

美国 PCE 通胀符合预期，消费再度确认经济韧性

--海外宏观周报（3月25日-31日）

核心观点：

全球宏观和市场概述：截至3月31日当周，在美国PCE通胀基本符合预期、个人消费支出偏强的情况下，市场仍在押注年中美联储降息的预期。（1）美元指数在其他一篮子货币表现偏弱的情况下维持104.5070的高位；（2）美国收益率曲线变化不大，10年期美债当周升0.4BP至4.206%；（3）美国三大股指中标普500和道琼斯延续小幅上行，继续创下历史新高，纳指仅小幅下跌，美联储年中降息预期为市场提供动力。从全球主要股指来看，当周俄罗斯MOEX、印度SENSEX30和欧元区STOXX50涨幅居前。跌幅居前的则有创业板指、前一周涨幅较高的日经225和纳斯达克指数。从全球主要货币汇率来看，美元指数被动保持高位，加元、印度卢比和英镑周度涨幅居前，瑞郎、卢布、新西兰元和欧元兑美元下跌。从主要商品来看，当周涨幅居前的有天然气、铁矿石、焦煤、小麦和螺纹钢等，跌幅居前的有LME镍、COMEX铜、COMEX白银和PTA等。从花旗经济意外指数来看，当周中国经济较预期平稳（届时PMI数据尚未公布），欧元区经济表现回落，美国经济意外指数在消费数据的提振下上行，新兴市场经济体表现改善。全球地缘政治风险指数当周开始回落。

美国-PCE通胀符合预期，GDP与GDI的分歧缩小，指向经济韧性：名义和核心PCE通胀的环比增速均为0.3%，同比分别为2.5%和2.8%，基本符合预期；同时1月份名义PCE通胀增速环比由0.3%小幅上修至0.4%。从结构上来看，通胀压力较1月份有所缓和，服务价格环比增速从前值0.65%放缓至0.26%，居住成本环比虽有0.47%但也出现放缓；商品同比则继续维持通缩状态。整体上，**尽管年初通胀压力有所回升，但前三季度价格缓和的大趋势没有改变，这也不阻碍美联储在年中进行降息；**鲍威尔近期在采访中表示并不急于降息。此外，**美国2023年四季度GDP的上修和GDI的回升也在印证经济的韧性，证据依然支持软着陆。**2023年四季度GDP环比折年率从前值3.2%上修至3.4%，消费是核心动力，高利率下投资仍然偏弱，财政依然通过政府支出起到支撑作用。相比GDP的上修，更值得关注的是GDI在2023年四季度的回升，其环比折年率升至4.82%，主要受到私人企业经营盈余显著回升的带动（环比折年率11.50%），而劳动者报酬也在就业市场偏强的情况下保持2.76%的正常水平。此前GDP和GDI的增速背离，GDI中企业利润的较低增长使市场怀疑GDP持续强于预期的真实性，但四季度GDI的显著回升无疑证明了美国经济韧性偏强。当然，持续高于潜在增长率的经济和美国市场压缩至低位的信用利差可能也在暗示金融条件依然偏宽松，美联储的货币政策转向可能为需求和价格水平的回升提供动力。

其他海外热点-欧央行探索新的缩表操作框架：欧央行在3月13日宣布更新货币操作框架，以更好的缩减资产负债表，这一新框架更侧重于金融机构的流动性需求。计划于9月18日实施的新操作框架调整是通过需求侧确定合意流动性水平的思路：将主要再融资利率（MRO）和存款便利利率（DFR）的利差从50BP压缩至15BP会压缩两者构成的政策利率走廊范围，降低银行等金融机构使用MRO的借款成本，类似于美联储压缩银行准备金率（IORB）和贴现窗口的利差。**MRO和DFR利差被压缩后，银行通过MRO缓解流动性压力的成本将降低，这会鼓励银行在因缩表等因素面临流动性紧张时使用MRO，而欧央行也可以通过银行的借款量和频率观察缩表进程是否导致流动性严重紧缺。**相较于从流动性的供给侧测算合适的准备金水平，从需求侧观察缩表对流动性的影响对欧央行来说更加便利。这一货币操作框架的调整有利于欧央行在2024年中后更顺利地实施“边降息边缩表”，避免银行系统的流动性紧缺。

下周看什么？4月1-7日当周将公布美国3月劳动数据，在新增就业不弱的情况下，失业率是否从3.9%的前值边际回落是观察的重点之一，薪资增速的变化也将在中期影响服务通胀的韧性。我们预计劳动市场维持缓慢放量的状态，继续通过薪资为消费和服务就业提供支持。同时，侧重美国大企业的3月ISM制造业PMI指数也将公布，届时可以与Markit的制造业PMI情况进行对比，大企业在高利率环境下的扩张可能仍然有限；ISM非制造业PMI可能在服务消费需求的支撑下继续维持在荣枯线以上。其他区域方面，欧元区3月PMI和2月零售销售月率等数据可能进一步确认经济的疲弱，为欧央行考虑6月甚至更早的降息铺平道路。

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

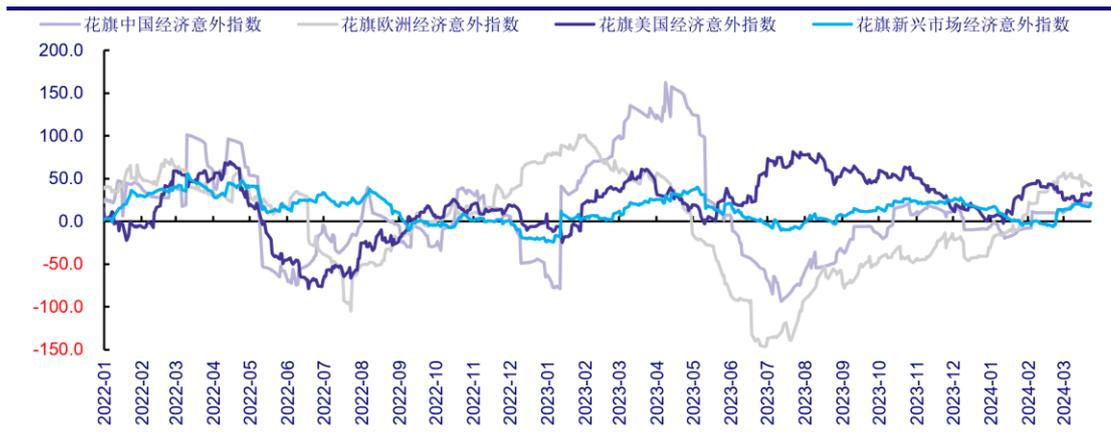
一、全球宏观和市场概述

截至3月31日当周，在美国PCE通胀基本符合预期、个人消费支出偏强的情况下，市场仍在押注年中美联储降息的预期。(1)美元指数在其他一篮子货币表现偏弱的情况下维持104.5070的高位；(2)美国收益率曲线变化不大，10年期美债当周升0.4BP至4.206%；(3)美国三大股指中标普500和道琼斯延续小幅上行，继续创下历史新高，纳指仅小幅下跌，美联储年中降息预期为市场提供动力。

从全球主要股指来看，当周俄罗斯MOEX、印度SENSEX30和欧元区STOXX50涨幅居前，美国三大股指也有不错的表现。跌幅居前的则有创业板指、前一周涨幅较高的日经225和纳斯达克指数。从全球主要货币汇率来看，美元指数被动保持高位，加元、印度卢比和英镑周度涨幅居前，瑞郎、卢布、新西兰元和欧元兑美元下跌。从主要商品来看，当周涨幅居前的有天然气、铁矿石、焦煤、小麦和螺纹钢等，跌幅居前的有LME镍、COMEX铜、COMEX白银和PTA等。

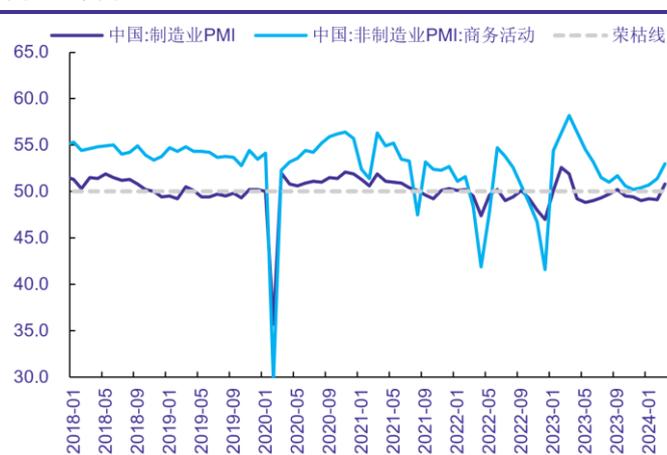
从花旗经济意外指数来看，当周中国经济较预期平稳（届时PMI数据尚未公布），欧元区经济表现回落，美国经济意外指数在消费数据的提振下上行，新兴市场经济体表现改善。全球地缘政治风险指数当周开始回落。

图1：花旗经济意外指数（%）



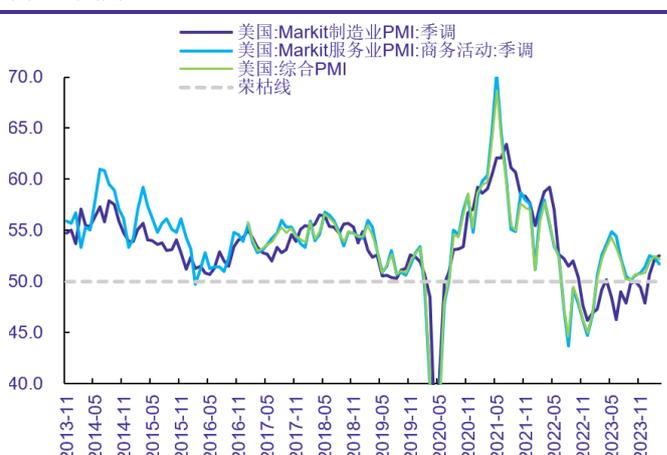
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：中国 PMI（%）



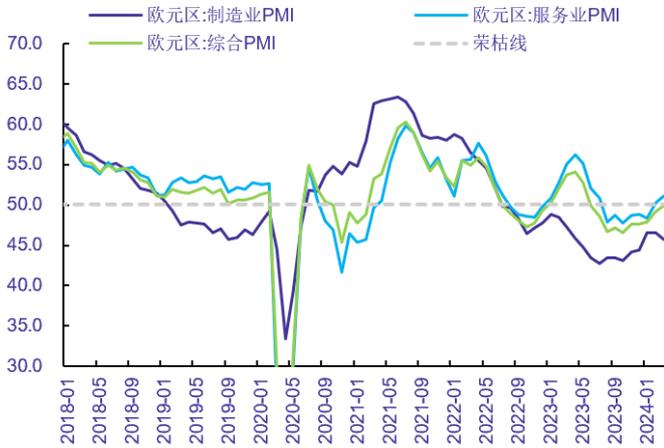
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：美国 PMI（%）



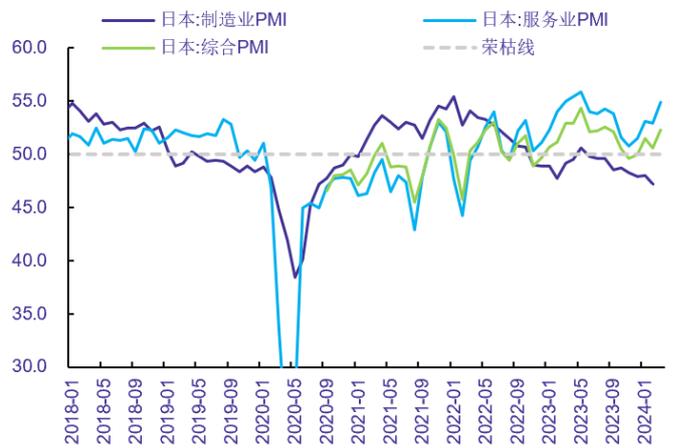
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：欧元区 PMI (%)



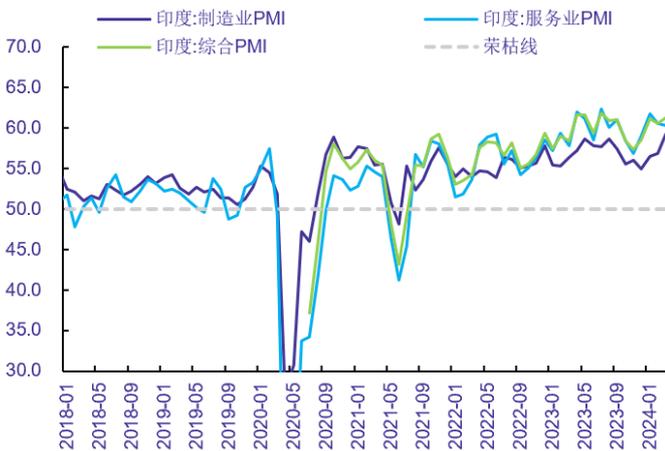
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：日本 PMI (%)



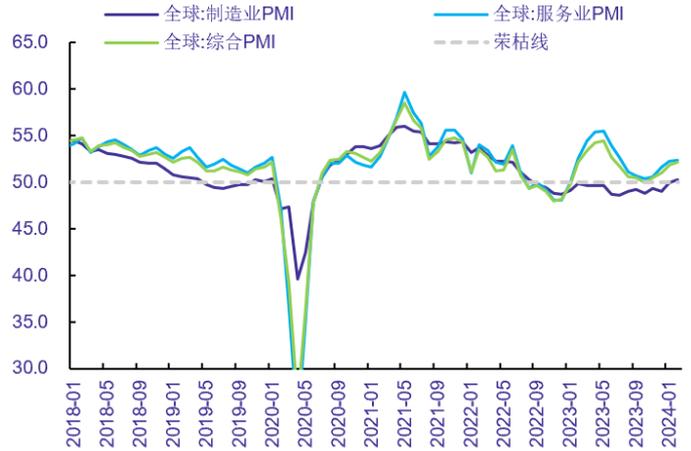
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：印度 PMI (%)



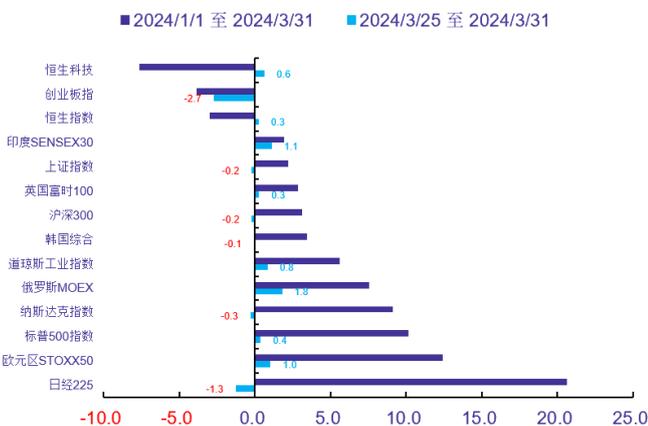
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：全球 PMI (%)



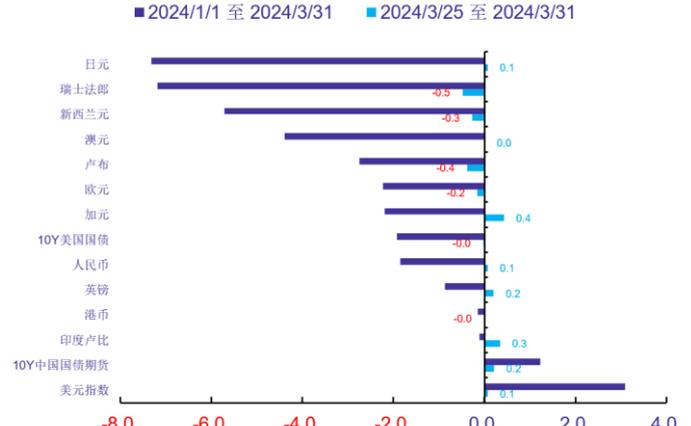
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：全球主要股指变动 (%)



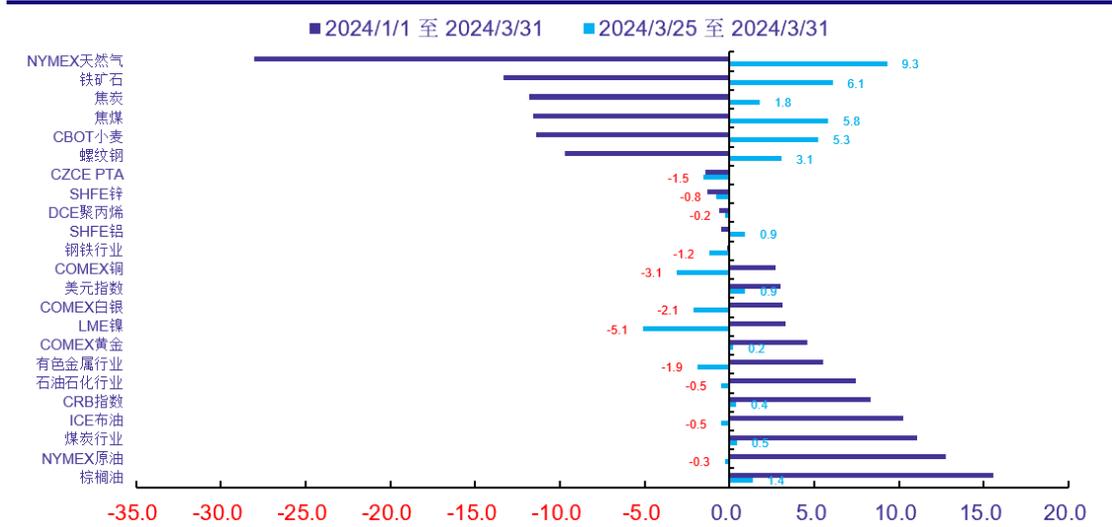
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

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（%）



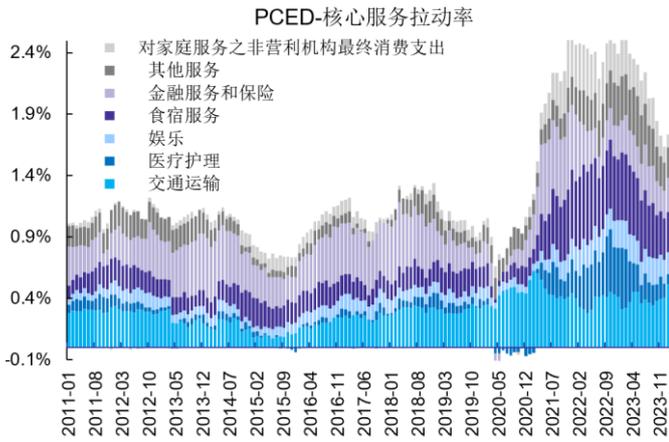
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、美国：PCE 通胀符合预期，数据依然指向软着陆

3月25-31日当周较为核心的数据是美国PCE的表现，名义和核心PCE通胀的环比增速均为0.3%，同比分别为2.5%和2.8%，基本符合预期；同时1月份名义PCE通胀增速环比由0.3%小幅上修至0.4%。从结构上来看，通胀压力较1月份有所缓和，服务价格环比增速从前值0.65%放缓至0.26%，居住成本环比虽有0.47%但也出现放缓；商品同比则继续维持通缩状态。整体上，尽管年初通胀压力有所回升，但前三季度价格缓和的大趋势没有改变，这也不阻碍美联储在年中进行降息；鲍威尔近期在采访中表示并不急于降息。个人消费支出方面，名义个人消费支出同比和环比分别为4.88%和0.76%，实际分别为2.37%和0.43%，主要受到服务消费回升的提振，而商品消费增长较慢，服务消费的旺盛和劳动市场供需缺口依然紧密相关。不弱的消费意味着美国一季度经济增长大概率在2%以上，亚特兰大联储模型目前预测为2.3%。

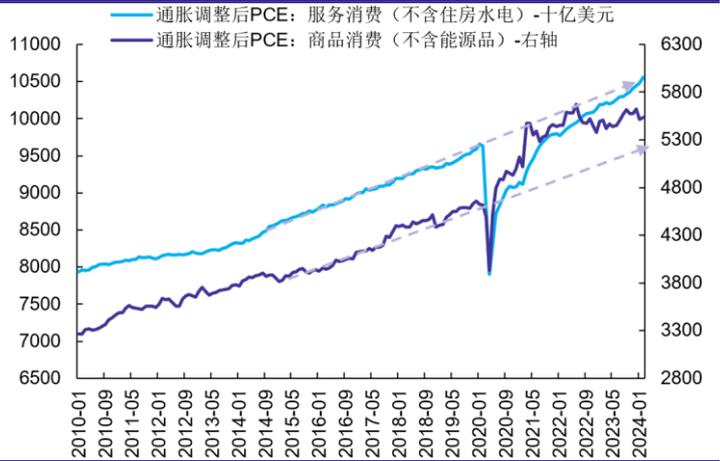
此外，美国2023年四季度GDP的上修和GDI的回升也在印证经济的韧性，证据依然支持软着陆。2023年四季度GDP环比折年率从前值3.2%上修至3.4%，消费是核心动力，高利率下投资仍然偏弱，财政依然通过政府支出起到承托作用。相比GDP的上修，更值得关注的是GDI在2023年四季度的回升，其环比折年率升至4.82%，主要受到私人企业经营盈余显著回升的带动（环比折年率11.50%），而劳动者报酬也在就业市场偏强的情况下保持2.76%的正常水平。此前GDP和GDI的增速偏离，GDI中企业利润的较低增长使市场怀疑GDP持续强于预期的真实性，但四季度GDI的显著回升无疑证明了美国经济韧性偏强。当然，持续高于潜在增长率的经济和美国市场压缩至低位的信用利差可能也在暗示金融条件依然偏宽松，美联储的货币政策转向可能为需求和价格水平的回升提供动力。

图 11: 美国 PCE 通胀核心服务增速仍在缓和



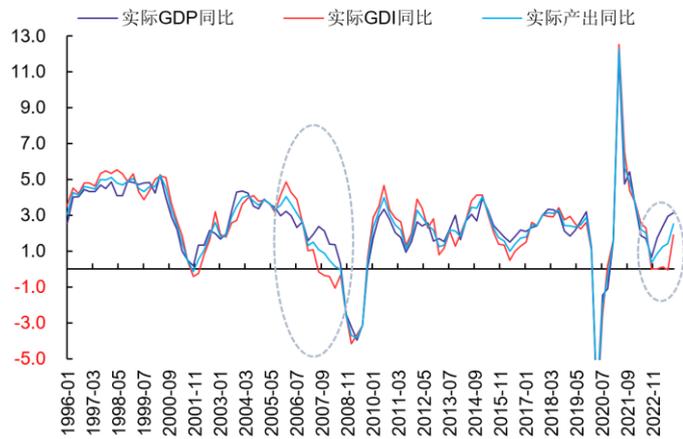
资料来源: BEA, 中国银河证券研究院

图 12: 服务消费延续回升, 商品消费受到压制



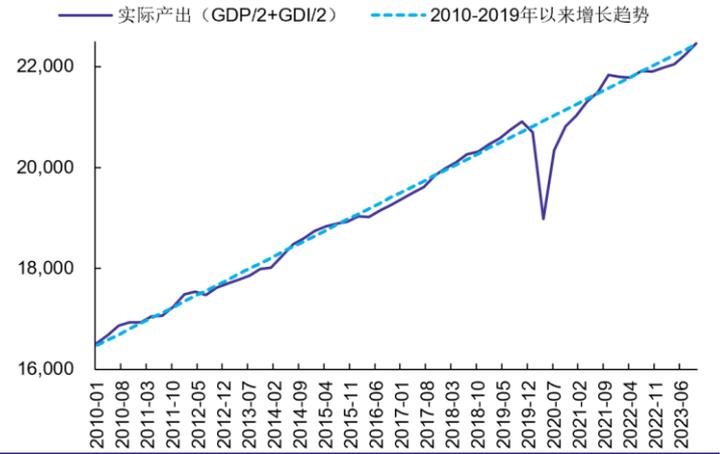
资料来源: BEA, 中国银河证券研究院

图 13: 美国 2023Q4 的 GDI 增速回升, 与 GDP 差值缩小 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 美国经济基本回到疫情前增长趋势 (十亿美元)



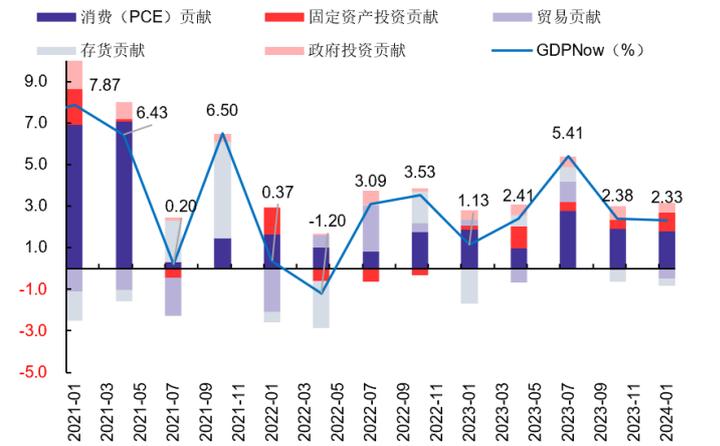
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 15: 美国经济周度指数为 1.8% 左右



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 16: GDPNow 预测美国一季度实际经济环比折年增长 2.33%



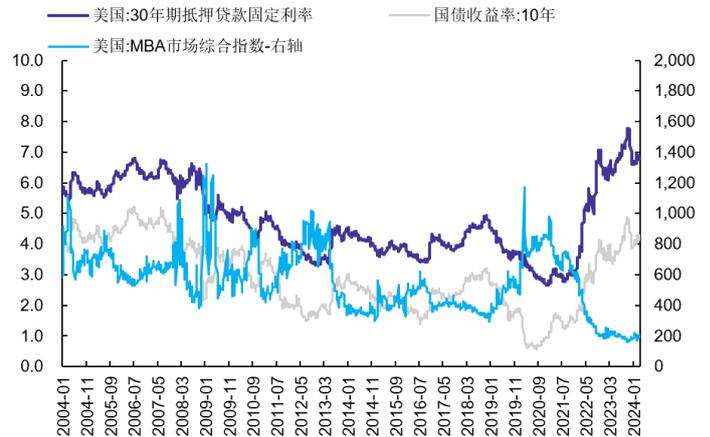
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 17: 美国红皮书商业零售显示消费延续回升 (%)



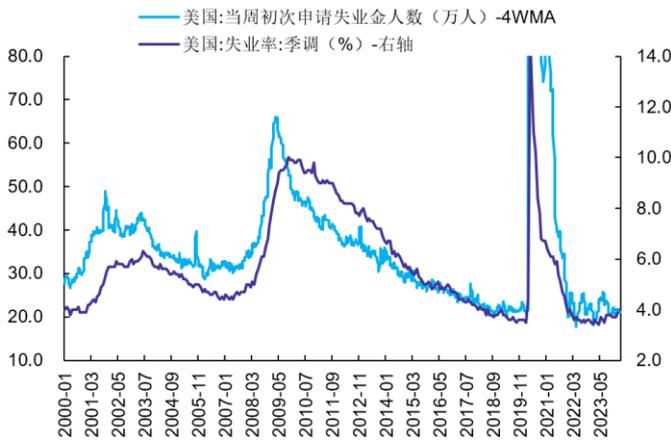
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 住宅市场需求偏弱, 利率边际回落 (%)



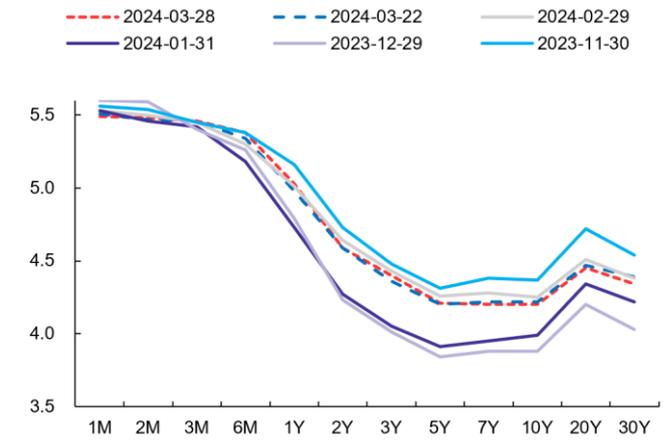
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 失业金初请人数 21 万人左右, 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 20: 美国国债收益率曲线当周变化不大 (%)

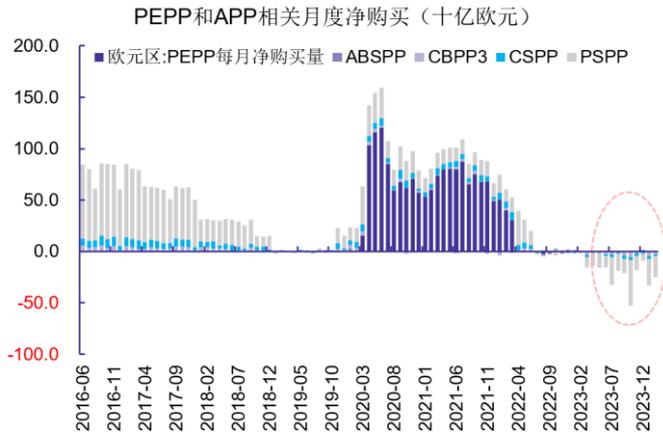


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、其他海外热点：欧央行探索新的缩表操作框架

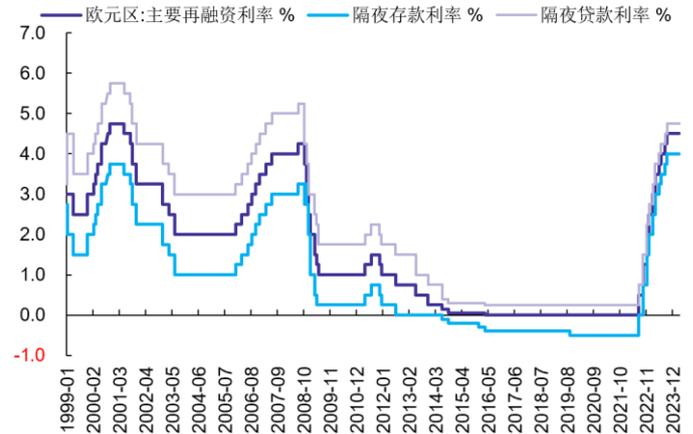
欧央行在 3 月 13 日宣布更新货币操作框架，以更好的缩减资产负债表，这一新框架更侧重于金融机构的流动性需求。计划于 9 月 18 日实施的新操作框架调整是通过需求侧确定合意流动性水平的思路，与美联储探索的供给侧“充足准备金水平”（ample reserve）有所不同。将主要再融资利率（MRO）和存款便利利率（DFR）的利差从 50BP 压缩至 15BP 会压缩两者构成的政策利率走廊范围，降低银行等金融机构使用 MRO 的借款成本，类似于美联储压缩银行准备金率（IORB）和贴现窗口的利差。MRO 和 DFR 利差被压缩后，银行通过 MRO 缓解流动性压力的成本将降低，这会鼓励银行在因缩表等因素面临流动性紧缺时使用 MRO，而欧央行也可以通过银行的借款量和频率观察缩表进程是否导致流动性严重紧缺。相较于从流动性的供给侧测算合适的准备金水平，从需求侧观察缩表对流动性的影响对欧央行来说更加便利。这一货币操作框架的调整有利于欧央行在 2024 年中后更顺利地实施“边降息边缩表”，避免银行系统的流动性紧缺。

图 21: 随着缩表规模上升, 欧央行转向需求侧流动性框架



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 22: 主要再融资和存款利率之间的走廊将被压缩



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、下周看什么？

4月1-7日将公布美国3月劳动数据，在新增就业不弱的情况下，失业率是否从3.9%的前值边际回落是观察的重点之一，薪资增速的变化也将在中期影响服务通胀的韧性。我们预计劳动市场维持缓慢放缓的状态，继续通过薪资为消费和服务就业提供支持。同时，侧重美国大企业的3月ISM制造业PMI指数也将公布，届时可以与Markit的制造业PMI情况进行对比，大企业在高利率环境下的扩张可能仍然有限；ISM非制造业PMI可能在服务消费需求的支撑下继续维持在荣枯线以上。其他区域方面，欧元区3月PMI和2月零售销售月率等数据可能进一步确认经济的疲弱，为欧央行考虑6月甚至更早的降息铺平道路。

宏观日历

日期	事件或数据
4月8日(周一)	1. 欧元区4月Sentix投资者信心指数
4月9日(周二)	1. 美国3月NFIB小型企业信心指数
4月10日(周三)	1. 美国3月CPI
4月11日(周四)	1. 美国至4月10日10年期国债竞拍得标利率与投标倍数 2. 中国3月CPI和PPI 3. 欧元区至4月11日欧洲央行主要再融资利率 4. 美国至4月6日当周初请失业金人数 5. 美国3月PPI
4月12日(周五)	1. 美国3月进出口物价指数 2. 美国4月密歇根大学消费者信心指数
4月15日(周一)	1. 欧元区2月工业产出率 2. 美国3月零售销售率 3. 美国4月纽约联储制造业指数 4. 美国4月NAHB房产市场指数 5. 美国2月商业库存率
4月16日(周二)	1. 中国3月社会消费品零售总额、规模以上工业增加值 2. 欧元区4月ZEW经济景气指数 3. 美国3月新屋开工综述、营建许可总数 4. 美国3月工业产出率
4月17日(周三)	1. 欧元区3月CPI
4月18日(周四)	1. 美国至4月13日当周初请失业金人数 2. 美国4月费城联储制造业指数 3. 美国3月成屋销售 4. 美国3月谘商会领先指标

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

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