

美国通胀再超预期，日本“春斗”大幅涨薪

--海外宏观周报（3月11日-17日）

核心观点：

全球宏观和市场概述：截至3月17日当周，在美国价格数据全面超预期的情况下（1）连续两周涨幅明显的黄金价格出现回落，伦敦金现跌1.07%至2155.625美元/盎司；（2）美国收益率曲线全面回升，10年期美债升23.1BP至4.308%；（3）美元指数涨0.69%至103.4531；（4）美国三大股指当周集体收跌，纳指跌幅居前。从全球主要股指来看，本周恒生（科技）指数和创业板指涨幅居前，日经225指数则由于日央行3月退出负利率概率上升而出现回落，印度SENSEX30指数受到小盘股估值回落的影响也出现较为明显的下跌。从全球主要货币汇率来看，美元指数回升而其他货币兑美元汇率下跌，卢布、新西兰元和日元降幅相对较大。从主要商品来看，本周涨幅居前的有铜、棕榈油、原油和白银等，跌幅居前的有铁矿石、NYMEX天然气、焦煤和焦炭。从花旗经济意外指数来看，本周中国经济较预期稳中略升，欧洲经济在3月初好于预期后保持相对平稳，美国经济较预期稍强，而新兴市场经济本周则好于预期。全球地缘政治风险指数本周持续回落。

美国：价格数据均超预期，零售数据走弱：3月11-17日当周对市场影响最明显的数据即超出市场预期的美国2月CPI。CPI同比增速从1月的3.1%升至3.2%；核心CPI同比3.8%；季调环比方面，CPI增速升至0.4%，核心CPI增速维持0.4%。CPI数据已经连续3个月强于预期，这其中不仅有年度调整、季调因子变动和居住成本统计方式的影响，也反映服务部分的粘性在劳动缺口和实际薪资的支持下偏强。在年中进行首次降息后，美联储可能在有充分数据观察时间的9月和12月进行第二和第三次降息；而如果四季度CPI快速回升至3%以上，核心CPI仍未降至3%附近，则美联储可能选择在12月不降息，全年仅降息2次。其他重要数据方面，在1月下行至-1.1%后，季调零售销售环比增速在2月份仅反弹至0.6%，不及市场预期。从CPI调整后的实际零售销售额来看，同比负增长1.6%（1月为负增长2.96%），显示高利率和通胀粘性下消费的走弱以及美国进入补库存所面临的压力。PPI数据则显著超过预期，同比增1.6%，环比0.6%（预期为1.2%和0.3%），商品在能源价格带动下环比回升明显，服务保持韧性，建筑业同比有所回落。

其他海外热点：日本“春斗”薪资增幅明显，为日央行调整政策铺平道路：3月15日，日本最大工会联合会Rengo宣布“春斗”初步结果，成员工会今年争取到了5.28%的平均工资涨幅，为1991年以来最高，也明显高于去年的3.6%和市场4.5%-5.0%左右的预期。偏强的薪资增速意味着日本2024年现金收入增幅有望进一步抬升，帮助正向“薪资-价格”螺旋的形成和更稳定的通胀增速。在这一利于中长期通胀维持在2%目标附近的数据支持下，日本央行将从3月18日（周一）开始举行为期两天的货币政策会议。报道显示部分日央行官员倾向于3月退出负利率，但内部沟通中是否能达成一致尚不明朗，如果3月不退出负利率那么大概率做出4月份调整超宽松货币政策的引导。主要的举措包括结束负利率和进一步调整甚至取消收益率曲线控制（YCC）。

下周看什么？美联储与日央行：3月18-24日是“央行周”。美联储FOMC会议方面需要注意以下内容：

（1）鉴于价格数据连续超预期，就业市场年初偏热，美联储3月大概率不会进行降息，也很可能不会做出5月降息的引导；预计基本基调仍是“数据依赖”，因此不会排除上半年降息的可能。（2）由于联邦基金利率大概率不会降调，美联储1月FOMC提及的在3月会议上进行关于缩表和量化紧缩（QT）进程的讨论就十分值得关注；美联储可能考虑缩减月度QT规模达成“更慢更久”以及沃勒在美联储国债持有结构上“买短卖长”的操作。（3）SEP中点阵图和通胀预测可能出现调整，是否从2024年降息75BP重新缩减为50BP可能显著影响对首次降息时点的预期。**日央行方面可以关注：**（1）日央行退出负利率后会维持0%还是加息至0.1%或更高，这反映日央行官员对通胀可持续性的信心和操作的谨慎程度。（2）对于YCC的调整大概率不会一蹴而就，YCC的1%硬上限早已在2023年10月末取消，收益率曲线的形态实际仍取决于日央行的购债规模，所以购债规模的变动更加实质。（3）日元兑美元在3月11-17日当周在美元回升的情况下出现回落，市场对日央行3月或4月调整利率政策的预期较为充分，因此如果美联储偏鹰，日元升值幅度可能不及预期。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

风险提示

1. 美国经济和通胀加速的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 对各国央行政策理解不到位的风险

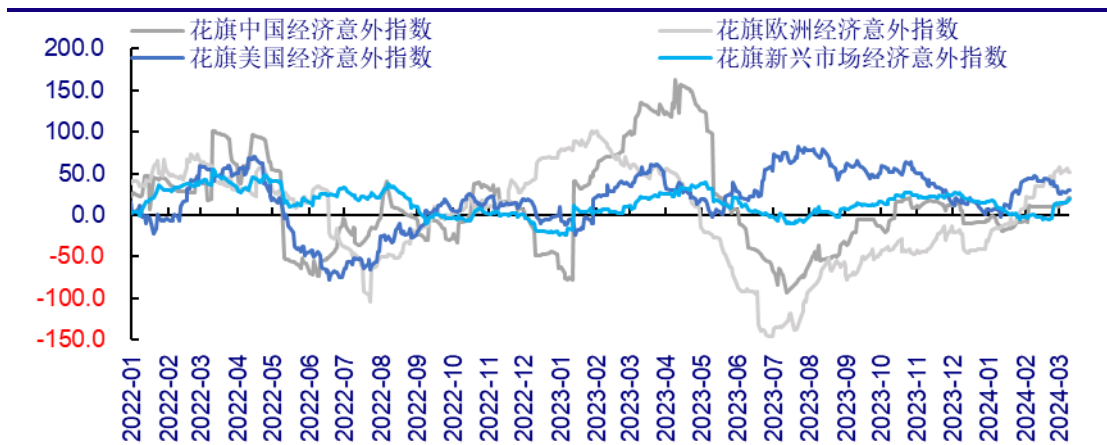
一、全球宏观和市场概述

截至3月17日当周，在美国价格数据全面超预期的情况下（1）连续两周涨幅明显的黄金价格出现回落，伦敦金现跌1.07%至2155.625美元/盎司；（2）美国收益率曲线全面回升，10年期美债升23.1BP至4.308%；（3）美元指数涨0.69%至103.4531；（4）美国三大股指当周集体收跌，纳指跌幅居前。

从全球主要股指来看，本周恒生（科技）指数和创业板指涨幅居前，日经225指数则由于日央行3月退出负利率概率上升而出现回落，印度SENSEX30指数受到小盘股估值回落的影响也出现较为明显的下跌。从全球主要货币汇率来看，美元指数回升而其他货币兑美元汇率下跌，卢布、新西兰元和日元降幅相对较大。从主要商品来看，本周涨幅居前的有铜、棕榈油、原油和白银等，跌幅居前的有铁矿石、NYMEX天然气、焦煤和焦炭。

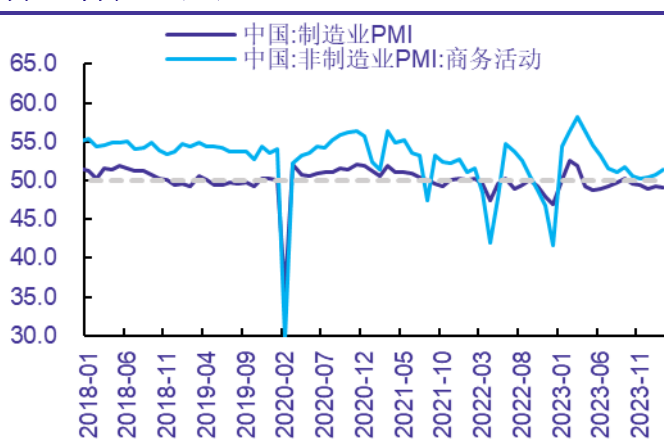
从花旗经济意外指数来看，本周中国经济较预期稳中略升，欧洲经济在3月初好于预期后保持相对平稳，美国经济较预期稍强，而新兴市场经济本周则好于预期。全球地缘政治风险指数本周持续回落。

图1：花旗经济意外指数（%）



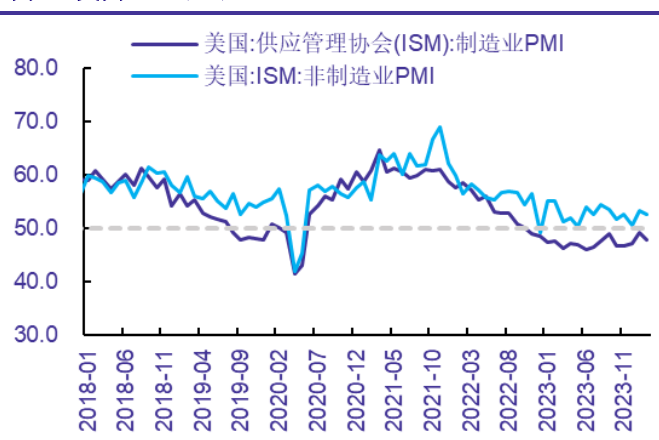
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：中国 PMI（%）



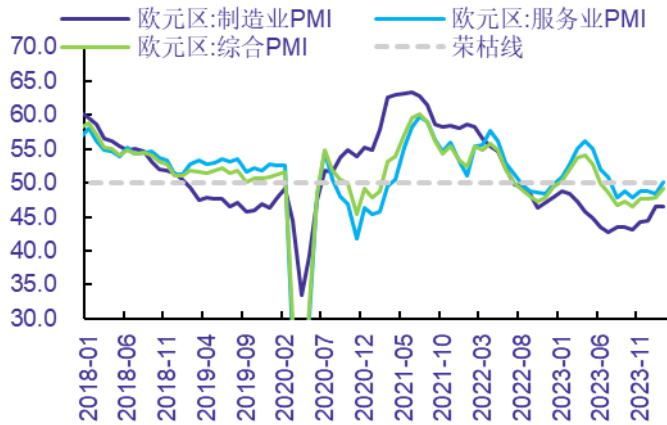
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：美国 PMI（%）



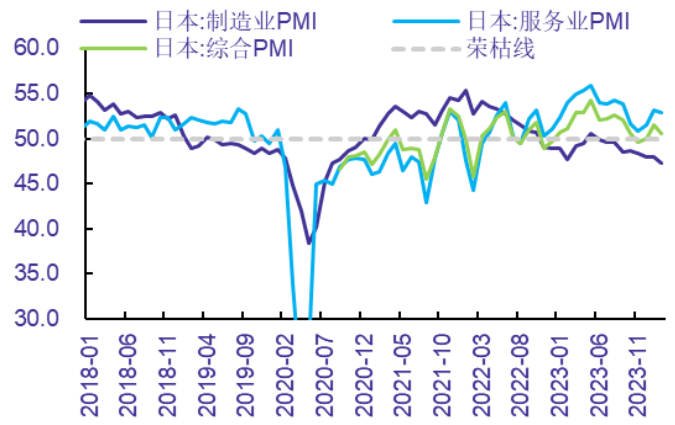
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4: 欧元区 PMI (%)



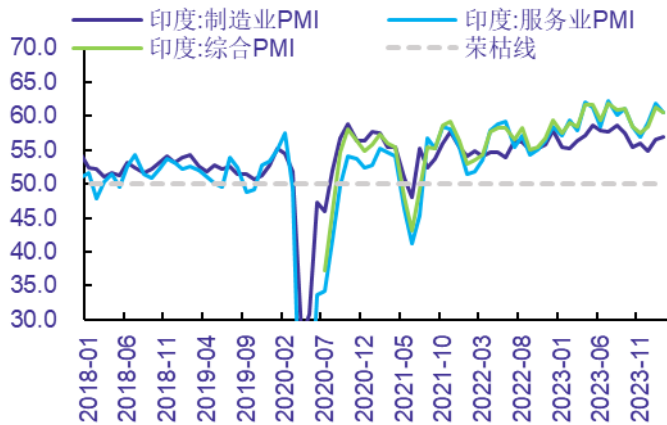
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 5: 日本 PMI (%)



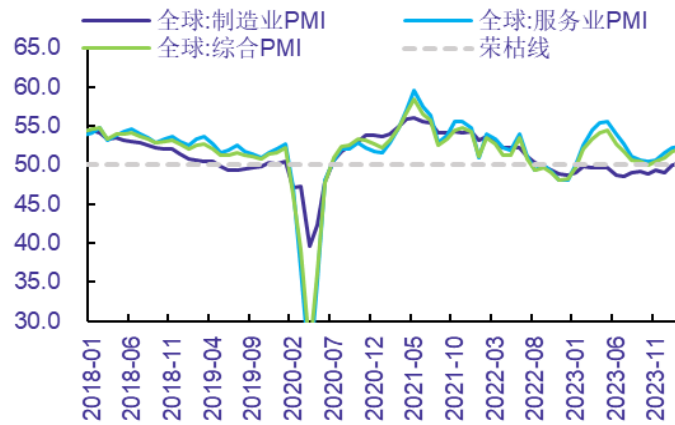
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6: 印度 PMI (%)



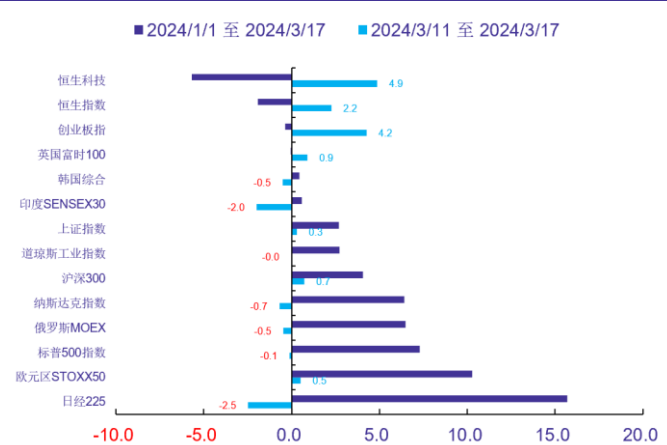
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7: 全球 PMI (%)



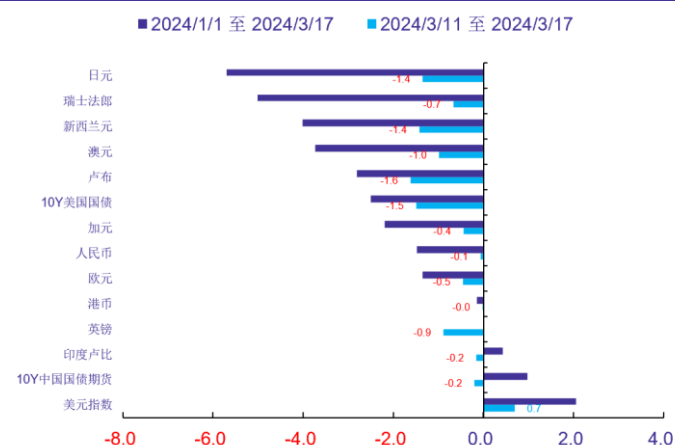
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8: 全球主要股指变动 (%)



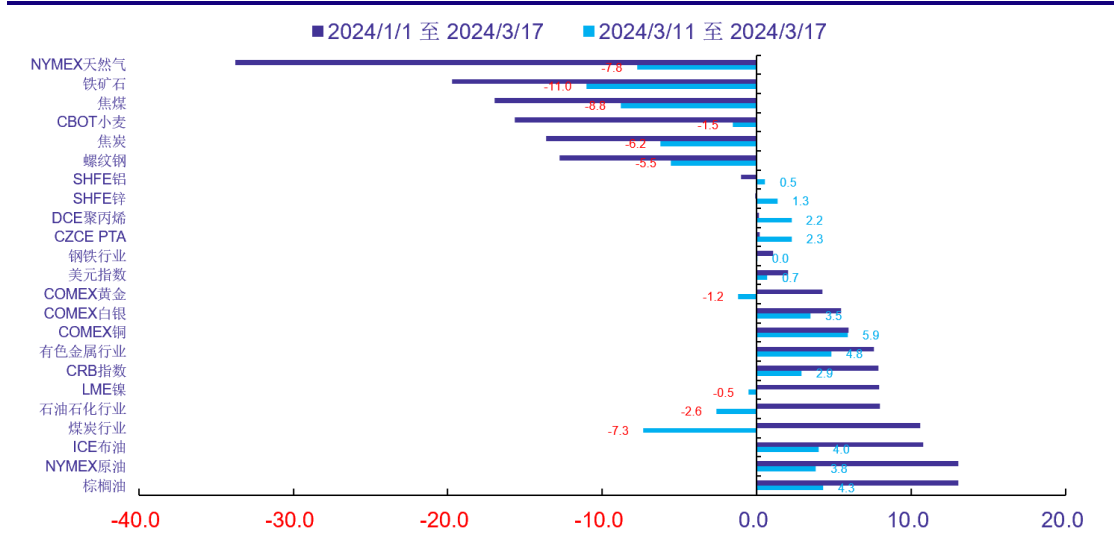
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 9: 全球主要货币汇率变动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 10：全球主要商品变动（%）



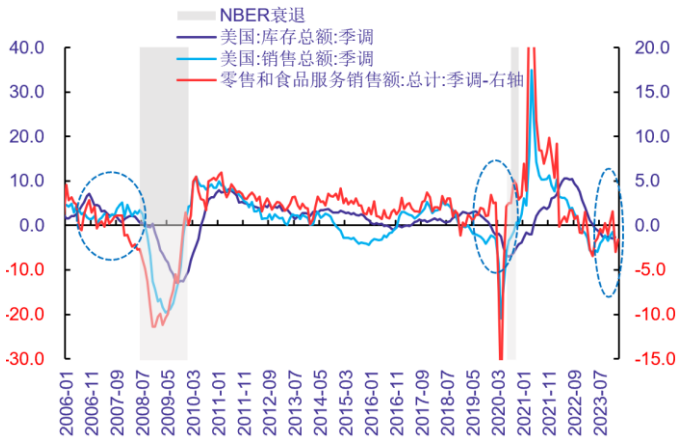
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

二、美国：价格数据均超预期，零售数据走弱

3月11-17日当周对市场影响最明显的的数据即超出市场预期的美国2月CPI。CPI同比增速从1月的3.1%升至3.2%，高于3.1%的市场预期；剔除能源和食品的核心CPI同比3.8%，比1月的3.9%稍有下降，同样高于3.7%的市场预期。季调环比方面，CPI增速升至0.4%，核心CPI增速维持0.4%。CPI数据已经连续3个月强于预期，这其中不仅有年度调整、季调因子变动和居住成本统计方式的影响，也反映服务部分的粘性在劳动缺口和实际薪资的支持下偏强。在价格数据粘性偏高的情况下，我们将全年降息次数修正为3次75BP。在年中进行首次降息后，美联储可能在有充分数据观察时间的9月和12月进行第二和第三次降息；而如果四季度CPI快速回升至3%以上，核心CPI仍未降至3%附近，则美联储可能选择在12月不降息，全年仅降息2次。基准假设下核心CPI年内仍会降至3%左右，但如果CPI降幅不及预期，美联储可能压缩降息幅度。

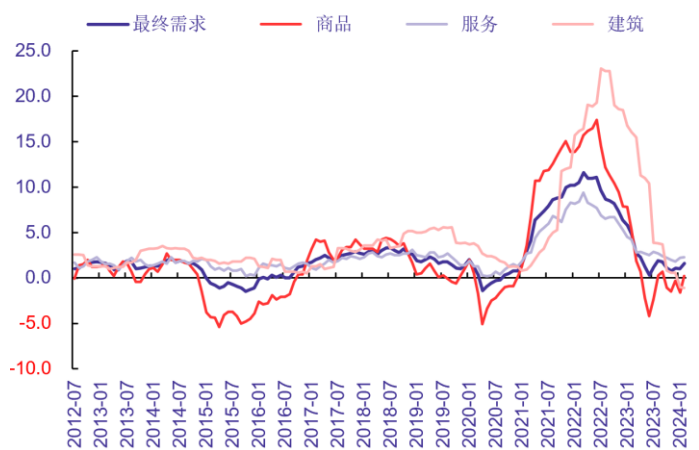
其他重要数据方面，在1月下行至-1.1%后，季调零售销售环比增速在2月份仅反弹至0.6%，不及市场预期。从CPI调整后的实际零售销售额来看，同比负增长1.6%（1月为负增长2.96%），显示高利率和通胀粘性下消费的走弱以及美国进入补库存所面临的压力。同日公布的PPI数据则显著超过预期，同比增1.6%，环比0.6%（预期为1.2%和0.3%），商品在能源价格带动下环比回升明显，服务保持韧性，建筑业同比有所回落。虽然零售数据显示美国消费有边际走弱的迹象，但CPI和PPI价格本周强于预期意味着美联储对年中降息要做更慎重的考虑，而全年的降息次数也会偏谨慎，这可能会在3月FOMC会议的点阵图和经济预测中有所反映。

图 11: 美国实际零售销售额显示补库存面临压力 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 美国 PPI 同比增速 (%)



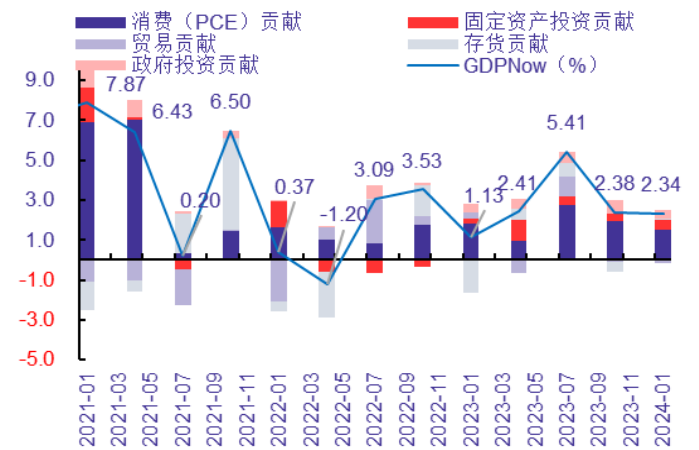
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 美国经济周度指数稍有回升, 仍在 2%左右



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 14: GDPNow 预测美国一季度实际经济环比折年增长 2.34%



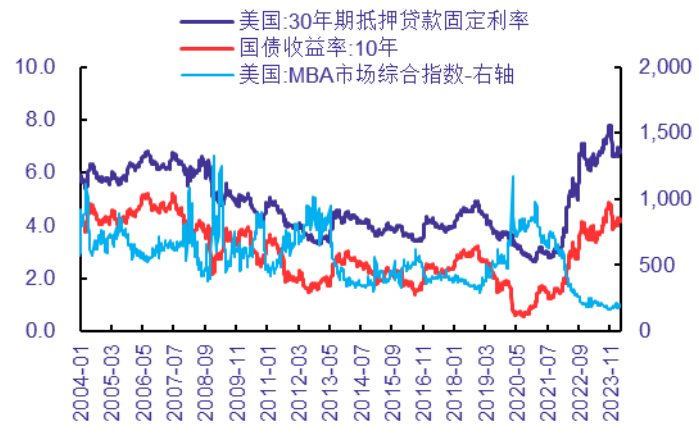
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 15: 美国红皮书商业零售显示消费略有走弱 (%)



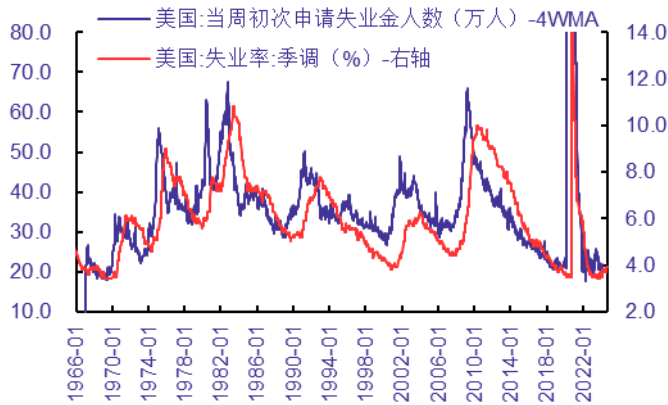
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 住宅市场受到利率边际回升的压制 (%)



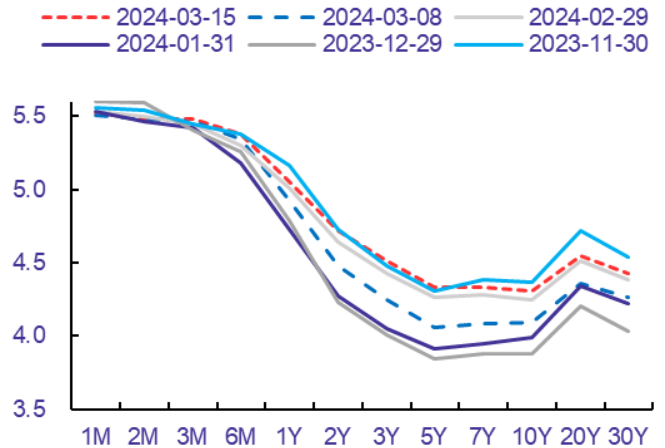
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 失业金初请人数稳定, 失业率大幅上升概率不高



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 美国国债收益率曲线回升 (%)

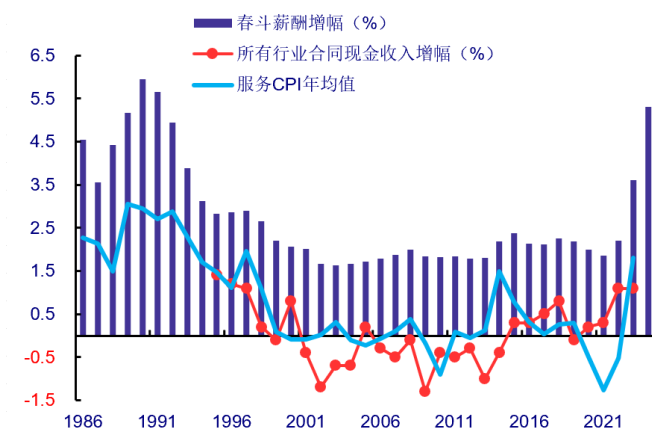


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、其他海外热点: 日本“春斗”薪资增幅明显, 为日央行调整政策铺平道路

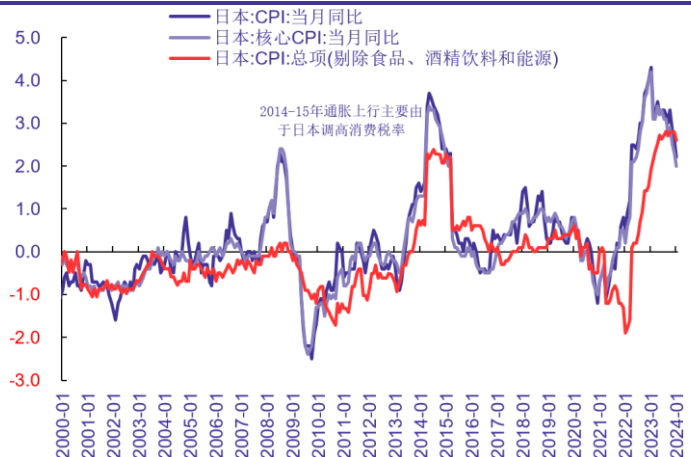
3月15日, 日本最大工会联合会 Rengo 宣布“春斗”初步结果, 成员工会今年争取到了 5.28% 的平均工资涨幅, 为 1991 年以来最高, 也明显高于去年的 3.6% 和市场 4.5%-5.0% 左右的预期。偏强的薪资增速意味着日本 2024 年现金收入增幅有望进一步抬升, 帮助正向“薪资-价格”螺旋的形成和更稳定的通胀增速。在这一利于中长期通胀维持在 2% 目标附近的数据支持下, 日本央行将从 3 月 18 日 (周一) 开始举行为期两天的货币政策会议。报道显示部分日央行官员倾向于 3 月退出负利率, 但内部沟通中是否能达成一致尚不明朗, 如果 3 月不退出负利率那么大概率做出 4 月份调整超宽松货币政策的引导。主要的举措包括结束负利率和进一步调整甚至取消收益率曲线控制 (YCC)。

图 19: 春斗涨薪超预期给服务 CPI 稳定在 2% 上方带来希望



资料来源: Wind、日本厚生省, 中国银河证券研究院

图 20: 日本名义 CPI 有所回落, 但核心项目仍有韧性 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、下周看什么？

3月18-24日作为“央行周”，最值得关注即美联储和日央行的3月货币政策决议。

美联储 FOMC 会议方面需要注意以下内容：（1）鉴于价格数据连续超预期，就业市场年初偏热，美联储3月大概率不会进行降息，也很可能不会做出5月降息的引导；预计基本基调仍是“数据依赖”，因此不会排除上半年降息的可能。（2）由于联邦基金利率大概率不会降调，美联储1月FOMC提及的在3月会议上进行关于缩表和量化紧缩（QT）进程的讨论就十分值得关注；在逆回购账户继续回落、银行准备金可能承压的情况下，美联储是否考虑缩减月度QT规模达成“更慢更久”以及是否考虑沃勒在美联储国债持有结构上“买短卖长”的操作。（3）SEP中点阵图和通胀预测可能出现调整，是否从2024年降息75BP重新缩减为50BP可能显著影响对首次降息时点的预期，而PCE通胀相较CPI更加稳定，是否会上调仍不确定。

日央行方面可以关注：（1）日央行退出负利率后会维持0%还是加息至0.1%或更高，这反映日央行官员对通胀可持续性的信心和操作的谨慎程度。（2）对于YCC的调整大概率不会一蹴而就，YCC的1%硬上限早已在2023年10月末取消，收益率曲线的形态实际仍取决于日央行的购债规模，所以购债规模的变动更加实质。（3）日元兑美元在3月11-17日当周在美元回升的情况下出现回落，市场对日央行3月或4月调整利率政策的预期较为充分，因此如果美联储偏鹰，日元升值幅度可能不及预期。

宏观日历

日期	事件或数据
3月18日(周一)	1. 欧元区2月CPI月率 2. 欧元区1月进出口数据
3月19日(周二)	1. 日本央行利率决定 2. 欧元区3月经济景气指数 3. 美国2月新屋开工总数
3月20日(周三)	1. 中国3月LPR
3月21日(周四)	1. 美联储利率决定 2. 欧元区3月制造业PMI
3月27日(周三)	1. 中国1-2月工业企业利润 2. 欧元区3月经济景气指数、消费者信心指数、工业景气指数
3月28日(周四)	1. 美国2023年四季度实际GDP、3月消费者信心指数
3月29日(周五)	1. 美国2月核心PCE
3月30日(周六)	-
3月31日(周日)	1. 中国3月官方制造业PMI

资料来源: Wind, 金十数据, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中： A 股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10%以上
		中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避： 相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级		推荐： 相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避： 相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn