

宏观动态报告

2023年5月31日

变化的预期：6月是否再加息、美国债务问题、欧元区制造业趋弱与日股的上行

——2023年5月全球经济月报

核心内容：

美国 - FOMC 意见分歧，但目前 6 月暂停加息转而观察的概率依然较高：美联储的“前三把手”，即主席鲍威尔、新提名的副主席杰弗逊以及纽约联储主席威廉姆斯三更倾向于 6 月份暂停加息以观察货币政策和银行业问题滞后的影响。11 位现任票委中大多同意 6 月份公布的 5 月经济数据将决定是否进一步加息，明确支持 6、7 月加息的势力并不壮大，而市场在较快调整中计入了相关预期。美国经济虽然不会深度收缩，但依然难以逃逸浅衰退。在就业数据进一步明朗前，美国 2023 年末至 2024 年初衰退并引发首次降息还是基准假设；不过，美国 GDP 和 PCED 数据的上修所反映的经济韧性在降低 2023 年内降息的概率，而金融稳定尚未构成问题，需要保持观察。**美联储对 6 月 SEP 中的失业率是否做出调整：如果失业率预期被大幅下调，那么美联储年内降息的概率将相对渺茫，除非银行业问题对金融稳定冲击超预期；而如果美联储坚持目前的失业率，那么年末弱衰退则继续是其基准假设。**

美国 - 贝弗里奇曲线框架下失业率何时上行：研究显示贝弗里奇曲线历史上的下移都伴随着失业率的上升，这似乎暗示美国至少会面临一场温和衰退，难以完全“不着陆”。另一方面，贝弗里奇曲线下移对失业率影响的历史路径不能直接外推，**在职位空缺率从历史高点回落时，就业的牺牲可能相对较小，失业率不会大幅抬升。**以目前的数据来看，贝弗里奇曲线近期从最高位的下降暂没有显著抬升失业率。当然，这并不意味着贝弗里奇曲线下移的过程中失业率可以继续保持历史低位，**但在职位空缺率回到相对正常（5%以下）的水平前，失业率可能确实难以明显抬升，导致衰退判定。**最后，需要注意的是失业率从底部抬升的斜率非常陡峭，二战以来的 12 次衰退前失业率在 8 个月内均上行超过 1%，这意味着在目前失业率在 3.4%-3.6%徘徊时，**美联储对失业率 2023 年底达到 4.5%左右的预测仍是可能的。**

美国 - 债务上限问题：X-date 在哪天？新法案不通过的话美债会违约吗？“X-date”即美国财政部将现金储备消耗完毕，无法完成其应支付的全部金融义务的时日。**X-date 到来也不意味着美国国债一定违约，**美联储也承认如果必要区分财政部支付义务的紧迫性，国债本息偿付将是最优先的。除此之外，还有其他潜在的阻止违约方式，但最可能方法仍然是优先支付国债本息，如此难以为继后由美联储干预。**各方对 X-date 的预测：**(1) 财政部长耶伦：最新预测为 6 月 5 日；(2) 高盛：6 月 8-9 日；(3) 穆迪：可能为 6 月 8 日，但 6 月 15 日对国债本息偿还问题不大，不存在短期违约风险；(4) 其他预测：6 月 2 日接近危险水平，6 月 8-9 日基本为零。5 月 28 日，拜登已经与众议长麦卡锡达成初步对提高债务上限和政府预算达成一致，新法案将暂停债务上限至 2025 年 1 月 1 日。法案将在 6 月前于众议院进行投票，乐观情况下将在拜登任内解决债务上限问题。**新发债务将恶化银行流动性：**美国财政部在央行存款 (TGA) 因为债务上限难以达成的消耗下几乎耗尽，财政部势必在问题解决后大量发行国债来补充现金。财政部 2023 二季度计划在当年 9 月使 TGA 回升至 6000 亿美元的规模，这意味着在货币基金没有动力离开 RRP 账户前，私人部门购买高息国债置换低息存款的行为将继续大量消耗银行准备金

欧元区 - 缩表加力，制造业下行反映弱恢复预期受阻：欧央行 6 月份加息 25BP 悬念不大，7 月份是否继续加息还需对通胀和经济增长保持观察，**但概率不低。**在南欧国家国债收益率已处高位、缩表加力、名义 CPI 开始回落的情况下，欧央行的加息仍有望在夏季结束。5

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

研究助理：于金潼

主要风险：主要经济体情况超预期恶化的风险、大规模流动性危机的风险、美国意外主权债务违约的风险

月会议宣布扩大量化紧缩的规模，也即下半年 QT 每月平均缩减 250 亿欧元，比现计划增加 100 亿欧元/月。我们理解 QT 的扩大不仅是保持紧缩的信号，也可以理解为加息的辅助工具，这会降低欧央行在三季度后继续加息的必要，欧央行的加息进程的尾声也开始若隐若现。3 月会议时，欧央行判断欧元区艰难复苏的路径，这种弱恢复更多是由服务业需求带动，德国一季度 GDP 的下修和多国制造业 PMI 的近况显示经济中的非服务部分可能拖累弱复苏的预期。尽管欧元区在服务业韧性的支撑下仍有较高概率避免出现衰退，但制造业疲弱的表现值得警惕。制造业的低位徘徊一方面可能导致欧洲经济恢复逊于预期，另一方面也是阻止欧央行更加鹰派的理由，这依旧支持欧央行短期更鹰，但加息可能在夏季停止的判断。

日本 - 超宽松维持，经济改善幅度偏弱，外资流入推升股市的持续性需要观察：日央行在植田和男的领导下短期仍然维持了超宽松政策，QQE 和收益率曲线控制（YCC）继续提供充足的流动性以刺激经济和工资恢复，但从数据来看效果并不明显，通胀抬升的可持续性存疑。超宽松政策下日本通胀的抬升确主要来自能源、食品 and 商品部分，以输入性为主，工资稳定增长动力不足。日本一季度 GDP 同比增长 1.31%，环比下降 0.97%，失业率小幅上行至 2.8%；与此同时，日经 225 指数在 5 月底站上 31000 点，创下 30 年来新高。不难发现，日股近期的涨幅主要由外资流入和估值提升贡献，其盈利预期在基本面缓慢修复的情况下尚没有明显起色。日股上涨可能的理由包括：（1）基本面并不制约超宽松货币政策实施；（2）美元兑日元升值过程对外资的吸引；（3）日股不乏现金流稳定和高股息的公司，同时计划提升资本回报率的资本市场改革也在进行，增加日股吸引力；（4）从 G7 联盟对华遏制态度考虑，日本战略地位以及对西方产业链重要程度有望在长期提升。尽管如此，日本的经济情况并不出彩，在盈利预期无法显著提升的情况下，日股靠估值抬升上行的势头有待观察。

美国资产对加息预期的调整已经相对到位：截至 5 月底，美元指数已经反弹至 104 上方，较为接近硅谷银行问题爆发前 105.88 的位置；两年美债和十年美债收益率一度达到 4.57% 和 3.82，硅谷银行问题前分别为 5.09% 和 4.09%。美股，特别是纳斯达克指数的上行，主要受到科技企业财报不差以及 AI 等科技创新带来的估值提振，也即一方面美股盈利预期没有继续下调，另一方面科技进步引发的估值提升带来新一轮的上涨。从 CME 联邦基金利率期货反映的加息预期看，市场已经计入了 6 月再度加息 25BP 以及年内仅降息一次的概率，抛弃了年内多次降息的幻想。因此，在美国债务上限问题可能得到解决、美联储加息路径预期暂时难以提升的情况下，美元和美债收益率的反弹已经相对到位，未来震荡下行的概率更高。我们的基准假设仍是美联储在 6 月 FOMC 会议上暂停加息以观察高利率进一步的影响，银行信贷供需两端的紧缩对经济的负面作用也需要保持观察。

目 录

| | |
|--|-----------|
| 一、美国经济韧性强，市场对此前度的降息预期基本调整到位 | 5 |
| (一) FOMC 意见分歧，6 月暂停加息转而观察的概率依然较高..... | 5 |
| (二) 核心通胀与就业：贝弗里奇曲线框架下失业率何时上行？..... | 8 |
| (三) 债务上限问题：X-date 在哪天？新法案不通过的话美债会违约吗？..... | 10 |
| (四) 其他缓慢下行的数据继续显示经济韧性..... | 12 |
| 二、欧元区：制造业下行反映弱恢复预期受阻，但欧央行维持鹰派态度 | 15 |
| (一) 欧央行短期仍然更鹰派，下半年缩表力度加强..... | 15 |
| (二) 核心通胀问题暂难解决，是迫使欧央行加息的主要动力..... | 16 |
| (三) 欧元区制造业表现较弱，拖累弱复苏的预期..... | 17 |
| 三、日本：经济改善幅度偏弱，外资流入推升股市 | 18 |
| (一) 日央行继续维持宽松政策，通胀起色仍不明显..... | 18 |
| (二) 日本经济缓慢恢复，外资涌入股市的可持续性有待观察..... | 19 |
| 四、美国资产对加息预期的调整已经相对到位 | 21 |

图 1：美国经济数据概览：更新至 2023 年 5 月 29 日

| | May-23 | Apr-23 | Mar-23 | Feb-23 | Jan-23 | Dec-22 | Nov-22 | Oct-22 | Sep-22 | Aug-22 | Jul-22 | Jun-22 | May-22 | Apr-22 | Mar-22 | |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 生产 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 实际GDP (同比) | | | 1.62 | | | 0.88 | | | 1.94 | | | 1.80 | | | 3.68 | |
| 实际GDP (环比) | | | 1.30 | | | 2.60 | | | 3.20 | | | -0.60 | | | -1.60 | |
| 个人消费支出 (同比) | | | 2.27 | | | 1.67 | | | 2.19 | | | 1.84 | | | 4.51 | |
| 国内私人投资 (同比) | | | -7.94 | | | -3.84 | | | 1.95 | | | 8.69 | | | 11.57 | |
| 政府支出 (同比) | | | 2.74 | | | 0.87 | | | -0.30 | | | -1.64 | | | -1.67 | |
| 净出口 (同比增长-亿美元) | | | -4.85 | | | 30.16 | | | 161.77 | | | 70.02 | | | -194.56 | |
| 消费 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 个人消费支出-现价 (同比) | | | 6.73 | 6.23 | 7.46 | 8.09 | 7.35 | 7.11 | 7.92 | 8.54 | 8.70 | 8.69 | 9.26 | 9.28 | 8.93 | 9.19 |
| 零售总额 (同比) | | | 1.60 | 2.42 | 5.26 | 7.41 | 5.98 | 6.14 | 8.77 | 9.37 | 10.17 | 10.34 | 9.26 | 9.74 | 8.82 | 8.36 |
| 个人储蓄存款总额 (同比) | | | 23.19 | 26.30 | 2.69 | -8.50 | -48.82 | -49.26 | -56.59 | -59.79 | -65.44 | -64.66 | -69.90 | -67.09 | -72.66 | -87.86 |
| 人均可支配收入-现价 (同比) | | | 7.90 | 7.62 | 7.83 | 7.86 | 3.72 | 3.59 | 3.63 | 3.51 | 1.87 | 1.54 | 1.97 | 1.43 | -1.50 | -16.29 |
| 密歇根消费者信心指数 (同比) | | 63.50 | 62.00 | 67.00 | 64.90 | 59.70 | 56.80 | 59.90 | 58.60 | 58.20 | 51.50 | 50.00 | 58.40 | 65.20 | 59.40 | 62.80 |
| 工业 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 工业增加值 (同比) | | | -0.19 | -0.51 | -0.11 | 1.10 | 0.95 | 2.17 | 3.83 | 4.86 | 3.60 | 3.17 | 4.09 | 4.55 | 5.64 | 4.73 |
| 产能利用率 | | | 79.70 | 79.43 | 79.49 | 79.60 | 78.91 | 80.26 | 80.64 | 80.84 | 80.71 | 80.73 | 80.47 | 80.63 | 80.71 | 80.52 |
| 新增订单 (同比) | | | | 1.43 | 2.30 | -0.81 | 2.80 | 1.76 | 5.68 | 6.54 | 6.78 | 7.65 | 9.50 | 9.19 | 9.76 | 8.88 |
| 房地产 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 新建住房销售套数 (同比) | | | 11.78 | -7.21 | -18.37 | -19.88 | -23.37 | -24.61 | -15.15 | -23.58 | -7.54 | -28.55 | -21.37 | -11.05 | -24.57 | -16.82 |
| 成屋销售套数 (同比) | | | -23.16 | -22.14 | -23.14 | -36.91 | -33.83 | -34.91 | -28.27 | -24.27 | -20.37 | -19.07 | -14.07 | -8.78 | -6.54 | -5.79 |
| 开工新建私人住宅 (同比) | | | -22.30 | -19.96 | -18.92 | -19.71 | -24.06 | -16.65 | -8.91 | -6.22 | -4.51 | -13.94 | -6.02 | -3.56 | 21.50 | 0.76 |
| Case-Shiller 房价指数-20城 | | | | | 0.36 | 2.58 | 4.62 | 6.77 | 8.62 | 10.40 | 13.04 | 15.98 | 18.63 | 20.53 | 21.29 | 21.24 |
| 通胀 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| CPI (同比) | | | 4.90 | 5.00 | 6.00 | 6.40 | 6.50 | 7.10 | 7.70 | 8.20 | 8.30 | 8.50 | 9.10 | 8.60 | 8.30 | 8.50 |
| 核心CPI (同比) | | | 5.50 | 5.60 | 5.50 | 5.60 | 5.70 | 6.00 | 6.30 | 6.60 | 6.30 | 5.90 | 5.90 | 6.00 | 6.20 | 6.50 |
| PCE (同比) | | | 4.36 | 4.19 | 5.07 | 5.37 | 5.30 | 5.66 | 6.13 | 6.29 | 6.26 | 6.39 | 6.98 | 6.52 | 6.41 | 6.77 |
| 核心PCE (同比) | | | 4.70 | 4.63 | 4.69 | 4.70 | 4.62 | 4.80 | 5.10 | 5.20 | 4.93 | 4.70 | 5.04 | 4.88 | 5.03 | 5.36 |
| PPI 最终需求 (同比) | | | 2.40 | 2.80 | 4.80 | 5.70 | 6.40 | 7.40 | 8.20 | 8.50 | 8.70 | 9.70 | 11.10 | 10.90 | 11.10 | 11.60 |
| 核心PPI 最终需求 (同比) | | | 3.20 | 3.40 | 4.70 | 5.00 | 5.70 | 6.20 | 6.90 | 7.20 | 7.20 | 7.60 | 8.30 | 8.60 | 9.00 | 9.70 |
| 10年期breakeven通胀预期 | | | 2.27 | 2.30 | 2.33 | 2.24 | 2.26 | 2.37 | 2.39 | 2.38 | 2.51 | 2.36 | 2.62 | 2.69 | 2.88 | 2.85 |
| 5年期breakeven通胀预期 | | | 2.31 | 2.38 | 2.45 | 2.23 | 2.32 | 2.44 | 2.47 | 2.45 | 2.68 | 2.58 | 2.89 | 3.03 | 3.32 | 3.41 |
| 密歇根5年通胀预期 | | 3.20 | 3.00 | 2.90 | 2.90 | 2.90 | 2.90 | 3.00 | 2.90 | 2.70 | 2.90 | 2.90 | 3.10 | 3.00 | 3.00 | 3.00 |
| 密歇根12个月通胀预期 | | 4.20 | 4.60 | 3.60 | 4.10 | 3.90 | 4.40 | 4.90 | 5.00 | 4.70 | 4.80 | 5.20 | 5.30 | 5.30 | 5.40 | 5.40 |
| 劳动力市场 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 新增非农就业人数 (万人) | | 25.30 | 16.50 | 24.80 | 47.20 | 23.90 | 29.00 | 32.40 | 35.00 | 35.20 | 56.80 | 37.00 | 36.40 | 25.40 | 41.40 | |
| 非农职位空缺 (同比) | | | 5.80 | 6.00 | 6.40 | 6.80 | 6.50 | 6.40 | 6.60 | 6.20 | 6.90 | 6.70 | 7.00 | 7.20 | 7.40 | |
| 失业率 | | | 3.40 | 3.50 | 3.60 | 3.40 | 3.50 | 3.60 | 3.70 | 3.50 | 3.70 | 3.50 | 3.60 | 3.60 | 3.60 | |
| 劳动参与率 | | | 62.60 | 62.60 | 62.50 | 62.40 | 62.30 | 62.20 | 62.30 | 62.30 | 62.30 | 62.20 | 62.30 | 62.20 | 62.40 | |
| 非农平均时薪 (同比) | | | 4.45 | 4.30 | 4.68 | 4.39 | 4.77 | 4.99 | 4.88 | 5.07 | 5.36 | 5.45 | 5.40 | 5.53 | 5.76 | 5.92 |
| ECI 通胀成本指数 | | | | 5.07 | | | 5.14 | | | 5.27 | | | 5.69 | | 4.98 | |
| 非农产出增速 (同比) | | | -0.95 | | | | -1.80 | | | -1.46 | | | -2.49 | | -0.99 | |
| PMI | | | | | | | | | | | | | | | | |
| ISM 制造业PMI | | | 47.10 | 46.30 | 47.70 | 47.40 | 48.40 | 49.00 | 50.20 | 50.90 | 52.80 | 52.80 | 53.00 | 56.10 | 55.40 | 57.10 |
| ISM 非制造业PMI | | | 51.90 | 51.20 | 55.10 | 55.20 | 49.20 | 56.50 | 54.40 | 56.70 | 56.90 | 56.70 | 55.30 | 55.90 | 57.10 | |
| 有效联邦基金利率-1月均 (%) | | | 4.83 | 4.65 | 4.57 | 4.33 | 4.10 | 3.78 | 3.08 | 2.56 | 2.33 | 1.68 | 1.21 | 0.77 | 0.30 | 0.20 |
| 储备利率-10R-1月均 (%) | | | 4.90 | 4.72 | 4.64 | 4.40 | 4.17 | 3.85 | 3.15 | 2.63 | 2.40 | 1.75 | 1.28 | 0.84 | 0.40 | 0.27 |
| 隔夜逆回购利率-1月均 (%) | | | 4.80 | 4.63 | 4.54 | 4.30 | 4.06 | 3.73 | 3.05 | 2.55 | 2.30 | 1.63 | 1.16 | 0.73 | 0.30 | 0.17 |
| 市场指标 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 标普500指数-1月均 | | 4121 | 3969 | 4080 | 3961 | 3912 | 3917 | 3726 | 3851 | 4159 | 3912 | 3899 | 4040 | 4391 | 4391 | |
| CBOT 标普VIX指数-1月均 | | 17.82 | 21.64 | 20.12 | 20.17 | 21.78 | 23.30 | 30.01 | 27.34 | 22.17 | 25.00 | 28.23 | 29.31 | 24.37 | 26.97 | |
| WTI 原油现价-1月均 (美元/桶) | | 79.44 | 73.39 | 76.90 | 78.22 | 76.52 | 84.11 | 86.96 | 84.03 | 91.49 | 99.80 | 114.29 | 109.47 | 101.61 | 108.15 | |
| 2年美债收益率-1月均 (%) | | 4.02 | 4.30 | 4.53 | 4.21 | 4.29 | 4.50 | 4.38 | 3.86 | 3.25 | 3.04 | 3.00 | 2.62 | 2.54 | 1.91 | |
| 10年美债收益率-1月均 (%) | | 3.46 | 3.66 | 3.75 | 3.53 | 3.62 | 3.89 | 3.98 | 3.52 | 2.90 | 2.90 | 3.14 | 2.90 | 2.75 | 2.13 | |

资料来源：Wind、BEA、BLS、Fred、中国银河证券研究院

图 2：欧元区经济数据概览：更新至 2023 年 5 月 29 日

| | Apr-23 | Mar-23 | Feb-23 | Jan-23 | Dec-22 | Nov-22 | Oct-22 | Sep-22 | Aug-22 | Jul-22 | Jun-22 | May-22 | Apr-22 | Mar-22 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 实际GDP (同比) | | 1.3 | | | 1.8 | | | 2.5 | | | 4.4 | | | 5.5 |
| 实际GDP (环比) | | 0.1 | | | -0.1 | | | 0.4 | | | 0.9 | | | 0.6 |
| 最终消费支出 (同比) | | | | | 1.1 | | | 1.8 | | | 4.4 | | | 6.63 |
| 资本形成总额 (同比) | | | | | 1.3 | | | 11.0 | | | 5.4 | | | 2.90 |
| 政府最终消费支出 (同比) | | | | | 0.9 | | | 0.5 | | | 1.0 | | | 3.08 |
| 出口 (同比) | | | | | 4.8 | | | 7.6 | | | 7.6 | | | 8.50 |
| 进口 (同比) | | | | | 3.5 | | | 11.1 | | | 8.4 | | | 9.38 |
| 欧元区19国:零售销售指数 (同比) | | -3.8 | -2.4 | -1.8 | -2.8 | -2.5 | -2.6 | 0.2 | -1.2 | -0.6 | -2.7 | 1.1 | 5.1 | 2.3 |
| 欧元区19国:消费者信心指数 | | -17.4 | -17.5 | -19.1 | -19 | -20.6 | -22 | -23.7 | -27.4 | -28.7 | -27.2 | -24.1 | -21.5 | -22.5 |
| 欧元区19国:工业生产指数 (同比) | | | -1.4 | 2.0 | 0.8 | -2.1 | 3.6 | 4.2 | 6.1 | 4.8 | -0.8 | 4.0 | 3.0 | -0.9 |
| 制造业PMI | 44.6 | 45.8 | 47.3 | 48.5 | 48.8 | 47.8 | 47.1 | 46.4 | 48.4 | 49.6 | 49.8 | 52.1 | 54.6 | 55.5 |
| 服务业PMI | 55.9 | 56.2 | 55 | 52.7 | 50.8 | 49.8 | 48.5 | 48.6 | 48.8 | 49.8 | 51.2 | 53 | 56.1 | 57.7 |
| 每小时劳工成本指数 | | | | | 119.5 | | | 117.3 | | | 116.4 | | | 114.8 |
| 就业人数 (同比) | | 1.7 | | | 1.5 | | | 1.8 | | | 2.7 | | | 3.1 |
| 失业率 (%) | | 6.5 | 6.6 | 6.6 | 6.7 | 6.7 | 6.7 | 6.7 | 6.7 | 6.7 | 6.7 | 6.7 | 6.7 | 6.8 |
| 调和CPI (同比) | 7.0 | 6.9 | 8.5 | 8.6 | 9.2 | 10.1 | 10.6 | 9.9 | 9.1 | 8.9 | 8.6 | 8.1 | 7.4 | 7.4 |
| 核心调和CPI (同比) | 5.6 | 5.7 | 5.6 | 5.3 | 5.2 | 5 | 5 | 4.8 | 4.3 | 4 | 3.7 | 3.8 | 3.5 | 3 |

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

图 3：日本经济数据概览：更新至 2023 年 5 月 29 日

| | Apr-23 | Mar-23 | Feb-23 | Jan-23 | Dec-22 | Nov-22 | Oct-22 | Sep-22 | Aug-22 | Jul-22 | Jun-22 | May-22 | Apr-22 | Mar-22 |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 实际GDP (同比) | | | | | 0.36 | | | 1.55 | | | 1.79 | | | 0.53 |
| 实际GDP (环比) | | -0.97 | | | 3.42 | | | 0.94 | | | -2.01 | | | -1.89 |
| CPI (同比) | 3.50 | 3.20 | 3.30 | 4.30 | 4.00 | 3.80 | 3.70 | 3.00 | 3.00 | 2.60 | 2.40 | 2.50 | 2.50 | 1.20 |
| 核心CPI (同比) | 3.40 | 3.10 | 3.10 | 4.20 | 4.00 | 3.70 | 3.60 | 3.00 | 2.80 | 2.40 | 2.20 | 2.10 | 2.10 | 0.80 |
| 产能利用率 (同比) | | 1.18 | -1.19 | -1.70 | -3.29 | -0.61 | 6.56 | 12.30 | 5.84 | -1.93 | -4.40 | -6.71 | -6.63 | -4.43 |
| 工业生产指数: 制造和采矿业 (同比) | | -0.56 | -0.54 | -3.08 | -2.40 | -0.90 | 3.02 | 9.57 | 5.78 | -2.00 | -2.76 | -3.12 | -4.87 | -1.65 |
| 家庭月消费性支出 (同比) | | -1.90 | 1.60 | -0.30 | -1.30 | -1.20 | 1.20 | 2.30 | 5.10 | 3.40 | 3.50 | -0.50 | -1.70 | -2.30 |
| 商业销售总额总计 (同比) | | 2.40 | 3.60 | 2.30 | 3.60 | 3.90 | 5.40 | 7.50 | 8.20 | 4.90 | 6.90 | 8.60 | 5.70 | 5.40 |
| 失业率 | | 2.80 | 2.50 | | | | | | | | | | | |

一、美国经济韧性强，市场对此前度的降息预期基本调整到位

(一) FOMC 意见分歧，6 月暂停加息转而观察的概率依然较高

5 月 3 日，美联储 FOMC 会议在核心通胀偏高、中小银行问题总体得到控制的背景下于年内第三次加息 25BP，联邦目标基金利率达到 5.00%-5.25%。量化紧缩 (QT) 计划继续执行，QT 上限 950 亿美元/月。

1. 删除“进一步的政策紧缩可能依然适宜”，FOMC 意见分化表明不能排除再加息的可能

5 月 FOMC 会议延续了谨慎灵活的基调，最主要的变动即在 3 月将“继续加息仍是合适的”这一坚定表述温和化后，在 5 月直接删除了相关说法；鲍威尔强调了这一变动，可能在暗示加息可能于 6 月暂停。

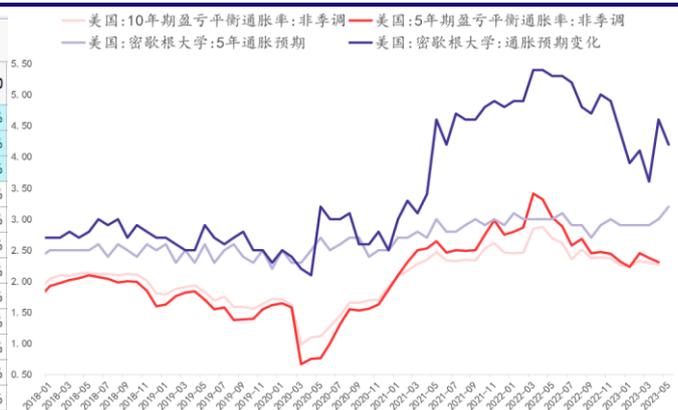
不过随后公布的美联储纪要显示，官员们对于未来货币政策的意见仍存分歧：“与会者大多对未来紧缩政策的合适程度表示不确定。”一些 (some) 官员表示在通胀回到 2% 目标过慢的情况下，“未来会议中需要进一步紧缩”；更多官员 (several) 表示如果经济按照目前的情况演变，“本次会议后可能没有继续加息的必要”¹。从联储的“前三把手”，即主席鲍威尔、新提名的副主席杰弗逊以及纽约联储主席威廉姆斯三人的表态来看，6 月份暂停加息以观察货币政策和银行业问题滞后的影响概率更高。不过官员中也有较鹰派的表述：作为票委，达拉斯的罗根表示目前经济数据不支持加息暂停，而非票委的布拉德和梅斯特也认为进一步紧缩仍是有必要的。整体上，11 位现任票委中大多同意 6 月份公布的 5 月经济数据将决定是否进一步加息，明确支持 6、7 月加息的势力并不壮大，而市场在较快调整中计入了相关预期。

图 4：美国加息预期近期大幅调整

| MEETING DATE | MEETING PROBABILITIES | | | | | | | | | | | | |
|--------------|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 225-250 | 250-275 | 275-300 | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 |
| 2023/6/14 | | | | | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 31.8% | 68.2% |
| 2023/7/26 | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 20.4% | 55.1% |
| 2023/9/20 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 3.3% | 25.9% | 50.2% |
| 2023/11/1 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.6% | 14.6% | 38.1% | 35.4% |
| 2023/12/13 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.7% | 7.3% | 24.9% | 36.9% | 24.4% |
| 2024/1/31 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.5% | 4.9% | 18.4% | 32.5% | 29.0% | 12.6% |
| 2024/3/20 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.3% | 3.8% | 15.0% | 29.0% | 29.9% | 16.7% | 4.8% |
| 2024/5/1 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.4% | 3.9% | 15.2% | 29.0% | 29.7% | 16.6% | 4.7% | 0.5% |
| 2024/6/19 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.2% | 2.4% | 10.4% | 23.1% | 29.4% | 22.2% | 9.8% | 2.3% | 0.2% |
| 2024/7/31 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.2% | 2.0% | 8.9% | 20.7% | 28.2% | 23.5% | 12.1% | 3.7% | 0.6% | 0.0% |
| 2024/9/25 | 0.0% | 0.0% | 0.2% | 1.8% | 8.2% | 19.6% | 27.5% | 24.0% | 13.2% | 4.5% | 0.9% | 0.1% | 0.0% |
| 2024/11/6 | 0.6% | 3.7% | 11.5% | 21.9% | 26.5% | 20.9% | 10.7% | 3.5% | 0.7% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

图 5：居民长期通胀预期有所上升 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

从劳动市场、通胀和金融稳定的框架考虑，劳动市场弱化较为缓慢、名义通胀下行快但核心环比走平、银行问题短期冲击不大但信贷继续收紧；这种情况下 6 月暂停加息以观察是否有进一步紧缩的必要仍是最符合“谨慎灵活”的路径。因此，虽然当下不能排除个别数据超预期导致再度加息的可能，6 月 FOMC 会议不继续升息还是基准假设，而联邦基金利率期货反应

¹ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20230503.pdf>, P10

市场已经计入 6 月再度加息的预期，所以不必过度担忧超预期紧缩冲击美债、美元和权益资产。相反的，美国债务上限问题可能得到解决以及市场对紧缩预期快速调整到位给未来美债和美元的再度震荡下行留出空间。我们仍倾向于二季度美元和美债收益率维持震荡，但三季度开始有进一步降低的可能。

图 6：美联储票委近期有偏鹰表态，但大部分并未明确表示支持 6 月继续加息

| 投票人 | 对 6 月是否加息的态度 | 观点 |
|-----------------------|--------------|--|
| Jerome H. Powell | | 2023年5月19日：到目前为止，我们面临紧缩政策的滞后效应以及近期银行业压力带来的信贷紧缩程度的不确定性；做太多与做的不够的风险正在平衡；依靠数据判断是否要继续加息 |
| John C. Williams | | 2023年5月9日：如果通胀不下降，可能会加息；认为现在下结论认为美联储已经完成利率上调还为时过早，他观察到可能需要进行额外的政策收紧以控制通胀 |
| Michael S. Barr | / | 暂无新观点 |
| Michelle W. Bowman | 加息 | 2023年5月12日：如果通胀保持高位，美联储可能需要进一步提高利率；本月至今的关键数据并未使她确信价格压力正在减轻 |
| Lisa D. Cook | / | 暂无新观点 |
| Austan D. Goolsbee | | 2023年5月15日：不愿过早判断是否支持在下次美联储会议上加息，但指出到目前为止的加息都起到应有的作用，下一步行动需要小心考虑 |
| Patrick Harker | / | 暂无新观点 |
| Philip N. Jefferson | | 2023年5月18日：通胀“过高”，但高利率的影响尚未完全显现 |
| Neel Kashkari | | 2023年5月22日：可能支持在下次美联储会议上保持利率不变，以便有更多时间评估过去加息的影响和通胀前景 |
| Lorie K. Logan | 加息 | 2023年5月18日：通胀依然过高，表示支持下一次的美联储加息 |
| Christopher J. Waller | | 2023年5月24日：在近几个月一系列银行倒闭之后，表示目前“信贷状况如何演变的不确定性高于往常”；这种不确定性可能会将下一次加息时间从 6 月推迟到 7 月，以便让官员有更多时间观察信贷状况如何演变 |

资料来源：Reuters、CNBC、NY Times 等，中国银河证券研究院整理

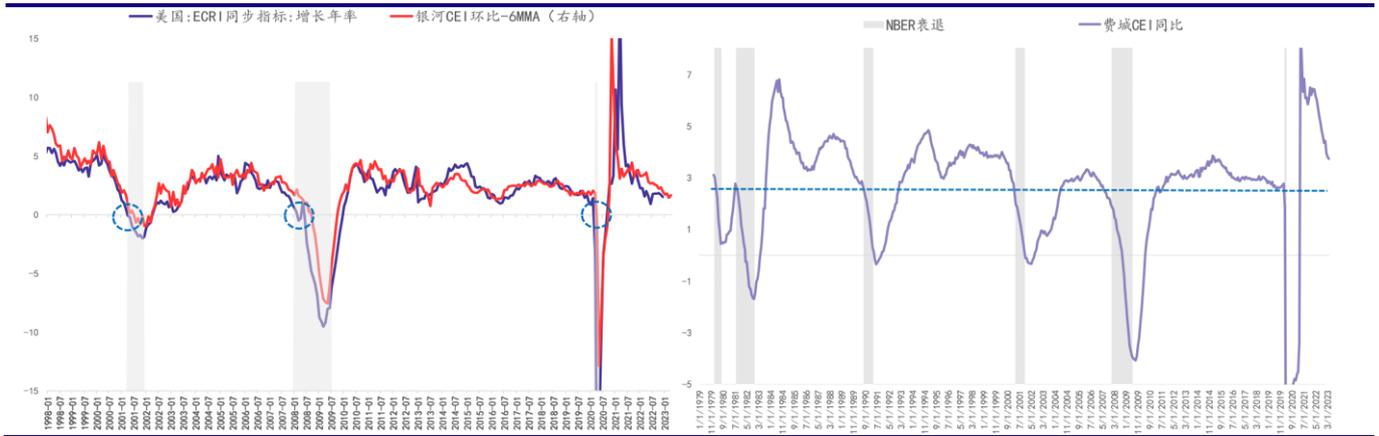
2. 何时弱衰退？美联储工作人员倾向于年末，观察 6 月 SEP 对失业率是否做出调整

目前美联储官员依然坚持年内不会降息的表述，但工作人员的经济预测开始将年末的弱衰退作为基准假设。尽管包括利差模型和 LEI 等领先指标已经预示美国在 2023 年上半年陷入衰退，但类似的模型对劳动市场和服务业的韧性考虑不足，因此近期出现“失灵”。这种情况下，我们更倾向于用同步指标考虑美国经济与衰退的距离。

从银河同步指标 CEI 来看，美国经济的环比低位回升，阻止经济进入衰退的依然是就业和实际可支配收入的分项。银河 CEI 在 3 月的 6 月均环比为 0.11%，离 0% 的衰退预警和 -0.25% 的衰退阈值依然有距离，其下行斜率也相对符合美联储对弱衰退最早在 2023 年末出现的假设。由于银河 CEI 对服务业韧性计入不足，我们辅助以费城劳动指标 CEI：费城 CEI 的同比增速在 4 月降低至 3.72%，明显高于 2.5% 的衰退阈值，且按目前下行斜率同样指向年末劳动市场达到衰退状态。

图 7：银河 CEI 还未显示衰退预警

图 8：实际失业率高于自然趋势时，美国经济通常处于衰退中

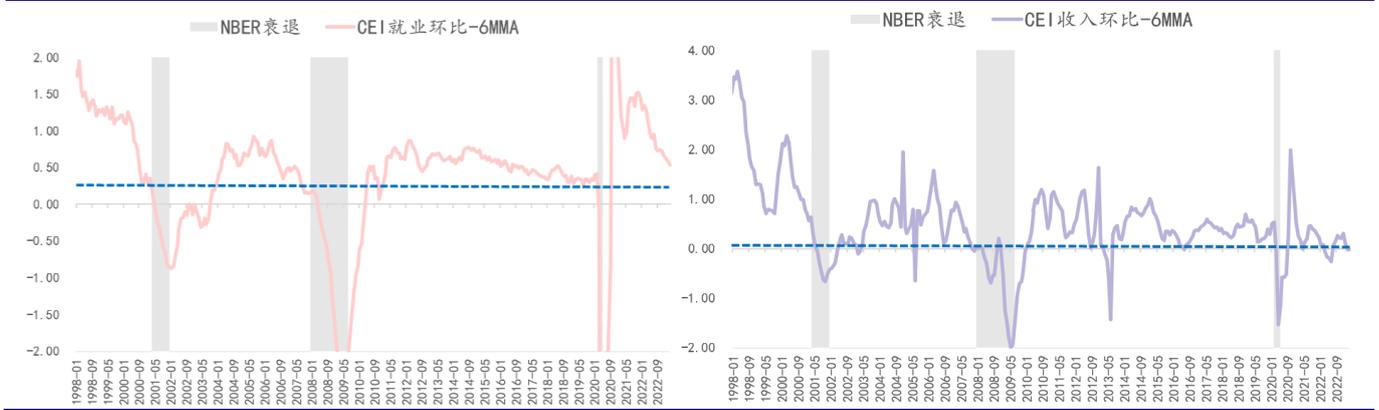


资料来源: Wind, Fred, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

图 9: 就业指标是重要的韧性来源 (%)

图 10: 实际收入的下行边际缓和, 整体接近衰退水平 (%)



资料来源: Wind, Fred, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, Fred, 中国银河证券研究院整理

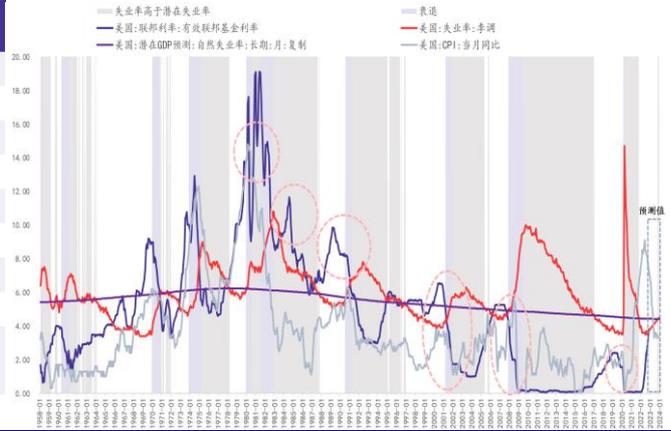
尽管美国的劳动、收入和核心通胀数据展现韧性,但高利率环境下经济还在缓慢受到打击,经济数据进一步边际改善的可能性很低。银行业问题虽然短期不会带来衰退,但中长期至少有四方面压力仍存(参考《影子联邦基金利率的构建与商业银行近况的再探讨》)。这些因素都表明美国经济虽然不会深度收缩,但依然难以逃逸浅衰退。在就业数据进一步明朗前,美国 2023 年末至 2024 年初衰退并引发首次降息还是基准假设;不过,美国 GDP 和 PCED 数据的上修所反映的经济韧性在降低 2023 年内降息的概率,而金融稳定尚未构成问题,需要保持观察。

在同步指标的基础上,自然失业率模型也值得关注:历史上,当失业率超过长期自然失业率时,美国基本处于衰退当中。3 月的 SEP 中对 2023 年四季度的预期调低至 4.5%,但仍高于 4.4%的长期自然失业率,暗含衰退预期。所以,需要观察美联储对 6 月 SEP 中的失业率是否做出调整。如果失业率预期被大幅下调,那么美联储年内降息的概率将相对渺茫,除非银行业问题对金融稳定冲击超预期;而如果美联储坚持目前的失业率,那么年末弱衰退则继续是其基准假设。

图 11: 3 月 SEP 暗含衰退, 观察 6 月是否调整失业率预期

图 12: 实际失业率高于自然趋势时, 美国经济通常处于衰退中

| | 中位数 | | | |
|-------------|------|------|------|-----|
| | 2023 | 2024 | 2025 | 长期 |
| 实际GDP增速 | 0.4 | 1.2 | 1.9 | 1.8 |
| 12月预测 | 0.5 | 1.6 | 1.8 | 1.8 |
| 失业率 | 4.5 | 4.6 | 4.6 | 4 |
| 12月预测 | 4.6 | 4.6 | 4.5 | 4 |
| PCE通胀 | 3.3 | 2.5 | 2.1 | 2 |
| 12月预测 | 3.1 | 2.5 | 2.1 | 2 |
| 核心PCE通胀 | 3.6 | 2.6 | 2.1 | 2.1 |
| 12月预测 | 3.5 | 2.5 | 2.1 | 2.1 |
| 预测联邦基金利率路径: | | | | |
| 联邦基金利率 | 5.1 | 4.3 | 3.1 | 2.5 |
| 12月预测 | 5.1 | 4.1 | 3.1 | 2.5 |



资料来源: FRB, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 核心通胀与就业: 贝弗里奇曲线框架下失业率何时上行?

1. 通胀: 压力主要来自于居住成本和服务业, 需要关注薪资数据放缓的斜率

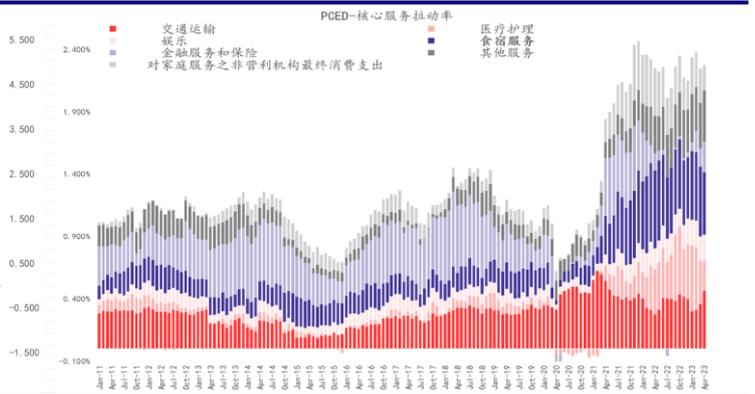
4月CPI同比增速从3月的5.0%降低至4.9%;剔除能源和食品的核心CPI同比从5.4%上升至5.5%。季调环比方面,CPI与核心CPI增速为0.4%,核心增速与上月持平。4月PCED增速从4.6%上行至4.7%,核心从4.2%上升至4.4%,环比均加快至0.4%。通胀的韧性结合部分美联储官员的鹰派发言引发了再度加息的担忧,我们认为阻碍通胀回落最大的因素是居住成本和服务价格,在居住成本预计回落的情况下,薪资对服务需求的传导决定通胀的走势。目前我们对5月CPI的预测增速为4.2%,核心在5.3%,下半年核心CPI增速中枢上调至4%左右,因此年内最多降息一次,这也可能取决于金融稳定的恶化。

图 13: CPI 核心价格整体缓和, 但近期出现横向趋势 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: PCE 价格指数情况类似, 核心服务下行十分缓慢 (%)

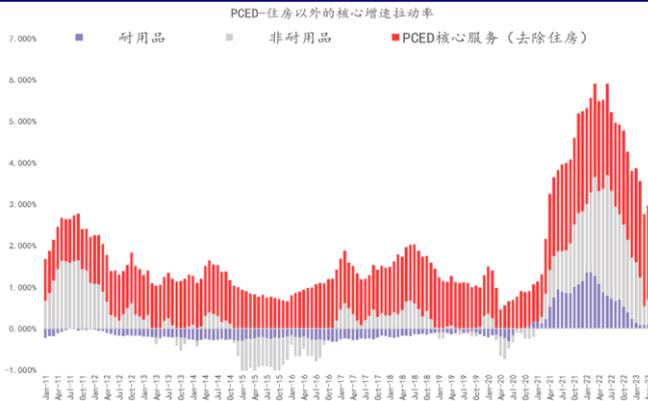


资料来源: BEA, 中国银河证券研究院整理

从CPI构成来看,能源短期保持通缩、食品继续缓慢下行、主要非能源商品对CPI的同比拉动率约0.44%,对通胀压力已然不大。居住成本虽然存在18个月左右的统计滞后,但也展现出下行趋势。这种情况下阻碍通胀下行的压力继续来自于劳动市场的缺口形成的名义薪资增速。PCED的信号类似,但反映出更强的服务韧性:4月PCE物价指数同比升4.4%,核心同比升4.7%,两者环比均升0.4%,强于预期。其中,去住住房的核心服务拉动率约2.26%,商

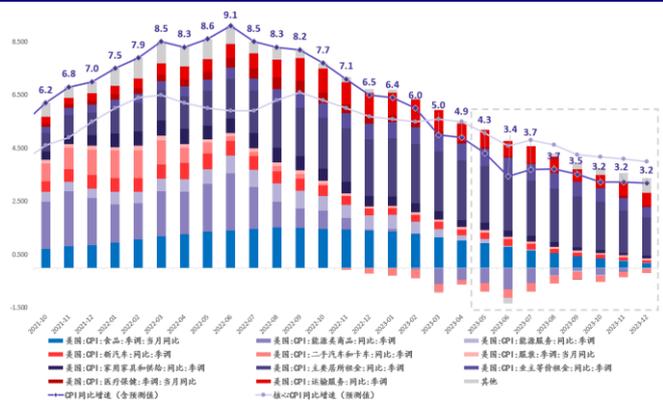
品部份拉动率 0.72%，其余的 1.41% 为居住成本；贡献相对明显的服务细项包括交通运输、食宿服务、其他服务、金融保险等，而居住成本同样连续两个月出现下行。因此，服务业价格是未来核心通胀继续走弱的关键，这意味着对薪资数据的下行斜率要保持密切关注。

图 15: 商品部分影响较弱 (%)



资料来源: BEA, 中国银河证券研究院整理

图 16: CPI 与核心增速预测 (%)



资料来源: Wind, BLS, 中国银河证券研究院整理

劳动数据中薪资数据对通胀的影响最为直接，而 4 月不仅非农时薪环比增速加快，对一季度薪资增速还进行了上修。从短期考虑，非农时薪修正后的三月均增速回到 0.34%，继续高于疫情前 0.24% 的环比均值。如果按照此增速推算，非农时薪 2023 年末应当缓慢降低至 3.6% 上方。虽然这意味着年末核心 PCE 仍然有望降至 3.6% 附近，但核心粘性的部分略强于一季度时薪数据隐含的路径。更长期来看，鲍威尔在 5 月 FOMC 会议答记者问中表示 3% 左右的薪资同比增速与 2% 的通胀目标更加吻合，暗示这一条件可以理解为通胀稳定向 2% 靠拢的证据。不过，3% 的薪资同比增速在 2023 年较难达成，不利于年内出现首次降息的概率。

2. 劳动市场：衰退判定要着重关注失业率的上升

作为阻碍衰退判定的最重要因素，劳动市场的供给缺口使失业率保持在历史低位，同时新增就业也离衰退水平相差甚远。尽管如此，美联储的高利率环境依旧在缓慢打击就业，从需求端将低通胀，因此需要关注的问题有 (1) 贝弗里奇曲线下移情况下，失业率是否会上行？(2) 失业率上行的幅度是否温和？相关研究显示，贝弗里奇曲线历史上的下移都伴随着失业率的上升，这似乎暗示美国至少会面临一场温和衰退，难以完全“不着陆”。另一方面，贝弗里奇曲线下移对失业率影响的历史路径不能直接外推，在职位空缺率从历史高点回落时，就业的牺牲可能相对较小，失业率不会大幅抬升。

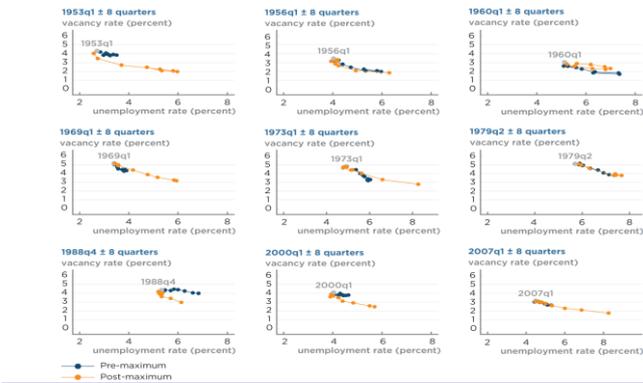
贝弗里奇曲线反映的是职位空缺率和失业率间的关系，而布兰查德等在 2022 年中的论文就例举了过往职位空缺率达到顶峰后失业率的变化，基本可以得出历史上职位空缺率的下行在 8 个季度内必然导致失业率的大幅上升²。对于此结论，美联储理事沃勒等人的研究则估算在空缺率从 7% 下降至疫情前 4.6% 左右的水平时，失业率的抬升可能小于 1%，这是由于极高的职位空缺率提高了贝弗里奇曲线左侧的斜率，降低了失业率的牺牲比例³。以目前的数据来看，事实似乎更倾向于沃勒等人的结论，即贝弗里奇曲线近期从最高位的下降暂没有显著抬升失业

²Bad news for the Fed from the Beveridge space | PIIE

³<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/what-does-the-beveridge-curve-tell-us-about-the-likelihood-of-a-soft-landing-20220729.html>

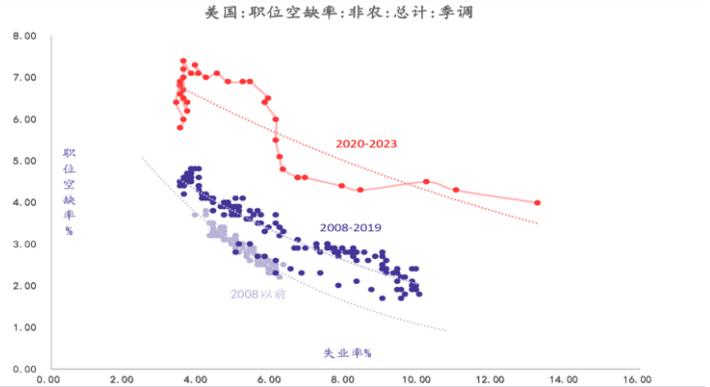
率。当然，这并不意味着贝弗里奇曲线下移的过程中失业率可以继续保持历史低位，但在职位空缺率回到相对正常（5%以下）的水平前，失业率可能确实难以明显抬升，导致衰退判定。

图 17: 历史上空缺率顶点后, 失业率总会大幅提升 (%)



资料来源: Blanchard et al, 中国银河证券研究院整理

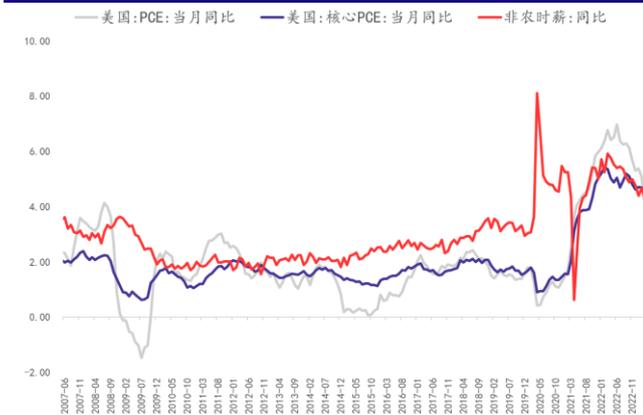
图 18: 空缺率在 5% 以下前, 失业率似乎难以显著上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

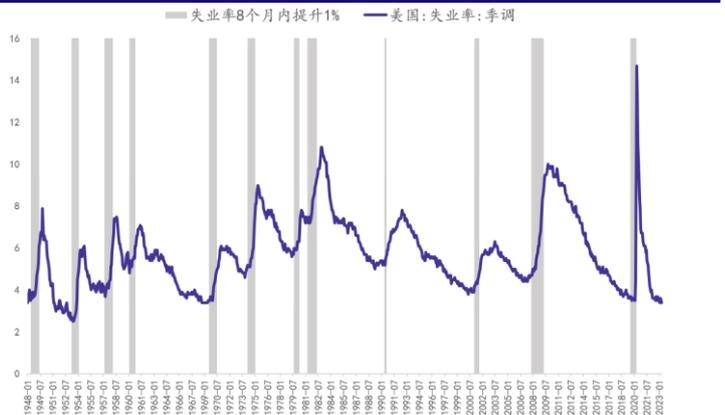
最后，需要注意的是失业率从底部抬升的斜率非常陡峭，二战以来的 12 次衰退前失业率在 8 个月内均上行超过 1%，这意味着在目前失业率在 3.4%-3.6%徘徊时，美联储对失业率 2023 年底达到 4.5%左右的预测仍是可能的。因此，贝弗里奇曲线从历史高位的下移可能会延后失业率上行的时间，导致更晚的衰退判定，但从历史规律来看，一场温和的衰退是较难避免的。同时，失业率的抬升和新增就业不是判定衰退和开始降息的唯一条件，金融稳定（特别是银行和商业地产）的影响同样重要，所以我们维持美联储首次降息乐观情况下在 2023 年底至 2024 年初的判断。

图 19: 薪资对核心 PCED 压力维持 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 20: 历次失业率底部后 8 个月内上行均超过 1%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 债务上限问题: X-date 在哪天? 新法案不通过的话美债会违约吗?

什么是“X-date”: 即美国财政部将现金储备消耗完毕, 无法完成其应支付的全部金融义务的时日。在历史上的 X-date 到来前, 两党都达成了提高或者暂停债务上限的协议, 但协议达成前预期波动会影响资产表现, 一般为权益资产下行, 美元指数小幅震荡回落, 美债短端收益率飙升但长端可能由于避险情绪回落。

X-date 到来也不意味着美国国债一定违约：由于财政部每日都有进账和支出，当 X-date 到来后，财政部可以优先将收入用于支付国债本息，防止出现违约；2011 年时美联储也承认如果必要区分财政部支付义务的紧迫性，国债本息偿付将是最优先的⁴。除此之外，还有其他潜在的阻止违约方式，包括（1）美联储通过特殊手段提供资金支持；（2）总统行使特殊权力强行举债；（3）铸造大额铂金币存入美联储获得流动性。不过后两类方式存在法律问题且反对意见较高，如果美债接近违约，最可能方法仍然是优先支付国债本息，如此难以为继后由美联储干预。

各方对 X-date 的预测 & 预测方式：（1）财政部长耶伦：最新预测为 6 月 5 日；（2）高盛：6 月 8-9 日；（3）穆迪：可能为 6 月 8 日，但 6 月 15 日对国债本息偿还问题不大，不存在短期违约风险；（4）其他预测：6 月 2 日接近危险水平，6 月 8-9 日基本为零。

截至 5 月 24 日，美国 TGA 账户仅剩约 495 亿美元。尽管美国 6 月份出现国债违约的可能性很小，但债务上限谈判最好在 6 月上旬前达成一致，避免更剧烈的情绪震荡。下附预测表的主要思路是通过与 TGA 相关的存款、支出和其他杂项估算剩余的 TGA 余额：

$$TGA_{t+1} = TGA_t + \text{存款}_t - \text{支出}_t + \text{净债务}_t - \text{短债折价}_t - \text{通胀保护和存款证券增幅}_t$$

图 21：对于 TGA 的预测显示 6 月 8-9 日 X-date 出现的概率较大（十亿美元）

| 日期 | TGA (t) | 存款 | 支出 | 净债务 | 短债折价 | 通胀保护和存款证券增幅 | TGA (T+1) | 剩余“特别手段” (extraordinary measures) |
|-----------|---------|-------|-------|-----|-------|-------------|-----------|-----------------------------------|
| 2023/5/18 | 68.33 | 5.63 | 14.86 | 5 | 5.165 | 0.2 | 58.735 | 87 |
| 2023/5/19 | 58.735 | 13.85 | 11.75 | 0 | 0 | 0.2 | 60.635 | 87 |
| 2023/5/22 | 60.635 | 29.63 | 22.93 | 0 | 0 | 0.2 | 67.135 | 87 |
| 2023/5/23 | 67.135 | 6.38 | 12.68 | 18 | 2.142 | 0.2 | 76.493 | 69 |
| 2023/5/24 | 76.493 | 12.91 | 38.83 | 0 | 0 | 0.2 | 50.373 | 69 |
| 2023/5/25 | 50.373 | 7.04 | 15.04 | 1 | 2.418 | 0.2 | 40.755 | 68 |
| 2023/5/26 | 40.755 | 13.68 | 16.64 | 22 | 0 | 0.2 | 59.595 | 46 |
| 2023/5/30 | 59.595 | 22.83 | 15.66 | 5 | 1.27 | 0.2 | 70.295 | 41 |
| 2023/5/31 | 70.295 | 13.41 | 15.26 | 36 | 0 | 0.2 | 104.245 | 5 |
| 2023/6/1 | 104.245 | 23.39 | 99.63 | 5 | 2.204 | 1.7 | 29.101 | 0 |
| 2023/6/2 | 29.101 | 18.35 | 37.47 | 0 | 0 | 0.18 | 9.801 | 0 |
| 2023/6/5 | 9.801 | 21.31 | 14.36 | 0 | 0 | 0.18 | 16.571 | 0 |
| 2023/6/6 | 16.571 | 8.77 | 15.94 | 0 | 1.231 | 0.18 | 7.99 | 0 |
| 2023/6/7 | 7.99 | 15.69 | 13.73 | 0 | 0 | 0.18 | 9.77 | 0 |
| 2023/6/8 | 9.77 | 10 | 16.06 | 0 | 2.006 | 0.18 | 1.524 | 0 |
| 2023/6/9 | 1.524 | 15.14 | 15.8 | 0 | 0 | 0.18 | 0.684 | 0 |

资料来源：US Treasury Department、John C.，中国银河证券研究院整理

5 月 28 日，拜登已经与众议院长麦卡锡达成初步对提高债务上限和政府预算达成一致，新法案将暂停债务上限至 2025 年 1 月 1 日。拜登在支出上做出让步：2024 财年，军事支出被限制在 8860 亿美元，非军事自由裁量支出 7040 亿美元；2025 财年，两类支出则为 8950 亿美元和 7110 亿美元。这一法案将在 6 月前于众议院进行投票，乐观情况下将在拜登任内解决债务上限问题。

新发债务将恶化银行流动性：美国财政部在央行存款（TGA）因为债务上限难以达成的消耗下几乎耗尽，财政部势必在问题解决后大量发行国债来补充现金。财政部 2023 二季度计划在当年 9 月使 TGA 回升至 6000 亿美元的规模，这意味着在货币基金没有动力离开 RRP 账户前，私人部门购买高息国债置换低息存款的行为将继续大量消耗银行准备金⁵

⁴ <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20110801confcall.pdf>

⁵ <https://home.treasury.gov/system/files/221/TreasuryPresentationToTBACQ22023.pdf>

图 22: TGA 账户耗尽, 新发国债将消耗银行现金 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 23: 财政部计划 9 月使 TGA 回到 6000 亿美元水平

Receipts and Outlays through Q2 FY2023 (without calendar adjustment)

| | \$ billions | Change from same period last year (\$ bn) | Change from same period last year (%) | As % of GDP | Change from same period last year (GDP %) |
|-------------------------------|-------------|---|---------------------------------------|-------------|---|
| Total Receipts thru Q2 FY2023 | \$2,048 | -\$74 | -3% | 15.5% | -1.5% |
| Total Outlays thru Q2 FY2023 | \$3,149 | +\$359 | +13% | 23.8% | 1.5% |

Treasury's Projected Net Privately-Held Marketable Borrowing for the Next Two Fiscal Quarters*

| Treasury OFF Near Term Fiscal Projections | Net Privately Held Marketable Borrowing (\$ billion) | Assumed End-of-Quarter Cash Balance (\$ billion) |
|---|--|--|
| Q3 FY2023 | 726 | 550 (Jun) |
| Q4 FY2023 | 733 | 600 (Sep) |

资料来源: US Treasury Department, 中国银河证券研究院整理

(四) 其他缓慢下行的数据继续显示经济韧性

1. 美国 2023 一季度 GDP 上修

美国一季度 GDP 环比折年率从 1.1% 上修至 1.3%，消费、投资和政府支出和进出口均小幅上调。其中消费环比折年率从 3.7% 提高至 3.8%，商品略有下调而服务消费从 2.3% 上行至 2.5%。投资从 -12.5% 修正至 -11.5%，住宅环比下行幅度扩大，但设备和知识产权投资小幅提高。进口与出口出现上修，但进口上行幅度更大，对 GDP 略有压制。政府支出方面的上行则来自于州和地方政府支出扩张。整体上，GDP 的上修再次反映美国经济的韧性，不论是服务消费的粘性，设备与知识产权所代表的工业投资的下行弱化，还是进口所反映的需求都体现出美国私人部门在超额储蓄、新增就业和名义工资的支撑下表现不弱。GDP 的上修和 4 月 PCED 超预期也是导致市场加息预期向上调整的重要原因。

图 24: 美国 2023 年一季度 GDP 小幅上修

| | 上一季占比 (%) | 实际 GDP 折年 (万亿美元) | | | 实际环比折年率 (%) | | | 环比拉动 (%) | | |
|------------|-----------|------------------|--------|--------|-------------|--------|--------|----------|--------|--------|
| | | Mar-23 | Dec-22 | Sep-22 | Mar-23 | Dec-22 | Sep-22 | Mar-23 | Dec-22 | Sep-22 |
| GDP | 100 | 20.25 | 20.18 | 20.05 | 1.3 | 2.6 | 3.2 | \ | \ | \ |
| 个人消费支出 | 70.86 | 14.35 | 14.21 | 14.18 | 3.8 | 1 | 2.3 | 2.52 | 0.7 | 1.54 |
| 商品 | 27.70 | 5.61 | 5.52 | 5.52 | 6.3 | -0.1 | -0.4 | 1.41 | -0.01 | -0.08 |
| 耐用品 | 11.53 | 2.33 | 2.25 | 2.25 | 16.4 | -1.3 | -0.8 | 1.29 | -0.11 | -0.07 |
| 非耐用品 | 16.42 | 3.32 | 3.32 | 3.31 | 0.9 | 0.6 | -0.1 | 0.12 | 0.09 | -0.01 |
| 服务 | 43.85 | 8.88 | 8.82 | 8.79 | 2.5 | 1.6 | 3.7 | 1.11 | 0.72 | 1.63 |
| 国内私人投资总额 | 17.70 | 3.58 | 3.69 | 3.65 | -11.5 | 4.5 | -9.6 | -2.14 | 0.79 | -1.8 |
| 固定资产投资 | 17.36 | 3.51 | 3.52 | 3.55 | -0.2 | -3.8 | -3.5 | -0.03 | -0.68 | -0.62 |
| 非住宅投资 | 14.81 | 3.00 | 2.99 | 2.96 | 1.4 | 4 | 6.2 | 0.18 | 0.52 | 0.8 |
| 建筑 | 2.29 | 0.46 | 0.45 | 0.44 | 11 | 15.8 | -3.6 | 0.28 | 0.38 | -0.09 |
| 设备 | 6.21 | 1.26 | 1.28 | 1.29 | -7 | -3.5 | 10.6 | 0.38 | -0.18 | 0.53 |
| 知识产权 | 6.43 | 1.30 | 1.29 | 1.27 | -5.2 | 6.2 | 6.8 | 0.28 | 0.33 | 0.36 |
| 住宅 | 2.81 | 0.57 | 0.58 | 0.62 | -5.4 | -25.1 | -27.1 | -0.22 | -1.2 | -1.42 |
| 私人库存变动 | 0.03 | 0.01 | 0.14 | 0.04 | \ | \ | \ | -2.1 | 1.47 | -1.19 |
| 出口 | 12.90 | 2.61 | 2.58 | 2.60 | 5.2 | -3.7 | 14.6 | -0.57 | -0.44 | 1.65 |
| 商品出口 | 9.44 | 1.91 | 1.86 | 1.90 | 10.4 | -7.4 | 17.8 | 0.77 | -0.62 | 1.38 |
| 服务出口 | 3.56 | 0.72 | 0.73 | 0.72 | -5.3 | 5 | 7.5 | -0.2 | 0.18 | 0.26 |
| 进口 | 19.04 | 3.86 | 3.82 | 3.87 | 4 | -5.5 | -7.3 | -0.57 | 0.86 | 1.21 |
| 商品进口 | 16.40 | 3.32 | 3.28 | 3.33 | 4.8 | -5.9 | -8.6 | -0.56 | 0.76 | 1.19 |
| 服务进口 | 2.74 | 0.55 | 0.55 | 0.56 | 0.5 | -3.7 | -0.8 | -0.01 | 0.1 | 0.02 |
| 政府 | 17.22 | 3.49 | 3.44 | 3.41 | 5.2 | 3.8 | 3.7 | 0.89 | 0.65 | 0.65 |
| 联邦政府 | 6.91 | 1.40 | 1.37 | 1.35 | 7.6 | 5.8 | 3.7 | 0.48 | 0.37 | 0.24 |
| 州和地方政府 | 10.32 | 2.09 | 2.07 | 2.06 | 3.8 | 2.6 | 3.7 | 0.41 | 0.29 | 0.41 |

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 美国零售数据继续放缓，和商品通胀较弱的表现一致

4 月季调零售销售同比增速从前值 2.42% 降至 1.60%，已经低于 2016-19 年均值 3.11%；前环比增速在连续两个月-0.7% 的增长后回升至 0.4%。主要类别中家具和家装、电子和家用电器、加油站、运动和业余爱好品等环比继续回落；无店铺商贩反映的网上零售依然偏强。整体上，以商品为主的零售继续放缓，与通胀中商品价格压力的降低一致。随着超额储蓄的进一步使用和高利率环境对消费信贷的影响，预计零售会继续放缓，下半年可能出现同比负增长。

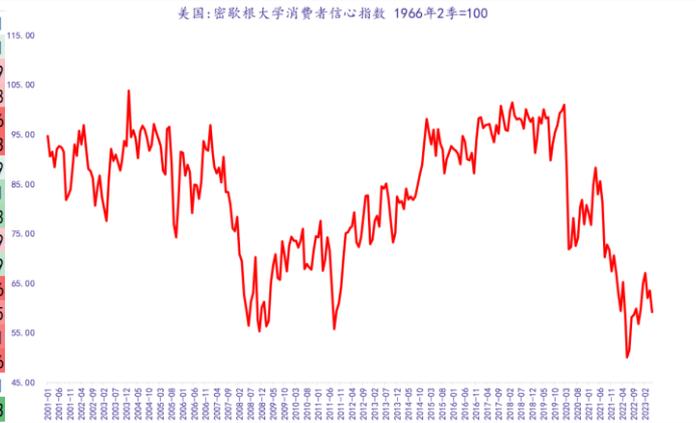
在高利率环境、消费信贷收缩等因素的影响下，消费者信心指数再次下滑。美国咨商会（Conference Board）消费者信心指数 4 月从前值 104.0 降低至 101.3；密歇根大学消费者信心指数 5 月录得 59.2，比 4 月降低 4.3。经济缓慢下行的趋势仍未改变，但服务业依旧为经济提供支撑。

图 25：零售增速继续回落，商品表现较弱 (%)

| 同比 | 2023-04 | 2023-03 | 2023-02 | 2023-01 |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 零售总计 | 1.60 | 2.42 | 5.26 | 7.41 |
| 机动车及零部件 | -0.50 | 0.53 | 0.67 | 3.29 |
| 机动车 | -1.16 | 0.26 | 0.07 | 3.08 |
| 家具和家装 | -6.37 | -3.67 | -0.58 | 6.66 |
| 电子和家用电器 | -7.33 | -5.19 | 1.15 | 4.13 |
| 建筑材料和园林设备 | -3.75 | -4.82 | 1.40 | 1.69 |
| 食品饮料店 | 3.70 | 4.39 | 5.61 | 5.51 |
| 杂货店 | 3.73 | 4.85 | 6.10 | 5.63 |
| 保健和个人护理 | 7.90 | 7.71 | 8.65 | 5.59 |
| 加油站 | -14.55 | -12.95 | -1.04 | 6.29 |
| 服装及服装配饰店 | -2.32 | -2.04 | 3.37 | 9.56 |
| 运动商品、书和音乐、业余爱好品 | -5.40 | 0.79 | 1.78 | 7.25 |
| 日用品商场 | 4.28 | 4.57 | 6.59 | 7.81 |
| 百货公司（不包括租赁部门） | -1.42 | 0.59 | 2.73 | 6.06 |
| 杂货店（含 办公、文具、礼品店） | 2.59 | 1.52 | 4.07 | 9.21 |
| 无店铺商贩 | 8.00 | 7.68 | 8.34 | 5.53 |

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

图 26：消费者信心再度回落



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

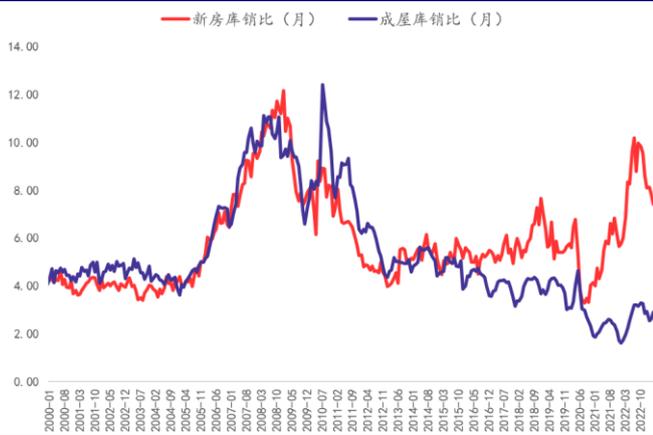
3. 美国地产销售边际改善，但价格同比增速继续放缓

美国 4 月份新屋销售环比录得 4.12%，同比由于低基数上升 11.78%。30 年房贷利率维持在 6% 以上，5 月末接近 6.6%，但新房的边际销售没有受到显著打击，这也反映住房市场大幅下行压力不大。库存方面，截至 4 月有 42.2 万套新房待售，略低于 3 月的 42.6 万套。按照目前销售速度需要大约 7.4 个月消耗完新房供应，比上月的 7.8 个月回落，但 2022 年年初仅为 5.62 个月。已开工新屋从三月的 137 万套上升至 140 万套，新房供给充足利于房价下行，同时也阻止住宅投资继续大幅降低。成屋方面库存和销售压力依旧较弱。住宅市场同样显示了经济短期还有韧性，美国内需不会快速塌方，高利率有必要保持一段时间。

房价保持弱势，房地美房价指数 3 月录得 1.01% 的同比增速，环比 0.27%，比前几个月基本持平。银河房价先行指标依然显示住宅价格同比有继续下降的空间，这主要来源于货币供应的紧缩和利率的高位；不过，房价环比下行的动力弱化，这是由于需求似乎保持了底部改善的趋势，高利率暂时没有显著影响新购买。随着利率保持高位，居民收入继续缓慢放缓，新房销售改善的势头可能不会长期维持。房地产市场价格下行未来将更多集中于商业地产，中小银行相关信贷派生值得关注。

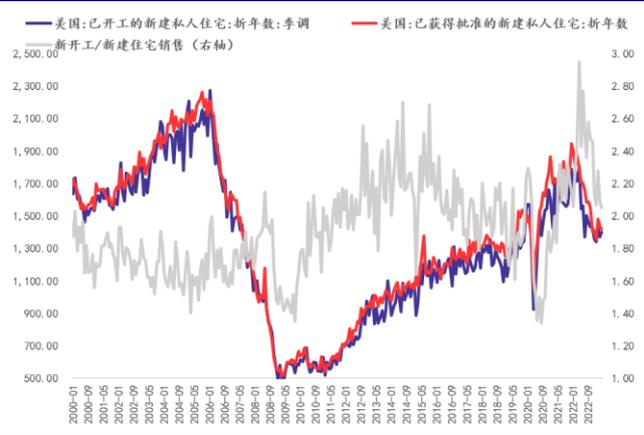
图 27：美国新建住房和成屋库销比

图 28：美国新屋开工（千套）



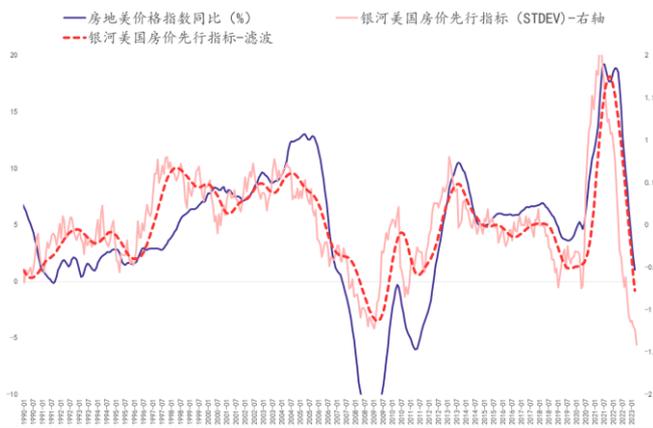
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 29: 领先指标显示房价仍有下行空间



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

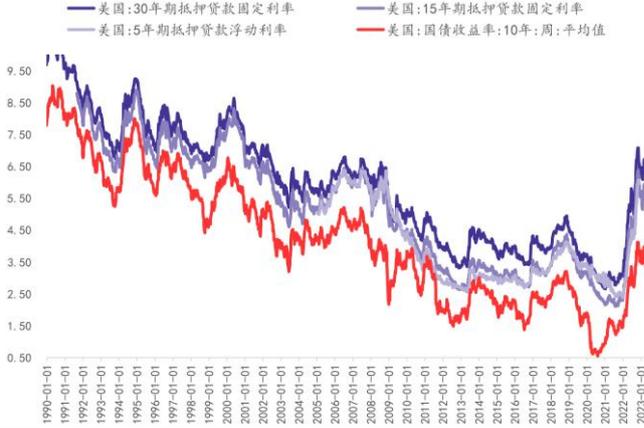
图 30: 房贷利率保持高位 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4. 制造业 PMI 供需底部改善, 非制造业活动减弱但需求仍较强

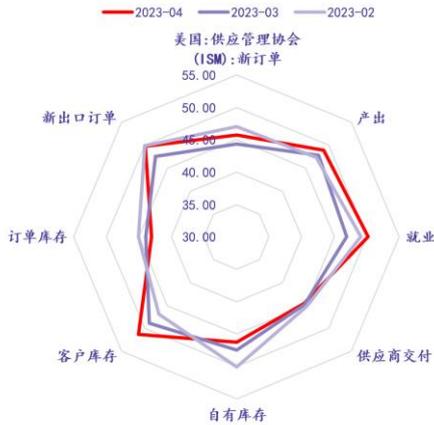
2023 年 4 月份美国 ISM 制造业 PMI 为 47.1, 比上月回升 0.8; 非制造业 PMI 51.9, 环比上行 0.7。5 月 Markit 制造业 PMI 下行 1.7 至 48.5, 保持在不景气区间且明显低于三年均值; 服务业 PMI 回升 1.5 至 55.1, 略高于三年均值。从供需和库存来看, ISM 制造业已经处于底部区间, 供需开始边际扩张的同时自有库存处于低位。虽然如此, 高利率下需求侧可能依然存在压制, 制造业部门短期大概率延续弱势表现。非制造业景气程度比 2022 到 2023 年初有所下滑, 但依然位于扩张区间, 需求依然偏强, 库存水平不高, 这也导致价格没有显著回落。总体上, PMI 所反映的制造与非制造业情况和其他数据一致, 商品相关的制造业已经接近衰退状态且处于底部, 但非制造业因服务需求旺盛而保持扩张, 证明 2023 年维持高利率的必要性。



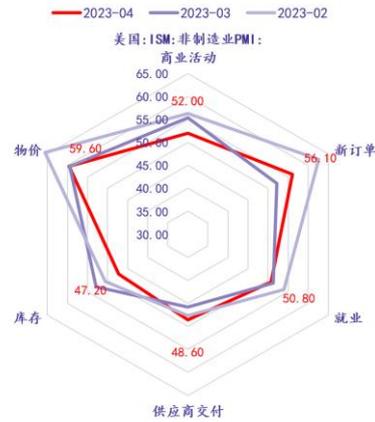
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 31: 美国 ISM 制造业 PMI 及其分项指数 (%)

图 32: 美国 ISM 非制造业 PMI 及其分项指数 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、欧元区：制造业下行反映弱恢复预期受阻，但欧央行维持鹰派态度

(一) 欧央行短期仍然更鹰派，下半年缩表力度加强

欧央行于 5 月放缓加息至 25BP，欧洲主要再融资利率、存款便利利率和边际贷款便利利率分别升至 3.75%、3.25% 和 4.00%。同时，相对谨慎的缩表继续：从 3 月至 6 月，通过停止到期证券再投资的方式缩减资产购买计划 (APP)，月均 150 亿欧元，7 月后预计停止 APP 的到期再投资；疫情紧急购买计划 (PEPP) 将至少持续至 2024 年末。

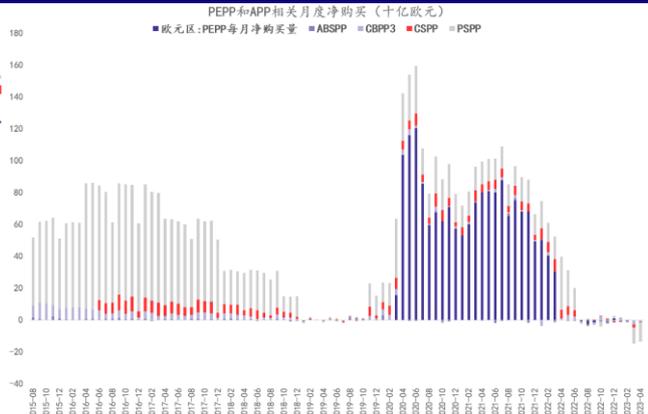
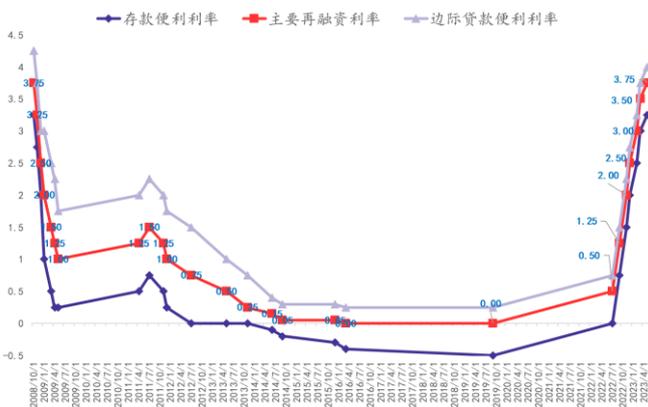
尽管瑞士信贷危机也将金融稳定送入了欧央行的视野，但欧元区的核心通胀似乎比美国更顽固，依然是欧央行的心头大患。这种情况下，6 月份加息 25BP 悬念不大，7 月份是否继续加息还需对通胀和经济增长保持观察，但概率不低。在南欧国家国债收益率已处高位、名义 CPI 开始回落的情况下，欧央行的加息仍有望在夏季结束。

下半年缩表加力，降低继续加息的必要：欧央行 3、4 月份对 APP 的缩减规模基本完全符合计划，3 月净购买降低 146 亿欧元，4 月为 155 亿欧元。5 月会议宣布扩大量化紧缩的规模，从 7 月开始停止 APP 所有到期在投资。下半年 APP 到期资产规模约 1487 亿欧元，也即**下半年 QT 每月平均缩减 250 亿欧元，比现计划增加 100 亿欧元/月⁶**。拉加德表示以 APP 目前庞大的资产规模，以 QT 方式彻底消化大约要 12-15 年时间，这说明 QT 操作短期对流动性影响有限。我们理解 QT 的扩大不仅是保持紧缩的信号，也可以理解为加息的辅助工具，这会降低欧央行在三季度后继续加息的必要，欧央行的加息进程的尾声也开始若隐若现。

图 33: ECB 的主要再融资利率达到 4% (%)

图 34: 欧央行坚定执行缩表计划

⁶ Asset purchase programmes (europa.eu)

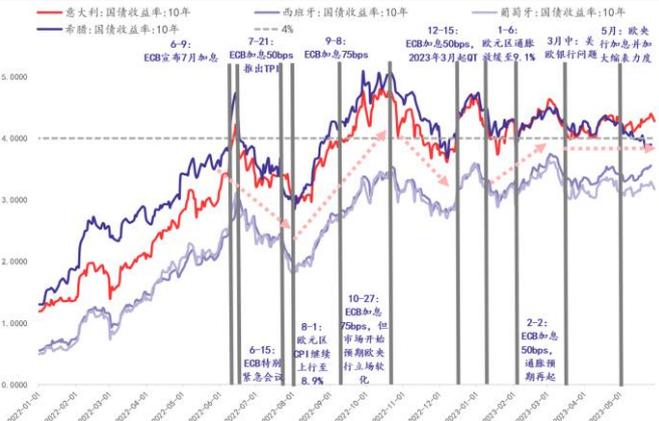
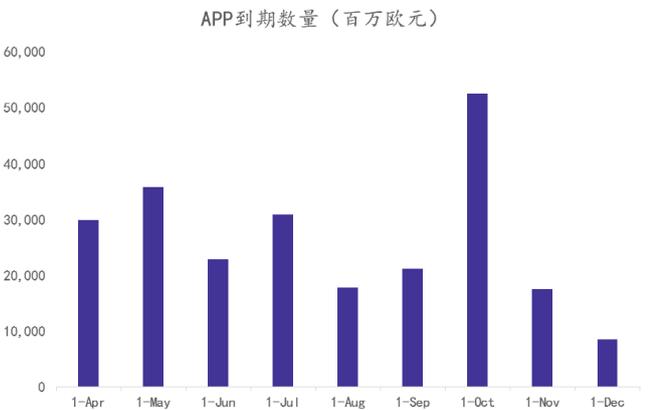


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 35: APP 再购买停止增加 100 亿欧元/月的缩减规模

图 36: 南欧国家国债收益率保持相对稳定



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

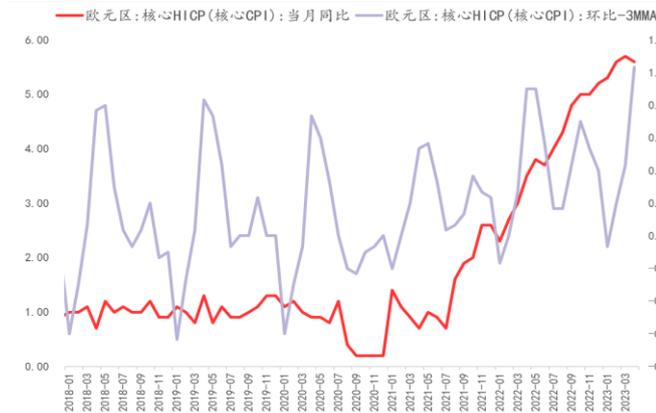
欧洲各国国债相对稳定: 从南欧国债的收益率的近况观察, 缩表开始后其变动幅度相对温和, 在瑞典危机短暂影响下略有抬升, 但已经平复。近期欧央行较为猛烈的加息和缩表并没有使南欧国债收益率再度恶化, 市场对欧央行的鹰派姿态预期较为充分, 且欧债市场没有出现“碎片化”迹象, 金融稳定短期不必过分担忧。欧央行未来至少 50BPS 的加息空间和继续扩大的缩表规模依然对美元形成压力, 因此近期美国加息预期调整后美元难以继续上行, 回落概率相对更大。

(二) 核心通胀问题暂难解决, 是迫使欧央行加息的主要动力

4 月欧元区 HICP 同比增速小幅回升至 7%, 环比 0.7%; 核心 HICP 同比略放缓至 5.6%, 环比仍有 1%, 服务部分同比从 5.1% 上升至 5.2%。从结构上来看, 尽管能源部分放缓, 供给瓶颈导致部分商品价格依然保持较高增速, 服务业价格还有小幅加快。食品的同比增速依然高达 16%, 电力燃气和燃料也有 9.4%, 但放缓趋势明显。服务中, 房价增速有所缓和, 但住宿餐饮和教育仍在加快, 娱乐文化也保持高位。潜在的涨价风险仍然来自于 (1) 供给瓶颈的迟滞效应还在推升商品通胀; (2) 疫情限制弱化增加需求, 特别是服务需求; 能源的影响有所弱化。虽然通胀风险依然较高, 迫使欧央行继续加息, 但核心通胀略有降低的趋势仍是偏积极的信号,

欧央行放缓加息至 25BP 也反映出其至少认可名义通胀整体下行的趋势。在通胀情况比美国更恶劣但利率更低的情况下，欧央行短期需要继续加息，不过欧洲制造业国家最近弱于预期的表现可能限制 7 月后货币政策的紧缩力度。

图 37: 核心通胀没有显著放缓的迹象, 环比依然较强



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: 历史低位的失业率推升服务通胀

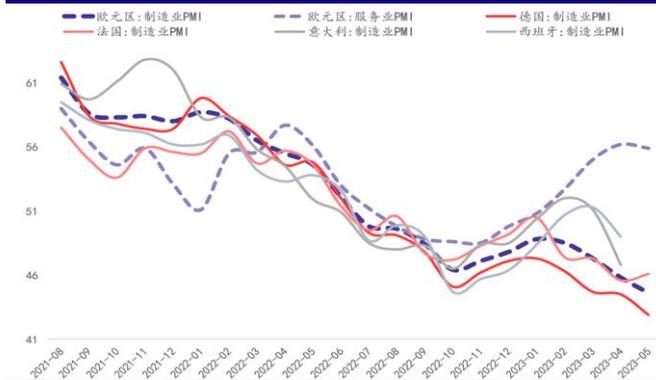


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 欧元区制造业表现较弱, 拖累弱复苏的预期

3 月会议时, 欧央行判断欧元区需求正从低谷缓慢恢复, 并将 2023 年预期 GDP 增速从 0.5% 上调至 1%; IMF 的展望将欧元区 GDP 增速从 2023 年 1 月的 0.7% 小幅上调至 0.8%, 也认同了欧元区艰难复苏的路径。不过, 这种弱恢复更多是由服务业需求带动, 德国一季度 GDP 的下修和多国制造业 PMI 的近况显示经济中的非服务部分可能拖累弱复苏的预期。

图 39: 欧元区国家制造业 PMI 疲弱, 没有延续底部改善 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 40: 欧盟工业生产指数同比增速较低

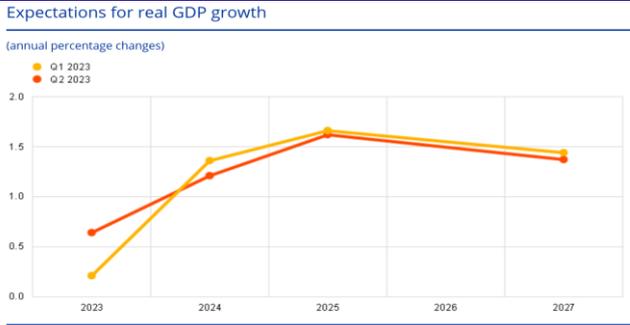


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

一季度欧元区经济环比增长 0.1%, 同比 1.3%; 届时拉加德表示消费需求可能继续保持弱势, 制造业正在处理积压订单但前景可能恶化, 而近期制造业数据印证了这一观点。欧元区 5 月制造业 PMI 继续下行至 44.6, 连续 11 个月处于萎缩区间; 德国 5 月制造业 PMI 走弱至 42.9, 法国保持 46.1 的低位, 意大利和西班牙 4 月数据也均下行。同时, 德国一季度 GDP 同比增速 -0.5%, 环比折年率为 -1.3%, 进入技术性衰退中, 这也反映欧洲制造业国家在高利率环境和供给瓶颈滞后传到下面临的困境。欧央行在二季度经济预测中虽然调高了全年的 GDP 增速至 0.6%, 但分季度预测却低于 3 月议息会议时的估计, 这仍然表明欧元区弱复苏前景受到制造

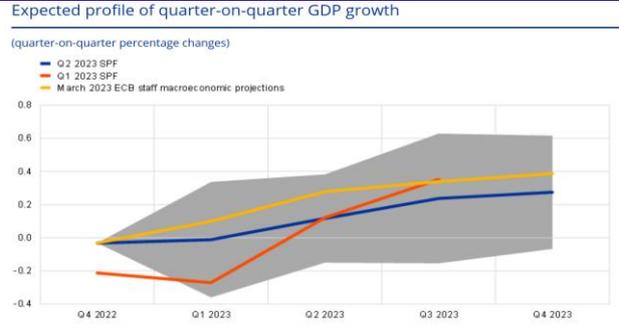
业的拖累。尽管欧元区在服务业韧性的支撑下仍有较高概率避免出现衰退，但制造业疲弱的表现值得警惕。制造业的低位徘徊一方面可能导致欧洲经济恢复逊于预期，另一方面也是阻止欧央行更加鹰派的理由，这依旧支持欧央行短期更鹰，但加息可能在夏季停止的判断。

图 41: 欧元区 GDP 增速预期指向弱恢复 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 42: 2023 年季度 GDP 增速比 3 月预测有所下调



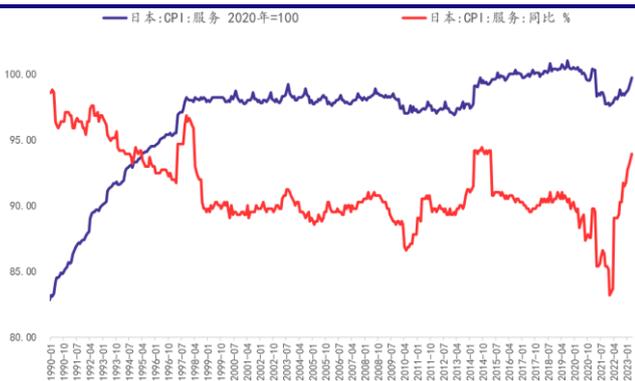
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、日本: 经济改善幅度偏弱, 外资流入推升股市

(一) 日央行继续维持宽松政策, 通胀起色仍不明显

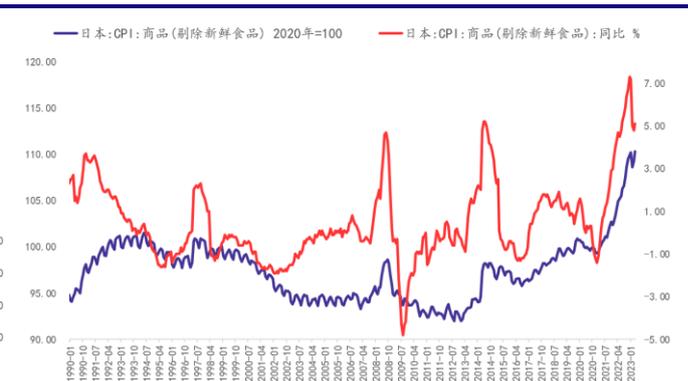
日央行在植田和男的领导下短期仍然维持了超宽松政策, QQE 和收益率曲线控制 (YCC) 继续提供充足的流动性以刺激经济和工资恢复, 但从数据来看效果并不明显, 通胀抬升的可持续性存疑。超宽松政策下日本通胀的抬升确主要来自于能源、食品 and 商品部分, 以输入性为主。名义 CPI 的 4 月同比增速 3.5%, 核心 (日本核心包括食品饮料) 增速 3.4%, 剔除食品饮料后为 2.5%, 服务部分增速仅为 1.7%。

图 43: 日本服务 CPI 增速不高, 绝对水平还未恢复至疫情前



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 44: 商品涨价更明显, 但可持续性存疑

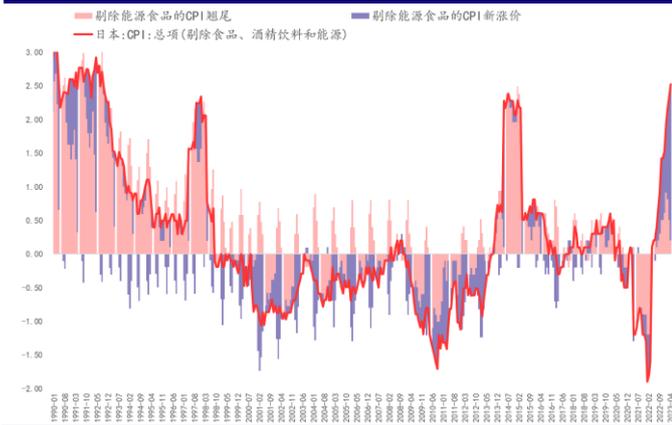


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

与欧美通胀近况不同的是, 日本服务价格依然保持弱势, 尽管其服务同比增速处于历史高位, 但从 CPI 的绝对值来看价格并未恢复到疫情前的水平。商品通胀更加明显, 但可能和欧元区一样收到能源和供给瓶颈滞后传导的影响, 因此其价格上行的持续性存疑。日本 2023 年一

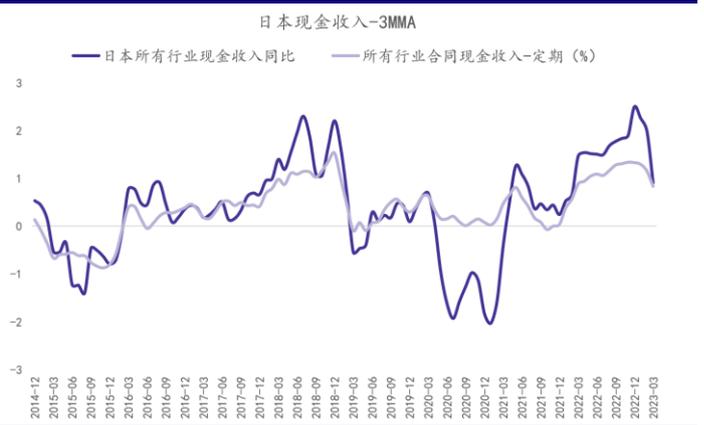
季度的现金收入增速仍不足 2%，而日央行认为 CPI 达到 2% 需要工资增速维持在 3% 左右，目前仍难以达成。当然，CPI 底层反映的基本面弱势对货币宽松政策的维持是好消息，在日元贬值不进一步恶化并冲击经济的情况下，YCC 难以发生明显转向。如前日央行行长白川芳明所提示的，日本经济下行的根本问题是劳动人口的萎缩和企业竞争力的下降，在中长期无法通过超宽松来解决，而是要政策和结构性改革。

图 45: 日本 CPI 的上行的确以新涨价为主 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 46: 现金收入增速并不算高, 不利于通胀在 2% 附近维持



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 日本经济缓慢恢复, 外资涌入股市的可持续性有待观察

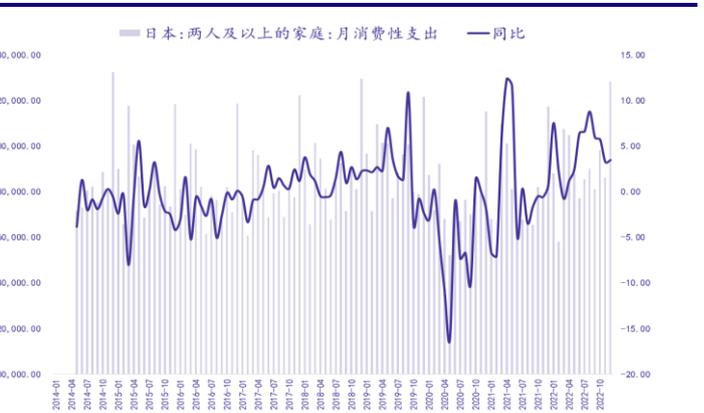
日本一季度 GDP 同比增长 1.31%，环比下降 0.97%，失业率小幅上行至 2.8%；与此同时，日经 225 指数在 5 月底站上 31000 点，创下 30 年来新高。不难发现，日股近期的涨幅主要由外资流入和估值提升贡献，其盈利预期在基本面缓慢修复的情况下尚没有明显起色。日股上涨可能的理由包括：(1) 基本面并不制约超宽松货币政策实施；(2) 美元兑日元升值过程对外资的吸引；(3) 日股不乏现金流稳定和高股息的公司，同时计划提升资本回报率的市场改革也在进行，增加日股吸引力；(4) 从 G7 联盟对华遏制态度考虑，日本战略地位以及对西方产业链重要程度有望在长期提升。尽管如此，日本的经济情况并不出彩，在盈利预期无法显著提升的情况下，日股靠估值抬升上行的势头有待观察。

图 47: 日元贬值与日表现存在正相关性 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 48: 日本两人以上家庭月消费支出 (日元)

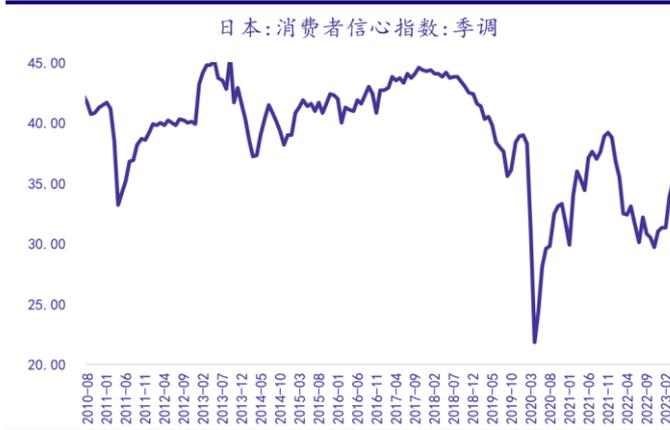


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

日本经济的恢复依旧弱势，利于超宽松政策维持但限制盈利明显改善。日本 4 制造业 PMI 49.5，环比回升 0.3 但仍在萎缩区间；4 月服务业 PMI 为 55.4，前值 55，继续保持扩张。日本制造业依然受到日元贬值带来的价格冲击，但继续从底部缓慢恢复；服务业的景气程度更高，但从服务 CPI 来看涨价基础依然不牢固，消费也没有显示出内需更快恢复。

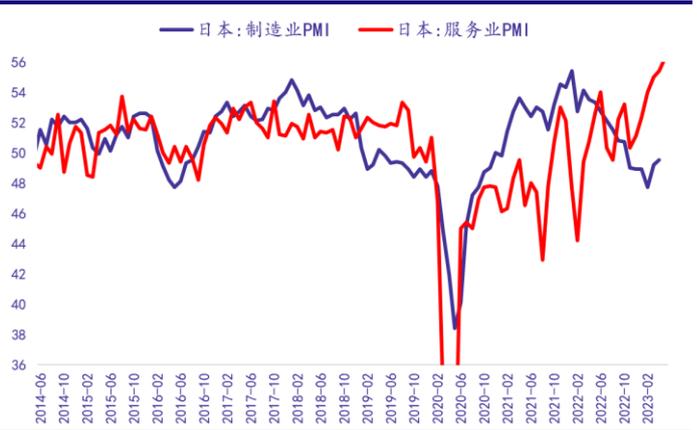
日本消费和居民工资增速恢复动力不强。名义消费总量趋于平稳，没有明显高于疫情前，同比上行依旧反映通胀而非实际支出的扩张，不过消费信心有所改善。4 月消费者信心指数升至 35.4，连续 5 个月回升，但低于疫情前。工资方面，日本 3 月各行业总收入同比增速为 0.82%，基本印证 12 月 4.84% 的增幅是特殊的短期因素，其三月均增速降低至 0.9%。作为对比，日央行更关注的所有行业合同现金收入同比增长 0.83%，比上月的 1.15% 放缓。工资增速依然弱于通胀增速，意味着实际收入并无改善。日本 3 月商业销售额同比增长 13.53，环比增长 17.45%，由于没有季调，反映季节性和基数因素更多。日本两人以上家庭消费性支出 3 月同比增长 1.79%，环比增长 14.89%（前两个月为-9.76%和-8.07%），去除季节性和通胀因素后实际改善不大。

图 49：日本 PMI (%)



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

图 50：日本消费者信心指数



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院整理

工业：日本 4 月份采矿业和制造业工业生产指数同比增长-0.32%，上个月为-5.6%；3 月产能利用率指数上行至 102.6，有所恢复。工业生产的结构上，4 月信息和通信电子设备以及运输设备表现较好，机械和金属类同比普遍负增长。

出口：日本 4 月出口放缓至 2.64%，其 3 月对中国、美国和欧盟出口同比增速（美元计价）分别为-20.8%，-6.12%和-9.81%，环比 13.87%、11.30%和 11.33%。虽然环比由于今年一月份形成的低基数改善明显，但是同比显示了外需的疲弱，美欧的高利率和中国经济复苏动能放缓不利于日本出口改善。商品价格缓解下，日本 4 月美元计价进口额度同比继续降低至-2.34%。

图 51：日本采矿业和制造业指数

图 52：日本进出口金额增速 (%)



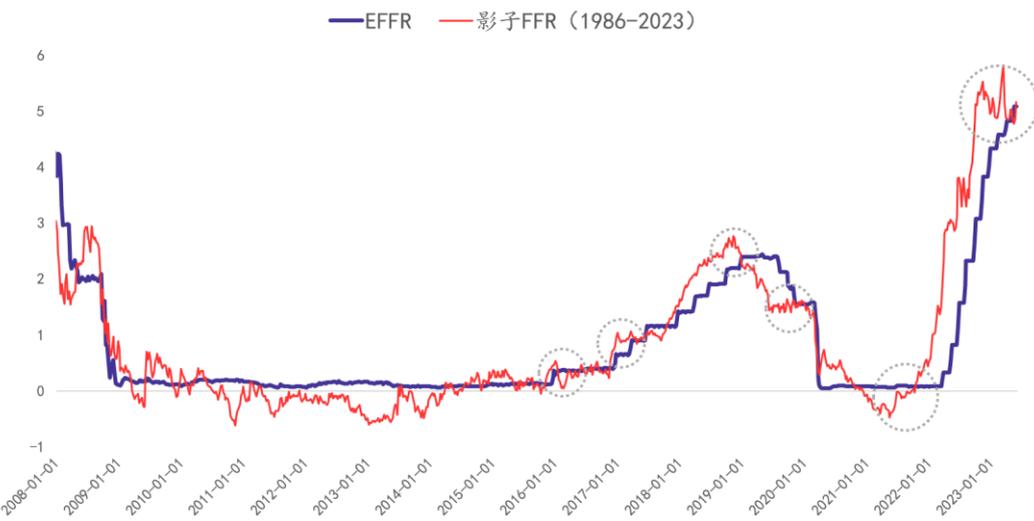
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

四、美国资产对加息预期的调整已经相对到位

截至5月底,美元指数已经反弹至104上方,较为接近硅谷银行问题爆发前105.88的位置;两年美债和十年美债收益率一度达到4.57%和3.82,硅谷银行问题前分别为5.09%和4.09%。美股,特别是纳斯达克指数的上行,主要受到科技企业财报不差以及AI等科技创新带来的估值提振,也即一方面美股盈利预期没有继续下调,另一方面科技进步引发的估值提升带来新一轮的上涨。从CME联邦基金利率期货反映的加息预期看,市场已经计入了6月再度加息25BP以及年内仅降息一次的概率,抛弃了年内多次降息的幻想。因此,在美国债务上限问题可能得到解决、美联储加息路径预期暂时难以提升的情况下,美元和美债收益率的反弹已经相对到位,未来震荡下行的概率更高。我们的基准假设仍是美联储在6月FOMC会议上暂停加息以观察高利率进一步的影响,银行信贷供需两端的紧缩对经济的负面作用也需要保持观察。

图 53: 银河影子 FFR 显示市场对利率预期小幅提升, 但还没有改变利率预期下行的趋势



资料来源: FRB, Fred, Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn