

美国 PCE 通胀偏强，未来压力有望降低

——海外宏观周报（4月22日-28日）

核心观点：

全球宏观和市场-美元和美债收益率高位，但主要股指回升：截至4月28日当周，在美国GDP逊于预期但PCE通胀偏高、欧元区制造业PMI维持弱势、日央行继续鸽派按兵不动的情况下，投资者继续压缩美联储降息的预期。（1）美元指数在美国通胀强势、欧央行进一步支持6月首次降息、日央行保持利率不变的情况下维持106.0902；（2）美国国债收益率曲线继续抬升，10年期美债当周升4.0BP至4.663%；（3）美国三大股指在连续三周下跌后回升，科技企业的资本开支和业绩仍对股价形成支撑；（4）以铜为首的工业金属延续较强表现，黄金由于缺乏进一步上行的短期理由而下跌。**从全球主要股指来看，**当周涨幅居前的有恒生科技指数、纳斯达克指数、创业板指数、英国富时100指数等；除俄罗斯MOEX指数以外的主要股指均出现上涨。**从全球主要货币汇率来看，**美元指数继续高位徘徊，其他货币涨幅居前的有澳元、卢布、新西兰元和英镑等；**日元由于日央行相对鸽派而跌幅明显。****从主要商品来看，**当周涨幅居前的有小麦、NYMEX天然气、铁矿石、COMEX铜和焦炭，跌幅居前的有COMEX白银和黄金、PTA、棕榈油、LME镍等。从花旗经济意外指数来看，当周中国经济较预期变化不大，相对平稳；欧元区经济较预期也处于平稳震荡状态，美国意外指数由于一季度GDP表面逊于预期而下行，但实际仍然不弱，新兴市场经济体表现进一步改善。全球地缘政治风险指数当周明显回升。

美国-GDP背后需求仍不弱，PCE通胀强于预期：美国2024年一季度GDP初值的环比折年率为1.6%，低于2.5%的市场预期。**GDP数据有四个主要特征：**第一是“滞”的压力并不大，需求不弱；第二是政府支出缓和；第三是高利率下制造业周期和库存周期改善有限；第四是价格压力回升幅度没有季度数据那么夸张。**通胀数据方面，3月PCE和核心PCE通胀同比增速为2.82%和2.71%，略高于市场预期；环比均为0.32%，基本符合预期。**核心PCE通胀一季度下行的斜率放缓，但趋势没有改变，由于其更合理的权重表现好于核心CPI，也暗示未来两个季度通胀仍可能继续回落。**我们认为对二、三季度的通胀走势和美联储降息预期不必过分悲观：**首先，目前通胀中表现偏强的居住成本和保险及金融服务等都是滞后项目，并不反映实时的通胀压力上升；其次，BLS近期的租金等相关统计反映居住成本价格可能更顺利的下行，金融服务成本也会受到股债市场回落的拖累；最后，市场自行修正预期并收紧金融条件也利于中期通胀的缓和。**其他数据方面，美国地产和PMI初值继续反映高利率下市场难以顺利开启新投资周期。**3月新建住房销售继续改善，成屋表现平平，两者库销比变化不大；4月ISM制造业PMI初值从52.5%回落至49.9%，可能体现制造业缺乏进一步改善的动力，但制造业和库存周期改善的斜率依然需要观察更多数据才能判断，短期不易打破工业金属价格的上行逻辑。

欧元区制造业表现偏弱，日央行短期鸽派令日元突破前低：4月欧元区制造业PMI为45.6%，前值46.1%，继续处于萎缩区间。以法国马克龙为首的领导人也表示货币政策可能需要更加注重欧洲的经济增长，欧央行主要官员的表态基本指向6月份首次降息，幅度也可能强于美联储。日本方面，4月26日的货币政策会议维持利率不变，态度偏鸽，国债购买量也暂时没有出现缩减，这导致美元兑日元达到158.3325的低点。**日央行行长植田和男的态度似乎暗示短期货币政策并不会直接应对日元贬值所带来的通胀回升担忧，财务省当周也没有采取明显的干预措施。**短期来看，贬值的日元仍有利于日本的经济和企业利润，外部的贬值压力也继续存在，但年内货币政策可能进一步收紧，日元中长期也有回升基础。

下周看什么？4月29日-5月5日将公布美国4月ISM制造业PMI、5月FOMC会议决议、4月劳动市场数据等重要信息，同时财政部的季度融资计划（QRA）也将明确未来短债和长债的净供给。美国的制造业改善幅度可能有限，4月PMI不易维持回升态势；FOMC会议上美联储官员预计保持鹰派口吻，上半年降息概率很低，同时量化紧缩（QT）缩减的细节预计会更加明确；劳动市场方面，失业率依然不具备大幅抬升的基础，薪资的缓慢缓和和劳动市场缺口收窄的趋势有望维持。其他方面，欧元区的通胀数据和一季度经济数据也将公布，可能依然维持通胀压力不大、经济表现不佳的状态，利于欧央行年中降息。

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

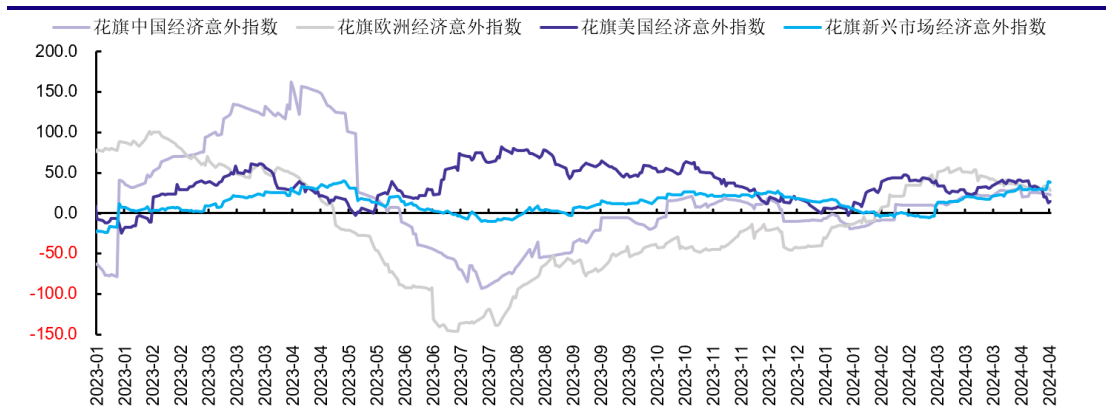
一、全球宏观和市场：美元和美债收益率高位，但主要股指回升

截至4月28日当周，在美国GDP逊于预期但PCE通胀偏高、欧元区制造业PMI维持弱势、日央行继续鸽派按兵不动的情况下，投资者继续压缩美联储降息的预期，美债收益率上行，美元指数强势。市场等待下周的美联储FOMC决议、财政部季度融资计划和劳动数据等数据。（1）美元指数在美国通胀强势、欧央行进一步支持6月首次降息、日央行保持利率不变的情况下维持106.0902；（2）美国国债收益率曲线在通胀偏强、经济不弱的情况下继续抬升，10年期美债当周升4.0BP至4.663%；（3）美国三大股指在连续三周下跌后回升，科技企业的资本开支和业绩仍对股价形成支撑；（4）以铜为首的工业金属延续较强表现，黄金由于缺乏进一步上行的短期理由而下跌。

从全球主要股指来看，当周涨幅居前的有恒生科技指数、纳斯达克指数、创业板指数、英国富时100指数等；除俄罗斯MOEX指数以外的主要股指均出现上涨。从全球主要货币汇率来看，美元指数继续高位徘徊，其他货币涨幅居前的有澳元、卢布、新西兰元和英镑等；日元由于日央行相对鸽派而跌幅明显，瑞士法郎和人民币兑美元汇率也有小幅下跌。从主要商品来看，当周涨幅居前的有小麦、NYMEX天然气、铁矿石、COMEX铜和焦炭，跌幅居前的有COMEX白银和黄金、PTA、棕榈油、LME镍等。

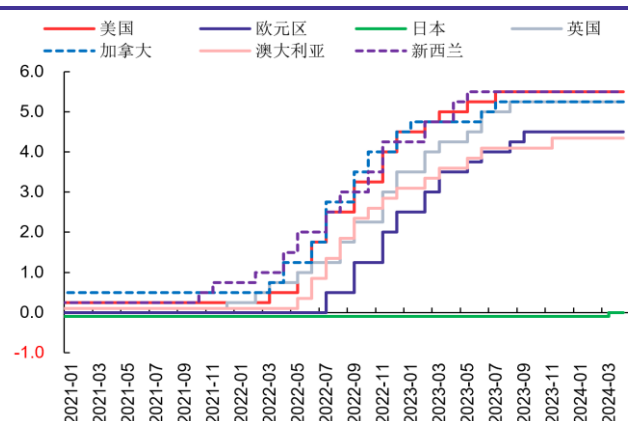
从花旗经济意外指数来看，当周中国经济较预期变化不大，相对平稳；欧元区经济较预期也处于平稳震荡状态，美国意外指数由于一季度GDP表面逊于预期而下行，但实际仍然不弱，新兴市场经济体表现进一步改善。全球地缘政治风险指数当周明显回升。

图1：花旗经济意外指数（%）



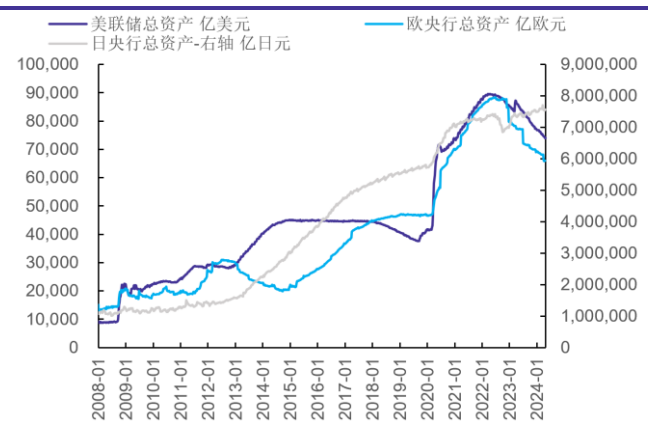
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：主要发达经济体政策利率变化（%）



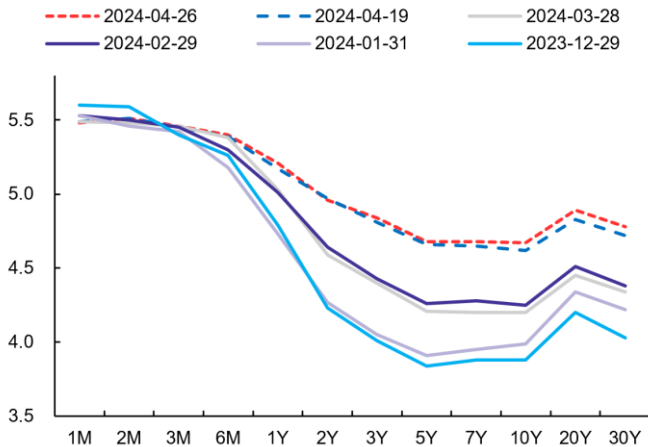
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：美欧日央行资产规模



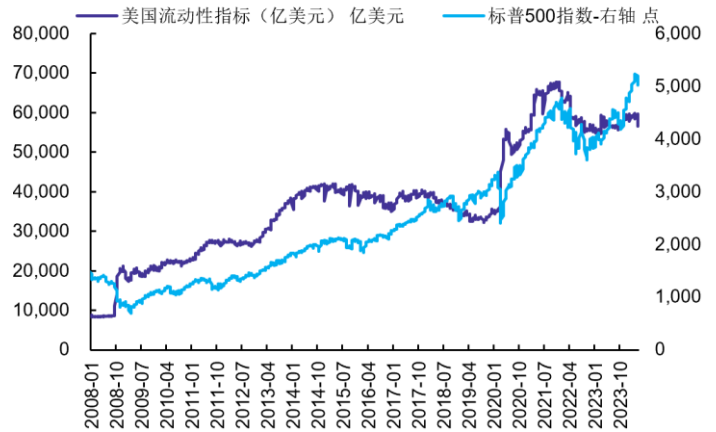
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：美国国债收益率曲线（%）



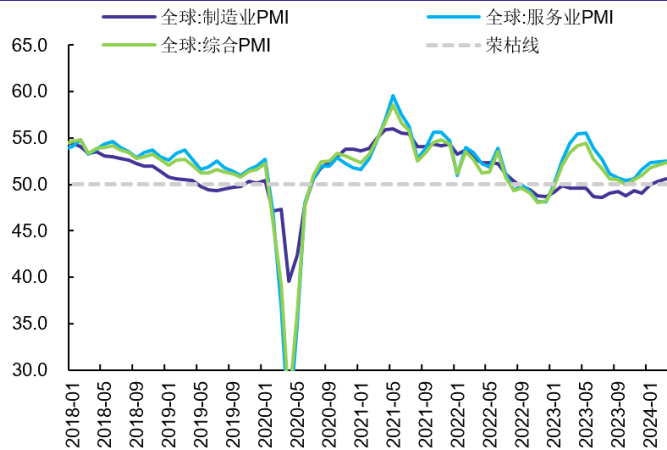
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：美联储流动性监测



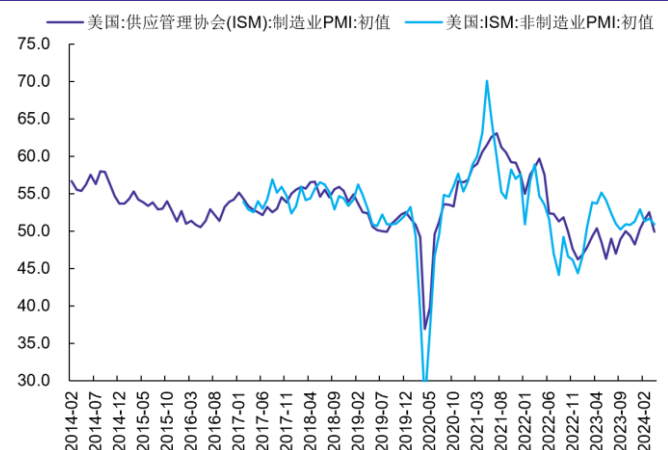
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：全球 PMI（%）



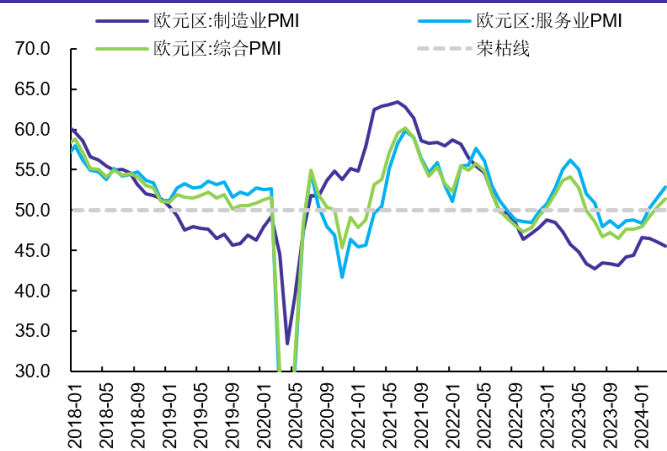
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：美国 4 月 PMI 初值低于预期（%）



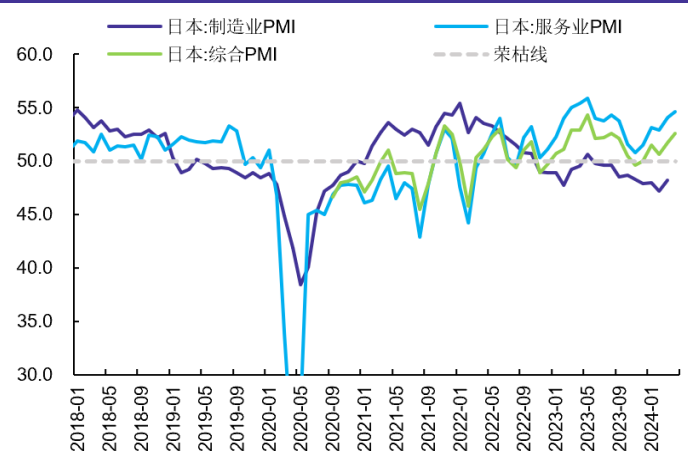
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：欧元区 PMI（%）



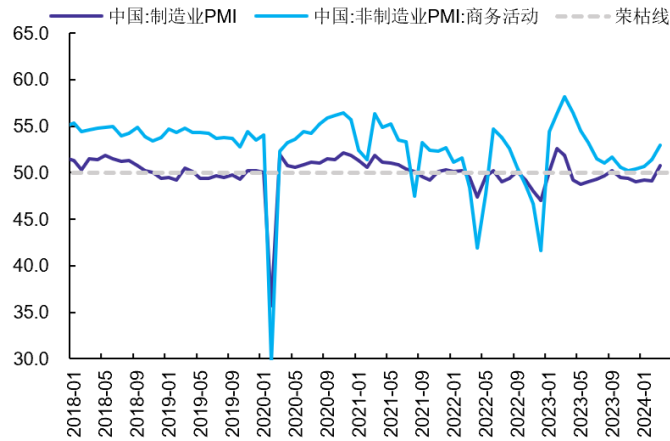
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：日本 PMI（%）



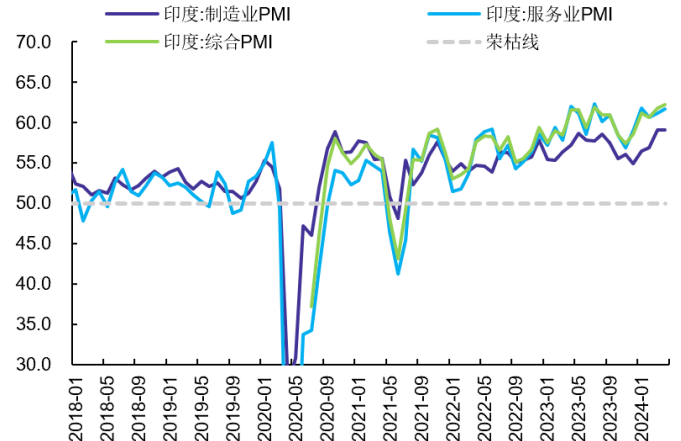
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10: 中国 PMI (%)



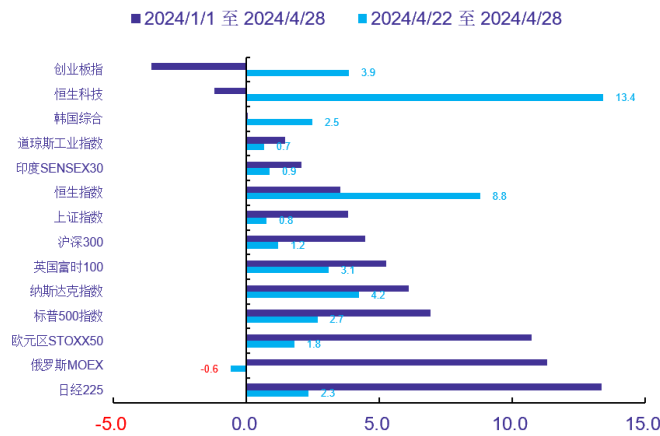
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 印度 PMI (%)



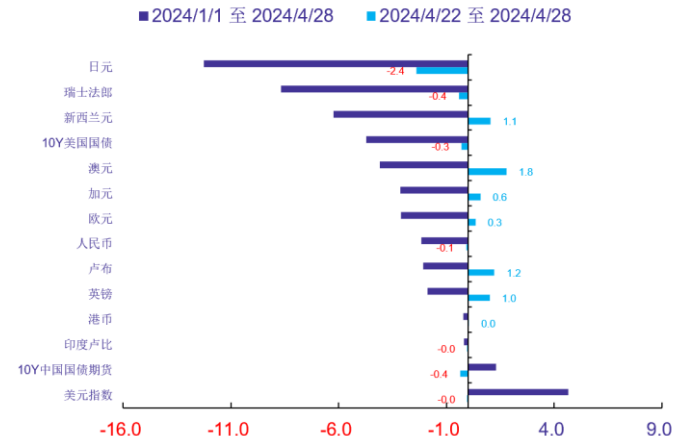
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 全球主要股指变动 (年初至今及上周%)



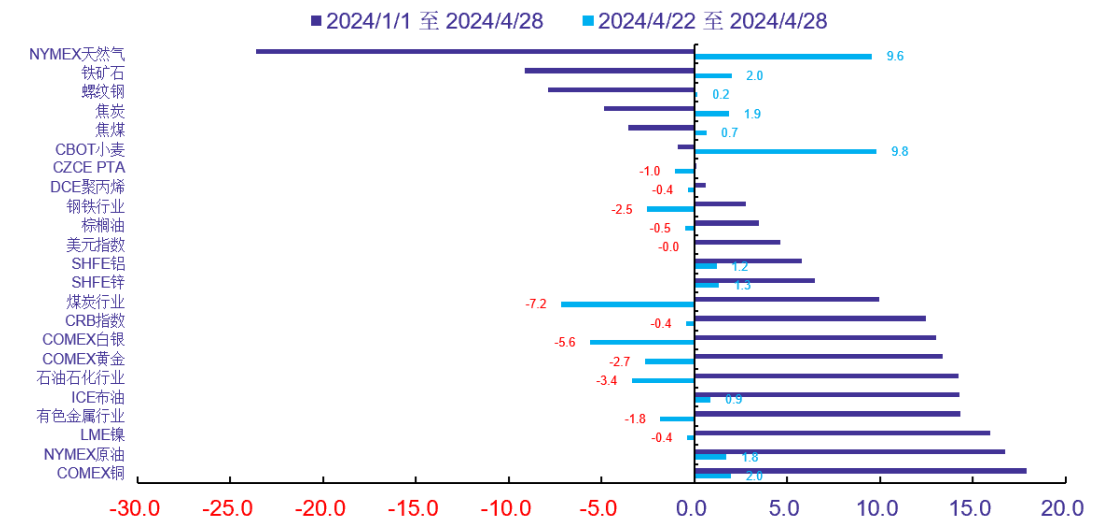
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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

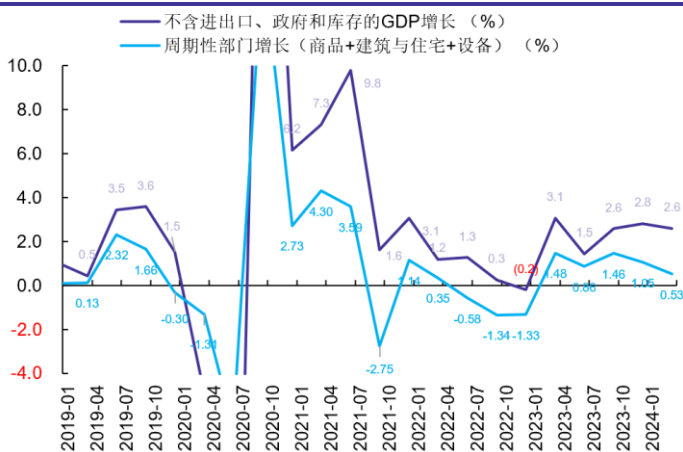
二、美国：GDP 背后需求仍不弱，PCE 通胀强于预期

4月22日-28日当周，美国一季度GDP数据弱于预期，但PCE通胀仍然较强，导致市场对2024年的降息预期愈发向一次靠拢，且时间推迟。具体来看，美国GDP数据在剔除波动项后并不算弱，需求稍下行但依然保持稳定；3月PCE通胀数据环比符合预期，同比略强，但相比全年中枢可能在3%上方的CPI来说仍保持了缓慢下行的大趋势。随着滞后的房租价格降温进一步体现，通胀可能在二、三季度进一步回落。

经济数据方面，美国2024年一季度GDP初值环比折年率为1.6%，低于2.5%的市场预期，同比折年增速3.0%；同时2023年四季度GDP环比折年率由3.2%上修至3.4%。具体来看，消费环比折年率2.5%（前值3.3%）并低于3.0%的市场预期，私人投资总额环比折年率3.2%（前值0.7%），净出口和库存均对GDP做出负向贡献，政府支出环比折年率1.2%（前值4.6%）。价格数据方面，PCE通胀增速一季度从前值1.8%显著回升至3.4%，核心PCE通胀从前值2.0%显著回升至3.7%，表明一季度物价回升压力突出。

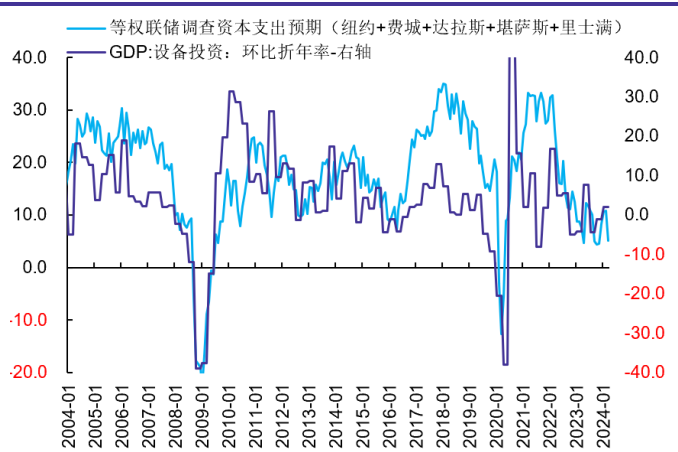
GDP数据有四个主要特征：**第一是“滞”的压力并不大**：实际增速不及预期主要由商品消费偏弱、建筑和私人库存增速放缓、净出口负增长和政府支出放缓导致。**第二是政府支出缓和**：政府支出对GDP拉动明显放缓，这可能暗示虽然高赤字率继续托底经济，但通过政府支出对经济的直接拉动减弱，在中期对通胀不是坏消息。**第三是高利率下制造业周期和库存周期改善有限**：从设备投资来看，制造业资本开支周期在高利率环境下依然难以开启，需要利率下行的支持。另一方面，库存降低既体现了库存周期底部的形成，也反映需求难以明显回升的情况下，补库存的斜率会较为有限，期待不宜过高。**第四是价格压力回升幅度没有季度数据那么夸张**：由于季度PCE通胀权重使用的是费雪指数，比起使用拉氏指数的CPI更加反映变化明显的价格趋势，这也从3月PCE和核心PCE通胀数据相对符合预期的环比0.3%的涨幅中得到印证。

图 15：美国 Q1GDP 显示实际需求仍不算弱，周期性部门放缓



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 16：投资周期在高利率环境下开启难度较大 (%)



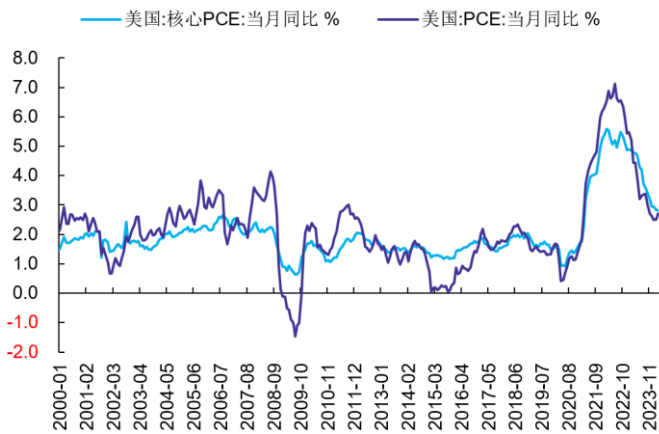
资料来源：Wind，Fred，中国银河证券研究院

通胀数据方面，3月PCE和核心PCE通胀同比增速为2.82%和2.71%，略高于市场预期；环比均为0.32%，符合预期。核心PCE通胀一季度下行的斜率放缓，但趋势没有改变，由于其更合理的权重表现好于核心CPI，也暗示未来两个季度通胀仍可能继续回落。从结构上看，3月PCE通胀中，商品和服务的同比增速均有回升，商品部份受到能源成本显著上行的拉动，服务方面住房与水电费环比仍在0.45%左右，导致价格坚挺，金融保险和其他服务压力也有所上行。从剔除居住成本的核心服务PCE通胀来看，其同比拉动

率保持 1.8% 以下，表明住房以外物价回升压力有限。综合来看，我们认为对二、三季度的通胀走势和美联储降息预期不必过分悲观：首先，目前通胀中表现偏强的居住成本和保险及金融服务等都是滞后项目，并不反映实时的通胀压力上升；其次，BLS 近期的租金等相关统计反映居住成本价格可能更顺利的下行，金融服务成本也会受到股债市场回落的拖累；最后，市场自行修正预期并收紧金融条件也利于中期通胀的缓和。

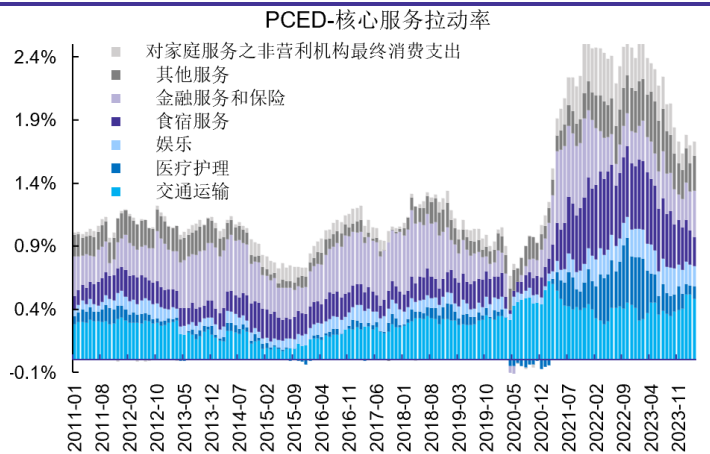
其他数据方面，美国地产和 PMI 初值继续反映高利率下市场难以顺利开启新投资周期。3 月新建住房销售继续改善，成屋表现平平，两者库销比变化不大；总体上，房屋销售和新建仍以高价的独栋住宅为主，高利率下不论是地产投资、购买还是置换均受到压制，地产市场“低需求、更低供给”的趋势没有改变，也不利于房价回落和更多购房需求出现。同时，4 月 ISM 制造业 PMI 初值从 52.5% 回落至 49.9%，可能体现制造业缺乏进一步改善的动力，但制造业和库存周期改善的斜率依然需要观察更多数据才能判断，短期不易打破工业金属价格的上行逻辑。

图 17：核心 PCED 下行斜率缓和，但趋势保持



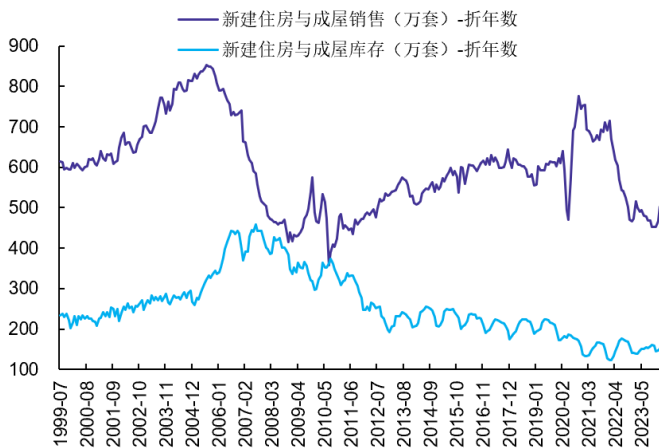
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 18：去除住房的核心服务 PCED 拉动率仍低于 1.8%



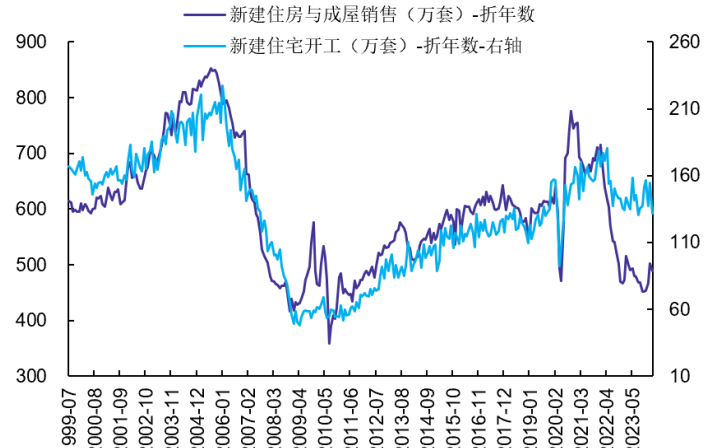
资料来源：BEA，中国银河证券研究院

图 19：美国住宅市场低需求、低供给格局延续



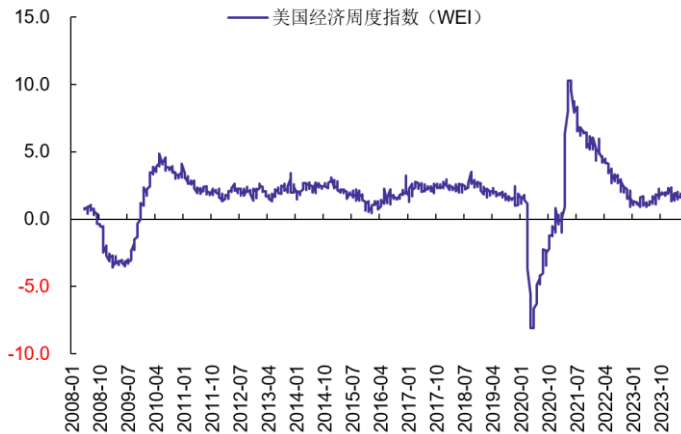
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 20：销售的弱势预期还会在短期压制开工



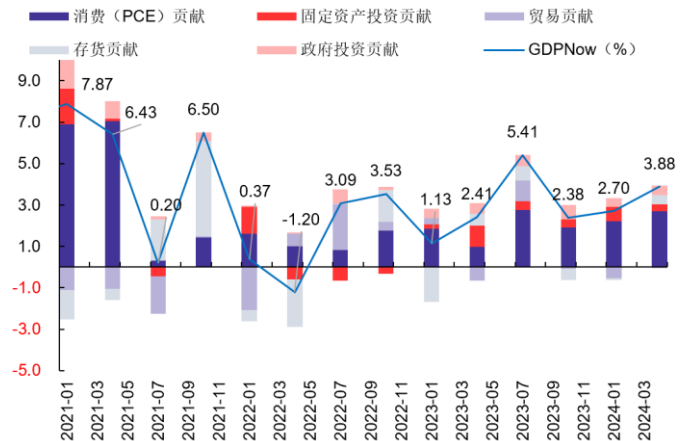
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 21: 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 22: GDPNow 预测美国二季度实际经济环比折年增长 3.9%



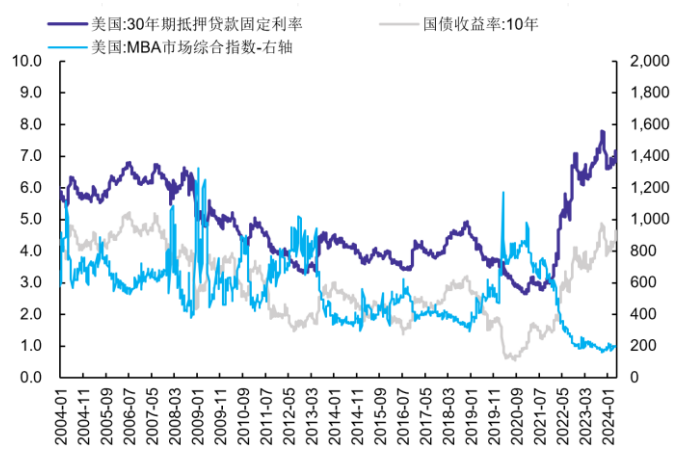
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 23: 美国红皮书商业零售显示消费延续回升 (%)



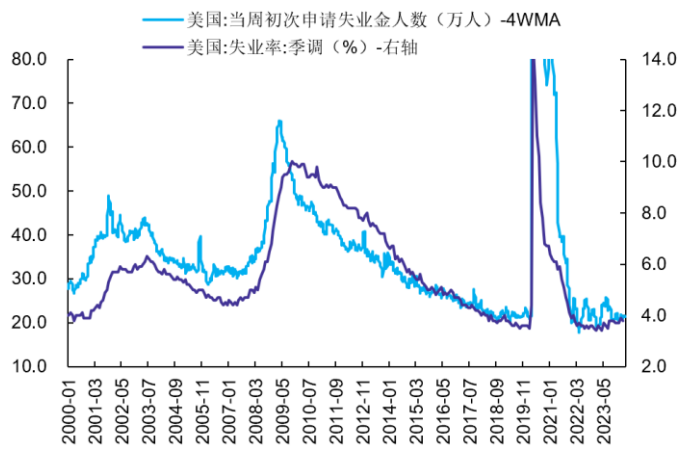
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 24: 住宅市场的改善受到利率回升的压制 (%)



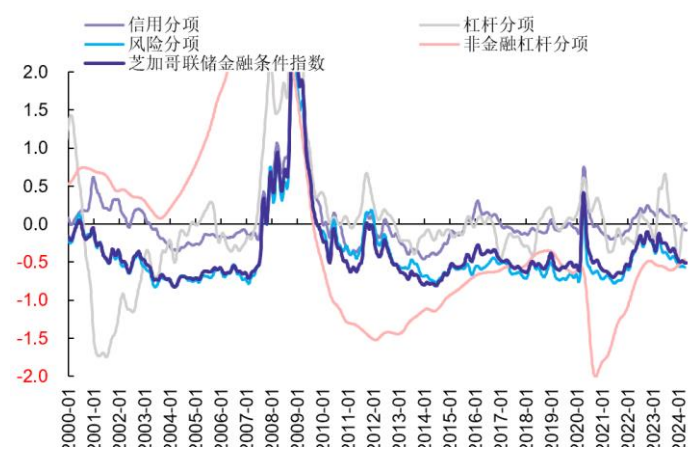
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 25: 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 26: 芝加哥联储金融条件指数中非金融杠杆条件收紧

















资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

三、欧元区制造业表现偏弱，日央行短期鸽派令日元突破前低

4月欧元区制造业PMI为45.6%，前值46.1%，继续处于萎缩区间。德国制造业PMI为42.2%，法国PMI下滑至44.9%，英国PMI下滑至48.7%，欧洲制造业表现继续疲弱，而以法国马克龙为首的领导人也表示货币政策可能需要更加注重欧洲的经济增长。欧央行主要官员的表态基本指向6月份首次降息，幅度也可能强于美联储。日本方面，4月26日的货币政策会议不出意外的维持利率不变，国债购买量也暂时没有出现缩减，这导致美元兑日元达到158.3325的低点。日央行行长植田和男的态度似乎暗示短期货币政策并不会直接应对日元贬值所带来的通胀回升忧虑，财务省当周也没有采取明显的干预措施。短期来看，贬值的日元仍有利于日本的经济和企业利润，外部的贬值压力也继续存在，但年内货币政策可能进一步收紧，日元中长期也有回升基础。

图 27：全球重要国家/区域制造业 PMI 表现（%）

制造业PMI	趋势 (右边为最新)	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07
全球			50.60	50.30	50.00	49.00	49.30	48.80	49.20	49.00	48.60
中国（中采）			50.80	49.10	49.20	49.00	49.40	49.50	50.20	49.70	49.30
美国（ISM）			50.30	47.80	49.10	47.10	46.70	46.70	49.00	47.60	46.40
欧元区		45.60	46.10	46.50	46.60	44.40	44.20	43.10	43.40	43.50	42.70
德国		42.20	41.90	42.50	45.50	43.30	42.60	40.80	39.60	39.10	38.80
英国		48.70	50.30	47.50	47.30	46.20	47.20	44.80	44.30	43.00	45.30
日本			48.20	47.20	48.00	47.90	48.30	48.70	48.50	49.60	49.60
韩国			49.80	50.70	51.20	49.90	50.00	49.80	49.90	48.90	49.40
澳大利亚（综合）		53.60	53.30	52.10	49.00	46.90	46.20	47.60	51.50	48.00	48.20
印度		59.10	59.10	56.90	56.50	54.90	56.00	55.50	57.50	58.60	57.70
越南			49.90	50.40	50.30	48.90	47.30	49.60	49.70	50.50	48.70
巴西			53.60	54.10	52.80	48.40	49.40	48.60	49.00	50.10	47.80
墨西哥			52.20	52.30	50.20	52.00	52.50	52.10	49.80	51.20	53.20
俄罗斯			55.70	54.70	52.40	54.60	53.80	53.80	54.50	52.70	52.10

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、下周看什么？

4月29日-5月5日将公布美国4月ISM制造业PMI、5月FOMC会议决议、4月劳动市场数据等重要信息，同时财政部的季度融资计划（QRA）也将明确未来短债和长债的净供给情况。在美国降息预期回落，消费没有明显改善的情况下，美国的制造业改善幅度可能有限，4月PMI不易维持回升态势；FOMC会议上美联储官员在一季度通胀数据强于预期的情况下预计保持鹰派口吻，上半年降息概率很低，同时量化紧缩（QT）缩减的细节预计会更加明确；劳动市场方面，失业率依然不具备大幅抬升的基础，薪资的缓慢缓和和劳动市场缺口收窄的趋势有望维持。其他方面，欧元区的通胀数据和一季度经济数据也将公布，可能依然维持通胀压力不大、经济表现不佳的状态，利于欧央行年中降息。

宏观日历

日期	事件或数据
4月29日(周一)	1. 欧元区4月工业景气指数、消费者信心指数、经济景气指数
4月30日(周二)	1. 中国4月 PMI 2. 欧元区4月 CPI 3. 欧元区第一季度 GDP 4. 美国2月 FHFA 房价指数、S&P/CS20 座大城市房价指数年率 5. 美国4月谘商会消费者信心指数
5月1日(周三)	1. 美国4月 ADP 就业人数、ISM 制造业 PMI
5月2日(周四)	1. 美国至5月1日美联储利率决定 2. 美国3月工厂订单
5月3日(周五)	1. 欧元区3月失业率 2. 美国4月失业率、季调后非农就业人口
5月6日(周一)	1. 中国财新 PMI 2. 欧元区3月 PPI
5月10日(周五)	1. 美国5月通胀预期、消费者信心指数
5月11日(周六)	1. 中国4月 CPI

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