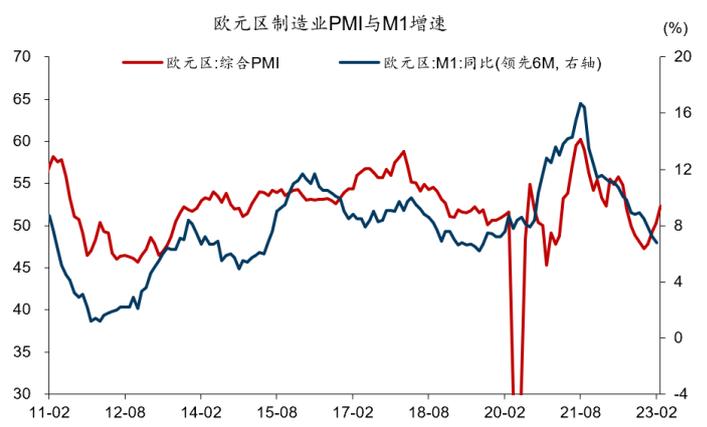
来源: Wind、国金证券研究所

图表34: 德国及欧元区2月景气预期改善



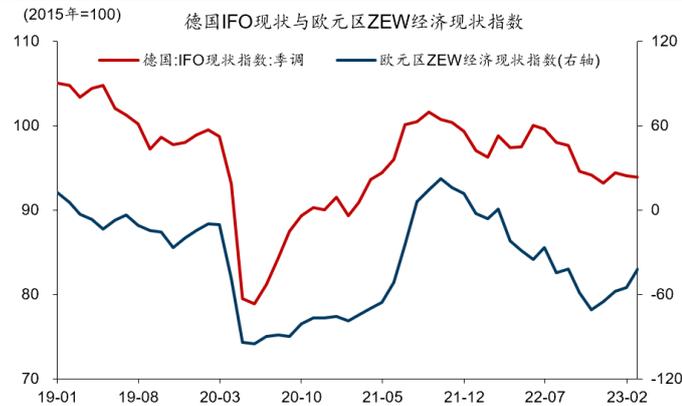
来源: Wind、国金证券研究所

图表35: 欧元区M1回落, 经济改善持续性需观察



来源: Wind、国金证券研究所

图表36: 欧洲经济现状改善, 德国略回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表37: 日本周度GDP跟踪回落至1.9%, 前值2.8%



来源: CEIC、国金证券研究所

(四) 消费: 美欧发达国家消费者信心连续改善

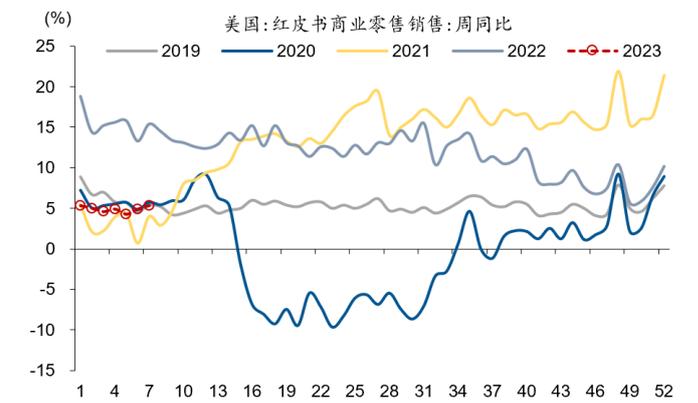
美欧发达国家消费者信心连续改善, 美国个人收入支出增速双双提升, 消费及外出就餐数据均有改善。美国密歇根大学消费者信心指数2月回升至67, 前值64.9, 连续第三个月好转。欧元区消费者信心连续5个月回升, 德国、英国2月消费者信心均改善。美国红皮书零售小幅抬升。2月18日当周, 美国红皮书零售销售指数增5.3%, 高于前值4.9%, 其中折扣店增速6.4%; 百货商店增速1.9%。全球Open Table用餐人数2月以来回升, 其中柏林、伦敦外出就餐修复较好。美国1月个人消费支出增7.9%, 可支配收入增8.4%。

图表38: 美国红皮书零售增速回升至5.3%, 前值4.9%



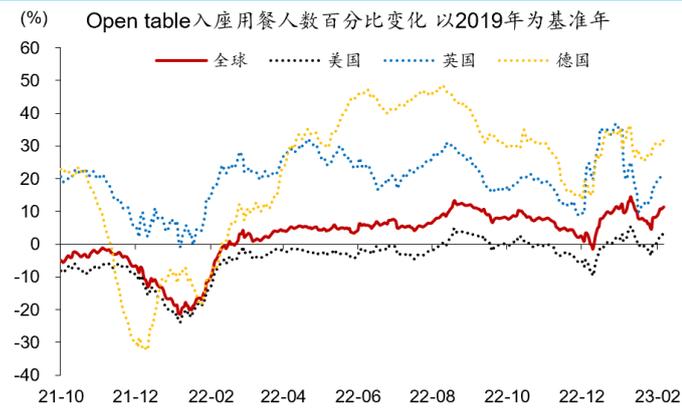
来源: CEIC、国金证券研究所

图表39: 今年美国红皮书零售增速与2019年持平



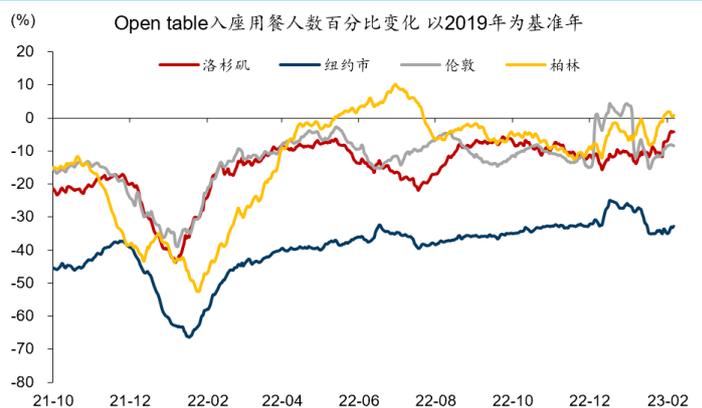
来源: CEIC、国金证券研究所

图表40: 全球 Open Table 用餐人数 2 月以来回升



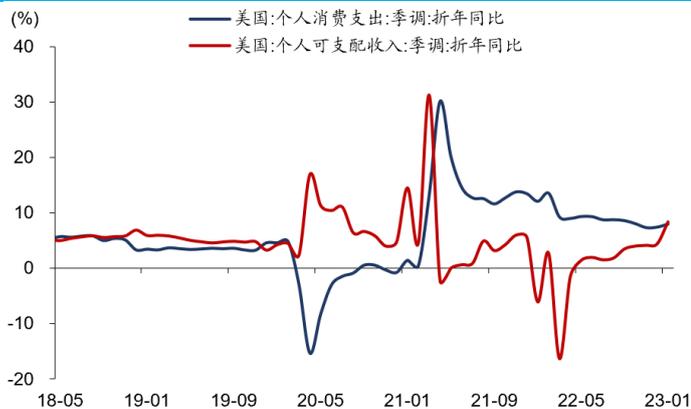
来源: CEIC、国金证券研究所

图表41: 柏林、伦敦外出就餐修复较好, 纽约较差



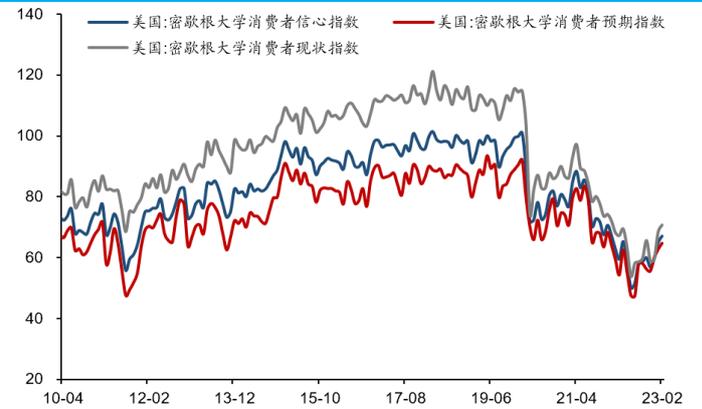
来源: CEIC、国金证券研究所

图表42: 美国 1 月收入、消费支出增速共同回升



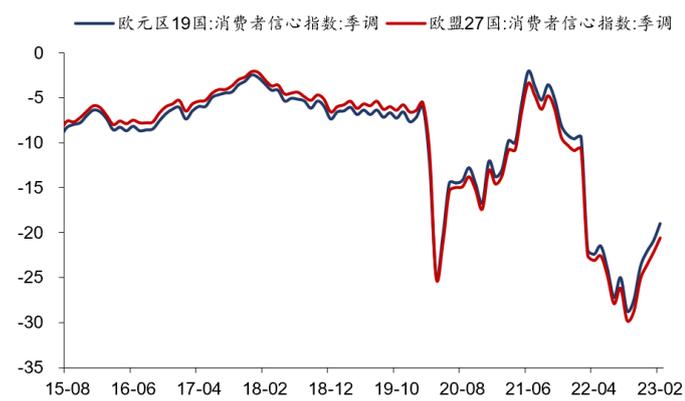
来源: Wind、国金证券研究所

图表43: 美国消费者信心连续三个月回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表44: 欧元区消费者信心连续 5 个月回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表45: 英德消费者信心 2 月份回升

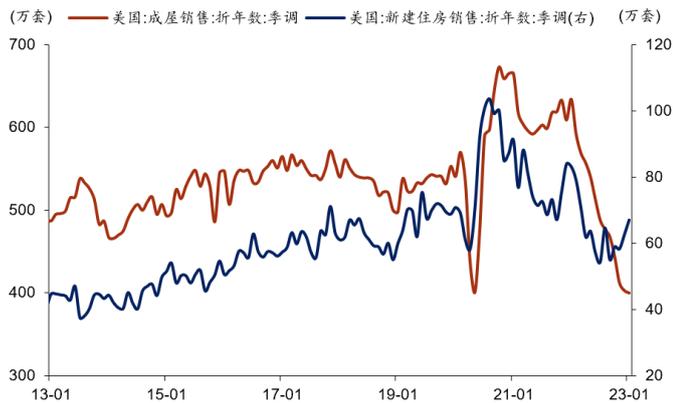


来源: Wind、国金证券研究所

### (五) 地产: 美国新房销售回升但贷款利率难降

美国新房销售改善, 但房贷市场领先指标显示后续地产改善速度可能放缓。2月18日当周, REALTOR 房屋挂牌价格中位数同比 0.07%, 较前期回落幅度放缓。30 年抵押贷款利率本周升至 6.5%, 较上周 6.32% 提高 0.18%。15 年抵押贷款利率本周升至 5.76%, 前值 5.5%, 二者均继续反弹。上周, MBA 市场综合指数下滑至 199.8, 前值 230, 表明利率反弹的影响下, 地产抵押贷款申请量继续回落, 对后续地产销售的改善可能构成负面作用。

图表46: 1月美国新房销售折年数回升至67万套



来源: CEIC、国金证券研究所

图表47: 上周 REALTOR 房屋挂牌价增速回落至 0.07%



来源: CEIC、国金证券研究所

图表48: 本周美 30 年贷款利率升至 6.5%，十债收 3.9%



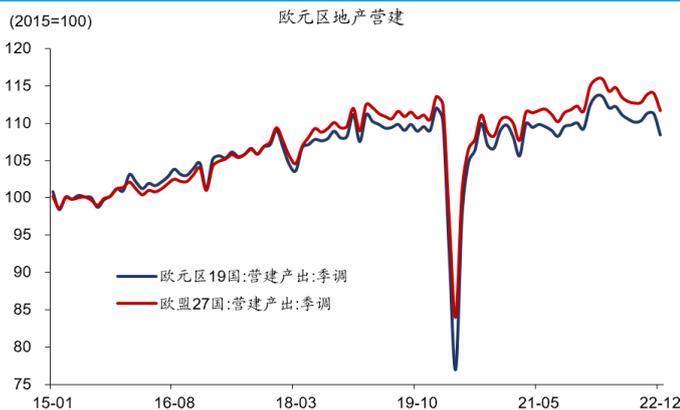
来源: Wind、国金证券研究所

图表49: 美国抵押贷款综合指数上周回落至 199.8



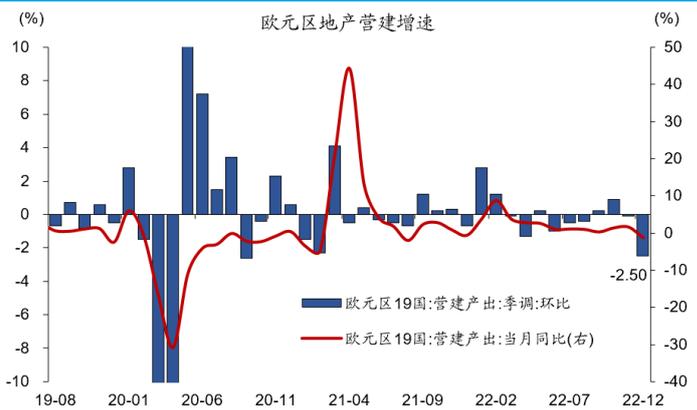
来源: Wind、国金证券研究所

图表50: 欧元区 12 月营建支出回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表51: 欧元区 12 月营建支出同环比均下跌

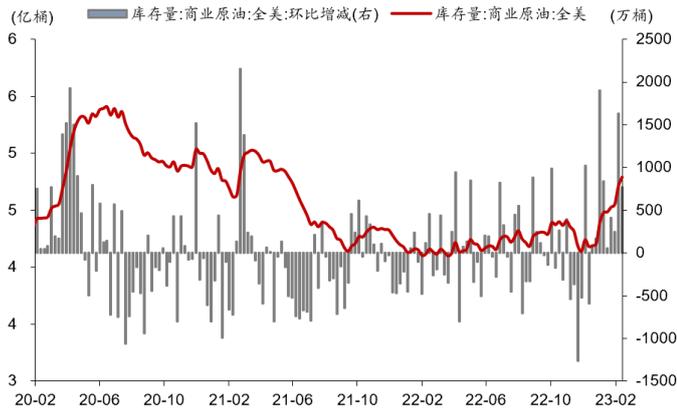


来源: Wind、国金证券研究所

### (六) 库存: 商业原油库存累库势头继续攀升

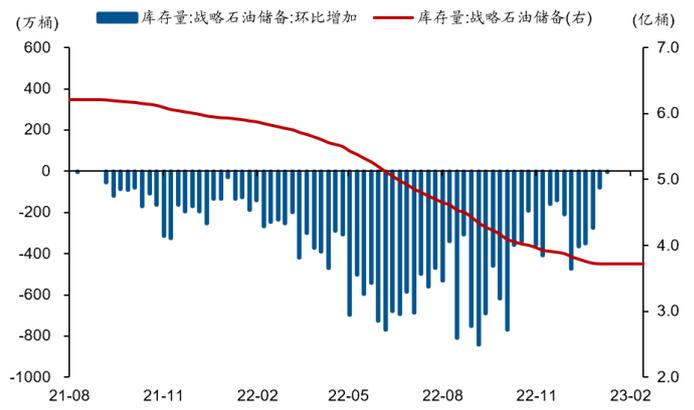
商业原油库存累库势头继续攀升。2月17日当周,美国EIA原油库存增加764万桶,预期增208万桶,前值1628万桶。原油库存量增至4.79亿桶,前值4.71亿桶。当周美国战略石油储备(SPR)库存量维持在3.7亿桶不变,美国战略石油储备继续停止释放,连续五周末变化。除却战略储备的商业原油库存为2021年5月28日当周以来最高。

图表52: 上周美国原油库存增加 764 万桶



来源: Wind、国金证券研究所

图表53: 上周美国战略原油储备不变



来源: Wind、国金证券研究所

(七) 供应链: 海运价格回落, 全球主要城市出行量提升

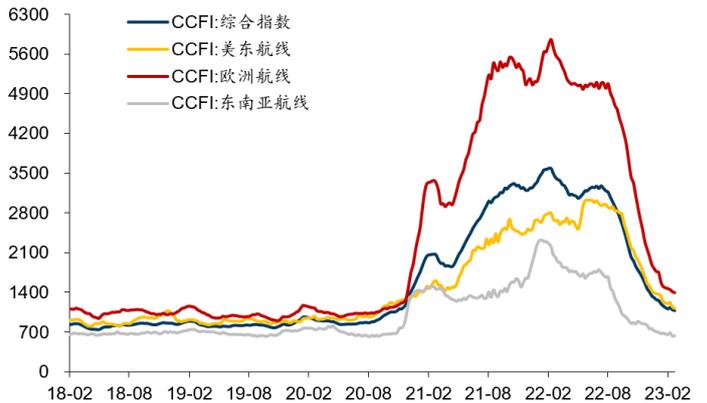
海运价格回落, 全球主要城市出行量提升。2月24日当周, 波罗的海干散货指数 BDI 大幅回升, 一周涨幅达 50%, 回升至 883 点, 主要受欧美复苏预期增强, 乌克兰寻求延长黑海粮食协议等影响。本周 CCFI 整体延续回落态势, CCFI 综合指数回落至 1077, 美东航线回落至 1118, 欧洲航线回落至 1394。本周伦敦、柏林、纽约等交通拥堵指数回升, 纽约拥堵指数好于 2022 年, 弱于 2019 年, 纽约地铁载客量修复较快, 明显强于 2022、2021 年, 美国 TSA 安检人数略好于 2019 年, 强于 21 及 22 年。

图表54: 本周 BDI 指数大幅抬升



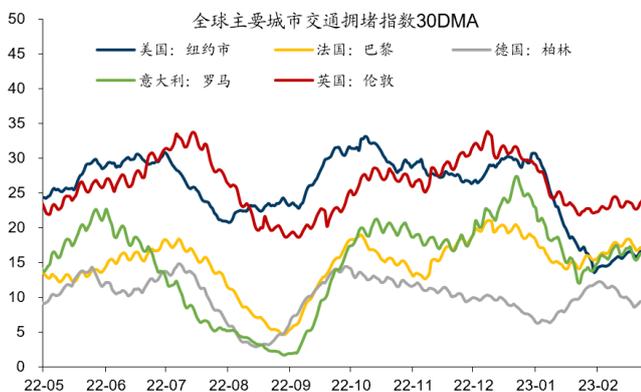
来源: Wind、国金证券研究所

图表55: 本周 CCFI 海运价格延续回落



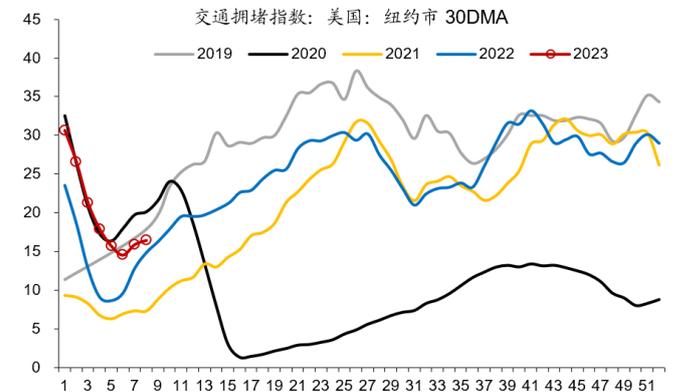
来源: Wind、国金证券研究所

图表56: 本周伦敦、柏林、纽约等交通拥堵指数回升



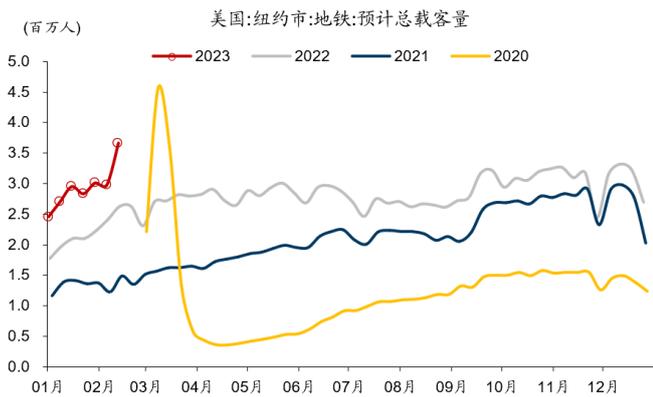
来源: CEIC、国金证券研究所

图表57: 纽约拥堵指数好于 2022 年, 弱于 2019 年



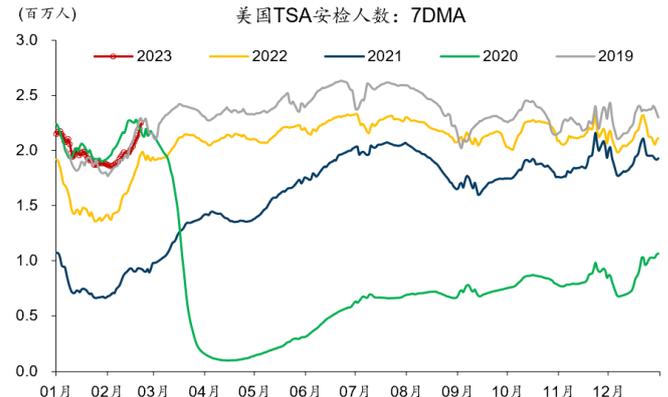
来源: CEIC、国金证券研究所

图表58: 纽约地铁载客量明显强于2022、2021年



来源: Wind、国金证券研究所

图表59: 美国 TSA 安检人数略好于2019年

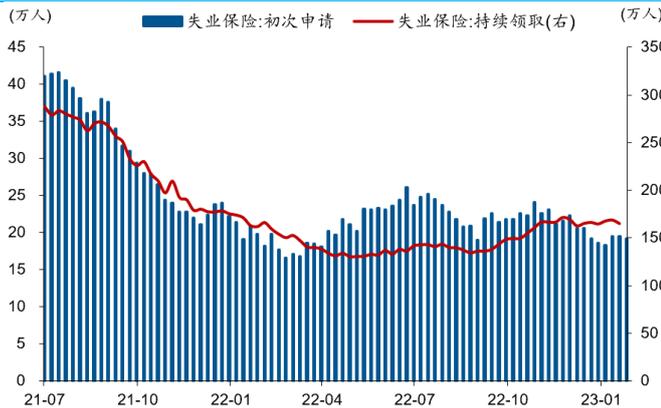


来源: Wind、国金证券研究所

(八) 就业: 美国当周初请失业人数环比微降

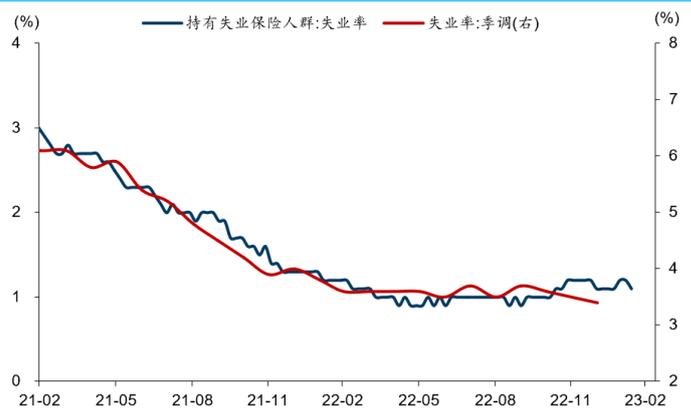
美国当周初请失业人数环比微降。2月18日当周,美国初请失业金人数为19.2万人,前值19.4万人,环比微降0.3万人,预期值20万人。显示美国就业市场韧性较强,初请人数处于历史低位附近。2月11日当周持续领取人数165万人,前值169万人,减少4万人。持有失业保险人群的失业率降至1.1%。

图表60: 美国2月18日当周初请失业人数降至19.2万



来源: Wind、国金证券研究所

图表61: 持有失业保险人群的失业率升至1.1%



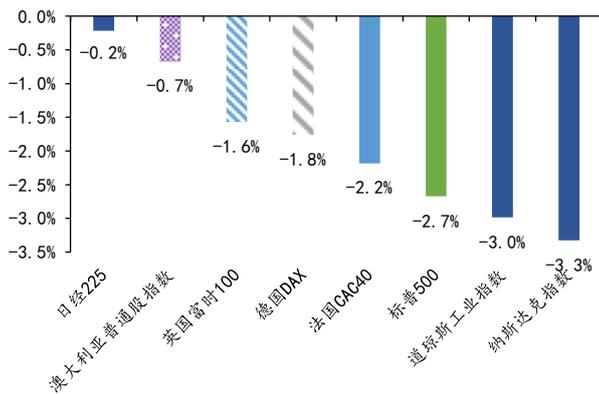
来源: Wind、国金证券研究所

大类资产高频跟踪 (2023/02/18-2023/02/24)

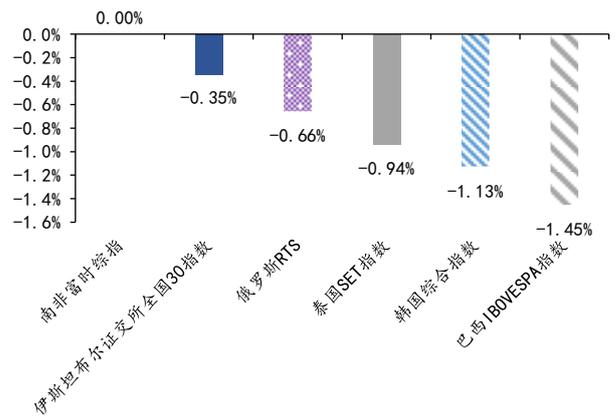
(一) 权益市场追踪: 全球资本市场普遍下跌

发达国家股指悉数下跌,新兴市场股指普遍下跌。纳斯达克指数、道琼斯工业指数、标普500、法国CAC40、德国DAX、英国富时100、澳大利亚普通股指数、日经225分别下跌3.3%、3.0%、2.7%、2.2%、1.8%、1.6%、0.7%和0.2%。巴西IBOVESPA指数、韩国综合指数、泰国SET指数、俄罗斯RTS和伊斯坦布尔证交所全国30指数分别下跌1.45%、1.13%、0.94%、0.66%和0.35%,南非富时综指走势持平。

图表61: 当周, 发达国家股指悉数下跌



图表62: 当周, 新兴市场股指普遍下跌

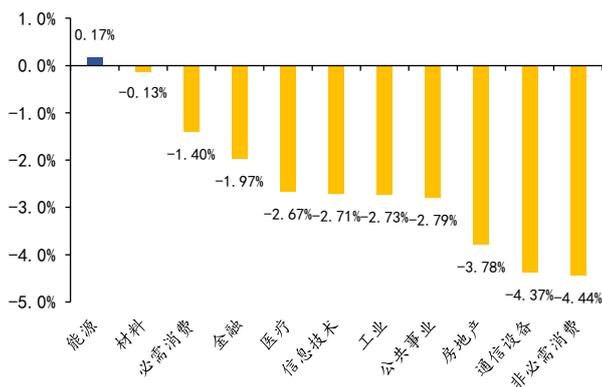


来源: Wind, 国金证券研究所

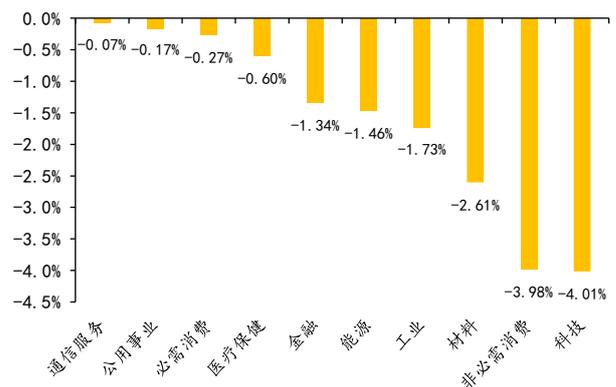
来源: Wind, 国金证券研究所

美国、欧元区各行业多数下跌。从标普500的行业涨跌幅来看, 本周美股行业多数下跌。其中非必需消费、通信设备、房地产、公共事业和工业领跌, 分别下跌 4.44%、4.37%、3.78%、2.79%和 2.73%, 仅能源业上涨, 涨幅为 0.17%。从欧元区行业来看, 本周欧元区行业悉数下跌。其中科技、非必需消费、材料、工业能源和金融领跌, 分别下跌 4.01%、3.98%、2.61%、1.73%、1.46%和 1.34%。

图表63: 当周, 美股行业多数下跌



图表64: 当周, 欧元区行业悉数下跌

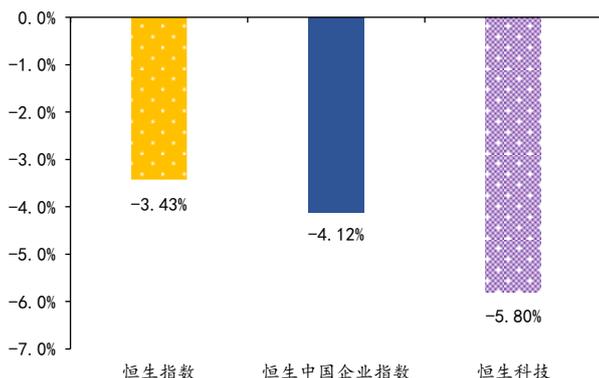


来源: Wind, 国金证券研究所

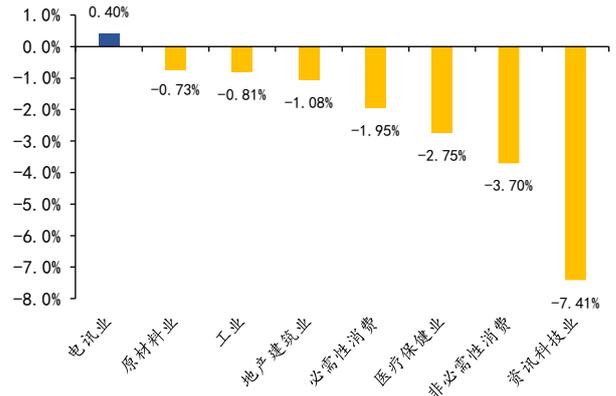
来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场全线下跌, 恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数分别下跌 5.80%、4.12%和 3.43%。行业方面, 恒生行业普遍下跌, 资讯科技业、非必需性消费、医疗保健业、必须性消费和地产建筑业领跌, 分别下跌 7.41%、3.70%、2.75%、1.95%和 1.08%, 仅电讯业上涨, 涨幅为 0.40%。

图表65: 当周, 恒生指数全线下跌



图表66: 当周, 恒生行业多数下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

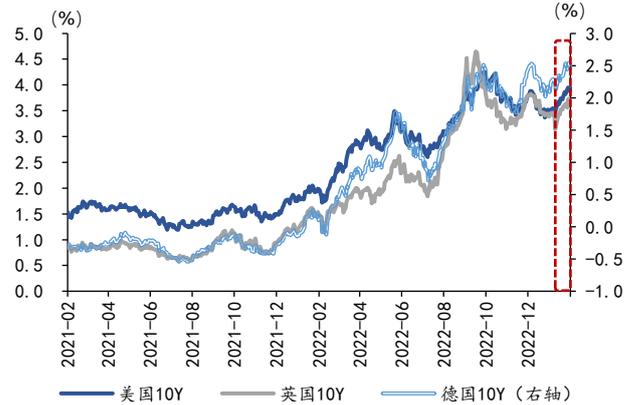
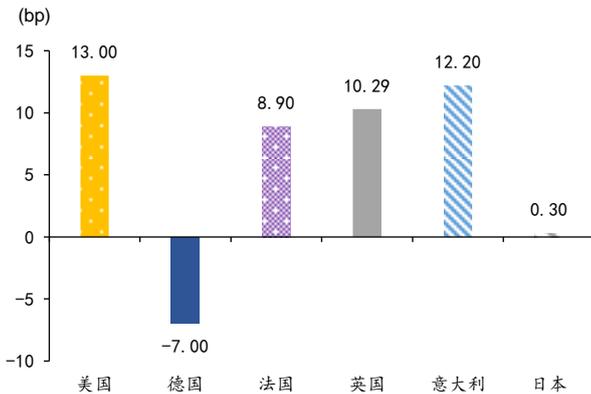
来源: Wind, 国金证券研究所

### (二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率多数上行

发达国家 10 年期国债收益率多数上行。美国 10Y 国债收益率上行 13bp 至 3.95%，英国 10Y 国债收益率上行 10bp 至 3.74%；意大利、法国和日本 10Y 国债收益率分别上行 12.2bp、8.9bp 和 0.3bp；仅德国 10Y 国债收益率下行 7bp 至 2.46%。

图表67: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率多数上行

图表68: 当周, 美英 10Y 收益率上行, 德 10Y 收益率下行



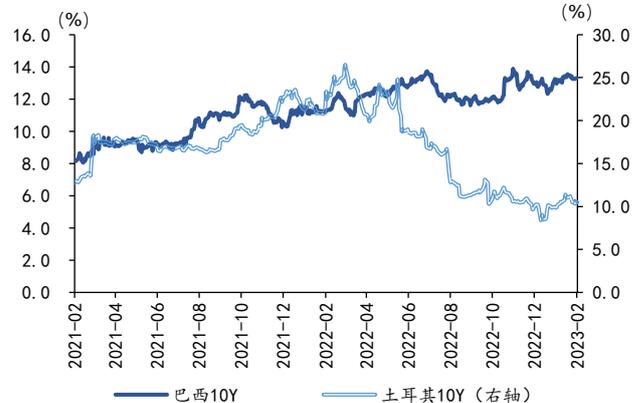
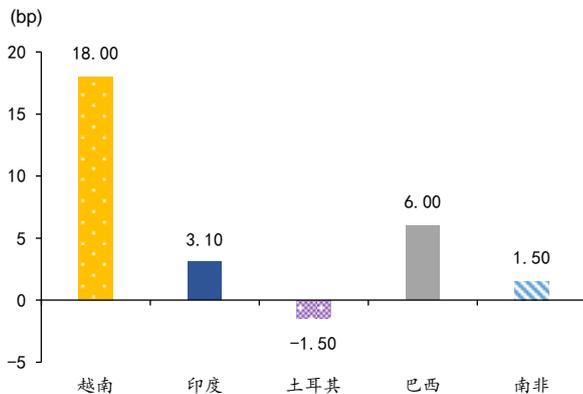
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率多数上行。巴西 10Y 国债收益率上行 6bp 至 13.31%；越南、印度和南非 10Y 国债收益率分别上行 18.0bp、3.1bp 和 1.5bp；仅土耳其 10Y 国债收益率下行，下行 1.5bp 至 10.49%。

图表69: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益率多数上行

图表70: 当周, 巴西 10Y 国债收益率上行, 土耳其下行



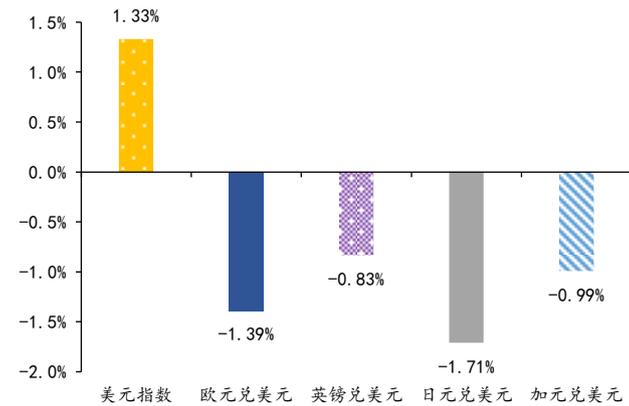
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

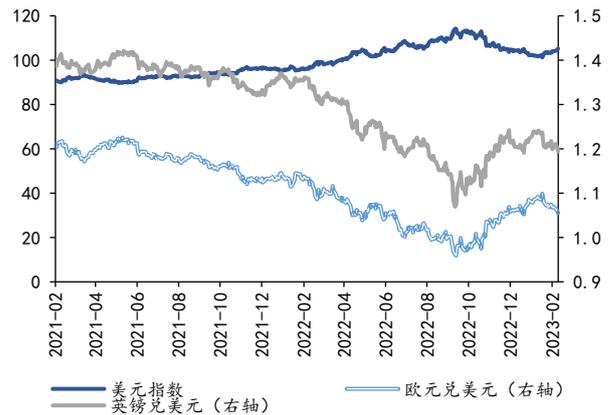
### (三) 外汇市场追踪: 美元指数明显走强, 人民币大幅贬值

美元指数走强, 本周上涨 1.33%。欧元、日元和英镑兑美元分别贬值 1.39%、1.71% 和 0.83%。新兴市场货币普遍贬值, 雷亚尔、韩元、印尼卢比、土耳其里拉和菲律宾比索兑美元分别贬值 1.5%、0.8%、0.6%、0.2% 和 0.1%。

图表71: 当周, 美元指数上涨, 欧元兑美元贬值



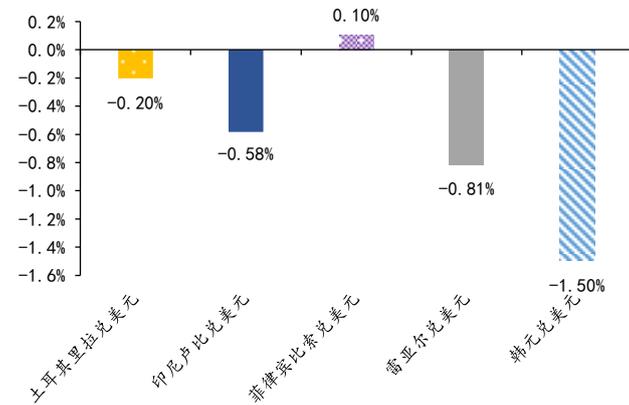
图表72: 当周, 欧元和英镑兑美元均贬值



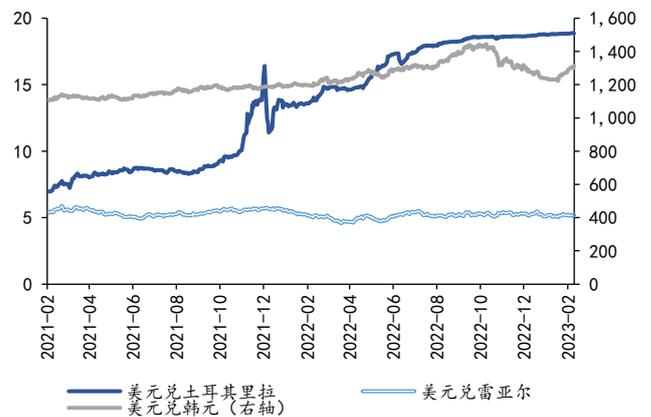
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表73: 当周, 主要新兴市场兑美元普遍贬值



图表74: 雷亚尔、土耳其里拉、韩元兑美元均贬值

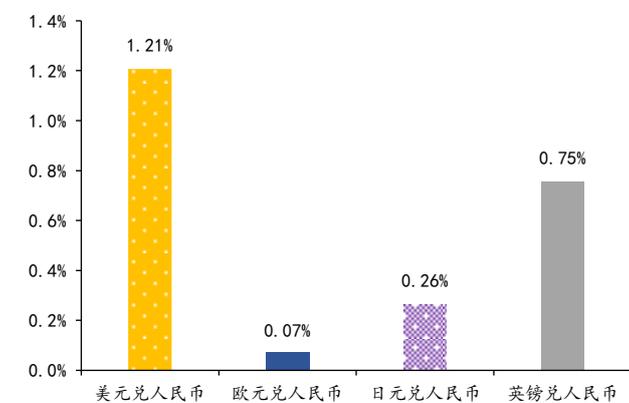


来源: Wind, 国金证券研究所

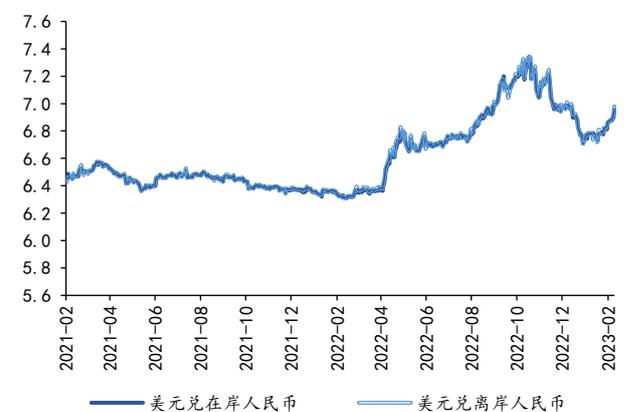
来源: Wind, 国金证券研究所

人民币汇率大幅贬值。美元、英镑、日元和欧元兑人民币分别升值 1.21%、0.75%、0.26% 和 0.07%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 913bp 至 6.9530, 美元兑离岸人民币汇率上行 1118bp 至 6.9800。

图表75: 当周, 美元和英镑兑人民币升值



图表76: 当周, 人民币兑美元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

(四) 大宗商品市场追踪: 油价窄幅震荡, 贵金属、有色金属价格普遍下跌

贵金属和有色金属价格悉数下跌, 黑色系、农产品价格普遍上涨, 原油价格涨跌互现。其

中,下跌幅度最大的是 COMEX 银、LME 镍和 COMEX 金,分别下跌 3.75%、2.52%和 1.10%;涨幅最大的是焦煤,受内蒙古煤矿事故影响,焦煤价格大涨 25.07%。

图表77: 当周, 商品价格走势整体分化

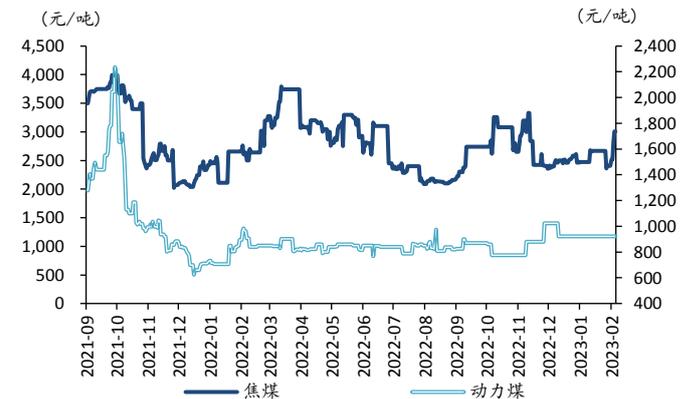
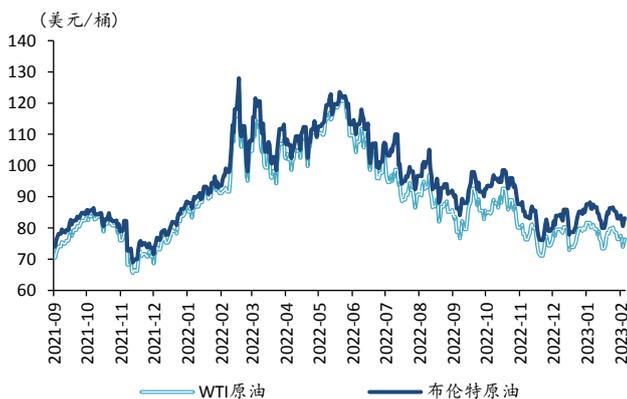
类别	品种	2023-02-24	2023-02-17	2023-02-10	2023-02-03	2023-01-27
原油	WTI原油	-0.03%	-4.24%	8.63%	-7.89%	-2.40%
	布伦特原油	0.19%	-3.92%	8.07%	-7.75%	-1.11%
贵金属	COMEX黄金	-1.10%	-0.89%	-0.38%	-3.27%	0.03%
	COMEX银	-3.75%	-1.23%	-1.68%	-6.48%	-1.42%
有色	LME铜	-0.94%	-0.25%	-1.52%	-3.12%	1.27%
	LME铝	-0.72%	-3.77%	-4.94%	-1.67%	0.92%
	LME镍	-2.52%	-7.99%	-4.59%	-0.37%	2.43%
	LME锌	-0.37%	-3.04%	-6.96%	-4.58%	1.75%
黑色	动力煤	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	焦煤	25.07%	-9.81%	0.00%	7.74%	0.00%
	沥青	-0.44%	-0.52%	0.31%	0.92%	0.00%
	铁矿石	1.25%	2.68%	0.79%	0.17%	0.00%
	螺纹钢	1.92%	5.19%	0.28%	-3.27%	0.00%
农产品	生猪	-0.98%	6.26%	2.24%	-7.77%	0.00%
	棉花	0.56%	-1.80%	-3.96%	0.94%	0.00%
	豆粕	0.26%	-0.85%	-0.77%	0.85%	0.00%
	豆油	0.30%	4.03%	0.77%	-2.89%	0.00%

来源: Wind, 国金证券研究所

原油价格窄幅震荡,黑色系普遍上涨。WTI 原油价格微跌 0.03%至 76.32 美元/桶、布伦特原油价格微涨 0.19%至 83.16 美元/桶。动力煤价格持平在 921 元/吨,焦煤价格大幅上涨 25.07%至 3008 元/吨。铁矿石和螺纹钢价格均小幅上涨,分别上涨 1.25%、1.92%至 931 元/吨和 4256 元/吨,仅沥青价格小幅下跌 0.44%至 3835 元/吨。

图表78: WTI 原油、布伦特原油价格窄幅震荡

图表79: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格大幅上涨

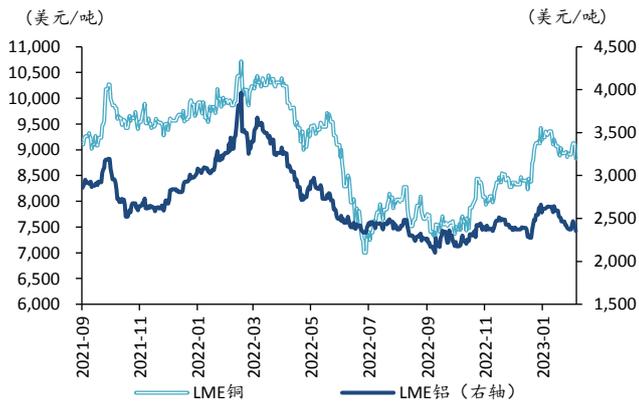


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

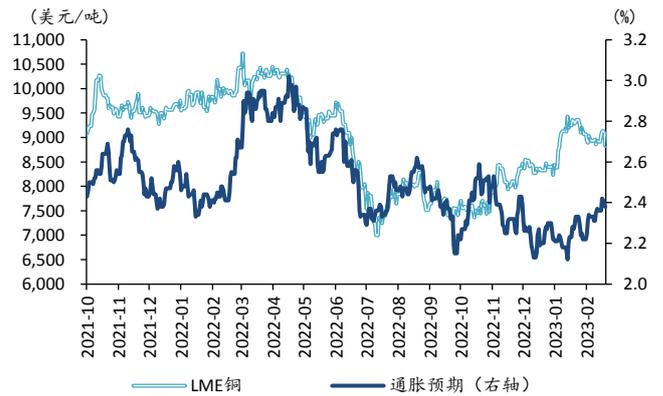
铜铝价格共振下跌,贵金属价格小幅回落。LME 铜、LME 铝分别下跌 0.94%、0.72%至 8826 美元/吨、2355 美元/吨;通胀预期从前值的 2.36%回升至 2.38%。COMEX 黄金下跌 1.1%至 1822 美元/盎司,COMEX 银下跌 3.75%至 20.91 美元/盎司;10Y 美债实际收益率从前值的 1.46%上行至 1.57%。

图表80: 当周, 铜铝价格共振下跌



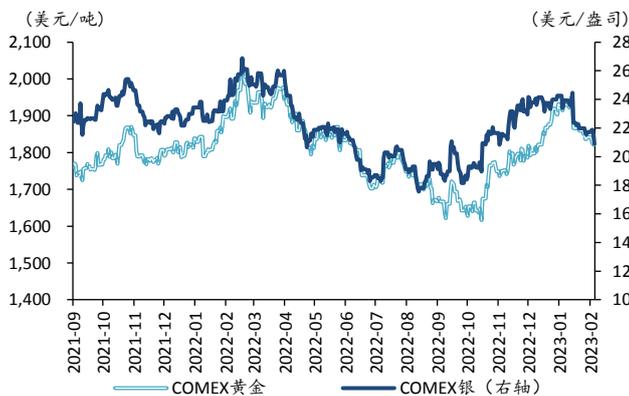
来源: Wind, 国金证券研究所

图表81: 当周, 通胀预期回升



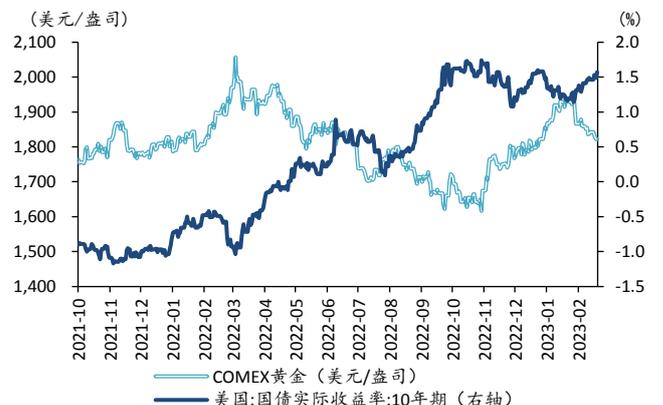
来源: Wind, 国金证券研究所

图表82: 当周, 黄金和白银价格均下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表83: 当周, 10Y美债实际收益率上行



来源: Wind, 国金证券研究所

## 风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜: 2023年1月, 美德继续向乌克兰提供军事装备, 俄罗斯称, 视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来, 海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期: 与2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%, 在全球性劳动短缺的情况下, 美欧2023年仍面临超额工资通胀压力。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号 嘉里建设广场T3-2402