

证券研究报告 / 宏观数据

## 三季度通胀数据对全球货币政策更加重要

---海外宏观周度观察（2021年第19周）

### 报告摘要：

美国4月CPI同比上升4.2%，大超预期3.6%，前值增2.6%；环比上升0.8%，预期0.2%，前值增0.7%。美国CPI同比超预期上行并创下2008年9月以来新高，引发国际市场广泛关注。美国通胀上行是低基数、货币宽松、财政补贴、经济重启等众多因素合力导致的结果。4月核心CPI同比上升3%，大超预期2.3%，前值增1.6%，创1996年1月以来的新高。核心CPI的大幅上涨印证了美国有很高的通胀压力。美国4月份PPI亦超预期上涨，PPI与CPI协同上涨，构成了全面通胀的压力。我们认为今年美国通胀的压力将持续存在，即使同比由于基数因素回落，环比仍有继续上升的空间。

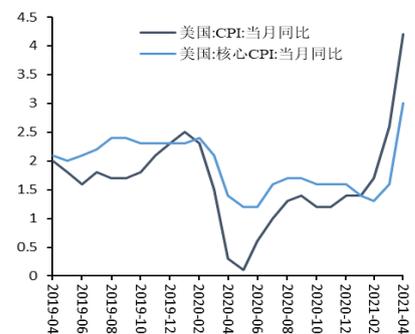
在大超预期的通胀数据公布后，美联储多名官员火速出面稳定市场预期。美联储的态度也十分明确：“短期因素”不在其政策考量的范畴，即二季度数据即使很高也不会影响政策导向，故而我们观察到市场对于加息节奏的预期并未因通胀数据的公布而出现很大变化。我们认为三季度及四季度的通胀数据更加重要，届时“短期因素”大致消退，而如果那时的通胀数据仍然超出市场预期，则美联储无法再视而不见，全球货币政策也将因此遭受巨大挑战。

美国消费与生产数据均低于预期。4月零售销售环比录得0%，预期增1%，前值增9.7%。在3月美国财政补贴刺激零售销售激增后，其推动作用在4月减弱。美国4月工业总产值环比增长0.7%，低于预期1%，前值2.4%。工业产出的疲软主要受到因零部件短缺而导致的汽车生产大幅下降的抑制。美国5月密歇根大学消费者信心指数初值录得82.8，大幅低于预期90.4，前值88.3。消费者信心指数小幅下降的主要原因是人们对通货膨胀率上升的担忧。欧元区3月工业产出同比增长10.9%，预期11.6%，前值下降1.8%。工业生产的环比增幅减小表明欧元区的制造业仍未恢复正常，因为供应短缺无法迎合需求持续的增长。

近期，以色列与巴勒斯坦在加沙地带爆发了7年以来最严重冲突。美国正密集地进行调停工作。美国国务卿已经给数个中东国家致电，希望迅速调停。但从目前的形势来看，冲突继续升级的可能性远大于停止的可能性，这是因为目前哈马斯与内塔尼亚胡都有让冲突继续升级的愿望。不过根据近几十年的历史经验，巴以冲突并不会对国际市场造成很大的冲击，其影响将控制在巴以内部，而不会造成地区战争。

**风险提示：美联储加息快于预期；全球疫情大幅反弹。**

### 相关数据



### 相关报告

《【东北证券宏观】社融逐步回归常态，信用派生边际走弱》

--20210513

《【东北证券宏观】大宗商品涨势未止，通胀仍将继续上行》

--20210512

《【东北证券宏观】如何看待爆冷的非农数据》

--20210509

《【东北证券宏观】人民币适当升值有助于缓解进口成本压力》

--20210509

《【东北证券宏观】政策已表态，不惧5月起万亿流动性自然缺口》

--20210507

### 证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001

021-20361156 shenxf@nesc.cn

### 证券分析师：尤春野

执业证书编号：S0550520060001

021-20361033 youcy@nesc.cn

## 目 录

1.	美国通胀数据的意外走高及美联储的紧急灭火 .....	3
1.1.	美国面临很大的通胀压力 .....	3
1.2.	美联储的“紧急灭火” .....	4
2.	下周海外重点数据及事件预警 .....	5
3.	美欧产需边际走弱 .....	5
3.1.	美国消费与生产数据均低于预期 .....	5
3.2.	欧元区工业生产放缓 .....	6
4.	巴以爆发 7 年以来最严重冲突 .....	7
5.	全球市场表现 .....	8
5.1.	全球股市普遍下跌 .....	8
5.2.	长期国债收益率大涨 .....	9
5.3.	大宗商品价格普遍下跌 .....	10

## 图表目录

图 1:	美国 CPI 超预期增长 .....	3
图 2:	美国 CPI 八大类 .....	3
图 3:	美国 4 月 PPI 创 2010 年来新高 .....	4
图 4:	美国 4 月零售销售不及预期 .....	6
图 5:	美国 4 月工业生产不及预期 .....	6
图 6:	美国 5 月消费者信心指数不及预期 .....	6
图 7:	欧元区工业生产环比走弱 .....	7
图 8:	欧元区经济景气指数达 21 年来最高 .....	7
图 9:	全球股市普遍下跌 .....	9
图 10:	美债收益率 .....	9
图 11:	欧债收益率 .....	10
图 12:	日债收益率 .....	10
图 13:	工业品普遍上涨 .....	10
图 14:	农产品涨跌互现 .....	10
表 1:	下周海外重点数据及事件预警 .....	5

## 1. 美国通胀数据的意外走高及美联储的紧急灭火

### 1.1. 美国面临很大的通胀压力

美国4月CPI同比上升4.2%，大超预期3.6%，前值增2.6%；环比上升0.8%，预期0.2%，前值增0.7%。美国CPI同比超预期上行并创下2008年9月以来新高，引发国际市场广泛关注。

分项来看，美国4月通胀数据呈现以下特点：

第一，交通运输是拉动CPI的最大分项，同比高达14.9%，反映出油价上涨及去年低基数的影响。

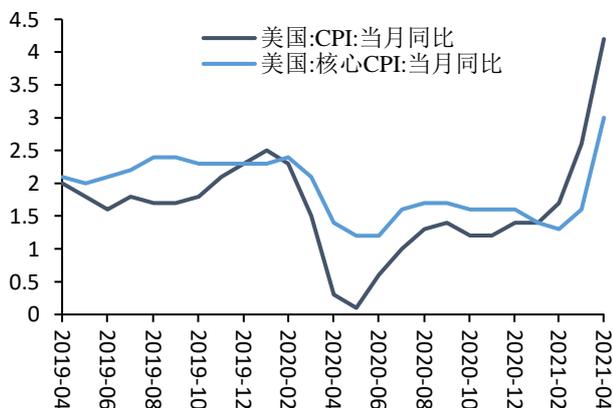
第二，住宅项CPI明显走高。背后是美国房价上涨带动相关居住成本上涨，本质是货币宽松引发的资产泡沫。

第三，娱乐、教育等服务类CPI明显上升。反映出随着疫苗普及率越来越高，美国经济正在逐步重启，服务业开始反弹。

第四，服装类CPI也上行。背后是美国财政补助支撑商品消费。

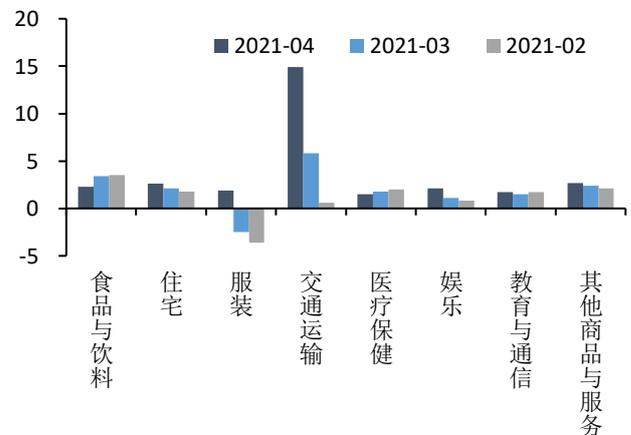
所以，美国通胀上行是低基数、货币宽松、财政补贴、经济重启等众多因素合力导致的结果。4月核心CPI同比上升3%，大超预期2.3%，前值增1.6%，创1996年1月以来的新高。核心CPI的大幅上涨印证了美国有很高的通胀压力。

图 1：美国 CPI 超预期增长



数据来源：东北证券，Wind

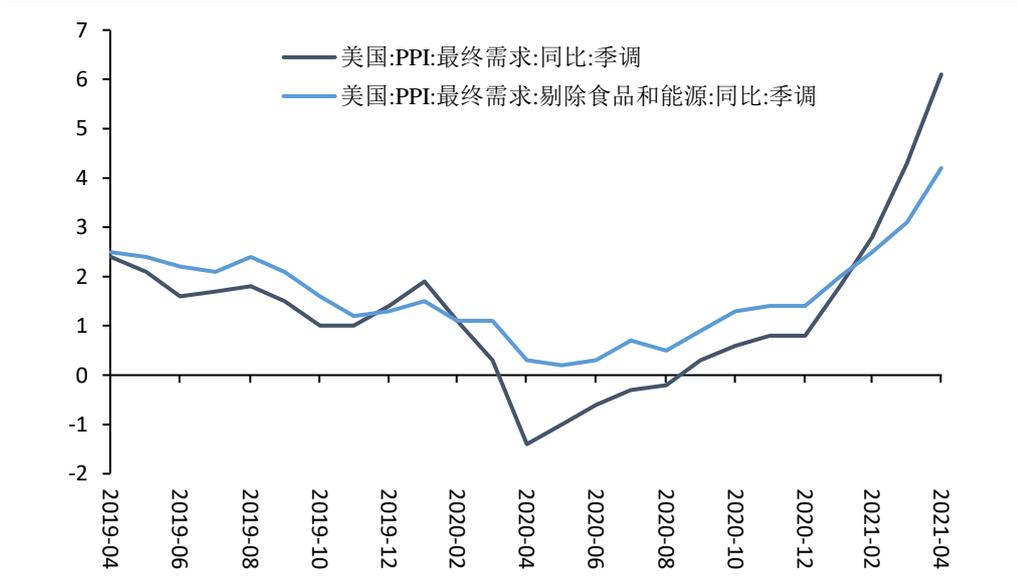
图 2：美国 CPI 八大类



数据来源：东北证券，Wind

美国4月PPI同比上升6.2%，预期5.9%，前值增4.2%，创2010年11月以来的新高；环比上升0.6%，预期0.3%，前值增1%；剔除食品和能源后的核心PPI同比上升4.1%，预期3.7%，前值增3.1%。PPI与CPI协同上涨，构成了全面通胀的压力。

图 3: 美国 4 月 PPI 创 2010 年来新高



数据来源: 东北证券, Wind

美国 4 月通胀数据固然有基数效应的影响, 但未来从环比的角度来看, PPI 方面, 美国制造业和房地产补库存的步伐尚未结束, 全球大宗商品价格仍有继续上涨压力, 所以 PPI 环比将继续上升; CPI 方面, 由于服务业的复苏方兴未艾, 随着价格压力传导至薪资, 服务业将成为继续拉动 CPI 上涨的核心动力。综合来看, 我们认为今年美国通胀的压力将持续存在, 即使同比由于基数因素回落, 环比仍有继续上升的空间。

## 1.2. 美联储的“紧急灭火”

在大超预期的通胀数据公布后, 美联储多名官员火速出面稳定市场预期。

美联储副主席克拉里达在数据公布后表示, 他对该数据感到惊讶, 但从政策角度看并没有动摇。克拉里达说: “这是一个数据点, 就像劳动力市场报告一样。” 他指的是弱于预期的四月份就业报告。“但是随着时间的流逝, 我们将从这些数据中获取信号, 对于任何出现的通货膨胀压力都是暂时的, 这是非常重要的。” 克拉里达表示, 新数据并未使美联储进一步撤回其购债计划, 并指出经济仍“未取得实质性进一步进展”。

美联储理事沃勒周四表示, 他预计通货膨胀率将在未来两年内超过美联储 2% 的目标, 但表示美联储将不会加息, 除非美联储认为通货膨胀率长期高于目标, 或者通货膨胀率过高。沃勒说: “尽管公布的 CPI 通胀数据出乎意料地高, 但对通胀构成上行压力是暂时的, 而宽松的货币政策在支持经济复苏方面仍将继续发挥重要作用,” 沃勒在准备举行的一次虚拟会议上的讲话中表示: “我们不会对通货膨胀暂时过度反应过度。”

美联储多名官员紧急出面淡化通胀影响的行动表明, 美联储在短期内不会因为通胀的走高而转变货币政策的态度。我们认为美国第二季度的通胀数据都将维持在相当高的水平, 这其中有两个重要的因素: 一是去年二季度经济深度通缩性衰退的低基数

带来的高读数；二是美国新一轮财政补贴给居民消费带来的强力拉动。而这两个因素正是美联储此前始终强调的“短期因素”。“短期因素”到底影响力有多大？市场不得而知，所以即使意外走高也难以判定为持续高通胀。所以美联储的态度也十分明确：“短期因素”不在其政策考量的范畴，即二季度数据即使很高也不会影响政策导向，故而我们观察到市场对于加息节奏的预期并未因通胀数据的公布而出现很大变化。我们认为三季度及四季度的通胀数据更加重要，届时这两个“短期因素”大致消退，而如果那时的通胀数据仍然超出市场预期，则美联储无法再视而不见，全球货币政策也将因此遭受巨大挑战。

## 2. 下周海外重点数据及事件预警

表 1: 下周海外重点数据及事件预警

日期	国家	数据/事件
2021/05/18	英国	4 月失业率
2021/05/18	欧元区	第一季度 GDP
2021/05/19	英国	4 月 CPI
2021/05/19	英国	4 月零售物价指数
2021/05/19	欧元区	4 月 CPI
2021/05/21	英国	4 月零售销售月率
2021/05/21	欧元区、法国、德国、英国	5 月制造业 PMI、服务业 PMI
2021/05/21	美国	5 月 Markit 制造业 PMI
2021/05/21	美国	5 月 Markit 服务业 PMI

数据来源：东北证券整理

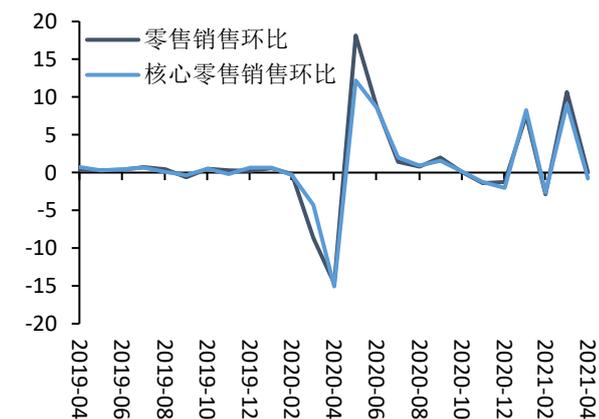
## 3. 美欧产需边际走弱

### 3.1. 美国消费与生产数据均低于预期

美国 4 月零售销售环比录得 0%，预期增 1%，前值增 9.7%；核心零售销售环比录得 -0.8%，预期 0.7%，前值增 9%。在 3 月美国财政补贴刺激零售销售激增后，其推动作用在 4 月减弱。4 月食品服务和饮吧的销售额在上月的高基数下环比仍然增长了 3%，反映出随着限制的解除，受疫情冲击最严重的行业正逐渐复苏。

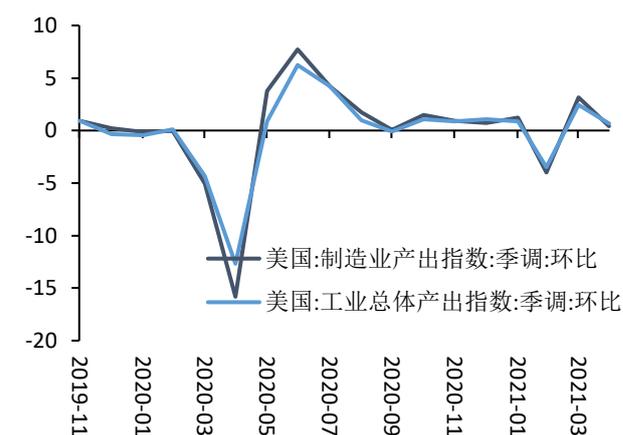
从生产端来看，美国 4 月工业总产值环比增长 0.7%，低于预期 1%，前值 2.4%；制造业总产值环比增长 0.4%，符合预期，前值 3.1%。工业产出的疲软主要受到因零部件短缺而导致的汽车生产大幅下降的抑制。预计原材料和劳动力的短缺短期内将继续对生产端形成压力。

图 4: 美国 4 月零售销售不及预期



数据来源: 东北证券, Wind

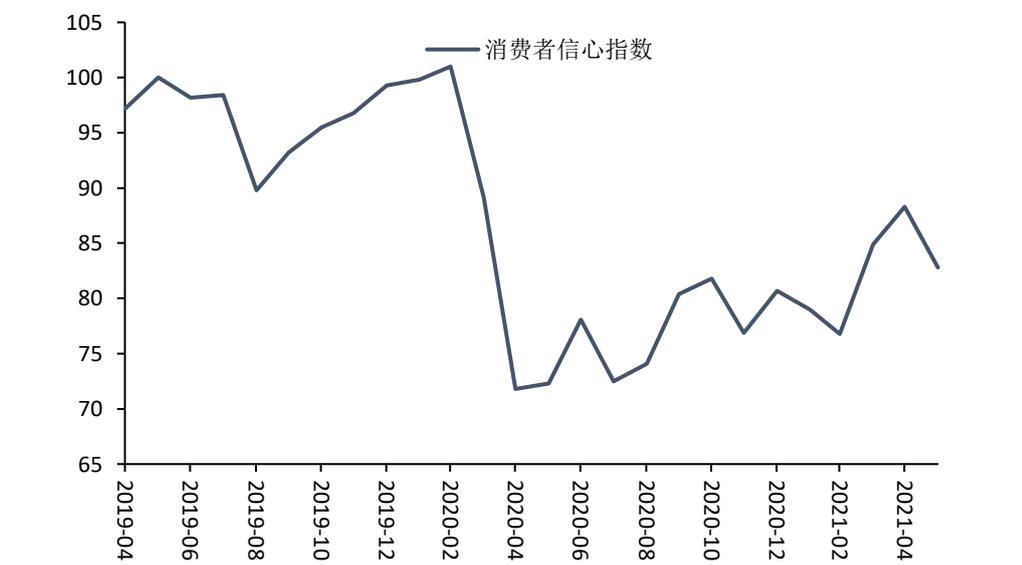
图 5: 美国 4 月工业生产不及预期



数据来源: 东北证券, Wind

美国 5 月密歇根大学消费者信心指数初值录得 82.8, 大幅低于预期 90.4, 前值 88.3。消费者信心指数小幅下降的主要原因是人们对通货膨胀率上升的担忧。

图 6: 美国 5 月消费者信心指数不及预期

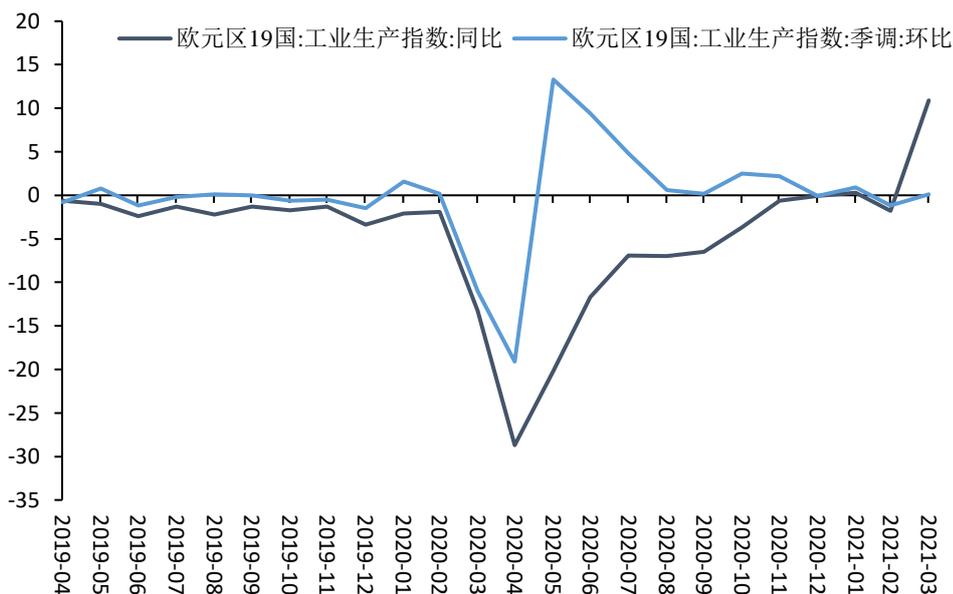


数据来源: 东北证券, Wind

### 3.2. 欧元区工业生产放缓

欧元区 3 月工业产出同比增长 10.9%, 预期 11.6%, 前值下降 1.8%; 环比增长 0.1%, 大幅低于预期 0.7%, 前值下降 1.2%。工业生产的环比增幅减小表明欧元区的制造业仍未恢复正常, 因为供应短缺无法迎合需求持续的增长。而同比的大幅增长同样也是由于疫情带来的基数效应。

图 7: 欧元区工业生产环比走弱



数据来源: 东北证券, Wind

5月欧元区 ZEW 经济景气指数录得 84, 远高于前值 66.3, 这是自 2000 年 2 月以来的最高水平, 反映出在第三次轮疫情缓解的背景下, 投资者们对欧元区的未来经济前景仍然乐观。

图 8: 欧元区经济景气指数达 21 年来最高



数据来源: 东北证券, Wind

#### 4. 巴以爆发 7 年以来最严重冲突

近期, 以色列与巴勒斯坦在加沙地带爆发了 7 年以来最严重冲突。几周以来, 巴勒斯坦抗议者和以色列警察频繁在耶路撒冷旧城及其周围发生冲突。耶路撒冷旧城是犹太人、基督教徒和穆斯林教徒的主要宗教场所以及中东冲突中心的所在地。最近

的冲突始于一个月前，以色列在穆斯林斋月开始之初就封锁了一些巴勒斯坦人的集会，而斋月是人们对宗教敏感的时期。在这些限制放松之后，从东部耶路撒冷居民区驱逐数十名巴勒斯坦人的计划继续加剧了冲突。此次冲突与先前有所不同，首先，这次的冲突规模更大。其次，这次冲突的人群不同。是以色列境内自己的公民中，阿拉伯国民和犹太国民发生了冲突。最后，以色列在冲突中更为被动。从以色列国内到以色列占领的约旦河西岸、加沙、东耶路撒冷，甚至与黎巴嫩，目前都处于全面冲突的状态。

此外，政治因素的介入催化了此次冲突。无论是巴勒斯坦内部还是以色列内部，冲突都与其本国的选举和政治斗争相重叠，双方都想在大选前为自己赢得支持，所以在此情况下，哈马斯要和内塔尼亚胡妥协的空间十分有限。

近日，美国正密集地进行调停工作。美国国务卿已经给数个中东国家致电，希望迅速调停。当地时间5月16日，拜登与巴勒斯坦总统阿巴斯进行了电话交谈，并讨论了加沙地带的冲突事件，他强调哈马斯必须停止向以色列发射火箭弹。这是自拜登上任以来，两国领导人之间的第一通电话。

从目前的形势来看，冲突继续升级的可能性远大于停止的可能性，这是因为目前哈马斯与内塔尼亚胡都有让冲突继续升级的愿望。不过根据近几十年的历史经验，巴以冲突并不会对国际市场造成很大的冲击，其影响将控制在巴以内部，而不会造成地区战争。

## 5. 全球市场表现

### 5.1. 全球股市普遍下跌

**本周全球股市普遍下跌。**在美国市场通胀预期抬升后，本周美股表现不佳。纳斯达克指数跌2.37%、标普500指数跌1.40%、道琼斯工业指数跌1.14%。本周亚洲股市大跌，新加坡海峡指数跌4.64%、东京日经225指数跌4.43%，均为本周最大跌幅。本周涨幅最大的是阿根廷MERY指数，涨幅达6.46%。

**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\\_19579](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19579)

