强经济下的通胀压力与降息预期的降温

——海外宏观周报（4 月 1 日-7 日）

核心观点：

全球宏观和市场概述-降息预期回落与大宗商品价格回升：截至4月7日当周，在美国3月ISM制造业PMI和劳动市场数据显著强于预期的情况下，市场对通胀回升的担忧压制了2024年的降息预期，“软着陆”转为“不着陆”的风险上升。（1）美元指数在美国偏强的经济数据支撑下维持104.2968；（2）美国国债收益率曲线随降息预期降温而回升，10年期美债当周升19.4BP至4.400%；（3）美国三大股指当周集体收跌，道琼斯指数跌幅居前；（4）尽管降息预期有所回落，但**黄金对实际利率偏高和美元指数高位并不敏感，在地缘政治风险和央行购金等逻辑的支撑下再创新高。从全球主要股指来看**，当周俄罗斯MOEX、创业板指、恒生指数和上证指数涨幅居前。跌幅较多的则有连续两周下行的日经225指数、道琼斯指数、欧元区STOXX50指数和韩国综合指数。**从全球主要货币汇率来看**，美元指数在高位小幅上行，其他主要货币在美元的强势下均有下行，跌幅居前的有日元、瑞郎、新西兰元和澳元；在日元空头处于历史高位的情况下，日本部分官员表示可能在必要时干预汇率。**从主要商品来看**，当周涨幅居前的有COMEX白银、棕榈油、LME镍、COMEX铜和黄金等，跌幅居前的有焦煤和焦炭，在制造业回暖的预期下大宗商品整体表现较好。从花旗经济意外指数来看，当周中国经济较预期改善，欧元区经济表现震荡，美国经济意外指数在较强的经济数据支持下上行，新兴市场经济体表现延续改善。

美国-劳动数据再超预期，PMI显示制造业回暖：经济增长推动的价格压力与降息预期形成矛盾，构成“经济数据好于预期使货币政策紧于预期”的组合，通胀曲折降低的路径仍意味着降息预期的反复。劳动市场方面，3月新增非农就业30.3万人，远超过20万人的市场预期；同时，2月新增非农就业从27.5万人下修至27.0万人，1月从22.9万人上修至25.6万人。非农时薪增速同比放缓至4.14%，但环比加速至0.35%，三月均环比稍抬升至0.34%。失业率从2月的3.9%降至3.8%，低于预期的3.9%并延续历史低位。美国ISM制造业PMI3月回升至50.3的扩张区间（前值47.8），新订单扩张至51.4（前值49.2），产出大幅扩张至54.6（前值48.4），价格回升至55.8，库存和就业仍处于偏低位置；产需的双重改善意味着美国工业生产指数也将进一步抬升，尽管高利率压力仍存，但商品需求可能带动工业边际改善，补库存也在逐渐开启。**总体上，经济数据反映的需求改善对企业盈利是好消息，但对资源型商品的价格拉动也会使价格水平的降低更加困难，利率的“更高更久”依然让市场纠结。而财政上我们倾向于大选年的力度不会明显压缩，反而存在扩张风险，对需求和价格都有支撑，因此需要警惕点阵图向50BP靠拢以及降息延后的风险。**

欧元区-PMI重回扩张区，通胀回落支持6月降息：3月欧元区综合PMI为50.3，去年5月以来首次回到50的荣枯线以上，意味着经济活动终于有望走出持续收缩状态。服务业PMI指数从2月的50.2升至51.5。在工资增长超过通胀的推动下，家庭购买力有所增强。 **尽管如此，全面的经济繁荣较难出现**。制造业产出的持续收缩，制造业PMI由2月的46.5进一步下降到3月的46.1，几乎抵消了服务业活动的温和复苏。**欧洲央行将于4月11日举行下一次议息会议，6月大概率开启降息，节奏受到美联储制约**。欧央行最新公布的政策会议纪要显示，上个月会议上决策者们表示通胀正朝着2%的目标取得“令人鼓舞”的进展。尽管等待新的数据和证据是明智之举，但考虑降息的理由正在增强。近期的物价和经济数据支持欧央行开启降息，6月降息的概率进一步提升。

下周看什么？4月8日-14日将公布美国3月价格数据（CPI和PPI）和与劳动需求相关的NFIB小型企业信心指数，而欧央行将宣布4月利率决定。在原油和其他商品价格回升明显的3月，美国名义CPI和PPI数据可能出现回升，但核心CPI预计仍有望向3.7%靠拢，**不弱的价格数据可能加强通胀回升的叙事并进一步压制2024年的降息预期**。也需要注意，相较于CPI，美联储对PCE通胀的走势更为注意。欧央行预计将维持利率水平不变，但可能对6月的降息释放更多信心和信号。日元兑美元汇率正处于1990年以来的历史最低位，日本官方是否会进行汇率干预也值得关注。

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

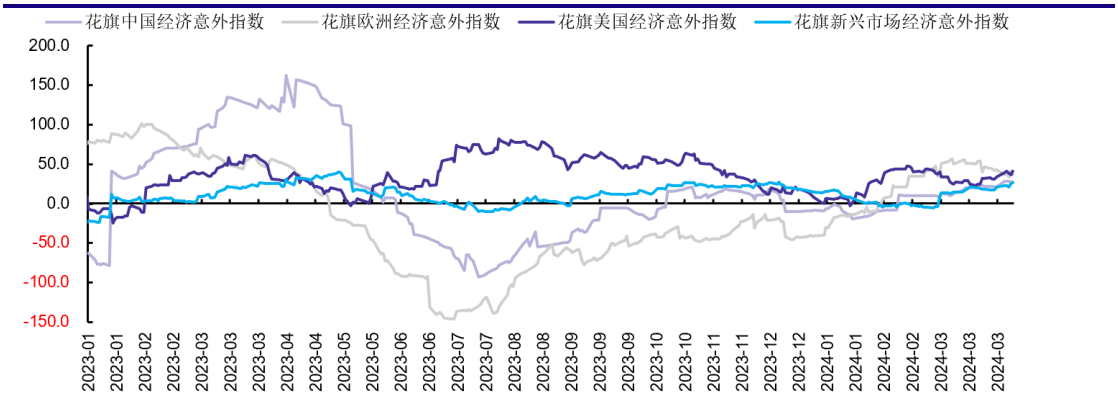
一、 全球宏观和市场：美国数据偏强，降息预期再降温

截至 4 月 7 日当周，在美国 3 月 ISM 制造业 PMI 和劳动市场数据显著强于预期的情况下，市场对通胀回升的担忧压制了 2024 年的降息预期，“软着陆”转为“不着陆”的风险上升。（1）美元指数在美国偏强的经济数据支撑下维持 104.2968；（2）美国国债收益率曲线随降息预期降温而回升，10 年期美债当周升 19.4BP 至 4.400%；（3）美国三大股指当周集体收跌，道琼斯指数跌幅居前；（4）尽管降息预期有所回落，但黄金对实际利率偏高和美元指数高位并不敏感，在地缘政治风险和央行购金等逻辑的支撑下再创新高。

从全球主要股指来看，当周俄罗斯 MOEX、创业板指、恒生指数和上证指数涨幅居前。跌幅较多的则有连续两周下行的日经 225、道琼斯指数、欧元区 STOXX50 和韩国综合指数。从全球主要货币汇率来看，美元指数在高位小幅上行，其他主要货币在美元的强势下均有下行，跌幅居前的有日元、瑞郎、新西兰元和澳元；在日元空头处于历史高位的情况下，日本部分官员表示可能在必要时干预汇率。从主要商品来看，当周涨幅居前的有 COMEX 白银、棕榈油、LME 镍、COMEX 铜和黄金等，跌幅居前的有焦煤和焦炭，在制造业回暖的预期下大宗商品整体表现较好。

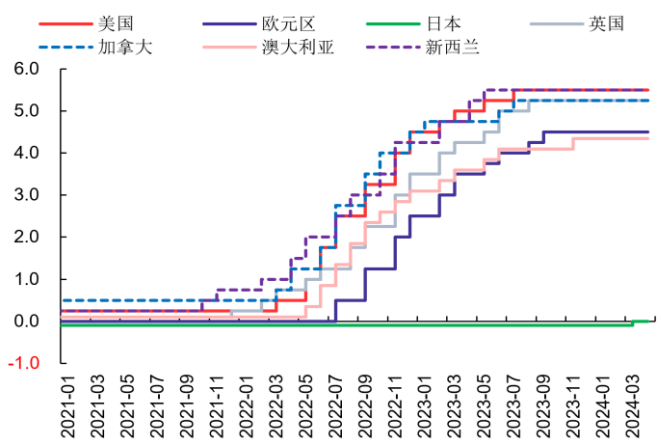
从花旗经济意外指数来看，当周中国经济较预期改善，欧元区经济表现震荡，美国经济意外指数在较强的经济数据支持下上行，新兴市场经济体表现延续改善。全球地缘政治风险指数当周小幅降低。

图 1：花旗经济意外指数（%）



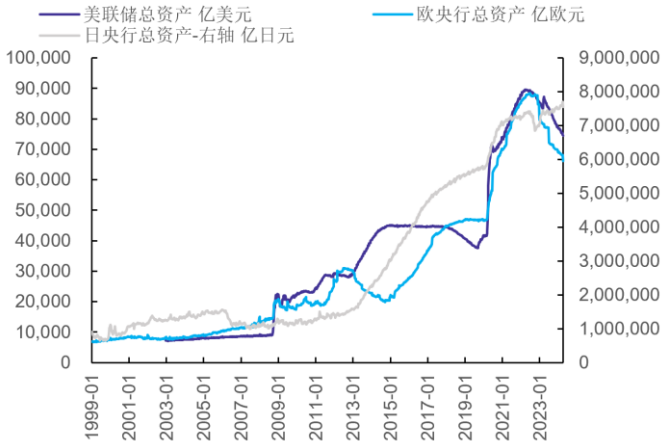
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：主要发达经济体政策利率变化（%）



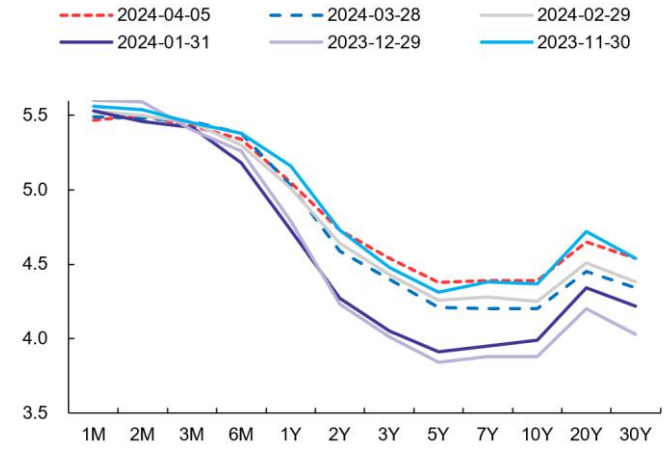
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3：美欧日央行资产规模



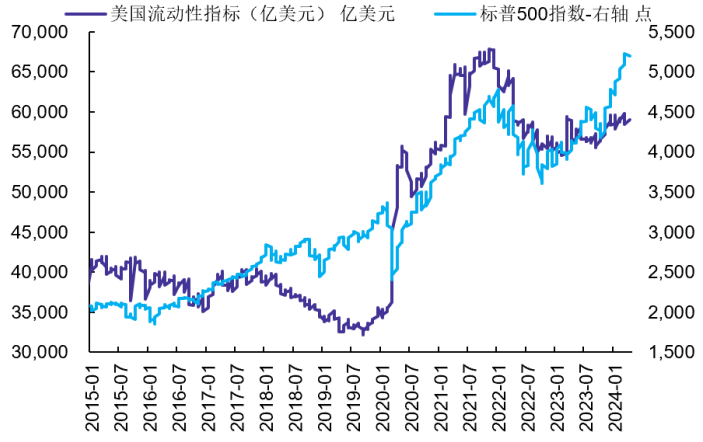
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：美国国债收益率曲线（%）



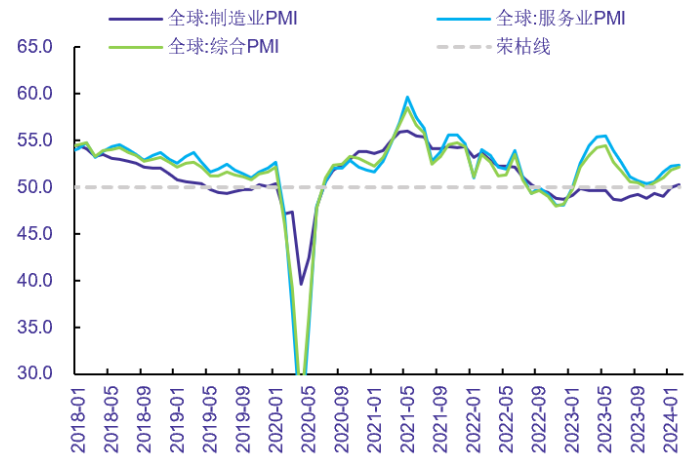
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：美联储流动性监测



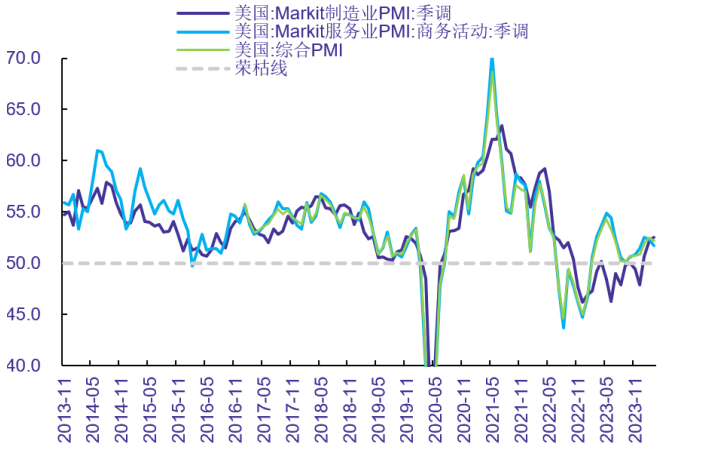
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：全球 PMI（%）



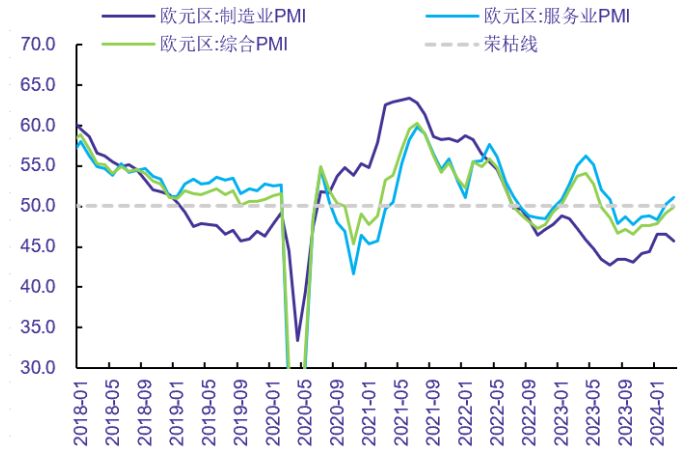
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：美国 PMI（%）



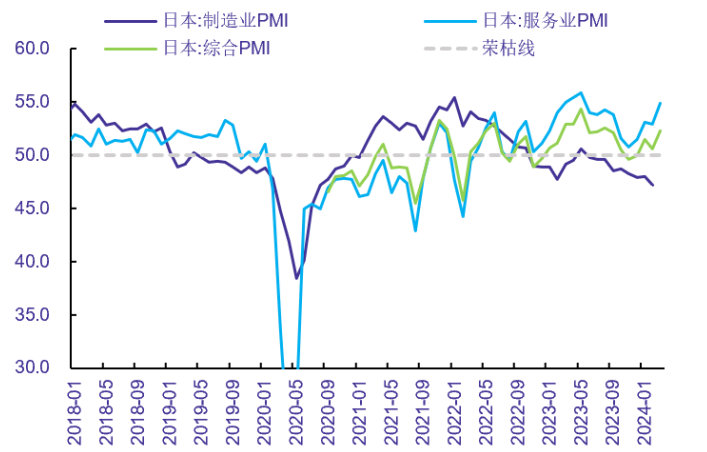
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：欧元区 PMI（%）



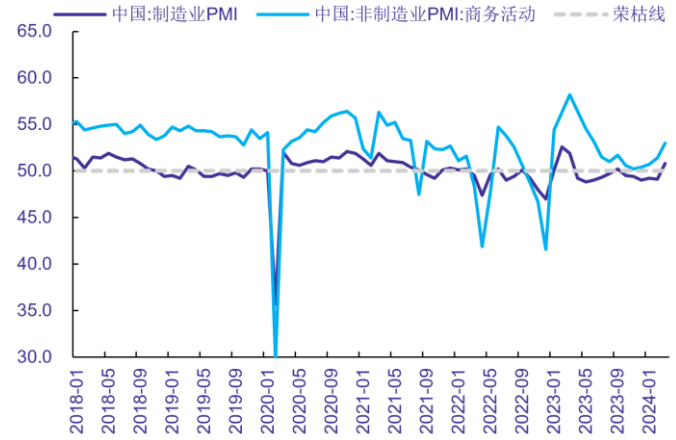
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：日本 PMI（%）



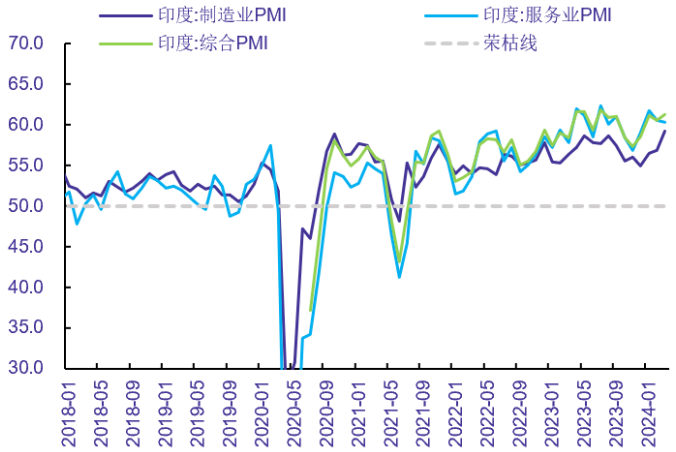
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：中国 PMI（%）



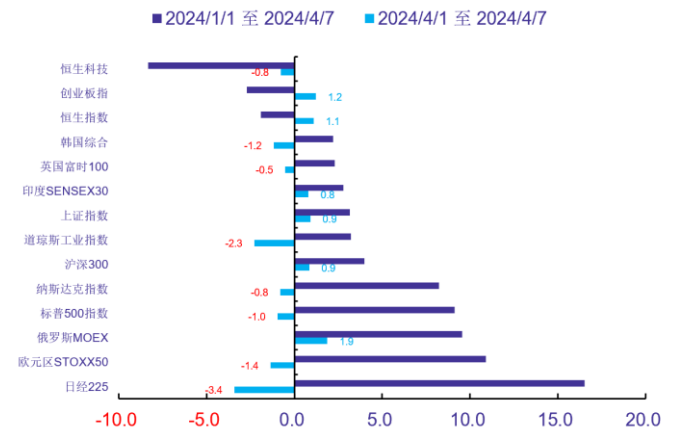
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：印度 PMI（%）



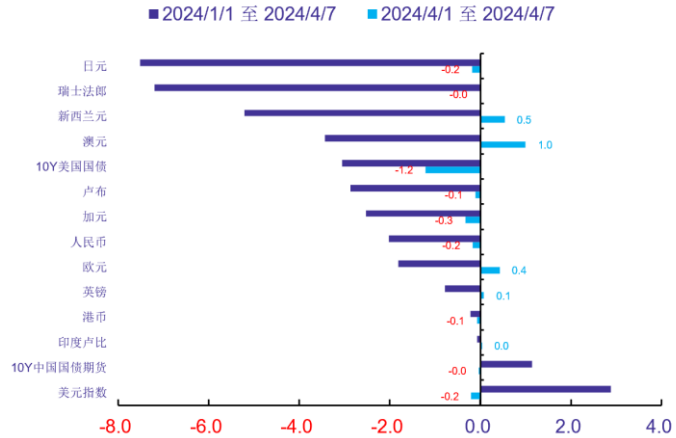
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 12：全球主要股指变动（年初至今及上周%）



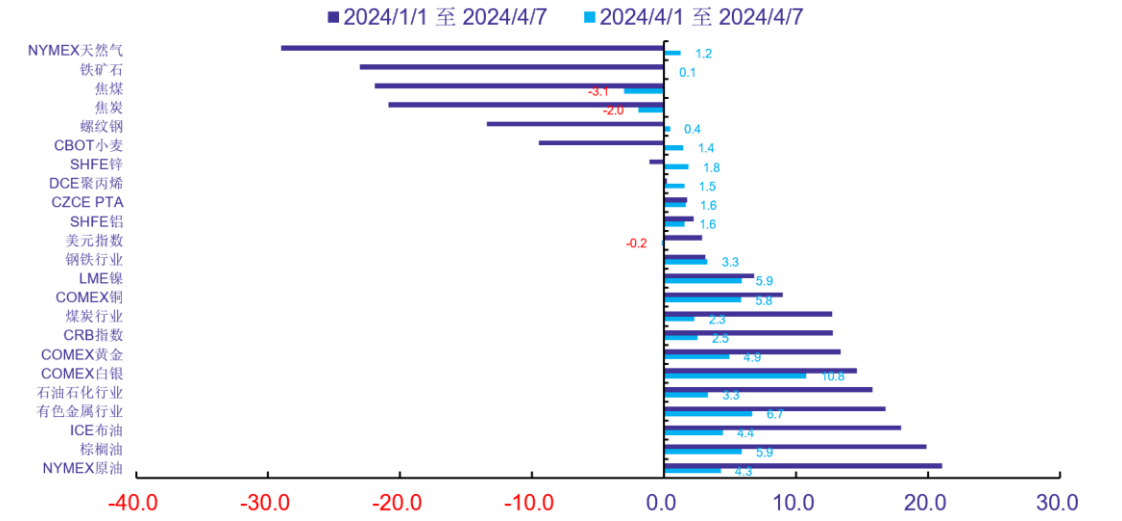
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 13：全球主要货币汇率变动（年初至今及上周%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 14：全球主要商品变动（年初至今及上周%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、美国：劳动数据再超预期，PMI 显示制造业回暖

4 月 1 日-7 日当周，包括美国 3 月 ISM 制造业 PMI 和劳动市场等数据好于市场预期，在对经济增长预期带动价格回升的担忧下，市场再度降低了对美联储降息时间与幅度的预测。**经济增长推动的价格压力与降息预期形成矛盾，构成“经济数据好于预期使货币政策紧于预期”的组合，通胀曲折降低的路径仍意味着降息预期的反复波动。**

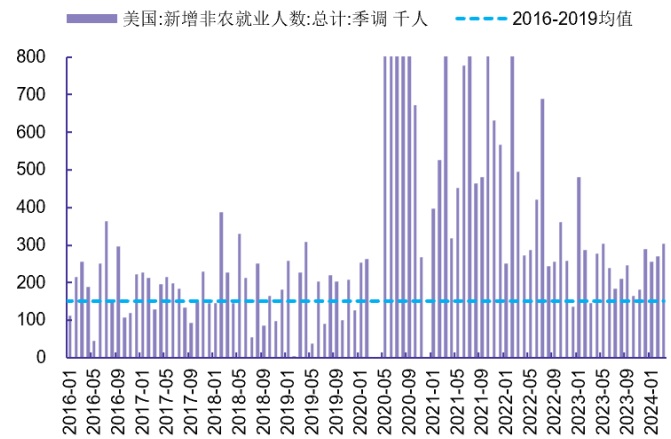
劳动市场方面，3 月新增非农就业 30.3 万人，远超过 20 万人的市场预期；同时，2 月新增非农就业从 27.5 万人下修至 27.0 万人，1 月从 22.9 万人上修至 25.6 万人。非农时薪增速同比放缓至 4.14%，但环比加速至 0.35%，三月均环比稍抬升至 0.34%。失业率从 2 月的 3.9%降至 3.8%，低于预期的 3.9%并延续历史低位；劳动参与率上行 0.2%至 62.7%。3 月份家庭调查的累计兼职工作人数三月均同比增速升至 4.17%，总计 2863 万人，比上月增加 69.1 万人；累计全职工作人数的三月均同比增速下行至-0.3%，总计 1.3294 亿人，比上月减少 0.6 万人。

3 月家庭调查和非农就业继续出现明显分歧，减少的全职工作意味着新增非农就业的超预期中可能包含重复统计兼职的因素；同时，这种背离也体现了美国新增劳动供给中移民较多的特征，移民劳动力的增加和灵活就业增多、全职就业较弱的情况较为匹配，但并不能说明美国劳动市场因为兼职较多而出现明显弱化。**目前劳动市场的风险是，在薪资不弱带动需求、移民劳动供给增长较快的情况下，供需缺口的收窄不及预期并使薪资保持高位，增大中期的通胀压力。**

整体上，3 月非农就业与薪资表明劳动市场仍然偏强，供需缺口持续的情况下薪资粘性也在短期难以下降。**短期来看，劳动市场的韧性暂时不会显著影响二、三季度通胀的缓慢放缓，但美国工业的改善对大宗商品价格的带动正与服务业的粘性叠加，为四季度通胀的回升幅度埋下隐患。尽管还需要观察 PCE 通胀的走势，但劳动数据使美联储 2024 年降息的天平从 75BP 向 50BP 开始倾斜。**

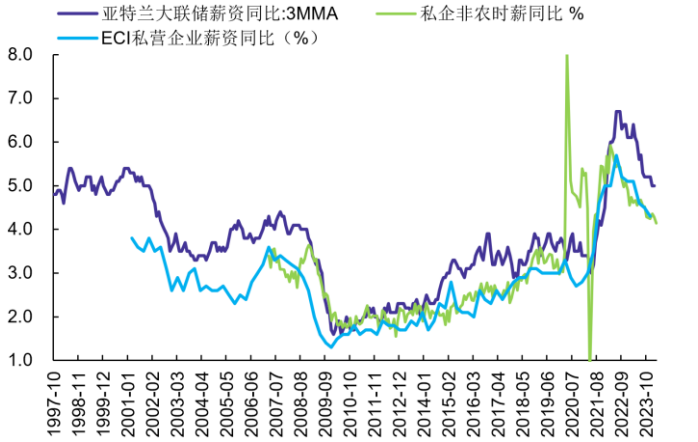
其他重要数据还包括美国 3 月 ISM 的 PMI 和 2 月工厂订单等，反映美国制造业出现回暖迹象。具体来看，美国 ISM 制造业 PMI3 月回升至 50.3 的扩张区间（前值 47.8），新订单扩张至 51.4（前值 49.2），产出大幅扩张至 54.6（前值 48.4），价格回升至 55.8，库存和就业仍处于偏低位置；产需的双重改善意味着美国工业生产指数也将进一步抬升，尽管高利率压力仍存，但商品需求可能带动工业边际改善，补库存也在逐渐开启。此外，美国各联储调差 PMI 反映资本开支预期可能已经触底，未来可能带动私人投资回升并拉动 GDP。**总体上，经济数据反映的需求改善对企业盈利是好消息，但对资源型商品的价格拉动也会使价格水平的降低更加困难，利率的“更高更久”依然让市场纠结。我们倾向于认为，大选年的财政力度不会明显压缩，反而存在扩张风险，对需求和价格都有支撑，因此需要警惕点阵图向 50BP 靠拢以及降息延后的风险。**

图 15：美国 3 月新增非农就业继续强于预期



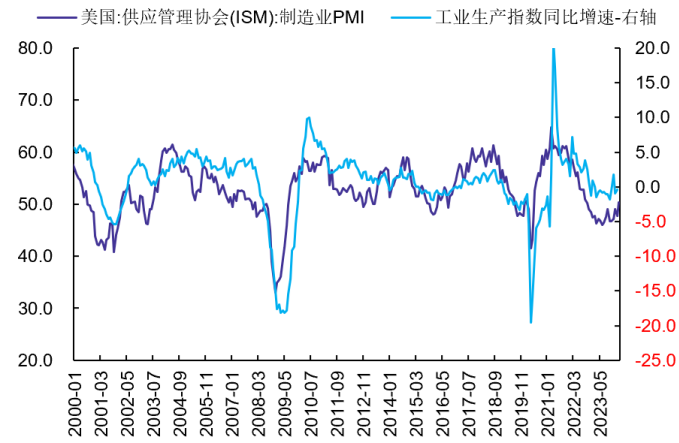
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 16：薪资降幅偏缓支持消费



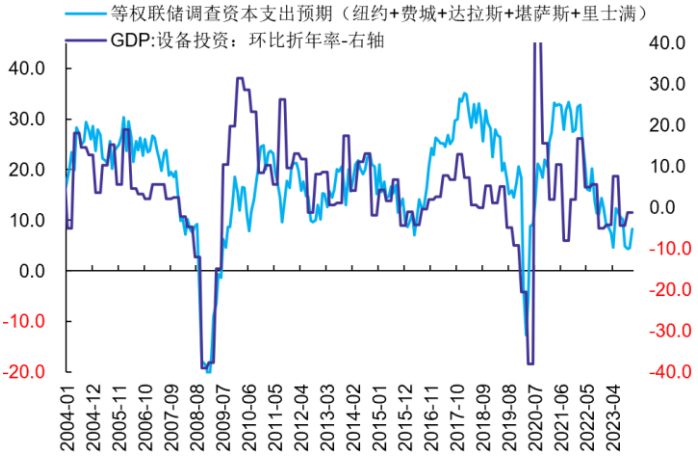
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 17：ISM 制造业 PMI 改善（%）



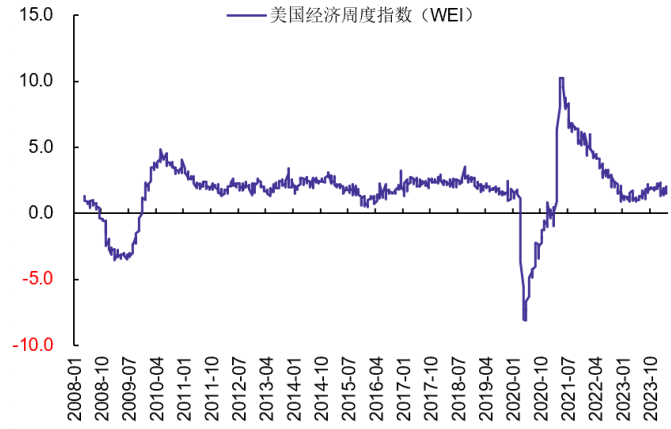
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 18：联储 PMI 暗示投资可能回升（%）



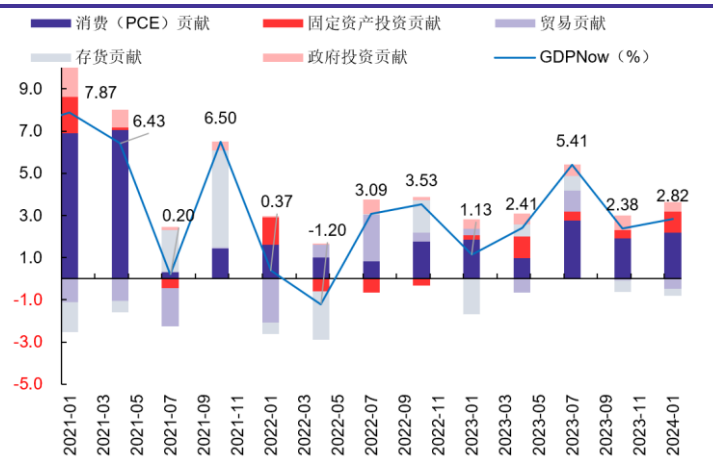
资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 19：美国经济周度指数为 2.0%左右



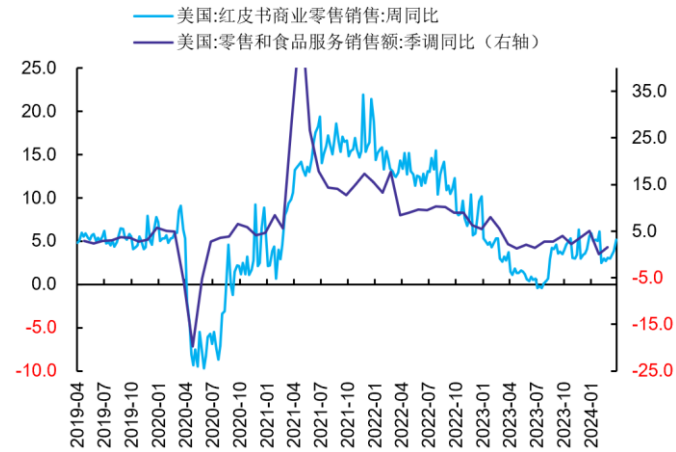
资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 20：GDPNow 预测美国一季度实际经济环比折年增长 2.82%



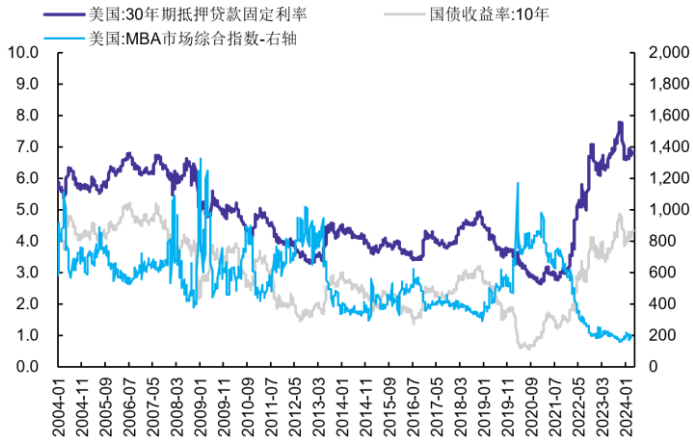
资料来源：Fred，中国银河证券研究院

图 21：美国红皮书商业零售显示消费延续回升（%）



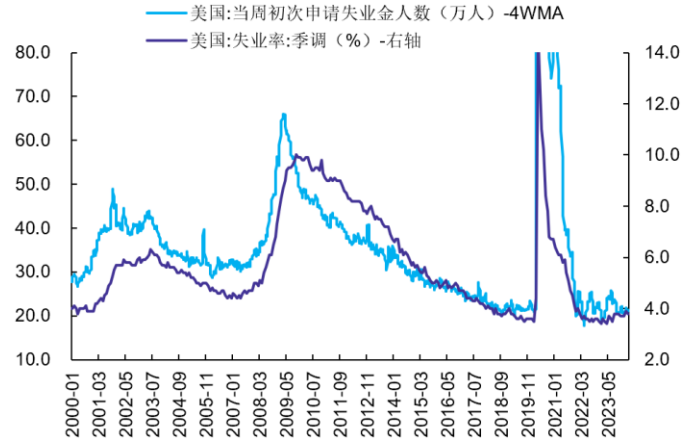
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 22：住宅市场需求偏弱，但销售有所改善（%）



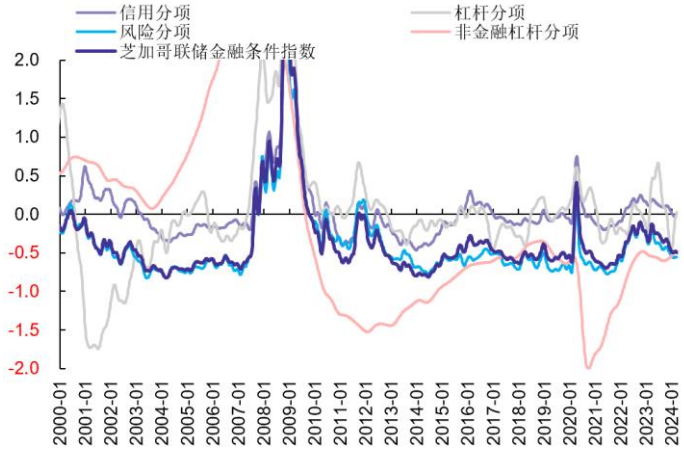
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 23：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 24：芝加哥联储金融条件指数趋于放松



资料来源：Fred，中国银河证券研究院

三、欧元区：PMI 重回扩张区，通胀回落支持 6 月降息

欧元区整体通胀进一步回落。4 月 3 日公布的物价数据显示，欧元区 3 月 CPI 同比增长 2.4%，低于市场预期的 2.6%。与前月 2.6%的增速相比，本月数据显示欧元区的整体通胀正在进一步接近欧央行设定的 2%的目标。考虑到今年复活节在 3 月底，而去年在 4 月初，因此今年 3 月物价同比数据当中还包含了一部分假期消费效应，意味着通胀回落的趋势比较确定。剔除食品烟酒和能源的核心 CPI 同比增速，由前月的 3.1%放缓至 3 月的 2.9%，是自 2022 年 2 月俄乌战争爆发以来首次跌破 3%大关。

分项目看，商品和服务价格增速均稳中有降。占欧元区家庭最终消费 45%的服务业，3 月价格同比增长 4.0%，与此前四个月的增速一致、保持稳定；食品和烟酒价格增长 2.7%，较前几个月有显著回落；非能源工业品价格提升 1.1%，低于 2 月份的 1.6%。能源价格同比下降 1.8%。

分国别看，德国和法国 3 月 CPI 增速分别为 2.3%和 2.4%，均有所下降；而意大利和西班牙的增速分别为 1.3%和 3.2%，较前月均小幅提升。

PPI 回落，创下去年 5 月以来最大环比降幅。4 月 4 日公布的 PPI 数据显示，2 月份环比下降了 1.0%，超出预期值-0.6%及前值-0.9%，创下去年 5 月以来最大环比降幅。PPI 同比下降 8.3%。

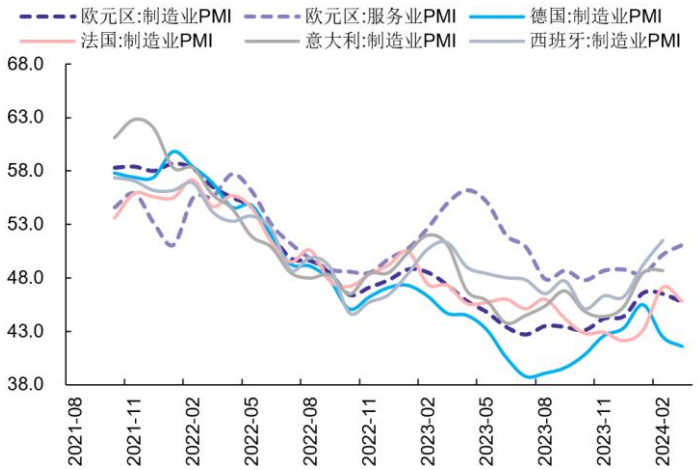
4 月 4 日公布的 PMI 数据重回扩张区，显示出更多复苏迹象。3 月欧元区综合 PMI 为 50.3，是去年 5 月以来首次回到 50 的荣枯线以上，意味着经济活动终于有望走出持续收缩状态。服务业 PMI 指数从 2 月的 50.2 升至 51.5，连续第二个月增长，并且是自去年 6 月以来最强劲的增长。增长预期也达到了自 2022 年 2 月俄乌战争爆发以来的最乐观水平。经季节调整欧元区 2 月份失业率为 6.5%，处于多年低位。在工资增长超过通胀的推动下，家庭购买力有所增强。

尽管如此，全面的经济繁荣尚未出现。制造业产出的持续收缩，制造业 PMI 由 2 月的 46.5 进一步下降到 3 月的 46.1，几乎抵消了服务业活动的温和复苏。虽然欧元区整体 PMI 向好，但主要由西班牙（3 月综合 PMI 为 55.3）、意大利（53.5）和爱尔兰（53.2）等国家的经济复苏拉动，而法国（48.3）和德国（47.7）仍处于收缩状态，其中德国的产出继续大幅下降。

欧洲央行将于 4 月 11 日举行下一次议息会议，6 月大概率开启降息，节奏受到美联储制约。欧央行最新公布的政策会议纪要显示，上个月会议上决策者们表示通胀正朝着 2%的目标取得“令人鼓舞”的进展。尽管等待新的数据和证据是明智之举，但考虑降息的理由正在增强。近期的物价和经济数据支持欧央行开启降息，6 月降息的概率进一步提升。

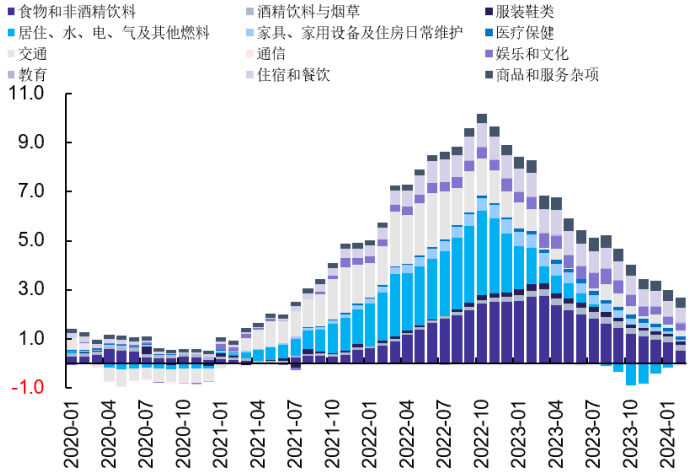
但在 4 月会议上降息的概率仍然不大，特别是考虑到内外两个因素：第一是欧央行会重点关注服务业通胀的粘性和工资的变化，需要更多数据确定通胀降温趋势可持续；第二，欧央行还需要考虑美联储的降息节奏，若与美联储的降息步调差异过大，将减弱宽松政策的效果。欧洲央行管委当中最为“鹰派”的霍尔茨曼（Holzmann）在 2 月还坚称欧央行今年不需要降息，近期也松口称对 6 月降息没有原则性反对，但希望看到更多支持性数据。

图 25： 欧元区主要国家 PMI（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 26： 欧元区 CPI（%）



资料来源：Wind、ECB，中国银河证券研究院

四、下周看什么?

4 月 8 日-14 日将公布美国 3 月价格数据（CPI 和 PPI）和与劳动需求相关的 NFIB 小型企业信心指数，而欧央行将宣布 4 月利率决定。在原油和其他商品价格回升明显的 3 月，美国名义 CPI 和 PPI 数据可能出现回升，但核心 CPI 预计仍有望向 3.7%靠拢，不弱的价格数据可能加强通胀回升的叙事并进一步压制 2024 年的降息预期。相比之下，美联储对 PCE 通胀的走势更为注意。欧央行预计将维持利率水平不变，但可能对 6 月的降息释放更多信心和信号。日元兑美元汇率正处于 1990 年以来的历史最低位，日本官方是否会进行汇率干预也值得关注。

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