

PPI 走强推升美元，一线二手房再度领跌

定期报告

华金宏观·双循环周报（第 49 期）

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

投资要点

◆ **美国核心 PPI 超预期，生产端增长受限，首次降息预期推迟。**美国 2 月 PPI 在能源价格飙升的推动下大超预期，同时核心 PPI 也呈现较大的高位黏性，凸显核心商品和服务生产端潜在增长空间较小、劳动力市场持续紧张的特征，进一步削弱了美联储提前降息的必要性，前期被降息预期过分发酵压制的美元指数随数据公布而强势反弹。剔除食品和能源的核心 PPI 同比小幅上行 0.1 个百分点至 2.0%，核心 PPI 分类贡献结构中，核心商品、服务的贡献均基本稳定，并未出现回落迹象，显示美国核心商品和服务生产端潜在增长空间较小，其背后的原因主要是美国劳动力市场潜在供给空间狭窄，与连续数月持平、难以再度上行的劳动参与率数据所反映的趋势一致（关于美国劳动力市场最新情况的分析，可参考《CPI 改善能否持续？欧美谁将率先降息？——华金宏观·双循环周报（第 48 期）》2024.3.9）。从环比角度来看，美国 2 月耐用消费品、消费者服务环比涨幅明显高于过去 12 个月均值水平。逻辑上，美国的 PPI 衡量包括商品、服务和建筑业的广义产出价格，构成薪资向消费者价格传导的重要中间环节，2 月 PPI 结构所呈现的耐用消费品和消费者服务价格的走强，显示美国在劳动力潜在供给紧张的背景下，薪资增速或将持平高位，薪资通胀螺旋正在强化而非削弱的经济现实。

◆ **美国零售反弹力度稍低于预期，但耐用消费品消费强劲，后续或将反弹。**美国 2 月零售反弹力度稍低于市场预期，但汽车为代表的耐用消费品表现令人瞩目，而耐用消费品需求可持续性较强，从而后续月份美国零售和居民商品消费增速可能迎来连续反弹，单月总体不及预期但结构上有亮点的数据并不能被视作降息提前的可靠依据。通胀已现抬头迹象，警惕零售再度上行的风险，美联储首次降息预期时点再度延宕。我们维持美联储不早于 9 月开始降息的预测不变，加之非美发达经济体的增长前景分化加剧，预计美元指数将回升至 105 左右的高位中枢附近震荡。

◆ **各地房价 2 月延续快速下跌，地产需求企稳仍需时间。**2 月全国及一二三线城市新建、二手住宅价格均基本延续快速下跌趋势，其中一线城市二手住宅价格连续第 5 个月领跌，持续数月的全国普遍性的房价快速下跌过程仍在延续，地产需求尚未出现止跌企稳迹象。这样的数据结构显示全国各线城市房价都仍在加速下跌过程中，而本轮房价开始下跌最晚的一线城市近几个月呈现更大幅度的“补跌”态势，在房地产市场需求持续探底、尚未企稳的背景下，预计今年仍有一定限购措施的一线城市或将进一步逐步进行政策的松动，但当前影响房地产市场需求的主要是中长期结构性因素，包括人口老龄化加速、产业结构布局和人口吸纳能力的区域间冷热不均、房价收入比失衡等，仅靠限购类政策的逐步放松难以在较短时间内实质性扭转这些中长期结构性问题，从而一线城市房地产市场调整过程可能需要更长时间，短期内或难见到需求企稳。而对于房价调整程度已经较深的二三线城市，我们更期待两会明确提出的保障房加快建设对当地房地产市场需求形成更好的短期稳定作用。

◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**本周 A 股汽车、食品饮料领涨，石油石化板块跌幅较深；美债收益率整体上行中长端上行较多，中国国债短端收益率上行幅度较大；美元指数大幅上行，人民币汇率基本持平；金价高位小幅回落，原油价格继续上涨。

◆ **风险提示：**美联储紧缩程度超预期风险；房地产市场企稳见底晚于预期风险。

相关报告

央行担忧的信贷收缩“灰犀牛”正加速靠近——金融数据速评（2024.2） 2024.3.15

薪资通胀传导再起，联储“首降”或再推迟——美国 CPI 点评（2024.2） 2024.3.12

CPI 改善能否持续？欧美谁将率先降息？——华金宏观·双循环周报（第 48 期） 2024.3.9

剔除闰年春节效应，出口难言强劲——进出口数据点评（2024.1-2） 2024.3.7

《政府工作报告》解读：兼具灵活性的主动出击 2024.3.5



内容目录

美国核心 PPI 超预期，生产端增长受限，首次降息预期推迟	3
美国零售反弹力度稍低于预期，但耐用品消费强劲，后续或将反弹	4
各地房价 2 月延续快速下跌，地产需求企稳仍需时间	5
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)	7

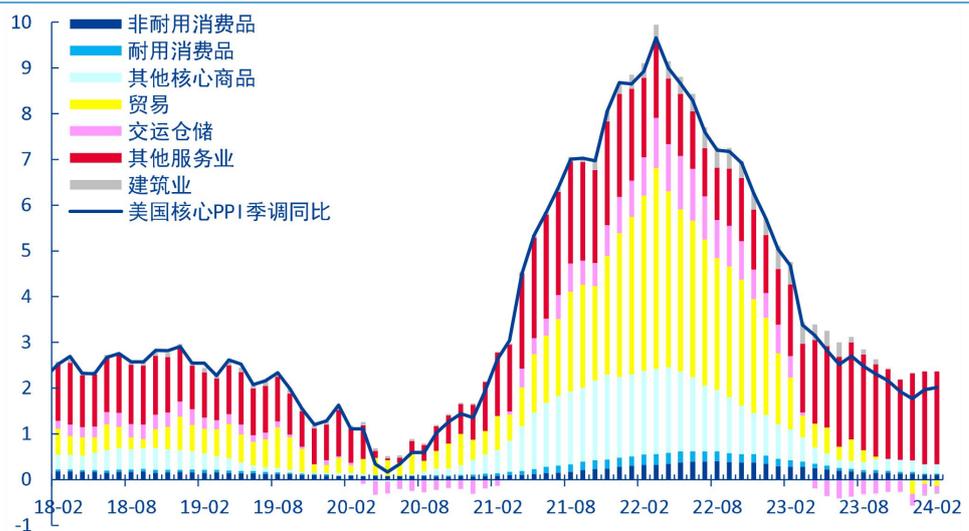
图表目录

图 1: 美国 PPI、核心 CPI 及核心服务、食品、能源价格同比 (%)	3
图 2: 美国 PPI、核心 PPI 及一些主要分项环比涨幅对比 (%)	4
图 3: 美国零售同比及贡献结构 (%)	5
图 4: 70 城房价环比及最近 6 个月、最近 12 个月平均环比涨跌幅对比 (%)	6
图 5: 全国平均住宅价格指数 (2010 年 12 月=100)	6
图 6: 一线城市平均住宅价格指数 (2010 年 12 月=100)	6
图 7: 二线城市平均住宅价格指数 (2010 年 12 月=100)	6
图 8: 三线城市平均住宅价格指数 (2010 年 12 月=100)	6
图 9: 全球股市: 本周美股有所上行, A 股创业板指涨幅靠前	7
图 10: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周 A 股汽车板块领涨, 石油石化板块跌幅较深	7
图 11: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周美股能源板块领涨, 公用事业跌幅较深	7
图 12: 美国国债收益率变动幅度: 美债收益率整体上行, 中长端上行较多 (%)	8
图 13: 中国国债收益率变动幅度: 1Y 国债收益率大幅上行	8
图 14: 本周中国国债短端收益率上行约 9BP (%)	8
图 15: 中美 10Y 利差有所扩大 (%)	8
图 16: 10Y 国开债与国债利差有所扩大 (%)	9
图 17: 本周 1Y 信用利差基本持平 (BP)	9
图 18: 美联储本周资产规模有所扩大 (USD bn)	9
图 19: 主要央行政策利率 (%)	9
图 20: 全球汇率: 美元指数大幅上行	9
图 21: 人民币汇率基本持平	9
图 22: 本周黄金价格高位小幅回落	10
图 23: 本周原油价格继续上涨	10
图 24: 3 月上旬无烟煤价格小幅上行	10
图 25: 本周铜价大幅上行	10

美国核心 PPI 超预期，生产端增长受限，首次降息预期推迟

美国 2 月 PPI 在能源价格飙升的推动下大超预期，同时核心 PPI 也呈现较大的高位黏性，凸显核心商品和服务生产端潜在增长空间较小、劳动力市场持续紧张的特征，进一步削弱了美联储提前降息的必要性，前期被降息预期过分发酵压制的美元指数随数据公布而强势反弹。据当地时间 3 月 14 日美国劳工统计局公布的数据，2 月美国 PPI 季调（下同）同比大幅上行 0.6 个百分点至 1.6%，为连续 5 个月来最高涨幅，大幅超出市场预期，并同时回溯调整数据，调整后 1 月 PPI 同比增速上修 0.1 个百分点至 1.0%；最主要的推升因素是能源价格飙升。而剔除食品和能源的核心 PPI 同比小幅上行 0.1 个百分点至 2.0%，也稍高于市场预期。核心 PPI 分类贡献结构中，核心商品、服务的贡献均基本稳定，并未出现回落迹象，显示美国核心商品和服务生产端潜在增长空间较小，其背后的原因主要是美国劳动力市场潜在供给空间狭窄，与连续数月持平、难以再度上行的劳动参与率数据所反映的趋势一致（关于美国劳动力市场最新情况的分析，可参考《CPI 改善能否持续？欧美谁将率先降息？——华金宏观·双循环周报（第 48 期）》2024.3.9）。

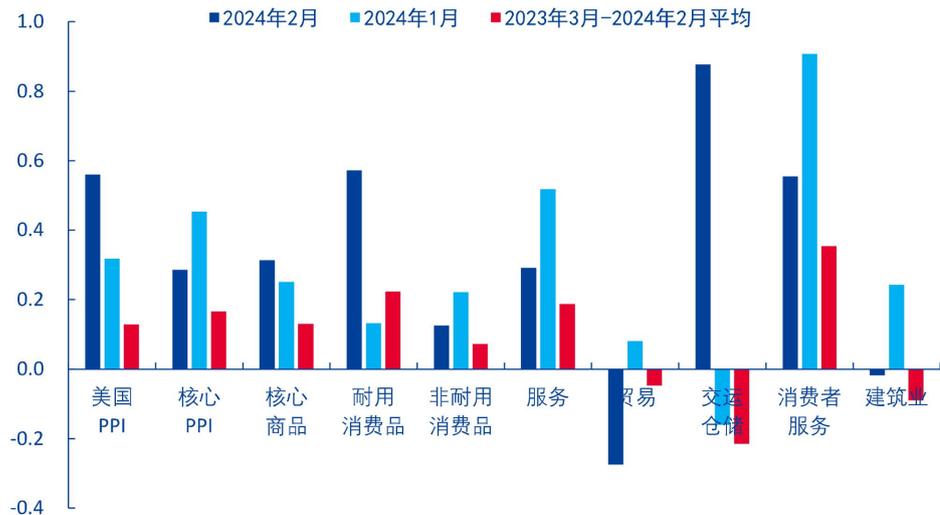
图 1：美国 PPI、核心 CPI 及核心服务、食品、能源价格同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

从环比角度来看，美国 2 月耐用消费品、消费者服务环比涨幅明显高于过去 12 个月均值水平，构成“薪资通胀螺旋”传导的重要中间环节。美国 2 月核心 PPI 季调环比上涨 0.3%，尽管稍低于 1 月的 0.5%，但仍显著高于过去 12 个月 0.1% 的均值水平。主要分项中，耐用消费品价格涨幅显著扩大，从 1 月的环比 0.1% 大幅上行至 0.6%，并显著高于过去 12 个月均值水平，显示随着 2024 年汽车工人涨薪合同开始逐步生效，耐用消费品的产出价格已经开始走高。此外，消费者服务 2 月环比上涨 0.6%，尽管稍低于 1 月，仍大幅高于过去 12 个月均值，消费者服务的生产者价格也与普遍的服务业薪资水平直接相关。逻辑上，美国的 PPI 衡量包括商品、服务和建筑业的广义产出价格，构成薪资向消费者价格传导的重要中间环节，2 月 PPI 结构所呈现的耐用消费品和消费者服务价格的走强，显示美国在劳动力潜在供给紧张的背景下，薪资增速或将持平高位，薪资通胀螺旋正在强化而非削弱的经济现实。这一点令美联储提前降息的必要性和合理性进一步受到削弱，数据公布后美元指数旋即反弹。

图 2: 美国 PPI、核心 PPI 及一些主要分项环比涨幅对比 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

美国零售反弹力度稍低于预期，但耐用品消费强劲，后续或将反弹

美国 2 月零售反弹力度稍低于市场预期，但汽车为代表的耐用消费品表现令人瞩目，而耐用品需求可持续性较强，从而后续月份美国零售和居民商品消费增速可能迎来连续反弹，单月总体不及预期但结构上有亮点的数据并不能被视作降息提前的可靠依据。据当地时间 3 月 14 日美国商务部公布的数据，美国 2 月零售季调（下同）同比从 1 月低位大幅反弹 1.5 个百分点至 1.5%，环比上涨达 0.6%，主要受到耐用消费品零售显著反弹的拉动；但同时受核心非耐用消费品的拖累而反弹力度小幅不及市场预期。从类别结构来看，2 月核心非耐用消费品环比-0.4%，对零售同比的贡献减少约 0.1 个百分点，是拖累零售增速不及预期的主要来源；但需引起注意的是，2 月耐用消费品零售环比上涨 1.5%，对零售同比增速的拖累大幅收窄 1.0 个百分点至仅-0.3 个百分点；其中，汽车零售环比大幅上涨 1.6%，对零售增速的贡献由-0.4 个百分点大幅转正至 +0.3 个百分点。此外，餐饮零售 2 月环比上涨 0.4%，对零售增速的拉动作用也同步上行至 0.8 个百分点。

通胀已现抬头迹象，警惕零售再度上行的风险，美联储首次降息预期时点再度延宕。受油价上行和“薪资通胀螺旋”两端相互传导影响，美国 2 月 CPI、PPI 数据涨幅均大幅超出市场预期（可以参考我们此前的报告《薪资通胀传导再起，联储“首降”或再推迟——美国 CPI 点评（2024.2）》），而单月低于预期的零售数据不仅不能作为佐证美联储提前降息的证据，其结构反而指向零售仍有再度上行的风险，美国居民的商品和服务消费意愿并非短期内即可见到显著回落，以汽车为代表的耐用消费品零售已经开始显著回暖。我们认为，近期的各项经济数据指向当前美国通胀的回落之路绝非坦途，正如鲍威尔所言，过早开始降息可能亦会对经济造成负面影响，因此，需要长时间观察各项经济数据的表现以确定通胀持续回落。我们维持美联储不早于 9 月开始降息的预测不变，加之非美发达经济体的增长前景分化加剧，预计美元指数将回升至 105 左右的高位中枢附近震荡。

图 3: 美国零售同比及贡献结构 (%)



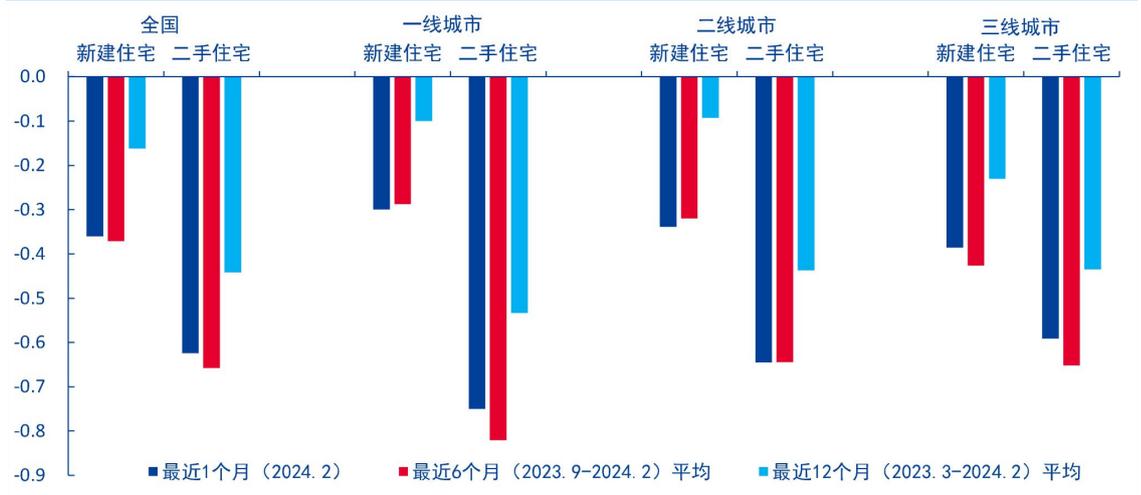
资料来源: CEIC, 华金证券研究所; 注: 疫情开始前两年为两年平均增速

各地房价 2 月延续快速下跌，地产需求企稳仍需时间

2 月全国及一二三线城市新建、二手住宅价格均基本延续快速下跌趋势，其中一线城市二手住宅价格连续第 5 个月领跌，持续数月的全国普遍性的房价快速下跌过程仍在延续，地产需求尚未出现止跌企稳迹象。据国家统计局 3 月 15 日公布的最新数据，2 月 70 城新建住宅、二手住宅环比平均分别下跌 0.4% 和 0.6%，跌幅分别持平于前月和较前月小幅收窄 0.1 个百分点，跌幅均大于过去 12 个月平均，全国房价仍在加速下跌过程中，地产需求尚未出现止跌企稳迹象。我们将最近 1 个月的房价环比变动幅度与最近 6 个月和 12 个月平均变动幅度进行比较，可明显看出 2 月连续第五个月领跌的一线城市二手住宅（当月环比下跌 0.8%，跌幅较 1 月小幅收窄约 0.3 个百分点）环比跌幅仍显著大于最近 12 个月均值，一线城市新建住宅、二线、三线城市新建和二手住宅的月度环比跌幅都与最近 6 个月平均跌幅接近，也普遍大于近 12 个月跌幅。这样的数据结构显示全国各线城市房价都仍在加速下跌过程中，而本轮房价开始下跌最晚的一线城市近几个月呈现更大幅度的“补跌”态势，在房地产市场需求持续探底、尚未企稳的背景下，预计今年仍有一定限购措施的一线城市或将进一步逐步进行政策的松动，但当前影响房地产市场需求的主要是中长期结构性因素，包括人口老龄化加速、产业结构布局和人口吸纳能力的区域间冷热不均、房价收入比失衡等，仅靠限购类政策的逐步放松难以在较短时间内实质性扭转这些中长期结构性问题，从而一线城市房地产市场调整过程可能需要更长时间，短期内或难见到需求企稳。而对于房价调整程度已经较深的二三线城市，我们更期待两会明确提出的保障房加快建设对当地房地产市场需求形成更好的短期稳定作用。

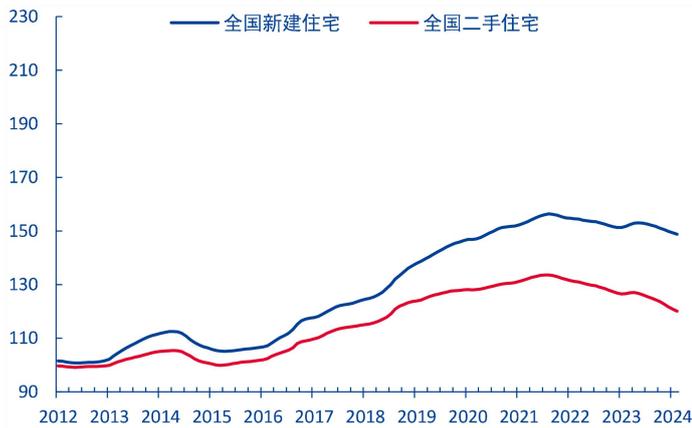
风险提示: 美联储紧缩程度超预期风险; 房地产市场企稳见底晚于预期风险。

图 4：70 城房价环比及最近 6 个月、最近 12 个月平均环比涨跌幅对比（%）



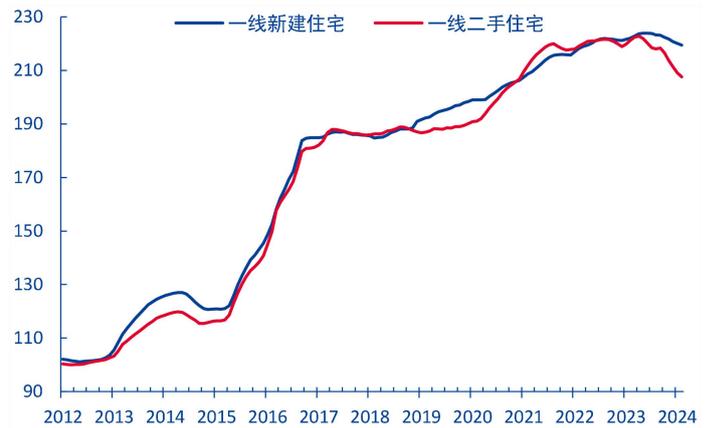
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 5：全国平均住宅价格指数（2010 年 12 月=100）



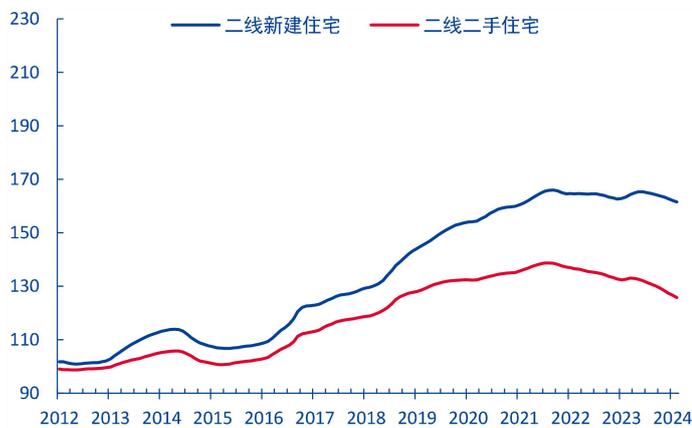
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 6：一线城市平均住宅价格指数（2010 年 12 月=100）



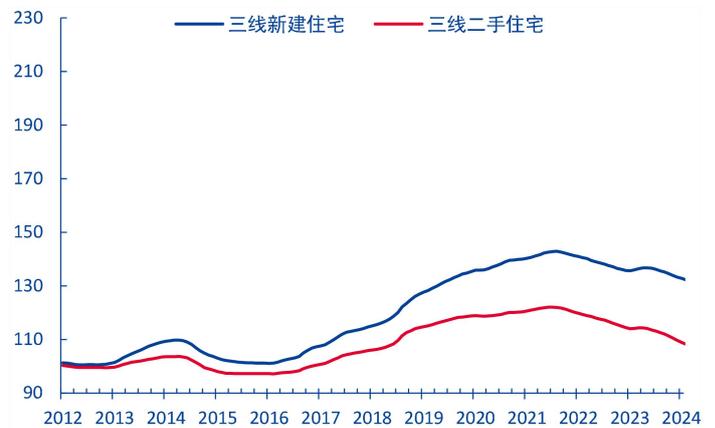
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 7：二线城市平均住宅价格指数（2010 年 12 月=100）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

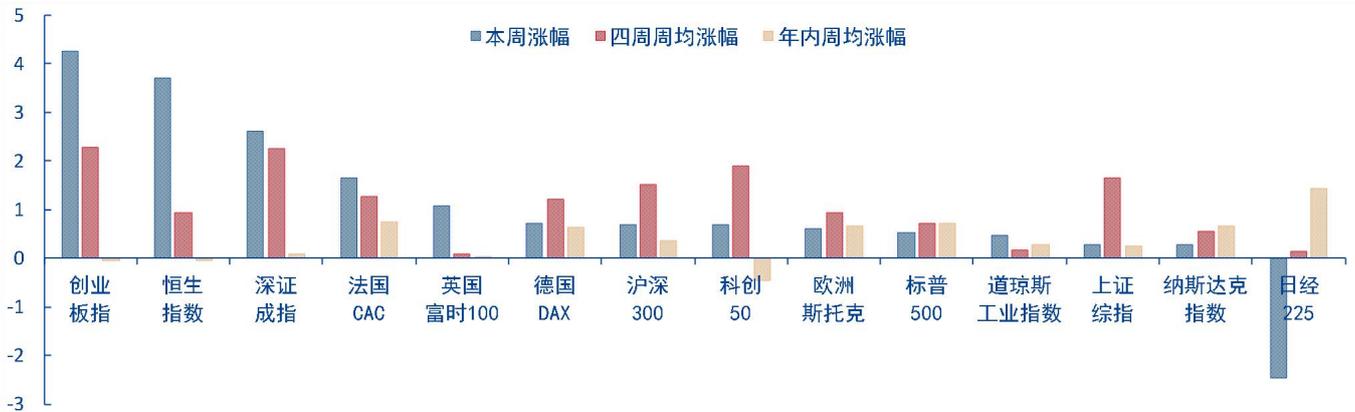
图 8：三线城市平均住宅价格指数（2010 年 12 月=100）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

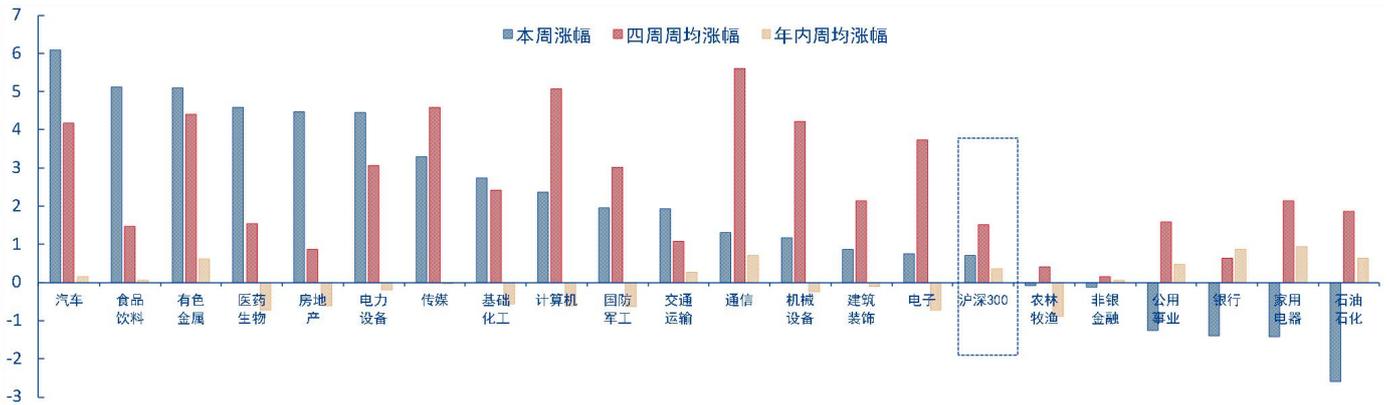
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 9: 全球股市: 本周美股有所上行, A 股创业板指涨幅靠前



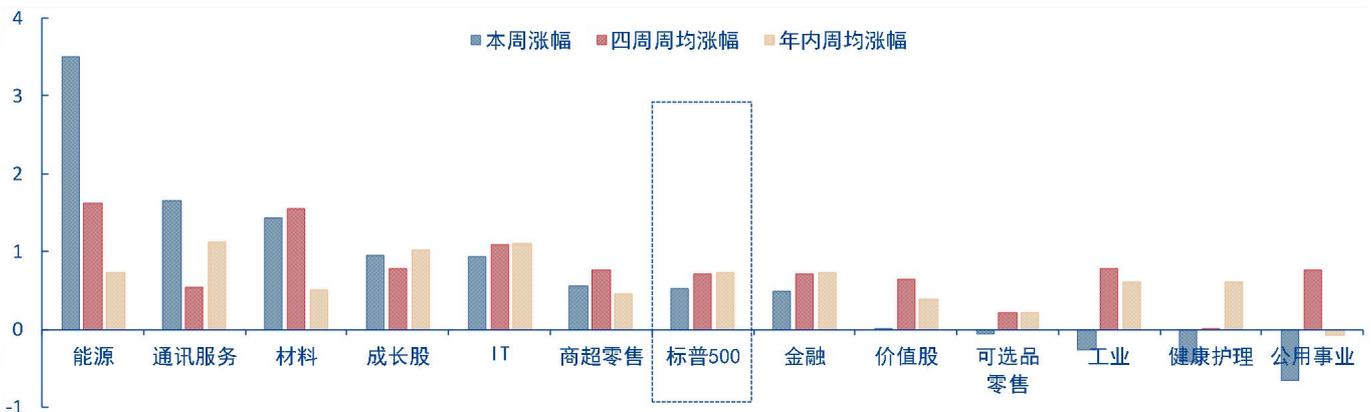
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 10: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 本周 A 股汽车板块领涨, 石油石化板块跌幅较深



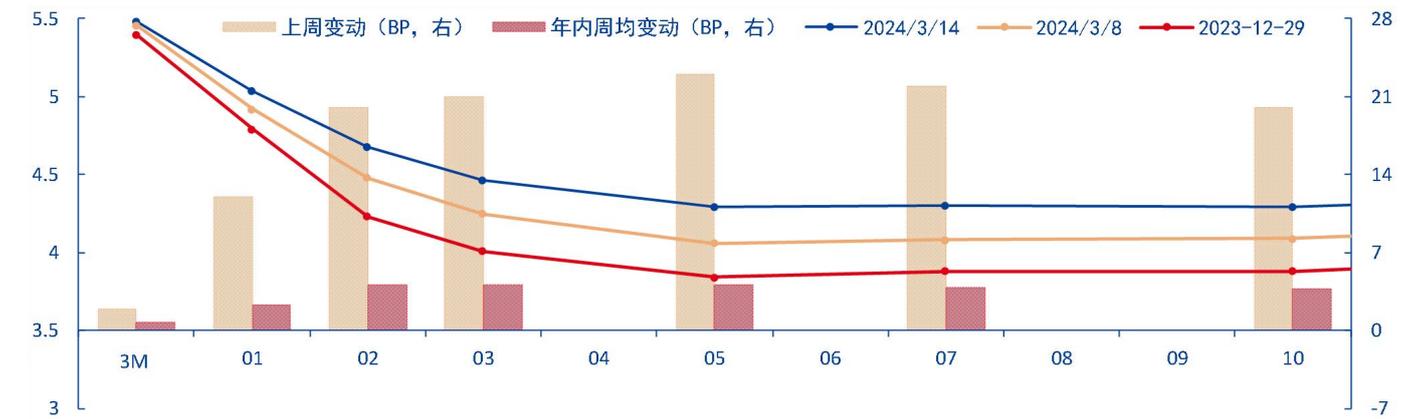
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 11: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 本周美股能源板块领涨, 公用事业跌幅较深



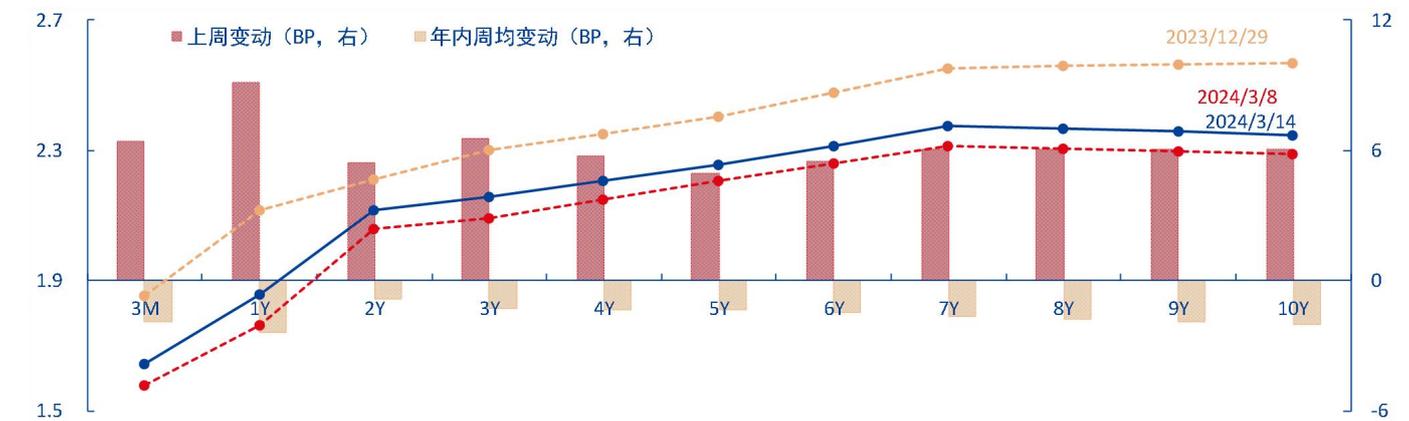
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 美国国债收益率变动幅度: 美债收益率整体上行, 中长端上行较多 (%)



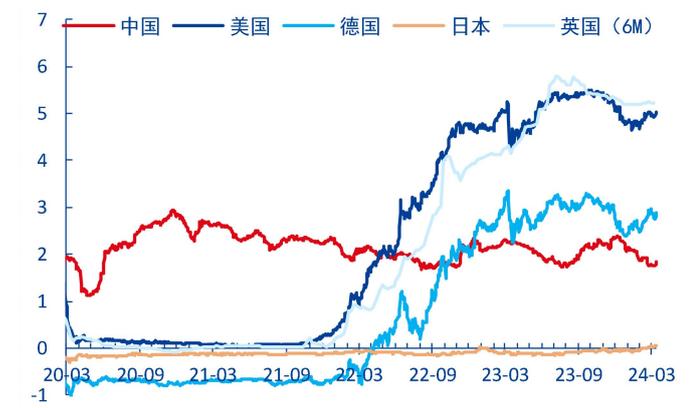
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 中国国债收益率变动幅度: 1Y 国债收益率大幅上行



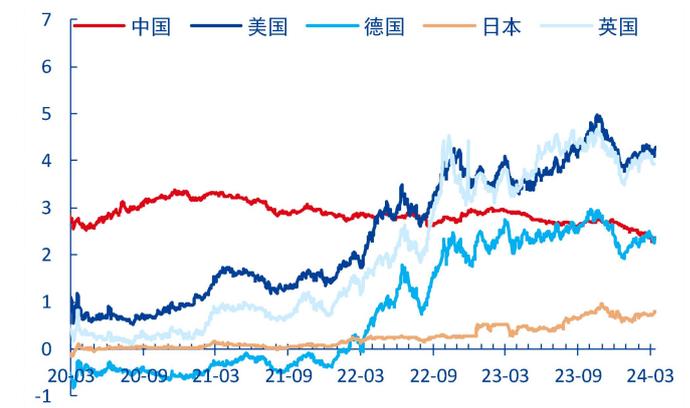
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 本周中国国债短端收益率上行约 9BP (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 中美 10Y 利差有所扩大 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 10Y 国开债与国债利差有所扩大 (%)



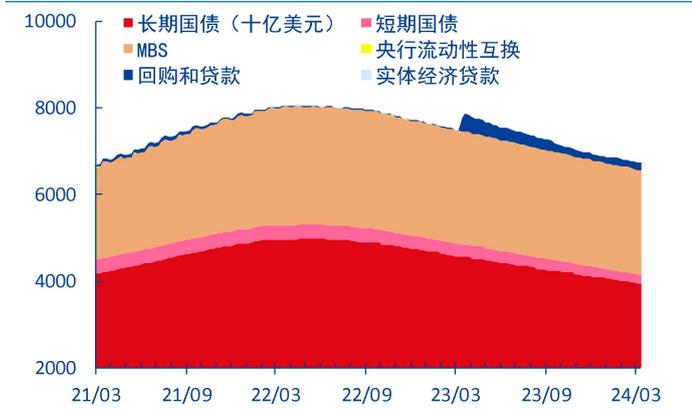
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 本周 1Y 信用利差基本持平 (BP)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 美联储本周资产规模有所扩大 (USD bn)



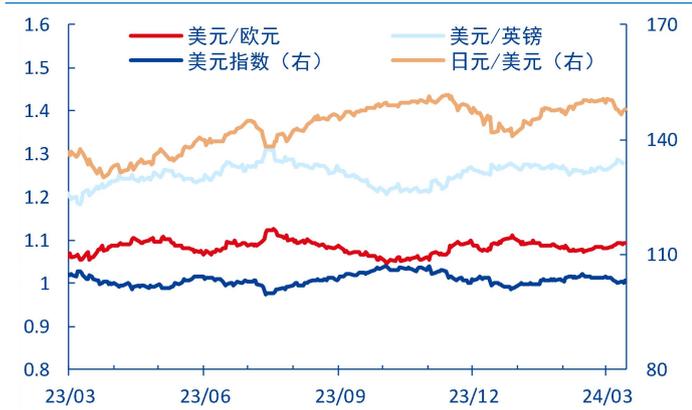
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 全球汇率: 美元指数大幅上行



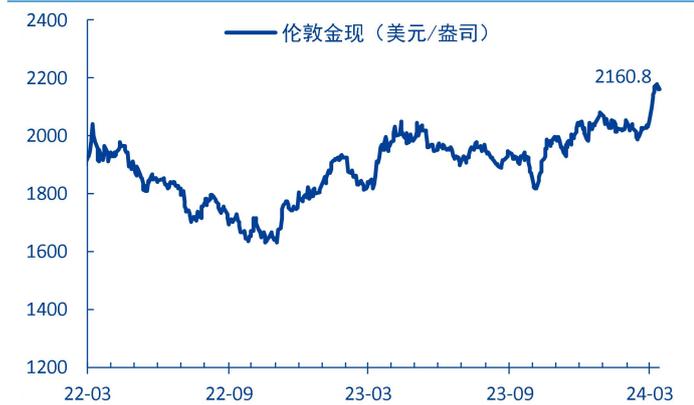
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 21: 人民币汇率基本持平



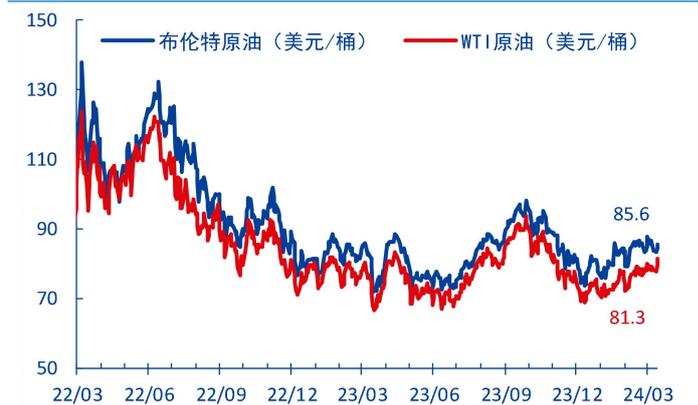
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 22: 本周黄金价格高位小幅回落



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 23: 本周原油价格继续上涨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 24: 3月上旬无烟煤价格小幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 25: 本周铜价大幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn