

相关研究

《春节效应下的利润改善——1-2月工业企业利润数据点评》2024.3.27

《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

美国降息预期回落

——海外经济政策跟踪

投资要点:

- **经济:** 美国方面, 就业市场仍偏稳。3月美国新增非农就业人数超出市场预期, 失业率小幅下滑。ISM制造业PMI超预期回升至扩张区间, 非制造业PMI有所回落, 但仍处于荣枯线之上。
- **降息预期相对稳定,** 截至4月5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。10年期美债收益率上行19BP至4.39%。
- **欧洲方面, 通胀继续放缓。** 3月HICP同比增速继续回落, PPI增速仍处负值区间。2月欧元区失业率与1月持平, 就业市场维持稳健。零售增速小幅回升, 但仍处于负值区间。
- **政策:** 美联储官员密集发表鹰派观点, 强调降息仍为时过早; 欧央行多位官员认为降息时机正在到来, 或在6月降息; 日央行货币政策仍需观望, 利率决定将取决于通胀数据, 同时强调若汇率过度波动采取适当行动。智利央行降息75BP至6.5%。
- **风险提示:** 海外货币政策调整超预期

目 录

1. 美国：就业仍然偏稳.....	4
2. 欧洲：通胀继续降温.....	7
3. 政策：美联储仍偏鹰.....	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 ISM 制造业及服务业 PMI	4
图 4 美国 ISM 制造业 PMI 分项	4
图 5 亚特兰大联储经济增速实时估计 (GDPNow Model, %)	5
图 6 美国信用卡零售和食品服务支出 (超出疫情前的水平%)	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 (%)	6
图 10 美国 10 年期国债收益率分解 (%)	6
图 11 欧元区 HICP 和核心 HICP 同比 (%)	7
图 12 欧元区 19 国 PPI 当月同比 (%)	7
图 13 欧元区和欧盟 27 国季调失业率 (%)	7
图 14 欧元区 19 国零售销售指数当月同比 (%)	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	8

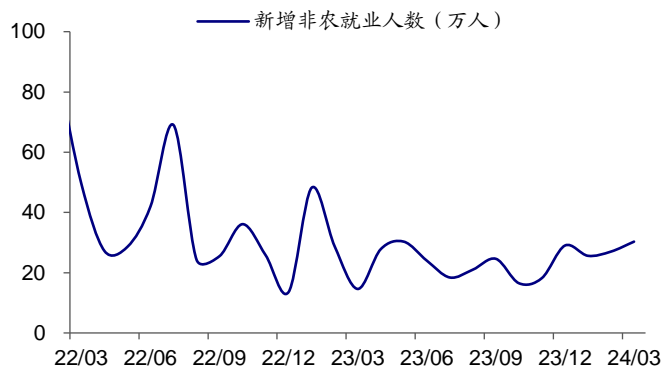
1. 美国：就业仍然偏稳

非农新增就业仍稳定。3月美国新增非农就业人数为30.3万人，高于市场预期的21.4万人，创2023年5月以来高点。其中，2月数据由27.5万人下修至27万人，但1月数据被上修至25.6万人，整体表现依然不弱。

具体来看，3月贡献新增就业较多的行业仍是服务业和政府部门，而制造业部门则表现平平，主要是非耐用品制造业拖累（连续2个月负增长）。反观建筑业表现较好，3月新增就业3.9万人，为2022年5月以来高点。或与美国房地产新房销售持续修复有关。

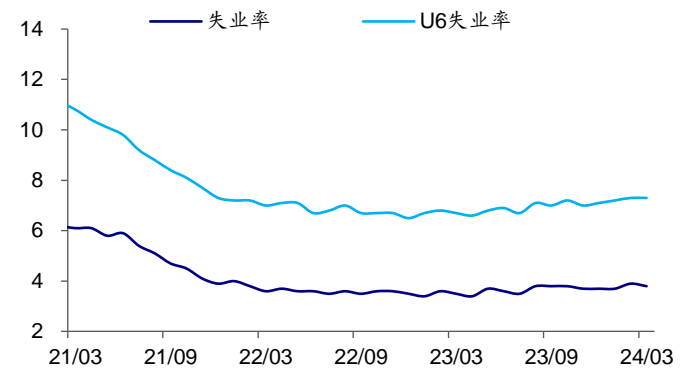
失业率小幅回落。3月美国失业率为3.8%，较2月回落0.1个百分点，这一定程度上或与劳动力参与率回升有关。3月劳动力参与率回升至62.7%，为2023年11月以来高点；就业率也回升到60.3%。（详见《就业仍然偏稳——2024年3月美国非农数据点评》）

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（%）

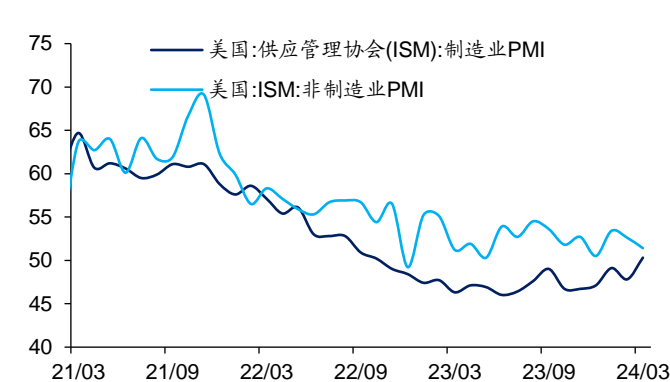


资料来源：Wind，海通证券研究所

制造业景气度明显回升。3月美国ISM制造业PMI较2月回升2.5至50.3，明显超出市场预期的48.3，并且为2022年11月以来首次升至荣枯线之上。具体来看，产出与新订单分项均回升至荣枯线之上，其中产出分项由2月的48.4回升至54.6，改善幅度最为明显。此外，物价指数较2月也有显著回升。

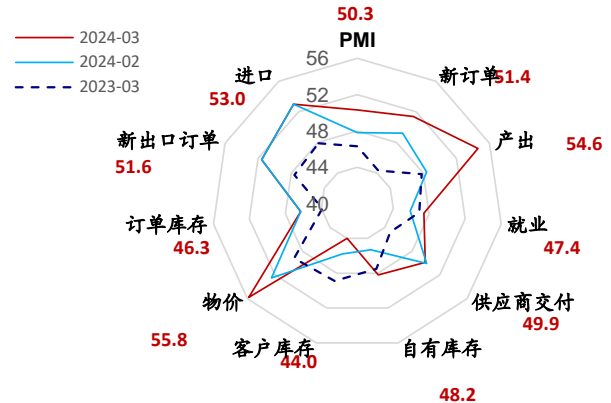
非制造业景气度略有回落。3月美国ISM非制造业PMI较前值回落1.2至51.4，低于市场预期的52.8，但仍处于荣枯线之上。其中，订单库存、物价指数与供应商交付分项下滑明显，就业指数仍处于萎缩区间。

图3 美国ISM制造业及服务业PMI



资料来源：Wind，海通证券研究所

图4 美国ISM制造业PMI分项



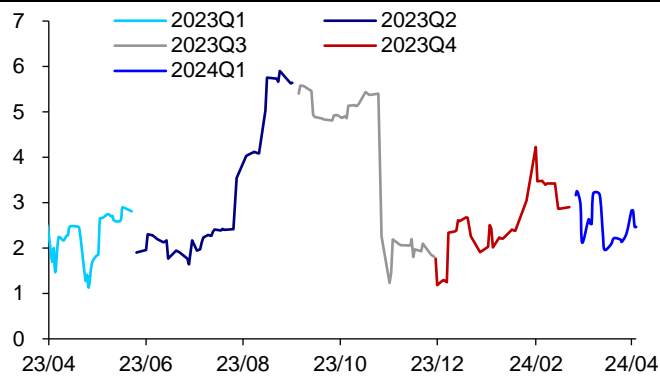
资料来源：Wind，海通证券研究所

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，3月27日当周美国零售和食品支出规模虽较前期有所回落，但仍处于高

位，且明显高于疫情前水平，或反映出短期美国消费仍暂时稳定。

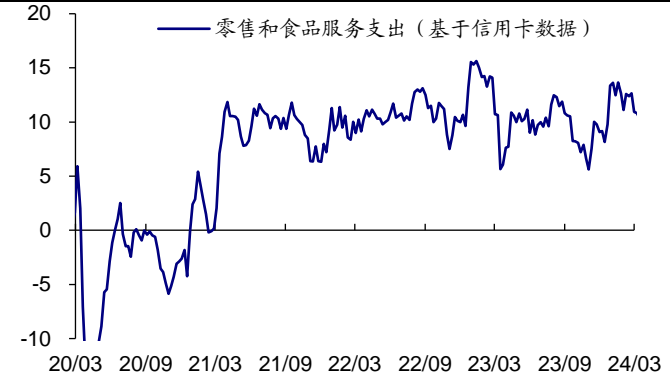
此外，截至4月4日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对美国1季度GDP环比折年率的估计为2.5%，较一周前（3月29日）回升0.1个百分点。

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%）

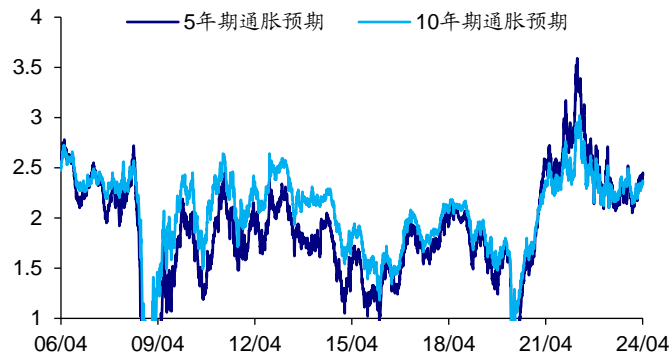


资料来源：BEA，海通证券研究所，截至3月27日

市场仍预期大概率6月降息。截至4月5日，市场仍预期美联储大概率降息时点维持在6月，但概率已回落至50%左右。年内预期降息次数维持在3次。

美债收益率回升至4.39%。截至4月5日，美国10年期国债名义收益率为4.39%，较上一周回升19BP，或受非农数据仍较稳定以及美联储官员密集鹰派发言影响。其中，10年期美债实际收益率为2.02%，较上周回升14BP，10年期通胀预期较上一周增长5BP至2.37%。

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

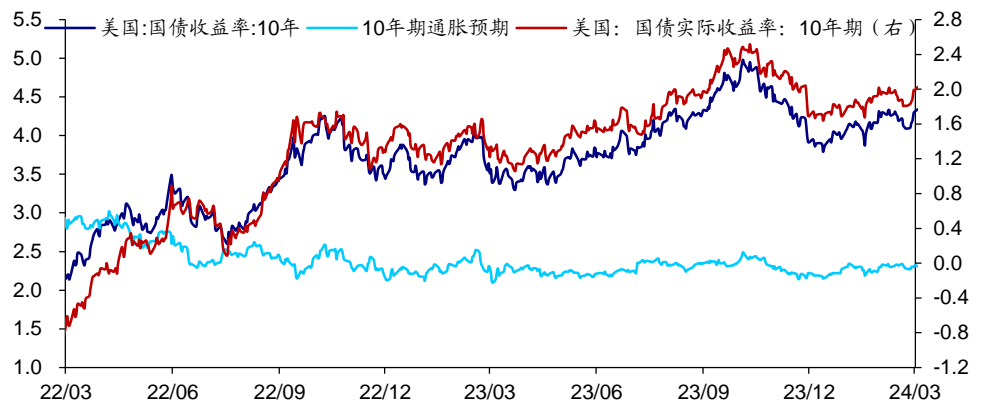
图8 市场预测美联储降息概率（%）

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
2024/5/1				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	95.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	50.8%	46.8%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	22.4%	49.1%	27.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	15.1%	40.1%	34.8%	9.3%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.6%	23.7%	38.3%	26.0%	6.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.1%	3.8%	17.5%	33.2%	30.3%	13.0%	2.1%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.7%	9.5%	24.1%	32.0%	23.0%	8.4%	1.2%
2025/3/19	0.0%	0.9%	5.8%	17.2%	28.3%	27.2%	15.3%	4.6%	0.6%
2025/4/30	0.4%	2.7%	10.1%	21.3%	27.9%	22.8%	11.3%	3.1%	0.4%

资料来源：CME，海通证券研究所，截至4月5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	
	折年季调环比%				3.4			4.9			2.1			2.2	
生产	工业总产值		-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		0.5	-0.4	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		4.1	4.6	6.9	7.0	6.9	7.4	7.6	7.9	8.7	9.1	9.2	9.0	
	折年季调同比%		4.9	4.5	6.0	5.6	5.1	5.5	5.4	5.9	5.3	5.9	6.1	6.3	
	个人实际消费支出		0.8	-0.4	4.2	2.6	1.3	3.1	2.0	1.6	0.4	1.0	0.2	0.9	
	零售销售额		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	零售/食品服务销售额		5.9	2.3	2.7	4.6	16.1	23.1	2.5	34.1	21.3	11.6	11.1	-9.5	
	新房销售		-3.3	-1.7	-3.7	-5.1	-13.3	-15.0	-15.5	-17.0	-19.9	-21.7	-24.2	-23.6	
	成屋销售		5.9	2.5	15.4	6.0	-3.9	-7.3	-13.3	5.8	-9.2	2.6	-25.2	-19.4	
	新房开工			6.6	6.2	5.4	4.9	4.0	2.2	0.2	-1.2	-1.7	-1.6	-1.0	
就业	标普/CS 房价指数		30.3	27.0	25.6	29.0	18.2	16.5	24.6	21.0	18.4	24.0	30.3	27.8	14.6
	新增非农就业人数	季调/万人	3.8	3.9	3.7	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.5	3.6	3.7	3.4	3.5
	失业率	季调%	7.3	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	U6 失业率		3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	3.7	3.7	3.7	3.2	3.0	4.0	4.9	5.0
	CPI	同比%	3.8	3.9	3.9	4.0	4.0	4.0	4.1	4.3	4.7	4.8	5.3	5.5	5.6
	核心 CPI	同比%	2.5	2.4	2.6	2.7	2.9	2.9	3.4	3.3	3.3	3.2	4.0	4.4	4.4
	PCE	同比%	2.8	2.9	2.9	2.9	3.2	3.4	3.6	3.7	4.2	4.3	4.7	4.8	4.8
景气指数	核心 PCE	同比%	2.9	3.0	2.9	3.1	4.5	4.2	3.2	3.5	3.4	3.3	4.2	4.7	3.6
	密歇根1年通胀预期	同比%	50.3	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 制造业 PMI		51.4	52.6	53.4	50.5	52.7	51.8	53.6	54.5	52.7	53.9	50.3	51.9	51.2
	ISM 非制造业 PMI		51.9	52.2	50.7	47.9	49.4	50.0	49.8	47.9	49.0	46.3	48.4	50.2	49.2
	Market 制造业 PMI	季调	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
	Sentix 投资信心指数		79.4	76.9	79.0	69.7	61.3	63.8	67.9	69.5	71.6	64.4	59.2	63.5	62.0
密歇根消费者信心指数															

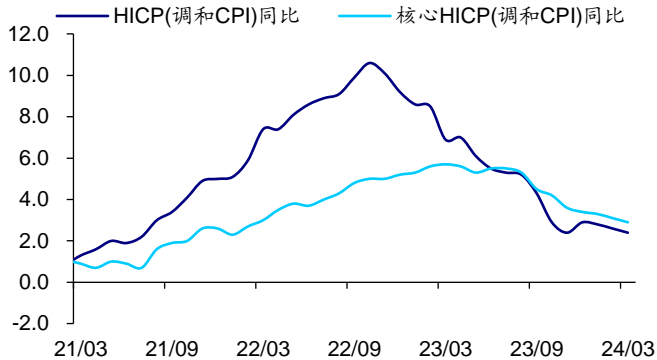
资料来源：WIND，海通证券研究所，黑框为上周更新数据

2. 欧洲：通胀继续降温

通胀继续回落。3月欧元区 HICP 同比增速较 2 月回落 0.2 个百分点至 2.4%，低于市场预期的 2.5%。核心 HICP 同比回落 0.2 个百分点至 2.9%，同样低于市场所预期的 3.0%。

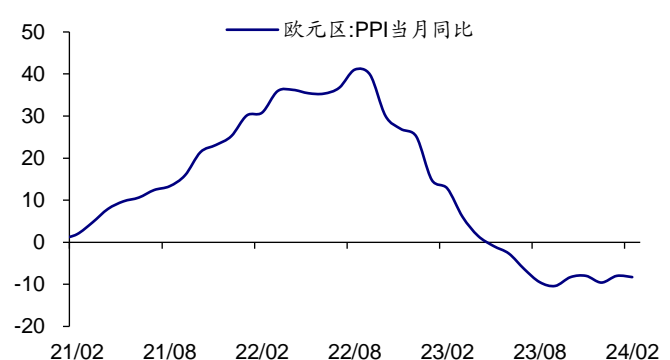
PPI 增速仍处低位。2 月欧元区 PPI 同比为-8.3%，较 1 月下降 0.3 个百分点，略高于市场预期的-8.5%。环比增速为-1%，为 2023 年 5 月以来最大环比降幅。**整体来看，欧元区通胀呈持续回落趋势，已逐渐接近其 2% 的通胀目标，或为欧央行降息提供了信心。**

图11 欧元区 HICP 和核心 HICP 同比 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 欧元区 19 国 PPI 当月同比 (%)

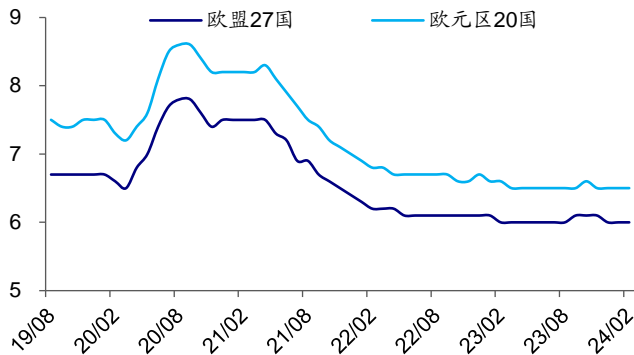


资料来源：Wind，海通证券研究所

就业市场维持稳健。2 月欧元区 20 国失业率为 6.5%，欧盟 27 国失业率为 6.0%，均与 1 月持平。总体来看，欧元区失业率仍处于历史低位，就业市场保持稳定。

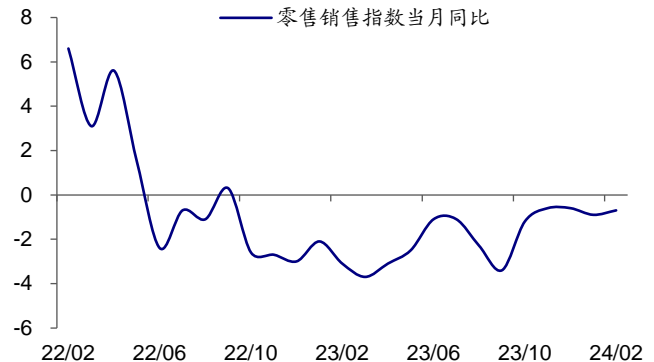
零售增速仍偏弱。2 月欧元区 19 国零售销售指数同比增速-0.7%，虽较 1 月小幅回升 0.2 个百分点，但已连续 17 个月处于负增长区间，**消费整体表现仍偏弱。**

图13 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14 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

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
	粗钢产量(欧盟) 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
消费	零售销售指数 同比%		-0.7	-0.9	-0.6	-0.6	-1.2	-3.4	-2.3	-1.1	-1.1	-2.5	-3.1	-3.7
就业	失业率 季调%		6.0	6.4	6.4	6.4	6.5	6.5	6.4	6.4	6.4	6.5	6.5	6.5
通胀	HICP 同比%	2.4	2.6	2.8	2.9	2.4	2.9	4.3	5.2	5.3	5.5	6.1	7.0	6.9
	核心 HICP 同比%	2.9	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%		-8.3	-8.0	-9.6	-8.0	-8.3	-10.4	-9.5	-6.4	-2.7	-0.9	1.5	6.0
景气指数	制造业 PMI	46.1	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	51.5	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	-16.9	-17.9	-17.7	-16.0	-15.2	-16.1	-17.4	-17.5	-19.1
	经济景气指数 季调	96.3	95.5	96.1	96.5	94.2	93.9	93.9	94.0	94.8	95.7	96.7	98.9	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: 美联储仍偏鹰

美联储官员密集发表鹰派观点。在降息时点方面, 美联储多位官员强调降息仍为时过早。美联储主席鲍威尔表示, 需在通胀方面看到更大进展之后才会考虑降息。美联储理事鲍曼指出, 美国通胀回落已经陷入停滞, 直至通胀重现回落之前, 降息都不会是令人感到满意的行动。达拉斯联储主席洛根也认为, 通胀回落进程仍存在较大风险, 美国生产率可能进入强劲增长时期, 担心货币政策没有预期中那么有限制性, 美联储不急于立即降息。美国克利夫兰联储主席梅斯特认为, 在今年晚些时候降息是适宜的, 美联储并不能在 5 月之前获得足够的信息支持降息。美国亚特兰大联储主席博斯蒂克表示, 第四季度降息可能是合适的, 如果通胀进展缓慢, 将需要更有耐心。

在降息次数方面, 美联储票委戴利强调, 年内降息三次是不错的预期, 但若通胀粘性增强, 美联储可能会减少降息次数。美联储理事 Kugler 同样表示, 今年在一定程度上降息可能是适宜的, 预计将在避免大范围经济减速的同时实现更多的通胀回落。不过, 明尼阿波利斯联储主席卡什卡利表示, 如果通胀进展停滞, 美联储今年可能并不会降息。

欧央行或在 6 月降息。欧央行管委 Holzmann 表示, 若有更充足的通胀数据显示降息环境良好, 原则上并不反对在 6 月份实施宽松政策。欧央行管委兼西班牙央行行长 De Cos 同样表示, 今年 6 月可以首次降息。欧央行会议纪要显示, 欧央行官员一致认为欧元区通胀正朝着 2% 的目标前进, 尽管等待新数据是明智之举, 但目前支撑降息的理由正在增强。

日央行货币政策仍需观望。日本央行行长植田和男表示, 目前需要在实现通胀目标方面看到更多确定性的进度, 利率决定将取决于通胀的变动, “春斗”之后的薪资上涨将推高通胀。并且, 日本央行债券持有规模将在一段时间内保持稳定。

此外, 植田和男强调, **日元的疲软可能会成为日央行加息的另一个因素**, 若汇率变动对工资和物价增长的良性循环产生了不可忽视的影响, 日央行将做出相应的政策调整, 并且不排除任何干预外汇市场的行动选项。

智利央行降息 75BP。智利央行下调基准利率 75 个基点至 6.5%, 符合市场预期。

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。