

2021年03月14日

固定收益研究

研究所

证券分析师:  
021-68930187  
联系人 :  
021-60338175

靳毅 S0350517100001  
jiny01@ghzq.com.cn  
吕剑宇 S0350119010018  
lvjy@ghzq.com.cn

## CPI、PCE、核心CPI、核心PCE，美联储更加关注谁？

### ——海外宏观周报（20210308-20210314）

#### 投资要点：

##### ■ CPI、PCE、核心CPI、核心PCE，美联储更加关注谁？

根据我们先前对核心CPI趋势的预测，2022年初受商品价格上涨与房租价格上涨的推动，美国核心CPI进入快速上行通道，很可能突破2%的目标水平（房租价格快速上行时，核心PCE上行速度落后于核心CPI），彼时距离美国CPI突破2%已有三个季度，将会是美联储收紧货币政策的时间窗口。

##### ■ 上周新公布重要数据

欧盟公布2020年第四季度欧元区GDP，同比降低5%，预期值为0.9%

美国2月CPI同比增加1.7%，同比增速较上月增加1.4个百分点，环比增速为0.4%；核心CPI同比增加1.3%，同比增速较上月降低0.1个百分点，环比增加0.1%；2月PPI同比增加2.8%，较上月增加1个百分点，环比录得0.5，较上月降低0.8个百分点。

##### ■ 美联储基准利率预期 截至3月14日，联邦基金基准利率期货隐含加息预期有所下降，今年4月份、6月份、9月份、11月份、12月份加息至25-50BP的概率均为4.17%。

##### ■ 疫情方面 主要国家单日确诊持续下降。疫苗接种方面，以色列和阿联酋每百人注射剂量依旧最高，分别达102.15剂和60.63剂。美国和英国的百人接种率紧随其后，分别达31.84剂和37.75剂。

##### ■ 风险提示 金融市场系统性风险、新冠疫情变化。

## 1、CPI、PCE、核心CPI、核心PCE，美联储更加关注谁？

尽管美联储将2%定为长期通胀目标，但哪一个指标能更大程度上代表美国通胀情况，能够提示美联储的货币紧缩措施，美联储表态并不明确。为此我们梳理了2000年之后，美联储开启两次加息周期，加上停止3次QE，共5次货币紧缩措施时的通胀背景。具体来看：

2004年6月，美联储进行互联网泡沫破灭之后的首次加息。在加息前一个月，美国PCE指数同比增速上行至2%，核心CPI仅为1.7%，而CPI与PCE双双超过2%已有3个月。

2008年12月，美联储停止金融危机期间的首次QE，同时降息至0利率。此时核心CPI、核心PCE均处于下行通道，CPI、PCE更跌至0附近。美联储停止QE1的主要考量，是将QE这种对冲金融危机的应急手段，转换为更加长期的零利率刺激，通胀问题不在考量范围之内。

2011年7月，美联储停止QE2。彼时核心CPI接近2%（2011年8月达到2%），核心PCE为1.74%仍较低。CPI与PCE则分别在6个月与5个月前超过2%。

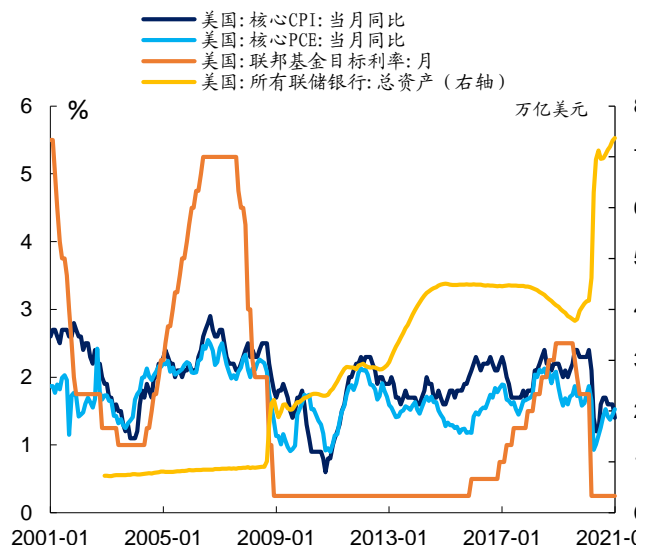
2014年11月，美联储停止QE3。彼时核心CPI为1.7%，但曾经于2014年5月短暂达到过2.0%，11月核心PCE仅为1.45%。受2014年油价大跌的影响，CPI与PCE均处于下行通道。

2015年12月，美联储进行了金融危机之后的首次加息。彼时核心CPI为2.1%，核心PCE仅为1.18%，而受低能源价格的影响，CPI与PCE均位于1%以下。

表 1：2000 年以来美联储货币紧缩时通胀同比增速（%）

操作	时间	CPI	PCE	核心CPI	核心PCE
加息	2004.6	3.30	2.91	1.90	2.13
停止QE1	2008.12	0.10	0.31	1.80	1.35
停止QE2	2011.7	3.6	2.89	1.8	1.74
停止QE3	2014.11	1.3	1.13	1.7	1.45
加息	2015.12	0.7	0.35	2.1	1.18

图 1：2000 年以来美联储政策利率、总资产与美国核心通胀走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

资料来源：WIND、国海证券研究所

综合来看，美联储更为关注核心通胀指标。金融危机前，美联储对核心 PCE 的关注更多，而金融危机之后，从停止 QE2、QE3 与 2015 年加息的情况来看，核心 CPI 重新回归美联储的视野。但同时也需要注意 CPI、PCE 较长期（6 个月以上）超过 2% 水平时，对美联储决策的影响。

根据我们先前对核心 CPI 趋势的预测，2022 年初受商品价格上涨的推动，美国核心 CPI 进入快速上行通道，很可能突破 2% 的目标水平（房租价格快速上行时，核心 PCE 上行速度落后于核心 CPI），彼时距离美国 CPI 突破 2% 已有三个季度，将会是美联储收紧货币政策的时间窗口。

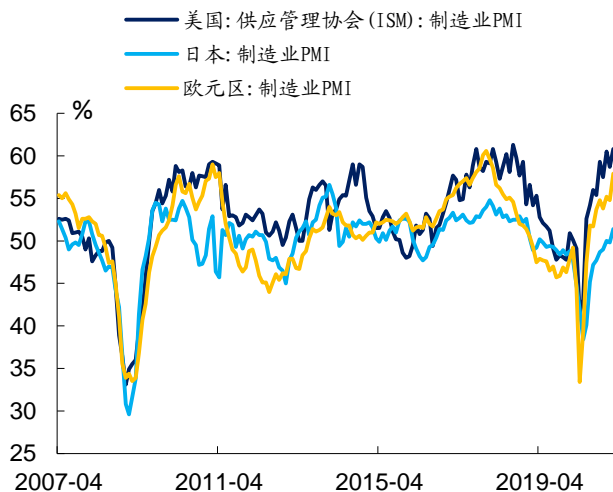
## 2、全球经济指标追踪

### 2.1、生产情况

2 月份，美国制造业 PMI 录得 60.80，较上月上升 2.10；欧元区制造业 PMI 录得 57.90，较上月上升 3.10；日本制造业 PMI 录得 51.40，较上月上升 1.60。

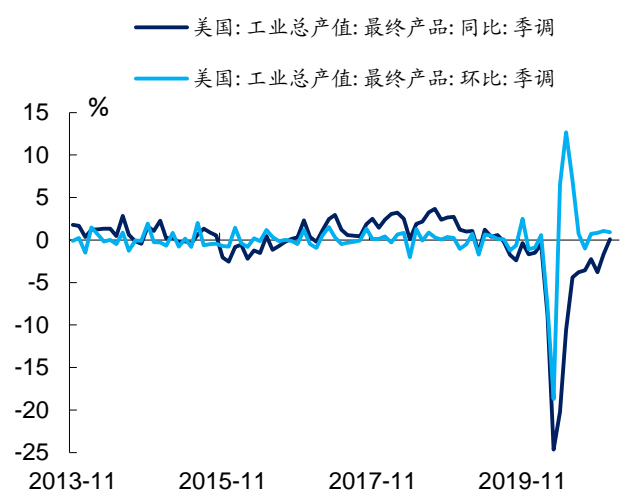
1 月份，美国工业总产值同比增加 0.11%，增速较上月增加 1.78 个百分点，环比录得 0.93%。

图 2：美日欧制造业 PMI



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 3：美国工业总产值



资料来源：WIND、国海证券研究所

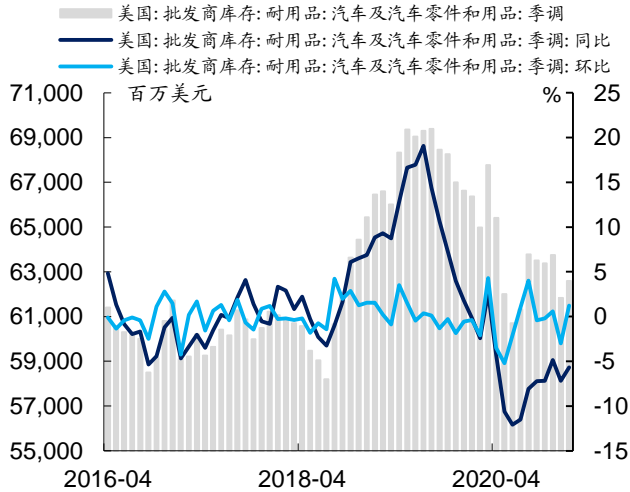
### 2.2、库存情况

1 月份，美国汽车及零件批发商库存同比下降 5.69%，增速较上月上升 1.51 个

百分点，环比增加 1.24%，较上月增加 4.25 个百分点。

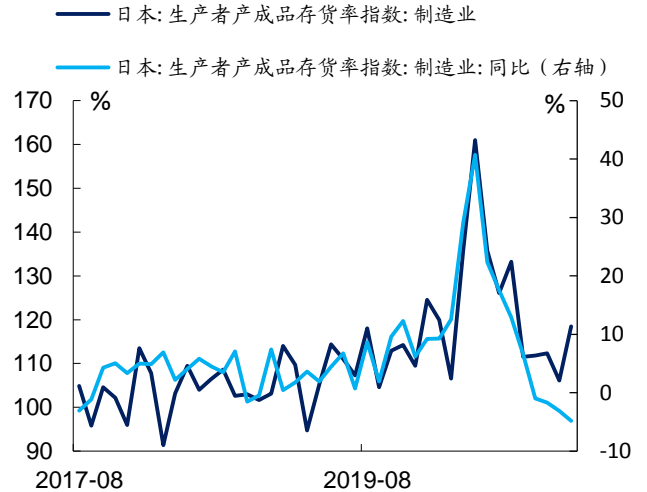
1 月份，日本产成品存货率指数方面，录得 118.50，较上月增加 12.40，同比增速为-4.82%，较上月下降 1.71 个百分点。

图 4: 美国汽车及零件批发商库存情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 5: 日本产成品存货率情况



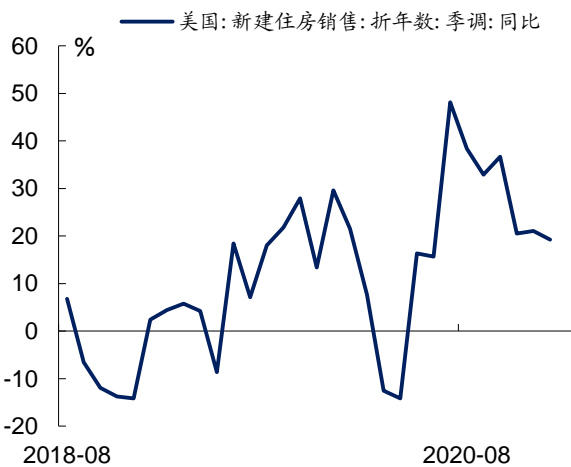
资料来源：WIND、国海证券研究所

## 2.3、需求与消费情况

1 月份，美国新建住房销售同比增长 19.25%，较上月增速下降 1.82 个百分点。

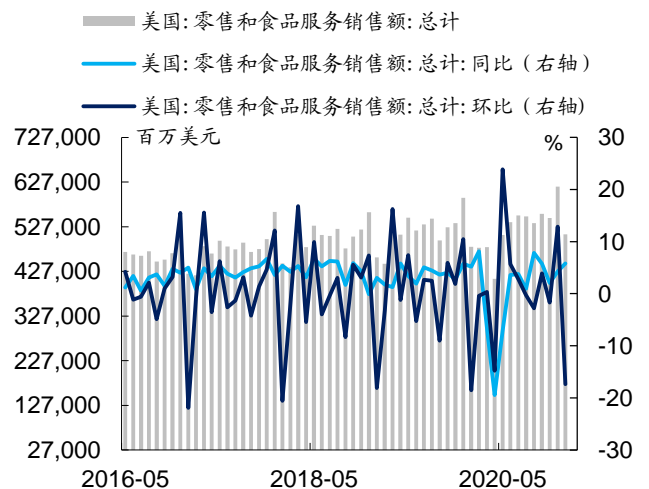
1 月份，美国零售和食品服务销售额录得 5098.02 亿美元，同比增速录得 5.80%，较上月增加 1.53 个百分点；环比减少 17.33%，较上月下降 30.20 个百分点。

图 6: 美国新建住房销售同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 7: 美国零售和食品服务销售情况



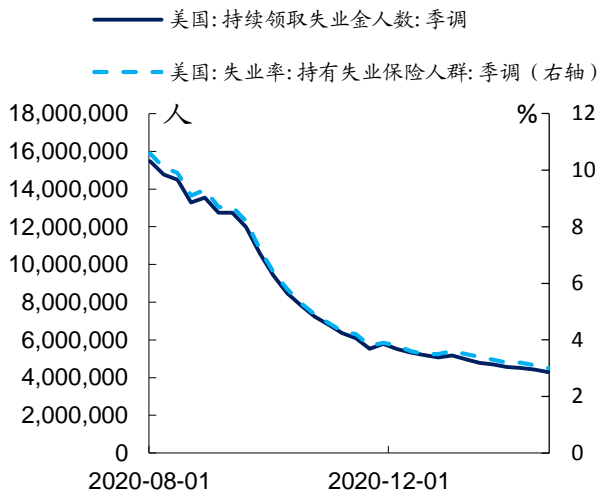
资料来源：WIND、国海证券研究所

## 2.4、就业情况

2月27日,美国持续领取失业金人数录得414.4万人,较上周减少19.3万人次。

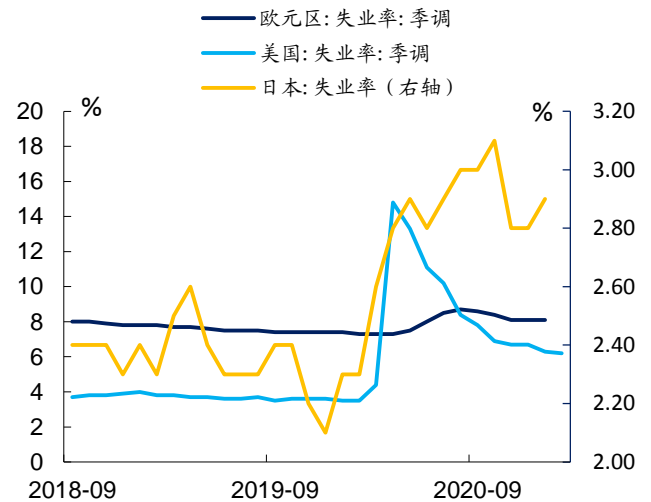
2月份,美国失业率录得6.20%,较上月减少0.10个百分点;1月份,日本失业率录得2.90%,较上月增加0.10个百分点;1月份,欧元区失业率录得8.10%,与上月持平。

图 8: 美国失业金领取情况



资料来源: WIND、国海证券研究所

图 9: 美日欧失业率情况



资料来源: WIND、国海证券研究所

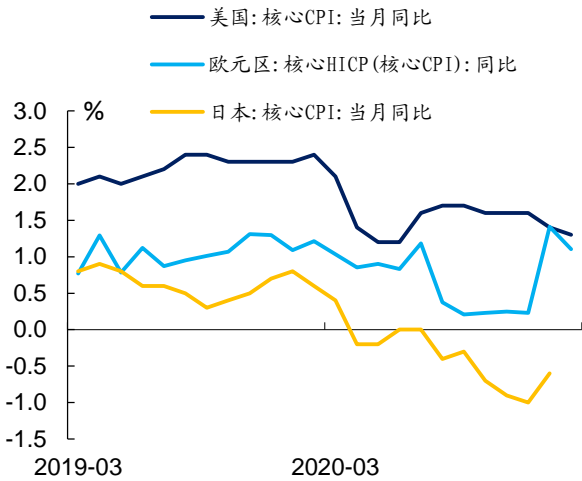
## 2.5、通胀情况

根据最新数据,2月美国核心CPI同比增速录得1.30%,较上月同比增速降低0.10个百分点,环比增速录得0.30%;2月欧元区核心HICP同比增速录得1.10%,较上月同比增速降低0.31个百分点,环比增速录得0.10%;1月日本核心CPI同比增速录得-0.60%,较上月同比增速增加0.40个百分点,环比增速录得0.30%。

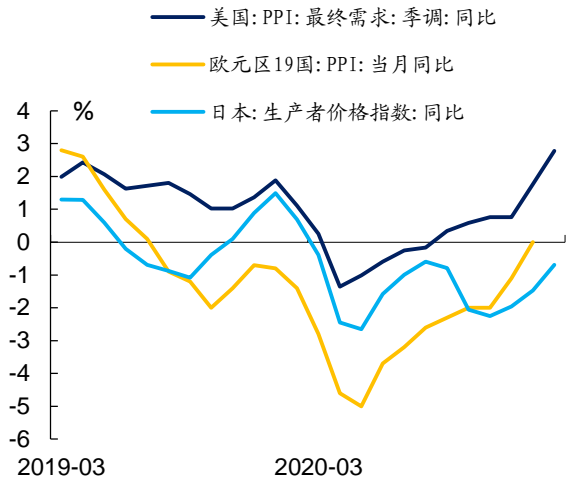
2月美国PPI同比增速录得2.78%,较上月同比增速上升1.02个百分点,环比增速录得0.49%;1月欧元区PPI与去年同期持平,较上月同比增速增加1.10个百分点,环比增速录得1.40%;2月日本生产者价格指数同比增速录得-0.69%,较上月同比增速增加0.78个百分点,环比增速录得0.40%。

图 10: 美日欧核心CPI同比增速情况

图 11: 美日欧PPI同比增速情况



资料来源：WIND、国海证券研究所



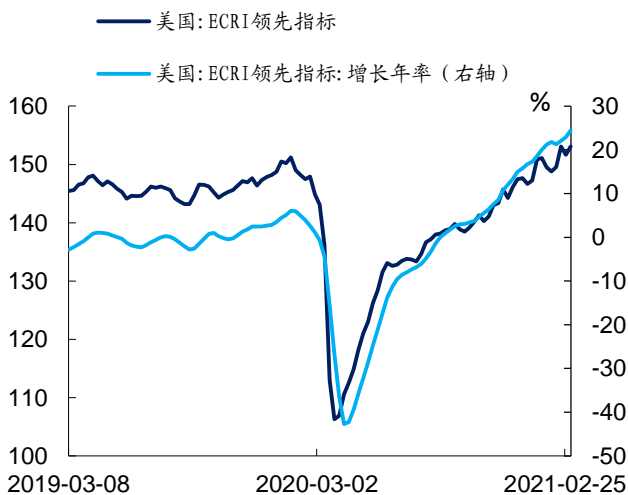
资料来源：WIND、国海证券研究所

## 2.6、景气指数

3月5日,美国经济周期研究所(ECRI)领先指标录得153.05,较上周增加1.38。年增长率录得24.43%,较上周增长1.57个百分点。

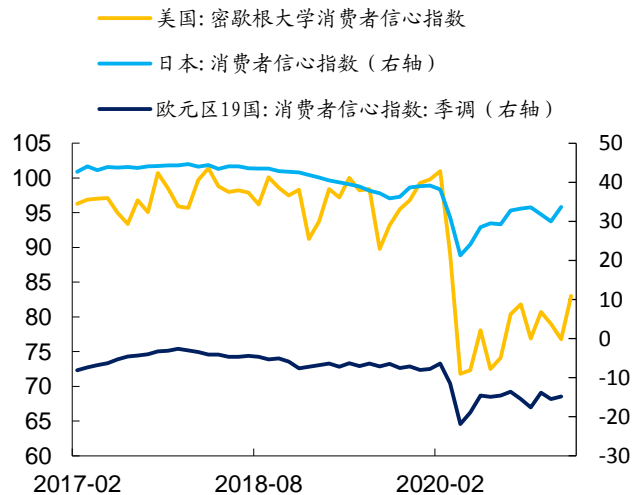
3月份美国密歇根大学消费者信心指数录得83.00,较上月增加6.2;2月份欧元区消费者信心指数录得-14.80,较上月上升0.70;日本消费者信心指数录得33.70,较上月上升3.70

图 12: 美国 ECRI 领先指标



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 13: 美日欧消费者信心指数



资料来源：WIND、国海证券研究所

## 2.7、上周新公布重要经济数据

表 2: 上周重要经济数据

日期	国家/地区	指标名称	预期	今值	前值
2021/3/9	日本	第四季度 GDP (修正): 同比 (%)	--	-1.4	-5.8
	欧盟	第四季度欧元区: GDP (终值): 环比: 季调 (%)	0.1	-0.6	12.4
		第四季度欧元区: 实际 GDP (终值): 同比: 季调 (%)	0.9	-5	-4.3
2021/3/10	美国	2 月 CPI: 季调: 环比	--	0.4	0.3
		2 月 CPI: 同比 (%)	--	1.7	1.4
		2 月核心 CPI: 季调: 环比	--	0.1	0
		2 月核心 CPI: 同比 (%)	--	1.3	1.4
		3 月 05 日 EIA 库存周报: 商业原油增量 (千桶)	--	13,798.00	21,563.00
2021/3/11	美国	3 月 06 日当周初次申请失业金人数: 季调 (人)	--	712,000.00	754,000.00
2021/3/12	美国	2 月 PPI: 最终需求: 环比: 季调 (%)	--	0.5	1.3
		2 月 PPI: 最终需求: 剔除食品和能源: 环比: 季调	--	0.2	1.2
		2 月 PPI: 最终需求: 剔除食品和能源: 同比: 季调	--	2.5	2
		2 月 PPI: 最终需求: 同比: 季调 (%)	--	2.8	1.8
		2 月核心 PPI: 环比: 季调 (%)	--	0.3	0.8
		2 月核心 PPI: 同比: 季调 (%)	--	2.5	2.3

资料来源: WIND、国海证券研究所

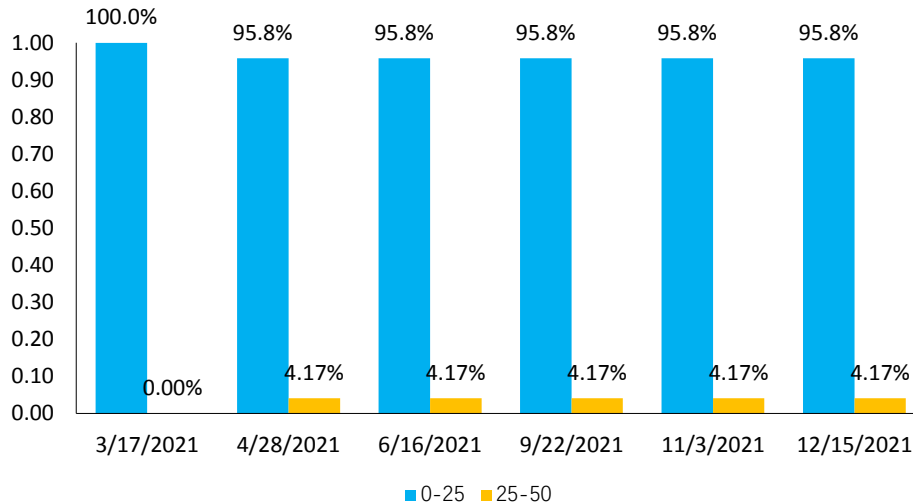
## 3、海外央行跟踪

### 3.1、联邦基金基准利率期货隐含预期

上周联邦基金基准利率期货隐含加息预期有所下降, 今年 4 月、6 月、9 月、11 月、12 月加息至 25-50BP 概率均为 4.17%

图 14: 联邦基金基准利率预期 (20210307)





资料来源：CME、国海证券研究所

### 3.2、央行官员表态

表 3: 上周各国央行官员表态

国家	时间	核心内容
欧洲	2021/3/12	欧洲央行委员穆勒：对实体经济的贷款利率仍保持向好。
		欧洲央行管委瓦西里奥斯科斯：当经济自主发展的时候，就是紧急抗疫购债计划（PEPP）的转折点。
		欧洲央行管委维勒鲁瓦：在债券购买的各个层面都将有灵活性；欧洲经济现在没有过热的危险。
欧洲	2021/3/11	欧洲央行行长拉加德：不关注收益率曲线的任何特定部分。
		欧洲央行执委施纳贝尔：将确保不会收紧货币政策，第一季度增长可能弱于预期；欧洲央行持续监控疫情对银行的影响；欧洲央行并没有根据金融状况进行机械性的操作。
日本	2021/3/8	日本央行副行长雨宫正佳：日本央行将在 3 月的审查会议上讨论如何在市场不稳定时有效地购买 ETF；实现 2% 的通胀率很重要；灵活有效地应对经济、物价和金融市场变化很重要；收益率曲线控制 (YCC) 已经影响到债券市场的功能，许

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_17499](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17499)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn