

相关研究

《财政：发力空间和领域——24年六大总量话题2》2023.12.15

《大转向，待降息——美联储12月议息会议点评》2023.12.14

《核心通胀的阻力在哪？——美国2023年11月物价数据点评》2023.12.14

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:wyyq14704@haitong.com

美联储偏鸽，欧央行偏鹰

——海外经济政策跟踪

投资要点:

- **经济:** 11月美国零售增速超预期回升，基于信用卡等支出数据的高频消费数据也有所回暖，不过电子商务零售销售额仍呈回落趋势。11月美国CPI整体回落，但核心CPI回落受阻。PPI同比增速延续回落态势。11月美国工业产值增速及产能利用率有所回升；12月美国Markit综合制造业PMI景气度回升，制造业与服务业景气分化加剧。
- **降息预期大幅提前**，截至12月15日，市场仍预期1月大概率暂停加息（89.7%），不过预期的美联储降息时点由上周的2024年5月提前到了2024年3月，并且预期2024年年内或将降息6次，降息幅度达150BP。美债收益率大幅下跌至**3.91%**，主因实际收益率下行。
- **欧洲方面**，10月欧元区19国工业生产指数同比增速仍处低位；12月欧元区综合PMI有所回落。
- **政策:** 美联储12月继续暂停加息，立场转鸽；欧央行如期维持利率不变，但态度仍然偏鹰，暂未讨论降息。英央行降息或尚早；秘鲁央行降息25BP；巴西央行降息50BP。
- **风险提示:** 海外货币政策调整超预期

目 录

1. 美国：美债利率跌破 4.0%	4
2. 欧洲：景气仍然偏弱	8
3. 政策：美联储转鸽，欧央行仍鹰	9

图目录

图 1 美国零售和食品服务销售额同比增速 (%)	4
图 2 零售分项对环比增速的拉动 (%)	4
图 3 美国信用卡零售和食品服务支出 (超过疫情前的水平, %)	4
图 4 红皮书商业零售销售周同比 (%)	4
图 5 美国电子商务零售销售额 (亿美元)	5
图 6 电子商务零售占总零售比重 (%)	5
图 7 美国 CPI 同比和核心 CPI 同比 (%)	5
图 8 美国 PPI 同比和核心 PPI 同比 (%)	5
图 9 工业总产值季调同比及环比 (%)	6
图 10 美国工业产能利用率和制造业产能利用率 (%)	6
图 11 亚特兰大联储经济增速实时估计 (GDPNow Model)	6
图 12 美国 Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI (%)	6
图 13 美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)	7
图 14 市场预测美联储加息概率 (%)	7
图 15 纽约联储每周经济 WEI 指数 (%)	7
图 16 美国 10 年期国债收益率分解 (%)	7
图 17 欧元区 19 国工业生产指数同比 (%)	8
图 18 欧元区制造业和服务业 PMI (%)	8

表目录

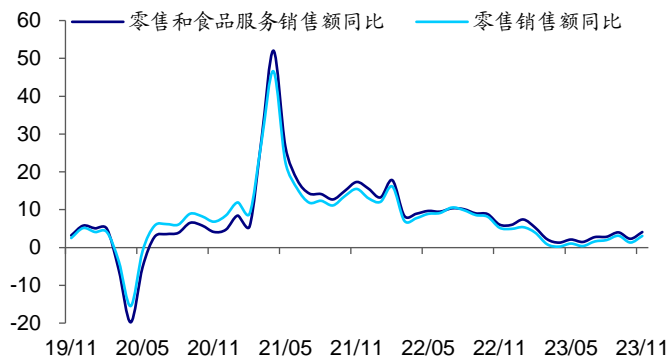
表 1 美国经济数据总览	8
表 2 欧元区经济数据总览	9

1. 美国：美债利率跌破 4.0%

零售增速超预期回升。11月美国零售和食品服务销售额同比增速为 4.1%，较 10 月上升 1.8 个百分点。其中，零售销售额同比增速回升 1.7 个百分点至 3.1%。从环比来看，零售销售环比增速由 10 月的-0.2% 上升至 0.3%，高于市场预期的-0.1%。

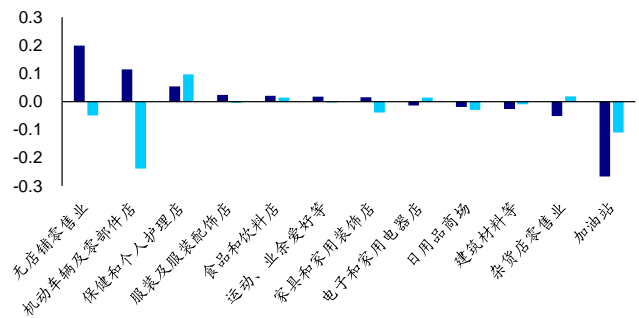
具体来看，11 月无店铺零售业环比增速为 1.0%，是零售环比增速的最大贡献项（拉动近 0.2 个百分点），或主要受 11 月促销月的影响。加油站零售环比下滑 2.9 个百分点，是零售环比增速的最大拖累项，或主要受能源价格回落，零售汽油价格下降的影响。

图1 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2 零售分项对环比增速的拉动 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

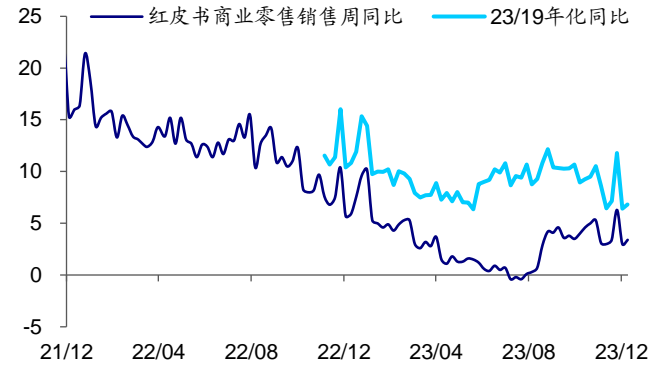
从消费的高频数据来看，BEA 基于信用卡、借记卡和礼品卡等交易数据估算的零售和食品服务支出显示，截至 12 月 6 日，零售和食品服务支出（移动四周平均）较前一周有所回升，已回到高于疫情前（2020 年 3 月）的水平。

图3 美国信用卡零售和食品服务支出（超过疫情前的水平，%）



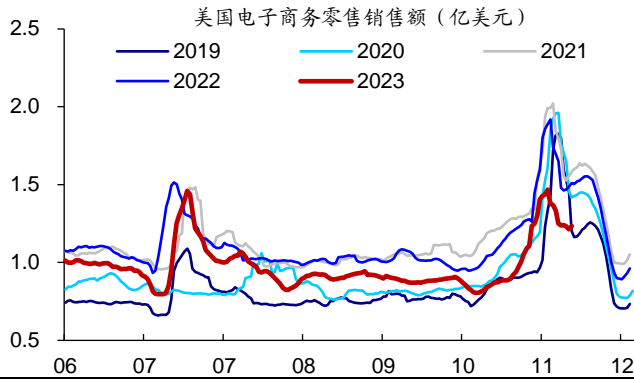
资料来源：BEA，海通证券研究所，数据进行移动四周平均处理

图4 红皮书商业零售销售周同比 (%)

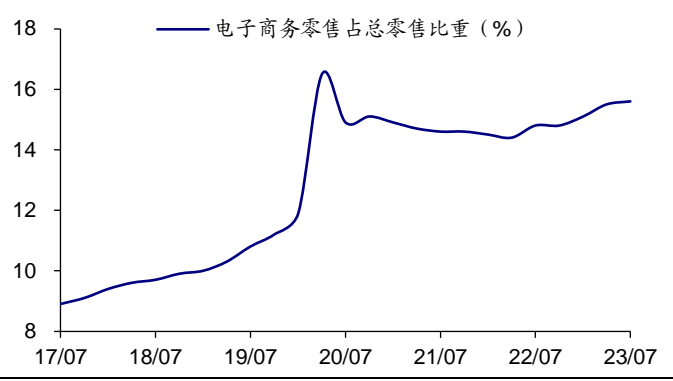


资料来源：Wind，海通证券研究所

此外，截至 12 月 9 日，电子商务零售销售额仍呈持续回落趋势。与往年销售额对比来看，当前与 2019 年同期水平较为接近，但显著低于 2020-2023 年同期。这或与疫情期间居民受防控政策影响，线上消费占比上升，随着疫情影响的消退，居民又逐渐回归线下消费，从而使得电子商务零售额有所下降有关。

图5 美国电子商务零售销售额（亿美元）


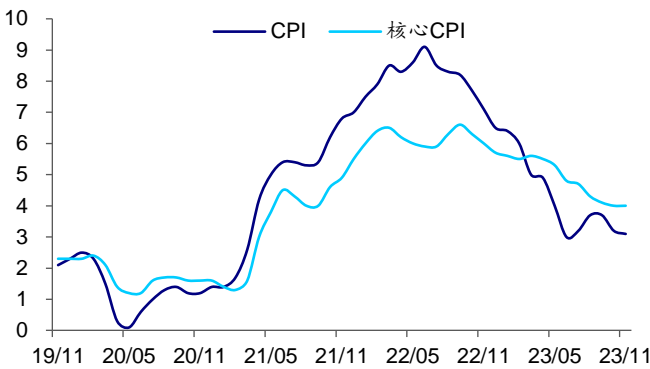
资料来源：CEIC，海通证券研究所，横坐标为月份

图6 电子商务零售占总零售比重（%）


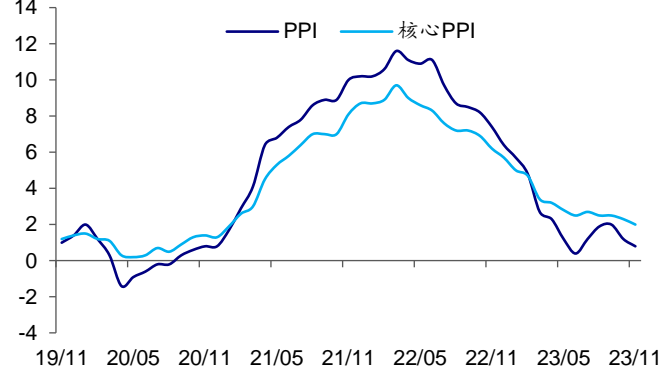
资料来源：Wind，海通证券研究所

美国整体通胀回落。11月美国CPI同比小幅回落至3.1%，主要为能源价格回落推动，不过通胀环比有所回升，或与短期汽车行业罢工带来价格小幅反弹有关，后续有望缓解。11月核心CPI同比为4.0%，与10月持平，下行遇阻，主要与租金通胀依然较高有关。此外，除住房外核心服务通胀有所反弹。**后续需重点关注能源价格变化、劳动力市场变化以及房地产市场变化。**（详见《核心通胀的阻力在哪？——美国2023年11月物价数据点评》）

PPI继续回落。11月美国PPI同比为0.8%，较10月下降0.4个百分点。核心PPI同比增速则由10月的2.3%回落至2.0%。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7 美国CPI同比和核心CPI同比（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

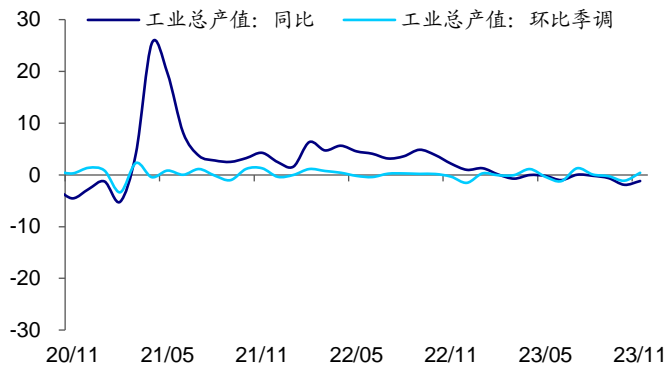
图8 美国PPI同比和核心PPI同比（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

工业产值增速有所回升。11月美国工业总产值同比增速较10月回升0.7个百分点至-1.2%，但仍已连续四个月处于负增长区间。环比季调增速由10月的-1.1%回升至0.4%附近。

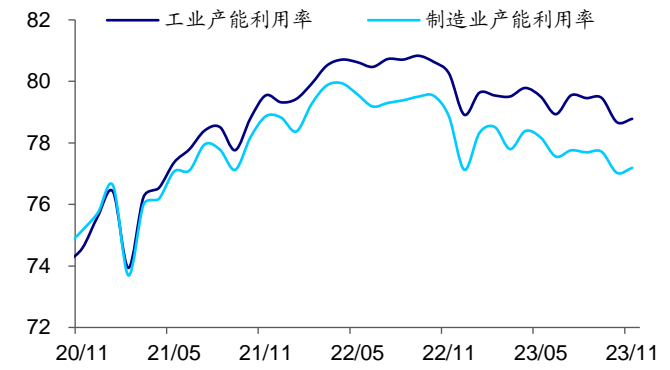
产能利用率略有回升。11月美国工业产能利用率较10月上升0.1个百分点至78.8%。其中，制造业产能利用率为77.2%，较10月上升0.2个百分点，已与疫情前水平较为接近（2019年12月为77.1%）。

图9 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10 美国工业产能利用率和制造业产能利用率 (%)

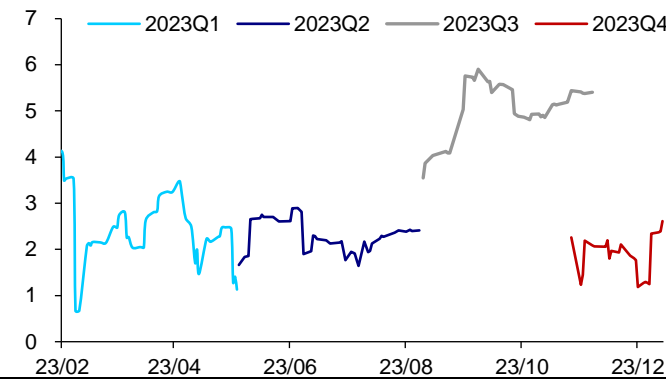


资料来源: Wind, 海通证券研究所

景气回升, 分化加剧。12月美国 Markit 综合 PMI 为 51.0%, 较 11 月回升 0.3%。其中, 制造业 PMI 为 48.2%, 较 11 月下降 1.2%。服务业 PMI 较 11 月小幅上升 0.5% 至 51.3%, 仍处于荣枯线之上。整体来看, 12 月制造业与服务业景气分化有所加剧。

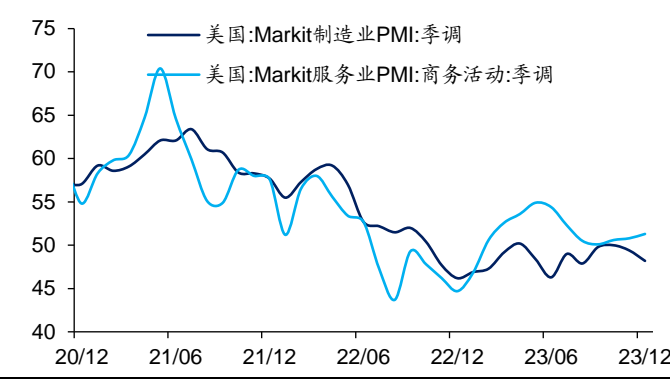
从高频数据来看, 截至 12 月 14 日, 亚特兰大联储 GDPNow 模型对美国 4 季度 GDP 环比折年率的估计为 2.6%, 较前一周明显上调 1.4 个百分点。

图11 亚特兰大联储经济增速实时估计 (GDPNow Model)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图12 美国 Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI (%)

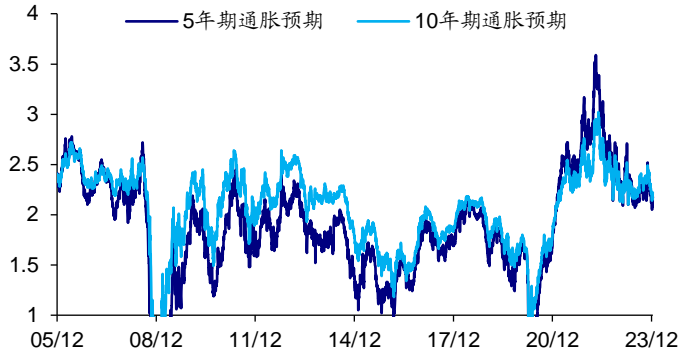


资料来源: Wind, 海通证券研究所

降息预期明显升温。截至 12 月 15 日, 市场仍预期 1 月大概率暂停加息 (89.7%), 不过市场预期的美联储降息时点由上周的 2024 年 5 月提前到了 2024 年 3 月, 并且预期 2024 年年内或将降息 6 次, 降息幅度达 150BP。市场降息预期的升温或主要受美联储议息会议立场转鸽的影响。

美债收益率大幅回落至 3.91%。截至 12 月 15 日, 美国 10 年期国债名义收益率为 3.91%, 较一周前下行 32BP, 为 2023 年 7 月 26 日以来的新低, 或主要受到美联储议息会议超预期转鸽, 市场降息预期大幅升温的影响。其中, 10 年期美债实际收益率为 1.69%, 较一周下行 33BP, 10 年期通胀预期较上一周上升 1BP 至 2.22%。

图13 美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)



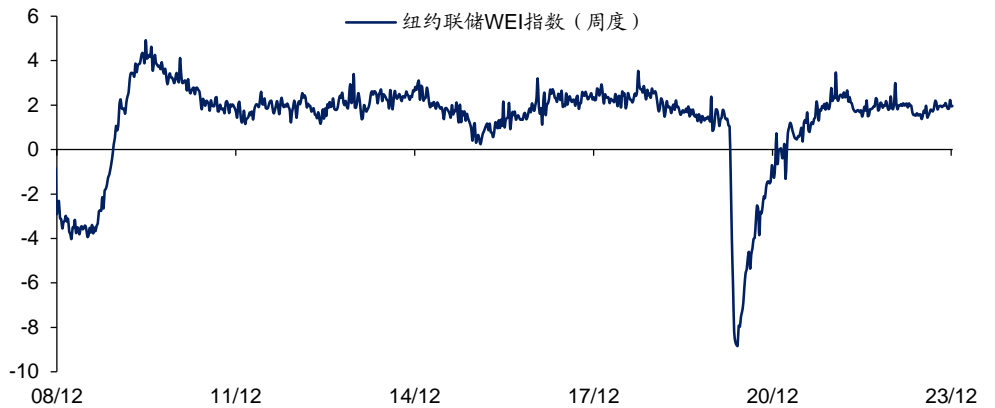
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 市场预测美联储降息概率 (%)

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%	89.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.8%	62.7%	30.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	52.9%	36.1%	5.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	48.6%	37.7%	8.2%	0.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%	41.9%	39.3%	12.7%	1.7%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	3.8%	37.4%	39.6%	15.9%	3.0%	0.3%	0.0%
2024/11/7	0.0%	2.5%	25.9%	38.9%	24.0%	7.4%	1.2%	0.1%	0.0%
2024/12/18	2.0%	21.3%	36.3%	27.0%	10.7%	2.4%	0.3%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至 12 月 15 日

图15 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16 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	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12
GDP	实际 GDP 折年同比%				3.0			2.4			1.7			0.7
	实际 GDP 折年季调环比%				5.2			2.1			2.2			2.6
生产	工业总产值 季调同比%	-1.2	-1.9	-0.6	-0.2	0.0	-1.0	-0.2	0.0	-0.7	0.1	1.3	1.0	
	制造业新订单 季调同比%		0.6	1.5	0.4	0.4	1.1	2.0	1.9	1.8	3.6	4.3	2.2	
	工业产能利用率 %	78.8	78.7	79.5	79.5	79.6	78.9	79.5	79.8	79.5	79.5	79.6	79.6	78.9
消费	个人实际可支配收入 折年季调同比%		7.0	7.4	7.5	7.8	8.7	9.1	9.2	9.0	8.9	8.9	4.5	
	个人实际消费支出 季调同比%		5.3	5.7	5.6	6.1	5.3	5.9	6.1	6.3	7.6	7.9	6.8	
	零售销售额 季调同比%	3.1	1.3	3.1	2.0	1.6	0.4	1.1	0.2	0.9	3.9	5.4	4.9	
	零售/食品服务销售额 季调同比%	4.1	2.3	4.0	2.8	2.8	1.5	2.1	1.3	2.2	5.3	7.4	6.0	
地产	新房销售 折年季调同比%		17.7	26.8	3.8	34.1	21.3	11.6	11.1	-9.5	-19.1	-19.9	-23.4	
	成屋销售 折年季调同比%		-14.6	-15.6	-15.3	-16.6	-18.9	-20.4	-23.0	-22.1	-23.1	-36.9	-33.8	
	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	
	标普/CS 房价指数 同比% (20城)			3.9	2.1	0.2	-1.2	-1.7	-1.6	-1.0	0.5	2.8	4.8	
就业	新增非农就业人数 季调/万人	19.9	15.0	26.2	16.5	23.6	10.5	28.1	21.7	21.7	24.8	47.2	23.9	
	失业率 季调%	3.7	3.9	3.8	3.8	3.5	3.6	3.7	3.4	3.5	3.6	3.4	3.5	
	U6 失业率 季调%	7.0	7.2	7.0	7.1	6.7	6.9	6.7	6.6	6.7	6.8	6.6	6.5	
通胀	CPI 同比%	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	3.0	4.0	4.9	5.0	6.0	6.4	6.5	
	核心 CPI 同比%	4.0	4.0	4.1	4.3	4.7	4.8	5.3	5.5	5.6	5.5	5.6	5.7	
	PCE 同比%		3.0	3.4	3.4	3.4	3.2	4.0	4.4	4.4	5.2	5.5	5.4	
	核心 PCE 同比%		3.5	3.7	3.8	4.3	4.3	4.7	4.8	4.8	4.8	4.9	4.9	
	密歇根 1 年通胀预期 同比%	2.8	3.2	3.0	2.8	3.5	3.4	3.3	4.2	4.6	3.6	4.1	3.9	4.4
景气指数	ISM 制造业 PMI		46.7	46.7	49.0	47.6	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4
	ISM 非制造业 PMI		52.7	51.8	53.6	54.5	52.7	53.9	50.3	51.9	51.2	55.1	55.2	49.2
	Market 制造业 PMI 季调	48.2	49.4	50.0	49.8	47.9	49.0	46.3	48.4	50.2	49.2	47.3	46.9	46.2
	Sentix 投资信心指数	5.6	5.0	0.8	2.2	5.1	-3.7	-3.7	-6.5	-2.3	1.1	3.6	-3.5	-0.5
	密歇根消费者信心指数	69.4	61.3	63.8	67.9	69.5	71.6	64.4	59.2	63.5	62.0	67.0	64.9	59.8

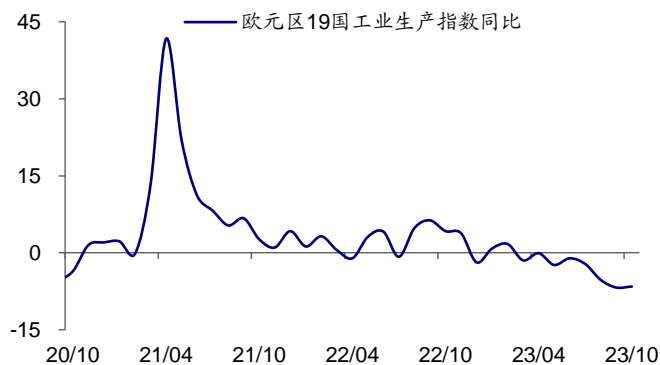
资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

2. 欧洲: 景气仍然偏弱

工业生产仍处低位。10月欧元区19国工业生产指数同比增速为-6.6%，较9月小幅回升0.2个百分点，但已连续八个月为负值；环比增速由9月的-1.0%回升至-0.7%。总体来看，欧元区工业生产仍然偏弱。

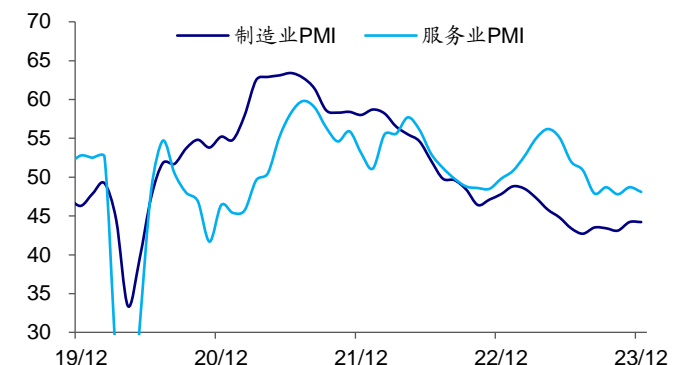
景气指数仍低迷。12月欧元区综合PMI为47.0，较11月回落0.6，已连续7个月处于荣枯线之下。其中，制造业PMI为44.2，与11月持平；服务业PMI回落0.6至48.1。高利率对经济的抑制效果或仍在持续。

图17 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18 欧元区制造业和服务业PMI (%)



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	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	22/12	
GDP	实际 GDP				0.0			0.6			1.3			1.8	
	实际 GDP				-0.5			0.5			0.4			-0.4	
生产	工业生产指数			-6.6	-6.8	-5.3	-2.2	-1.1	-2.4	-0.1	-1.5	1.7	0.8	-1.9	
	制造业产能利用率	79.4			80.4			81.2			81.0			81.4	
消费	零售销售指数			-6.2	-0.9	-6.2	-12.0	-10.2	-10.1	-9.8	-7.0	-10.3	-10.4	-17.1	
	零售销售指数			-1.2	-2.9	-1.8	-0.8	-0.8	-2.1	-2.7	-3.3	-2.6	-2.0	-2.9	
就业	失业率			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.5	6.6	6.6	6.6	6.7	
	HICP		2.4	2.9	4.3	5.2	5.3	5.5	6.1	7.0	6.9	8.5	8.6	9.2	
通胀	核心 HICP		3.6	4.2	4.5	5.3	5.5	5.5	5.3	5.6	5.7	5.6	5.3	5.2	
	PPI			-9.4	-12.4	-11.5	-7.6	-3.4	-1.6	0.9	5.5	12.7	14.8	24.5	
景气指数	制造业 PMI	44.2	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5	48.8	47.8	
	服务业 PMI	48.1	48.7	47.8	48.7	47.9	50.9	52.0	55.1	56.2	55.0	52.7	50.8	49.8	
	消费者信心指数			-16.9	-17.8	-17.7	-16.0	-15.1	-16.1	-17.4	-17.5	-19.1	-19.0	-20.6	-22.0
	经济景气指数			93.8	93.5	93.4	93.7	94.6	95.3	96.4	98.9	98.8	99.3	99.5	96.9
	Sentix 投资信心指数			-16.8	-18.6	-21.9	-21.5	-18.9	-22.5	-17.0	-13.1	-8.7	-11.1	-8.0	-17.5

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

3. 政策: 美联储转鸽, 欧央行仍鹰

美联储立场转鸽。美联储 12 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%。与之前相比, 此次美联储声明有明显变化。首先, 在经济方面, 美联储认为经济已经开始走弱。美联储在经济预测中上调了今年经济预期, 下调明年经济预期, 表明对明年经济担忧有所加大。在通胀方面, 美联储强调通胀仍有压力但有所缓解。在利率预测方面, 美联储将明年的利率中枢从 5.1% 大幅下调至 4.6%, 相比 9 月的预期下调了 50BP, 2025 年利率中枢也下调了 30BP。整体来看, 美联储在本次点阵图中大幅转向, 释放了明确的降息预期。在货币政策方面, **鲍威尔指出, 降息问题已经进入美联储考察。不需要等到通胀降至 2.0% 才降息, 会在通胀降至 2% 之前就降息。**(参考报告《大转向, 待降息——美联储 12 月议息会议点评》)

不过, 在议息会议释放较强的降息信号之后, 纽约联储主席威廉姆斯发表了偏鹰的言论, 或主要为了压降市场过于强烈的降息预期。威廉姆斯表示, 美联储目前并没有真正讨论降息, 必要时可能准备再次加息, 考虑 3 月份降息还“为时过早”。

欧央行如期维持利率不变, 但态度仍偏鹰。12 月欧央行继续将主要再融资利率、边际借贷利率和存款机制利率分别维持在 4.50%、4.75% 和 4.00% 不变, 符合市场预期。欧央行表示, 欧元区价格压力仍然较大, 通胀虽然在最近几个月有所下降, 但短期内很可能会再次上升。数据将决定限制性政策的水平和持续时间, 只要有必要利率就会保持足够的限制性。**欧央行行长拉加德表示, 欧央行并未讨论降息前景。**

英央行降息或尚早。英央行继续维持利率不变。英央行行长贝利表示, 对抗通胀仍需努力, 如果通胀持续将需要进一步收紧政策; 不能确定利率已达峰值, 降息为时尚早。

秘鲁央行降息 25BP。秘鲁央行降息 25BP 至 6.75%, 为最近 11 个月新低。

巴西央行降息 50 个基点至 11.75%。

风险提示: 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。