

相关研究

《如何理解美联储“扩表”？——海外经济政策跟踪》2023.3.27

《控通胀仍是首要目标——美联储3月加息会议点评》2023.3.23

《风险消除了吗？——对海外中小银行风险的定量测算》2023.2.19

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:ljl3766@haitong.com

证书:S0850521090002

联系人:王宇晴

Email:wyyq14704@haitong.com

美联储：资产持续收缩，加息或将持续 ——海外经济政策跟踪

投资要点：

- **经济：**截至4月5日，美联储总资产规模连续两周回落，除BTFP工具外，贴现窗口、FDIC贷款、FIMA工具使用量均持续回落，表明银行业流动性压力有所缓解。但中小银行近两周贷款降幅较大，仍存在一定的经营压力。**市场加息预期继续回升。**截止4月8日，CME预期美联储5月加息25BP的概率从48.4%进一步上升至71.2%，6月将利率维持在5%以上的概率为69.7%。但市场仍预期年内仍有36.7%的概率降息50BP。**10年期美债收益率回落至3.39%**，主因10年期通胀预期下行。
- **美国劳动力市场表现仍偏强。**3月美国新增非农就业人数好于预期，失业率小幅回落，继续保持在历史低位。**景气指数有所回落。**3月美国ISM制造业与服务业PMI超预期下滑，新订单与新出口订单均明显回落，或反映内外需均有一定程度走弱。**欧洲方面**，2月德国和法国工业生产有所修复，零售销售略有改善，PPI持续回落，但位置仍高。
- **政策：**美联储多位官员坚持鹰派立场，认为当前通胀依然过高，加息路径或仍将继续。欧央行官员认为当前抗通胀进程尚未完成，“仍可能会”在5月加息50BP。澳洲联储主席称4月暂停加息不意味着加息结束，未来仍可能进一步收紧货币政策。新西兰超预期加息50BP。

目 录

1. 美国：加息或继续	4
2. 欧洲：生产再修复	7
3. 政策：美欧央行仍偏鹰	8

图目录

图 1	美联储资产负债表连续 2 周收缩 (亿美元)	4
图 2	美国商业银行贷款与租赁规模变动 (亿美元)	4
图 3	美国商业银行存款规模变动 (亿美元)	4
图 4	美国新增非农就业人数 (万人)	5
图 5	美国非农失业率及 U6 失业率 (%)	5
图 6	美国 ISM 制造业与服务业 PMI	5
图 7	美国 ISM 服务业 PMI 分项变化	5
图 8	美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)	6
图 9	市场预测美联储加息概率 (%)	6
图 10	纽约联储每周经济 WEI 指数 (周度, %)	6
图 11	美国 10 年期国债收益率分解 (%)	6
图 12	德国工业生产指数环比及同比 (%)	7
图 13	欧元区 19 国 PPI 当月同比 (%)	7

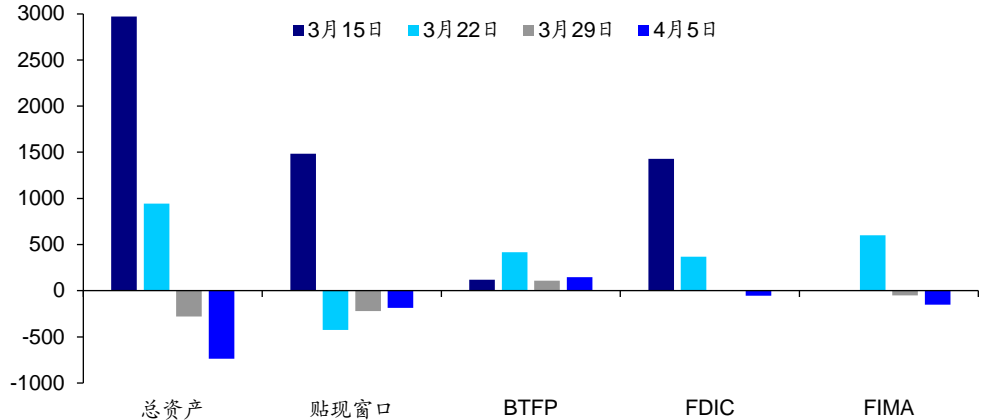
表目录

表 1	美国经济数据总览	7
表 2	欧元区经济数据总览	8

1. 美国：加息或继续

美联储资产负债表进一步收缩。截至4月5日，美联储总资产回落至8.6万亿美元，较上周进一步减少了736亿美元，已连续两周处于收缩状态。具体来看，除了BTFF工具较上周增加146亿美元之外，贴现窗口使用量、FDIC贷款以及FIMA工具使用量均持续回落，反映出银行业流动性压力有所缓解。

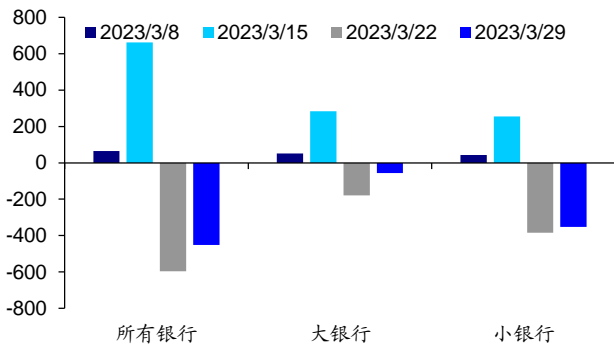
图1 美联储资产负债表连续2周收缩（亿美元）



资料来源：美联储官网，海通证券研究所，图中数据为当周变化量

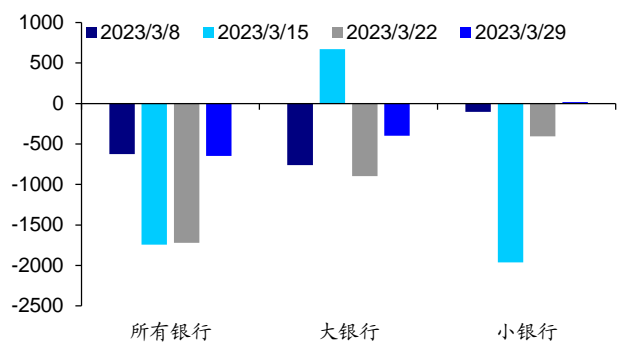
但中小银行或仍面临较大的压力。3月最后2周美国银行贷款与租赁规模共下降约1050亿美元，其中小银行贷款规模降幅最大，两周内共减少736亿美元，经营压力仍然存在。存款方面，截至3月29日，美国商业银行总存款规模进一步回落，较上周减少约650亿美元，不过小银行存款流出压力有所减轻，大银行存款流出仍在持续。**整体来看，海外银行风险仍未完全消除。**

图2 美国商业银行贷款与租赁规模变动（亿美元）



资料来源：美联储官网，海通证券研究所

图3 美国商业银行存款规模变动（亿美元）

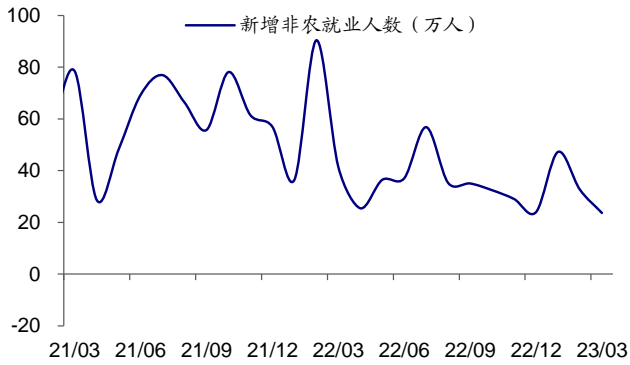


资料来源：美联储官网，海通证券研究所

美国非农好于预期。3月美国新增非农就业23.6万人，略好于预期（23万人），连续3个月平均新增就业人数仍超34万人，仍远高于美联储主席鲍威尔认为的合意新增就业人数，即每个月10万人左右。具体来看，服务业仍是新增就业的主要贡献，休闲和酒店业就业缺口仍大。

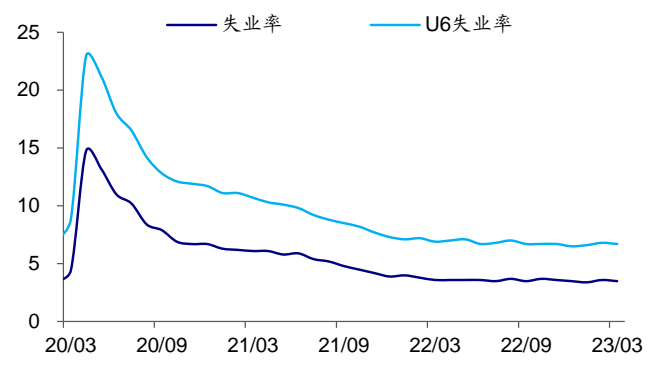
失业率小幅回落。3月美国失业率小幅回落0.1个百分点至3.5%，继续保持在历史低位。3月美国劳动参与率继续回升0.1个百分点至62.6%，但仍与疫情前（2020年2月）有0.7个百分点的缺口。（详见《就业不算差，加息或继续——2023年3月美国非农数据点评》）

图4 美国新增非农就业人数(万人)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

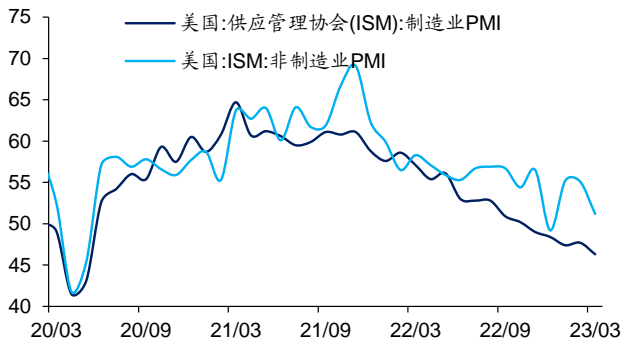
图5 美国非农失业率及 U6 失业率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

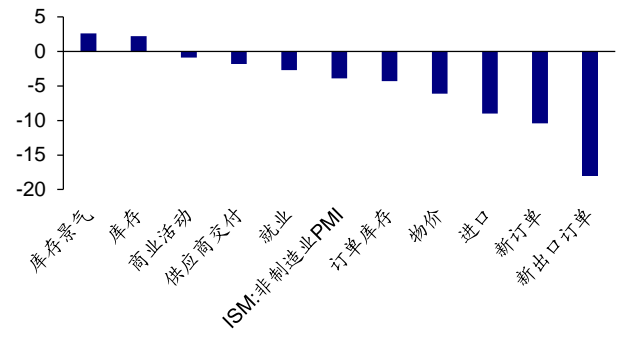
美国 PMI 指数超预期回落。3 月美国 ISM 制造业 PMI 下降 1.4 至 46.3, 为 2020 年 5 月以来最低值。非制造业 PMI 也大幅下降 3.9 至 51.2, 其中, 新订单与新出口订单分别下滑 10.4 与 18.0, 回落幅度最大。**美国 PMI 超预期回落或反映内外需均有一定程度的走弱。**

图6 美国 ISM 制造业与服务业 PMI



资料来源: Wind, 海通证券研究所

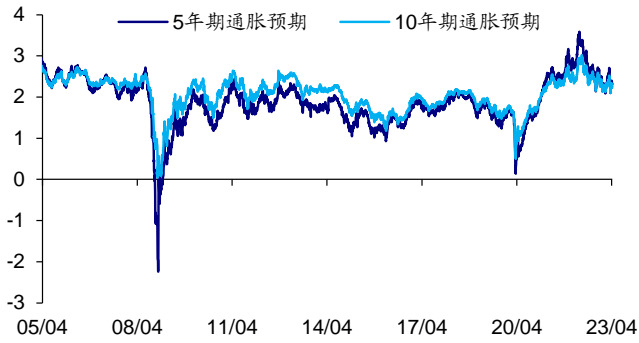
图7 美国 ISM 服务业 PMI 分项变化



资料来源: Wind, 海通证券研究所

市场加息预期继续回升。在好于预期的非农数据公布以及美联储多位官员的鹰派发言的影响下, 市场对 5 月加息的预期有所回升, 截至 4 月 8 日, CME 预期美联储 5 月加息 25BP 的概率从上周的 48.4% 提升至 71.2%, 6 月将利率维持在 5% 以上的概率为 69.7%。但市场仍预期年内仍有 36.7% 的概率降息 50BP。

美债收益率回落至 3.39%。总体来看, 上周利率波动仍然较大。在 ISM 制造业与非制造业 PMI 超预期回落影响下, 市场“衰退交易”升温, 10 年期美债利率一度回落至 3.0%, 而好于预期的非农数据公布后 10 年期美债利率又再度回升。截至 4 月 8 日, 美国 10 年期国债名义收益率为 3.39%, 较上周回落 9BP。其中, 10 年期通胀预期下降 7BP 至 2.25%, 10 年期国债收益率实际收益率回落 2BP 至 1.14%。

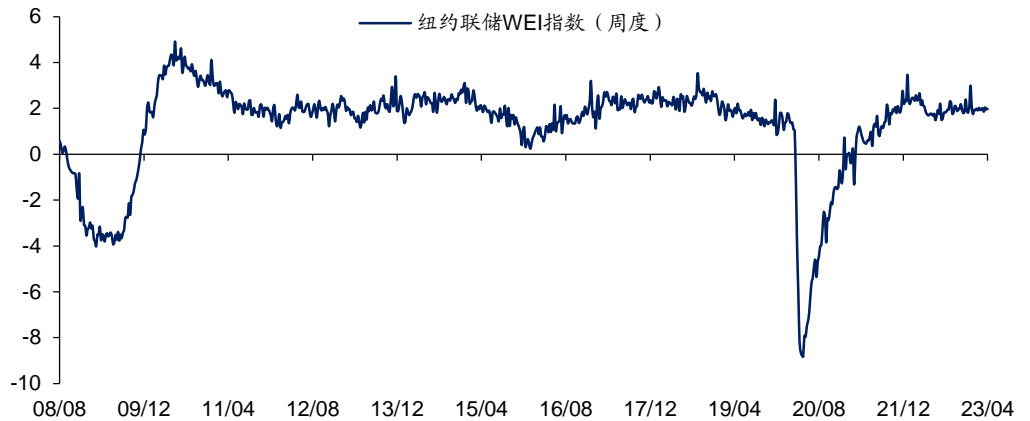
图8 美国5年期和10年期通胀预期(%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图9 市场预测美联储加息概率(%)

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES												
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/5/3							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.8%	71.2%
2023/6/14		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	29.7%	69.7%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	14.3%	48.6%	36.9%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	9.8%	37.6%	40.6%	11.8%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	5.6%	25.5%	39.3%	24.4%	5.1%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.6%	21.7%	36.7%	27.2%	8.8%	1.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.8%	18.7%	34.1%	28.8%	12.0%	2.3%	0.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.3%	16.9%	32.2%	29.5%	14.0%	3.5%	0.4%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.4%	19.2%	31.8%	27.1%	12.4%	3.0%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.3%	3.1%	12.6%	25.8%	29.4%	19.4%	7.5%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.2%	2.5%	10.8%	23.3%	28.7%	21.4%	9.8%	2.8%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	1.2%	5.8%	15.8%	25.4%	25.8%	16.8%	7.0%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至4月8日

图10 纽约联储每周经济WEI指数(周度, %)


资料来源: 纽约联储, 海通证券研究所

图11 美国10年期国债收益率分解(%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

表1 美国经济数据总览

指标	单位	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03
GDP	实际 GDP 折年同比%				0.9			1.9			1.8			3.7
	实际 GDP 折年季调环比%				2.6			3.2			-0.6			-1.6
生产	工业总产值 季调同比%		-0.5	0.7	0.9	2.1	3.2	4.5	3.5	3.3	4.1	4.8	5.9	4.6
	制造业新订单 季调同比%		4.3	3.9	5.0	5.3	6.3	8.0	8.4	8.8	8.9	9.9	7.6	10.6
	工业产能利用率 %		78.0	78.0	77.9	79.1	79.7	79.9	79.8	80.0	79.7	80.0	80.2	79.8
消费	个人实际可支配收入 折年季调同比%		8.5	8.5	4.5	4.2	4.0	3.5	1.9	1.5	2.0	1.4	-1.5	-16.3
	个人实际消费支出 季调同比%		7.6	8.2	7.4	7.1	7.9	8.5	8.7	8.7	9.3	9.3	8.9	9.2
	零售销售额 季调同比%		4.0	5.5	5.0	5.0	7.2	7.8	9.3	10.0	8.2	7.5	6.2	5.2
	零售/食品服务销售额 季调同比%		5.4	7.7	6.2	5.9	8.0	8.4	9.7	10.0	8.8	8.7	7.8	7.1
地产	新房销售 折年季调同比%		-19.0	-23.8	-25.9	-23.0	-12.2	-24.9	-5.8	-25.2	-20.0	-14.1	-23.5	-19.8
	成屋销售 折年季调同比%		-22.6	-36.9	-33.8	-34.9	-28.3	-24.3	-20.4	-19.1	-14.1	-8.8	-6.5	-5.8
	新房开工 折年季调同比%		-18.4	-20.7	-23.8	-16.8	-8.8	-6.0	-4.3	-12.5	-5.4	-2.7	19.9	0.3
	标普/CS 房价指数 同比% (20城)			2.6	4.6	6.8	8.6	10.4	13.0	16.0	18.6	20.5	21.3	21.2
就业	新增非农就业人数 季调/万人	23.6	32.6	47.2	23.9	29.0	32.4	35.0	35.2	56.8	37.0	36.4	25.4	41.4
	失业率 季调%	3.5	3.6	3.4	3.5	3.6	3.7	3.5	3.7	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6
	U6 失业率 季调%	6.7	6.8	6.6	6.5	6.7	6.7	6.7	7.0	6.8	6.7	7.1	7.0	6.9
通胀	CPI 同比%		6.0	6.4	6.5	7.1	7.7	8.2	8.3	8.5	9.1	8.6	8.3	8.5
	核心 CPI 同比%		5.5	5.6	5.7	6.0	6.3	6.6	6.3	5.9	5.9	6.0	6.2	6.5
	PCE 同比%		5.0	5.4	5.3	5.7	6.1	6.3	6.3	6.4	7.0	6.5	6.4	6.8
	核心 PCE 同比%		4.6	4.7	4.6	4.8	5.1	5.2	4.9	4.7	5.0	4.9	5.0	5.4
	密歇根 1 年通胀预期 同比%	3.6	4.1	3.9	4.4	4.9	5.0	4.7	4.8	5.2	5.3	5.4	5.4	5.4
景气指数	ISM 制造业 PMI	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.2	50.9	52.8	52.8	53.0	56.1	55.4	57.1
	ISM 非制造业 PMI	51.2	55.1	55.2	49.2	56.5	54.4	56.7	56.9	56.7	55.3	55.9	57.1	58.3
	Market 制造业 PMI 季调	49.2	47.3	46.9	46.2	47.7	50.4	52.0	51.5	52.2	52.7	57.0	59.2	58.8
	Sentix 投资信心指数	1.1	3.6	-3.5	-0.5	-9.4	-12.6	-10.8	-6.0	-13.5	-1.0	-2.9	6.1	11.9
	密歇根消费者信心指数	62.0	67.0	64.9	59.7	56.8	59.9	58.6	58.2	51.5	50.0	58.4	65.2	59.4

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为本周更新数据

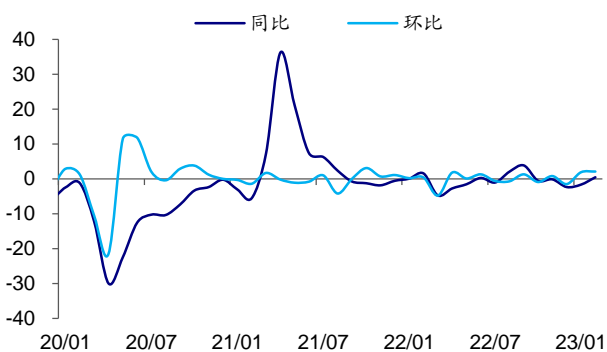
2. 欧洲: 生产再修复

生产明显修复。2月欧洲主要经济体德国和法国生产明显修复,德国工业生产同比转正至0.5%,为2022年9月以来首次转正,尤其是环比继续回升至2.1%,为2021年10月以来新高。法国工业生产同比转正至1.2%,环比也转正至1.3%。

消费也有所改善。1月欧元区19国零售销售同比小幅收窄至-2.3%,不过仍然连续4个月为负;环比也转正至0.3%。

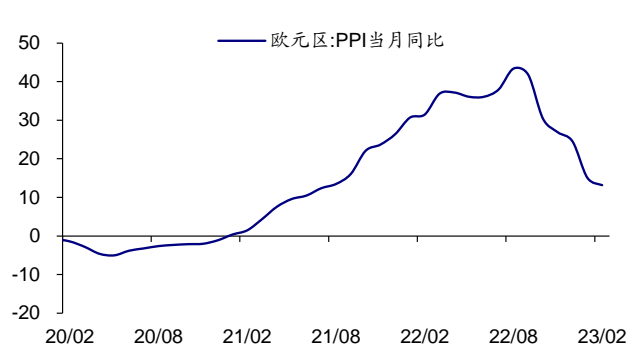
PPI 持续回落。2月欧元区19国PPI同比为13.2%,较1月下降1.9个百分点,已连续7个月下降,或主要受能源价格回落影响。但当前PPI同比增速仍处于历史较高水平。

图12 德国工业生产指数环比及同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图13 欧元区 19 国 PPI 当月同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 欧元区经济数据总览

指标	单位	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03
GDP	实际 GDP 季调同比%				1.8			2.4			4.4			5.5
	实际 GDP 折年季调环比%				-0.1			1.5			3.6			2.5
生产	工业生产指数 同比%			0.9	-2.0	3.6	4.2	6.1	4.8	-0.8	4.0	3.0	-0.9	0.4
	制造业产能利用率 非季调%	80.9			81.4			82.3			82.5			82.4
	粗钢产量(欧盟) 同比%		-10.3	-10.4	-17.1	-18.6	-15.7	-15.7	-16.4	-10.0	-10.6	-4.4	-4.7	-5.9
消费	零售销售指数 同比%			-2.3	-2.8	-2.5	-2.5	0.1	-1.3	-0.8	-2.8	1.2	5.1	2.3
就业	失业率 季调%		6.6	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.8
通胀	HICP 同比%	6.9	8.5	8.6	9.2	10.1	10.6	9.9	9.1	8.9	8.6	8.1	7.4	7.4
	核心 HICP 同比%	5.7	5.6	5.3	5.2	5.0	5.0	4.8	4.3	4.0	3.7	3.8	3.5	3.0
	PPI 同比%		13.2	15.1	24.5	26.9	30.4	41.8	43.4	38.0	36.1	36.1	37.2	36.9
景气指数	制造业 PMI	47.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5
	服务业 PMI	55.0	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8	51.2	53.0	56.1	57.7	55.6
	消费者信心指数	-19.2	-19.1	-20.7	-22.0	-23.7	-27.4	-28.7	-25.0	-27.2	-24.0	-21.5	-22.4	-22.0
	经济景气指数 季调	99.3	99.6	99.7	97.0	95.1	93.8	94.4	97.8	98.6	103.1	104.2	104.3	106.2
	Sentix 投资信心指数	-11.1	-8.0	-17.5	-21.0	-30.9	-38.3	-31.8	-25.2	-26.4	-15.8	-22.6	-18.0	-7.0

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为本周更新数据

3. 政策: 美欧央行仍偏鹰

美联储多位官员仍坚持鹰派立场。 圣路易斯联储主席布拉德表示, 通胀仍然过高, 并将变得非常顽固, 美联储必须继续当前的加息路径, 仅仅收紧金融市场不会引起经济衰退。克利夫兰联储主席梅斯特表示, 不认同市场的降息预期, 预计利率将“略微走高”, 然后维持不变。美联储理事库克同样认为, “去通胀”仍在进行中, 远未达到目标, 美联储仍需采取更多行动。

欧央行未来或进一步加息。 欧央行管委 Knot 表示抗通胀仍未取得胜利, 欧央行加息进程显然还未完成, 年内降息的可能性几乎不存在。欧央行管委会成员 Robert Holzmann 认为, 欧央行“仍有可能”在 5 月加息 50BP。欧央行管委 Boris Vujcic 和 Makhlouf 也均表示需要进一步加息以应对通胀。

新西兰加息 50BP。 新西兰联储将基准利率从 4.75% 上调至 5.25%, 高于预期。

澳洲或重启加息。 澳洲联储主席 Lowe 表示 4 月暂停加息不意味着加息结束, 仍可能进一步收紧货币政策。

信息披露 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。