

美欧经济走弱

——海外经济政策跟踪

相关研究

《高货币、低投资的原因和出路——中国经济的几个背离思考 1》2023.6.8

《出口结构继续分化——2023年5月外贸数据点评》2023.6.9

《CPI 小幅回升，PPI 同比回落——5月物价数据点评》2023.6.10

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

投资要点:

- **经济:** 美国财政部现金余额在债务上限达成协议后逐步回升。未来随着美国政府重建 TGA, 国债发行或逐渐放量。不过当前 ON RRP 余额仍处高位, 或能为短期流动性提供保障。美联储资产规模较上周 (5月31日当周) 略有回升, 其中 BTFP 使用规模有所增加。商业银行存贷款端规模均持续回升。
- **5月美国非制造业景气度有所回落**, 其中新订单与订单库存下滑较为明显。6月投资信心指数有所回升但仍处于负值。**市场加息预期相对稳定**。截止6月10日, 市场仍预期6月大概率停止加息, 7月超5成概率加息25BP, 并预期或在11月开启降息。10年期美债收益率小幅上升至3.75%。**欧洲方面**, 零售增速已连续7个月处于负值区间, 投资信心指数也持续回落。受能源价格回落影响, 4月欧元区19国PPI同比增速持续下降。
- **政策:** 欧央行或仍将进一步加息, 多位官员仍坚持鹰派立场。日央行继续实施量化宽松政策。加拿大加息25BP; 澳洲联储加息25BP。

目 录

1. 美国：非制造业景气回落	4
2. 欧洲：消费仍然低迷	7
3. 政策：欧央行仍坚持鹰派立场	8

图目录

图 1	美国财政部一般账户 (TGA) 期末现金余额 (亿美元)	4
图 2	货币市场基金资产规模 (十亿美元)	4
图 3	美国 ON RRP 余额仍有 2.1 万亿美元	4
图 4	美联储资产规模有所回升 (亿美元)	5
图 5	美国商业银行贷款与租赁规模变动 (亿美元)	5
图 6	美国商业银行存款规模变动 (亿美元)	5
图 7	美国 ISM 制造业与服务业 PMI	5
图 8	美国 ISM 非制造业 PMI 细分项较前一月变化	5
图 9	美国 Sentix 投资信心指数	6
图 10	美国粗钢产量同比增速 (周度, %)	6
图 11	美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)	6
图 12	市场预测美联储加息概率 (%)	6
图 13	纽约联储每周经济 WEI 指数 (周度, %)	6
图 14	美国 10 年期国债收益率分解 (%)	7
图 15	欧元区 19 国零售销售指数当月同比 (%)	8
图 16	欧元区 Sentix 投资信心指数	8
图 17	欧元区 19 国 PPI 当月同比 (%)	8
图 18	荷兰天然气期货价格 (欧元/兆瓦时)	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：非制造业景气回落

财政部现金余额逐渐回升。债务上限达成协议后，美国财政部加快短期国库券的招标以快速补充现金。其6月6日宣布提高最短期国库券招标的规模，将发行600亿美元四周期国库券、500亿美元八周期国库券、460亿美元17周期国库券。截至6月8日，美国财政部一般账户（TGA）期末现金余额达879.7亿美元，较6月2日大幅上升646.0亿美元。

图1 美国财政部一般账户（TGA）期末现金余额（亿美元）

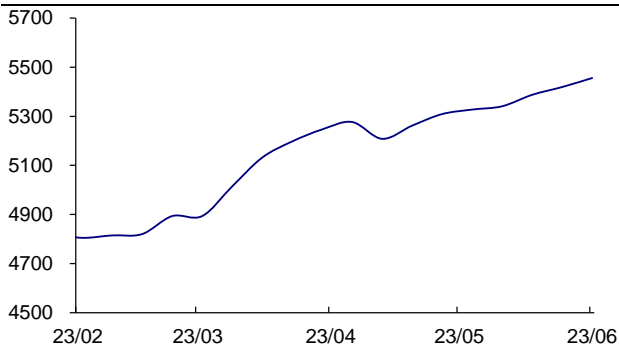


资料来源：CEIC，海通证券研究所

未来国债发行或逐渐放量。根据美国财政部5月份公布的季度再融资计划，其对6月末、9月末的财政存款余额规划分别为5500亿美元和6000亿美元，并计划在2季度与三季度分别发行7260亿美元与7330亿美元的债券进行融资。

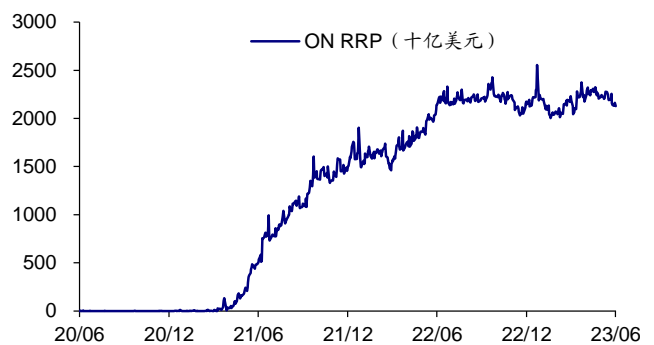
流动性冲击或相对有限。尽管在美国重建TGA的过程中，市场流动性或将面临一定的扰动。但截至6月7日，美国货币市场基金总资产规模为5.5万亿美元，ON RRP（隔夜逆回购）余额也保持在2.1万亿美元左右，或能为短期流动性提供一定的保障。

图2 货币市场基金资产规模（十亿美元）



资料来源：ICI，海通证券研究所

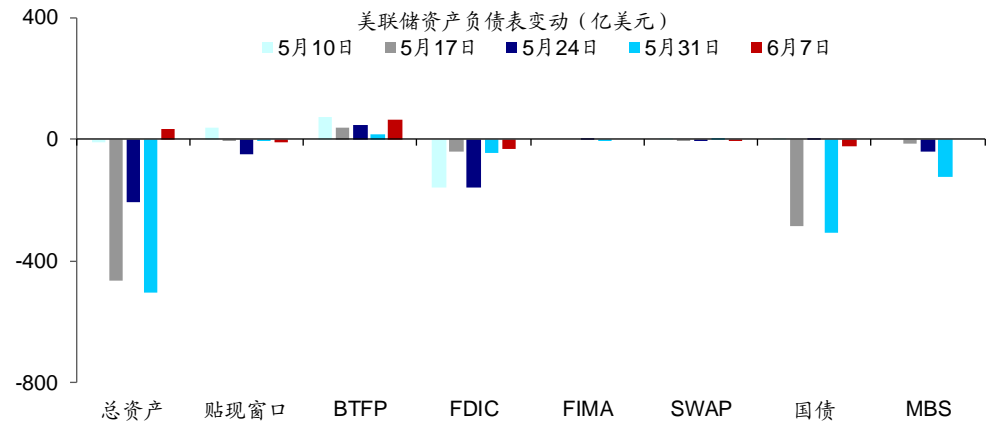
图3 美国 ON RRP 余额仍有 2.1 万亿美元



资料来源：美联储官网，海通证券研究所

美联储资产规模略有回升。截至6月7日，美联储资产负债表规模较5月31日当周意外回升34.7亿美元。从结构来看，BTFP使用规模较5月31日当周增加65.5亿美元。此外，国债规模仅较5月31日当周下降24.2亿美元，下降幅度有所收窄（5月31日当周为下降307.2亿美元）。

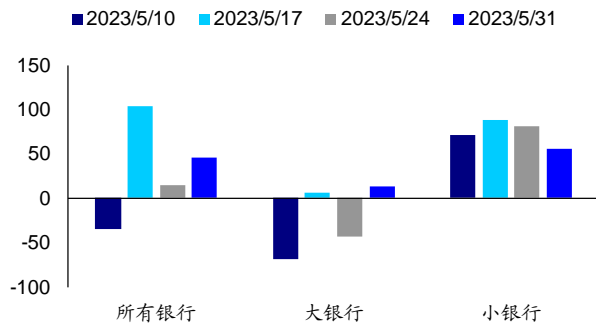
图4 美联储资产负债表有所回升(亿美元)



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

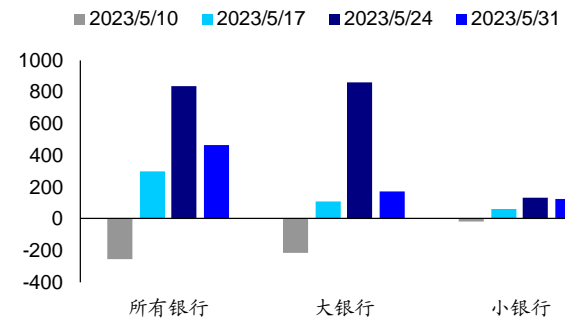
商业银行存贷款规模持续回升。截至5月31日, 美国商业银行贷款与租赁规模较5月24日当周上升46.7亿美元, 存款端规模回升465.9亿美元, 反映银行业存贷款流失压力持续缓解。其中, 小银行贷款回升幅度较多, 而大银行存款回流规模更大。

图5 美国商业银行贷款与租赁规模变动(亿美元)



资料来源: Wind, CEIC, 海通证券研究所

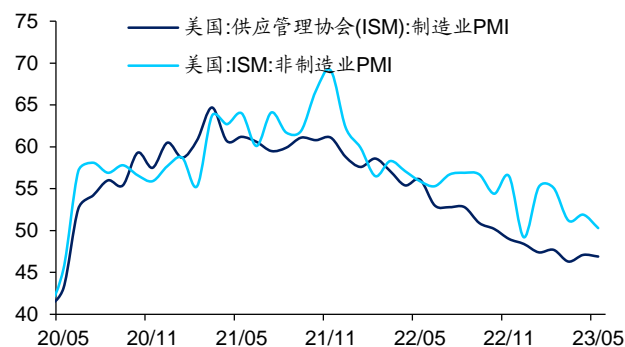
图6 美国商业银行存款规模变动(亿美元)



资料来源: Wind, CEIC, 海通证券研究所

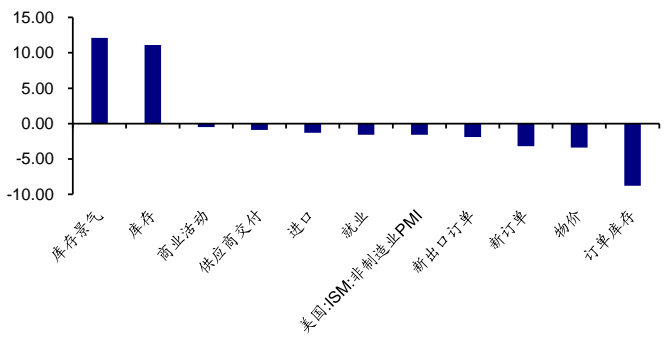
非制造业景气回落。5月美国ISM非制造业PMI为50.3, 较4月下降1.6。从细分项来看, 除库存与库存景气分项大幅上升外, 其他分项均有所回落。尤其新订单与订单库存回落幅度较为明显, 或反映当前服务业需求边际走弱。

图7 美国ISM制造业与服务业PMI



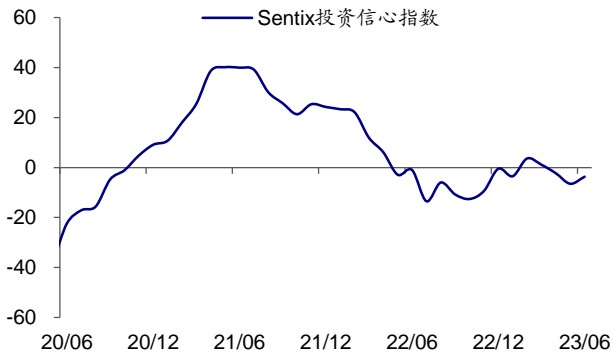
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 美国ISM非制造业PMI细分项较前一月变化

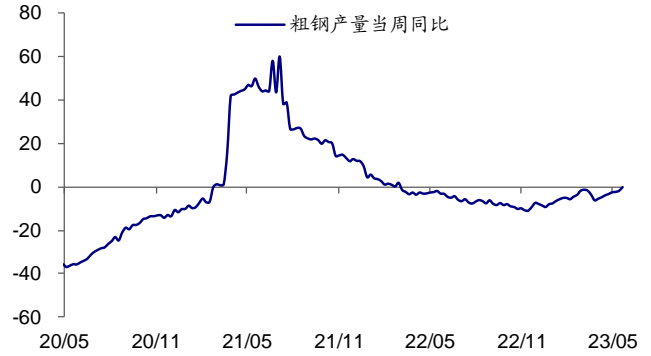


资料来源: Wind, 海通证券研究所

投资信心指数仍处低位。6月美国Sentix投资信心指数为-3.7, 较5月有所回升, 但仍处于负值区间。

图9 美国 Sentix 投资信心指数


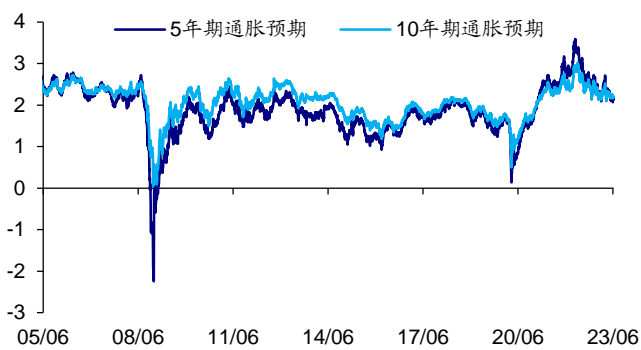
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 美国粗钢产量同比增速 (周度, %)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

加息预期相对稳定。截至 6 月 10 日, 市场加息预期较前一周 (6 月 3 日) 变化较小, 仍认为 6 月大概率暂停加息, 而 7 月有 52.8% 的概率加息 25BP。此外, 市场仍预期美联储有 39% 的概率会在 11 月开启降息, 不过年内降息 50BP 以上的概率由上一周的 42.7% 下降至 33.2%。

美债收益率上升至 3.75%。截至 6 月 9 日, 美国 10 年期国债名义收益率较上一周上升 6BP 至 3.75%。其中, 10 年期美债实际收益率上升 4BP 至 1.55%, 10 年期通胀预期上升 2BP 至 2.20%。

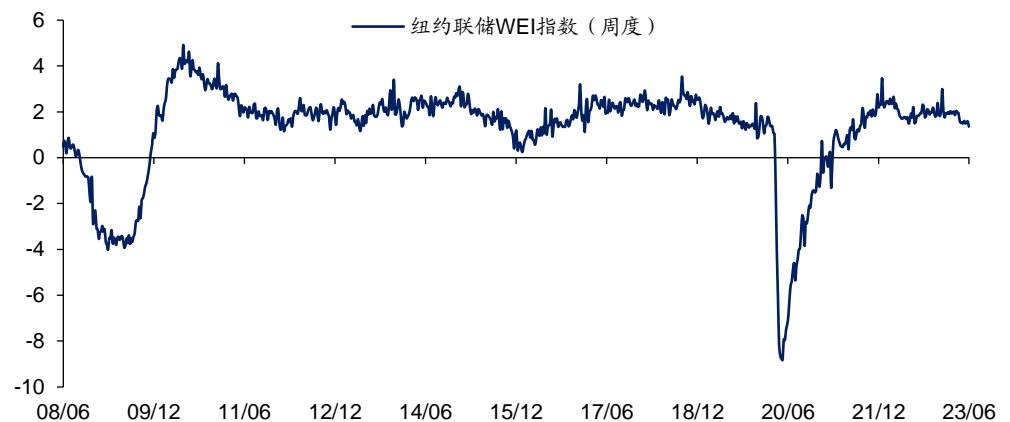
图11 美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 市场预测美联储加息概率 (%)

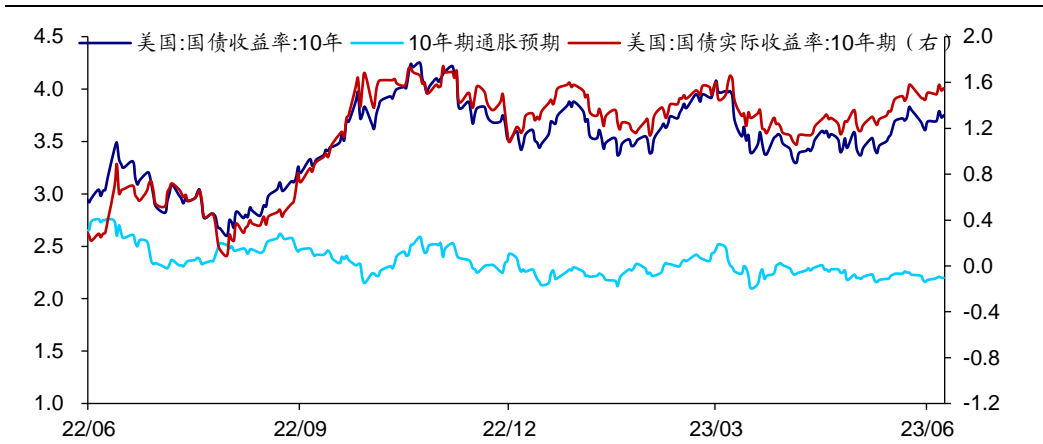
MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES											
	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/6/14					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	70.1%	29.9%	0.0%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.1%	52.8%	17.1%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	31.9%	50.0%	15.7%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	14.0%	39.0%	36.5%	9.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	7.1%	25.7%	37.8%	23.9%	5.1%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.3%	17.9%	32.7%	29.8%	13.0%	2.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.0%	13.5%	28.0%	30.7%	18.4%	5.6%	0.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.9%	13.3%	27.7%	30.7%	18.5%	5.8%	0.8%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.1%	1.8%	9.1%	21.8%	29.5%	23.5%	11.0%	2.8%	0.3%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.1%	1.5%	7.8%	19.6%	28.1%	24.6%	13.2%	4.3%	0.8%	0.1%	0.0%
2024/9/25	0.1%	1.2%	6.3%	16.8%	26.1%	25.4%	15.9%	6.4%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.9%	5.1%	14.4%	23.9%	25.6%	18.1%	8.6%	2.7%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至 6 月 10 日

图13 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14 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

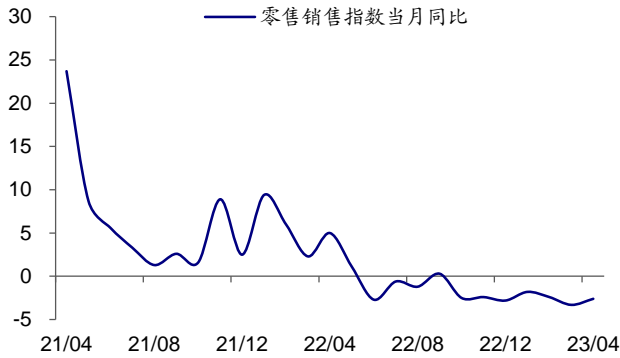
指标	单位	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	
GDP	实际 GDP				1.6			0.9			1.9			1.8	
	实际 GDP				1.3			2.6			3.2			-0.6	
生产	工业总产值			-0.2	-0.5	-0.1	1.1	1.0	2.2	3.8	4.9	3.6	3.2	4.1	
	制造业新订单			2.6	1.8	3.6	4.3	2.2	3.2	4.7	5.6	7.3	7.2	7.6	
	工业产能利用率			79.7	79.4	79.5	79.6	78.9	80.3	80.6	80.8	80.7	80.7	80.5	
消费	个人实际可支配收入			7.9	7.6	7.8	7.9	3.7	3.6	3.6	3.5	1.9	1.5	2.0	
	个人实际消费支出			6.7	6.2	7.5	8.1	7.4	7.1	7.9	8.5	8.7	8.7	9.3	
	零售销售额			0.5	1.1	3.9	5.4	4.9	5.3	8.0	9.0	9.9	10.5	8.9	
	零售/食品服务销售额			1.6	2.4	5.3	7.4	6.0	6.1	8.8	9.4	10.2	10.3	9.3	
地产	新房销售			11.8	-7.2	-18.4	-19.9	-23.4	-24.6	-15.2	-23.6	-7.5	-28.6	-21.4	
	成屋销售			-23.2	-22.1	-23.1	-36.9	-33.8	-34.9	-28.3	-24.3	-20.4	-19.1	-14.1	
	新房开工			-22.3	-20.0	-18.9	-19.7	-24.1	-16.7	-8.9	-6.2	-4.5	-13.9	-6.0	
	标普/CS 房价指数				-1.2	0.4	2.6	4.6	6.8	8.6	10.4	13.0	16.0	18.6	
就业	新增非农就业人数		33.9	29.4	21.7	24.8	47.2	23.9	29.0	32.4	35.0	35.2	56.8	37.0	
	失业率		3.7	3.4	3.5	3.6	3.4	3.5	3.6	3.7	3.5	3.7	3.5	3.6	
	U6 失业率		6.7	6.6	6.7	6.8	6.6	6.5	6.7	6.7	6.7	7.0	6.8	6.7	
通胀	CPI			4.9	5.0	6.0	6.4	6.5	7.1	7.7	8.2	8.3	8.5	9.1	
	核心 CPI			5.5	5.6	5.5	5.6	5.7	6.0	6.3	6.6	6.3	5.9	5.9	
	PCE			4.4	4.2	5.1	5.4	5.3	5.7	6.1	6.3	6.3	6.4	7.0	
	核心 PCE			4.7	4.6	4.7	4.7	4.6	4.8	5.1	5.2	4.9	4.7	5.0	
	密歇根 1 年通胀预期			4.5	4.6	3.6	4.1	3.9	4.4	4.9	5.0	4.7	4.8	5.2	5.3
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	
	ISM 非制造业 PMI		50.3	51.9	51.2	55.1	55.2	49.2	56.5	54.4	56.7	56.9	56.7	55.3	
	Market 制造业 PMI		48.4	50.2	49.2	47.3	46.9	46.2	47.7	50.4	52.0	51.5	52.2	52.7	
	Sentix 投资信心指数		-3.7	-6.5	-2.3	1.1	3.6	-3.5	-0.5	-9.4	-12.6	-10.8	-6.0	-13.5	-1.0
	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	

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为本周更新数据

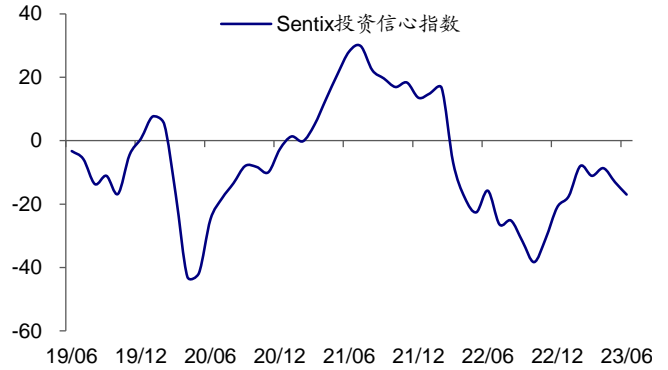
2. 欧洲: 消费仍然低迷

零售增速仍为负。4 月欧元区 19 国零售销售指数同比下降 2.6%，跌幅较 3 月有所收窄，不过连续 7 个月处于负增长区间。欧央行持续加息对经济的抑制作用仍在逐渐显现，零售增速或仍将承压。

投资信心持续回落。6 月欧元区 Sentix 投资信心指数为-17.0，较 5 月继续下降。在货币政策收紧、消费低迷，制造业景气指数仍弱的情况下，投资信心指数或仍将处于低位。

图15 欧元区 19 国零售销售指数当月同比 (%)


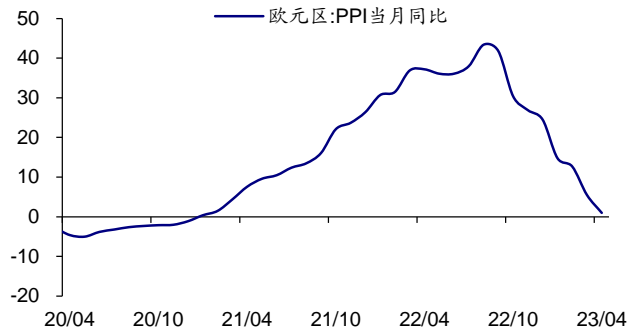
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 欧元区 Sentix 投资信心指数


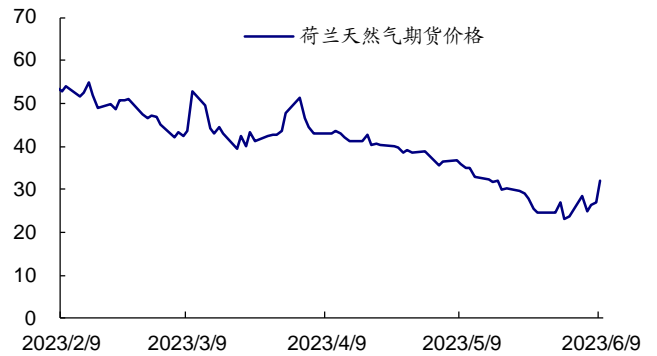
资料来源: Wind, 海通证券研究所

PPI 增速持续回落。4 月欧元区 19 国 PPI 同比增速为 1.0%，较 3 月下降 4.5 个百分点，已连续 8 个月回落，且为 2021 年 2 月以来的最低点。其中，能源分项的持续回落或是 PPI 增速下行的主要原因。

不过，近期欧洲天然气期货价格有所回升。截至 6 月 9 日，荷兰天然气期货价格上升至 32 欧元/兆瓦时，较前一周（6 月 2 日）上涨 35%。随着高温天气的来临，欧洲对能源的需求或将上升，可能再次给能源价格带来额外扰动。

图17 欧元区 19 国 PPI 当月同比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图18 荷兰天然气期货价格 (欧元/兆瓦时)


资料来源: Investing, 海通证券研究所

表 2 欧元区经济数据总览

指标	单位	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	
GDP	实际 GDP				1.0			1.8			2.5			4.3	
	实际 GDP				-0.4			-0.5			1.5			3.4	
生产	工业生产指数				-1.4	2.0	0.8	-2.1	3.6	4.2	6.1	4.8	-0.8	4.0	
	制造业产能利用率		81.2		81.0			81.4			82.3			82.5	
	粗钢产量 (欧盟)				-9.8	-7.0	-10.3	-10.4	-17.1	-18.6	-15.7	-16.4	-10.0	-10.6	
消费	零售销售指数				-2.6	-3.3	-2.4	-1.8	-2.8	-2.4	-2.5	0.3	-1.2	-0.6	-2.7
就业	失业率				6.5	6.6	6.6	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	
通胀	HICP		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		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			1.0	5.5	12.7	14.8	24.5	26.9	30.4	41.8	43.4	38.0	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		55.1	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		-17.0	-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: 欧央行仍偏鹰

欧央行或仍将进一步加息。欧央行多位官员仍坚持鹰派立场。欧央行行长拉加德表

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

示，欧央行将采取必要措施来实现 2% 的通胀目标。欧央行管委 Makhlouf 也认为，有必要进一步加息以遏制欧洲持续的通胀压力。欧洲央行管委兼德国央行行长 Nagel 指出，德国和欧元区的基础价格压力“远远过高”，需进一步采取几次加息措施，同时应维持高利率水平直至欧央行可以确定将及时实现 2% 的通胀目标。欧央行执委 Schnabel 则认为，当前潜在通胀率仍然很高，欧央行还有更多工作要做，数据情况将决定欧洲央行还需加息多少。

日央行继续实施量化宽松政策。日本央行行长植田和男表示，将继续实施量化宽松政策，直到实现价格目标。

加拿大加息 25BP。加拿大意外加息 25BP 至 4.75%，此前已连续两次暂停加息。加拿大央行表示，消费者需求过剩问题相比预估“似乎更加顽固”，且对于通胀可能会持续高于 2% 的“担忧情绪已经加重”。

澳洲联储加息 25BP。澳洲联储意外加息 25BP 至 4.1%，续刷 2012 年以来新高。澳洲联储主席洛威表示，澳洲联储高度警惕通胀长时间地保持在高位的风险，重申未来可能需要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。