

相关研究

《印度：制造“落后”，服务“超前”——新兴经济研究系列之五》2023.12.23

《美债利率：弧形顶——24年六大总量话题6》2023.12.22

《消费：三类新活力——24年六大总量话题4》2023.12.21

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：居民收支仍强，成屋市场回暖 ——海外经济政策跟踪

投资要点：

- **经济：**11月美国个人可支配收入及消费支出增速均有所回升；耐用品新增订单（除国防外）大幅上升，主要受飞机订单激增拉动；11月新房销售同比回落，成屋销售同比及已开工新建住宅同比增速回暖。**通胀延续回落趋势**，11月美国PCE价格指数及核心PCE价格指数进一步下降。
- **降息预期仍较强烈。**截至12月22日，市场预期的美联储降息时点大概率仍然维持在2024年3月，并且预计年内将降息6次，降息幅度在150BP。美债收益率为**3.90%**，相对稳定。
- **欧洲方面**，11月欧盟28国粗钢产量增速由负转正，12月欧元区19国消费者信心指数小幅回升但仍处低位。
- **政策：**日央行继续维持负利率政策，日央行行长植田和男表示，目前很难确定退出负利率政策的计划，下次会议上发出加息信号的可能性较低。美联储多位官员为市场的降息预期“降温”；欧央行持续偏鹰；巴拉圭央行降息100BP；智利央行降息75BP。
- **风险提示：**海外货币政策调整超预期

目 录

1. 美国：居民收支仍高.....	4
2. 欧洲：消费信心仍低.....	7
3. 政策：日央行“按兵不动”	8

图目录

图 1 美国个人实际可支配收入和消费支出同比 (%)	4
图 2 美国信用卡零售和食品服务支出 (超过疫情前的水平, %)	4
图 3 美国核心资本品制造业新订单季调同比与环比 (%)	4
图 4 美国耐用品订单同比及环比 (%)	4
图 5 美国新建住房销售与成屋销售同比 (%)	5
图 6 美国已开工的新建私人住宅同比增速 (%)	5
图 7 美国 30 年期抵押贷款固定利率 (%)	5
图 8 美国 MBA 购买与再融资指数	5
图 9 美国 PCE 和核心 PCE 当月同比 (%)	6
图 10 亚特兰大联储经济增速实时估计 (GDPNow Model)	6
图 11 美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)	6
图 12 市场预测美联储降息概率 (%)	6
图 13 纽约联储每周经济 WEI 指数 (%)	6
图 14 美国 10 年期国债收益率分解 (%)	7
图 15 欧盟 28 国粗钢产量当月同比 (%)	8
图 16 欧元区和欧盟消费者信心指数	8

表目录

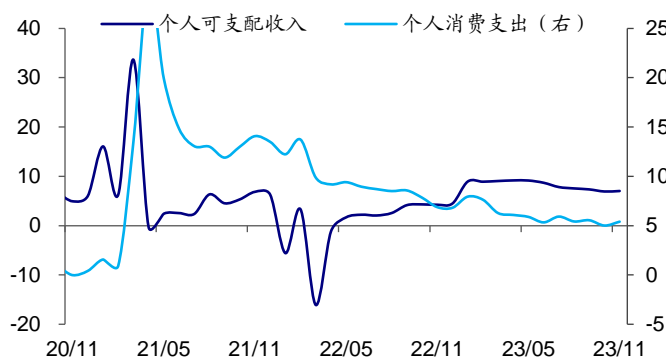
表 1 美国经济数据总览	7
表 2 欧元区经济数据总览	8

1. 美国：居民收支仍高

居民收支增速仍高。11月美国个人可支配收入同比增速为7.0%，较10月上升0.1个百分点。个人消费支出同比增速较10月回升0.4个百分点至5.4%。整体来看，在薪酬增速仍高，居民家庭资产增值明显、超额储蓄仍有余量等影响下，居民收支仍维持一定的韧性。

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13日，零售和食品服务支出（移动四周平均）较前一周有所回落，但仍高于疫情前（2020年3月）的水平。

图1 美国个人实际可支配收入和消费支出同比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 美国信用卡零售和食品服务支出（超过疫情前的水平，%）



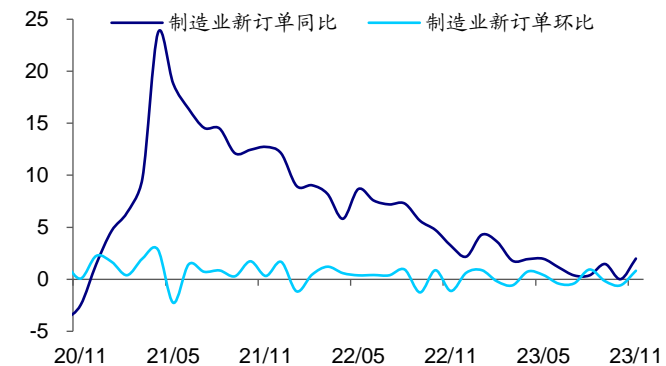
资料来源：BEA，海通证券研究所，数据进行移动四周平均处理

耐用品新订单增速明显回升。11月美国除国防外耐用品新增订单同比增速从10月的-0.4%大幅上升至10.2%，环比增速由-6.4%上升至6.5%，为2020年7月以来的最高值。

耐用品订单的回升主要受益于运输设备新订单的拉动。11月运输设备新订单同比增速为25.5%，较10月（-0.1%）明显提升。其中，非国防飞机新订单11月同比增速达260%，是主要的拉动项。

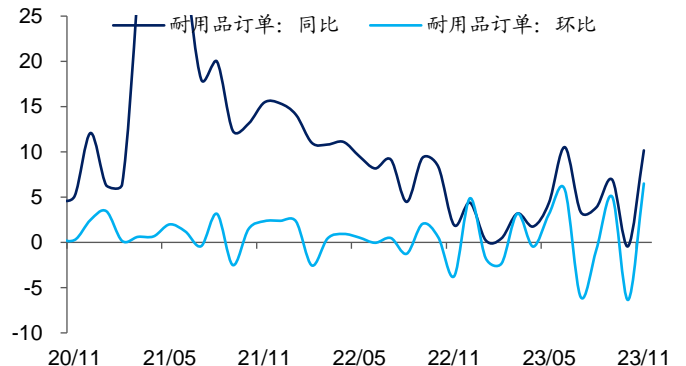
核心资本品新订单增速也有所回升。11月美国核心资本品制造业新订单同比增速为2.0%，较10月回升2个百分点。环比增速也由10月的-0.6%回升至0.8%。

图3 美国核心资本品制造业新订单季调同比与环比（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 美国耐用品订单同比及环比（%）



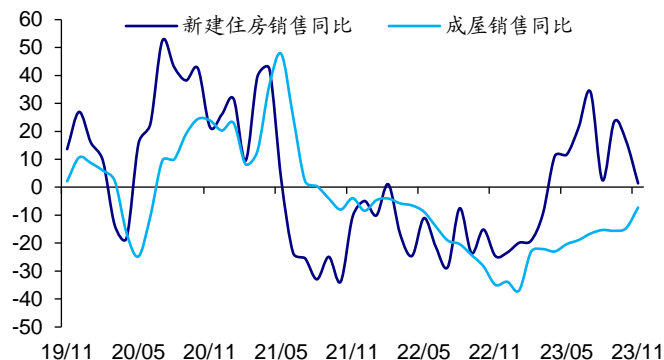
资料来源：Wind，海通证券研究所

新房销售增速明显回落。11月美国新房销售同比较10月回落15.1个百分点至1.4%，新房销售中位价同比为-6.0%，较10月（-16.5%）明显回升，但仍处于负值区间。

美国成屋销售有所回升。11月美国成屋销售382万套，中断了自2023年5月以来的持

续下滑趋势，较 10 月回升 3 万套。成屋销售同比增速为-7.3%，较 10 月回升了 7.4 个百分点，不过仍处于相对低位，且已连续 27 个月处于负增长区间。

已开工新建住宅增速扭负转正。11 月美国已开工新建住宅同比增速为 9.3%，较 10 月回升 14.4 个百分点。

图5 美国新建住房销售与成屋销售同比 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

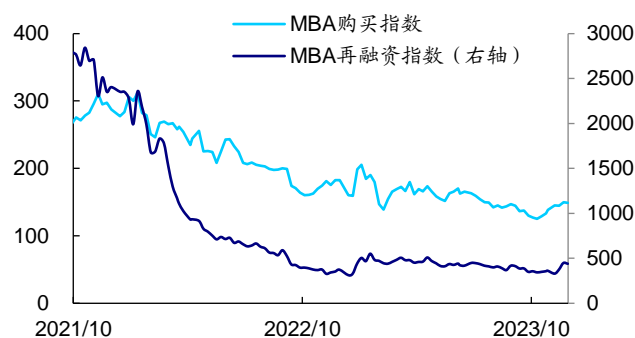
图6 美国已开工的新建私人住宅同比增速 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

成屋销售以及新开工住宅的回暖，或与购房成本回落下居民购买意愿提升有关。从**美国地产高频数据**来看，自 11 月初开始，30 年期抵押贷款固定利率开始逐渐回落，截至 12 月 21 日已由最高点 7.8% 回落至 6.7%。此外，12 月以来，MBA 购买指数以及再融资指数均有所回升。未来随着美联储降息周期的开启，美国房地产压力或有望进一步缓解。

图7 美国 30 年期抵押贷款固定利率 (%)

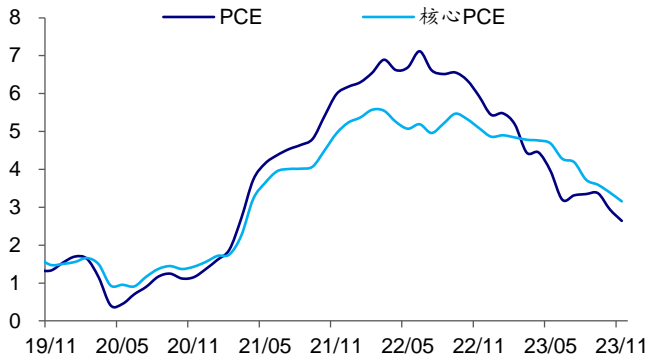

资料来源: Wind, 海通证券研究所

图8 美国 MBA 购买与再融资指数


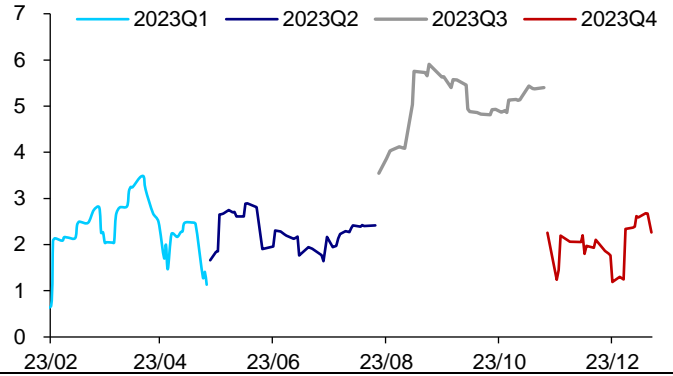
资料来源: Wind, 海通证券研究所

通胀继续回落。11 月美国 PCE 价格指数同比增速为 2.6%，较 10 月回落 0.3 个百分点，低于市场预期的 2.8%。核心 PCE 同比增速较 10 月回落 0.2 个百分点至 3.2%，同样低于市场预期 (3.3%)。当前美国通胀延续降温趋势，后续需重点关注劳动力市场变化以及房地产市场变化。

从**高频数据**来看，截至 12 月 22 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 2.3%，较前一周下调 0.3 个百分点。

图9 美国 PCE 和核心 PCE 当月同比 (%)


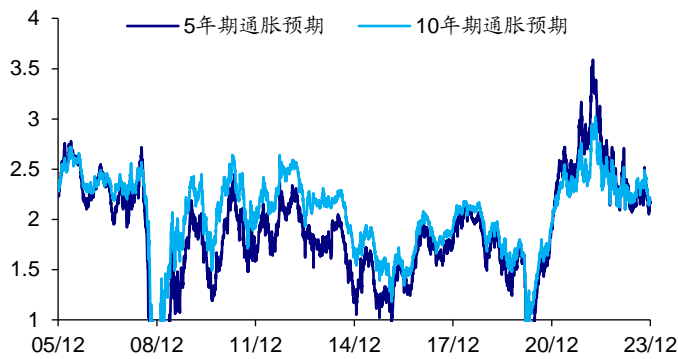
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图10 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

降息预期仍较强烈。截至 12 月 22 日, 市场预期的美联储降息时点大概率仍然维持在 2024 年 3 月, 并且预计年内将降息 6 次, 降息幅度在 150BP。

美债收益率为 3.90%。截至 12 月 22 日, 美国 10 年期国债名义收益率为 3.90%, 较一周前小幅下行 1BP, 相对稳定。其中, 10 年期美债实际收益率为 1.71%, 较上一周上行 2BP, 10 年期通胀预期较上一周下降 3BP 至 2.19%。

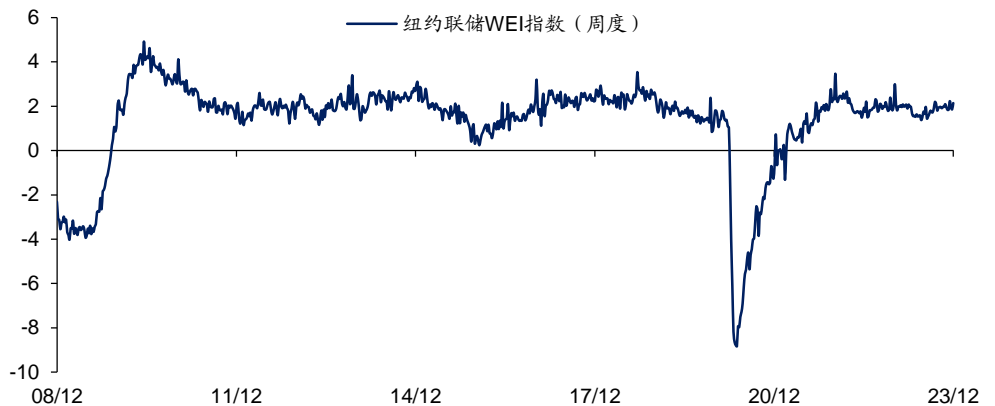
图11 美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 市场预测美联储降息概率 (%)

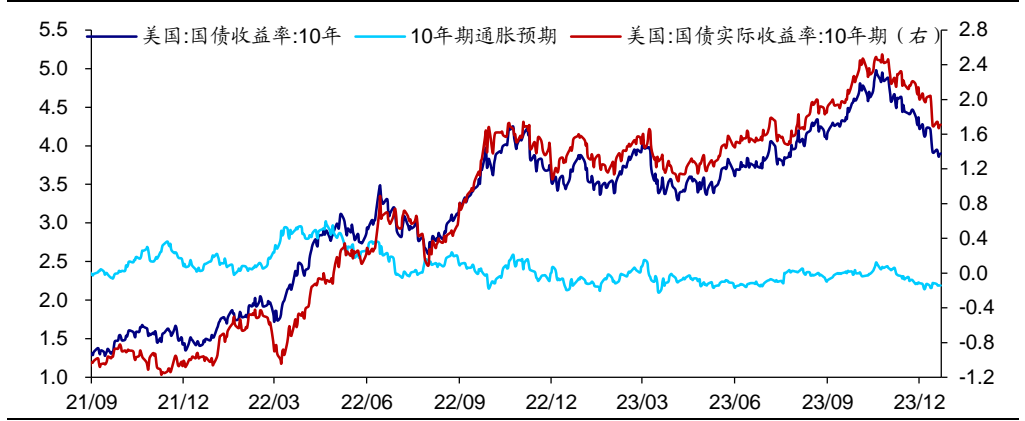
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.5%	85.5%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.4%	75.6%	12.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	14.5%	73.6%	11.6%	0.0%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	21.4%	66.2%	10.2%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	20.1%	63.1%	14.1%	0.7%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	1.7%	18.3%	58.8%	19.0%	2.1%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.0%	1.0%	11.2%	41.5%	36.0%	9.3%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.8%	8.8%	34.4%	37.3%	15.5%	2.9%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至 12 月 22 日

图13 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14 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				2.9			2.4			1.7			0.7	
	实际 GDP				4.9			2.1			2.2			2.6	
生产	工业总产值		-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		2.0	0.0	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	78.9	
消费	个人实际可支配收入		7.0	6.9	7.3	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		5.4	5.0	5.5	5.4	5.9	5.3	5.9	6.1	6.3	7.6	7.9	6.8	
	零售销售额		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		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		1.4	16.5	23.5	2.5	34.1	21.3	11.6	11.1	-9.5	-19.1	-19.9	-23.4	
	成屋销售		-7.3	-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		9.3	-5.1	-7.3	-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				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		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		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		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		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		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		2.6	2.9	3.4	3.3	3.3	3.2	4.0	4.4	4.4	5.2	5.5	5.4	
	核心 PCE		3.2	3.4	3.6	3.7	4.2	4.3	4.7	4.8	4.8	4.8	4.9	4.9	
	密歇根 1 年通胀预期		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		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		69.7	61.3	63.8	67.9	69.5	71.6	64.4	59.2	63.5	62.0	67.0	64.9	59.8

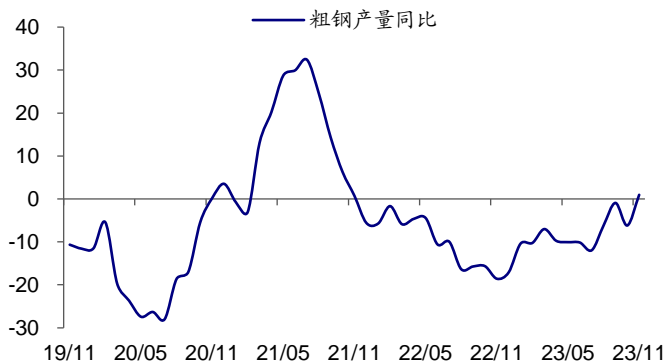
资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

2. 欧洲: 消费信心仍低

粗钢产量增速由负转正。11 月欧盟 28 国粗钢产量同比增速为 1.0%，较 10 月回升 7.2 个百分点，为 2021 年 10 月以来的最高值，在连续 23 个月处于负增长区间后首次转正。

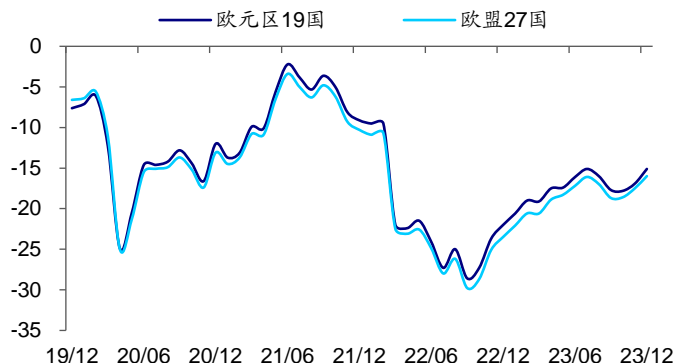
消费者信心仍处低位。12 月欧元区 19 国消费者信心指数为 -15.1，较 11 月回升 1.8，不过与疫情前水平（2019 年 12 月为 -7.6）相比，仍处于低位。在高利率与高通胀的压制下，消费者信心或仍将受到压制。

图15 欧盟 28 国粗钢产量当月同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图16 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	23/12	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	季调同比%			0.0			0.6			1.3			1.8
	实际 GDP	折年季调环比%			-0.5			0.5			0.4			-0.4
生产	工业生产指数	同比%			-6.6	-6.8	-5.3	-2.2	-1.1	-2.4	-0.1	-1.5	1.7	0.8
	制造业产能利用率	非季调%	79.4		80.4			81.2			81.0			81.4
	粗钢产量(欧盟)	同比%	1.0	-6.2	-0.9	-6.2	-12.0	-10.2	-10.1	-9.8	-7.0	-10.3	-10.4	-17.1
消费	零售销售指数	同比%			-1.2	-2.9	-1.8	-0.8	-2.1	-2.7	-3.3	-2.6	-2.0	-2.9
就业	失业率	季调%			0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.5	6.6	6.6	6.6	6.7
通胀	HICP	同比%	2.4	2.9	4.3	5.2	5.3	5.5	6.1	7.0	6.9	8.5	8.6	9.2
	核心 HICP	同比%	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	同比%			-9.4	-12.4	-11.5	-7.6	-3.4	-1.6	0.9	5.5	12.7	14.8
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	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
	消费者信心指数		-15.1	-16.9	-17.8	-17.7	-16.0	-15.1	-16.1	-17.4	-17.5	-19.1	-19.0	-20.6
	经济景气指数	季调		93.8	93.5	93.4	93.7	94.6	95.3	96.4	98.9	98.8	99.3	99.5
	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: 日央行“按兵不动”

美联储多位官员为市场的降息预期“降温”。克利夫兰联储主席梅斯特称, 金融市场预计明年会较早降息, 对政策正常化的预期“有点超前”, 其与旧金山联储主席戴利均认为明年将降息三次。芝加哥联储主席 Goolsbee 同样表示, 市场在 FOMC 降息前景方面略微超前了, 现在宣布抗通胀胜利还为时尚早, 美联储不应根据市场反应来行动。亚特兰大联储主席 Bostic 则预计, 美联储将于 2024 年下半年降息两次, 此前降息并不具备紧迫性, 抗通胀还需继续付出努力, 货币政策需要保持耐心。费城联储主席哈克也认为, 美联储抗通胀任务尚未完成。

欧央行持续偏鹰。欧央行副行长 Guindos 表示, 欧元区通胀率必须向 2% 靠拢才能降息。欧央行管委 Kazaks 与 Villeroy 均认为, 利率将于一段时间保持在 4%, 且 Kazaks 认为可能要到 2024 年年中前后才会开始降息。此外, 欧洲央行管委 Vasle、Nagel、Simkus 等也认为市场降息押注过于乐观, Vasle 表示欧央行需要等到明年一季度后再考虑调整政策。

日央行“按兵不动”。12 月日央行利率决议表明, 日本继续实行负利率政策, 维持基准利率在 -0.1%, 维持 10 年期国债收益率目标在 0%, 长期国债收益率上限参考值保持在 1% 不变。同时, 日央行上调下一财年整体通胀预期至 2.5%。

在货币政策方面, 日央行表示目前很难确定退出负利率政策的计划, 下次会议上发出加息信号的可能性较低。在通胀方面, 日央行表示 2024 财年 CPI 同比涨幅可能高于 2%, 潜在通胀率逐渐上升并接近 2% 目标的可能性正在上升。

巴拉圭央行降息 100BP。巴拉圭央行降息 100BP 至 6.75%，此前，已于 10 月下旬从 8.00% 下调至 7.75%。

智利央行降息 75BP 至 8.25%。

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。