

美国通胀中的滞后项目存在降低的基础

——海外宏观周报（5月6日-12日）

核心观点：

全球宏观和市场-美国降息预期稍有回升，欧洲货币政策转向在即：截至5月12日当周，在美国数据边际弱化、消费者通胀预期回升、瑞典央行如期降息的情况下，投资者对美联储的降息预期稍有加强。（1）美元指数当周小幅回升至105.3277，瑞典央行降息和欧元区货币政策的转向预期继续支持美元高位，日央行的外汇干预中期效果有限；（2）美国国债收益率曲线在降息预期改善、美国失业金初请人数略超预期的情况下回落，10年期美债当周降0.9BP至4.500%；（3）美国三大股指均有所上涨；（4）在降息预期回升后，黄金再度开始上行，年内涨势可能还未结束。**从全球主要股指来看**，当周涨幅居前的有欧元区STOXX50指数、英国富时100指数、恒生指数、道琼斯指数和韩国综合指数等；印度SENSEX30跌幅较为明显。**从全球主要货币汇率来看**，美元指数延续高位，兑美元小幅上行的其他主要货币有人民币、加元、欧元和新西兰元；跌幅居前的有日元、卢布、印度卢比和英镑等。**从主要商品来看**，当周涨幅居前的有COMEX白银、小麦、NYMEX天然气、COMEX黄金和铜等，跌幅居前的有焦煤、焦炭、PTA、棕榈油等。从花旗经济意外指数来看，当周主要经济区域的表现均不及预期，中国经济较预期有所回落，美国由于劳动市场等数据弱化而明显下行，欧元区延续震荡，新兴市场经济体也有所降低。全球地缘政治风险指数当周继续下行。

美国-CPI数据中的滞后项目有进一步回落的空间：5月6日-12日当周，美国并未公布特别“重磅”的经济数据，**失业金初请人数高于预期结合此前劳动市场数据的弱化成为推动降息预期的主要数据**。此外，密歇根大学调查的5月通胀预期明显抬升，5年期从3.0%升至3.1%，1年期从3.2%升至3.5%，反映通胀预期的螺旋略有加强。不过，**从当前CPI和PCE的分解不难看出，驱动通胀强于预期的仍以核心服务项目和居住成本为主，而其中不少项目存在统计滞后的情况，这将在二季度为通胀增速缓和提供动力**。首先，居住成本同比增速依然应当进一步回落；从BLS统计的与CPI居住成本相关性很高的季度新租户租金（NTR）来看，其同比增速一般领先CPI居住成本一年左右，也即二季度CPI居住成本增速有望从一季度的5.9%左右进一步降至5.3%。其次，服务项目中推动运输服务的机动车保险也有下行空间：其一般滞后于新车价格增速，因此也有随新车价格降低的空间。最后，CPI的金融服务成本也和标普500的增速存在趋势上的趋同，虽然短期背离，但金融服务增长的趋势在年内应该也会进一步放缓。

瑞典央行降息，日元干预效果有限：瑞典央行成为了继瑞士央行后第二个降息的G10国家。瑞典央行（Riksbank）将此前维持8个月不变的4%政策利率下调至3.75%，符合预期；其表示**如果下半年通胀温和，将进一步降息两次**。在此之前，瑞典央行从2016年-0.5%的政策利率不断加息，2023年瑞典在高利率压力下负增长0.2%，通胀降低后疲弱的经济表现正对货币政策施加更强的影响，这也和欧央行面临的环境类似。**日元当周进一步贬值，尽管日本当局在四月底终于进行了汇率干预**。虽然短期干预见效，但依然没有扭转日元疲弱的趋势，**5月6日起日元再度连续小幅贬值，核心原因依然是偏鸽的日央行和美日利差**。在汇率干预未能扭转日元弱势后，日央行行长表示，如果外汇波动或者其他风险影响通胀趋势，日央行需要用货币政策应对，并将审视近期疲软的日元以指导货币政策。此前，市场普遍预期日央行在审慎观察后将于10月进行年内第二次加息，但汇率问题使6、7月加息的预期有所回升。目前来看，**如果财务省的干预和日央行暗示的“加息威胁”可以阻止进一步贬值预期的形成，那么在经济增速偏弱、通胀预测稍有提升的情况下，日央行依然不会选择在年中加息**。

下周看什么：5月13日-19日将公布美国4月CPI、PPI数据以及新屋开工数据。我们认为**二季度通胀数据有进一步回落的空间，滞后市场数据的价格分项和季节性调整的变化可能不会使通胀延续“反弹”的姿态，届时降息预期的升温可能给美国长端国债和黄金等资产带来进一步上行的动力**。虽然如此，目前乐观情况下美联储全年降息空间预计也仅有50BP左右，这可能在6月FOMC会议的点阵图上表现出来。当前预测4月CPI同比增3.5%，核心降至3.6%，二季度末核心CPI有望降至3.3%左右，可能不易导致降息预期再度显著压缩。

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

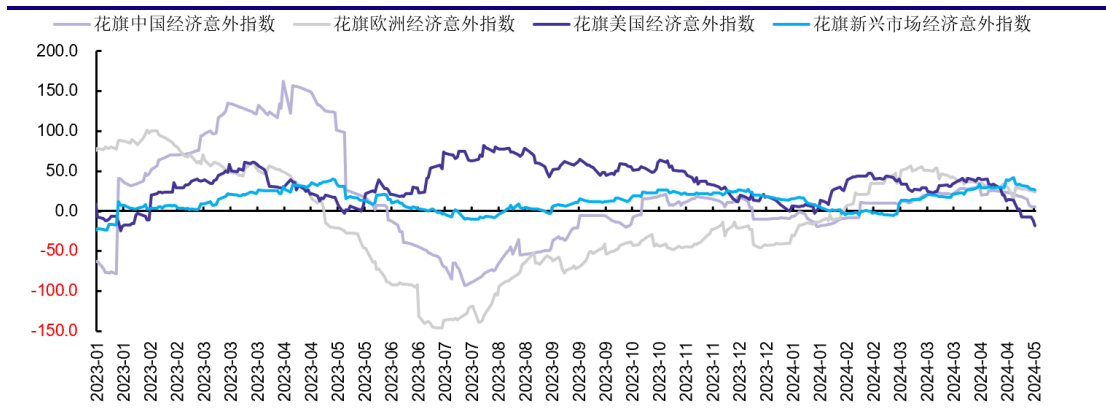
一、全球宏观和市场：美国降息预期稍有回升，欧洲货币政策转向在即

截至5月12日当周，在美国数据边际弱化、消费者通胀预期回升、瑞典央行如期降息的情况下，投资者对美联储的降息预期稍有加强，等待下周的美国CPI数据。(1)美元指数当周小幅回升至105.3277，瑞典央行降息和欧元区货币政策的转向预期继续支持美元高位，日央行的外汇干预中期效果有限；(2)美国国债收益率曲线在降息预期改善、美国失业金初请人数略超预期的情况下回落，10年期美债当周降0.9BP至4.500%；(3)美国三大股指均有所上涨；(4)在降息预期回升后，黄金再度开始上行，年内涨势可能还未结束。

从全球主要股指来看，当周涨幅居前的有欧元区STOXX50指数、英国富时100指数、恒生指数、道琼斯指数和韩国综合指数等；印度SENSEX30跌幅较为明显。从全球主要货币汇率来看，美元指数延续高位，兑美元小幅上行的其他主要货币有人民币、加元、欧元和新西兰元；跌幅居前的有日元、卢布、印度卢比和英镑等。从主要商品来看，当周涨幅居前的有COMEX白银、小麦、NYMEX天然气、COMEX黄金和铜等，跌幅居前的有焦煤、焦炭、PTA、棕榈油等。

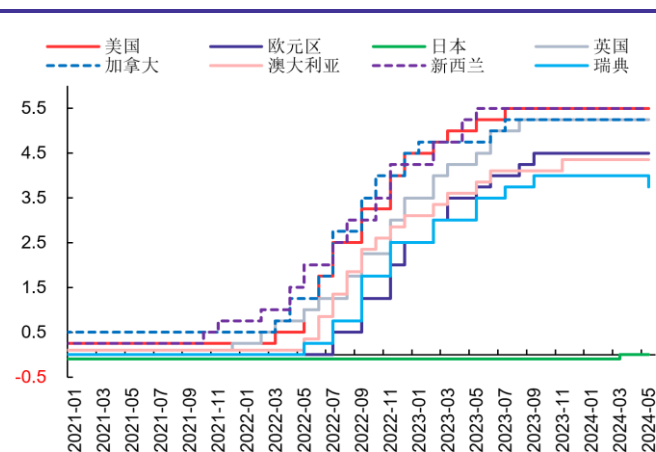
从花旗经济意外指数来看，当周主要经济区域的表现均不及预期，中国经济较预期有所回落，美国由于劳动市场等数据弱化而明显下行，欧元区延续震荡，新兴市场经济体也有所降低。全球地缘政治风险指数当周继续下行。

图1：花旗经济意外指数（%）



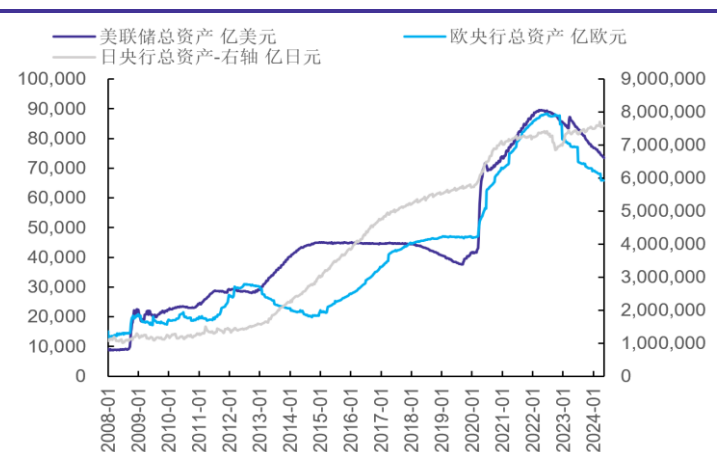
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：重要发达经济体政策利率变化（%）



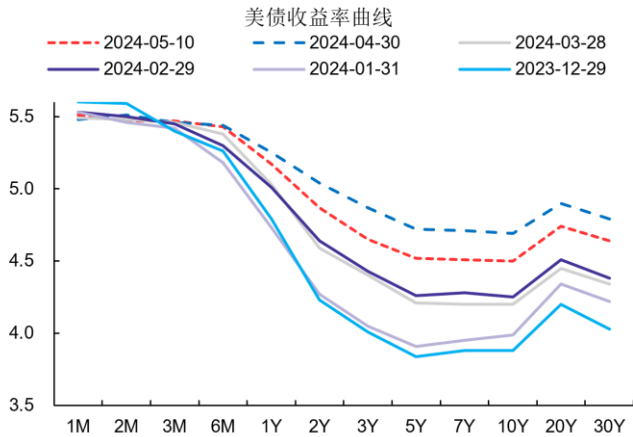
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：美欧日央行资产规模



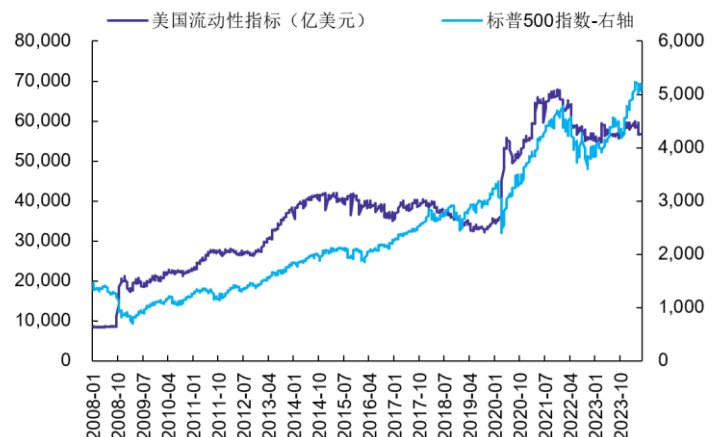
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：美国国债收益率曲线（%）



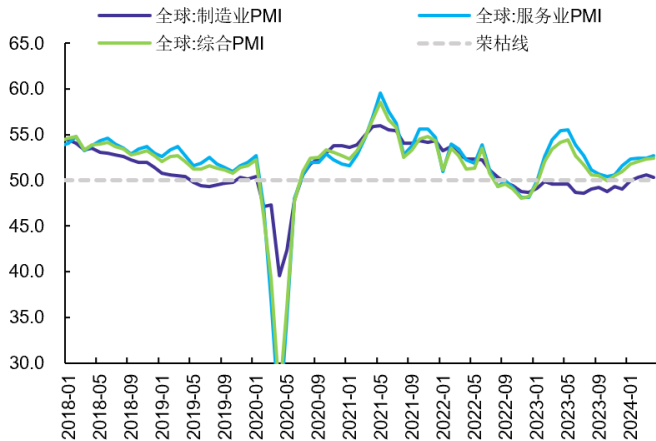
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：美联储流动性监测



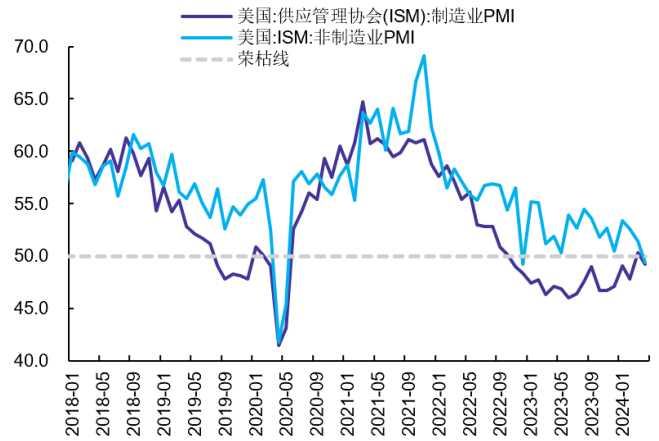
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：全球 PMI（%）



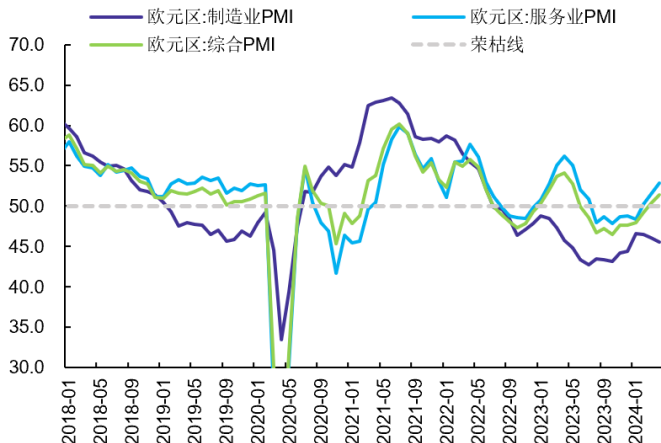
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：美国 PMI（%）



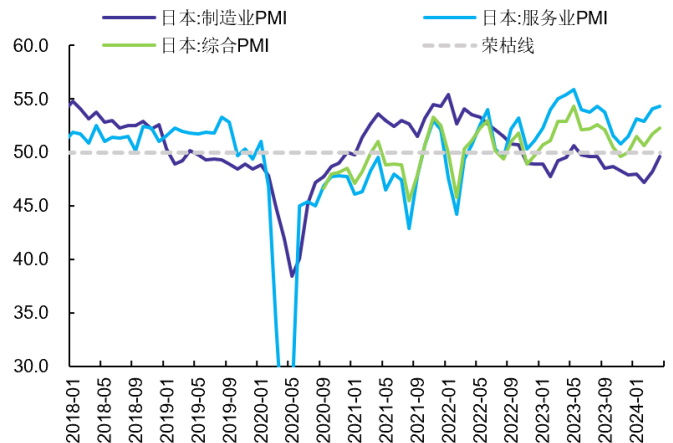
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：欧元区 PMI（%）



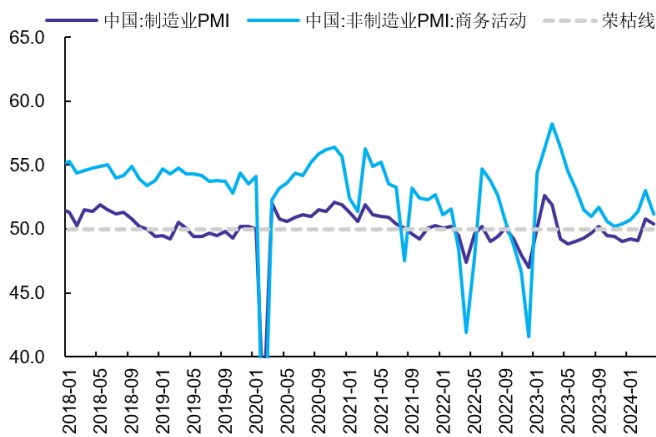
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：日本 PMI（%）



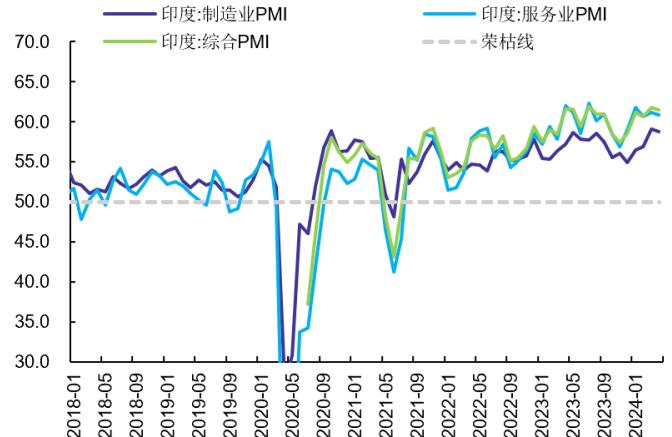
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10: 中国 PMI (%)



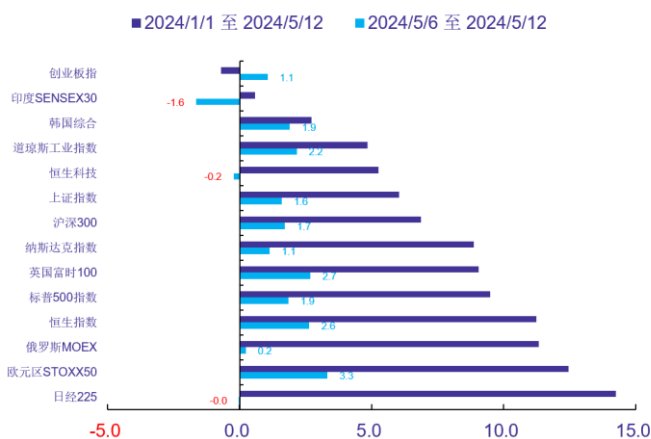
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 印度 PMI (%)



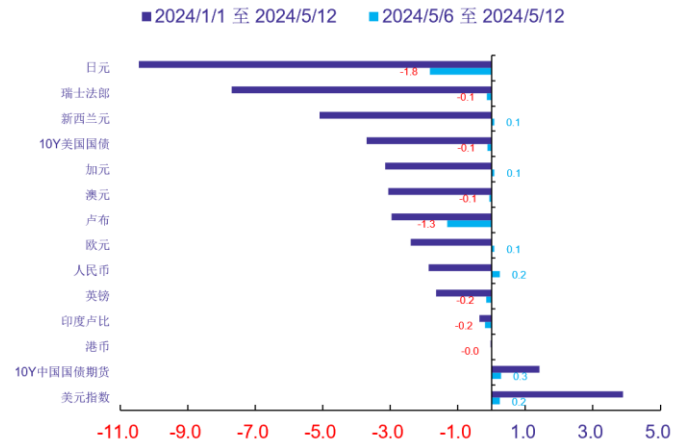
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 全球主要股指变动 (年初至今及上周%)



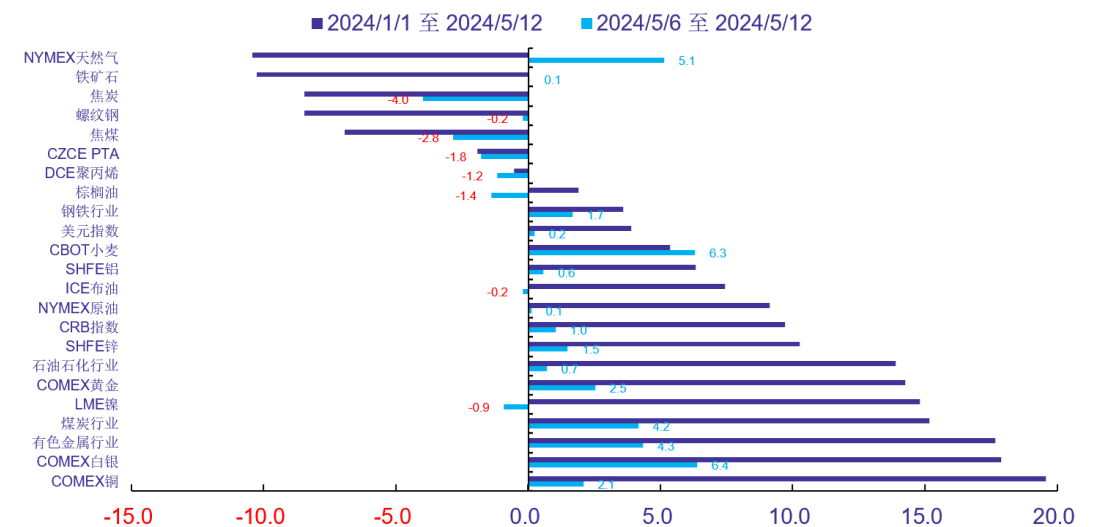
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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%)

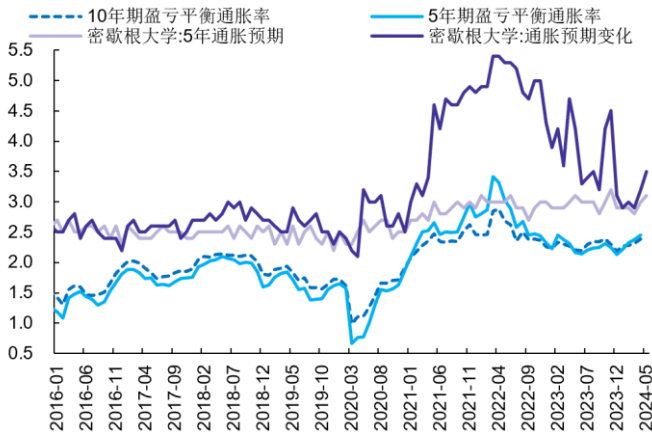


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、美国：CPI 数据中的滞后项目有进一步回落的空间

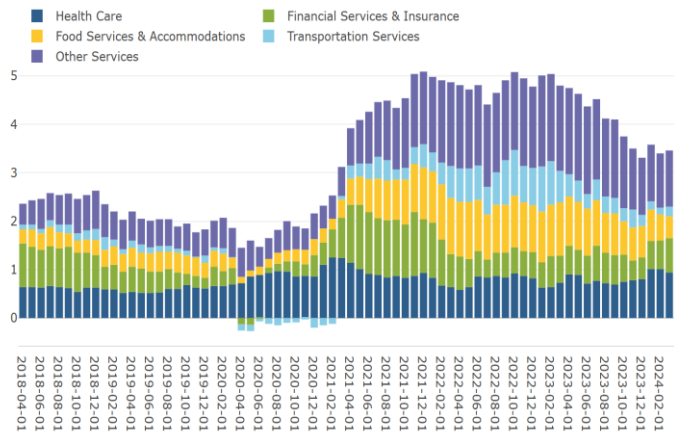
5月6日-12日当周，美国并未公布特别“重磅”的经济数据，失业金初请人数高于预期结合此前劳动市场数据的弱化成为推动降息预期的主要数据。此外，密歇根大学调查的5月通胀预期明显抬升，5年期从3.0%升至3.1%，1年期从3.2%升至3.5%，反映通胀预期的螺旋略有加强。不过，从当前CPI和PCE的分解不难看出，驱动通胀强于预期的仍以核心服务和居住成本项目为主，而其中不少项目存在统计滞后的情况，这也意味着二季度在市场金融条件和预期主动收紧的情况下，CPI数据存在进一步回落的空间，而非维持一季度去通胀“停滞不前”的格局。

图 15：美国居民通胀预期回升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

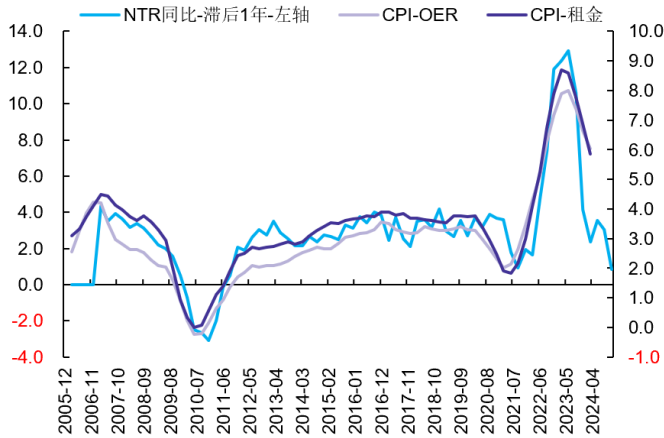
图 16：PCE 核心服务阻碍通胀进一步降低（%）



资料来源：SF Fed，中国银河证券研究院

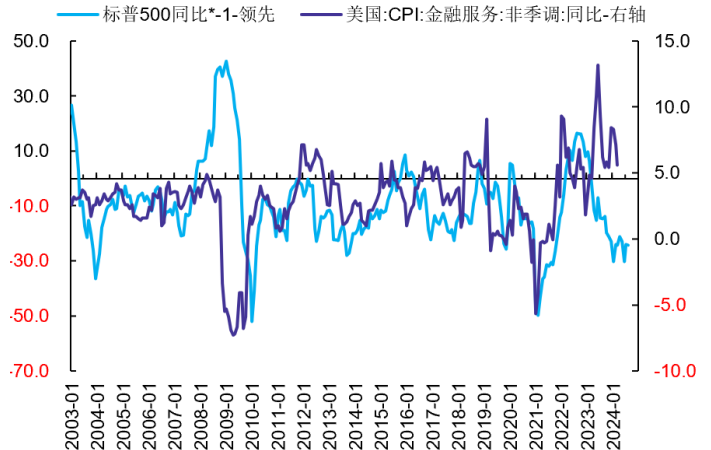
从旧金山联储的PCE通胀分解来看，近期通胀的压力主要来自于居高不下的核心服务和降幅不及预期的居住成本，而其中有不少项目都存在统计滞后的问题，这也意味着二季度其回落的空间仍在。同时，决策者也不能忽视通胀统计明显滞后于实际价格的特点。我们至少可以看到三个有回落希望的分项。首先，居住成本同比增速依然应当进一步回落；从BLS统计的与CPI居住成本相关性很高的季度新租户租金（NTR）来看，其同比增速一般领先CPI居住成本一年左右，也即二季度CPI居住成本增速有望从一季度的5.9%左右进一步降至5.3%。其次，服务项目中推动运输服务的机动车保险也有下行空间：其一般滞后于新车价格增速，因此也有随新车价格降低的空间。最后，CPI的金融服务成本也和标普500的增速存在趋势上的趋同，虽然短期背离，但金融服务的趋势在年内应该也会进一步放缓。总体上，拖累CPI降幅的居住成本和部分核心服务项目在二季度都可能出现进一步降低，我们目前预测4月CPI同比增3.5%，核心降至3.6%，二季度末核心CPI有望降至3.3%左右，可能不会导致降息预期再度显著压缩。

图 17: 美国通胀中居住成本应进一步降低 (%)



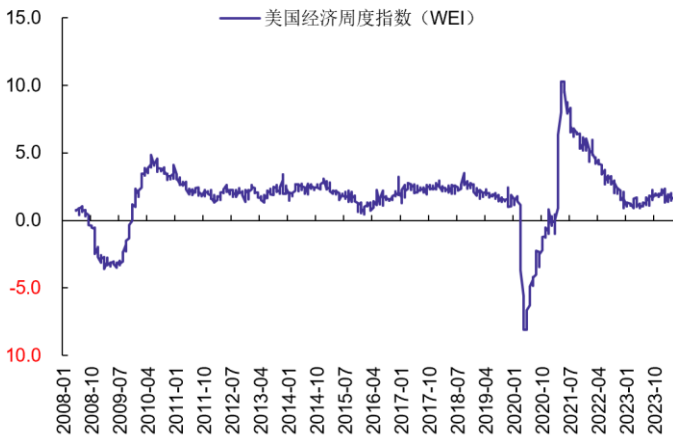
资料来源: Wind, BLS, 中国银河证券研究院

图 18: 金融服务也有进一步回落的空间 (%)



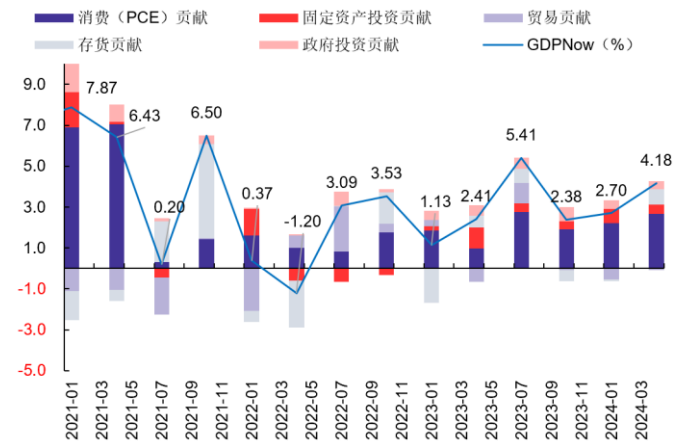
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 美国经济周度指数四月底为 1.6%左右



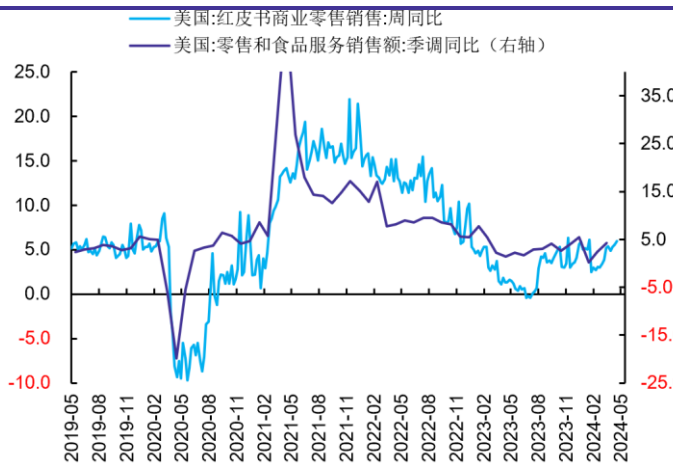
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 20: GDPNow 预测美国二季度实际经济环比折年增长 4.2%



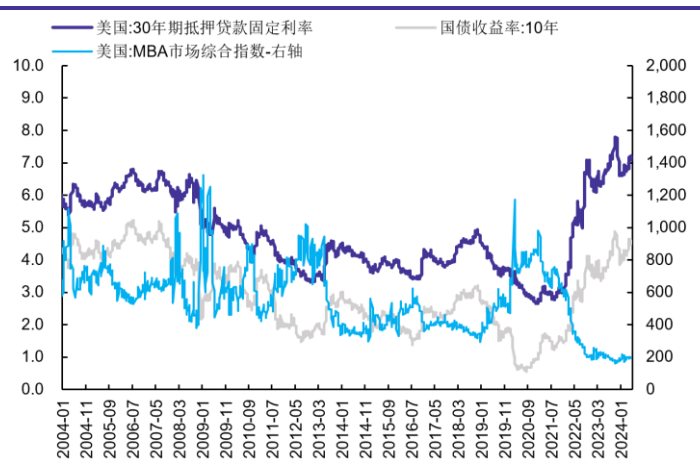
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 21: 美国红皮书商业零售显示消费回升 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

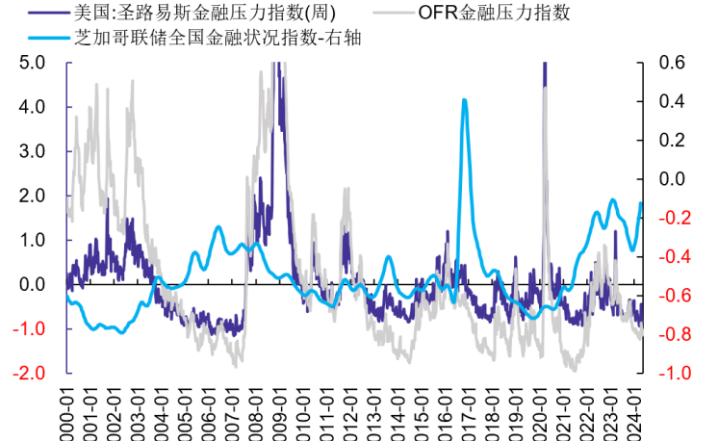
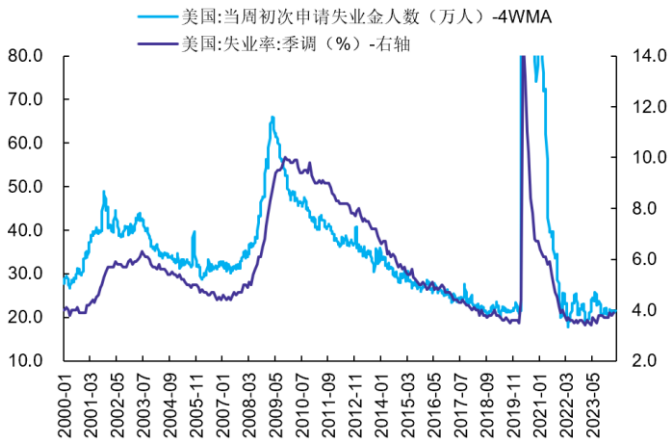
图 22: 抵押贷款利率边际回落但仍在高位 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 23: 失业金初请人数 23 万人左右, 失业率大幅上升概率不高

图 24: 各类金融条件指数还在边际收紧



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

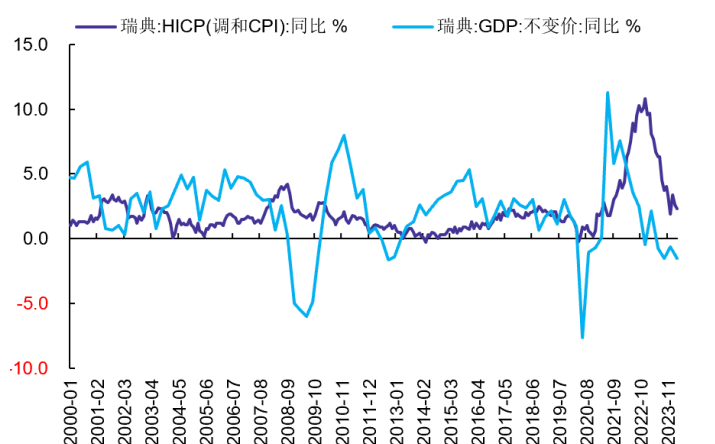
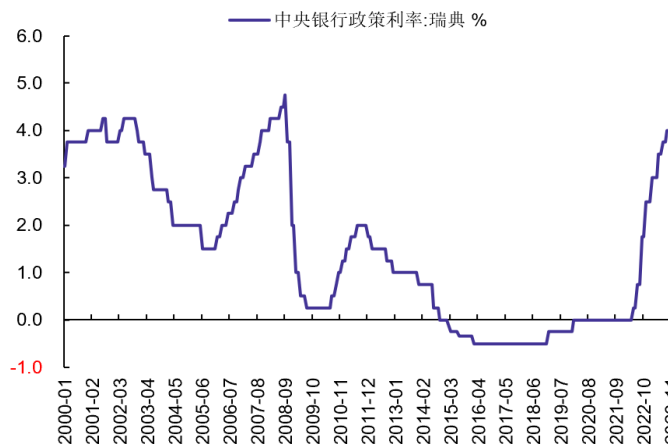
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

三、瑞典央行降息, 日元干预效果有限

5月8日瑞典央行成为了继瑞士央行后第二个降息的G10国家。瑞典央行(Riksbank)将此前维持8个月不变的4%政策利率下调至3.75%,符合预期;其表示如果下半年通胀温和,将进一步降息两次。在此之前,瑞典央行从2016年-0.5%的政策利率不断加息,2023年瑞典在高利率压力下负增长0.2%,通胀降低后疲弱的经济表现正对货币政策施加更强的影响,这也和欧央行面临的环境类似。同样的,英国央行5月利率决议也已有两票赞成降低利率。尽管美联储短期难以降息,澳大利亚和挪威央行也表示利率不会很快下降,但非美、日经济体的降息趋势正逐步形成。

图 25: 瑞典央行 2016 年 2 月以来首次降息

图 26: 瑞典的通胀已回到 2% 附近, 经济成为新的担忧



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

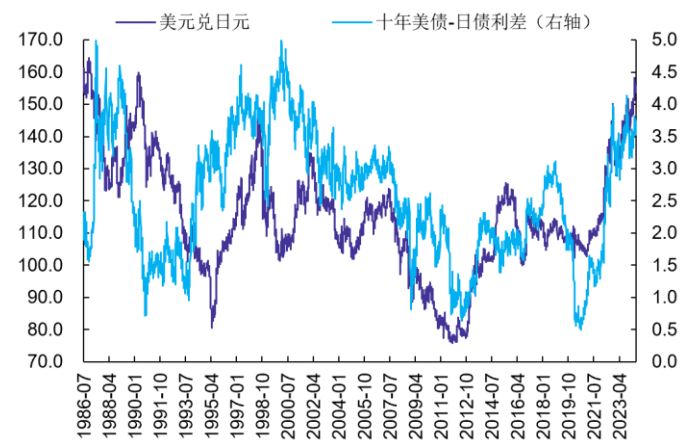
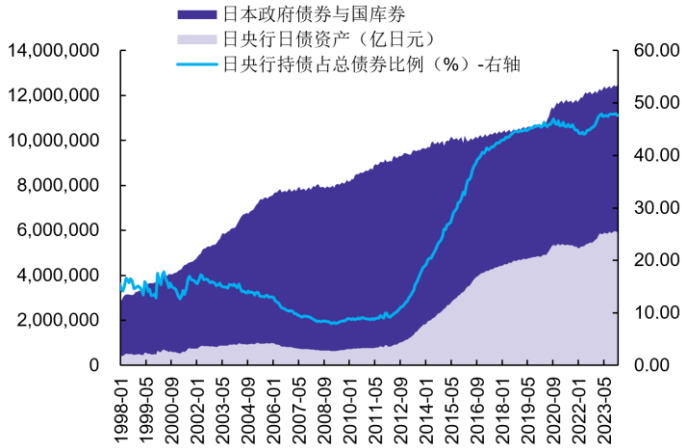
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

日元当周进一步贬值, 尽管日本当局在四月底终于进行了汇率干预。虽然短期干预见效, 但财务省和日央行依然没有扭转中期日元疲弱的趋势, 5月6日起日元再度连续小幅贬值, 核心原因依然是偏鸽的日央行和美日利差。在汇率干预未能扭转日元弱势后, 日央行行长表示, 如果外汇波动或者其他风险影响通胀趋势, 日央行需要用货币政策应

对，并将审视近期疲软的日元以指导货币政策。此前，市场普遍预期日央行在审慎观察后将于10月进行年内第二次加息，但汇率问题使6、7月加息的预期有所回升。目前来看，如果财务省的干预和日央行暗示的“加息威胁”可以阻止进一步贬值预期的形成，那么在经济增速偏弱、通胀预测稍有提升的情况下，日央行依然不会选择在年中加息。

图 27：日本央行近期并没有明显降低购债规模，紧缩并不实质

图 28：巨大的美日利差还是日元贬值的核心因素（%-右轴）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、下周看什么？

5月13日-19日将公布美国4月CPI、PPI数据以及新屋开工数据，CPI数据是否能展现出居住成本和核心服务部分进一步降低的趋势将对年内的降息预期至关重要。我们认为二季度通胀数据有进一步回落的空间，滞后市场数据的价格分项和季节性调整的变化可能不会使通胀延续“反弹”的姿态，届时降息预期的升温可能给美国长端国债和黄金等资产带来进一步上行的动力。虽然如此，目前乐观情况下美联储全年降息空间预计也仅有50BP左右，这可能在6月FOMC会议的点阵图上表现出来，所以4、5月份的通胀和劳动数据将左右美联储对于下半年降息节奏的展望。

宏观日历

日期	事件或数据
5月13日(周一)	1. 中国4月全社会用电量
5月14日(周二)	1. 欧元区5月ZEW经济景气指数 2. 美国4月PPI
5月15日(周三)	1. 欧元区第一季度季调后就业人数 2. 美国4月CPI、零售销售率 3. 美国5月NAHB房产市场指数
5月16日(周四)	1. 美国4月新屋开工总数、营建许可总数
5月17日(周五)	1. 中国4月社会消费品零售总额、规模以上工业增加值
5月18日(周六)	-
5月19日(周日)	-
5月20日(周一)	1. 中国至5月20日1年期LPR
5月21日(周二)	-
5月22日(周三)	-
5月23日(周四)	1. 欧元区5月制造业PMI 2. 美国4月新屋销售总数
5月24日(周五)	-
5月25日(周六)	-
5月26日(周日)	-

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