

相关研究

《汇率的波动：利差的视角》

2023.9.1

《PMI 边际好转——8月全国 PMI 数据解读》2023.8.31

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：通胀压力仍大 ——海外经济政策跟踪

投资要点:

- **经济：消费仍有韧性。**7月美国居民实际可支配收入增速有所放缓，但消费支出仍保持强劲。**劳动力市场有所降温。**8月美国非农就业人数放缓，失业率小幅上升。通胀仍然顽固，7月美国 PCE 与核心 PCE 价格指数增速均有所回升。8月美国 ISM 制造业 PMI 有所回暖，但仍处于荣枯线之下。
- **通胀预期有所回落，**5年、7年和10年期通胀预期分别较上一周下行8BP、7BP和7BP。加息预期方面，**市场仍预期美联储9月大概率暂停加息（94.0%），但已不再预期11月将再次加息，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。**10年美债收益率回落至4.18%，主因通胀预期下行。
- **欧洲方面，**通胀压力仍大，8月HICP同比增速与前一月持平；8月经济景气指数持续走弱；9月制造业产能利用率有所回落；7月欧元区失业率仍维持历史低位。
- **政策：美联储降息或尚早，**多位官员仍强调通胀水平过高；欧央行立场仍偏鹰，9月货币政策决定将取决于近期数据；日央行或将维持宽松货币政策。
- **风险提示：美国**经济衰退超预期；美联储货币政策超预期

目 录

1. 美国：就业形势趋缓.....	4
2. 欧洲：通胀仍较顽固.....	7
3. 政策：美欧降息仍早，日央行宽松或持续.....	8

图目录

图 1	美国个人实际可支配收入和消费支出同比 (%)	4
图 2	美国 PCE 和核心 PCE 当月同比 (%)	4
图 3	美国新增非农就业人数 (万人)	4
图 4	美国非农失业率及 U6 失业率 (%)	4
图 5	美国 ISM 制造业与服务业 PMI	5
图 6	美国粗钢产量同比增速 (周度, %)	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	纽约联储每周经济 WEI 指数 (%)	6
图 10	美国 10 年期国债收益率分解 (%)	6
图 11	欧元区 HICP 和核心 HICP 同比 (%)	7
图 12	欧元区 19 国经济景气指数	7
图 13	欧洲制造业产能利用率 (%)	7
图 14	欧元区和欧盟 27 国季调失业率 (%)	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

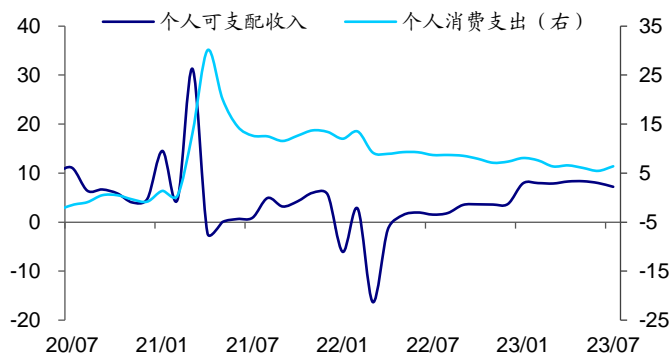
1. 美国：就业形势趋缓

居民收入增速放缓。7月美国个人实际可支配收入同比增速为7.2%，较6月下降0.8个百分点，为今年以来的最低水平。其中，个人工资与薪金仍保持增长，但个人经常账户转移收入有所回落，主要体现在医疗补助和“其他”政府社会福利的减少。不过，整体来看，美国居民收入增速仍高。

消费支出仍有韧性。个人实际消费支出同比增速为6.4%，较6月上升0.9个百分点。其中，服务支出的名义环比增速为0.8%，略高于商品支出的增速（0.7%）。在居民收入增速仍高、劳动力市场相对紧俏以及居民仍有部分超额储蓄支撑的情况下，美国居民消费或仍能保持一定韧性。

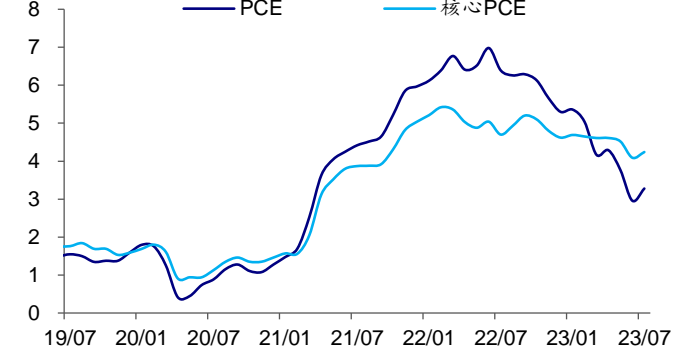
核心PCE有所反弹。7月美国PCE价格指数同比增速3.3%，较6月上升0.3个百分点。核心PCE同比增速较6月上升0.2个百分点至4.2%。通胀增速的回升或意味着美联储实现2%的通胀目标并非一帆风顺，在通胀水平仍高的情况下，美联储降息或尚早。

图1 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2 美国PCE和核心PCE当月同比（%）

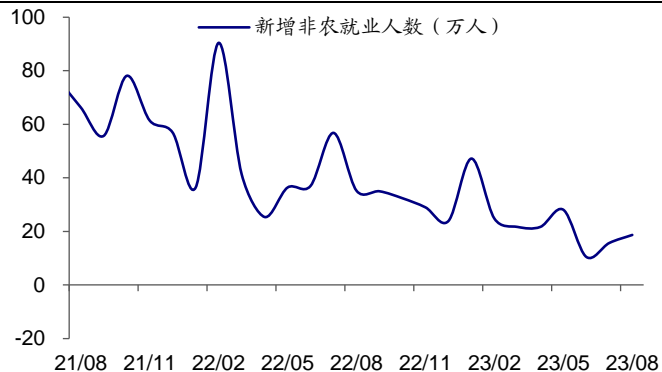


资料来源：Wind，海通证券研究所

非农就业趋势放缓。8月美国新增非农就业人数18.7万人，高于预期的17万人。不过7月数据大幅下修3万人至15.7万。此外，连续三个月平均新增非农就业人数放缓至15万人，与美联储主席鲍威尔认为的合意新增就业人数越来越接近（每个月10万人）。

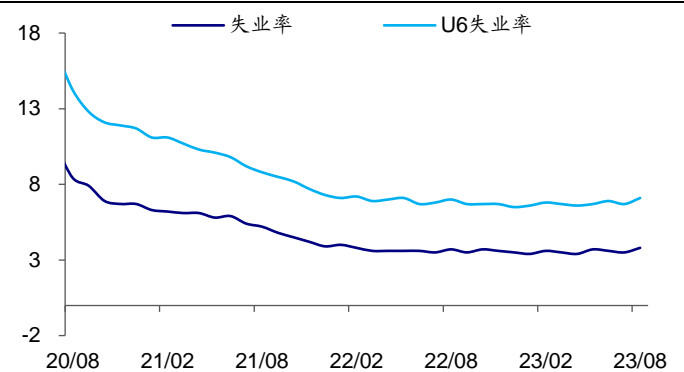
失业率小幅上升。美国8月失业率为3.8%，较7月上升0.3个百分点，为2022年2月以来新高。失业率的上行或与劳动力参与率回升有关。8月美国劳动力参与率上升到62.8%，为3月以来首次上行，不过与疫情前（2020年2月）约有0.5个百分点的缺口。

图3 美国新增非农就业人数（万人）



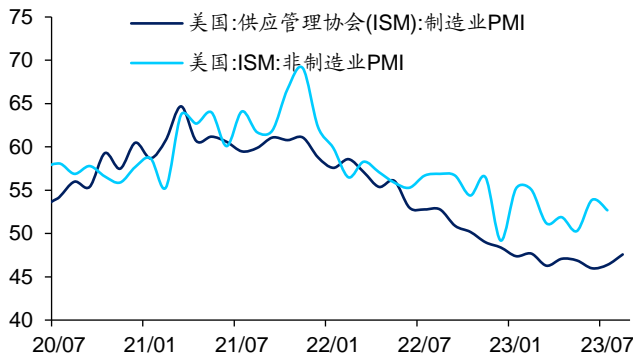
资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 美国非农失业率及U6失业率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

制造业景气度边际回升。8月美国ISM制造业PMI为47.6，较7月回升1.2，但仍连续10个月处于荣枯线之下。在高利率以及商品需求放缓的影响下，制造业景气度或将继续承压。

图5 美国ISM制造业与服务PMI


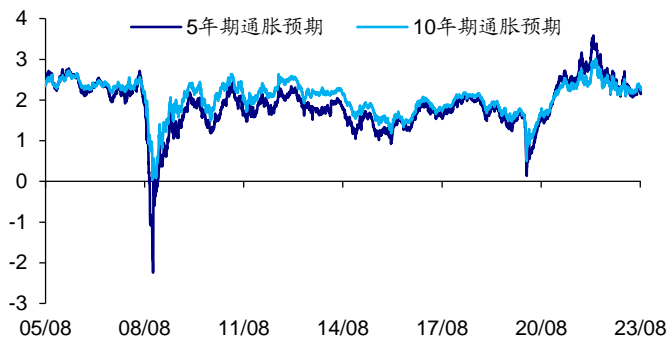
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 美国粗钢产量同比增速(周度, %)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

通胀预期有所回落。截至9月1日，5年、7年和10年期通胀预期分别较上一周下行8BP、7BP和7BP。**11月加息预期降温**，截至9月1日，市场仍预期美联储9月大概率暂停加息(94.0%)，但已不再预期11月将再次加息，认为年内大概率将维持目前利率水平，并大概率在2024年5月开始降息。

美债收益率回落至4.18%。截至9月1日，美国10年期国债名义收益率4.18%，较上周回落7BP。其中，10年期美债实际收益率为1.92%，较上一周维持不变，10年期通胀预期较上一周下降7BP至2.26%。

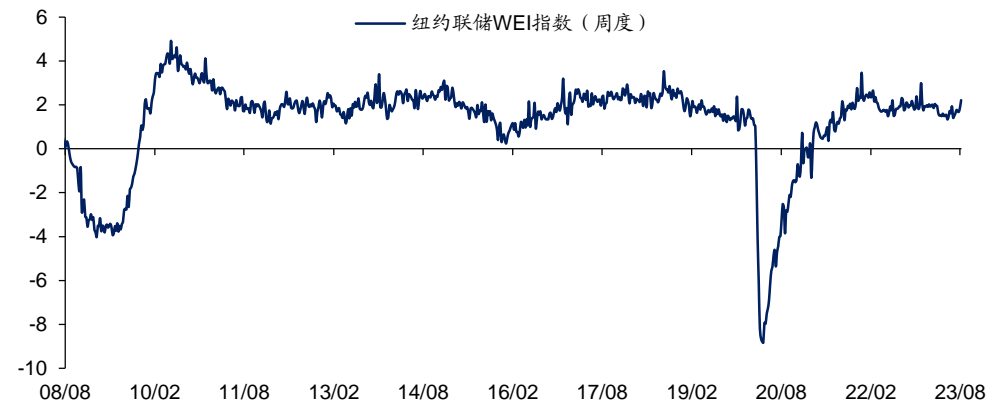
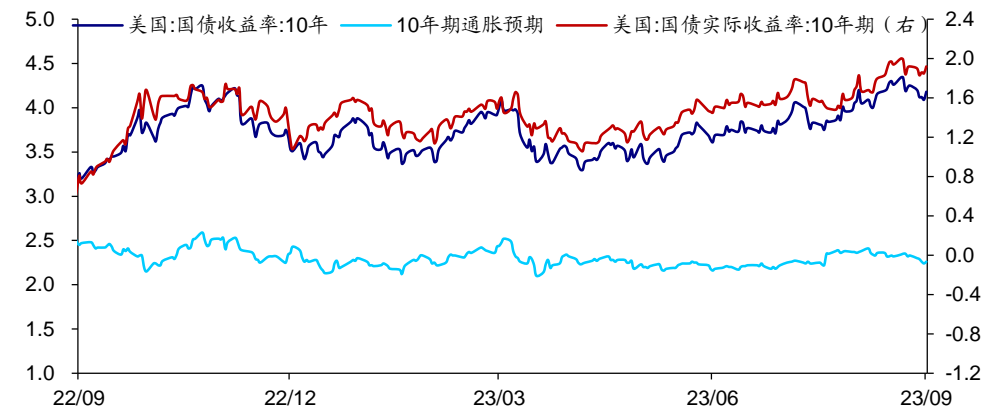
图7 美国5年期和10年期通胀预期(%)


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 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%	94.0%	6.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	64.6%	33.5%	1.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	61.9%	30.8%	1.7%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	17.2%	55.5%	24.8%	1.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	8.2%	34.1%	42.0%	14.5%	0.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.6%	21.9%	38.3%	27.4%	7.2%	0.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.1%	15.8%	32.5%	31.2%	14.3%	2.8%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	12.0%	27.5%	31.6%	19.4%	6.2%	0.9%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.1%	1.8%	10.1%	24.4%	30.8%	21.8%	8.8%	2.0%	0.2%	0.0%
2024/11/7	0.1%	1.3%	7.5%	19.9%	28.8%	24.6%	12.9%	4.1%	0.8%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.9%	5.6%	16.1%	26.1%	25.9%	16.5%	6.8%	1.8%	0.3%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至9月1日

图9 纽约联储每周经济 WEI 指数 (%)

图10 美国 10 年期国债收益率分解 (%)

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	同比% (20 城)			-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	季调/万人	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	季调%	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	季调%	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	同比%			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	同比%			4.7	4.8	5.3	5.5	5.6	5.5	5.6	5.7	6.0	6.3	6.6	
	PCE	同比%			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	同比%			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	同比%			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				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	季调			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			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	

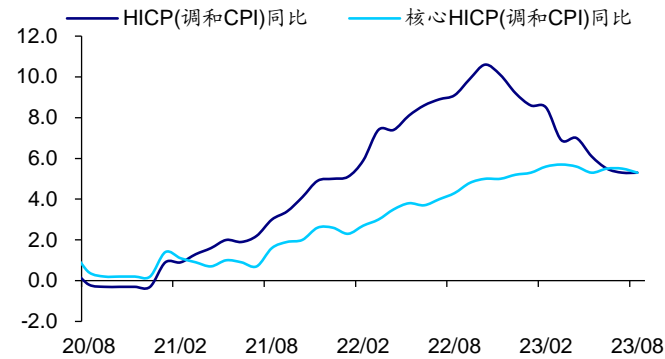
资料来源：WIND，海通证券研究所，黑框为上周更新数据

2. 欧洲：通胀仍较顽固

通胀压力仍大。8月欧元区 HICP 同比增速为 5.3%，与 7 月持平，中断了此前的下降趋势，且高于市场预期的 5.1%。环比增速则由 7 月的-0.1%上升到 0.6%。不过，核心 HICP 同比增速较 7 月有所下滑，回落 0.2 个百分点至 5.3%。总体来看，当前欧洲通胀压力仍较顽固。

经济景气指数持续走弱。8月欧元区 19 国经济景气指数为 93.3，较 7 月下降 1.2，延续了今年 2 月份以来的下降趋势。未来在通胀仍高与欧央行仍坚持鹰派立场的影响下，经济景气指数或难有明显改善。

图11 欧元区 HICP 和核心 HICP 同比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 欧元区 19 国经济景气指数

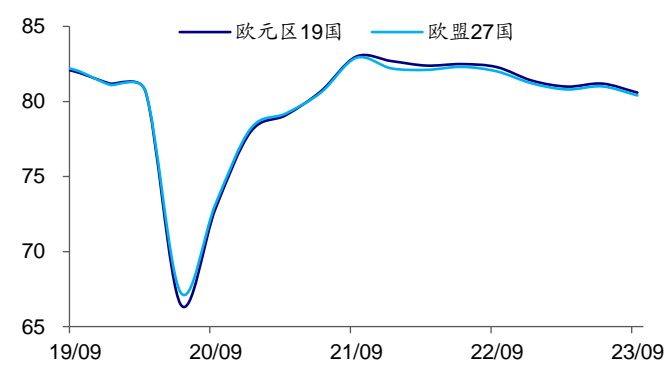


资料来源：Wind，海通证券研究所

制造业产能利用率回落。9月欧元区 19 国制造业产能利用率 80.6%，较 6 月下降 0.6 个百分点，为 2021 年 3 月以来新低。

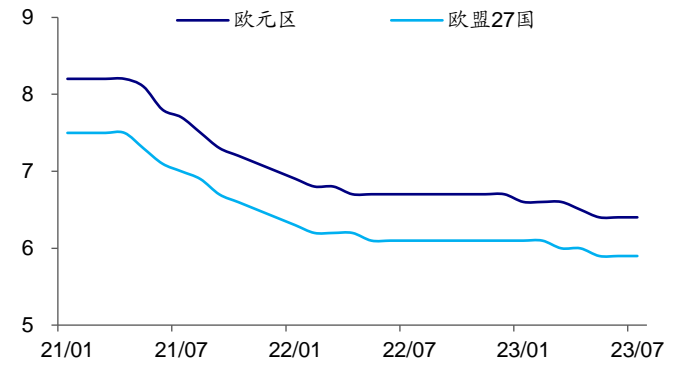
失业率维持低位。7月欧元区失业率为 6.4%，与 6 月持平，持续处于历史低位。

图13 欧洲制造业产能利用率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 欧元区和欧盟 27 国季调失业率 (%)



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%			0.6			1.1			1.7			2.4
	实际 GDP	折年季调环比%			1.0			0.1			-0.2			1.5
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
消费	零售销售指数	同比%			-1.4	-2.4	-2.8	-3.3	-2.4	-1.8	-2.7	-2.4	-2.6	0.3
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%			-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		48.3	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		-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: 美欧降息仍早, 日央行宽松或持续

美联储降息或尚早。多位美联储官员强调通胀水平较高。例如, 克利夫兰联储主席梅斯特认为, 目前通胀水平仍过高, 或仍需讨论利率“限制性”与需维持在高位多久的问题。美国亚特兰大联储主席博斯蒂克也指出, 如果通胀加速将支持更多政策收紧, 政策或不会在短期内放松。

欧央行立场仍偏鹰。欧央行 7 月会议纪要显示, 全员支持 7 月加息 25BP。但在 9 月是否加息的问题上, 欧央行副行长 Guindos 表示, 政策决定仍未确定, 近期公布的经济数据将是决定政策的关键。

欧央行管委 Holzmann 表示, 欧央行在抗击通胀方面仍“有点落后于形势”, 如果不出现意外情况, 或需在 9 月份再次加息。欧央行管委兼德国央行行长 Nagel 认为, 欧央行的利率在到达高点后可能需要维持一段时间。欧央行管委 Villeroy 表示, 欧央行加息周期正在接近尾声, 但考虑降息还很远, 未来利率的持续时长比具体水平更重要。

日央行或将维持宽松货币政策。日央行行长植田和男表示, 日本通胀仍然低于目标, 这支持央行当前的货币政策策略。日央行委员田村直树也表示, 在当前时点继续实施宽松货币政策是合适的, 若明年 1-3 月实现通胀目标, 结束负利率或是一个选项。

风险提示: 美国经济衰退超预期; 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。