

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

美国：居民收入为何走弱？

——海外经济政策跟踪

投资要点：

- **经济：**美国方面，1月美国居民收支增速有所回落，收入回落或与税收调整有关。1月PCE价格同比增速延续下行趋势；2月美国ISM制造业PMI有所下滑，低于市场预期；1月核心资本品新订单同比增速也有所回落；2023年12月美国房价同比增速持续回升，2024年1月新房销售增速有所回落。
- **降息预期维持稳定，**截至3月1日，市场预期美联储大概率降息时点仍维持在2024年6月，预期的年内降息次数仍为3次，降息幅度为75BP。10年期美债收益率回落至4.19%，或与景气指数下滑有关。
- **欧洲方面，**2月欧元区HICP同比增速延续下降趋势，但回落幅度不及市场预期；欧元区19国景气指数有所回落，仍处低位；1月欧元区就业市场维持稳健，欧盟28国粗钢产量增速略有回升。
- **政策：**美联储降息仍需等待，缩表速度或放缓；多位官员仍强调欧央行降息为时尚早；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

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：居民收入为何走弱？	4
2. 欧洲：通胀继续回落.....	7
3. 政策：美欧降息或仍需等待.....	8

图目录

图 1 美国个人实际可支配收入和消费支出同比 (%)	4
图 2 美国 PCE 和核心 PCE 当月同比 (%)	4
图 3 ISM 制造业与非制造业 PMI	5
图 4 美国核心资本品制造业新订单季调同比与环比 (%)	5
图 5 亚特兰大联储经济增速实时估计 (GDPNow Model, %)	6
图 6 美国信用卡零售和食品服务支出 (超出疫情前的水平, %)	6
图 7 美国标准普尔/CS 房价当月同比指数 (%)	5
图 8 美国新建住房与成屋销售同比增速 (%)	5
图 9 美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)	6
图 10 市场预测美联储降息概率 (%)	6
图 11 纽约联储每周经济 WEI 指数 (%)	6
图 12 美国 10 年期国债收益率分解 (%)	7
图 13 欧元区 HICP 和核心 HICP 同比 (%)	8
图 14 欧元区 19 国经济景气指数	8
图 15 欧元区和欧盟 27 国季调失业率 (%)	8
图 16 欧盟 28 国粗钢产量当月同比 (%)	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：居民收入为何走弱？

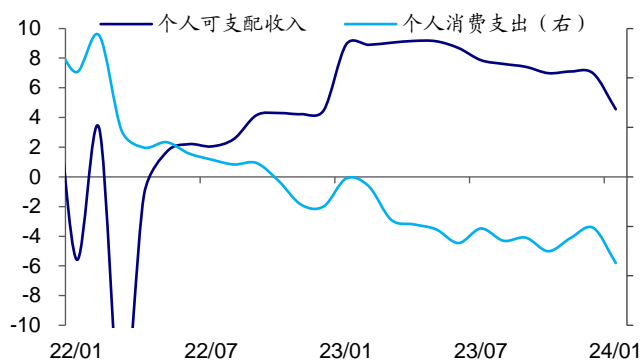
居民收支增速有所回落。2024年1月美国个人可支配收入同比增速为4.6%，较2023年12月下降2.4个百分点。个人消费支出同比增速较2023年12月回落1.4个百分点至4.5%，但仍高于疫情前的水平（2019年平均增速为3.5%）

个人可支配收入同比增速的回落或受居民税收调整影响。受高通胀影响，美国在2023纳税年度的税收通胀调整中，将标准抵扣额上调7%左右，较大的减轻了居民税收负担。而随着通胀回落，2024纳税年度中，美国标准抵扣额以及各税级的门槛上调幅度均从7%回落至5.4%左右。

或受此影响，2024年1月美国居民个人所得税较2023年12月环比上升1662亿美元，环比增速达6.0%。因此，去年税收通胀调整下居民收入的高基数、以及通胀回落后续个税缴纳的上升，或是个人可支配收入同比增速回落的主要原因。

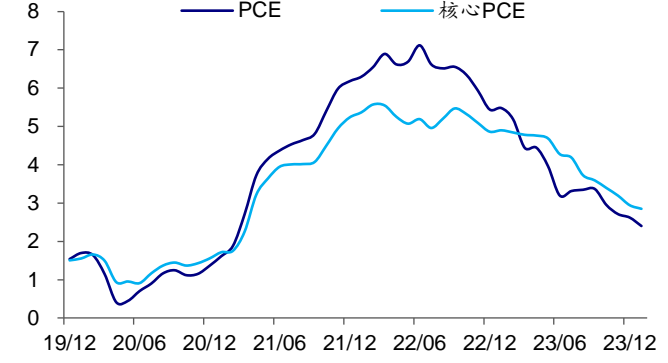
通胀持续回落。1月美国PCE价格指数同比增速为2.4%，较2023年12月回落0.2个百分点。核心PCE同比增速较2023年12月回落0.1个百分点至2.8%，均符合市场预期。当前美国通胀延续降温趋势，核心服务仍将是决定通胀回落是否顺利的关键。考虑到短期美国经济仍相对稳定，在美联储确定能实现2%通胀目标之前或难以轻易降息。

图1 美国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

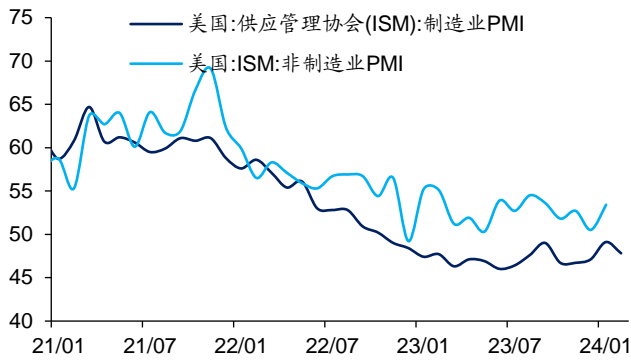
图2 美国 PCE 和核心 PCE 当月同比（%）



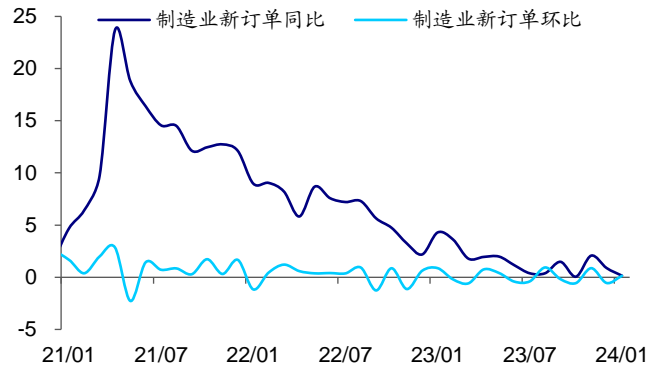
资料来源：Wind，海通证券研究所

制造业 PMI 回落。2月美国 ISM 制造业 PMI 较 1 月回落 1.3 至 47.8，远低于预期的 49.5，且已连续 16 个月处于荣枯线之下。具体来看，新订单指数较 1 月回落 3.3 至 49.2，产出和就业指数分别为 45.9、48.4，较 1 月也有明显下滑。相比之下，新出口订单分项有明显改善，由 1 月的 45.2 上升至 51.6，进口分项也由 50.1 上升至 53。

核心资本品新订单同比下滑。2024 年 1 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 0.1%，较 2023 年 12 月回落 0.7 个百分点。不过，环比增速回升 0.7 个百分点至 0.1%。

图3 ISM 制造业与非制造业 PMI


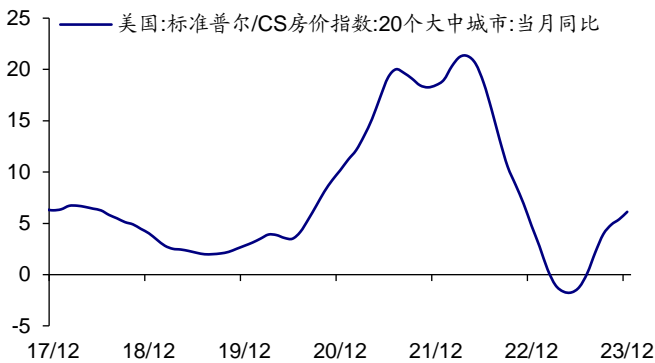
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 美国核心资本品制造业新订单季调同比与环比 (%)


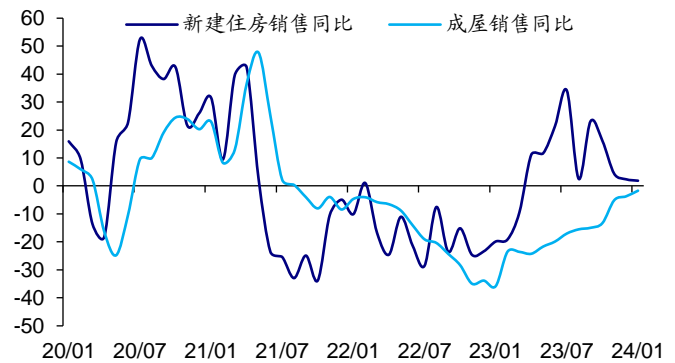
资料来源: Wind, 海通证券研究所

房价同比增速持续回升。2023年12月美国标准普尔/CS20个大中城市房价指数同比增长6.1%，较11月上升0.7个百分点，已连续七个月回升。**房价的持续回升或抵押贷款利率高企下，成屋供给受限有关。**

新房销售增速回落。2024年1月，美国新建住房销售为66.1万套（预期68.4万套），同比增长1.9%，较2023年12月回落0.5个百分点。当前美国抵押贷款利率仍处于较高水平（截至2月29日为6.9%），对居民购房意愿与能力或仍有一定压制。

图5 美国标准普尔/CS 房价当月同比指数 (%)


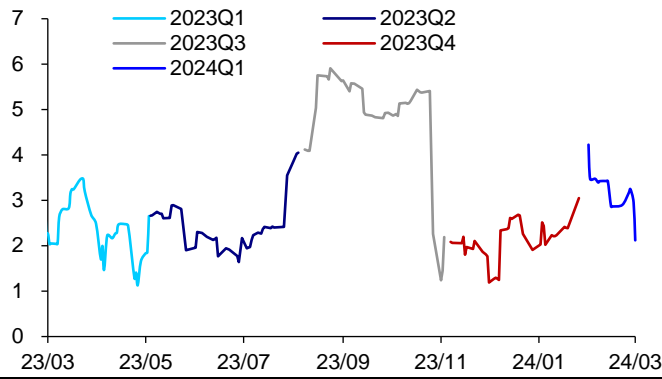
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 美国新建住房与成屋销售同比增速 (%)


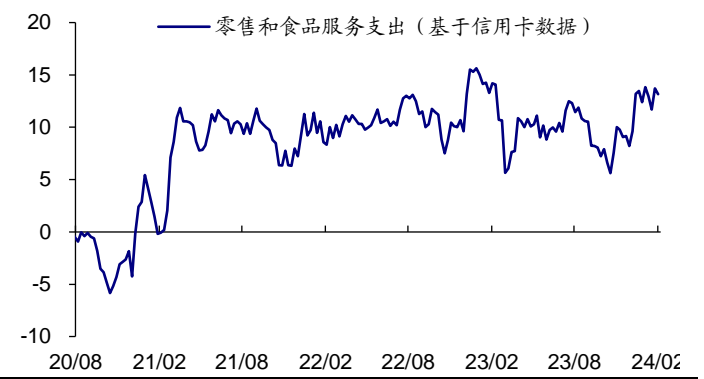
资料来源: Wind, 海通证券研究所

从消费高频数据来看，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，2024年以来美国零售和食品支出规模仍处于高位，明显高于疫情前水平，**或反映出短期美国消费仍暂时稳定。**

此外，截至2024年3月1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2.1%，较一周前下调0.8个百分点。

图7 亚特兰大联储经济增速实时估计 (GDPNow Model, %)


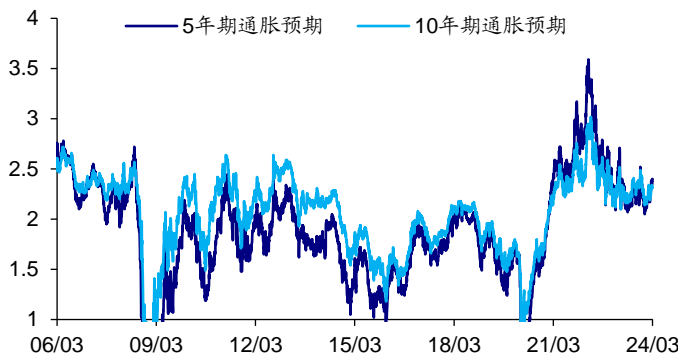
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

图8 美国信用卡零售和食品服务支出 (超出疫情前的水平, %)


资料来源: BEA, 海通证券研究所

市场降息预期相对稳定。截至3月1日,市场预期美联储大概率降息时点仍维持在2024年6月,预期的年内降息次数仍为3次,降息幅度为75BP。

美债收益率回落至4.19%。截至3月1日,美国10年期国债名义收益率为4.19%,较前一周回落7BP。其中,10年期美债实际收益率为1.87%,较上一周回落9BP,10年期通胀预期较上一周回升2BP至2.32%。

图9 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10 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%	4.0%	96.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	18.0%	81.4%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	10.2%	52.8%	36.7%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	6.0%	34.8%	43.5%	15.5%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.4%	26.8%	41.1%	23.3%	4.3%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.1%	2.4%	16.5%	34.5%	31.5%	13.1%	2.0%
2024/12/18	0.0%	0.0%	1.6%	11.8%	28.4%	32.5%	19.2%	5.7%	0.7%
2025/1/29	0.0%	1.0%	7.5%	21.4%	30.8%	24.9%	11.4%	2.8%	0.3%
2025/3/12	0.4%	3.4%	12.6%	24.9%	28.6%	19.9%	8.2%	1.9%	0.2%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至3月1日

图11 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12 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%		3.2			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%	0.1	0.9	2.1	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%	4.5	7.0	7.1	7.0	7.4	7.6	7.9	8.7	9.1	9.2	9.0	8.9	
	个人实际消费支出	季调同比%	4.5	5.9	5.5	5.0	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%	1.8	2.4	4.3	16.1	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)		6.1	5.4	4.9	4.0	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%	2.4	2.6	2.7	3.0	3.4	3.3	3.3	3.2	4.0	4.4	4.4	5.2	
	核心 PCE	同比%	2.8	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		47.8	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			53.4	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	52.2	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		76.9	79.0	69.7	61.3	63.8	67.9	69.5	71.6	64.4	59.2	63.5	62.0	66.9

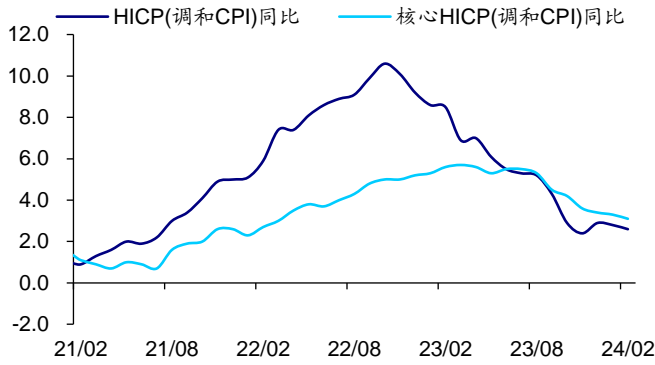
资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

2. 欧洲: 通胀继续回落

通胀同比继续回落。2月欧元区 HICP 同比增速 2.6%，较 1 月回落 0.2 个百分点，但仍高于市场预期的 2.5%，环比增速则由 1 月的 -0.4% 回升至 0.6%。核心 HICP 同比增速回落 0.2 个百分点至 3.1%，回落幅度同样不及市场预期（2.9%）。整体来看，欧元区通胀压力有所缓解，但去通胀“最后一公里”或仍面临一定不确定性。

景气指数仍处低位。2月欧元区 19 国景气指数为 95.4，较 1 月下降 0.7，与疫情前相比仍处低位（2019 年 12 月为 102.8）。在高利率的影响下，欧洲经济景气仍然承压。

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

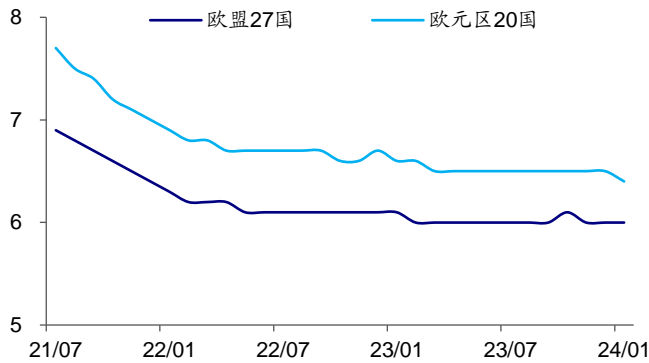


资料来源: Wind, 海通证券研究所

就业市场维持稳健。1月欧元区20国失业率为6.4%，较2023年12月下降0.1个百分点，处于历史低位。欧盟27国失业率为6.0%，与2023年12月持平。

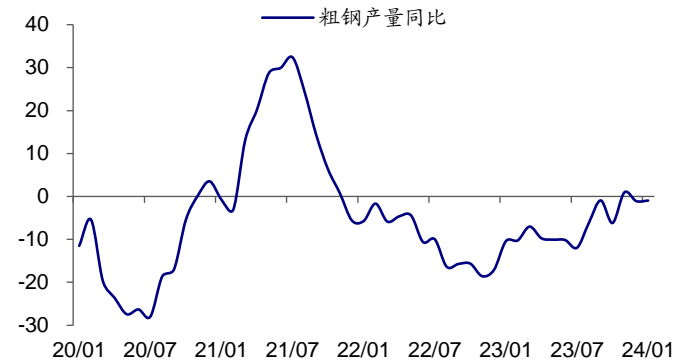
粗钢产量增速略有回升。1月欧盟28国粗钢产量同比增速为-1.0%，较2023年12月回升0.1个百分点，虽仍处于负增长区间，但自2022年12月以来增速总体呈回升态势。

图15 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

图16 欧盟28国粗钢产量当月同比 (%)



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	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 季调同比%			0.1			0.0			0.6			1.3	
	实际 GDP 折年季调环比%			0.2			-0.5			0.5			0.4	
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	1.7
	制造业产能利用率 非季调%			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	-10.3
消费	零售销售指数 同比%			-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 季调%		6.4	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 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	8.5
	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	5.6
	PPI 同比%			-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	46.5	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 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	99.4
	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	-8.0

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

3. 政策: 美欧降息或仍需等待

美联储降息仍需等待。纽约联储主席威廉姆斯表示,降息的步伐将取决于经济数据,降息预计会在2024年晚些时候进行。降息次数方面,三次是合理的起点。旧金山联储主

席戴利表示，目前美联储货币政策状态良好，必要时可以根据数据调整政策进行降息，如果过快降息，通胀进展可能会陷入停滞。美国亚特兰大联储主席博斯蒂克也认为，通胀降幅显著超预期，但尚未达到目标通胀水平，今年夏季开始降息可能较为合适。美国波士顿联储主席柯林斯表示，今年稍晚实施宽松政策将是适宜的。美联储理事鲍曼指出，现在开始降息还为时过早，若未来的数据表明通胀进展停滞或逆转，仍将保留加息选项。

在缩表方面，达拉斯联储主席洛根指出，随着逆回购协议（RRP）使用情况逐渐缩小，美联储应放缓缩表速度。美联储理事沃勒指出，缩减资产负债表和政策利率的决定是相互独立的，**美联储应该提高短期美债在资产负债表中的比例，将所持机构抵押贷款支持证券降低至零。**

欧央行降息或仍为时尚早。欧央行行长拉加德表示，预计欧元区通胀将继续放缓，经济应当在今年稍晚回暖，但目前尚未实现通胀目标。欧央行管委 Nagel 表示，欧元区仍然缺乏可靠的薪资数据，如果过早降息，后果将是“致命”的。欧央行管委 Holzmann 认为，6 月之前欧央行不太可能认真讨论降息，**并且不会在美联储之前实行降息政策。**欧央行管委 Muller 表示，薪资数据对利率政策的制定至关重要，欧央行在首次降息前需保持耐心。欧央行管委 Stournaras 指出，预计欧央行将在今年 6 月份进行首次降息。

日央行或考虑退出货币宽松政策。日本央行行长植田和男表示，日本通胀正快速放缓，一系列薪资谈判将给日本通胀带来尾部风险。日本央行委员高田创表示，日本经济正处于人们认为物价及工资水平不会上涨的“常态”改变的拐点，需要考虑包括退出货币刺激政策在内的相应措施。

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。