

相关研究

《就业略有放缓，降息预期提前》

2023.11.4

《加息周期的尾声——美联储11月议息会议点评》2023.11.2

《六大亮点——解读中央金融工作会议》
2023.11.1

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:ljj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

联系人:王宇晴

Email:wyyq14704@haitong.com

美债利率回落，外部压力缓解 ——海外经济政策跟踪

投资要点:

- **经济：劳动力市场有所降温。**10月新增非农就业人数有所放缓，失业率小幅回升。10月ISM制造业PMI明显回落，仍处荣枯线之下。8月美国房价指数同比增速有所回升。
- **通胀预期有所回落，加息预期方面，**市场仍预期年内大概率将暂停加息，预期的美联储降息时点大概率由2024年6月提前至2024年5月。10年期美债收益率下降27BP至4.57%，主因实际收益率回落。
- **美债利率的回落，**一方面或与市场对美债供给担忧下降有关。美国财政部四季度再融资会议降低了10-12月计划融资规模，并放缓了长期限的发行节奏；另一方面，或受非农就业数据放缓影响，市场认为降息时点将有所提前。
- **欧洲方面，**3季度欧元区GDP环比折年率继续回落，10月欧元区HICP同比增速放缓。10月欧元区19国经济景气指数仍处低位，9月欧元区失业率小幅回升但仍处低位。
- **政策：美欧降息为时尚早。**美联储继续暂停加息。欧央行政策仍处观望期，降息仍尚早。日央行取消YCC的1%硬上限。英国央行维持利率不变。巴西央行降息50BP。
- **风险提示：**海外经济超预期；海外货币政策调整超预期

目 录

1. 美国：长债发行放缓.....	4
2. 欧洲：经济持续走弱.....	7
3. 政策：美欧降息为时尚早	8

图目录

图 1	预计美债拍卖规模（十亿美元）	4
图 2	美国新增非农就业人数（万人）	4
图 3	美国非农失业率及 U6 失业率（%）	4
图 4	美国 ISM 制造业与服务业 PMI	5
图 5	美国标准普尔/CS 房价指数（%）	5
图 6	美国 5 年期和 10 年期通胀预期（%）	5
图 7	市场预测美联储加息概率（%）	5
图 8	纽约联储每周经济 WEI 指数（%）	6
图 9	美国 10 年期国债收益率分解（%）	6
图 10	欧元区实际 GDP 季调同比与折年环比（%）	7
图 11	欧元区 HICP 和核心 HICP 同比（%）	7
图 12	欧元区经济景气指数	7
图 13	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：长债发行放缓

长期债券发行节奏有所放缓。在4季度再融资会议中，美国财政部公布了对未来融资需求以及发债节奏的计划。从融资规模来看，财政部预计2023年10-12月融资规模为7760亿美元，低于7月份计划的8520亿美元，2024年1-3月计划融资8160亿美元。

从发债节奏来看，长债增发速度有所放缓。2-7年国债的增发节奏与上一季度保持一致，其中，2年期与5年期国债拍卖规模每月增加30亿美元，3年期每月增加20亿美元，7年期每月增加10亿美元；20年期国债拍卖规模与上一季度持平，而10年期与30年期国债增发节奏较上一季度有所放缓，并且每月拍卖规模也低于TBAC（美国国债发行建议委员会）所提供的拍卖建议（每月各低10亿美元）。

图1 预计美债拍卖规模（十亿美元）

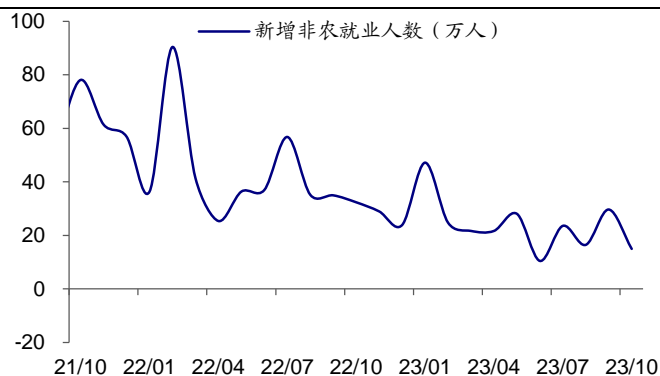
	2-Year	3-Year	5-Year	7-Year	10-Year	20-Year	30-Year	FRN
Aug-23	45	42	46	36	38	16	23	24
Sep-23	48	44	49	37	35	13	20	24
Oct-23	51	46	52	38	35	13	20	26
Nov-23	54	48	55	39	40	16	24	26
Dec-23	57	50	58	40	37	13	21	26
Jan-24	60	52	61	41	37	13	21	28

资料来源：美国财政部，海通证券研究所

新增非农就业有所放缓。美国10月非农就业人口增加15万人，为6月以来低点。过去2个月数据有明显下修，连续3个月平均新增就业人数回落至20.4万人。具体来看，服务业仍是主要贡献，而商品生产就业是主要拖累，或受汽车工人罢工影响，10月制造业就业减少3.5万人。

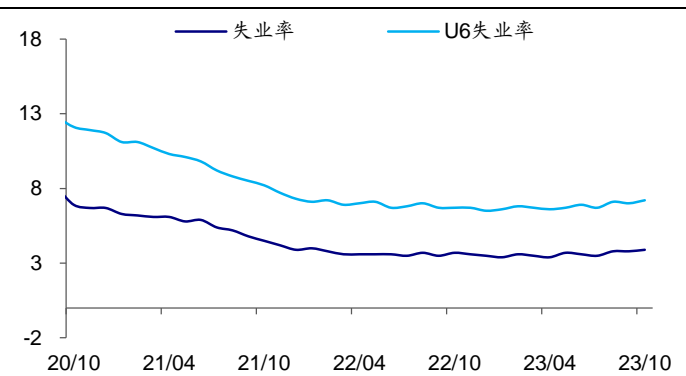
失业率小幅回升。10月美国失业率为3.9%，为2022年1月以来高点，不过整体来看仍处于相对低位。10月美国劳动力参与率为62.7%，较9月回落0.1个百分点，与疫情前（2020年2月）约有0.6个百分点的缺口。详见《就业略有放缓，降息预期提前——2023年10月美国非农数据点评》

图2 美国新增非农就业人数（万人）



资料来源：Wind，海通证券研究所

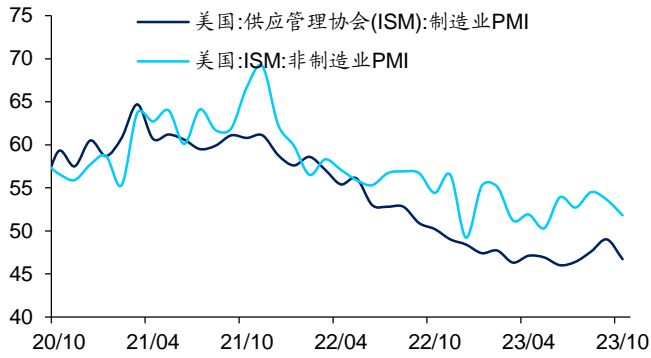
图3 美国非农失业率及U6失业率（%）



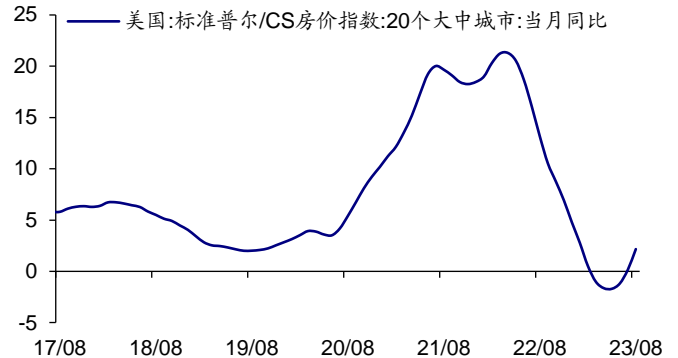
资料来源：Wind，海通证券研究所

制造业景气指数回落。10月美国ISM制造业PMI为46.7，较9月下降2.3，结束了此前连续三个月的回升态势，并且为2022年6月以来的最大降幅。非制造业PMI则回落1.8至51.8，但仍位于荣枯线之上。

房价指数同比继续回升。8月美国标准普尔/CS20城季调后房价指数环比增速为1.0%，高于预期的0.8%。此外，8月同比增长2.2%，较7月回升2个百分点。不过，当前美国30年期抵押贷款固定利率持续上行，截至11月2日已上升至7.8%的高位。高利率或将对美国居民购房能力与意愿带来较大抑制，美国房地产市场或仍将持续承压。

图4 美国 ISM 制造业与服务业 PMI


资料来源: Wind, 海通证券研究所

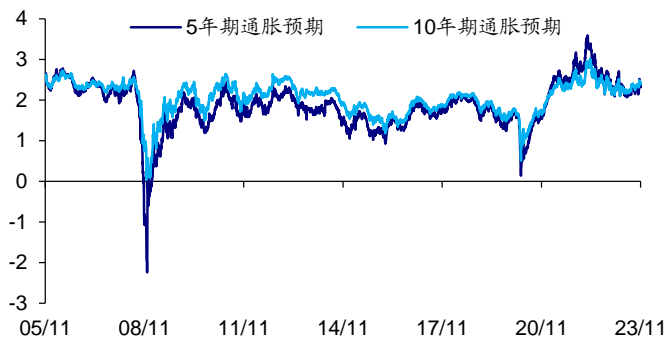
图5 美国标准普尔/CS 房价指数 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

通胀预期回落。截至 11 月 3 日, 5 年、7 年和 10 年期通胀预期分别较上一周下行 7BP、7BP 和 3BP。**加息预期方面,**截至 11 月 3 日, 市场仍认为年内大概率将暂停加息 (95.2%)。不过, 或受美国新增非农就业数据放缓的影响, **市场预期降息的时间大概率由上周的 2024 年 6 月提前至了 2024 年 5 月。**

美债收益率大幅回落。截至 11 月 3 日, 美国 10 年期国债名义收益率 4.57%, 较一周前 4.84% 下降 27BP。其中, 10 年期美债实际收益率为 2.18%, 较上一周下降 24BP, 10 年期通胀预期较上一周下降 3BP 至 2.39%。

美债利率的回落,一方面或与市场对美债供给担忧下降有关。美国财政部四季度再融资会议降低了 10-12 月计划融资规模, 并放缓了长期限的发行节奏; 另一方面, 或受非农就业数据放缓影响, 市场认为降息时点将有所提前。

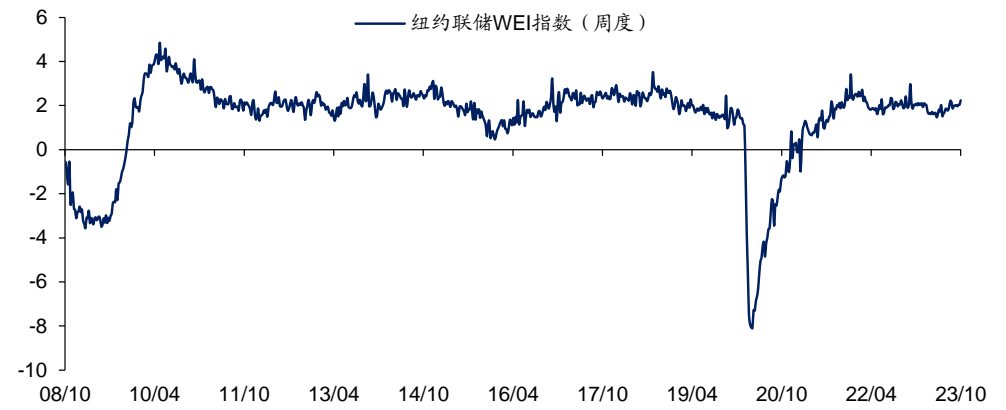
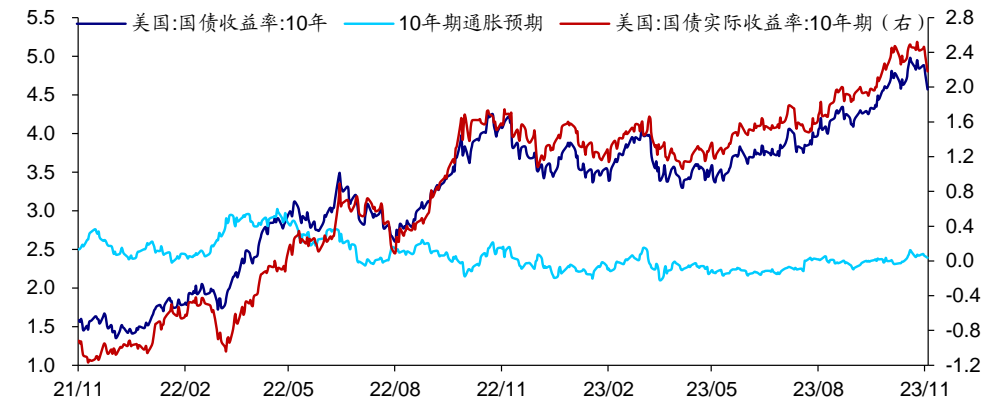
图6 美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 市场预测美联储加息概率 (%)

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	95.2%	4.8%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	91.2%	8.6%	0.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.5%	68.1%	6.2%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.6%	49.8%	32.8%	2.8%	0.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.4%	37.4%	38.8%	13.4%	1.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	6.6%	29.1%	38.4%	20.9%	4.7%	0.3%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	4.6%	22.3%	35.6%	26.2%	9.6%	1.6%	0.1%	0.0%
2024/11/7	0.0%	2.5%	14.3%	29.5%	30.5%	17.1%	5.2%	0.8%	0.0%	0.0%
2024/12/18	1.7%	10.2%	24.3%	30.1%	21.7%	9.3%	2.3%	0.3%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至 11 月 3 日

图8 纽约联储每周经济 WEI 指数 (%)

图9 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	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10
GDP	实际 GDP	折年同比%		2.9			2.4			1.7			0.7		
	实际 GDP	折年季调环比%		4.9			2.1			2.2			2.6		
生产	工业总产值	季调同比%		-0.5	-0.3	0.2	-0.9	-0.1	0.0	-0.7	0.1	1.3	1.0	2.2	3.8
	制造业新订单	季调同比%		2.4	0.5	0.4	1.1	2.0	1.9	1.8	3.6	4.3	2.2	3.2	4.7
	工业产能利用率	%		79.7	79.5	79.6	78.9	79.5	79.8	79.5	79.5	79.6	78.9	80.3	80.6
消费	个人实际可支配收入	折年季调同比%		7.1	7.3	7.7	8.8	9.2	9.2	9.0	8.9	8.9	4.5	4.2	4.3
	个人实际消费支出	季调同比%		5.9	5.8	6.1	5.3	5.9	6.1	6.3	7.6	7.9	6.8	6.9	7.8
	零售销售额	季调同比%		3.0	2.1	1.6	0.4	1.1	0.2	0.9	3.9	5.4	4.9	5.3	8.0
	零售/食品服务销售额	季调同比%		3.8	2.9	2.8	1.5	2.1	1.3	2.2	5.3	7.4	6.0	6.1	8.8
地产	新房销售	折年季调同比%		33.9	6.0	35.5	21.3	11.6	11.1	-9.5	-19.1	-19.9	-23.4	-24.6	-15.1
	成屋销售	折年季调同比%		-15.4	-15.3	-16.6	-18.9	-20.4	-23.0	-22.1	-23.1	-36.9	-33.8	-34.9	-28.3
	新房开工	折年季调同比%		-7.2	-15.7	5.8	-9.2	2.6	-25.2	-19.4	-18.9	-19.7	-24.1	-16.6	-8.9
	标普/CS 房价指数	同比% (20城)			2.2	0.2	-1.2	-1.7	-1.7	-1.0	0.5	2.8	4.8	6.9	8.8
就业	新增非农就业人数	季调/万人	15.0	29.7	16.5	23.6	10.5	28.1	21.7	21.7	24.8	47.2	23.9	29.0	32.4
	失业率	季调%	3.9	3.8	3.8	3.5	3.6	3.7	3.4	3.5	3.6	3.4	3.5	3.6	3.7
	U6 失业率	季调%	7.2	7.0	7.1	6.7	6.9	6.7	6.6	6.7	6.8	6.6	6.5	6.7	6.7
通胀	CPI	同比%		3.7	3.7	3.2	3.0	4.0	4.9	5.0	6.0	6.4	6.5	7.1	7.7
	核心 CPI	同比%		4.1	4.3	4.7	4.8	5.3	5.5	5.6	5.5	5.6	5.7	6.0	6.3
	PCE	同比%		3.4	3.4	3.4	3.2	4.0	4.4	4.4	5.2	5.5	5.4	5.9	6.3
	核心 PCE	同比%		3.7	3.8	4.3	4.3	4.7	4.8	4.8	4.8	4.9	4.9	5.1	5.3
	密歇根 1 年通胀预期	同比%		4.2	3.2	3.5	3.4	3.3	4.2	4.7	3.6	4.2	3.9	4.3	5.0
景气指数	ISM 制造业 PMI		46.7	49.0	47.6	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.2
	ISM 非制造业 PMI		51.8	53.6	54.5	52.7	53.9	50.3	51.9	51.2	55.1	55.2	49.2	56.5	54.4
	Markit 制造业 PMI	季调	50.0	49.8	47.9	49.0	46.3	48.4	50.2	49.2	47.3	46.9	46.2	47.7	50.4
	Sentix 投资信心指数		0.8	2.2	5.1	-3.7	-3.7	-6.5	-2.3	1.1	3.6	-3.5	-0.5	-9.4	-12.6
	密歇根消费者信心指数		63.8	67.9	69.5	71.6	64.4	59.2	63.5	62.0	67.0	64.9	59.7	56.8	59.9

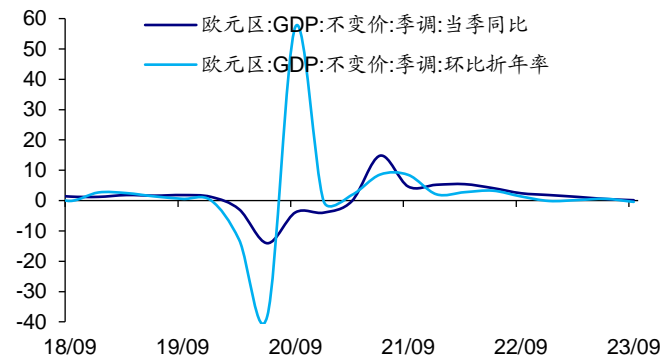
资料来源：WIND，海通证券研究所，黑框为上周更新数据

2. 欧洲：经济持续走弱

经济增速持续回落。3 季度欧元区 GDP 环比折年率较 2 季度下降 1 个百分点至 -0.4%；同比增速为 0.1%，较 2 季度下降 0.4 个百分点。高利率与高通胀对欧元区经济的抑制作用仍在显现。

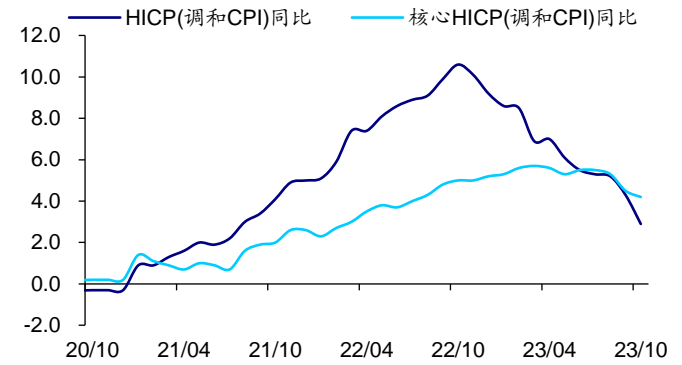
通胀压力有所缓解。10 月欧元区 HICP 同比增速回落 1.4 个百分点至 2.9%，为 2021 年 8 月以来的新低。不过核心 HICP 同比增速回落幅度有限，仅较 9 月下降 0.3 个百分点至 4.2%。总体来看，欧元区通胀仍面临一定压力。

图10 欧元区实际 GDP 季调同比与折年环比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图11 欧元区 HICP 和核心 HICP 同比 (%)

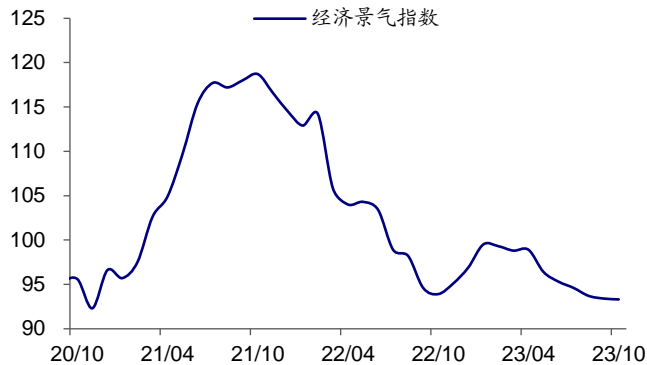


资料来源: Wind, 海通证券研究所

景气指数继续回落。10 月欧元区 19 国经济景气指数为 93.3，较 9 月回落 0.1，仍显著低于疫情前水平（2019 年 12 月为 102.9）。

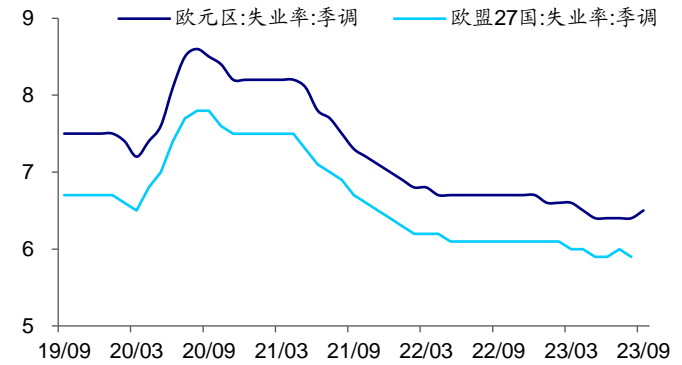
失业率仍处低位。9 月欧元区失业率为 6.5%，较 8 月回升 0.1 个百分点，不过仍处于历史较低水平。

图12 欧元区经济景气指数



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图13 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	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	
GDP	实际 GDP	季调同比%	0.1			0.5			1.2			1.8			
	实际 GDP	折年季调环比%	-0.4			0.6			0.2			-0.1			
生产	工业生产指数	同比%			-5.1	-2.2	-1.0	-2.3	-0.1	-1.5	1.7	0.8	-2.0	3.8	4.2
	制造业产能利用率	非季调%	80.4				81.2			81.0			81.4		
	粗钢产量(欧盟)	同比%	-0.9		-6.2	-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%			-2.1	-1.0	-0.8	-2.1	-2.8	-3.3	-2.7	-2.1	-2.9	-2.8	-2.6
就业	失业率	季调%		6.5	6.4	6.4	6.4	6.4	6.5	6.5	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7
通胀	HICP	同比%	2.9	4.3	5.2	5.3	5.5	6.1	7.0	6.9	8.5	8.6	9.2	10.1	10.6
	核心 HICP	同比%	4.2	4.5	5.3	5.5	5.5	5.3	5.6	5.7	5.6	5.3	5.2	5.0	5.0
	PPI	同比%			-11.5	-7.6	-3.4	-1.6	0.9	5.5	12.7	14.8	24.5	26.9	30.4
景气指数	制造业 PMI		43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4
	服务业 PMI		47.8	48.7	47.9	50.9	52.0	55.1	56.2	55.0	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6
	消费者信心指数		-17.9	-17.8	-16.0	-15.1	-16.1	-17.4	-17.5	-19.1	-19.0	-20.6	-21.9	-23.7	-27.4
	经济景气指数	季调	93.3	93.4	93.7	94.6	95.3	96.4	98.9	98.8	99.3	99.5	96.9	95.1	93.9
	Sentix 投资信心指数		-21.9	-21.5	-18.9	-22.5	-17.0	-13.1	-8.7	-11.1	-8.0	-17.5	-21.0	-30.9	-38.3

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

3. 政策: 美欧降息为时尚早

美联储继续暂停加息。美联储 11 月 FOMC 会议决定继续暂停加息, 将联邦基金利率区间维持在 5.25%-5.50%, 并按计划继续缩表。美联储主席鲍威尔仍强调经济韧性, 并表示通胀压力仍存。货币政策方面, 鲍威尔表示本轮加息周期已经取得较大进展, 但对于 12 月是否再加息、利率水平是否足够高、是否足以使通胀回到目标范围以及加息周期是否接近结束等方面, 美联储正在“谨慎”看待。当前没有考虑降息的问题。详见《加息周期的尾声——美联储 11 月议息会议点评》。

欧央行政策仍处观望期。欧洲央行管委 Nagel 表示, 通胀面临多重上行风险, 利率将需要在足够长时间保持高位, 目前还无法确定利率是否达到峰值。欧洲央行管委、斯洛伐克央行行长 Kazimir 表示, 宣布抗通胀取得成功还为时尚早, 若数据显示有必要, 欧央行有可能进一步收紧货币政策。

欧央行降息仍尚早。欧洲央行副行长 Guindos 表示, 欧洲央行将利率维持在现有水平将帮助物价涨幅降回 2% 目标。欧洲央行管委 Simkus 认为, 欧洲央行很可能不需要在 12 月加息, 但通胀仍然很高, 明年上半年降息还为时过早。欧央行管委 Kazaks 也表示, 通胀顽固地偏高的可能性仍然存在, 当前无需讨论降息。

日央行取消 YCC 的 1% 硬上限。日央行维持政策利率不变, 但再次对 YCC 政策进行调整, 将 1% 作为 10 年期国债收益率的参考, 并继续大规模购债。日央行行长植田和男表示, 提高 YCC 政策的灵活性是合适的, 并且不认为收益率会大幅超过 1%。日央行将耐心地继续实施宽松政策, 如有必要, 将毫不犹豫地加大宽松力度。

英国央行维持利率不变。英国央行将关键利率维持在 5.25%。英央行行长贝利表示, 现在考虑降息还为时过早, 正在观察是否需要进一步加息, 可能需要较长一段时间的“限制性”政策。

巴西央行降息 50BP。巴西央行下调基准利率至 12.25%, 连续第三次降息 50 个基点。巴西央行指出, 虽然全球不确定性上升, 但当前货币宽松步伐是合适的。

风险提示: 海外经济超预期; 海外货币政策调整超预期

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。