

# 宏观周报 20230903

## 美联储“减负”，欧央行“加压”——海外宏观经济周报

2023年09月03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

《8月非农》

2023-09-02

《8月PMI：凭什么顶住宏观的“逆风”？》

2023-08-31

■ 回顾本周，美国重点公布了就业数据，由于劳动力市场的情况影响美联储未来进一步的动作，因此格外受到市场的重视。除此之外，本周美国出炉二季度GDP修正值以及PMI。欧洲方面，本周重点的数据为通胀，那么具体来看：

■ **美国经济的“半满”状态。**PMI企稳小幅反弹，二季度经济增速小幅下修。虽然美国二季度GDP增速下修至2.1%，低于市场预期的2.4%，但我们认为不必过于担忧。因为二季度占美国经济总量约70%的个人消费支出小幅上修至增长1.7%。除此之外，7月美国消费者支出环比增长0.8%，增幅为六个月来最大。虽然消费支撑经济增长是“好消息”，但同时也给通胀带来压力：美联储最爱通胀指标——剔除食物和能源后的核心PCE物价指数同比增速从6月的4.1%略上升至7月的4.2%。如果往后通胀能够保持在环比0.2%的增速，那么美联储完成2%的“任务”将越来越近。但是倘若超过这一增幅，美联储在未来的加息路将变得艰难。

■ **8月非农指向的是升温还是降温？**8月美国新增非农就业人数18.7万，超一致预期的17万人。但值得关注的是7月份增加的18.7万人被下修至15.7万人。修正后，6月和7月新增就业人数合计较修正前低11万人。除此之外，失业率意外反弹，从7月的3.5%升至8月的3.8%，同时时薪环比增速较上月的0.4%放缓至本月0.2%。

透过这一系列的信号，市场“忽视”大超预期新增就业人数，认为就业市场出现明显减速。但是值得注意的是，失业率的超预期上涨是受到劳动参与率回升的影响，而时薪增速的减弱可能受到本月比上月多了2个工作日的影 响。因此，往后看上述放缓趋势能否延续是判断劳动力市场是否真的降温的关键。

■ **虽美联储鹰派风险并未完全解除，但“压力”有所减弱。**近期无论是鲍威尔还是其他美联储官员，都在持续释放鹰派言论。当前美国经济韧性十足，通胀就业在放缓，11月会议前倘若通胀及就业的下行趋势能够“稳”住，那么美联储身上的压力将减轻。

■ **相较之下，欧央行“压力山大”。**欧洲暴力加息对通胀放缓作用十分有限，欧元区8月通胀同比增长5.3%，高于预期（同比5.1%）且与上月持平，这一情况为9月继续加息提供了支撑。在干旱天气的扰动下，8月通胀上涨受到食品价格的主要推动：8月份的食品价格虽较上月同比增加的10.8%有所缓解，但本月同比上涨9.8%，仍处于高位。除此之外，服务价格也在上涨，8月同比增加5.5%。在欧洲经济面临停滞风险+高通胀的持续扰动下，欧央行“举步维艰”。

■ **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：美国经济温和复苏，德国经济和股市走势分化。**截至8月27日当周美国纽约联储WEI指数初值录得1.94，为今年以来的最高值。整体来看，当前美国经济不弱，消费和投资仍是主要支撑。后续美国经济上涨仍有可持续的空间，但动力会减弱，亚特兰大联储也将美国三季度经济预测下调至5.6%（截至8月31日，前值为5.9%），对美国经济增长的预期和实际正趋于收敛。

德国方面经济持续低迷，截止至8月27日当周德国WAI指数为0.12，前值被下修至-0.04，今年以来德国经济在服务业的支持下短暂转正，但仍难以抵消制造业的拖累，制造业PMI已经连续两个月低于40，预计9月德国WAI指数将陷入负增长的“泥潭”。但与经济表现相反的是，

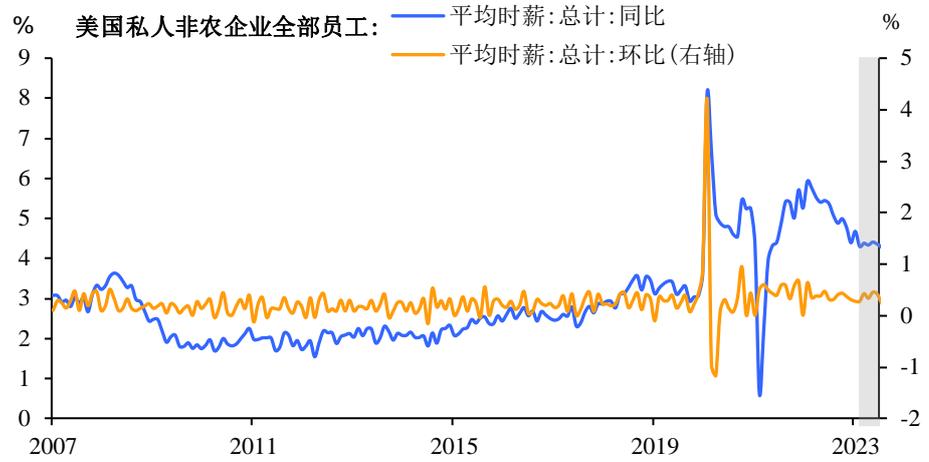
德国股市一路攀升，为盈利端驱动，主要受前期德国政府对企业大力财政扶持以及企业向下挤压劳动力成本获得高利润影响，但当前德国劳动力成本也开始加速，后续盈利端或承压。

- **需求：消费韧性十足，供给紧张下房价继续上升。**消费表现依旧亮眼，美国红皮书零售销售同比连续三周快速上升，截至8月27日当周录得4.2%，较前值大幅上升1.3%，强劲的消费给了美国经济向好的“底气”，但是也在一定程度上阻碍通胀回落进程。消费的韧性叠加近期原油等大宗价格的回弹，需要警惕美国“二次通胀”风险，进而影响美联储调整政策方向的时间点。出行方面，国外航班活动边际下行，而国内交通活动略有改善。

地产方面，抵押贷款利率边际回落，截止9月3日当周录得7.18%，但仍处于历史高位，利率松动下地产需求略有改善，近期申请抵押贷款的人数同比边际回升，但整体仍处于负增长区间，需求端仍不容乐观。但本轮地产由于供给较需求更弱，库存持续去化，房价反而持续上升，6月标普/CS房价指数环比录得0.94%，连续5个月环比上升。

- **就业：劳动力市场降温继续“在路上”。**截至8月26日当周，美国首次申请失业救济人数下降1万人至22.8万人，低于预期23.5万人，前值为23万人。截止至8月19日当周，续申失业救济人数上升约2.8万人至172.5万，远高于市场预期。虽然8月失业率、薪资水平等指标显示美国劳动力市场有所缓和，但是作为劳动力市场冷热程度的先行指标，首次申请失业金人数的持续下降说明就业端降温的持续性有待检验。美联储进入一段时间的观察期，给予9月一定喘息的机会，重点关注11月议息会议前通胀等相关数据。
- **流动性：美元流动性保持稳定。**本周美国净流动性（美联储总资产-TGA-逆回购）小幅回升。监测美元流动性的核心指标Libor-OIS小幅上升，企业债利差小幅回落。截至8月30日，美联储资产负债表规模较8月16日收缩了177.5亿美元，其中国债增加3.45亿美元，MBS减少142.7亿美元。此外，欧美主要银行的CDS指数在本周出现下行，债券违约风险降低。
- **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。**

图1: 美国工人薪资动能环比有所减弱



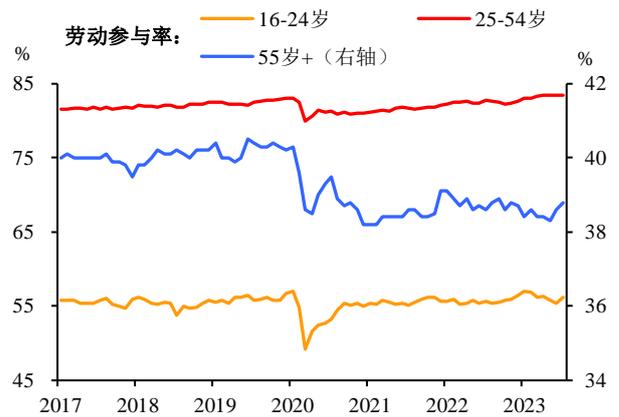
注: 2023 年数据截至 8 月  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 劳动参与率意外上行



注: 2023 年数据截至 8 月  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 各年龄段劳动参与率均在提升



注: 2023 年数据截至 8 月  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：海外经济数据跟踪

【东吴宏观】美国当周核心数据回顾 (2023.8.28-2023.9.3)									
	单位	边际变化	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	重要性
<b>价格</b>									
PCE同比	%	↑ 0.30		3.30	3.00	3.80	4.30	4.20	★★
PCE环比(季调)	%	↑ 0.00		0.20	0.20	0.10	0.30	0.10	★★
核心PCE同比	%	↑ 0.10		4.20	4.10	4.50	4.60	4.60	★★
核心PCE环比(季调)	%	↑ 0.00		0.20	0.20	0.30	0.30	0.30	★★
<b>工业</b>									
<b>房地产</b>									
成屋签约销售指数同比	%	↑ 0.88		-13.80	-14.68	-20.71	-22.85	-23.26	★★★
成屋签约销售指数环比(季调)	%	↑ 0.52		0.91	0.39	-2.54	-0.38	-5.17	★★
标准普尔/CS房价指数:20个大中城市环比	%	↓ -0.52			0.94	1.46	1.68	1.56	★★
标准普尔/CS房价指数:20个大中城市同比	%	↑ 0.56			-1.17	-1.73	-1.69	-1.12	★★
(OFHEO)单独购房价格指数环比(季调)	%	↓ -0.39			0.35	0.74	0.82	0.55	★★
<b>就业</b>									
失业率(季调)	%	↑ 0.30	3.80	3.50	3.60	3.70	3.40	3.50	★★★
新增非农就业人数	万人	↑ 0.00	18.70	18.70	20.90	33.90	25.30	23.60	★★★
ADP就业人数变动(季调)	万人	↓ -13.50	17.70	31.20	45.50	26.70	29.10	14.20	★★★
新增非农就业人数:私人部门	万人	↑ 2.40	17.90	15.50	14.90	28.30	23.00	18.90	★★
新增非农就业人数:制造业	万人	↑ 2.00	1.60	-0.40	0.70	-0.20	1.10	-0.10	★★
劳动力参与率(季调)	%	↑ 0.20	62.80	62.60	62.60	62.60	62.60	62.60	★★
私人非农企业全部员工平均每周工时(季调)	小时	↑ 0.00	34.30	34.30	34.40	34.30	34.40	34.40	★★
非农就业员工平均时薪环比(季调)	%	↓ -0.20	0.20	0.40	0.40	0.30	0.40	0.30	★★
非农就业员工平均时薪同比(季调)	%	↓ -0.10	4.30	4.40	4.40	4.30	4.40	4.30	★★
职位空缺数(季调)	万人	↓ -33.80		882.70	916.50	961.60	1032.00	974.50	★★
挑战者企业裁员人数同比	%	↑ 275.05	266.86	-8.19	25.19	286.68	175.86	319.43	★
<b>居民收支</b>									
个人消费支出年化环比(季调)	%	↑ 0.16		0.79	0.63	0.18	0.57	0.08	★★★
个人可支配收入年化环比(季调)	%	↓ -0.19		0.04	0.23	0.53	0.53	0.46	★★★
实际个人消费支出年化环比(季调)	%	↑ 0.15		0.57	0.42	0.07	0.26	-0.03	★★
<b>财政</b>									
<b>景气调查</b>									
ISM制造业PMI		↑ 1.20	47.60	46.40	46.00	46.90	47.10	46.30	★★★
ISM制造业PMI:新订单		↓ -0.50	46.80	47.30	45.60	42.60	45.70	44.30	★★
ISM制造业PMI:就业		↑ 4.10	48.50	44.40	48.10	51.40	50.20	46.90	★★
ISM制造业PMI:物价		↑ 5.80	48.40	42.60	41.80	44.20	53.20	49.20	★★
Markit制造业PMI终值		↓ -1.10	47.90	49.00	46.30	48.40	50.20	49.20	★★
达拉斯联储商业活动指数(季调)		↑ 2.80	-17.20	-20.00	-23.20	-29.10	-23.40	-15.70	★★
芝加哥PMI(季调)		↑ 5.90	48.70	42.80	41.50	40.40	48.60	43.80	★★
<b>国际收支</b>									
商品贸易帐(季调)	亿美元	↓ -23.46		-911.75	-888.29	-916.03	-960.19	-815.83	★★★
【东吴宏观】海外高频数据周度回顾 (2023.8.28-2023.9.3)									
	单位	边际变化	2023/9/3	2023/8/27	2023/8/20	2023/8/13	2023/8/6	2023/7/30	2023/7/23
<b>经济活动</b>									
美国纽约联储WEI指数		↑ 0.26		1.94	1.68	0.93	1.28	1.62	1.01
德国WAI指数		↑ 0.16		0.12	-0.04	0.03	0.02	0.12	0.20
<b>消费</b>									
美国红皮书商业零售销售:周同比	%	↑ 1.30		4.20	2.90	0.70	0.30	0.10	-0.40
美国Open Table入座订餐人数:周同比	%	↓ -1.09	-6.42	-5.34	-6.03	-4.76	-3.45	-2.98	-1.98
<b>出行</b>									
美国执行航班:周环比	%	↑ 0.31	-1.2	-1.5	-2.8	0.1	0.0	0.2	-1.4
TSA安检人数:周环比	%	↓ -6.68	-11.03	-4.35	-3.28	-1.65	-1.11	-1.64	1.58
美国纽约交通拥堵指数:周环比	%	↑ 34.49	18.56	-15.94	-7.50	-6.13	-4.34	4.38	5.42
<b>地产</b>									
美国30年期抵押贷款固定利率	%	↓ -0.05	7.18	7.23	7.09	6.96	6.90	6.81	6.78
美国MBA市场综合指数:周同比	%	↑ 4.25		-27.34	-31.58	-29.38	-30.49	-28.12	-25.04
美国MBA购买指数:周同比	%	↑ 2.76		-27.22	-29.98	-26.64	-27.02	-26.06	-22.87
<b>就业</b>									
美国当周初次申请失业金人数(季调)	万人	↓ -0.40		22.80	23.20	24.00	25.00	22.70	22.10
美国持续领取失业金人数(季调)	万人	↑ 2.80			172.50	169.70	171.10	168.40	169.20

数据来源: Wind, CEIC, 东吴证券研究所

图5: 美国经济活动表现强势



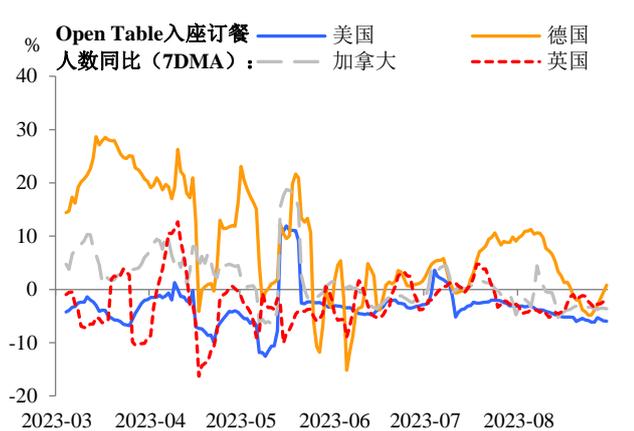
注：日期截至2023年8月；  
数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图6: 红皮书零售销售同比持续回暖



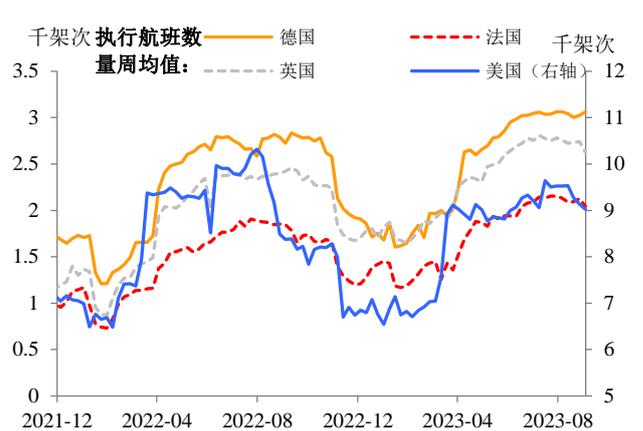
注：日期截至2023年8月；阴影表示美国衰退；  
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7: 美国订餐活动低位徘徊



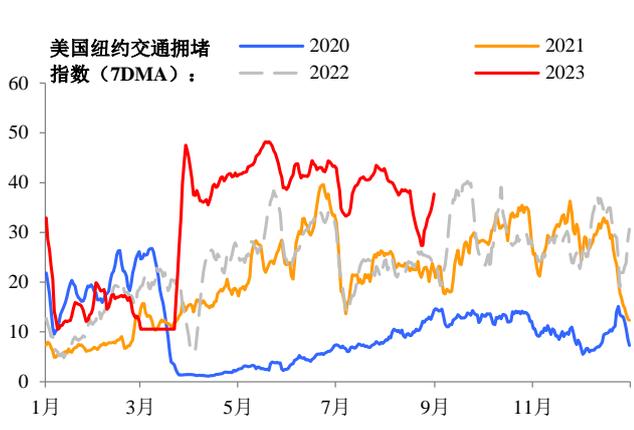
数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图8: 美国航班数量边际下降



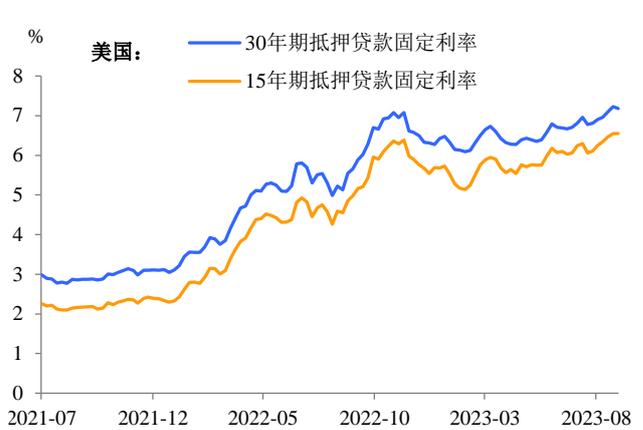
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9: 纽约交通拥堵指数边际下降



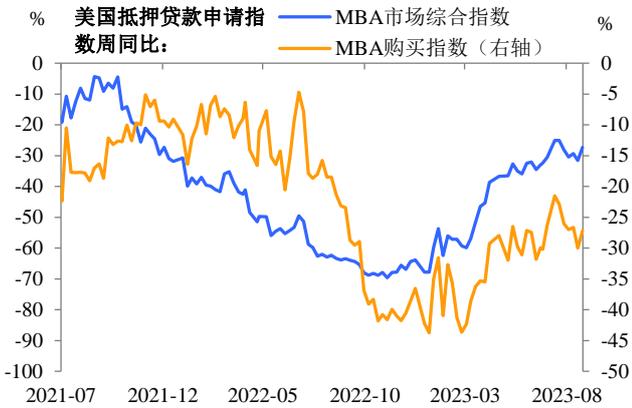
数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图10: 美国抵押贷款利率边际回落



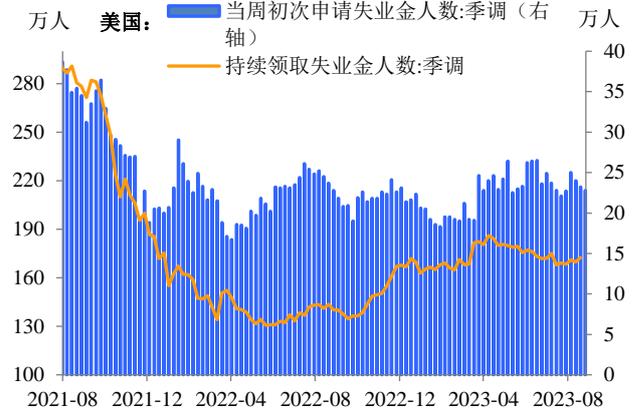
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11: 美国抵押贷款申请指数同比边际改善



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 美国劳动力市场仍具韧性



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 美国流动性高频跟踪指标

【东吴宏观】美国流动性周度回顾 (2023.8.28-2023.9.3)							
(亿美元)	08/30	08/23	08/16	08/09	08/02	07/26	周度变化
<b>美联储</b>							
总资产	81213	81391	81457	82082	82068	82433	↓ -178
其他贷款	2506	2526	2570	2604	2621	2664	↓ -21
一级信贷	29	22	20	19	19	22	↑ 7
银行定期融资计划	1075	1074	1072	1069	1057	1051	↑ 1
其他信贷工具	2506	2526	2570	2604	2621	2664	↓ -21
逆回购	19983	21125	20967	20965	20724	20670	↓ -1142
准备金	31965	31774	32290	32286	32174	31668	↑ 192
TGA	5007	4160	3848	4323	4609	5499	↑ 847
<b>商业银行</b>							
现金			33088	33155	32909	32458	↓ -67
消费贷			18890	18893	18897	18909	↓ -3
住房贷款			25443	25439	25404	25265	↑ 5
商业地产贷款			29372	29355	29335	29229	↑ 18
工商业贷款			27426	27360	27504	27486	↑ 66
存款			173058	173138	173254	172030	↓ -80
大银行存款			107698	107558	107900	107088	↑ 140
小银行存款			52597	52584	52562	52027	↑ 13
<b>货币市场基金</b>	55831	55687	55698	55301	55158	54868	↑ 144

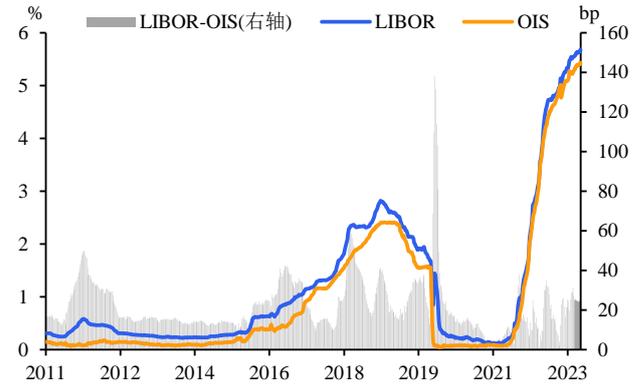
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 本周美国净流动性小幅回升



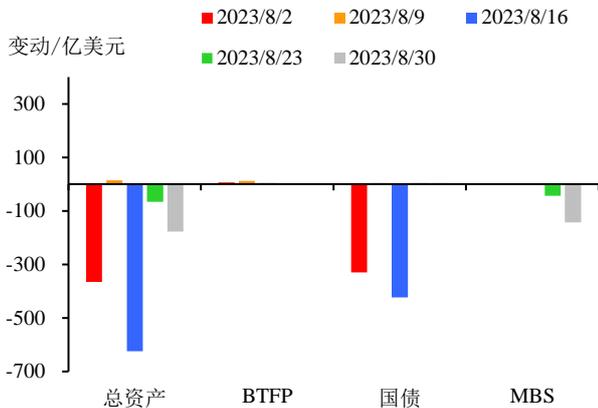
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: Libor-OIS 边际上升



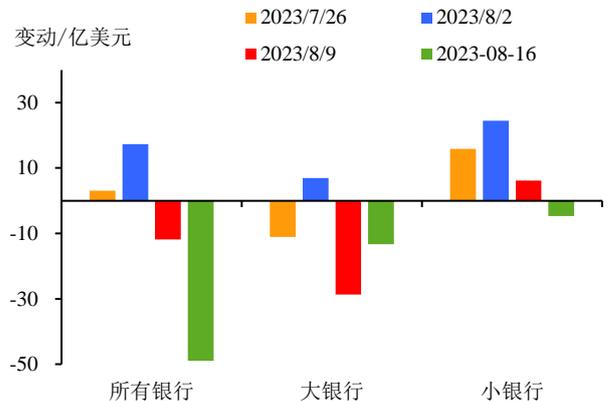
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图16: 美联储资产负债表回落



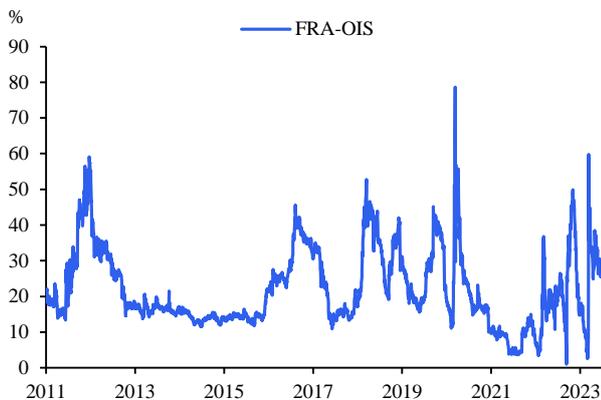
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图17: 美国商业银行存款规模回落



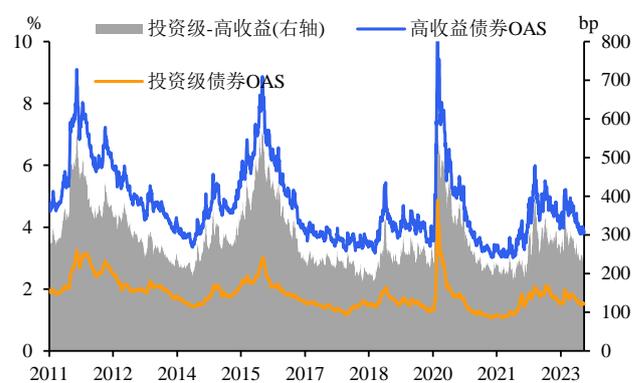
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图18: FRA-OIS 利差下降, 银行间流动性较为宽松



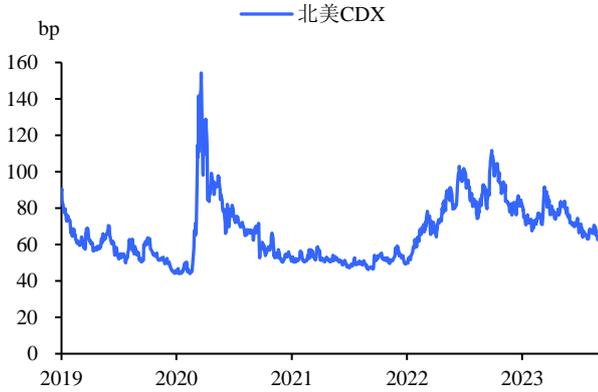
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图19: 企业信用风险继续边际回落



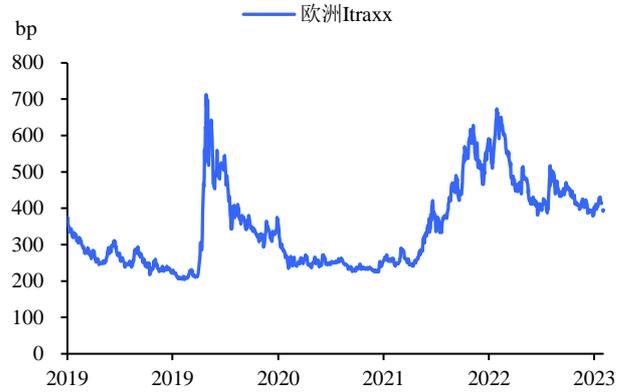
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 北美 CDX 指数小幅回落



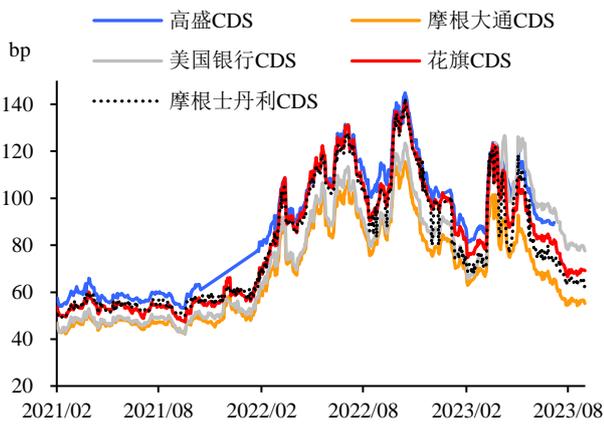
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图21: 欧洲 Itraxx 指数下降



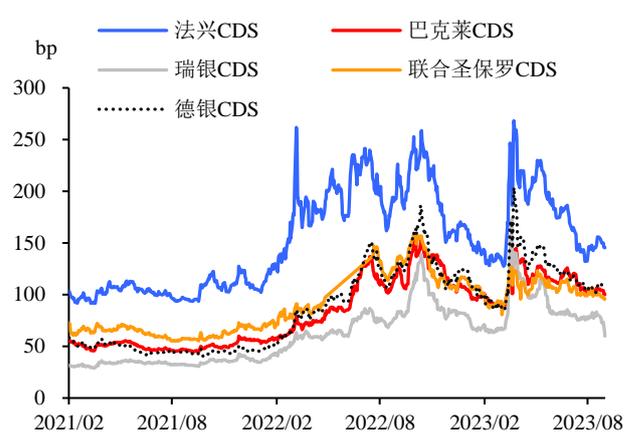
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图22: 美国主要银行 CDS 指数小幅回落



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图23: 欧洲主要银行 CDS 指数边际下行



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>