

宏观周报 20230924

全球“加息潮”进行到什么地步了？—海外宏观经济周报

2023年09月24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

《美联储9月会议：加息终局的弦外之音》

2023-09-20

《地产调控效果几何？—与2015年的对比》

2023-09-18

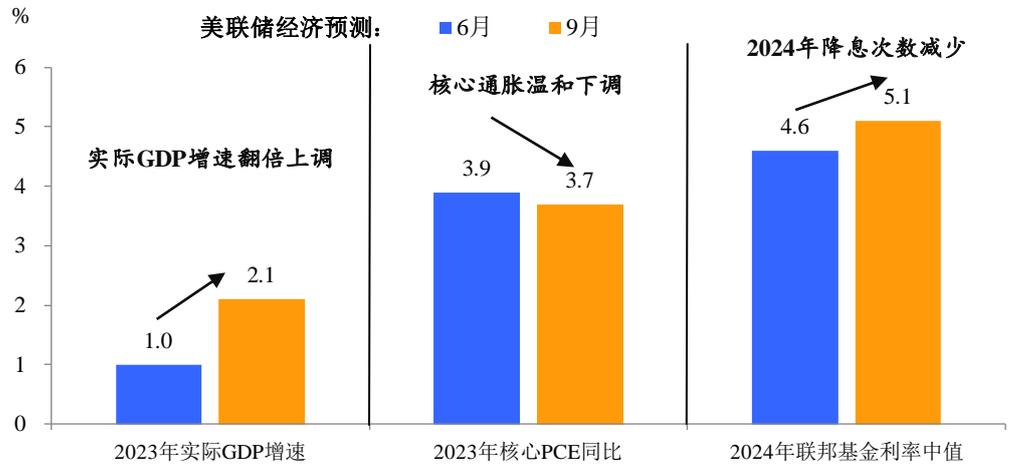
- 全球加息大潮持续一年之久，欧美经济逐渐在紧缩下开始出现放缓。在过去的一个月里，发达经济体加息的身影已经越来越少，加拿大央行、英央行及澳洲联储均选择了维持利率不变，仅欧央在9月选择加息25个bp，更多央行选择了按兵不动。
- 美国方面，9月是一次“鹰派”跳过。美联储“翻倍”上调了2023年美国经济增长速（从1%上调至2.1%），且对于2024年降息的预测由100bp缩减至50bp（四次变两次），这无疑为美联储所释放出来的最大“鹰派”信号。往后看的一大不确定性在于何时打开降息通道，核心在于通胀何时回至3%。
- 基准情形是在当前通胀良性放缓的模式下，2024年2月触及3%，降息周期将在二季度就此开启。根据我们测算，倘若核心通胀能够维持住6个月以上<0.2%-0.3%的增速，那么2024年3月核心CPI将触及同比接近3%的降息门槛。在此情形下，美联储将在明年二季度开始渐进式降息(图2)。
- 但基准情形外，核心通胀也存在上行风险。美联储曾在去年年底误判通胀的走势(图3)，而如今考虑到房价企稳、商品价格的卷土重来、以及汽车行业大罢工的风险可能破坏降低通胀的努力。如果9月往后公布的核心通胀环比再次回升，那么到2024年年底，核心通胀都尚难回到3%。在此情形下，美联储首次降息的时间将从二季度往后延长。
- 欧元区方面，加息接近尾声。9月欧洲继续加息25bp，也是其在长达14个月的抗通胀斗争中的第10次加息。欧央行在9月议息会议上，提高了对通货膨胀的预测，同时下调了对经济增长的预测。在经济增长面临衰退风险的情况下，欧央行暗示加息或将接近尾声。由此欧央行基本结束加息周期，但倘若经济加速下行恶化，欧央行将提早开启降息。
- 英国方面，通胀意外回落让英央行按下一次“暂停”。虽然英国通胀仍旧高企，但8月份的通胀在服务降温的带动下，同比超预期降至6.7%，也是自2022年2月俄乌冲突以来的最低水平，这无疑给英国央行暂停一次加息提供有力支撑。但由于对经济前景的担忧，英国央行将第三季度GDP增长预期从0.4%下调至0.1%，也让会议上表明“将密切关注是否需要进一步加息”。因此英央行也将与其他主要央行一样，让利率在更长时间内保持高位。但同时给再一次加息留空间，这取决于通胀回落的程度。
- 日本方面，年内将继续保持宽松的货币政策。随着日本政府逐步撤出对石油零售商的补贴，汽油价格大幅上涨，推高日本整体CPI。除此之外，8月核心CPI同比增长3.1%，连续第17个月高于日本央行2%的目标。但由于日本居民实际消费增速仍处于负区间，日本通胀在基数影响下下滑，所以日本通胀的持续性有待观察，因此年内日央行再次调整YCC的经济前提尚不成熟。
- 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：美国经济活动表现强劲。截至9月17日当周美国纽约联储WEI指数初值录得2.40，前值被下修为1.63，本期美国WEI指数超预期大幅上升，指向美国当前经济持续表现强劲，Markit制造业PMI从8月47.9上升至9月的48.9，也指向美国制造业处于修复阶段。截至9月17日当周德国WAI指数初值为0.10，前值被下修为-0.02，但最新的一周由负转正录得0.1。欧洲经济的普遍低迷也将使欧央行重新审视政策路径，在年内后续时间内放缓加息进程。

- **需求: 美国消费出行边际放缓, 地产相对低迷。**美国消费活动边际放缓, 截至9月17日当周, 美国红皮书商业零售销售同比录得3.6%, 较上期边际放缓, 但整体处于反弹上行阶段, Open Table入座订餐人数同比则持续为负, 商品消费和服务消费表现分化。出行方面, 本周执行航班数量以及交通拥堵指数均边际回落。

地产方面, 截止9月24日当周抵押贷款利率边际上行至7.19%, 短期内将持续高位震荡, 申请抵押贷款的人数同比边际上升, 但整体仍处于负增, 上行动力不足, 地产需求依然承压。我们提到, 当前美国房屋库存不足带动住房短暂回暖, 但需求端的持续承压不利于带动地产端的进一步复苏, 9月富国银行住房市场指数 (NAHB) 录得45, 自5月以来重新回落至50以下, 供应商乐观情绪逐渐消散, 地产复苏动力略显不足。

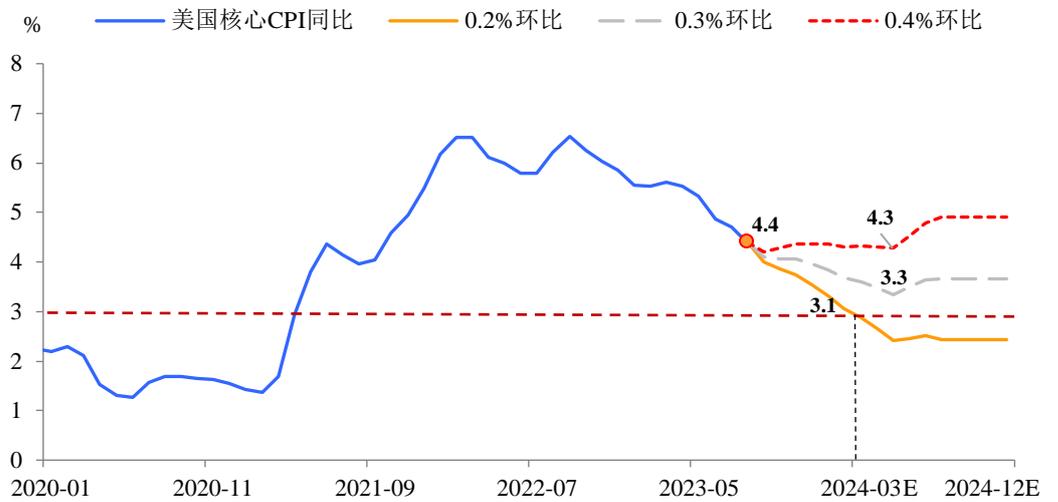
- **就业: 劳动力市场仍然紧张。**截至9月17日当周, 美国首次申请失业救济人数下降2万人至20.1万人, 低于预期的22.5; 截至9月10日当周, 续申失业救济人数下降2.1万人至166.2万, 低于预期169.2万人。美国失业人数持续超预期下行, 就业仍较为旺盛, 虽然当前劳动力市场供需状况、薪资增速等陆续改善, 但从亚特兰大联储薪资增速水平来看仍旧处于历史高位, 核心CPI依然粘性十足。9月议息会议鲍威尔再次表明鹰派立场, 美联储或将利率长期保持在限制性水平, 如若经济和就业表现超预期, 不排除进一步加息可能。
- **流动性: 美元流动性边际收缩。**本周美国净流动性(美联储总资产-TGA-逆回购) 边际下降。监测美元流动性的核心指标 Libor-OIS 边际回升, 企业债利差大幅上升。截至9月20日, 美联储资产负债表规模较9月13日收缩了746.89亿美元, 其中国债减少217.44亿美元, 美国缩减资产负债表的行为正在缓慢进行。此外, 欧美主要银行的CDS指数在本周边际上升, 债券违约风险上升。各银行存款普遍下降。整体来看, 美联储持续缩表, 但美元流动性的紧张状况有所加剧。
- **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: 美联储9月会议上调整的增量信息



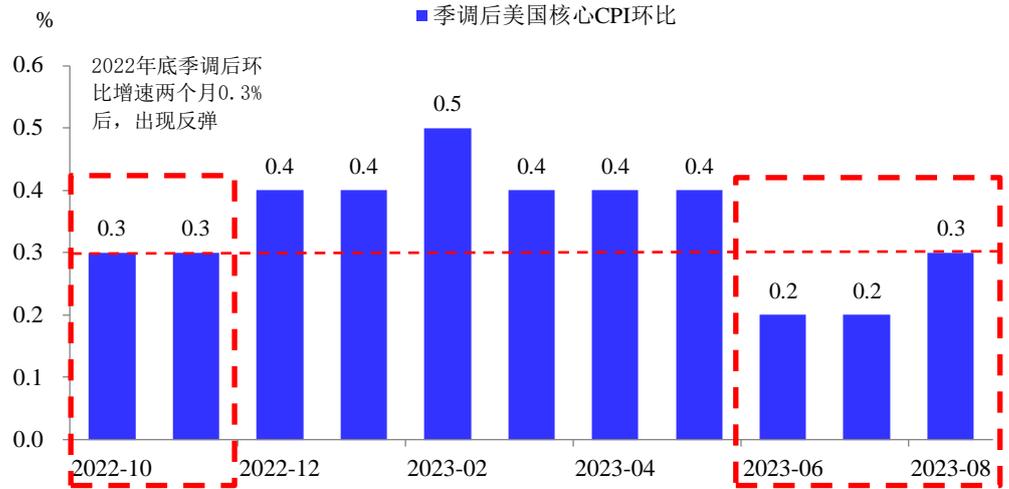
数据来源: 美联储, 东吴证券研究所

图2: 不同增速下, 美国核心CPI未来走势变化



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 美国核心CPI环比增速上一次出现在0.3%是在去年年底



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 (2023.9.18-2023.9.24)									
	单位	边际变化	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	重要性
工业									
耐用品订单环比 (季调)	%	↓ -9.52			-5.23	4.29	1.96	1.24	★★★
房地产									
新屋开工年化数 (季调)	万套	↓ -16.40	128.30	144.70	141.80	158.30	134.80	★★★	
营建许可年化数 (季调)	万套	↑ 10.00	154.30	144.30	144.10	149.60	141.70	★★★	
成屋销售年化数 (季调)	万套	↓ -3.00	404.00	407.00	416.00	430.00	429.00	★★★	
新屋开工年化环比 (季调)	%	↓ -13.38	-11.33	2.05	-10.42	17.43	-2.32	★★	
营建许可年化环比 (季调)	%	↑ 6.79	6.93	0.14	-3.68	5.58	-1.39	★★	
成屋销售年化环比 (季调)	%	↑ 1.42	-0.74	-2.16	-3.26	0.23	-3.16	★★	
富国银行住房市场指数 (NAHB)		↓ -5.00	45.00	50.00	56.00	55.00	50.00	45.00	★★
景气调查									
Markit综合PMI		↓ -0.10	50.10	50.20	52.00	53.20	54.30	53.40	★★
Markit制造业PMI		↑ 1.00	48.90	47.90	49.00	46.30	48.40	50.20	★★
Markit服务业PMI		↓ -0.30	50.20	50.50	52.30	54.40	54.90	53.60	★★
谘商会领先经济指数环比	%	↓ -0.10	-0.10	-0.40	-0.30	-0.60	-0.70	-0.80	★★
费城联储制造业指数 (季调)		↓ -25.50	-13.50	12.00	-13.50	-13.70	-10.40	-31.30	★★
【东吴宏观】海外高频数据周度回顾 (2023.9.18-2023.9.24)									
	单位	边际变化	2023/9/24	2023/9/17	2023/9/10	2023/9/3	2023/8/27	2023/8/20	2023/8/13
经济活动									
美国纽约联储WEI指数		↑ 0.78	2.40	1.62	1.63	1.78	1.68	0.93	
德国WAI指数		↑ 0.12	0.10	-0.02	-0.04	-0.06	-0.08	-0.03	
瑞士WEI指数		↑ 0.66					-0.59	-1.25	
消费									
美国红皮书商业零售销售:周同比	%	↓ -1.00	3.60	4.60	4.10	4.20	2.90	0.70	
美国Open Table入座订餐人数:周同比	%	↑ 2.18	-5.97	-8.15	-6.39	-5.39	-5.34	-6.03	-4.76
出行									
美国执行航班:周环比	%	↑ 0.87	1.9	1.0	-0.9	-3.2	-1.5	-2.8	0.1
TSA安检人数:周环比	%	↓ -1.19	0.22	1.41	2.17	-3.78	-4.35	-3.28	-1.65
美国纽约交通拥堵指数:周环比	%	↓ -20.96	-2.75	18.22	3.75	19.27	-15.94	-7.50	-6.13
地产									
美国30年期抵押贷款固定利率	%	↑ 0.01	7.19	7.18	7.12	7.18	7.23	7.09	6.96
美国MBA市场综合指数:周同比	%	↑ 1.12	-27.43	-28.55	-28.86	-27.34	-31.58	-29.38	
美国MBA购买指数:周同比	%	↑ 0.92	-26.54	-27.46	-28.26	-27.22	-29.98	-26.64	
就业									
美国当周初次申请失业金人数 (季调)	万人	↓ -2.00	20.10	22.10	21.70	22.90	23.20	24.00	
美国持续领取失业金人数 (季调)	万人	↓ -2.10	166.20	168.30	168.40	168.40	171.90	169.70	
美国失业率:持有失业保险人群 (季调)	%	↑ 0.00	1.10	1.10	1.10	1.10	1.20	1.10	

数据来源: Wind, CEIC, 东吴证券研究所

图5: 美欧经济分化



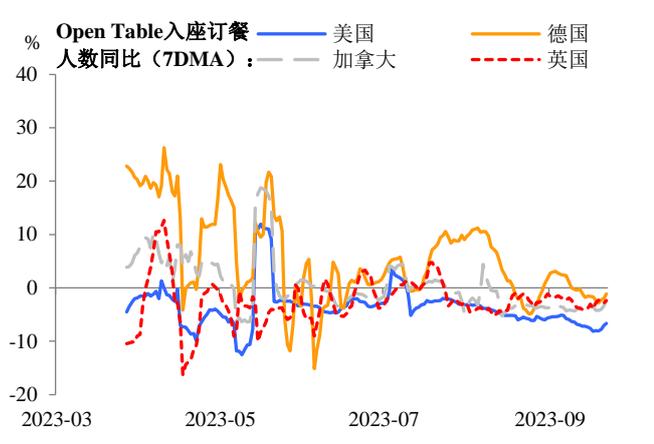
注: 日期截止至 2023 年 9 月;
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图6: 美国消费表现亮眼



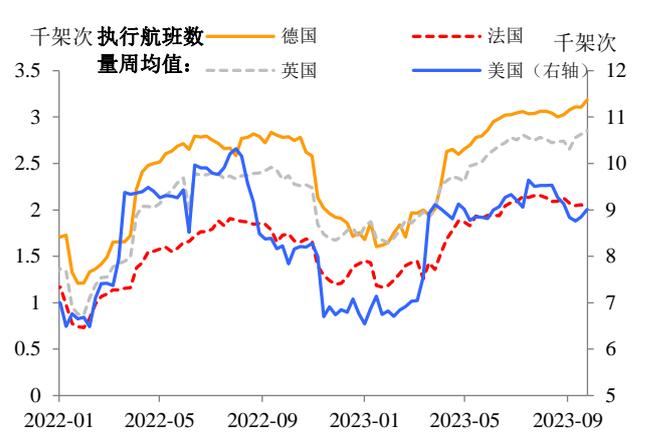
注: 日期截止至 2023 年 9 月; 阴影表示美国衰退;
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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



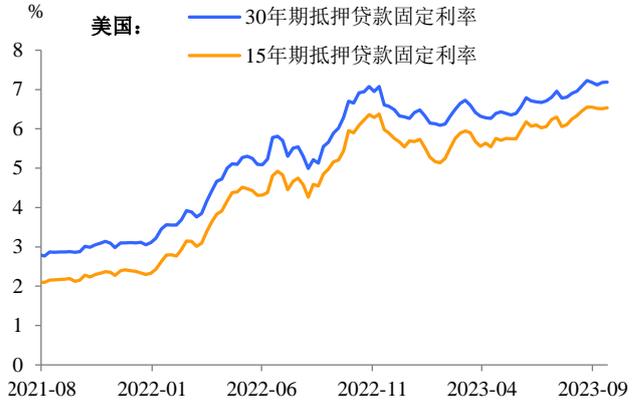
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 纽约交通拥堵指数边际下降



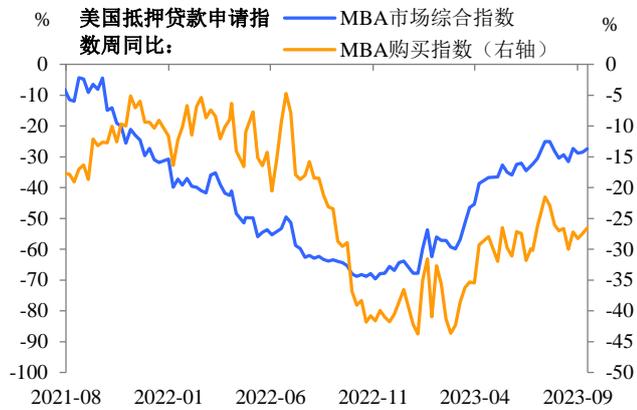
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图10: 美国抵押贷款利率回落



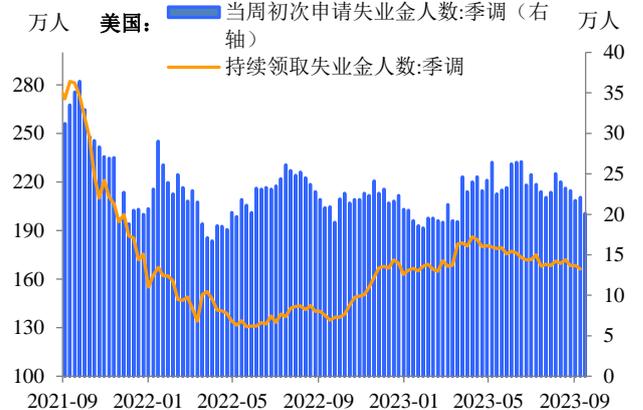
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 地产需求改善受阻



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 美国劳动力市场依旧紧张



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 (2023.9.18-2023.9.24)							
(亿美元)	09/20	09/13	09/06	08/30	08/23	08/16	周度变化
美联储							
总资产	80241	80988	81013	81213	81391	81457	↓ -747
其他贷款	2011	2496	2493	2506	2526	2570	↓ -485
一级信贷	31	27	21	29	22	20	↑ 4
银行定期融资计划	1076	1080	1079	1075	1074	1072	↓ -4
其他信贷工具	2011	2496	2493	2506	2526	2570	↓ -485
逆回购	18047	18356	18999	19983	21125	20967	↓ -309
准备金	31444	33105	32905	31965	31774	32290	↓ -1661
TGA	6617	5374	4816	5007	4160	3848	↑ 1244
商业银行							
现金		34121	33883	33265	32640	33082	↑ 238
消费贷		18993	19005	19092	18919	18873	↓ -12
住房贷款		25607	25572	25564	25465	25447	↑ 35
商业地产贷款		29418	29402	29389	29416	29381	↑ 16
工商业贷款		27290	27327	27394	27369	27450	↓ -37
存款		173183	173353	172822	172439	173062	↓ -170
大银行存款		107597	107961	107469	107190	107698	↓ -363
小银行存款		52759	52804	52560	52432	52588	↓ -45
货币市场基金	56356	56426	56249	55831	55687	55698	↓ -70

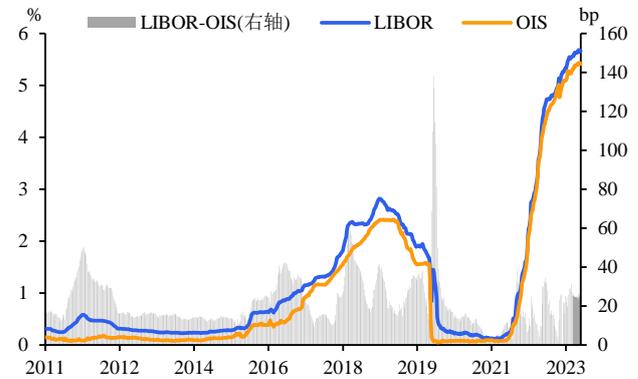
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图14: 本周美国净流动性边际回落



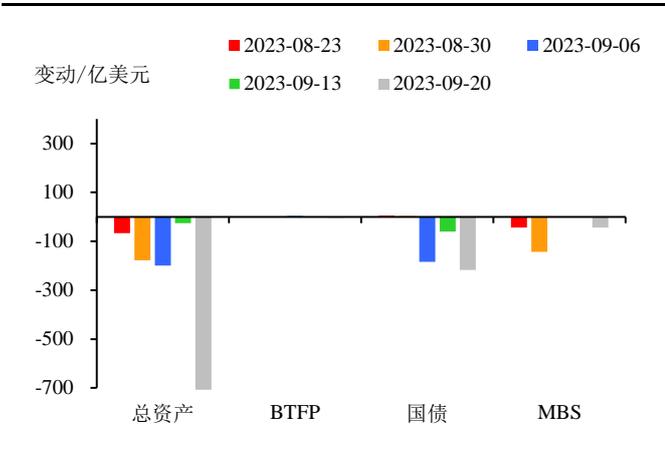
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: Libor-OIS 边际上升



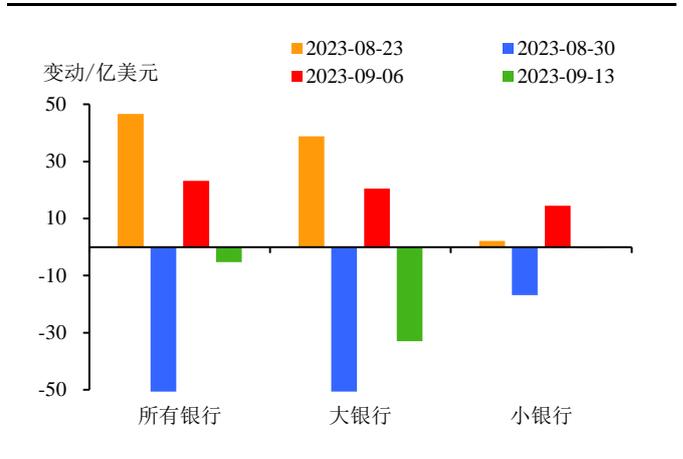
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图16: 美联储资产负债表回落



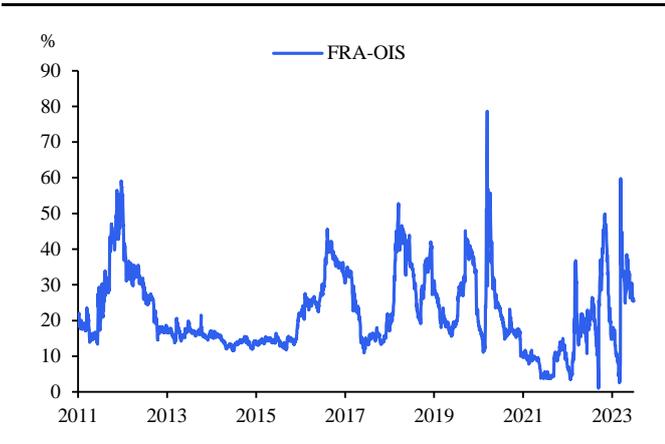
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图17: 美国商业银行存款规模下降



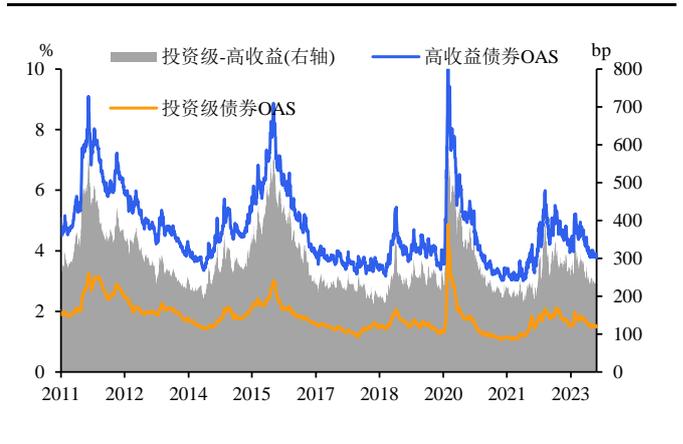
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图18: FRA-OIS 利差下降, 银行间流动性较为宽松



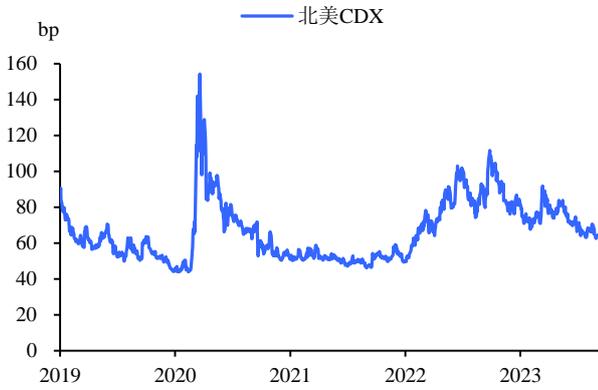
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图19: 企业信用风险继续边际回升



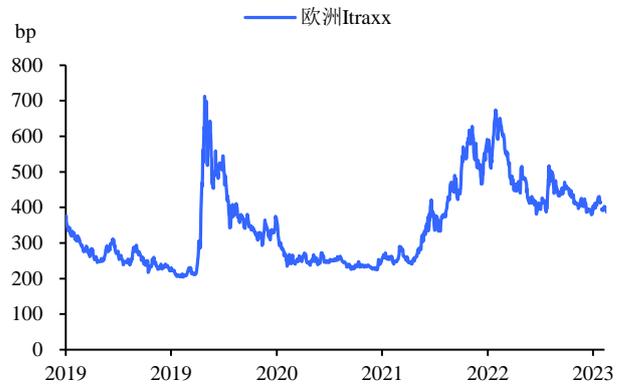
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图20: 北美 CDX 指数小幅回升



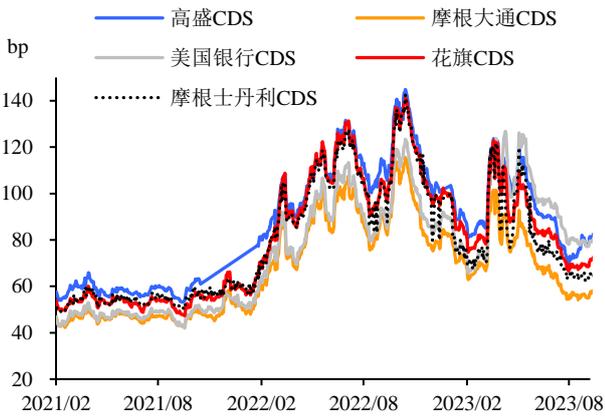
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图21: 欧洲 Itraxx 指数上升



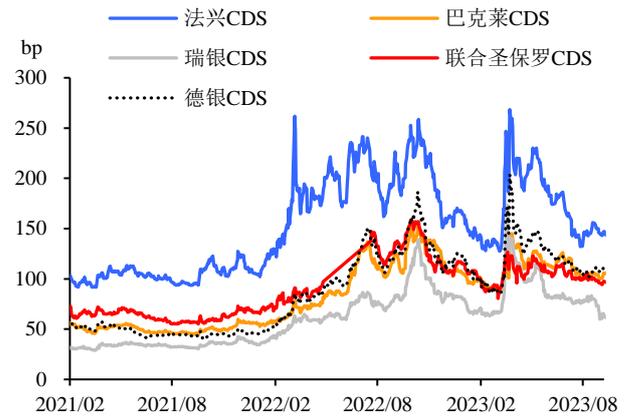
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图22: 美国主要银行 CDS 指数小幅回升



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>