

相关研究

《美国的“财政悬崖”：或有惊无险》

2021.8.5

《核心通胀何时缓解？——2023年4月

美国物价数据点评》2023.5.11

《降息或还尚早——2023年4月美国非

农数据点评》2023.5.6

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:ljj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

联系人:王宇晴

Email:wyyq14704@haitong.com

## 美国：债务上限解决，加息预期回落 ——海外经济政策跟踪

### 投资要点：

- **经济：**美国债务上限协议达成，将暂缓债务上限生效至2025年年初。考虑到之前财政部采取的“非常规操作”接近耗尽以及政府TGA账户余额大幅下降至历史低位，美国政府需要在短期内重建TGA，那么，短期市场流动性或面临挑战。美联储资产负债表持续收缩，除BTFF外的流动性支持工具有所回落。商业银行贷款与存款端规模持续回升。6月加息预期回落，截至6月3日，市场由上周预期6月大概率加息25BP，转为预期6月有74.7%的概率停止加息。不过，市场预期7月仍加息的概率超过5成，并预期大概率将于11月降息。10年期美债收益率回落至3.69%。
- **美国方面，5月新增非农就业超出预期**，其中服务业仍是新增就业主要贡献行业，不过，失业率略有回升。3月标普/CS20座大中城市房价增速持续回落，已跌入负增长区间。5月制造业景气度有所回落，其中物价、订单库存、新订单降幅明显。**欧洲方面**，5月欧元区HICP以及核心HICP同比增速均有明显回落，不过距2%通胀目标仍有较大距离；4月欧元区失业率持续下行，劳动力市场仍强劲；5月欧元区19国经济景气指数有所回落。
- **政策：**上周部分官员表示美联储6月应暂停加息。不过，仍有多位官员对通胀前景仍然保持警惕；欧洲核心通胀偏高，欧央行或仍将继续加息，不过部分官员认为未来加息幅度或相对较小；日央行将继续实施货币宽松以实现通胀目标。

## 目 录

---

1. 美国：债务上限达成，流动性怎么看？ .....	4
2. 欧洲：核心通胀持续回落 .....	8
3. 政策：欧央行将继续加息 .....	9

## 图目录

图 1	美国 1 年期 CDS 快速回落 (基点)	4
图 2	美联储资产负债表持续收缩 (亿美元)	5
图 3	美国商业银行贷款与租赁规模变动 (亿美元)	5
图 4	美国商业银行存款规模变动 (亿美元)	5
图 5	美国新增非农就业人数 (万人)	6
图 6	美国非农失业率及 U6 失业率 (%)	6
图 7	美国标准普尔/CS 房价指数 (%)	6
图 8	美国 ISM 制造业 PMI	6
图 9	美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)	7
图 10	市场预测美联储加息概率 (%)	7
图 11	纽约联储每周经济 WEI 指数 (周度, %)	7
图 12	美国 10 年期国债收益率分解 (%)	7
图 13	欧元区 HICP 和核心 HICP 同比 (%)	8
图 14	欧元区和欧盟 27 国季调失业率 (%)	8
图 15	欧元区 19 国经济景气指数	9
图 16	法国工业生产指数环比及同比 (%)	9

## 表目录

表 1	美国经济数据总览	8
表 2	欧元区经济数据总览	9

## 1. 美国：债务上限达成，流动性怎么看？

**债务上限协议达成。**当地时间 5 月 31 日，美国众议院以 314 票赞成、117 票反对通过了债务上限和政府预算的法案。法案暂缓债务上限生效至 2025 年年初，并对 2024 财年和 2025 财年的政府开支进行限制。当地时间 6 月 1 日，美国参议院也投票通过债务上限法案。美国总统拜登将于当地时间 6 月 3 日签署债务上限立法草案为法律文件。截至 6 月 2 日，受美国债务上限危机化解影响，美国 1 年期 CDS 快速回落。

**流动性有何扰动吗？**随着美国债务上限协议达成，原则上在暂停期内，美国政府借债是无上限的。考虑到之前财政部采取的“非常规操作”接近耗尽以及政府 TGA 账户余额大幅下降至历史低位，美国政府需要在短期内重建 TGA，也就意味着需要大量发债。考虑到美联储现在仍在延续 QT（缩表），那么，短期市场流动性或面临挑战。

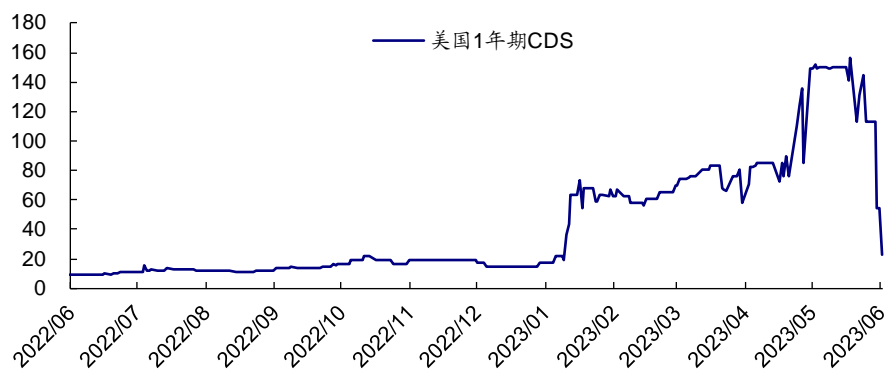
从历史经验来看，每一轮 TGA 账户的重建，都将吸收市场的流动性，要么来自银行体系，要么来自货币基金市场（ON RRP）。考虑到，截至 6 月 2 日，美国 ON RRP 余额仍高达 2.1 万亿美元，如果货币基金市场成为短期发债的接收者，那么，ON RRP 余额减少，而 TGA 账户余额增加，银行准备金不受影响。

如果货币基金市场无动于衷，那么，重建 TGA 将抽取准备金，流动性将受到较大的扰动。因而，接下来的关键是需要看货币基金市场的行为，也就是短期发债的利率是否有吸引力促使流动性从 ON RRP 流出。（目前 ON RRP 利率为 5.05%）

此外，如果货币基金市场无动于衷，流动性冗余在 ON RRP，那么在流动性受到考验的时候，我们预计，也很难出现类似 2019 年缩表时的流动性冲击。一方面，2021 年 7 月美联储设立了两项新的回购便利工具 SFR（常备回购便利工具）和 FIMA（常备 FIMA 回购便利工具），可以为突发的流动性紧张提供安全保障。另一方面，美联储可以对 ON RRP 参数进行调整，从而促使流动性流出。

总的来说，在接下来美国重建 TGA 的过程中，美国市场将面临短期的流动性扰动，尤其是美国的短债利率扰动或更大。不过，我们预计，流动性冲击或相对有限，需要观察接下来经济、就业、通胀数据以及美联储的政策预期。

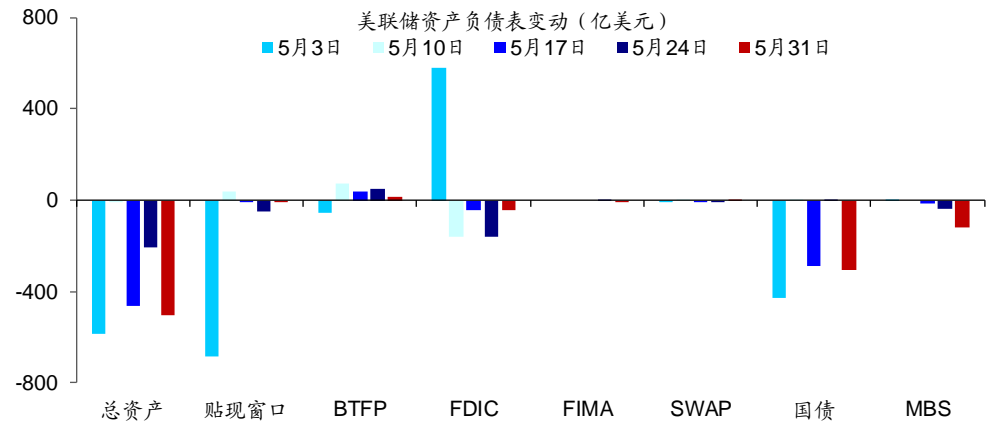
图1 美国 1 年期 CDS 快速回落（基点）



资料来源：Investing，海通证券研究所

**美联储资产负债表持续收缩。**截至 5 月 31 日，美联储资产负债表规模较前一周下降 504.0 亿美元，收缩幅度有所扩大。其中，除 BTFP 使用规模仍有小幅回升（较上一周增加 17.1 亿美元）外，其他流动性支持工具使用量均有所回落。

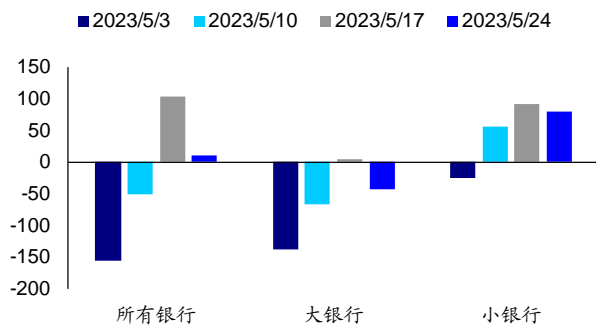
图2 美联储资产负债表持续收缩（亿美元）



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

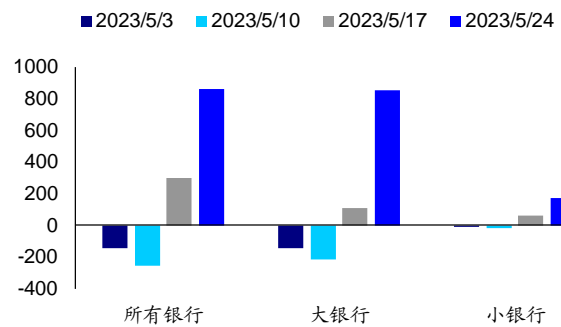
**商业银行存贷款规模持续回升。**截至5月24日，美国商业银行贷款与租赁规模较5月17日当周上升11.3亿美元，升幅有所收窄。其中，小银行贷款规模回升幅度较大，而大银行贷款则有所回落。存款端规模较5月17日当周回升865.8亿美元，回升幅度明显加大。其中，大银行存款回流规模更大。

图3 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4 美国商业银行存款规模变动（亿美元）



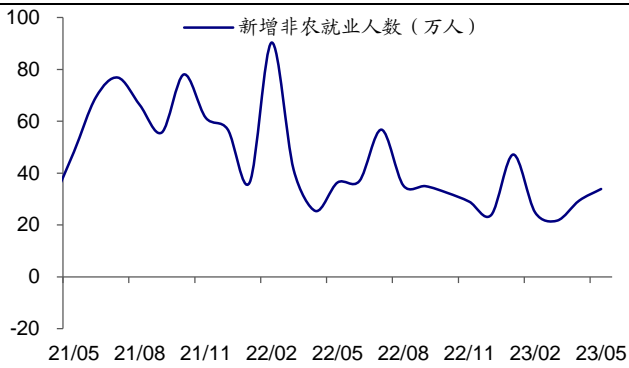
资料来源：美联储官网，海通证券研究所

**就业数据好于预期。**5月美国新增非农就业33.9万人。其中，服务业贡献了新增就业的75.8%，尤其教育和保健业、专业和商业服务以及休闲和酒店业贡献较大。此外，3月与4月的非农就业人数也分别上修至21.7万人与29.4万人。

**失业率有所回升。**与高增的非农新增就业人数相背离的是，5月美国失业率反而上升0.3个百分点至3.7%，高于预期3.5%，创下自2022年7月以来新高。就业数据分歧或与美国劳动力调查中，住户调查与企业调查关于就业数据的统计范围不同有关。

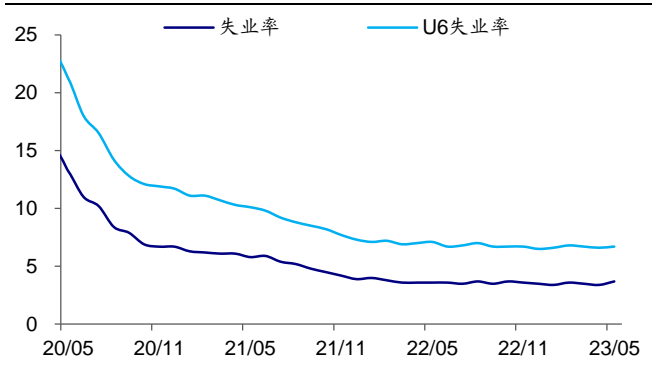
**整体来看，美国劳动力市场整体依然紧张，劳动力平均时薪增速仍处高位，意味着除住房外核心通胀仍有压力。**详见《需求仍然稳定——2023年5月美国非农数据点评》。

图5 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6 美国非农失业率及 U6 失业率 (%)

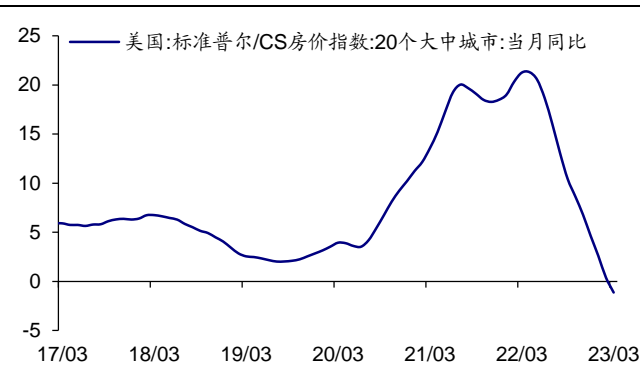


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**房价增速跌入负增长区间。**3月美国标准普尔/CS20座大中城市房价指数同比下降1.2%，为2012年5月以来首次转负，并且同比增速已连续11个月呈回落态势。在美联储加息影响下，美国房价或仍将持续承压。

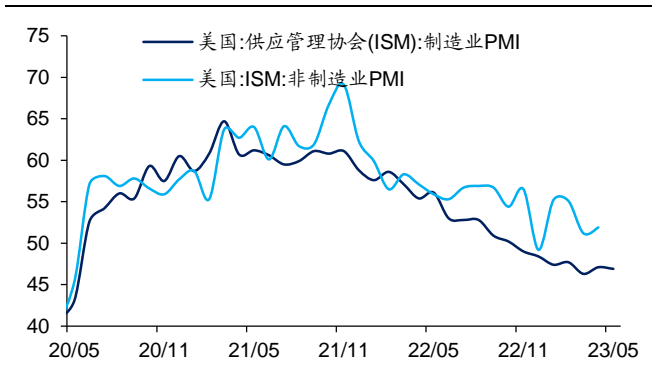
**制造业景气度持续回落。**5月美国ISM制造业PMI为46.9，较4月回落0.2，已连续7个月处于荣枯线之下。从分项来看，物价降幅最为明显，或反映出制造业通胀压力在持续缓解。此外，新订单、订单库存与进口也有不同程度的回落。**美联储加息对制造业景气度的抑制或仍将逐步显现。**

图7 美国标准普尔/CS 房价指数 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

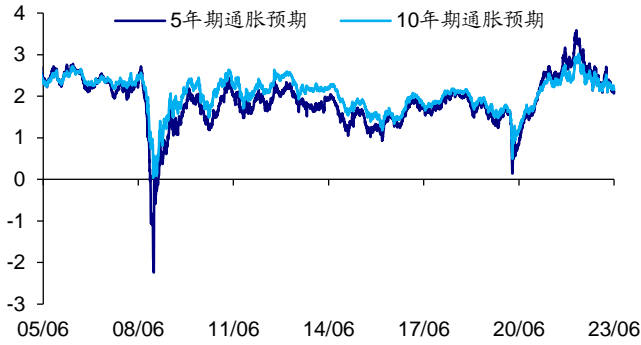
图8 美国 ISM 制造业 PMI



资料来源: Wind, 海通证券研究所

**加息预期回落。**上周美联储部分官员表示，倾向于支持6月暂停加息。或受此影响，截至6月3日，市场由上周预期6月大概率加息25BP，转为预期6月有74.7%的概率停止加息，不过，市场预期7月加息的概率超过5成。**年内仍有降息预期**，市场预期降息周期或大概率在11月开启，不过年底利率水平大概率仍将维持在5.00%-5.25%区间。

**美债收益率下降至3.69%。**或受6月加息预期降温影响，截至6月2日，美国10年期国债名义收益率较上一周下降11BP至3.69%。其中，10年期美债实际收益率下降6BP至1.51%，10年期通胀预期下降5BP至2.18%。

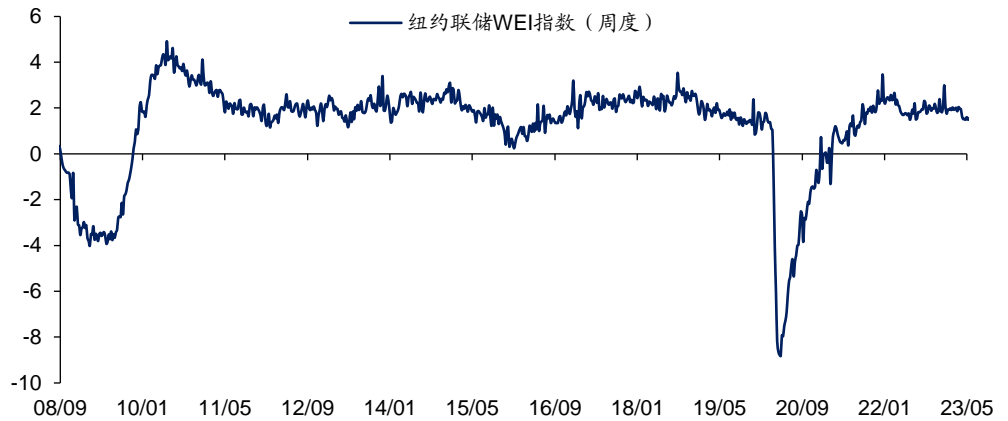
**图9 美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

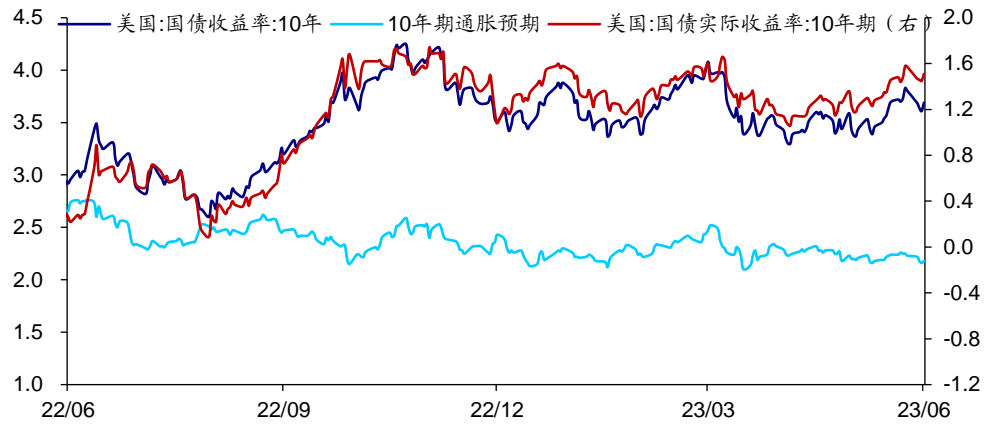
**图10 市场预测美联储加息概率 (%)**

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES												
	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/6/14						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	74.7%	25.3%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	32.1%	53.5%	14.4%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	34.7%	48.8%	12.7%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	19.6%	41.9%	30.4%	6.2%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	10.9%	30.8%	36.1%	18.2%	3.1%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	8.5%	26.1%	34.8%	22.4%	6.6%	0.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.4%	23.7%	33.6%	24.1%	8.8%	1.6%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	10.0%	25.3%	32.1%	21.7%	7.7%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	7.1%	20.0%	29.7%	25.3%	12.6%	3.5%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.1%	1.0%	6.5%	18.5%	28.6%	25.8%	14.0%	4.5%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.8%	5.3%	15.9%	26.4%	26.4%	16.6%	6.6%	1.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.6%	4.1%	13.2%	23.7%	26.4%	19.1%	9.2%	2.9%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至 6 月 3 日

**图11 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12 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	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	
GDP	实际 GDP	折年同比%		1.6		0.9			1.9			1.8			
	实际 GDP	折年季调环比%		1.3		2.6			3.2			-0.6			
生产	工业总产值	季调同比%	-0.2	-0.5	-0.1	1.1	1.0	2.2	3.8	4.9	3.6	3.2	4.1	4.6	
	制造业新订单	季调同比%	2.6	1.8	3.6	4.3	2.2	3.2	4.7	5.6	7.3	7.2	7.6	8.7	
	工业产能利用率	%	79.7	79.4	79.5	79.6	78.9	80.3	80.6	80.8	80.7	80.7	80.5	80.6	
消费	个人实际可支配收入	折年季调同比%	7.9	7.6	7.8	7.9	3.7	3.6	3.6	3.5	1.9	1.5	2.0	1.4	
	个人实际消费支出	季调同比%	6.7	6.2	7.5	8.1	7.4	7.1	7.9	8.5	8.7	8.7	9.3	9.3	
	零售销售额	季调同比%	0.5	1.1	3.9	5.4	4.9	5.3	8.0	9.0	9.9	10.5	8.9	8.9	
	零售/食品服务销售额	季调同比%	1.6	2.4	5.3	7.4	6.0	6.1	8.8	9.4	10.2	10.3	9.3	9.7	
地产	新房销售	折年季调同比%	11.8	-7.2	-18.4	-19.9	-23.4	-24.6	-15.2	-23.6	-7.5	-28.6	-21.4	-11.1	
	成屋销售	折年季调同比%	-23.2	-22.1	-23.1	-36.9	-33.8	-34.9	-28.3	-24.3	-20.4	-19.1	-14.1	-8.8	
	新房开工	折年季调同比%	-22.3	-20.0	-18.9	-19.7	-24.1	-16.7	-8.9	-6.2	-4.5	-13.9	-6.0	-3.6	
	标普/CS 房价指数	同比% (20城)		-1.2	0.4	2.6	4.6	6.8	8.6	10.4	13.0	16.0	18.6	20.5	
就业	新增非农就业人数	季调/万人	33.9	29.4	21.7	24.8	47.2	23.9	29.0	32.4	35.0	35.2	56.8	37.0	36.4
	失业率	季调%	3.7	3.4	3.5	3.6	3.4	3.5	3.6	3.7	3.5	3.7	3.5	3.6	3.6
	U6 失业率	季调%	6.7	6.6	6.7	6.8	6.6	6.5	6.7	6.7	6.7	7.0	6.8	6.7	7.1
通胀	CPI	同比%	4.9	5.0	6.0	6.4	6.5	7.1	7.7	8.2	8.3	8.5	9.1	8.6	
	核心 CPI	同比%	5.5	5.6	5.5	5.6	5.7	6.0	6.3	6.6	6.3	5.9	5.9	6.0	
	PCE	同比%	4.4	4.2	5.1	5.4	5.3	5.7	6.1	6.3	6.3	6.4	7.0	6.5	
	核心 PCE	同比%	4.7	4.6	4.7	4.7	4.6	4.8	5.1	5.2	4.9	4.7	5.0	4.9	
	密歇根 1 年通胀预期	同比%	4.5	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		46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.2	50.9	52.8	52.8	53.0	56.1
	ISM 非制造业 PMI			51.9	51.2	55.1	55.2	49.2	56.5	54.4	56.7	56.9	56.7	55.3	55.9
	Market 制造业 PMI	季调	48.4	50.2	49.2	47.3	46.9	46.2	47.7	50.4	52.0	51.5	52.2	52.7	57.0
	Sentix 投资信心指数		-6.5	-2.3	1.1	3.6	-3.5	-0.5	-9.4	-12.6	-10.8	-6.0	-13.5	-1.0	-2.9
	密歇根消费者信心指数		59.2	63.5	62.0	67.0	64.9	59.7	56.8	59.9	58.6	58.2	51.5	50.0	58.4

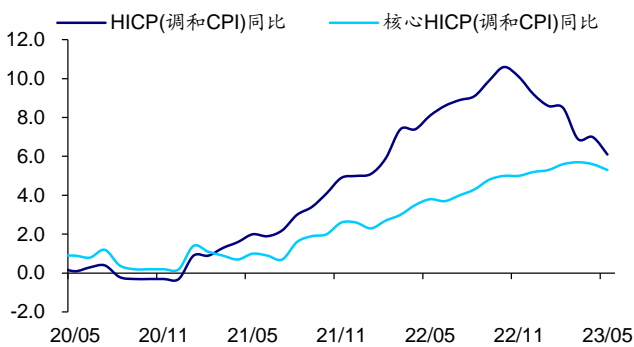
资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为本周更新数据

## 2. 欧洲: 核心通胀持续回落

**通胀明显回落。**5月欧元区 HICP 同比增速回落 0.9 个百分点至 6.1%，剔除能源和食品后的核心 HICP 同比增速为 5.3%，较 4 月回落 0.3 个百分点，为 2022 年 1 月后的环比最大降幅。不过，当前欧洲通胀离 2% 的目标水平仍然存在较大距离，短期内欧洲或仍将面临一定的通胀压力。

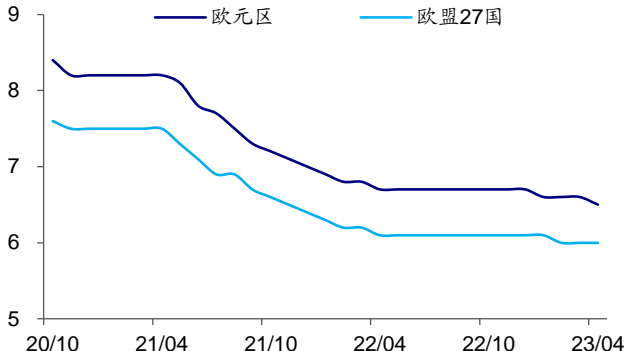
**失业率略有降低。**4 月欧元区失业率为 6.5%，较 3 月数据下降 0.1 个百分点，创历史新低。此外，欧盟 27 国失业率为 6.0%，连续 3 个月保持不变。整体来看，当前欧洲劳动力市场依旧保持强劲。

图13 欧元区 HICP 和核心 HICP 同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 欧元区和欧盟 27 国季调失业率 (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

**景气指数有所回落。**5 月欧元区 19 国经济景气指数为 96.5，较 4 月回落 2.5，为 2022 年 11 月以来新低。尽管前期能源价格回落对经济景气度起到一定支撑，但欧央行持续的加息对经济的抑制作用或在逐渐显现。

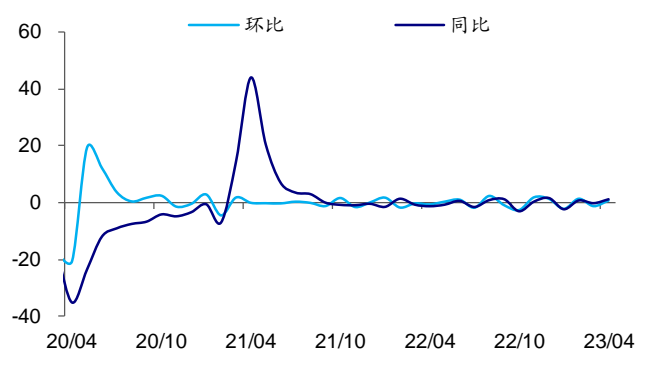


图15 欧元区 19 国经济景气指数



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 法国工业生产指数环比及同比 (%)



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	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05
GDP	实际 GDP	季调同比%		1.3			1.8			2.5			4.4	
	实际 GDP	折年季调环比%		0.3			-0.2			1.5			3.7	
生产	工业生产指数	同比%		-1.4	2.0	0.8	-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%		81.0			81.4			82.3			82.5	
	粗钢产量(欧盟)	同比%	-9.8	-7.0	-10.3	-10.4	-17.1	-18.6	-15.7	-15.7	-16.4	-10.0	-10.6	-4.4
消费	零售销售指数	同比%		-3.8	-2.4	-1.8	-2.8	-2.5	-2.6	0.2	-1.2	-0.6	-2.7	1.1
就业	失业率	季调%		6.5	6.6	6.6	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
通胀	HICP	同比%	6.1	7.0	6.9	8.5	8.6	9.2	10.1	10.6	9.9	9.1	8.9	8.6
	核心 HICP	同比%	5.3	5.6	5.7	5.6	5.3	5.2	5.0	5.0	4.8	4.3	4.0	3.7
	PPI	同比%		5.9	13.3	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		44.8	45.8	47.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1
	服务业 PMI		55.9	56.2	55.0	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8	51.2	53.0
	消费者信心指数		-17.4	-17.5	-19.1	-19.0	-20.6	-22.0	-23.7	-27.4	-28.7	-25.0	-27.2	-24.1
	经济景气指数	季调	96.5	99.0	98.9	99.4	99.6	96.9	95.1	93.9	94.6	98.0	98.8	103.3
	Sentix 投资信心指数		-13.1	-8.7	-11.1	-8.0	-17.5	-21.0	-30.9	-38.3	-31.8	-25.2	-26.4	-15.8

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为本周更新数据

### 3. 政策: 欧央行将继续加息

**部分官员认为美联储 6 月应暂停加息。**费城联储主席哈克表示, 美联储利率水平已达到或非常接近限制性区间, 应该在 6 月份会议上先跳过加息一次, 没有必要在每次会议上都加息。美联储理事 Jefferson 也认为, 6 月会议倾向于维持利率不变以进一步研判更多数据, 但暂不调整利率并不意味着加息周期已经结束。

**此外, 仍有部分官员对通胀前景保持警惕。**圣路易斯联储主席布拉德表示, 目前尚不能完全保证通胀将持续下行。里士满联储主席巴尔金认为, 通胀比许多人预计的更加顽固, 很难指望光靠加息就能够彻底遏制通胀, 需要通过降低需求的方式来降低通胀。美国前财长萨默斯认为, 如果美联储选择在本月政策会议上按兵不动, 那么就应该对 7 月加息 50 基点持开放态度。

**欧央行或仍将继续加息。**上周欧央行公布的 5 月份货币政策会议纪要显示, 大多数欧央行官员仍对核心通胀走势感到担忧。欧央行行长拉加德再次强调, 尚没有明显证据表明欧元区核心通胀已见顶, 当前距离利率达到足够限制性水平还很远。**多位官员仍支持进一步加息。**如欧央行管委 Makhoulf 以及 Simkus 均认为, 欧央行将在 6 月、7 月进一步加息。欧央行管委 Valse 以及 Kazas 也表示, 欧央行需要进一步加息才能达到 2% 的通胀目标。欧央行管委 Muller 同样预计, 欧央行可能会再加息至少两次, 有关明年年初降息的预期可能过于乐观。

**部分官员认为未来欧央行加息幅度或相对较小。**欧央行管委 Villeroy 表示, 过去一年利率的快速上升开始对通胀压力产生影响, 余下的加息将是“相对微小的”。欧央行副行长 Guindos 认为, 目前处于加息的“最后阶段”, 进一步的决定需要看数据表现, 加息 25BP 将是新常态。

日央行将继续实施货币宽松以实现通胀目标。日央行行长植田和男表示，目前尚未达到可持续的 2%通胀水平，将继续购买长期日本国债，以及继续有耐心实施货币宽松。

## 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。