

相关研究

《对降息，要耐心——美联储9月议息会议点评（海通宏观 李俊、梁中华）》
2023.9.21

《如何看待“库存周期”？（海通宏观 王宇晴、梁中华）》2023.9.20

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

海外央行：进入观察期 ——海外经济政策跟踪

投资要点：

- **经济：**美国房地产市场仍有压力。8月美国成屋销售仍低迷，已开工新建住宅增速也由正转负。9月Markit服务业PMI指数有所回落，制造业PMI仍处荣枯线之下。
- **加息预期方面，**市场仍预期11月大概率暂停加息（73.7%），并认为年内将维持目前利率水平。此外，市场预期的美联储降息时点由上周的2024年6月推迟到了2024年7月。美国10年期国债名义收益率大幅上行至4.44%。
- **欧洲方面，**9月欧元区制造业PMI继续回落，而服务业PMI略有抬升。9月欧元区19国消费者信心仍处低位。
- **政策：**9月美联储暂停加息，是否会再次加息仍存变数，降息或仍需耐心等待；欧央行降息或尚早，尚不能排除继续加息的可能；日央行维持负利率不变，继续实施宽松的货币政策；英央行维持利率不变；瑞士央行维持利率不变；巴西央行降息50BP。
- **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：美债利率突破 4.4%	4
2. 欧洲：景气度仍低迷.....	6
3. 政策：美联储暂停加息，日央行继续宽松政策.....	7

图目录

图 1	美国成屋销售同比 (%)	4
图 2	美国已开工的新建私人住宅同比增速 (%)	4
图 3	近两月美国住房市场指数有所回落	4
图 4	美国 Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI	4
图 5	美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)	5
图 6	市场预测美联储加息概率 (%)	5
图 7	纽约联储每周经济 WEI 指数 (%)	5
图 8	美国 10 年期国债收益率分解 (%)	5
图 9	欧元区制造业和服务业 PMI	6
图 10	欧元区和欧盟消费者信心指数	6

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	7

1. 美国：美债利率突破 4.4%

美国成屋销售仍低迷。8月美国成屋销售同比增速为-15.3%，虽较7月回升了1.3个百分点，但仍处于相对低位，且已连续24个月处于负增长区间。

美国已开工新建住宅增速由正转负。8月美国已开工新建住宅同比增速为-14.8%，较7月大幅回落20.3个百分点，增速再次转负，即使剔除基数效应后增速也有所回落。不过，8月已获批新建私人住宅规模有所回升，环比增速为6.9%，较7月回升6.8个百分点。

图1 美国成屋销售同比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

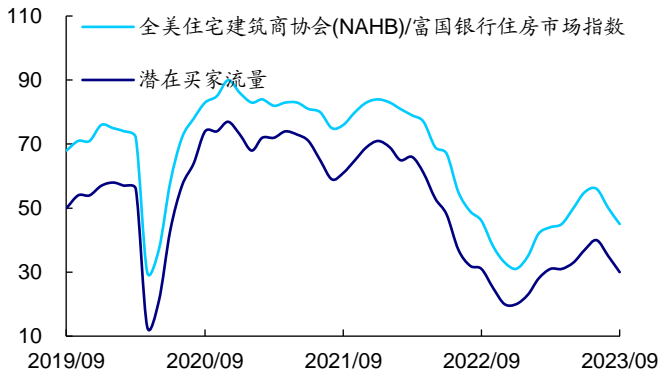
图2 美国已开工的新建私人住宅同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

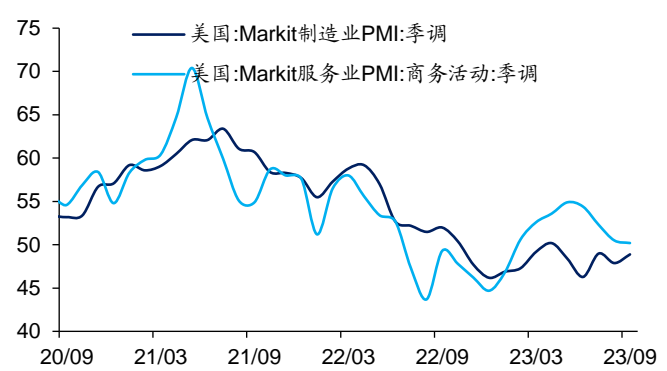
服务业景气指数有所回落。9月Markit综合PMI为50.1，较8月小幅回落0.1。其中，Markit制造业PMI为48.9，较8月上升1.0。服务业PMI较8月小幅回落0.3至50.2，但仍处于荣枯线之上。

图3 近两月美国住房市场指数有所回落



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 美国 Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI



资料来源：Wind，海通证券研究所

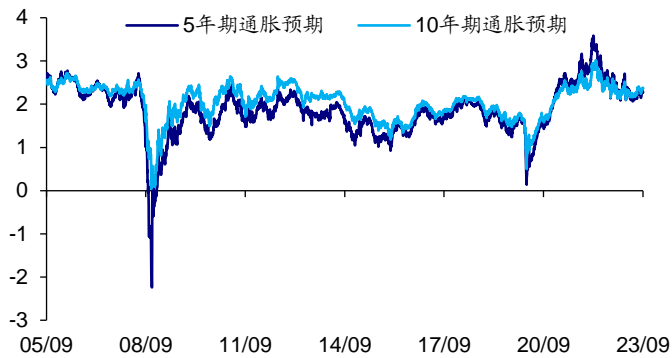
通胀预期稳中略升。截至9月22日，5年、7年和10年期通胀预期分别较上一周上行2BP、3BP和2BP。

加息预期方面，截至9月22日，市场仍预期11月大概率暂停加息(73.7%)，并认为年内将维持目前利率水平。不过，或受美联储在9月议息会议上上调明后两年利率中樞影响，市场预期的美联储降息时点由上周的2024年6月推迟到了2024年7月。

美债收益率上行至4.44%。截至9月22日，美国10年期国债名义收益率4.44%，较一周上行11BP。其中，10年期美债实际收益率为2.07%，较上一周上升9BP，10年期通胀预期较上一周上升2BP至2.37%。

本周美债利率的大幅抬升主要受9月美联储议息会议释放的鹰派信号影响。美联储将今

年的终点利率中枢维持在 5.6%，保留了年内仍有 1 次加息的可能。同时将明后两年的终点利率中枢上调 50BP，何时开启降息仍充满变数。受这一鹰派信号影响，会议当天（9 月 21 日）10 年期美债利率较前一日跳升了 14BP。

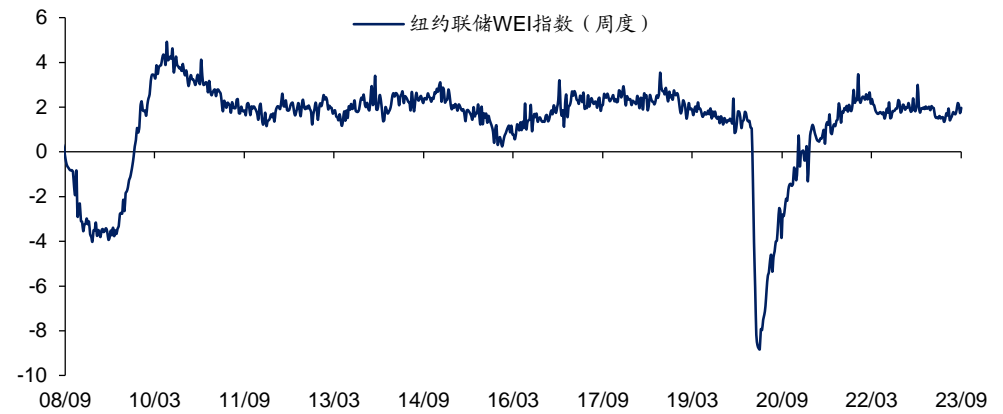
图5 美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

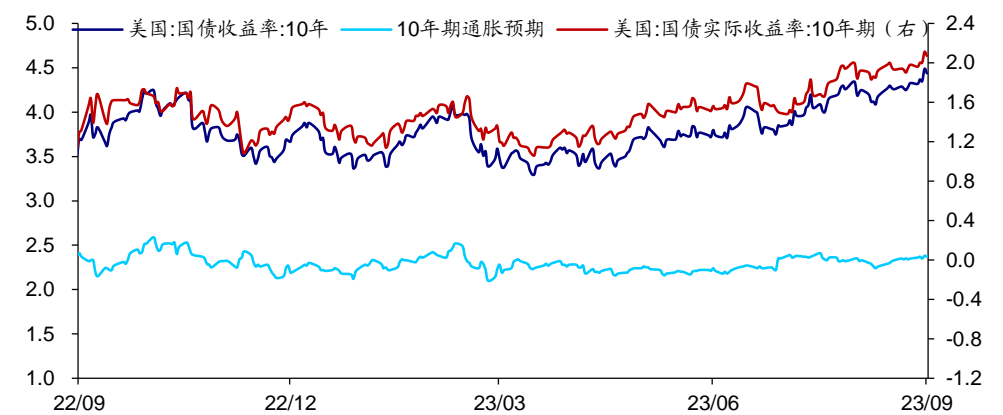
图6 市场预测美联储加息概率 (%)

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES										
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600	600-625
2023/11/1			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	73.7%	26.3%	0.0%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	54.8%	38.4%	6.7%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	53.7%	38.8%	7.4%	0.1%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.7%	51.0%	33.1%	6.1%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	23.9%	44.8%	23.8%	4.0%	0.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	10.3%	31.0%	37.7%	17.1%	2.7%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	5.5%	20.2%	34.2%	27.9%	10.2%	1.4%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.3%	3.3%	13.7%	28.0%	30.7%	18.0%	5.3%	0.6%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.2%	1.8%	8.6%	21.0%	29.4%	24.3%	11.6%	2.9%	0.3%	0.0%
2024/12/18	0.1%	1.3%	6.5%	17.2%	26.8%	25.8%	15.5%	5.6%	1.1%	0.1%	0.0%

资料来源：CME，海通证券研究所，截至 9 月 22 日

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		-15.3	-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		-14.8	5.5	-9.2	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	6.8	6.6	6.5	6.7	6.7	
通胀	CPI	同比%	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	同比%	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	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%	3.1	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	季调	48.9	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

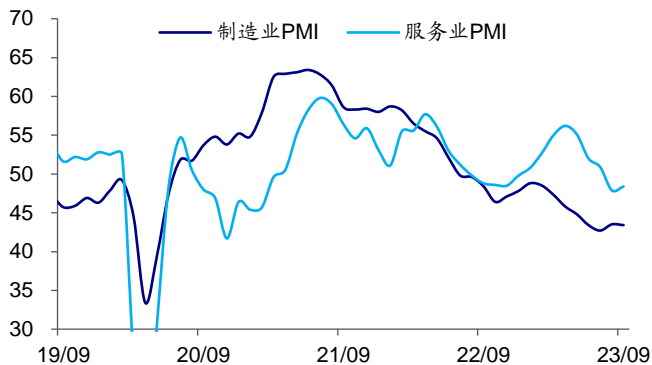
资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

2. 欧洲: 景气度仍低迷

景气度仍较疲弱。9月欧元区综合 PMI 为 47.1, 较 8 月回升 0.4。其中, 制造业与服务行业表现有所分化。制造业 PMI 继续下滑, 较 8 月回落 0.1 至 43.4, 已连续 15 个月低于荣枯线; 服务业 PMI 则上升 0.5 至 48.4, 但也仍位于荣枯线之下。**制造业与服务行业的疲软或反映出货币政策持续收紧对经济的抑制作用仍在不断显现。**

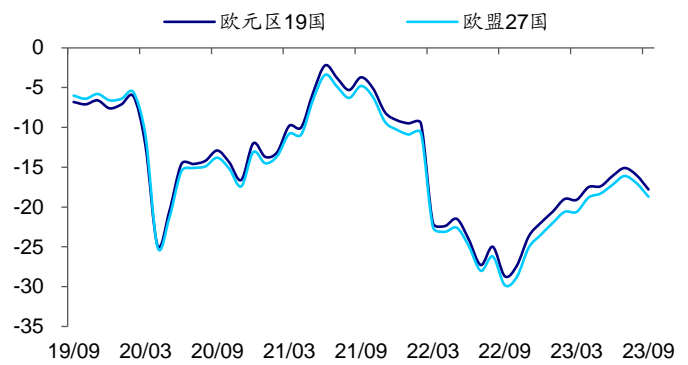
消费者信心仍处低位。9月欧元区 19 国消费者信心指数为 -17.8, 较 8 月进一步下滑 1.8。在高利率与高通胀的压制下, 消费者信心或仍将受到压制。

图9 欧元区制造业和服务业 PMI



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 欧元区和欧盟消费者信心指数



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					81.4			82.3	
消费	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	
	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%	5.2	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		43.4	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		48.4	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		-17.8	-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: 美联储暂停加息, 日央行继续宽松政策

美联储暂停加息。美联储 9 月 FOMC 会议决定暂停加息, 将联邦基金利率区间维持在 5.25%-5.50%。此外, 美联储将今年的终点利率中枢维持在 5.6%, 将明年的利率中枢从 4.6%上调至 5.1%, 相比 6 月的预期多了 50BP。(详见《对降息, 要耐心——美联储 9 月议息会议点评》)

是否再次加息仍存变数。点阵图显示, 19 位成员中仍有超过 6 成的成员认为年内还有 1 次加息。美联储主席鲍威尔也在会议中表示, 美联储准备好了在情况适宜时再度加息。波士顿联储主席 Collins 认为, 美国经济具有韧性, 实现软着陆的路径拓宽, 美联储未来仍存在加息可能性, 现阶段需要保持相当的耐心。美联储理事鲍曼也表示可能需要继续加息, 以实现 2%通胀目标。

欧央行降息或尚早。欧央行管委 Kazaks 称押注欧洲央行明年上半年降息将是一个错误, 现在就排除再次加息的可能性还为时过早。欧央行管委 Knot 认为, 利率水平合理, 但不排除继续加息的可能性, 预计下次议息会议将维持利率不变。欧央行管委 Kazimir 也表示, 不排除有更加加息的可能性, 如果利率水平触顶, 则有必要的在该水平维持一段时间。

也有部分官员希望降息。欧央行管委 Stournaras 认为, 当前更大的风险是做太多, 不应该彻底扼杀经济, 欧央行可能已经达到了利率峰值, 下一步或将是降息。

日央行维持利率不变。日本央行公布最新货币政策决议, 维持利率在-0.1%不变, 维持 10 年期国债收益率目标在 0%左右不变, 并将继续以 1%的利率水平进行每日固定利率购买操作。日央行行长植田和男表示, 日本当前还未处于可实现通胀目标的阶段, 将继续耐心实施宽松政策。

英央行维持利率不变。英国央行将关键利率维持在 5.25%, 市场预期 5.5%。本次为英央行近两年来首次暂停加息, 自 2021 年 12 月以来英央行已连续 14 次加息, 累计 515 个基点。不过, 英央行行长贝利表示, 现在就开始讨论降息还言之过早。

瑞士央行维持利率为 1.75%。瑞士央行将政策利率保持在 1.75%不变, 市场预期为加息 25 个基点至 2.00%。

巴西央行降息 50BP。巴西央行降息 50 个基点至 12.75%, 并预计下次政策会议将实施同样幅度的降息。

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。