



# 海外周度观察

**宏观专题研究报告(深度)**

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

## 如果欧央行提前降息?

历史上,美、欧货币政策周期大致同步,但美联储往往领先转向。今年,美欧经济、通胀、地产均分化,若欧央行早于美联储降息,美德利差走阔,美元指数将被动走强,新兴市场国家汇率承压,是否意味着新一轮“货币危机”?

### 热点思考:如果欧央行提前降息?

#### (一) 大宗上涨,欧央行政策立场边际变化? 欧美立场分道扬镳,欧央行可以更独立

地缘紧张,原油上涨,欧央行面临的决策环境短期内出现较大变化。3月,瑞士央行意外抢跑,成为今年第一个降息的发达经济体。4月,伊朗以色列冲突显著升级,再通胀担忧升温。尽管如此,欧央行4月例会基调仍偏鸽派,释放了更明确的降息信号。拉加德强调欧央行的决策独立于美联储,暗示今年欧央行或早于美联储降息。

欧美政策立场已分道扬镳,降息预期差异扩大。伊朗以色列冲突以来,欧央行内部官员已表态关注到中东地缘局势的扰动,但多数官员表态仍较为鸽派,支持6月份降息。拉加德4月16日表示,若无重大冲击,欧央行将朝着调整紧缩货币政策的时刻迈进。但美联储态度却更加鹰派,市场仍定价欧央行6月降息,对美联储的降息预期已大幅推迟。

#### (二) 美欧分化,欧央行是否满足降息条件? 经济疲弱,通胀下行,早降息更有必要

美欧经济基本面分化扩大,欧元区经济增长仍疲弱,今年欧央行独立降息或更有必要。2023年以来,欧元区GDP增速持续下行,2023年四季度降至0%,主要分项均低迷,美国GDP去年四季度维持3.1%高位。上一轮美欧增速分化出现在2011-2013年欧债危机期间,欧元区经济大幅下挫,为应对衰退,欧央行独立进行了降息操作。

欧元区通胀下行相对顺畅,通胀粘性低于美国。年初以来,美国CPI下行受阻,欧元区通胀下降速度更快。美欧通胀分化来源于双方的通胀结构差异,美国通胀主要贡献项为住房,在薪资、住房市场韧性的影响下,粘性更强。欧央行4月议息会议预计2025年将实现2%的通胀目标,拉加德也表态不会等到所有指标均达到2%才开启降息。

#### (三) 如果欧央行提前降息,或有哪些影响? 美元被动走强,压制新兴市场货币,风险资产价格波动率上行

若欧央行提前降息,美元指数被动走强。美元指数构成中,欧元占比达58%,为占比最高的币种。欧元兑美元汇率主要受美国-德国利差影响,其中2年期美德利差与汇率相关性更高。若欧央行提前降息,短期内,美欧经济基本面或难以快速收敛,2年期美德利差趋向于走阔,或将支撑美元指数维持强势。

强美元或增加新兴市场国家汇率压力,且不利于制造业的复苏。去年年中以来,部分新兴经济体提前开启降息。智利央行2023年7月降息100个基点;巴西于2023年8月启动降息;墨西哥2024年3月开启降息,在强美元周期里,加大了新兴市场汇率压力,若欧央行提前降息,短期内或使新兴经济体货币面临强美元压力。

若欧央行提前降息,有助于欧元区经济的改善,但市场对此定价已较为充分。欧元区金融条件2023年初开始边际转向宽松,带动欧元区PMI及花旗意外指数好转,欧洲权益市场接近同步回升。若今年欧央行提前降息,有助于维持金融条件宽松格局,但现阶段市场对欧元区修复的定价已较为充分,降息在短期内对市场的提振作用或较为有限。

### 海外事件&数据:美国3月零售销售数据表现强劲,市场定价美联储今年降息1次

零售销售数据表现强劲,增幅超预期。美国3月零售销售环比0.7%,预期0.3%,前值0.6%上修至0.9%;核心零售销售环比1.1%,为去年2月以来新高,预期0.4%,前值0.3%上修至0.6%;控制组环比1.1%,为去年2月以来新高,预期0.3%,前值0上修至0.3%。13个细分项中有,同比、环比各有8个上升,其中,线上商店增幅最大。

美国房屋建筑商信心涨势停滞,新屋开工暴跌,成屋销售下滑。美国4月NAHB房产市场指数51,仍为去年8月以来的最高水平,但打破了连续四个月上涨的势头,预期51,前值51。美国3月新屋开工总数年化132.1万户,为2023年9月以来新低;营建许可总数环比-4.3%;成屋销售年化月率-4.3%,预期-4.1%,前值9.5%。

近一周美联储官员发言表态均偏鹰派。主席鲍威尔表示,美国经济表现强劲,今年去通胀进展仍不足,对通胀信心的恢复可能需要更长时间,给政策更多时间来发挥作用是适宜的。多位官员表示货币政策处于良好位置,在某个时刻将开始放松政策,不必急于放松政策。截至4月20日,市场定价美联储今年降息1次,降息时点为9月,概率为45%。

### 风险提示

地缘政治冲突升级;美联储再次转“鹰”;金融条件加速收缩



## 内容目录

一、热点思考：如果欧央行提前降息？	4
(一) 大宗上涨，欧央行政策立场边际变化？欧美立场分道扬镳，欧央行可以更独立	4
(二) 美欧分化，欧央行是否满足降息条件？经济疲弱，通胀下行，早降息更有必要	6
(三) 如果欧央行提前降息，或有哪些影响？被动支撑美元，压制新兴市场货币	8
二、海外基本面&重要事件	11
(一) 美国流动性：市场定价美联储今年降息 1 次	11
(二) 美联储：地方联储主席偏鹰派	12
(三) 消费：美国 3 月零售销售数据表现强劲，增幅超预期	13
(四) 地产：美国 3 月成屋销售下滑或因利率和房价上升	14
风险提示	16

## 图表目录

图表 1：今年 3 月，瑞士抢先降息 25 个基点	4
图表 2：瑞士降息背景是其通胀已明显缓和	4
图表 3：伊朗以色列冲突加剧，地缘风险上升	4
图表 4：4 月以来，地缘局势导致油价进一步上涨	4
图表 5：欧央行 4 月例会主要内容	5
图表 6：欧央行三大政策利率继续维持不变	5
图表 7：以往，欧央行往往跟随美联储行动	5
图表 8：欧美央行政策立场分化，欧央行鸽派，美联储转鹰	6
图表 9：市场仍预期欧央行 6 月降息	6
图表 10：市场预期美联储降息时点推迟	6
图表 11：欧元区制造业 PMI 弱于美国	7
图表 12：2023 年以来，美欧 GDP 明显分化	7
图表 13：欧元区 GDP 分项均走弱	7
图表 14：消费、政府支出拉动下，美国 GDP 增速回升	7
图表 15：欧元区 CPI 增速已低于美国	7
图表 16：欧元区核心通胀下行速度更快	7
图表 17：欧元区通胀结构中，服务价格贡献较高	8
图表 18：美国住房价格对通胀贡献最高	8
图表 19：欧元区信贷增速低于美国	8
图表 20：欧元区银行存款增速低于美国	8



图表 21: 欧元区住房价格增速下行幅度更大.....	8
图表 22: 欧元区商业地产价格压力更高.....	8
图表 23: 美元指数中, 欧元占比最高.....	9
图表 24: 美欧经济基本面分化支撑美元强势.....	9
图表 25: 欧元兑美元与 2 年美德利差相关性较高.....	9
图表 26: 欧元兑美元受美德长端利差影响.....	9
图表 27: 部分新兴市场已提前进入降息周期.....	10
图表 28: 发达国家中, 日元、澳大利亚货币明显走弱.....	10
图表 29: 新兴市场中, 巴西、印度汇率走弱.....	10
图表 30: 欧元区金融条件领先 PMI.....	11
图表 31: 市场对欧元区修复的定价已较为充分.....	11
图表 32: 美国流动性量价跟踪.....	11
图表 33: 美联储减持美债规模.....	12
图表 34: 美联储逆回购规模当周略降.....	12
图表 35: 截至 4 月 12 日, 美联储降息概率.....	12
图表 36: OIS 隐含 FFR 利率.....	12
图表 37: 美联储官员: 近一周发言表态均偏鹰派.....	13
图表 38: 美国 3 月零售销售数据表现强劲.....	13
图表 39: 零售销售同比序列.....	13
图表 40: 美国 3 月零售销售同比、环比及其结构.....	14
图表 41: 美国 3 月同比受无店面零售拉动较多.....	14
图表 42: 美国 3 月环比受无店面零售拉动较多.....	14
图表 43: 美国 4 月房屋建筑商信心涨势停滞.....	15
图表 44: 美国 3 月新屋开工暴跌.....	15
图表 45: 美国 3 月营建许可环比走低.....	15
图表 46: 美国 3 月成屋销售下滑.....	15
图表 47: 30 年期抵押贷款固定利率升至 7.1%.....	15
图表 48: 美国 3 月成屋销售中位价同比走高.....	15



历史上,美、欧货币政策周期大致同步,但美联储往往领先转向。今年,美欧经济、通胀、地产均分化,若欧央行早于美联储降息,美德利差走阔,美元指数将被动走强,新兴市场国家汇率承压,是否意味着新一轮“货币危机”?

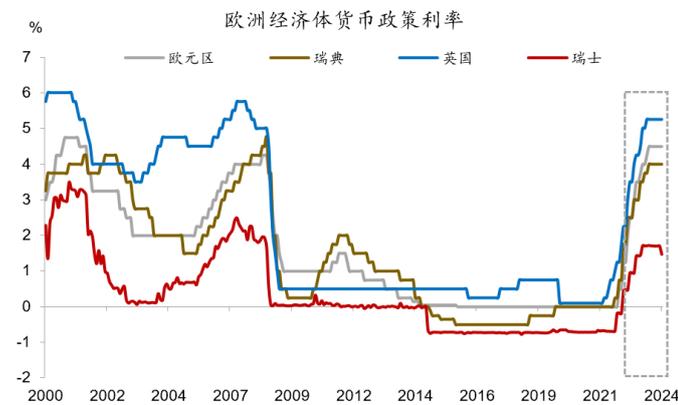
## 一、热点思考:如果欧央行提前降息?

### (一) 大宗上涨,欧央行政策立场边际变化? 欧美立场分道扬镳,欧央行可以更独立

地缘紧张,原油上涨,欧央行面临的决策环境短期内出现较大变化。3月,瑞士央行意外宣布降息25个基点,基准利率由1.75%下调至1.5%,成为今年第一个降息的发达经济体。瑞士抢跑一方面因为其通胀已明显放缓,3月瑞士通胀同比仅为1%,远低于2%的通胀目标;其次是为避免瑞士法郎升值过快,确保货币条件适当。4月,伊朗以色列冲突显著升级,由代理人冲突直接演变为直接军事接触,地缘政治风险攀升,导致WTI原油价格脉冲至87美元,布油价格短暂升至90美元上方,致使再通胀担忧升温。

图表1:今年3月,瑞士抢先降息25个基点

图表2:瑞士降息背景是其通胀已明显缓和

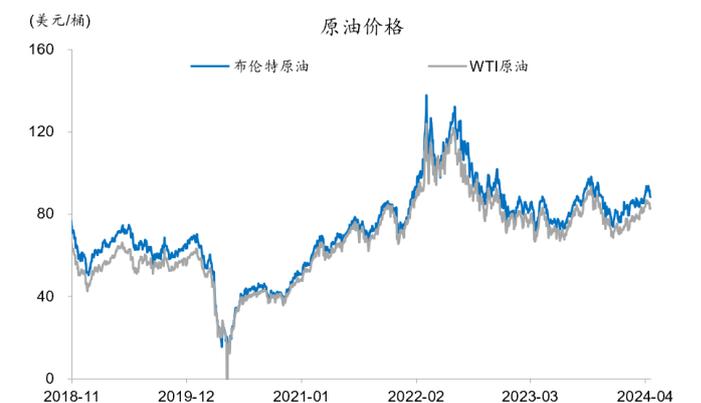
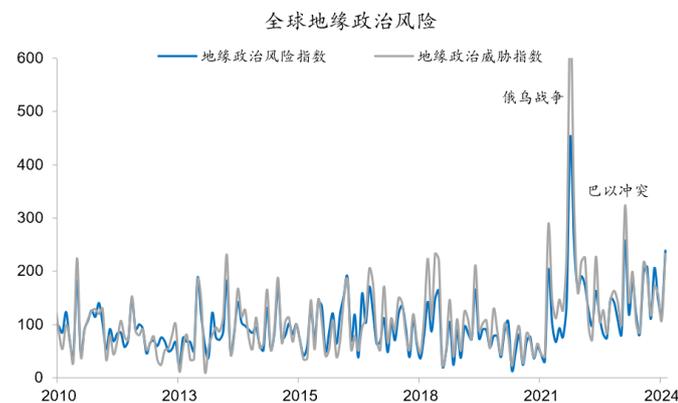


来源:Wind、国金证券研究所

来源:Wind、国金证券研究所

图表3:伊朗以色列冲突加剧,地缘风险上升

图表4:4月以来,地缘局势导致油价进一步上涨



来源:Wind、国金证券研究所

来源:Wind、国金证券研究所

尽管如此,欧央行4月例会基调仍偏鸽派,释放了更明确的降息信号。4月11日,欧央行召开4月议息会议,如期维持三大利率不变。通胀方面,欧央行指出,物价压力正在减弱,工资增长逐渐放缓。地缘方面,欧央行提及了对俄乌战争及中东局势的关注,认为地缘风险可能在短期内推高通胀。但欧央行仍认为,如果通胀继续回落,那么降低当前货币政策水平将是适当的,但不会预先承诺利率路径。记者会上,拉加德也强调欧央行的决策独立于美联储,暗示今年欧央行或早于美联储降息。

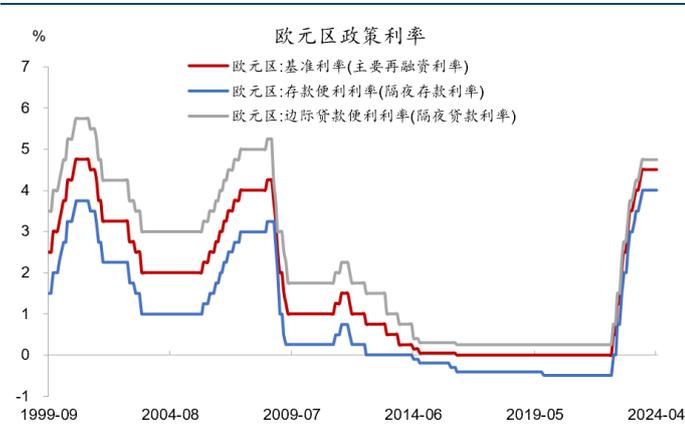


图表5: 欧央行4月例会主要内容

主题	具体内容	2024年4月	2024年3月
货币政策	3大关键利率	<p><b>维持3大关键利率不变:</b> 主要再融资利率: 4.50%; 边际借贷利率: 4.75%; 存款便利利率: 4.00%。 必要时, 政策利率将保持足够限制性。 <b>通胀持续收敛, 降低当前货币政策水平将是适当的。</b> 继续基于数据和逐次会议, 不会预先承诺特定的利率路径。</p>	<p><b>维持3大关键利率不变:</b> 主要再融资利率: 4.50%; 边际借贷利率: 4.75%; 存款便利利率: 4.00%。 必要时, 政策利率将保持足够限制性。 未讨论降息问题, 开始讨论缓和限制性立场问题。</p>
	APP	APP投资组合正在以可衡量和可预测的速度下降。	APP投资组合正在以可衡量和可预测的速度下降。
	QT	<p>PEPP 下半年, PEPP投资组合每月减少75亿欧元。 PEPP再投资将持续到2024年底。</p>	<p>PEPP 下半年, PEPP投资组合每月减少75亿欧元。 PEPP再投资将持续到2024年底。</p>
	再融资	定期评估有针对性的贷款操作及其持续还款对其货币政策立场的影响。	定期评估有针对性的贷款操作及其持续还款对其货币政策立场的影响。

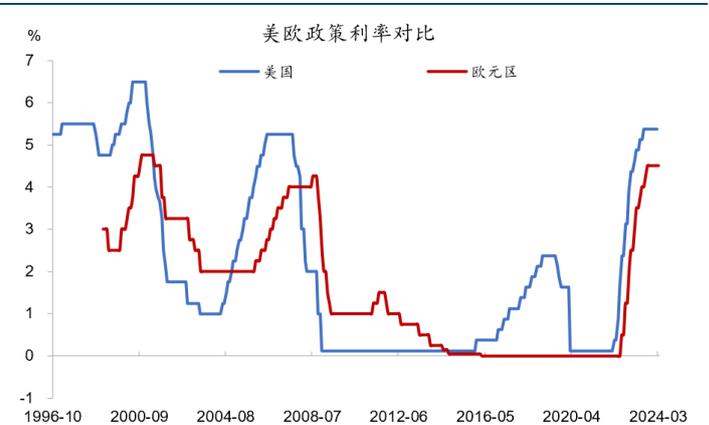
来源: 欧央行、国金证券研究所

图表6: 欧央行三大政策利率继续维持不变



来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 以往, 欧央行往往跟随美联储行动



来源: Wind、国金证券研究所

欧美政策立场分道扬镳, 降息预期差异扩大。尽管欧央行官员已关注到中东局势的扰动, 但多数官员表态仍偏鸽派, 支持6月份降息。拉加德4月16日表态, 如果没有重大冲击, 欧央行将朝着必须调整紧缩政策的时刻迈进。但另一方面, 拉加德也提及了大宗商品价格上涨的风险, 与欧央行相比, 美联储官员的态度则更加鹰派, 两大央行的政策立场已出现分化。而从预期来看, 期货市场依然定价欧央行6月降息一次, 与2月定价的降息次数基本一致, 但市场预期的美联储降息时点已大幅推迟。

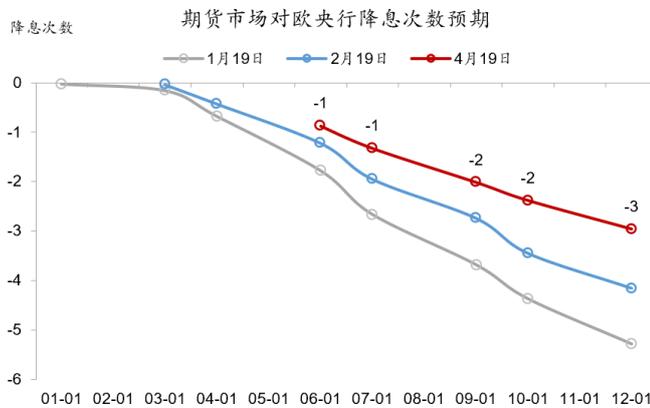


图表8: 欧美央行政策立场分化, 欧央行鸽派, 美联储转鹰

央行	姓名	职位	表态内容	时间	倾向
欧央行	帕内塔	欧洲央行执委	欧元区的通胀下降道路正在推进并持续, 6月可能会有利率变动	4月19日	鸽派
	内格尔	德国央行行长	欧洲央行6月宣布降息的可能性正在增加, 但仍有一些警告存在	4月18日	鸽派
	维勒鲁瓦	法国央行行长	除非出现重大意外, 否则我们应该(在下次会议上)降息	4月18日	鸽派
	罗伯特·霍尔兹曼	欧洲央行管委	美联储因高通胀而采取的行动将会影响欧洲央行的决策	4月18日	鹰派
	拉加德	欧洲央行行长	如果没有重大冲击, 我们将朝着必须调整紧缩货币政策的时刻迈进	4月16日	鸽派
	雷恩	芬兰央行行长	央行6月开始降息的条件将成熟, 降息的前提是地缘政治和能源价格等方面不会出现进一步的挫折	4月16日	鸽派
	雅尼斯·斯图纳拉斯	欧洲央行理事会成员	现在是欧洲央行从过于谨慎的利率政策中脱离出来, 采取与美联储不同的路径的时刻	4月12日	鸽派
美联储	卡什卡利	明尼阿波利斯联储主席	一旦通胀持续向2%回落, 我们可以降息。需要耐心等待, 直到确信通胀下降。可能要等到2025年才能降息	4月18日	鹰派
	威廉姆斯	纽约联储主席	美联储仍需努力降低通胀水平	4月18日	鹰派
	博斯蒂克	亚特兰大联储主席	如果通胀停滞或朝相反方向发展, 我必须持开放态度提高利率。	4月18日	鹰派
	鲍曼	美联储理事	通胀进展放缓甚至停滞。经济状况良好。当前货币政策具有限制性; 时间将证明其是否“足够”具有限制性	4月17日	鹰派
	戴利	旧金山联储主席	在实现通胀目标之前无法改变美联储的通胀目标	4月15日	鹰派
	梅斯特	克利夫兰联储主席	如果通胀不持续下降至2%, 我们可能会将利率维持在当前水平更长时间	4月17日	鹰派
	鲍威尔	主席	如果高通胀持续下去, 美联储可以维持目前的利率, 只要这是有必要的	4月16日	鹰派

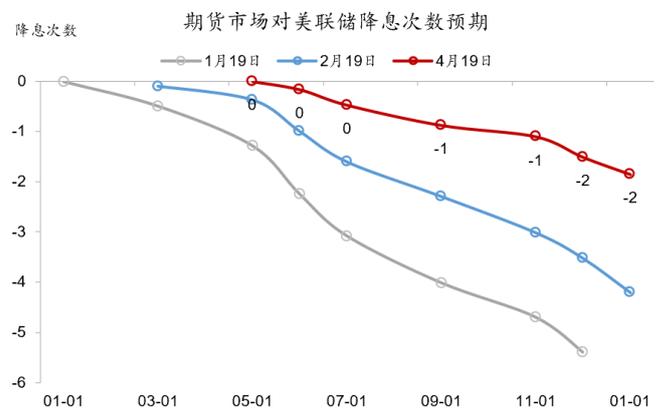
来源: 欧央行、美联储、国金证券研究所

图表9: 市场仍预期欧央行6月降息



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表10: 市场预期美联储降息时点推迟



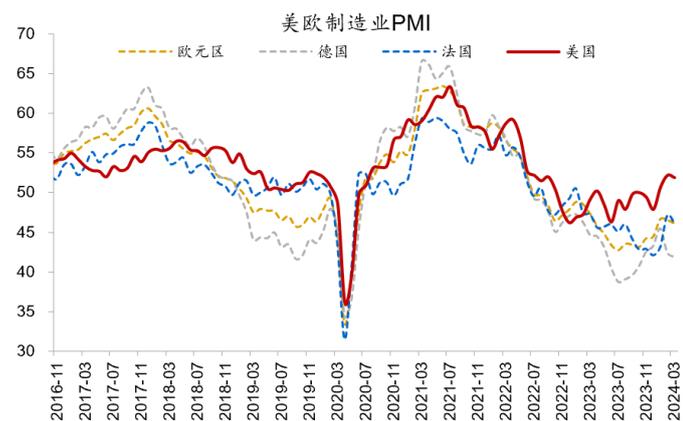
来源: Bloomberg、国金证券研究所

(二) 美欧分化, 欧央行是否满足降息条件? 经济疲弱, 通胀下行, 早降息更有必要

美欧经济基本面分化扩大, 欧元区经济增长疲弱, 今年欧央行独立降息或更有必要。2000年以来, 美欧经济周期具有较高的同步性, 但2023年后, 美欧GDP增速分化逐步扩大, 欧元区GDP增速持续下行, 2023年四季度降至0%, 消费、政府支出、净出口均疲弱, 美国增速则逐季回升, 去年四季度已回升至3.1%。增速分化今年或也难以收敛, 3月欧央行下调2024年欧元区GDP预测至0.6%, 同月, 美联储上调了美国全年GDP预测至2.1%。上一轮美欧增速明显分化出现在2011-2013年欧债危机期间, 欧元区经济大幅下挫, 为应对衰退, 欧央行独立进行了降息操作。



图表11: 欧元区制造业 PMI 弱于美国



来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 2023 年以来, 美欧 GDP 明显分化



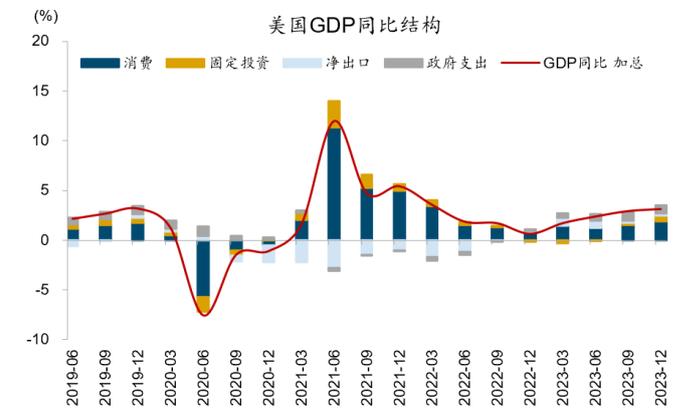
来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 欧元区 GDP 分项均走弱



来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 消费、政府支出拉动下, 美国 GDP 增速回升



来源: Wind、国金证券研究所

欧元区通胀下行相对顺畅, 通胀粘性低于美国。年初以来, 美国 CPI 下行受阻, 由年初的 3.1% 反弹至 3 月的 3.5%, 核心 CPI 连续半年处于 4% 上下。欧元区通胀去年 12 月曾出现短暂反弹, 但截至 3 月仍延续下降趋势, 欧元区核心通胀虽晚于美国达峰, 但下降速度更快, 3 月已降至 2.9%, 低于美国的 3.8%。美欧通胀分化来源于双方的结构差异, 美国通胀主要贡献项为住房, 在薪资、住房市场韧性的影响下, 粘性更强, 3 月住房项贡献了 56% 的通胀增速; 欧元区商品权重占比更高, 且地产市场表现弱于美国。欧央行 4 月议息会议预计 2025 年将实现 2% 的目标, 拉加德也表态不会等到所有指标均达到 2% 才开启降息。

图表15: 欧元区 CPI 增速已低于美国



来源: Bloomberg、国金证券研究所

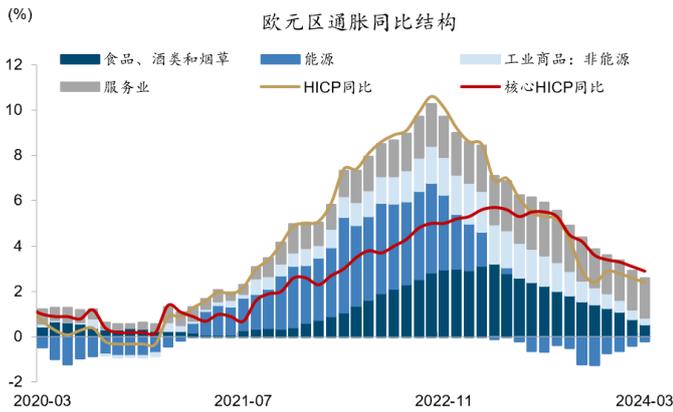
图表16: 欧元区核心通胀下行速度更快



来源: Bloomberg、国金证券研究所

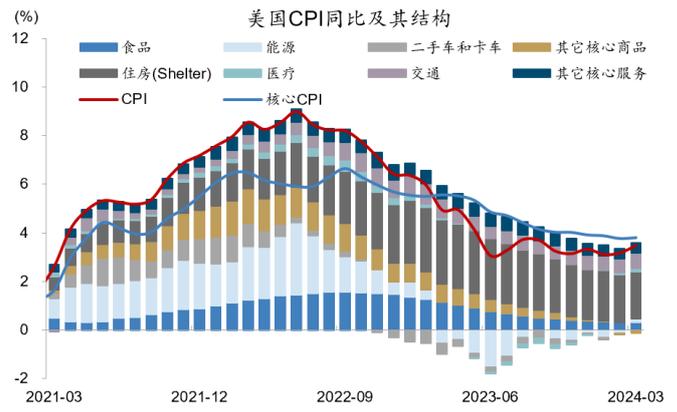


图表17: 欧元区通胀结构中, 服务价格贡献较高



来源: CEIC、国金证券研究所

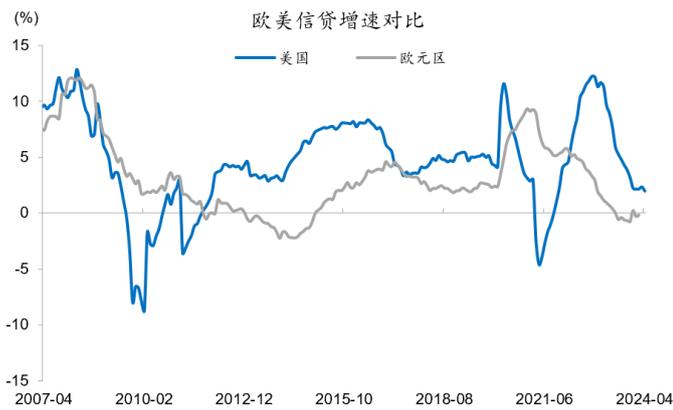
图表18: 美国住房价格对通胀贡献最高



来源: CEIC、国金证券研究所

欧元区信贷压力、金融及资产风险高于美国, 过晚降息或导致风险暴露。与美国相比, 欧洲更依赖银行融资, 本轮加息周期启动以来, 欧元区信贷增速均低于美国, 截至今年2月已降至-0.1%, 信贷增速下滑对经济的抑制作用强于美国。欧元区银行存款增速同样低于美国, 银行业始终未能摆脱潜在流动性风险。资产价格层面, 欧元区住宅地产及商业地产价格压力均更高, 截至去年底, 德国住宅价格增速已深跌至-15%, 商业地产价格增速已跌至-12%, 但同期美国地产价格周期已触底回升。

图表19: 欧元区信贷增速低于美国



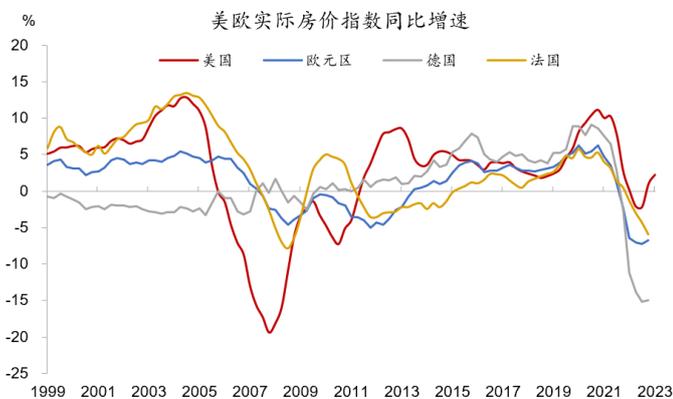
来源: Wind、国金证券研究所

图表20: 欧元区银行存款增速低于美国



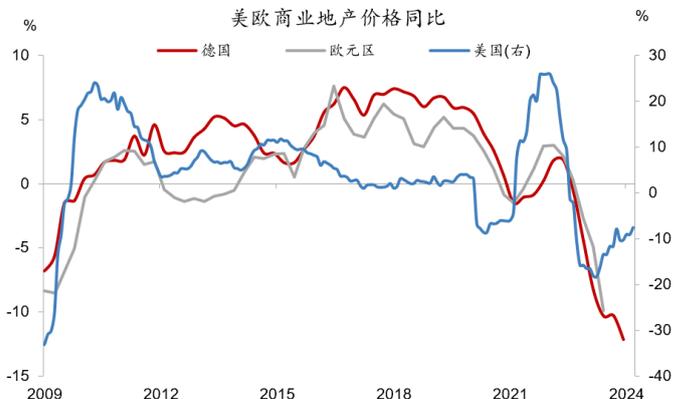
来源: Wind、国金证券研究所

图表21: 欧元区住房价格增速下行幅度更大



来源: Wind、国金证券研究所

图表22: 欧元区商业地产价格压力更高



来源: Wind、国金证券研究所

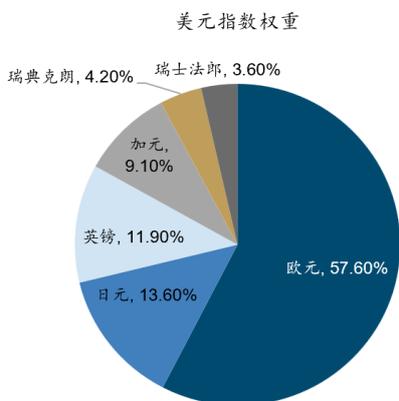
### (三) 如果欧央行提前降息, 或有哪些影响? 被动支撑美元, 压制新兴市场货币

若欧央行提前降息, 中短期内, 或使美元指数被动维持强势。美元指数构成中, 欧元占比高达58%, 为占比最高的币种, 欧元走弱将被动抬升美元。欧元兑美元汇率主要受美国-德国



利差影响，其中2年期美德国债利差与汇率相关性更高。若欧央行提前降息，短期内，美欧经济基本面或难以快速收敛，2年期美德利差趋向于走阔，或将被动支撑美元指数。

图表23: 美元指数中, 欧元占比最高



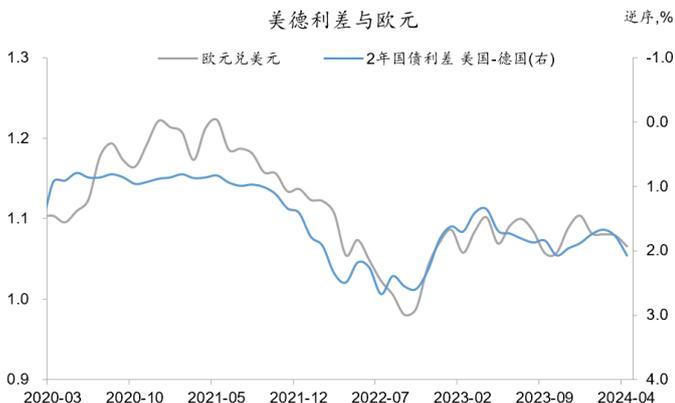
来源: CEIC、国金证券研究所

图表24: 美欧经济基本面分化支撑美元强势



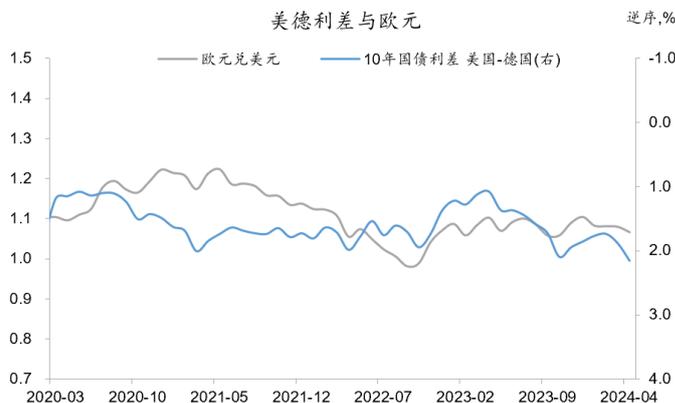
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表25: 欧元兑美元与2年美德利差相关性较高



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表26: 欧元兑美元受美德长端利差影响



来源: Bloomberg、国金证券研究所

若欧央行提前降息，被动加强的美元或对新兴市场汇率构成压力。去年年中以来，部分新兴市场经济体提前开启降息。智利央行 2023 年 7 月降息 100 个基点至 10.25%；巴西于 2023 年 8 月启动降息；墨西哥 2024 年 3 月开启降息，在强美元周期里，降息操作加大了新兴市场货币压力，导致今年巴西等经济体货币贬值幅度较高；另一方面，若欧央行提前降息，美元被动升值，短期内或使新兴经济体仍需面临强势美元。

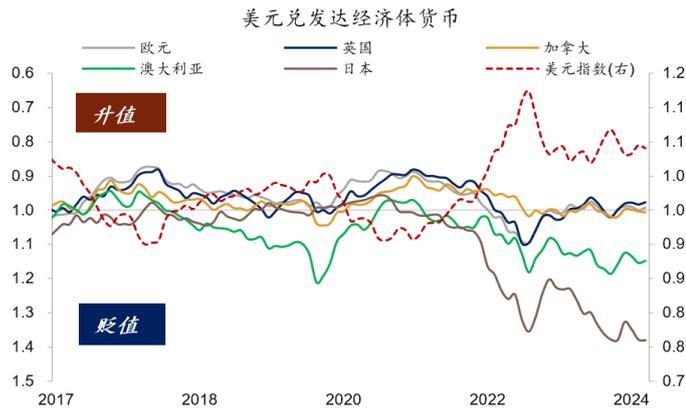


图表27: 部分新兴市场已提前进入降息周期

	最新利率	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10
<b>发达国家</b>																			
美国	% 5.50								0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.75		
欧元区	% 4.50						0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75		
英国	% 5.25							0.25	0.50	0.25			0.25	0.50	0.50	0.75			
日本	% 0.10	0.20																	
加拿大	% 5.00								0.25	0.25					0.25	0.50			0.50
澳大利亚	% 4.35				0.25					0.25	0.25		0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
新西兰	% 5.50										0.25	0.50		0.50			0.75	0.50	
<b>新兴市场</b>																			
中国	% 1.80							-0.10	-0.10										
印度	% 6.50													0.25		0.35			
韩国	% 3.50															0.25		0.25	0.50
俄罗斯	% 16.00				1.00		2.00	1.00	3.50	1.00									
印尼	% 6.00						0.25								0.25	0.25	0.50	0.50	0.50
马来西亚	% 3.00											0.25						0.25	
新加坡	% 3.69	-0.06	0.26	-0.14	-0.04	-0.03	-0.13	0.05	0.23	-0.45	0.28	-0.06	0.20	0.13	-0.42	1.34	-1.38	1.06	-1.54
中国台湾	% 2.00	0.13												0.13			0.13		
巴西	% 10.75	-0.50	-0.50		-0.50	-0.50		-0.50	-0.50										
墨西哥	% 11.00	-0.25												0.25	0.50		0.50	0.75	
菲律宾	% 7.00						0.25							0.25	0.50		0.50	0.75	
智利	% 7.25		-1.00		-0.75		-0.50	-0.75		-1.00									0.50

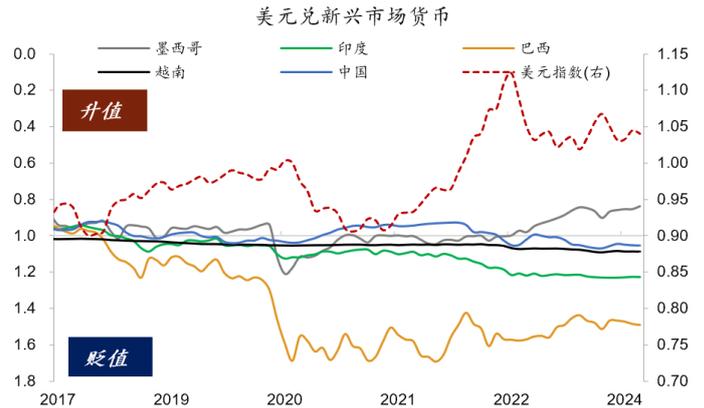
来源: CEIC、国金证券研究所

图表28: 发达国家中, 日元、澳大利亚货币明显走弱



来源: CEIC, 国金证券研究所

图表29: 新兴市场中, 巴西、印度汇率走弱

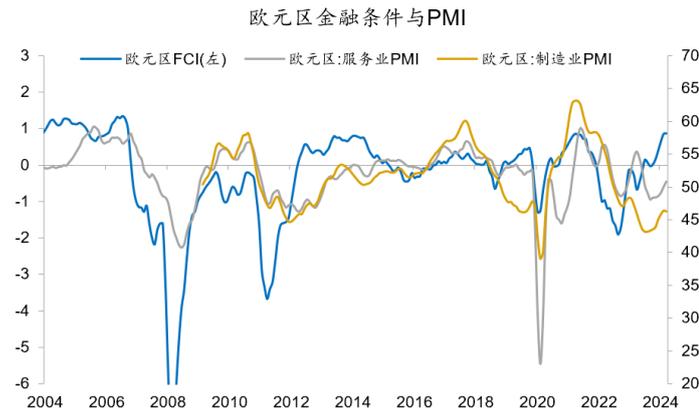


来源: CEIC, 国金证券研究所

若欧央行提前降息, 有助于金融条件维持宽松, 带动 PMI 改善, 但市场对欧元区修复的定价已较为充分。欧元区金融条件指数领先制造业及服务业 PMI, 2023 年初开始边际转向宽松, 带动欧元区 PMI 及花旗意外指数好转, 欧洲权益市场接近同步回升。若今年欧央行提前降息, 有助于维持金融条件宽松格局, 但从花旗意外指数与股指的共振来看, 现阶段市场对欧元区修复的定价已较为充分, 降息在短期内对市场的提振作用或较为有限。

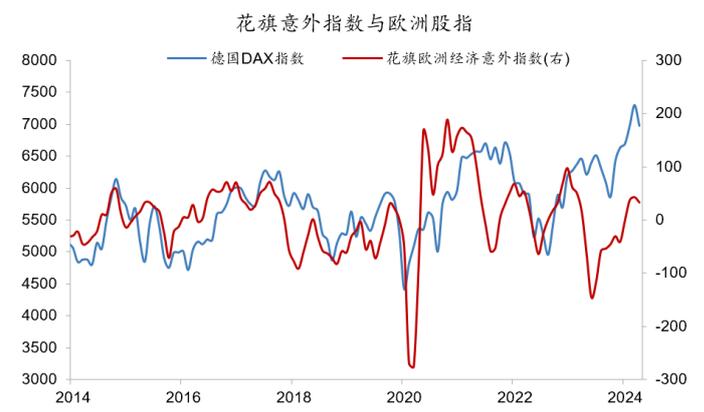


图表30: 欧元区金融条件领先 PMI



来源: Wind、国金证券研究所

图表31: 市场对欧元区修复的定价已较为充分



来源: Wind、国金证券研究所

## 二、海外基本面&重要事件

### (一) 美国流动性: 市场定价美联储今年降息 1 次

4月17日当周, 美联储总资产规模下降 330 亿美元, 美联储 BTFP 工具使用量基本不变。负债端, 逆回购规模略降, 准备金规模下降 2860 亿美元, TGA 存款上升 2570 亿美元。货币市场基金规模下降 1120 亿美元。4月10日当周, 美国商业银行存款上升 160 亿美元, 大型银行存款下降 240 亿美元。CME FedWatch 显示, 截至 4月20日, 市场定价美联储今年降息 1 次, 降息时点为 9 月, 概率为 45%。

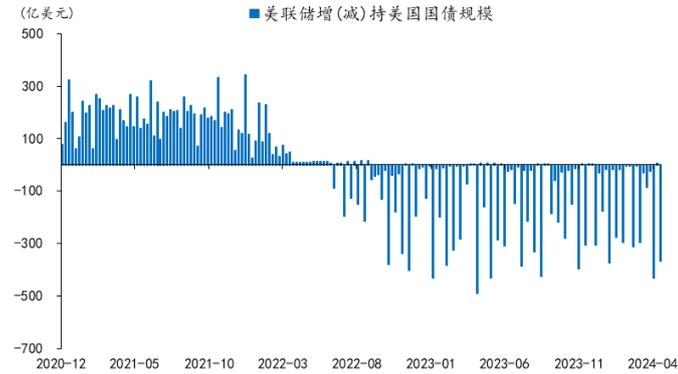
图表32: 美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	04-17	04-10	04-03	03-27	03-20	03-13	03-06
流动性数量型指标	<b>美联储</b>									
	总资产	十亿美元	↓ -33	7405.5	7438.2	7439.6	7484.7	7514.3	7542.0	7538.9
	其他贷款	十亿美元	↑ 3	137.3	134.4	139.0	142.1	156.0	172.5	169.2
	一级信贷	十亿美元	↑ 3.5	8.6	5.1	5.5	6.3	2.7	1.8	1.9
	银行定期融资计划	十亿美元	↓ -1	125.7	126.3	130.5	132.8	150.2	167.5	164.0
	其他信贷工具	十亿美元	→ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	逆回购	十亿美元	↓ -4	795.6	799.2	801.6	872.7	845.5	854.7	793.4
	准备金	十亿美元	↓ -286	3329.5	3615.7	3541.2	3472.4	3489.6	3573.2	3620.7
	TGA	十亿美元	↑ 257	929.9	672.5	732.8	772.3	812.6	748.4	760.6
	<b>商业银行</b>									
	现金	十亿美元	↑ 109		3616.2	3507.1	3501.3	3503.8	3592.8	3646.7
	消费贷	十亿美元	↓ -1		1883.0	1883.5	1889.4	1878.2	1886.2	1889.1
	住房贷款	十亿美元	↑ 3		2580.8	2577.7	2576.4	2576.3	2576.4	2576.9
	商业地产贷款	十亿美元	↑ 2		2989.7	2987.3	2989.1	2985.2	2985.9	2979.1
工商业贷款	十亿美元	↓ -11		2762.0	2772.7	2769.5	2762.8	2755.9	2759.5	
存款	十亿美元	↑ 16		17728.7	17712.4	17697.0	17583.8	17622.1	17577.4	
大银行存款	十亿美元	↓ -24		10986.2	11010.0	11016.8	10913.2	10916.7	10869.3	
小银行存款	十亿美元	↑ 12		5417.5	5405.6	5386.7	5360.2	5366.0	5359.8	
<b>货币市场基金</b>	十亿美元	↓ -112	5968.4	6080.4	6111.8	6041.3	6046.7	6108.4	6077.1	
流动性价格型指标	<b>隔夜融资市场</b>									
	SOFR-IORB	BP	→ 0.0	-9.0	-9.0	-8.0	-7.0	-9.0	-9.0	-9.0
	EFFR-IORB	BP	→ 0.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0
	<b>美元融资市场</b>									
	TED利差	BP	↑ 2.8	13.8	11.1	14.8	11.4	12.0	11.1	11.6
	<b>票据与信用债市场</b>									
	Master企业债利差	BP	↑ 6.0	95.0	89.0	92.0	94.0	92.0	95.0	101.0
	票据利差	BP	↑ 13.0	21.0	8.0	17.0	8.0	3.0	3.0	5.0
	<b>离岸市场</b>									
	欧元兑美元互换基差	BP	↓ -1.0	-4.5	-3.5	-3.5	-4.4	-3.4	-4.9	-5.3
日元兑美元互换基差	BP	↑ 0.6	-25.3	-25.9	-24.0	-26.5	-27.3	-31.3	-29.0	

来源: FRED、Bloomberg、WIND、国金证券研究所

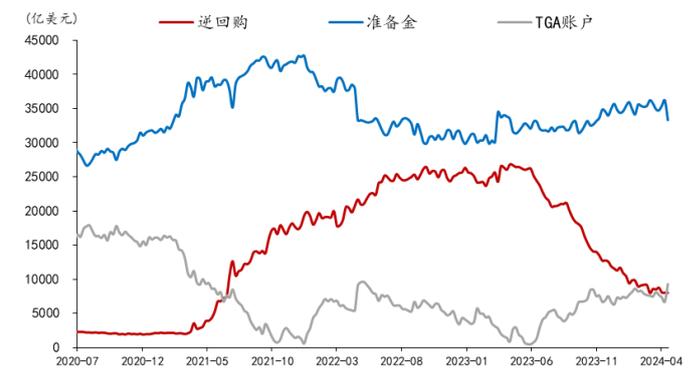


图表33: 美联储减持美债规模



来源: WIND、国金证券研究所

图表34: 美联储逆回购规模当周略降



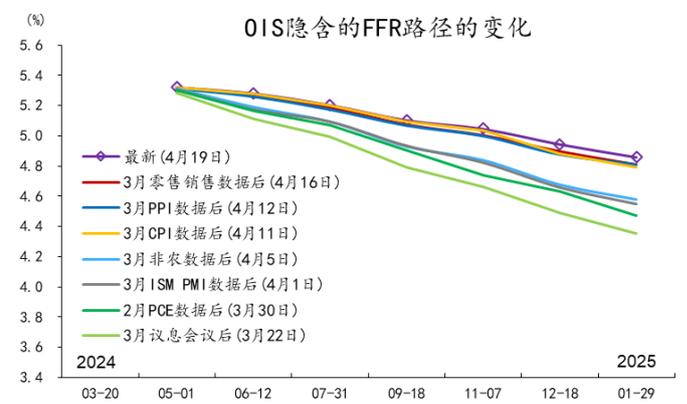
来源: WIND、国金证券研究所

图表35: 截至4月12日, 美联储降息概率

区间/日期	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12	25-01	25-03	25-04
525-550	97	83	59	36	27	16	11	7	5
500-525	3	16	36	45	43	36	30	23	18
475-500	0	0	5	17	24	32	33	32	29
450-475	0	0	0	2	6	13	19	25	27
425-450	0	0	0	0	1	3	6	11	15
400-425	0	0	0	0	0	0	1	3	5
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	1
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0

来源: FedWatch、国金证券研究所

图表36: OIS 隐含FFR利率



来源: Bloomberg、国金证券研究所

## (二) 美联储: 地方联储主席偏鹰派

近一周, 美联储官员发言表态均偏鹰派。主席鲍威尔在4月16日的讲话中表示, 美国经济表现强劲, 今年去通胀进展仍不足, 对通胀信心的恢复可能需要更长时间, 给政策更多时间来发挥作用是适宜的; 上个季度的强劲通胀给今年晚些时候美联储是否能够降息以及何时降息带来了新的不确定性; 如果高通胀持续下去, 美联储可以维持目前的利率, 只要这是有必要的。多位官员表示货币政策处于良好位置, 如果即将公布的数据表明通胀比目前预期的更为持久, 那么将当前的限制性政策立场维持更长时间是适当的。在某个时刻将开始放松政策, 不必急于放松政策。



图表37: 美联储官员: 近一周发言表态均偏鹰派

官员名称	职位	演讲主题	发言内容	发言时间(美国时间)	态度倾向
戴利	2024年FOMC票委, 旧金山联储主席	斯坦福经济政策研究所(SIEPR)会议	通胀超过目标, 需要确信通胀正在朝目标前进才能采取行动。目前 <b>没有降息的紧迫性</b> 。我们不知道中性利率是否上升, 认为中性利率在0.5到1之间是合理的。 <b>在实现通胀目标之前无法改变美联储的通胀目标。</b>	2024年4月15日	鹰派
菲利普·杰斐逊	副主席	经济不确定性和货币政策制定的演变	降低通胀方面取得了相当大的进展, 但持续恢复2%通胀率的任务尚未完成。预计第一季度经济增长将放缓, 但仍保持稳健。 基线前景仍然是 <b>通胀将进一步下降, 政策利率稳定在当前水平</b> , 劳动力市场将保持强劲, 劳动力需求和供给继续实现再平衡。当然, 前景仍然相当不确定, 如果即将公布的数据表明通胀比我目前预期的更为持久, 那么将当前的限制性政策立场维持更长时间是适当的。我 <b>完全致力于将通货膨胀率恢复到2%</b> 。	2024年4月16日	鹰派
主席鲍威尔	主席	发表讲话	美国的表现“相当强劲”。最近的数据显示 <b>今年通胀进展不足</b> 。限制性政策需要进一步的时间发挥作用。对通胀信心的恢复可能需要更长时间。给政策更多时间来发挥作用是适宜的。上个季度的强劲通胀给今年晚些时候美联储是否能够降息以及何时降息带来了新的不确定性。 <b>如果高通胀持续下去, 美联储可以维持目前的利率, 只要这是有必要的。</b>	2024年4月16日	鹰派
梅斯特	2024年FOMC票委, 克利夫兰联储主席	发表讲话	货币政策处于良好位置。 <b>如果通胀不持续下降至2%, 我们可能会将利率维持在当前水平更长时间</b> 。在某个时刻将开始放松政策, <b>不必急于放松政策</b> 。 我们拥有强劲的劳动力市场和稳固的经济增长。 <b>如果劳动力市场恶化, 我们可能会降息。</b>	2024年4月17日	鹰派
鲍曼	美联储理事	国际金融协会(IIF)全球展望论坛前的炉边谈话	<b>通胀进展放缓甚至停滞</b> 。经济状况良好。 当前货币政策具有限制性; <b>时间将证明其是否“足够”具有限制性。</b>	2024年4月17日	鹰派
威廉姆斯	FOMC永久票委、纽约联储主席	发表讲话	美联储依赖数据, 而数据一直非常好。货币政策处于良好状态, <b>不急于降息</b> 。 最终利率将需要降低。将在某个时点降息, 经济决定时机。 <b>美联储仍需努力降低通胀水平</b> 。 加息不是我的基线预期, 但如果数据支持, 美联储将会加息。	2024年4月18日	鹰派
卡什卡利	2026年FOMC票委, 明尼阿波利斯联储主席	发表讲话	一旦通胀持续向2%回落, 我们可以降息。需要耐心等待, 直到确信通胀下降。 <b>可能要等到2025年才能降息。</b>	2024年4月18日	鹰派
博斯蒂克	2024年FOMC票委, 亚特兰大联储主席	经济前景、货币政策和房地产问题	经济正在放缓, 但放缓速度较慢。工资增长速度快于通胀率。 目前货币政策偏紧, 通胀朝着2%的目标前进。 <b>如果通胀停滞或朝相反方向发展, 我必须持开放态度提高利率。控制通胀非常重要。</b> <b>如果通胀下降速度超出我们的预期, 我们可能会提前降息。</b> 前景风险整体上平衡。	2024年4月18日	鹰派

来源: 美联储、金十数据、国金证券研究所

(三) 消费: 美国3月零售销售数据表现强劲, 增幅超预期

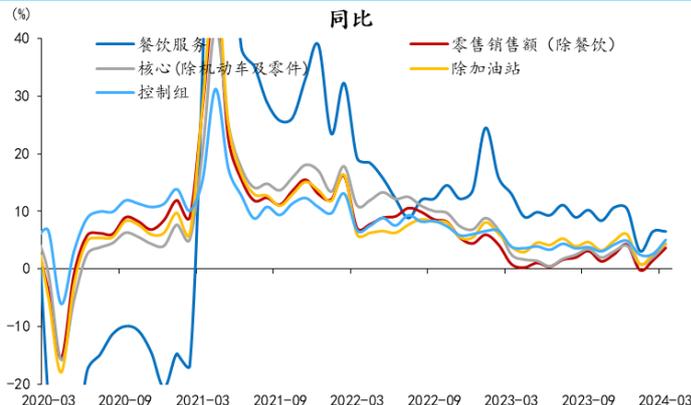
美国3月零售销售环比0.7%, 预期0.3%, 前值0.6%上修至0.9%; 核心零售销售环比1.1%, 为去年2月以来新高, 预期0.4%, 前值0.3%上修至0.6%; 控制组(纳入GDP计算)环比1.1%, 为去年2月以来新高, 预期0.3%, 前值0上修至0.3%。13个细分项中有, 同比、环比各有8个上升, 其中, 线上商店增幅最大(同比11.3%、环比2.7%), 汽车销量下降或因能源价格上涨、加油站收入增加有关。美国3月零售销售同比上升主要受无店面零售, 百货商店, 建材、园艺设备和用品商店, 加油站收入同比上升拉动; 美国3月零售销售环比主要受无店面零售收入环比上升拉动。

图表38: 美国3月零售销售数据表现强劲



来源: CEIC、国金证券研究所

图表39: 零售销售同比序列



来源: CEIC、国金证券研究所

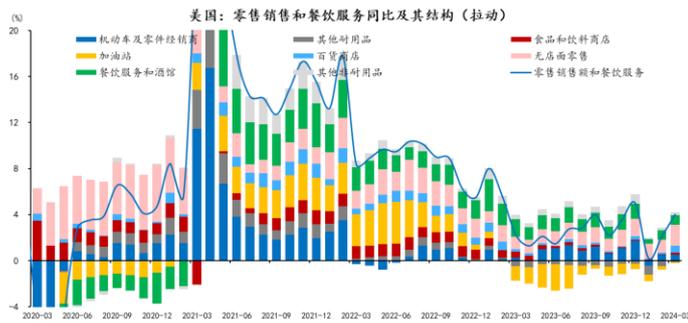


图表40: 美国3月零售销售同比、环比及其结构

细分项目	占比(%)	月度变化	季调_同比(%)						月度变化	季调_环比(%)					
			24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10		24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10
零售销售额和餐饮服务	100.0	1.9 ↑	4.0	2.1	0.2	5.0	3.6	2.2	-0.2 ↓	0.7	0.9	-0.9	0.1	0.0	-0.3
核心(除机动车及零件)	81.1	2.3 ↑	4.3	2.0	0.8	4.0	3.1	2.0	0.5 ↑	1.1	0.6	-0.6	0.1	-0.1	-0.1
除加油站	92.3	1.8 ↑	4.4	2.6	0.9	6.0	4.9	3.3	-0.3 ↓	0.6	0.9	-0.9	0.2	0.3	-0.1
除机动车、零件和加油站	73.4	2.3 ↑	4.9	2.6	1.7	5.2	4.7	3.3	0.5 ↑	1.0	0.5	-0.5	0.2	0.3	0.1
零售销售额(除餐饮)	86.8	2.2 ↑	3.6	1.5	-0.2	4.2	2.6	1.3	-0.2 ↓	0.8	1.0	-0.9	0.2	-0.2	-0.3
控制组(除机动车、加油站、餐饮、建材)	54.4	2.5 ↑	5.1	2.6	2.5	4.9	4.3	3.1	0.8 ↑	1.1	0.3	-0.1	0.3	0.2	0.0
耐用品	27.2														
机动车及零件经销商	18.9	0.1 ↑	2.8	2.7	-2.2	9.4	5.8	3.2	-3.2 ↓	-0.7	2.5	-2.1	0.2	0.3	-1.0
家具和家居用品	1.5	2.7 ↑	-6.1	-8.9	-13.5	-6.5	-5.1	-12.0	0.0 →	-0.3	-0.3	0.6	-2.2	2.7	-2.2
电子产品和电器	1.1	-1.8 ↓	-0.6	1.2	-1.2	5.4	6.2	1.0	-2.5 ↓	-1.2	1.3	2.4	0.2	-5.2	0.6
建材、园艺设备和用品商店	5.8	4.9 ↑	-0.6	-5.5	-8.3	-2.9	-3.6	-5.2	-1.6 ↓	0.7	2.3	-3.9	0.9	-1.4	0.1
非耐用品	72.8														
食品和饮料商店	11.7	0.8 ↑	1.4	0.5	0.9	0.8	0.7	0.7	0.2 ↑	0.5	0.2	-0.4	-0.3	0.3	0.1
健康与个人护理商店	5.1	0.5 ↑	2.3	1.8	3.9	10.5	9.9	10.3	0.4 ↑	0.4	0.0	-1.5	-2.2	0.2	1.3
加油站	7.7	3.0 ↓	-0.7	-3.7	-7.1	-6.1	-10.3	-8.7	0.5 ↑	2.1	1.6	-1.1	-0.8	-3.7	-1.7
服装及其配饰商店	3.7	-0.7 ↓	1.4	2.1	-0.5	4.9	1.6	-0.2	-1.9 ↓	-1.6	0.2	-0.9	1.4	1.2	-0.1
体育用品、文娱爱好、书影音店	1.2	-2.4 ↓	-3.9	-1.6	-3.7	-2.5	0.1	-2.3	-2.5 ↓	-1.8	0.7	-0.6	-0.8	0.2	0.0
百货商店	10.6	4.6 ↑	5.7	1.1	0.8	2.8	1.0	1.4	0.5 ↑	1.1	0.6	0.6	0.7	-0.2	0.0
杂货店零售	2.3	2.8 ↑	6.1	3.3	0.0	5.8	7.0	4.3	1.2 ↑	2.1	1.0	0.0	-0.4	0.1	0.9
无店面零售(线上)	17.3	4.3 ↑	11.3	7.0	8.0	9.3	8.9	6.6	2.6 ↑	2.7	0.2	0.2	1.3	0.4	-0.3
餐饮服务和酒店	13.2	0.0 →	6.5	6.5	3.2	10.4	10.7	8.4	-0.1 ↓	0.4	0.5	-0.9	-0.5	1.4	0.3

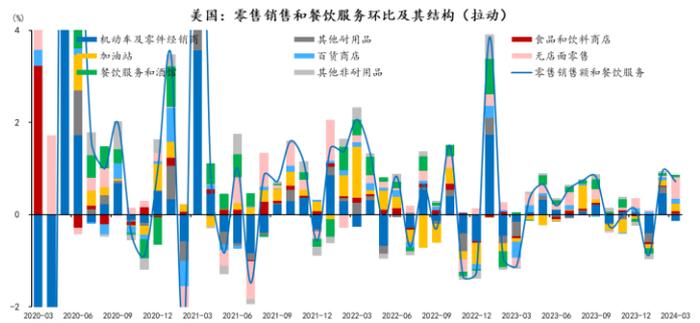
来源: CEIC、国金证券研究所

图表41: 美国3月同比受无店面零售拉动较多



来源: CEIC、国金证券研究所

图表42: 美国3月环比受无店面零售拉动较多



来源: CEIC、国金证券研究所

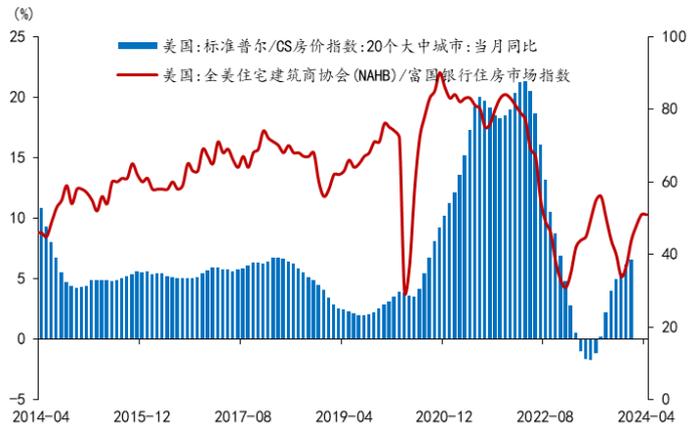
#### (四) 地产: 美国3月成屋销售下滑或因利率和房价上升

美国房屋建筑商信心涨势停滞, 新屋开工暴跌。美国4月NAHB房产市场指数51, 仍为去年8月以来的最高水平, 但打破了连续四个月上涨的势头, 预期51, 前值51。美国3月新屋开工总数年化132.1万户, 为2023年9月以来新低, 预期148.7万户, 前值152.1上修至154.9万户; 环比-14.7%, 预期-2.4%, 前值10.7%上修至12.7%。美国3月营建许可总数145.8万户, 预期151.5万户, 前值151.8上修至152.4万户; 环比-4.3%, 预期-0.9%, 前值1.9%上修至2.4%。

成屋销售下滑, 或因利率和房价上升。美国3月成屋销售总数年化419万户, 预期420万户, 前值438万户。美国3月成屋销售年化月率-4.3%, 预期-4.1%, 前值9.5%。截至4月18日, 30年期抵押贷款固定利率升至7.1%; 3月成屋销售中位价39.35万美元, 同比4.8%, 为去年9月以来新高。

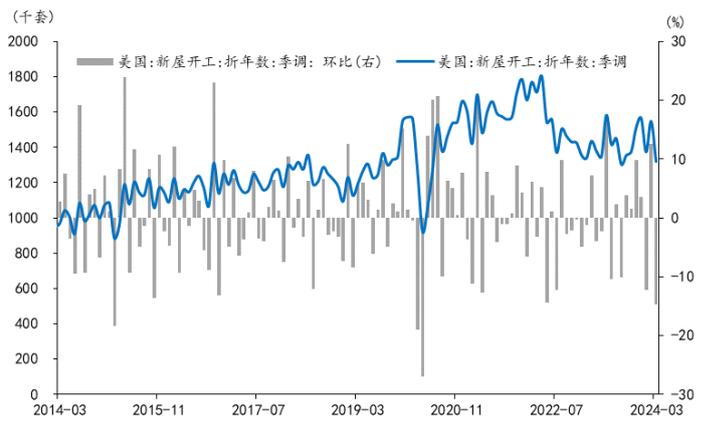


图表43: 美国4月房屋建筑商信心涨势停滞



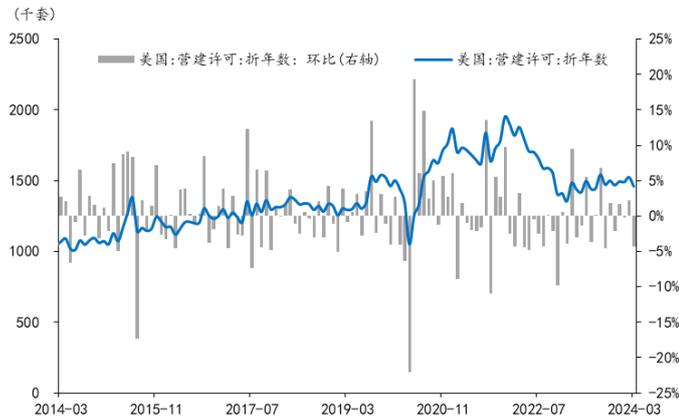
来源: WIND、国金证券研究所

图表44: 美国3月新屋开工暴跌



来源: WIND、国金证券研究所

图表45: 美国3月营建许可环比走低



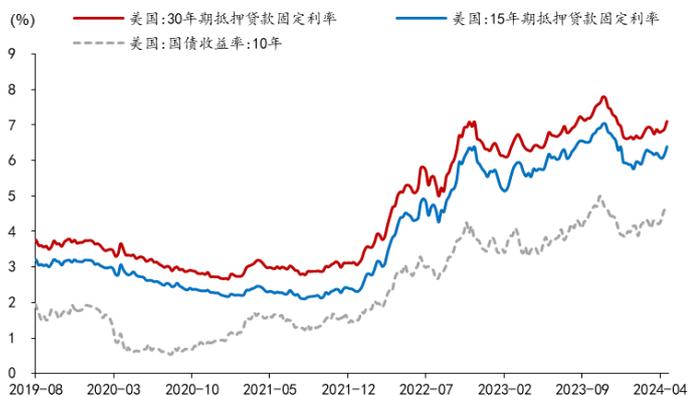
来源: WIND、国金证券研究所

图表46: 美国3月成屋销售下滑



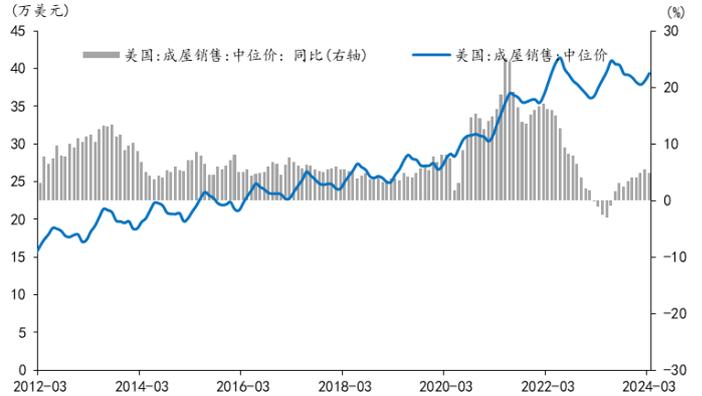
来源: WIND、国金证券研究所

图表47: 30年期抵押贷款固定利率升至7.1%



来源: WIND、国金证券研究所

图表48: 美国3月成屋销售中位价同比走高



来源: WIND、国金证券研究所



## 风险提示

- 1、地缘政治冲突升级。俄乌冲突尚未终结，巴以冲突又起波澜。地缘政治冲突或加剧原油价格波动，扰乱全球“去通胀”进程和“软着陆”预期。
- 2、美联储再次转“鹰”。当前市场一致预期认为，美联储加息周期大概率已经结束。但 FOMC 成员对此仍存在分歧，美国劳动力市场边际转弱的趋势能否延续仍具有不确定性。
- 3、金融条件加速收缩。虽然海外加息周期渐进尾声，但缩表仍在继续，实际利率仍将维持高位，银行信用仍处在收缩周期，信用风险事件发生的概率趋于上行。



**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。

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: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究