

相关研究

《国内高频指标跟踪（2023年第23期）》
2023.7.2

《美元小幅上涨——全球大类资产周报》
2023.7.2

美债收益率升破 4.0%

——海外经济政策跟踪

投资要点:

- **经济:** 美联储资产负债表持续收缩, 商业银行存贷款规模有所回落。市场加息预期延迟。截至7月8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, 并且预期的降息时点由上周的 2024 年3月推迟到了 2024 年5月。10 年期美债收益率上升至 4.06%, 主因 10 年期美债实际收益率上行。
- 今年以来, 10 年期美债收益率的波动较大, 很大程度上是与市场对于美联储的政策预期有大幅波动有关。近期美债收益率快速升破 4.0%, 可能与几个方面的因素有关。一方面, 美国经济一直表现出强大的韧性, 市场对于美国衰退的预期在不断的延后或者担忧下降; 另一方面, 美国通胀依然没有明显降温。最后, 6月美联储议息会议虽然暂定加息, 但是保留了对后续加息的预期, 并且点阵图也较3月更鹰。
- 6月美国新增非农就业低于预期, 其中服务业贡献回落, 建筑业和政府就业贡献提升较多。不过, 6月美国失业率继续下行, 平均时薪同比仍维持高位, 核心通胀仍有较大压力。6月美国 ISM 制造业 PMI 持续回落, 服务业与制造业之间的景气分化仍在持续。欧洲方面, 零售销售同比增速仍然低迷。PPI 同比转为负增长。
- **政策:** 美联储多位官员仍持鹰派观点; 欧央行或将继续加息; 英国多位官员对通胀问题较为重视。

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

目 录

1. 美国：美债收益率为何升破 4.0%?	4
2. 欧洲：消费仍低迷	7
3. 政策：美欧央行或仍将加息.....	8

图目录

图 1	美联储资产负债表持续收缩 (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	美国新增非农就业人数 (万人)	5
图 5	美国非农失业率及 U6 失业率 (%)	5
图 6	美国 ISM 制造业与服务业 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 (%)	7
图 12	欧元区 19 国零售销售指数当月同比 (%)	8
图 13	欧元区 19 国 PPI 当月同比 (%)	8

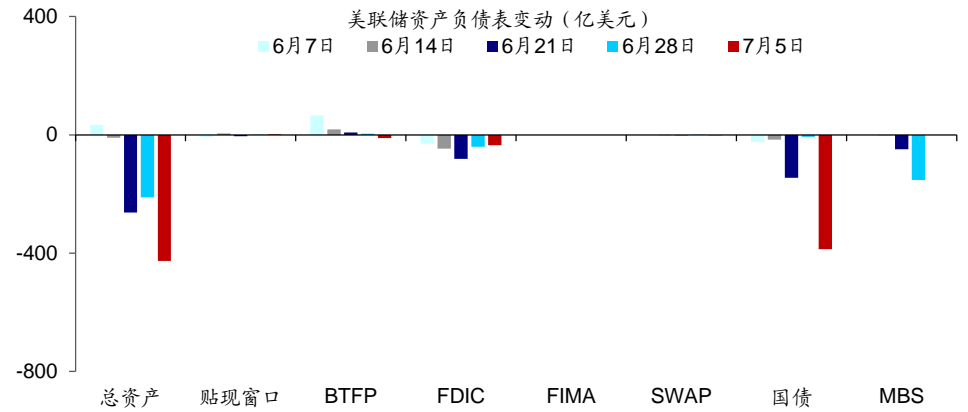
表目录

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：美债收益率为何升破 4.0%？

美联储资产负债表持续收缩。截至 7 月 5 日，美联储资产负债表规模较 6 月 28 日下降 426.0 亿美元。从结构来看，除贴现窗口使用量有小幅回升外，其他流动性支持工具规模均有所回落。此外，国债规模较 6 月 28 日当周下降 386.2 亿美元。

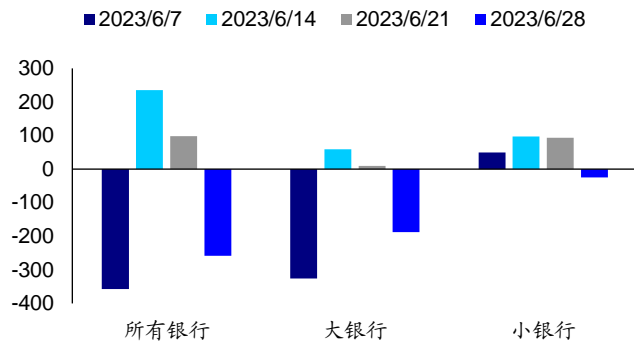
图1 美联储资产负债表持续收缩（亿美元）



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

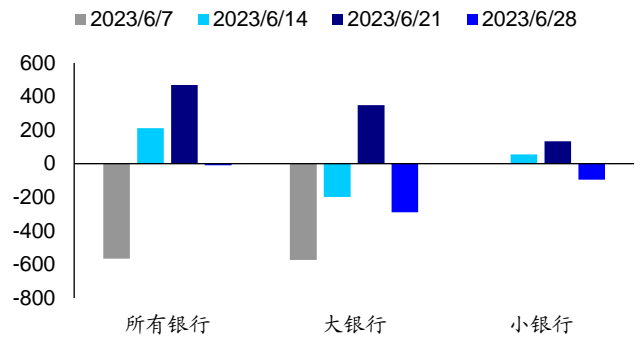
商业银行存贷款规模回落。截至 6 月 28 日，美国商业银行贷款与租赁规模较 6 月 21 日当周下降 258.8 亿美元，存款端规模下降 9.6 亿美元，均中断了此前连续两周的回升态势。其中，大银行存贷款回落规模均较大。

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）



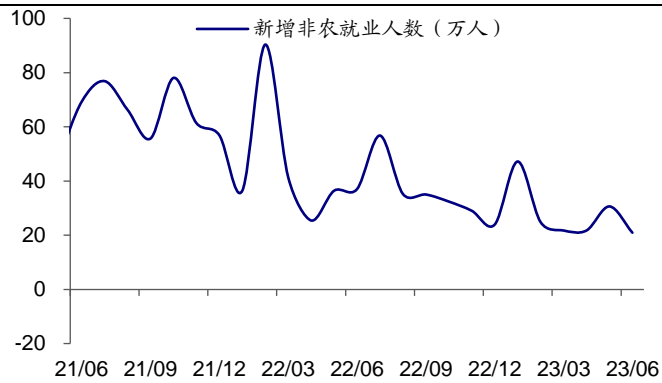
资料来源：美联储官网，海通证券研究所

就业数据低于预期。6 月美国新增非农就业 20.9 万人，低于预期的 22.5 万人，为 2020 年 12 月以来新低。分行业表现较之前有所不同。6 月服务业对新增就业的贡献从之前的 7 成到 8 成左右下降至 57.4%，建筑业和政府就业贡献提升较多。其中，建筑业贡献提升或与当前美国房地产新开工和新屋销售表现不错有关。

失业率继续下行。6 月失业率从 5 月的 3.7% 下行至 3.6%，或部分与劳动参与率仍处低位有关。6 月美国劳动参与率已连续 4 个月维持在 62.6%，仍与疫情前（2020 年 2 月）有 0.7 个百分点的缺口。

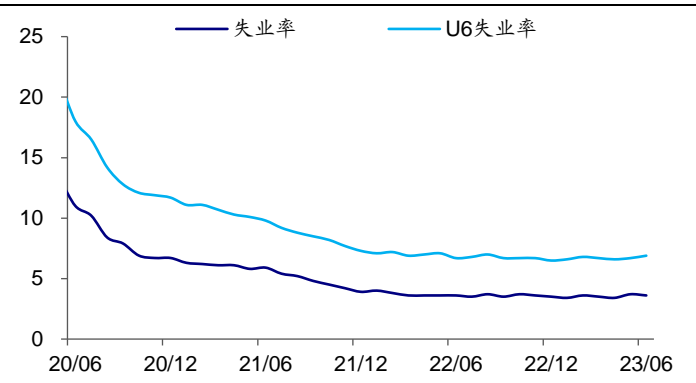
此外，6 月劳动力平均时薪同比仍高达 4.4%，环比也维持在 0.4% 的高位，表明劳动力市场整体依然较为紧张，也意味着除住房外的核心通胀仍有较大压力。（详见《通胀压力仍大——2023 年 6 月美国非农数据点评》）

图4 美国新增非农就业人数（万人）



资料来源：Wind，海通证券研究所

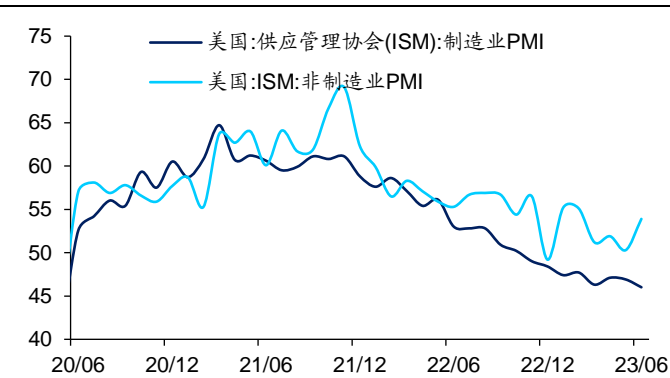
图5 美国非农失业率及U6失业率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

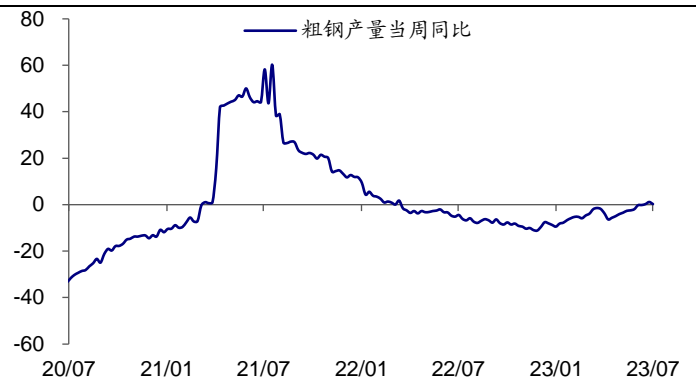
景气分化持续。6月美国ISM制造业PMI为46.0，较5月回落0.9，已连续8个月处于荣枯线之下。非制造业PMI则回升3.6至53.9，服务业与制造业之间的景气分化仍在持续。

图6 美国ISM制造业与服务业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

市场预期降息时点再次推迟。截至7月8日，市场预期7月加息25BP的概率由前一周（7月1日）的86.8%上升至93.0%。此外，市场预期年内大概率不会降息，7月加息25BP之后将维持这一利率水平直至年底；并且市场预期的降息时点由上周的2024年3月推迟到了2024年5月。

美债收益率上升至4.06%。截至7月7日，美国10年期国债名义收益率较上一周上升25BP至4.06%。其中，10年期美债实际收益率较上一周上升20BP至1.79%，10年期通胀预期上升5BP至2.27%。

今年以来，10年期美债收益率的波动较大，很大程度上是与市场对于美联储的政策预期有大幅波动有关。

在今年3月受到美国银行破产冲击后，市场一度预期美国经济或提前陷入衰退，而美联储将提前转向宽松，美债收益率一度跌至3.3%。随着，美联储政策的快速出台，市场逐步对于美国银行危机的担忧下降，美联储资产负债表也重回收缩路径；加之，美国经济表现一直强韧，市场开始调整对于美联储宽松的预期。在市场对于年内降息预期的不断修正后，美债收益率也从低位开始回升，在5-6月维持在3.7%-3.8%附近波动。

那么，近期为何美债收益率快速升破4.0%呢？

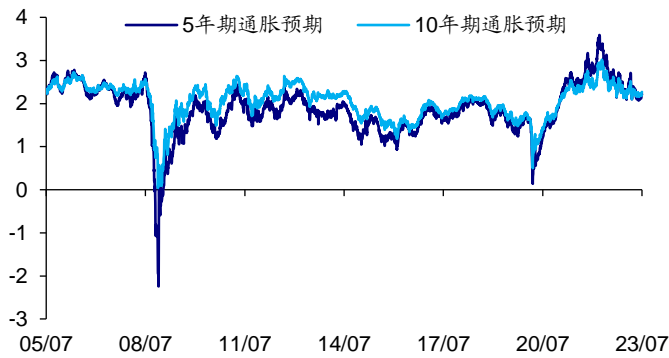
我们认为，可能与几个方面的因素有关。一方面，美国经济一直表现出强大的韧性，尤其是消费并没有明显的降温，市场对于美国衰退的预期在不断的延后或者担忧下降。美国周度经济指数二季度平均在1.8%附近。

另一方面，美国通胀依然没有明显降温。截至5月，无论是核心CPI同比还是核心PCE同比都保持较高的韧性，核心通胀环比近半年来几乎没有明显改善。此为，6月非农就业数据显示，工人薪资增速也没有继续降温，或加剧通胀的持久。

最后，6月美联储议息会议虽然暂定加息，但是保留了对后续加息的预期；并且点阵图也较3月更鹰，终点平均利率水平预期较3月提高了50BP。加之，近期美联储主要官员也纷纷强调通胀压力，表态支持年内进一步加息。

在这些因素影响下，市场对于美联储降息的预期一再延后（目前延迟到明年5月），也推动了美债利率的快速回升。

我们认为，后续影响美联储决策的关键仍在于核心通胀，接下来需重点关注就业薪资增速以及核心服务通胀的变化。

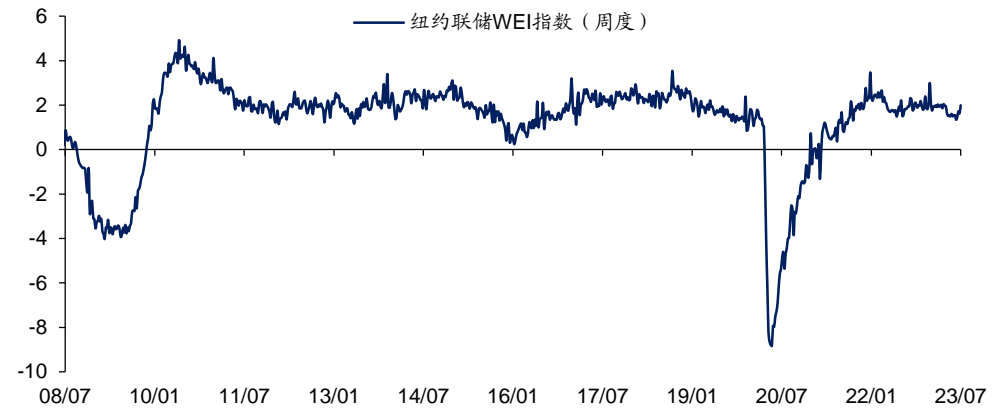
图8 美国5年期和10年期通胀预期 (%)


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											
	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%	7.0%	93.0%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	70.6%	24.2%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	56.2%	34.5%	5.4%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	10.9%	53.3%	30.6%	4.6%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.3%	22.3%	47.2%	23.6%	3.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	10.9%	32.3%	37.8%	15.5%	2.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	9.5%	29.1%	36.9%	18.9%	4.1%	0.3%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.7%	17.8%	32.4%	29.2%	12.6%	2.5%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	3.8%	14.7%	29.0%	30.0%	16.5%	4.8%	0.7%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.3%	3.1%	12.5%	26.1%	29.8%	19.2%	7.2%	1.5%	0.2%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.3%	2.5%	10.6%	23.3%	29.0%	21.4%	9.7%	2.7%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.1%	1.4%	6.6%	17.0%	26.2%	25.1%	15.4%	6.1%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，海通证券研究所，截至7月8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

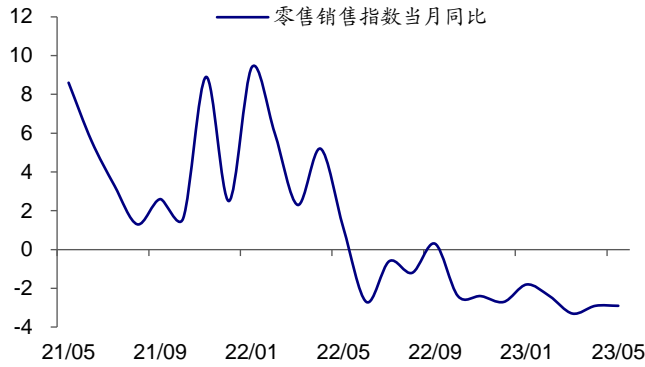
指标		单位	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06
GDP	实际 GDP	折年同比%				1.8			0.9			1.9			1.8
	实际 GDP	折年季调环比%				2.0			2.6			3.2			-0.6
生产	工业总产值	季调同比%		-0.1	-0.3	-0.9	-0.1	1.1	1.0	2.2	3.8	4.9	3.6	3.2	4.1
	制造业新订单	季调同比%		2.1	1.8	1.8	3.6	4.3	2.2	3.2	4.7	5.6	7.3	7.2	7.6
	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%		8.0	8.0	7.9	8.0	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%		6.0	6.6	6.4	7.6	8.1	7.3	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%		20.0	11.3	-7.1	-19.1	-19.9	-23.4	-24.6	-15.1	-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	-16.6	-8.9	-6.2	-4.5	-13.9	-6.0
	标普/CS 房价指数	同比% (20 城)			-1.7	-1.1	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	20.9	30.6	21.7	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%	3.6	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%	6.9	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	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%		3.9	4.3	4.2	5.0	5.4	5.3	5.7	6.1	6.3	6.3	6.4	7.0
	核心 PCE	同比%		4.6	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		46.0	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		53.9	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		64.4	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

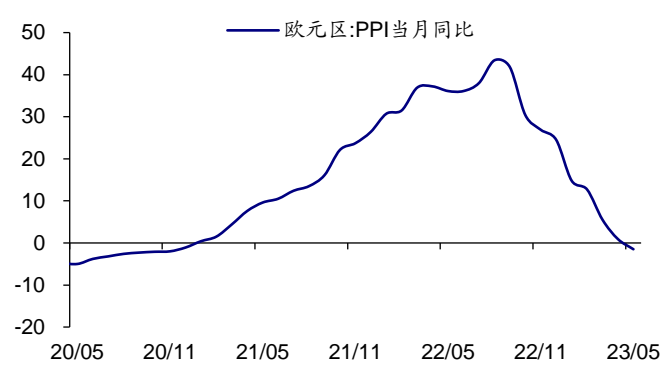
2. 欧洲: 消费仍低迷

零售增速仍为负。5月欧元区 19 国零售销售指数同比增速为-2.9%，跌幅与 4 月持平，并且已连续 8 个月处于负增长区间。在欧央行持续加息以及通胀仍然高企的情况下，欧元区零售增速或仍将承压。

PPI 转为负增长。5月欧元区 19 国 PPI 同比增速为-1.5%，为 2020 年 11 月以来新低，也是近 28 个月以来首次转负。PPI 同比负增长或很大程度受能源价格回落影响。

图12 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13 欧元区 19 国 PPI 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		-2.9	-2.9	-3.3	-2.4	-1.8	-2.7	-2.4	-2.4	0.3	-1.2	-0.6	-2.7
就业	失业率		6.5	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	5.5	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	5.4	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		-1.5	0.9	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	43.4	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	52.0	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	-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	95.3	96.4	98.9	98.9	99.3	99.6	96.9	95.1	93.9	94.6	98.1	98.9	103.4
	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: 美欧央行或仍将加息

美联储多位官员仍持鹰派观点。 达拉斯联储主席洛根表示, 对通胀是否能够迅速降温较为担忧。为了实现 FOMC 的目标, 需要实施更为严格的政策。美国纽约联储主席威廉姆斯也认为, 在下次 FOMC 货币政策会议之前, 数据将支持美联储还需付出更多努力。美国芝加哥联储主席 Goolsbee 表示, 对美联储在 7 月会议上应采取何种行动仍未做出决定, 但未来仍有相当大的可能需要进一步加息。

欧央行或将继续加息。 欧央行行长拉加德表示若企业利润率和薪资都上升, 将会行动以防通胀加剧。欧央行管委 Nagel 认为, 欧央行应再次加息, 但不确定加息到多高水平。欧央行副行长 Guindos 指出, 欧央行的工作尚未完成, 在决定利率时将依据数据做判断。

英国多位官员对通胀问题较为重视。 英国央行行长贝利表示, 通胀远高于 2% 的目标, 降低通胀是最重要的事情。英国央行政策委员会委员 Mann 表示, 利率政策变动最好“提前一步”采取行动, 对于那些宣称“无需进一步紧缩行动”者, 持有针锋相对的意见。英国央行新任政策委员 Greene 也警告称通胀不会自动下降。

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。