

相关研究

《需求短期稳定——美国二季度 GDP 点评》2023.7.29

《股指全面上涨——全球大类资产周报》2023.7.29

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

## 美欧如期加息，通胀压力仍存 ——海外经济政策跟踪

### 投资要点:

- **经济:** 美国商业银行存贷款规模回升。通胀预期相对稳定，加息预期方面，市场预期美联储 7 月加息 25BP 之后大概率将停止加息，2024 月 5 日或开始降息。或受美国经济数据好于预期以及日本央行调整 YCC 政策影响，10 年期美债收益率上升至 3.96%，其中实际收益率明显上行。
- **2 季度美国经济增速好于预期**，即使剔除基数影响后仍不算弱。6 月核心资本品制造业新订单增速回落，7 月制造业 PMI 有所回升，但仍位于荣枯线之下。**收支仍强**，6 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**，6 月 PCE 价格指数同比增速有所回落，但核心 PCE 仍处于较高水平。6 月美国新房销售回升，5 月房价同比增速维持负增长。
- **欧洲方面，景气度与信心指数延续下行趋势。**7 月 Markit 制造业 PMI 超预期回落，服务业与制造业 PMI 分化仍持续。7 月欧元区 19 国消费者信心指数持续低迷，6 月欧盟 28 国粗钢产量同比增速仍处低位。
- **政策:** 美联储如期加息 25BP，鲍威尔表示年内不会降息；欧央行加息 25BP，多位官员仍坚持鹰派立场；日央行表示将以更大的灵活性进行收益率曲线控制，但并非推进货币政策正常化，离上调负利率还很遥远；海湾多国跟随美联储加息 25BP；丹麦加息 25BP，智利降息 100BP。
- **风险提示:** 美国经济衰退超预期；美国货币政策调整超预期。

## 目 录

---

1. 美国：需求短期稳定.....	4
2. 欧洲：景气持续回落.....	7
3. 政策：美欧如期加息，日央行调整 YCC .....	9

## 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	美国实际 GDP 折年同比与季调环比 (%)	4
图 4	美国 GDP 各分项对 GDP 拉动 (%)	4
图 5	美国核心资本品制造业新订单季调同比与环比 (%)	5
图 6	Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI	5
图 7	美国个人实际可支配收入和消费支出同比 (%)	5
图 8	美国 PCE 和核心 PCE 当月同比 (%)	5
图 9	美国新建住房销售同比 (%)	6
图 10	美国标准普尔/CS 房价指数 (%)	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 (%)	6
图 14	美国 10 年期国债收益率分解 (%)	7
图 15	欧元区制造业 PMI 和服务业 PMI	8
图 16	欧洲主要国家制造业 PMI	8
图 17	欧元区 19 国经济景气指数	8
图 18	欧盟 28 国粗钢产量当月同比 (%)	8

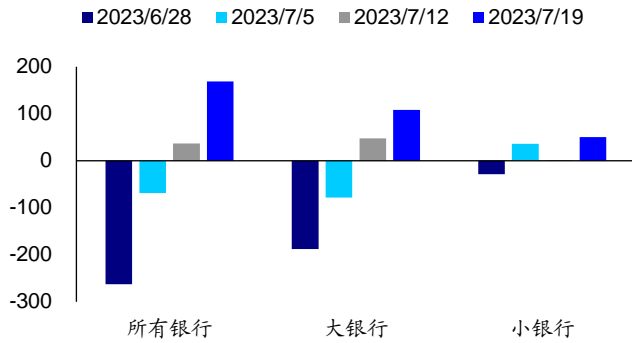
## 表目录

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：需求短期稳定

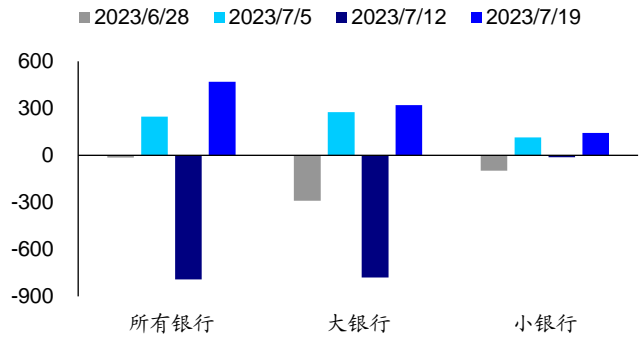
**商业银行存贷款规模回升。**截至 7 月 19 日，美国商业银行贷款与租赁规模较 7 月 12 日当周上升 168.3 亿美元，存款端规模上升 470.3 亿美元。其中，大银行存贷款回升规模均较大。

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）

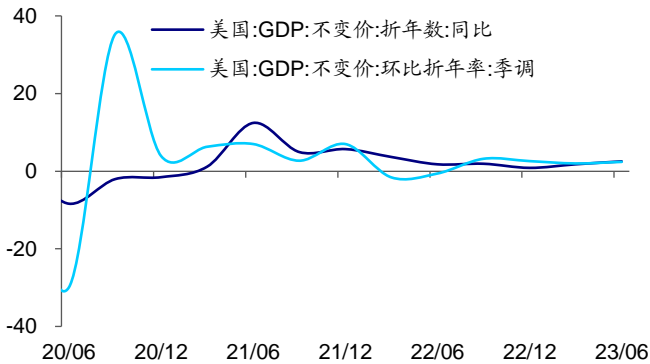


资料来源：美联储官网，海通证券研究所

**美国经济仍有韧性。**2023 年 2 季度，美国 GDP 不变价环比折年率为 2.4%，较一季度回升 0.4 个百分点，高于市场预期的 1.8%。剔除基数效应后，2 季度年化同比增速仍有 1.8%，也反映出美国经济在货币政策持续收紧下短期仍然稳定。

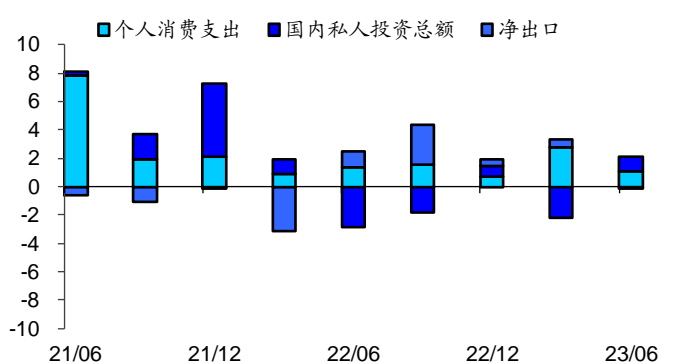
从结构上来看，投资的大幅改善是 2 季度 GDP 增速回升的主要动力。其中，库存与设备投资的反弹是私人投资回升的主要贡献。消费增速有所回落，但若剔除基数与通胀影响，消费仍然不弱，依然是 GDP 增速的最大拉动项。详见《需求短期稳定——美国二季度 GDP 点评》。

图3 美国实际 GDP 折年同比与季调环比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

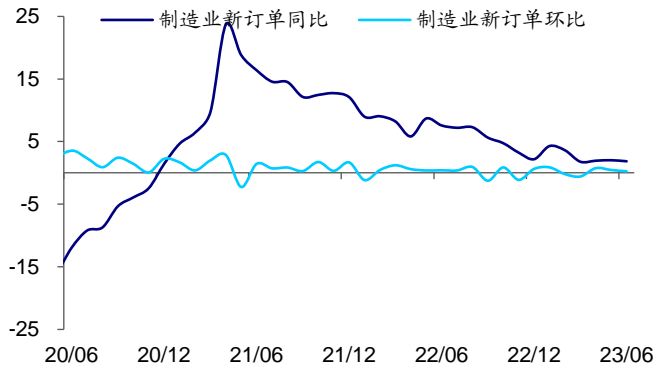
图4 美国 GDP 各分项对 GDP 拉动（%）



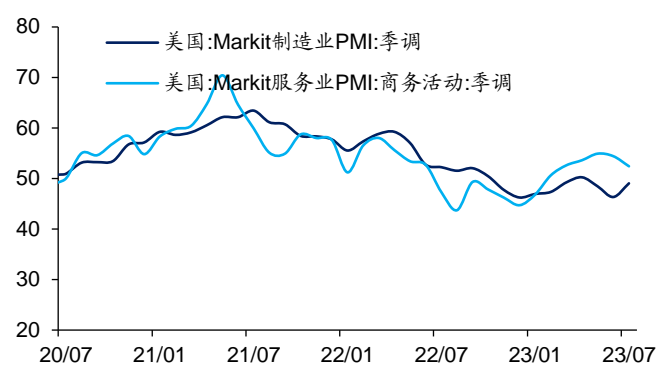
资料来源：Wind，海通证券研究所

**核心资本品制造业新订单回落。**6 月美国核心资本品制造业新订单同比增速为 1.9%，较 5 月回落 0.2 个百分点，环比增速回落 0.2 个百分点至 0.2%。

**景气指数分化减弱。**7 月美国 Markit 制造业 PMI 为 49.0，较 6 月上升 2.7。而服务业 PMI 则较 6 月下降 2.0 至 52.4，不过仍位于荣枯线之上。

**图5 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

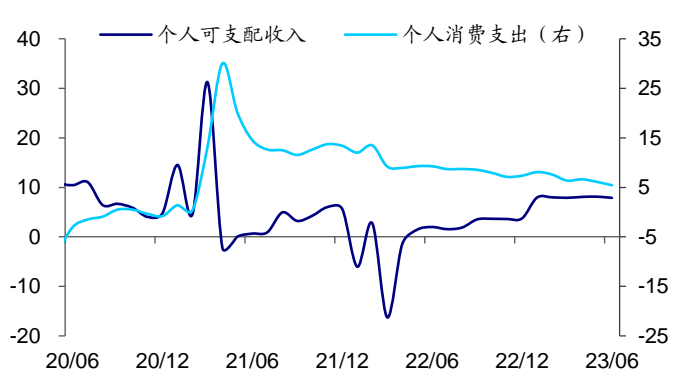
**图6 Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

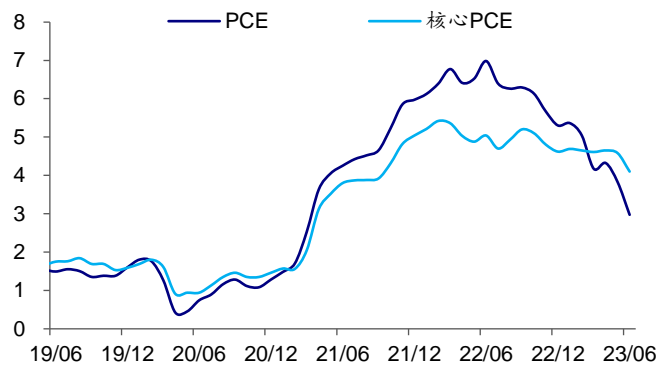
**收入保持强劲。**6月美国个人可支配收入同比增速为7.9%，已连续6个月保持在8%左右，显著高于疫情前的增速（2019年12月为3.3%）。居民收入高增或与劳动力市场维持强劲、薪资增速保持较高增长以及2023年居民纳税负担降低有关。

**消费仍具韧性。**6月美国个人消费支出同比增速为5.4%，较5月回落0.7个百分点，但仍好于疫情前（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仍处高位。**6月美国PCE价格指数同比增速3.0%，较5月回落0.9个百分点。核心PCE同比增速较5月回落0.5个百分点至4.1%，为2021年9月以来新低。不过核心PCE仍处高位，反映出核心通胀仍有一定的压力。

**图7 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8 美国 PCE 和核心 PCE 当月同比 (%)**


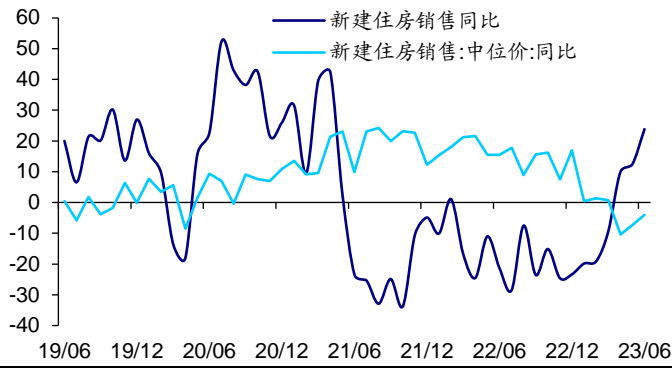
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**新房销售持续回升。**6月美国新建住房销售同比增速为23.8%，较5月回升11.4个百分点，为2021年4月以来的新高。不过一定程度上与去年低基数有关，若剔除基数效应，6月新房销售两年年平均增速均为-1.3%。此外，6月新房销售环比转负，后续房地产是否持续修复仍有待观察。6月新房销售中位价的同比增速为-4.0%，已连续三个月处于负增长。

**房价同比维持负增长。**5月美国标准普尔/CS20个大中城市房价指数同比增速为-1.7%，与4月持平，且已经连续3个月处于负增长区间。

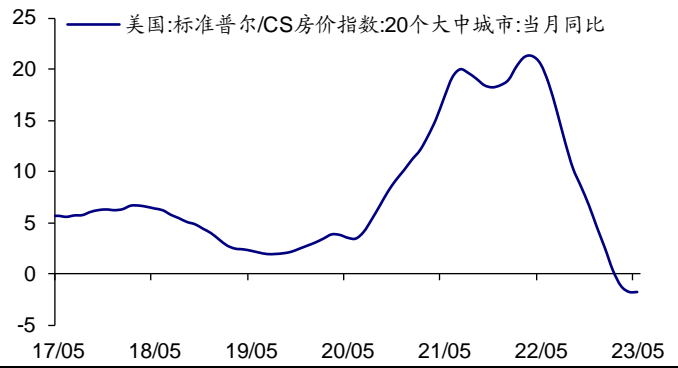
新房销售的回暖，一方面或受成屋市场库存有限影响；另一方面，或与抵押贷款利率较高，成屋置换成本较高有关。总体而言，在美联储持续加息，抵押贷款利率高企的情况下，居民购房意愿与能力或仍将受到限制，房价增速也仍处低位，美国房地产市场或仍将承受一定压力。

图9 美国新建住房销售同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 美国标准普尔/CS 房价指数 (%)

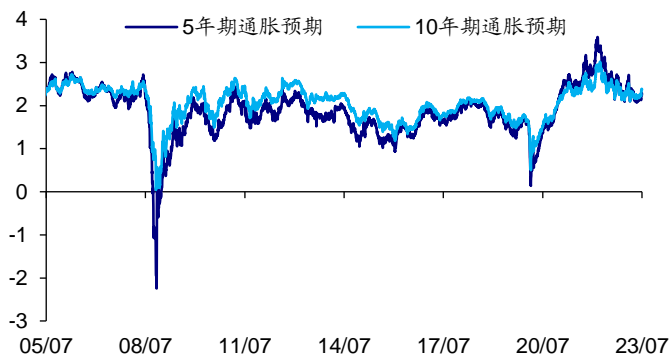


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**通胀预期相对稳定。**截至7月28日,5年、7年与10年期通胀预期分别较上一周上行5BP、4BP与3BP。**加息预期方面,**截至7月29日,市场仍预期9月大概率暂停加息(80%),并认为在7月加息25BP之后将大概率在年内维持这一利率水平,2024年5月或开始降息。

**美债收益率上升至3.96%。**截至7月28日,美国10年期国债名义收益率较前一周上升12BP至3.96%,周内收益率一度再次突破4.0%。其中,10年期美债实际收益率较上一周上升9BP至1.58%,10年期通胀预期上升3BP至2.38%。**10年期美债利率的上行,或与美国经济数据好于预期以及日本央行调整YCC政策有关。**

图11 美国5年期和10年期通胀预期 (%)



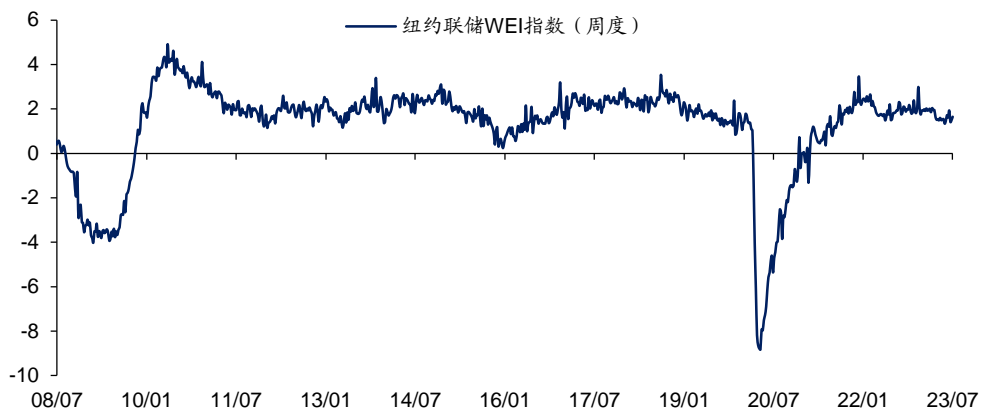
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 市场预测美联储加息概率 (%)

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES										
	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.0%	20.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	67.1%	29.7%	3.2%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%	62.1%	26.2%	2.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	23.2%	52.5%	19.9%	2.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	11.1%	35.5%	38.8%	12.4%	1.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	8.9%	30.2%	38.1%	18.2%	3.6%	0.3%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.0%	17.3%	33.3%	30.2%	12.4%	2.3%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	2.9%	13.4%	28.6%	31.1%	17.7%	5.3%	0.8%	0.0%
2024/9/25	0.0%	0.2%	2.3%	11.1%	25.2%	30.6%	20.6%	8.0%	1.8%	0.2%	0.0%
2024/11/6	0.1%	1.7%	8.6%	21.3%	29.1%	23.4%	11.5%	3.5%	0.6%	0.1%	0.0%
2024/12/18	1.2%	6.3%	17.0%	26.4%	25.3%	15.6%	6.3%	1.6%	0.3%	0.0%	0.0%

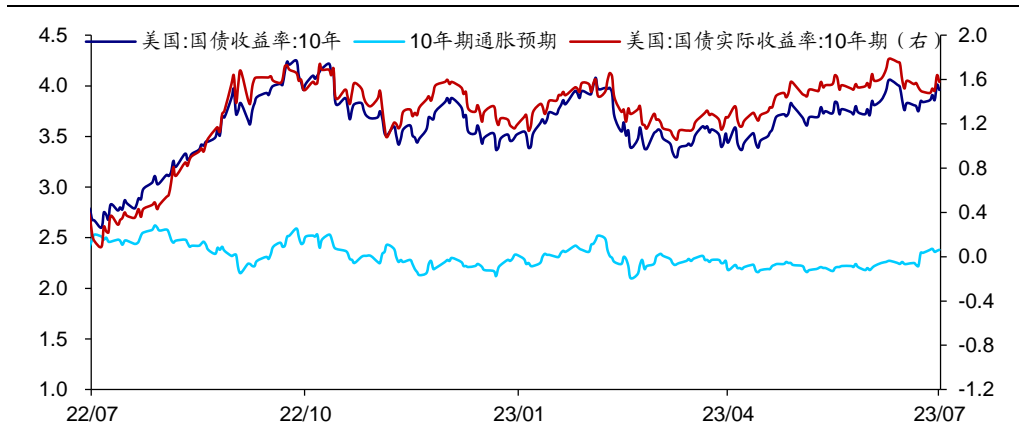
资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至7月29日

图13 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

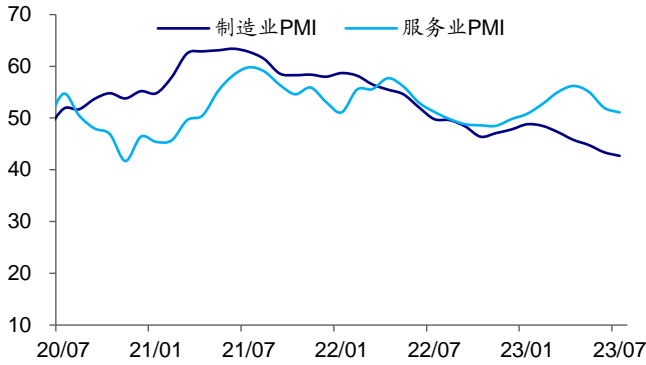
指标	单位	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	
GDP	实际 GDP	折年同比%	2.6				1.8		0.9			1.9			
	实际 GDP	折年季调环比%	2.4				2.0		2.6			3.2			
生产	工业总产值	季调同比%	-0.5	0.1	0.1	-0.8	0.1	1.3	1.0	2.2	3.8	4.9	3.6	3.2	
	制造业新订单	季调同比%	1.9	2.0	1.9	1.8	3.6	4.3	2.2	3.2	4.7	5.6	7.3	7.2	
	工业产能利用率	%	78.9	79.4	79.9	79.5	79.6	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	折年季调同比%	7.9	8.1	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	季调同比%	5.4	6.1	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	季调同比%	0.5	0.9	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	季调同比%	1.5	2.0	1.3	2.2	5.3	7.4	6.0	6.1	8.8	9.4	10.2	10.3	
地产	新房销售	折年季调同比%	23.8	12.4	9.8	-9.5	-19.1	-19.9	-23.4	-24.6	-15.1	-23.6	-7.5	-28.6	
	成屋销售	折年季调同比%	-18.9	-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	折年季调同比%	-8.1	1.0	-25.2	-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	同比% (20 城)		-1.7	-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	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	
	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	
	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	
通胀	CPI	同比%	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	同比%	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	同比%	3.0	3.8	4.3	4.2	5.0	5.4	5.3	5.7	6.1	6.3	6.3	6.4	
	核心 PCE	同比%	4.1	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	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	
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	季调	49.0	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	-13.5
	密歇根消费者信心指数		71.6	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

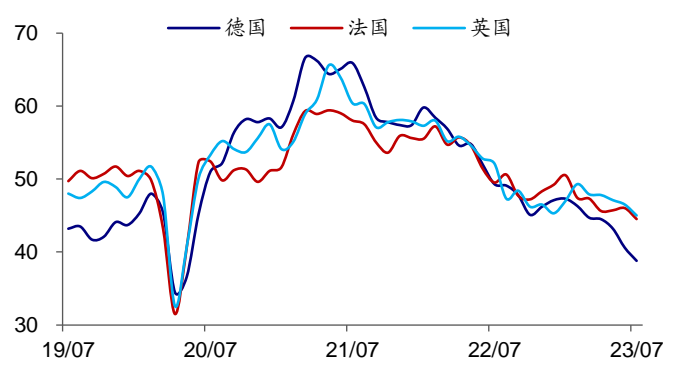
## 2. 欧洲: 景气持续回落

**制造业 PMI 超预期回落。**7 月欧元区 Markit 综合 PMI 为 48.9, 较 6 月回落 1.0。其中, 制造业 PMI 较 6 月下降 0.7 至 42.7, 低于市场预期的 43.5, 且已连续 13 个月处于荣枯线之下。服务业 PMI 为 51.1, 较 6 月下降 0.9, 仍处于荣枯线之上。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, 欧央行持续加息对制造业的抑制或在不断显现, 欧元区服务业与制造业的景气分化或仍将持续。

**图15 欧元区制造业 PMI 和服务业 PMI**


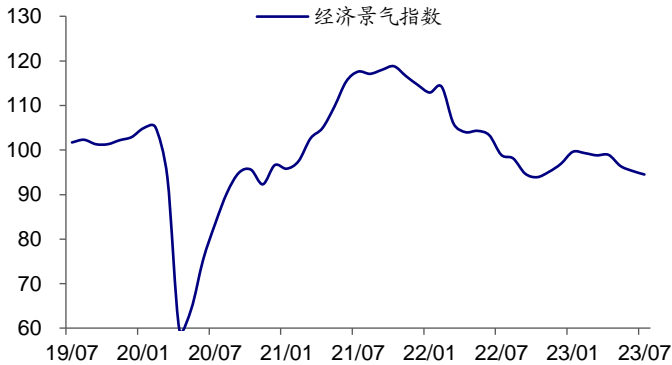
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图16 欧洲主要国家制造业 PMI**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**景气指数继续回落。**7月欧元区19国经济景气指数为94.5,较6月回落0.8,为2022年10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。

**粗钢产量增速维持低位。**6月欧盟28国粗钢产量同比增速为-10.2%,降幅较5月扩大0.1个百分点,已连续19个月处于负增长。

**图17 欧元区19国经济景气指数**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图18 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	23/07	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					1.1			1.7			2.4		
	实际 GDP					0.1			-0.2			1.5		
生产	工业生产指数			-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		81.2			81.0			81.4			82.3		
	粗钢产量(欧盟)		-10.2	-10.1	-9.8	-7.0	-10.3	-10.4	-17.1	-18.6	-15.7	-15.7	-16.4	-10.0
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
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
	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
	核心 HICP		5.5	5.3	5.6	5.7	5.6	5.3	5.2	5.0	5.0	4.8	4.3	4.0
景气指数	PPI			-1.5	0.9	5.5	12.7	14.8	24.5	26.9	30.4	41.8	43.4	38.0
	制造业 PMI	42.7	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	51.1	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	-15.1	-16.1	-17.3	-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	94.5	95.3	96.4	98.9	98.8	99.3	99.6	96.9	95.1	93.9	94.7	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	-26.4

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据



### 3. 政策：美欧如期加息，日央行调整 YCC

**美联储如期加息 25BP。**美联储 7 月加息 25BP，将联邦基金利率区间上调至 5.25%-5.50%。截至 7 月，本轮加息周期已累计加息 525BP。美联储主席鲍威尔表示，通胀回落到 2% 的过程还有很长的路要走，如果有数据支撑，可能会在 9 月份再次加息。愿意在通胀回落至 2% 之前就停止加息，但今年不会降息。详见《降息尚远——美联储 7 月议息会议点评》

**欧央行加息 25BP。**7 月欧央行加息 25BP，将存款利率上调至 3.75%、边际贷款利率上调至 4.5%、再融资利率上调至 4.25%。**多位官员仍坚持鹰派立场。**欧央行行长拉加德表示，利率和量化紧缩（QT）之间不会有取舍，将坚决遏制通胀。欧央行管委兼德国央行行长 Nagel 也认为，核心通胀居高不下，货币政策必须比通胀更有力。欧央行管委 Kazimir 同样表示，央行应当朝利率峰值“再迈出坚定的一步”。欧央行管委 Simkus 认为，9 月可能会暂停收紧政策，但并不意味着加息结束。可能需要在 10 月再次加息。

**日央行调整 YCC 政策。**日本央行维持短期利率目标在 -0.1% 不变，10 年期国债收益率目标仍在 0%，并继续允许 10 年期国债收益率在目标水平  $\pm 0.5\%$  左右波动。不过，日央行表示将以更大的灵活性进行收益率曲线控制（YCC），意味着此前 0.5% 的利率上限将从“严格限制”转变为参考。但日央行行长植田和男表示，政策调整并非迈向货币政策正常化的一步，距离将负利率上调还很遥远。详见《通胀压力仍大：YCC 或难久持——日本 YCC 政策调整点评》

**海湾多国央行跟随美联储加息 25BP。**科威特央行上调贴现利率 25BP 至 4.25%；卡塔尔央行加息 25BP，将存款利率、贷款利率和回购利率分别提高至 5.75%、6.25% 和 6%；阿联酋央行上调隔夜存款利率 25BP 至 5.4%；巴林央行加息 25BP，将存款利率上调至 6.25%；沙特央行加息 25BP。

**丹麦央行加息 25BP。**丹麦央行将关键利率上调 25BP 至 3.35%。

**智利央行降息 100BP。**智利央行降息 100BP 至 10.25%，预期为降息 75BP。

**风险提示：**美国经济衰退超预期；美国货币政策调整超预期。

## 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。