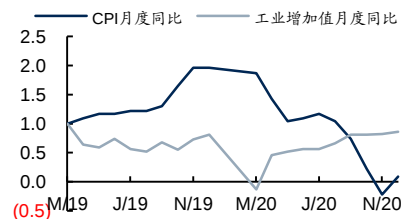


宏观经济

海外市场一周概览

2021年03月9日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	2.90
社零总额当月同比	4.60
出口当月同比	13.5
M2	9.40

相关研究报告:

《海外市场一周概览: 实际利率对资本市场影响几何?》——2021-03-03
 《宏观经济周报: 1月国内融资需求强劲, 价格上涨势头猛烈》——2021-02-22
 《宏观经济周报: 外贸数据显示 1-2 月中国外需、内需景气度均较高》——2021-03-08
 《海外市场一周概览: 美国经济复苏的三条主线》——2021-02-24
 《宏观经济周报: 1、2 月冬季疫情影响下, 国内制造业仍持续处于景气扩张区间》——2021-03-01

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100001

联系人: 王艺熹

电话: 021-60893204
 E-MAIL: wangyixi@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观周报

对于美国通胀的观察与思考

● 对于美国通胀的观察与思考

Break-Even 通胀预期和实际通胀走势吻合度不高。从历史数据来看, 市场对于美国通胀拐点和上下幅度的判断并不准确, 次贷危机过后, Break-even 常高于实际通胀。

市场倾向于放大油价对通胀的影响。油价和 CPI 的走势虽然明显相关, 但吻合度并没有非常高, 且近年来不乏两者走势背离的时期。除了原油以外, 还有许多其他因素影响通胀走势。

近期油价上行对 CPI 形成的抬升基于对 PCE 影响。由于 CPI 指标的分项权重调整相对比较滞后, 并不能准确反映疫情对居民汽油消费的限制, 所以我们预计近期油价飙升对 CPI 指标的影响将大于对 PCE 指标的影响。

美联储加息时 PCE 通胀与核心 PCE 通常超过 2%, 2015-2017 年油价低谷时期除外。

美国个人收入与通胀关系并不明显, 零售销售对非耐用品价格推动较大。对于 1.9 万亿美元刺激中的转移支付如何传导至通胀, 还需对接下来发布的经济数据进行进一步观察。零售销售与 PCE 中非耐用品分项的关系较为明显。

新冠疫情以来的 PCE 分项变化反映了疫情期间的消费规律。PCE 中汽车、汽车零部件及家装和家具用品价格指数均大幅上扬, 交通服务价格受疫情影响最为严重, 餐馆与酒店服务的价格下降不多, 但权重有降低。非耐用品价格总体下降, 食品饮料类价格上升, 衣服鞋帽类价格下降。

论 PCE 与 CPI 的区别: CPI 发布更早, 美联储利率决议看 PCE。CPI 与 PCE 的走势吻合度高, 历史数据中两者方向上的背离从未超出过 2 个月, 幅度上 CPI 的变化大于 PCE。

● 海外疫情与疫苗接种进度追踪

海外疫情方面, 英国和日本新增确诊数持续下降, 美国新增大约为每天 6 万, 意大利疫情有反弹迹象。疫苗供应方面, 全球多家制药公司传出合作消息, 疫苗进一步扩产指日可待。后期来看, 风险主要来自于病毒变异使得现有疫苗失效。目前研究显示, 辉瑞疫苗对巴西发现的 P.1 毒株和英国发现的 B.1.1.7 毒株有效。

● 上周主要资产走势概览

美股: 上周美股市场波动较大, 周期板块继续领涨。标普 500 指数在 3 月 3 日至 8 日期间下跌 1.26%, 截至 3 月 8 日收盘报 3821.35 点。道指上周涨 1.31%, 截至 3 月 8 日收盘报 31802.44 点。

美债: 美国 10 年期国债利率在 3 月 3 日至 9 日期间共上升 16.3bp, 截至 9 日报 1.572%, 期间最高曾报 1.630%。2 年期国债利率在 3 月 3 日至 9 日期间共上升 4.4bp, 截至 9 日报 0.177%。3 月 7 日曾短线拉升至 0.331%。

伦敦金: 3 月 9 日报 1690.50 美元/盎司, 一周跌 2.7%。

美元指数: 3 月 9 日报 92.32, 一周涨 1.65%。

布油价格 3 月 9 日报 68.47 美元/桶, 最高曾报 71.38 美元/桶, 一周涨 9.37%。

伦铜价格 3 月 9 日报 9061 美元/吨, 一周跌 2.32%。

内容目录

对于美国通胀的观察与思考	4
Break-Even 通胀预期和实际通胀走势吻合度不高	4
市场倾向于放大油价对通胀的影响	4
近期油价上行对 CPI 形成的抬升甚于对 PCE 影响	5
美联储加息时 PCE 通胀与核心 PCE 通常超过 2%(除 2015-2017 年油价低谷时期)	6
美国个人收入与通胀关系并不明显, 零售销售对非耐用品价格推动较大	7
新冠疫情以来的 PCE 分项变化反映了疫情期间的消费规律	8
论 PCE 与 CPI 的区别: CPI 发布更早, 美联储利率决议看 PCE	9
海外疫情与疫苗接种进度追踪	11
上周主要资产走势概览	13
美股	13
美债	14
伦敦金和美元指数	14
布伦特原油和伦敦铜	15
国信证券投资评级	16
分析师承诺	16
风险提示	16
证券投资咨询业务的说明	16

图表目录

图 1: 美国通胀预期与通胀指数 (PCE、CPI 当月同比, 单位: %)	4
图 2: 布伦特原油价格 (美元/桶) 与市场通胀预期 (%)	5
图 3: 布伦特原油价格 (美元/桶) 与 CPI 同比 (%)	5
图 4: PCE 同比与 PCE 中汽油与能源分项同比 (%)	5
图 5: PCE 中汽油与能源分项同比及权重 (%)	5
图 6: PCE 中汽油与能源分项权重 (%) 与布伦特原油价格 (美元/桶)	6
图 7: 美国联邦目标基金利率和 PCE 物价指数同比 (%)	6
图 8: 美国个人收入与个人消费支出同比 (%)	7
图 9: 美国个人收入与通胀指标 (%)	7
图 10: 美国零售销售和 PCE 中物品价格分项 (%)	8
图 11: 美国 PCE 物价指数中汽车及汽车零部件和家具家装分项 (%)	8
图 12: 美国 PCE 物价指数中服务类分项 (%)	9
图 13: 美国 PCE 物价指数中非耐用品分项 (%)	9
图 14: 美国 PCE 与 CPI 两种通胀指数 (%)	10
图 15: 美日德英法意六国每日新冠病例新增数 (7 天移动平均)	12
图 16: 美日德英法意六国群体免疫建立进度 (粗略估计)	12
图 17: 2 月 25 日-3 月 8 日标普 500 指数	13
图 18: 2 月 25 日-3 月 8 日道琼斯工业指数	13
图 19: 2 月 25 日-3 月 8 日纳斯达克指数	14
图 20: 3 月 2 日-8 日美国 10 年期国债利率 (%)	14
图 21: 3 月 2 日-8 日美国 2 年期国债利率 (%)	14
图 22: 3 月 2 日-3 月 9 日伦敦金价与美元指数 (伦敦金: 美元/盎司)	15
图 23: 3 月 1 日-8 日布伦特原油价格走势 (美元/桶)	15
图 24: 2 月 26 日-3 月 8 日伦铜价格走势 (美元/吨)	15
表 1: 美国联邦目标基金利率上调时期的 PCE 物价指数	7
表 2: PCE 物价指数分项权重	10
表 3: PCE 指数与 CPI 指数对比	11
表 4: 美日德英法意六国疫苗供应和接种情况	13

对于美国通胀的观察与思考

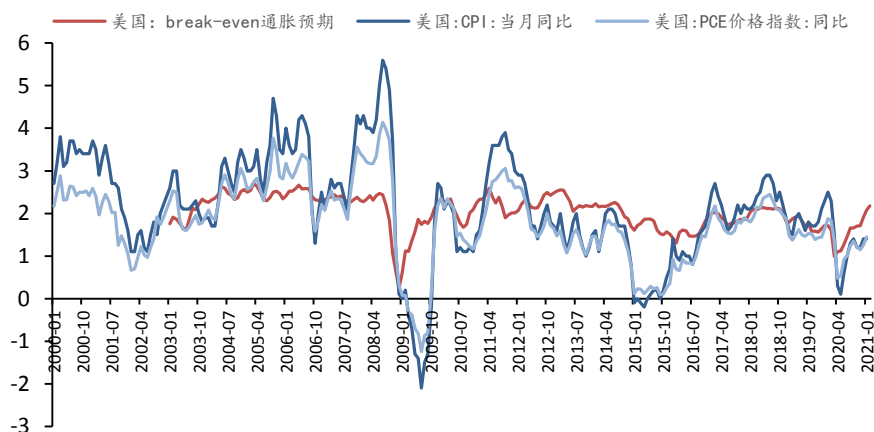
近期市场对于海内外通胀走势的关注度较高，3月10日晚间美国BLS将发布2月CPI数据，预计将引起市场热议。我们通过对历史通胀数据的梳理，得出以下7点数据洞见，供投资者参考。

Break-Even 通胀预期和实际通胀走势吻合度不高

近期市场对美国 Break even 通胀预期关注度较高，Break Even 即 10 年期美债收益率与美国 10 年期 TIPS 的收益率差，代表的是市场对于通胀的预期，并不是官方发布的通货膨胀数据。

从历史数据来看，市场对于美国通胀拐点和上下幅度的判断并不准确。由下图可见，Break-even 通胀和实际通胀的走势通常有很大的差别。次贷危机之前，Break-even 常常低于实际通胀；次贷危机过后，Break-even 常高于实际通胀。从拐点位置上看，Break-even 在 2017 年后与实际通胀的部分拐点有对应。

图 1：美国通胀预期与通胀指数（PCE、CPI 当月同比，单位：%）



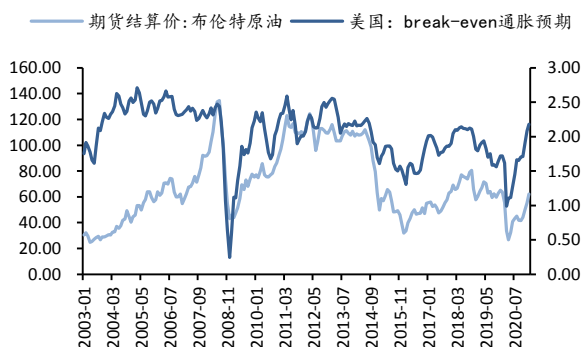
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

市场倾向于放大油价对通胀的影响

市场所认为的油价对通胀的影响>油价对通胀的实际影响。从历史数据中可发现，Break-even 通胀预期与布伦特原油价格高度相关，拐点位置基本能对应，说明市场普遍认为国际油价是美国通胀的关键决定性因素。

但如下右图所示，油价和 CPI 的走势虽然明显相关，但吻合度并没有非常高，且近年来不乏两者走势背离的时期。除了原油以外，还有许多其他因素影响通胀走势。

图 2：布伦特原油价格（美元/桶）与市场通胀预期（%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：布伦特原油价格（美元/桶）与 CPI 同比（%）

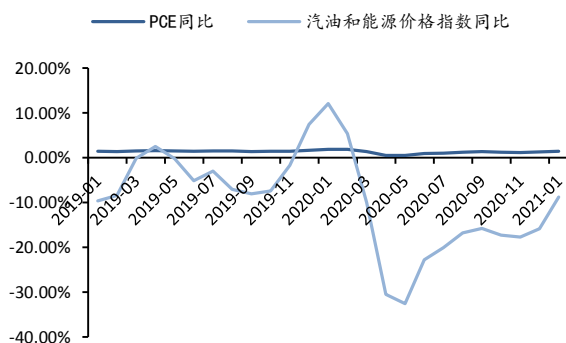


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

近期油价上行对 CPI 形成的抬升甚于对 PCE 影响

2000 年以来, PCE 通胀指标中汽油和能源价格分项的历史平均权重为 2.94%。疫情以来由于外出和旅行受限, 汽油支出在美国居民支出中的占比有所下降, 导致该分项在 PCE 价格指数中的权重下降至目前的 1.73% 左右 (PCE 分项权重每个季度调整, 计算规则详见下文对 PCE 与 CPI 计算的介绍)。

图 4：PCE 同比与 PCE 中汽油与能源分项同比（%）



资料来源: Wind、BEA、国信证券经济研究所整理

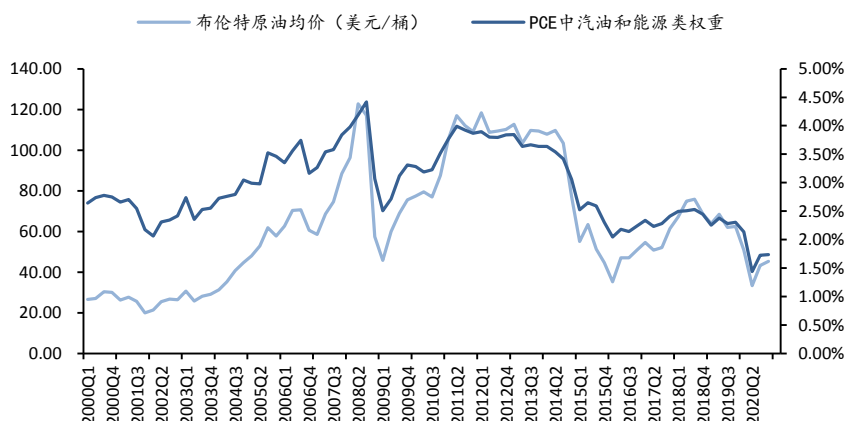
图 5：PCE 中汽油与能源分项同比及权重（%）



资料来源: BEA、国信证券经济研究所整理

PCE 价格指数中汽油和能源类消费的权重将会随着美国疫苗接种推进、复工复产持续进行、国际油价回升而上调。从历史数据中可见, 汽油权重常随油价涨跌而增减, 反应出在油价上涨时期, 居民分配给汽油的支出比例上涨。预计后期 PCE 价格指数中汽油和能源类分项将出现量 (权重) 价同升。

图 6: PCE 中汽油与能源分项权重 (%) 与布伦特原油价格 (美元/桶)



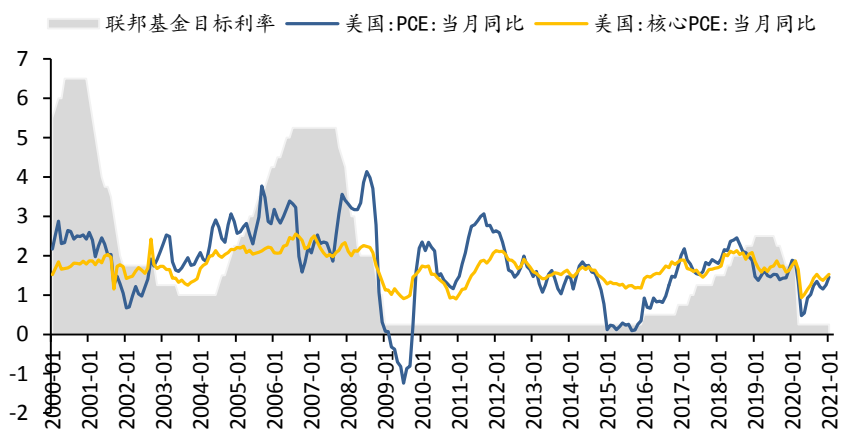
资料来源: Wind、BEA、国信证券经济研究所整理

横向对比来看, CPI 中能源价格权重占到 6%, 其中汽油价格占 3%。叠加美国 2 月极端天气对电力、天然气价格造成抬升, 预计 2 月 CPI 中能源分项将大幅走高。由于 CPI 指标的分项权重调整相对比较滞后, 并不能准确反映疫情对居民汽油消费的限制, 所以我们预计近期油价飙升对 CPI 指标的影响将大于对 PCE 指标的影响。

美联储加息时 PCE 通胀与核心 PCE 通常超过 2% (除 2015-2017 年油价低谷时期)

美联储加息时美国 PCE 通胀和核心 PCE 通常都在 2% 以上, 2004、2005 年 PCE 同比曾一度超过 3%。次贷危机后通胀中枢有所下移, 2018 年美联储加息时通胀略超 2%。

图 7: 美国联邦目标基金利率和 PCE 物价指数同比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

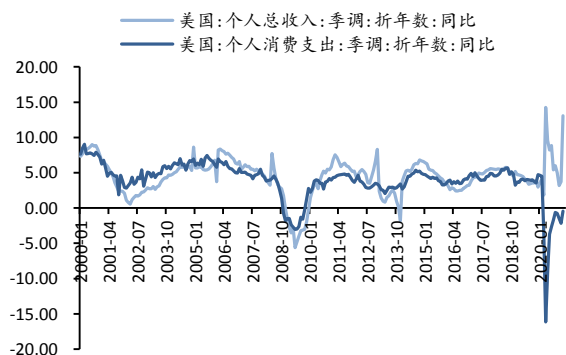
例外出现在 2015-2017 年的加息周期, 通胀低位的主要原因是该时期国际油价大跌, 拖累 PCE 同比值。2015-2017 年期间原油价格大跌, 两年间布油均价仅 51.87 美元/吨, 较 2011-2014 年的均价 109 美元/桶有大幅下滑, 拖累 PCE 通胀。该期间内去除能源和食品价格的核心通胀持续高过 PCE 全物品通胀。2018 年起油价回到历史平均水平, 美国 PCE 与核心 PCE 同比值升至 2% 以上。

表 1: 美国联邦目标基金利率上调时期的 PCE 物价指数

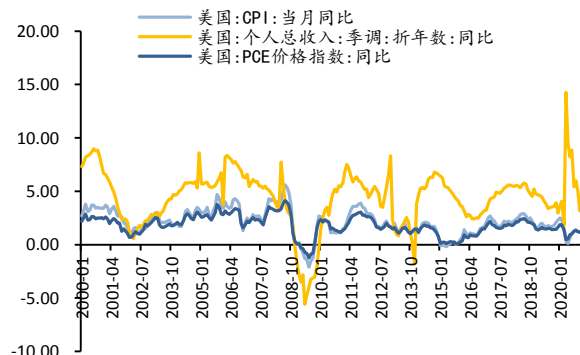
日期	美国:联邦基金目标利率 (%)	美国:核心 PCE:当月同比 (%)	美国:PCE:当月同比 (%)
2000-02-02	5.75	1.67	2.52
2000-03-21	6.00	1.84	2.88
2000-05-16	6.50	1.67	2.33
2004-06-30	1.25	2.13	2.91
2004-08-10	1.50	1.96	2.44
2004-09-21	1.75	2.03	2.34
2004-11-10	2.00	2.16	3.06
2004-12-14	2.25	2.15	2.87
2005-02-02	2.50	2.19	2.61
2005-03-22	2.75	2.24	2.74
2005-05-03	3.00	2.14	2.54
2005-06-30	3.25	2.04	2.30
2005-08-09	3.50	2.09	2.98
2005-09-20	3.75	2.12	3.77
2005-11-01	4.00	2.22	2.87
2005-12-13	4.25	2.20	2.81
2006-01-31	4.50	2.07	3.18
2006-03-28	4.75	2.07	2.83
2006-05-10	5.00	2.27	3.20
2006-06-29	5.25	2.46	3.39
2015-12-17	0.50	1.18	0.35
2016-12-15	0.75	1.84	1.73
2017-03-16	1.00	1.67	1.89
2017-06-15	1.25	1.63	1.54
2017-12-14	1.50	1.68	1.85
2018-03-22	1.75	2.04	2.15
2018-06-14	2.00	2.07	2.40
2018-09-27	2.25	2.07	2.10
2018-12-20	2.50	2.08	1.88

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

美国个人收入与通胀关系并不明显，零售销售对非耐用品价格推动较大。从历史数据来看，美国个人收入与个人消费支出走势吻合度较高，疫情前几乎没有发生过大的背离。2020 年疫情给经济前景带来较大的不确定性，恐慌情绪弥漫，虽然财政转移支付整体上拉高了居民个人收入，但个人消费支出显著下行。个人收入与通胀指数的关系则并不显著，无论是拐点位置还是变动幅度都无明显对应，所以对于拜登 1.9 万亿美元刺激中的转移支付如何传导至通胀数据这一点，还需在接下来的一段时间内对实际数据进行密切观察和追踪以得知。

图 8: 美国个人收入与个人消费支出同比 (%)


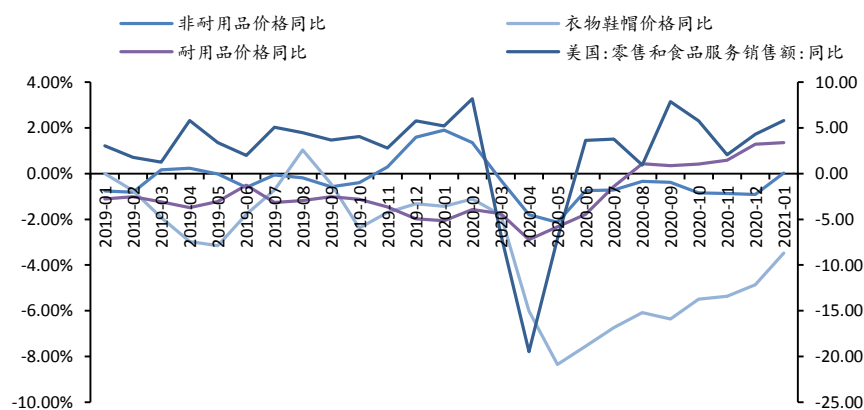
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 美国个人收入与通胀指标 (%)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

零售销售与 PCE 中非耐用品分项的关系较为明显，证明“零售销售强劲→非耐用品价格提高→通胀上行”的传导路径通畅。近期零售销售有复苏迹象，非耐用品销售增长有望加速回归。

图 10：美国零售销售和 PCE 中物品价格分项（%）

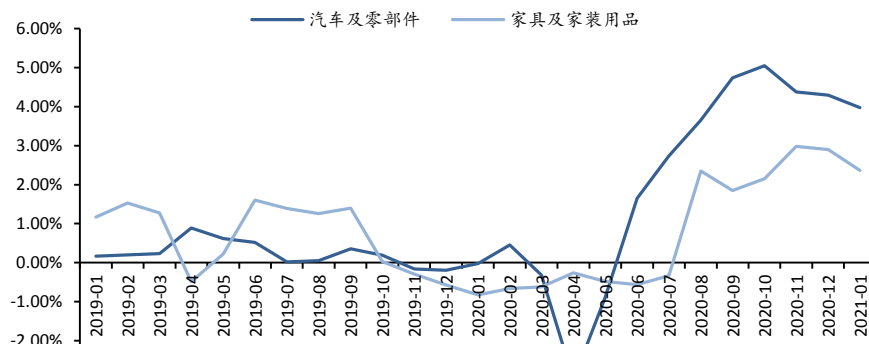


资料来源：BEA、国信证券经济研究所整理

新冠疫情以来的 PCE 分项变化反映了疫情期间的消费规律

PCE 分项显示，美国耐用品价格上升，服务价格下降。疫情期间美国耐用品消费亮眼，房地产市场火热拉动家具及家装产品热销，PCE 通胀中汽车、汽车零部件及家装和家具用品价格指数均大幅上扬，对 PCE 形成正向拉动。耐用品占 PCE 物价指数中 12% 的权重。

图 11：美国 PCE 物价指数中汽车及汽车零部件和家具家装分项（%）



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_17631

