

海外宏观周报

美国 PCE 同比超预期反弹

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

研究助理

李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



平安观点：

- **本周焦点简评：1) 美联储 2 月会议纪要：几乎所有人都支持加息 25BP，关注金融宽松和资产估值压力。**我们认为，2 月会议纪要透露了美联储的决策逻辑：一是，加息放缓至 25BP 是合适的，这并不是因为通胀形势多么乐观，而更多的是便于观察经济对加息的反应，为货币政策争取更大灵活性。二是，美联储不能全然放任金融条件放松，因其强调金融市场条件需要和限制性措施相匹配。**2) 美联储上调通胀目标的预期发酵。**我们认为，关于上调通胀目标的讨论，本质上是一种“软着陆幻想”。虽然上调通胀目标可能是避免美联储紧缩引发严重衰退的权益之计，但是，短期美联储明确宣布上调通胀目标的可能性较小。**3) 日本央行新行长候选人植田和男讲话。**我们认为，植田和男的讲话继续传达了“平衡派”观点：一方面正视 YCC 政策的负面影响，并讨论了货币政策正常化的条件和时机；另一方面又强调当前宽松的货币政策是合适的，暗示政策的调整将循序渐进而不是激进调整。我们认为，短期日本央行上调或放弃 YCC 政策的概率有限，年内加息的可能性不高，日元流动性的冲击或可控；但中期来看，日本货币政策框架很可能出现明显调整甚至改革，市场对此或也保持关注，这也可能影响年内的市场表现。
- **海外经济跟踪：1) 美国 2 月 Markit 服务业 PMI 重回 50 上方，制造业 PMI 初值升至 47.8。**2) 美国 1 月 PCE 价格指数同比涨幅达到 5.4%，高于前值的 5.3%，核心 PCE 同比增速达到 4.7%。从环比来看，今年 1 月美国 PCE 价格指数环比上涨 0.6%，涨幅超过市场普遍预期，且来到 2022 年 6 月以来最高水平。3) 欧元区经济景气程度超预期回升。欧元区 2 月综合 PMI 初值升至 52.3，好于预期值 50.7 与前值 50.3，创下 9 个月来最高水平。另外，欧元区 2 月 ZEW 经济景气指数 29.7，为 2022 年 2 月以来新高，前值为 16.7。
- **全球资产表现：1) 全球股市：除沪深 300 及中国台湾加权指数收涨，其余大部分地区股市普遍收跌。**上周公布的 CPI 数据以及本周公布的 PCE 数据均超出市场预期，反映出当前美国通胀压力仍有反弹风险，这也意味着，美联储可能要实施更大力度的紧缩，股市随之承压。**2) 全球债市：各期美债利率全线上涨，中短债收益率涨幅居前。**与美联储利率变动关联最为紧密的 2 年期美债收益率整周上涨 16BP 至 4.78%，为金融危机以来最高值，反映出当前市场加息预期，尤其是对于终点利率的预期急速升温。**3) 大宗商品：价格普遍回落，仅原油价格走平，农产品价格明显回调。**美国商业原油库存的累库势头仍然十分强劲，对油价形成支撑。**4) 外汇市场：美元指数大涨，非美货币普跌。**美元指数整周涨 1.33%，收于 105.26，创下近三个月以来新高。

一、每周焦点简评

1、美联储 2 月会议纪要：几乎所有人都支持加息 25BP，关注金融宽松和资产估值压力。2 月 22 日，美联储发布了 2 月 FOMC 货币政策会议纪要。本次纪要中的关键信息包括：1) 几乎所有人都支持加息 25BP，少数支持加息 50BP。2) 强调金融环境需要与货币紧缩保持一致，一些人表达了对金融宽松的担忧。3) 罕见提出地产、标普 500 成分股等资产估值压力依然显著。4) 多名官员强调，上调债务上限的漫长谈判可能构成重大金融风险。纪要公布后，美股三大指数尾盘集体跳水，纳指小幅收涨 0.13%，标普 500 和道指分别收跌 0.16%和 0.26%；10 年美债收益率日内回落 4BP 至 3.92%；美元指数日内涨 0.31%至 104.5。

我们认为，2 月会议纪要透露了美联储的决策逻辑：一是，加息放缓至 25BP 是合适的，这并不是因为通胀形势多么乐观，而更多的是便于观察经济对加息的反应，为货币政策争取更大灵活性。从这个意义上看，即便 1 月美国经济和通胀数据较强，美联储 3 月重新加息 50BP 的可能性不高。二是，美联储不能全然放任金融条件放松，因其强调金融市场条件需要和限制性措施相匹配。现阶段美联储遏制通胀的压力上升，因此可能通过预期引导“制造”金融市场压力，加上美联储罕见提及资产估值压力，未来一段时间的市场波动值得警惕。

2、美联储上调通胀目标的预期发酵。2 月 21 日，“新美联储通讯社”Nick Timiraos 援引克利夫兰联储研究报告，称 12 月预测中的失业率上升路径（2025 年升至 4.5%）对应的 PCE 通胀水平为 2.8%，而要实现 2.1%的通胀水平需要更严重的衰退（失业率大幅上升）。关于上调通胀目标的预期，推升了长端美债收益率，10 年美债收益率一度逼近 4%，收于 3.95%、日内大涨 13BP。此外，2 月 23 日华尔街日报报道，美联储副主席人选之一 Janice Eberly 似乎对 3%的通胀目标持开放态度，其曾于 2019 年发表论文指出，3%的通胀目标可以使美国经济在金融危机后更快复苏。

我们认为，关于上调通胀目标的讨论，本质上是一种“软着陆幻想”。虽然上调通胀目标可能是避免美联储紧缩引发严重衰退的权益之计，但是，短期美联储明确宣布上调通胀目标的可能性较小：首先，上调通胀目标会严重削弱美联储紧缩的效果，还可能引发通胀预期脱锚风险。其次，美联储可以通过经济预测路径，一定程度上表达对未来 2-3 年通胀略高于 2%的默许。我们强调，市场不应高估美联储追求“软着陆”的意愿。2023 年美联储的核心矛盾仍是控通胀（即使只是控制在 3%附近），货币紧缩力度和经济下行压力不容小觑。

3、日本央行新行长候选人植田和男讲话。2 月 24 日，日本央行行长提名听证会召开，候选人植田和男首次公开发表货币政策观点。1) 关于收益率曲线控制（YCC），植田和男承认该政策正产生副作用，并提到 YCC 政策退出的可能性，收窄目标区间是可能选项。2) 关于通胀，其认为通胀是由成本上升因素导致的，潜在通胀预计将逐步上升；如果通胀率稳定在 2%，央行可以转向正常化。3) 关于货币政策节奏，其称货币政策正常化的进程和时机取决于经济状况，现在突然收紧政策将对企业产生负面影响。植田和男讲话期间，美元一度走低，随后回升；日经 225 指数开盘拉涨。

我们认为，植田和男的讲话继续传达了“平衡派”观点：一方面正视 YCC 政策的负面影响，并讨论了货币政策正常化的条件和时机；另一方面又强调当前宽松的货币政策是合适的，暗示政策的调整将循序渐进而不是激进调整。我们认为，短期日本央行上调或放弃 YCC 政策的概率有限，年内加息的可能性不高，日元流动性的冲击或可控；但中期来看，日本货币政策框架很可能出现明显调整甚至改革，市场对此或也保持关注，这也可能影响年内的市场表现。

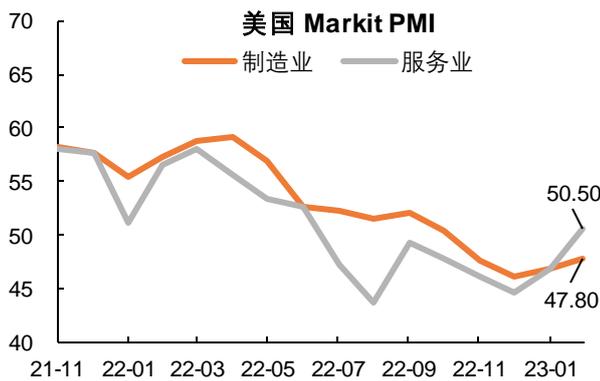
二、海外经济跟踪

2.1 美国经济：服务业回暖，通胀压力反复

美国 2 月 Markit 服务业 PMI 重回 50 上方。2 月 21 日公布的数据显示，美国 2 月 Markit 服务业 PMI 初值录得 50.5，重回荣枯线上方，为 2022 年 6 月以来新高；美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值升至 47.8，高于 1 月份的 46.9，也高于经济学家预期的 47.4。标普全球指出，在经历了 7 个月的下滑之后，2 月份的商业活动出现了可喜的企稳。同时，供应紧张程度有所缓解，工厂原材料的交付时间快速改善。但是，也不应对数据盲目乐观，经济好转是由服务业推动的，这在一定程度上反映了反常的温暖天气；尽管制造业调查数据显示出改善迹象，但制造业仍处于收缩区间，库存减少是主要拖累。

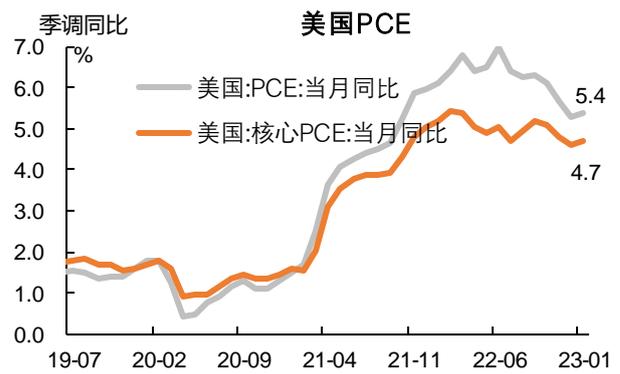
美国 PCE 超预期反弹。美国商务部 2 月 24 日发布的数据显示，今年 1 月美国 PCE 价格指数同比涨幅达到 5.4%，仍远高于美联储设定的 2% 长期通胀目标，同时也较去年 12 月的 5.3% 有所扩大，再度表明当前美国通胀压力仍未完全消散。从环比来看，今年 1 月美国 PCE 价格指数环比上涨 0.6%，涨幅超过市场普遍预期，且来到 2022 年 6 月以来最高水平。同时，剔除食品和能源价格之后的核心 PCE 价格指数环比上涨 0.6%，同比增长 4.7%，均超过市场普遍预期的 0.5% 和 4.4%。具体来看，能源价格环比增长 2%，食品价格上涨 0.4%。两者同比涨幅分别达到 11.1% 和 9.6%。数据发布后，市场对于通胀压力的悲观预期继续发酵、加息预期亦再度升温，而美联储或需进一步“制造”衰退，令需求更快降温，以增加通胀回落的确定性。（参考报告《美国通胀压力反复》）

图表1 美国 2 月 Markit 制造业 PMI 升至 50.5



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 美国 1 年通胀预期有所反弹

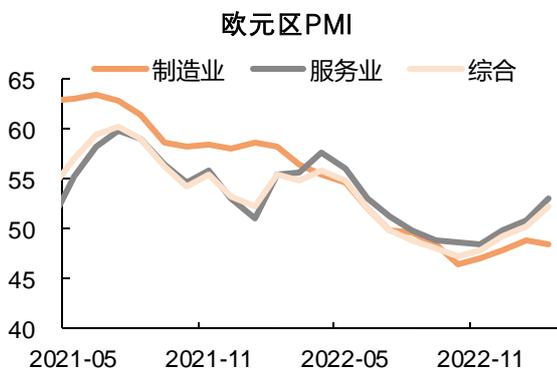


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 欧洲经济：景气程度回升

欧元区经济景气程度超预期回升。2 月 21 日 IHS Markit 公布的数据显示，欧元区 2 月综合 PMI 初值升至 52.3，好于预期值 50.7 与前值 50.3，创下 9 个月来最高水平。其中，欧元区 2 月制造业 PMI 初值为 48.5，为连续 8 个月低于荣枯线，低于预期值 49.3，同时也低于前值 48.8。欧元区服务业 PMI 初值为 53，优于预期，增速为去年 6 月份以来最高水平。ZEW 经济景气数据同样指向这一点：2 月 21 日公布的数据显示，欧元区 2 月 ZEW 经济景气指数 29.7，为 2022 年 2 月以来新高，前值为 16.7。

图表3 欧元区综合 PMI 超预期回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 欧元区 ZEW 经济景气指数继续回升



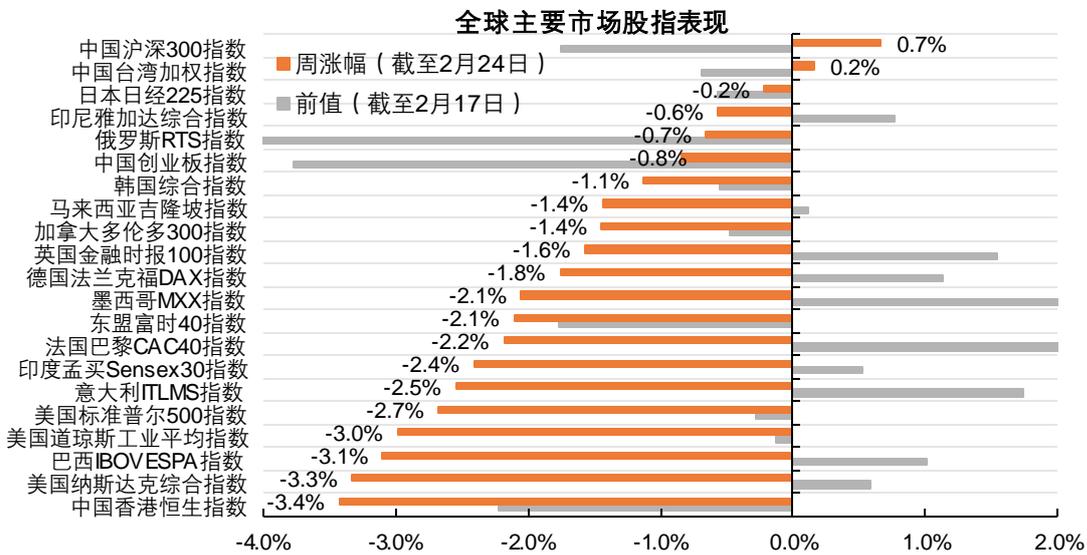
资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、全球资产表现

3.1 全球股市：主要股指普遍收跌

近一周（截至 2 月 24 日），除沪深 300 及中国台湾加权指数收涨，其余大部分地区股市普遍收跌。**美股方面**，纳指、标普 500 和道指整周分别跌 3.3%、2.7% 和跌 3.0%。美股本周承压的原因在于：上周公布的 CPI 数据以及本周公布的 PCE 数据均超出市场预期，反映出当前美国通胀压力仍有反弹风险。同时，PMI 以及新房销售数据表明，当前美国经济基本面亦超预期。以上两方面意味着，美联储可能要实施更大力度的紧缩，甚至付出“衰退”的代价才能明显压制通胀，而市场的加息预期也随之升温。**欧股方面**，主要指数整周普跌。英国富时 100 指数跌 1.6%，德国 DAX30 指数跌 1.8%，法国 CAC40 指数跌 2.2%，意大利 ITLMS 指数跌 2.5%。**亚洲及新兴股市方面**，仅沪深 300 及中国台湾加权指数小幅收涨，而恒生指数、巴西 IBOVESPA 指数等整周跌幅均超 3%。

图表5 近一周全球主要股指普遍收跌

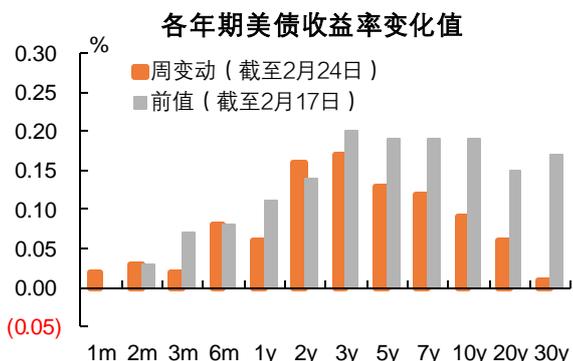


资料来源：Wind, 平安证券研究所

3.2 全球债市：各期限美债利率普涨

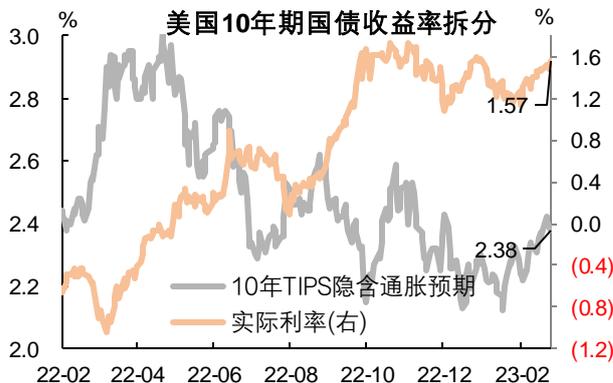
近一周（截至 2 月 17 日），各期美债利率全线上涨，中短债收益率涨幅居前。与美联储利率变动关联最为紧密的 2 年期美债收益率整周上涨 16BP 至 4.78%，为金融危机以来最高值，反映出当前市场加息预期，尤其是对于终点利率的预期急速升温。10 年期美债收益率整周上涨 9BP 至 3.95%，为 2022 年 11 月中旬以来最高值。其中，10 年 TIPS 隐含通胀预期整周上升 2BP 至 2.38%，而实际利率大幅上行 11BP 至 1.57%，创下年内新高。同时，本周美债收益率曲线更加平坦化，10 年期与 2 年期美债收益率倒挂幅度再度超过 80BP。

图表6 近一周主要期限美债利率普涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 10年期美债实际利率升至年内新高

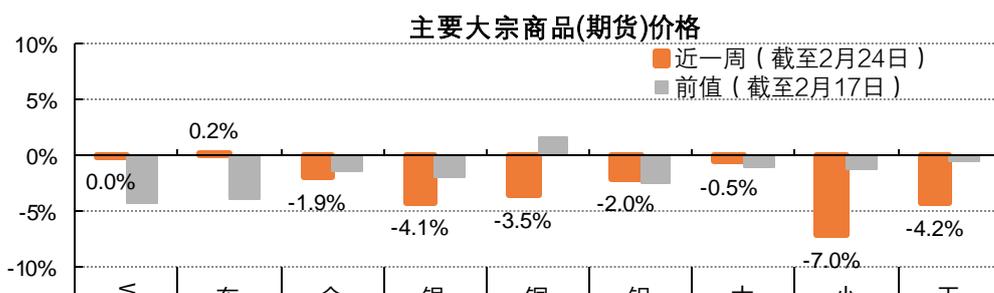


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.3 大宗商品: 主要大宗商品价格普遍回落

近一周 (截至 2 月 24 日), 主要大宗商品价格普遍回落, 仅原油价格走平, 农产品价格明显回调。能源方面, WTI 原油价格本周走平, 而布伦特油价小幅上涨 0.2%, 二者本周分别收于 76.3、86.2 美元/桶。本周市场仍在评估俄罗斯减产所带来的影响, 但与此同时, 尽管美国战略石油储备已经停止释放, 商业原油库存的累库势头仍然十分强劲: 美国能源信息署 (EIA) 的最新数据显示, 截至 2 月 17 日当周, 美国原油库存增加 764.8 万桶至 4.781 亿桶, 为 2021 年 5 月 28 日当周以来最高, 预期增加 123.3 万桶, 前值增加 1628.3 万桶。贵金属方面, COMEX 金银现货价本周分别跌 1.9% 和 4.1%, 加息预期升温带动的美债实际利率上行仍在压制贵金属价格。金属方面, LME 铜和铝价整周分别跌 3.5% 和 2.0%。农产品方面, CBOT 大豆、玉米和小麦整周分别跌 0.5%、7.0% 和 4.2%。

图表8 近一周主要大宗商品价格普遍回落



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_52576

