

## 美国假“滞”真“胀”

### 往期精彩研报

《美元指数或将坐上火箭？》

#### 主要观点：

停滞性通货膨胀（简称“滞胀”）在经济学，特别是宏观经济学中，特指经济停滞但失业率和通货膨胀（此处指物价持续上涨）同时持续增加的经济现象。从上周美国公布的经济及通胀数据组合来看，“美国一季度经济增速大幅下降，核心 PCE 增速反弹”，指向美国经济陷入宏观经济学所定义的“滞胀”，因此也开启了市场“滞胀”的交易主线。

但通过对上述数据的解读，我们认为美国暂时没有“滞”的风险，但“胀”的风险更为明显和确定。本周将迎来新一轮美联储 FOMC 会议，虽然此次会议没有点阵图，但我们需要关注美联储官员们对经济、通胀、缩表等方面的表述，看市场是否会进一步巩固对“滞胀”的交易。如果有进一步加强的迹象，在交易“滞胀”的环境下，美元指数的表现或难有较大起色。

**风险点：**美国通胀粘性超预期回落、美国经济超预期衰退、非美经济体经济超预期、非美经济体政策走向超预期

**重要声明：**本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

南华研究院  
投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1290 号

周骥  
投资咨询证号：Z0017101

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 目录

### 章节

1. 市场倾向于交易“滞胀” .....	1
1.1. 资产价格反应 .....	2
1.2. 市场预期调整情况 .....	3
2. 对经济数据的几点理解 .....	5
2.1. 美国经济增长出现疲态，但不属于“滞” .....	5
2.2. 美国面对“胀”的风险更大 .....	7
2.3. 2024 年年内美联储降息的可能性正在回落，上半年更无望看到 .....	9

## 目录

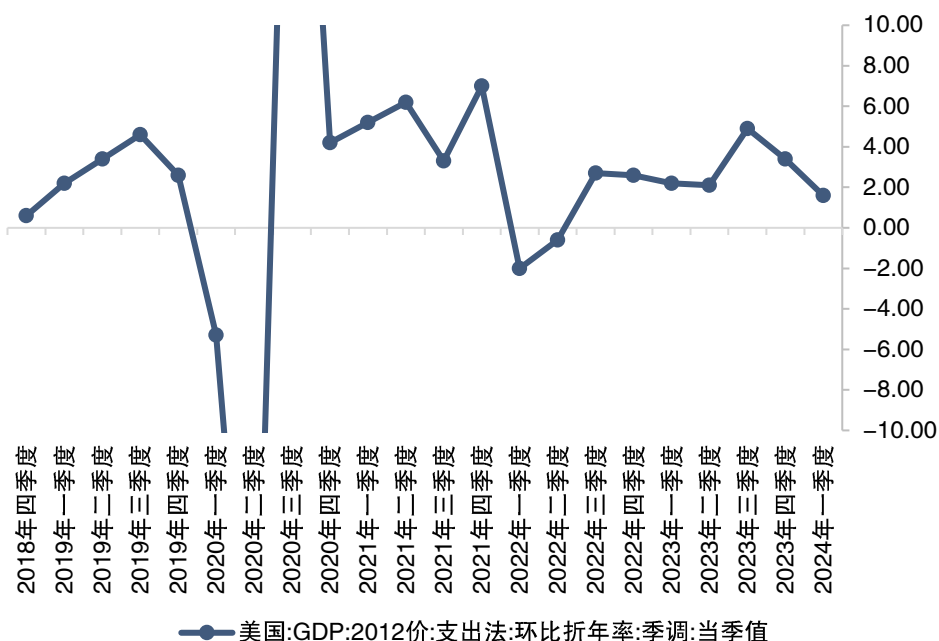
### 图表

图 1.1.1: 2024 年第一季度美国实际 GDP 按年率计算增长 1.6% (单位: %) .....	1
图 1.1.2: 2024 年第一季度美国核心 PCE 年化初值环比上升 3.7% (单位: %) ..	2
图 1.1.3: 资产价格反应 (截至 2024 年 4 月 26 日 13:30) .....	3
图 1.2.1: 目前市场预期 2024 年美联储将仅降息 1 次, 时间点大概率发生在 12 月份 .....	4
图 2.1.1: 2024 年一季度, 个人消费支出仍然是美国 GDP 最大的贡献因素, 但出现了放缓迹象 (单位: %) .....	5
图 2.1.2: 2024 年一季度美国商品端的个人消费增长为负值 (单位: %) .....	6
图 2.1.3: 2024 年一季度美国私人住宅投资增幅较大 (单位: %) .....	6
图 2.1.4: 2024 年美国一季度 GDP 表现符合季节性规律 (单位: %) .....	7
图 2.2.1: 3 月美国 CPI 细分项情况 .....	8
图 2.2.2: 美国 PCE 及核心 PCE 同比 (%, 月度) .....	8
图 2.2.3: 美国 PCE 及核心 PCE 环比 (%, 月度) .....	8
图 2.2.4: 美国 PCE 及核心 PCE 同比 (%, 季度) .....	9
图 2.2.5: 美国 PCE 及核心 PCE 环比 (%, 季度) .....	9
图 2.3.1: 1990 年以来圣路易斯联储构建的物价压力指标与美国 CPI (%) 走势	10
图 2.3.2: 1990 年以来圣路易斯联储构建的物价压力指标与美国 PCE (%) 走势	10

## 1. 市场倾向于交易“滞胀”

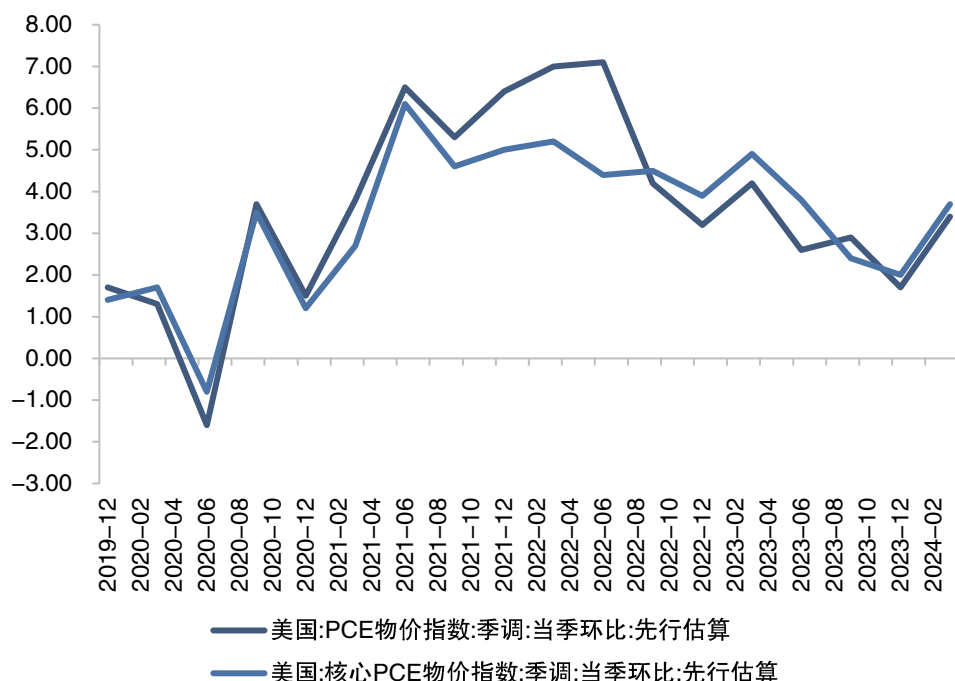
北京时间2024年4月26日20:30，美国2024年一季度实际GDP年化季度环比初值、PCE年化同/环比值等数据落地。根据美国商务部公布数据显示，2024年第一季度美国实际国内生产总值按年率计算增长1.6%，增幅较去年第四季度的3.4%明显收窄，市场预期为2.4%；核心PCE物价指数年化初值环比上升3.7%，市场预期为3.4%，去年四季度终值2.0%；实际个人消费支出初值环比上升2.5%，市场预期为3.0%，去年四季度终值3.3%。

图 1.1.1：2024 年第一季度美国实际 GDP 按年率计算增长 1.6%（单位：%）



数据来源：iFinD 南华研究

图 1.1.2: 2024 年第一季度美国核心 PCE 年化初值环比上升 3.7% (单位: %)

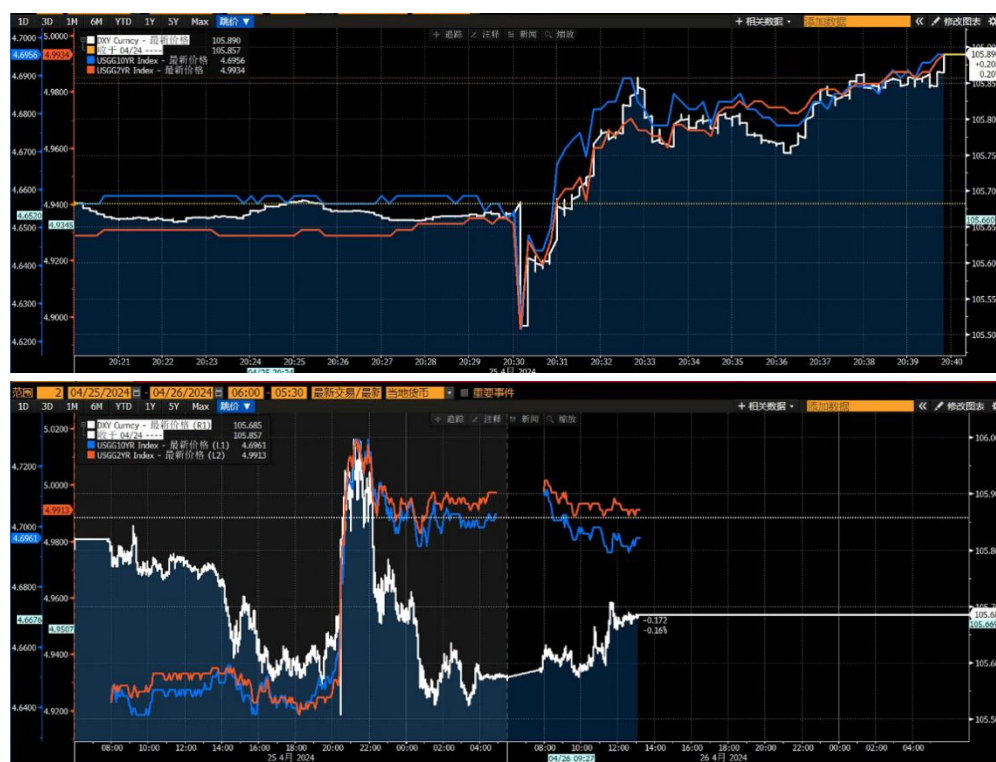


数据来源: iFinD 南华研究

### 1.1. 资产价格反应

数据公布后, 资产价格反应的隐含逻辑是交易“滞胀”。具体来看, 由于美国2024年一季度实际GDP年化季度环比初值(1.6%)低于预期(2.5%), 市场对美国经济的“滞”进行了交易, 导致资产价格回落; 而美国2024年一季度核心PCE年化环比增速(3.7%)高于预期(3.4%), 市场对美国通胀的“胀”进行了交易, 导致资产价格短期上升。总体而言, 在“滞”与“胀”的数据表现下, 市场以“滞胀”交易为主, 而非再次通胀。因此, 在上述美国经济数据公布后, 美元指数整体呈现偏弱走势。

图 1.1.3: 资产价格反应 (截至 2024 年 4 月 26 日 13:30)



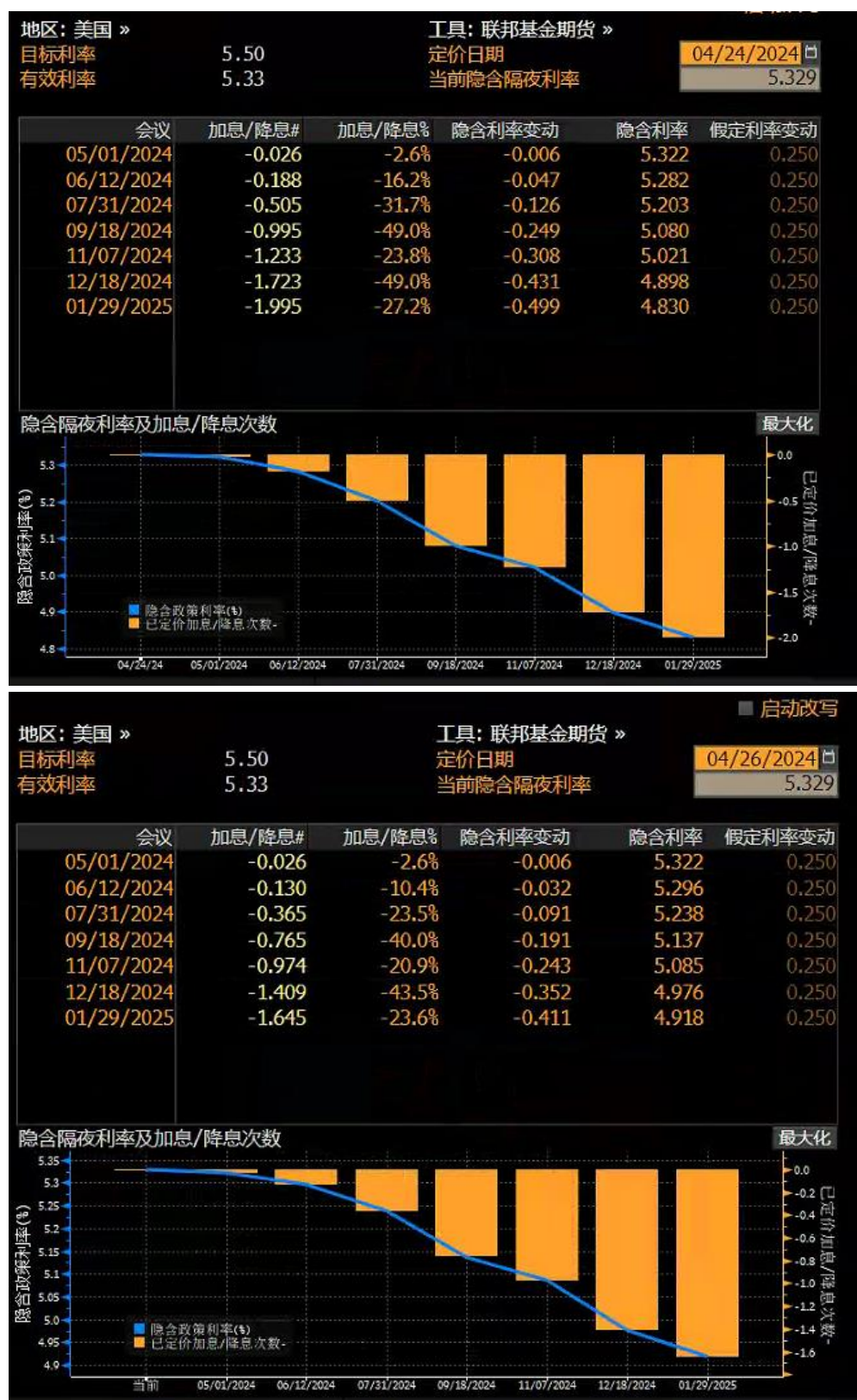
注：白线为美元指数（右轴）、红线为 2 年期美债收益率（%）、蓝线为 10 年期美债收益率（%）

资料来源：Bloomberg 南华研究

## 1.2. 市场预期调整情况

在以“滞胀”为交易逻辑的背景下，截至北京时间2024年4月26日，市场对美联储的降息预期微幅调整。目前市场预期2024年美联储将仅降息1次，且大概率发生在12月份。

图 1.2.1：目前市场预期 2024 年美联储将仅降息 1 次，时间点大概率发生在 12 月份



注：上图为数据公布前一个交易日的市场预期，下图为数据公布后一个交易日的市场预期

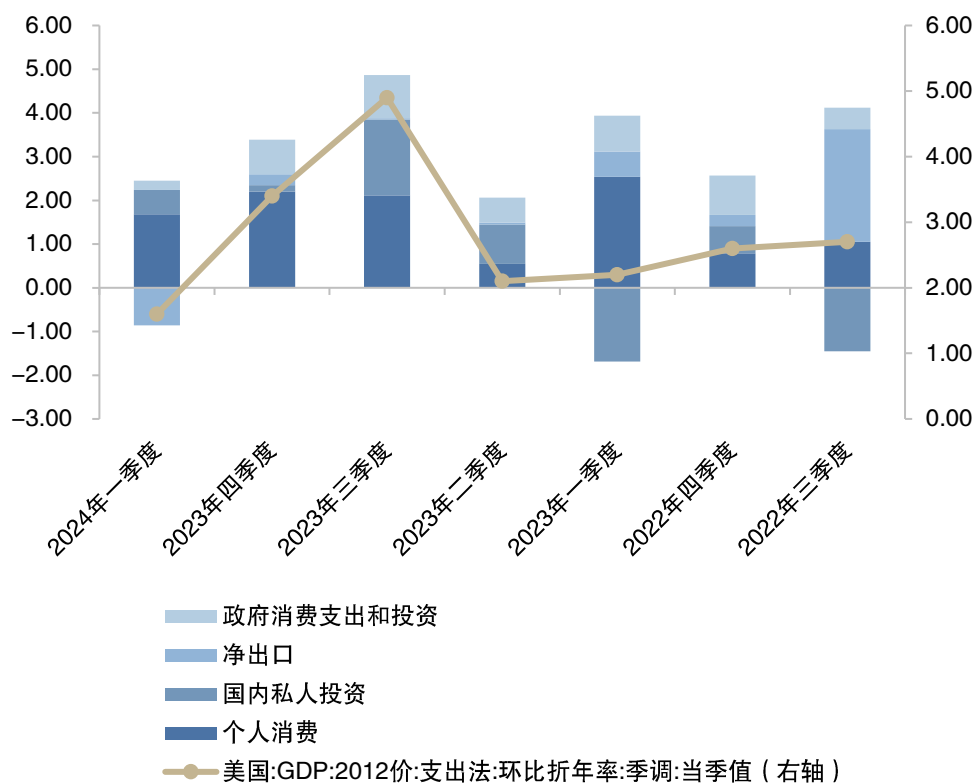
资料来源：Bloomberg 南华研究

## 2. 对经济数据的几点理解

### 2.1. 美国经济增长出现疲态，但不属于“滞”

在高利率环境下，美国经济出现疲态。从美国2024年一季度GDP各分项的环比折年率表现来看，个人消费支出仍然是美国GDP最大的贡献因素，但出现了放缓迹象，这与我们之前在报告中的判断相符。其中，商品端的个人消费增长为负值，成为个人消费项的最大拖累因素。净出口对本季度GDP增速造成了最大的拖累，主要是由于商品进口增速大幅上升导致净出口大幅放缓。政府消费支出和投资项也对本季度GDP增速产生了一定的拖累。唯一表现较好的分项是私人投资，其增速较前一季度微幅提升，尤其是住宅投资的增长幅度较大。

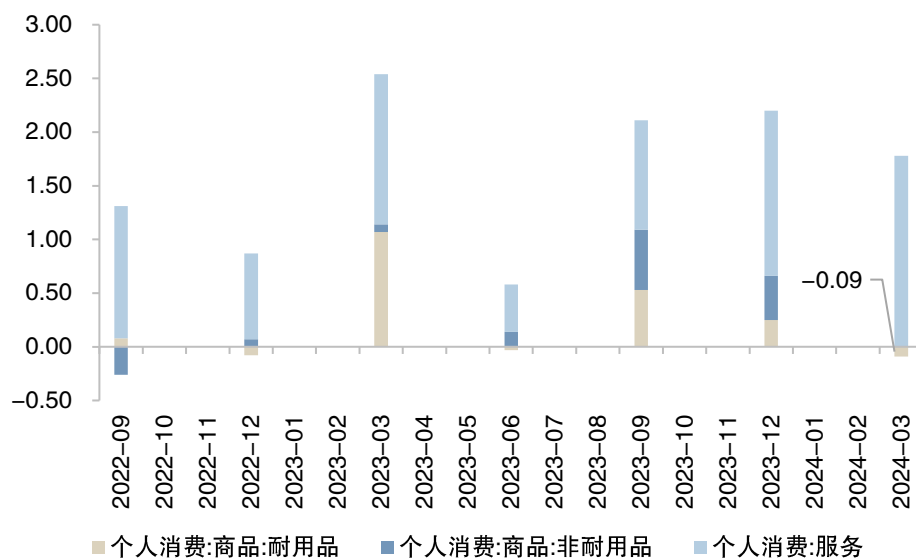
图 2.1.1：2024 年一季度，个人消费支出仍然是美国 GDP 最大的贡献因素，但出现了放缓迹象（单位：%）



数据来源：iFinD 南华研究

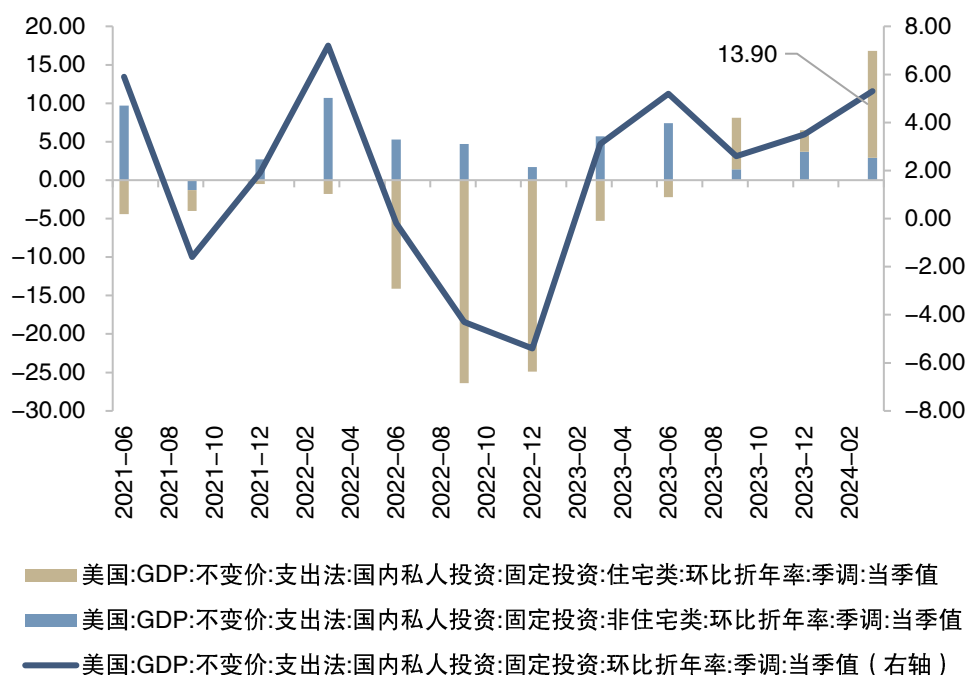


图 2.1.2：2024 年一季度美国商品端的个人消费增长为负值（单位：%）



数据来源：iFinD 南华研究

图 2.1.3：2024 年一季度美国私人住宅投资增幅较大（单位：%）



数据来源：iFinD 南华研究

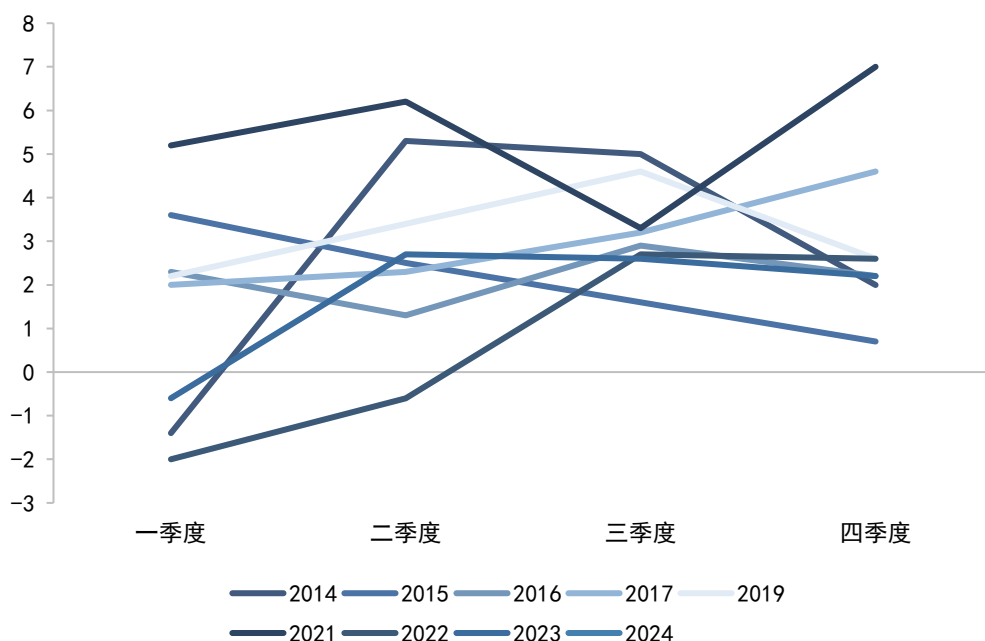
但我们认为，当前市场可能高估了美国经济“滞”的程度。无论是从各分项的表现还是从季节性的角度来看，短期内，美国经济并没有明显“滞”的现象。具体分析如下：

一、从分项表现来看，首先需要注意的是本次拖累GDP增速的大多数是波动项，如

果将这些波动项剔除，最终的GDP表现并不弱。其次，更能代表潜在实际需求的核  
心GDP的动能依然稳健，例如服务消费、地产投资等这些推动美国经济增长的核心  
动力的增速依旧保持在较高水平。最后，本季库存变化和进口的拖累，在一定程度上  
反映了美国内需的强劲。

二、从季节性的角度来看，美国一季度实际GDP年化季度环比值通常是全年的低  
点。这一现象可以归因于天气等因素的影响。由于一季度常常受到天气等因素的影  
响，个人消费和库存往往会出现季节性的回落。因此，我们需要考虑季节性因素对  
一季度GDP数据的影响，以更准确地评估经济的表现。

图 2.1.4：2024 年美国一季度 GDP 表现符合季节性规律（单位：%）



数据来源：iFinD 南华研究

## 2.2. 美国面对“胀”的风险更大

当前，无论从PCE还是CPI的表现来看，美国通胀回落速度减缓的事实较为明显。  
近期公布的美国CPI数据显示，整体及核心CPI同比值呈现下行趋势放缓的状态，而  
环比值则出现回升的趋势。根据3月美国CPI数据显示，能源价格回升是3月通胀上  
涨的重要推动因素。能源分项的同比上升为2.1%（前值为-1.9%），环比上升为  
1.1%（前值为2.3%）。核心弹性和核心粘性CPI的同比值持平，但都高于市场预  
期。非住房核心粘性CPI有所反弹，表明核心通胀压力不仅仅出现在住房市场，而  
是开始在更广泛的领域呈现粘性。超级核心通胀（剔除了住房的核心CPI服务分  
项）呈现强劲上升的态势，这可能会对美联储在6月选择降息产生压力。总体来看，3  
月的CPI通胀数据显示美国抗通胀之路仍然面临一些挑战。

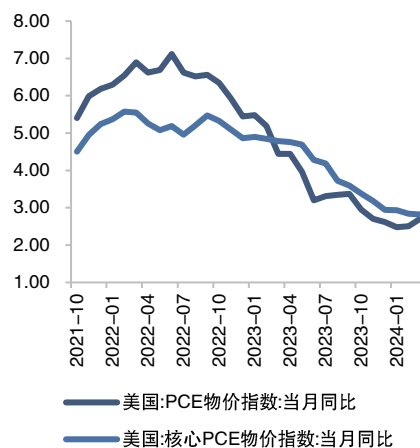
图 2.2.1: 3月美国 CPI 细分项情况

单位: %	相对权重	环比增速 (未经季调)					同比增速 (未经季调)				
		2024年3月	2024年2月	上月环比变化	本月环比变化	环比拉动	2024年3月	2024年2月	上月同比变化	本月同比变化	同比拉动
CPI	100	0.6	0.6	0.1	0.0	0.01	3.5	3.2	0.1	0.3	0.5
食品	13.474	0.1	0.1	-0.5	0.0	0.01	2.2	2.2	-0.4	0.0	0.3
家庭食品	8.663	0.0	0.1	-0.6	-0.1	0.00	1.2	1.0	-0.2	0.2	0.1
肉禽鱼蛋	1.804	0.8	0.1	0.2	0.0	0.01	1.3	-0.5	0.4	1.8	0.0
水果蔬菜	1.473	-0.3	-0.2	-1.5	-0.1	(0.00)	2.0	0.8	-0.3	1.2	0.0
非家庭食品	4.811	0.3	0.1	-0.4	0.0	0.01	4.2	4.5	-0.6	-0.3	0.2
能源	6.908	3.1	2.2	1.5	0.0	0.0	2.1	-1.9	2.7	4.0	0.1
能源商品	3.588	5.9	4.1	2.5	1.5	0.0	0.9	-4.2	2.7	5.1	0.0
能源服务	3.32	0.0	0.1	-2.4	-0.1	0.00	3.1	0.5	-2.6	2.8	0.1
核心CPI (除食品和能源外)	79.403	0.5	0.6	0.0	0.0	0.0	3.8	3.8	-0.1	0.0	0.0
商品 (除食品和能源外)	21.344	0.1	0.5	0.3	0.0	0.02	-0.7	-0.3	0.0	-0.4	-0.1
服装	2.605	1.3	3.2	1.5	-1.9	0.03	0.4	0.0	-0.1	0.4	0.0
新车	4.286	-0.2	0.0	-0.2	-0.2	(0.01)	-0.1	0.4	-0.3	-0.5	0.0
二手车	2.57	0.5	0.3	0.0	0.0	0.01	-2.2	-1.8	1.7	-0.4	-0.1
医疗保健商品	1.457	0.2	0.1	0.7	0.0	0.00	2.5	2.9	-0.1	-0.4	0.0
酒精饮料	0.836	0.0	0.2	-0.1	-0.2	0.00	2.4	2.4	0.1	0.0	0.0
烟草	0.489	0.4	0.8	0.5	0.4	0.00	6.8	7.1	0.1	-0.3	0.0
服务 (除食品和能源外)	58.274	0.7	0.6	-0.1	0.0	0.0	5.4	5.2	-0.2	0.2	0.0
住房	34.586	0.6	0.5	-0.1	0.0	0.0	5.7	5.7	-0.3	0.0	0.0
主要住所租金	7.542	0.4	0.4	0.1	0.0	0.03	5.7	5.8	-0.3	-0.1	0.4
业主房等价租金	25.437	0.4	0.4	-0.1	0.0	0.0	5.9	6.0	-0.2	-0.1	1.5
医疗服务	6.47	0.6	0.0	-1.0	0.0	0.04	2.1	1.1	0.5	1.0	0.1
运输服务	5.871	2.1	2.0	1.3	0.0	0.02	10.7	9.9	0.4	0.8	0.6

数据来源: iFinD 南华研究

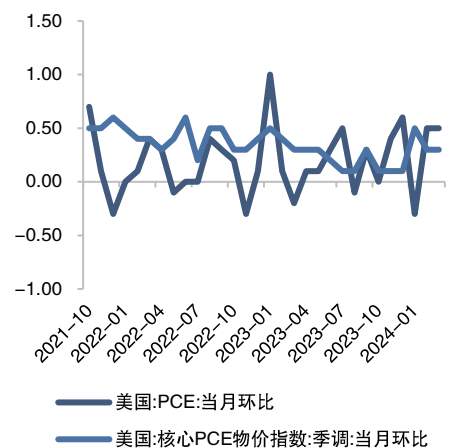
从PCE的表现来看,美国2024年一季度PCE大幅超市场预期,从前值1.8%显著回升至3.4%。核心PCE通胀也从前值2.0%显著回升至3.7%,显示出物价上行的压力明显增加。但我们不排除这可能与前值的上修有关。从单月数据来看,尽管3月核心PCE同比和环比值与前值基本持平,但整体呈现出较高的粘性,主要是由于服务需求的拉动。

图 2.2.2: 美国 PCE 及核心 PCE 同比 (% , 月度)



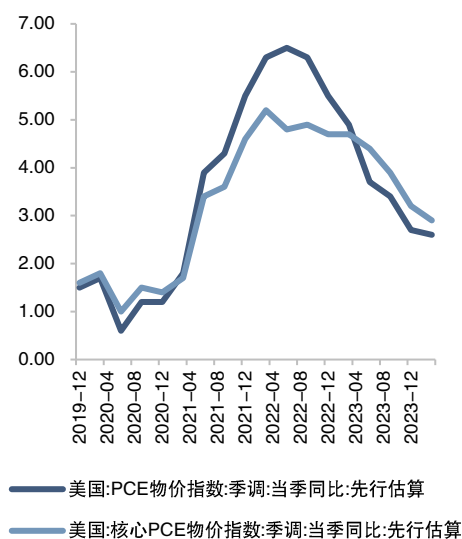
数据来源: iFinD 南华研究

图 2.2.3: 美国 PCE 及核心 PCE 环比 (% , 月度)



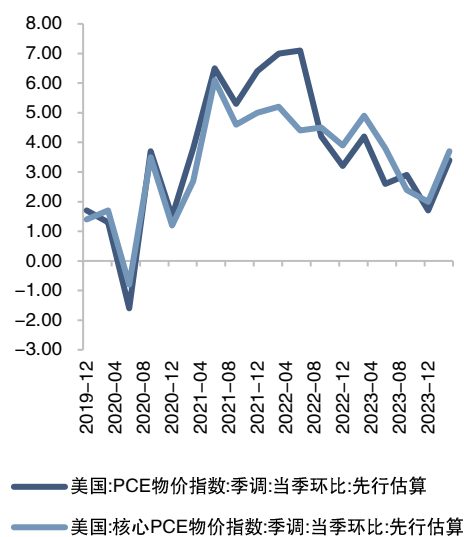
数据来源: iFinD 南华研究

图 2.2.4: 美国 PCE 及核心 PCE 同比 (%, 季度)



数据来源: iFinD 南华研究

图 2.2.5: 美国 PCE 及核心 PCE 环比 (%, 季度)



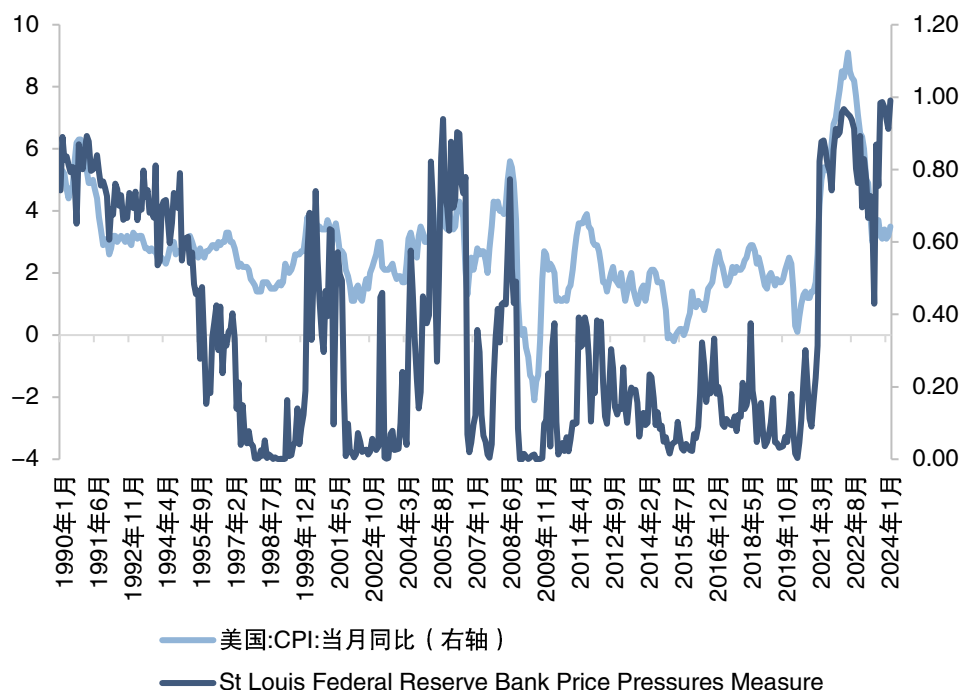
数据来源: iFinD 南华研究

展望未来，预计原油和其他大宗商品价格的上涨趋势可能会继续，从而减缓美国通胀的下行幅度与斜率。

### 2.3. 2024 年年内美联储降息的可能性正在回落，上半年更无望看到

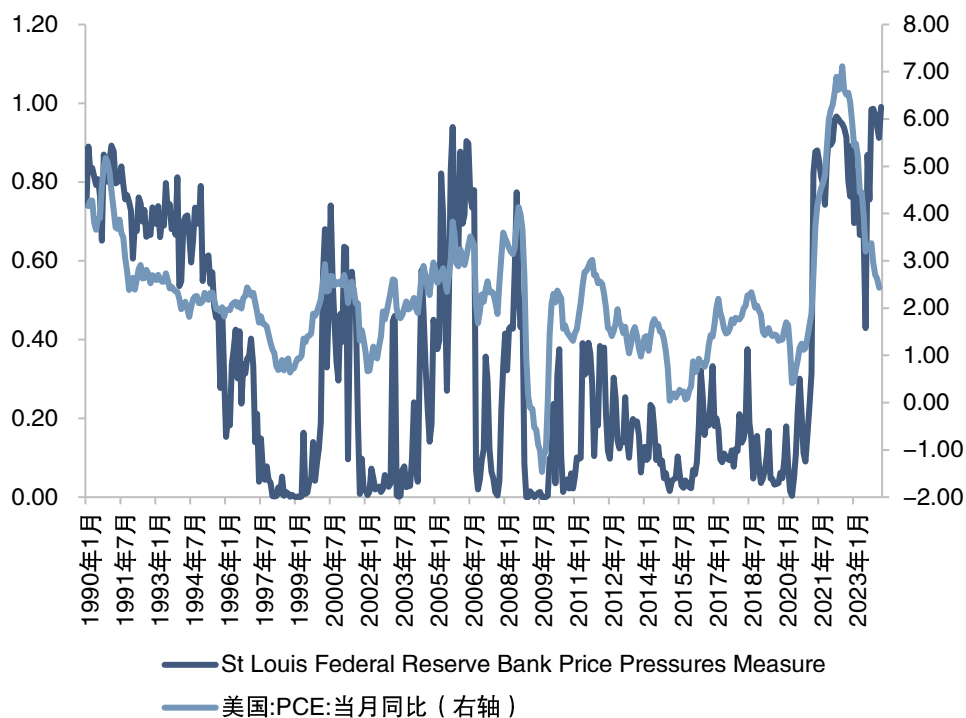
从圣路易斯联储构建的物价压力指标（PPM）和联邦基金利率关系来看，当 PPM 处于相对高位时，表明未来美国存在较大的潜在通胀压力，或会对美联储货币政策形成一定程度的制约。因此，从当前 PPM 所处的位置来看，其正处于历史相对高位，或预示着 2024 年年内美联储降息的可能性正在回落，至少在上半年较难看到。

图 2.3.1：1990 年以来圣路易斯联储构建的物价压力指标与美国 CPI（%）走势



数据来源：Bloomberg 南华研究

图 2.3.2：1990 年以来圣路易斯联储构建的物价压力指标与美国 PCE（%）走势



数据来源：Bloomberg 南华研究

## 免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

---

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	<a href="http://www.nanhua.net">www.nanhua.net</a>
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093

---



南华期货 APP

