

相关研究

《加强逆周期，兼顾稳汇率——2季度货币政策报告解读》2023.8.18

《宽松周期：或将继续——对央行降息的解读》2023.8.17

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

美债利率持续上行

——海外经济政策跟踪

投资要点:

- **美国经济: 消费仍有韧性**, 7月美国零售增速超预期走强, 主要由非耐用消费品拉动, 或与7月亚马逊线上促销活动以及暑期消费需求较高有关。**新房市场回暖**, 7月已开工新建住宅增速由负转正, 不过住房抵押贷款利率持续上升。7月美国工业总产值增速回升, 产能利用率仍维持高位。通胀预期有所回落。加息预期方面, 市场仍预期美联储9月大概率暂停加息, 年内将维持目前利率水平, 预期的大概率降息时点由上周的2024年3月推迟到了2024年5月。10年期美债收益率上升至4.26%, 一方面或受零售数据超预期与7月偏鹰派的货币政策会议纪要影响, 另一方面, 或也与美国财政部融资所带来的供给冲击有关。
- **欧洲方面**, 6月欧元区19国工业生产指数小幅回升, 但仍为负增长。二季度欧元区19国就业人数同比增速仍高于疫情前水平, 劳动力市场表现强劲。
- **政策:** 美联储7月货币政策会议纪要提示通胀上行风险, 美联储降息或尚早; 新西兰联储连续第二次暂停加息; 俄罗斯央行加息350BP; 挪威央行加息25BP; 阿根廷央行加息2100BP; 乌拉圭央行降息75BP。
- **风险提示:** 美国经济超预期; 美联储货币政策超预期

目 录

1. 美国：美债利率继续上行	4
2. 欧洲：生产小幅回升	7
3. 政策：美联储降息或尚早	8

图目录

图 1	美国零售和食品服务销售额同比增速 (%)	4
图 2	各分项对零售环比的拉动 (%)	4
图 3	美国已开工的新建私人住宅同比增速 (%)	5
图 4	美国 30 年期抵押贷款固定利率 (%)	5
图 5	工业总产值季调同比及环比 (%)	5
图 6	美国工业产能利用率和制造业产能利用率 (%)	5
图 7	美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)	5
图 8	市场预测美联储加息概率 (%)	5
图 9	美国财政部二季度与三季度发债规模 (十亿美元)	6
图 10	美国财政部 8-10 月债券发行计划 (十亿美元)	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 (%)	7
图 13	欧元区 19 国工业生产指数同比 (%)	8
图 14	欧元区就业人数同比 (%)	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

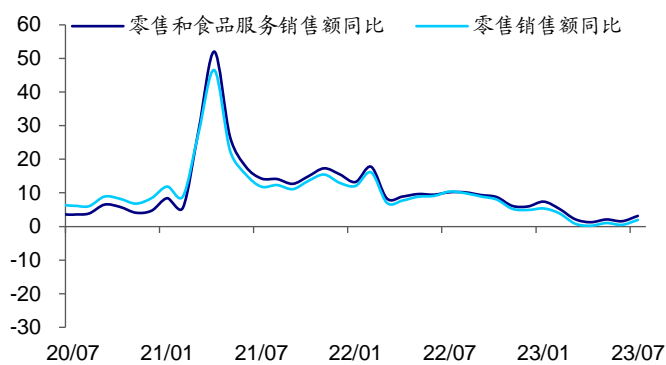
1. 美国：美债利率继续上行

零售增速超预期回升。7月美国零售和食品服务销售额同比增速为3.2%，较6月上升1.6个百分点，环比由6月的0.3%上升至0.7%，超出市场预期的0.4%。其中，零售销售额同比增速上升1.5个百分点至2.0%。**零售增速的超预期回升或反映出美国消费仍具有较强的韧性。**

具体来看，7月零售数据回暖主要由非耐用消费品拉动。其中，无店铺零售业环比增长1.9%，较6月上升0.4个百分点，是7月环比的重大拉动项（拉动约0.4个百分点）。此外，与6月相比，食品和饮料、日用品商场、服装、个人保健与护理、运动音乐等爱好分项对环比增速的拉动均有所提升。相比之下，耐用品消费，如电子和家用电器、家具以及机动车辆环比拉动有所回落。

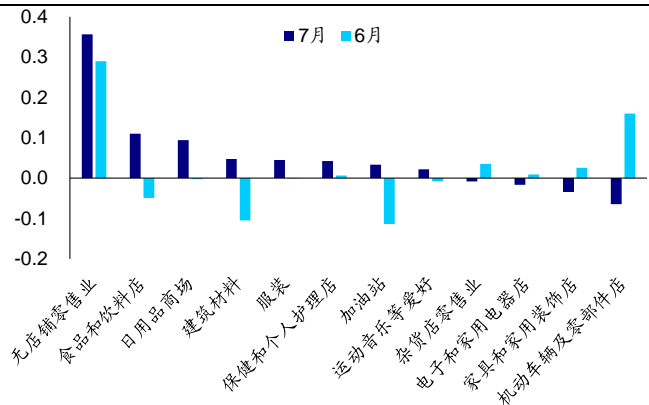
零售数据的增长一方面或受7月亚马逊Prime Day促销活动的影响，使得美国居民增加网购开支。另一方面，其他非耐用消费品的增长或受暑期假期消费与娱乐需求拉动。未来随着促销季以及暑期消费高峰结束，零售数据或将有所回落。此外，疫情期间暂停偿还的学生贷款将于2023年10月开始偿还，届时或也将对消费带来一定冲击。

图1 美国零售和食品服务销售额同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 各分项对零售环比的拉动（%）

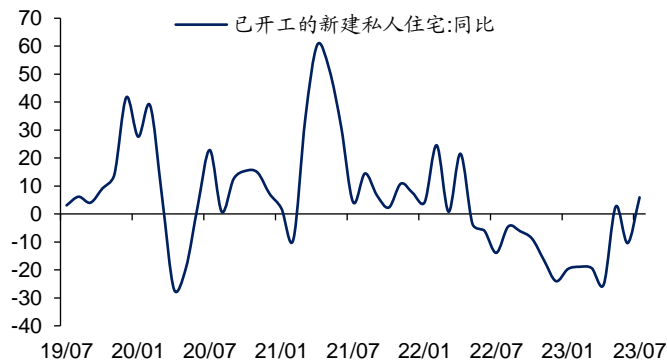


资料来源：Wind，海通证券研究所

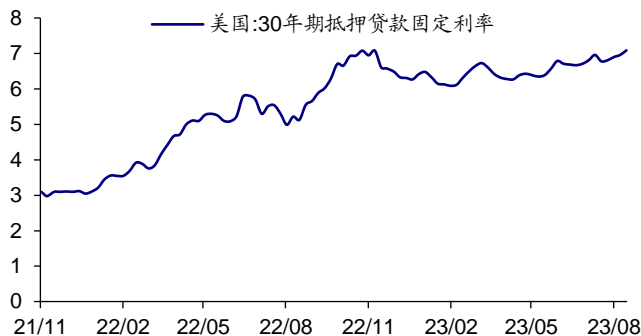
美国已开工新建住宅增速由负转正。7月美国已开工新建住宅同比增速为5.9%，较6月大幅回升16.4个百分点，增速再次转正。不过，该指标的回升或部分受低基数的影响，剔除基数效应后，已开工新建住宅的增速仅为-4.5%。

近期美国新房市场有所回暖，新房销售明显回升，但成屋销售仍维持低迷。我们认为，美国房地产市场的分化或主要与利率快速上升下，成屋业主出售房屋意愿下降，成屋供给不足导致部分需求转移到新房市场有关。

此外，当前住房抵押贷款利率仍在持续上升。截至8月17日，美国30年期抵押贷款固定利率已经上行至7.1%，为2002年4月以来的新高。高企的利率仍会对房地产需求与投资起到明显的压制作用，在此情况下，当前美国房地产市场或难言好转。

图3 美国已开工的新建私人住宅同比增速 (%)


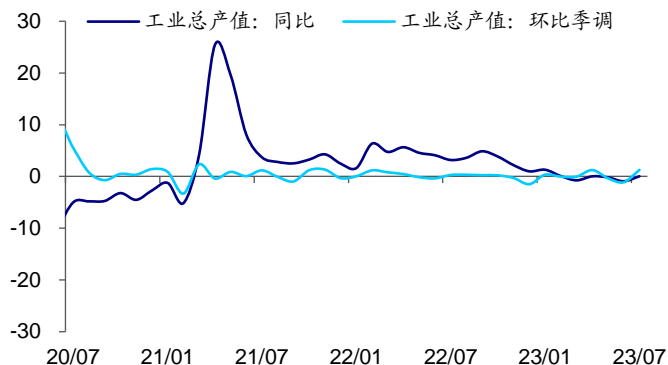
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 美国 30 年期抵押贷款固定利率 (%)


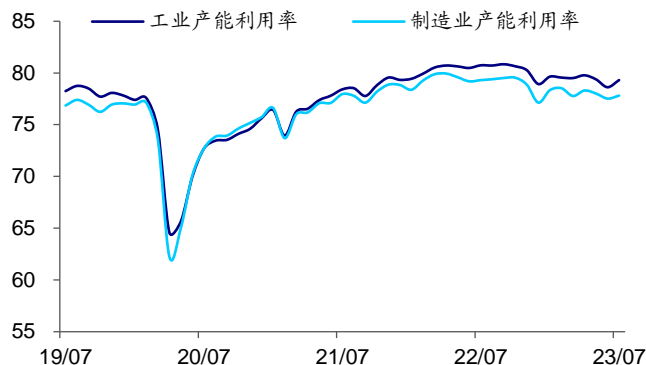
资料来源: Wind, 海通证券研究所

工业产值增速回升。7月美国工业总产值同比增速较6月回升1个百分点至0%，环比季调增速由6月的-1.1%回升至1.2%。

产能利用率维持高位。7月美国工业产能利用率较6月上升0.7个百分点至79.3%。其中，制造业产能利用率为77.8%，较6月上升0.3个百分点，仍高于疫情前水平（2019年12月为77.1%）。

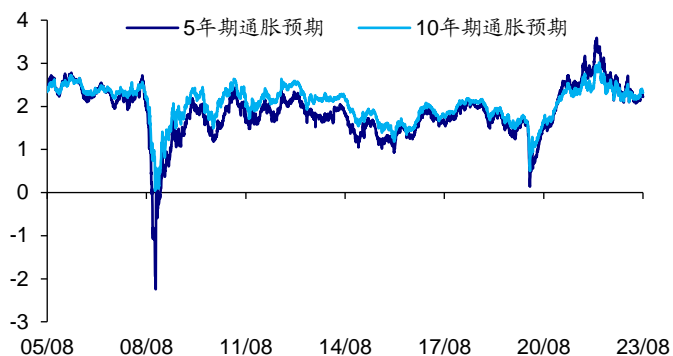
图5 工业总产值季调同比及环比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 美国工业产能利用率和制造业产能利用率 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

通胀预期有所回落。截至8月18日，5年、7年和10年期通胀预期分别较上一周下行8BP、6BP和4BP。**加息预期方面，**截至8月18日，市场仍预期9月大概率暂停加息（89.0%），并认为年内将维持目前利率水平。此外，市场预期的大概率的降息时点由上周的2024年3月推迟到了2024年5月。

图7 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8 市场预测美联储加息概率 (%)

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	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%	89.0%	11.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	63.9%	33.0%	3.1%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.6%	59.7%	29.0%	2.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	21.3%	52.1%	22.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	10.2%	34.2%	39.7%	13.9%	1.2%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	5.6%	22.4%	37.0%	26.5%	7.4%	0.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.8%	16.5%	31.9%	30.2%	14.1%	3.0%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.2%	2.8%	12.7%	27.3%	30.7%	18.9%	6.3%	1.0%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.2%	2.1%	10.1%	23.5%	29.8%	22.0%	9.6%	2.4%	0.3%	0.0%
2024/11/7	0.1%	1.4%	7.1%	18.4%	27.4%	25.0%	14.3%	5.1%	1.1%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.9%	4.9%	14.1%	24.0%	25.9%	18.3%	8.6%	2.6%	0.5%	0.1%	0.0%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至8月18日

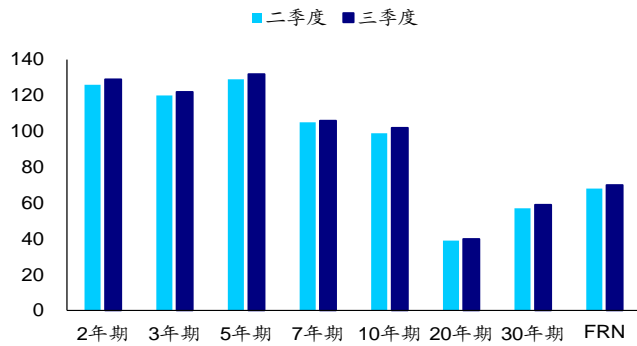
美债收益率上升至 4.26%。截至8月18日，美国10年期国债名义收益率再次上升至

4.26%，周内一度上升至 4.3%。其中，10 年期美债实际收益率较上一周上升 14BP 至 1.94%，10 年期通胀预期下降 4BP，为 2.32%。

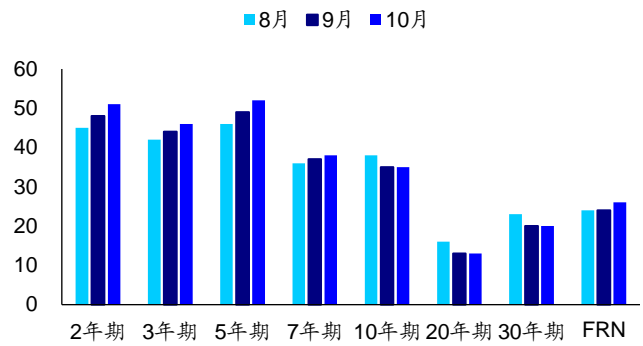
美债利率的持续攀升，一方面或受 7 月零售数据超预期强劲影响。此外，美联储公布的 7 月议息会议纪要中显示，大多数官员仍认为当前通胀面临较大的上行风险，可能需要进一步收紧货币政策。在强劲的经济以及偏鹰派的会议纪要影响下，市场对通胀反弹，以及利率在更长时间内维持高位的担忧加剧。

另一方面，或也受美国财政部债券超计划发行影响。7-9 月，美国净借款预期规模为 1.007 万亿美元，较 2023 年 5 月公布的规模高出 2740 亿美元。此外，与二季度相比，三季度计划发行的 1 年期以上美债规模也增加了 170 亿美元，其中，2 年期、5 年期和 10 年期债券发行额度均较二季度提高 30 亿美元。

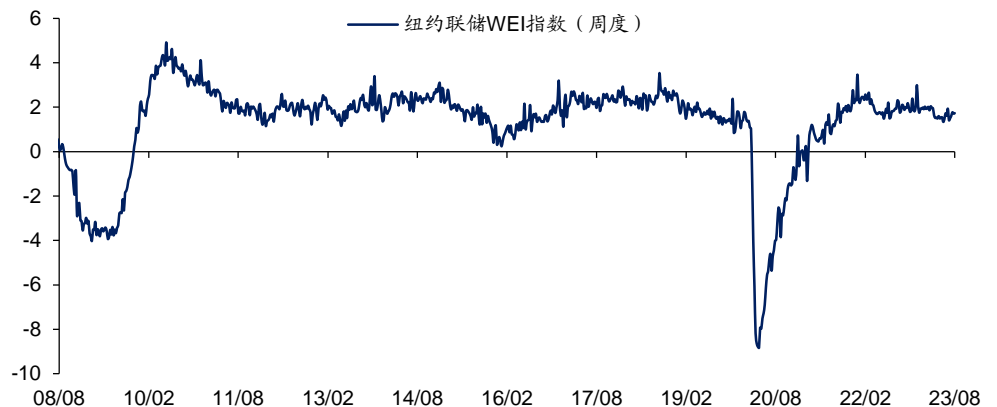
此前 3 年期、10 年期与 30 年期国债的发行已于 8 月 15 日结束，8 月 23 日起将开始 2 年期 FRN、20 年期国债和 30 年期 TIPS 的发行。未来供给端的冲击对美债利率的扰动或仍将持续。

图9 美国财政部二季度与三季度发债规模（十亿美元）


资料来源：美国财政部，海通证券研究所

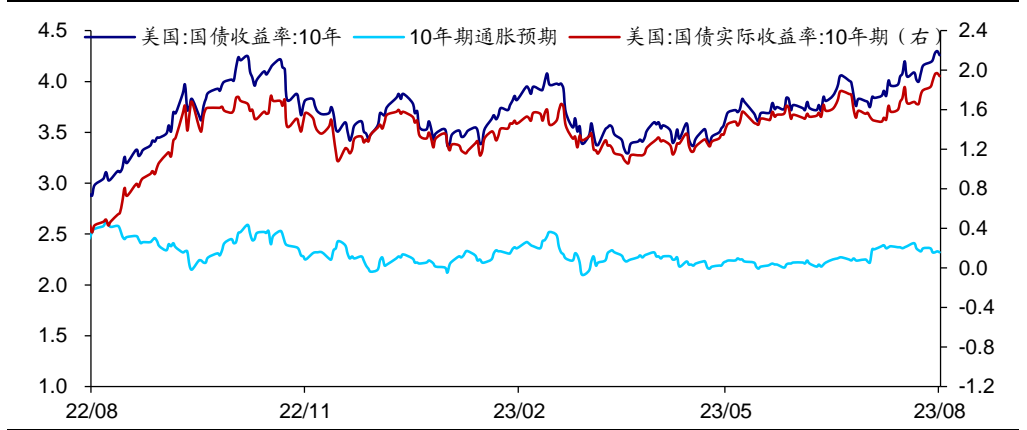
图10 美国财政部 8-10 月债券发行计划（十亿美元）


资料来源：美国财政部，海通证券研究所

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	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08
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%	0.0	-0.9	-0.2	0.0	-0.8	0.1	1.3	1.0	2.2	3.8	4.9	3.6	
	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	
	工业产能利用率 %	79.3	78.6	79.4	79.8	79.5	79.5	79.6	78.9	80.3	80.6	80.8	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	
	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	
	零售销售额 季调同比%	2.0	0.5	1.1	0.2	0.9	3.9	5.4	4.9	5.3	8.0	9.0	9.9	
	零售/食品服务销售额 季调同比%	3.2	1.6	2.1	1.3	2.2	5.3	7.4	6.0	6.1	8.8	9.4	10.2	
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	
	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	
	新房开工 折年季调同比%	5.9	-10.4	2.6		-19.4	-18.9	-19.7	-24.1	-16.6	-8.9	-6.2	-4.5	
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	
就业	新增非农就业人数 季调/万人		18.7	18.5	28.1	21.7	21.7	24.8	47.2	23.9	29.0	32.4	35.0	35.2
	失业率 季调%		3.5	3.6	3.7	3.4	3.5	3.6	3.4	3.5	3.6	3.7	3.5	3.7
	U6 失业率 季调%		6.7	6.9	6.7	6.6	6.7	6.8	6.6	6.5	6.7	6.7	6.7	7.0
通胀	CPI 同比%		3.2	3.0	4.0	4.9	5.0	6.0	6.4	6.5	7.1	7.7	8.2	8.3
	核心 CPI 同比%		4.7	4.8	5.3	5.5	5.6	5.5	5.6	5.7	6.0	6.3	6.6	6.3
	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
	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
	密歇根 1 年通胀预期 同比%	3.3	3.4	3.3	4.5	4.6	3.6	4.1	3.9	4.4	4.9	5.0	4.7	4.8
景气指数	ISM 制造业 PMI		46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.2	50.9	52.8
	ISM 非制造业 PMI		52.7	53.9	50.3	51.9	51.2	55.1	55.2	49.2	56.5	54.4	56.7	56.9
	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
	Sentix 投资信心指数	5.1	-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	71.2	71.6	64.4	59.2	63.5	62.0	67.0	64.9	59.7	56.8	59.9	58.6	58.2

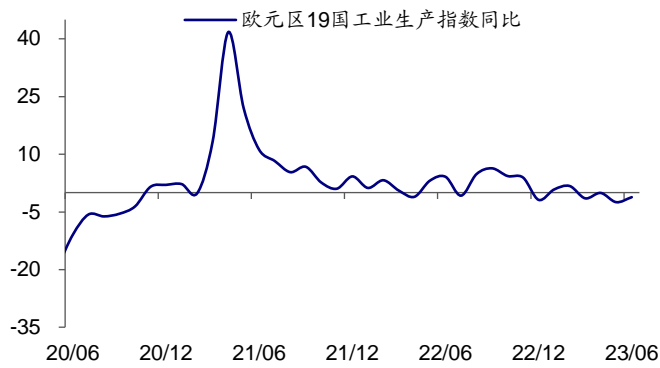
资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

2. 欧洲: 生产小幅回升

生产指数小幅回升。6月欧元区19国工业生产指数同比增速为-1.2%，较5月上升1.3个百分点，但仍处于负增长区间；环比增速较5月回升0.5个百分点至0.5%。

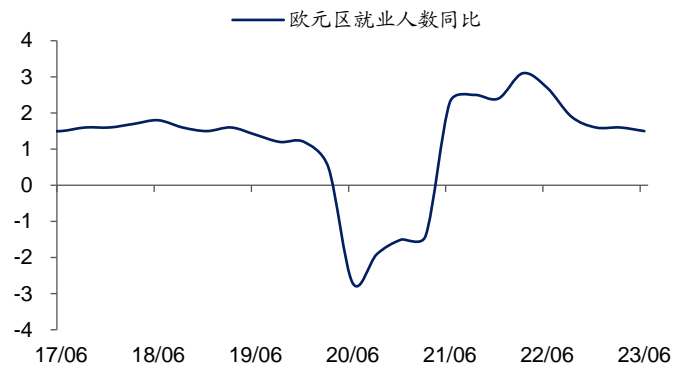
就业人数增速仍处高位。二季度欧元区19国就业人数同比增速为1.5%，较一季度回落0.1个百分点，但仍高于疫情前的水平（2019年四季度为1.2%）。环比增速由一季度的0.5%回落至0.2%。总体来看，欧元区劳动力市场仍表现强劲。

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 欧元区就业人数同比 (%)



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	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	
GDP	实际 GDP			0.6			1.1			1.7			2.4		
	实际 GDP			1.1			0.1			-0.2			1.5		
生产	工业生产指数			-1.2	-2.5	-0.1	-1.5	1.7	0.8	-1.9	3.9	4.3	6.3	4.8	
	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	
消费	零售销售指数			-1.4	-2.4	-2.8	-3.3	-2.4	-1.8	-2.7	-2.4	-2.6	0.3	-1.2	
就业	失业率			6.4	6.4	6.5	6.5	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	
通胀	HICP		5.3	5.5	6.1	7.0	6.9	8.5	8.6	9.2	10.1	10.6	9.9	9.1	
	核心 HICP		5.5	5.5	5.3	5.6	5.7	5.6	5.3	5.2	5.0	5.0	4.8	4.3	
	PPI			-3.4	-1.6	0.9	5.5	12.7	14.8	24.5	26.9	30.4	41.8	43.4	
景气指数	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	
	服务业 PMI		50.9	52.0	55.1	56.2	55.0	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8	
	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	
	经济景气指数	季调		94.5	95.3	96.4	98.9	98.8	99.3	99.6	96.9	95.1	93.9	94.7	98.1
	Sentix 投资信心指数		-18.9	-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: 美联储降息或尚早

美联储降息或尚早。7月美联储会议纪要显示,大多数与会者认为当前通胀仍有较大的上行风险,可能会要求进一步紧缩货币政策。由于通胀仍远高于2%的长期目标,大多数与会者认为将联邦基金利率的目标区间提高到5.25%至5.5%是合适的。此外,有两名官员7月要求连续第二次暂停加息。美国明尼阿波利斯联储主席卡什卡利表示,美国通胀仍较高,当前距离开始降息或尚早。

新西兰连续第二次暂停加息。新西兰联储将利率维持在5.50%不变,符合市场预期,为连续第二次暂停加息。新西兰联储主席Orr表示,短期内不急于调整利率,并对未来1-2年内货币政策保持限制性有信心。

俄罗斯央行加息 350BP。俄罗斯央行将基准利率从8.5%上调至12%,加息350个基点。且表示本次加息旨在应对汇率波动和通胀加速的风险。

挪威央行加息 25BP。挪威央行加息25BP至4%,并预计9月份将进一步加息。

阿根廷央行加息 2100BP。阿根廷央行将基准利率从97%上调至118%。

乌拉圭央行降息 75BP。乌拉圭央行降息至10%,此前为10.75%。

风险提示: 美国经济超预期; 美联储货币政策超预期

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。