

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:wyyq14704@haitong.com

美国：短期经济暂稳 ——海外经济政策跟踪

投资要点:

- **经济:** 美国方面, 1月新增非农暂稳, 失业率仍处低位。2023年11月房价增速继续回升。1月ISM制造业景气指数回升, 其中新订单指数和物价指数回升相对明显。
- 截至2月3日, 市场预期美联储的大概率降息时点仍维持在5月, 并仍预期年内大概率有6次降息, 降幅150BP。10年期美债收益率小幅回落至4.03%。
- 欧洲方面, 2023年4季度经济边际有所改善, 同环比均好于去年3季度; 且劳动力市场相对稳健。1月通胀小幅回落, 但核心通胀压力仍大。经济景气指数略有下降。
- **政策:** 1月美联储维持政策利率不变, 美联储与欧央行降息或仍需等待; 日央行或开始讨论退出负利率; 巴西央行降息50BP; 智利央行降息100BP; 哥伦比亚央行降息25BP。
- **风险提示:** 海外货币政策调整超预期

目 录

1. 美国：就业暂稳.....	4
2. 欧洲：经济偏弱.....	6
3. 政策：美欧降息仍需观望.....	8

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 美国标准普尔/CS 房价指数 (%)	4
图 4 美国 30 年期抵押贷款固定利率 (%)	4
图 5 美国 ISM 制造业与服务业 PMI	5
图 6 亚特兰大联储经济增速实时估计 (GDPNow Model)	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 欧元区实际 GDP 季调同比与折年环比 (%)	7
图 12 欧元区和欧盟 27 国季调失业率 (%)	7
图 13 欧元区 HICP 和核心 HICP 同比 (%)	7
图 14 欧元区 19 国经济景气指数.....	7

表目录

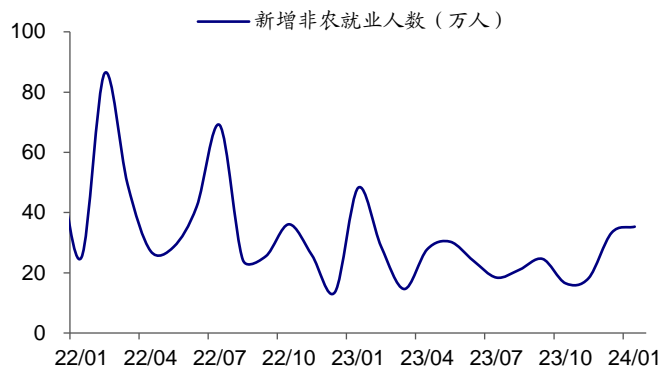
表 1 美国经济数据总览.....	6
表 2 欧元区经济数据总览.....	7

1. 美国：就业暂稳

新增非农就业仍较稳定。2024年1月美国新增非农就业人数为35.3万人，为2023年1月以来高点；此外，2023年12月和11月被上修至33.3万人和18.2万人，共上修了12.6万人。其中服务业仍是新增就业的主要贡献，尤其教育和保健业对新增就业的贡献最大。

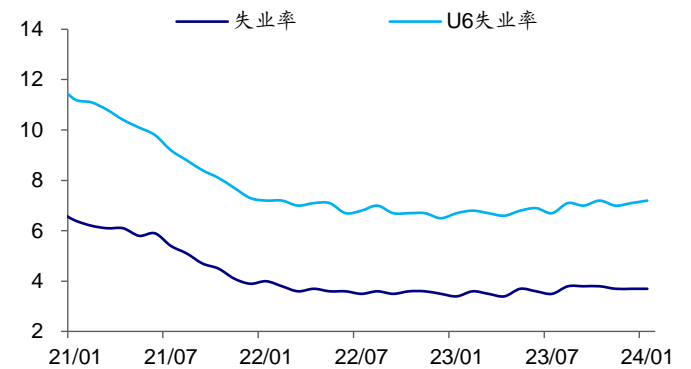
失业率保持低位。1月美国失业率为3.7%，已经连续3个持平，整体仍处于历史相对低位。1月美国劳动力参与率为62.5%，较上一月持平，与疫情前（2020年2月）约有0.8个百分点的缺口（详见《基准修订，影响几何？——2024年1月美国非农数据点评》）。

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

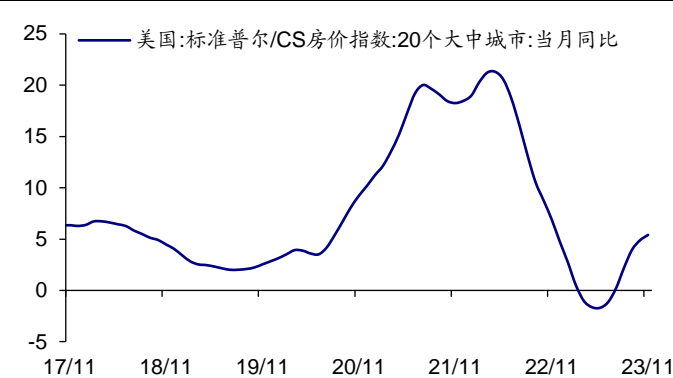
图2 美国非农失业率及U6失业率（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

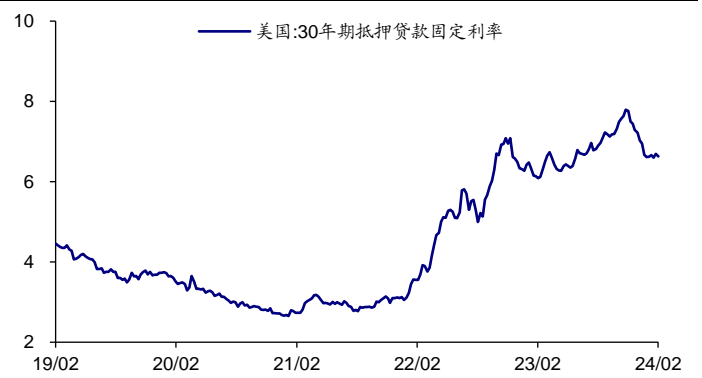
房价同比增速持续回升。2023年11月美国标准普尔/CS20个大中城市房价指数同比增长5.4%，较10月上升0.5个百分点，但低于市场预期的5.8%。此外，截至2月1日美国30年期抵押贷款固定利率为6.6%，较2023年10月峰值（7.8%）回落1.2个百分点。

图3 美国标准普尔/CS房价指数（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

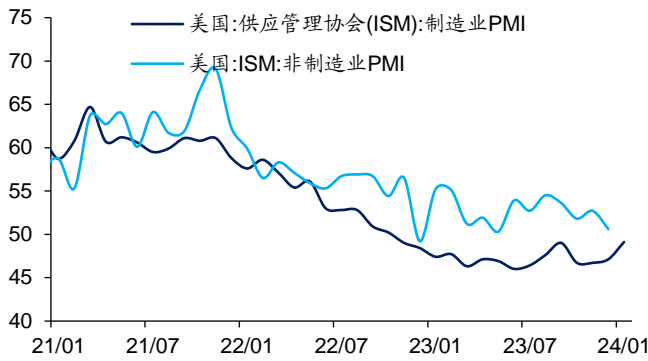
图4 美国30年期抵押贷款固定利率（%）



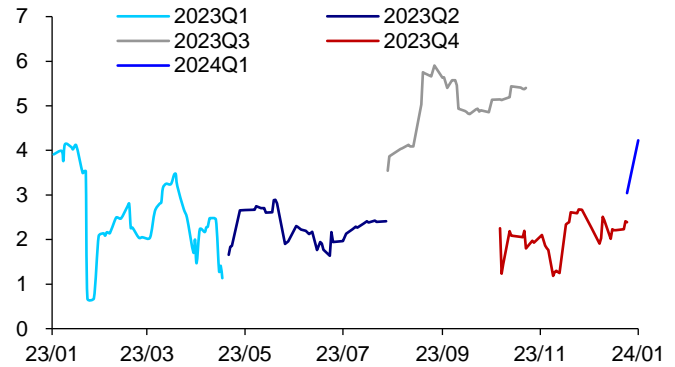
资料来源：Wind，海通证券研究所

制造业景气指数有所回升。2024年1月美国ISM制造业PMI为49.1，较12月回升2.0，为2022年10月以来高点，但仍处于荣枯线之下。具体来看，新订单指数较2023年12月回升5.5至52.5，物价指数较2023年12月回升7.7至52.9。

从高频数据来看，截至2月1日，亚特兰大联储GDPNow模型对美国2024年1季度GDP环比折年率的估计为4.2%，短期内美国经济或暂时稳定。

图5 美国 ISM 制造业与服务业 PMI


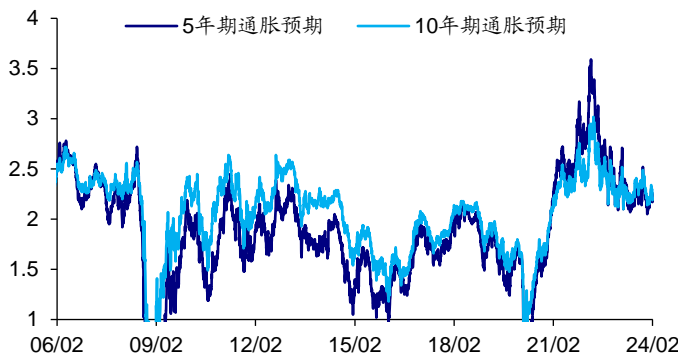
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 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

市场降息预期稳定。截至2月3日,市场预期的美联储大概率降息时点仍维持在5月,并且仍然预期年内大概率有6次降息,全年降息幅度为150BP。

美债收益率有所下降。截至2月2日,美国10年期国债名义收益率为4.03%,较上周下降12BP。其中,10年期美债实际收益率为1.82%,较上一周下降3BP,10年期通胀预期较上一周下降9BP至2.21%。

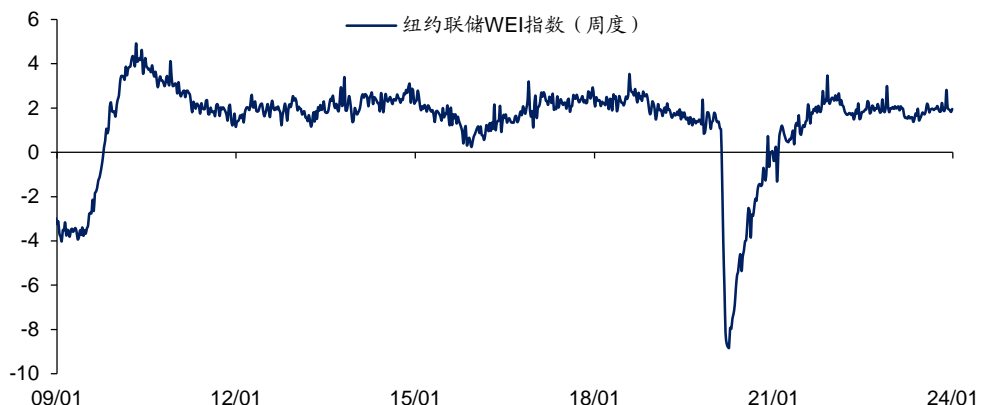
图7 美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)


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 (%)

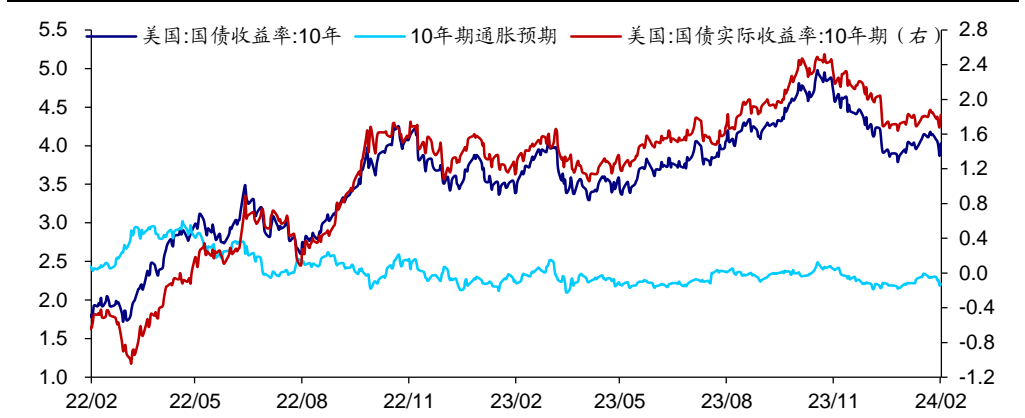
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	38.0%	62.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	34.2%	59.6%	6.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%	38.5%	50.7%	5.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	5.7%	38.2%	50.6%	5.5%	0.0%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.1%	6.3%	38.5%	49.7%	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/11/7	0.1%	3.9%	25.8%	45.2%	22.9%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/12/18	3.4%	23.0%	42.8%	25.7%	4.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至2月3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	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	79.5	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)		5.4	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	35.3	33.3	18.2	16.5	24.6	21.0	18.4	24.0	30.3	27.8	14.6	28.7	48.2
	失业率	季调%	3.7	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%	7.2	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		49.1	47.1	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	50.7	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		79.0	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: 经济偏弱

经济边际改善。2023 年 4 季度, 欧元区 GDP 同比增速为 0.1%, 较 3 季度上升 0.1 个百分点; 环比折年率较 3 季度上升 0.6 个百分点至 0.1%。欧洲经济边际有所改善, 不过整体依然偏弱。

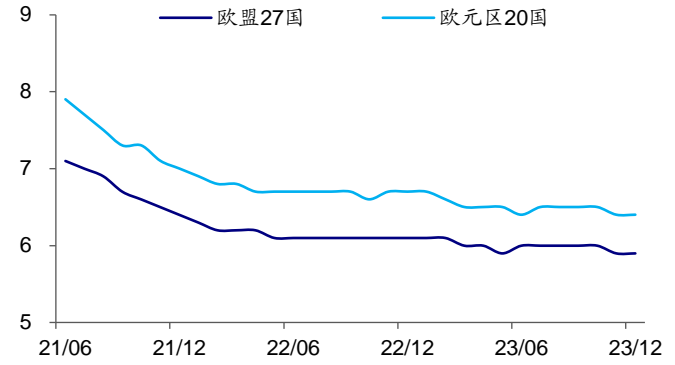
劳动力市场相对稳健。2023 年 12 月, 欧元区 20 国失业率为 6.4%, 欧盟 27 国失业率为 5.9%, 均与 11 月持平, 且均处于历史低位, 反映出劳动力市场仍具有较强的韧性。

图11 欧元区实际 GDP 季调同比与折年环比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 欧元区和欧盟 27 国季调失业率 (%)

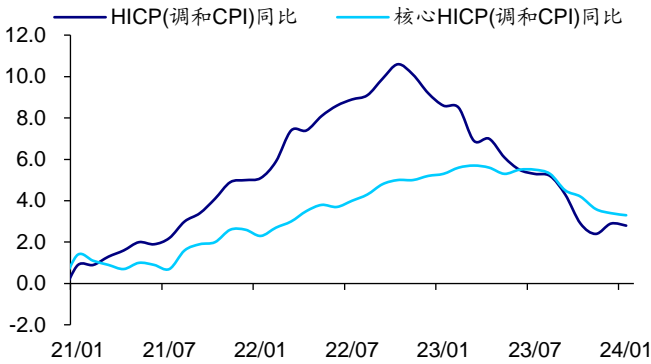


资料来源: Wind, 海通证券研究所

通胀小幅回落。2024 年 1 月欧元区 HICP 同比增长 2.8%，较 2023 年 12 月回落 0.1 个百分点，但高于市场预期的 2.7%。核心 HICP 同比增速较 2023 年 12 月回落 0.1 个百分点至 3.3%。尽管通胀延续回落趋势，但去通胀的“最后一公里”仍较为曲折，欧央行降息或仍需耐心等待。

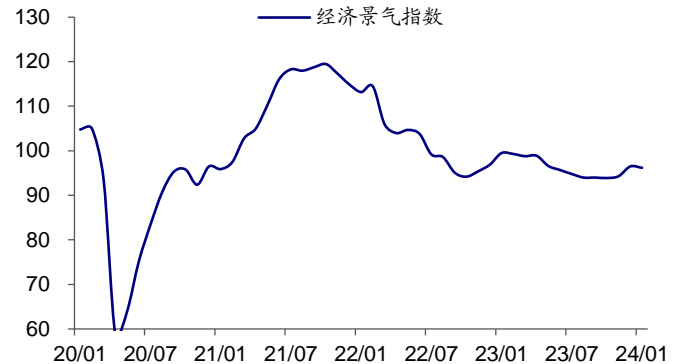
经济景气指数略有下降。1 月欧元区 19 国经济景气指数为 96.2，较 2023 年 12 月小幅下降 0.3，与疫情前相比仍处低位（2019 年 12 月为 102.9）。

图13 欧元区 HICP 和核心 HICP 同比 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图14 欧元区 19 国经济景气指数



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	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	0.1			0.0			0.6			1.3			
	实际 GDP	折年季调环比%	0.1			-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%	79.6			80.5			81.3			81.1			
消费	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	
	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	6.4	6.5	6.5	6.4	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.6	6.7	
通胀	HICP	同比%	2.8	2.9	2.4	2.9	4.3	5.2	5.3	5.5	6.1	7.0	6.9	8.5	8.6
	核心 HICP	同比%	3.3	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	-15.1	-17.0	-17.9	-17.7	-16.0	-15.2	-16.1	-17.4	-17.5	-19.1	-19.0	-20.7
	经济景气指数	季调	96.2	96.5	94.3	93.9	94.0	94.0	94.8	95.7	96.6	98.9	98.8	99.3	99.5
	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	-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：美欧降息仍需观望

美联储维持利率不变。2024年1月31日，美联储宣布维持利率在5.25%-5.50%区间，为2023年9月以来**连续第4次维持利率水平不变**。此外，美联储按计划缩表，继续减持美国国债、机构债务和机构抵押贷款支持证券，上限为950亿美元。

美联储降息或仍需等待。美联储主席鲍威尔指出，通胀能否持续获得进展仍“不确定”；过早降息可能导致通胀进展逆转；并不认为美联储可能会在3月份降息。**我们认为**，美联储或不会继续收紧货币政策，年内降息或也是大概率事件，但降息或不会那么快（详见《降息仍需等待——美联储1月议息会议点评》）。

美联储理事鲍曼也认为，现在考虑降息还时间太早，美国仍然存在通胀上行风险，美联储仍需保持警惕。**不过**，美国参议院银行委员会主席 Sherrod Brown 敦促美联储在今年年初降息，称高利率在伤害小企业并使许多美国人无力买房。

欧央行降息或仍尚早。欧央行行长拉加德表示，欧央行目前还没有在通胀控制上达到目标，未来需要观望更多数据，薪资数据尤为关键。关于降息时间，欧洲央行管委 Kazimi 认为欧央行不会仓促降息，以避免破坏在抗通胀方面的进展，首次降息更有可能在6月而非4月。欧央行副行长金多斯也指出，不认为欧央行降息太迟有风险。不过，欧央行管委 Centeno 表示，倾向于尽早以更渐进地方式降息。欧央行管委 Villeroy 表示，欧央行可能在今年任何时点降息。

日央行或开始讨论退出负利率。日央行1月政策会议委员意见摘要公布，其中提到尽管实现2%通胀目标还没有确定性的把握，但实现目标的可能性正在上升，央行有必要开始讨论退出现行货币政策的问题。

英国央行维持利率不变。英国央行将政策利率维持在5.25%，并在政策指引中删除了如果通胀证明持续存在，则将需要进一步收紧政策的表述。

巴西央行降息50BP至11.25%，此为巴西央行连续第五次降息。

智利央行降息100BP至7.25%。

哥伦比亚央行降息25BP，至12.75%。

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。