



宏观研究

宏观周报

证券研究报告

2024年5月19日

## 相关研究

《出口表现出色：数量贡献较大——  
2024年4月外贸数据点评》2024.5.10  
《“五一”消费成色如何？——国内高频  
指标跟踪（2024年第16期）》2024.5.6  
《美国景气走弱——海外经济政策跟踪》  
2024.5.6

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

## 美国加征关税影响几何？

## ——海外经济政策跟踪

## 投资要点:

- 经济:** 美国方面, 5月14日, 美国宣布对中国180亿美元商品加征额外关税, 但对我国出口影响或相对有限。美国供需两端均有所走弱, 需求端, 4月零售增速同比回落, CPI同比下行, 通胀有所缓解; 已开工的新建私人住宅同比增速回升; 生产端, 4月工业总产值同比增速再次回落负值区间。工业产能利用率和制造业产能利用率均小幅下降。
- 降息预期维持稳定。** 截至5月17日, 市场预期美联储大概率降息时点维持在9月, 年内预期降息次数维持在2次, 全年降息幅度为50BP。10年期美债收益率回落至4.42%, 主因实际利率下行。
- 欧洲方面,** 3月欧元区19国工业生产指数同比回升, 但仍处于负值区间。2024年1季度欧元区19国就业人数同比增速持续回落。
- 政策:** 美联储多位官员表示需要在更长时间内维持高利率, 来评估通胀是否能回落到2%目标水平, 但进一步加息概率或不大。欧洲央行或于6月降息, 但未对6月后降息路径做出承诺。阿根廷央行降息1000BP。
- 风险提示:** 海外货币政策调整超预期



## 目 录

1. 美国：加征关税影响几何？ .....	4
2. 欧洲：生产有所恢复.....	7
3. 政策：美联储降息仍需等待.....	8



## 图目录

图 1 美国 180 亿加征关税涉及商品具体情况 .....	4
图 2 美国零售和食品服务销售额同比增速 (%) .....	4
图 3 零售分项对环比拉动 (百分点) .....	4
图 4 美国 CPI 同比和核心 CPI 同比 (%) .....	5
图 5 美国 PPI 同比和核心 PPI 同比 (%) .....	5
图 6 美国:30 年期抵押贷款固定利率 (%) .....	5
图 7 美国已开工的新建私人住宅同比 (%) .....	5
图 8 工业总产值季调同比及环比 (%) .....	6
图 9 美国工业产能利用率和制造业产能利用率 (%) .....	6
图 10 美国 5 年期和 10 年期通胀预期 (%) .....	6
图 11 市场预期美联储降息概率 (%) .....	6
图 12 纽约联储每周经济 WEI 指数 (%) .....	6
图 13 美国 10 年期国债收益率分解 (%) .....	7
图 14 欧元区 19 国工业生产指数同比 (%) .....	8
图 15 欧元区就业人数同比 (%) .....	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：加征关税影响几何？

5月14日，美国宣布对中国180亿美元商品加征额外关税，涉及电动汽车、锂电池、半导体、医疗用品等商品。我们认为，本轮加征关税影响或相对有限。一方面，从加征关税的总金额来看，本轮涉及商品规模与之前几轮相比相对较小，仅占我国总出口的0.5%和我国对美出口的3.6%左右。

另一方面，重点征税商品对美出口占比较低。电动汽车关税加征幅度最大，由25%提升至100%，但对美出口仅占我国电动汽车总出口的1%，影响有限。同样，半导体、太阳能电池对美出口体量也较低。锂离子电池对美出口占比较大，达21%左右。不过其中非电动汽车锂电池关税加征时间相对靠后，为2026年。

图1 美国180亿美元加征关税涉及商品具体情况

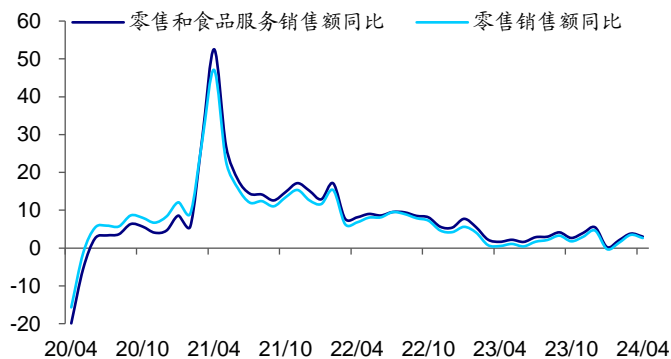
分类	商品	加征时间	原加征关税	现加征关税	对美出口占我国该类商品出口比重
金属产品	钢铁和铝	2024	0-7.5%	25%	9%
科技相关	半导体	2025	25%	50%	2%
“新三样”	电动汽车	2024	25%	100%	1%
	电动汽车锂离子电池	2024	7.50%	25%	21%
	非电动汽车锂离子电池	2026	7.50%	25%	
	电池零部件	2024	7.50%	25%	20%
	太阳能电池	2024	25%	50%	0%
关键矿产	天然石墨和永磁体	2026	0%	25%	14%
	某些其他关键矿产	2024	0%	25%	/
机械	船岸起重机	2024	0%	25%	9%
医疗产品	注射器和针头	2024	0%	50%	9%
	个人防护装备 (PPE), 包括某些呼吸器和口罩	2024	0-7.5%	25%	8%
	橡胶医用和手术手套	2026	7.50%	25%	8%

资料来源：美国白宫，海关总署，海通证券研究所，注：比重数据测算时间截至2023年底。部分商品因尚未明确具体加征关税商品细节，因此使用相关大类科目出口占比进行近似替代。

**零售增速有所回落。**4月美国零售和食品服务销售额同比增速为3.0%，较3月回落0.8个百分点。其中，零售销售额同比增速回落0.8个百分点至2.7%，环比增速回落0.7个百分点至0%，低于市场预期的0.4%。

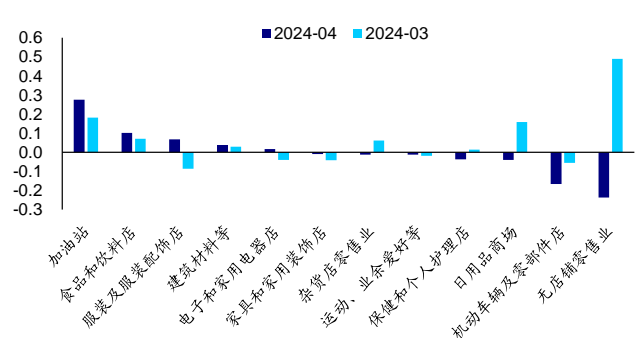
具体来看，加油站环比增速达3.1%，对零售环比增速的拉动最为明显（0.3个百分点），食品和饮料店、服装及服装配饰店、建筑材料等对环比增速的贡献也相对显著。相比之下，机动车辆和零部件店和无店铺零售业对零售环比增速明显拖累。

图2 美国零售和食品服务销售额同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 零售分项对环比拉动 (百分点)

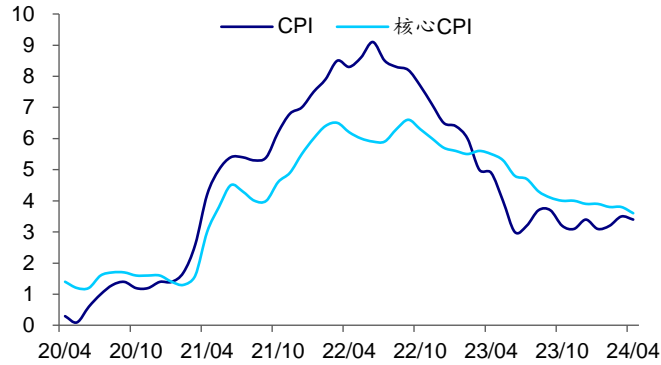


资料来源：Wind，海通证券研究所

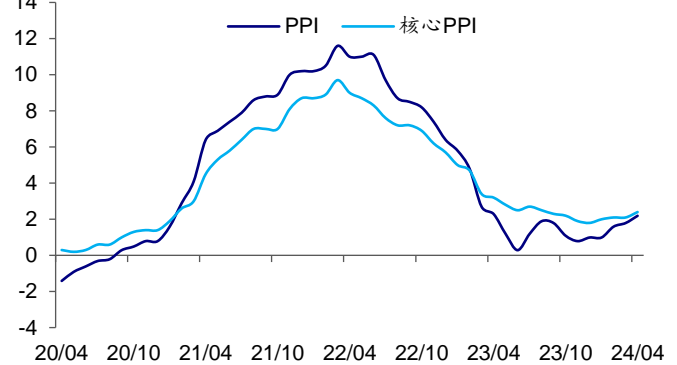
**通胀有所缓解。**4月美国CPI同比为3.4%，季调环比为0.3%，均较3月下行0.1个百分点。核心CPI同比为3.6%，为2021年4月以来低点。核心CPI季调环比为0.3%，也较3月下行0.1个百分点。具体来看，4月通胀缓解主要与核心商品通胀缓解有关，尤其二手车价格同比跌幅扩大，对通胀回落贡献较大。核心服务通胀放缓则更多来自于租金外通胀。

总的来说，美国通胀略有缓解，但核心通胀仍处于相对高位，离美联储目标尚远。考虑到租金通胀下行放缓，我们认为，年内核心通胀或仍处于较高位置。（详见《通胀略有缓解，降息预期稳定——美国 2024 年 4 月物价数据点评》）

**PPI 环比增速超预期回升。**4 月美国 PPI 同比增速较 3 月回升 0.4 个百分点至 2.2%，核心 PPI 同比增速回升 0.3 个百分点至 2.4%，环比回升 0.3 个百分点至 0.5%，超出市场预期的 0.2%。

**图4 美国 CPI 同比和核心 CPI 同比 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

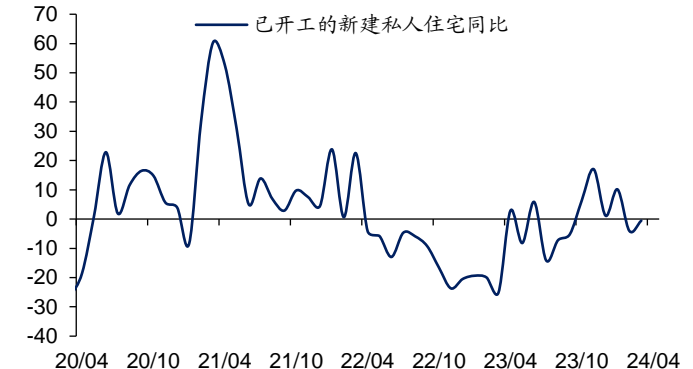
**图5 美国 PPI 同比和核心 PPI 同比 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**新建私人住宅同比增速有所回升。**4 月美国已开工新建私人住宅同比相较 3 月增长 3.5 个百分点至-0.6%，仍处于负值区间。在美联储政策利率仍维持高位的影响下，房地产供需两端或仍将受到压制。

**图6 美国:30 年期抵押贷款固定利率 (%)**

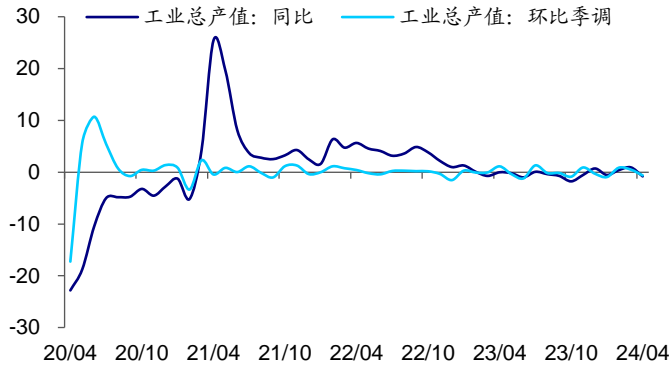

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图7 美国已开工的新建私人住宅同比 (%)**


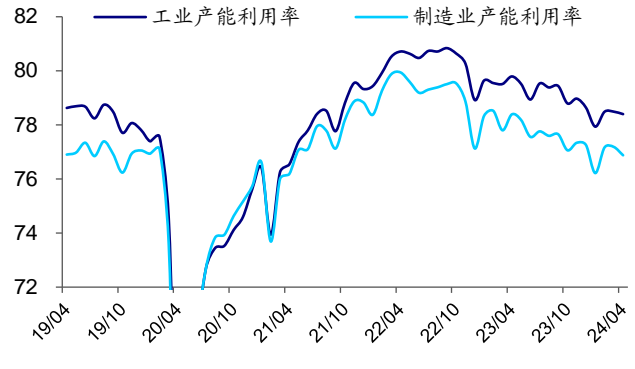
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**工业产值同比降至负值区间。**4 月美国工业总产值同比增速较 3 月明显回落 1.7 个百分点至-0.8%，环比季调增速回落 1.1 个百分点至-0.6%。

**产能利用率小幅回落。**4 月美国工业产能利用率较 3 月回落 0.1 个百分点至 78.4%，制造业产能利用率回落 0.3 个百分点至 76.9%，低于疫情前水平（2019 年 12 月制造业产能利用率为 77.1%）。

**图8 工业总产值季调同比及环比 (%)**


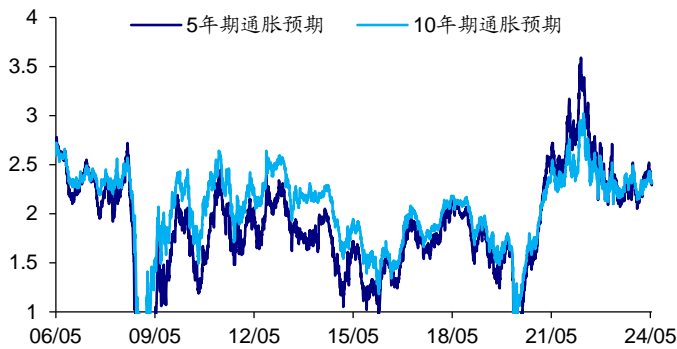
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图9 美国工业产能利用率和制造业产能利用率 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**降息预期维持稳定。**截至5月17日,市场预期美联储大概率降息时点仍维持在9月,年内预期降息次数维持在2次,全年降息幅度为50BP。

**美债收益率回落至4.42%。**截至5月17日,10年期美债名义收益率为4.42%,较上一周回落8BP。其中,10年期美债实际收益率为2.10%,较上周回落6BP,10年期通胀预期较上一周回落2BP至2.32%。

**图10 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

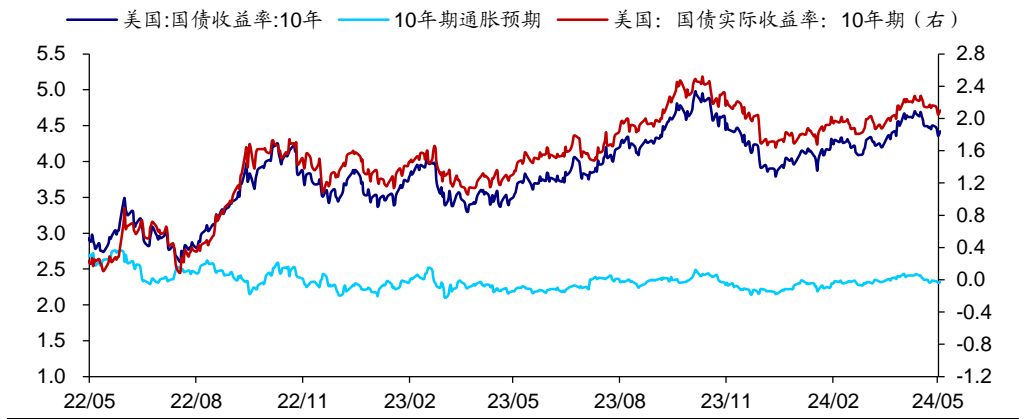
**图11 市场预测美联储降息概率 (%)**

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%	91.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	27.6%	70.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	14.8%	49.0%	35.2%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	5.9%	26.8%	44.1%	22.8%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.2%	3.4%	17.4%	36.3%	32.4%	10.3%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.5%	9.0%	24.9%	34.8%	23.6%	6.2%
2025/3/19	0.0%	0.8%	5.6%	17.7%	30.3%	28.7%	14.1%	2.8%
2025/4/30	0.4%	2.7%	10.3%	22.7%	29.7%	22.9%	9.6%	1.7%

资料来源: CME, 海通证券研究所, 截至5月17日

**图12 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13 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**

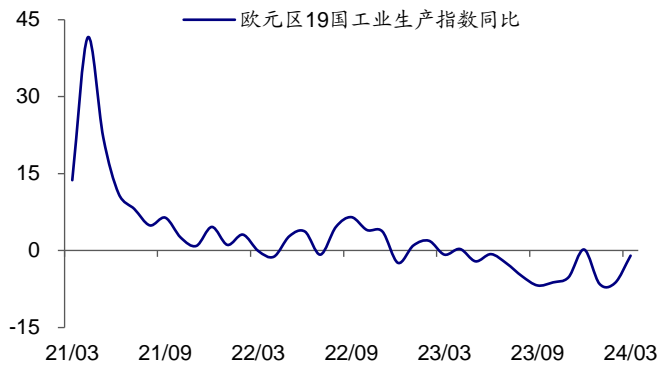
指标	单位	24/05	24/04	24/03	24/02	24/01	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05
GDP	实际 GDP			3.0			3.1			2.9			2.4	
	实际 GDP			1.6			3.4			4.9			2.1	
生产	工业总产值		-0.8	0.9	0.4	-0.5	0.7	-0.5	-1.8	-0.7	-0.4	0.1	-1.0	-0.2
	制造业新订单			1.0	0.3	-0.3	0.9	2.1	0.0	1.5	0.4	0.4	1.1	2.0
	工业产能利用率	%	78.4	78.5	78.5	77.9	78.6	79.0	78.8	79.4	79.4	79.5	78.9	79.5
消费	个人实际可支配收入			4.1	4.2	4.6	6.9	7.0	6.9	7.4	7.6	7.9	8.7	9.1
	个人实际消费支出			5.8	4.9	4.4	6.0	5.6	5.1	5.5	5.4	5.9	5.3	5.9
	零售销售额		2.7	3.5	1.4	-0.3	4.6	3.0	1.8	3.3	2.2	1.7	0.5	1.1
	零售/食品服务销售额		3.0	3.8	2.1	0.3	5.5	4.0	2.7	4.2	3.0	2.9	1.6	2.2
地产	新房销售			8.3	1.9	3.4	2.8	4.6	16.1	23.1	2.5	34.1	21.3	11.6
	成屋销售			-3.7	-3.3	-1.7	-3.7	-5.1	-13.3	-15.0	-15.5	-17.0	-19.9	-21.7
	新房开工		-0.6	-4.1	10.1	1.1	17.0	6.3	-5.2	-7.3	-14.1	5.8	-8.2	2.8
	标普/CS 房价指数	同比% (20 城)				7.3	6.6	6.1	5.4	4.9	4.0	2.2	0.2	-1.2
就业	新增非农就业人数		17.5	31.5	23.6	25.6	29.0	18.2	16.5	24.6	21.0	18.4	24.0	30.3
	失业率		3.9	3.8	3.9	3.7	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.5	3.6	3.7
	U6 失业率		7.4	7.3	7.3	7.2	7.1	7.0	7.2	7.0	7.1	6.7	6.9	6.8
通胀	CPI	同比%	3.4	3.5	3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	3.0	4.0
	核心 CPI	同比%	3.6	3.8	3.8	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1	4.3	4.7	4.8	5.3
	PCE	同比%		2.7	2.5	2.5	2.6	2.7	2.9	3.4	3.3	3.3	3.2	4.0
	核心 PCE	同比%		2.8	2.8	2.9	2.9	3.2	3.4	3.6	3.7	4.2	4.3	4.7
	密歇根 1 年通胀预期	同比%	3.5	3.2	2.9	3.0	2.9	3.1	4.5	4.2	3.2	3.5	3.4	3.3
景气指数	ISM 制造业 PMI		49.2	50.3	47.8	49.1	47.1	46.7	46.7	49.0	47.6	46.4	46.0	46.9
	ISM 非制造业 PMI		48.4	49.4	51.4	52.6	53.4	50.5	52.7	51.8	53.6	54.5	52.7	53.9
	Market 制造业 PMI	季调	50.0	51.9	52.2	50.7	47.9	49.4	50.0	49.8	47.9	49.0	46.3	48.4
	Sentix 投资信心指数		16.3	18.9	16.9	12.1	6.2	5.6	5.0	0.8	2.2	5.1	-3.7	-3.7
	密歇根消费者信心指数		67.4	77.2	79.4	76.9	79.0	69.7	61.3	63.8	67.9	69.5	71.6	64.4

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

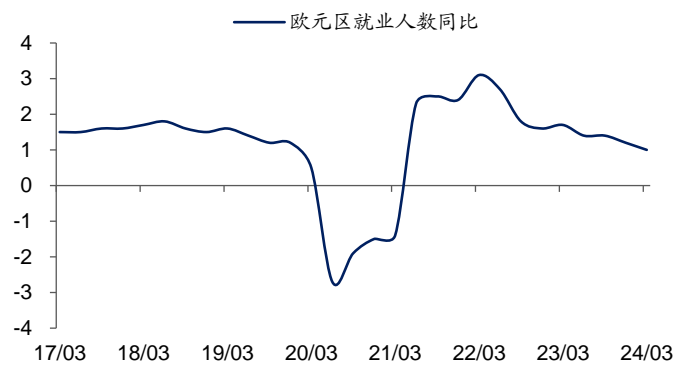
## 2. 欧洲: 生产有所恢复

**工业生产同比回升。**3 月欧元区 19 国工业生产指数同比增速为-1.0%，较 2 月回升 5.3 个百分点，略高于市场预期的-1.3%，但仍处于负区间；环比增速为 0.6%，同样好于市场预期的 0.4%。

**就业人数增速持续回落。**2024 年 1 季度欧元区 19 国就业人数同比增速由 2023 年四季度的 1.2%回落至 1%，已低于疫情前水平（2019 年四季度为 1.2%）。不过，环比增速维持在 0.3%。

**图14 欧元区 19 国工业生产指数同比 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图15 欧元区就业人数同比 (%)**


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	24/05	24/04	24/03	24/02	24/01	23/12	23/11	23/10	23/09	23/08	23/07	23/06	23/05	
GDP	实际 GDP			0.4			0.1			0.1			0.6		
	实际 GDP			折年季调环比%	1.3		-0.2			-0.2			0.6		
生产	工业生产指数			-1.0	-6.3	-6.5	0.2	-5.2	-6.2	-6.8	-5.0	-2.5	-0.7	-2.1	
	制造业产能利用率			78.8			79.6			80.5			81.3		
	粗钢产量 (欧盟)			-2.5	1.0	-1.0	-1.1	1.0	-6.2	-0.9	-6.2	-12.0	-10.2	-10.1	
消费	零售销售指数			0.7	-0.5	-0.7	-0.6	-0.6	-1.2	-3.4	-2.3	-1.1	-1.2	-2.5	
就业	失业率			6.0	6.1	6.4	6.4	6.4	6.5	6.5	6.4	6.4	6.4	6.5	
通胀	HICP		2.4	2.4	2.6	2.8	2.9	2.4	2.9	4.3	5.2	5.3	5.5	6.1	
	核心 HICP		2.7	2.9	3.1	3.3	3.4	3.6	4.2	4.5	5.3	5.5	5.5	5.3	
	PPI			-7.8	-8.5	-8.1	-9.6	-8.1	-8.3	-10.4	-9.5	-6.4	-2.8	-1.0	
景气指数	制造业 PMI		45.7	46.1	46.5	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	
	服务业 PMI		53.3	51.5	50.2	48.4	48.8	48.7	47.8	48.7	47.9	50.9	52.0	55.1	
	消费者信心指数		-16.9	-15.9	-14.9	-15.5	-16.1	-15.1	-16.9	-17.9	-17.7	-16.0	-15.2	-16.1	-17.4
	经济景气指数	季调		95.6	96.2	95.4	96.0	96.4	94.2	93.9	94.0	94.0	94.8	95.7	96.7
	Sentix 投资信心指数		-3.6	-5.9	-10.5	-12.9	-15.8	-16.8	-18.6	-21.9	-21.5	-18.9	-22.5	-17.0	-13.1

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 黑框为上周更新数据

### 3. 政策: 美联储降息仍需等待

**美联储降息或仍需等待。**美联储主席鲍威尔表示, 美国经济最近表现较好, 劳动力市场逐步回归至更加平衡的状态, 限制性的政策利率或将需要更长时间才能发挥作用, 美联储按兵不动的可能性更高。明尼阿波利斯联储主席卡什卡利表示, 美国住房市场的韧性超出其预期, 美联储决定是否降息还需要更长时间。

美联储副主席杰斐逊认为, 出于对通胀下降势头减弱的担忧, 将政策利率维持在紧缩区间是合适的。克利夫兰联储主席梅斯特表示, 美国短期通胀预期已经上升, 美联储需要在更长的时期内维持高政策利率, 以评估数据。里士满联储主席巴尔金同样表示, 限制性的政策利率水平仍需维持一段时间, 服务和住房领域仍然存在通胀问题, 还需进一步打压需求端, 以便让通胀回落至 2%。亚特兰大联储主席博斯蒂克也指出, 美联储必须保持耐性和警惕, 到年底那段时间降息可能是适宜的。

**美联储进一步加息概率或不大。**美国克利夫兰联储主席梅斯特认为, 现在尚不能做出通胀进展逆转的定论, 并不支持美联储进一步加息。美国纽约联储主席威廉姆斯同样认为, 4 月通胀数据反映出通胀压力正在放缓, 货币政策的限制性正在积极发挥作用, 目前没有进一步收紧货币政策的需要。不过, 美联储理事鲍曼表示, 如果美国通胀进展停滞或反转, 愿意支持美联储加息。

**欧央行或 6 月降息。**欧洲央行管委 Villeroy 表示, 欧元区正在逐步摆脱通胀危机, 欧央行很有可能在 6 月开始降息, 6 月之后欧央行的降息安排将逐次会议决定, 希望能够在明年将通胀率从目前的 2.4% 降至 2% 的目标。欧洲央行管委 Kazaks 同样认为, 欧洲央行可能在 6 月份降息, 并对目前的市场定价感到满意。欧央行管委 Knot 也表示, 欧洲通胀的粘性或比美国更低, 对欧元区通胀朝着目标 2% 回落的信心越来越高, 6 月首次降



息或将是欧央行不错的窗口期。

不过，部分官员仍持谨慎态度，欧央行管委 Holzmann 认为，过早降息可能重新引燃通胀，在降息之前，欧央行必须确保 CPI 仍处于持续回落的目标路径上。欧央行执行委员会成员 Isabel Schnabel 表示，虽然 6 月降息可能是合适的，但 7 月不应该连续降息。虽然通胀率正在朝着 2% 的目标回落，但仍存在较大的不确定性，目前不能预先对任何特定利率路径做出承诺。

**阿根廷央行降息 1000BP。**阿根廷央行下调基准利率 1000 个基点至 40%，借贷成本已经从 2023 年 12 月 133% 的高位回落。

**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。