

相关研究

《通胀仍是主要担忧——美联储2024年1月议息会议纪要点评》2024.2.22

《降息周期将继续——2月LPR下调点评》2024.2.20

《2024年：关注四大宏观变量》2024.2.18

## 美欧降息仍需等待

### ——海外经济政策跟踪

#### 投资要点:

- **经济:** 美国方面, 景气指数有所回升, 尤其制造业回升较为明显; 通胀预期略有回升, 通胀回落的“最后一公里”仍崎岖; 成屋销售表现不错; 就业和消费高频指标表现也不错。降息预期再回落, 截至2月23日, 市场预期的大概率降息时点维持在2024年6月, 预期的年内降息次数已由上周的4次回落至3次。10年期美债收益率也小幅回落至4.26%。
- **欧洲方面,** 景气指数有所回升, 包括制造业PMI指数、服务业PMI指数以及消费者信心指数; 不过, PMI指数仍在枯荣线以下, 消费者信心指数位置仍低。
- **政策:** 美联储和欧央行均强调担忧过早降息带来的风险, 在通胀仍有压力的背景下, 降息或仍需等待。英央行年内有望降息; 法国财长下调经济展望; 巴拉圭央行降息25BP。
- **风险提示:** 海外货币政策调整超预期

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:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

联系人:王宇晴

Email:wuyq14704@haitong.com

## 目 录

---

1. 美国：制造业景气回升 .....	4
2. 欧洲：消费信心处低位 .....	6
3. 政策：美欧降息或尚早 .....	7

## 图目录

图 1 美国 Markit 制造业与服务业 PMI .....	4
图 2 美国密歇根大学消费者 1 年和 5 年通胀预期 (%) .....	4
图 3 美国新房与成屋销售同比增速 (%) .....	4
图 4 美国已开工与已获得批准新建住宅同比增速 (%) .....	4
图 5 美国当周初次申请与持续申领失业金人数 (周度, 万人) .....	5
图 6 美国信用卡零售和食品服务支出 (超过疫情前的水平, %) .....	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 欧元区制造业与服务业 PMI .....	7
图 12 欧元区和欧盟消费者信心指数 .....	7

## 表目录

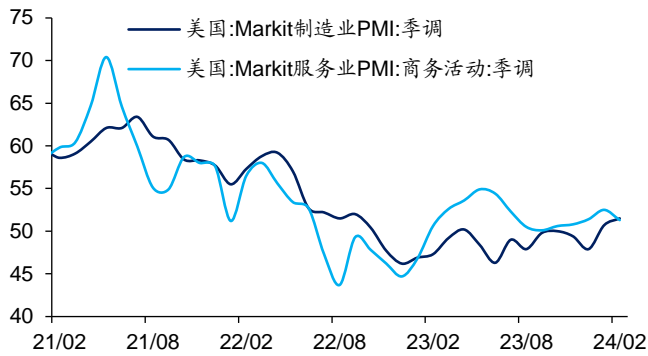
表 1 美国经济数据总览 .....	6
表 2 欧元区经济数据总览 .....	7

## 1. 美国：制造业景气回升

**制造业景气有所回升。**2月美国 Markit 制造业 PMI 较 1 月回升 0.8 至 51.5，超出市场预期的 50.7，且已连续两个月处于荣枯线之上。相比之下，服务业 PMI 则回落 1.2 至 51.3，不及预期的 52.3。

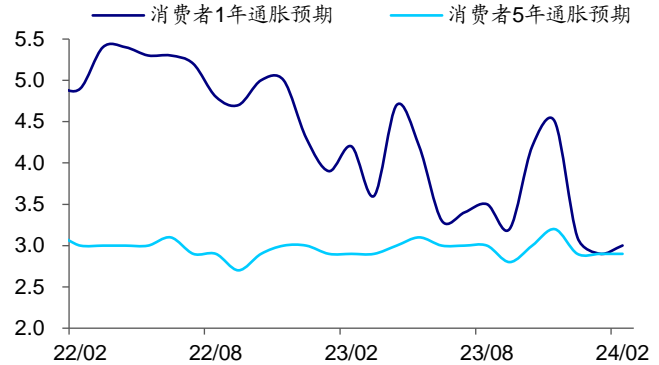
**通胀预期略有回升。**2月美国密歇根大学消费者 1 年通胀预期为 3.0%，较 1 月上升 0.1 个百分点，5 年期通胀预期维持在 2.9%。**通胀预期的回升或反映出美国通胀下行的“最后一公里”仍存在不确定性，美联储降息或仍需等待。**

图1 美国 Markit 制造业与服务业 PMI



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 美国密歇根大学消费者 1 年和 5 年通胀预期 (%)

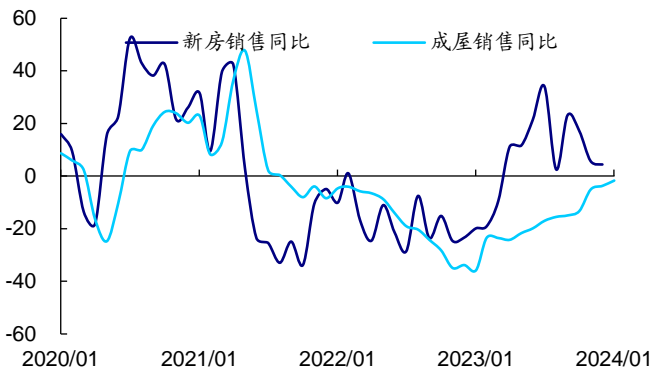


资料来源：Wind，海通证券研究所

**成屋销售增速回升。**2024 年 1 月美国成屋销售季调折年数为 400 万套，超过预期 397 万套，为 2023 年 8 月以来的新高，同比增速进一步回升 2 个百分点至 -1.7%，已连续 9 个月回升。不过，截至 2 月 22 日，美国 30 年期抵押贷款固定利率再次回升至 6.9%（2 月初为 6.6%），或给美国房地产市场带来一定压力。

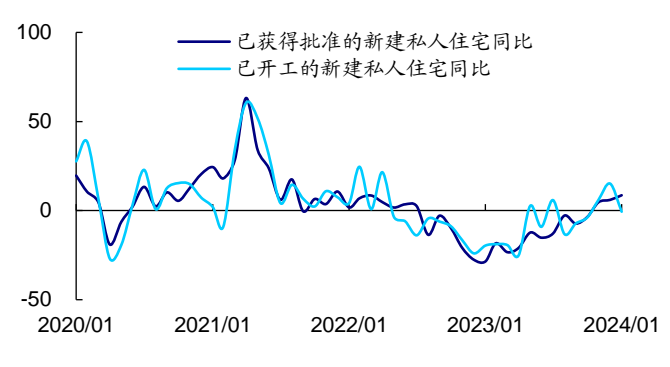
1 月美国已开工新建私人住宅同比增速为 -0.7%，较 2023 年 12 月回落 15.8 个百分点。不过，已获批准新建私人住宅同比增速由前一月的 6.0% 回升至 8.6%，或能为未来新房开工提供一定支撑。

图3 美国新房与成屋销售同比增速 (%)



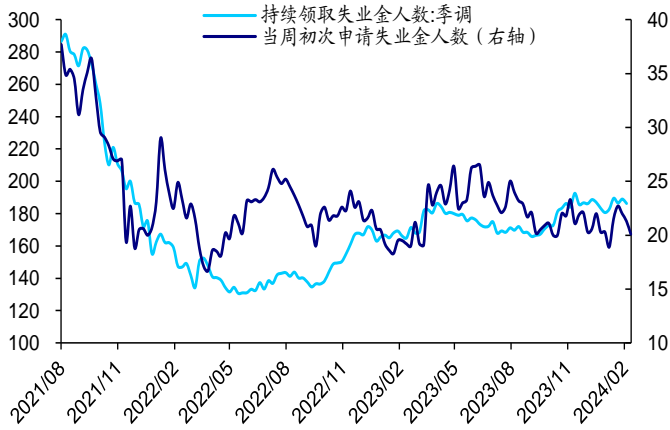
资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 美国已开工与已获得批准新建住宅同比增速 (%)

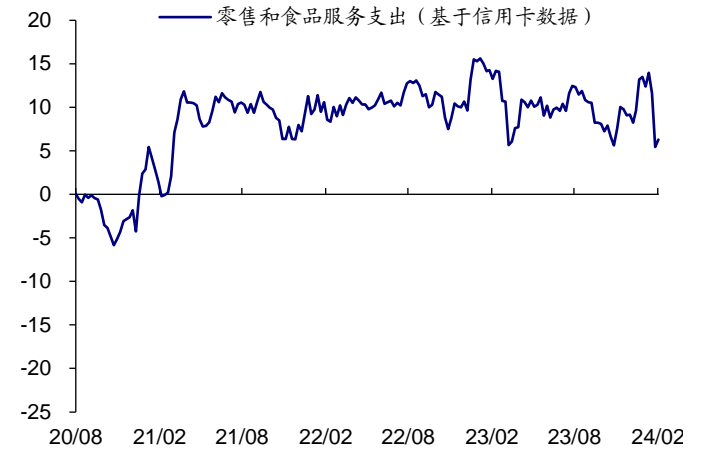


资料来源：Wind，海通证券研究所

**从高频数据来看，就业数据方面，**近期美国初次申请与持续申领失业金的人数仍维持相对稳定。**消费数据方面，**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 2 月 14 日，其规模仍显著高于疫情前（2020 年 3 月）的水平。

**图5 美国当周初次申请与持续申领失业金人数（周度，万人）**


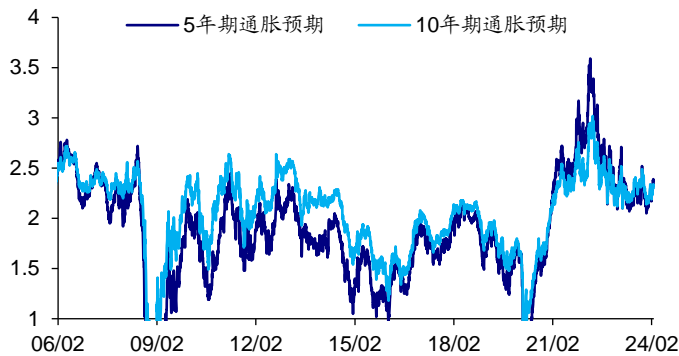
资料来源：Wind，海通证券研究所

**图6 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：Wind，海通证券研究所

**市场降息预期进一步回落。**截至2月23日，市场预期的大概率降息时点维持在2024年6月，预期的年内降息次数已由上周的4次回落至3次，降息幅度为75BP。

**美债收益率小幅回落至4.26%。**截至2月23日，美国10年期国债名义收益率为4.26%，较前一周回落4BP。其中，10年期美债实际收益率为1.96%，较上一周回落1BP，10年期通胀预期较上一周回落3BP至2.30%。

**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 市场预期美联储降息概率（%）**

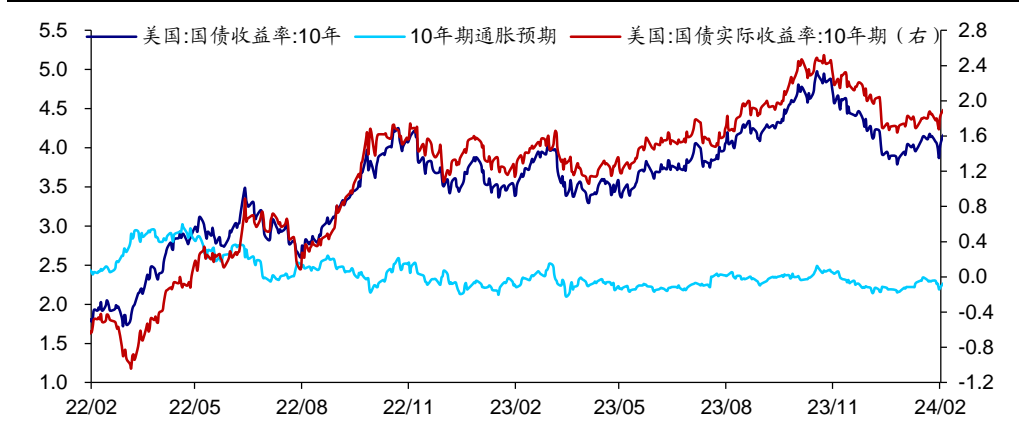
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	96.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	25.3%	73.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	14.3%	52.0%	33.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.2%	35.4%	41.5%	14.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.7%	26.7%	39.5%	23.2%	4.7%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.1%	2.9%	16.2%	33.1%	31.4%	14.0%	2.3%
2024/12/18	0.0%	0.1%	2.0%	11.7%	27.4%	32.0%	19.8%	6.2%	0.8%
2025/1/29	0.0%	1.2%	7.6%	20.8%	30.0%	25.0%	12.0%	3.1%	0.3%
2025/3/12	0.4%	3.4%	12.1%	23.9%	28.3%	20.5%	9.0%	2.2%	0.2%

资料来源：CME，海通证券研究所，截至2月23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	24/02	24/01	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02
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%	0.5	0.9	-1.0	-2.0	-0.8	-0.4	0.1	-1.0	-0.2	0.0	-0.7	0.1	
	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	
	工业产能利用率 %	78.5	78.7	78.8	78.6	79.4	79.4	79.5	78.9	79.5	79.8	79.5	79.5	
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	
	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	
	零售销售额 季调同比%	-0.2	4.5	2.6	1.3	3.1	2.0	1.6	0.4	1.0	0.2	0.9	3.9	
	零售/食品服务销售额 季调同比%	0.6	5.3	3.6	2.2	4.0	2.8	2.8	1.5	2.1	1.3	2.2	5.3	
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	
	成屋销售 折年季调同比%	-1.7	-3.7	-5.1	-13.3	-15.0	-15.5	-17.0	-19.9	-21.7	-24.2	-23.6	-23.5	
	新房开工 折年季调同比%	-0.7	15.1	6.0	-3.9	-7.3	-13.3	5.8	-9.2	2.6	-25.2	-19.4	-18.9	
	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	
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	
	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	
	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	
通胀	CPI 同比%	3.1	3.4	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	3.0	4.0	4.9	5.0	6.0	
	核心 CPI 同比%	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1	4.3	4.7	4.8	5.3	5.5	5.6	5.5	
	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	
	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	
	密歇根 1 年通胀预期 同比%	3.0	2.9	3.1	4.5	4.2	3.2	3.5	3.4	3.3	4.2	4.7	3.6	4.2
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	
	ISM 非制造业 PMI			50.5	52.7	51.8	53.6	54.5	52.7	53.9	50.3	51.9	51.2	55.1
	Market 制造业 PMI 季调	51.5	50.7	47.9	49.4	50.0	49.8	47.9	49.0	46.3	48.4	50.2	49.2	47.3
	Sentix 投资信心指数	12.1	6.2	5.6	5.0	0.8	2.2	5.1	-3.7	-3.7	-6.5	-2.3	1.1	3.6
	密歇根消费者信心指数	79.6	79.0	69.7	61.3	63.8	67.9	69.5	71.6	64.4	59.2	63.5	62.0	66.9

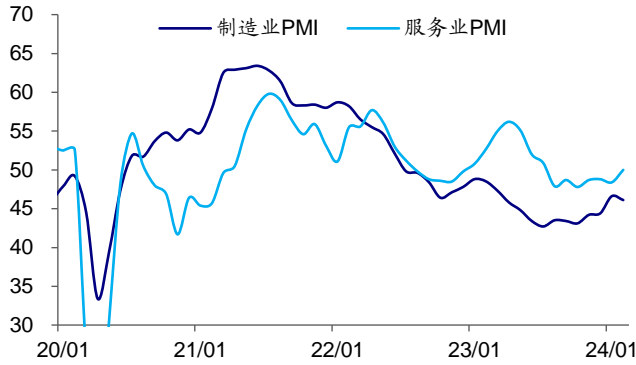
资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

## 2. 欧洲: 消费信心处低位

景气有所分化。2月欧元区 Markit 综合 PMI 回升 1.0 至 48.9, 不过已连续 9 个月处于荣枯线之下。其中, 服务业 PMI 较 1 月回升 1.6 至 50.0, 而制造业 PMI 则回落至 46.1 (前值 46.6), 制造业与服务行业景气再次分化。

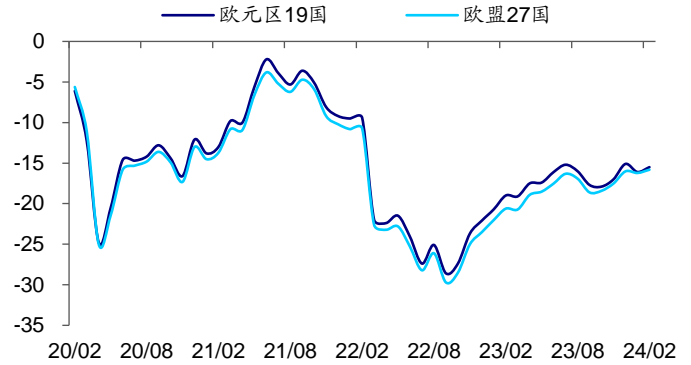
消费者信心指数仍处低位。2月欧元区 19 国与欧盟 27 国消费者信心指数分别为 -15.5 和 -15.8, 分别较 1 月回升 0.6 和 0.4, 但与疫情前相比仍处于相对低位 (欧元区 19 国消费者信心指数 2019 年 12 月为 -7.7)。

图11 欧元区制造业与服务业 PMI



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图12 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	24/02	24/01	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	23/02
GDP	实际 GDP			0.1			0.0			0.6			1.3	
	实际 GDP			0.2			-0.5			0.5			0.4	
生产	工业生产指数			1.2	-5.4	-6.7	-6.7	-5.3	-2.2	-1.0	-2.4	-0.1	-1.5	1.7
	制造业产能利用率			79.6			80.5			81.3			81.1	
	粗钢产量(欧盟)			-1.1	1.0	-6.2	-0.9	-6.2	-12.0	-10.2	-10.1	-9.8	-7.0	-10.3
消费	零售销售指数			-0.8	-0.4	-0.8	-2.8	-1.7	-0.8	-0.8	-2.1	-2.7	-3.2	-2.7
就业	失业率			6.4	6.4	6.5	6.5	6.4	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.6
通胀	HICP		2.8	2.9	2.4	2.9	4.3	5.2	5.3	5.5	6.1	7.0	6.9	8.5
	核心 HICP		3.3	3.4	3.6	4.2	4.5	5.3	5.5	5.5	5.3	5.6	5.7	5.6
	PPI			-10.6	-8.8	-9.4	-12.4	-11.5	-7.6	-3.4	-1.6	0.9	5.5	12.7
景气指数	制造业 PMI	46.1	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5
	服务业 PMI	50.0	48.4	48.8	48.7	47.8	48.7	47.9	50.9	52.0	55.1	56.2	55.0	52.7
	消费者信心指数	-15.5	-16.1	-15.1	-17.0	-17.9	-17.7	-16.0	-15.2	-16.1	-17.4	-17.5	-19.1	-19.0
	经济景气指数		96.2	96.5	94.3	93.9	94.0	94.0	94.8	95.7	96.6	98.9	98.8	99.3
	Sentix 投资信心指数		-12.9	-15.8	-16.8	-18.6	-21.9	-21.5	-18.9	-22.5	-17.0	-13.1	-8.7	-11.1

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

### 3. 政策: 美欧降息或尚早

**美联储公布 2024 年 1 月议息会议纪要。**纪要显示通胀仍是美国经济目前的主要担忧, 仍需进一步观察以判断通胀是否向 2% 目标持续下降。经济稳步增长, 就业有下行风险。政策利率可能处于本轮紧缩周期的峰值, 未来路径将取决于即将到来的数据、不断变化的前景和风险平衡。(详见《通胀仍是主要担忧——美联储 2024 年 1 月议息会议纪要点评》)

**美联储降息或仍需等待。**美联储理事沃勒表示, 预计今年将进行降息, 但并无迫切性, 通胀主要面临上行风险。美联储理事库克也认为在开始降息前需要对通胀状况树立起更多信心。美联储理事鲍曼表示, 眼下显然还没有到降息的时间。费城联储主席哈克表示, 美联储可能已经接近可以降息的节点, 但断言何时行动还为时过早。就业市场将决定美联储何时降息, 不排除 5 月降息的可能。美联储副主席杰斐逊表示, 今年晚些时候再降息可能是合适的, 担心通胀有改善的状况下, 美联储政策会过度宽松。

**欧央行降息或“为时过早”。**欧央行会议纪要表明, 官员们对于现在讨论降息为时过早存在普遍共识, 过早降息的风险被视为是更大的危险。欧央行管委 Stournaras 表示, 预计欧央行 6 月将首次降息, 3 月降息概率较低。只有数据符合欧洲央行预期, 才有可能在 4 月降息。欧洲央行管委 Wunsch 认为, 目前欧洲薪资增长压力仍高企, 就业市场仍偏紧, 不排除货币政策维持偏紧的时间比预期更久的可能性。欧洲央行管委霍尔茨曼则认为降息的主要风险是红海的紧张局势, 欧洲央行不会在美联储之前降息。欧央行 Muller 也认为, 欧央行在首次降息前需保持耐心。

**英央行年内有望降息。**英国央行行长贝利表示, 降息仍需要更多证据证明通胀在下行,



但并不需要通胀达到目标水平之后再降息，今年可能会降息。不过，英国央行货币政策委员 Dhingra 指出即使英国央行降息，货币政策仍将保持限制性。

**法国财长下调经济展望。**法国财长宣布下调法国 2024 年 GDP 预期至增长 1.0%，维持 2024 年预算赤字率 4.4% 目标不变。

**巴拉圭央行降息 25 个基点至 6.25%。**

**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。