

相关研究

《海外通胀仍偏高——海外经济政策跟踪》2023.4.17

《美元或阶段性反弹——全球大类资产周报》2023.4.15

《控通胀仍是首要目标——美国 2023 年 3 月物价数据点评》2023.4.14

## 美债利率再度回升

### ——海外经济政策跟踪

#### 投资要点:

- **经济:** 截至 4 月 19 日, 美联储总资产规模仍保持回落态势, 但部分流动性支持工具使用量 (贴现窗口以及 BTFP) 有所回升, 并且截至 4 月 12 日, 美国商业银行存款再度外流, 或反映出当前美国银行业风险仍未完全消除。**市场加息预期继续上升。**截止 4 月 22 日, CME 预期美联储 5 月加息 25BP 的概率已上升至 89.1%, 6 月将利率维持在 5% 以上的概率高达 92%。不过, 市场仍预期年内有 38.1% 的概率降息 50BP。**10 年期美债收益率上升至 3.57%**, 主因市场 10 年期美债实际收益率上行。
- **美国经济景气好转**, 4 月美国 Markit 制造业与服务业 PMI 均持续回升。**房地产供需两端仍较疲弱**, 成屋销售与新建住宅同比增速虽小幅回升, 但仍处低位。**欧洲方面**, 4 月 Markit 综合 PMI 指数回升, 但内部结构分化, 服务业 PMI 进一步走高而制造业 PMI 持续回落。4 月欧元区 19 国消费者信心指数有所回升但仍处低位, 此外, 4 月 ZEW 经济景气指数小幅回落。
- **政策:** 美联储多位官员支持继续加息, 不过加息周期或已接近尾声。欧央行较多官员认为当前通胀水平仍较高, 欧央行应继续加息, 但部分官员表示应当重视当前金融环境的不确定性, 保持谨慎。阿根廷央行加息 300BP 至 81.0%。

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:wuyq14704@haitong.com

## 目 录

---

1. 美国：景气回升，地产平稳.....	4
2. 欧洲：景气分化，信心回升.....	7
3. 政策：美欧央行仍偏鹰.....	8

## 图目录

图 1	流动性支持工具使用量有所回升（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	Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI	5
图 5	美国粗钢产量同比增速（周度，%）	5
图 6	美国成屋销售同比（%）	5
图 7	美国已开工的新建私人住宅同比增速（%）	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	欧元区制造业 PMI 与服务业 PMI	7
图 13	欧盟 28 国粗钢产量当月同比（%）	7
图 14	欧元区消费者信心指数	8
图 15	欧元区 ZEW 经济景气指数	8

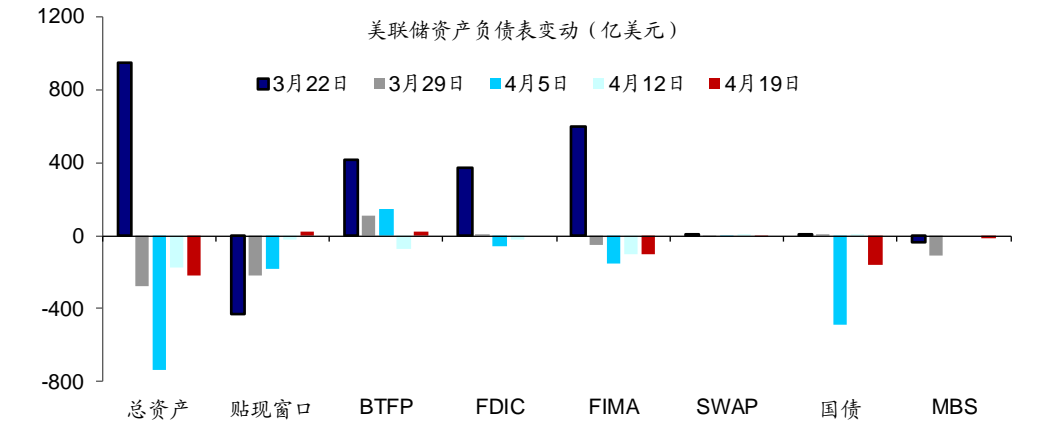
## 表目录

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：景气回升，地产平稳

美联储部分流动性支持工具使用量有所回升。截至 4 月 19 日，美联储总资产规模较前一周回落 215 亿美元，仍保持收缩态势。不过贴现窗口规模在连续四周回落之后再度上升，较前一周增加了 23 亿美元，BTFP 规模也回升了 21 亿美元，FDIC、FIMA 规模相对稳定。总体来看，美国银行业流动性压力虽有所缓解，但仍具有一定的不确定性。

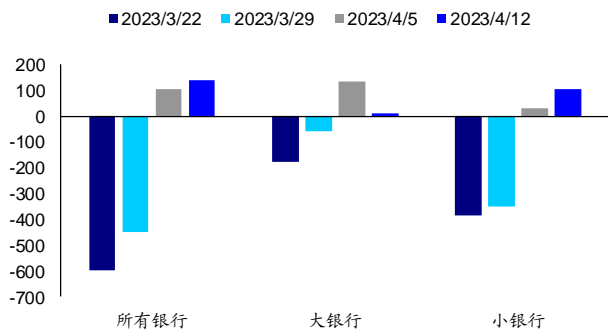
图1 流动性支持工具使用量有所回升（亿美元）



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

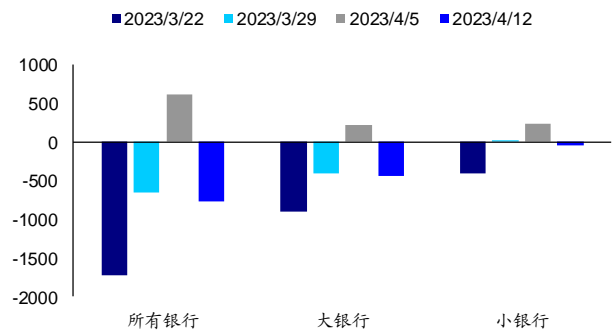
商业银行存款再度外流。截至 4 月 12 日，美国商业银行贷款与租赁规模继续较上一周回升 138 亿美元，其中，小银行贷款规模回升幅度相对更大。不过，银行存款再度面临流出压力，4 月 12 日当周，美国商业银行存款规模较前一周下降了 761 亿美元，主要受大银行存款流出影响（当周流出 446 亿美元）。存款的再度流出或反映出当前美国银行业在流动性风波之后仍然较为脆弱。此外，在美联储持续加息的影响下，商业银行或也将持续面临存款流出的压力。

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

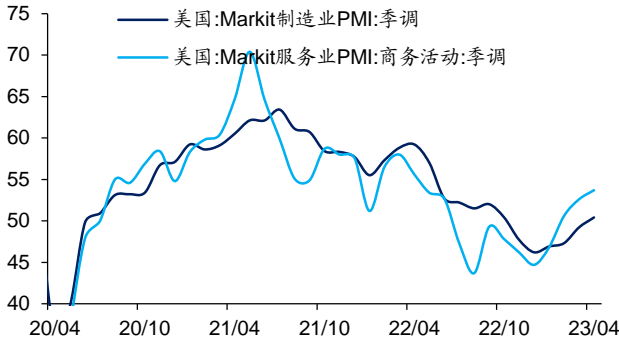
图3 美国商业银行存款规模变动（亿美元）



资料来源：美联储官网，海通证券研究所

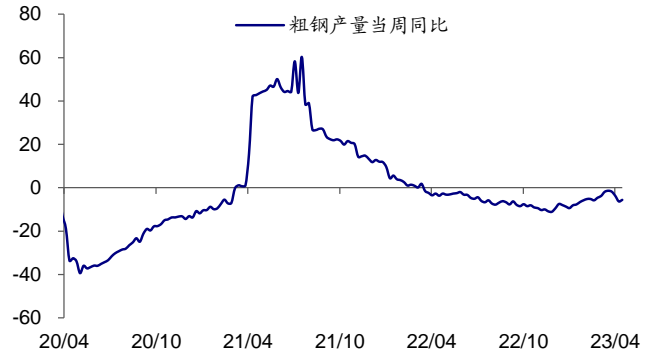
景气指数回升。4 月美国 Markit 制造业 PMI 为 50.4，较 3 月上升 1.2，为 2022 年 10 月以来新高，时隔 5 个月再次回到了荣枯线之上。服务业 PMI 也较 3 月回升 1.1 至 53.7，为 2022 年 4 月以来新高。经济指数的回升表明美国当前经济或仍具有一定的韧性。

图4 Markit 制造业 PMI 与服务 PMI



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 美国粗钢产量同比增速(周度,%)

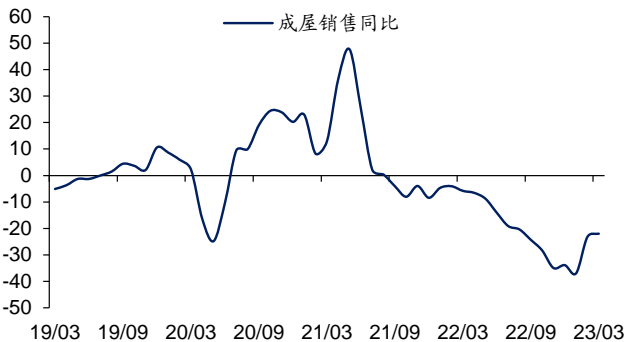


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**成屋销售小幅回升。**3月美国成屋销售同比增速为-22.0%，较2月小幅回升1.2个百分点，连续2个月降幅收窄。不过，目前成屋销售增速仍处于较低水平，已连续一年处于负值区间。

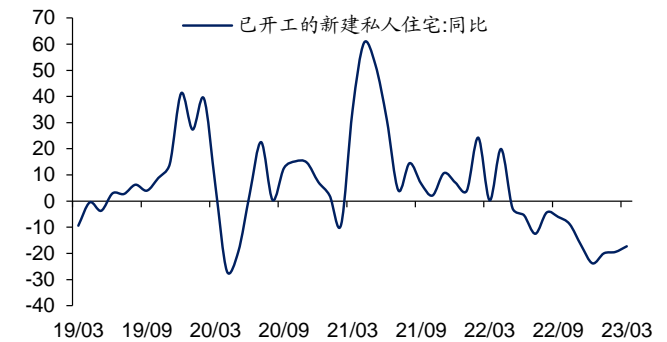
**新建住宅增速仍维持低位。**3月美国已开工新建私宅增速同比下跌17.3%，跌幅较2月收窄2.2个百分点，但仍处于历史较低水平。整体来看，在美联储持续加息以及住房抵押贷款利率高企的影响下，美国房地产供需两端仍较疲弱。

图6 美国成屋销售同比(%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 美国已开工的新建私人住宅同比增速(%)

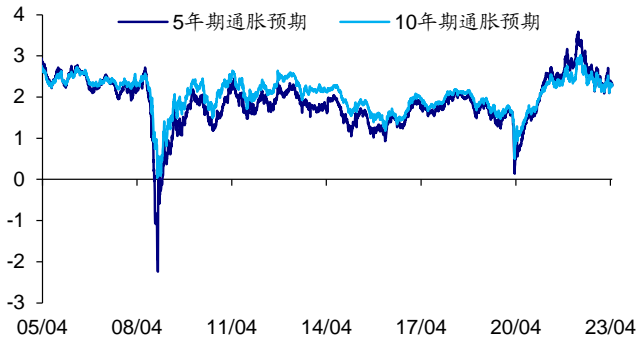


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**5月加息预期再升温，年内降息预期仍强。**在本周美联储多位官员强调其鹰派立场的影响下，市场加息预期继续上升。截至4月22日，CME预计5月加息25BP的概率由上一周的78.0%进一步上升至89.1%，预计6月再次加息25BP概率上升至23.4%。但市场仍预期年内有38.1%的概率降息50BP。

**美债收益率上升至3.57%。**截至4月21日，在加息预期进一步回升的影响下，美国10年期国债名义收益率较上周上升5BP至3.57%，主因10年期国债实际收益率上升7BP至1.29%，而10年期通胀预期回落2BP至2.28%。

我们认为，在美国经济仍有韧性以及系统性金融风险不大的情况下，通胀仍是美国的核心矛盾，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。

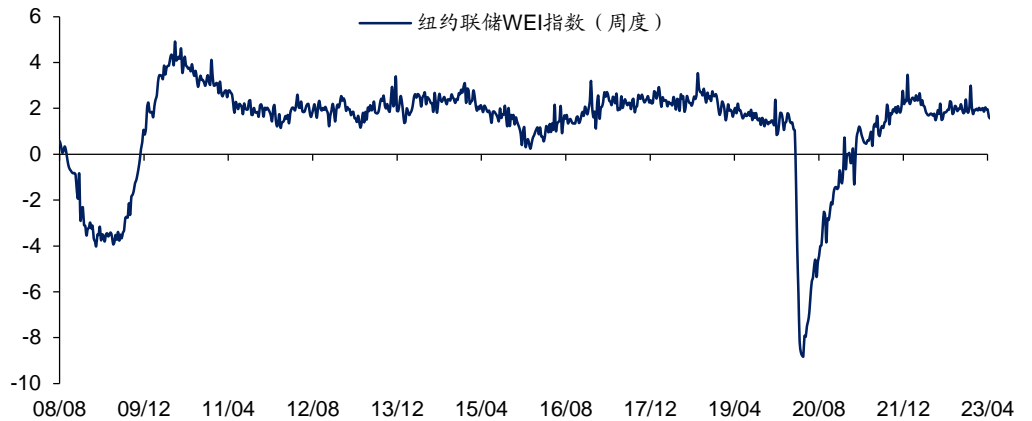
**图8 美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

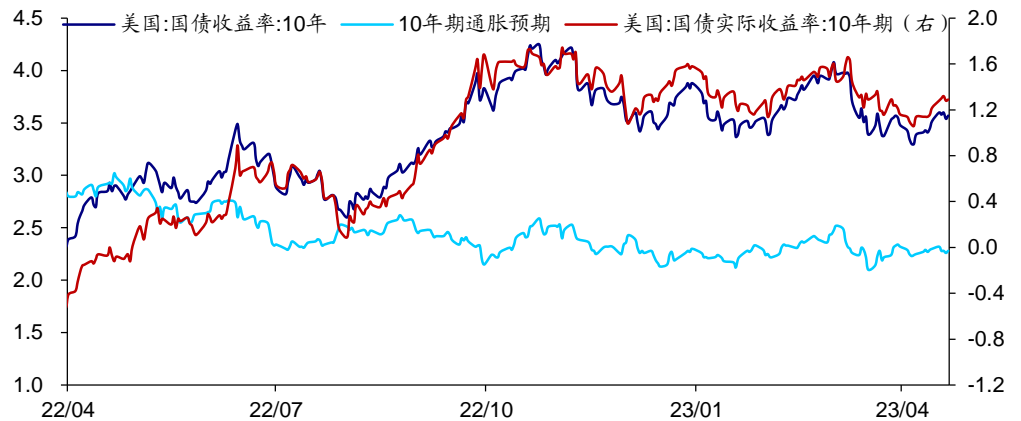
**图9 市场预测美联储加息概率 (%)**

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	525-550
2023/5/3							0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.9%	89.1%	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%	0.0%	8.0%	68.6%	23.4%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	18.5%	60.8%	19.3%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	9.3%	38.0%	41.7%	10.4%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.4%	28.3%	40.4%	20.9%	3.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.2%	24.1%	38.1%	24.7%	6.8%	0.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.4%	20.9%	35.7%	27.0%	9.9%	1.7%	0.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.0%	19.2%	34.2%	27.9%	11.6%	2.6%	0.3%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.5%	20.7%	33.6%	26.3%	10.7%	2.3%	0.3%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.3%	13.9%	27.9%	29.5%	17.6%	6.1%	1.2%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.3%	2.7%	11.9%	25.2%	29.2%	19.9%	8.3%	2.1%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.1%	1.3%	6.4%	17.2%	26.8%	25.5%	15.3%	5.8%	1.4%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至 4 月 22 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	23/04	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%	-22.0	-23.1	-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%	-17.3	-19.4	-19.9	-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	50.4	49.2	47.3	46.9	46.2	47.7	50.4	52.0	51.5	52.2	52.7	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

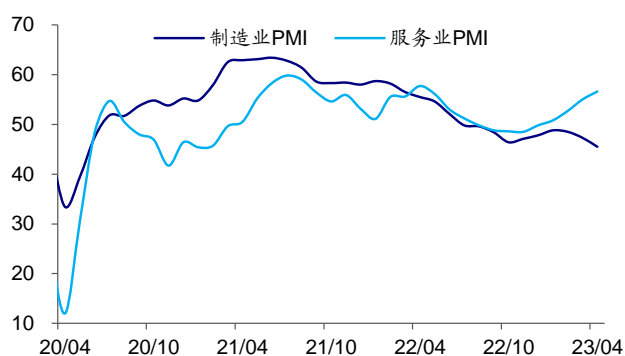
资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为本周更新数据

## 2. 欧洲: 景气分化, 信心回升

**景气回升, 但结构分化。**4 月欧元区 Markit 综合 PMI 为 54.4, 较 3 月回升 1.6, 不过分化较为明显。4 月欧元区制造业 PMI 为 45.5, 较 3 月下降 1.8, 且已连续 3 个月走弱; 而服务业 PMI 较 3 月上升 1.6 至 56.6。

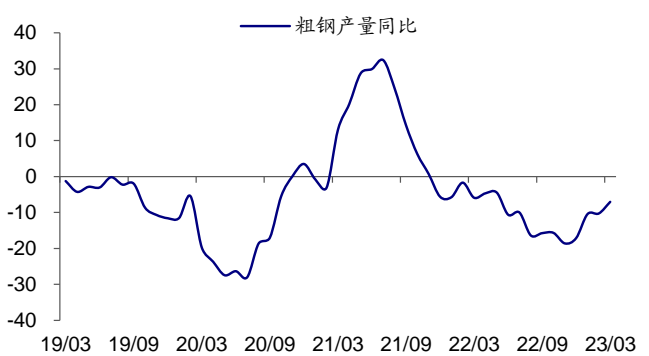
**粗钢产量增速回升。**3 月欧盟 28 国粗钢产量同比增速为-7.0%, 降幅较 2 月收窄 3.2%, 且已连续 4 个月处于回升趋势。能源价格的回落对生产恢复或有一定支撑, 但在制造业景气度仍偏弱的情况下, 粗钢产量或仍将承压。

图 12 欧元区制造业 PMI 与服务 PMI



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 13 欧盟 28 国粗钢产量当月同比 (%)

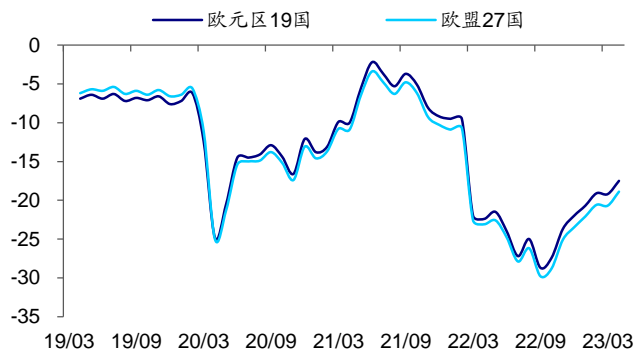


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**消费者信心指数回升。**4 月欧元区 19 国消费者信心指数为-17.5, 较 3 月回升 1.7。自 2022 年 10 月以来, 消费者信心便呈现向上修复态势, 或与能源价格的回落有关。不过, 整体来看, 仍显著低于疫情前水平 (2019 年 12 月为-7.6)。

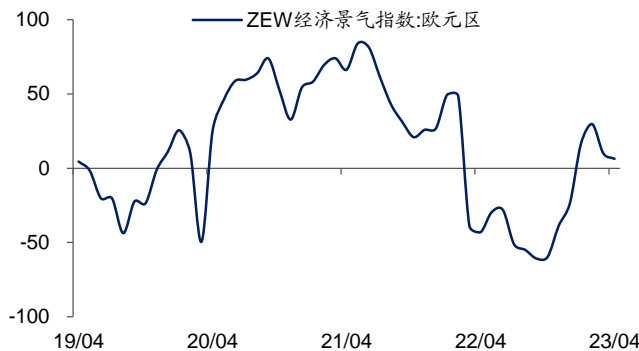
**ZEW 经济景气指数小幅回落。**4 月欧元区 ZEW 经济景气指为 6.4, 较 3 月小幅回落 3.6。

图14 欧元区消费者信心指数



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图15 欧元区 ZEW 经济景气指数



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			2.5			4.4		
	实际 GDP	折年季调环比%				-0.2			1.5			3.7		
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
	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%	-7.0	-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
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
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
景气指数	制造业 PMI		45.5	47.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6
	服务业 PMI		56.6	55.0	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8	51.2	53.0	56.1
	消费者信心指数		-17.5	-19.2	-19.1	-20.7	-22.0	-23.7	-27.4	-28.7	-25.0	-27.2	-24.0	-21.5
	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
	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: 美欧央行仍偏鹰

**美联储多位官员加息立场仍坚定。** 圣路易斯联储主席布拉德表示, 近期数据显示通胀仍然居高不下, 美联储应该继续加息, 目前似乎不是预测 2023 年下半年美国经济将陷入衰退的时机。克利夫兰联储主席梅斯特也支持美联储加息至 5.0% 以上, 具体加息至多高水平将取决于形势演变。

**不过加息或接近尾声。** 亚特兰大联储主席博斯蒂克认为, 美联储将再加息一次, 在那之后希望美联储暂停加息行动。费城联储主席哈克表示, 美联储可能还需略微进一步收紧货币政策, 一旦货币政策达到足够的限制, 美联储会暂停收紧政策。

**欧央行多位官员仍坚持继续加息。** 欧央行管委 Rehn 指出, 欧元区通胀仍然过高, 欧央行不应过早地退出限制性货币政策。欧央行首席经济学家 Lane 表示, 欧央行应当在 5 月份继续加息, 但目前还不能给出具体加息幅度的承诺, 需要看到更多的数据。欧央行管委、西班牙央行行长 De Cos 认为, 如果经济展望维持不变, 欧央行将继续加息。欧央行管委 Knot 也认为, 现在谈论暂停加息为时过早, 欧央行可能不得不在 6 月、7 月再次加息。

不过也有官员对加息的态度较为谨慎。欧央行管委兼意大利央行行长 Visco 表示, 欧央行需要谨慎地设定利率。欧央行 3 月货币政策会议纪要也显示, 尽管绝大多数委员同意将利率上调 50 个基点, 但仍有一些委员希望在金融市场紧张局势平息之前不要提高关键利率。

**阿根廷央行加息 300BP。** 阿根廷央行加息 300BP 至 81.0%, 3 月通胀水平高达 104%。



## 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。