

相关研究

《美联储转向仍需等待——2023年8月美国非农数据点评》2023.9.3

《国内高频指标跟踪（2023年第32期）》2023.9.5

《美欧：通胀压力仍大——海外经济政策跟踪》2023.9.5

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

美欧经济继续分化

——海外经济政策跟踪

投资要点:

- **经济:** 美国通胀预期明显回升, 5年、7年和10年期通胀预期分别较上一周上行9BP、7BP和7BP。通胀预期的回升, 或与沙特阿拉伯以及俄罗斯宣布延长原油减产计划后, 原油价格上涨有关。8月美国ISM非制造业PMI回升, 与制造业PMI的分化仍在持续。9月美国Sentix投资信心指数回落。
- 10年期美债收益率上升至4.26%, 主要是受美国通胀预期回升以及景气指数好于预期影响。**加息预期相对稳定。**市场仍预期9月大概率暂停加息(92%), 认为年内将维持目前利率水平, 并在2024年5月开始降息。
- **美元指数为何站上105?** 截至9月8日, 美元指数再度突破105, 为今年3月以来高点。一方面, 或与油价再度上行有关。另一方面, 或与美欧货币政策和经济表现分化有关。往前看, 在美国经济依然有韧性的背景下, 美联储货币政策转向的时间或将继续推迟; 加之, 其他经济体经济表现疲软, 短期美元指数或仍保持强势。后续重点关注美国通胀表现以及9月美联储议息会议点阵图。
- **欧洲方面,** 7月欧元区19国零售指数增速仍为负; 7月欧元区PPI同比增速持续回落; 9月欧元区Sentix投资信心指数有所下滑。
- **政策:** 美联储部分官员立场仍偏鹰, 表示仍有可能进一步加息。不过也有官员认为9月美联储或可以暂停加息; 9月欧央行或再次加息; 日央行或将维持宽松货币政策; 加拿大央行维持利率不变; 澳洲联储连续第三次暂停加息; 沙特宣布延长石油减产措施至12月底; 俄罗斯延长石油减产计划至12月底。
- **风险提示:** 海外政策收紧超预期, 海外经济衰退超预期

目 录

1. 美国：美元为何站上 105?	4
2. 欧洲：消费仍较低迷.....	7
3. 政策：美欧央行仍偏鹰.....	8

图目录

图 1	WTI 原油与布伦特原油期货价格 (美元/桶)	4
图 2	美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)	4
图 3	市场预测美联储加息概率 (%)	4
图 4	美国 10 年期国债收益率分解 (%)	5
图 5	美国 ISM 非制造业 PMI	5
图 6	美国 Sentix 投资信心指数	5
图 7	纽约联储每周经济 WEI 指数 (%)	6
图 8	美欧实际利差与美元兑欧元变化趋势 (%)	6
图 9	欧元区 19 国零售销售指数当月同比 (%)	7
图 10	欧元区 19 国 PPI 当月同比 (%)	7
图 11	欧元区 Sentix 投资信心指数	7
图 12	德国工业生产指数环比及同比 (%)	7

表目录

表 1	美国经济数据总览	6
表 2	欧元区经济数据总览	8

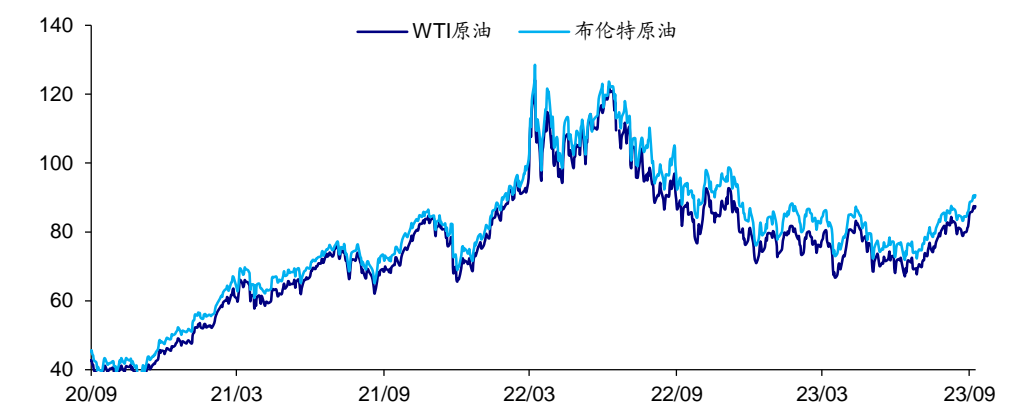
1. 美国：美元为何站上 105？

美国通胀预期明显上升。截至 9 月 8 日，5 年、7 年和 10 年期通胀预期分别较上一周上行 9BP、7BP 和 7BP。加息预期相对稳定，截至 9 月 8 日，市场仍预期 9 月大概率暂停加息（92.0%），认为年内将维持目前利率水平，并大概率在 2024 年 5 月开始降息。

通胀预期的回升或主要受原油价格上涨影响。9 月 5 日，沙特阿拉伯与俄罗斯相继宣布将原油自愿减产计划延长至 12 月底。其中，沙特阿拉伯的原油减产计划为日均 100 万桶，俄罗斯为日均 30 万桶。

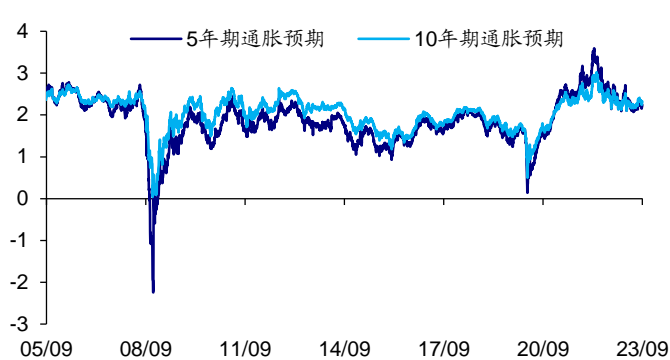
在两国减产计划延长的影响下，原油价格有较为明显的上行。其中，布伦特原油期货价格时隔 10 个月再次突破 90 美元/桶关口，WTI 原油期货价格在 9 月 8 日也上行到 88 美元/桶的水平。原油价格的上涨或将对通胀的回落产生额外的扰动，也对市场通胀预期的上行起到了一定的推动作用。

图1 WTI 原油与布伦特原油期货价格（美元/桶）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 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

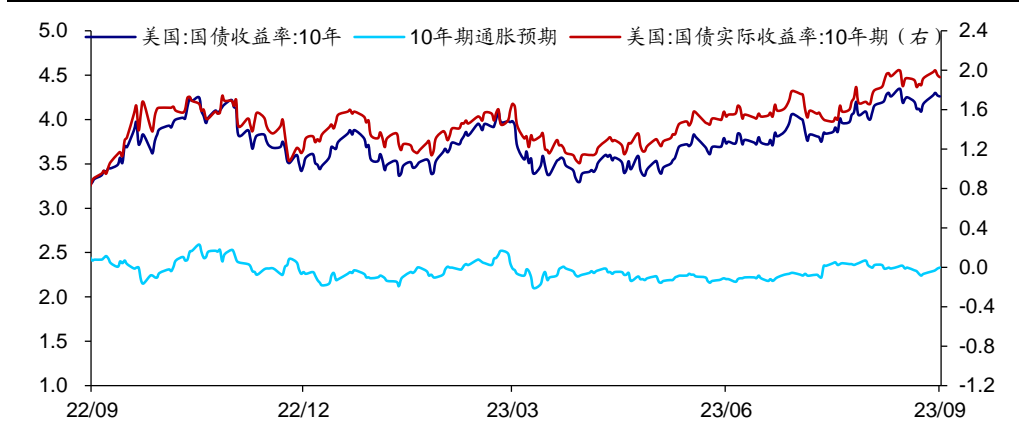
图3 市场预测美联储加息概率（%）

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%	92.0%	8.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	53.1%	43.6%	3.4%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	52.7%	42.0%	3.3%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	10.4%	50.9%	35.6%	2.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.0%	25.0%	45.4%	23.8%	1.7%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.8%	18.9%	39.5%	30.0%	8.1%	0.5%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	6.1%	23.1%	37.6%	25.6%	6.6%	0.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.9%	19.5%	34.5%	28.1%	10.6%	1.7%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	3.9%	16.0%	30.9%	29.7%	14.8%	3.9%	0.5%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	2.6%	11.5%	25.4%	30.1%	20.3%	7.9%	1.7%	0.2%	0.0%
2024/12/18	0.2%	2.0%	9.1%	21.6%	28.8%	23.0%	11.3%	3.4%	0.6%	0.1%	0.0%

资料来源：CME，海通证券研究所，截至 9 月 8 日

美债收益率上升至 4.26%。截至 9 月 8 日，美国 10 年期国债名义收益率为 4.26%，较前一周上行 8BP，主要是受美国通胀预期回升以及景气指数好于预期影响。其中，10 年期美债实际收益率相对稳定，较前一周上升 1BP 至 1.93%，10 年期通胀预期则上升 7BP 至 2.33%。

图4 美国 10 年期国债收益率分解 (%)

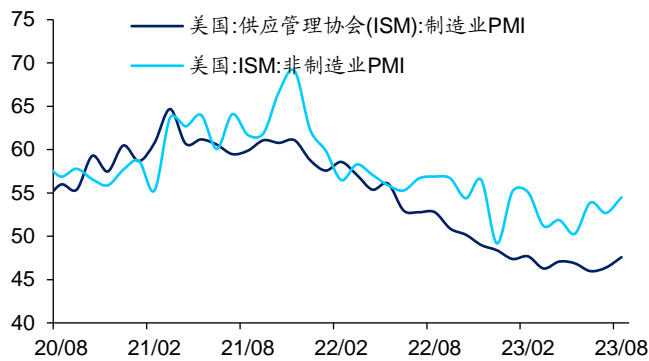


资料来源: Wind, 海通证券研究所

ISM 非制造业 PMI 有所回升。8 月美国 ISM 非制造业 PMI 为 54.5, 较 7 月上升 1.8, 超过市场预期的 52.5, 且已连续 8 个月高于荣枯线。相较之下, ISM 制造业 PMI 则持续处于荣枯线之下, 制造业与服务业景气分化仍在持续。

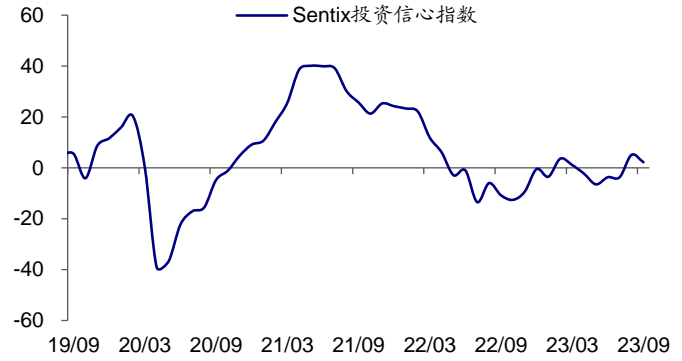
投资信心边际回落。9 月美国 Sentix 投资信心指数为 2.2, 较 8 月回落 2.9, 且与疫情前水平相比仍有一定距离 (2019 年 12 月为 11.6)。

图5 美国 ISM 非制造业 PMI



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 美国 Sentix 投资信心指数



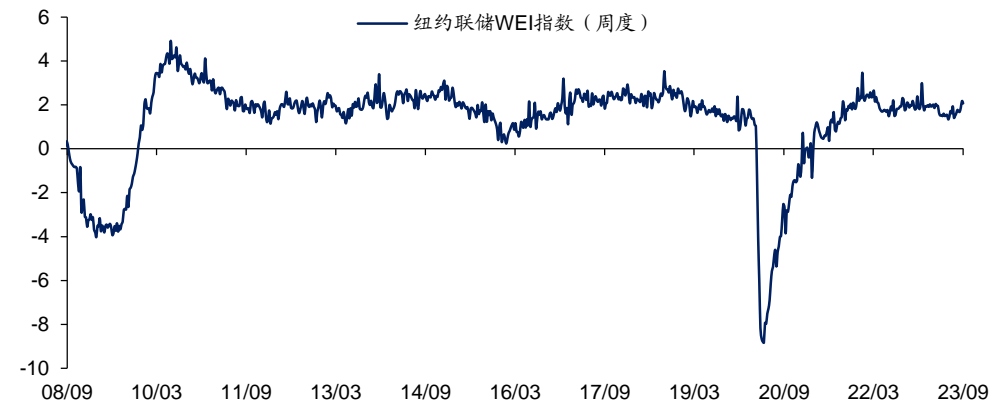
资料来源: Wind, 海通证券研究所

美元指数为何站上 105?截至 9 月 8 日, 美元指数再度突破 105, 为今年 3 月以来高点。那么, 在市场预期美联储大概率将在 9 月结束本轮加息周期的背景下, 美元指数为何表现还是如此强势呢? 我们认为或与多方面因素有关。

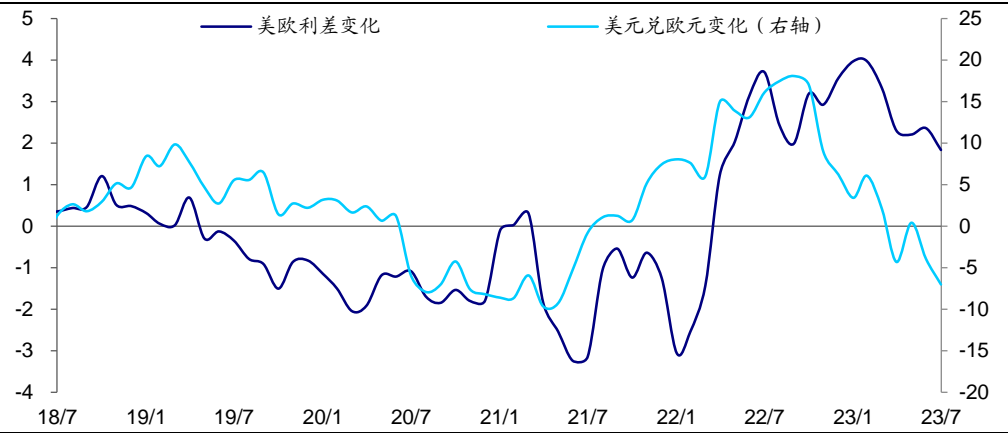
一方面, 或与油价再度上行有关。受沙特阿拉伯与俄罗斯等延续减产协议影响, 布伦特原油期货价格再度突破 90 美元/桶, 为去年 11 月以来高点。市场或较为担忧通胀的反复, 而影响后续美联储货币政策转向的时间。

另一方面, 或与美欧货币政策和经济表现分化有关。尽管今年以来美联储逐步放慢加息步伐, 但欧洲无论是加息节奏和幅度都相对落后与美联储。加之, 近期欧洲经济景气走弱, 而美国经济景气反而回升。例如, 8 月欧元区服务业 PMI 指数大幅回落至 47.9, 跌破枯荣线, 为 2021 年 2 月以来低点; 而 8 月美国服务业 PMI 指数则回升至 54.5, 为 3 月以来高点。美欧表现的分化, 也助推了近期美元指数的上行。

往前看, 在美国经济依然有韧性的背景下, 美联储货币政策转向的时间或将继续推迟;加之, 其他经济体经济表现疲软, 短期美元指数或仍保持强势。后续重点关注美国通胀表现以及 9 月美联储议息会议点阵图。

图7 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8 美欧实际利差与美元兑欧元变化趋势 (%)


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	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09
GDP	实际 GDP				2.5			1.8			0.9			1.9
	实际 GDP				2.1			2.0			2.6			3.2
生产	工业总产值			0.0	-0.9	-0.2	0.0	-0.8	0.1	1.3	1.0	2.2	3.8	4.9
	制造业新订单			0.9	1.2	2.0	1.9	1.8	3.6	4.3	2.2	3.2	4.7	5.6
	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
消费	个人实际可支配收入			7.2	8.0	8.3	8.3	7.9	8.0	7.9	3.7	3.6	3.6	3.5
	个人实际消费支出			6.4	5.5	6.1	6.6	6.4	7.6	8.1	7.3	7.1	7.9	8.5
	零售销售额			2.0	0.5	1.1	0.2	0.9	3.9	5.4	4.9	5.3	8.0	9.0
	零售/食品服务销售额			3.2	1.6	2.1	1.3	2.2	5.3	7.4	6.0	6.1	8.8	9.4
地产	新房销售			31.5	21.5	10.7	11.1	-9.5	-19.1	-19.9	-23.4	-24.6	-15.1	-23.6
	成屋销售			-16.6	-18.9	-20.4	-23.0	-22.1	-23.1	-36.9	-33.8	-34.9	-28.3	-24.3
	新房开工			5.9	-10.4	2.6	-25.2	-19.4	-18.9	-19.7	-24.1	-16.6	-8.9	-6.2
	标普/CS 房价指数				-1.2	-1.7	-1.7	-1.1	0.4	2.6	4.6	6.8	8.6	10.4
就业	新增非农就业人数		18.7	15.7	10.5	28.1	21.7	21.7	24.8	47.2	23.9	29.0	32.4	35.0
	失业率		3.8	3.5	3.6	3.7	3.4	3.5	3.6	3.4	3.5	3.6	3.7	3.5
	U6 失业率		7.1	6.7	6.9	6.7	6.6	6.7	6.8	6.6	6.5	6.7	6.7	6.7
通胀	CPI			3.2	3.0	4.0	4.9	5.0	6.0	6.4	6.5	7.1	7.7	8.2
	核心 CPI			4.7	4.8	5.3	5.5	5.6	5.5	5.6	5.7	6.0	6.3	6.6
	PCE			3.3	3.0	3.8	4.3	4.2	5.0	5.4	5.3	5.7	6.1	6.3
	核心 PCE			4.2	4.1	4.5	4.6	4.6	4.7	4.7	4.6	4.8	5.1	5.2
	密歇根 1 年通胀预期		3.5	3.4	3.3	4.2	4.6	3.6	4.1	3.9	4.4	4.9	5.0	4.7
景气指数	ISM 制造业 PMI		47.6	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.2	50.9
	ISM 非制造业 PMI		54.5	52.7	53.9	50.3	51.9	51.2	55.1	55.2	49.2	56.5	54.4	56.7
	Markit 制造业 PMI		47.9	49.0	46.3	48.4	50.2	49.2	47.3	46.9	46.2	47.7	50.4	52.0
	Sentix 投资信心指数	2.2	5.1	-3.7	-3.7	-6.5	-2.3	1.1	3.6	-3.5	-0.5	-9.4	-12.6	-10.8
	密歇根消费者信心指数		69.5	71.6	64.4	59.2	63.5	62.0	67.0	64.9	59.7	56.8	59.9	58.6

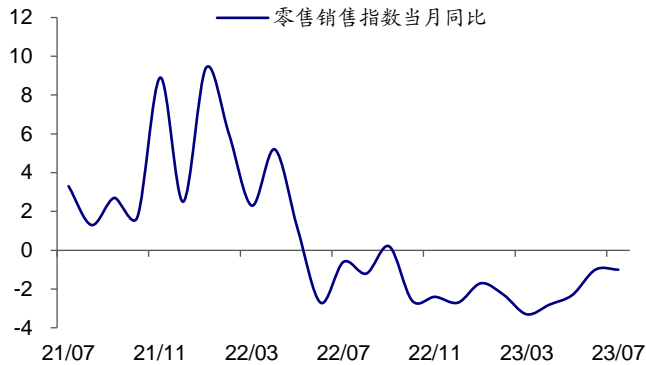
资料来源：WIND，海通证券研究所，黑框为上周更新数据

2. 欧洲：消费仍较低迷

零售增速仍为负。7月欧元区19国零售销售指数同比增速为-1.0%，较6月持平，但与疫情前相比仍处于低位（2019年12月为2.1%），且已连续10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。

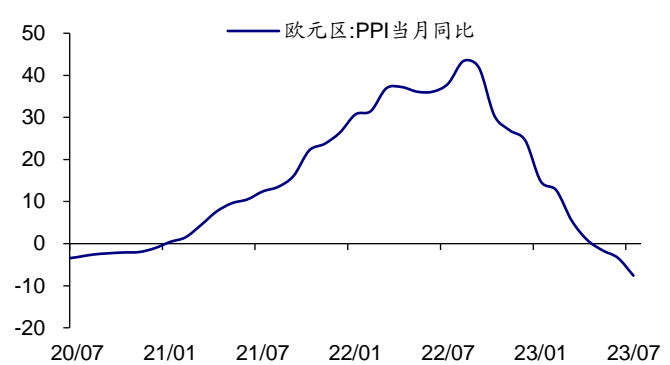
PPI持续回落。7月欧元区19国PPI同比增速为-7.6%，较6月进一步回落4.2个百分点，为2009年7月以来新低。PPI同比的持续回落或受去年高基数以及天然气价格处于低位等因素影响。

图9 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

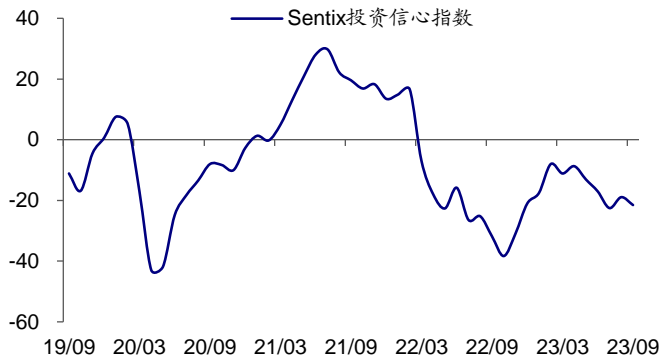
图10 欧元区19国PPI当月同比(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

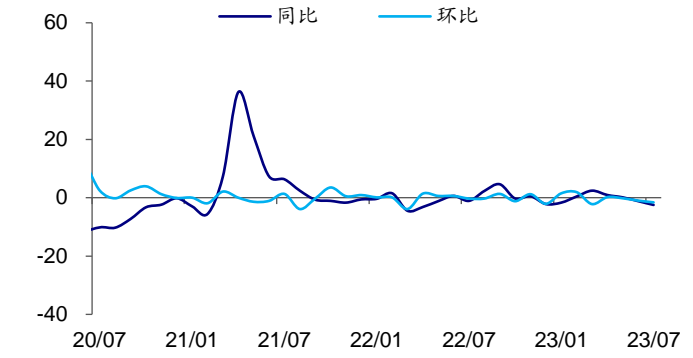
投资信心回落。9月欧元区Sentix投资信心指数为-21.5，较8月下降2.6，已连续19个月为负。往前看，在通胀压力仍大的情况下，欧央行加息周期或尚未结束，对投资信心的抑制作用或仍将持续。

图11 欧元区 Sentix 投资信心指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 德国工业生产指数环比及同比(%)



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	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	
GDP	实际 GDP 季调同比%				0.5			1.1			1.7			2.3	
	实际 GDP 折年季调环比%				0.5			0.3			-0.2			1.3	
生产	工业生产指数 同比%				-1.2	-2.5	-0.1	-1.5	1.7	0.8	-1.9	3.9	4.3	6.3	
	制造业产能利用率 非季调%	80.6			81.2			81.0			81.4			82.3	
	粗钢产量(欧盟) 同比%			-12.0	-10.2	-10.1	-9.8	-7.0	-10.3	-10.4	-17.1	-18.6	-15.7	-15.7	
消费	零售销售指数 同比%			-1.0	-1.0	-2.3	-2.8	-3.3	-2.3	-1.7	-2.7	-2.4	-2.6	0.2	
就业	失业率 季调%			6.4	6.4	6.4	6.5	6.5	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	
通胀	HICP 同比%		5.3	5.3	5.5	6.1	7.0	6.9	8.5	8.6	9.2	10.1	10.6	9.9	
	核心 HICP 同比%		5.3	5.5	5.5	5.3	5.6	5.7	5.6	5.3	5.2	5.0	5.0	4.8	
	PPI 同比%			-7.6	-3.4	-1.6	0.9	5.5	12.7	14.8	24.5	26.9	30.4	41.8	
景气指数	制造业 PMI		43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	
	服务业 PMI		47.9	50.9	52.0	55.1	56.2	55.0	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	
	消费者信心指数			-16.0	-15.1	-16.1	-17.4	-17.5	-19.1	-19.0	-20.6	-22.0	-23.7	-27.4	-28.7
	经济景气指数 季调		93.3	94.5	95.2	96.3	98.8	98.8	99.3	99.6	97.0	95.1	93.9	94.7	
	Sentix 投资信心指数		-21.5	-18.9	-22.5	-17.0	-13.1	-8.7	-11.1	-8.0	-17.5	-21.0	-30.9	-38.3	-31.8

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

3. 政策: 美欧央行仍偏鹰

美联储部分官员立场仍偏鹰。克利夫兰联储主席梅斯特认为, 美联储可能还需略微地进一步加息。波士顿联储主席柯林斯指出, 当前判断通胀处在向 2% 回归的轨道上还为时尚早; 取决于数据情况, 可能有理由进一步收紧政策。亚特兰大联储主席博斯蒂克表示, 需要让限制性货币政策发挥作用, 还需要付出努力才能让通胀降向 2% 的目标。

不过, 也有官员认为 9 月美联储或可以暂停加息。例如, 达拉斯联储主席洛根认为, 在 9 月会议上跳过利率行动可能是适宜的。美联储理事沃勒认为, 目前的数据并不显示美联储需要即刻采取任何行动。

欧央行或再次加息。欧央行行长拉加德、欧央行管委兼德国央行行长 Nagel 均强调, 当前欧元区通胀仍然太高。Nagel 还指出, 不应该预期欧央行在利率见顶后会很快降息。欧央行管委 Kazimir 也认为, 9 月需要再加一次息, 以确保通胀回到 2%。欧央行管委 Knot 同样表示, 市场可能低估了下周加息的可能性。

日央行或将维持宽松政策。日央行审议委员中川顺子表示, 央行调整收益率曲线控制政策 (YCC) 提高了宽松政策的可持续性, 继续实施货币宽松政策是合适的。

加拿大央行维持利率不变。加拿大央行维持关键利率在 5%, 符合市场预期。此外, 加拿大央行表示了对通胀的担忧, 并声明准备再次加息。

澳洲联储连续第三次暂停加息。澳洲联储维持政策利率在 4.1% 水平, 符合市场预期。

沙特宣布延长石油减产措施至 12 月底。9 月 5 日, 沙特表示将把从 7 月开始的日均 100 万桶的自愿减产石油措施延长至 12 月底。减产措施延长后, 沙特 10 月至 12 月石油日产量将在 900 万桶左右。

俄罗斯延长石油减产计划至 12 月底。俄罗斯副总理诺瓦宣布, 俄罗斯每日将继续主动减产 30 万桶原油, 直至今年年底。

风险提示: 海外政策收紧超预期, 海外经济衰退超预期

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。