

美联储仍倾向于降息，欧央行或6月转向

——海外宏观周报（4月8日-14日）

核心观点：

全球宏观和市场概述-黄金与实际利率和美元指数进一步偏离：截至4月14日当周，在美国3月CPI再度超过市场预期预期的情况下，投资者进一步调低了2024年美联储降息预期，美元指数和美债收益率回升，但黄金在全球降息预期、避险需求和交易情绪等因素的支撑下进一步走高。不少重要美联储官员依旧暂时倾向于在年内进行降息，而欧央行进一步暗示的6月转变货币政策的可能性。（1）美元指数在美国通胀偏强和欧央行降息意愿进一步加强的情况下下降至106.0228；（2）美国国债收益率曲线随降息预期降温而进一步回升，10年期美债当周升11.7BP至4.517%；（3）美国三大股指连续第二周集体收跌，美债收益率的回升形成压制；（4）降息预期继续显著回落，但黄金从实际利率和美元指数的定价框架进一步偏离，短期需要警惕金价回落的可能，但在全球利率降调的大背景下黄金中期仍有机会。

从全球主要股指来看，当周俄罗斯MOEX、日经225、英国富时100和恒生科技上涨；跌幅居前的有创业板指数、道琼斯工业指数、上证指数、标普500指数等。**从全球主要货币汇率来看，**美元指数在高位继续上行，其他主要货币均有下行，跌幅居前的有澳元、欧元、英镑、瑞郎和加元等。**从主要商品来看，**当周涨幅居前的有焦煤、铁矿石、焦炭、SHFE锌和铝，跌幅居前的有棕榈油、CBOT小麦、布油和PTA等，贵金属表现亦不弱。从花旗经济意外指数来看，当周中国经济较预期有所回落，欧元区经济表现延续震荡，美国经济意外指数处于较强位置，新兴市场经济体小幅改善。全球地缘政治风险指数当周回升。

美国-通胀韧性进一步压制降息预期，美联储暂倾向于至少降息一次：美联储对超预期的通胀数据可能有几种反应：（1）如果委员们已经认定了2024年要降息，那么年中（6、7月）似乎是通胀的低点，是进行转向的好时机，全年仍可有50BP的降息，尽量在3季度进行。（2）3月通胀超出众多委员预期，但其仍认为通胀的回落路径相对确定，那么降息可以延后到9月，全年只降1次25BP。（3）委员们判断通胀和经济韧性完全超过预期，那么年内不会降息。支持第一种情况的理由仍然较多：首先，美联储的框架是实际利率视角，目前实际利率在2%左右（美联储坚定的认为这一水平有足够限制性），2024年通胀均值大概率比2023年的4.1%要低75至100BP左右，那么温和小幅降息就是必要的，不然实际利率会进一步提高，实际等同于加息。其次，大选年拜登政府有动力促进降息，而四季度首次降息对大选结果影响不明显，三季度更合适。最后，降息和利率高位并不冲突，假使降息50BP，利率依然高达4.75%-5.00%，这在历史上也绝不是低水平，目前很难证明5%的利率还无法在中期压制3%的通胀。如果3%的通胀是更长期的结构变化导致的，那么5.5%的利率并不比5.0%有特别显著的限制效果，因为结构性问题仅靠利率可能限制不住。第三种不降息的可能也有概率，但风险就是经济压力。

欧元区-货币政策会议进一步助长6月降息预期：在4月议息会议上，欧央行维持三大关键利率在高位不变，但发出更为明确的鸽派信号：“如果管委会对通胀前景、潜在通胀动态和货币政策传导力度的最新评估能够进一步增强对通胀持续向目标收敛的信心，那么降低当前货币政策的限制水平将会是合适的。”目前来看，尽管近期对于美联储的降息预期进一步降温，但欧央行可能率先行动，在6月启动降息。与美国不同，欧元区目前的经济动力弱很多，更多风险偏向通胀下降速度超过预期，而非不及预期。因此，欧央行率先降息具备合理性。尽管欧央行可以在降息启动时点上先行一步，和美联储暂时“分道扬镳”，但其后续降息的步调仍然需要考虑美联储以及其他主要经济体的政策因素，或无法实现连续降息。

下周看什么？4月15日-21日将公布美国3月零售销售数据，预计在劳动市场稳定、薪资降幅缓慢的情况下依然不弱，支持一季度美国GDP位于2%上方。美国3月地产数据的表现也将帮助验证高利率下地产供需是否能延续回升状态，而地产价格变化也对中期的通胀中枢位置有重要意义，独栋住宅表现可能仍强于多户住宅。欧元区3月CPI预计仍将展现核心整体回落的趋势，尽管能源价格的回升将对名义CPI造成扰动。地缘政治风险的变化对能源价格的影响程度也值得关注。

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. 美国经济和通胀进一步加速的风险
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

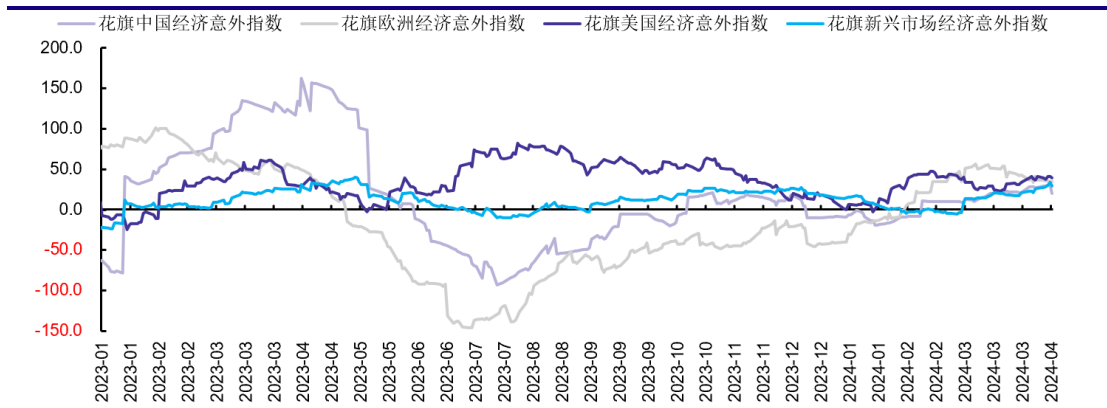
一、全球宏观和市场：黄金与实际利率和美元进一步偏离

截至4月14日当周，在美国3月CPI再度超过市场预期，投资者进一步调低了2024年美联储降息预期。不少重要美联储官员依旧暂时倾向于在年内进行降息，而欧央行进一步暗示的6月转变货币政策的可能性。(1)美元指数在美国通胀偏强和欧央行降息意愿进一步加强的情况下升至106.0228；(2)美国国债收益率曲线随降息预期降温而进一步回升，10年期美债当周升11.7BP至4.517%；(3)美国三大股指连续第二周集体收跌，美债收益率的回升形成压制；(4)降息预期继续显著回落，但黄金从实际利率和美元指数的定价框架进一步偏离，短期需要警惕金价回落的可能，但在全球利率降调的大背景下黄金中期仍有机会。

从全球主要股指来看，当周俄罗斯MOEX、日经225、英国富时100和恒生科技上涨；跌幅居前的有创业板指数、道琼斯工业指数、上证指数、标普500指数等。从全球主要货币汇率来看，美元指数在高位继续上行，其他主要货币均有下行，跌幅居前的有澳元、欧元、英镑、瑞郎和加元等。从主要商品来看，当周涨幅居前的有焦煤、铁矿石、焦炭、SHFE锌和铝，跌幅居前的有棕榈油、CBOT小麦、布油和PTA等，贵金属表现亦不弱。

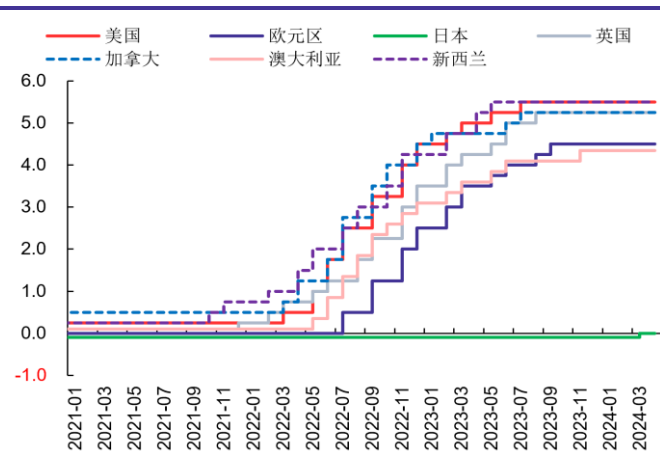
从花旗经济意外指数来看，当周中国经济较预期有所回落，欧元区经济表现延续震荡，美国经济意外指数处于较强位置，新兴市场经济体小幅改善。全球地缘政治风险指数当周回升。

图1：花旗经济意外指数（%）



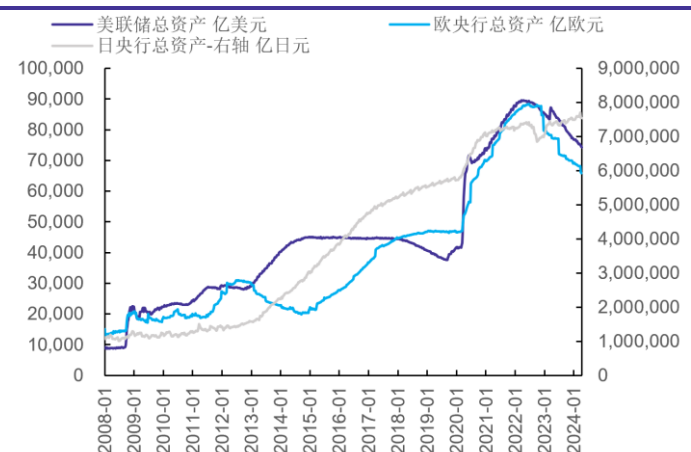
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：主要发达经济体政策利率变化（%）



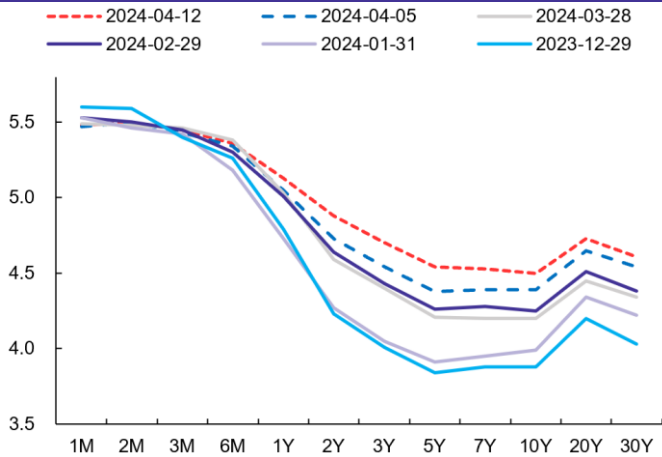
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：美欧日央行资产规模



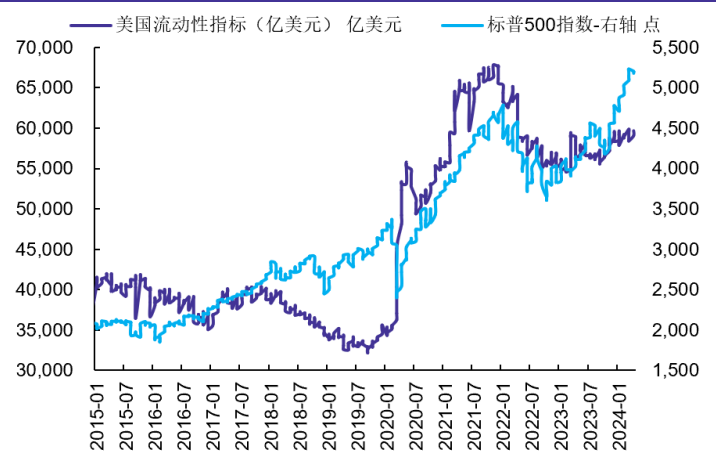
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：美国国债收益率曲线（%）



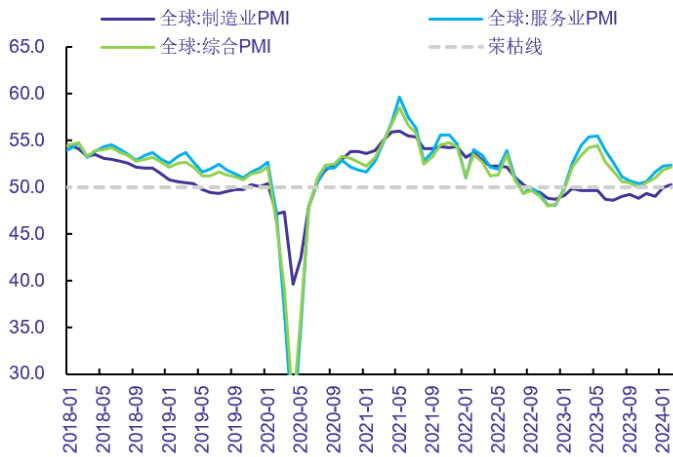
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：美联储流动性监测



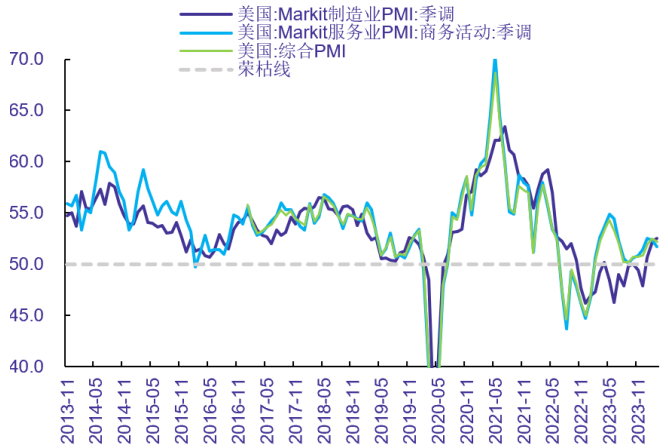
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：全球 PMI（%）



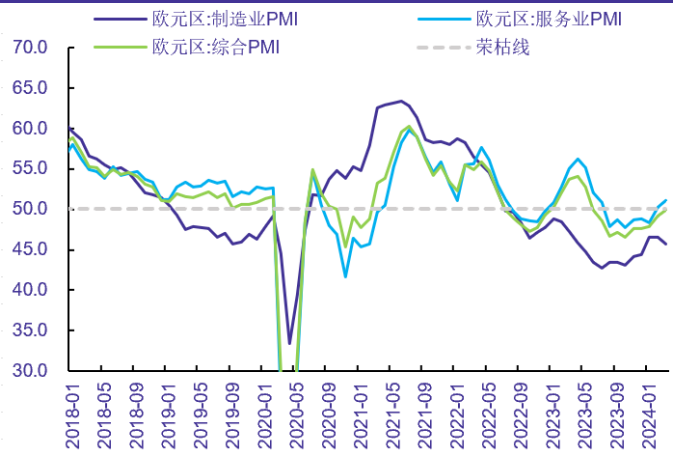
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：美国 PMI（%）



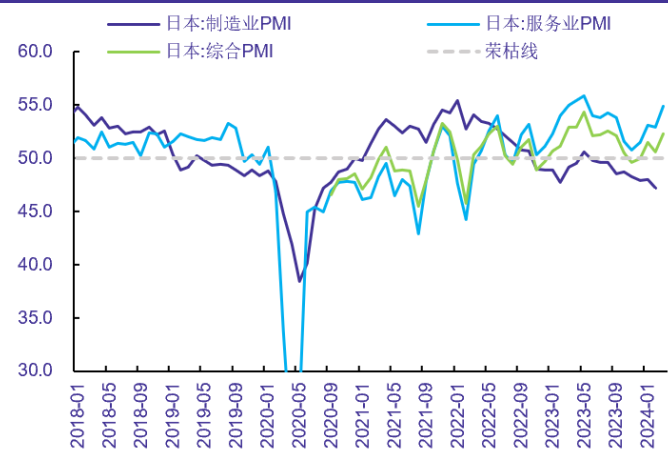
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：欧元区 PMI（%）



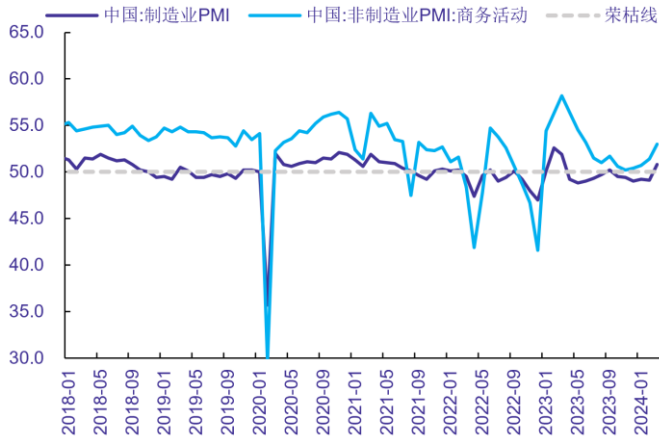
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：日本 PMI（%）



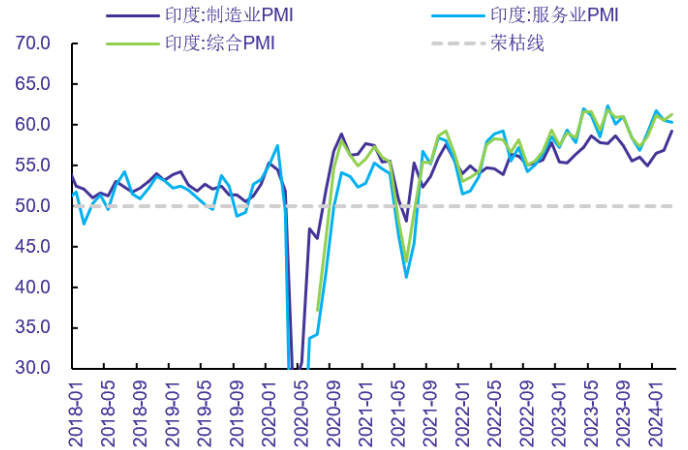
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10: 中国 PMI (%)



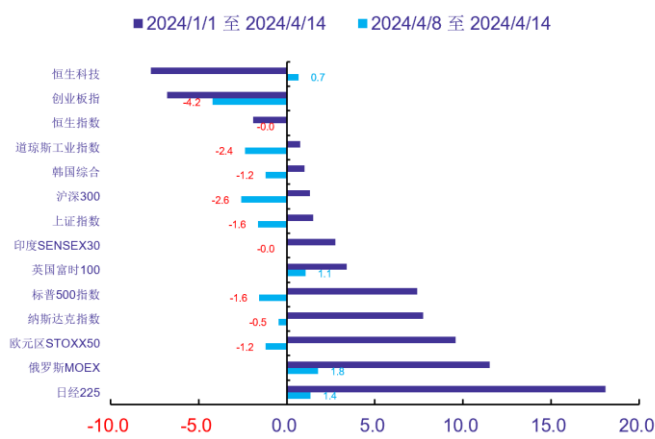
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 印度 PMI (%)



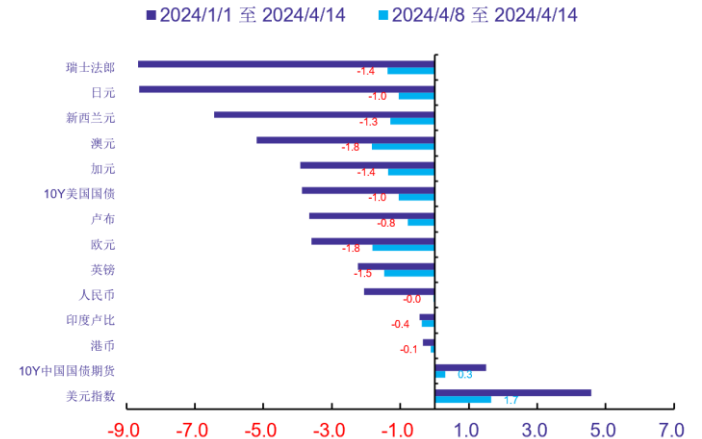
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 全球主要股指变动 (年初至今及上周%)



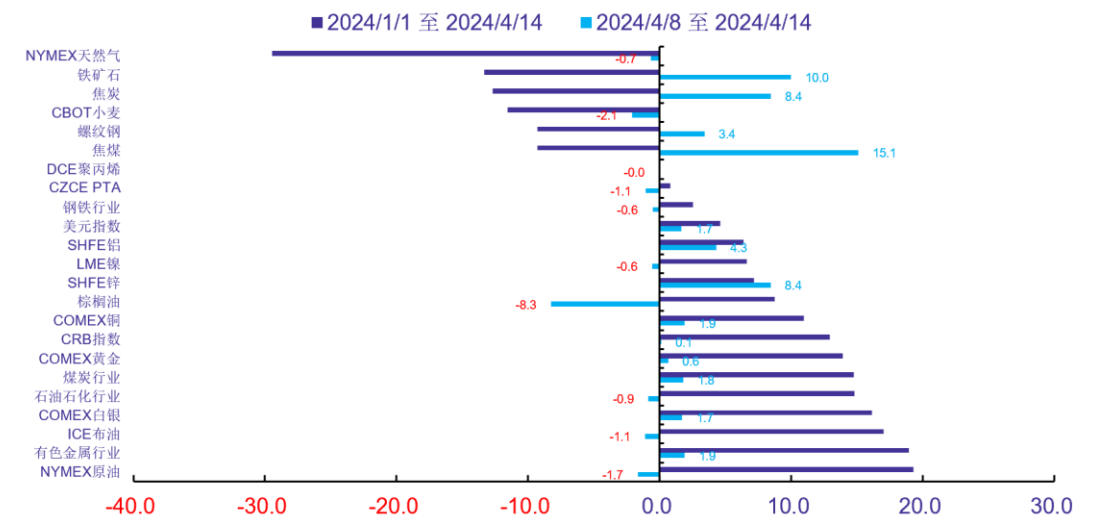
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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：通胀韧性进一步压制降息预期，美联储仍倾向于至少降息一次

4月8日-14日当周，美国3月CPI数据再度超过市场预期，能源价格和服务业对价格放缓有明显拖累，市场继续大幅降低年内降息预期，不降息的忧虑升温。从美联储的表态和通胀回升的一些特征来看，年内降息概率仍然较大，但降息幅度应在50BP或以内，时间也在向下半年推迟。

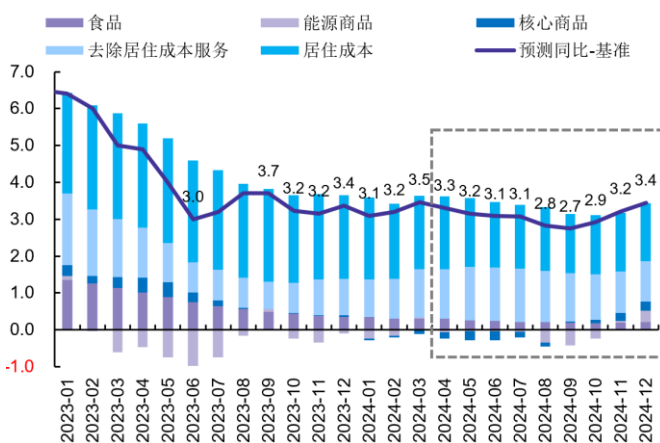
3月CPI的名义同比3.5%（预期3.4%）和核心同比3.8%（预期3.7%）均是对降息预期的打击，甚至给通胀稳定回落的路径打上了问号。3月CPI有4个不利的特征：（1）1、2月的超预期还受到年初数据的技术性调整和部分项目双月抽样等影响，但3月确实是一个数据比较“干净”的月份，这样一个月份的环比仍然高达0.4%，表示价格粘性偏强。（2）3月核心服务降幅依然不及预期，这其实早有来自劳动市场的暗示，对应着核心通胀的整体降幅也很可能在2024年不及早先的预期。（3）居住成本项目回落的速度不及预期，房价在2023上半年的降幅至今还没有被完整反映在CPI中，且CPI居住成本的环比季调后仍高达0.4%。（4）能源价格连续上行本质上反应的是PMI回升代表的制造业改善预期，这背后又有着美联储宽松预期的支持。如果美国经济延续偏强状态，地缘政治风险还在添油加醋，那么能源部分的上行风险更大。

叠加上美国财政赤字依然很强的力度，2024年CPI均值大概率要在3%以上，也就是通胀中枢有可能不在2-2.5%区间，而是向2.5%-3%偏离。因此，从数据层面，美联储4月基本没有看到任何支持“通胀稳定向2%”靠拢的证据。

3月FOMC会议中鸽派话语权相对更强，特别是鲍威尔似乎展现出了一种“找理由降息”的状态。近期包括纽约联储的威廉姆斯在内的重要官员也并未表露出不降息的意愿。

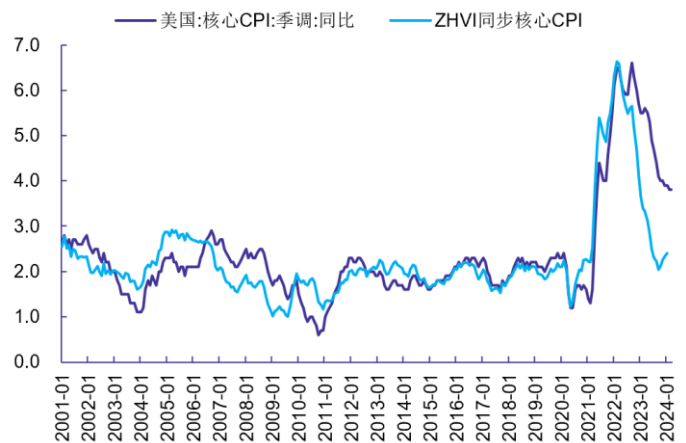
美联储对超预期的通胀数据可能有几种反应：（1）如果委员们已经认定了2024年要降息，那么年中（6、7月）似乎是通胀的低点，是进行转向的好时机，全年仍可有50BP的降息，尽量在3季度进行。（2）3月通胀超出众多委员预期，但其仍认为通胀的回落路径相对确定，那么降息可以延后到9月，全年只降1次25BP。（3）委员们判断通胀和经济韧性完全超过预期，那么年内不会降息。

图 15：美国 CPI 增速预测（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 16：调整居住成本的滞后，通胀有回升风险但仍不算过高（%）



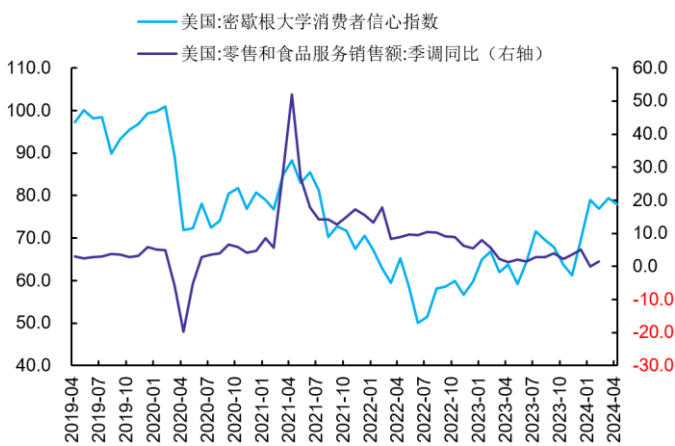
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

支持第一种情况的理由仍然较多：首先，美联储的框架是实际利率视角，目前实际利率在2%左右（美联储坚定的认为这一水平有足够限制性），2024年通胀均值大概率比2023年的4.1%要低75-100BP左右，那么温和小幅降息就是必要的，不然实际利率会进

一步提高，实际等同于加息。其次，大选年拜登政府有动力促进降息，而四季度首次降息对大选结果影响不明显，三季度更合适。最后，降息和利率高位并不冲突，假使降息50BP，利率依然高达4.75%-5.00%，这在历史上也绝不是低水平，目前很难证明5%的利率还无法在中期压制3%的通胀。如果3%的通胀是更长期的结构变化导致的，那么5.5%的利率并不比5.0%更有限制效果，因为结构性问题仅靠利率可能限制不住。

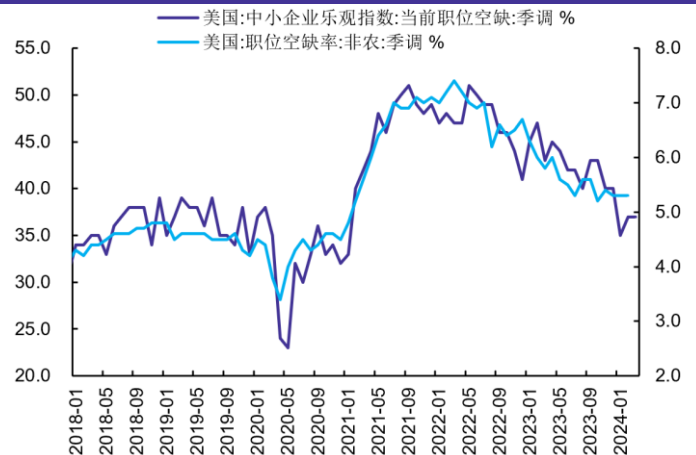
第三种不降息的可能也有概率，但风险就是经济压力。美国经济的良好表现依然主要受到居民和企业再融资压力不高、劳动市场支持薪资和财政托底的支撑。财政暂时不会退坡，但居民的消费融资已经有些恶化的迹象，房贷偏贵、年轻人信用卡还款压力上升、超额储蓄消耗殆尽等都是经济未来缓慢弱化的信号，商业地产和银行的联动风险也悬而未决，高利率越久越易出现问题。比起增加经济硬着陆的风险，美联储温和降息可能更为稳妥。

图 17: 美国消费者信心指数 4 月回落 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 美国中小企业乐观指数暗示职位空缺率可能进一步降低



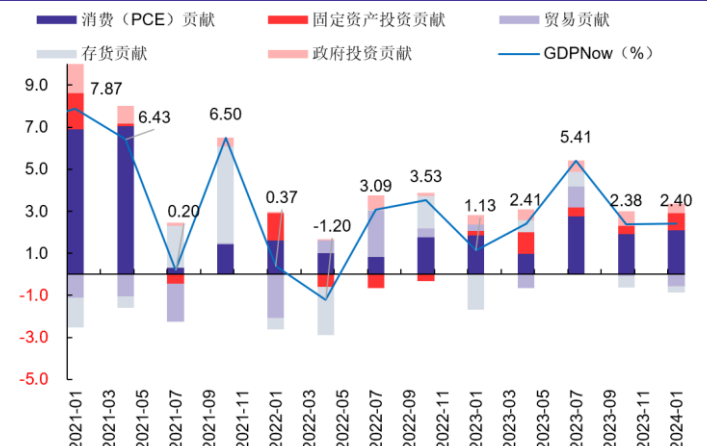
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 美国经济周度指数为 1.9%左右



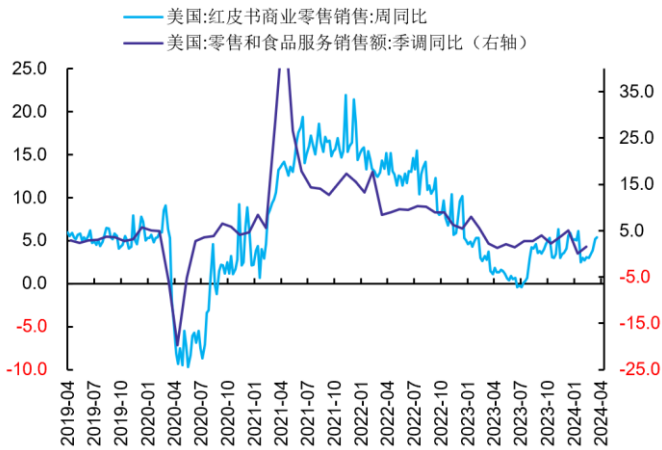
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 20: GDPNow 预测美国一季度实际经济环比折年增长 2.4%



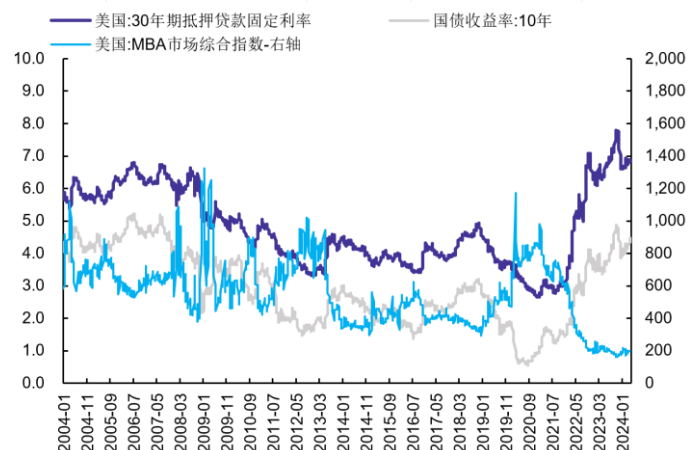
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 21: 美国红皮书商业零售显示消费延续回升 (%)



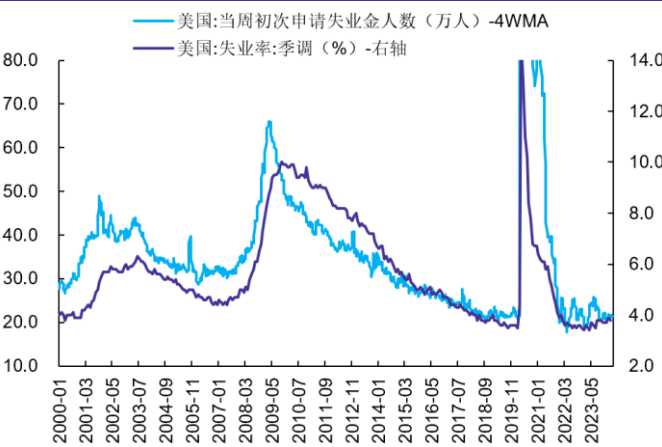
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 22: 住宅市场需求偏弱, 但销售有所改善 (%)



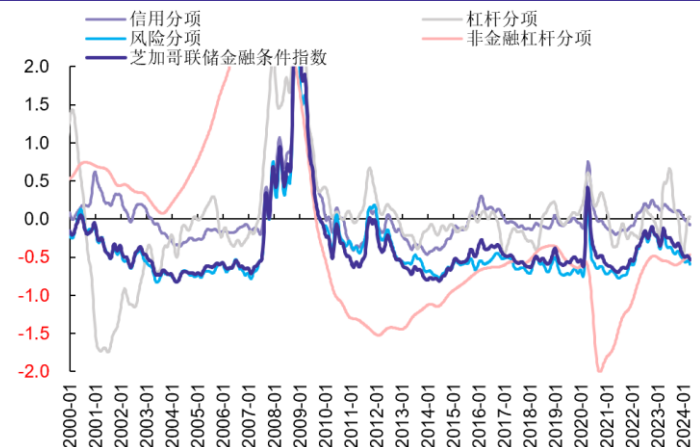
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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：欧央行鸽派表态助长 6 月降息预期

在 4 月议息会议上，欧央行维持三大关键利率在纪录高位不变，但发出更为明确的鸽派信号，表示可能准备降息。会议声明当中首次加入措辞：“如果管委会对通胀前景、潜在通胀动态和货币政策传导力度的最新评估能够进一步增强对通胀持续向目标收敛的信心，那么降低当前货币政策的限制水平将会是合适的。” 目前来看，尽管近期对于美联储的降息预期进一步降温，但欧央行可能率先行动，在 6 月启动降息。

通胀方面：从此次欧央行声明的具体内容来看，近期通胀相关的数据大致印证了欧央行管委会对于中期通胀前景的评估。在食品和商品价格通胀降温的带动下，整体通胀持续下行。加上工资增长逐步放缓，此前加息的效果仍对需求构成压力，这些都有助于压低通胀。同时，欧央行认为服务价格的通胀压力居高不下。在上周的海外周报中我们分析过欧元区 3 月 CPI 数据，认为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，且通胀回落的趋势比较确定。

经济方面：欧央行表示经济在一季度仍然偏疲软，服务业强于制造业，生产仍然低

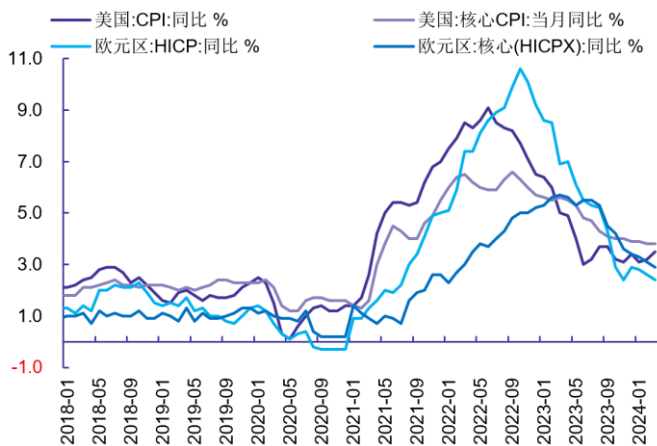
迷。但经济出现回暖信号，包括全球经济复苏，支出进一步转向贸易品，预计未来几个季度欧元区出口增长加快，加上工资上涨、货币政策的拖累减少等积极因素，经济有望温和复苏。

缩表方面：4月会议政策没有变化，仍然计划今年下半年开始将每月PEPP投资组合的购买量减少75亿欧元，并在2024年底停止该项目下的再投资。因此对流动性的影响幅度温和、节奏可预期。

另一个备受关注的焦点是欧央行是否会受到美联储降息预期降温的影响。欧央行行长拉加德（Lagarde）在本月议息会议发布会上重申欧央行的独立性，不依赖美联储的决策，这意味着欧央行6月率先降息的一项主要障碍被清除。4月12日，欧洲央行管委斯图纳拉斯（Stournaras）表示，欧洲央行不应该害怕在利率政策调整上过于谨慎，他认为**现在是采取与美联储不同策略的时候了**，欧元区与美国的情况有天壤之别，认为欧央行今年可能会进行四次降息。欧央行管委、拉脱维亚央行行长卡扎克斯（Kazaks）也表示，欧央行有望于6月启动降息进程。欧央行官员密集表态之后，欧股集体走高，欧元兑美元承压，跌至去年11月以来的最低水平。

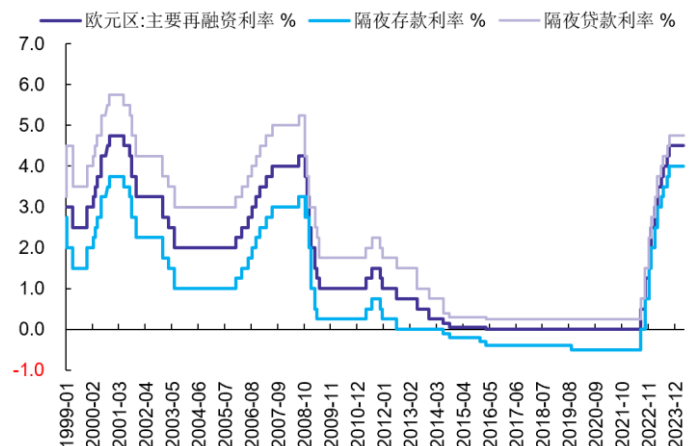
与美国不同，欧元区目前的经济动力弱很多，更多风险偏向通胀下降速度超过预期，而非不及预期。因此，欧央行率先降息具备合理性。尽管欧央行可以在降息启动时点上先行一步，和美联储暂时“分道扬镳”，但其后续降息的步调仍然需要考虑美联储以及其他主要经济体的政策因素，或无法实现连续降息。

图 25：欧元区通胀下行更加顺利



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 26：欧央行的货币政策转向可能早于美联储到来



资料来源：Wind、ECB，中国银河证券研究院

四、下周看什么？

4月15日-21日将公布美国3月零售销售数据，预计在劳动市场稳定、薪资降幅缓慢的情况下依然不弱，支持一季度美国GDP位于2%上方。美国3月地产数据的表现也将帮助验证高利率下地产供需是否能延续回升状态，而地产价格变化也对中期的通胀中枢位置有重要意义，独栋住宅表现可能仍强于多户住宅。欧元区3月CPI预计仍会展现核心整体回落的趋势，尽管能源价格的回升将对名义CPI造成扰动。地缘政治风险的变化对能源价格的影响程度也值得关注。

宏观日历

日期	事件或数据
4月15日(周一)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美国3月零售销售率 2. 美国4月纽约联储制造业指数、NAHB房产市场指数
4月16日(周二)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 中国第一季度GDP 2. 中国3月社会消费品零售总额、规模以上工业增加值 3. 欧元区4月ZEW经济景气指数 4. 美国3月新屋开工、营建许可、工业产出率
4月17日(周三)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 欧元区3月CPI
4月18日(周四)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美国至4月13日当周初请失业金人数 2. 美国3月成屋销售、谘商会领先指标率
4月23日(周一)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 中国至4月22日LPR
4月24日(周二)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 欧元区4月PMI 2. 美国4月标普全球PMI 3. 美国3月新屋销售总数
4月26日(周四)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美国第一季度实际GDP、实际个人消费支出、PCE
4月27日(周五)	<ol style="list-style-type: none"> 1. 美国3月PCE 2. 美国4月密歇根大学消费者信心指数

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