

宏观周报 20230731

美欧加息的“终点站”？—海外宏观经济周报

2023年07月31日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《一文读懂政策性开发性金融工具》

2023-07-31

《地产政策最新调整的五个关键问题》

2023-07-30

- 本周海外大事不断，不仅欧美央行举行了议息会议，而且美国公布了二季度 GDP 的初值、PMI 以及消费者信心指数；欧洲方面本周也重点出炉了 PMI 数据。
- **美联储加息接近“收尾”，欧央行“还在路上”。**美联储在 6 月“跳”过一次后 7 月如期加息 25bp，市场表现的很“冷漠”。市场已经充分定价了本次是最后一加，却基本忽视了会议中释放的一个重点信号是年内仍有再加一次的可能性，且节奏很可能会变成“两议一加”，而这一切都取决于数据疲软的持续性如何。

与之不同的是欧央行，当前欧元区面临的窘境是**高通胀+弱增长**，这致使欧央行在政策上的腾挪空间正在被快速挤压。针对限制性水平的表述，会上从“达到足够”转为“处于足够”，这让市场开始“鸽”派解读。但在抗通胀远未胜利之时，欧央行未来“依赖数据”，加息是继续还是暂停，下一步“迷雾重重”。

- **“史诗级”加息难抑美国经济韧性，投资也开始发力。**美国软硬数据均指向美国离衰退越来越远。首先是本周公布的二季度 GDP 初值大超预期 0.6%，录得 2.4%，消费仍是拉动 GDP 的一大主力，但可能更值得注意的是，二季度投资在房地产与制造业不同程度的企稳回暖的带领下，贡献由负转正，成为给 GDP 做贡献的另一大主力。

- **地产投资+制造业投资共同带领美国经济走出衰退。**首先虽然地产投资对固定资产投资的环比拉动在二季度尚未转正，但根据我们此前报告中所提出的，本次地产反弹主因在“弱供给”而非“强需求”。6 月营建许可及新屋开工数据均环比走弱。但其实通过季调后的数据来看，无论是发放的新屋许可证数量还是开工量，季环比在二季度是去年以来首次转正。由此这意味着往后看房地产的反弹是整体向好的。

不仅如此，新屋销售季调后同比增长 23.8%，表明高利率对于住房需求的影响暂时并没有预期的那么大。在供给仍旧较弱下，房产开发商对未来房地产投资的乐观也预示着往后看房产投资可持续。当前美国各大城市的房价已经开始企稳，成屋价格稳步抬升：**6 月成屋价格中位数 41.02 万美元，为有记录以来的第二高。**

- **制造业投资改善明显。**美国制造业建造支出在 2021 年便开始上涨。随着 2022 年得益于《芯片法案》及《通胀减少法案》的出台，制造业投资支出开始迅猛上升。目前来看，制造业投资主要在电子电器、计算机的拉动下快速提升，政策的支持反映出政府有意愿让制造业持续回流，未来美国制造业建筑投资有望在此基础上进一步快速上升。

- **消费、制造双信心。**从软数据来看，本周公布的谘商会消费者信心大增。与密歇根消费者信心指数不同的是，谘商会是针对更短期内的预期：其调查的是消费者对于未来 6 个月的预期，而密歇根大学的调查是对未来 1 至 5 年的预期。因此这意味着至少年内美国消费有底气，未来将进一步支撑美国经济的韧性。

- 同时，制造业与服务业 PMI 本月开始有“殊途同归”的趋势。随着美国制造业投资的加大，制造业 PMI 在新订单的上涨中开始回升。具体来看，制造业的输入价格分项指数初值升至 50.6，创 4 月份以来新高，并逆转之前的萎缩态势。**新出口订单分项指数初值升至 2022 年 5 月份以来新高。**

- 相较而言，欧元区的情况不容乐观。7 月份欧洲综合 PMI 从 6 月份的 49.9 降至八个月以来的最低点 48.9。不仅一直提振欧洲经济的服务业继续放缓，制造业更是“惨不忍睹”。欧元区整体需求环境恶化、动荡的外

部环境加速产业链外移，导致生产面临持续下行的风险。与此同时，德国经济在此阶段也在继续“失灵”：7月份制造业 PMI 降至 38.8，预期为 41.0。德国经济已经处在“崩溃”的边缘，“去工业化”成为其最大的代价。

■ **重点数据速览后**，我们不妨围绕着高频数据一览海外经济全貌。根据跟踪的高频数据，我们将它们主要分为四大部分：经济活动、需求、就业以及金融。

■ **经济活动：美国经济活动平稳回升**。截至 7 月 23 日当周美国纽约联储 WEI 指数初值录得 1.17。7 月以来美国经济活动整体处于回升通道，在年内高位运行，显示经济韧性较强，叠加二季度经济数据的亮眼表现，美国后续衰退概率大大降低。欧洲方面，截止至 7 月 23 日当周德国经济活动指数上升至 0.53，主要受消费和服务业的支撑，但制造业颓势明显加剧，德国经济难有起色。

■ **需求：高利率下韧性较强**。本期美国出行活动好转，执行航班数量和美国纽约交通拥堵指数均边际回升。而消费有所回落，截至 7 月 22 日当周美国红皮书零售销售同比录得 -0.4%，但主要受去年高基数影响，2022 年同期为年内次高值，鉴于当前美国经济韧性强，消费者信心十足，后续其小幅负增长对经济拖累依旧有限。

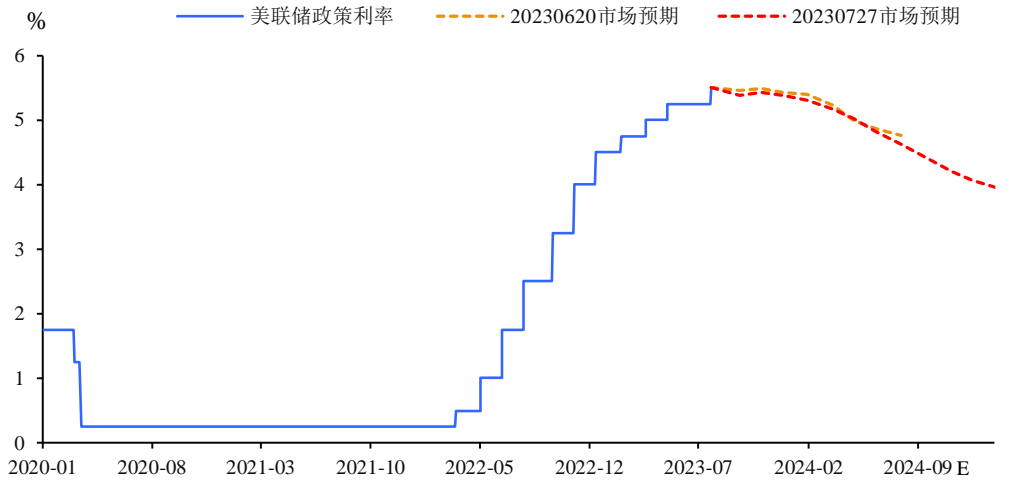
地产方面，本周抵押贷款利率上涨，申请抵押贷款人数同比持平上期。申请抵押贷款人数在抵押贷款利率上涨下尚未被严重打击，我们认为当前该项的改善或并非是“强需求”所刺激，更多的或是二手房供给偏低情况下的“无奈之举”。

■ **就业：劳动力市场热度不减**。截止至 7 月 22 日当周，美国首次申请失业救济人数继续下降到 22.1 万人，低于预期 23.5 万人，为 5 月份以来的最低水平。续请失业救济人数，截止至 7 月 15 日当周，大幅降至 169 万人，低于预期值 175 万人。作为衡量劳动力市场冷热与否的先行指标，该数据预示着就业市场依然火热，或将进一步强化美联储 9 月加息预期。

■ **流动性：美元流动性收紧**。本周美国净流动性（美联储总资产-TGA-逆回购）回落，美联储缩表进程在不断边际收紧。同时，监测美元流动性的核心指标 Libor-OIS 和企业债利差在小幅下降。截止至 7 月 26 日，美联储资产负债表规模较 7 月 19 日下降 312.08 亿美元，在主要工具中，国债和 MBS 分别减少 20.55 亿美元与 205 亿美元。欧美主要银行的 CDS 指数在本周普遍下降，债券违约风险有所减小。

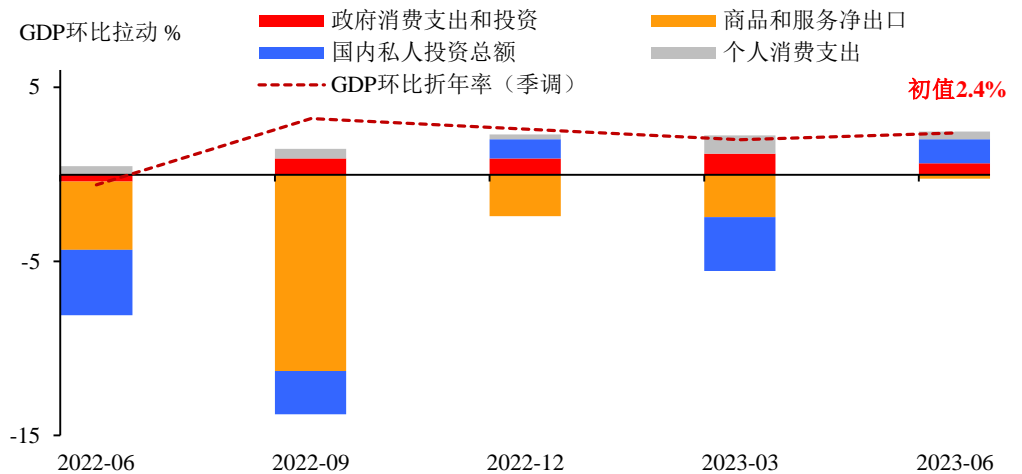
■ **风险提示：欧美通胀韧性大超预期**，美联储及欧央行货币政策紧缩大超预期，欧美陷入衰退概率大幅增加，美国中小银行再现挤兑风波，各国金融风险大超预期。

图1: 市场预期7月为“最后一加”



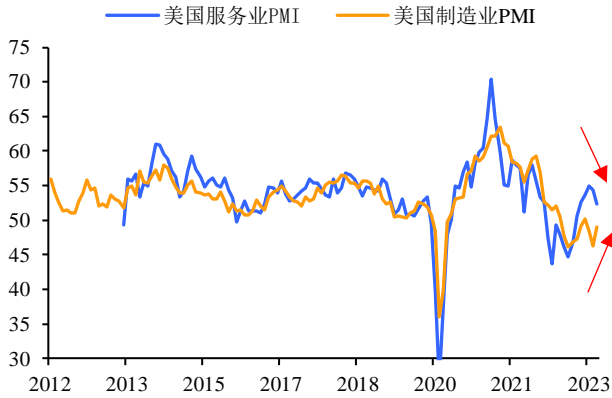
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 美国 GDP 各分项, 投资二季度大幅转正



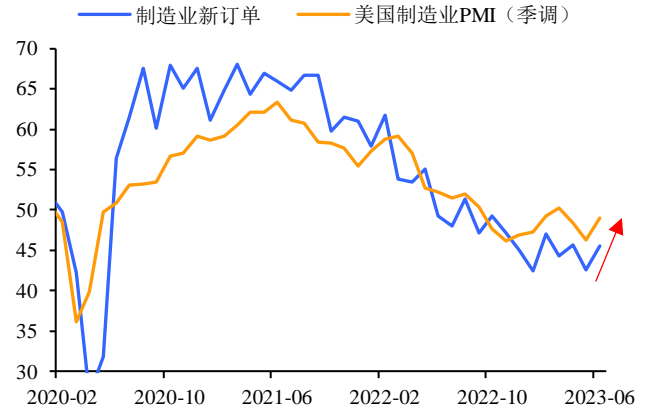
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 美国服务业、制造业 PMI 在“并轨”



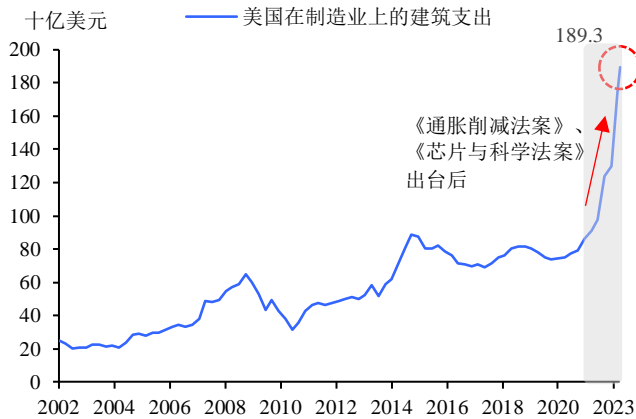
注: 2023 年数据截止到 6 月
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 制造业 PMI 与新订单指数在上涨



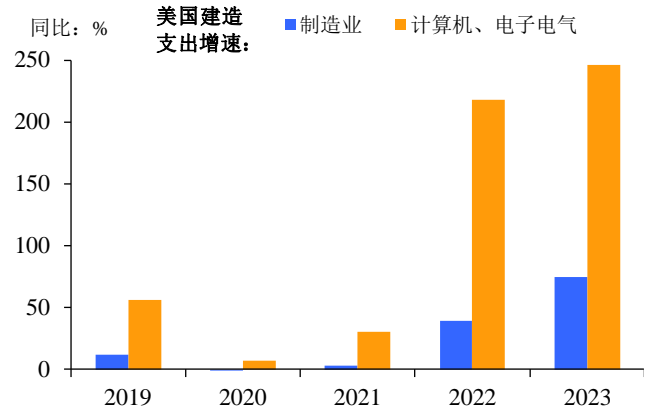
注: 2023 年数据截止到 6 月
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 美国制造业建筑投资自 2021 年开始上涨



注: 2023 年数据截止到 6 月
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 电子电气、计算机的投资逐年上涨



注: 2023 年数据截止到 6 月
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7：海外经济数据跟踪

【东吴宏观】美国当周核心数据回顾 (2023.7.24-2023.7.30)									
	单位	边际变化	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	重要性
价格									
PCE同比	%	↓ -0.80		3.00	3.80	4.30	4.20	5.10	★★
PCE环比(季调)	%	↑ 0.10		0.20	0.10	0.40	0.10	0.30	★★
核心PCE同比	%	↓ -0.50		4.10	4.60	4.70	4.60	4.70	★★
核心PCE环比(季调)	%	↓ -0.10		0.20	0.30	0.40	0.30	0.40	★★
工业									
耐用品订单环比(季调)	%	↑ 2.72		4.70	1.98	1.24	3.33	-2.71	★★★
扣除飞机非国防资本耐用品订单环比(季调)	%	↓ -0.22		0.23	0.45	0.74	-0.59	-0.21	★★★
耐用品订单环比: 除国防外(季调)	%	↑ 3.03		6.18	3.15	-0.47	3.17	-2.32	★★
耐用品订单环比: 除运输外(季调)	%	↓ -0.10		0.63	0.73	-0.56	0.31	0.10	★★
房地产									
新屋销售年化数(季调)	万套	↓ -1.80		69.70	71.50	67.10	64.00	62.50	★★★
成屋签约销售指数同比	%	↑ 5.94		-14.77	-20.71	-22.85	-23.26	-21.09	★★★
新屋销售年化环比(季调)	%	↓ -9.08		-2.52	6.56	4.84	2.40	-3.70	★★
成屋签约销售指数环比(季调)	%	↑ 2.80		0.26	-2.54	-0.38	-5.17	0.85	★★
标准普尔/CS房价指数:20个大中城市环比	%	↓ -0.20			1.48	1.68	1.56	0.27	★★
标准普尔/CS房价指数:20个大中城市同比	%	↓ -0.01			-1.70	-1.69	-1.12	0.38	★★
(OFHEO)单独购房价格指数环比(季调)	%	↓ -0.03			0.71	0.74	0.57	0.84	★★
居民收支									
个人消费支出年化环比(季调)	%	↑ 0.37		0.55	0.18	0.61	0.08	0.26	★★★
个人可支配收入年化环比(季调)	%	↓ -0.19		0.34	0.53	0.31	0.46	0.55	★★★
实际个人消费支出年化环比(季调)	%	↑ 0.33		0.39	0.05	0.27	-0.03	-0.03	★★
景气调查									
密歇根大学消费者信心指数终值	1966年2季=100	↑ 7.20	71.60	64.40	59.20	63.50	62.00	67.00	★★★
密歇根大学消费者预期指数终值	1966年2季=100	↑ 6.80	68.30	61.50	55.40	60.50	59.20	64.70	★★
密歇根大学消费者现状指数终值	1966年2季=100	↑ 7.60	76.60	69.00	64.90	68.20	66.30	70.70	★★
Markit综合PMI		↓ -1.20	52.00	53.20	54.30	53.40	52.30	50.10	★★
Markit制造业PMI		↑ 2.70	49.00	46.30	48.40	50.20	49.20	47.30	★★
Markit服务业PMI		↓ -2.00	52.40	54.40	54.90	53.60	52.60	50.60	★★
芝加哥联储全国活动指数		↓ -0.04		-0.32	-0.28	0.13	-0.47	-0.33	★★
堪萨斯联储制造业指数环比(季调)	%	↑ 1.00	-11.00	-12.00	-1.00	-10.00	0.00	0.00	★★
里奇蒙德联储制造业指数(季调)	%	↓ -1.00	-9.00	-8.00	-10.00	-12.00	-8.00	-14.00	★★
密歇根大学1年通胀预期终值	%	↑ 0.10	3.40	3.30	4.20	4.60	3.60	4.10	★
密歇根大学5年通胀预期终值	%	↑ 0.00	3.00	3.00	3.10	3.00	2.90	2.90	★
国际收支									
商品贸易帐(季调)	亿美元	↑ 40.26		-878.35	-918.61	-974.93	-815.83	-908.89	★★★
【东吴宏观】海外高频数据周度回顾 (2023.7.24-2023.7.30)									
	单位	边际变化	2023/7/30	2023/7/23	2023/7/16	2023/7/9	2023/7/2	2023/6/25	2023/6/18
经济活动									
美国纽约联储WEI指数		↓ -0.20		1.17	1.37	1.15	1.12	1.22	1.11
德国WAI指数		↑ 0.14		0.53	0.39	0.36	0.38	0.32	0.16
消费									
美国红皮书商业零售销售:周同比	%	↓ -0.20		-0.40	-0.20	-0.40	0.70	0.50	0.90
美国Open Table入座订餐人数:周同比	%	↓ -1.31	-3.29	-1.98	-3.06	0.87	-2.58	-3.43	-2.36
出行									
美国执行航班:周环比	%	↑ 1.72	0.3	-1.4	6.4	-1.6	-1.3	0.6	2.2
TSA安检人数:周环比	%	↓ -8.00	-6.42	1.58	7.30	-7.77	-0.04	1.98	3.08
美国纽约交通拥堵指数:周环比	%	↑ 7.59	8.60	1.01	21.08	-17.13	-5.86	-0.74	5.41
地产									
美国30年期抵押贷款固定利率	%	↑ 0.03	6.81	6.78	6.96	6.81	6.71	6.67	6.69
美国MBA市场综合指数:周同比	%	↑ 0.01		-25.04	-25.04	-30.53	-32.36	-33.03	-34.52
美国MBA购买指数:周同比	%	↓ -1.33		-22.87	-21.54	-26.30	-30.18	-29.95	-31.80
就业									
美国当周初次申请失业金人数(季调)	万人	↓ -0.70		22.10	22.80	23.70	24.90	23.60	26.50
美国持续领取失业金人数(季调)	万人	↓ -5.90			169.00	174.90	172.10	171.80	173.30
美国失业率:持有失业保险人群(季调)	%	↓ -0.10			1.10	1.20	1.20	1.20	1.20

数据来源: Wind, CEIC, 东吴证券研究所

图8: 美国经济活动平稳回升



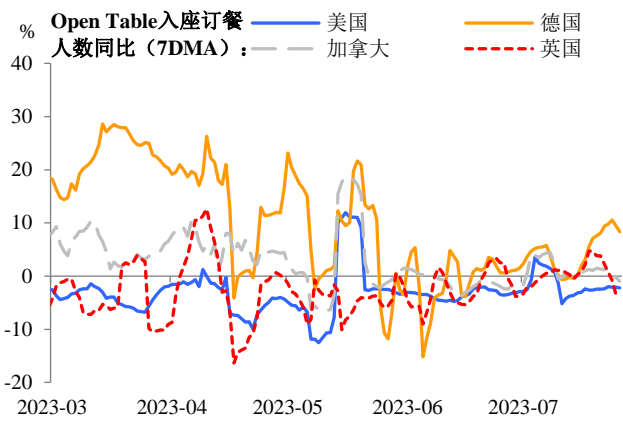
注：2023 年数据截止到 7 月
数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图9: 红皮书零售销售边际回落



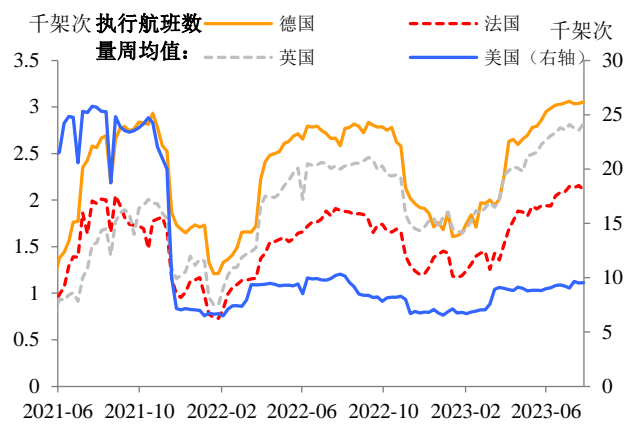
注：阴影部分表示美国衰退；2023 年数据截止到 7 月
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 美国订餐活动低位徘徊



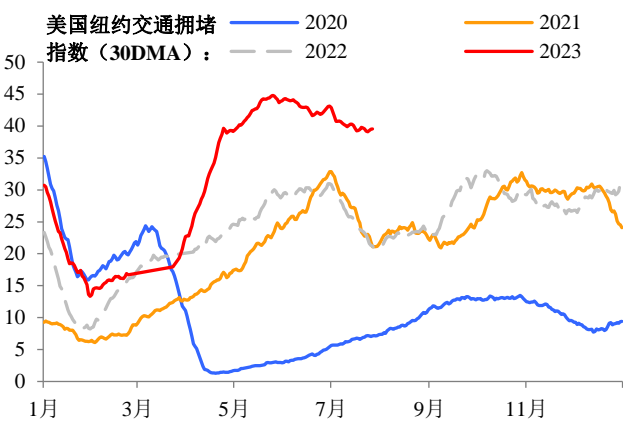
数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图11: 美国航班数量边际上升



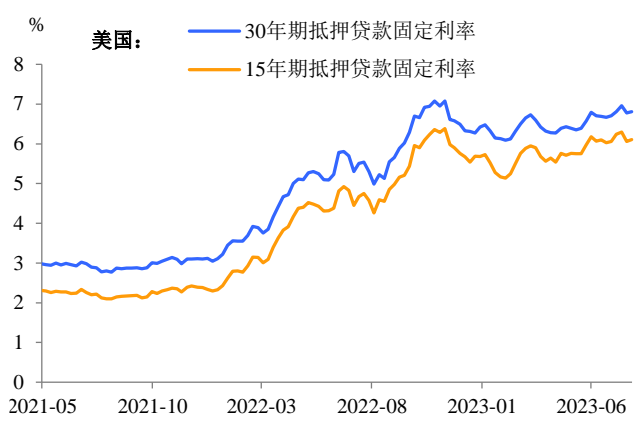
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12: 纽约交通拥堵指数回升



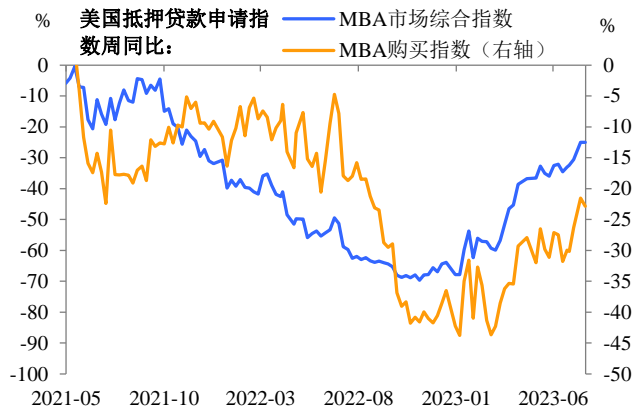
数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图13: 美国抵押贷款利率边际反弹



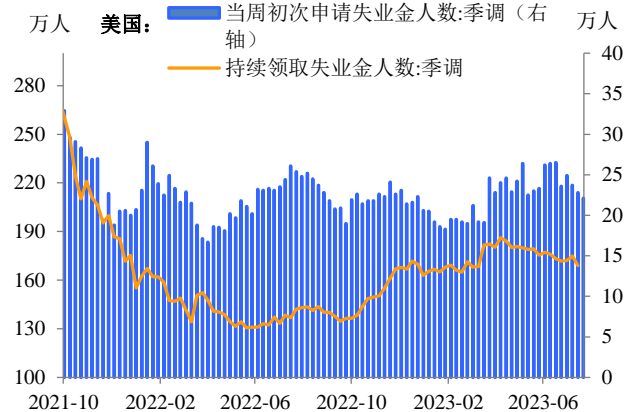
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图14: 美国抵押贷款申请指数同比持平上期



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 美国劳动力市场仍具韧性



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 美国流动性高频跟踪指标

【东吴宏观】美国流动性周度回顾 (2023. 7. 24-2023. 7. 30)							
(亿美元)	07/26	07/19	07/12	07/05	06/28	06/21	周度变化
美联储							
总资产	82433	82746	82969	82983	83409	83621	↓ -312
其他贷款	2664	2721	2744	2773	2820	2859	↓ -57
一级信贷	22	26	27	34	32	32	↓ -4
银行定期融资计划	1051	1029	1023	1020	1031	1027	↑ 22
其他信贷工具	2664	2721	2744	2773	2820	2859	↓ -57
逆回购	20670	20587	21478	21913	22719	23703	↑ 83
准备金	31668	32206	31621	31796	31760	32040	↓ -538
TGA	5499	5374	5174	4469	4086	2921	↑ 125
商业银行							
现金		33072	32544	32861	32768	32644	↑ 529
消费贷		18801	18787	18830	18971	18869	↑ 14
住房贷款		25251	25244	25148	25191	25183	↑ 8
商业地产贷款		29223	29202	29235	29235	29201	↑ 21
工商业贷款		27520	27561	27684	27688	27751	↓ -41
存款		172351	172596	173502	172599	171970	↓ -244
大银行存款		107544	107789	108832	108038	107590	↓ -245
小银行存款		51953	51967	52031	51780	51706	↓ -14
货币市场基金	54868	54585	54542	54746	54309	54338	↑ 284

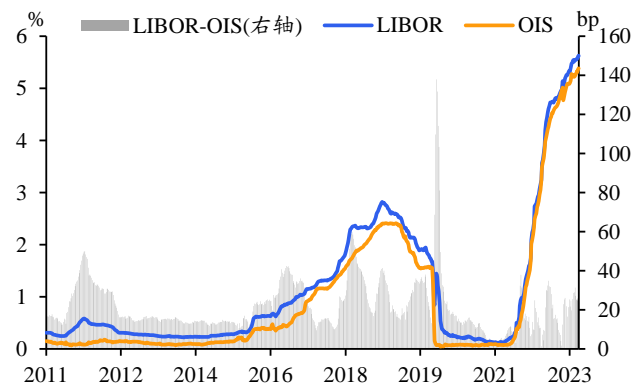
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 本周美国净流动性小幅下降



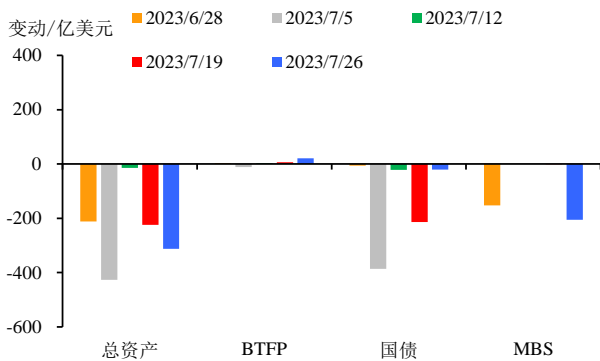
注: 2023 年数据截止到 7 月
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: Libor-OIS 边际回升



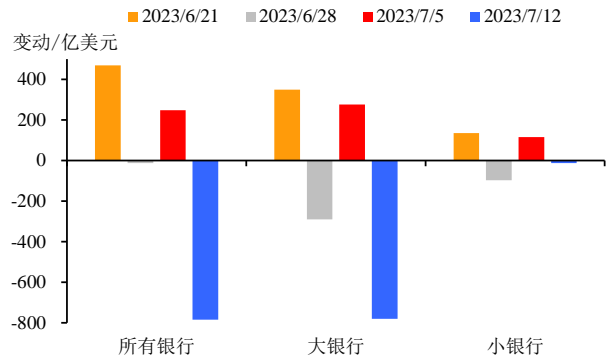
注: 2023 年数据截止到 7 月
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图19: 美联储资产负债表继续收缩



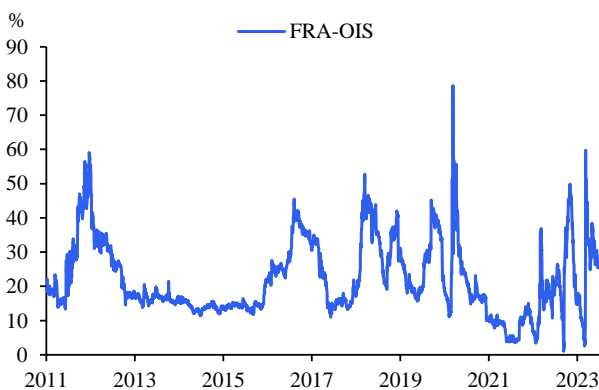
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图20: 美国商业银行存款规模缩小



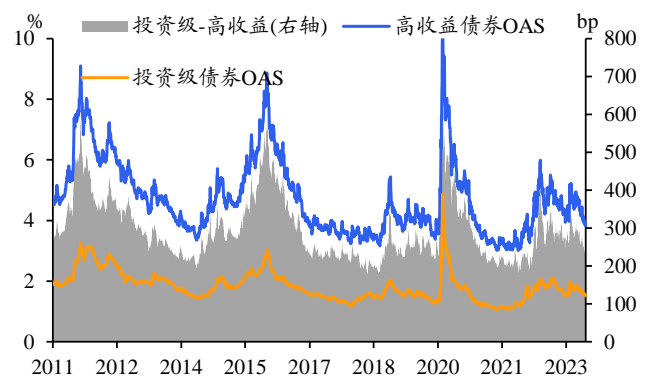
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图21: FRA-OIS 利差下降, 银行间流动性较为宽松



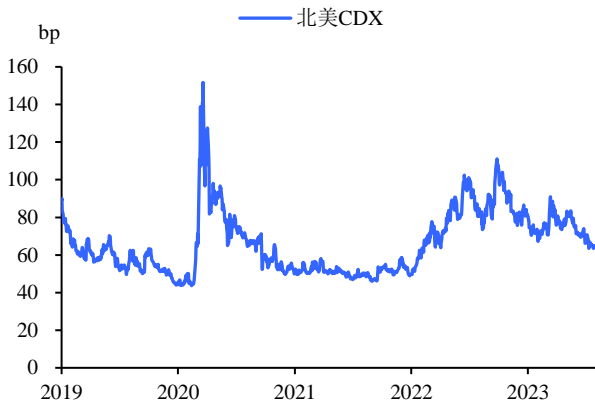
注: 2023 年数据截止到 7 月
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图22: 企业信用风险继续边际回升



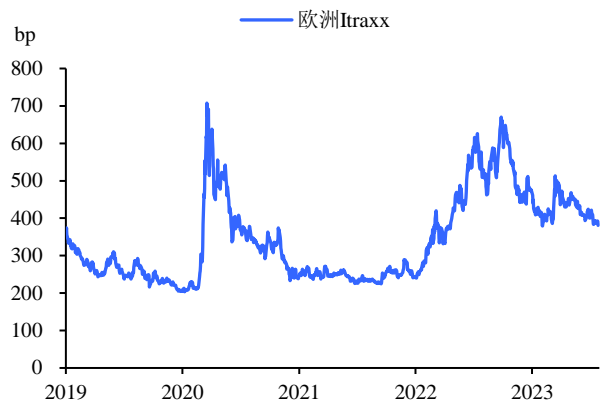
注: 2023 年数据截止到 7 月
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 北美 CDX 指数小幅回落



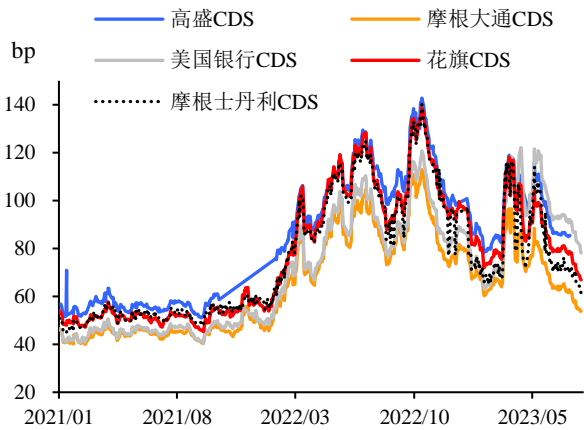
注: 2023 年数据截止到 7 月
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图24: 欧洲 Itraxx 指数下降



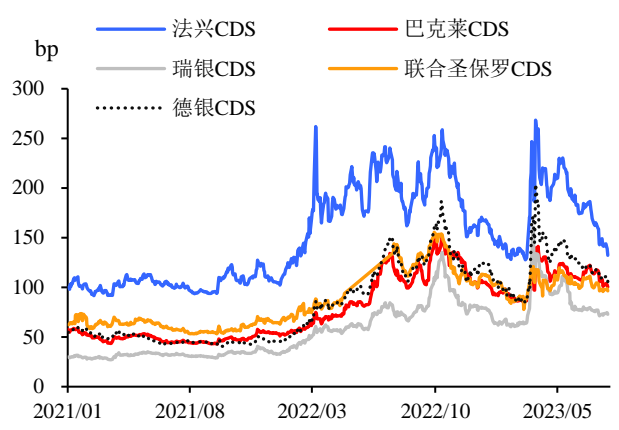
注: 2023 年数据截止到 7 月
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图25: 美国主要银行 CDS 指数普遍下行



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图26: 欧洲主要银行 CDS 指数下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
 苏州工业园区星阳街 5 号
 邮政编码: 215021
 传真: (0512) 62938527
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>