

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:ljl13766@haitong.com

证书:S0850521090002

联系人:王宇晴

Email:wuyq14704@haitong.com

美国：美债利率反弹至“4%”

——海外经济政策跟踪

投资要点：

- **经济：**美国方面，非农就业稳定，失业率仍处低位，不过连续3个月平均新增就业已从2023年年初的33.4万人降至16.5万人。ISM制造业PMI仍处于荣枯线之下，非制造业PMI超预期回落。降息预期稳定，市场仍预计美联储大概率将在2024年3月降息，并预期2024年或将降息6次，幅度在150BP。此外，10年期美债收益率反弹至4.05%。
- **欧洲方面，**2023年12月欧元区HICP同比增速有所反弹，核心HICP同比仍呈回落态势。2023年11月PPI跌幅收窄。
- **政策：**美联储议息会议表明，政策利率可能处于或接近峰值，且将在一段时期内保持限制性，政策利率处于峰值水平的时间或将超过预期；欧央行降息时点仍需关注未来数据的变化；以色列央行降息25BP。
- **风险提示：**海外货币政策调整超预期。

目 录

1. 美国：美债利率反弹破“4%”	4
2. 欧洲：通胀仍有一定压力	6
3. 政策：美欧降息仍需等待	7

图目录

图 1	美国新增非农就业人数（万人）	4
图 2	美国非农失业率及 U6 失业率（%）	4
图 3	美国 ISM 制造业与非制造业 PMI	4
图 4	亚特兰大联储经济增速实时估计（GDPNow Model, %）	4
图 5	美国信用卡零售和食品服务支出（超过疫情前的水平, %）	5
图 6	美国红皮书商业零售销售周同比（周度, %）	5
图 7	美国 5 年期和 10 年期通胀预期（%）	5
图 8	市场预测美联储降息概率（%）	5
图 9	纽约联储每周经济 WEI 指数（%）	5
图 10	美国 10 年期国债收益率分解（%）	6
图 11	欧元区 HICP 和核心 HICP 同比（%）	7
图 12	欧元区 PPI 当月同比（%）	7

表目录

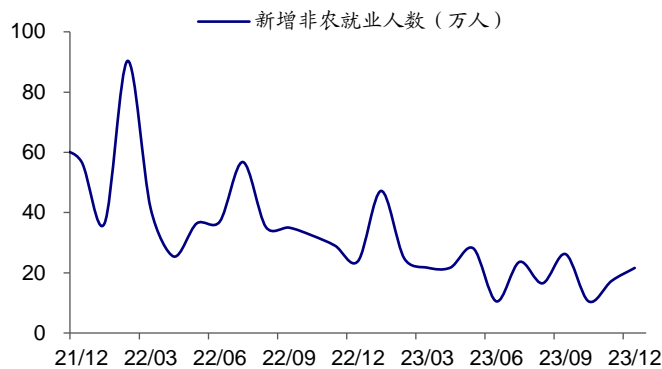
表 1	美国经济数据总览	6
表 2	欧元区经济数据总览	7

1. 美国：美债利率反弹破“4%”

非农新增就业仍较稳定。美国 2023 年 12 月非农就业人口增加 21.6 万人，较前一月提升 4.3 万，超出市场预期。不过 2023 年 11 月和 10 月均下修至 17.3 万人和 10.5 万人。**整体来看，美国劳动力市场仍在持续降温。**截至 2023 年底，美国非农连续 3 个月平均新增就业已从 2023 年年初的 33.4 万人降至 16.5 万人。

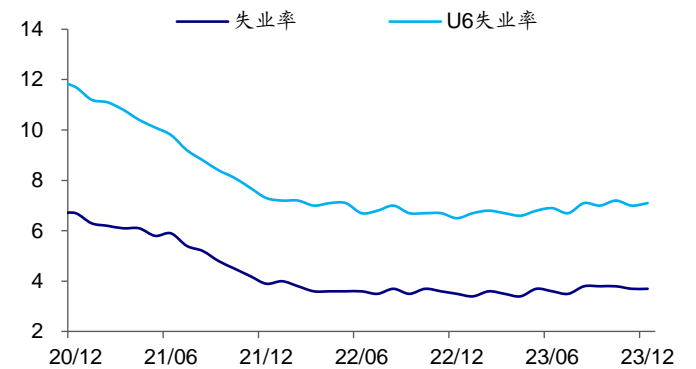
失业率仍处低位。美国 2023 年 12 月失业率为 3.7%，与 2023 年 11 月持平，仍处于历史低位。劳动参与率为 62.5%，较 11 月下降 0.3%，与疫情前（2020 年 2 月）仍有 0.8 个百分点的缺口。（详见《2023 年劳动力市场有何变化？——美国 2023 年 12 月非农数据点评》）

图1 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2 美国非农失业率及 U6 失业率（%）

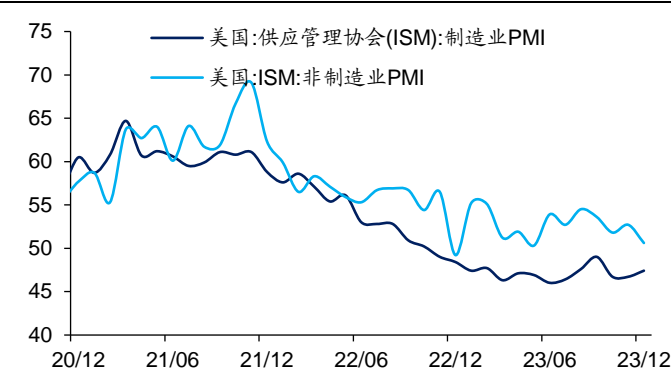


资料来源：Wind，海通证券研究所

非制造业景气度超预期回落。2023 年 12 月美国 ISM 制造业 PMI 为 47.4，虽较 11 月上升 0.7，但仍相对疲弱，已连续 14 个月处于荣枯线之下。2023 年 12 月非制造业 PMI 为 50.6，较 11 月回落 2.1，低于市场预期的 52.5，或反映出高利率对美国经济的压制仍在不断显现。

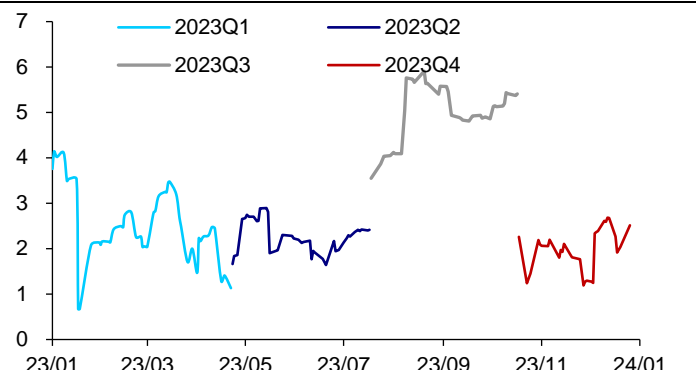
截至 2024 年 1 月 3 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对美国 2023 年四季度 GDP 环比折年率的估计为 2.51%，较一周前回升 0.6 个百分点。

图3 美国 ISM 制造业与非制造业 PMI



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 亚特兰大联储经济增速实时估计（GDPNow Model, %）

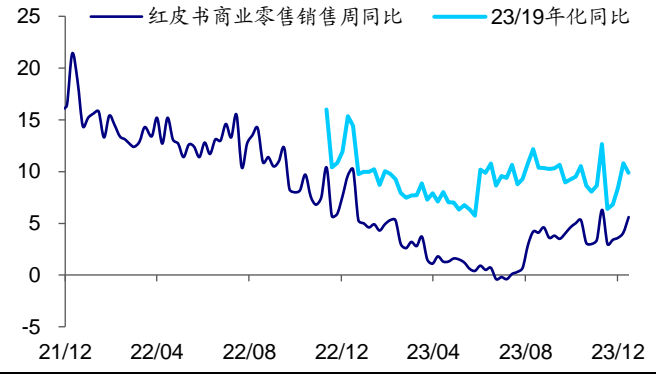


资料来源：CEIC，海通证券研究所

消费方面，从高频数据来看，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，当前零售和食品支出规模仍显著高于疫情前（2020 年 3 月）的水平。从美国红皮书商业零售销售数据来看，销售周同比增速从 2023 年 8 月底来便呈持续回升状态。

图5 美国信用卡零售和食品服务支出（超过疫情前的水平，%）

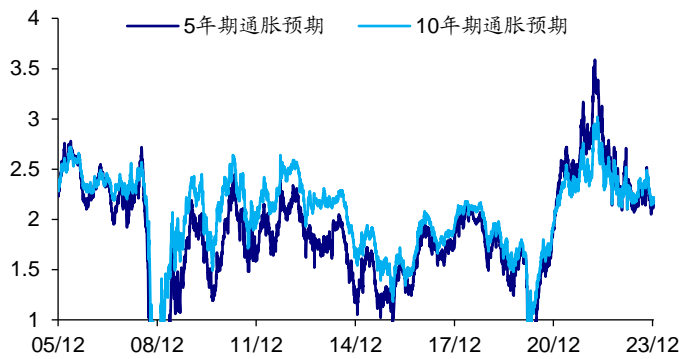

资料来源：BEA，海通证券研究所，数据进行移动四周平均处理

图6 美国红皮书商业零售销售周同比（周度，%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

降息预期稳定。截至2024年1月5日，市场仍预计美联储大概率将在2024年3月降息，并预期2024年或将降息6次，幅度在150BP。

美债收益率反弹破“4%”。截至2024年1月5日，美国10年期国债名义收益率为4.05%，较上一周上行17BP。其中，10年期美债实际收益率为1.83%，较前一周上行11BP，10年期通胀预期较上一周上升6BP至2.22%。

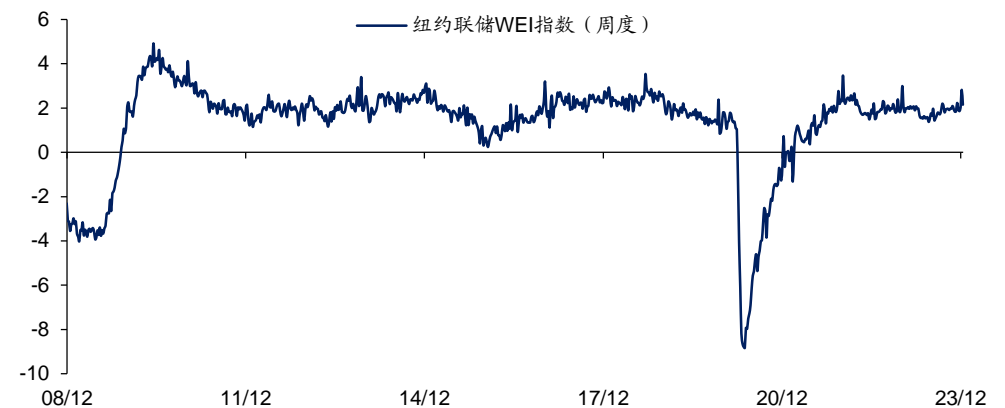
图7 美国5年期和10年期通胀预期（%）


资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 市场预测美联储降息概率（%）

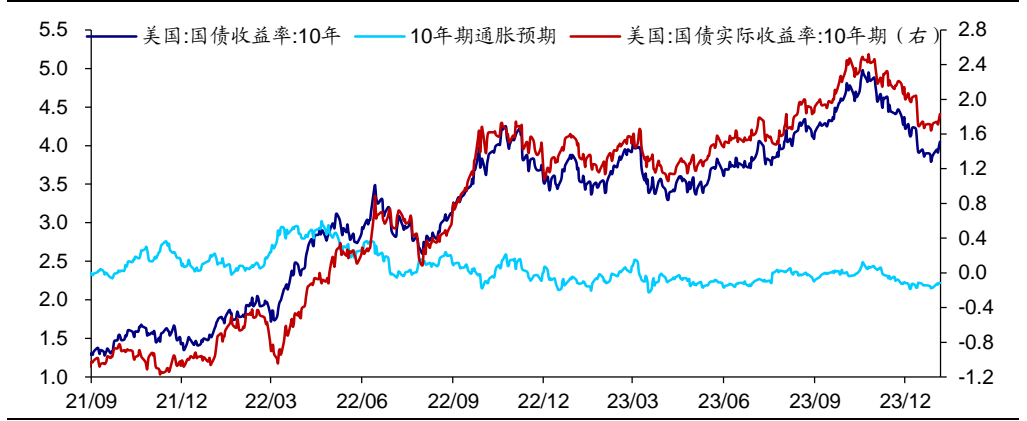
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	93.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	62.3%	33.8%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	48.9%	40.3%	7.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	47.2%	40.6%	9.0%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	40.4%	41.6%	13.8%	1.6%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	2.2%	35.9%	41.5%	17.1%	3.1%	0.2%	0.0%
2024/11/7	0.0%	1.4%	23.7%	39.4%	26.0%	8.2%	1.3%	0.1%	0.0%
2024/12/18	1.1%	19.3%	36.3%	28.6%	11.7%	2.6%	0.3%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，海通证券研究所，截至1月5日

图9 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10 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			4.9	3.9	2.2	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		21.6	17.3	10.5	26.2	16.5	23.6	10.5	28.1	21.7	21.7	24.8	47.2
	失业率		3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.5	3.6	3.7	3.4	3.5	3.6	3.4
	U6 失业率		7.1	7.0	7.2	7.0	7.1	6.7	6.9	6.7	6.6	6.7	6.8	6.6
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
景气指数	ISM 制造业 PMI		47.4	46.7	46.7	49.0	47.6	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4
	ISM 非制造业 PMI		50.6	52.7	51.8	53.6	54.5	52.7	53.9	50.3	51.9	51.2	55.1	55.2
	Market 制造业 PMI		47.9	49.4	50.0	49.8	47.9	49.0	46.3	48.4	50.2	49.2	47.3	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
	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

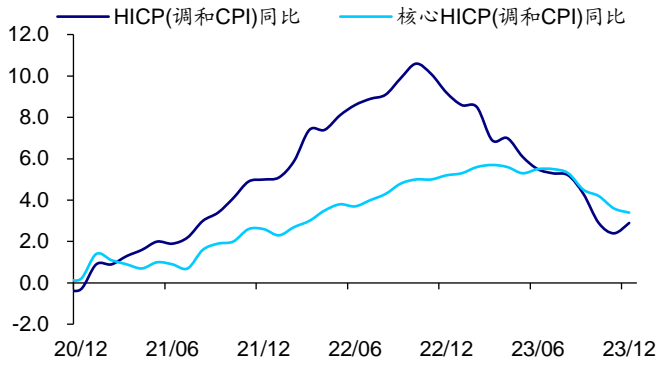
资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

2. 欧洲: 通胀仍有一定压力

通胀同比增速有所反弹。2023 年 12 月欧元区 HICP 同比增速回升 0.5 个百分点至 2.9%, 不过, 核心 HICP 同比增速仍呈回落态势, 较 11 月下降 0.2 个百分点至 3.4%。总体来看, 欧元区通胀的回落或仍面临一定的挑战。

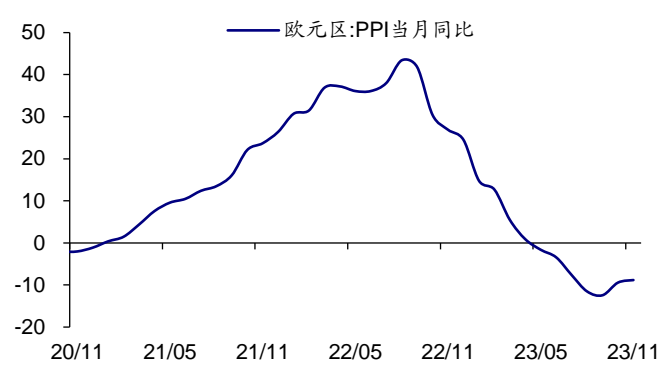
PPI 跌幅有所收窄。2023 年 11 月欧元区 PPI 同比增速为 -8.8%, 跌幅较 10 月收窄 0.6 个百分点, 或与能源价格的低基数效应逐渐消退有关。

图11 欧元区 HICP 和核心 HICP 同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 欧元区 PPI 当月同比 (%)



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	23/12	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	-0.8	-2.1	-2.7	-3.3	-2.6	-2.0	-2.9
就业	失业率	季调%			6.5	6.5	6.4	6.4	6.4	6.5	6.0	6.0	6.1	6.1	6.1
通胀	HICP	同比%	2.9	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%	3.4	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%		-8.8	-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		44.4	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		48.8	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		-15.1	-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	季调		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	-21.0

资料来源: WIND, 海通证券研究所

3. 政策: 美欧降息仍需等待

利率路径存在“不确定性”。美联储公布了 2023 年 12 月议息会议纪要, 在通胀方面, 美联储官员认为, “去通胀”已取得明显进展, 通胀上行风险减少; 不过, 通胀仍远高于委员会的长期目标, 价格稳定进展停滞的风险仍然存在。

在货币政策方面, 与会者表示, 政策利率可能处于或接近本紧缩周期的峰值, 不过, 实际的政策路径将取决于经济如何演变。基于基准预测, 2024 年较低的政策利率是合适的。重申在通胀明显朝着委员会的目标可持续下降之前, 政策在一段时间内保持限制性立场是合适的。此外, 当储备余额略高于与充足储备相符的水平时, 委员会将减缓然后停止缩表。(详见《降息将在何时? ——美联储 2023 年 12 月议息会议纪要点评》)

美国里士满联储主席巴尔金也表示, 对通胀和经济状况的确信程度将决定利率路径, 进一步加息的可能性仍然存在。

欧央行降息取决于数据。欧洲央行管委兼西班牙央行行长 De Cos 表示, 在不确定性仍然很高的情况下, 需要将利率维持在当前水平多长时间将取决于未来数据的变化。欧洲央行预计, 如果利率保持在当前水平, 2%的通胀目标将在中期内实现。

以色列央行降息 25BP。以色列央行将基准利率从 4.75%下调至 4.5%, 符合市场预期。

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。