

相关研究

《财政力度边际提升——2023年10月财政数据点评》2023.11.17

《外需升、消费稳、投资弱——10月经济数据点评》2023.11.16

《降息预期前移——美国2023年10月物价数据点评》2023.11.15

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:ljl3766@haitong.com

证书:S0850521090002

联系人:王宇晴

Email:wuyq14704@haitong.com

美国：市场降息预期升温 ——海外经济政策跟踪

投资要点：

- **经济：**美国通胀压力缓解，10月CPI与PPI同比增速均呈下降趋势；10月工业产值增速及产能利用率有所回落；10月美国零售增速放缓；**房地产市场仍然承压**，10月美国已开工新建住宅同比增速有所回升但仍处低位。
- **降息预期提前。**截至11月17日，市场仍认为12月大概率将暂停加息（100%），预期的降息时点大概率由上周的2024年6月提前至了2024年5月。10年期美债收益率明显回落，主要受实际利率下行影响。
- **欧洲方面**，9月欧元区19国工业生产指数同比增速持续回落。劳动力市场仍较稳健，三季度欧元区就业人数同比增速略有回升。
- **政策：**美联储部分官员立场仍偏鹰，认为必要时或需要进一步采取紧缩行动。欧央行官员表示降息仍为时尚早。英央行或将利率维持在高位。日央行将继续实施宽松政策。
- **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：通胀压力缓解	4
2. 欧洲：生产明显回落	7
3. 政策：美欧央行降息或仍尚早	8

图目录

图 1 美国 CPI 同比和核心 CPI 同比 (%)	4
图 2 美国 PPI 同比和核心 PPI 同比 (%)	4
图 3 工业总产值季调同比及环比 (%)	4
图 4 美国工业产能利用率和制造业产能利用率 (%)	4
图 5 美国零售和食品服务销售额同比增速 (%)	5
图 6 零售分项环比增速 (%)	5
图 7 美国已开工的新建私人住宅同比增速 (%)	5
图 8 美国 30 年期抵押贷款固定利率 (%)	5
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 (%)	6
图 13 欧元区 19 国工业生产指数同比 (%)	7
图 14 欧元区就业人数同比 (%)	7

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

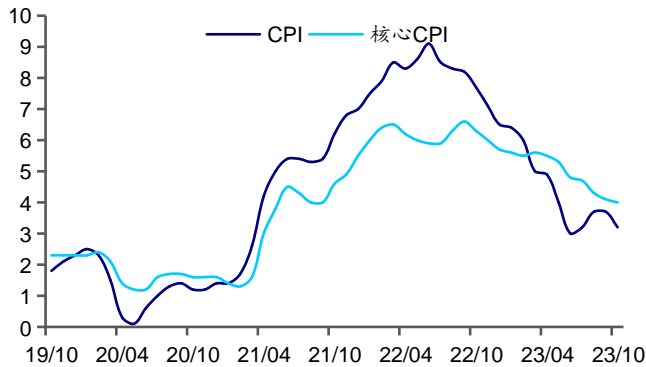
1. 美国：通胀压力缓解

美国整体通胀回落。10月美国CPI同比为3.2%，较9月下降0.5个百分点，为2022年7月以来低点，略低于市场预期的3.3%。具体来看，主要是能源价格与二手车价格的下跌推动了通胀的下行。

核心通胀延续下行。10月核心CPI同比回落至4.0%，主要受租金通胀与二手车价格回落影响。此外，核心服务压力也有所缓解。展望未来，我们认为核心通胀有望延续下行趋势，但考虑到美国经济仍有韧性，年底核心通胀大概率仍在3.5%以上，美联储短期内降息概率不大。（详见《降息预期前移——美国2023年10月物价数据点评》）

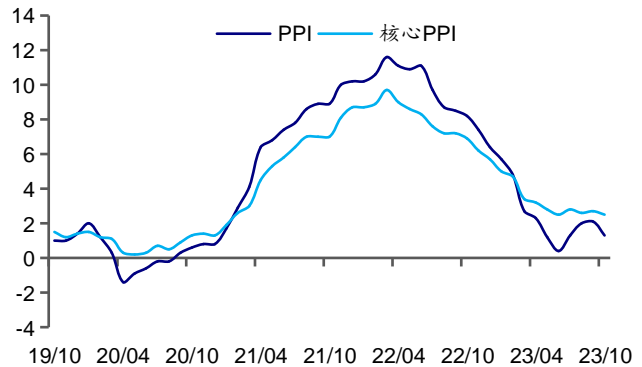
PPI超预期回落。10月美国PPI同比为1.3%，较9月下降0.8个百分点，明显低于市场预期的1.9%。核心PPI同比增速则由9月的2.7%回落至2.5%。具体来看，PPI同比增速下降或主要受到能源价格回落的影响。

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 美国PPI同比和核心PPI同比 (%)

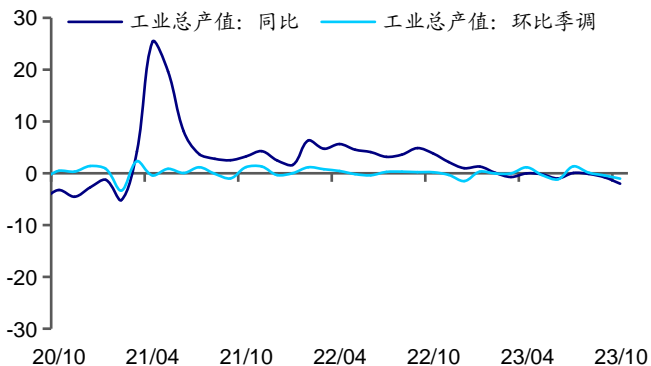


资料来源：Wind，海通证券研究所

工业产值增速下降。10月美国工业总产值同比增速较9月下降1.2个百分点至-2.0%，为2021年2月以来的新低。环比季调增速由9月的-0.4%下降至-1.0%附近。

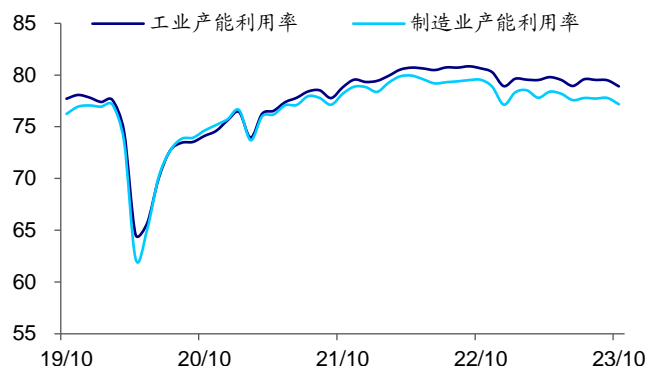
产能利用率略有回落。10月美国工业产能利用率较9月下降0.6个百分点至78.9%。其中，制造业产能利用率为77.2%，较9月下降0.6个百分点，但仍高于疫情前水平（2019年12月为77.1%）。

图3 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4 美国工业产能利用率和制造业产能利用率 (%)

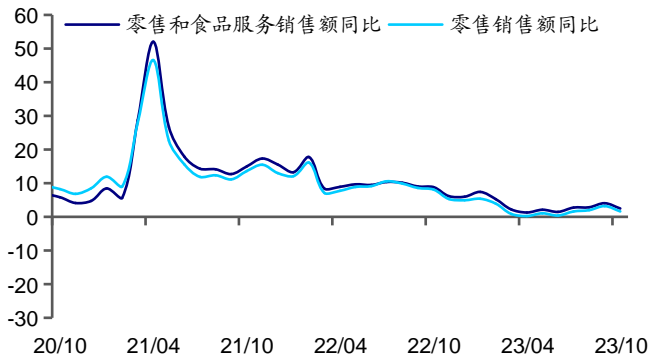


资料来源：Wind，海通证券研究所

零售增速放缓。10月美国零售和食品服务销售额同比增速为2.5%，较9月下降1.6个百分点。其中，零售销售额同比增速回落1.6个百分点至1.6%。具体来看，零售中杂货店零售业、运动与业余爱好、机动车辆及零部件等分项环比增速下降幅度较大，而保健和个人护理、食品和饮料以及电子和家用电器店消费环比增速有所提升。

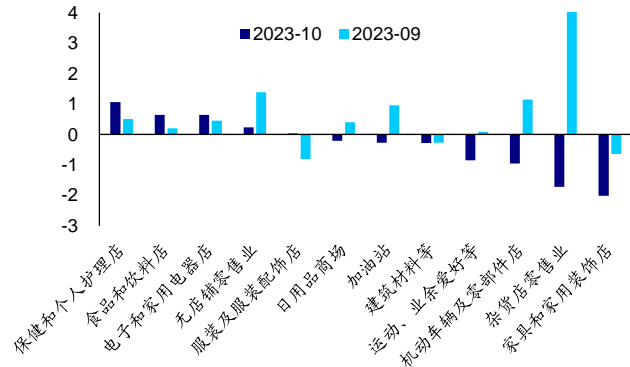
展望未来，我们认为在居民家庭净资产大幅增长、超额储蓄仍未耗尽、薪资增速仍处高位以及债务负担较低的情况下，消费或仍将保持一定韧性。此外，短期内11月份“黑色星期五”促销或也将对消费起到一定支撑。

图5 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6 零售分项环比增速 (%)

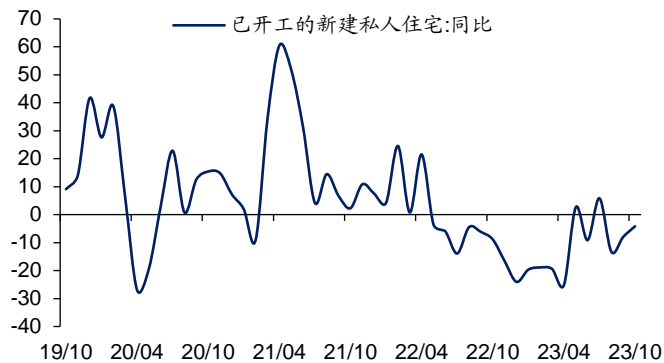


资料来源: Wind, 海通证券研究所

新建住宅增速仍处低位。10月美国已开工新建住宅同比增速为-4.2%，较9月回升3.8个百分点，剔除基数效应后，10月两年平均增速为-6.6%，较9月回升0.5个百分点。但整体来看，已开工新建住宅增速仍处于较低水平。

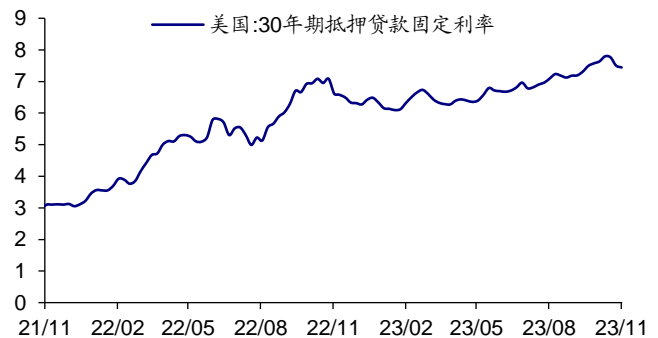
在美联储货币政策维持限制性水平的情况下，美国30年期抵押贷款固定利率仍居历史高位（11月16日为7.4%），短期内对房地产市场的抑制效果或仍将持续。

图7 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

图8 美国30年期抵押贷款固定利率 (%)

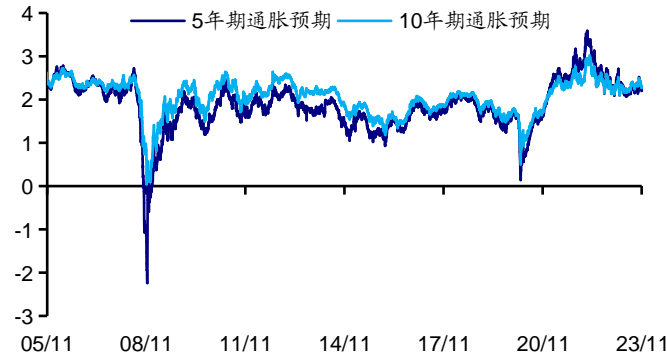


资料来源: Wind, 海通证券研究所

降息预期提前。截至11月17日，市场仍认为12月大概率将暂停加息（100%）。不过，或受CPI与PPI数据超预期回落影响，市场对美联储降息的预期更加乐观，预期的降息时点大概率由上周的2024年6月提前至了2024年5月。

美债收益率明显回落。截至11月17日，美国10年期国债名义收益率为4.44%，较一周前明显回落17个BP。其中，10年期美债实际收益率为2.16%，较上一周下降13BP，10年期通胀预期较上一周下降4BP至2.28%。10年期美债利率的明显回落，或主要与10月美国通胀超预期降温后，市场对美联储降息预期更加乐观有关。

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 市场预测美联储加息概率 (%)

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023/12/13			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	28.0%	72.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.6%	47.8%	39.5%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.0%	32.0%	43.3%	17.7%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	20.9%	38.3%	29.0%	7.8%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.4%	14.5%	31.7%	32.5%	15.9%	3.0%
2024/11/7	0.0%	1.3%	8.8%	23.6%	32.1%	23.8%	9.1%	1.4%
2024/12/18	0.9%	6.5%	19.0%	29.5%	26.3%	13.6%	3.8%	0.4%

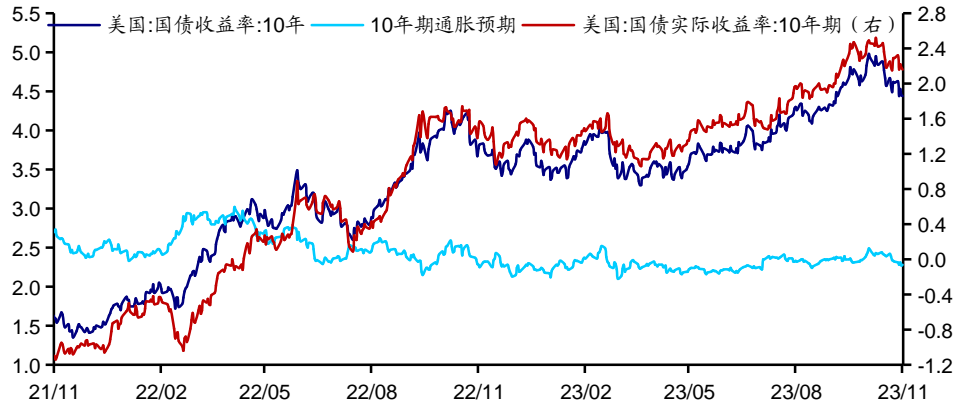
资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至 11 月 17 日

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	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11
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%	-2.0	-0.8	-0.1	0.1	-1.0	-0.2	0.0	-0.7	0.1	1.3	1.0	1.0	2.2
	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	
	工业产能利用率 %	78.9	79.5	79.5	79.6	78.9	79.5	79.8	79.5	79.5	79.6	78.9	80.3	
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	
	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	
	零售销售额 季调同比%	1.6	3.2	2.0	1.6	0.4	1.1	0.2	0.9	3.9	5.4	4.9	5.3	
	零售/食品服务销售额 季调同比%	2.5	4.1	2.8	2.8	1.5	2.1	1.3	2.2	5.3	7.4	6.0	6.1	
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	
	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	
	新房开工 折年季调同比%	-4.2	-8.0	-13.3	5.8	-9.2	2.6	-25.2	-19.4	-18.9	-19.7	-24.1	-16.6	
	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	
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	
	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	
	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	
通胀	CPI 同比%	3.2	3.7	3.7	3.2	3.0	4.0	4.9	5.0	6.0	6.4	6.5	7.1	
	核心 CPI 同比%	4.0	4.1	4.3	4.7	4.8	5.3	5.5	5.6	5.5	5.6	5.7	6.0	
	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	
	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	
密歇根 1 年通胀预期 同比%	4.4	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
	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
	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
	Sentix 投资信心指数	5.0	0.8	2.2	5.1	-3.7	-3.7	-6.5	-2.3	1.1	3.6	-3.5	-0.5	-9.4
	密歇根消费者信心指数	60.4	63.8	67.9	69.5	71.6	64.4	59.2	63.5	62.0	67.0	64.9	59.7	56.7

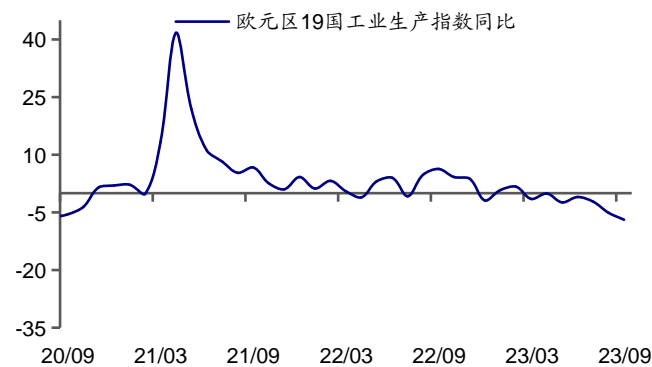
资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

2. 欧洲: 生产明显回落

工业生产继续下降。9月欧元区19国工业生产指数同比增速为-6.9%，较8月进一步回落1.8个百分点。环比增速由8月的0.6%回落至-1.1%。整体来看，高利率与高通胀对欧洲经济的抑制作用或仍在不断显现。

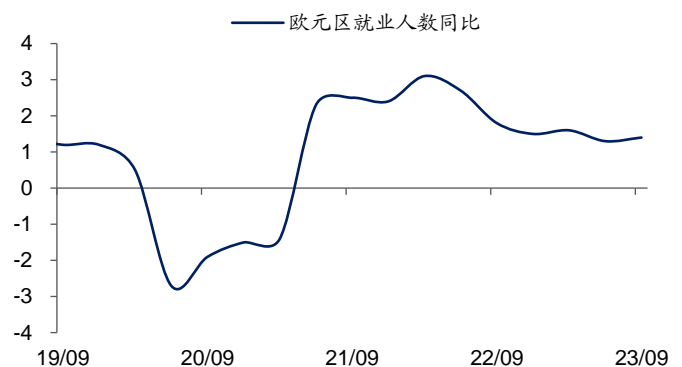
劳动力市场仍较稳健。三季度，欧元区19国就业人数同比增速为1.4%，较二季度回升0.1个百分点，也略高于疫情前水平（2019年四季度为1.2%）。环比增速则由二季度的0.1%回升至0.3%，反映出当前欧元区就业市场表现仍较稳定。

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 欧元区就业人数同比 (%)



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	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	22/11		
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%	-6.9	-5.1	-2.2	-1.0	-2.3	-0.1	-1.5	1.7	0.8	-2.0	3.8	
	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	
消费	零售销售指数			同比%	-2.9	-1.8	-0.8	-0.8	-2.1	-2.8	-3.3	-2.7	-2.1	-2.9	-2.8	
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	
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
	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
	PPI			同比%	-12.4	-11.5	-7.6	-3.4	-1.6	0.9	5.5	12.7	14.8	24.5	26.9	
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		
	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		
	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		
	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		
	Sentix 投资信心指数		-18.6	-21.9	-21.5	-18.9	-22.5	-17.0	-13.1	-8.7	-11.1	-8.0	-17.5	-21.0	-30.9	

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

3. 政策: 美欧央行降息或尚早

美联储部分官员立场仍偏鹰。美国里士满联储主席巴尔金表示, 尚不确信通胀是否正平稳地朝着 2% 回落, 担心可能需要采取更多紧缩行动以遏制需求和通胀。波士顿联储主席柯林斯也指出, 美联储不应当排除进一步加息的可能性。美国芝加哥联储主席 Goolsbee 认为, FOMC 抗通胀虽然取得进展, 但仍然需要努力, 通胀回落至 2% 的道路上可能会出现一些颠簸。美国旧金山联储主席戴利对 FOMC 在货币政策上时断时续的行动方式感到担忧, 认为美联储应深思熟虑, 并在一段时间内保持耐心。

欧央行降息仍为时尚早。欧洲央行副行长金多斯、欧央行管委 Kazaks 均表示, 目前谈论欧央行降息为时尚早。欧央行管委兼葡萄牙央行行长 Centeno 也指出, 欧央行必须保持耐心, 通胀回落至 2% 的进程将会较为缓慢。

英央行或将利率维持在高位。英国央行副行长 Ramsden 表示, 英央行利率可能会保持在高于后全球金融危机时期的水平。英央行货币政策委员会成员 Megan Greene 也认为, 仍有理由担心通胀持续的问题, 可能需要保持紧缩政策更长时间, 将通胀率从 5% 降至 2% 将会更加困难, 目前没有考虑降息。

日央行将继续实施宽松政策。日央行行长植田和男表示, 实现稳定的通胀目标缺乏足够的确定性, 将继续实施宽松的货币政策。如果物价目标达成在即, 将考虑结束收益率曲线控制 (YCC) 和负利率政策, 退出顺序将取决于当时的经济、价格和市场情况。此外, 植田和男表示, 不认为日本 10 年期国债收益率会升至远高于 1% 的水平。

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。