

美国数据弱化，日本一季度 GDP 不及预期

——海外宏观周报（5月13日-19日）

核心观点：

全球宏观和市场-通胀弱化推升降息预期，金银铜表现强劲：截至5月19日当周，在美国通胀数据弱化符合预期，降息预期进一步回升，中国5.17地产支持政策组合出炉的情况下：（1）美元指数当周下降至104.4932，欧元相对走强，但日元依然弱势；（2）美国国债收益率曲线整体小幅下移，反映市场对年内两次降息的信心增强，10年期美债当周降7.8BP至4.422%；（3）美国三大股指上涨，均创下历史新高；（4）以黄金、白银和铜为代表的贵金属和工业金属一方面受到降息预期回升、美元走弱的提振，另一方面制造业需求可能在政策支持下进一步回暖的逻辑也支撑了工业金属上行。**从全球主要股指来看**，当周涨幅居前的有恒生科技和恒生指数、纳斯达克指数、印度SENSEX30和标普500指数；创业板指数、欧元区STOXX50、英国富时100指数、韩国综合指数和上证指数下跌。**从全球主要货币汇率来看**，美元指数回落，兑美元小幅上行的其他主要货币有新西兰元、卢布、英镑、澳元和欧元；瑞郎兑美元稍有下跌。**从主要商品来看**，当周涨幅居前的有NYMEX天然气、COMEX白银、LME镍、COMEX铜、棕榈油等，跌幅居前的有煤炭、小麦、石油石化等，但主要多为上涨。**从花旗经济意外指数来看**，主要经济区域的表现平稳，美国经济较预期稍下行，欧洲和新兴市场经济体延续此前水平，中国略微改善。全球地缘政治风险指数当周继续下行。

美国-价格数据加强降息信心，经济稍有弱化：5月13日-19日当周，美国公布了4月PPI、CPI和零售销售数据，通胀终于如期出现软化，市场对降息的信心进一步回升，带动美元资产上行。此外，美国新房开工和营建许可仍然偏弱，需求不足而供给疲弱的整体情况没有改变。总体上，**当周数据反映美国经济在高利率环境下有边际弱化的迹象，通胀在二、三季度依然具备弱化的基础，尽管下降的过程可能曲折而缓慢。随着超额储蓄基本耗尽，劳动市场和薪资增速对消费的稳定愈发重要，目前经济的逐步弱化依然指向“软着陆”预期的回归。**

4月价格数据方面，PPI早于CPI公布，同比增2.2%，核心增2.4%，均符合预测。**造成市场扰动的是其0.5%的环比增速，不过这主要是由于3月环比数据从前值0.2%下修至-0.1%形成的基数效应，并不代表PPI价格面临显著的向上压力。**

4月消费者价格指数（CPI）同比增速从3月的3.5%降至3.4%，符合3.4%的市场预期；剔除能源和食品的核心CPI同比从前值3.8%降低至3.6%，同样符合预期。**维持2024年CPI同比增速中枢3.1%的判断和年内两次降息的预期，而四季度通胀的潜在回升也令美联储警惕；**目前倾向于认为劳动市场的弱化对失业率的抬升更可能成为触发降息的理由。

其他方面，美国4月零售销售表现不及预期，季调后环比仅增0.02%，同比为3.04%。**通胀调整后，零售销售同比依然维持轻微负增长，绝对值也位于下行路径，这表明美国经济可能仍在进一步缓慢弱化中，劳动市场和消费可以带来“软着陆”。**地产数据方面，美国新建住宅总数4月为136万套（前值129万套），其中独户住宅103万套，多户住宅33万套；营建许可降低至144万套（前值149万套）。30年抵押贷款利率依然在7%上方的情况下，房地产市场的需求较弱，供给也没有明显改善（尽管新独栋住宅建设有所上升）。**供需双弱的格局下，房价还在上行，ZHVI的4月同比增速升至4.34%，而Case-Shiller在2月已经达到6.38%，这意味着通胀的居住成本项目在2024年4季度和2025年面临回升的压力。**

日本-一季度GDP不及预期加剧日元疲态：日本近期的良性“薪资-物价”螺旋并未在一季度GDP中体现，其非折年季调环比负增长0.5%，为2023年三季度以来第二次负增长。其中，私人消费、住宅投资、企业设备投资和净出口环比均负增长，体现出日本经济恢复程度不及预期，也制约了日本当局通过货币政策防止汇率进一步贬值的能力。在四月末五月初的汇率干预后，日央行行长植田和男表示会审视近期疲弱的日元以指导货币政策，但居民消费和企业投资数据显示经济仍需呵护，6月再度加息的概率降低。

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

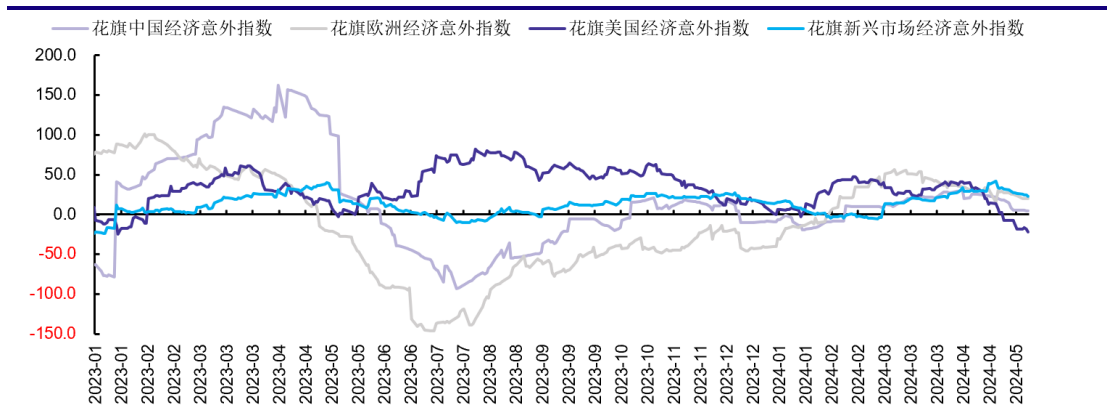
一、全球宏观和市场：通胀弱化推升降息预期，金银铜表现强劲

截至5月19日当周，在美国通胀数据弱化符合预期，降息预期进一步回升，中国5.17地产支持政策组合出炉的情况下：（1）美元指数当周下降至104.4932，欧元相对走强，但日元依然弱势；（2）美国国债收益率曲线整体小幅下移，反映市场对年内两次降息的信心增强，10年期美债当周降7.8BP至4.422%；（3）美国三大股指上涨，均创下历史新高；（4）以黄金、白银和铜为代表的贵金属和工业金属一方面受到降息预期回升、美元走弱的提振，另一方面制造业需求可能在政策支持下进一步回暖的逻辑也支撑了工业金属上行。

从全球主要股指来看，当周涨幅居前的有恒生科技和恒生指数、纳斯达克指数、印度SENSEX30和标普500指数；创业板指数、欧元区STOXX50、英国富时100指数、韩国综合指数和上证指数下跌。从全球主要货币汇率来看，美元指数回落，兑美元小幅上行的其他主要货币有新西兰元、卢布、英镑、澳元和欧元；瑞郎兑美元稍有下跌。从主要商品来看，当周涨幅居前的有NYMEX天然气、COMEX白银、LME镍、COMEX铜、棕榈油等，跌幅居前的有煤炭、小麦、石油石化等，但主要多为上涨。

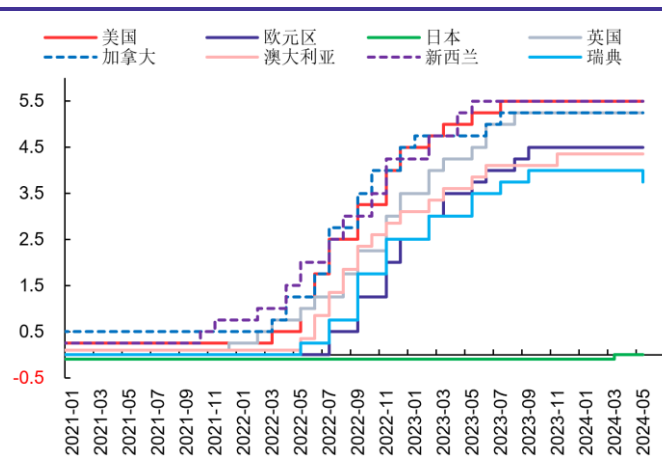
从花旗经济意外指数来看，主要经济区域的表现平稳，美国经济较预期稍有下行，欧洲和新兴市场经济体延续此前水平，中国略微改善。全球地缘政治风险指数当周继续下行。

图1：花旗经济意外指数（%）



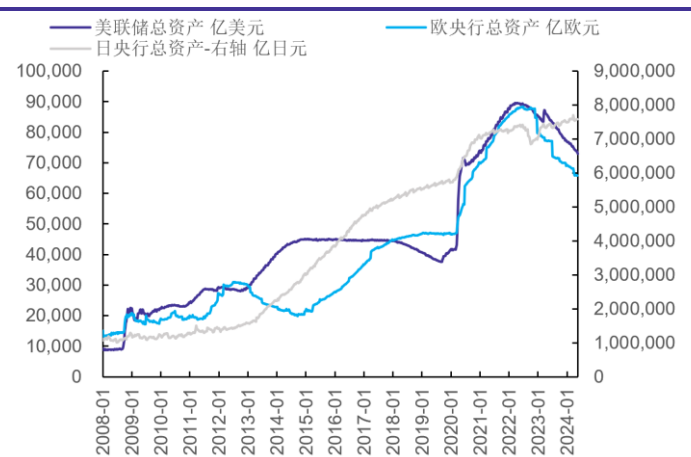
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：重要发达经济体政策利率变化（%）



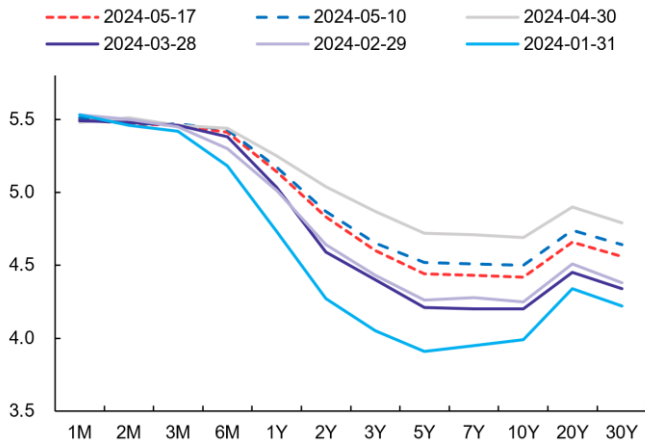
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：美欧日央行资产规模



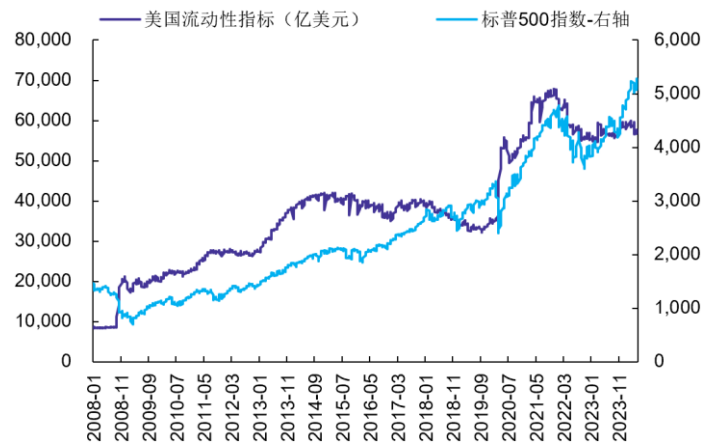
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：美国国债收益率曲线（%）



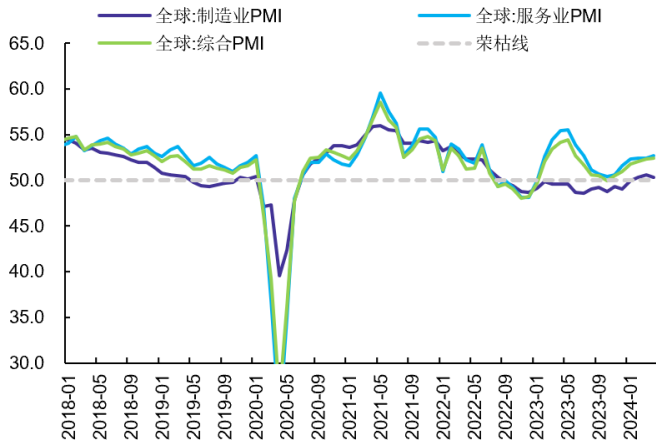
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：美联储流动性监测



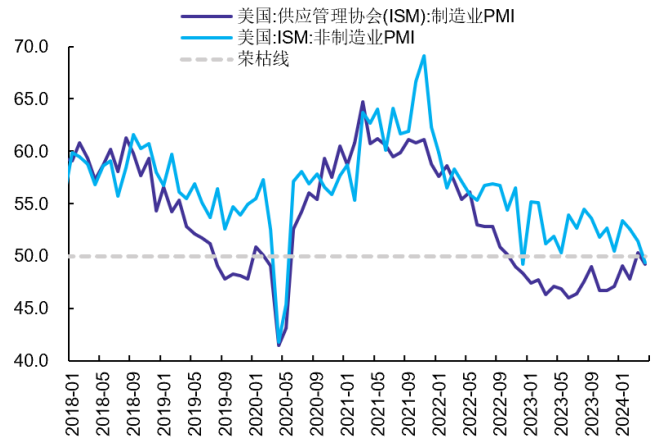
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：全球 PMI（%）



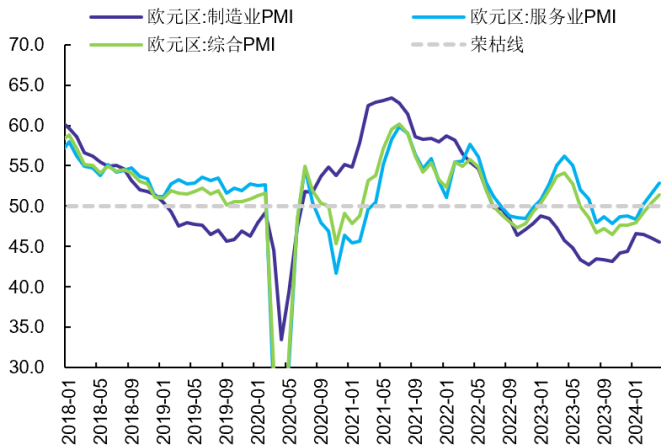
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：美国 PMI（%）



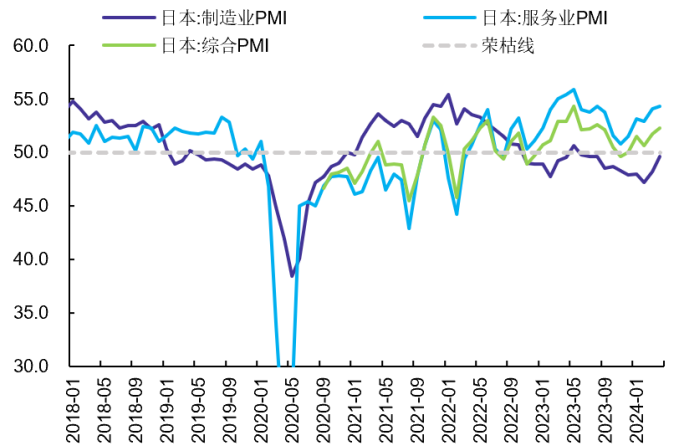
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：欧元区 PMI（%）



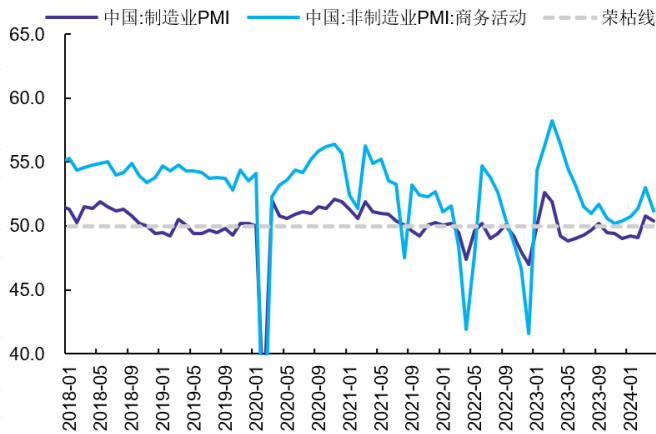
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：日本 PMI（%）



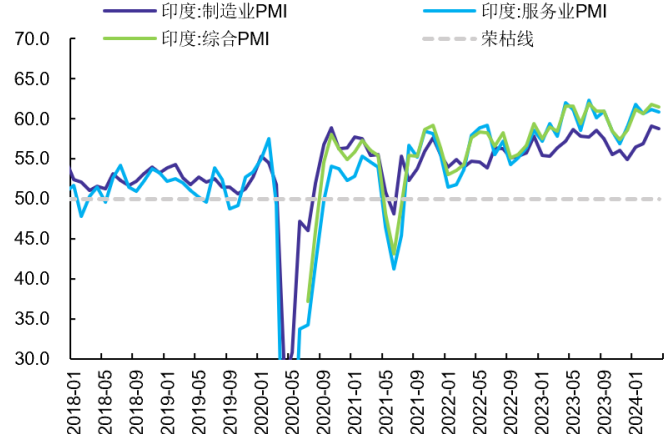
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10: 中国 PMI (%)



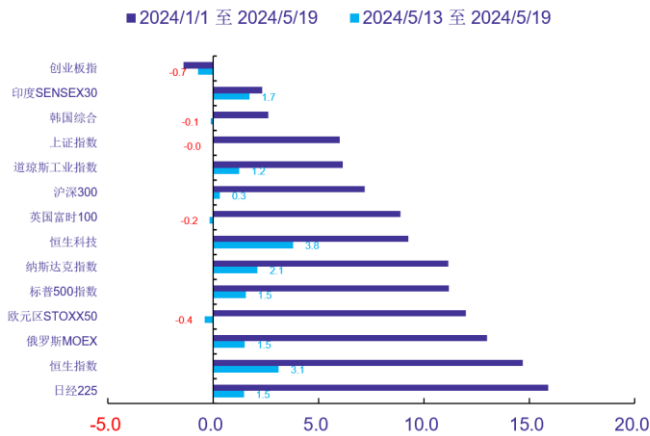
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 印度 PMI (%)



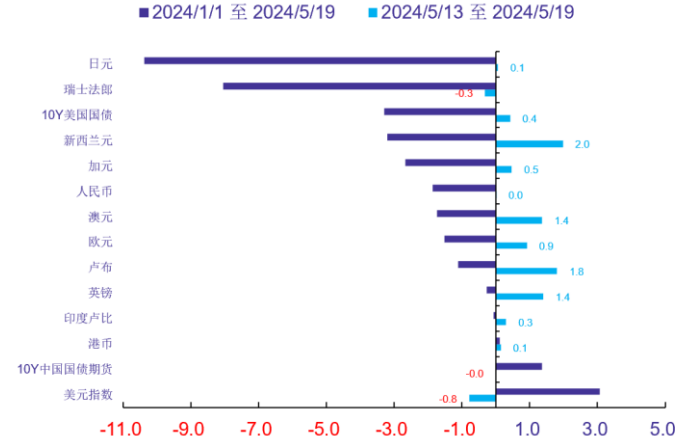
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 全球主要股指变动 (年初至今及上周%)



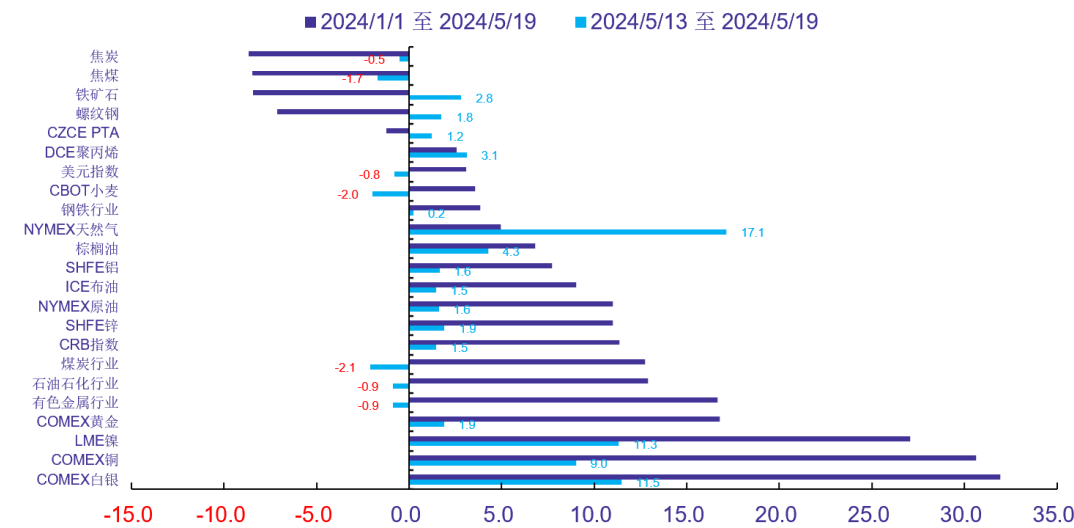
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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%)



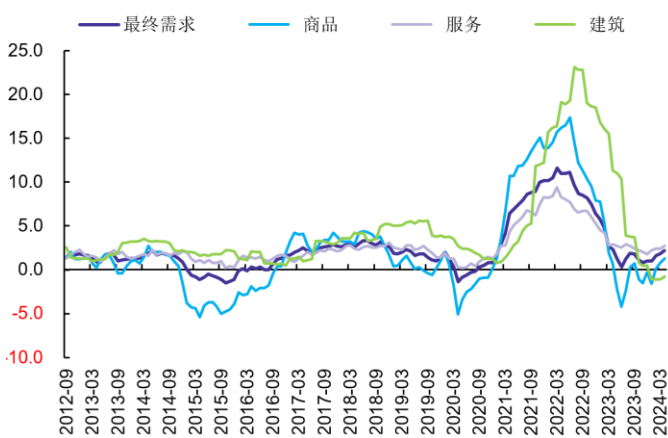
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、美国：价格数据加强降息信心，经济稍有弱化

5月13日-19日当周，美国公布了4月PPI、CPI和零售销售数据，通胀终于如期出现软化，市场对降息的信心进一步回升，带动美元资产上行。此外，美国新房开工和营建许可仍然偏弱，需求不足而供给疲弱的整体情况没有改变。总体上，当周数据反映美国经济在高利率环境下有边际弱化的迹象，通胀在二、三季度依然具备弱化的基础，尽管下降的过程可能曲折而缓慢。随着超额储蓄基本耗尽，劳动市场和薪资增速对消费的稳定愈发重要，目前经济的逐步弱化依然指向“软着陆”预期的回归。

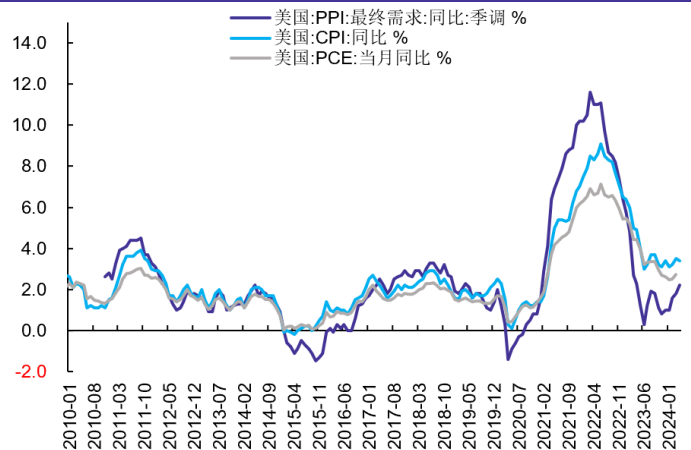
4月价格数据方面，PPI早于CPI公布，虽然环比因为前值调整超过预期，但并未展现价格涨幅加速。PPI同比增2.2%，核心增2.4%，均符合预测。造成市场扰动的是其0.5%的环比增速，不过这主要是由于3月环比数据从前值0.2%下修至-0.1%形成的基数效应，并不代表PPI价格面临显著的向上压力。具体来看，商品同比增速恢复至1.3%，服务加速至2.7%，而建筑业为-0.8%，连续四个月通缩。商品中涨幅较高的有非金属矿物制品、杂项和机械设备；服务投资、安全类、信用中介、食品饮料、修理维护、专业服务 etc 增速依然较快。PPI从底部回升意味着名义CPI的下行仍可能面临一定阻力，但CPI中的滞后项目依然可以在未来两个季度带动通胀增速小幅回落。

图 15：美国 PPI 上行压力暂不显著（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

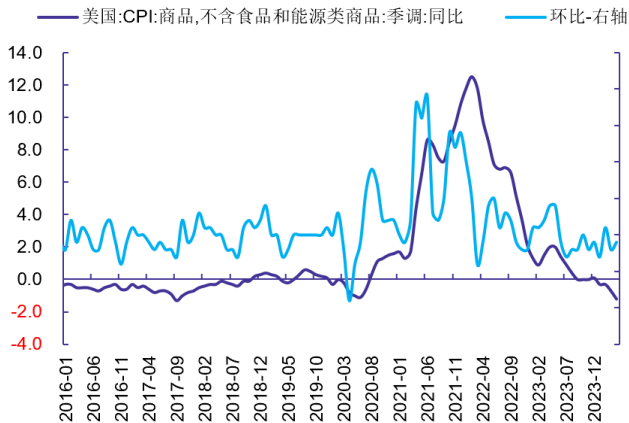
图 16：PPI 对消费者价格的传导已经有所反映



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

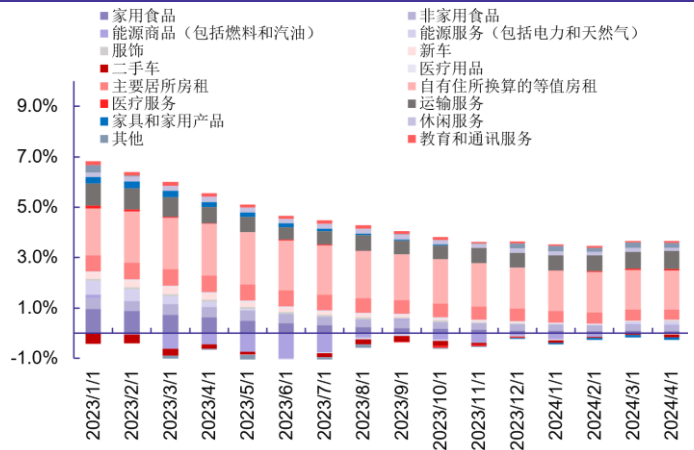
4月消费者价格指数（CPI）同比增速从3月的3.5%降至3.4%，符合3.4%的市场预期；剔除能源和食品的核心CPI同比从前值3.8%降低至3.6%，同样符合预期。季调环比方面，CPI和核心CPI增速缓和至0.3%。主要项目中食品价格稳定，能源价格回升幅度有限，核心商品延续通缩，居住成本降幅改善，而核心服务价格稍有缓和，可以为二、三季度通胀的缓慢降低提供信心。未来可能有两个因素带动通胀缓慢下行，支持两次降息：（1）高利率环境下私人部门需求和劳动市场的逐步弱化；（2）市场此前显著压缩降息预期后金融条件的收紧和投融资预期的改变；（3）通胀中以居住成本、运输服务中的机动车保险以及金融服务为代表的滞后项目依然存在同比进一步回落的空间。因此，我们维持2024年CPI同比增速中枢3.1%的判断和年内两次降息的预期，而四季度通胀的潜在回升也令美联储警惕；目前倾向于认为劳动市场的弱化对失业率的抬升更可能成为触发降息的理由。

图 17: CPI 商品延续通缩 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

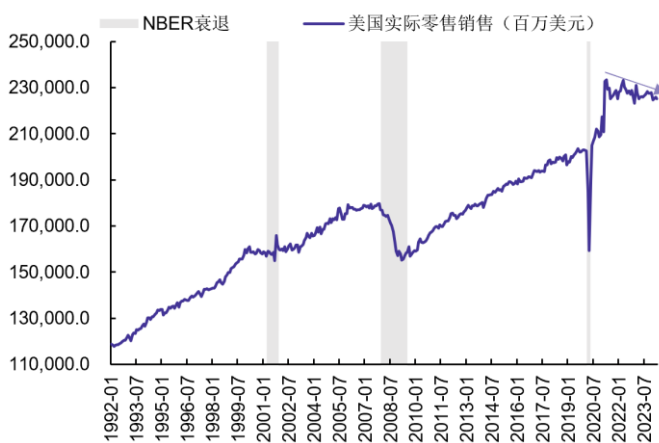
图 18: CPI 中服务部分的滞后项有望进一步降低 (%)



资料来源: BLS, 中国银河证券研究院

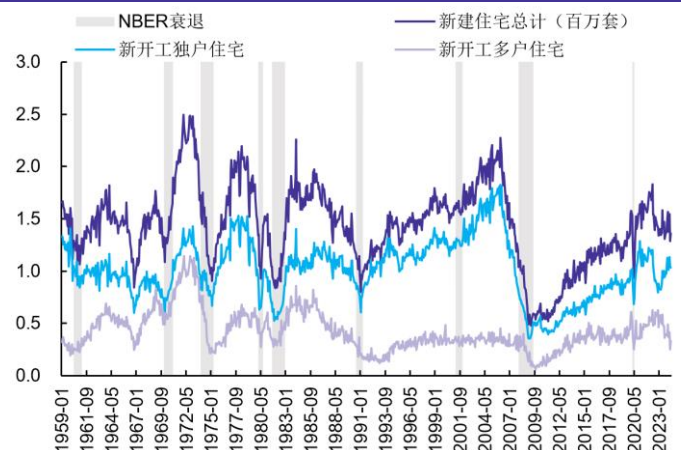
其他方面,美国 4 月零售销售表现不及预期,季调后环比仅增 0.02%,同比为 3.04%。整体上,商品类销售依然较弱,反映高利率和超额储蓄耗尽的情况下商品需求不足。通胀调整后,零售销售同比依然维持轻微负增长,绝对值也位于下行路径,这表明美国经济可能仍在进一步缓慢弱化中,劳动市场和消费可以带来“软着陆”。地产数据方面,美国新建住宅总数 4 月为 136 万套(前值 129 万套),其中独户住宅 103 万套,多户住宅 33 万套;营建许可降低至 144 万套(前值 149 万套)。30 年抵押贷款利率依然在 7% 上方的情况下,房地产市场的需求较弱,供给也没有明显改善(尽管新独栋住宅建设有所上升)。供需双弱的格局下,房价还在上行,ZHVI 的 4 月同比增速升至 4.34%,而 Case-Shiller 在 2 月已经达到 6.38%,这意味着通胀的居住成本项目在 2024 年 4 季度和 2025 年面临回升的压力。

图 19: 美国实际零售销售整体弱化



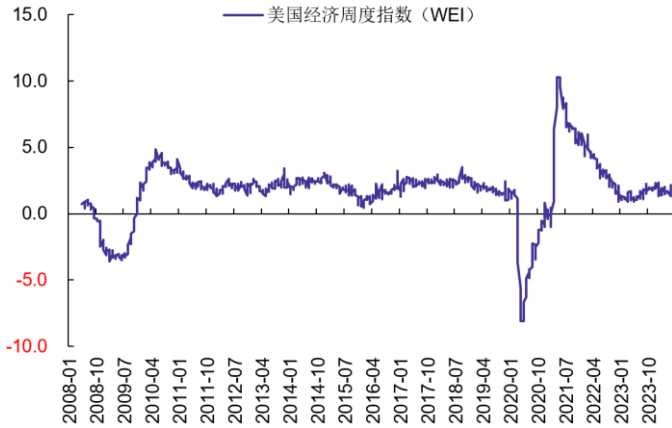
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 20: 新建住宅依然以独户为主



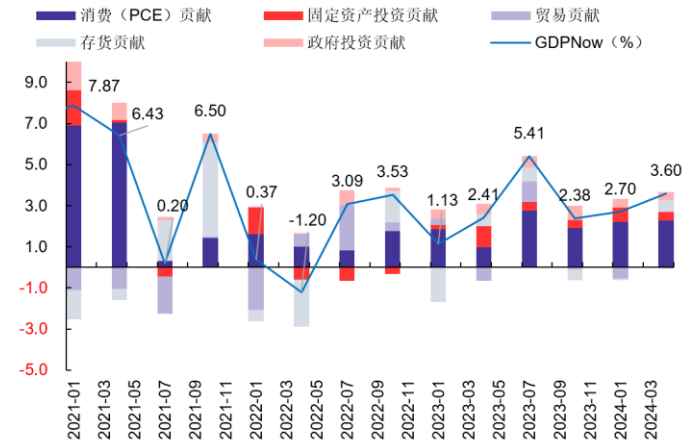
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 21: 美国经济周度指数 5 月 11 日为 2.2%左右



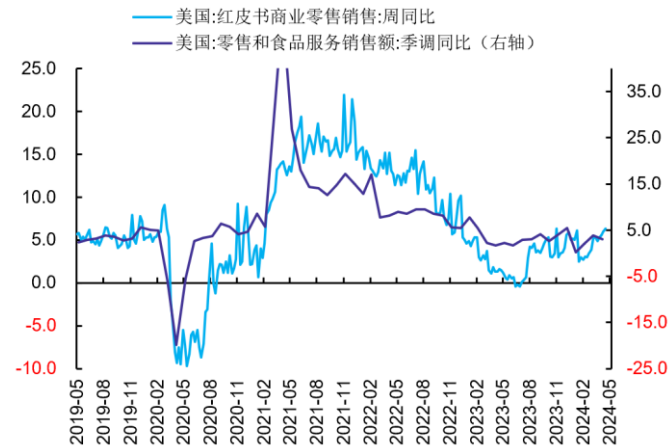
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 22: GDPNow 预测美国二季度实际经济环比折年增长 3.6%



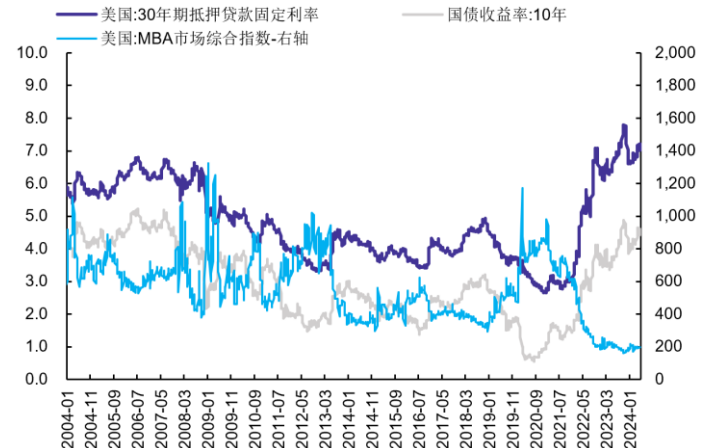
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 23: 美国红皮书商业零售显示消费回升 (%)



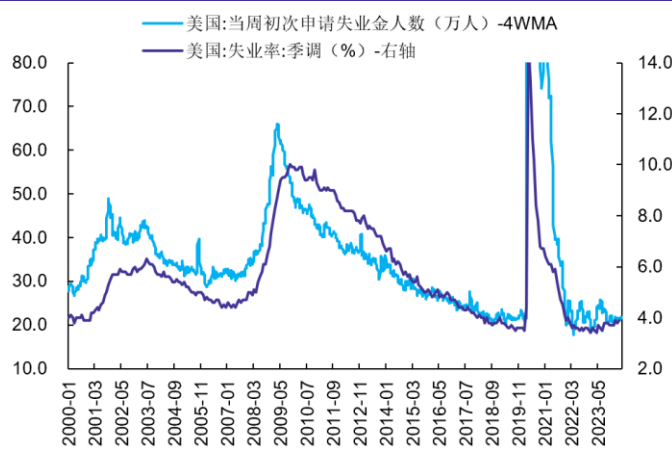
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 24: 抵押贷款利率仍维持在 7% 以上 (%)



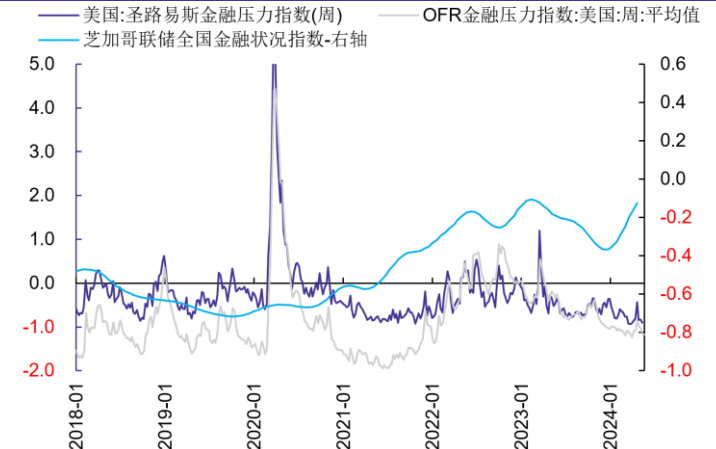
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 25: 失业金初请人数 22 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: 部分金融条件指数边际放松



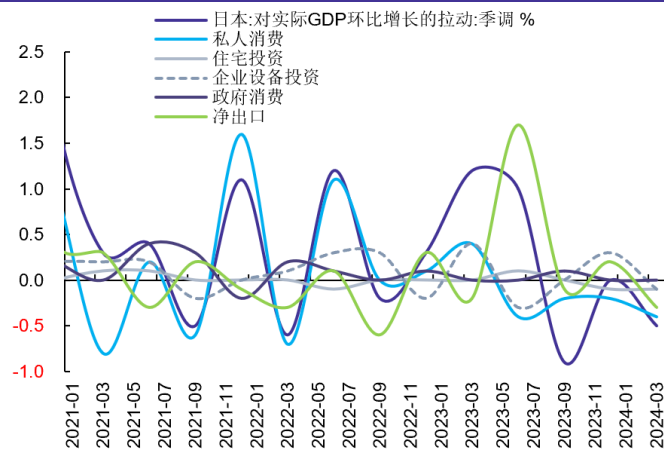
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

三、日本一季度 GDP 不及预期加剧日元疲态

尽管美国通胀数据的弱化使美元指数回落，日元却在当周延续弱势，在美日利差的基础上，美日经济差的扩大也成为不利于日元的理由；经济偏弱的表现也令日央行平衡增长和汇率的难度加大，年中加息仍然概率较低。

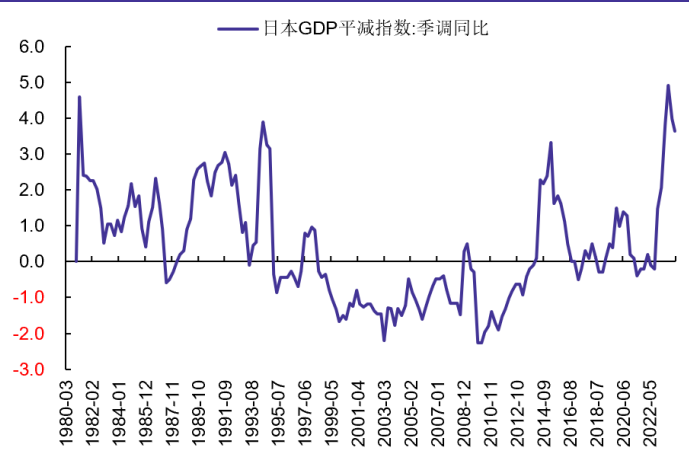
日本近期的良性“薪资-物价”螺旋并未在一季度 GDP 中体现，其非折年季调环比负增长 0.5%，为 2023 年三季度以来第二次负增长。其中，私人消费、住宅投资、企业设备投资和净出口环比均负增长，体现出日本经济恢复程度不及预期，也制约了日本当局通过货币政策防止汇率进一步贬值的能力。在四月末五月初的汇率干预后，日央行行长植田和男表示会审视近期疲弱的日元以指导货币政策，但居民消费和企业投资数据显示经济仍需呵护，6 月再度加息的概率降低。

图 27：日本一季度经济数据全面不及预期



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 28：日本通胀中长期接近 2%的希望提升（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、下周看什么？

5 月 20-26 日将公布包括 4 月新房销售和 3 月房价指数在内的地产数据，美联储 5 月 FOMC 纪要也将公布。在上述数据难以扭转美联储降息预期的情况下，市场预计仍会交易短期回落和制造业改善的逻辑，贵金属和业金属可能也仍会延续较好的表现。

宏观日历

日期	事件或数据
5月20日(周一)	1. 中国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)	-
5月27日(周一)	1. 中国4月规模以上工业企业利润
5月28日(周二)	1. 美国3月FHFA房价指数、S&P/CS20座大城市房价指数 2. 美国5月谘商会消费者信心指数
5月29日(周三)	-
5月30日(周四)	1. 欧元区4月失业率 2. 欧元区5月工业景气指数、经济景气指数
5月31日(周五)	1. 中国5月官方制造业PMI 2. 欧元区5月CPI 3. 美国4月核心PCE
6月1日(周六)	-
6月2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