

相关研究

《如何看通胀的反弹？——美国 2023 年 8 月物价数据点评》2023.9.16

《宽松周期继续：小步伐，多步走——对央行降准的理解》2023.9.15

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

美欧：年内加息预期有何变化？

——海外经济政策跟踪

投资要点：

- **美国经济：通胀压力仍大。**8月美国CPI与PPI同比增速均有所回升，而核心CPI和核心PPI延续回落趋势。**消费仍有韧性。**8月美国零售销售同比与环比增速均有回升，其中加油站零售消费明显反弹。9月美国密歇根大学消费者信心指数仍处低位，消费者通胀预期有所回落。8月美国工业总产值增速有所回落，产能利用率仍维持高位。
- **加息预期方面，**市场仍预期美联储9月大概率暂停加息（98.0%），并认为年内将维持目前利率水平。不过市场预期11月不加息的概率升至70%以上；降息的时点由上一周的2024年5月推迟到了2024年6月。10年期美债收益率上升至4.33%，主因实际收益率上行。
- **欧洲方面，**7月欧元区19国工业生产指数有所回落，9月ZEW经济景气指数仍处于负值区间。
- **政策：欧央行加息25BP，**欧央行行长拉加德表示并不能说利率已经达到顶峰，并强调欧央行还没有讨论降息。不过也有部分官员认为欧央行无需继续加息；欧央行上调2024年通胀预期，并下调2023-2025年GDP增速预期；日央行行长表示结束负利率是可行选择之一；丹麦央行加息25BP；俄罗斯央行加息100BP；乌克兰央行降息200BP。
- **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：通胀持续回升.....	4
2. 欧洲：生产继续回落.....	7
3. 政策：欧央行加息 25BP	8

图目录

图 1	美国 CPI 同比和核心 CPI 同比 (%)	4
图 2	PPI 同比和核心 PPI 同比 (%)	4
图 3	美国零售和食品服务销售额同比增速 (%)	5
图 4	零售分项对环比增速的拉动 (%)	5
图 5	美国密歇根大学消费者信心指数	5
图 6	美国密歇根大学消费者 1 年和 5 年通胀预期 (%)	5
图 7	工业总产值季调同比及环比 (%)	6
图 8	美国工业产能利用率和制造业产能利用率 (%)	6
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 (%)	7
图 13	欧元区 19 国工业生产指数同比 (%)	8
图 14	欧元区 ZEW 经济景气指数	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：通胀持续回升

通胀继续回升。8月美国CPI同比上升至3.7%，较7月上行0.5个百分点，已连续两个月反弹；环比回升至0.6%，较上一月回升0.4个百分点，为去年6月以来新高。

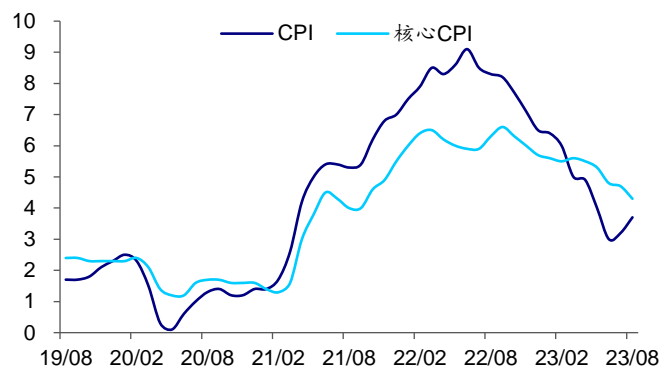
整体通胀的回升主要与能源价格回升有关。8月原油、汽油和柴油价格环比增速明显上涨，受此影响，8月能源通胀同比跌幅收窄至3.6%；环比更是大幅回升至5.6%。此外，去年同期基数回落也有一定影响。去年6月之后美国通胀开启下行趋势，去年8月通胀回落至8.3%。

核心通胀延续下行趋势。8月核心CPI同比回落至4.3%，是2021年9月以来的低点。从结构来看，受二手车价格继续回落影响，核心商品通胀进一步缓解。核心服务压力也有所缓解，租金通胀的环比明显低于之前0.7%左右的水平。

总体来看，受能源和食品价格影响，整体通胀或在未来几个月仍有反弹风险。考虑到美国经济下行较慢，年底核心通胀大概率在3%以上，美联储短期或难以看到降息。（详见《如何看通胀的反弹？——美国2023年8月物价数据点评》）

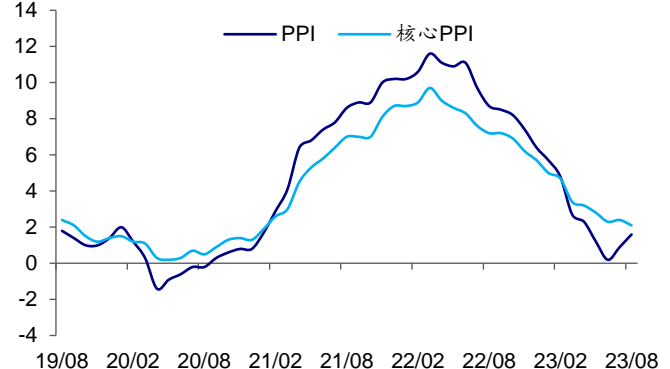
PPI增速继续回升。8月美国PPI同比为1.6%，较7月回升0.7个百分点；环比增速则由7月0.4%上升至0.7%。PPI的回升主要受能源价格反弹影响，而8月核心CPI同比为2.1%，较7月回落0.3个百分点，仍呈现下降趋势。

图1 美国CPI同比和核心CPI同比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

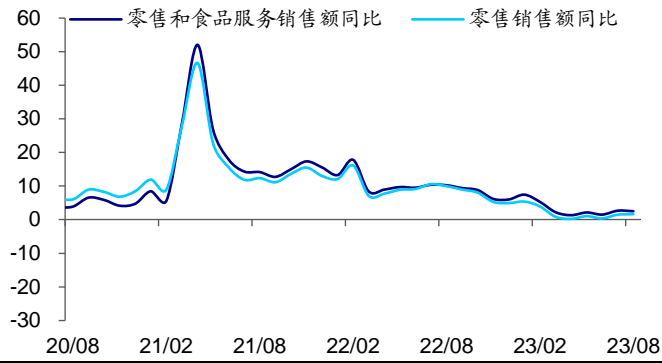
图2 PPI同比和核心PPI同比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

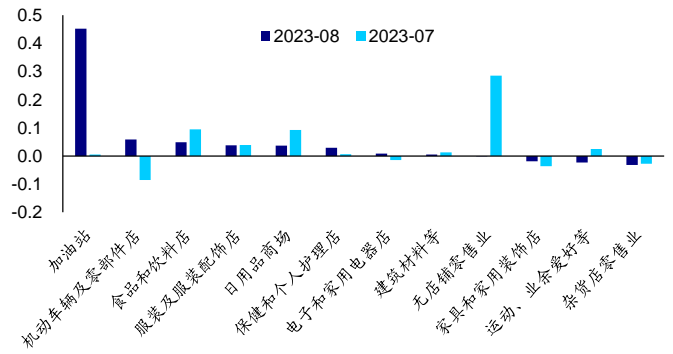
零售销售增速略有回升。8月美国零售和食品服务销售额同比增速为2.5%，较7月下降0.2个百分点。其中，零售销售额同比增速上升0.1个百分点至1.6%；环比增速为0.6%，高于市场预期。从分项来看，环比增速的上涨主要与油价大幅上行情况下，加油站零售消费明显反弹有关。

图3 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4 零售分项对环比增速的拉动 (%)

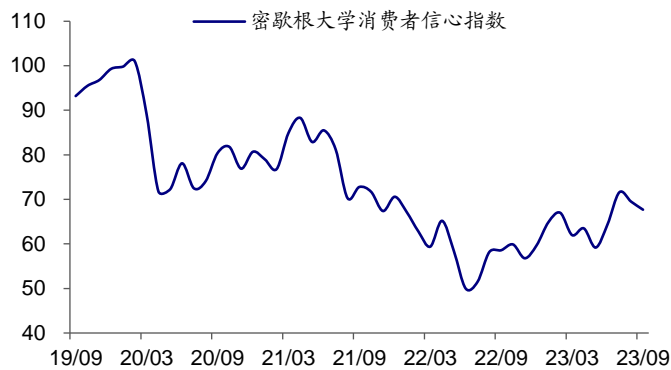


资料来源: Wind, 海通证券研究所

消费者信心指数仍处低位。9月美国密歇根大学消费者信心指数为 67.7,较 8 月回落 1.8。自 2022 年下半年以来消费者信心指数整体呈回升态势,但较疫情前仍具有一定的距离(2019 年 12 月为 99.3)。这或与美联储加息影响下,利率高企和通胀仍然较高有关。

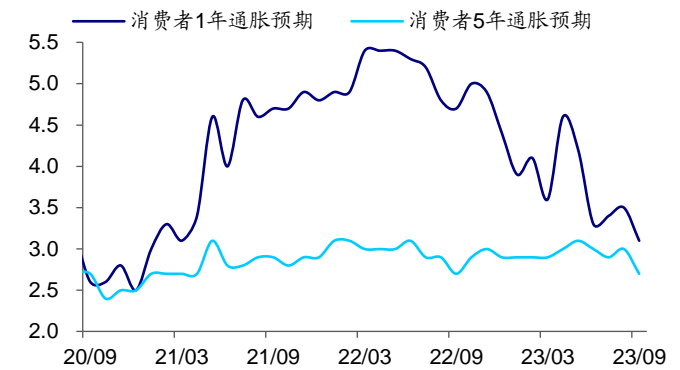
消费者通胀预期有所回落。9 月美国密歇根大学消费者 1 年期通胀预期为 3.1%,较 8 月回落 0.4 个百分点。5 年期通胀预期则由 8 月的 3.0%回落至 2.7%。

图5 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

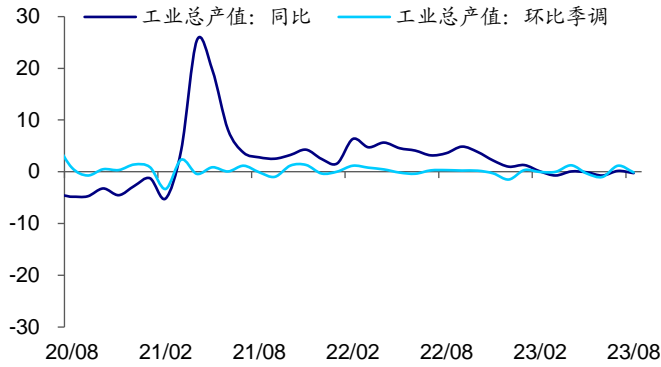
图6 美国密歇根大学消费者 1 年和 5 年通胀预期 (%)



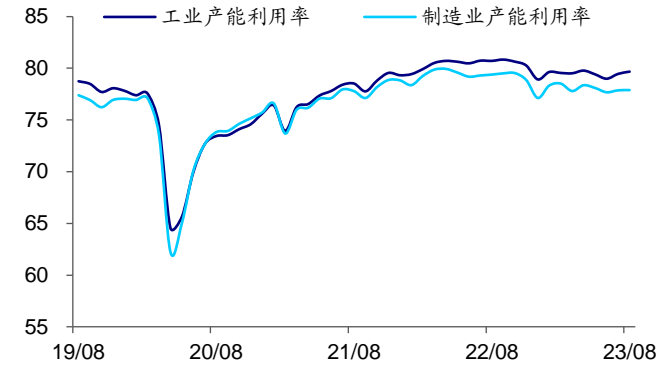
资料来源: Wind, 海通证券研究所

工业产值增速回落。8 月美国工业总产值同比增速较 7 月下降 0.4 个百分点至-0.3%,环比季调增速由 7 月的 1.2%下降至-0.1%。不过整体仍维持在较高的水平。

产能利用率维持高位。8 月美国工业产能利用率较 7 月上升 0.2 个百分点至 79.7%。其中,制造业产能利用率为 77.9%,与 7 月持平,仍高于疫情前水平(2019 年 12 月为 77.1%)。

图7 工业总产值季调同比及环比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

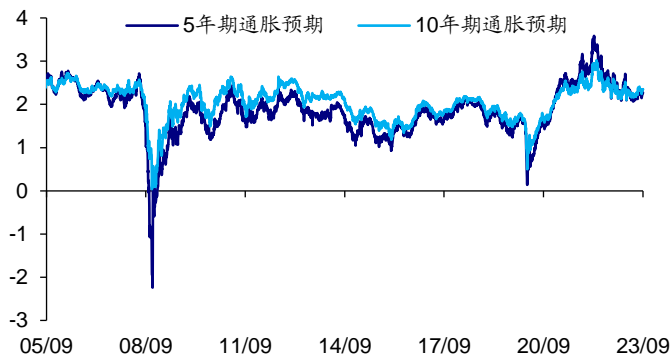
图8 美国工业产能利用率和制造业产能利用率 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

通胀预期相对稳定。截至9月15日,5年、7年和10年期通胀预期分别较上一周上行1BP、1BP和2BP。

加息预期方面,截至9月16日,市场仍预期9月大概率暂停加息(98.0%),并认为年内将维持目前利率水平。尤其是市场预期11月不加息的概率升至70%以上,明显高于上一周。此外,市场预期的美联储降息时点由上周的2024年5月推迟到了2024年6月。

美债收益率上升至4.33%。截至9月15日,美国10年期国债名义收益率为4.33%,较上周上升7BP。其中,10年期美债实际收益率较上周上升5BP至1.98%,10年期通胀预期较上周上升2BP至2.35%。

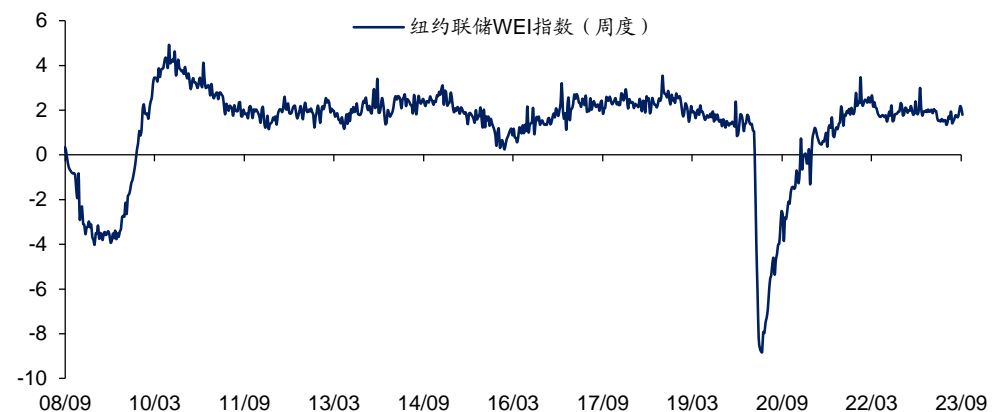
图9 美国5年期和10年期通胀预期 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 市场预期美联储加息概率 (%)

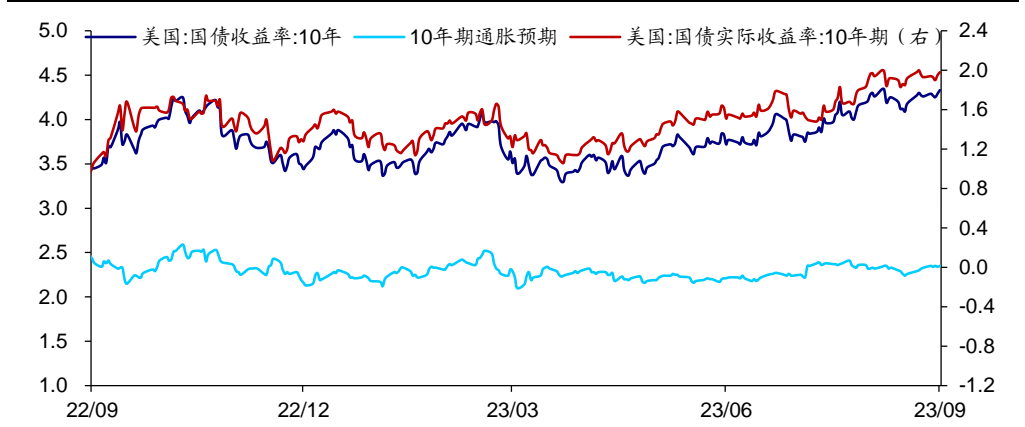
MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES									
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20								98.0%	2.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	72.3%	27.1%	0.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	60.8%	34.4%	4.8%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.8%	59.1%	32.5%	4.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	15.9%	53.3%	26.4%	3.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	6.1%	28.9%	43.9%	18.4%	2.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.1%	17.4%	36.3%	31.3%	10.5%	1.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	1.9%	11.4%	28.3%	33.4%	19.3%	5.1%	0.5%
2024/9/18	0.0%	0.1%	1.3%	8.3%	22.9%	31.8%	23.8%	9.6%	2.0%	0.2%
2024/11/7	0.0%	0.8%	5.6%	17.2%	28.3%	26.9%	15.2%	5.0%	0.9%	0.1%
2024/12/18	0.6%	4.3%	14.1%	25.3%	27.3%	18.3%	7.7%	2.0%	0.3%	0.0%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至9月16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	23/09	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		-0.3	0.2	-0.7	-0.1	0.1	-0.7	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		79.7	79.5	79.0	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		1.6	1.5	0.4	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		2.5	2.6	1.5	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		3.7	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		4.3	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		3.1	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		67.7	69.5	71.6	64.4	59.2	63.5	62.0	67.0	64.9	59.7	56.8	59.9	58.6

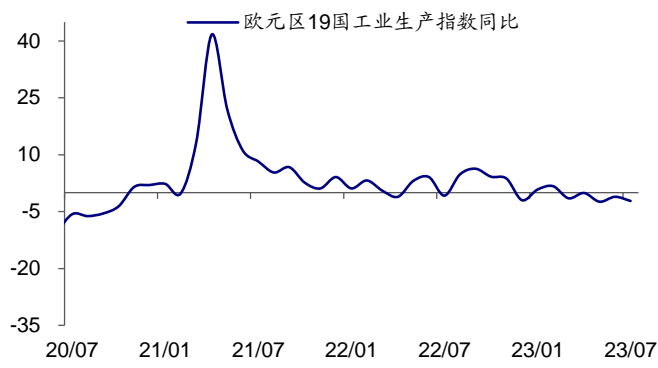
资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

2. 欧洲: 生产继续回落

工业生产指数回落。7月欧元区19国工业生产指数同比增速为-2.2%，较6月下滑1.1个百分点，已连续五个月为负值；环比增速由6月的0.4%下降至-1.1%，自3月以来再次进入负值区间。

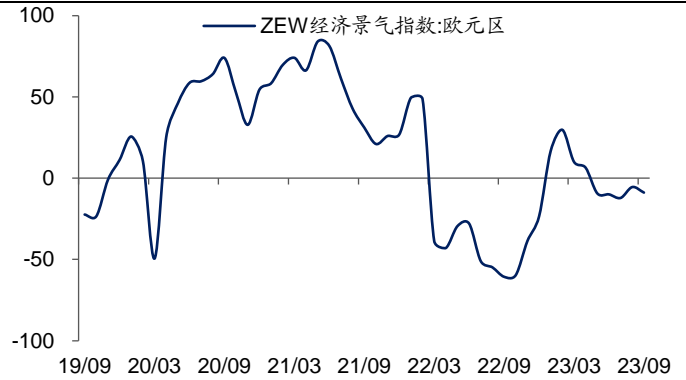
ZEW 经济景气指数回落。9月ZEW经济景气指数为-8.9，较8月回落3.4，已连续五个月处于负值区间。

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 ZEW 经济景气指数



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	23/09	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%		-2.2	-1.1	-2.4	-0.1	-1.5	1.7	0.8	-2.0	3.7	4.2	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%		0.0	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: 欧央行加息 25BP

欧央行加息 25BP。欧央行加息 25BP, 存款便利利率提升至 4%、边际贷款利率为 4.75%、主要再融资利率为 4.50%。自去年 7 月以来欧央行已连续 10 次加息, 累计加息 450BP。欧央行行长拉加德表示, 当前并不能认为欧央行利率已经达到顶峰, 预计欧央行在 2025 年无法实现整体通胀率降回 2% 的目标, 并强调欧央行还没有讨论降息。

欧央行管委 Vasle 表示, 不能排除进一步加息的可能, 将取决于数据。不过, 也有部分官员认为无需继续加息。欧央行管委 Muller 认为, 4% 的利率足以让通胀回归 2%, 预计接下来几个月里不会进一步加息。法国财长 Le Maire 认为, 4% 的利率是降低通胀的正确水平, 欧央行无需进一步加息。欧央行管委 Simkus 也表示希望后续不再加息。

欧央行上调 2024 年通胀预期。欧央行预计 2024 年欧元区通胀率为 3.2%, 6 月时预期为 3.0%。此外, 欧央行将欧元区 2023、2024 和 2025 年 GDP 增速预期分别下调至 0.7%、1% 和 1.5%, 6 月时预期为 2023 年 0.9%、2024 年 1.5% 和 2025 年 1.6%。

日央行行长表示结束负利率是可行选择之一。日央行行长植田和男表示, 日央行可能在年底前获得足够的信息和数据判断工资是否会继续上涨。若确信物价和工资持续上涨, 结束负利率是可行选择之一。

丹麦央行加息 25BP。丹麦央行紧跟欧央行加息 25BP, 上调贷款利率至 3.75%, 经

常帐利率至 3.6%，CD 利率 3.6%。

俄罗斯央行加息 100BP。俄罗斯央行连续第三次提高利率，将基准利率从 12%上调至 13%。

乌克兰央行降息 200BP。乌克兰央行将关键利率降息 200BP 至 20%，符合市场预期。

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。