

相关研究

《海外风险偏好下降——全球大类资产周报》2023.6.26

《经济边际改善——6月全国 PMI 数据解读》2023.6.30

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

美欧：核心通胀压力仍存 ——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继续增长。市场降息预期延迟。截至7月1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1月推迟到了 2024 年3月。10 年期美债收益率上升至 3.81%, 主因 10 年期美债实际收益率上行。
- **美国 5 月核心资本品制造业新订单增速回升。收支仍强, 5 月美国个人可支配收入维持强劲增长, 消费支出也仍处高位。通胀压力仍存, 5 月 PCE 价格指数同比增速有所回落, 但核心 PCE 粘性较高。房地产市场仍然承压, 5 月新房销售有所回升, 不过 4 月房价增速继续负增长。欧洲方面, 6 月核心通胀压力仍大; 就业市场维持强劲, 5 月欧盟 27 国失业率创历史新低; 景气指数继续回落。**
- **政策:** 美联储仍坚持鹰派观点, 多数决策者预计今年将再加息两次, 不排除采取连续加息可能。欧央行 7 月或继续加息; 瑞典加息 25BP 至 3.75%。

目 录

1. 美国：经济仍有支撑.....	4
2. 欧洲：核心通胀粘性仍强	7
3. 政策：美欧央行维持鹰派	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	美国核心资本品制造业新订单季调同比与环比 (%)	5
图 5	美国耐用品除国防外新增订单季调同比与环比 (%)	5
图 6	美国个人实际可支配收入和消费支出同比 (%)	5
图 7	美国 PCE 与核心 PCE 同比 (%)	5
图 8	美国新建住房销售同比 (%)	6
图 9	美国标准普尔/CS 房价指数 (%)	6
图 10	美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)	6
图 11	市场预测美联储加息概率 (%)	6
图 12	纽约联储每周经济 WEI 指数 (%)	6
图 13	美国 10 年期国债收益率分解 (%)	7
图 14	欧元区 HICP 和核心 HICP 同比 (%)	8
图 15	欧元区和欧盟 27 国季调失业率 (%)	8
图 16	欧元区 19 国经济景气指数	8
图 17	主要国家零售贸易营业额指数	8

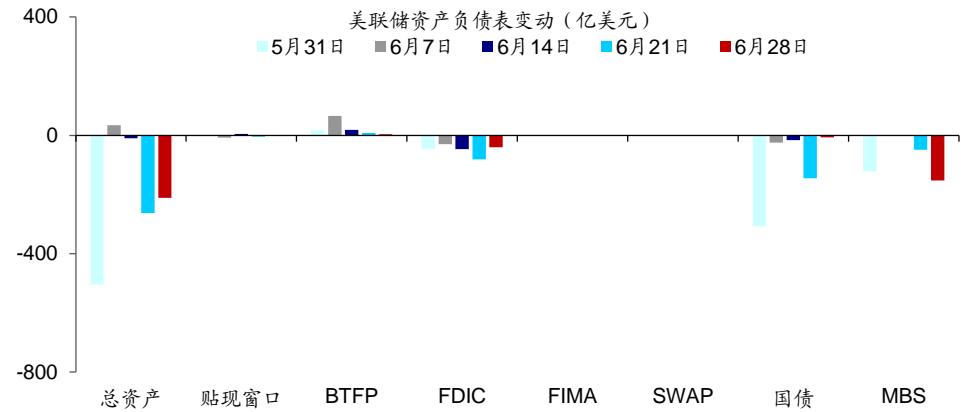
表目录

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：经济仍有支撑

美联储资产负债表继续收缩。截至6月28日，美联储资产负债表规模较6月21日下降211.5亿美元。从结构来看，MBS与FDIC使用规模较6月21日当周分别下降152.1亿美元与40.5亿美元，其他流动性支持工具保持相对稳定。

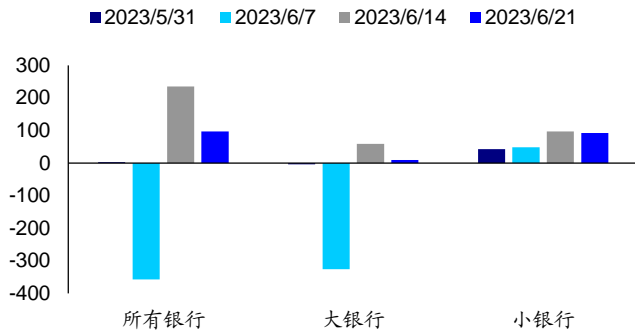
图1 美联储资产负债表继续收缩（亿美元）



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

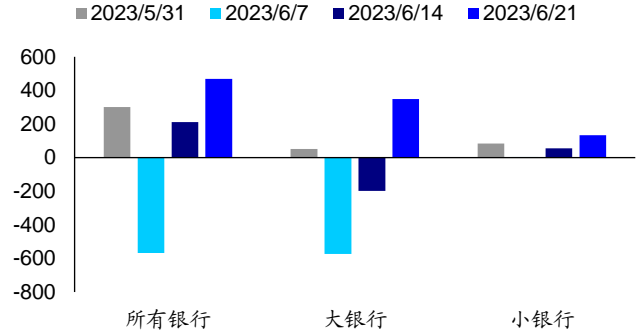
商业银行存贷款规模继续增长。截至6月21日，美国商业银行贷款与租赁规模较6月14日当周上升97.2亿美元，其中小银行贷款与租赁规模上升92.1亿美元，是增量的主要贡献。商业银行存款端规模上升469.5亿美元，大银行存款回升规模较大。

图2 美国商业银行贷款与租赁规模变动（亿美元）



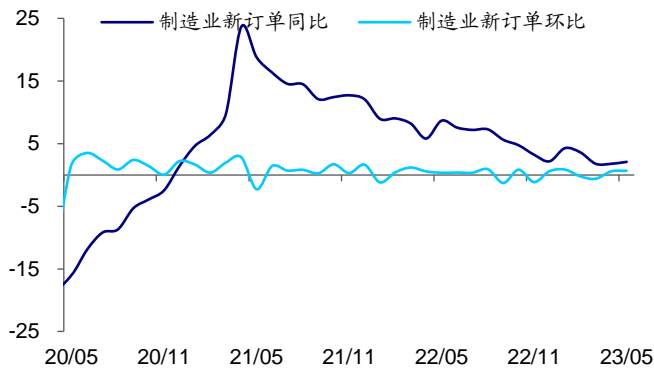
资料来源：美联储官网，海通证券研究所

图3 美国商业银行存款规模变动（亿美元）

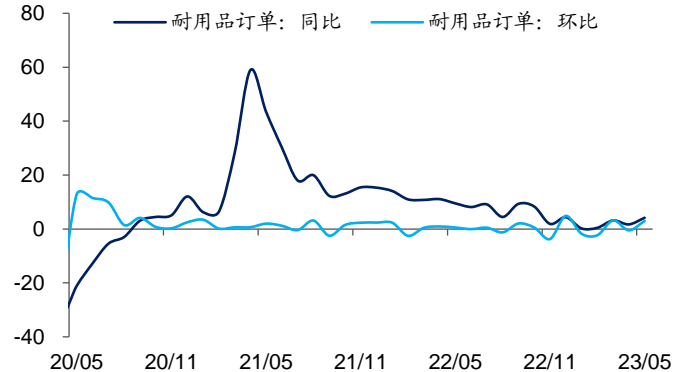


资料来源：美联储官网，海通证券研究所

核心资本品制造业新订单回升。5月美国除国防外耐用品新增订单同比增长4.2%，较4月回升2.5个百分点。核心资本品制造业新订单同比增速为2.1%，较4月上升0.3个百分点；环比增速回升0.1个百分点至0.7%。耐用品与核心资本品新订单增速的回升，或反映出美国经济仍具有一定韧性。

图4 美国核心资本品制造业新订单季调同比与环比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

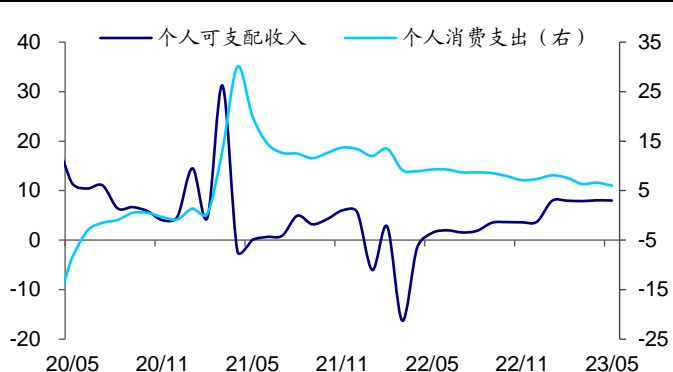
图5 美国耐用品除国防外新增订单季调同比与环比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

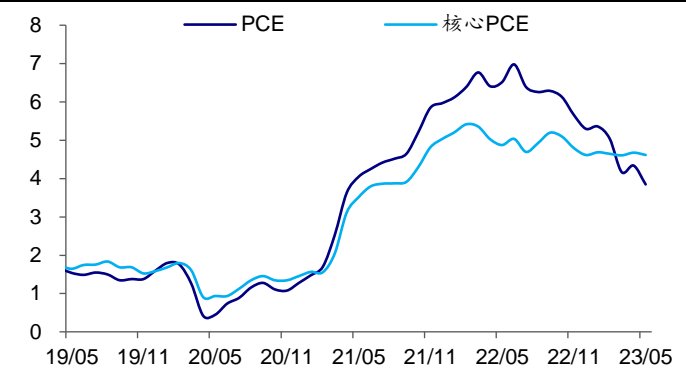
收入保持强劲。5月美国个人可支配收入同比增速为8.0%，已连续5个月保持在8%左右，显著高于疫情前的增速（2019年12月为3.3%）。居民收入高增或与劳动力市场维持强劲、薪资增速保持较高增长、以及2023年居民纳税负担降低有关。

消费仍具韧性。5月美国个人消费支出同比增速为6.0%，较4月回落0.6个百分点，但与疫情前相比仍然处于高位，并不算弱（2019年12月为4.5%）。在居民超额储蓄支撑以及收入保持强劲的影响下，美国消费或仍能维持一段时间韧性。

核心PCE压力仍存。5月美国PCE价格指数同比增速3.9%，较4月回落0.5个百分点。但核心PCE同比增速仅较4月小幅回落0.1个百分点至4.6%。这反映当前美国通胀仍具有较高粘性，尤其核心通胀压力仍存。

图6 美国个人实际可支配收入和消费支出同比 (%)


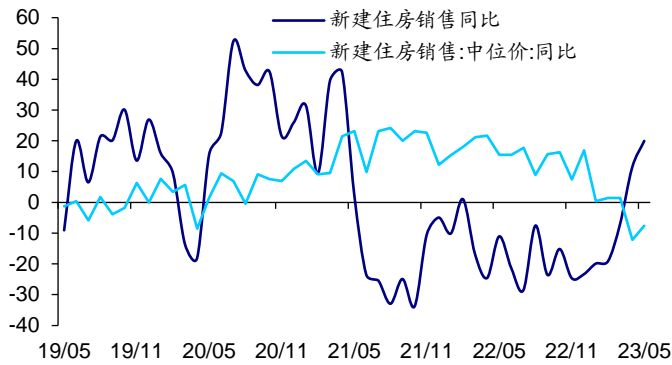
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 美国PCE与核心PCE同比 (%)


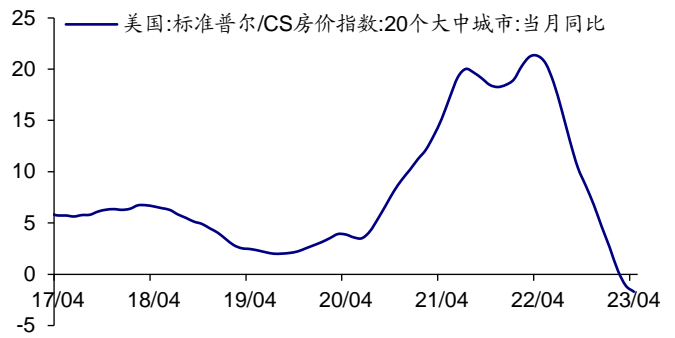
资料来源: Wind, 海通证券研究所

新房销售持续回升。5月美国新建住房销售同比增速为20.0%，较4月回升8.7个百分点，为2021年4月以来的新高。剔除基数效应后，新房销售两年平均增速仍有3.3%。5月新房销售中位价的同比增速为-7.6%，已连续两个月处于负增长。

房价增速继续负增长。4月美国标准普尔/CS房价指数同比下降1.7%，已连续12个月呈回落态势，并已连续两个月处于负增长。在美联储持续加息以及利率高企的影响下，美国房地产市场仍然承压。

图8 美国新建住房销售同比 (%)


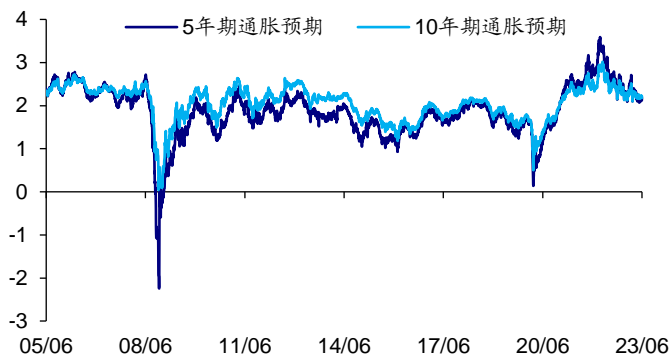
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图9 美国标准普尔/CS 房价指数 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

市场预期降息时点有所推迟。截至7月1日,市场预期7月加息25BP的概率由前一周(6月24日)的71.9%上升至86.8%。此外,市场仍预期年内大概率不会降息,预计12月降息的概率由前一周的39.9%下降至14.1%,并且预期的降息时点由上周的2024年1月推迟到了2024年3月。

美债收益率上升至3.81%。截至6月30日,美国10年期国债名义收益率较上一周上升7BP至3.81%。其中,10年期美债实际收益率较上一周上升6BP至1.59%,10年期通胀预期上升1BP至2.22%。

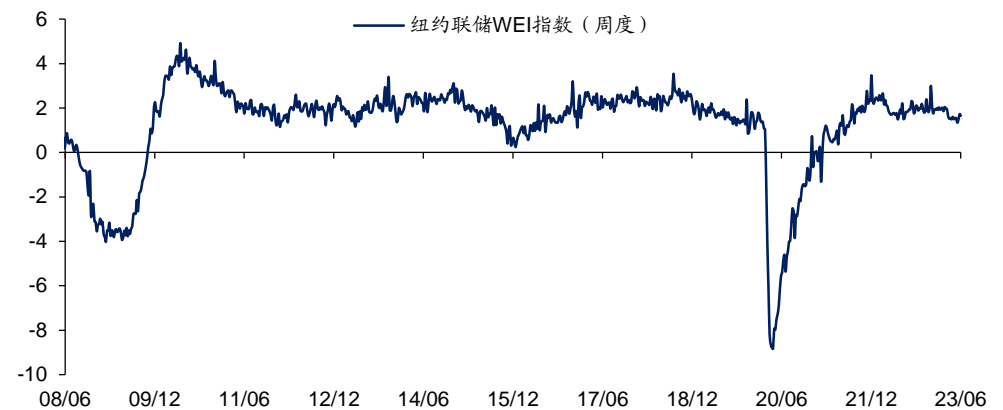
图10 美国5年期和10年期通胀预期 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图11 市场预期美联储加息概率 (%)

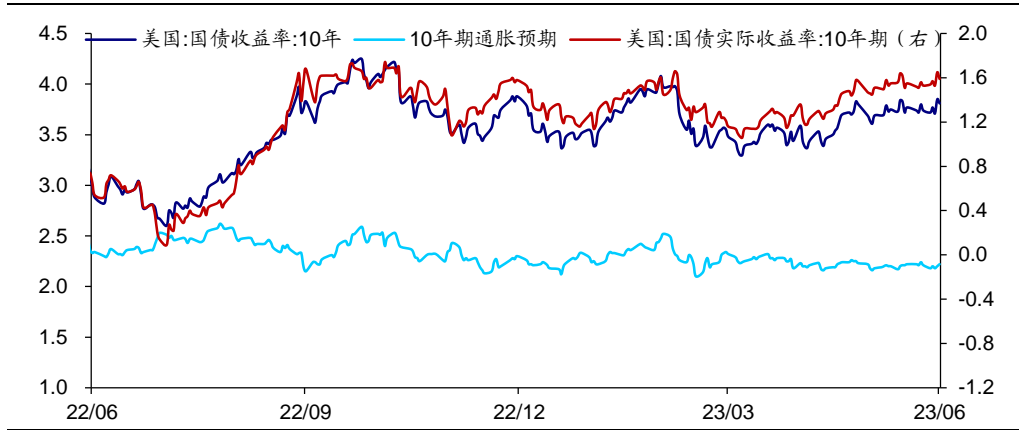
MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES											
	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	13.2%	86.8%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	69.1%	20.8%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.5%	54.0%	33.2%	5.3%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	13.2%	51.4%	29.7%	4.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	5.5%	27.4%	43.4%	20.4%	2.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.9%	16.5%	35.4%	31.9%	11.7%	1.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.5%	14.3%	32.3%	32.5%	15.0%	3.1%	0.2%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	7.9%	22.5%	32.4%	24.5%	9.6%	1.8%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	1.0%	6.4%	19.4%	30.3%	26.2%	12.8%	3.5%	0.5%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.8%	5.6%	17.3%	28.5%	26.8%	14.9%	5.0%	1.0%	0.1%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.7%	4.9%	15.5%	26.8%	27.1%	16.7%	6.5%	1.6%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.4%	2.8%	10.3%	21.3%	27.0%	21.8%	11.5%	4.0%	0.9%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至7月1日

图12 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13 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				1.8			0.9			1.9			1.8
	实际 GDP				2.0			2.6			3.2			-0.6
生产	工业总产值		-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	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	80.7	80.5
消费	个人实际可支配收入	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	6.0	6.6	6.4	7.6	8.1	7.4	7.1	7.9	8.5	8.7	8.7	9.3	
	零售销售额	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	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	20.0	11.3	-7.1	-19.2	-19.9	-23.4	-24.6	-15.2	-23.6	-7.5	-28.6	-21.4	
	成屋销售	-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	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		-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	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	4.0	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	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	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	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	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	46.3	48.4	50.2	49.2	47.3	46.9	46.2	47.7	50.4	52.0	51.5	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

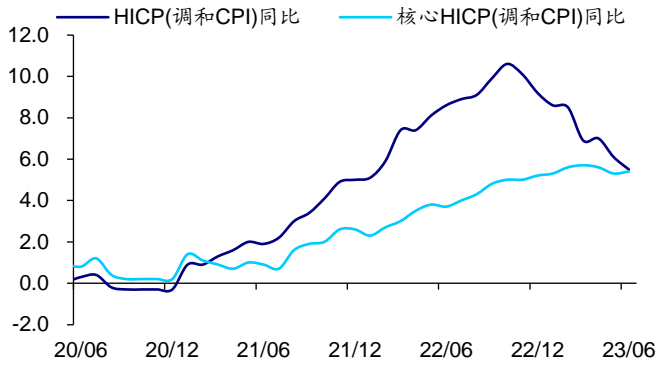
资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

2. 欧洲: 核心通胀粘性仍强

核心通胀压力仍大。6月欧元区 HICP 同比增速回落 0.6 个百分点至 5.5%，为 2022 年 1 月以来的新低。不过，欧元区核心 HICP 同比增速较 5 月回升 0.1 个百分点至 5.4%，中断了此前连续两个月的下降趋势。**核心通胀的居高不下反映当前欧洲通胀压力仍然较大，欧央行短期内或难以停止加息。**

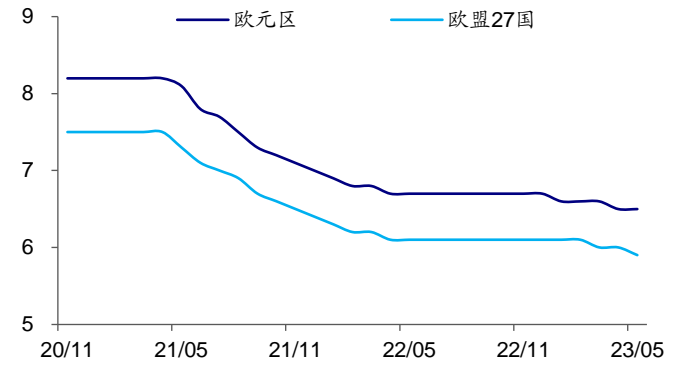
失业率维持低位。5 月欧元区失业率较 4 月保持不变，仍为 6.5%。欧盟 27 国失业率为 5.9%，较 4 月数据下降 0.1 个百分点，创历史新低。**整体来看，当前欧洲劳动力市场仍然保持强劲。**

图14 欧元区 HICP 和核心 HICP 同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图15 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

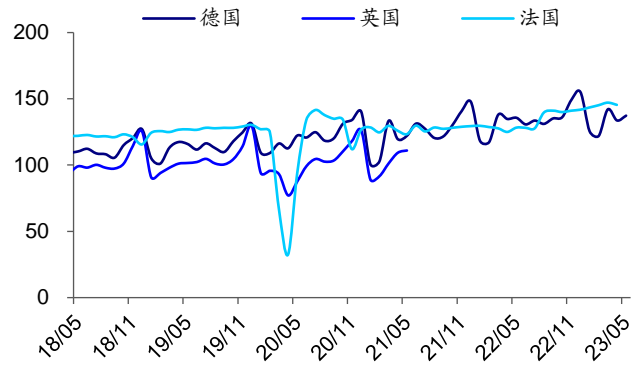
景气指数继续回落。6月欧元区19国经济景气指数为95.3,较5月回落1.1,为2022年11月以来新低。尽管前期能源价格回落对经济景气度起到一定支撑,但欧央行持续的加息对经济的抑制作用或在逐渐显现。

图16 欧元区 19 国经济景气指数



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图17 主要国家零售贸易营业额指数



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	23/06	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 季调同比%				1.0			1.8			2.5			4.3
	实际 GDP 折年季调环比%				-0.4			-0.5			1.5			3.4
生产	工业生产指数 同比%			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 非季调%	81.2			81.0			81.4			82.3			82.5
	粗钢产量(欧盟) 同比%		-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 同比%			-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 季调%		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 同比%	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 同比%	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 同比%			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	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
	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 季调	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: 美欧央行维持鹰派

美联储仍坚持鹰派立场。美联储主席鲍威尔表示,预计通胀在2023年与2024年不会回到2%的目标水平。多数决策者预计今年将再加息两次,不排除连续加息的可能性,加息的时间和幅度将取决于经济情况。

不过，仍有官员支持暂停加息。美国亚特兰大联储主席博斯蒂克主张 FOMC 按兵不动即可；认为美联储维持利率不变，可能也会看到抑制通胀继续取得进展。

欧央行 7 月或继续加息。欧央行行长拉加德表示，除非前景发生重大变化，否则 7 月将继续加息。**多位官员也表示支持继续加息。**欧央行副行长 Guindos 指出，7 月加息已定，9 月是否加息将取决于数据。欧央行管委 Vasle 也表示，若通胀仍然顽固，将需要更多次加息。欧央行管委 Simkus 表示，欧洲还没有结束加息，不应排除 9 月加息的可能性。欧央行管委 Kazaks 认为，欧央行绝不会在 2024 年上半年下调利率。

瑞典加息 25BP。瑞典央行将基准利率上调至 3.75%，并表示今年至少还将加息一次。

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。