

## 海外通胀仍偏高 ——海外经济政策跟踪

### 相关研究

《美元或阶段性反弹——全球大类资产周报》2023.4.15

《出口大增:来自哪里——2023年3月外贸数据点评》2023.4.14

《控通胀仍是首要目标——美国2023年3月物价数据点评》2023.4.14

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

### 投资要点:

- **经济:** 截至4月12日,美联储总资产规模持续回落,主要流动性支持工具的使用量较上一周均进一步下降。此外,美国商业银行的存款与贷款规模均有所回升,反映出银行业流动性风险阶段性缓解。**市场加息预期继续回升。**截止4月15日,CME预期美联储5月加息25BP的概率进一步上升至78%,6月将利率维持在5%以上的概率高达82.7%。但市场仍预期年内降息有33.3%的概率降息50BP。**10年期美债收益率上升至3.52%**,主因市场10年期实际收益率上行。
- **美国核心通胀压力仍大。**3月美国CPI同比增速大幅回落,但核心CPI同比仍小幅回升。短期通胀预期在OPEC+减产的影响下也明显抬升。**工业生产仍有韧性。**3月美国工业总产值同比增速继续下降,但产能利用率仍然维持在高位。**消费增速放缓。**3月美国零售和食品服务销售额同比增速回落,不过,4月密歇根大学消费者信心指数小幅回升。**欧洲方面,**2月欧元区19国工业生产指数同比有所回升,4月欧元区Sentix投资信心指数也继续恢复,不过2月欧元区19国零售销售指数同比增速持续走弱。
- **政策:** 美联储加息或接近尾声,多位官员表示或再加息一次后结束紧缩周期。不过,也有官员认为当前美联储需要保持谨慎,避免激进加息。欧央行加息周期或尚未结束,较多官员认为当前仍需要继续加息对抗通胀,但加息幅度有可能放缓。加拿大维持利率不变;日央行新行长植田和男表示将继续实施宽松的货币政策。

## 目 录

---

1. 美国：通胀仍是焦点.....	4
2. 欧洲：供需表现分化.....	7
3. 政策：日央行坚持宽松.....	8

## 图目录

图 1	美联储资产负债表连续 3 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 CPI 同比和核心 CPI 同比 (%)	5
图 5	美国密歇根大学消费者 1 年和 5 年通胀预期 (%)	5
图 6	工业总产值季调同比及环比 (%)	5
图 7	美国工业产能利用率和制造业产能利用率 (%)	5
图 8	美国零售和食品服务销售额同比增速 (%)	6
图 9	美国密歇根大学消费者信心指数	6
图 10	美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)	6
图 11	市场预测美联储加息概率 (%)	6
图 12	纽约联储每周经济 WEI 指数 (周度, %)	6
图 13	美国 10 年期国债收益率分解 (%)	7
图 14	欧元区 19 国工业生产指数同比 (%)	8
图 15	欧元区 Sentix 投资信心指数	8
图 16	欧元区 19 国零售销售指数当月同比 (%)	8
图 17	欧元区主要国家零售贸易营业额指数	8

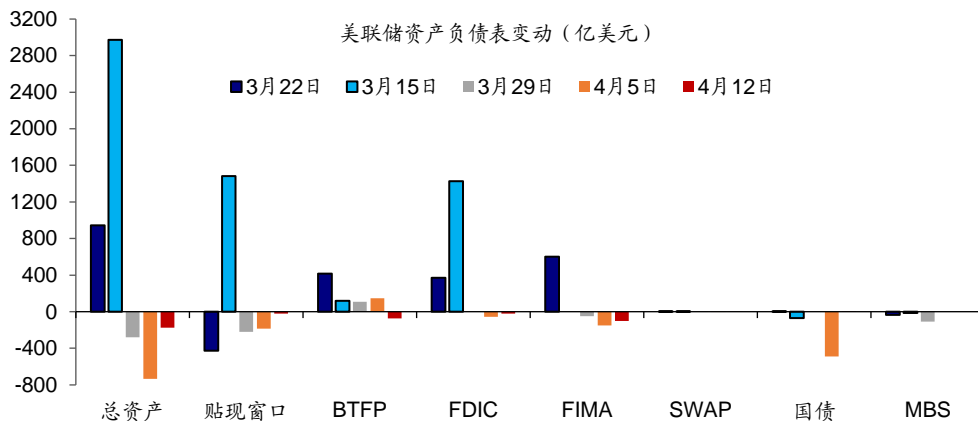
## 表目录

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：通胀仍是焦点

**美联储资产负债表持续回落。**截至4月12日，美联储总资产较前一周继续减少176亿美元，已经连续3周回落，不过回落幅度有所收窄。具体来看，主要流动性支持工具的使用量均较前一周有所回落。

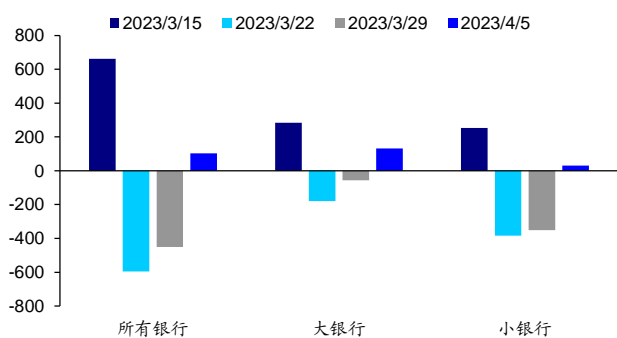
图1 美联储资产负债表连续3周收缩（亿美元）



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

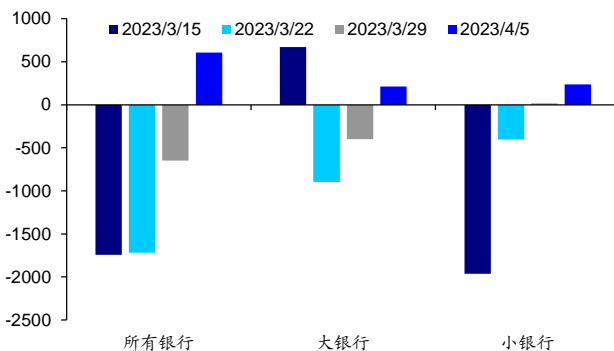
**银行存贷款流失压力下降。**截至4月5日，美国商业银行贷款与租赁规模较上一周回升102亿美元，其中，大银行贷款规模回升幅度相对更大。存款也一改过去三周持续流出的局面，较上一周回升606亿美元，其中，小银行的存款规模为过去三周以来首次回升。整体来看，海外银行业流动性风险阶段性缓解。

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）



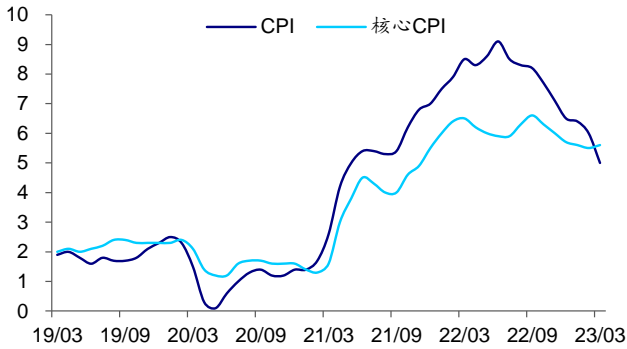
资料来源：美联储官网，海通证券研究所

**核心通胀压力仍大。**3月美国CPI同比大幅回落至5.0%，较上一月下行1.0个百分点，回落幅度超出市场预期（5.2%）。通胀大幅回落，一方面与海外银行破产风波下，市场担忧全球经济衰退风险，能源价格大幅下跌有关；另一方面与全球供应链修复下，核心商品通胀持续回落有关。

不过，核心通胀韧性仍足，很大程度上与租金通胀压力仍大有关。3月核心CPI同比小幅回升至5.6%，环比也维持在0.4%的高位。

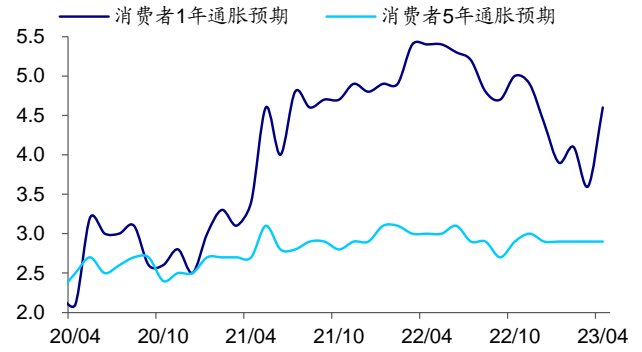
**短期通胀预期大幅回升。**4月密歇根大学消费者1年期通胀预期大幅抬升至4.6%，较3月上升1.0个百分点。5年期通胀预期相对稳定，仍维持在2.9%。此外，美国纽约联储调查显示，3月份消费者调查的1年期通胀预期升至4.7%，较上一月上行0.3个百分点。

图4 美国 CPI 同比和核心 CPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 美国密歇根大学消费者 1 年和 5 年通胀预期 (%)

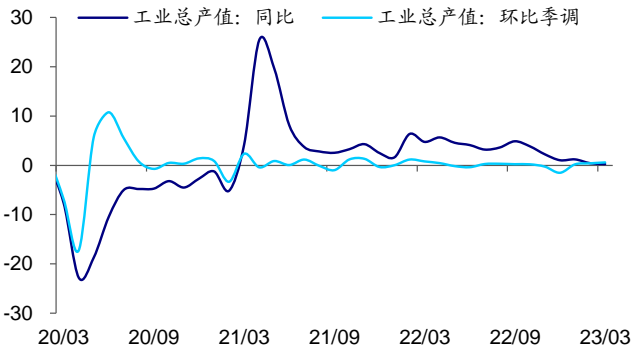


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**工业生产保持韧性。**3月美国工业总产值同比增长0.2%，较2月下降0.2个百分点，为2021年3月以来的最低增速。不过，环比增速小幅上升0.2个百分点至0.6%。

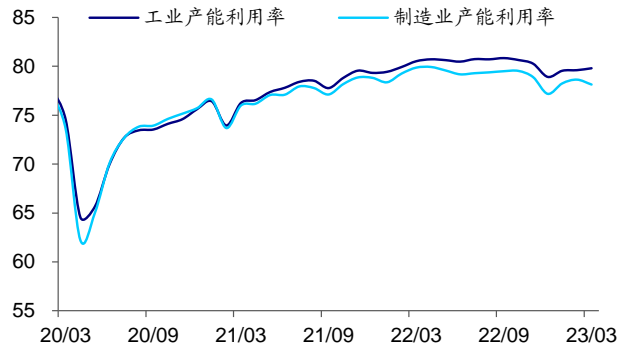
**产能利用率维持高位。**3月美国工业产能利用率为79.8%，较2月小幅上升0.2个百分点；制造业产能利用率则下降0.5个百分点至78.1%。整体来看，产能利用率仍处高位。

图6 工业总产值季调同比及环比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 美国工业产能利用率和制造业产能利用率 (%)

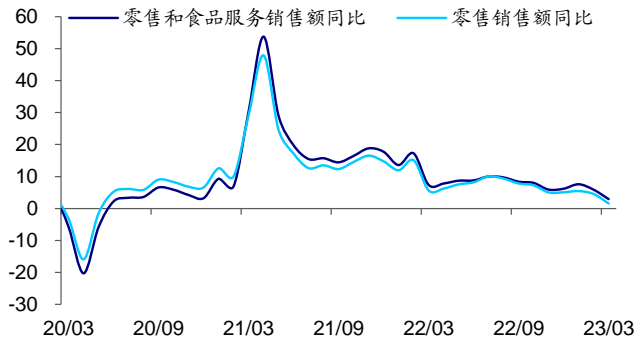


资料来源: Wind, 海通证券研究所

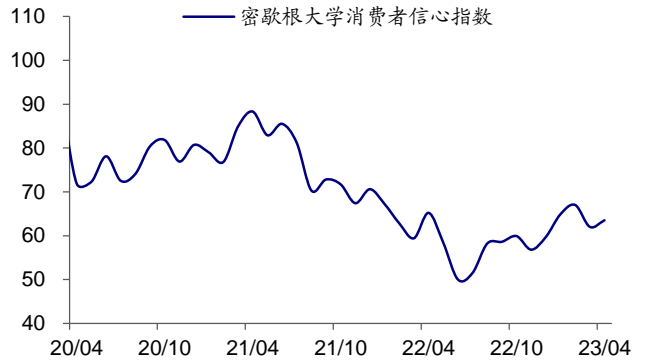
**消费增速放缓。**3月美国零售和食品服务销售额季调同比增速为2.9%，较2月回落2.9个百分点。其中，零售销售额同比增速回落3个百分点至1.5%，为2020年5月以来的最低增速。

**消费者信心小幅回升。**4月美国密歇根大学消费者信心指数为63.5，较3月上升1.5。但仍明显低于疫情前水平（2019年12月为99.3）。

**整体来看，**美国经济在美联储持续加息的影响下呈现放缓的趋势，不过无论是从生产来看，还是消费来看，美国经济仍有韧性。

**图8 美国零售和食品服务销售额同比增速 (%)**


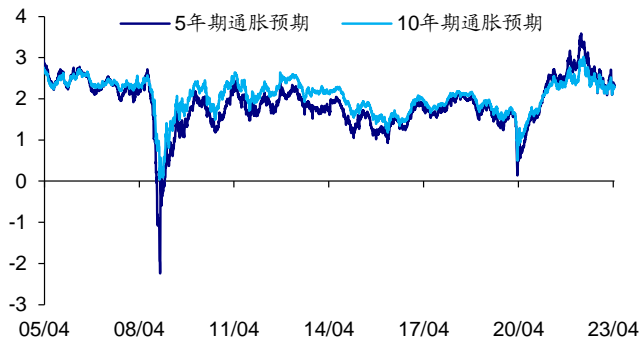
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图9 美国密歇根大学消费者信心指数**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**5月加息预期持续升温，年内降息预期仍强。**在银行风波持续缓解以及核心CPI仍然高企的影响下，市场加息预期持续回升。截至4月15日，CME预计5月加息25BP概率由上一周的71.2%上升至78.0%，预计6月再次加息25BP概率上升至16.6%。但市场仍预期年内有33.3%的概率降息50BP。

**美债收益率上升至3.52%。**截至4月14日，在加息预期回升的影响下，美国10年期国债名义收益率较上周上升13BP至3.52%，其中10年期通胀预期上升5BP至2.3%，10年期国债实际收益率上升8BP至1.22%。我们认为，当前市场对美联储年内降息的预期仍较为乐观，后续美债利率大概率还将有所调整。

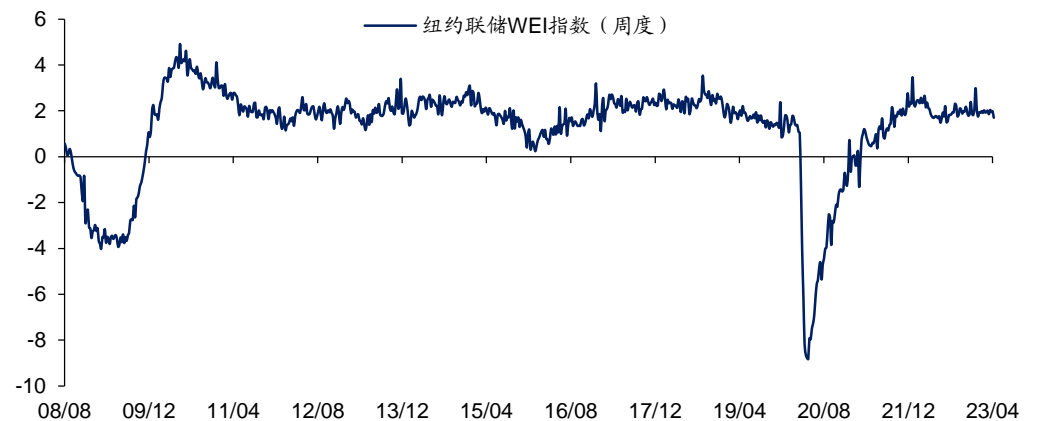
**图10 美国5年期和10年期通胀预期 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图11 市场预测美联储加息概率 (%)**

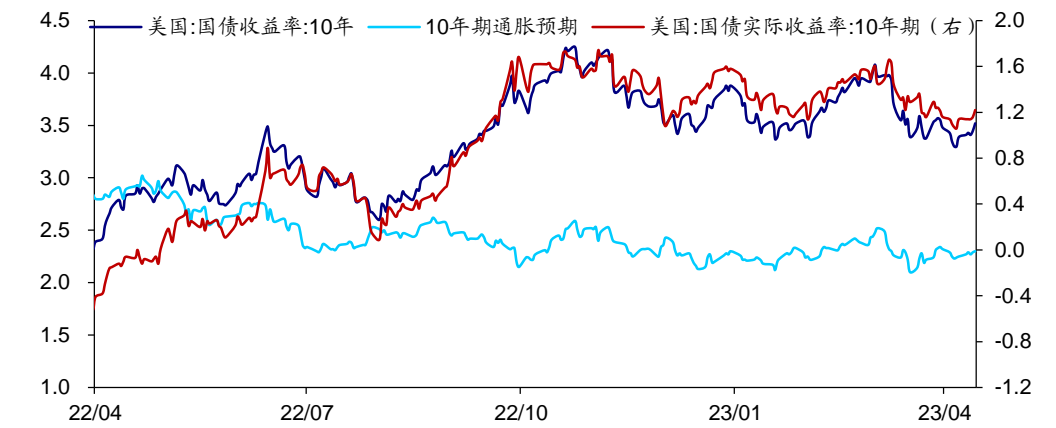
MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES													
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/5/3							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.0%	78.0%	0.0%
2023/6/14		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	17.4%	66.1%	16.6%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	35.5%	47.7%	10.4%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	22.1%	42.1%	27.5%	4.8%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	15.1%	34.6%	33.0%	13.3%	1.8%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	12.6%	30.8%	33.3%	17.1%	4.0%	0.3%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	11.0%	28.1%	32.9%	19.6%	6.0%	0.9%	0.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	9.8%	26.0%	32.3%	21.2%	7.6%	1.5%	0.2%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	11.6%	26.7%	31.1%	19.7%	7.0%	1.4%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	7.2%	19.6%	29.0%	25.1%	13.0%	4.0%	0.7%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.1%	1.0%	5.8%	16.6%	26.8%	26.0%	15.8%	6.1%	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.4%	2.9%	10.1%	20.7%	26.5%	22.0%	12.0%	4.3%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至4月15日

**图12 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13 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	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	
GDP	实际 GDP	折年季调同比%				0.9			1.9			1.8			
	实际 GDP	折年季调环比%				2.6			3.2			-0.6			
生产	工业总产值	季调同比%	0.2	0.4	1.2	1.0	2.2	3.8	4.9	3.6	3.2	4.1	4.6	5.6	
	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	
	工业产能利用率	%	79.8	79.6	79.5	78.9	80.3	80.6	80.8	80.7	80.7	80.5	80.6	80.7	
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	
	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	
	零售销售额	季调同比%	1.5	4.5	5.4	5.0	5.0	7.2	7.8	9.3	10.0	8.2	7.5	6.2	
	零售/食品服务销售额	季调同比%	2.9	5.9	7.6	6.2	5.9	8.0	8.4	9.7	10.0	8.8	8.7	7.8	
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	
	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	
	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	
	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	
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	
	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	
	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	
通胀	CPI	同比%	5.0	6.0	6.4	6.5	7.1	7.7	8.2	8.3	8.5	9.1	8.6	8.3	
	核心 CPI	同比%	5.6	5.5	5.6	5.7	6.0	6.3	6.6	6.3	5.9	5.9	6.0	6.2	
	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	
	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	
	密歇根 1 年通胀预期	同比%	4.6	3.6	4.1	3.9	4.4	4.9	5.0	4.7	4.8	5.2	5.3	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	
	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	
	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	
	Sentix 投资信心指数		-2.3	1.1	3.6	-3.5	-0.5	-9.4	-12.6	-10.8	-6.0	-13.5	-1.0	-2.9	6.1
	密歇根消费者信心指数		63.5	62.0	67.0	64.9	59.7	56.8	59.9	58.6	58.2	51.5	50.0	58.4	65.2

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为本周更新数据

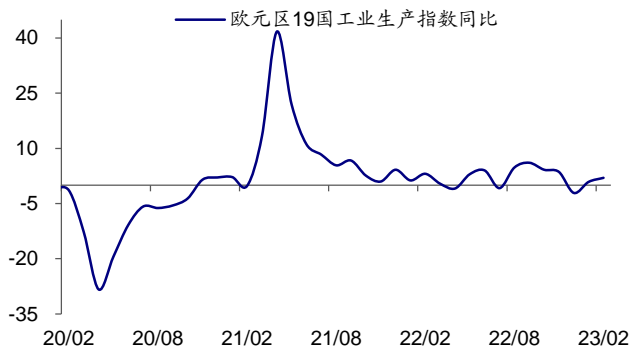
## 2. 欧洲: 供需表现分化

**生产仍有韧性。**2月欧元区19国工业生产指数同比增速为2.0%，较1月回升1.1个百分点；环比增速由1月的1.0%上升至1.5%。整体来看，欧洲工业生产仍维持一定的韧性，但当前欧洲通胀仍处高位，随着欧央行进一步加息，生产或仍将承受一定压力。

**投资信心回升。**4月欧元区 Sentix 投资信心指数为-8.7，较3月回升2.4。自2022年10月以来，投资信心指数一直呈回升趋势，或受到能源价格回落的影响。

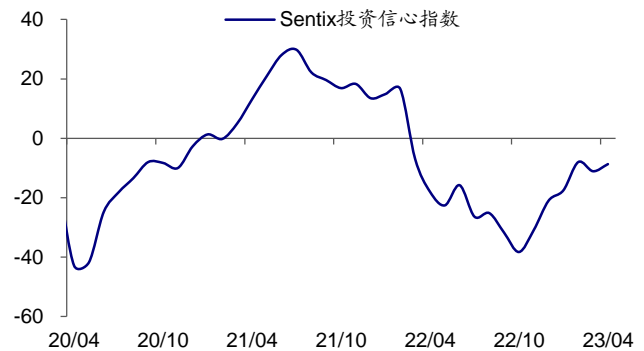


图14 欧元区 19 国工业生产指数同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

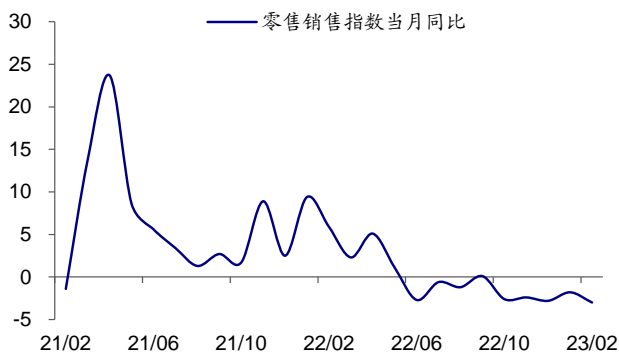
图15 欧元区 Sentix 投资信心指数



资料来源: Wind, 海通证券研究所

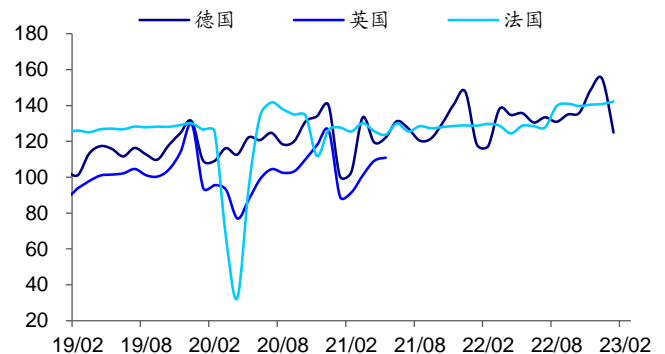
**零售增速持续下滑。**2月欧元区 19 国零售销售指数同比下降 3%，较 1 月下降 1.2 个百分点，为 2021 年 1 月以来的新低，且已连续 5 个月处于负值区间。高通胀与欧央行持续加息对消费的抑制作用仍在持续显现。

图16 欧元区 19 国零售销售指数当月同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图17 欧元区主要国家零售贸易营业额指数



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	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04
GDP	实际 GDP	季调同比%				1.8			2.4			4.4		
	实际 GDP	折年季调环比%				-0.1			1.5			3.6		
生产	工业生产指数	同比%		2.0	0.9	-2.1	3.6	4.2	6.1	4.8	-0.8	4.0	3.0	-0.9
	制造业产能利用率	非季调%	80.9			81.4			82.3			82.5		
	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
消费	零售销售指数	同比%		-3.0	-1.8	-2.8	-2.4	-2.6	0.1	-1.2	-0.6	-2.7	1.1	5.1
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
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
	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
	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
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
	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
	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
	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
	Sentix 投资信心指数		-8.7	-11.1	-8.0	-17.5	-21.0	-30.9	-38.3	-31.8	-25.2	-26.4	-15.8	-22.6

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为本周更新数据

### 3. 政策: 日央行坚持宽松

**美联储加息或接近尾声。**亚特兰大联储主席博斯蒂克表示, 美联储再加息一次后就可以结束紧缩周期。纽约联储主席威廉姆斯称, 美联储再加息一次的预测中值是“合理的”。在通胀目标方面, 明尼阿波利斯联储主席卡什卡利与费城联储主席哈克均强调, 将坚持 2% 的通胀目标不变, 其中, 哈克认同将利率升至 5% 以上并维持在该水平的做法。不过也有官员立场偏鸽, 如芝加哥联储主席古尔斯比表示, 美联储需保



持谨慎，避免激进加息。

**欧央行加息周期或尚未结束。**欧央行多位官员加息决心仍然坚定。欧央行管委 Holzman 表示当前最大的风险是欧央行行动动力不足，5 月应再加息 50BP。欧央行管委 Villeroy 指出，通胀可能会变得更加持久，欧央行可能在之后的几次会议上更大幅度地加息。欧央行管委 Kazaks 同样认为，需要继续加息来对抗通胀，不排除 5 月再次加息 50BP 的可能性。此外，欧央行管委兼德国央行行长 Nagel、欧央行管委 Simkus 与 Vasle 同样支持继续加息。

**不过，部分官员认可放缓加息幅度。**欧央行管委 Knot 表示今年“几乎不可能”降息，但放缓紧缩步伐可能是合理的。欧央行管委 Centeno 认为，暂停加息或加息 25 个基点是 5 月会议可能的选择。

**加拿大维持利率不变。**加拿大央行连续两次暂停加息，维持利率在 4.5% 不变。不过，加央行行长 Macklem 强调年内降息可能性不高。

**日央行将继续实施宽松货币政策。**日本新任央行行长植田和男表示，将继续实施宽松的货币政策，2% 的价格目标并不容易实现，稳定的金融体系对经济而言非常重要，目前继续实行收益率曲线控制（YCC）政策是合适的，日本经济还没有到需要大幅加息的状态。

## 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。