



# PCE 通胀降温下美债收益率为何上行？

——海外宏观周报（6月24日-30日）

2024年07月1日

- 全球宏观和市场：**截至6月30日当周，在拜登于美国首场总统候选人辩论表现不佳、美国 PCE 通胀进一步回落、法国政治延续震荡的情况下：（1）美元指数当周维持 105.8427，在欧元和日元偏弱下继续高位；（2）美国国债收益率曲线抬升，长端债券收益率的显著上行主要体现对特朗普当选概率增大和财政继续扩张的定价，10 年期美债当周升 13.5BP 至 4.392%；（3）道指和标普 500 指数小幅下跌，纳斯达克指数略涨。（4）黄金震荡，白银价格小幅下跌，铜进一步下行。从全球主要股指来看，当周主要股指涨幅居前的有日经 225 指数、印度 SENSEX30 指数、俄罗斯 MOEX 指数、韩国综合指数和纳斯达克指数，其他主要股指下跌；跌幅居前的有创业板指数、恒生（科技）指数、沪深 300 指数、英国富时 100 指数等。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卢布、澳元、印度卢比、欧元和加元等；日元、瑞郎、新西兰元、人民币等下跌。从重要商品来看，当周涨幅居前的有 SHFE 锌、石油石化行业、CZCE PTA、NYMEX 原油等；跌幅居前的有 NYMEX 天然气、煤炭、COMEX 铜、钢铁等。从花旗经济意外指数来看，中美欧经济表现较预期均小幅下滑，新兴市场略有改善。全球地缘政治风险指数回升，处于偏高位置。
- 美国：PCE 通胀下行，总统辩论引发对特朗普上台后的赤字担忧：**一方面 PCE 通胀数据下行幅度略强于预测导致市场没有缩减美联储年内的降息预期，但另一方面特朗普入主白宫概率的显著上升对应着更显著的财政赤字扩张风险，因此美债长端收益率的显著回升。美国经济短期的需求下行程度依然偏缓，下半年超预期的财政净支出和不弱的薪资增长依然限制美联储降息的空间。6月27日的首场辩论对关注者来说主要可以观测两位总统候选人的身体与精神状态和临场反应。现任总统拜登在与特朗普本次的“唇枪舌剑”中可能处于劣势，主要源于两方面的问题：（1）拜登的辩论的整体状态不佳；（2）辩论策略和技巧逊于特朗普。5月 PCE 通胀数据的表现略好于预期，其名义和核心同比增速分别为 2.56% 和 2.57%，环比分别为 -0.01% 和 0.08%。具体来看，商品同比增速再度进入负增长区间，食品和服装价格稳定，能源产品环比负增长；服务价格同比增长 3.92%，居住成本增速同比 5.45%，但环比 0.36% 较一季度缓和，未来有继续缓慢降低的空间。通胀在三季度有望继续回落。
- 法国选举动荡导致欧元的持续弱势：**出口民调显示，勒庞领导的极右翼政党国民联盟(RN)在6月30日举行的法国议会选举中赢得了第一轮，但最终结果将取决于7月7日第二轮选举前的政治交易。法国10年期国债收益率在此前进一步上行，与德债利差扩大至欧债危机以来的高点，伴随股市的显著下跌。欧央行官员目前表示政治风险导致对于法债的出售并非无序，因此暂时不会启用传导保护计划(TPI)等工具；不过资者对欧洲政坛“右倾”风险十分警惕。鉴于欧央行货币政策转向不久，利率下行对经济的提振还未显现，短期欧洲经济偏弱和政坛动荡可能使欧元持续弱势，叠加近期日元的疲软，对强美元指数的支撑延续。
- 下周看什么？**7月1日-7日将公布美国6月劳动市场数据和 ISM 的 PMI 数据等。美国劳动市场数据对于市场能否维持9月首次降息的预期较为重要，在失业率继续缓慢上行的情况下，美联储依然有年内降息的理由；新增非农就业近期偏强且波动较大，需要结合家庭调查和季度就业薪资调查(QCEW)来综合评判。我们仍认为美国劳动市场在缓慢降温过程中，年内出现降息还是基准情况。

## 分析师

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

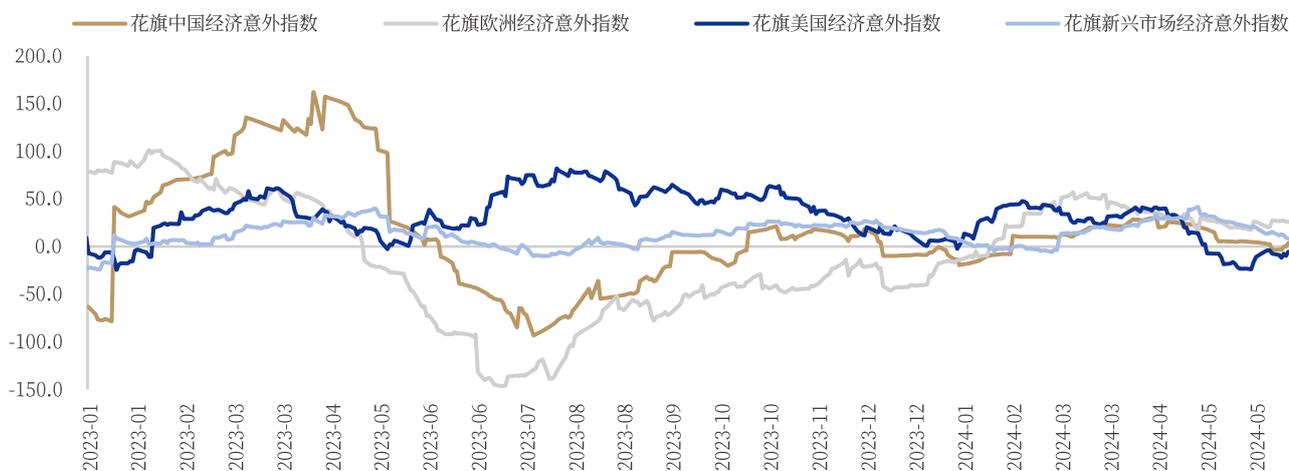
## 一、全球宏观和市场

截至 6 月 30 日当周，在拜登于美国首场总统候选人辩论表现不佳、美国 PCE 通胀进一步回落、法国政治延续震荡的情况下，市场一方面维持了美联储年内降息的预期，另一方面也开始定价特朗普重回白宫对通胀和财政的刺激，而美元在欧元和日元的持续弱势下保持高位。(1) 美元指数当周维持 105.8427 的高位；(2) 美国国债收益率曲线抬升，除了经济数据尚具有一定韧性外，长端债券收益率的显著上行主要体现对特朗普当选概率增大和财政继续扩张的定价，10 年期美债当周升 13.5BP 至 4.392%；(3) 道指和标普 500 指数小幅下跌，纳斯达克指数略涨。(4) 黄金震荡，白银价格小幅下跌，铜进一步下行。

从全球主要股指来看，当周主要股指涨幅居前的有日经 225 指数、印度 SENSEX30 指数、俄罗斯 MOEX 指数、韩国综合指数和纳斯达克指数，其他主要股指下跌；跌幅居前的有创业板指数、恒生（科技）指数、沪深 300 指数、英国富时 100 指数等。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卢布、澳元、印度卢比、欧元和加元等；日元、瑞郎、新西兰元、人民币等下跌。从重要商品来看，当周涨幅居前的有 SHFE 锌、石油石化行业、CZCE PTA、NYMEX 原油等；跌幅居前的有 NYMEX 天然气、煤炭、COMEX 铜、钢铁等。

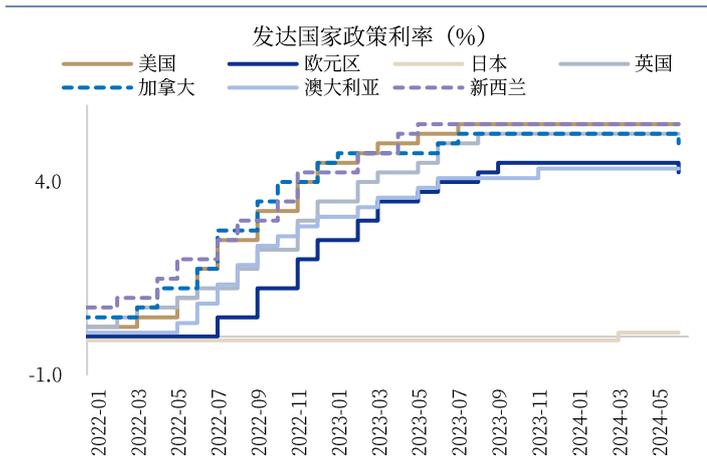
从花旗经济意外指数来看，中美欧经济表现较预期均小幅下滑，新兴市场略有改善。全球地缘政治风险指数继续回升，处于偏高位置。

图1：花旗经济意外指数（%）



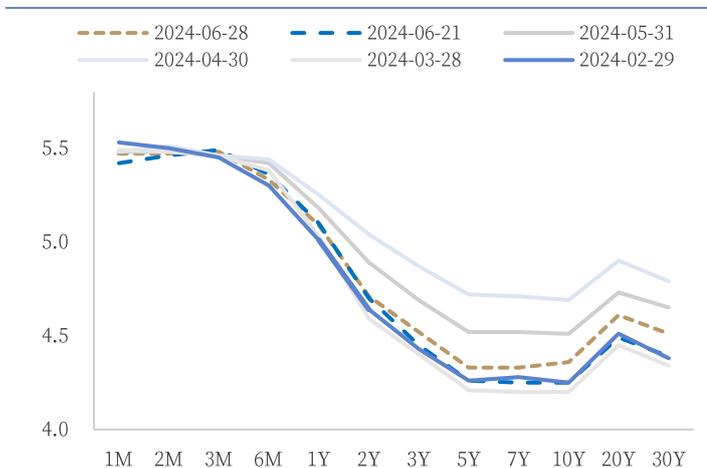
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2: 重要发达经济体政策利率变化 (%)



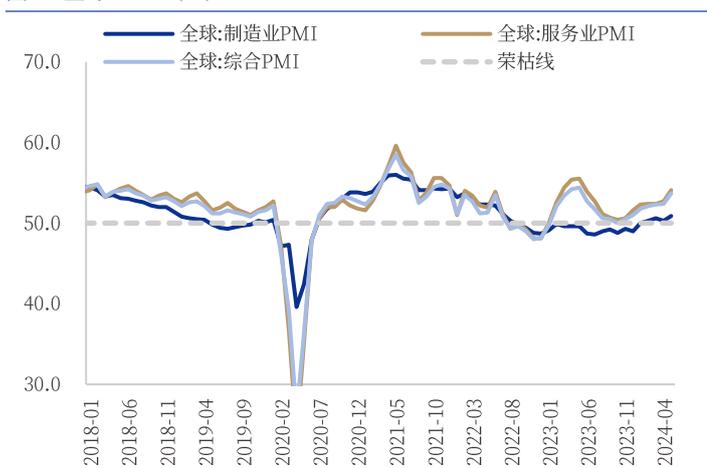
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 美国国债收益率曲线 (%)



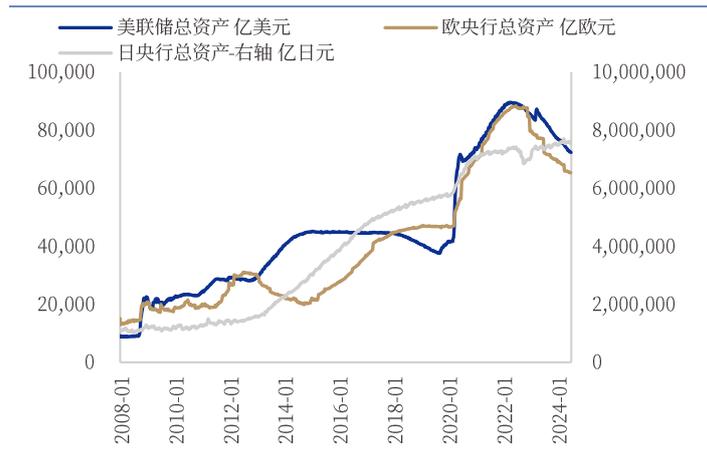
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 全球 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 美欧央行资产规模



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 美联储流动性监测



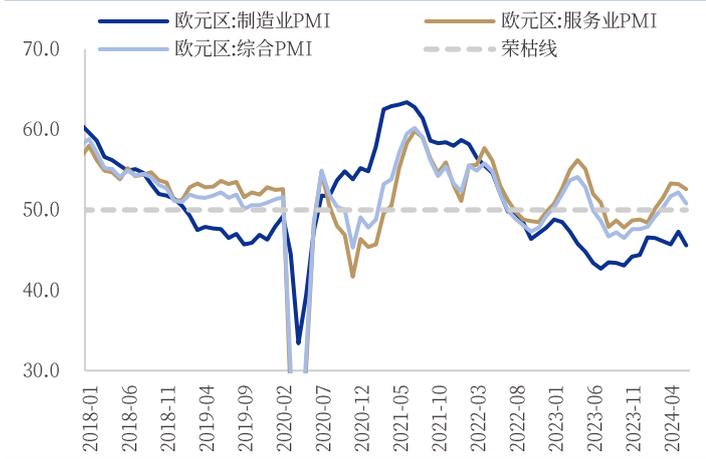
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: Markit 美国 PMI (%)



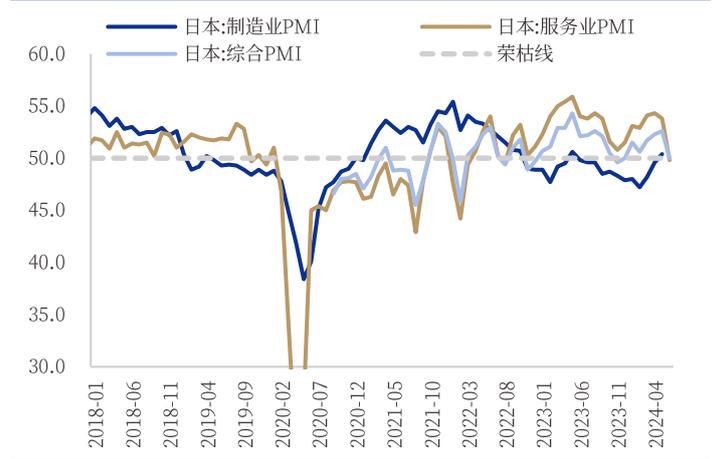
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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 (%)



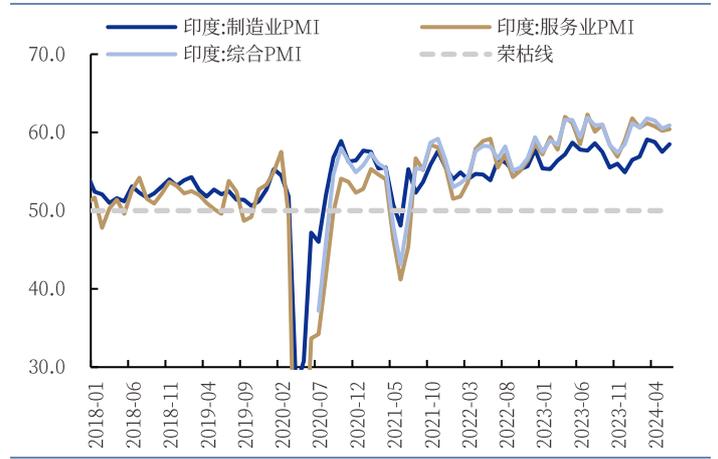
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 中国 PMI (%)



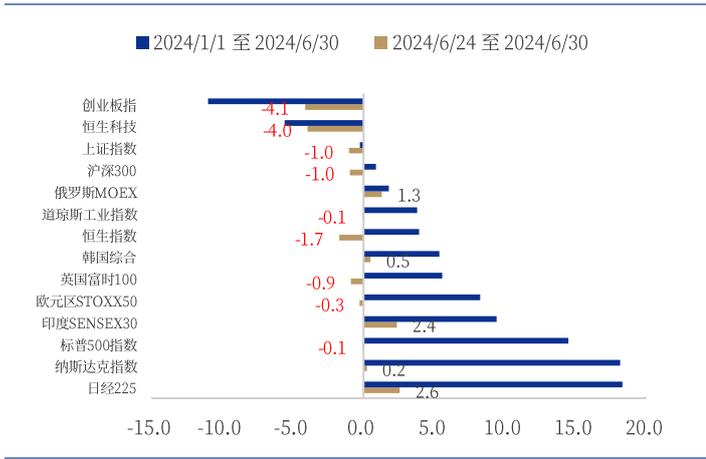
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 印度 PMI (%)



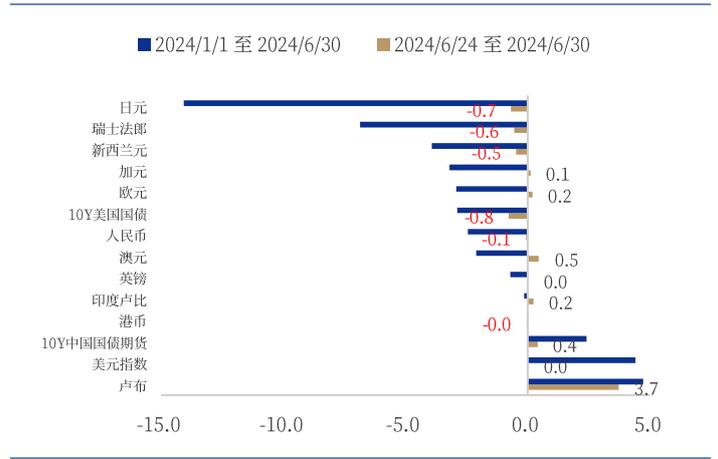
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 全球主要股指变动 (年初至今及当周%)



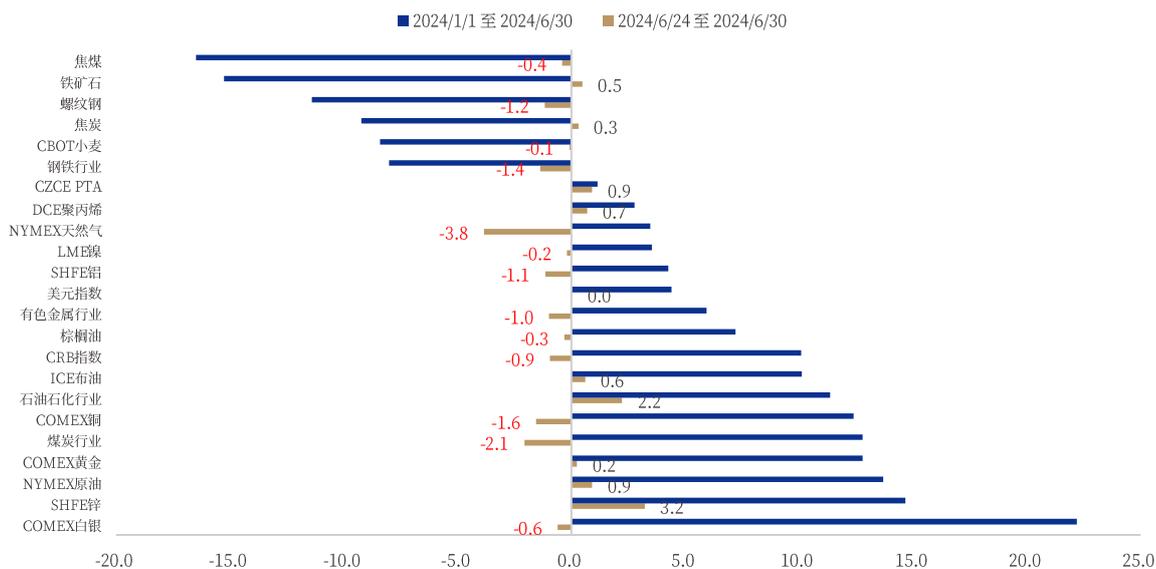
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 全球主要货币汇率变动 (年初至今及当周%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 全球主要商品变动 (年初至今及当周%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、美国：PCE 通胀下行，但总统辩论引发赤字担忧

6月24-30日当周，美国公布了PCE消费和通胀数据、咨商会消费者信心指数和新房销售等数据；同时，美东时间周四晚也举行了首场2024年总统候选人辩论，拜登不佳的表现明显降低了其连任的希望，市场也开始进一步定价特朗普重回白宫的可能。从市场反应来看，一方面PCE通胀数据下行幅度略强于预测导致市场没有缩减美联储年内的降息预期，但另一方面特朗普入主白宫概率的显著上升对应着更显著的财政赤字扩张风险，因此美债长端收益率的显著回升。美国经济短期的需求下行程度依然平缓，下半年超预期的财政净支出和不弱的薪资增长依然限制美联储降息的空间；虽然三季度通胀具备下行基础，但从中期考虑，“大财政”背景下通胀中枢上移的风险仍在。

在PCE通胀数据于周五公布前，周四晚间的总统候选人辩论对市场预期产生了显著的影响。美国现任总统拜登和前总统特朗普在首场辩论中交锋，并回答了有关经济、关税、地缘冲突、民生等17个问题。由于主要候选人在辩论前就早已对主要问题充分表达了各自的观点，6月27日的首场辩论对关注者来说主要可以观测两位总统候选人的身体与精神状态和临场反应。现任总统拜登在与特朗普本次的“唇枪舌剑”中可能处于劣势，主要源于两方面的问题：(1) 拜登的辩论的整体状态不佳，降低公众对其身体和精神状况的信心；(2) 本场辩论中特朗普采取了“以我为主”的策略以不停强调自身观点和叙事，干扰辩论的议程，而拜登更加直接的回答主持人并跟随特朗普的叙事进行驳斥的策略使他长期处于特朗普引导的议程框架中。媒体也对拜登的首场表现不乐观，尽管也有部分媒体批评了特朗普散布不实信息，但总体也倾向于拜登目前处于劣势。辩论结束后，彭博数据显示拜登的赔率暴跌至36%，而特朗普的赔率则上升至58%。

因此，尽管周五公布的PCE数据显示通胀还有进一步回落的空间，10年期美债收益率却上行10.3BP至4.392%，体现投资者对特朗普胜率加大的定价。经济方面，特朗普实施“减税+大财政”的概率更高，他目前宣称如果当选，将对所有进口商品征收10%的新关税，把美国企业的税率从21%降至20%、并取消休闲和酒店服务人员的小费工资税；对移民的限制也可能加剧美国服务业的供给不足问题；同时，考虑到特朗普上一任期的赤字率从2016年的3.1%扩张至2019年的4.6%（2020年由于

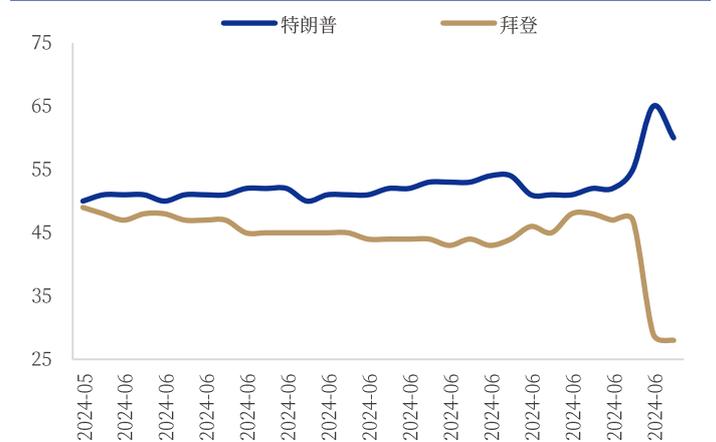
疫情则为二战以来最高的 14.7%)，其大概率会进行持续的财政扩张并导致美国通胀中枢更明显的上移，这也是近期 16 位诺贝尔经济学奖得主联名警告特朗普可能“重燃通胀”的原因。

图15: 美国赤字率将持续增加, 但特朗普可能加剧赤字



资料来源: Wind, Fred, 中国银河证券研究院

图16: 2024 美国大选候选人赔率 (%)

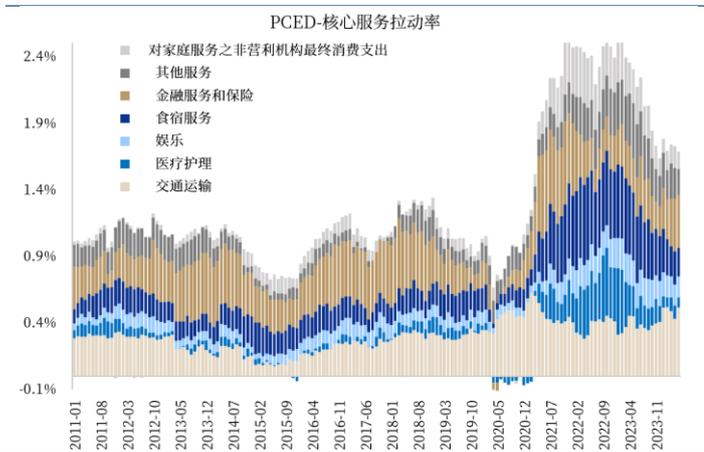


资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究院

PCE 通胀数据的顺利下行可以加强美联储年内降息的信心，在消费缓慢放缓的情况下，小幅的预防性降息有利于经济软着陆。5 月 PCE 通胀数据的表现略好于预期，其名义和核心同比增速分别为 2.56% 和 2.57%，环比分别为-0.01%和 0.08%。具体来看，商品同比增速再度进入负增长区间，其中耐用品价格负增长-3.20%，车辆、家具和娱乐商品等均在通缩；非耐用品同比增 1.57%，食品和服装价格稳定，能源产品环比负增长 3.41%为 PCE 通胀回落做出贡献。服务价格同比增长 3.92%，居住成本增速同比仍高达 5.45%但环比 0.36%较一季度缓和，未来有继续缓慢降低的空间；除交通运输和食宿服务外的服务项目环比均出现轻微负增长，这有利于服务通胀进一步降温。整体上，我们仍然认为通胀在三季度有进一步下行的空间，虽然能源价格的波动将形成一定干扰，但其下行趋势没有发生变化。同时，取决于居住成本统计的问题，四季度通胀从低位回升的风险依然不容忽视。

地产数据方面，新房销售环比萎缩，库存进一步积累，但地产市场在成屋供给低迷的情况下依然处于总供给不足；新房的累库不利于住宅投资。美国 5 月新建住房销售折年数从 69.8 万套的前值降低至 61.9 万套，库销比升至 9.31，为 2022 下半年以来的新高。地产市场整体处于销售下行而库存上升的状态，不过从加权总库销比来看，整体库存依然处于历史正常水平。地产市场的核心矛盾没有改变，即高利率下需求偏弱和成屋供给的不足持续形成供需双弱的格局，同时小量的高价成交还在推升房价涨幅。在美联储降息之前，地产市场可能难有明显起色。

图17: 核心服务部分略有降低, 具备继续下行的基础



资料来源: BEA, 中国银河证券研究院

图18: 不同分项对 PCE 通胀的拉动率显示价格增速延续降温



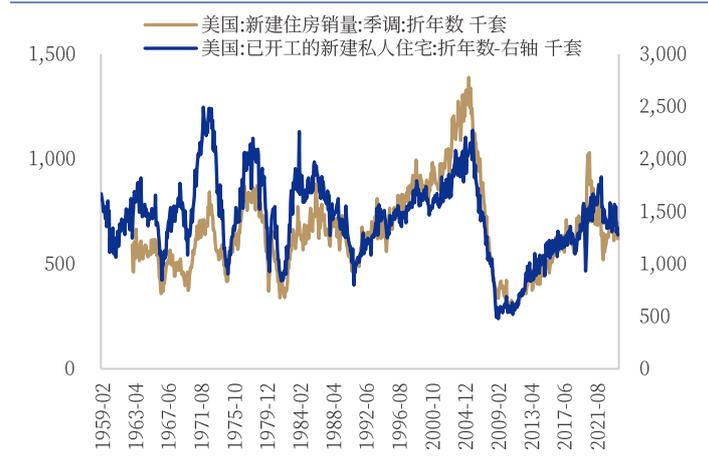
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 新房库销比继续回升, 不利于新建住宅投资



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 销售不振可能继续压制新住宅开工



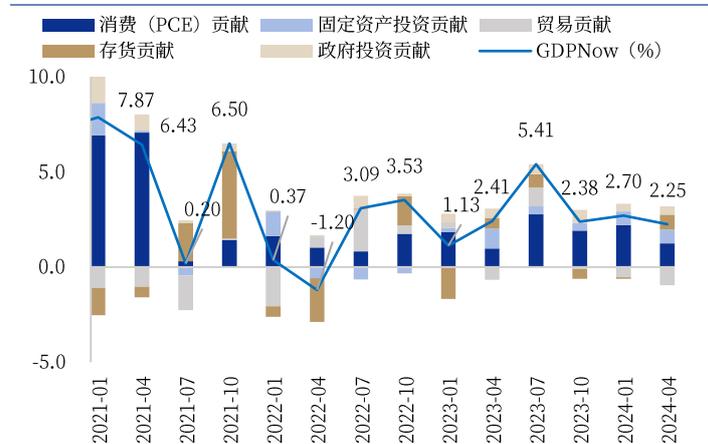
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 美国经济周度指数 6 月 22 日为 2.5%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 2.2%



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名义消费有望在 3%左右 (%)



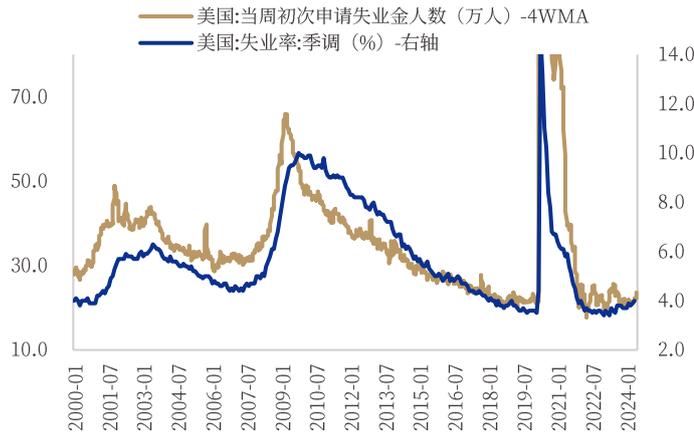
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 抵押贷款利率 6 月 20 日为 6.87%左右 (%)



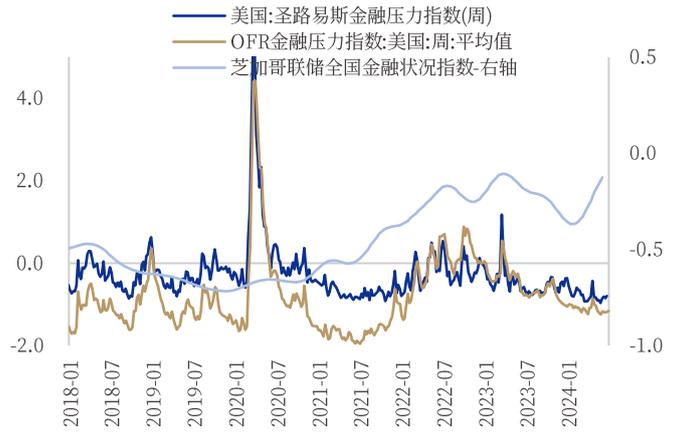
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: 失业金初请人数 23.6 万人左右, 失业率缓慢上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 金融条件指数整体仍相对宽松



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

### 三、法国选举动荡导致欧元的持续弱势

法国政治风险引发的欧洲市场动荡仍在继续，法国股市显著下跌后国债收益率也出现飙升；在欧央行降息且欧洲经济与政治前景动荡之下，欧元兑美元的弱势保持，支撑强美元。出口民调显示，勒庞领导的极右翼政党国民联盟(RN)在 6 月 30 日举行的法国议会选举中赢得了第一轮，但最终结果将取决于 7 月 7 日第二轮选举前的政治交易。国民联盟料赢得约 34% 的选票，法国预计将处于悬浮议会的状态。马克龙一党的支持率略好于此前预期，但右翼势力的显著优势无疑令马克龙面临重大挫折。由于暂时还难以从第一轮选举中看出国民联盟能否和亲欧盟的马克龙组建政府“共存”，不确定性依然笼罩市场。法国 10 年期国债收益率进一步上行，与德债利差扩大至欧债危机以来的高点，伴随股市的显著下跌。欧央行官员目前表示政治风险导致对于法债的出售并非无序，因此暂时不会启用传导保护计划 (TPI) 等工具；不过资者对欧洲政坛“右倾”的评估指向风险的扩大。鉴于欧央行货币政策转向不久，利率下行对经济的提振还未显现，短期欧洲经济偏弱和政坛动荡可能使欧元持续弱势，叠加近期日元的疲软，对强美元指数的支撑延续。

图27: 法德国债利差继续扩大 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 南欧国债收益率暂时稳定 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 四、下周看什么？

7月1日-7日将公布美国6月劳动市场数据和ISM的PMI，而欧元区将迎来6月价格数据以及5月失业率和零售销售数据等。美国劳动市场数据对于市场能否维持9月首次降息的预期较为重要，在失业率继续缓慢上行的情况下，美联储依然有年内降息的理由，新增非农就业近期偏强且波动较大，需要结合家庭调查和季度就业薪资调查（QCEW）来综合评判。我们仍认为美国劳动市场在缓慢降温过程中，年内出现降息还是基准情况。

## 五、宏观日历

日期	事件或数据
7月1日（周一）	1. 中国6月财新制造业 PMI 2. 美国6月ISM制造业 PMI 3. 欧元区6月制造业 PMI 终值
7月2日（周二）	1. 欧元区6月CPI 2. 欧元区5月失业率 3. 美国5月JOLTs 职位空缺
7月3日（周三）	1. 中国6月财新服务业 PMI 2. 欧元区5月PPI 3. 美国6月ADP 就业人数
7月5日（周五）	1. 欧元区5月零售销售率 2. 美国6月失业率、季调后非农就业人口
7月7日（周日）	1. 中国6月外汇储备
7月8日（周一）	1. 美国6月纽约联储1年通胀预期
7月10日（周三）	1. 中国6月CPI年率 2. 美国至7月5日当周EIA 原油库存

7月11日（周四）	1. 美国6月未季调CPI年率、6月季调后CPI月率 2. 美国至7月6日当周初请失业金人数
7月12日（周五）	1. 美国6月PPI年率、月率、7月一年期通胀率预期

资料来源: Wind, 金十数据, 中国银河证券研究院

## 六、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

## 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，香港市场以恒生指数为基准。	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	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

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn