

相关研究

《核心通胀后续如何看？——美国 2023 年 6 月物价数据点评》2023.7.13

《如何看待出口？——2023 年 6 月外贸数据点评》2023.7.15

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

美国：通胀仍是核心矛盾 ——海外经济政策跟踪

投资要点:

- **经济:** 美国商业银行贷款规模回落, 存款规模回升。市场预期年内或仍有两次加息。除 7 月加息 25BP 外, 市场预期 11 月再次加息 25BP 的概率由上一周的 34.5% 上升至 53.1%。不过, 在 11 月再次加息后, 市场预期美联储或将于 12 月开启降息周期。10 年期美债收益率下降至 3.83%, 主因实际收益率明显下行。
- **6 月美国通胀继续回落**, 但剔除基数效应后仍处高位, 核心通胀压力略有缓解, PPI 维持下降趋势。消费者通胀预期小幅回升, 消费者信心指数也呈恢复态势, 但与疫情前相比仍处低位。投资信心指数与中小企业乐观指数仍较疲弱。
- **欧洲方面**, 5 月欧元区 19 国工业生产指数同比增速下降, 7 月欧元区 Sentix 投资信心指数持续回落。
- **政策:** 美联储多位官员仍坚持鹰派立场, 不过仍有部分官员支持暂停加息; 欧央行较多官员表示利率或已接近峰值; 加拿大央行加息 25BP。

目 录

1. 美国：核心通胀仍高.....	4
2. 欧洲：信心仍较低迷.....	7
3. 政策：美欧央行仍维持鹰派.....	8

图目录

图 1	美国商业银行贷款与租赁规模变动（亿美元）	4
图 2	美国商业银行存款规模变动（亿美元）	4
图 3	美国 CPI 同比和核心 CPI 同比（%）	4
图 4	美国 PPI 同比和核心 PPI 同比（%）	4
图 5	美国密歇根大学消费者 1 年和 5 年通胀预期（%）	5
图 6	美国密歇根大学消费者信心指数	5
图 7	美国 Sentix 投资信心指数	5
图 8	中小企业乐观指数（1986 年=100）	5
图 9	美国 5 年期和 10 年期通胀预期（%）	6
图 10	市场预测美联储加息概率（%）	6
图 11	纽约联储每周经济 WEI 指数（%）	6
图 12	美国 10 年期国债收益率分解（%）	6
图 13	欧元区 19 国工业生产指数同比（%）	7
图 14	欧元区 Sentix 投资信心指数	7

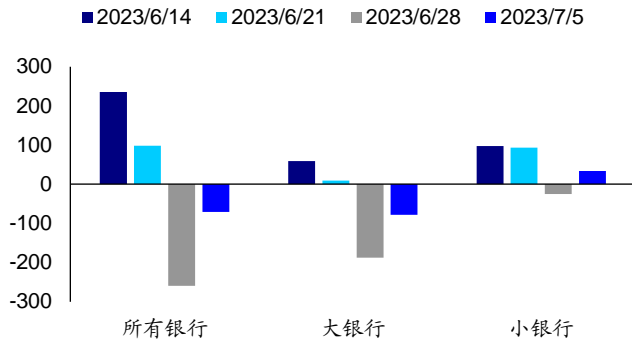
表目录

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：核心通胀仍高

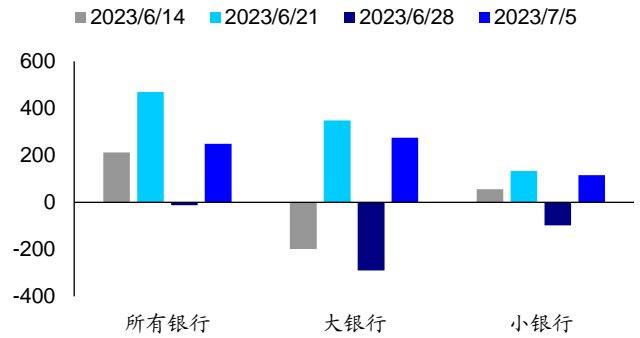
商业银行贷款规模回落，存款规模回升。截至7月5日，美国商业银行贷款与租赁规模较6月28日当周下降70.5亿美元，存款端规模上升248.7亿美元。其中，大银行贷款回落与存款回升规模均较大。

图1 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2 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

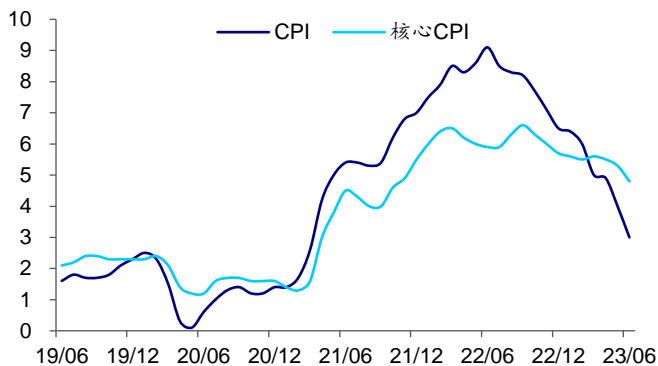
通胀继续回落。6月美国CPI同比继续下行至3.0%，较上一月大幅下行了1个百分点，为2021年3月以来最低水平。其中，能源通胀大幅下行仍是主要贡献。不过，如果剔除基数效应，6月美国年化通胀同比仍高达6.0%；且自2022年4月开始，美国年化通胀同比均在6.0%及以上水平。

核心通胀压力略有缓解。6月核心CPI同比明显回落至4.8%，是2021年10月以来的低点。从环比角度来看，核心通胀环比也从之前的0.4%-0.5%的水平回落至0.3%，回到了历史同期的平均水平。

往前看，接下来几个月二手车通胀或继续放缓，有望带动核心商品通胀继续下行，租金通胀或在接下来1-2个季度继续放缓，核心通胀在下半年或开始逐步缓解。详见《核心通胀后续如何看？——美国2023年6月物价数据点评》。

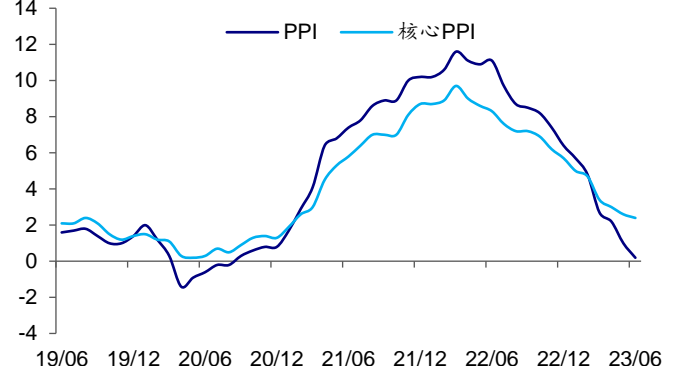
PPI维持下降趋势。6月美国PPI与核心PPI同比增速分别为0.2%和2.4%，较上一周回落0.8和0.2个百分点，或主要受能源价格回落影响。

图3 美国CPI同比和核心CPI同比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 美国PPI同比和核心PPI同比（%）

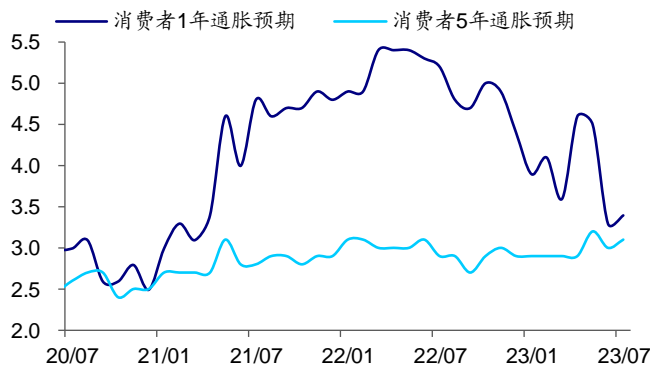


资料来源：Wind，海通证券研究所

消费者通胀预期小幅回升。7月密歇根大学消费者1年与5年通胀预期分别为3.4%和3.1%，均较6月小幅上升0.1个百分点。

消费信心有所回升。7月美国密歇根大学消费者信心指数为72.6，较6月上升8.2，为

2021年9月以来的最高水平,不过较疫情前水平仍有一定差距(2019年12月为99.3)。

图5 美国密歇根大学消费者1年和5年通胀预期(%)


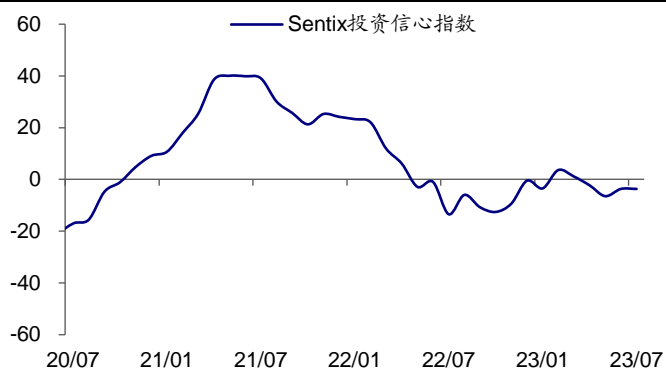
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 美国密歇根大学消费者信心指数

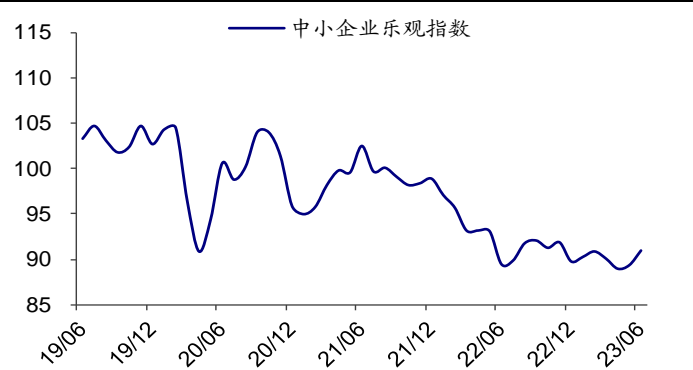

资料来源: Wind, 海通证券研究所

投资信心指数仍处低位。7月美国 Sentix 投资信心指数为-3.7,与6月持平,仍处于负值区间。**中小企业乐观指数仍较疲弱。**6月美国中小企业乐观指数为91,较5月回升1.6。但与疫情前水平(2019年12月102.7)相比仍处于低位。

在美国通胀仍较顽固以及美联储仍坚持鹰派立场的情况下,企业的投资信心与对未来的乐观程度或仍将持续低迷。

图7 美国 Sentix 投资信心指数


资料来源: Wind, 海通证券研究所

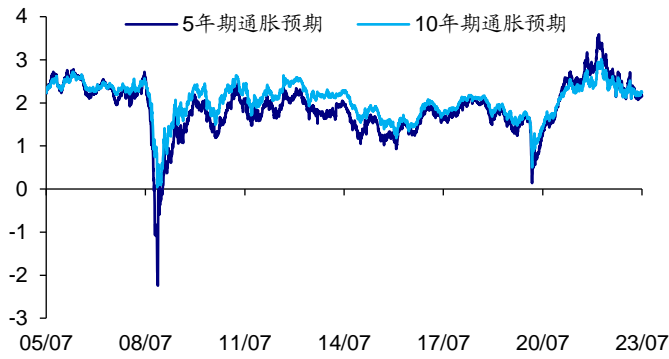
图8 中小企业乐观指数(1986年=100)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

市场预期年内或仍有两次加息。截至7月15日,市场预期7月加息25BP的概率仍维持的93%左右,但预期11月再次加息25BP的概率由上一周的34.5%上升至53.1%。不过,在11月再次加息之后,市场预期美联储或将于12月开启降息周期。

美债收益率下降至3.83%。截至7月14日,美国10年期国债名义收益率较上一周下降23BP至3.83%。其中,10年期美债实际收益率较上一周下降20BP至1.59%,10年期通胀预期下降3BP至2.24%。

图9 美国5年期和10年期通胀预期(%)



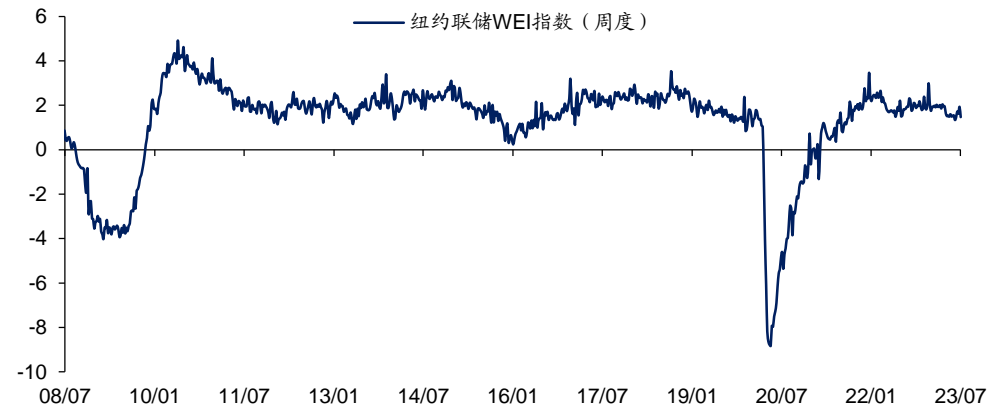
资料来源: Wind, 海通证券研究所

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	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%	0.0%	0.0%	6.2%	82.7%	11.2%	0.0%
2023/11/11	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	37.8%	53.1%	6.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	28.2%	49.0%	19.2%	1.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	16.6%	39.8%	32.3%	9.5%	0.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.6%	24.9%	37.1%	24.1%	6.3%	0.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	8.4%	26.1%	35.8%	22.4%	5.8%	0.5%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	5.1%	18.2%	31.5%	28.4%	13.2%	2.8%	0.2%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.5%	16.5%	29.7%	28.8%	15.2%	4.2%	0.5%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.0%	0.3%	2.7%	11.2%	23.9%	29.2%	21.2%	9.0%	2.2%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/6	0.0%	0.2%	2.3%	9.6%	21.5%	28.2%	22.7%	11.3%	3.4%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.1%	1.4%	6.3%	16.1%	25.2%	25.2%	16.5%	7.0%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

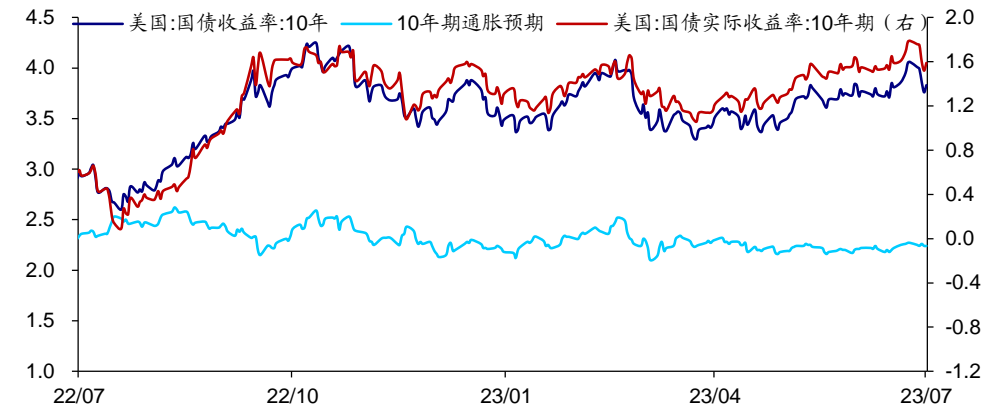
资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至7月15日

图11 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	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07
GDP	实际 GDP					1.8			0.9			1.9		
	实际 GDP													2.0
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
	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
	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
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
	个人实际消费支出			6.0	6.6	6.4	7.6	8.1	7.3	7.1	7.9	8.5	8.7	8.7
	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
	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
地产	新房销售			20.0	11.3	-7.1	-19.1	-19.9	-23.4	-24.6	-15.1	-23.6	-7.5	-28.6
	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
	新房开工			5.7	-25.7	-19.4	-18.9	-19.7	-24.1	-16.6	-8.9	-6.2	-4.5	-13.9
	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
就业	新增非农就业人数			20.9	30.6	21.7	21.7	24.8	47.2	23.9	29.0	32.4	35.0	56.8
	失业率			3.6	3.7	3.4	3.5	3.6	3.4	3.5	3.6	3.7	3.5	3.5
	U6 失业率			6.9	6.7	6.6	6.7	6.8	6.6	6.5	6.7	6.7	7.0	6.8
通胀	CPI		3.0	4.0	4.9	5.0	6.0	6.4	6.5	7.1	7.7	8.2	8.3	8.5
	核心 CPI		4.8	5.3	5.5	5.6	5.5	5.6	5.7	6.0	6.3	6.6	6.3	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
	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
	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
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
	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
	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	52.2
	Sentix 投资信心指数		-3.7	-3.7	-6.5	-2.3	1.1	3.6	-3.5	-0.5	-9.4	-12.6	-10.8	-6.0
密歇根消费者信心指数		72.6	64.4	59.2	63.5	62.0	67.0	64.9	59.7	56.8	59.9	58.6	58.2	51.5

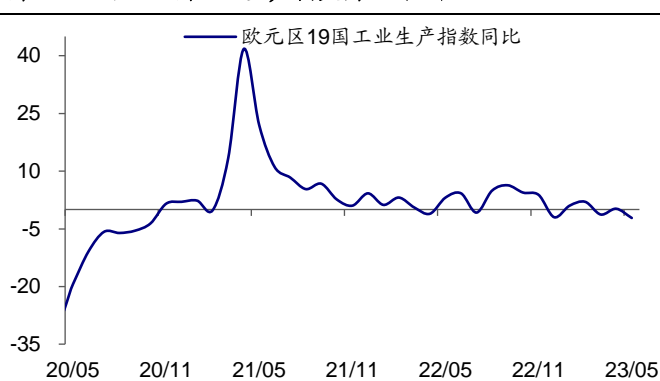
资料来源：WIND，海通证券研究所，黑框为上周更新数据

2. 欧洲：信心仍较低迷

生产指数回落。5月欧元区19国工业生产指数同比增速为-2.2%，较4月下降2.4个百分点；环比增速由4月的1.0%回落至0.2%。

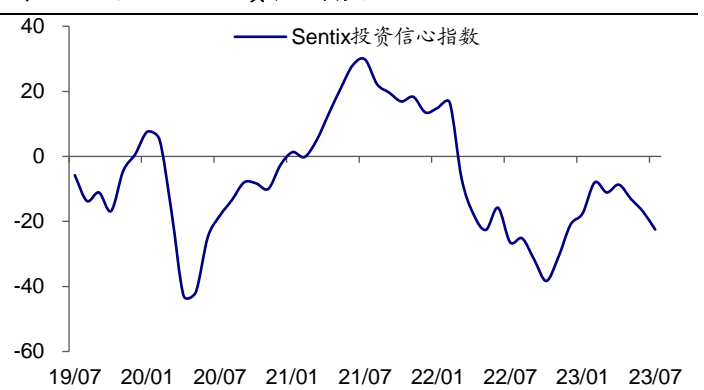
投资信心持续回落。7月欧元区 Sentix 投资信心指数为-22.5，较6月继续下降，为2022年11月以来新低。在货币政策收紧，以及制造业景气指数仍弱的情况下，投资信心指数或仍将处于低位。

图13 欧元区19国工业生产指数同比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 欧元区 Sentix 投资信心指数



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	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07
GDP	实际 GDP 季调同比%					1.0			1.8			2.5		
	实际 GDP 折年季调环比%					-0.4			-0.5			1.5		
生产	工业生产指数 同比%			-2.2	0.2	-1.3	2.0	1.0	-2.0	3.8	4.4	6.3	4.9	-0.8
	制造业产能利用率 非季调%	81.2				81.0			81.4			82.3		
消费	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
	零售销售指数 同比%			-2.9	-2.9	-3.3	-2.4	-1.8	-2.7	-2.4	-2.4	0.3	-1.2	-0.6
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
	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
通胀	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
	PPI 同比%			-1.5	0.9	5.5	12.7	14.8	24.5	26.9	30.4	41.8	43.4	38.0
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
	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
	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
	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
	Sentix 投资信心指数		-22.5	-17.0	-13.1	-8.7	-11.1	-8.0	-17.5	-21.0	-30.9	-38.3	-31.8	-25.2

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

3. 政策: 美欧央行仍维持鹰派

美联储多位官员仍坚持鹰派立场。美国旧金山联储主席戴利表示, 可能需要再加息两次来遏制通胀。美国克利夫兰联储主席梅斯特指出, 利率水平还需进一步上调, 并需要将利率维持在峰值水平一段时间。美国明尼阿波利斯联储主席卡什卡利也认为, 顽固的通胀可能促使美联储进一步加息。美联储负责监管事务的副主席 Barr 表示, 通胀率仍然远远过高, 利率已接近限制性水平, 但美联储仍有工作要做。美国里士满联储主席巴尔金同样认为, 当前通胀仍过高, 如果通胀没有达到目标, 愿意采取更多措施。

不过, 仍有官员支持暂停加息。例如, 美联储亚特兰大联储主席 Bostic 认为, 无需继续加息即可让通胀率降回 2% 目标。

欧央行较多官员表示利率或已接近峰值。欧央行管委 Villeroy 认为, 欧央行将很快达到利率高点, 将保持较高利率水平以观察传导效应。欧央行管委 Visco 也认为目前距离利率峰值已经不远, 利率在达到顶峰后需要在稳定水平维持“一段时间”。欧央行管委 Herodotou 认为, 通胀比高利率更有害, 紧缩政策是对抗通胀的唯一工具。

加拿大央行加息 25BP。加拿大央行在经历了短暂的暂停加息后, 再次加息 25BP, 将政策利率从 4.75% 升至 5%。此外, 加拿大央行将实现 CPI 目标的时间预期推后半年, 至 2025 年年中。

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。