

# 宏观周报 20230910

## 弱经济 VS 强油价—海外宏观经济周报

2023年09月10日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwwzq.com.cn

### 相关研究

《如何看待通胀拐点的积极因素?》

2023-09-09

《8月出口:政策的“油门”要不要松?》

2023-09-07

■ **“双轨”经济在收敛的过程中开始企稳回升。**此前我们认为美国超韧性的经济是在分化的制造业和服务业下进行的,同时也指出这种分化的趋势难以持续。8月美国制造业 PMI 受新订单和招聘的提振开始企稳反弹。其中由于受到美国制造业回流所带动的资本开支上涨的影响,商品消费带领着制造业订单上涨,尤其是耐用品订单增速开始触底反弹。

非制造业 PMI 是本月最大“意外惊喜”:8月 ISM 非制造业在招聘和订单分项的显著回升带领下大超预期,达 54.5 (预期 52.5)。除此之外,投入成本也在加速上涨。超预期上行的非制造业 PMI 反映出的是美国需求并未被高利率严重压制,一方面这意味着有韧性的经济增加了“软着陆”的概率。但从另一方面来看,作为经济中占比较大的服务业,这一项的加速上涨也给通胀带来压力。

■ **9月美联储大概率不加息,但11月的“鹰派”风险持续存在。**从最新公布的褐皮书来看,美国经济各地都在“温和增长”。在此基础上,企稳反弹的制造业 PMI 或是美国新一轮复苏的信号。除此之外,油价的超预期上行给未来通胀的走势再次蒙阴。虽然无论是美联储理事沃勒还是其他鹰派官员都表达出了“美联储在加息行动中要谨慎行事”,这几乎打消了美联储9月加息的可能性。但同时,柯林斯的讲话中“也可能需要更多加息,这取决于数据未来的变化”也让加息的悬念留到了11月。

■ **相比之下,欧洲的情况“不容乐观”。**欧洲方面的软硬数据持续指向恶化。首先是欧洲二季度经济增速被下修,从环比增速 0.3%下修至 0.1%,欧洲经济已处于衰退的重要边界线。除此之外,8月服务业 PMI 从7月的 50.9 大幅下滑至 47.9,这是 2021年3月以来的最低水平。情绪方面,投资者对欧元区经济信心再次超预期大幅下滑。经济+信心不足,通胀却仍旧高位运行,欧洲经济困难重重,多因素共同挑战未来经济增长。

■ **油价是全球市场不可忽视的重要变量。**原油价格本周三站上 90 美元/加仑的上方,给本已有所平静的市场带来了新的起伏。目前处于夏秋季节交替期,而随着美国劳动节的结束,其实是标志着美国夏季驾车旺季的结束,这往往会带领油价季节性的下跌。而从当前来看,上行的原油价格主要是受到了来自于沙特牵头的原油减产等供给方面的冲击。油价的上行不仅给通胀带来压力,同时还有对通胀预期的影响。据美国汽车协会数据,美国加油站汽油售价达到 3.811 美元/加仑,突破 2022 年同期水平,并创 1994 年有数据记录以来的第二高。

■ **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:欧美经济“冰火两重天”。**截至9月3日当周美国纽约联储 WEI 指数初值录得 1.58,前值被下修为 1.78,和我们此前推测相吻合,当前美国经济持续向好,但增长动能有所放缓。根据以往经验来看,通常加息对经济有 1 年左右的滞后影响,美联储必须谨慎权衡后续的政策路径,以在降低通胀和经济过度放缓之间取得平衡。

欧洲方面,经济持续低迷。截至9月3日当周德国 WAI 指数为 0.13,前值被下修至-0.01,已经连续两周负增长,本期或也难逃下修风险;瑞士 WEI 指数,截至8月20日当周录得-0.59,两个多月以来持续负增,经济陷入衰退“泥沼”。经济衰退的持续扩散使得欧央行不得不重新考虑原有政策路径,加息进程或将放缓,市场对欧央行9月加息的预期进一步下降。

■ **需求:美国消费表现依旧亮眼,地产需求复苏受高利率“掣肘”。**美国消费表现依旧亮眼,截至9月3日当周,美国红皮书商业零售销售同比录得 4.1%,持续上行,在高利率的影响下,消费仍具有较强韧性,支撑经济不衰退,但也会使美联储在达成 2%的通胀目标上更加坚决。出行

方面，本周执行航班数量以及交通拥堵指数均有所下行，随着暑期出行高峰的结束，后续相关指标或持续走弱。

地产方面，抵押贷款利率继续下行，截至9月10日当周录得7.12%，但仍处于极端高位。地产需求边际回落，近期申请抵押贷款的人数同比下降，虽然自年初以来该指标持续改善，但近期高利率的拖累逐渐显现，地产需求改善空间受阻。我们提到，本轮地产回暖主要是供给端影响，但地产如果要达到真正复苏离不开需求的提振，而当前这一条件恐难实现。

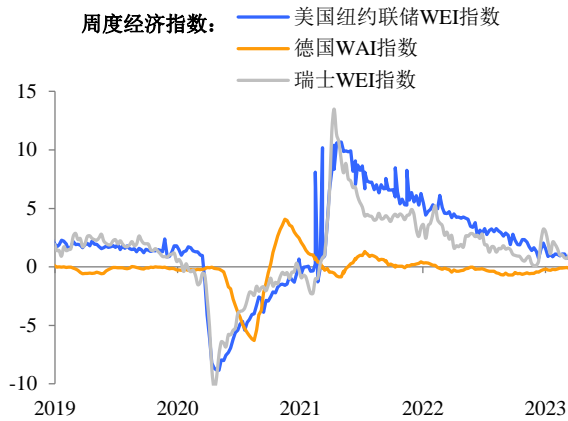
- **就业：劳动力市场仍然“偏紧”。**截至9月3日当周，美国首次申请失业救济人数下降1.3万人至21.6万人，低于预估的23.4万人，前值为22.8万人，达到了2月份以来的最低，进一步证明劳动力市场有韧性。截至8月27日当周，续申失业救济人数减少4万人至167.9万人，为自7月以来的最低水平。虽然美联储9月将短暂保持利率不变，但作为劳动力市场冷热程度的先行指标，首次申请失业金人数的持续下降说明就业端依然紧张。美联储只有看到劳动力市场以及消费等经济指标增长进一步放缓，才能减少未来进一步加息的可能。
- **流动性：美元流动性边际改善。**本周美国净流动性（美联储总资产-TGA-逆回购）小幅回升。监测美元流动性的核心指标Libor-OIS边际回落，企业债利差小幅回升。截至9月6日，美联储资产负债表规模较8月30日收缩了近200亿美元，其中国债减少183.68亿美元，美国缩表持续进行。此外，欧美主要银行的CDS指数在本周上行，债券违约风险增加。各银行存款普遍增加。整体来看，虽然美联储持续缩表，但美元流动性的紧张状况有所改善。
- **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: 海外经济数据跟踪

【东吴宏观】美国当周核心数据回顾 (2023.9.4-2023.9.10)									
	单位	边际变化	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	重要性
<b>工业</b>									
耐用品订单环比终值 (季调)	%	↓ -9.51		-5.20	4.36	1.96	1.24	3.33	★★★
扣除飞机非国防资本耐用品订单环比终值 (季调)	%	↑ 0.45		0.10	-0.39	0.40	0.74	-0.59	★★★
耐用品订单环比: 除运输外终值 (季调)	%	↑ 0.29		0.40	0.19	0.73	-0.56	0.31	★★
制造业订单环比 (季调)	%	↓ -4.40		-2.10	2.30	0.40	0.30	0.60	★★
制造业订单环比: 非运输 (季调)	%	↑ 0.50		0.80	0.30	-0.40	-0.60	-1.00	★★
<b>就业</b>									
新增非农就业人数	万人	↑ 0.00	18.70	18.70	20.90	33.90	25.30	23.60	★★★
新增非农就业人数:私人部门	万人	↑ 0.70	17.90	17.20	14.90	28.30	23.00	18.90	★★
新增非农就业人数:制造业	万人	↑ 1.80	1.60	-0.20	0.70	-0.20	1.10	-0.10	★★
<b>景气调查</b>									
ISM非制造业PMI		↑ 1.80	54.50	52.70	53.90	50.30	51.90	51.20	★★★
Markit综合PMI终值		↓ -1.80	50.20	52.00	53.20	54.30	53.40	52.30	★★
Markit服务业PMI终值		↓ -1.80	50.50	52.30	54.40	54.90	53.60	52.60	★★
<b>国际收支</b>									
贸易差额 (季调)	亿美元	↓ -13.04		-650.22	-637.18	-667.82	-730.13	-604.03	★★★
商品贸易帐 (季调)	亿美元	↓ -19.89		-899.82	-879.93	-911.08	-960.72	-816.34	★★★
【东吴宏观】海外高频数据周度回顾 (2023.9.4-2023.9.10)									
	单位	边际变化	2023/9/10	2023/9/3	2023/8/27	2023/8/20	2023/8/13	2023/8/6	2023/7/30
<b>经济活动</b>									
美国纽约联储WEI指数		↓ -0.20		1.58	1.78	1.68	0.93	1.28	1.62
德国WAI指数		↑ 0.14		0.13	-0.01	-0.03	0.03	0.02	0.12
瑞士WEI指数		↑ 0.66				-0.59	-1.25	-0.87	-0.69
<b>消费</b>									
美国红皮书商业零售销售:周同比	%	↓ -0.10		4.10	4.20	2.90	0.70	0.30	0.10
美国Open Table入座订餐人数:周同比	%	↓ -0.51	-5.89	-5.39	-5.34	-6.03	-4.76	-3.45	-2.98
<b>出行</b>									
美国执行航班:周环比	%	↑ 2.17	-1.0	-3.2	-1.5	-2.8	0.1	0.0	0.2
TSA安检人数:周环比	%	↑ 5.27	1.49	-3.78	-4.35	-3.28	-1.65	-1.11	-1.64
美国纽约交通拥堵指数:周环比	%	↓ -20.15	-0.87	19.27	-15.94	-7.50	-6.13	-4.34	4.38
<b>地产</b>									
美国30年期抵押贷款固定利率	%	↓ -0.06	7.12	7.18	7.23	7.09	6.96	6.90	6.81
美国MBA市场综合指数:周同比	%	↓ -1.53		-28.86	-27.34	-31.58	-29.38	-30.49	-28.12
美国MBA购买指数:周同比	%	↓ -1.04		-28.26	-27.22	-29.98	-26.64	-27.02	-26.06
<b>就业</b>									
美国当周初次申请失业金人数 (季调)	万人	↓ -1.30		21.60	22.90	23.20	24.00	25.00	22.70
美国持续领取失业金人数 (季调)	万人	↓ -4.00			167.90	171.90	169.70	171.10	168.40
美国失业率:持有失业保险人群 (季调)	%	↓ -0.10			1.10	1.20	1.10	1.20	1.10

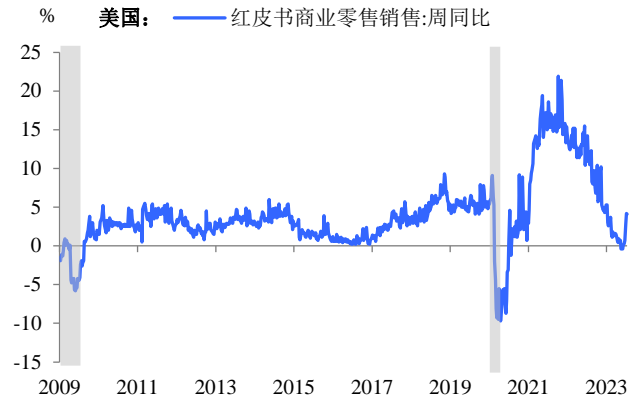
数据来源: Wind, CEIC, 东吴证券研究所

图2: 美欧经济分化



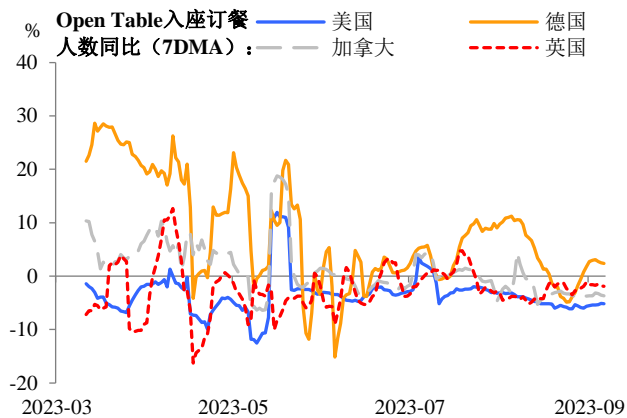
注: 日期截止至 2023 年 9 月;  
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图3: 美国消费表现亮眼



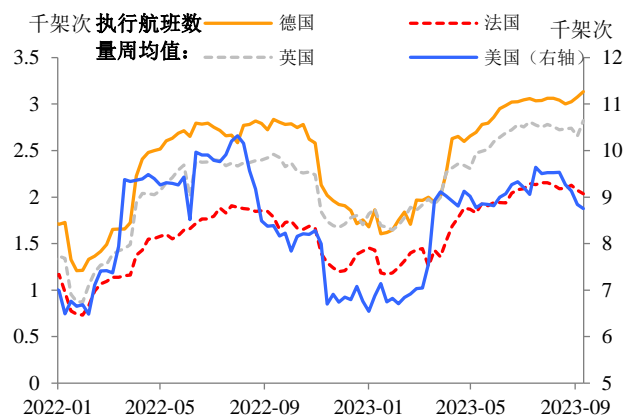
注: 日期截止至 2023 年 9 月; 阴影表示美国衰退;  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 美国订餐活动低位徘徊



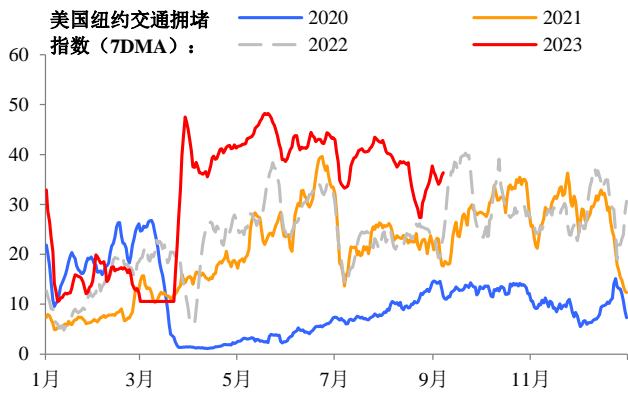
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图5: 美国航班数量边际下降



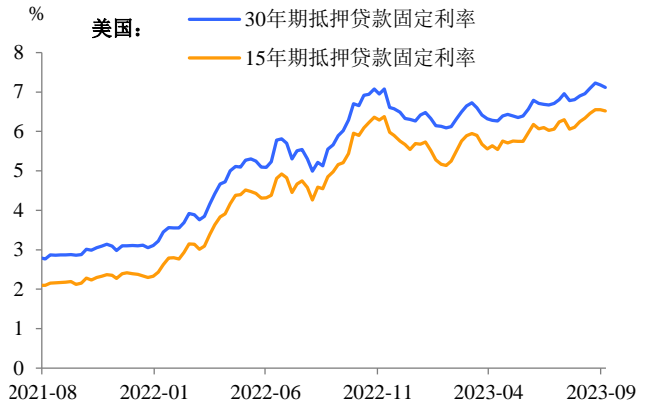
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 纽约交通拥堵指数边际下降



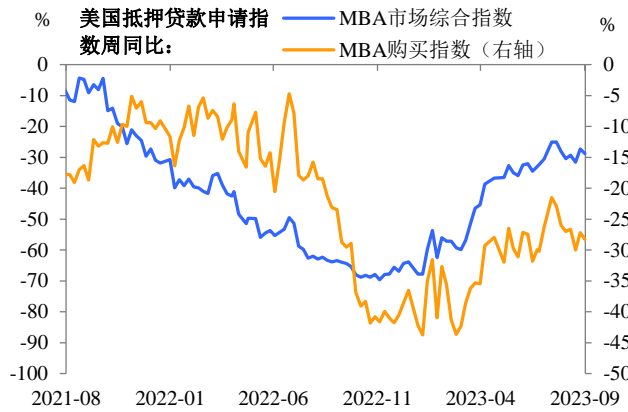
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图7: 美国抵押贷款利率回落



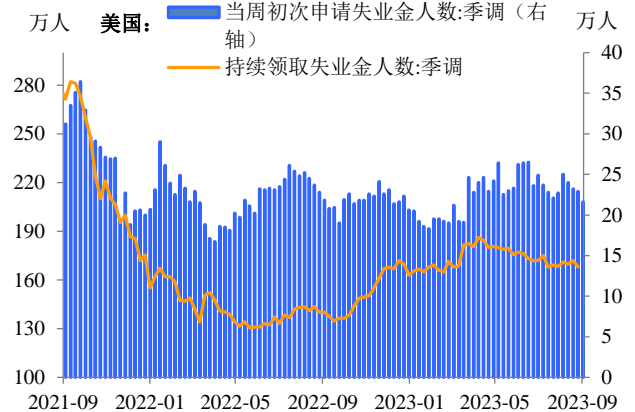
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 地产需求改善受阻



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 美国劳动力市场依旧紧张



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 美国流动性高频跟踪指标

【东吴宏观】美国流动性周度回顾 (2023.9.4-2023.9.10)							
(亿美元)	09/06	08/30	08/23	08/16	08/09	08/02	周度变化
<b>美联储</b>							
总资产	81013	81213	81391	81457	82082	82068	↓ -200
其他贷款	2493	2506	2526	2570	2604	2621	↓ -13
一级信贷	21	29	22	20	19	19	↓ -9
银行定期融资计划	1079	1075	1074	1072	1069	1057	↑ 3
其他信贷工具	2493	2506	2526	2570	2604	2621	↓ -13
逆回购	18999	19983	21125	20967	20965	20724	↓ -984
准备金	32905	31965	31774	32290	32286	32174	↑ 939
TGA	4816	5007	4160	3848	4323	4609	↓ -192
<b>商业银行</b>							
现金			32642	33094	33160	32914	↓ -453
消费贷			18919	18872	18875	18879	↑ 46
住房贷款			25464	25446	25441	25406	↑ 18
商业地产贷款			29416	29382	29364	29343	↑ 34
工商业贷款			27369	27449	27383	27533	↓ -80
存款			172455	173070	173149	173263	↓ -615
大银行存款			107190	107698	107558	107900	↓ -508
小银行存款			52448	52597	52583	52559	↓ -149
货币市场基金	56249	55831	55687	55698	55301	55158	↑ 418

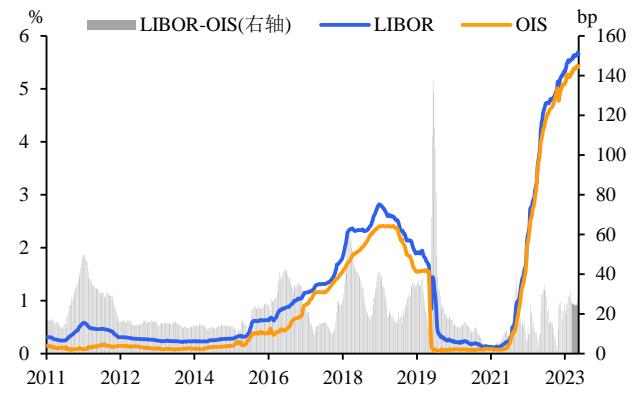
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 本周美国净流动性小幅回升



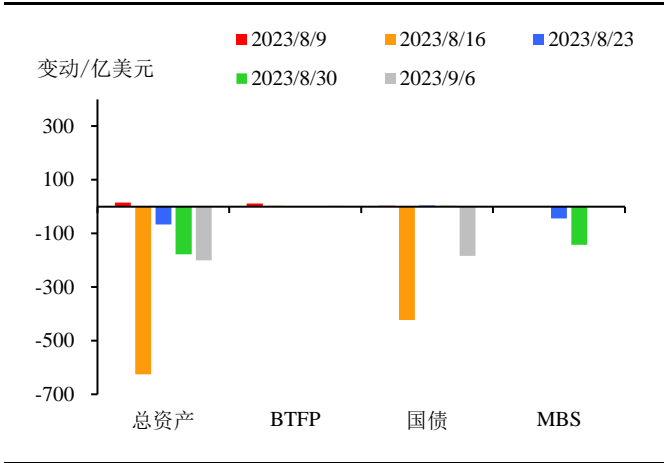
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: Libor-OIS 边际回落



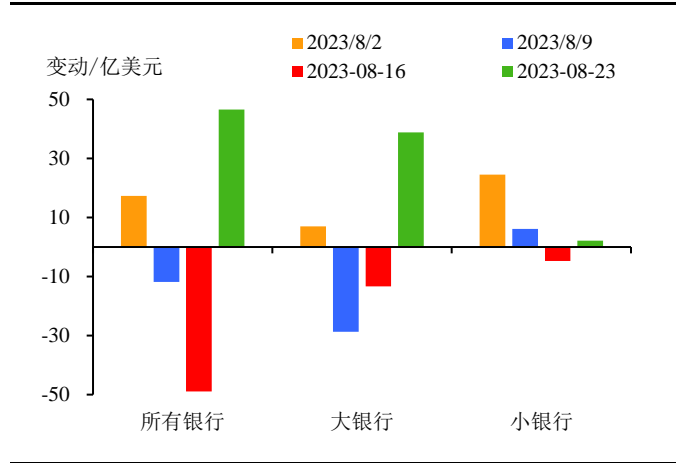
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图13: 美联储资产负债表回落



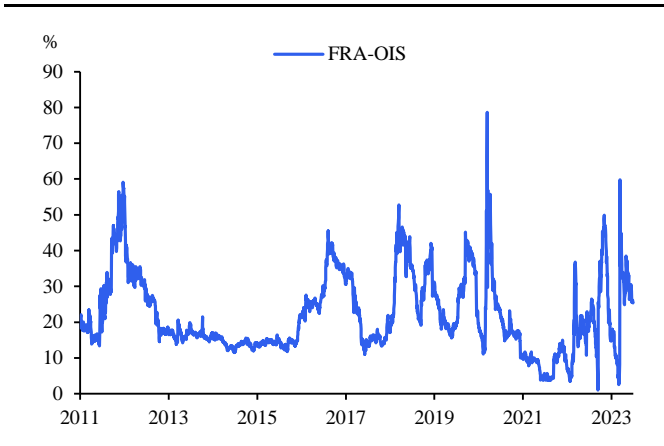
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图14: 美国商业银行存款规模回升



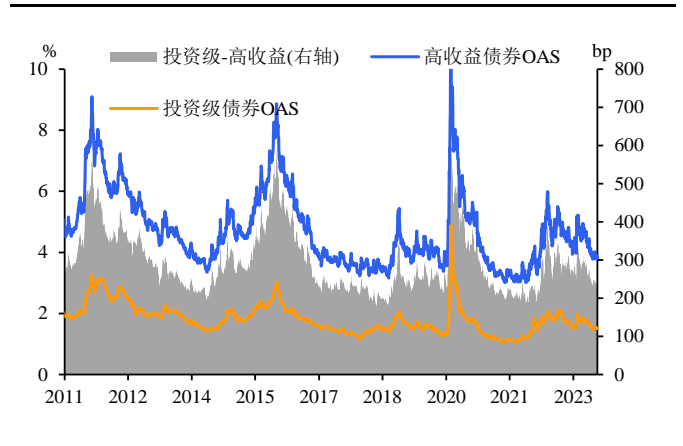
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图15: FRA-OIS 利差下降, 银行间流动性较为宽松



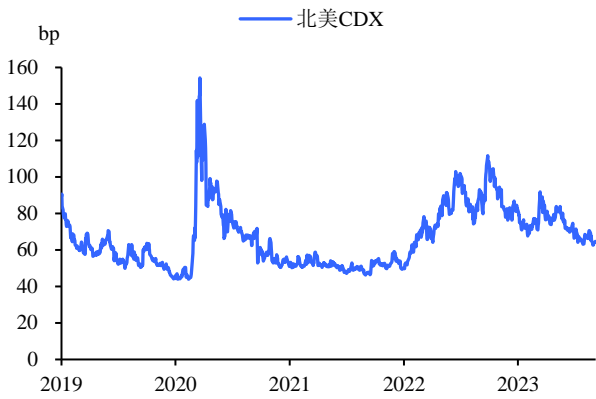
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图16: 企业信用风险继续边际回升



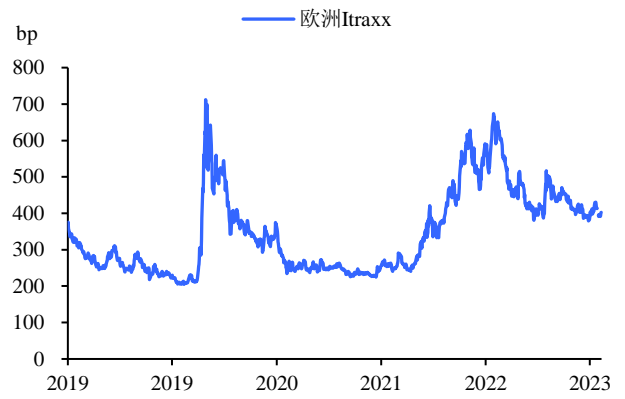
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图17: 北美 CDX 指数小幅回升



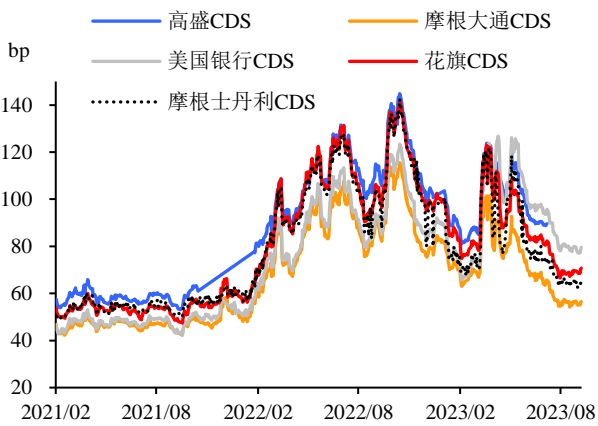
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图18: 欧洲 Itraxx 指数上升



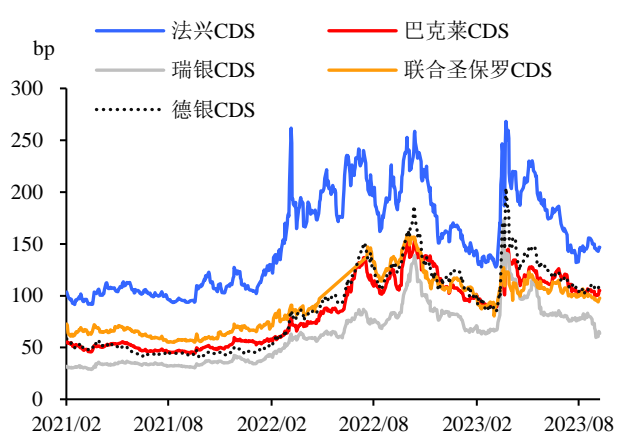
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图19: 美国主要银行 CDS 指数小幅回升



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图20: 欧洲主要银行 CDS 指数边际上行



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>