

# 海外周度观察

## 宏观专题研究报告

证券研究报告

### 宏观经济组

 分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
 zhaow@gjzq.com.cn

 分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）  
 chendafei@gjzq.com.cn

 分析师：赵宇（执业 S1130523020002）  
 Zhaoyu2@gjzq.com.cn

## 美、欧、日经济“强弱”的比较

今年全球经济呈现美强欧弱的格局，西方发达国家经济增速趋于下行，日本经济仍复苏上行，下半年，美、欧、日发达经济体格局是否会发生改变？主要驱动因素和压力有哪些？

### 热点思考：美、欧、日经济“强弱”的比较

在疫后复苏周期中，美国经济复苏的弹性和持续性最好，日本居中，欧元区最弱。以产出缺口衡量，美国已基本回到潜在增长路径，欧元区和日本的产出缺口仍为负。2023年上半年，美国和日本经济增速均高于潜在水平，欧元区则出现“技术性衰退”。结构上，美国的增长主要来自消费，日本为投资，欧洲为出口。

预期方面，市场对三大经济体的经济增长均较为乐观。7月IMF经济展望上调了美欧日2023年的GDP增速，美国由4月的1.6%上调至1.8%，欧元区及日本分别上调0.1%。彭博一致预测显示，欧元区和日本的经济增速的低点或早于美国，日本GDP同比或于今年二季度触底，欧元区为三季度，美国为2024年二季度触底。

预期转乐观并非“空穴来风”，“软指标”和价格等领先指标均显示总需求或回暖。美欧日的消费者信心均有好转，欧洲消费者信心提升较快，自去年9月到今年7月提升了13个点，日本消费者信心已修复至接近疫情前水平，CRB现货同比增速领先美、欧、日PPI增速6到12个月，前者已于今年4月触底回升，美国周期股也已在交易经济周期触底。货币紧缩周期接近尾声，以及财政仍有发力是过去一段时间美、欧、日预期好转的重要解释。从OIS隐含的政策利率看，美联储及欧央行或于明年一季度降息。其次，美联储加息难以影响存量贷款利率，当前有效抵押贷款利率尚未明显上升，导致货币政策向信贷传导的滞后。最后，美、欧、日今年初的财政支出增速仍有上升。

乐观预期最终能否兑现？消费者信心的提升将可能使美欧日的消费从中受益，日本的确性较高，美欧消费仍处于寻底的过程中。欧元区消费者信心领先欧元区零售消费同比4到8个月；美国消费者信心同比领先美国核心零售同比6到12个月。日本今年消费者信心与零售同比增速均上升，美国、欧洲消费增速触底时间仍需观察。

CRB增速领先美欧日库存周期，价格触底回升可能带动库存增速上升，日本库存受益的确定同样较高。CRB同比领先美国、欧洲库存增速6个月左右，领先日本库存增速10个月左右。当前，日本库存投资增速仍处于补库阶段，美欧去库存周期底部尚未完全确立，日本库存投资增速从价格企稳中受益的确定性较高。

从修复的压力和持续性来看，短期内，日本信贷收缩压力相对较低，修复持续性好于美国及欧洲，欧洲信贷收缩的压力最大，但中期内，日本存在货币政策收敛的压力。当前，欧元区信贷增速最低，美国信贷增速已回落，日本信贷增速尚处于周期顶部，信贷收缩压力较低。但随着核心通胀上升，中期内，日本货币政策仍倾向于收缩，引起信贷收紧。

### 海外事件&数据：日本意外调整YCC，美国通胀进一步降温

7月28日，日央行议息会议超预期调整收益率曲线控制（YCC），将10年期日债收益率波动区间实质性放宽至1%。当利率触及上限，央行将以1%的固定利率购债，波动区间实质性被放宽至1%。

美国6月通胀进一步降温。美国6月PCE物价指数同比上涨3.0%，预期3.0%，前值3.8%；环比增0.2%，预期0.2%，前值0.1%。剔除食品和能源后，6月核心PCE物价指数同比上涨4.1%，为2021年10月以来最小增幅。

美国7月Markit制造业PMI回升至49，前值46.3。欧元区7月制造业PMI下降至42.7，前值43.4，其中德国回落幅度最大，录得38.8，前值40.6；法国录得44.5，前值46。美国7月Markit服务业PMI回落至52.4，前值54.4。

### 风险提示

俄乌战争持续时长超预期；稳增长效果不及预期；疫情反复。

## 内容目录

一、美、欧、日经济“强弱”的比较 .....	5
(一) 美欧日的现实：下行压力未缓解，美国修复较好，日本居中，欧洲最差 .....	5
(二) 美欧日的预期：日本、欧洲、美国或将相继触底，信心与 CRB 指标领先回升 .....	7
(三) 美欧日预期与现实的分歧？欧洲压力大，日本仍有修复动力 .....	10
二、海外基本面&重要事件 .....	13
(一) 货币与财政：日本意外调整 YCC 政策 .....	13
(二) 生产与就业：美国二季度 GDP 超预期，欧洲 PMI 走弱 .....	13
(三) 消费与出行：美国红皮书零售增速回落 .....	15
(四) 通胀与能源：美国 PCE 进一步回落，二季度劳动力市场正在逐渐降温 .....	16
(五) 地产与信贷：美国 6 月新房销售回落 .....	18
风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1：美、欧、日产出缺口，美国产出缺口为正且超出疫情前，日本、欧洲均为负 .....	5
图表 2：美、欧、日 GDP 环比增速，美日较好，欧洲较差 .....	6
图表 3：美国 GDP 环比及拉动，消费拉动率更高 .....	6
图表 4：欧元区 GDP 环比及拉动，净出口拉动率最高 .....	6
图表 5：日本 GDP 环比及拉动，库存投资贡献大 .....	6
图表 6：美欧日制造业 PMI 均下滑 .....	6
图表 7：美欧日服务业 PMI 读数回落 .....	6
图表 8：美、欧、日失业率比较，均处于历史低位 .....	7
图表 9：美欧日薪资增速比较，日欧上涨，美国回落 .....	7
图表 10：美欧日 CPI 比较，美国去通胀较快 .....	7
图表 11：美欧日核心 CPI 比较，日本核心 CPI 仍上涨 .....	7
图表 12：IMF 上修美欧日经济增速 .....	8
图表 13：彭博一致预期美国 GDP 增速 .....	8
图表 14：彭博一致预期欧元区 GDP 增速 .....	8
图表 15：彭博一致预期日本 GDP 增速 .....	8
图表 16：美联储预测全年 GDP 增速为 1% .....	9
图表 17：亚特兰大联储 GDPNow 预测 Q2 增速为 2.4% .....	9
图表 18：美欧日消费者信心均好转 .....	9
图表 19：美国、日本企业信心好转，欧洲变差 .....	9

图表 20: CRB 同比领先美欧日 PPI 增速	9
图表 21: 美国周期股已在交易周期触底	9
图表 22: 美联储及欧央行货币紧缩接近尾声	10
图表 23: 美国有效贷款利率上升缓慢, 信贷传导滞后	10
图表 24: 90%以上二手房主承担的贷款利率在 6%以下	10
图表 25: 美欧财政支出增速回升, 日本年初小幅回升	10
图表 26: 美国消费者信心领先消费增速 6 到 12 个月	11
图表 27: 欧元区消费者信心领先消费增速 4 到 8 个月	11
图表 28: 日本消费者信心与消费增速	11
图表 29: 美欧日收入增速今年仍然有所上升	11
图表 30: CRB 价格领先欧洲库存	12
图表 31: CRB 价格领先美国库存	12
图表 32: CRB 价格领先日本库存	12
图表 33: 本轮美国库存周期, 价格因素回落幅度更大	12
图表 34: 日本货币政策趋向于收缩	12
图表 35: 欧洲信贷压力更大	12
图表 36: 日本 YCC 政策的实施与调整	13
图表 37: 4 月以来日本并未因触及上限而启用购债工具	13
图表 38: 美国二季度 GDP 增 2.4%, 前值 2%	13
图表 39: 7 月欧美制造业 PMI 分化, 美国回升, 欧元区持续回落	14
图表 40: 7 月服务业 PMI 美国和欧元区各国均走弱	14
图表 41: 7 月欧美综合 PMI 下行	14
图表 42: 美国红皮书零售同比-0.4%, 前值-0.2%	15
图表 43: 美国红皮书零售增速弱于季节性	15
图表 44: 美国纽约交通拥堵情况回落	15
图表 45: 德国航班飞行次数高于 2022 年	15
图表 46: 德国 7 月外出用餐人数同比升至 6%	15
图表 47: 美国 TSA 安检人数回升	15
图表 48: 美国 6 月 PCE 物价指数同比、环比及其结构	16
图表 49: 美国 6 月商品项价格进一步回落, 整体 PCE 物价指数进一步放缓	17
图表 50: 美国 6 月商品各分项同比进一步回落	17
图表 51: 美国 6 月服务分项基本处于去通胀	17
图表 52: 美国第二季度劳工成本指数进一步走软	18
图表 53: 美国第二季度劳动力市场正在逐渐降温	18
图表 54: 美国 5 月 FHFA 房价整体回落, 太平洋地区回升	18

图表 55: 美国 6 月新屋销售回落.....	18
图表 56: 美国前 20 城房价降幅高于预期.....	19
图表 57: 美国 5 月 FHFA 房价指数回落.....	19

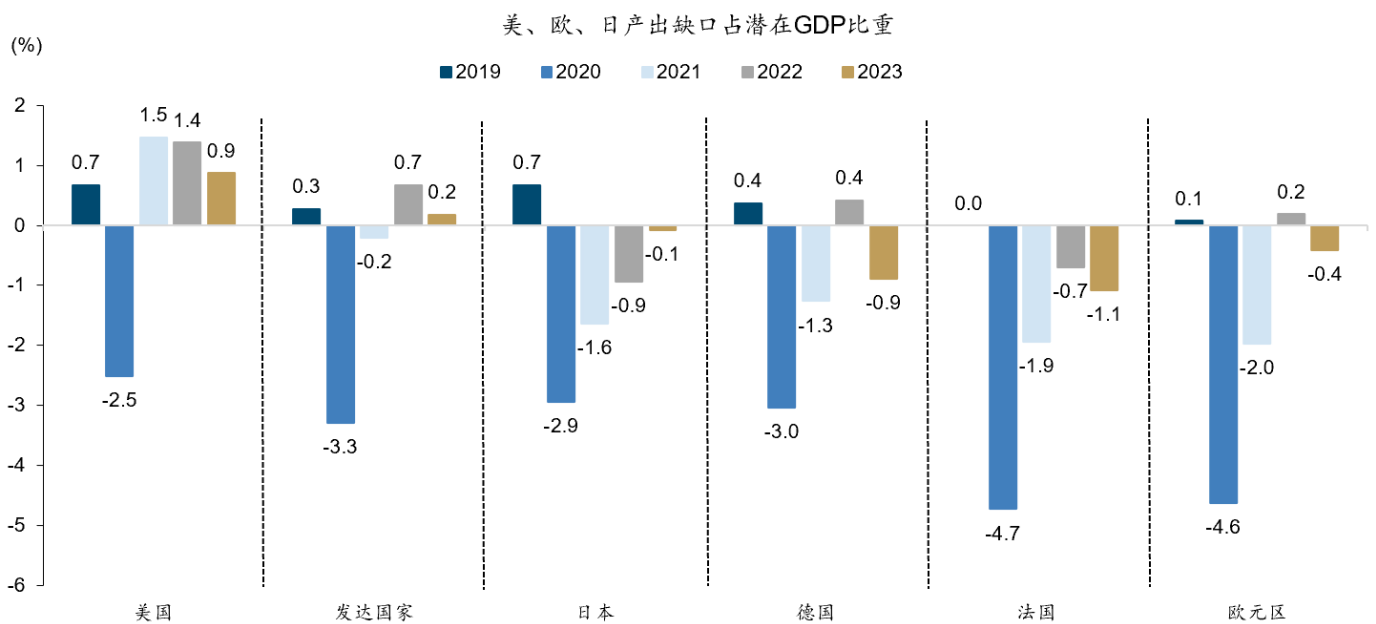
今年全球经济呈现美强欧弱的格局，西方发达国家经济增速趋于下行，日本经济仍复苏上行，下半年，美、欧、日发达经济体格局是否会发生改变？主要驱动因素和压力有哪些？

## 一、美、欧、日经济“强弱”的比较

### （一）美欧日的现实：下行压力未缓解，美国修复较好，日本居中，欧洲最差

今年发达经济体仍弱于疫情前，美国修复较好，日本居中，欧洲最差。产出缺口衡量经济体实际产出与潜在产出之间差距，以产出缺口衡量美国、欧洲、日本的整体修复状态，可以发现发达经济体产出缺口经过 2021 及 2022 两年的修复后，2023 年趋于回落，当前仍未回到 2019 年疫情前的水平。2023 年发达经济体产出缺口占 GDP 比重为 0.2%，低于 2019 年的 0.3%。截面上，美国修复最好，产出缺口已超 2019 年，欧洲最差，日本居中（美国>日本>欧洲），欧洲地区中，德国略好于法国。趋势上，美国和欧洲 2023 年产出缺口均回落，日本仍处于产出缺口尚未回正，向上修复的过程中。

图表1：美、欧、日产出缺口，美国产出缺口为正且超出疫情前，日本、欧洲均为负

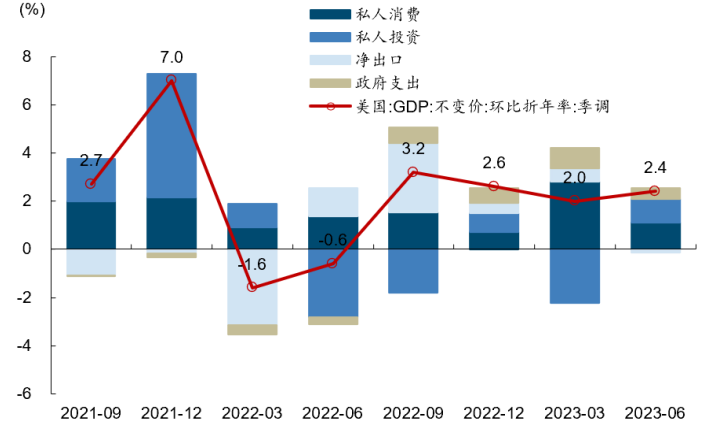
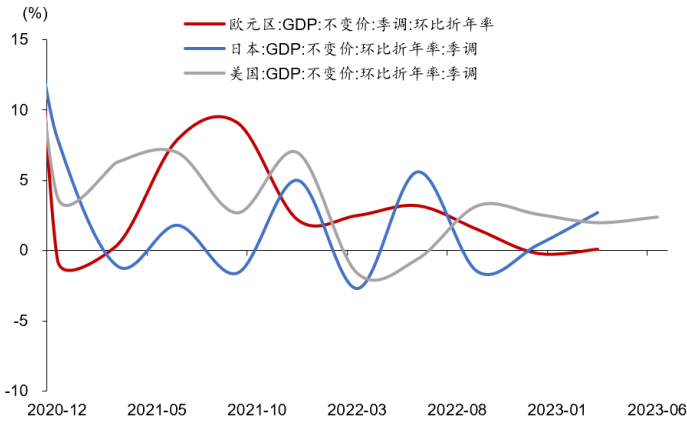


来源：Bloomberg、国金证券研究所

今年，美国增长主要拉动项为私人消费，日本依靠库存投资，欧洲则更依靠出口。GDP 相对增速方面，美国、日本 GDP 增速较高，欧洲 GDP 增速较差。今年一季度，美国 GDP 环比折年增 2%，日本 2.7%，欧元区增 0.1%。从趋势上看，日本修复势头较强，GDP 增速连续两个季度回升，欧洲则明显下行，由去年二季度的 3.2% 降至今年一季度的 0.1%。增长结构上，日本库存投资贡献较大，拉动日本一季度 GDP 增长 1.6 个点，净出口拉动则回落。美国 GDP 近两个季度环比拉动率最高的分项均为私人消费，分别拉动一、二季度 GDP 2.8 和 1.1 个点。欧洲则更依赖出口，消费及库存投资的拉动率已连续两个季度为负，一季度欧元区 GDP 环比增速为 0% 的情况下，净出口拉动率达 0.75 个点。

图2: 美、欧、日 GDP 环比增速, 美日较好, 欧洲较差

图3: 美国 GDP 环比及拉动, 消费拉动率更高

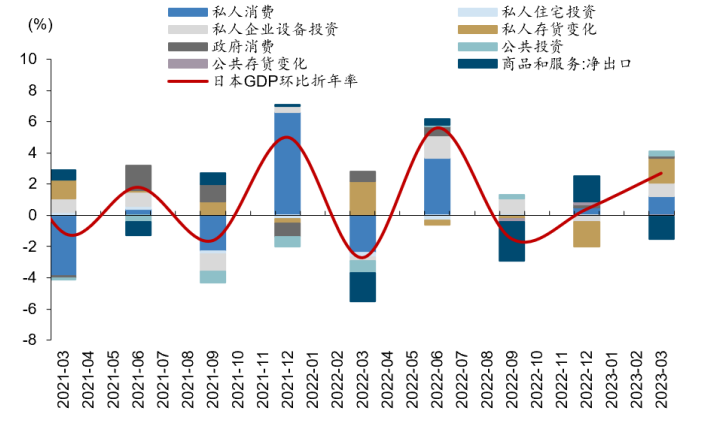
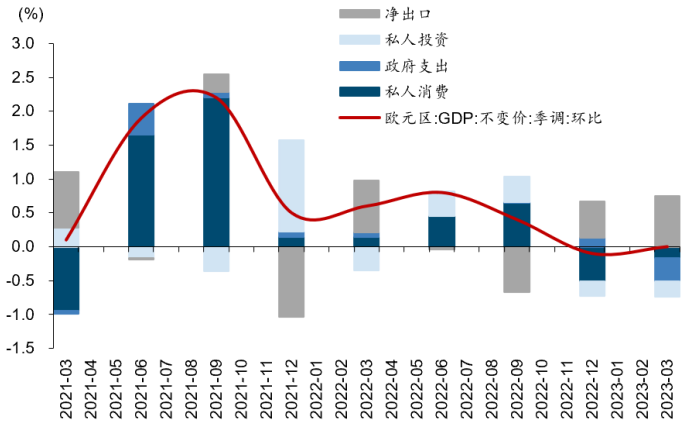


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图4: 欧元区 GDP 环比及拉动, 净出口拉动率最高

图5: 日本 GDP 环比及拉动, 库存投资贡献大



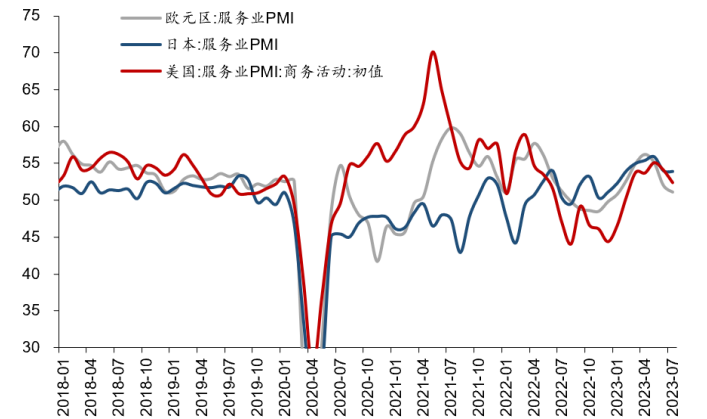
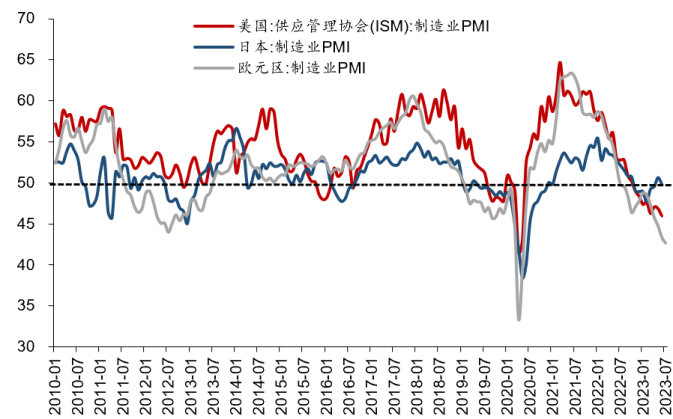
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

美、欧、日经济增长的边际趋势上均出现了走弱压力, 欧洲下行压力更大。制造业方面, 欧元区制造业 PMI 下行幅度最大, 截至 7 月已连续半年下滑, 降至 42.7%, 美国其次, 截至 6 月美国 ISM 制造业 PMI 回落至 46%, 日本制造业表现好于美、欧, 但 6 月日本制造业 PMI 同样出现下滑, 由荣枯线以上降至 49.8%。服务业方面, 5 月份, 美、欧、日服务业 PMI 读数均下滑, 欧元区降至 51%, 日本降至 53.9%, 美国降至 52.4%。

图6: 美欧日制造业 PMI 均下滑

图7: 美欧日服务业 PMI 读数回落



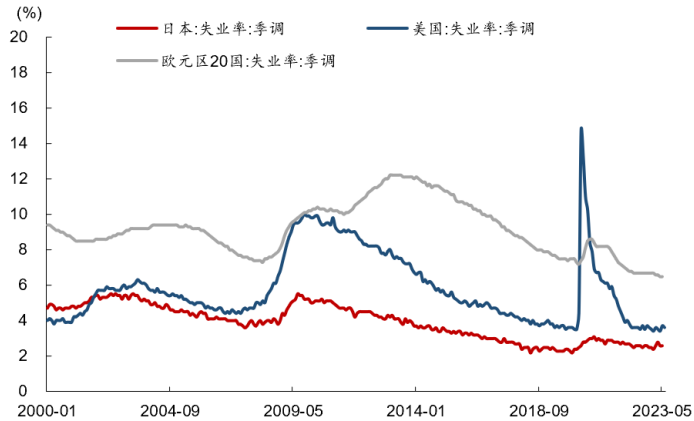
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所



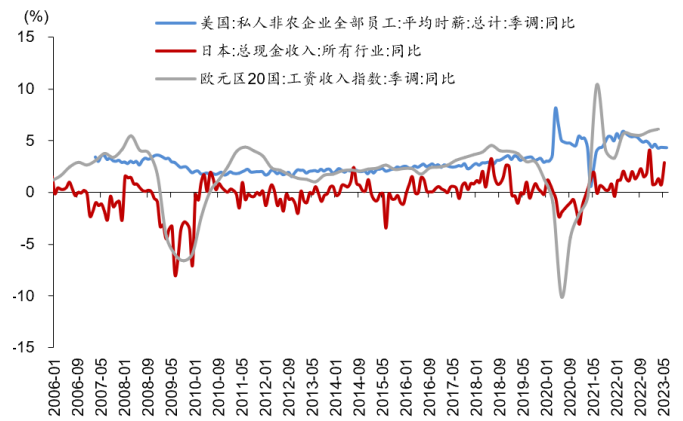
薪资及通胀方面，日本通胀压力较高，美国去通胀进程则较为领先，欧洲去通胀节奏慢于美国。劳动力市场上，美国、欧洲、日本的失业率均处于历史低位，截至5月，日本失业率降至2.6%，美国3.7%，欧元区为6.5%。薪资增速上，今年以来，欧元区及日本薪资增速仍然有所上涨，日本各行业总现金收入增速由年初的0.8%升至5月的3%，欧元区一季度工资收入增速升至6%，美国薪资增速则缓慢回落。去通胀进程方面，美欧去通胀领先日本，日本的核心CPI通胀仍在处于高位，或将制约日本的宽松货币政策。

图表8: 美、欧、日失业率比较, 均处于历史低位



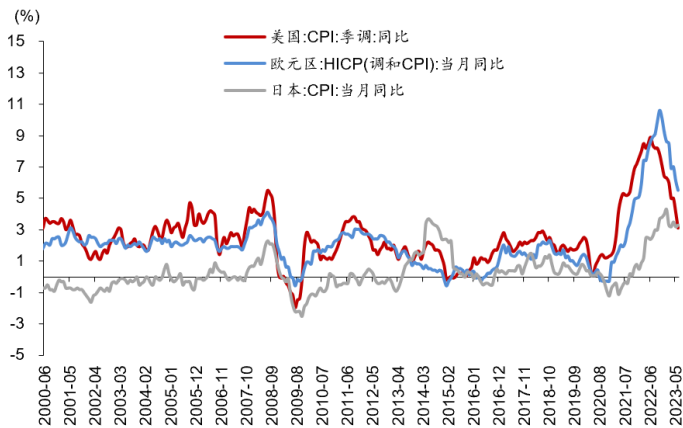
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表9: 美欧日薪资增速比较, 日欧上涨, 美国回落



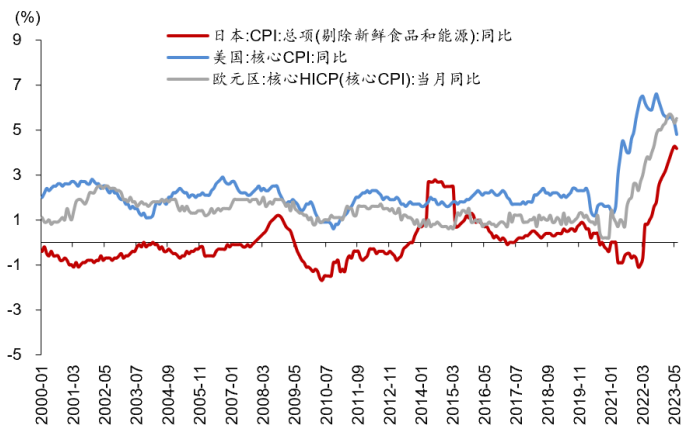
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表10: 美欧日CPI比较, 美国去通胀较快



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表11: 美欧日核心CPI比较, 日本核心CPI仍上涨

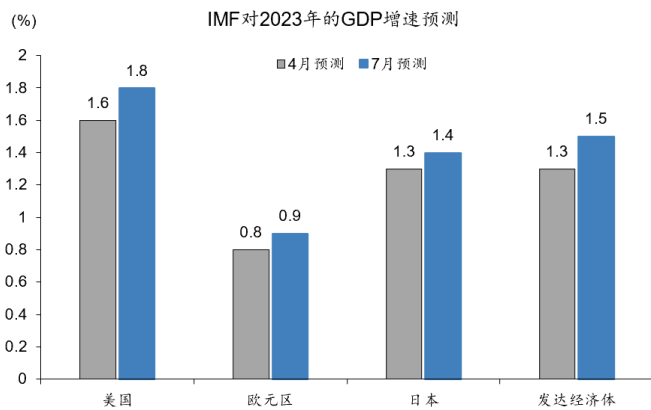


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

## (二) 美欧日的预期: 日本、欧洲、美国或将相继触底, 信心与CRB指标领先回升

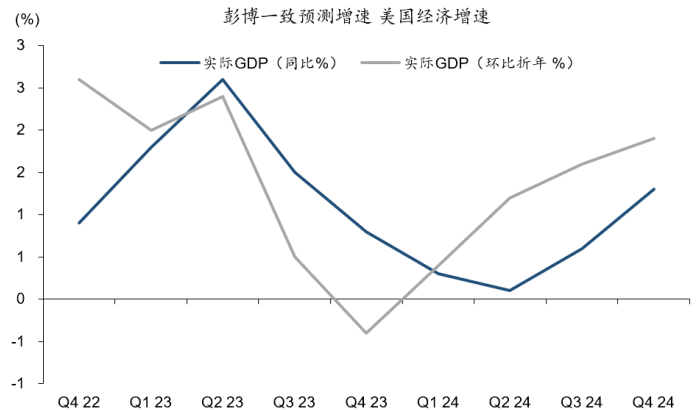
与现实的压力相反, 市场的预期较为乐观, 美欧日整体增速上修, 日本GDP同比或于今年二季度触底, 欧元区为三季度, 美国明年二季度触底。7月IMF上调了美欧日的2023年增速预测, 美国增速由4月的1.6%上调至1.8%, 欧元区及日本增速分别上调0.1%。从彭博一致预测反映的市场预期来看, 日本和欧元区的GDP同比增速触底时间或将早于美国。美国GDP同比增速触底时间或为2024年第二季度, 日本可能于今年二季度同比触底, 二季度GDP同比增速预计为0.7%, 欧元区或将于三季度到达0.2%的低点。

图表12: IMF上修美欧日经济增速



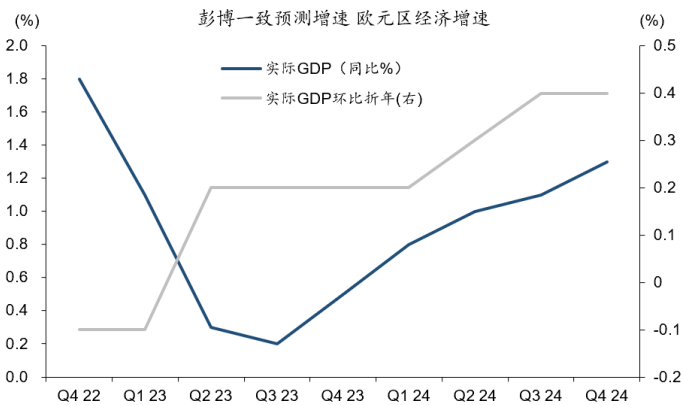
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表13: 彭博一致预期美国 GDP 增速



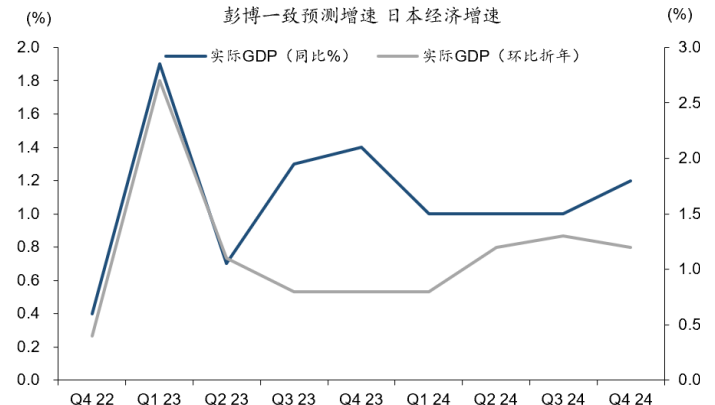
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表14: 彭博一致预期欧元区 GDP 增速



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表15: 彭博一致预期日本 GDP 增速

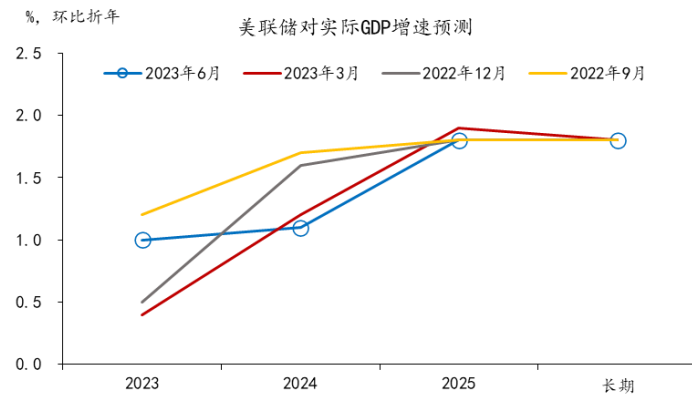


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

官方预期同样较为乐观,美联储6月上调经济增速预测,且今年不再预期衰退。7月,FOMC议息会议上,鲍威尔称美联储已不再预计经济衰退。美联储6月经济预测摘要将今年美国的GDP增速从0.4%上调至1%。亚特兰大联储GDPNow预测Q2的实际GDP增速或反弹至2.4%。6月一级交易商调查(Primary Dealer Survey)对2023年美国实际GDP增速的预测为0.4%,较5月调查上升0.2个百分点。6月市场参与者调查(Market Participant Survey)认为2023年美国实际GDP增速为0.5%。

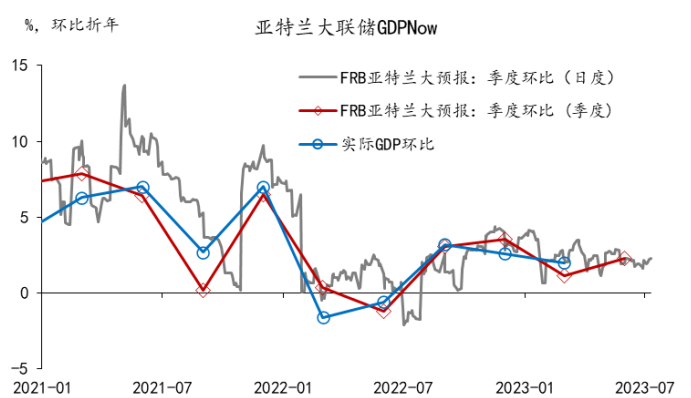


图表16: 美联储预测全年GDP增速为1%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

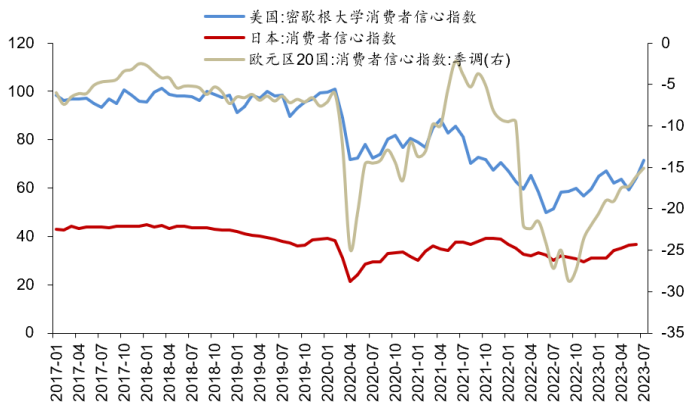
图表17: 亚特兰大联储GDPNow预测Q2增速为2.4%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

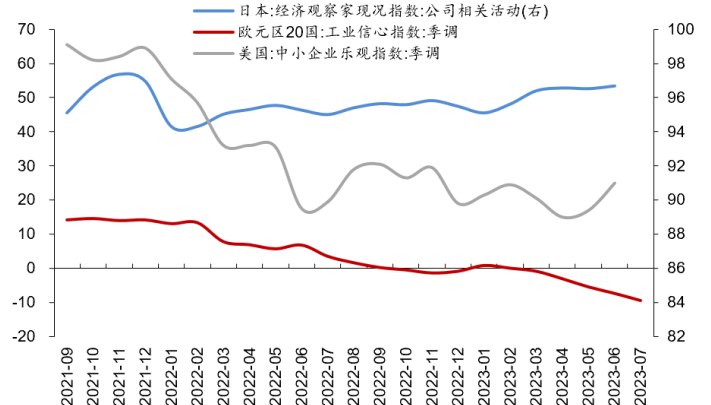
从结构上看, 消费者信心、CRB 大宗商品价格增速领先回升。美国、欧洲及日本的消费者信心今年以来均有好转, 其中, 欧洲消费者信心提升较快, 自去年9月到今年7月提升了13个点, 日本消费者信心已修复至接近疫情前水平, 今年6月升至36.8, 距2019年全年均值38.9仅差2.1个点。另一方面, 美国、日本企业信心也有好转, 但欧洲企业信心仍在走弱。价格层面, CRB 现货综合指数同比增速领先美、欧、日PPI增速6到12个月, 前者已于今年4月触底回升, 反映在股市上, 美国周期股也已在交易经济周期触底。

图表18: 美欧日消费者信心均好转



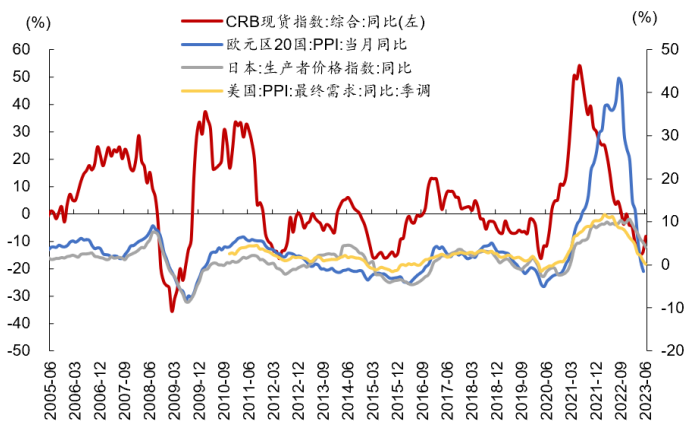
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表19: 美国、日本企业信心好转, 欧洲变差



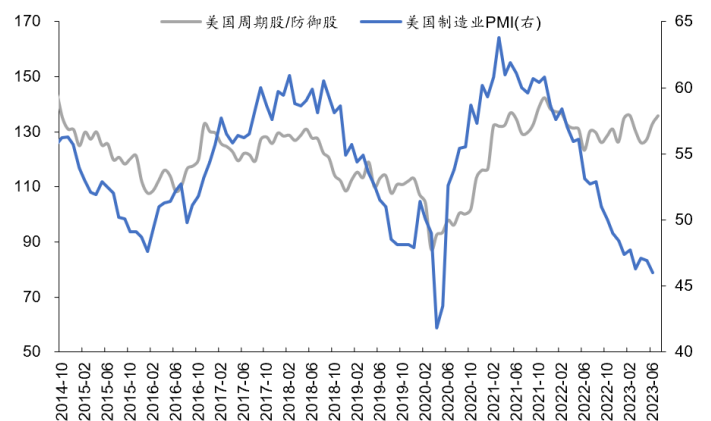
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表20: CRB 同比领先美欧日 PPI 增速



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表21: 美国周期股已在交易周期触底

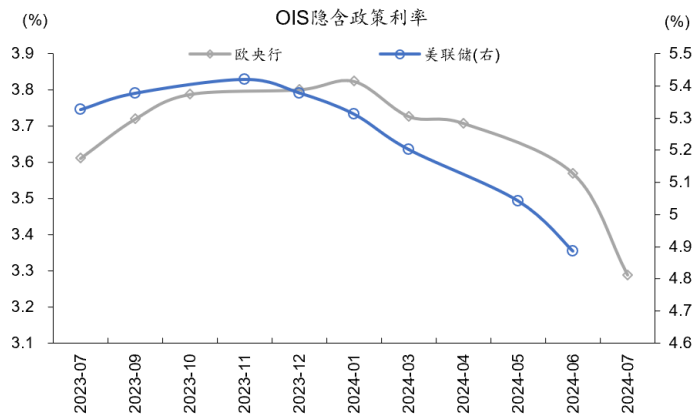


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

### （三）美欧日预期与现实的分歧？欧洲压力大，日本仍有修复动力

货币紧缩周期接近尾声、货币向信贷传导的滞后、财政仍有发力是过去一段时间美、欧、日预期好转的主要解释。从 OIS 隐含的政策利率看，美联储及欧央行可能在明年一季度降息。其次，2008 年大危机之后，美国浮动利率住宅抵押贷款占比快速下降，美联储加息难以影响存量贷款利率。截止到 2023 年 1 季度，按揭利率超过 6% 的占比仅为 7.1%，而低于 3% 的占比为 30%，3-4% 之间的占比为 39%，导致货币政策向信贷传导的滞后。最后，美、欧、日的财政支出增速仍有上升。

图表22：美联储及欧央行货币紧缩接近尾声



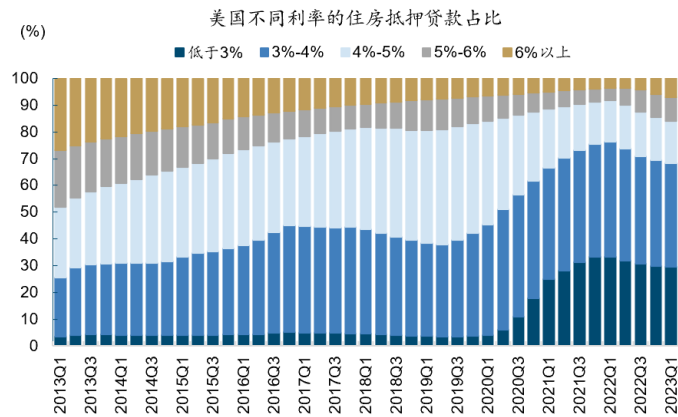
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表23：美国有效贷款利率上升缓慢，信贷传导滞后



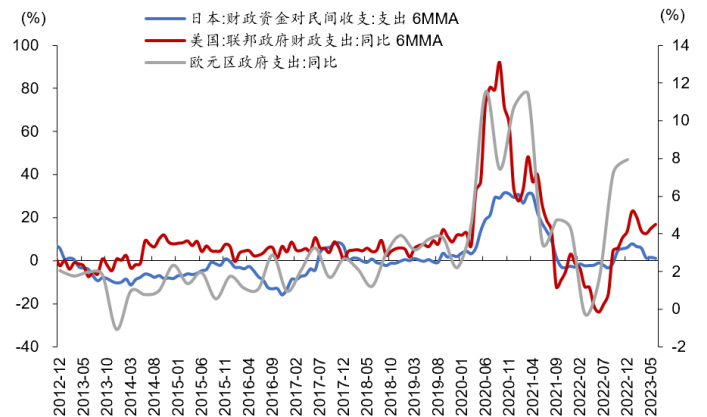
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表24：90%以上二手房主承担的贷款利率在6%以下



来源：Bloomberg，国金证券研究所

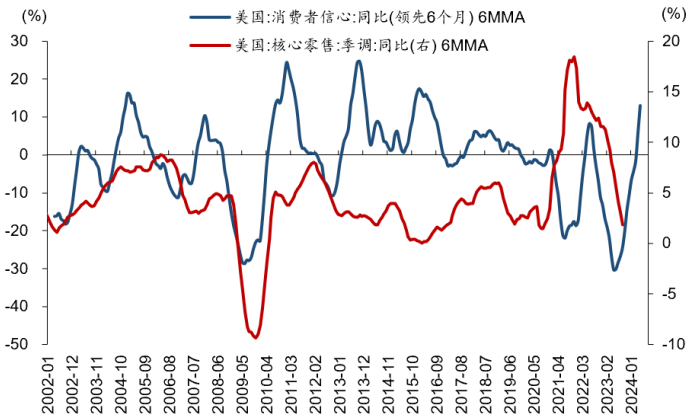
图表25：美欧财政支出增速回升，日本年初小幅回升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

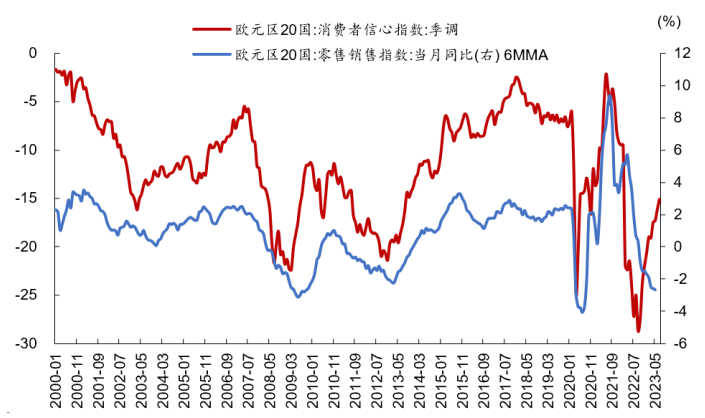
从预期好转的驱动力来看，消费者信心的提升将可能使美、欧、日的消费从中受益，日本的不确定性较高，美国及欧洲仍处于寻底的过程中。美欧日消费者信心与消费增速均存在正相关关系。以往的领先滞后关系显示，欧元区消费者信心领先欧元区零售消费同比 4 到 8 个月；美国消费者信心同比领先美国核心零售增速 6 到 12 个月。日本今年消费者信心与零售同比增速均已上升，美国、欧洲消费者信心也于去年下半年触底回升，但消费增速触底的时间仍需观察。

图表26: 美国消费者信心领先消费增速6到12个月



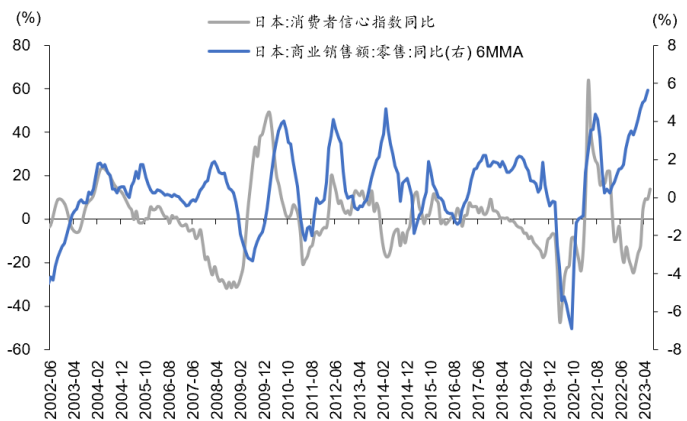
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表27: 欧元区消费者信心领先消费增速4到8个月



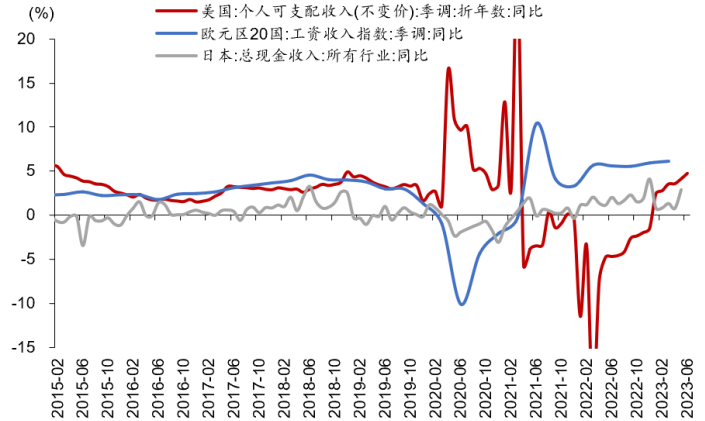
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表28: 日本消费者信心与消费增速



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

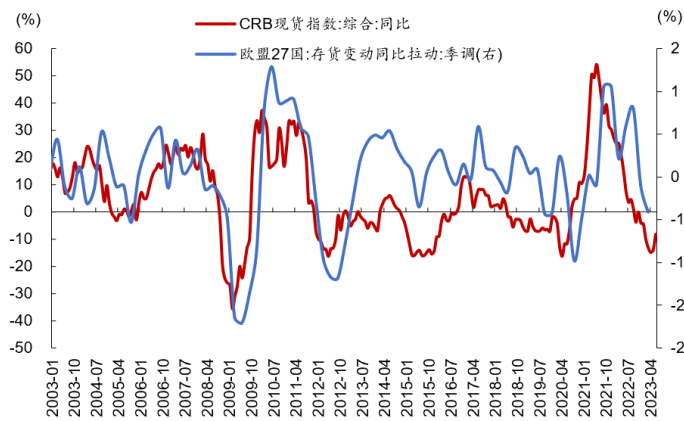
图表29: 美欧日收入增速今年仍然有所上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

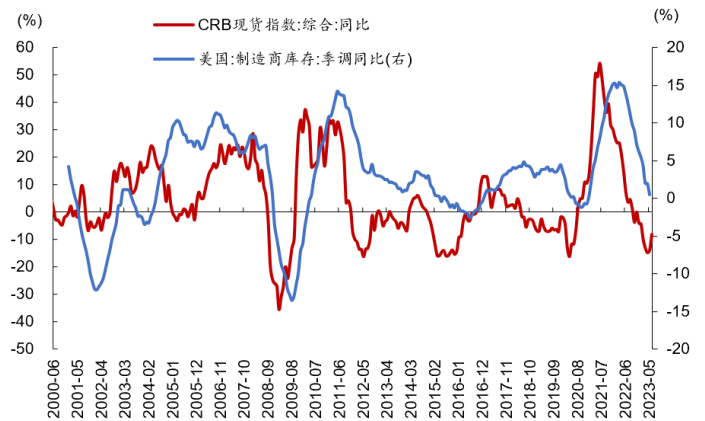
CRB 价格反映的大宗商品价格增速领先美欧日库存周期, 价格触底回升可能带动库存增速上升, 日本库存受益的确定性同样较高。库存周期既受到量的影响, 也受价格的影响。过去一年, 美国库存周期明显回落, 这当中, 价格因素下降了近 10 个百分点, 实际库存仅回落了约 5 个百分点, 反映价格对库存周期的拖累较明显。但今年 4 月份后, CRB 指数同比出现触底迹象, CRB 同比领先美国、欧洲库存增速 6 个月左右, 领先日本库存增速 10 个月左右。当前, 日本库存投资增速仍处于补库阶段, 美欧去库底部尚未完全确立, 日本库存投资从价格企稳中受益的确定性较高。

图表30: CRB 价格领先欧洲库存



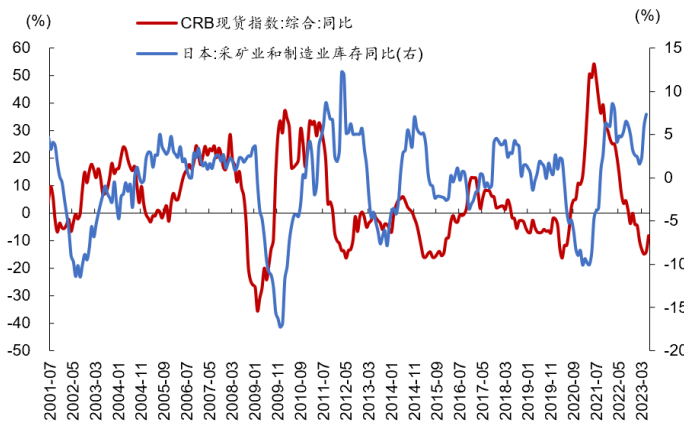
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: CRB 价格领先美国库存



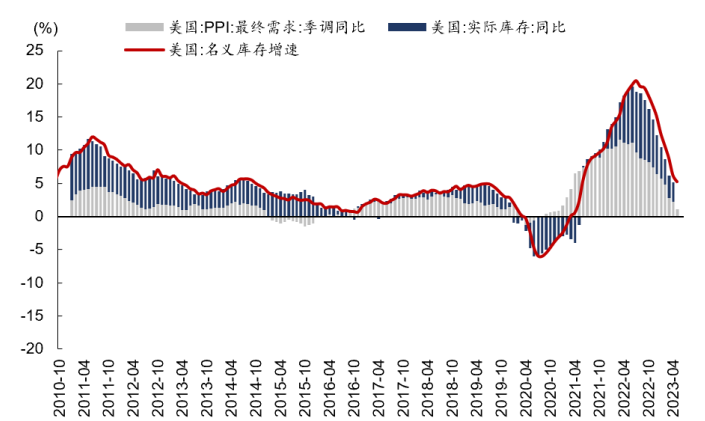
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表32: CRB 价格领先日本库存



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

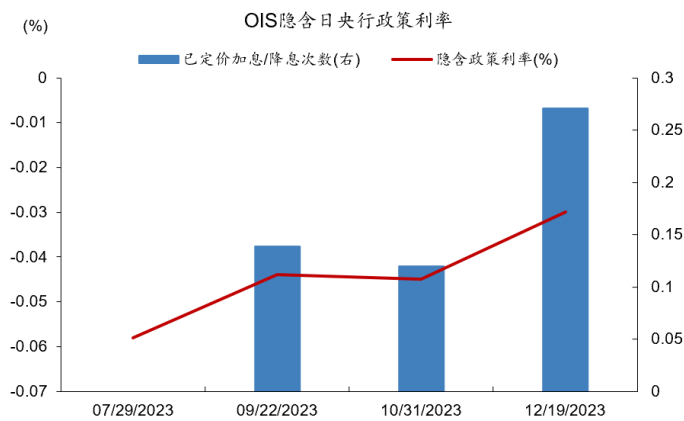
图表33: 本轮美国库存周期, 价格因素回落幅度更大



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

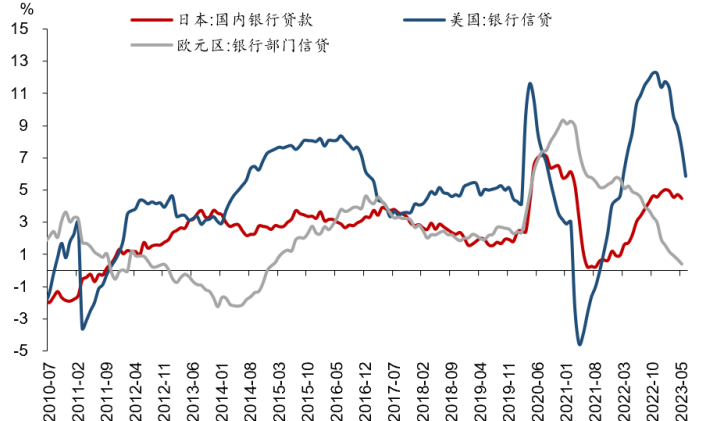
从修复的压力和持续性来看, 短期内, 日本信贷收缩压力相对较低, 修复持续性好于美国及欧洲, 欧洲信贷收缩的压力最大, 但中期内, 日本存在货币政策收敛的压力。当前, 欧元区信贷增速最低, 美国信贷增速已回落, 但绝对增速仍处于近年来较高分位, 日本信贷增速尚处于周期顶部, 信贷收缩压力较低。但随着核心通胀上升、基本面好转, 中期内, 日本货币政策仍倾向于收缩。

图表34: 日本货币政策趋向于收缩



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表35: 欧洲信贷压力更大



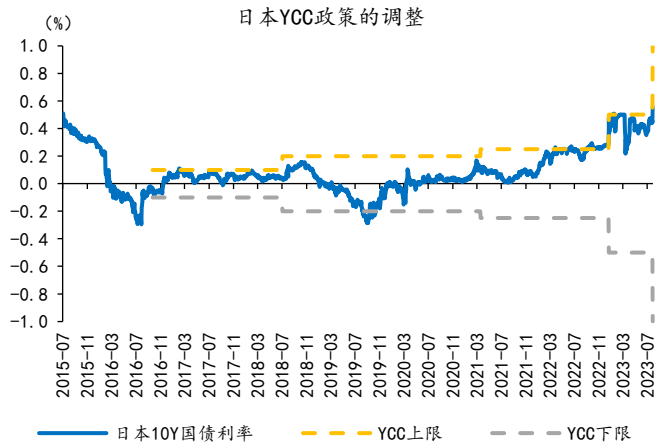
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

## 二、海外基本面&重要事件

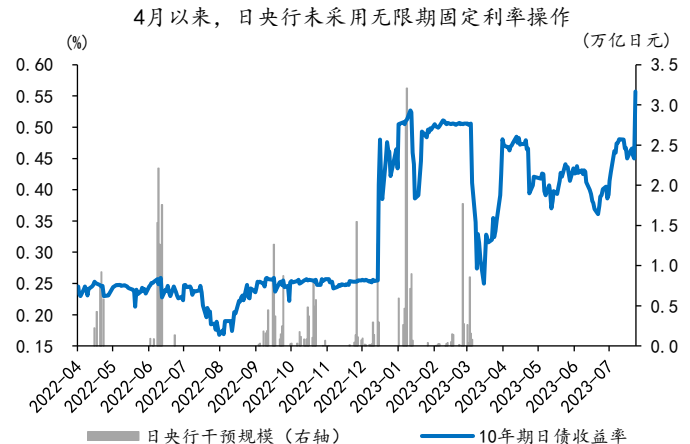
### (一) 货币与财政：日本意外调整 YCC 政策

7月28日，日央行议息会议超预期调整收益率曲线控制（YCC），将10年期日债收益率波动区间实质性放宽至1%。日央行7月例会声明称，10Y日债收益率波动区间仍然维持在正负0.5%的区间，但该区间只作为参考；当利率触及上限，央行将以1%的固定利率购债，波动区间实质性被放宽至1%。

图表36：日本 YCC 政策的实施与调整



图表37：4月以来日本并未因触及上限而启用购债工具



来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

### (二) 生产与就业：美国二季度 GDP 超预期，欧洲 PMI 走弱

美国二季度 GDP 超预期，欧洲 PMI 走弱。美国二季度 GDP 环比折年增 2.4%，前值 2%，市场预期 1.8%。美国 7 月 Markit 制造业 PMI 回升至 49，前值 46.3。欧元区 7 月制造业 PMI 下降至 42.7，前值 43.4，其中德国回落幅度最大，录得 38.8，前值 40.6；法国录得 44.5，前值 46。美国 7 月 Markit 服务业 PMI 回落至 52.4，前值 54.4。欧元区 7 月服务业 PMI 降至 51.1，前值 52。法国服务业 PMI 录得 47.4，前值 48；德国降至 52，前值 54.1。美国 7 月 Markit 综合 PMI 降至 52，前值 53.2。欧元区 7 月综合 PMI 降至 48.9，前值 49.9。

图表38：美国二季度 GDP 增 2.4%，前值 2%

环比折年增速	环比变化	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03	2020-12
实际GDP	↑ 0.4	2.4	2.0	2.6	3.2	-0.6	-1.6	7.0	2.7	7.0	6.3	3.9
个人消费支出	↓ -2.6	1.6	4.2	1.0	2.3	2.0	1.3	3.1	3.0	12.1	10.8	3.9
商品消费	↓ -5.3	0.7	6.0	-0.1	-0.4	-2.6	-0.1	2.3	-7.9	11.6	25.3	0.3
耐用品消费	↓ -15.9	0.4	16.3	-1.3	-0.8	-2.8	7.6	5.1	-22.0	10.6	44.7	0.6
非耐用品消费	↑ 0.4	0.9	0.5	0.6	-0.1	-2.5	-4.4	0.7	1.7	12.2	14.9	0.1
服务消费	↓ -1.1	2.1	3.2	1.6	3.7	4.6	2.1	3.5	9.2	12.3	4.0	5.7
私人投资	↑ 17.6	5.7	-11.9	4.5	-9.6	-14.1	5.4	32.0	10.4	0.9	-5.4	18.0
非住宅投资	↑ 7.1	7.7	0.6	4.0	6.2	0.1	7.9	1.1	0.6	9.9	8.9	11.5
建筑投资	↓ -6.1	9.7	15.8	15.8	-3.6	-12.7	-4.3	-12.7	-6.7	-2.5	1.9	0.9
设备投资	↑ 19.7	10.8	-8.9	-3.5	10.6	-2.0	11.4	1.6	-2.2	14.0	6.1	21.1
知识产权投资	↑ 0.8	3.9	3.1	6.2	6.8	8.9	10.8	8.1	7.4	12.6	15.6	8.3
住宅投资	↓ -0.2	-4.2	-4.0	-25.1	-27.1	-17.8	-3.1	-1.1	-5.8	-4.9	11.6	33.4
出口	↓ -18.6	-10.8	7.8	-3.7	14.6	13.8	-4.6	23.5	-1.1	4.9	0.4	24.2
进口	↓ -9.8	-7.8	2.0	-5.5	-7.3	2.2	18.4	18.6	6.6	7.9	7.6	32.9
政府消费和投资	↓ -2.4	2.6	5.0	3.8	3.7	-1.6	-2.3	-1.0	-0.2	-3.0	6.5	-0.1

来源：美联储官网、国金证券研究所



图表39：7月欧美制造业PMI分化，美国回升，欧元区持续回落

制造业PMI	月度变化	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09
全球	↓ -0.8		48.8	49.6	49.6	49.6	49.9	49.1	48.7	48.8	49.4	49.8
<b>发达国家</b>												
美国	↑ 2.7	49.0	46.3	48.5	50.4	49.3	47.8	46.8	46.2	47.6	49.9	51.8
欧元区	↓ -0.7	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4
英国	↓ -1.5	45.0	46.5	47.1	47.8	47.9	49.3	47.0	45.3	46.5	46.2	48.4
日本	↓ -0.8		49.8	50.6	49.5	49.2	47.7	48.9	48.9	49.0	50.7	50.8
德国	↓ -1.8	38.8	40.6	43.2	44.5	44.7	46.3	47.3	47.1	46.2	45.1	47.8
法国	↓ -1.5	44.5	46.0	45.7	45.6	47.3	47.4	50.5	49.2	48.3	47.2	47.7
意大利	↓ -2.1		43.8	45.9	46.8	51.1	52.0	50.4	48.5	48.4	46.5	48.3
希腊	↑ 9.0		51.8	42.8	52.4	52.8	51.7	49.2	47.2	48.4	48.1	49.7
西班牙	↓ -0.4		48.0	48.4	49.0	51.3	50.7	48.4	46.4	45.7	44.7	49.0
荷兰	↓ -0.4		43.8	44.2	44.9	46.4	48.7	49.6	48.6	46.0	47.9	49.0
<b>新兴市场</b>												
中国	↑ 0.2		49.0	48.8	49.2	51.9	52.6	50.1	47.0	48.0	49.2	50.1
印度	↓ -0.9		57.8	58.7	57.2	56.4	55.3	55.4	57.8	55.7	55.3	55.1
韩国	↓ -0.6		47.8	48.4	48.1	47.6	48.5	48.5	48.2	49.0	48.2	47.3
越南	↑ 0.9		46.2	45.3	46.7	47.7	51.2	47.4	46.4	47.4	50.6	52.5
巴西	↓ -0.5		46.6	47.1	44.3	47.0	49.2	47.5	44.2	44.3	50.8	51.1

来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表40：7月服务业PMI美国和欧元区各国均走弱

服务业PMI	月度变化	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09
全球	↓ -1.5		54.00	55.50	55.40	54.40	52.60	50.00	48.10	48.10	49.20	50.00
<b>发达国家</b>												
美国	↓ -2.0	52.4	54.4	54.9	53.6	52.6	50.6	46.8	44.7	46.2	47.8	49.3
欧元区	↓ -0.9	51.1	52.0	55.1	56.2	55.0	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8
英国	↓ -2.2	51.5	53.7	55.2	55.9	52.9	53.5	48.7	49.9	48.8	48.8	50.0
日本	↓ -0.1	53.9	54.0	55.9	55.4	55.0	54.0	52.3	51.1	50.3	53.2	52.2
德国	↓ -2.1	52.0	54.1	57.2	56.0	53.7	50.9	50.7	49.2	46.1	46.5	45.0
法国	↓ -0.6	47.4	48.0	52.5	54.6	53.9	53.1	49.4	49.5	49.3	51.7	52.9
意大利	↓ -1.8		52.2	54.0	57.6	55.7	51.6	51.2	49.9	49.5	46.4	48.8
西班牙	↓ -3.3		53.4	56.7	57.9	59.4	56.7	52.7	51.6	51.2	49.7	48.5
瑞士	↓ -3.0		49.6	52.6	52.2	54.2	55.3	56.7	49.5	53.4	53.8	52.8
瑞典	↓ -3.1		46.1	49.2	50.6	49.3	46.0	51.0	53.3	54.3	56.3	55.6
<b>新兴市场</b>												
中国	↓ -1.0		52.8	53.8	55.1	56.9	55.6	54.0	39.4	45.1	47.0	48.9
印度	↓ -2.7		58.5	61.2	62.0	57.8	59.4	57.2	58.5	56.4	55.1	54.3
俄罗斯	↑ 2.5		56.8	54.3	55.9	58.1	53.1	48.7	45.9	48.3	43.7	51.1
巴西	↓ -0.8		53.3	54.1	50.0	51.8	49.8	50.7	51.0	51.6	54.0	51.9

来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表41：7月欧美综合PMI下行

	月度变化	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09
全球	↓ -1.7		52.70	54.40	54.20	53.40	52.10	49.70	48.20	48.00	49.00	49.60
<b>发达国家</b>												
美国	↓ -1.2	52.00	53.2	54.3	53.4	52.3	50.1	46.8	45.0	46.4	48.2	49.5
欧元区	↓ -1.0	48.90	49.9	52.8	54.1	53.7	52.0	50.3	49.3	47.8	47.3	48.1
英国	↓ -2.1	50.70	52.8	54.0	54.9	52.2	53.1	48.5	49.0	48.2	48.2	49.1
德国	↓ -2.3	48.30	50.6	53.9	54.2	52.6	50.7	49.9	49.0	46.3	45.1	45.7
法国	↓ -0.6	46.60	47.2	51.2	52.4	52.7	51.7	49.1	49.1	48.7	50.2	51.2
意大利	↓ -2.8		49.7	52.5	53.4	55.2	52.2	51.2	49.6	48.9	45.8	47.6
西班牙	↓ -2.6		52.6	55.2	56.3	58.2	55.7	51.6	49.9	49.6	48.0	48.4
澳大利亚	↓ -1.8	48.30	50.1	51.6	53.0	48.5	50.6	48.5	47.5	48.0	49.8	50.9
日本	↓ 0.0	52.10	52.1	54.3	52.9	52.9	51.1	50.7	49.7	48.9	51.8	51.0
<b>新兴市场</b>												
印度	↓ -2.2		59.4	61.6	61.6	58.4	59.0	57.5	59.4	56.7	55.5	55.1
巴西	↓ -0.8		51.5	52.3	51.8	50.7	49.7	49.9	49.1	49.8	53.4	51.9
俄罗斯	↑ 1.4		55.8	54.4	55.1	56.8	53.1	49.7	48.0	50.0	45.8	51.5

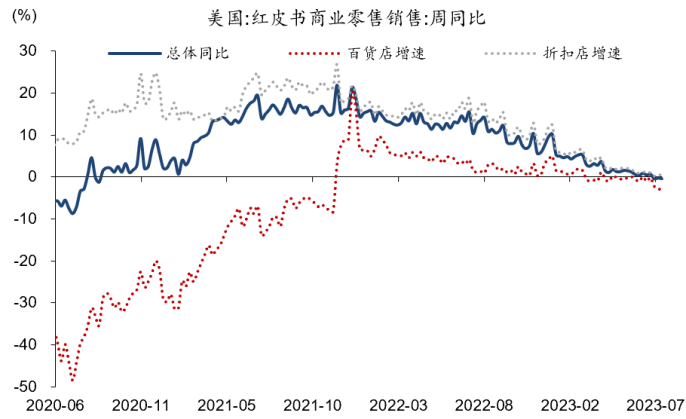
来源：美联储官网、国金证券研究所



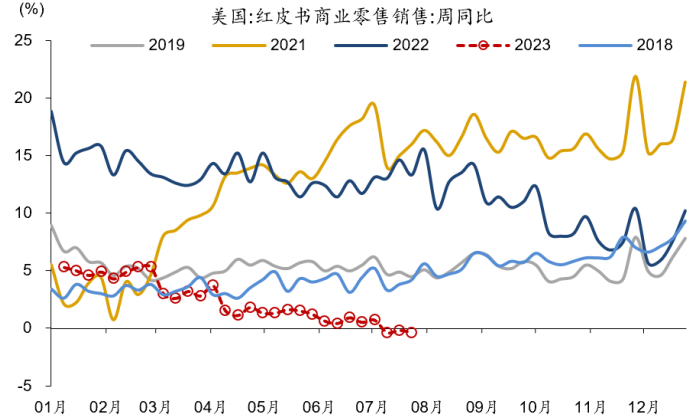
(三) 消费与出行：美国红皮书零售增速回落

7月22日当周，美国红皮书零售增速-0.4%，前值-0.2%。其中百货店增速-3.2%，前值-2.8%，折扣店增速0.4%，前值0.5%。德国外出用餐人数7月27日当周同比4.1%，美国-2%，英国0%，纽约拥堵指数回落。

图表42：美国红皮书零售同比-0.4%，前值-0.2%



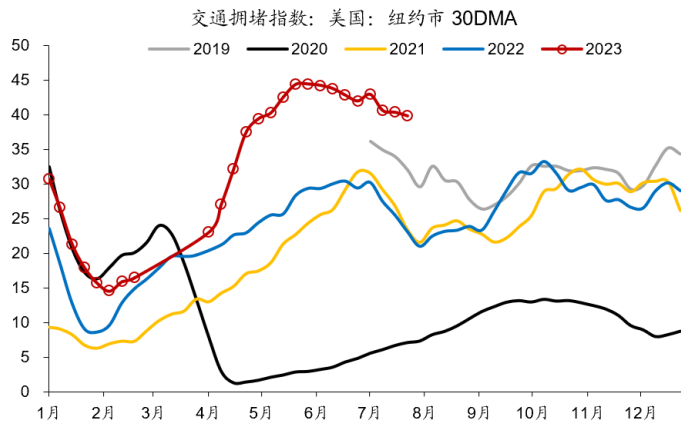
图表43：美国红皮书零售增速弱于季节性



来源：Bloomberg，国金证券研究所

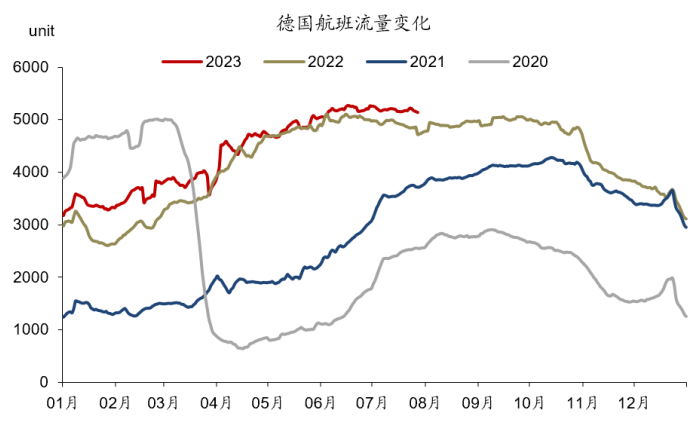
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表44：美国纽约交通拥堵情况回落



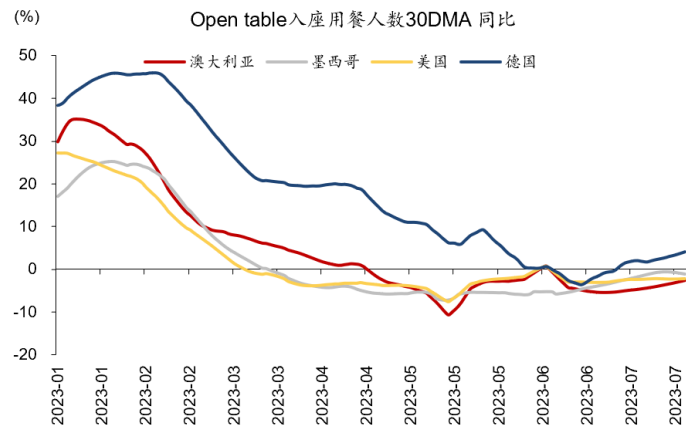
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表45：德国航班飞行次数高于2022年



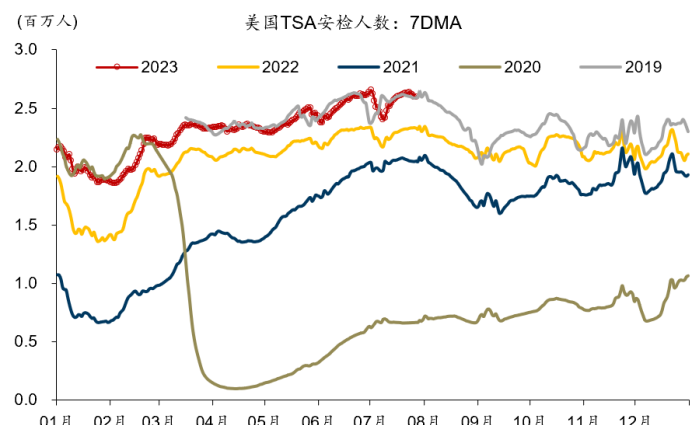
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表46：德国7月外出用餐人数同比升至6%



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表47：美国TSA安检人数回升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

(四) 通胀与能源：美国 PCE 进一步回落，二季度劳动力市场正在逐渐降温

美国 6 月通胀进一步降温。美国 6 月 PCE 物价指数同比上涨 3.0%，预期 3.0%，前值 3.8%；环比增 0.2%，预期 0.2%，前值 0.1%。剔除食品和能源后，6 月核心 PCE 物价指数同比上涨 4.1%，为 2021 年 10 月以来最小增幅，预期 4.2%，前值 4.6%；环比上涨 0.2%，为 2022 年 8 月以来最小增幅，预期 0.2%，前值 0.3%。6 月实际个人消费支出环比上涨 0.4%，高于预期 0.3%，前值 0.1%。

6 月商品分项 PCE 物价指数同比下降 0.6%，前值 1.0%，各分项同比进一步回落，其中，汽油及其他能源货物拉动商品 PCE 下降 2.8 个百分点（前值下降 2.0 个百分点）。

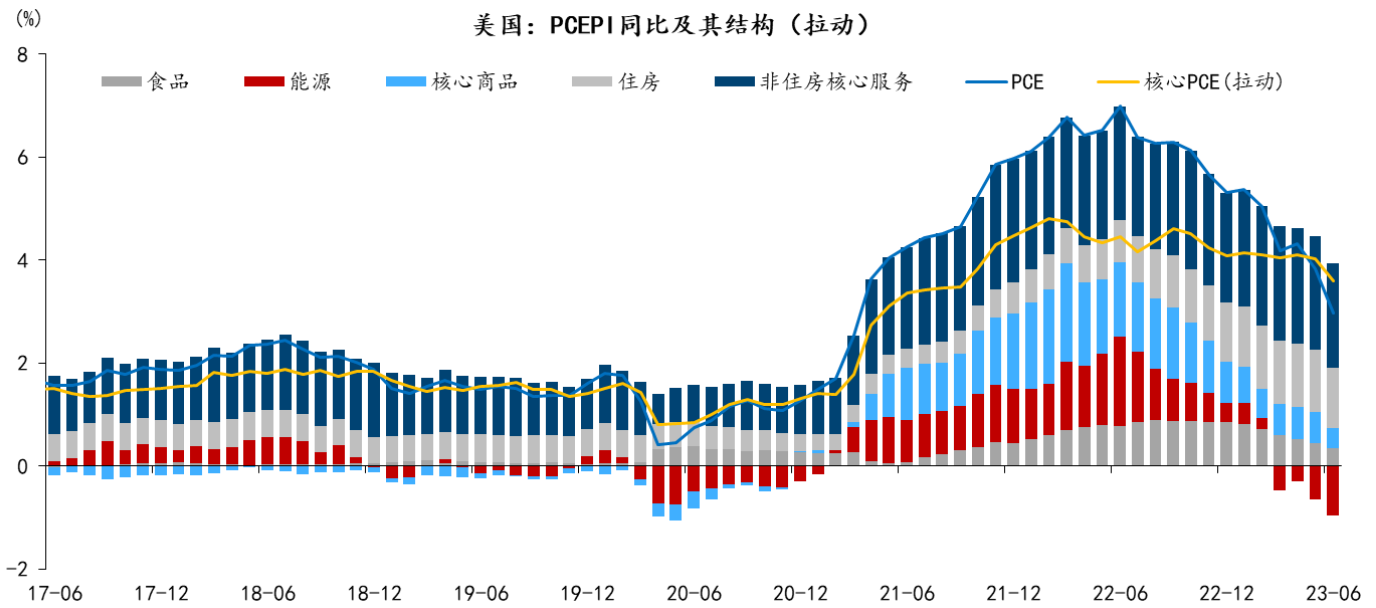
6 月服务业分项 PCE 物价指数同比上涨 4.9%，前值 5.3%。住房和公用事业同比涨幅进一步回落（6 月同比 7.0%，前值 7.6%），但仍是主要拉动项，拉动服务业 PCE 物价指数 1.8 个百分点。除金融保险和 NPISHs 外，其余分项的同比涨幅均有所回落。

图表48：美国 6 月 PCE 物价指数同比、环比及其结构

PCE 分级	项目	权重 (%)	季调_同比 (%)						季调_环比 (%)					
			23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01
整体	PCE 价格指数 (PCEPI)	100.0	3.0	3.8	4.3	4.2	5.0	5.4	0.2	0.1	0.3	0.1	0.3	0.6
核心	核心 PCE 价格指数 (不包括食品和能源)	88.8	4.1	4.6	4.6	4.6	4.7	4.7	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.5
I_核心	核心商品 (不包括食品和能源)	23.8	1.7	2.5	2.6	2.5	2.3	2.8	-0.1	0.4	0.2	0.2	0.1	0.5
I_核心	核心服务 (不包括能源)	65.0	5.0	5.3	5.4	5.4	5.5	5.4	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6
I	商品	33.3	-0.6	1.0	2.1	1.6	3.6	4.7	-0.1	-0.1	0.3	-0.2	0.1	0.6
II	耐用消费品 (DG)	12.4	-0.4	0.7	0.8	0.8	0.7	1.0	-0.3	0.2	0.2	-0.1	-0.2	0.3
III	DG: 机动车和零部件	4.3	1.2	2.3	2.3	1.3	0.1	1.3	-0.2	1.4	1.5	0.0	-1.0	-0.4
III	DG: 家具及家用设备	2.9	-1.3	-0.6	-0.6	1.1	2.6	3.4	-0.3	-0.6	-0.9	0.0	0.2	0.6
III	DG: 休闲商品和汽车	3.6	-3.1	-1.7	-1.4	-1.2	-1.7	-1.7	-0.7	-0.3	-0.5	-0.3	0.3	0.6
III	DG: 其他耐用品	1.6	3.5	3.9	4.6	3.6	4.5	2.5	0.2	0.0	0.4	0.1	0.2	0.5
II	非耐用品 (NG)	20.9	-0.8	1.3	2.9	2.1	5.4	7.0	0.1	-0.3	0.4	-0.3	0.3	0.8
III	NG: 为场外消费购买的食品和饮料	7.2	4.6	5.8	6.9	8.0	9.7	11.1	-0.1	0.1	0.0	-0.2	0.2	0.4
III	NG: 服装和鞋类	2.7	2.4	2.9	3.1	2.1	2.2	2.6	0.3	0.4	0.4	0.3	0.7	0.7
III	NG: 汽油及其他能源货物	2.4	-28.5	-21.9	-13.5	-20.0	-1.0	5.2	0.8	-5.5	2.4	-4.6	0.4	1.9
III	NG: 其他非耐用品	8.6	4.4	5.2	5.0	5.2	4.8	5.5	0.0	0.5	0.1	0.7	0.3	0.8
I	服务业	66.7	4.9	5.3	5.5	5.5	5.8	5.7	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.6
II	家庭消费支出 (HC)	63.8	4.7	5.1	5.4	5.3	5.6	5.5	0.3	0.2	0.4	0.3	0.4	0.6
III	HC: 住房和公用事业	17.6	7.0	7.6	8.1	8.3	8.7	8.6	0.4	0.3	0.3	0.2	0.5	0.8
IV	房屋	15.2	8.0	8.3	8.4	8.3	8.2	8.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7
IV	家庭公用事业	2.4	1.1	3.2	6.3	8.5	11.7	12.7	0.3	-0.8	-1.1	-1.6	-1.0	1.7
III	HC: 医疗保健	15.9	2.2	2.7	2.7	2.2	1.9	1.9	0.1	0.3	0.4	0.3	0.2	0.0
III	HC: 交通	3.2	3.6	6.7	7.5	10.9	15.5	16.3	-0.4	0.1	-1.1	0.5	0.4	0.8
III	HC: 娱乐	3.7	4.7	4.8	5.7	5.5	6.0	5.8	0.5	-0.3	0.2	-0.1	1.0	0.7
III	HC: 餐饮业和住宿	7.4	6.5	6.7	6.8	7.6	7.4	7.3	0.0	0.7	0.0	0.8	0.7	0.7
III	HC: 金融和保险	7.7	3.7	3.1	3.0	1.7	2.0	0.8	0.4	0.0	1.1	-0.3	0.3	0.7
III	HC: 其他	8.3	4.3	4.7	4.8	4.4	4.2	4.7	0.5	0.0	0.8	0.4	0.3	0.7
IV	通信公司	1.5	-0.5	0.0	-0.1	-0.3	-0.8	-0.8	-0.7	-0.2	0.0	-0.3	-0.1	0.4
IV	教育服务	1.8	2.5	2.6	2.7	2.8	2.6	2.7	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.3
IV	专业及其他服务	1.4	7.6	8.4	8.0	5.2	5.6	5.9	-0.1	0.6	3.4	0.6	1.3	0.7
IV	个人护理和服装服务	1.0	10.0	9.9	7.4	7.7	9.3	9.7	0.8	1.1	0.3	0.3	0.8	0.5
IV	社会服务和宗教活动	1.5	5.1	5.1	5.2	5.2	4.9	4.8	0.3	0.4	0.5	0.3	0.2	0.5
IV	家庭日常维护	0.6	5.2	4.3	6.4	3.0	2.8	3.3	1.1	-0.4	3.8	0.3	-0.5	0.1
II	家庭服务型非盈利机构最终消费支出 (NPISHs)	2.9	8.8	8.7	7.7	9.7	9.6	10.0	0.3	0.9	0.0	0.7	-0.5	1.2

来源: BEA、WIND、国金证券研究所

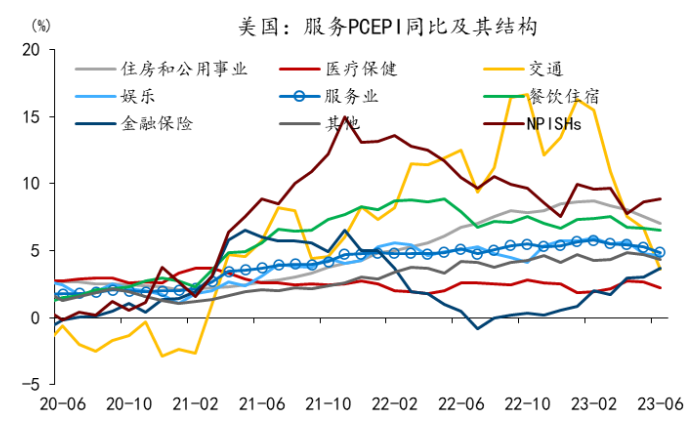
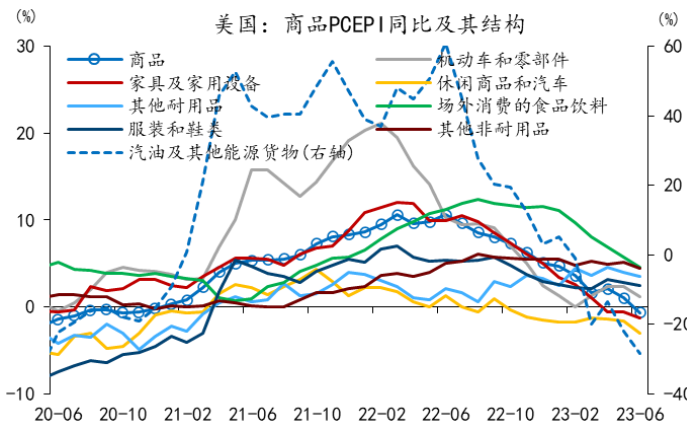
图表49: 美国6月商品项价格进一步回落, 整体PCE物价指数进一步放缓



来源: BEA、WIND、国金证券研究所

图表50: 美国6月商品各分项同比进一步回落

图表51: 美国6月服务分项基本处于去通胀



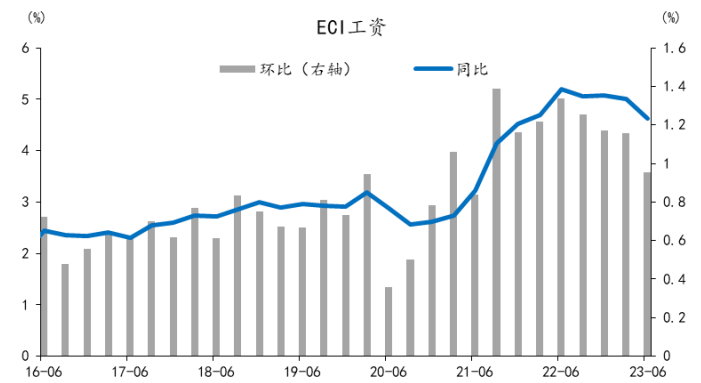
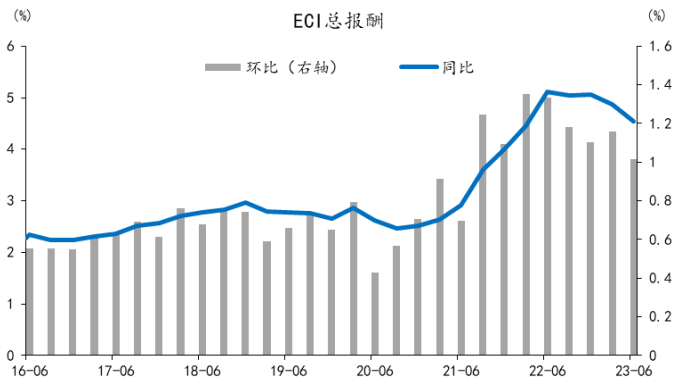
来源: BEA、WIND、国金证券研究所

来源: BEA、WIND、国金证券研究所

美国第二季度劳工成本指数走软, 显示劳动力市场正在逐渐降温。美国第二季度劳工成本指数 (ECI) 总报酬同比 4.5%, 前值 4.9%, 同比增速为近一年最低; 环比 1.0%, 预期 1.1%, 前值 1.2%, 环比增速为近两年来最慢。去年同期, ECI 上升了 4.5%, 录得一年多来的最低增速。其中, ECI 工资分项同比 4.6%, 前值 5.0%; 环比 1.0%, 前值 1.2%。

图表52: 美国第二季度劳工成本指数进一步走软

图表53: 美国第二季度劳动力市场正在逐渐降温



来源: BLS、WIND、国金证券研究所

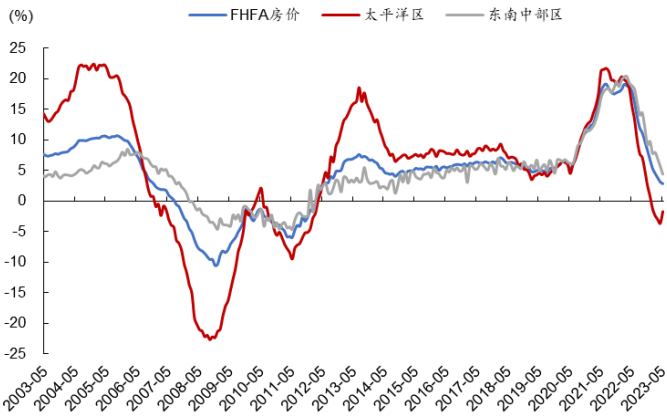
来源: BLS、WIND、国金证券研究所

(五) 地产与信贷: 美国6月新房销售回落

美国新房销售增速回落。美国6月新屋销售69.7万户, 预期72.5万户, 前值71.5万户, 环比下跌2.5%。美国5月FHFA房价指数环比增长0.7%, 预期增长0.60%, 前值增长0.73%; 5月FHFA房价指数同比增长2.8%, 前值增3.1%。不同地区房价指数变化不一, 太平洋地区同比下降1.7%, 前值降3.6%, 环比回升; 东南中部地区增长4.4%, 前值升5.7%, 环比回落。S&P/CS20个大城市20城房价同比下降1.7%, 高于预期的降2.35%, 与4月持平。

图表54: 美国5月FHFA房价整体回落, 太平洋地区回升

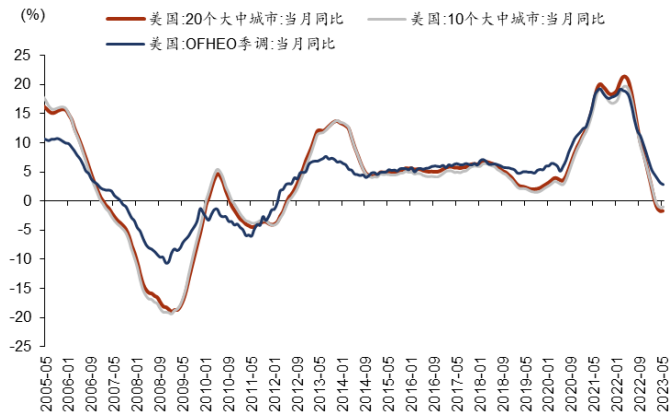
图表55: 美国6月新屋销售回落



来源: WIND、国金证券研究所

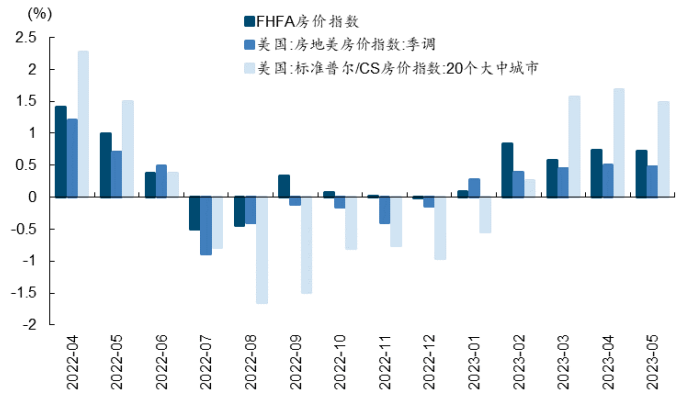
来源: WIND、国金证券研究所

图表56: 美国前 20 城房价降幅高于预期



来源: WIND、国金证券研究所

图表57: 美国 5 月 FHFA 房价指数回落



来源: WIND、国金证券研究所

## 风险提示

- 1、 俄乌战争持续时长超预期。俄乌双方陷入持久战，美欧对俄制裁力度只增不减，滞胀压力加速累积下，货币政策抉择陷入两难境地。
- 2、 稳增长效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情反复超预期，进一步抑制项目开工、生产活动等。
- 3、 疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下消费等抑制加强；海外疫情反复，导致全球经济活动、尤其是新兴经济体压制延续，出口替代衰减慢。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402