

相关研究

《美国核心通胀仍偏高——2023年5月  
物价数据点评》2023.6.14

《加息未止，降息尚远——美联储6月议  
息会议点评》2023.6.15

## 美国降息预期：继续下调 ——海外经济政策跟踪

### 投资要点：

- **经济：**美联储资产负债表继续收缩，商业银行存贷款规模重回增长。市场加息预期相对稳定。截至6月24日，CME数据显示市场仍预期美联储大概率7月加息25BP，年内或不会降息，2024年1月或开启降息。10年期美债收益率下降至3.74%。
- **美国房屋销售持续负增。**5月美国成屋销售同比增速仍处于负值区间，不过新建住宅增速大幅回升；6月Markit制造业与服务业景气指数回落，景气指数持续分化。欧洲方面，6月Markit服务业与制造业PMI均有所下滑，分化持续；6月欧元区19国消费者信心指数有所回升但仍处低位；5月欧盟28国粗钢产量同比增速继续下行。
- **政策：**较多官员认为美联储应进一步加息，短期内或没有降息的可能；欧央行或将继续加息；英央行意外加息50BP至5%；土耳其央行加息650BP至15%。

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:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

联系人:王宇晴

Email:wuyq14704@haitong.com

## 目 录

---

1. 美国：景气继续分化.....	4
2. 欧洲：景气持续回落.....	7
3. 政策：欧美央行加息未止 .....	8

## 图目录

图 1	美联储资产负债表继续收缩 (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	美国成屋销售同比 (%)	5
图 5	美国已开工的新建私人住宅同比增速 (%)	5
图 6	Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI	5
图 7	美国粗钢产量同比增速 (周度, %)	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 (%)	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 和服务业 PMI	7
图 13	欧洲主要国家制造业 PMI	7
图 14	欧元区和欧盟消费者信心指数	8
图 15	欧盟 28 国粗钢产量当月同比 (%)	8

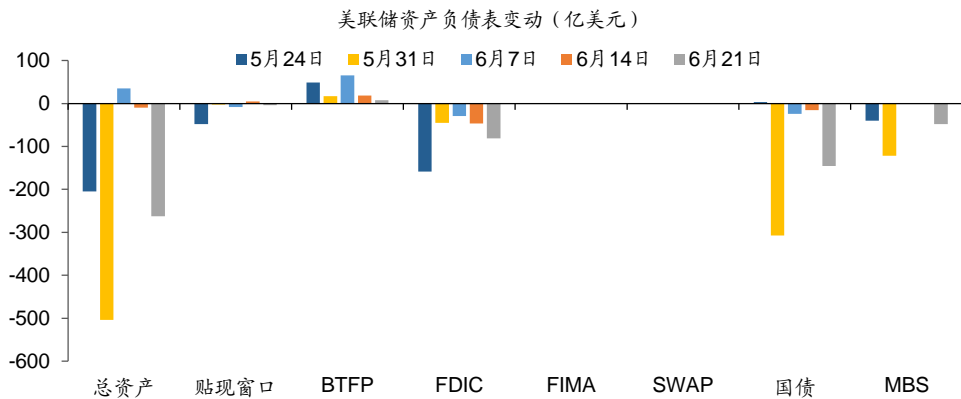
## 表目录

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：景气继续分化

**美联储资产负债表继续收缩。**截至6月21日，美联储资产负债表规模较6月14日下降262.6亿美元。从结构来看，除BTFP外，其他流动性支持工具使用规模均有所回落。其中，FDIC使用规模较6月14日当周下降81.3亿美元。

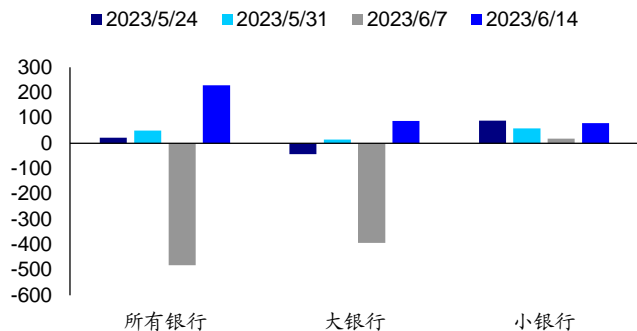
图1 美联储资产负债表继续收缩（亿美元）



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

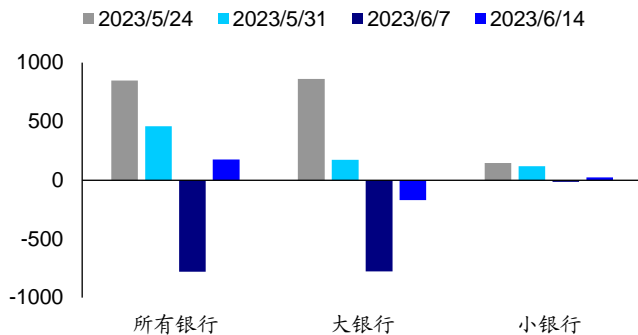
**商业银行存贷款规模重回增长。**截至6月14日，美国商业银行贷款与租赁规模较6月7日当周上升228.5亿美元，存款端规模上升176.0亿美元。其中，大银行存款规模仍处于回落态势，小银行存款规模有所回升。

图2 美国商业银行贷款与租赁规模变动（亿美元）



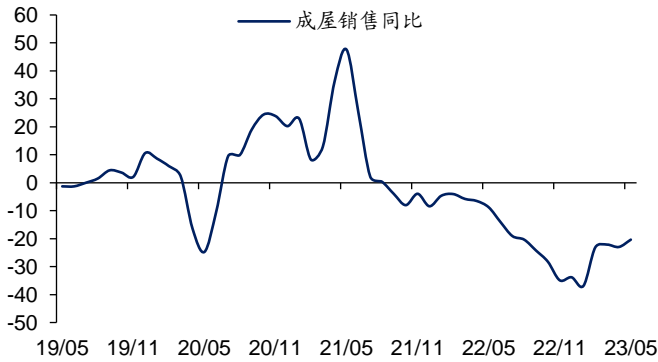
资料来源：美联储官网，海通证券研究所

图3 美国商业银行存款规模变动（亿美元）

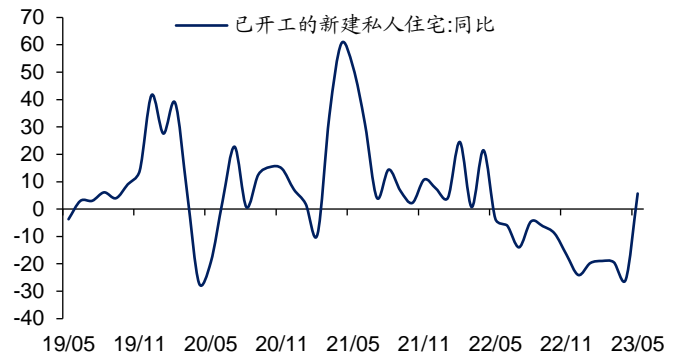


资料来源：美联储官网，海通证券研究所

**房屋销售持续负增。**5月美国成屋销售同比增速为-20.4%，较4月回升2.6个百分点，已连续21个月处于负值区间。相比之下，5月美国已开工新建私宅同比增速较4月明显回升31.4个百分点至5.7%，为12个月以来增速首次转正，剔除基数效应后增速仍有1.0%。

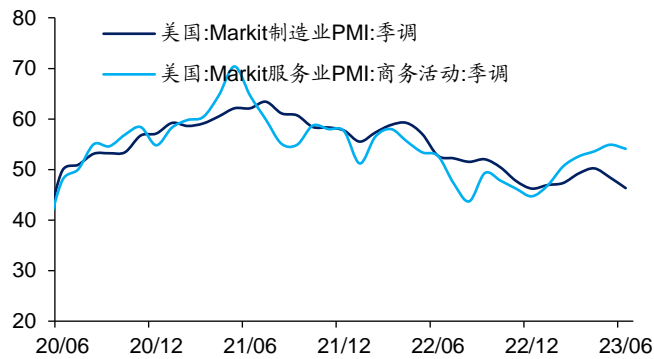
**图4 美国成屋销售同比 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

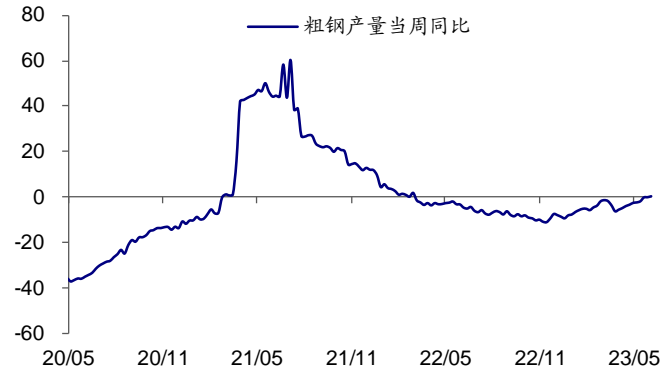
**图5 美国已开工的新建私人住宅同比增速 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**景气指数继续分化。**6月美国 Market 制造业 PMI 为 46.3, 较 5 月下降 2.1, 为 2022 年 12 月以来新低。服务业 PMI 较 5 月下降 0.8 至 54.1, 仍位于荣枯线之上。在美联储加息, 以及疫情后消费需求由商品逐渐转向服务的影响下, 制造业与服务业景气指数的分化仍在持续。

**图6 Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI**


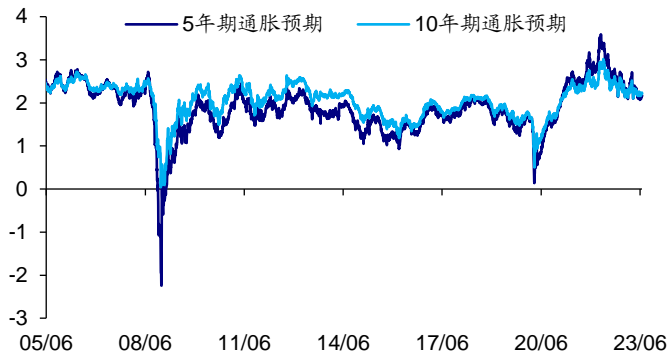
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图7 美国粗钢产量同比增速 (周度, %)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**市场加息预期维持稳定。**截至 6 月 24 日, 市场加息预期较前一周 (6 月 17 日) 变化较小, 预期 7 月加息 25BP 的概率由前一周 (6 月 17 日) 的 74.4% 小幅回落至 71.9%。此外, 市场仍然预期年内大概率不会降息, 预计 12 月降息的概率也由前一周的 46% 下降至 40% 左右, 7 月加息 25BP 之后将维持这一利率直至年底, 2024 年 1 月或开启降息。

**美债收益率下降至 3.74%。**截至 6 月 23 日, 美国 10 年期国债名义收益率较上一周下降 3BP 至 3.74%。其中, 10 年期美债实际收益率较上一周下降 2BP 至 1.53%, 10 年期通胀预期下降 1BP 至 2.21%。

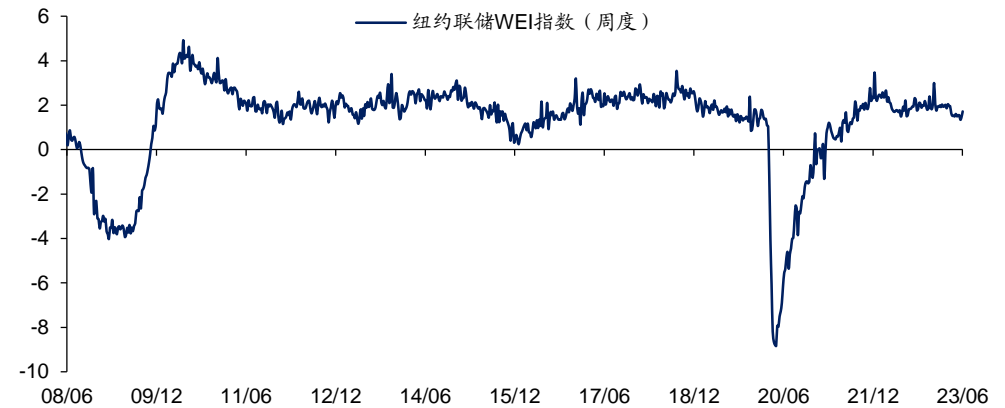
**图8 美国5年期和10年期通胀预期 (%)**


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												
	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.1%	71.9%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	23.6%	64.9%	11.5%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	20.9%	60.2%	17.6%	1.3%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.6%	33.3%	46.7%	12.4%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	21.0%	40.5%	28.3%	6.2%	0.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	14.4%	33.1%	32.9%	14.6%	2.6%	0.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	13.8%	32.2%	32.9%	15.5%	3.2%	0.3%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	8.2%	23.4%	32.6%	23.8%	9.1%	1.7%	0.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	7.0%	20.7%	31.0%	25.4%	11.6%	3.0%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.8%	6.1%	18.8%	29.6%	26.1%	13.6%	4.2%	0.8%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.7%	5.3%	16.8%	27.8%	26.7%	15.6%	5.7%	1.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.3%	2.5%	9.9%	21.2%	27.4%	22.2%	11.6%	3.9%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至6月24日

**图10 纽约联储每周经济WEI指数 (%)**


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	23/06	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 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%		-0.1	-0.3	-0.9	-0.1	1.1	1.0	2.2	3.8	4.9	3.6	3.2	4.1
	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	
	工业产能利用率 %		79.6	79.8	79.5	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 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
	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
	零售销售额 季调同比%		0.7	0.2	0.9	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 季调同比%		1.6	1.2	2.2	5.3	7.4	6.0	6.1	8.8	9.4	10.2	10.3	9.3
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
	成屋销售 折年季调同比%		-20.4	-23.0	-22.1	-23.1	-36.9	-33.8	-34.9	-28.3	-24.3	-20.4	-19.1	-14.1
	新房开工 折年季调同比%		5.7	-25.7	-19.4	-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 同比% (20城)				-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 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
	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
	U6 失业率 季调%		6.7	6.6	6.7	6.8	6.6	6.5	6.7	6.7	6.7	6.7	7.0	6.8
通胀	CPI 同比%		4.0	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 同比%		5.3	5.5	5.6	5.5	5.6	5.7	6.0	6.3	6.6	6.3	5.9	5.9
	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
	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
	密歇根 1 年通胀预期 同比%	3.3	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 季调	46.3	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	63.9	59.2	63.5	62.0	67.0	64.9	59.7	56.8	59.9	58.6	58.2	51.5	50.0

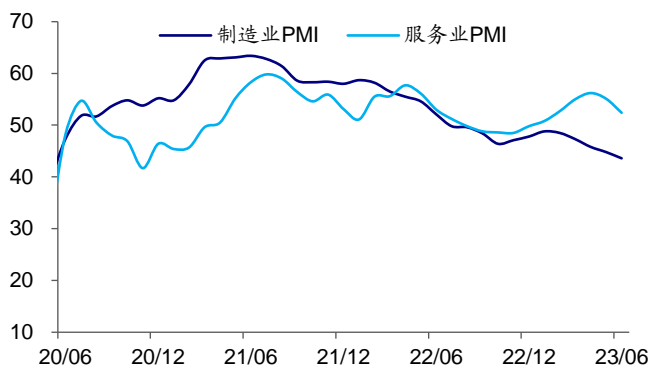
资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

## 2. 欧洲: 景气持续回落

景气回落, 分化持续。6月欧元区 Markit 综合 PMI 为 50.3, 较 5 月回落 2.5。其中, 制造业 PMI 较 5 月下降 1.2 至 43.6, 已连续 12 个月处于荣枯线之下。服务业 PMI 为 52.4, 较 5 月下降 2.7。

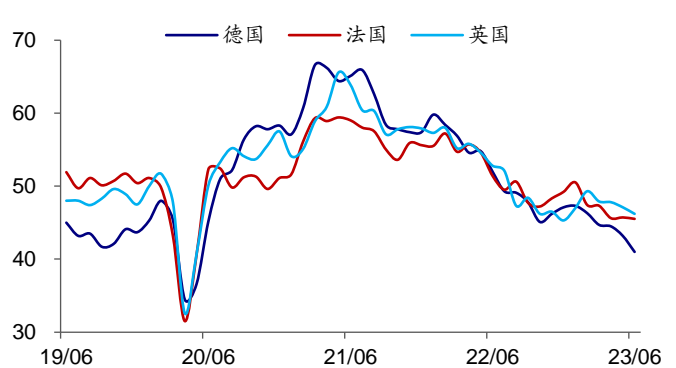
具体来看, 欧洲主要国家中, 法国、英国与德国制造业 PMI 均呈回落态势。整体而言, 欧元区服务业与制造业的景气分化仍在持续。

图12 欧元区制造业 PMI 和服务业 PMI



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图13 欧洲主要国家制造业 PMI



资料来源: Wind, 海通证券研究所

消费者信心仍处低位。6月欧元区 19 国消费者信心指数为-16.1, 较 5 月回升 1.3, 但仍显著低于疫情前水平 (2019 年 12 月为-7.6)。

粗钢产量增速下滑。5 月欧盟 28 国粗钢产量同比增速为-10.1%, 降幅较 4 月扩大 0.3 个百分点, 已连续 18 个月处于负增长。

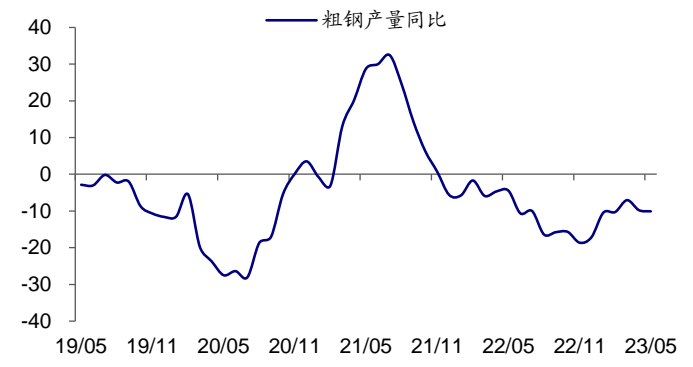


图14 欧元区和欧盟消费者信心指数



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图15 欧盟 28 国粗钢产量当月同比 (%)



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	23/06	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			0.2	-1.4	2.0	1.0	-2.0	3.9	4.4	6.3	4.9	-0.8	4.1
	制造业产能利用率	81.2			81.0			81.4			82.3			82.5
	粗钢产量 (欧盟)	-10.1	-9.8	-7.0	-10.3	-10.4	-17.1	-18.6	-15.7	-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	6.7	
	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
通胀	PPI		1.0	5.5	12.7	14.8	24.5	26.9	30.4	41.8	43.4	38.0	36.1	
	制造业 PMI	43.6	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	52.4	55.1	56.2	55.0	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8	51.2	53.0
景气指数	消费者信心指数	-16.1	-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		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, 黑框为上周更新数据

### 3. 政策: 欧美央行加息未止

**较多官员认为美联储应进一步加息。**美联储主席鲍威尔表示, 美联储预期会进一步加息, 但需要参考更多经济数据, 以谨慎的步伐加息是合适的。“绝大部分” FOMC 官员预计还会加息两次, 预计短期内不会有降息的可能, 只有在美联储确信通胀率正在走低后, 才会开始降息。美联储理事鲍曼也表示, 需要进一步加息以遏制通胀。

**不过, 也有部分官员支持停止加息。**例如, 美联储亚特兰大联储主席博斯蒂克表示, 倾向于今年剩余时间内不再加息, 从而让政策有更多时间发挥效果。

**欧央行或将继续加息。**欧央行行长拉加德表示, 通胀预期仍过高, 欧央行很可能在 7 月份继续加息, 7 月之后将基于经济数据决定进一步行动。欧央行管委 Simkus 也表示, 利率将在 7 月份上调, 并对 9 月份加息不感到意外。

**部分官员认为加息或已接近尾声。**例如, 欧央行管委 Villeroy 认为, 通胀已经渡过峰值, 欧央行加息进程已经走完大半。欧洲央行管委斯托纳拉斯表示, 对抗通胀的行动不应该引发经济衰退, 有可能会在 2023 年内结束加息进程。

**英国意外加息 50BP。**英央行加息 50BP, 将政策利率提高到 5%, 为 2008 年 9 月以来最高水平。

**土耳其加息 650BP。**土耳其央行加息 650BP, 将利率提高至 15%, 为土耳其自 2021 年 3 月以来首次提高基准利率。但在土耳其通胀高企的背景下 (5 月土耳其 CPI 同比增速为 39.6%), 这一加息幅度仍低于市场预期。



## 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。