

相关研究

《【海通总量】活跃资本市场的重要性 1: 促消费、扩内需》2024.1.27

《【海通总量】货币宽松“再发力”，股债有望更积极——对央行降准的理解》2024.1.25

《美国：消费偏强，降息预期回落——海外经济政策跟踪》2024.1.21

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:ljj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

联系人:王宇晴

Email:wuyq14704@haitong.com

## 经济暂稳，通胀回落 ——海外经济政策跟踪

### 投资要点:

- **经济:** 美国方面, 2023年4季度经济增速仍然偏稳。通胀继续降温, 2023年12月核心PCE同比回落至3%以下。景气指数回升, 2024年1月制造业与服务业PMI均有所回升。2023年12月耐用品新订单增速有所回落。2023年12月美国居民收支增速仍处高位, 新房销售同比增速继续下降。
- **市场降息预期稳定。**截至1月26日, 市场预期的大概率降息时点仍维持在2024年5月; 市场预期的年内大概率有6次降息, 全年降息幅度为150BP。美债收益率维持4.15%。
- **欧洲方面,** 2024年1月欧元区制造业PMI指数回升, 但仍相对较低。欧元区19国消费者信心指数仍处低位。2023年12月粗钢产量同比增速有所回落, 但较2022年底已有明显回升。
- **政策:** 欧央行维持利率不变, 多位官员重申降息仍尚早。日央行将基准利率维持在-0.1%, 将10年期国债收益率目标维持在0%附近。加拿大央行将政策利率维持在5%不变。挪威央行维持基准利率在4.50%不变。
- **风险提示:** 海外货币政策调整超预期。

## 目 录

---

1. 美国：经济稳健，通胀回落.....	4
2. 欧洲：景气回升，但仍较低.....	7
3. 政策：欧日央行仍保持定力.....	8

## 图目录

图 1 美国 GDP 同比与环比折年率 (%)	4
图 2 消费仍是支撑美国经济增长的核心动力 (%)	4
图 3 美国 PCE 和核心 PCE 当月同比 (%)	4
图 4 美国 Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI (%)	4
图 5、美国核心资本品制造业新订单季调同比与环比 (%)	5
图 6 美国耐用品订单同比及环比 (%)	5
图 7 个人实际可支配收入和消费支出同比 (%)	5
图 8 美国信用卡零售和食品服务支出 (超过疫情的前水平, %)	5
图 9 美国新建住房销售与成屋销售同比 (%)	6
图 10 美国 30 年期抵押贷款固定利率 (%)	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 欧元区制造业和服务业 PMI (%)	8
图 16 欧元区和欧盟消费者信心指数	8
图 17 欧盟 28 国粗钢产量当月同比 (%)	8
图 18 欧元区 1 年与 10 年公债收益率 (%)	8

## 表目录

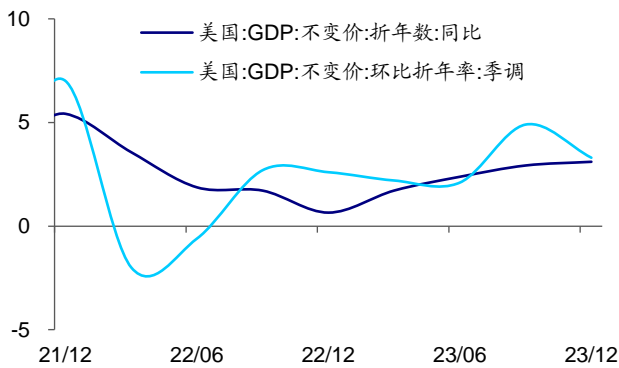
表 1 美国经济数据总览	7
表 2 欧元区经济数据总览	8

## 1. 美国：经济暂稳，通胀回落

**美国经济短期仍然稳定。**美国 2023 年 4 季度 GDP 环比折年率为 3.3%，高于市场预期。4 季度 GDP 同比增速回升 0.2 个百分点至 3.1%，即使剔除基数效应，同比增速也有 2.0%，与 2023 年 3 季度持平。此外，2023 年全年美国实际 GDP 同比增长 2.5%，较 2022 年回升 0.6 个百分点。

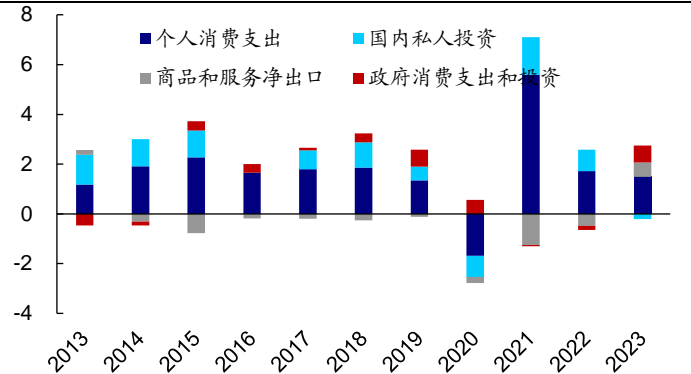
**美国经济韧性来自何处？**第一，居民资产负债表并未明显受损，使得消费仍然稳健。第二，财政政策仍然积极，对经济起到明显支撑。第三，贸易逆差收窄，净出口不再拖累经济增速（详见《经济支撑来自哪里？——美国 2023 年 4 季度 GDP 点评》）

图1 美国 GDP 同比与环比折年率 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 消费仍是支撑美国经济增长的核心动力 (%)

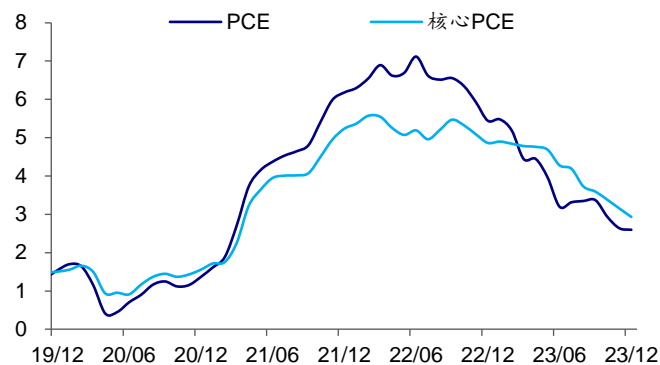


资料来源：Wind，海通证券研究所

**核心通胀继续回落。**2023 年 12 月美国 PCE 价格指数同比增速为 2.6%，与 11 月持平。核心 PCE 同比较 11 月回落 0.2 个百分点至 2.9%，低于市场预期（3.0%）。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。

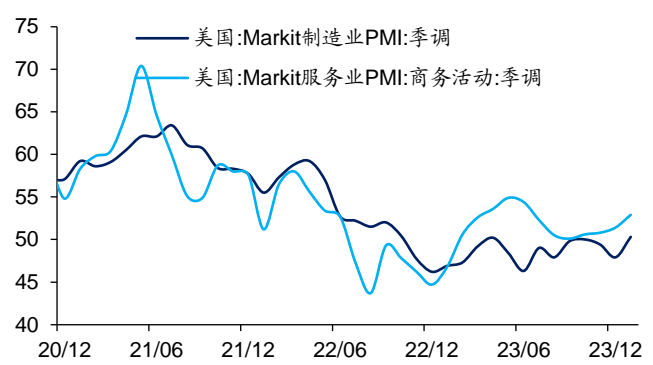
**景气有所回升。**2024 年 1 月美国 Markit 综合 PMI 为 52.3，较 2023 年 12 月回升 1.4。其中，制造业 PMI 较 2023 年 12 月上升 2.4 至 50.3，再次回升到荣枯线上。服务业 PMI 较 12 月上升 1.5 至 52.9。

图3 美国 PCE 和核心 PCE 当月同比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 美国 Markit 制造业 PMI 与服务业 PMI (%)

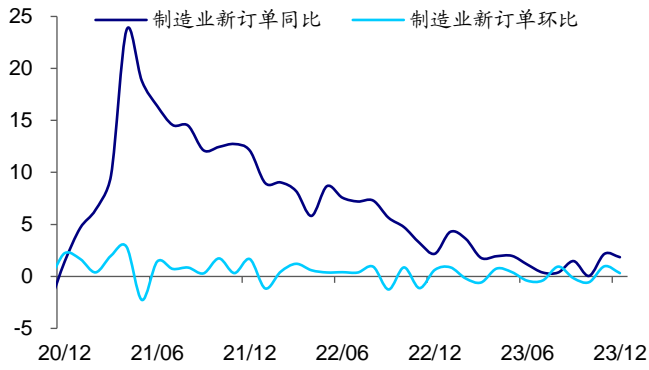


资料来源：Wind，海通证券研究所

**耐用品新订单增速回落。**2023 年 12 月美国除国防外耐用品新增订单同比增速从 11 月的 10.5% 回落至 5.9%，环比增速由 6.9% 下降至 0.5%。耐用品订单的波动或主要受到运输类订单影响，2023 年 12 月运输类订单同比增速由 11 月的 25.6% 回落至 9.5%。

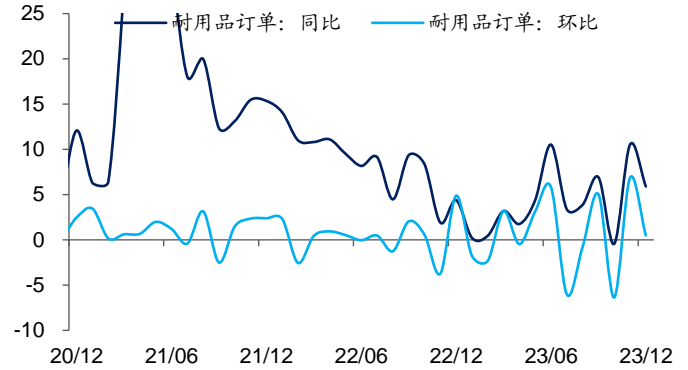
2023 年 12 月，剔除国防与飞机的核心资本品制造业新订单同比增速为 1.9%，较 11 月回落 0.3 个百分点。环比增速也由 11 月的 1.0% 回落至 0.3%。

图5 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6 美国耐用品订单同比及环比 (%)

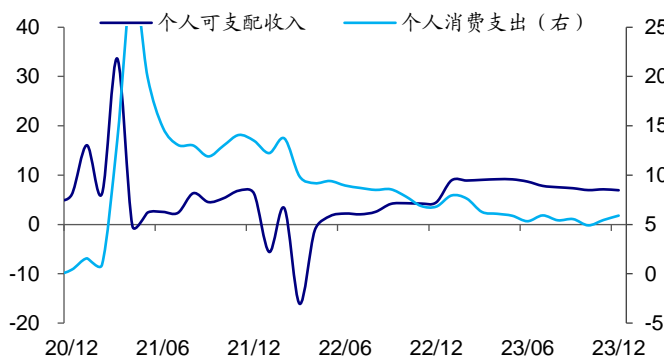


资料来源：Wind，海通证券研究所

**居民收支增速仍高。**2023年12月美国个人可支配收入同比增速为6.9%，较11月下降0.2个百分点，但仍高于疫情前水平（2019年平均值为4.6%）。个人消费支出同比增速较11月回升0.5个百分点至5.9%。整体来看，在薪酬增速仍高、居民家庭资产增值明显以及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1月17日，零售和食品服务支出（移动四周平均）较前一周有所上升，仍高于疫情前（2020年3月）的水平。

图7 个人实际可支配收入和消费支出同比 (%)



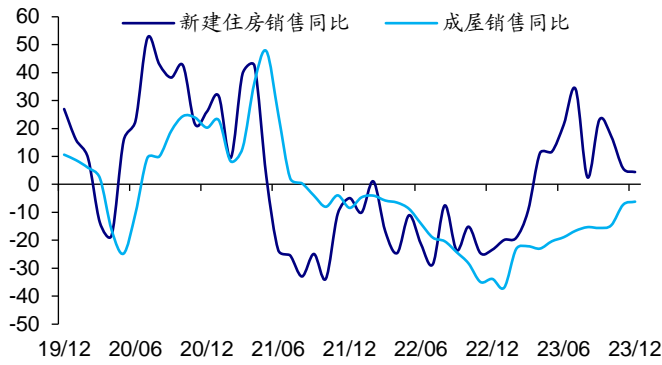
资料来源：Wind，海通证券研究所

图8 美国信用卡零售和食品服务支出（超过疫情的前水平，%）



资料来源：BEA，海通证券研究所，数据进行移动四周平均处理

**新房销售增速继续回落。**2023年12月美国新房销售同比较11月回落1.3个百分点至4.4%，新房销售中位价同比为-13.8%，跌幅较11月（-7.9%）进一步扩大。当前30年期抵押贷款固定利率有所回落，但仍处于高位，居民购房能力与购房意愿的回升或仍需等待利率水平的进一步下行。

**图9 美国新建住房销售与成屋销售同比 (%)**


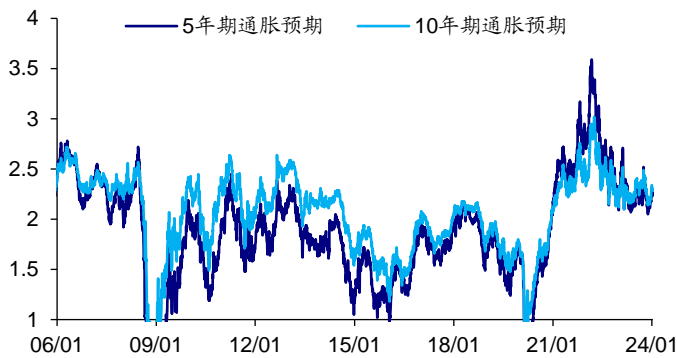
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图10 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

**市场降息预期稳定。**截至 1 月 26 日, 市场预期的大概率降息时点仍维持在 2024 年 5 月。市场预期年内大概率有 6 次降息, 全年降息幅度为 150BP。

**美债收益率稳定在 4.15%。**截至 1 月 26 日, 美国 10 年期国债名义收益率为 4.15%, 与一周前持平。其中, 10 年期美债实际收益率为 1.85%, 较上一周上行 4BP, 10 年期通胀预期较上一周下降 4BP 至 2.30%。

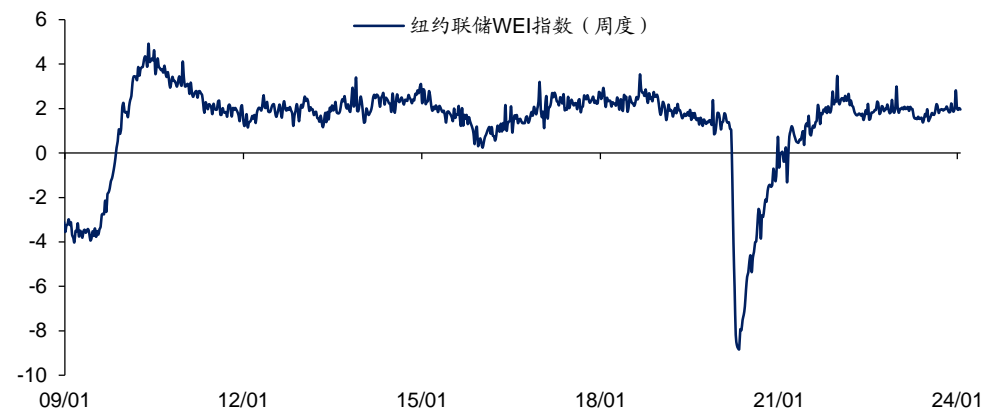
**图11 美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)**


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 (%)**

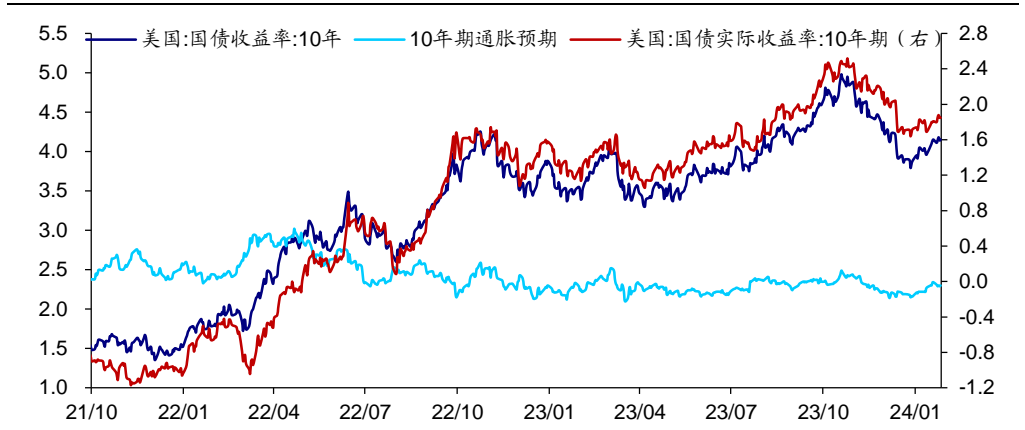
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	96.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	46.2%	52.3%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	36.0%	50.9%	11.9%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	34.6%	50.3%	13.5%	0.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	30.2%	48.3%	18.4%	2.2%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.8%	27.3%	46.5%	21.3%	3.8%	0.3%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.5%	16.1%	38.4%	32.0%	11.2%	1.8%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.4%	13.0%	34.0%	33.2%	15.3%	3.6%	0.4%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至 1 月 26 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	24/01	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01	
GDP	实际 GDP	折年同比%	3.1			2.9			2.4			1.7			
	实际 GDP	折年季调环比%	3.3			4.9			2.1			2.2			
生产	工业总产值	季调同比%	0.6	-1.3	-2.0	-0.6	-0.1	0.1	-1.0	-0.2	0.0	-0.7	0.1	1.3	
	制造业新订单	季调同比%	1.8	2.2	0.0	1.5	0.4	0.4	1.1	2.0	1.9	1.8	3.6	4.3	
	工业产能利用率	%	78.6	78.6	78.7	79.5	79.5	79.5	78.9	79.5	79.8	79.5	79.5	79.6	
消费	个人实际可支配收入	折年季调同比%	6.9	7.1	7.0	7.3	7.5	7.8	8.7	9.1	9.2	9.0	8.9	8.9	
	个人实际消费支出	季调同比%	5.9	5.5	4.9	5.5	5.4	5.9	5.3	5.9	6.1	6.3	7.6	7.9	
	零售销售额	季调同比%	4.8	3.0	1.3	3.1	2.0	1.6	0.4	1.0	0.2	0.9	3.9	5.4	
	零售/食品服务销售额	季调同比%	5.6	4.0	2.2	4.0	2.8	2.8	1.5	2.1	1.3	2.2	5.3	7.4	
地产	新房销售	折年季调同比%	4.4	5.7	17.2	23.1	2.5	34.1	21.3	11.6	11.1	-9.5	-19.1	-19.9	
	成屋销售	折年季调同比%	-6.2	-7.3	-14.6	-15.6	-15.3	-16.6	-18.9	-20.4	-23.0	-22.1	-23.1	-36.9	
	新房开工	折年季调同比%	7.6	6.9	-3.9	-7.3	-13.3	5.8	-9.2	2.6	-25.2	-19.4	-18.9	-19.7	
	标普/CS 房价指数	同比%(20城)			4.9	3.9	2.2	0.2	-1.2	-1.7	-1.6	-1.0	0.5	2.8	
就业	新增非农就业人数	季调/万人	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	季调%	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	季调%	7.1	7.0	7.2	7.0	7.1	6.7	6.9	6.8	6.6	6.7	6.8	6.7	
通胀	CPI	同比%	3.4	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	3.0	4.0	4.9	5.0	6.0	6.4	
	核心 CPI	同比%	3.9	4.0	4.0	4.1	4.3	4.7	4.8	5.3	5.5	5.6	5.5	5.6	
	PCE	同比%	2.6	2.6	2.9	3.4	3.3	3.3	3.2	4.0	4.4	4.4	5.2	5.5	
	核心 PCE	同比%	2.9	3.2	3.4	3.6	3.7	4.2	4.3	4.7	4.8	4.8	4.8	4.9	
	密歇根 1 年通胀预期	同比%	2.9	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	季调	50.3	47.9	49.4	50.0	49.8	47.9	49.0	46.3	48.4	50.2	49.2	47.3	46.9
	Sentix 投资信心指数		6.2	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		78.8	69.7	61.3	63.8	67.9	69.5	71.6	64.4	59.2	63.5	62.0	67.0	64.9

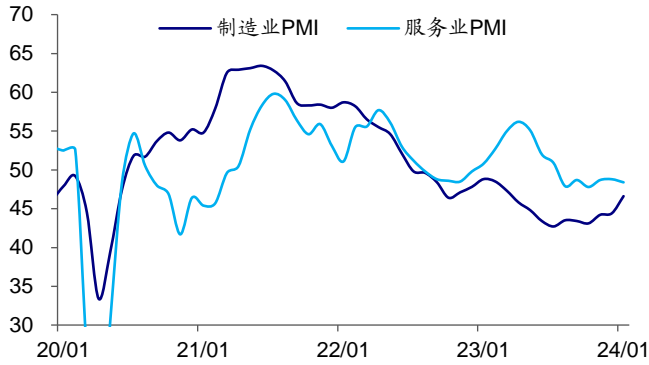
资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为 1 月 22-1 月 28 日更新数据

## 2. 欧洲: 景气回升, 但仍较低

景气指数仍低迷。2024 年 1 月欧元区综合 PMI 为 47.9, 较 2023 年 12 月回升 0.3, 已连续 8 个月处于荣枯线之下。其中, 制造业 PMI 为 46.6, 较 2023 年 12 月的 44.4 有明显回升, 但仍处于荣枯线之下。服务业 PMI 回落 0.4 至 48.4。整体来看, 高利率对经济的抑制效果或仍在持续。

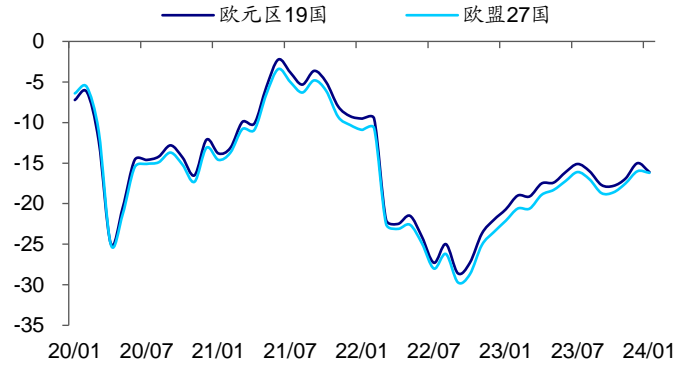
消费者信心仍处低位。2024 年 1 月欧元区 19 国消费者信心指数为-16.1, 较 2023 年 12 月回落 1.1, 与疫情前水平(2019 年 12 月为-7.6)相比仍处于低位。在利率仍然较高的影响下, 消费者信心或仍将受到压制。

图15 欧元区制造业和服务业 PMI (%)



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

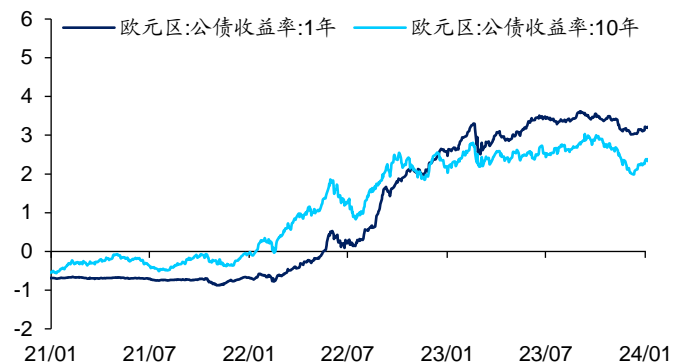
粗钢产量同比增速有所回落。2023年12月欧盟28国粗钢产量同比增速为-1.1%，较11月回落2个百分点，但自2022年12月以来总体仍呈回升态势。

图17 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18 欧元区1年与10年公债收益率 (%)



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	24/01	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02	23/01
GDP	实际GDP 季调同比%					0.0			0.6			1.3		
	实际GDP 折年季调环比%					-0.5			0.5			0.4		
生产	工业生产指数 同比%			-6.8	-6.6	-6.7	-5.3	-2.1	-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		
	粗钢产量(欧盟) 同比%	-1.1	1.0	-6.2	-0.9	-6.2	-12.0	-10.2	-10.1	-9.8	-7.0	-10.3	-10.4	
消费	零售销售指数 同比%			-1.1	-0.8	-2.9	-1.8	-0.8	-0.8	-2.1	-2.7	-3.2	-2.6	-2.0
就业	失业率 季调%			6.4	6.5	6.5	6.4	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.6	6.7
	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
通胀	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
	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
景气指数	制造业PMI	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5	48.8
	服务业PMI	48.4	48.8	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	-16.1	-15.0	-16.9	-17.8	-17.7	-16.0	-15.1	-16.1	-17.4	-17.5	-19.1	-19.0	-20.7
	经济景气指数 季调		96.4	94.0	93.7	93.6	93.8	94.7	95.3	96.4	98.8	98.7	99.1	99.3
	Sentix投资信心指数		-15.8	-16.8	-18.6	-21.9	-21.5	-18.9	-22.5	-17.0	-13.1	-8.7	-11.1	-8.0

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为1月22-1月28日更新数据

### 3. 政策: 欧日央行仍保持定力

欧央行维持利率不变。欧央行1月货币政策会议将存款便利利率、主要再融资利率、边际贷款利率分别维持在4.00%、4.50%、4.75%不变,符合市场预期,这是欧央行连续第三次维持利率不变。

欧央行多位官员重申降息仍尚早。欧央行行长拉加德表示,现在降息还为时尚早是欧央



行管委会的共识,但其仍认为欧央行可能会在夏季开始降息。欧央行管委 Muller 也表示,对通胀已被消除的想法信心不足,现在谈论降息还为时尚早。关于降息时点,欧央行管委 Simkus 表示,货币政策决策必须基于数据而非日期,相信数据不会支持 3 月份降息;欧央行管委 Vujcic 认为可能会在晚些时候降息,但幅度会更大,当开始降息时更倾向于降息 25 个基点。

**日央行继续“按兵不动”。**日本央行将基准利率维持在-0.1%,将 10 年期国债收益率目标维持在 0%附近,符合市场预期。日本央行预计 2024 年 CPI 同比增幅可能会超过 2%,实现价格目标的确定性继续上升。日央行行长植田和男表示,如果价格目标实现在望,将考虑是否还应维持负利率;不过,即使结束负利率,宽松的政策环境依然会持续。

**此外,日央行发布 12 月会议纪要。**一些委员认为必须耐心维持宽松政策,多位委员表示需要确认积极的工资-通胀周期,才能考虑结束负利率和 YCC 政策。不过,也有一名委员表示货币政策正常化的时机已经临近。

**加拿大央行将政策利率维持在 5%不变。**自去年 7 月以来,加拿大央行已连续四次在政策会议中维持利率不变。

**挪威央行维持基准利率在 4.50%不变。**

**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。