

2022 年 04 月 17 日

美欧货币政策紧缩步伐分化

——全球宏观周报·第63期

周观点：美欧货币政策紧缩步伐分化

- **美国 3 月 CPI 再超预期、核心通胀初现见顶迹象，但全年高位仍支持美联储加快加息速度。**4 月 12 日公布的 3 月美国 CPI（季调）同比 8.4%，核心 CPI 同比 6.4%。首先，整体 CPI 同比攀高超预期，主要受到俄乌冲突造成的食品和能源价格上升影响。**1）但 3 月 CPI 更重要的增量信息更在于核心通胀大幅降温**，其中耐用品通胀近几月来环比一直维持放缓趋势，3 月耐用品通胀环比甚至转负至 -0.9%，为疫情之后最低值，也已低于疫情之前的长期环比均值，显示出商品替代服务逻辑逆转，而高通胀，特别是俄乌冲突造成的高油价可能也对消费形成冲击（二手车分项环比 -3.8%）。**2）另一方面，即便之后美国核心通胀见顶回落（特别是去年 3 月后商品通胀基数迅速提升），但核心服务（房租）分项由于其滞后房价涨幅一年半左右的特性，仍然相当坚挺**，3 月占 CPI 同比涨幅 20%。**3）预计 2022 全年核心 CPI 同比水平仍相当高，可能在 5.5% 左右，足以支撑美联储连续加息。**CPI 数据公布后，包括圣路易斯联储主席布拉德在内的数位美联储官员表示需更迅速加息，更快回到中性利率，这意味着我们前期《量化紧缩（QT）加速驶入单行道-美联储 3 月 FOMC 会议纪要点评》（2022.04.10）预测的年内加息 250BP 愈加能够成为现实。
- **3 月美国商品零售增速小幅回落，工业生产稍有加快，核心商品价格涨势暂缓。****1）3 月美零售增速小幅放缓，但仍然显著过热。**4 月 14 日公布的美 3 月零售环比 0.5%，三年平均增速 9.3%，较上月小幅回落，结构体现为服务消费基本持平，而耐用品消费降温，特别是汽车零部件消费环比 -1.9%，可能主要受到俄乌冲突下油价不确定性陡增以及价格上升抑制。但美国消费距离回归匹配供给的低水平还非常遥远，薪资通胀螺旋仍然将成为稳定美国消费重要的助力。**2）3 月美工业生产恢复小幅提速，消费品供需缺口小幅收窄。**4 月 15 日公布的 3 月美国工业生产三年平均增速 0.7%，环比 0.9%，略超市场预期，主要为制造业推动，特别是汽车零件制造在 2 月环比收缩 4.6% 后 3 月大幅反弹 7.8%，叠加汽车零件消费下滑，导致 3 月耐用品通胀大幅降温。采矿业环比 1.7%，或是美国页岩油生产出现实质性恢复的信号。虽然商品消费小幅降温，但美国居民时薪畸高所体现出的就业意愿低迷，以及全球油价高位和俄乌冲突对供应链打击的不确定性，仍将使得美国工业生产不会很快恢复，这就意味着美国耐用品通胀年内不会断崖式下滑。
- **相比于美国高通胀促使美联储官员发言日渐偏鹰，欧央行 4 月货币政策会议却展现出相反的偏“鸽”。**欧央行 4 月货币政策会议（4 月 14 日公布声明）变化较小，主要强化了购债计划将在第三季度结束的预期，确认购债计划结束后“一段时间”再进行加息的顺序，并强调欧央行将灵活“flexibility”应对。为何通胀的节节攀升推动美联储加强加息、缩表预期引导下，欧央行却相对采取了更为“鸽派”的政策呢？我们认为，**美欧通胀、经济结构不同，导致政策应对松紧不一。****1）首先**，美国推升通胀主要动力来自耐用品通胀，即前期财政补贴+当前薪资通胀螺旋的直接后果，而欧元区通胀主要动力为能源通胀，侵入核心通胀幅度要远比美国小，后续缓和难度也无法和美国同日而语。**2）更深层次来说**，美国当前深陷“滞胀”格局，对于美联储来说唯有跟随 1979 年沃尔克的经验加速紧缩，而欧洲工业生产恢复不但更强，也没有出现薪资增速过热的情况，这一点拉加德在会后记者会上也有提到。所以俄乌冲突对需求造成的打击（通胀前景“significantly increased”、经济下行风险“substantially higher”），造成通缩可能性大过滞胀，所以欧央行表态相当谨慎，而这也或使得美元指数至少上半年稳步站上 100 点位。
- **我国外需并未显著降温，仍可支撑我国出口相对高增。**对应到我国实体经济，在近期 3 月进出口数据公布后，市场较为担忧外需是否出现大幅降温，而 3 月美国零售数据显示出美国居民需求并未断崖式降温，我们仍然认为美国等主要发达经济体内需过热、消费品需求缺口达历史高位的情况在未来两个季度能够基本维持，拉动我国出口强劲增长，详细分析见《如何理解疫情中仍然较强的出口？-3 月进出口数据解读》（2022.04.13）。

相关研究

《如何理解疫情中仍然较强的出口？-3月进出口数据解读》

2022.04.13

《量化紧缩 (QT) 加速驶入单行道-美联储 3 月 FOMC 会议纪要点评》

2022.04.10

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com
王茂宇 A0230521120001
wangmy2@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818×7368
qintai@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

目录

全球宏观数据：英国 3 月 CPI 同比 7.0%.....6

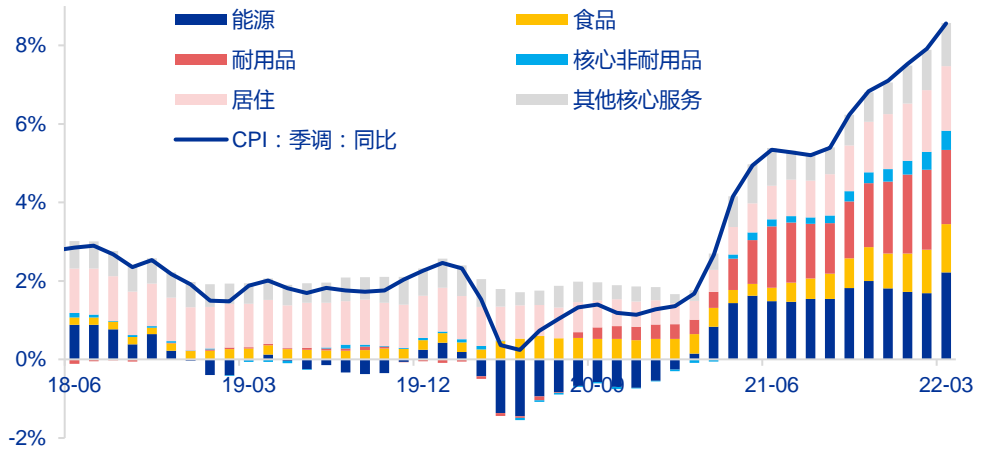
全球宏观日历：关注欧元区 HICP..... 10

图表目录

图 1：美国 3 月 CPI 同比 8.6%，核心 CPI 同比 6.4%	5
图 2：3 月美国零售增速小幅回落，而工业生产恢复提速	5
图 3：预计美国核心 CPI 同比全年同比 5.5% 左右	5
图 4：全球周均新增确诊继续回落（7DMA，例，上图新增确诊，下图新增死亡）	6
图 5：全球主要国家疫苗接种情况（%）	6
图 6：美国变种病毒新增占比（7DMA，%）	6
图 7：22 年 5 月极为可能加息 50BP（BP）	7
图 8：预计 22 年加息至少 250BP（BP）	7
图 9：海外主要国家防控力度指数（30DMA）	8
图 10：海外主要国家出行变化（30DMA，%）	8
图 11：英国 2 月工业产出环比转负	8
图 12：英国 2 月失业率降至 3.8%	8
图 13：英国 3 月 CPI 同比 7%	8
图 14：美国 3 月 PPI 同比增速继续上行	8
图 15：美 3 月进口价格指数两年平均增速达 6.5%	8
图 16：美国 2 月商业库存两年平均增速 5.7%	8
图 17：美国炼油厂可运营能力利用率小幅下滑	9
图 18：美国粗钢产能利用率较上周维持平稳	9
图 19：本周原油价格较上周小幅下跌	9
图 20：美原油库存本周小幅回升	9
图 21：铁矿石价格同比降幅扩大	9
图 22：本周长端美债利率继续上升	9
图 23：各期限抵押贷款利率持续大幅攀升	9
图 24：截至 4 月 14 日美元指数较上周小幅抬升	9
表 1：美联储未来议息会议加息概率（BP）	6
表 2：美联储官员过去一周对加息缩表的表态	7

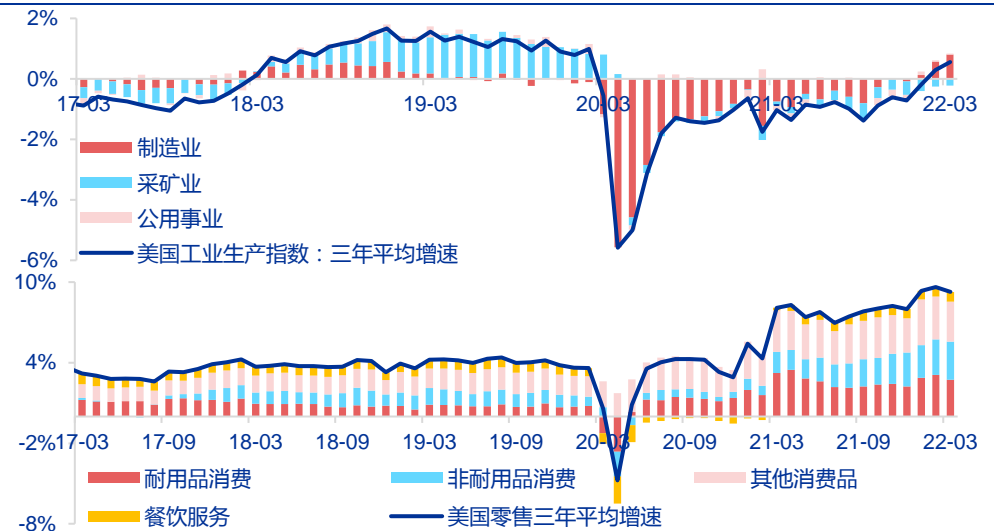
表 3：全球主要宏观经济数据日历	10
------------------------	----

图 1：美国 3 月 CPI 同比 8.6%，核心 CPI 同比 6.4%



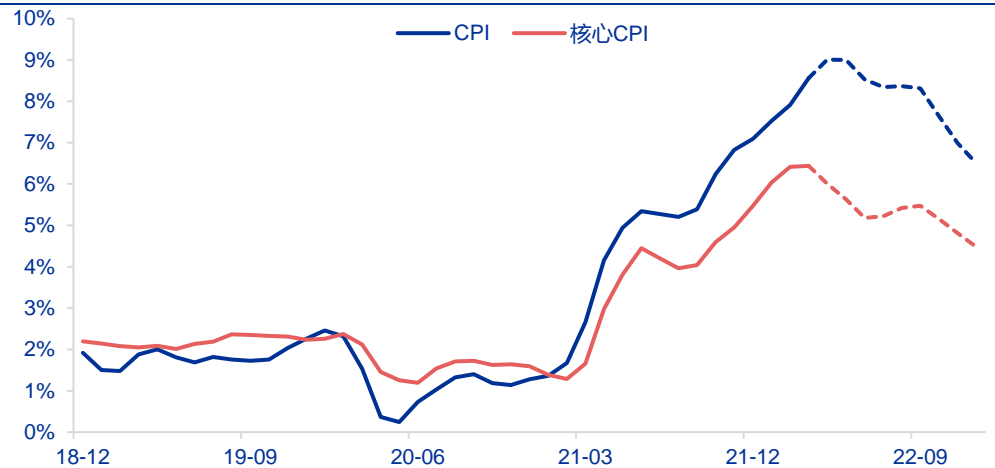
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 2：3 月美国零售增速小幅回落，而工业生产恢复提速



资料来源：CEIC，申万宏源研究

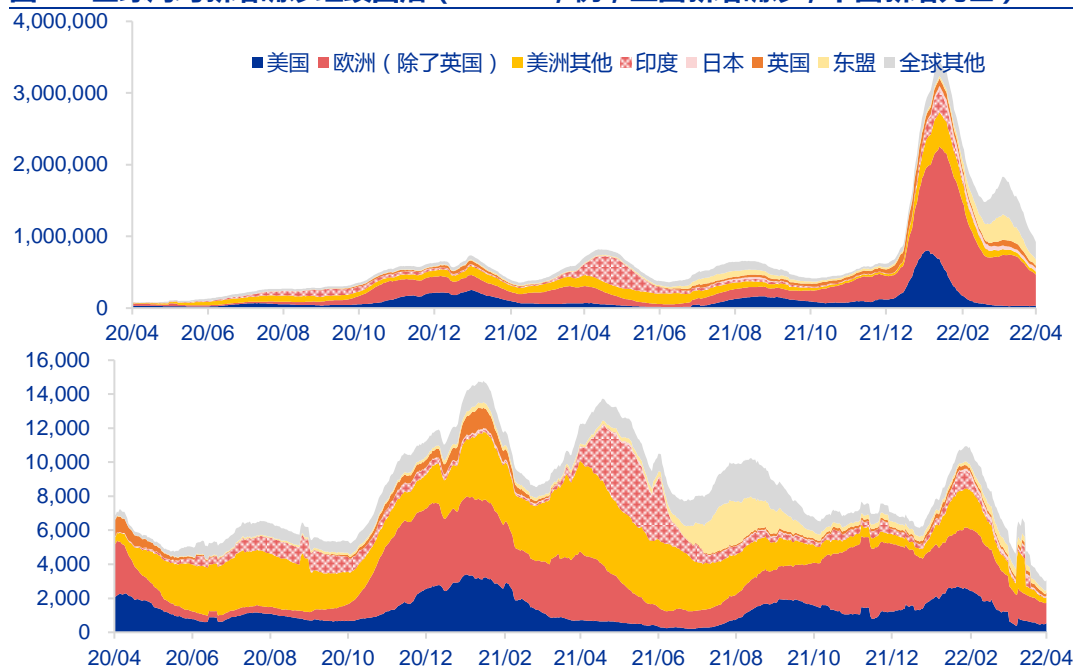
图 3：预计美国核心 CPI 同比全年同比 5.5% 左右



资料来源：CEIC，申万宏源研究

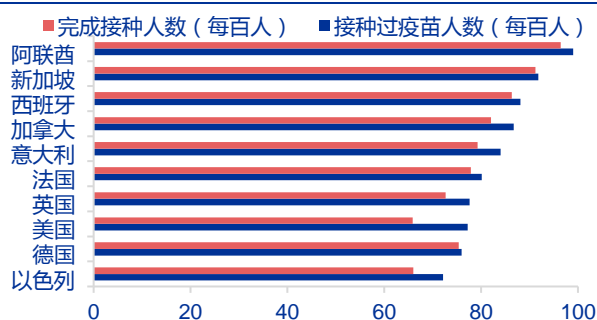
全球宏观数据：英国 3 月 CPI 同比 7.0%

图 4：全球周均新增确诊继续回落（7DMA，例，上图新增确诊，下图新增死亡）



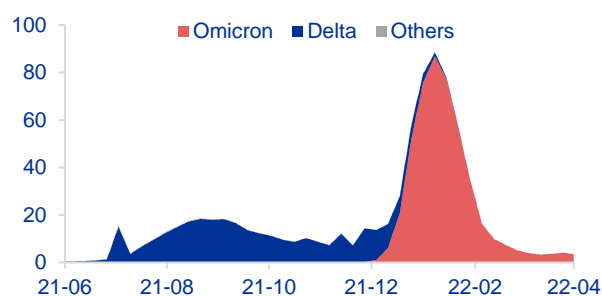
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 5：全球主要国家疫苗接种情况（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 6：美国变种病毒新增占比（7DMA，%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

表 1：美联储未来议息会议加息概率（BP）

会议时间	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2022/5/4	9.0%	91.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/6/15	0.0%	0.0%	6.6%	68.7%	24.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/7/27	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	33.8%	49.4%	13.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/9/21	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	28.5%	46.8%	19.9%	2.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/11/2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	28.9%	46.3%	19.6%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	12.1%	35.1%	36.9%	13.5%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.6%	19.4%	35.6%	29.4%	9.6%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/3/15	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.5%	19.1%	35.3%	29.5%	10.0%	1.2%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.2%	14.4%	30.1%	31.4%	16.3%	4.0%	0.4%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	6.9%	19.6%	30.5%	26.4%	12.2%	2.8%	0.3%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.1%	6.3%	18.2%	29.3%	26.8%	13.8%	3.9%	0.5%

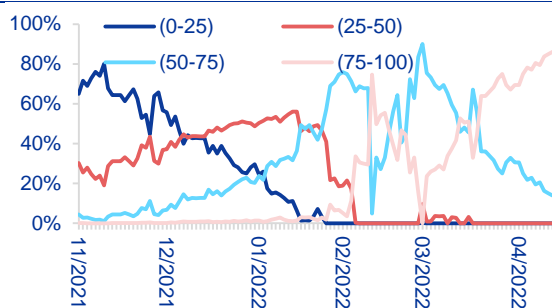
资料来源：CME Fedwatch，申万宏源研究

表 2：美联储官员过去一周对加息缩表的表态

姓名	职务	时间	投票权	表态
Charles L. Evans	芝加哥联储主席	2022/4/11	2023	联储必须使货币政策更接近中性水平，我预计中性利率水平为 2.25%到 2.5% 。在 12 月前 加速收紧至中性水平是合适的，联储 非常有可能 在 5 月会议上加息 50 基点。在联储加息至中性利率水平过程中，应 留出时间 评估数据。美元体现出联储政策走向中性
Lael Brainard	美联储副主席提名	2022/4/12	2022	3 月核心通胀改善 好于预期 。联储将致力于将通胀降至 2%。联储将 迅速 采取行动，将今年的利率提高至既不会刺激经济也不会放缓经济的水平。实现中性政策将使 FOMC 在方向上有选择的余地。不希望侧重于关注联储加息的速度。需要对通胀何时回落至 2%给出预判。联储可能会在 5 月 的会议上正式确定缩表计划，并在 6 月 开始这一进程。金融条件已经趋紧。
Tom I. Barkin	里士满联储主席	2022/4/13	2022	联储必须清晰表明 FOMC 将解决高通胀问题。但处理通胀问题并不意味着要硬着陆。必要时可能会进一步采取利率调整。最佳办法就是迅速实现中性利率。
James Bullard	圣路易斯联储主席	2022/4/13	2022	认为中性利率就能抑制通胀的想法是“ 幻想 ”，需要 更激进 的措施来抑制通胀
Christopher J. Waller	美联储理事	2022/4/13	2022	我更倾向于 前置加息 策略，5 月份加息 50 基点，6、7 月可能也加 50 基点。我认为我们想在今年下半年 超过中性利率 ，在这之前尽可能快地达到中性利率。美国经济可以承受激进的紧缩政策。
John C. Williams	纽约联储主席	2022/4/14	2022	我们看到了消费者转变支出模式的初步迹象，从商品转型服务。潜在通胀趋势料将 很快见顶 。联储需要专注于让通胀回落。单次加息 50 基点是一个 合理选项 ，迅速采取行动是合理的。需要重返中性的利率水平。
Loretta J. Mester	克利夫兰联储主席	2022/4/14	2022	美国劳动力市场非常紧俏，通胀非常高。联储将在 保持供需平衡 的节奏下收紧政策支持。
Patrick T. Harker	费城联储主席	2022/4/14	2023	预计联储 很快 就会开始有条不紊地缩表。（我一度）担心美国通胀预期会失控。预计美国 2022 年通胀大约为 4%， 两年内 回落至目标 2%

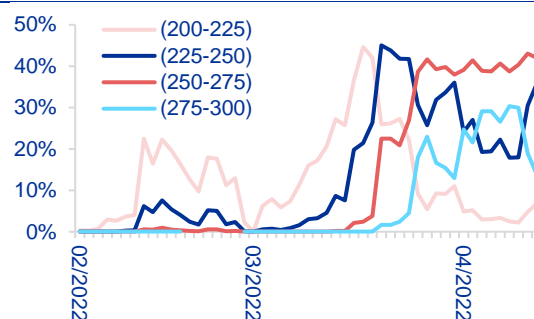
资料来源：St. Louis Fed，申万宏源宏观

图 7：22 年 5 月极为可能加息 50BP (BP)



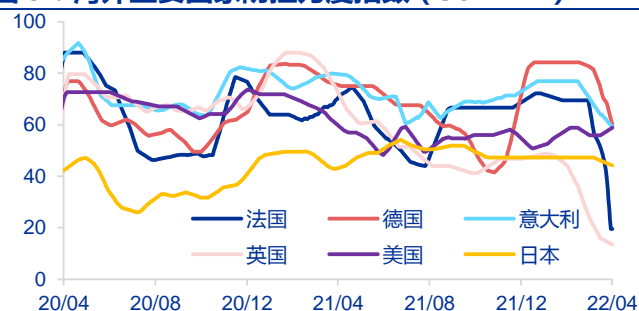
资料来源：CME Fedwatch，申万宏源研究

图 8：预计 22 年加息至少 250BP (BP)



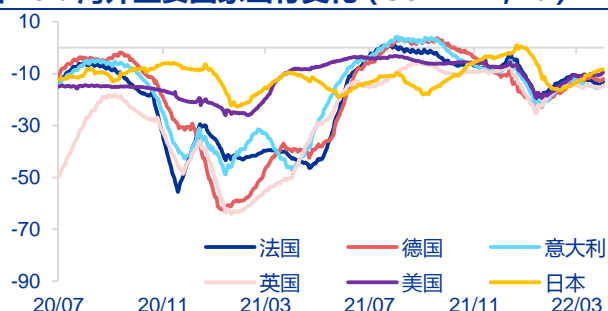
资料来源：CME Fedwatch，申万宏源研究

图 9：海外主要国家防控力度指数（30DMA）



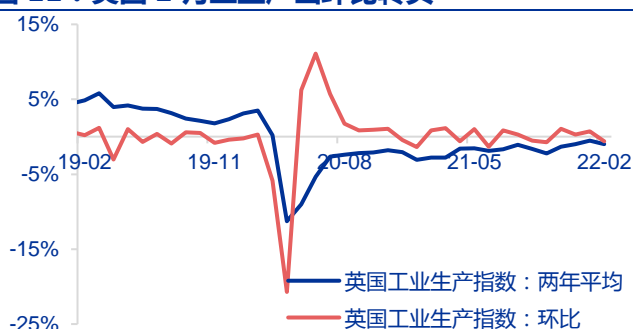
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 10：海外主要国家出行变化（30DMA，%）



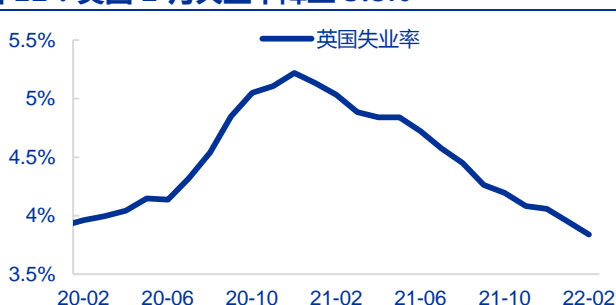
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 11：英国 2 月工业产出环比转负



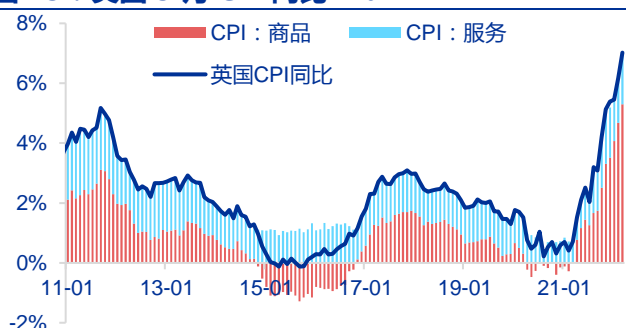
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 12：英国 2 月失业率降至 3.8%



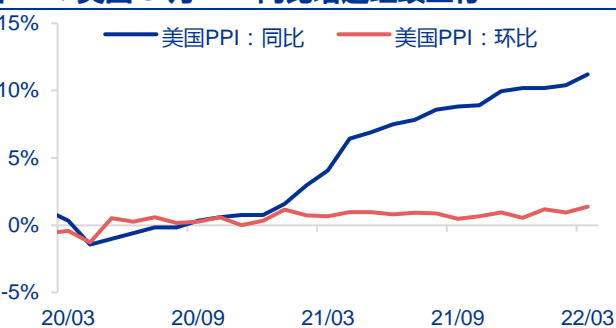
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 13：英国 3 月 CPI 同比 7%



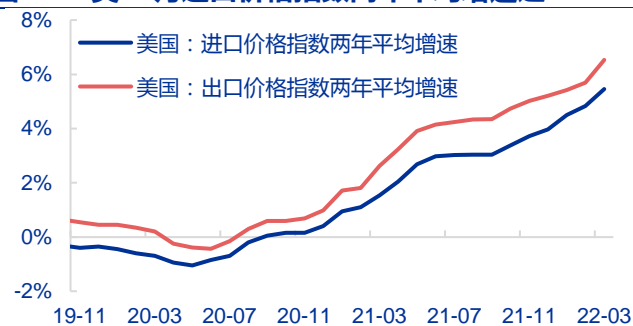
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 14：美国 3 月 PPI 同比增速继续上行



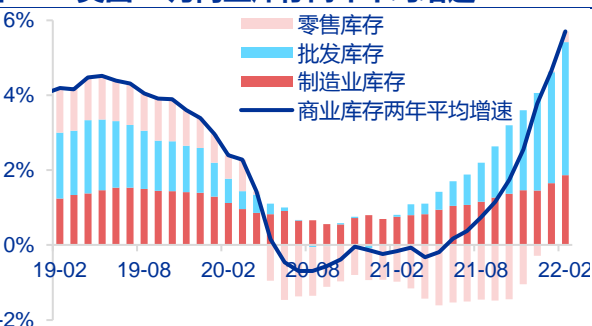
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 15：美 3 月进口价格指数两年平均增速达 6.5%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 16：美国 2 月商业库存两年平均增速 5.7%



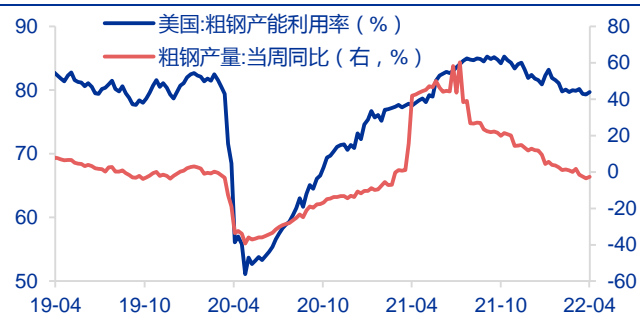
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 17：美国炼油厂可运营能力利用率小幅下滑



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 18：美国粗钢产能利用率较上周维持平稳



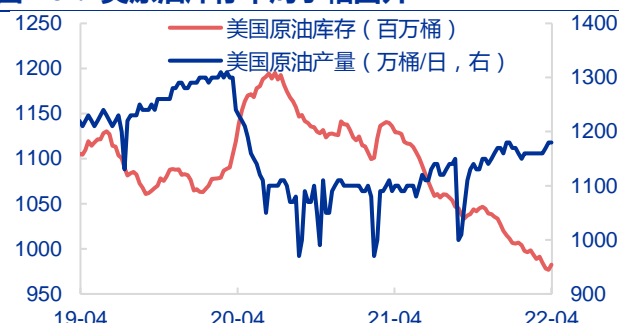
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 19：本周原油价格较上周小幅下跌



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 20：美原油库存本周小幅回升



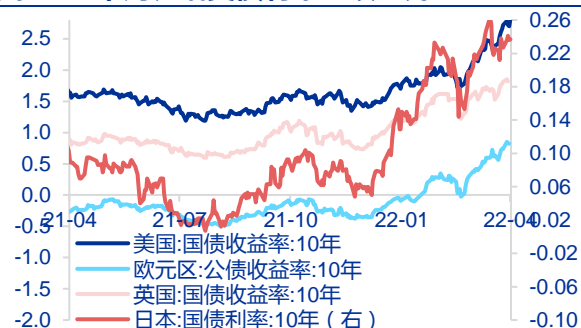
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 21：铁矿石价格同比降幅扩大



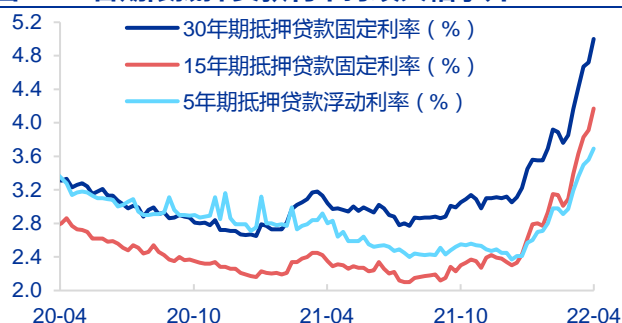
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 22：本周长端美债利率继续上升



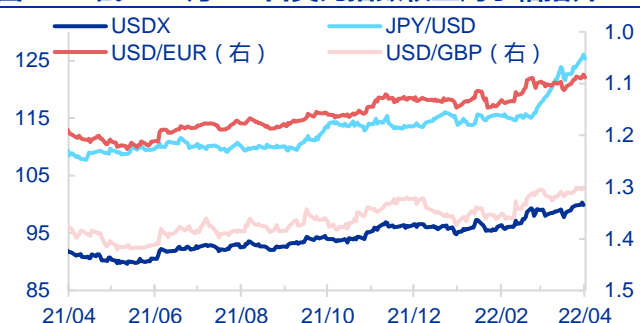
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 23：各期限抵押贷款利率持续大幅攀升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 24：截至 4 月 14 日美元指数较上周小幅抬升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

全球宏观日历：关注欧元区 HICP

表 3：全球主要宏观经济数据日历

月份	星期一	星期二	星期三	星期四	星期五	星期六	星期日
11	12	13	14	15	16	17	
09:30 CN 	0:40 US 	不定时 CN 	20:30 US 	2:30 US 			
CPI、PPI	芝加哥联储主席	贸易数据	零售销售	克利夫兰联储主席 Mester 讲话			
不定时 CN 	Evans 讲话	17:00 EU 		21:15 US 			
金融数据	20:30 US 	工业生产指数		工业生产指数			
9:30 US 	CPI						
亚特兰大联储主席 Bostic 讲话							
18	19	20	21	22	23	24	
10:00 CN 	4:00 US 	0:05 US 	17:00 EU 				
经济数据 / Q1 GDP	圣路易斯联储主席 Bullard 讲话	芝加哥联储主席 Evans 讲话	HICP				
		22:30 US 					
		旧金山联储主席 Daly 讲话					
		23:30 US 					
		芝加哥联储主席 Evans 讲话					
25	26	27	28	29	30	31	
		09:30 CN 	20:30 US 	20:30 US 	09:30 CN 		
		工业企业效益	22Q1 GDP	PCE 物价指数	中采 PMI		

资料来源：各国统计局、申万宏源研究

注：中国金融数据公布日期不定，每月 10-15 日公布概率较高

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swwhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swwhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swwhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhy.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。