

海外宏观周报

美国 PCE 同比超预期反弹

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

研究助理

李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



平安观点：

- **本周焦点简评：1) 美联储 2 月会议纪要：几乎所有人都支持加息 25BP，关注金融宽松和资产估值压力。**我们认为，2 月会议纪要透露了美联储的决策逻辑：一是，加息放缓至 25BP 是合适的，这并不是因为通胀形势多么乐观，而更多的是便于观察经济对加息的反应，为货币政策争取更大灵活性。二是，美联储不能全然放任金融条件放松，因其强调金融市场条件需要和限制性措施相匹配。**2) 美联储上调通胀目标的预期发酵。**我们认为，关于上调通胀目标的讨论，本质上是一种“软着陆幻想”。虽然上调通胀目标可能是避免美联储紧缩引发严重衰退的权益之计，但是，短期美联储明确宣布上调通胀目标的可能性较小。**3) 日本央行新行长候选人植田和男讲话。**我们认为，植田和男的讲话继续传达了“平衡派”观点：一方面正视 YCC 政策的负面影响，并讨论了货币政策正常化的条件和时机；另一方面又强调当前宽松的货币政策是合适的，暗示政策的调整将循序渐进而不是激进调整。我们认为，短期日本央行上调或放弃 YCC 政策的概率有限，年内加息的可能性不高，日元流动性的冲击或可控；但中期来看，日本货币政策框架很可能出现明显调整甚至改革，市场对此或也保持关注，这也可能影响年内的市场表现。
- **海外经济跟踪：1) 美国 2 月 Markit 服务业 PMI 重回 50 上方，制造业 PMI 初值升至 47.8。**2) 美国 1 月 PCE 价格指数同比涨幅达到 5.4%，高于前值的 5.3%，核心 PCE 同比增速达到 4.7%。从环比来看，今年 1 月美国 PCE 价格指数环比上涨 0.6%，涨幅超过市场普遍预期，且来到 2022 年 6 月以来最高水平。3) 欧元区经济景气程度超预期回升。欧元区 2 月综合 PMI 初值升至 52.3，好于预期值 50.7 与前值 50.3，创下 9 个月来最高水平。另外，欧元区 2 月 ZEW 经济景气指数 29.7，为 2022 年 2 月以来新高，前值为 16.7。
- **全球资产表现：1) 全球股市：除沪深 300 及中国台湾加权指数收涨，其余大部分地区股市普遍收跌。**上周公布的 CPI 数据以及本周公布的 PCE 数据均超出市场预期，反映出当前美国通胀压力仍有反弹风险，这也意味着，美联储可能要实施更大力度的紧缩，股市随之承压。**2) 全球债市：各期美债利率全线上涨，中短债收益率涨幅居前。**与美联储利率变动关联最为紧密的 2 年期美债收益率整周上涨 16BP 至 4.78%，为金融危机以来最高值，反映出当前市场加息预期，尤其是对于终点利率的预期急速升温。**3) 大宗商品：价格普遍回落，仅原油价格走平，农产品价格明显回调。**美国商业原油库存的累库势头仍然十分强劲，对油价形成支撑。**4) 外汇市场：美元指数大涨，非美货币普跌。**美元指数整周涨 1.33%，收于 105.26，创下近三个月以来新高。

一、每周焦点简评

1、美联储 2 月会议纪要：几乎所有人都支持加息 25BP，关注金融宽松和资产估值压力。2 月 22 日，美联储发布了 2 月 FOMC 货币政策会议纪要。本次纪要中的关键信息包括：1) 几乎所有人都支持加息 25BP，少数支持加息 50BP。2) 强调金融环境需要与货币紧缩保持一致，一些人表达了对金融宽松的担忧。3) 罕见提出地产、标普 500 成分股等资产估值压力依然显著。4) 多名官员强调，上调债务上限的漫长谈判可能构成重大金融风险。纪要公布后，美股三大指数尾盘集体跳水，纳指小幅收涨 0.13%，标普 500 和道指分别收跌 0.16%和 0.26%；10 年美债收益率日内回落 4BP 至 3.92%；美元指数日内涨 0.31%至 104.5。

我们认为，2 月会议纪要透露了美联储的决策逻辑：一是，加息放缓至 25BP 是合适的，这并不是因为通胀形势多么乐观，而更多的是便于观察经济对加息的反应，为货币政策争取更大灵活性。从这个意义上看，即便 1 月美国经济和通胀数据较强，美联储 3 月重新加息 50BP 的可能性不高。二是，美联储不能全然放任金融条件放松，因其强调金融市场条件需要和限制性措施相匹配。现阶段美联储遏制通胀的压力上升，因此可能通过预期引导“制造”金融市场压力，加上美联储罕见提及资产估值压力，未来一段时间的市场波动值得警惕。

2、美联储上调通胀目标的预期发酵。2 月 21 日，“新美联储通讯社”Nick Timiraos 援引克利夫兰联储研究报告，称 12 月预测中的失业率上升路径（2025 年升至 4.5%）对应的 PCE 通胀水平为 2.8%，而要实现 2.1%的通胀水平需要更严重的衰退（失业率大幅上升）。关于上调通胀目标的预期，推升了长端美债收益率，10 年美债收益率一度逼近 4%，收于 3.95%、日内大涨 13BP。此外，2 月 23 日华尔街日报报道，美联储副主席人选之一 Janice Eberly 似乎对 3%的通胀目标持开放态度，其曾于 2019 年发表论文指出，3%的通胀目标可以使美国经济在金融危机后更快复苏。

我们认为，关于上调通胀目标的讨论，本质上是一种“软着陆幻想”。虽然上调通胀目标可能是避免美联储紧缩引发严重衰退的权益之计，但是，短期美联储明确宣布上调通胀目标的可能性较小：首先，上调通胀目标会严重削弱美联储紧缩的效果，还可能引发通胀预期脱锚风险。其次，美联储可以通过经济预测路径，一定程度上表达对未来 2-3 年通胀略高于 2%的默许。我们强调，市场不应高估美联储追求“软着陆”的意愿。2023 年美联储的核心矛盾仍是控通胀（即使只是控制在 3%附近），货币紧缩力度和经济下行压力不容小觑。

3、日本央行新行长候选人植田和男讲话。2 月 24 日，日本央行行长提名听证会召开，候选人植田和男首次公开发表货币政策观点。1) 关于收益率曲线控制（YCC），植田和男承认该政策正产生副作用，并提到 YCC 政策退出的可能性，收窄目标区间是可能选项。2) 关于通胀，其认为通胀是由成本上升因素导致的，潜在通胀预计将逐步上升；如果通胀率稳定在 2%，央行可以转向正常化。3) 关于货币政策节奏，其称货币政策正常化的进程和时机取决于经济状况，现在突然收紧政策将对企业产生负面影响。植田和男讲话期间，美元一度走低，随后回升；日经 225 指数开盘拉涨。

我们认为，植田和男的讲话继续传达了“平衡派”观点：一方面正视 YCC 政策的负面影响，并讨论了货币政策正常化的条件和时机；另一方面又强调当前宽松的货币政策是合适的，暗示政策的调整将循序渐进而不是激进调整。我们认为，短期日本央行上调或放弃 YCC 政策的概率有限，年内加息的可能性不高，日元流动性的冲击或可控；但中期来看，日本货币政策框架很可能出现明显调整甚至改革，市场对此或也保持关注，这也可能影响年内的市场表现。

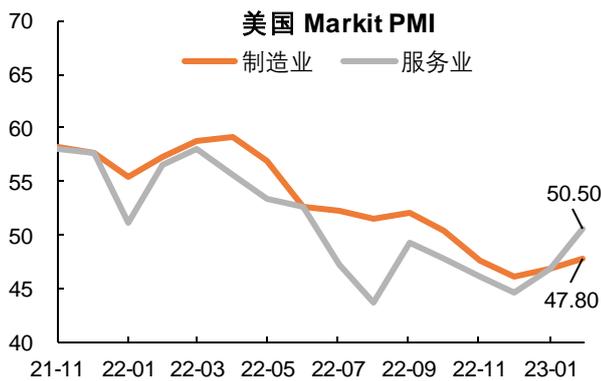
二、海外经济跟踪

2.1 美国经济：服务业回暖，通胀压力反复

美国 2 月 Markit 服务业 PMI 重回 50 上方。2 月 21 日公布的数据显示，美国 2 月 Markit 服务业 PMI 初值录得 50.5，重回荣枯线上方，为 2022 年 6 月以来新高；美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值升至 47.8，高于 1 月份的 46.9，也高于经济学家预期的 47.4。标普全球指出，在经历了 7 个月的下滑之后，2 月份的商业活动出现了可喜的企稳。同时，供应紧张程度有所缓解，工厂原材料的交付时间快速改善。但是，也不应对数据盲目乐观，经济好转是由服务业推动的，这在一定程度上反映了反常的温暖天气；尽管制造业调查数据显示出改善迹象，但制造业仍处于收缩区间，库存减少是主要拖累。

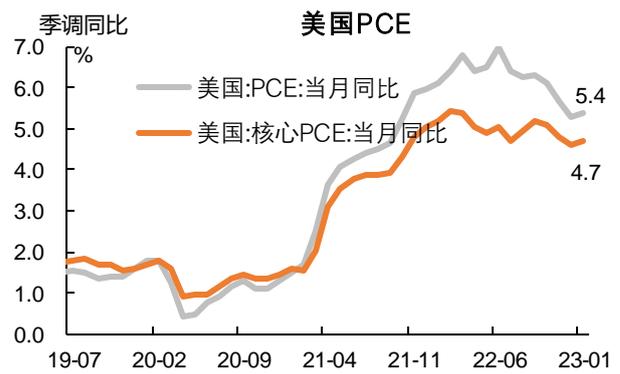
美国 PCE 超预期反弹。美国商务部 2 月 24 日发布的数据显示，今年 1 月美国 PCE 价格指数同比涨幅达到 5.4%，仍远高于美联储设定的 2% 长期通胀目标，同时也较去年 12 月的 5.3% 有所扩大，再度表明当前美国通胀压力仍未完全消散。从环比来看，今年 1 月美国 PCE 价格指数环比上涨 0.6%，涨幅超过市场普遍预期，且来到 2022 年 6 月以来最高水平。同时，剔除食品和能源价格之后的核心 PCE 价格指数环比上涨 0.6%，同比增长 4.7%，均超过市场普遍预期的 0.5% 和 4.4%。具体来看，能源价格环比增长 2%，食品价格上涨 0.4%。两者同比涨幅分别达到 11.1% 和 9.6%。数据发布后，市场对于通胀压力的悲观预期继续发酵、加息预期亦再度升温，而美联储或需进一步“制造”衰退，令需求更快降温，以增加通胀回落的确定性。（参考报告《美国通胀压力反复》）

图表1 美国 2 月 Markit 制造业 PMI 升至 50.5



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 美国 1 年通胀预期有所反弹

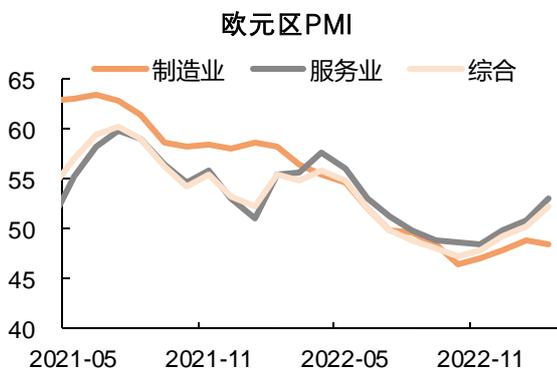


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 欧洲经济：景气程度回升

欧元区经济景气程度超预期回升。2 月 21 日 IHS Markit 公布的数据显示，欧元区 2 月综合 PMI 初值升至 52.3，好于预期值 50.7 与前值 50.3，创下 9 个月来最高水平。其中，欧元区 2 月制造业 PMI 初值为 48.5，为连续 8 个月低于荣枯线，低于预期值 49.3，同时也低于前值 48.8。欧元区服务业 PMI 初值为 53，优于预期，增速为去年 6 月份以来最高水平。ZEW 经济景气数据同样指向这一点：2 月 21 日公布的数据显示，欧元区 2 月 ZEW 经济景气指数 29.7，为 2022 年 2 月以来新高，前值为 16.7。

图表3 欧元区综合 PMI 超预期回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 欧元区 ZEW 经济景气指数继续回升



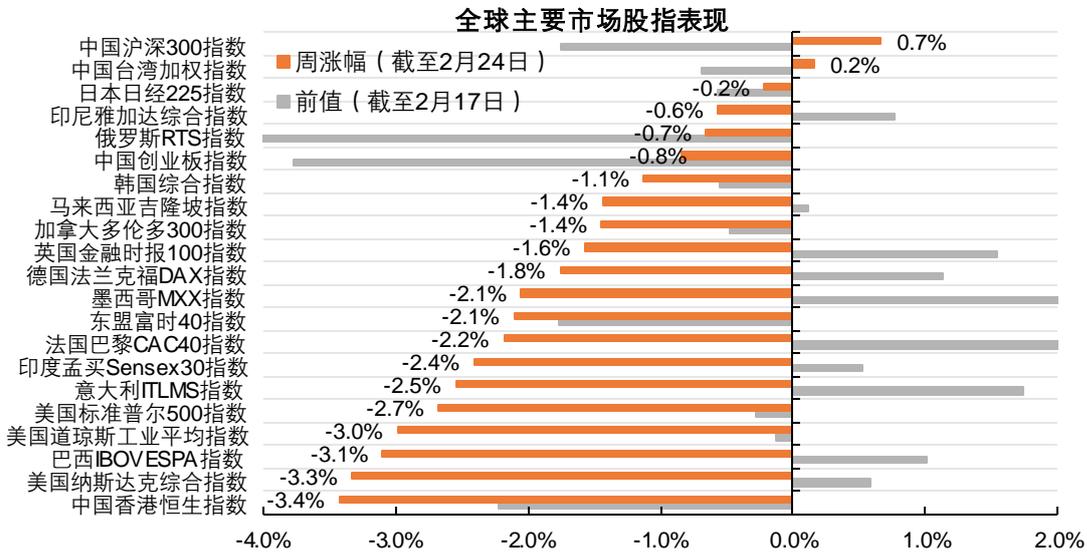
资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、全球资产表现

3.1 全球股市：主要股指普遍收跌

近一周（截至 2 月 24 日），除沪深 300 及中国台湾加权指数收涨，其余大部分地区股市普遍收跌。**美股方面**，纳指、标普 500 和道指整周分别跌 3.3%、2.7% 和跌 3.0%。美股本周承压的原因在于：上周公布的 CPI 数据以及本周公布的 PCE 数据均超出市场预期，反映出当前美国通胀压力仍有反弹风险。同时，PMI 以及新房销售数据表明，当前美国经济基本面亦超预期。以上两方面意味着，美联储可能要实施更大力度的紧缩，甚至付出“衰退”的代价才能明显压制通胀，而市场的加息预期也随之升温。**欧股方面**，主要指数整周普跌。英国富时 100 指数跌 1.6%，德国 DAX30 指数跌 1.8%，法国 CAC40 指数跌 2.2%，意大利 ITLMS 指数跌 2.5%。**亚洲及新兴股市方面**，仅沪深 300 及中国台湾加权指数小幅收涨，而恒生指数、巴西 IBOVESPA 指数等整周跌幅均超 3%。

图表5 近一周全球主要股指普遍收跌

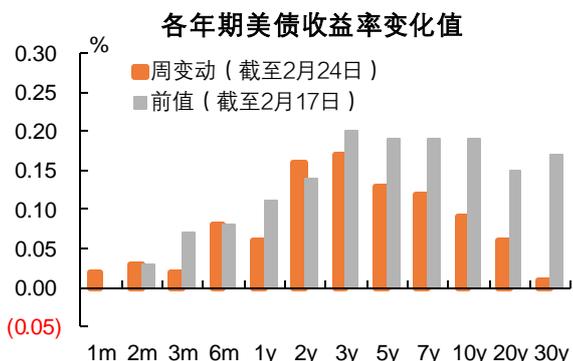


资料来源：Wind, 平安证券研究所

3.2 全球债市：各期限美债利率普涨

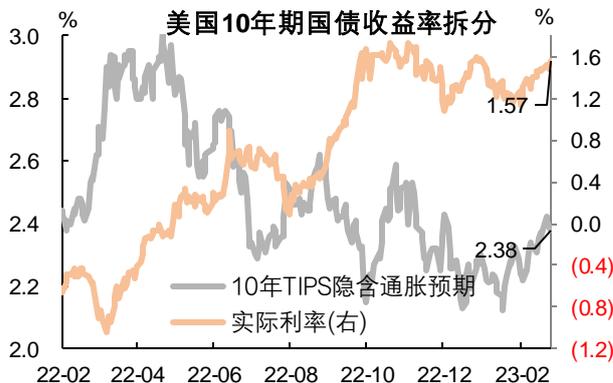
近一周（截至 2 月 17 日），各期美债利率全线上涨，中短债收益率涨幅居前。与美联储利率变动关联最为紧密的 2 年期美债收益率整周上涨 16BP 至 4.78%，为金融危机以来最高值，反映出当前市场加息预期，尤其是对于终点利率的预期急速升温。10 年期美债收益率整周上涨 9BP 至 3.95%，为 2022 年 11 月中旬以来最高值。其中，10 年 TIPS 隐含通胀预期整周上升 2BP 至 2.38%，而实际利率大幅上行 11BP 至 1.57%，创下年内新高。同时，本周美债收益率曲线更加平坦化，10 年期与 2 年期美债收益率倒挂幅度再度超过 80BP。

图表6 近一周主要期限美债利率普涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 10年期美债实际利率升至年内新高

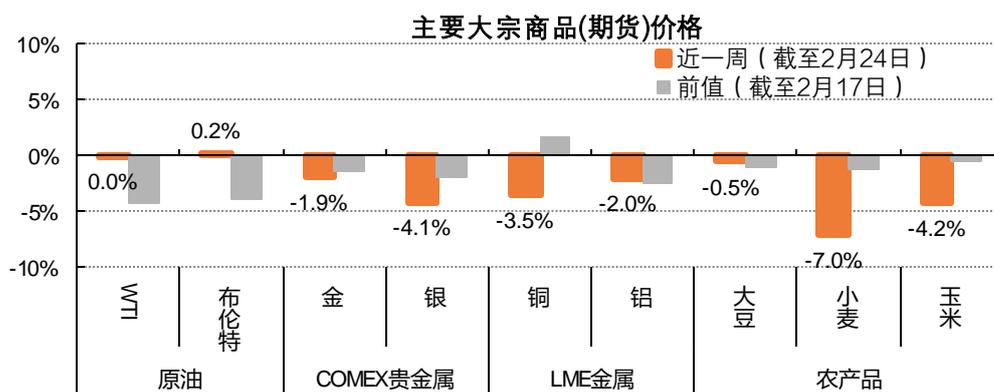


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.3 大宗商品: 主要大宗商品价格普遍回落

近一周(截至2月24日),主要大宗商品价格普遍回落,仅原油价格走平,农产品价格明显回调。能源方面,WTI原油价格本周走平,而布伦特油价小幅上涨0.2%,二者本周分别收于76.3、86.2美元/桶。本周市场仍在评估俄罗斯减产所带来的影响,但与此同时,尽管美国战略石油储备已经停止释放,商业原油库存的累库势头仍然十分强劲:美国能源信息署(EIA)的最新数据显示,截至2月17日当周,美国原油库存增加764.8万桶至4.781亿桶,为2021年5月28日当周以来最高,预期增加123.3万桶,前值增加1628.3万桶。贵金属方面,COMEX金银现货价本周分别跌1.9%和4.1%,加息预期升温带动的美债实际利率上行仍在压制贵金属价格。金属方面,LME铜和铝价整周分别跌3.5%和2.0%。农产品方面,CBOT大豆、玉米和小麦整周分别跌0.5%、7.0%和4.2%。

图表8 近一周主要大宗商品价格普遍回落



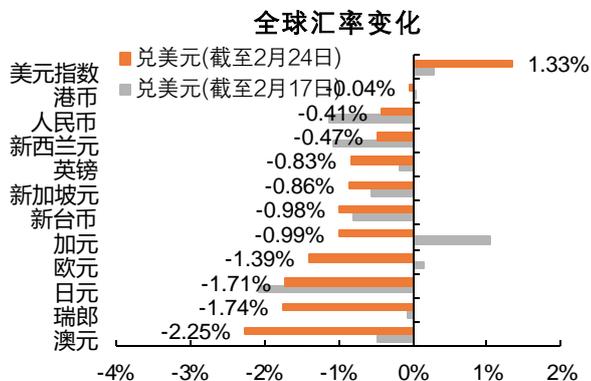
资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.4 外汇市场: 美元指数大涨, 非美货币普跌

近一周(截至2月24日),美元指数整周涨1.33%,收于105.26,创下近三个月以来新高。在CPI、PCE等数据接连超预期的背景下,市场开始重新评估美联储后续的加息路径以及终点利率,这进一步夯实了美元的强势。与此同时,日本央行新

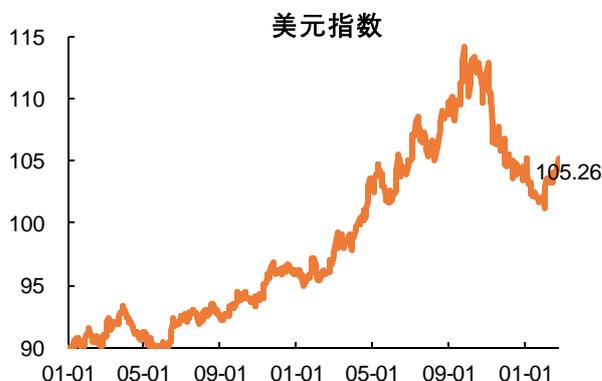
行长候选人植田和男本周在听证会上继续传达了“平衡派”的观点，并未发出超预期的鹰派信号，这使得日元汇率明显走弱，本周五植田和男表态后，美元兑日元汇率再度跌至 135 以下。

图表9 近一周美元指数大涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 美元指数本周继续反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示: 地缘冲突发展超预期，全球通胀压力超预期，全球经济下行压力超预期，海外货币政策走向超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033