

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:wyyq14704@haitong.com

美联储不动，日央行转向 ——海外经济政策跟踪

投资要点:

- **经济:** 美国方面，房地产市场呈回暖态势。2月成屋销售持续回升，成屋库存明显增长，新建私人住宅同比增速也有所提升。3月美国 Markit 制造业 PMI 超预期回升，服务业 PMI 则有所放缓。
- **降息预期维持稳定，**截至3月22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4.22%，主因实际收益率下行。
- **欧洲方面，**制造业和服务业景气再次分化，制造业景气仍较疲弱。2月欧盟28国粗钢产量同比增速有所回升。
- **政策:** 美国众议院通过全面融资草案，以避免美国政府部分停摆；3月美联储议息会议，继续维持联邦基金利率不变，美联储点阵图年内降息预期仍为3次。日央行退出负利率和收益率曲线控制政策，但仍维持货币政策宽松环境；日本“春斗”最终涨薪5.25%。欧央行或6月降息；英央行继续维持基准利率不变；瑞士央行意外降息25BP；墨西哥央行下调隔夜利率25BP；土耳其央行加息500BP；巴西央行降息50BP；加拿大央行预计将于2025年结束量化紧缩。
- **风险提示:** 海外货币政策调整超预期

目 录

1. 美国：成屋销售持续回升	4
2. 欧洲：制造业景气仍疲弱	6
3. 政策：美联储按兵不动，日央行退出负利率	7

图目录

图 1 美国新屋与成屋销售套数（万套）	4
图 2 美国已开工的新建私人住宅同比（%）	4
图 3 美国 Markit 制造业及服务业指数	4
图 4 美国 Markit 制造业及服务业指数	4
图 5 美国 5 年期和 10 年期通胀预期（%）	5
图 6 市场预测美联储降息概率（%）	5
图 7 纽约联储每周经济 WEI 指数（%）	5
图 8 美国 10 年期国债收益率分解（%）	5
图 9 欧元区制造业与服务业 PMI	6
图 10 欧盟 28 国粗钢产量当月同比（%）	6

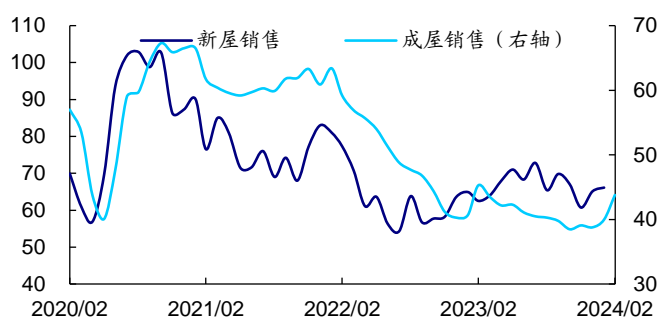
表目录

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：成屋销售持续回升

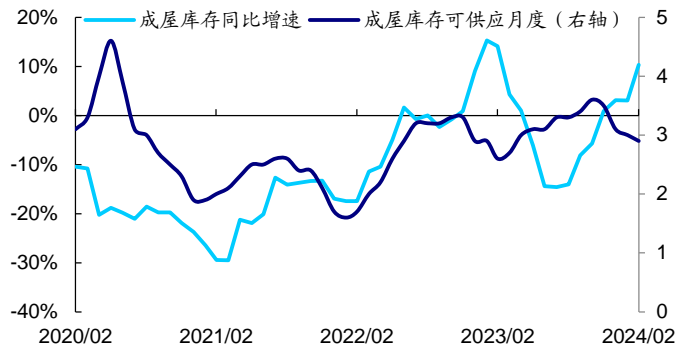
美国成屋销量持续回升。2月美国成屋销售438万套，远超过市场预期的395万套，为2023年2月以来的销量峰值。同比增速虽较1月回落1.6个百分点至3.3%，但年化环比增长9.5%，远超预期的-1.3%。2月成屋销售的大幅增长或受房屋供应改善的影响，2月美国待售成屋库存同比增长10.3%至107万套。

图1 美国新屋与成屋销售套数（万套）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 美国成屋库存增速与可供应月份

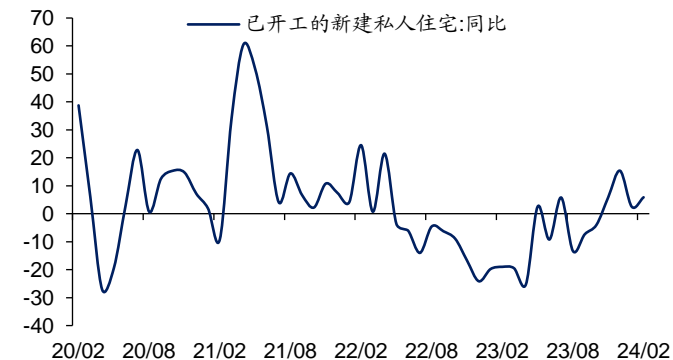


资料来源：Wind，海通证券研究所

已开工的新建私人住宅同比增速上升。2月美国已开工的新建私人住宅同比增长5.9%，较前期回升3.4%。

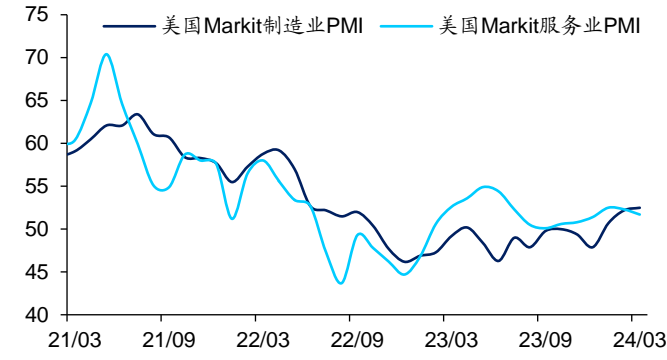
美国Markit制造业景气持续回升。3月美国Markit制造业PMI较前期增长0.3至52.5，高于预期的51.8。服务业PMI表现相对逊色，较前期回落0.6至51.7，低于预期的52。

图3 美国已开工新建私人住宅同比增速（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所

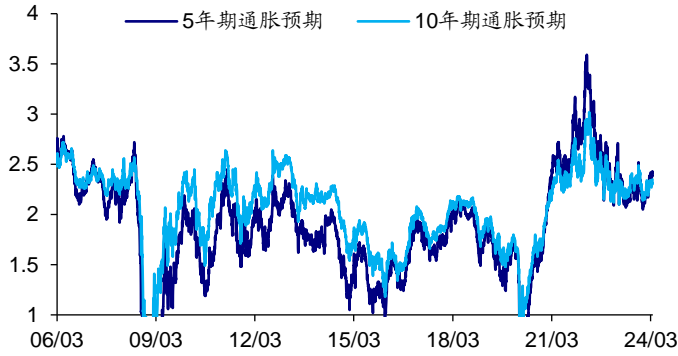
图4 美国Markit制造业及服务业指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

市场降息预期维持稳定。截至3月22日，市场预期美联储大概率降息时点维持在6月，年内预期降息次数维持在3次，全年降息幅度为75BP。

美债收益率回落至4.22%。截至3月22日，美国10年期国债名义收益率为4.22%，较上一周回落9BP。其中，10年期美债实际收益率为1.87%，较上周下降12BP，10年期通胀预期较上一周回升3BP至2.35%。

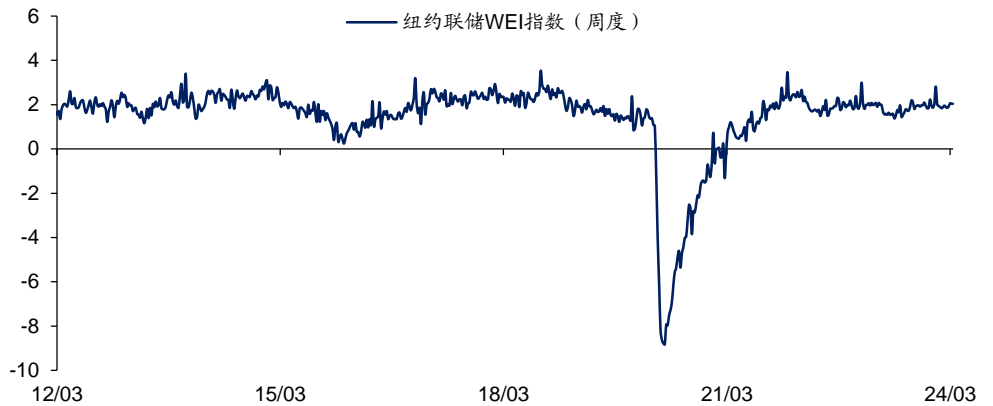
图5 美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

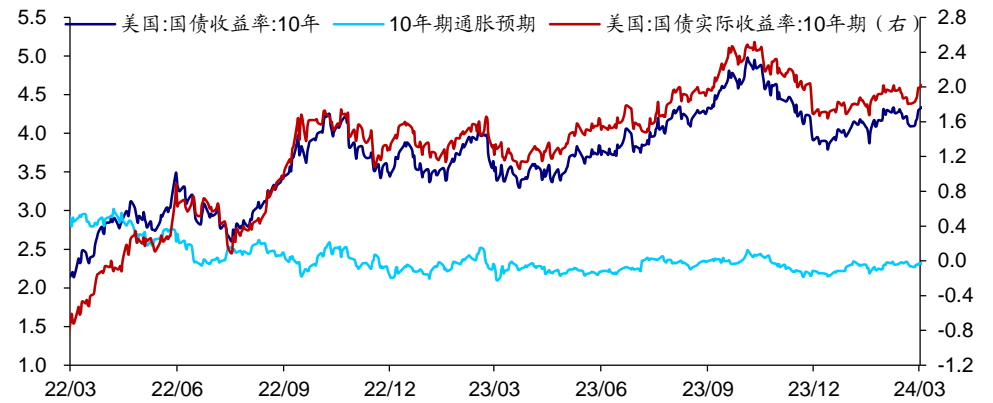
图6 市场预测美联储降息概率 (%)

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/5/1					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.3%	87.7%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%	66.7%	24.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.2%	36.4%	46.6%	12.8%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.4%	29.9%	44.6%	19.6%	2.6%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	16.5%	37.2%	32.2%	11.2%	1.3%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	11.7%	30.5%	33.8%	18.0%	4.5%	0.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.6%	6.5%	21.3%	32.2%	25.7%	11.1%	2.4%	0.2%
2025/3/19	0.0%	0.3%	3.8%	14.6%	27.2%	28.7%	17.7%	6.4%	1.2%	0.1%
2025/4/30	0.1%	1.8%	8.3%	19.8%	27.8%	24.1%	13.0%	4.2%	0.7%	0.1%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至 3 月 22 日

图7 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8 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	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%		-0.8	-0.3	0.8	-0.5	-1.8	-0.7	-0.4	0.1	-1.0	-0.2	0.0	-0.7
	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
	工业产能利用率	%		78.3	78.3	78.7	79.0	78.8	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	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
	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
	零售销售额	季调同比%		0.8	-0.4	4.2	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	季调同比%		1.5	0.0	5.0	3.6	2.2	4.0	2.8	2.8	1.5	2.1	1.3	2.2
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
	成屋销售	折年季调同比%		-3.3	-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	折年季调同比%		5.9	2.5	15.4	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	同比% (20 城)				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	季调/万人		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	季调%		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	季调%		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	同比%		3.2	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	同比%		3.8	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1	4.3	4.7	4.8	5.3	5.5	5.6
	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
	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
	密歇根 1 年通胀预期	同比%	3.0	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	季调	52.5	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		76.5	76.9	79.0	69.7	61.3	63.8	67.9	69.5	71.6	64.4	59.2	63.5	62.0

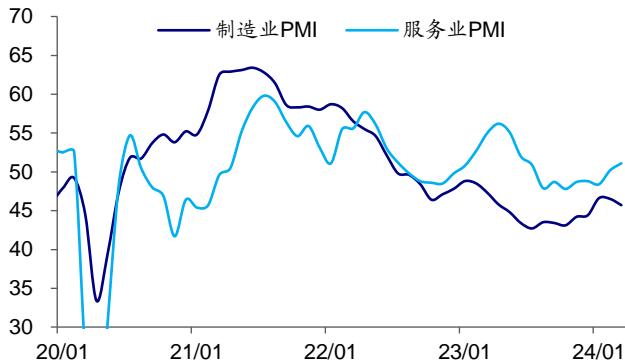
资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

2. 欧洲: 制造业景气仍疲弱

景气持续分化。3 月欧元区 Markit 综合 PMI 回升 0.7 至 49.9, 超过预期的 49.7, 但已连续 10 个月处于荣枯线之下。其中, 服务业 PMI 较 2 月回升 0.9 至 51.1, 高于市场预期的 50.5, 而制造业 PMI 则回落 0.8 至 45.7, 制造业与服务业景气持续分化。

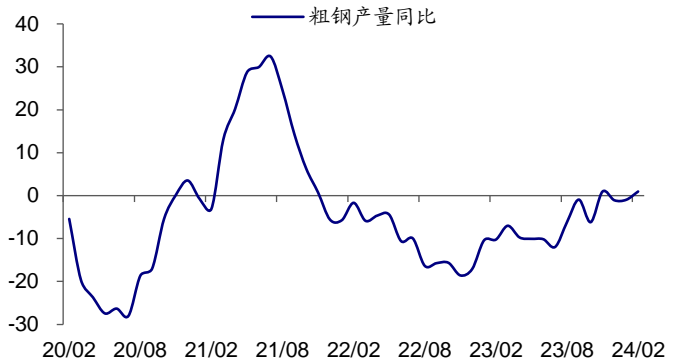
粗钢产量增速有所回升。2 月欧盟 28 国粗钢产量同比增速为 1.0%, 较 1 月回升 1.9 个百分点。

图9 欧元区制造业与服务 PMI



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 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	24/03	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%			-6.7	0.2	-5.3	-6.3	-6.9	-5.1	-2.5	-0.9	-2.2	0.1	-0.9
	制造业产能利用率 非季调%	78.8			79.6			80.5			81.3			81.1
消费	零售销售指数 同比%		1.0	-1.0	-1.1	1.0	-6.2	-0.9	-6.2	-12.0	-10.2	-10.1	-9.8	-7.0
	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	5.3	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
景气指数	制造业 PMI	45.7	46.5	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3
	服务业 PMI	51.1	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	-14.9	-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: 美联储按兵不动, 日央行退出负利率

美国众议院通过全面融资草案。美国众议院批准 1.2 万亿美元规模的全面融资草案, 参议院计划投票批准, 以期避免美国政府在周六 (3 月 23 日) 部分地停摆。

美联储表态中性, 降息仍需等待。美联储 3 月 FOMC 会议决定继续将联邦基金利率维持在 5.25%-5.50%, 为 2023 年 9 月以来, **连续第 5 次维持当前利率水平**。此外, 本次会议并未调整缩表计划。美联储预测 2024 年的利率中枢为 4.6%, 与去年 12 月公布时一致, 即保留着 3 次降息预期。此外, 美联储将长期的利率中枢也上调了 10 个 BP 至 2.6%, 为 2020 年疫情出现以来首次。或意味着未来降息幅度的减弱, 利率整体或位于相对较高水平。

关于降息, 鲍威尔指出, 在年内某个时点开始放松货币政策是合适的; 1 月通胀虽然相当高, 但可能是由于季节性调整所致。**也就意味着, 美联储对降息依然保持开放态度, 可能不会就 1 月的数据做出更鹰的决策。**(详见《表态中性, 等待降息——美联储 3 月议息会议点评》)

部分美联储官员下调降息预期。美国亚特兰大联储主席博斯蒂克表示, 预计通胀回落速度将放慢, 美联储 2024 年只会降息一次, 而不是原来预计的两次。

日央行退出负利率。3 月 19 日, 日央行将短期基准利率上调至 0%-0.1%, 取消收益率曲线控制, 并停止购买日股 ETF 和房地产投资信托基金(J-REITs)。通胀或是日央行主要的考虑因素。一方面, 当前日本通胀压力较大; 另一方面, 日央行对通胀前景乐观。

但日央行并未完全退出宽松, 仍承诺继续购买国债; 并且 YCC 政策背后的隐形压制仍在, 日央行强调长期利率快速上行将有所行动。我们认为, 日本经济和通胀前景仍有待观察, 美国经济韧性仍偏强, 美日利差持续维持在 3.5% 以上的高位; **加之, 日央行货币政策仍在持续宽松, 日元和日债短期表现或仍弱, 海外资金大幅调整的概率或相对有限。**(详见《不“彻底”的退出——日央行“转向”点评》)

日本“春斗”最终涨薪 5.25%。3 月 22 日周五, 日本最大的工会组织 Rengo 宣布“春斗”正式结果, 日本企业已同意加薪 5.25%, 虽低于 5.28% 的初步协议, 但已是自 2013 年以来的最大涨幅。

欧央行或 6 月降息。欧洲央行行长拉加德强调, 将持续关注工资、利润率和生产率增长等数据, 以做出相应的政策调整。即使在首次降息后也不会承诺利率路径。欧央行管委兼德国央行行长 Nagel 表示, 欧央行可能会在夏休前进行首次降息, 6 月降息的可能性高于 4 月, 一旦宽松进程开启, 也并不意味着每次会议都会降息。欧洲央行管委 De Cos 也认为, 如果欧元区通胀像预想的那样继续缓和, 预计央行将于 6 月份开始降息。不过,

欧央行管委 Scicluna 表示，不排除 4 月份降息的可能性，不应当让经济活动承受更多高利率的负担。

英国央行维持基准利率不变。在 3 月决议中，英国央行维持基准利率于 5.25% 不变，英国央行委员 Haskel 和 Mann 不再投票主张加息，这是自 2021 年 9 月以来首次没有英国央行委员投票主张加息。英国央行行长贝利认为，在未来的会议上英央行“有可能”降息，在降息之前，不需要看到通胀率降至 2%。

瑞士央行意外降息 25BP。瑞士央行将政策利率下调 25 个基点至 1.5%，预估为 1.75%。

墨西哥央行下调隔夜利率 25BP。墨西哥央行下调隔夜利率 25 个基点至 11%，这是墨西哥自 2021 年以来的首次降息。

土耳其央行加息 500BP。土耳其央行将基准回购利率上调 500 个基点至 50.0%，预期 45.0%。

巴西央行降息 50BP。巴西央行降息 50 个基点至 10.75%，预计还将再次降息 50 个基点。这是自 2023 年 8 月初以来，巴西央行连续第六次按 50 个基点的幅度降息。

加拿大央行预计将于 2025 年结束量化紧缩，不再购买加拿大抵押债券。

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。