

相关研究

《哪些因素支撑出口？——2024年1-2月外贸数据点评》2024.3.8

《设备更新、耐用品换新：如何开展？》2024.3.7

《今年5%的目标更显高质量，稳进并举——2024年《政府工作报告》解读》2024.3.6

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

## 美国：失业率略微抬升 ——海外经济政策跟踪

### 投资要点:

- **经济:** 美国方面, 2月美国新增非农就业人数仍超预期, 失业率有所回升。美国ISM非制造业PMI有所回落, 3月Sentix投资者信心指数持续回升。
- **降息预期有所回升,** 截至3月8日, 市场预期美联储大概率降息时点仍维持在2024年6月, 不过预期的年内降息次数由上周的3次提升至4次, 降息幅度为100BP。10年期美债收益率回落至4.09%, 主因实际收益率下行。
- **欧洲方面,** 1月欧元区PPI同比跌幅收窄; 3月欧元区Sentix投资者信心指数持续回升, 但与疫情前相比仍处低位; 1月欧元区19国零售销售指数同比仍较疲弱。
- **政策:** 美联储对实现通胀目标的信心增强, 具体政策需以经济数据为参考; 欧央行继续“按兵不动”, 降息或仍尚早; 日央行或考虑退出货币宽松政策。
- **风险提示:** 海外货币政策调整超预期

## 目 录

---

1. 美国：失业率略微抬升 .....	4
2. 欧洲：投资信心回升，消费仍偏弱 .....	6
3. 政策：美联储降息信心增强，日央行或退出宽松 .....	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 制造业及非制造业指数 .....	4
图 4 美国 Sentix 投资信心指数 .....	4
图 5 亚特兰大联储经济增速实时估计 (GDPNow Model, %) .....	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 19 国 PPI 当月同比 (%) .....	7
图 12 欧元区 Sentix 投资信心指数 .....	7
图 13 欧元区 19 国零售销售指数当月同比 (%) .....	7
图 14 欧元区 10 年期公债收益率 (%) .....	7

## 表目录

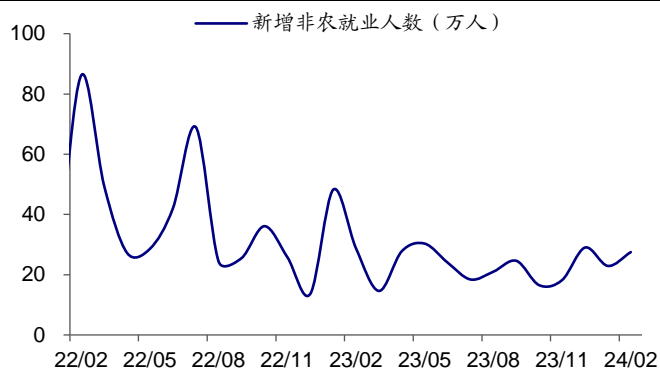
表 1 美国经济数据总览 .....	6
表 2 欧元区经济数据总览 .....	7

## 1. 美国：失业率略微抬升

**非农新增就业仍稳。**2月，美国新增非农就业人数为27.5万人，高于市场预期的20万人。不过2023年12月和2024年1月数据分别下修至29.0万人和22.9万人，共下修了16.7万人。由于美国非农数据初值调查时样本少于总样本，因此终值经常会对数据进行修正。不过就业数据下修幅度偏大，或也与美国调查回复率持续下降，样本稳定性较低有关，也反映出美国就业形势在逐渐回落。

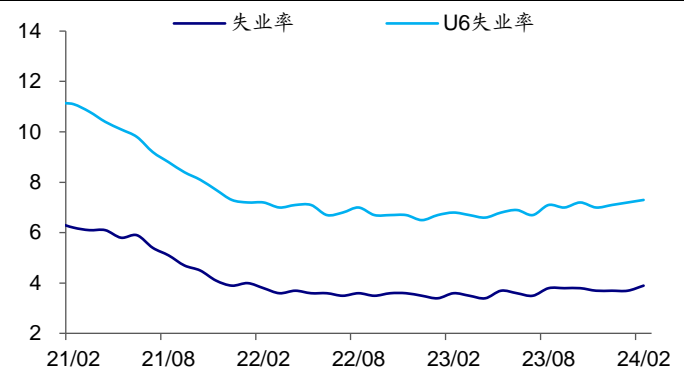
**失业率意外上升。**2月美国失业率较1月上行0.2个百分点至3.9%，为2022年1月以来的高点。2月劳动参与率仍维持在62.5%，与1月持平。失业率与非农新增就业的背离或与美国有两套劳动力调查系统有关。（详见《就业增加：失业率为何上升？——2024年2月美国非农数据点评》）

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（%）

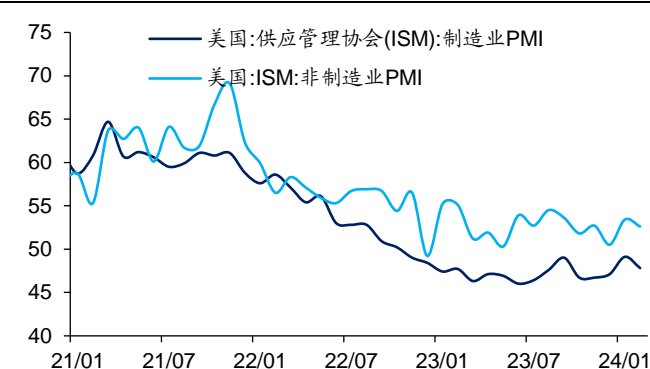


资料来源：Wind，海通证券研究所

**服务业景气度有所回落。**2月，美国ISM非制造业PMI较1月回落0.8至52.6，低于市场预期的53，但仍处于荣枯线之上。具体来看，物价、进口和新出口订单分项下滑较为明显，仅商业活动和新订单分项有所回升。

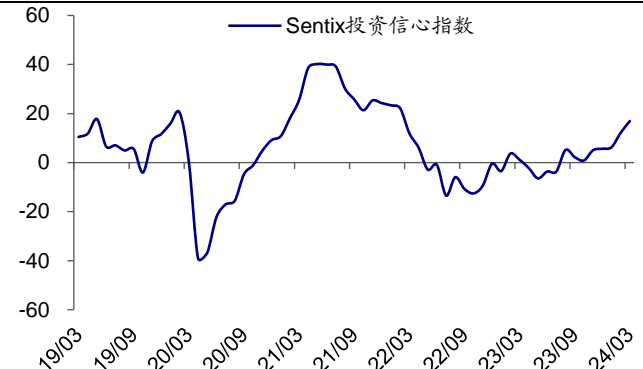
**投资者信心持续回升。**3月美国Sentix投资者信心指数为16.9，较2月明显回升4.8，为2022年2月以来的新高。2024年以来，美国投资者信心回升速度加快，或反映出投资者对美国经济和降息前景较为乐观的预期。

图3 美国ISM制造业及非制造业指数



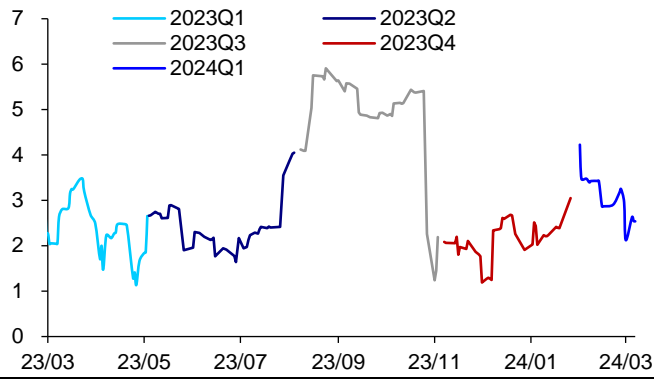
资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 美国Sentix投资信心指数

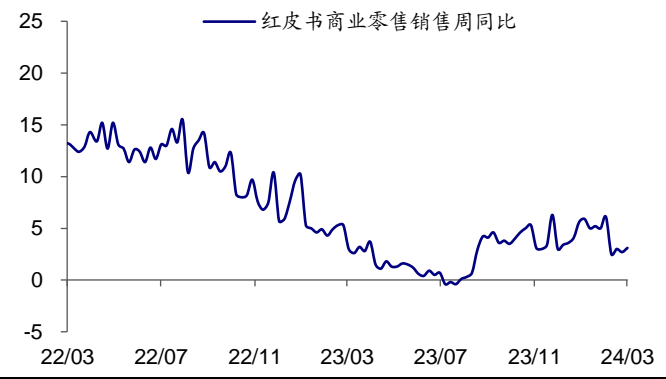


资料来源：Wind，海通证券研究所

**从高频数据来看。**3月2日当周美国红皮书商业零售销售增速达3.1%，较前一周回升0.4个百分点，但与1月5.3%的平均增速相比有所放缓。此外，截至2024年3月7日，亚特兰大联储GDPNow模型对美国一季度GDP环比折年率的估计为2.5%，较一周前（2月29日）下调0.4个百分点。

**图5 亚特兰大联储经济增速实时估计 (GDPNow Model, %)**


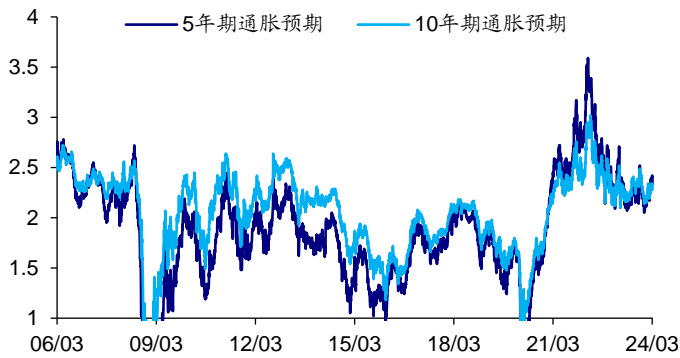
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

**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

**市场降息预期有所回升。**截至3月8日,市场预期美联储大概率降息时点仍维持在2024年6月,不过预期的年内降息次数由上周的3次提升至4次,降息幅度为100BP。我们认为,鲍威尔对实现通胀目标的信心增强或一定程度上助推了降息预期的回升。

**美债收益率回落至4.09%。**截至3月8日,美国10年期国债名义收益率为4.09%,较上一周回落10BP。其中,10年期美债实际收益率为1.81%,较上一周回落6BP,10年期通胀预期较上一周回落4BP至2.28%。

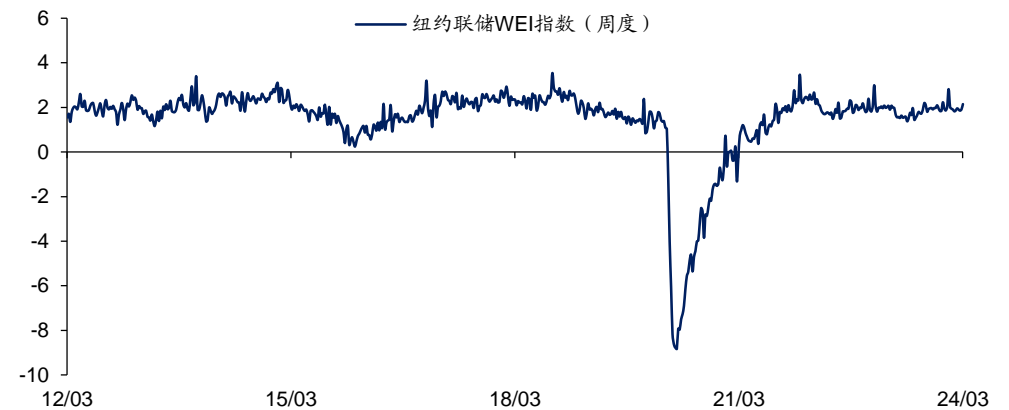
**图7 美国5年期和10年期通胀预期 (%)**


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 (%)**

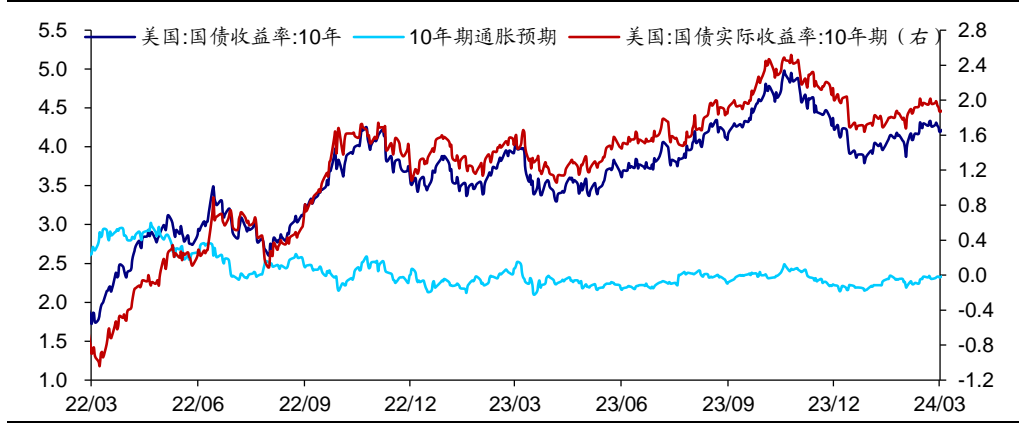
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	97.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	28.7%	70.5%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	17.4%	53.6%	28.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	11.8%	41.7%	36.8%	9.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	12.4%	41.6%	36.2%	9.2%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.3%	5.9%	25.6%	39.2%	24.1%	5.1%	0.0%
2024/12/18	0.0%	0.2%	5.0%	22.5%	37.0%	26.4%	8.1%	0.8%	0.0%
2025/1/29	0.1%	2.6%	13.7%	29.7%	31.8%	17.3%	4.4%	0.4%	0.0%
2025/3/12	1.3%	8.1%	21.6%	30.7%	24.6%	10.9%	2.4%	0.2%	0.0%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至3月8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

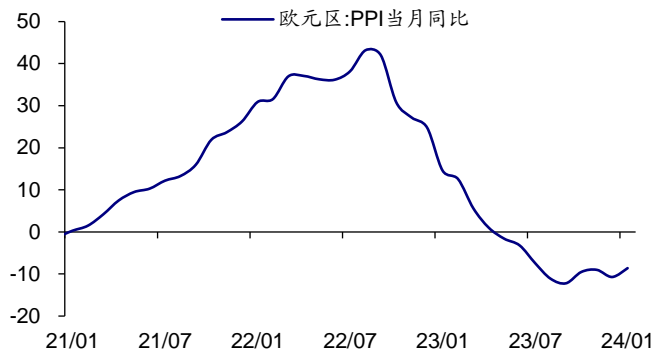
指标	单位	24/03	24/02	24/01	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03
GDP	实际 GDP				3.1			2.9			2.4			1.7
	实际 GDP				3.2			4.9			2.1			2.2
生产	工业总产值			0.5	0.9	-1.0	-2.0	-0.8	-0.4	0.1	-1.0	-0.2	0.0	-0.7
	制造业新订单			0.1	0.9	2.1	0.0	1.5	0.4	0.4	1.1	2.0	1.9	1.8
	工业产能利用率			78.5	78.7	78.8	78.6	79.4	79.4	79.5	78.9	79.5	79.8	79.5
消费	个人实际可支配收入			4.5	7.0	7.1	7.0	7.4	7.6	7.9	8.7	9.1	9.2	9.0
	个人实际消费支出			4.5	5.9	5.5	5.0	5.5	5.4	5.9	5.3	5.9	6.1	6.3
	零售销售额			-0.2	4.5	2.6	1.3	3.1	2.0	1.6	0.4	1.0	0.2	0.9
	零售/食品服务销售额			0.6	5.3	3.6	2.2	4.0	2.8	2.8	1.5	2.1	1.3	2.2
地产	新房销售			1.8	2.4	4.3	16.1	23.1	2.5	34.1	21.3	11.6	11.1	-9.5
	成屋销售			-1.7	-3.7	-5.1	-13.3	-15.0	-15.5	-17.0	-19.9	-21.7	-24.2	-23.6
	新房开工			-0.7	15.1	6.0	-3.9	-7.3	-13.3	5.8	-9.2	2.6	-25.2	-19.4
	标普/CS 房价指数				6.1	5.4	4.9	4.0	2.2	0.2	-1.2	-1.7	-1.6	-1.0
就业	新增非农就业人数		27.5	22.9	29.0	18.2	16.5	24.6	21.0	18.4	24.0	30.3	27.8	14.6
	失业率		3.9	3.7	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.5	3.6	3.7	3.4	3.5
	U6 失业率		7.3	7.2	7.1	7.0	7.2	7.0	7.1	6.7	6.9	6.8	6.6	6.7
通胀	CPI			3.1	3.4	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	3.0	4.0	4.9	5.0
	核心 CPI			3.9	3.9	4.0	4.0	4.1	4.3	4.7	4.8	5.3	5.5	5.6
	PCE			2.4	2.6	2.7	3.0	3.4	3.3	3.3	3.2	4.0	4.4	4.4
	核心 PCE			2.8	2.9	3.2	3.4	3.6	3.7	4.2	4.3	4.7	4.8	4.8
	密歇根 1 年通胀预期		3.0	2.9	3.1	4.5	4.2	3.2	3.5	3.4	3.3	4.2	4.7	3.6
景气指数	ISM 制造业 PMI		47.8	49.1	47.1	46.7	46.7	49.0	47.6	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3
	ISM 非制造业 PMI		52.6	53.4	50.5	52.7	51.8	53.6	54.5	52.7	53.9	50.3	51.9	51.2
	Market 制造业 PMI		52.2	50.7	47.9	49.4	50.0	49.8	47.9	49.0	46.3	48.4	50.2	49.2
	Sentix 投资者信心指数	16.9	12.1	6.2	5.6	5.0	0.8	2.2	5.1	-3.7	-3.7	-6.5	-2.3	1.1
	密歇根消费者信心指数		76.9	79.0	69.7	61.3	63.8	67.9	69.5	71.6	64.4	59.2	63.5	62.0

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

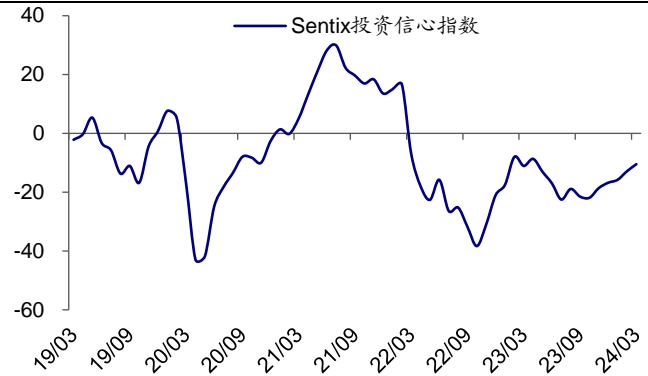
## 2. 欧洲: 投资信心回升, 消费仍偏弱

**PPI 同比跌幅收窄。**2024 年 1 月欧元区 PPI 同比增速为-8.6% (市场预期-8.1%), 跌幅较 2023 年 12 月的-10.7%有所收窄。此外, 1 月 PPI 环比增速为-0.9%, 低于市场预期的-0.1%。其中, 能源价格的下跌仍是 PPI 增速负增长的主要原因。

**投资者信心指数持续回升。**3 月欧元区 Sentix 投资者信心指数为-10.5, 较 2 月回升 2.4, 已连续 5 个月回升, 并且为 2023 年 4 月以来的最高水平, 但相较于疫情前水平仍处低位 (2019 年平均值为-4.7)。

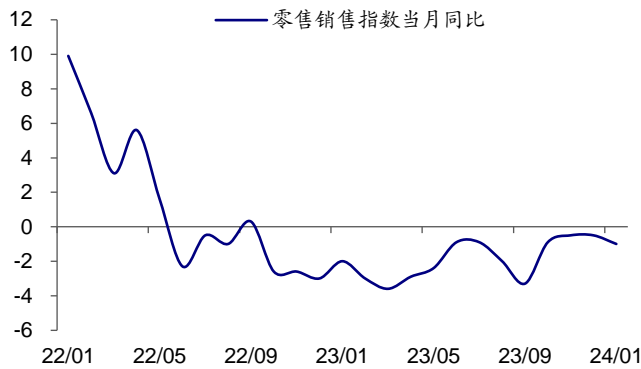
**图11 欧元区 19 国 PPI 当月同比 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图12 欧元区 Sentix 投资信心指数**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**零售增速仍为负值。**2024 年 1 月欧元区 19 国零售销售指数同比增速为-1.0%，较 2023 年 12 月下降 0.5 个百分点，已连续 16 个月处于负增长区间。在欧央行降息或仍为时尚早的情况下，欧元区零售增速或仍将继续承压。

**图13 欧元区 19 国零售销售指数当月同比 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图14 欧元区 10 年期公债收益率 (%)**


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	24/03	24/02	24/01	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	23/04	23/03	
GDP	实际 GDP 季调同比%				0.1			0.1			0.6			1.3	
	实际 GDP 折年季调环比%				-0.2			-0.2			0.5			0.2	
生产	工业生产指数 同比%				1.2	-5.4	-6.7	-6.7	-5.3	-2.2	-1.0	-2.4	-0.1	-1.5	
	制造业产能利用率 非季调%	78.8			79.6			80.5			81.3			81.1	
	粗钢产量(欧盟) 同比%			-1.0	-1.1	1.0	-6.2	-0.9	-6.2	-12.0	-10.2	-10.1	-9.8	-7.0	
消费	零售销售指数 同比%			-1.0	-0.5	-0.5	-0.9	-3.3	-2.0	-0.9	-0.9	-2.4	-2.9	-3.6	
就业	失业率 季调%			6.4	6.4	6.4	6.5	6.5	6.4	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	
	HICP 同比%		2.6	2.8	2.9	2.4	2.9	4.3	5.2	5.3	5.5	6.1	7.0	6.9	
通胀	核心 HICP 同比%		3.1	3.3	3.4	3.6	4.2	4.5	5.3	5.5	5.5	5.3	5.6	5.7	
	PPI 同比%			-8.6	-10.7	-9.0	-9.5	-12.2	-11.1	-7.4	-3.2	-1.6	1.0	5.6	
	制造业 PMI		46.5	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	
景气指数	服务业 PMI		50.2	48.4	48.8	48.7	47.8	48.7	47.9	50.9	52.0	55.1	56.2	55.0	
	消费者信心指数		-16.5	-15.5	-16.1	-15.1	-17.0	-17.9	-17.7	-16.0	-15.2	-16.1	-17.4	-17.5	-19.1
	经济景气指数 季调		95.4	96.1	96.4	94.2	93.9	93.9	94.0	94.8	95.7	96.7	99.0	98.9	
	Sentix 投资信心指数		-10.5	-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: 美联储降息信心增强, 日央行或退出宽松

**美联储对实现通胀目标的信心增强。**美联储主席鲍威尔表示, 对通胀可持续性地保持在 2% 更有信心, 不希望等到通胀回落至 2% 才降息, 如果经济形势符合预期, 美联储可以从今年开始降息。此外, 鲍威尔提及可能会出现美联储资产负债表中所持美国国债久期缩短的可能性。

**在降息时点与次数方面**，亚特兰大联储主席博斯蒂克认为，美联储将在第三季度进行首次降息，然后会按兵不动，以评估政策转鸽对经济的影响。同时，FOMC降息可能会带来通胀上行的风险，希望美联储能拉长缩表周期。美联储理事鲍曼则重申，当前尚未抵达 FOMC 降息的节点。克利夫兰联储主席梅斯特强调，通胀今年可能更持久，最大的错误将是过早降息，如果经济符合预期，今年晚些时候可能会降息。

**欧央行继续维持利率不变，降息或仍尚早**。欧央行将主要再融资利率、存款便利利率、边际贷款利率三大主要利率继续维持在 4.5%，4%以及 4.75%的高位，均符合市场预期。此外，欧央行将 2024 年欧元区通胀预期由 2.7%下调至 2.3%。在利率决议中，欧央行重申了控制通胀至目标水平的决心，其表示只要有必要，利率将保持足够的限制性。

欧央行行长拉加德表示，当前没有讨论降息的可能性，只是开始讨论在利率政策问题上放松限制性立场而已。其指出欧央行在降低通胀方面取得不错的进展，但对通胀还没有足够的信心。同时，拉加德还强调了欧央行的独立性，表示美联储的货币政策并不会影响欧央行的行动。欧央行管委兼德国央行行长 Nagel 表示，欧洲央行可能在暑假前降息。

**日央行或考虑退出货币宽松政策**。日央行行长植田和男表示，实现目标通胀水平的确定性正在逐渐增加，可以在必要的时候退出货币宽松政策。日本央行委员中川顺子同样认为，若价格目标在望，将考虑非常规措施的必要性。

**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。