

联储降息预期回落，欧元区温和补库有望

——海外宏观周报（5月20日-26日）

核心观点：

全球宏观和市场-美国数据不弱且FOMC纪要担忧通胀，有色和贵金属价格回落：截至5月26日当周，在美国除地产外的经济数据依然偏强、美联储5月FOMC纪要和部分官员表达对通胀忧虑和再加息可能的情况下，市场再度压缩降息预期：（1）美元指数当周小幅回升至104.7421，日元仍然弱势并接近干预区间；（2）美国国债收益率曲线整体回升，市场对两次降息的信心被暂时放弃，首次降息预期推迟至11月，10年期美债当周升4.1BP至4.463%；（3）美国三大股指分化，道指下跌，标普震荡，纳指继续创新高；（4）以黄金、白银和铜为代表的贵金属和工业金属出现明显回调，降息预期的压缩和前期大幅上涨后的止盈可能均有影响。从全球主要股指来看，当周涨幅居前的有印度SENSEX30指数、纳斯达克指数和标普500指数，其他主要指数均下跌；跌幅居前的有恒生指数、俄罗斯MOEX指数、创业板指数、道琼斯工业指数和沪深300指数。从全球主要货币汇率来看，美元指数略升，兑美元小幅上行的其他主要货币有卢布、英镑和印度卢比；澳元、日元、瑞郎、加元等均下跌。从主要商品来看，当周涨幅居前的有小麦、焦炭、NYMEX天然气、焦煤等；跌幅居前的有COMEX铜、LME镍、COMEX黄金与白银和布油等。从花旗经济意外指数来看，主要经济区域的表现略有回升，美国经济较预期改善，欧洲和中国延续此前水平，新兴市场经济体稍有改善。全球地缘政治风险指数当周震荡。

美国-强数据令联储担忧价格，地产市场平衡仍需成屋供给恢复：当周，美国公布了5月FOMC会议纪要、4月房屋销售、5月PMI初值和失业金申领人数等信息。除了当周失业金初请人数不及预期之外，Markit服务PMI的超预期扩张和美联储纪要中表露对通胀下行信心的降低以及潜在的加息概率都让市场压缩了的降息预期，CME数据反映交易者目前认为年内仅有一次降息并推后至11月。总体上，市场的货币政策预期还在跟随数据反复摇摆，尽管摇摆的幅度显著缩小，而当下经济和通胀超预期上行导致的降息仍是“软着陆”假设外最主要的担忧。

相较于其他偏强的数据，4月的新房销售则显示美国的购房需求依然面临高利率的压力，低需求下房价的回升又反映出供给结构的扭曲。目前来看，地产市场的进一步平衡可能需要成屋供给的恢复，而这一状况的先决条件是联邦基金利率的降低。从需求端来看，美国住房市场存在几个特征：（1）抵押贷款固定利率在7%附近导致居民的购买力和置换能力低下，这不论从购买力指数的低位、房屋销售的弱化还是新房库销比的抬升都能看出；（2）对独栋住宅的需求更强，新建住宅以独户为主；（3）房价的上行可能与现金购房带来的价格上行有关。总结就是总需求因利率压制不足，但部分富裕购买者现金购买了独户住宅，推升了房价。从供给端来看，（1）新建住宅数量还处于较高位置，主要是成屋供给处于较低位置，这是由于高利率下贷款买家很难置换成屋贷款；（2）从新房开工近期的回落来看，未来新房的完工和供给也可能小幅降低。总体上，当前的供需格局叠加移民带来的购房需求，可能依然会推动房价上行并加大2025年的通胀压力。利率降低后成屋供给增加才会进一步平衡地产市场。

欧日-欧元区PMI改善可能带动补库存，G7支持日本维持汇率稳定：5月欧元区制造业PMI回升至47.4（前值45.7），服务业保持53.3，整体保持改善状态。目前来看，欧元区去库存可能在2023年底已经大致结束，今年上半年可能处于弱补库阶段。需求方面，在工业生产整体弱势之下，制造业PMI的底部已经形成；企业对新订单的评估有边际改善，而欧洲进口情况也反映需求从底部上行，支持小幅补库的判断。考虑到欧央行有较高概率在6月降息，预计对总需求和制造业的压制会继续弱化；虽然欧元区经济仍较疲弱，但小幅的回升可以在下半年支持温和的补库存。日本方面，一季度经济数据远不及预期并加剧了日元兑美元的弱势，在周末的G7会议上，各国财长在日本的游说下重申了“警惕汇率过度波动”的承诺，可能允许日本当局进一步干预日元汇率。尽管日元在四月末到五月初的干预下短暂止跌，但随后由于日央行货币政策宽松和国内经济疲软等因素再度贬值并接近157的干预区间，财务省先前也在5月24日发出可能再度出手稳定汇率的警告。另一方面，日央行行长植田和男表示经济的低迷没有改变日央行货币政策正常化的进程，日本10年期国债收益率在加息预期下也已经达到1%的12年新高。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：于金潼

风险提示

1. 美国经济和通胀进一步加速的风险
2. 美国银行系统意外出现流动性问题的风险
3. 对各国央行政策理解不到位的风险

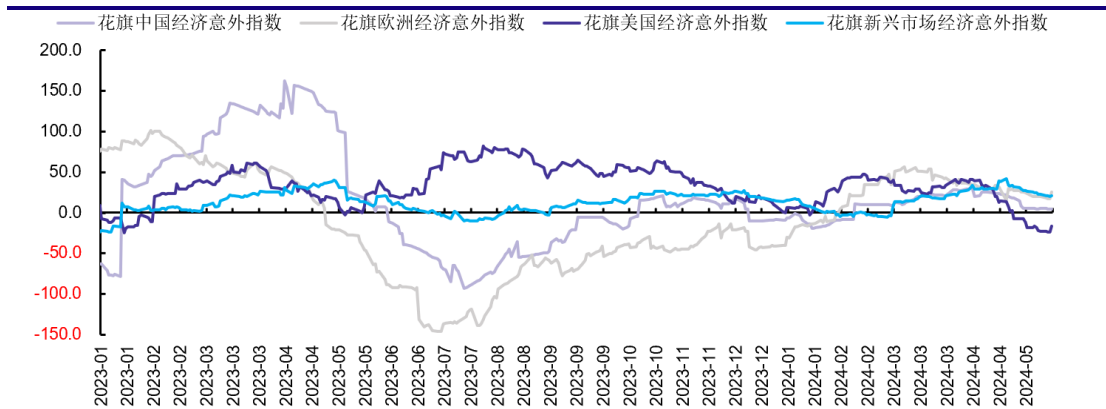
一、全球宏观和市场：美国数据不弱且纪要担忧通胀，金属价格回落

截至5月26日当周，在美国除地产外的经济数据依然偏强、美联储5月FOMC纪要和部分官员表达对通胀忧虑和再加息可能的情况下，市场再度压缩降息预期：（1）美元指数当周小幅回升至104.7421，日元仍然弱势并接近干预区间；（2）美国国债收益率曲线整体回升，市场对两次降息的信心被暂时放弃，首次降息预期推迟至11月，10年期美债当周升4.1BP至4.463%；（3）美国三大股指分化，道指下跌，标普震荡，纳指继续创新高；（4）以黄金、白银和铜为代表的贵金属和工业金属出现明显回调，降息预期的压缩和前期大幅上涨后的止盈可能均有影响。

从全球主要股指来看，当周涨幅居前的有印度SENSEX30指数、纳斯达克指数和标普500指数，其他主要指数均下跌；跌幅居前的有恒生指数、俄罗斯MOEX指数、创业板指数、道琼斯工业指数和沪深300指数。从全球主要货币汇率来看，美元指数略升，兑美元小幅上行的其他主要货币有卢布、英镑和印度卢比；澳元、日元、瑞郎、加元等均下跌。从主要商品来看，当周涨幅居前的有小麦、焦炭、NYMEX天然气、焦煤等；跌幅居前的有COMEX铜、LME镍、COMEX黄金与白银和布油等。

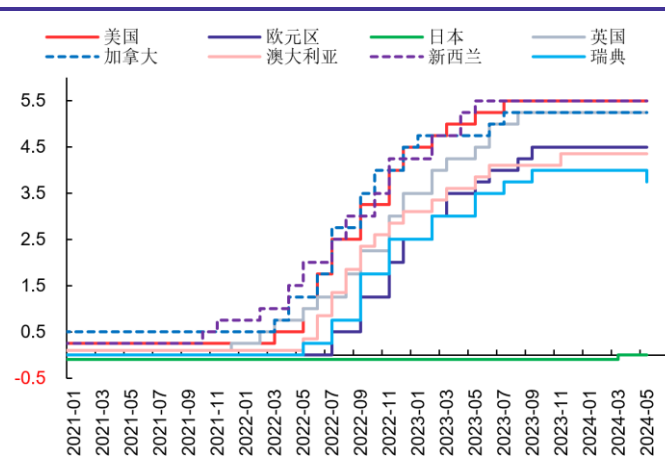
从花旗经济意外指数来看，主要经济区域的表现略有回升，美国经济较预期改善，欧洲和中国延续此前水平，新兴市场经济体略微改善。全球地缘政治风险指数当周震荡。

图1：花旗经济意外指数（%）



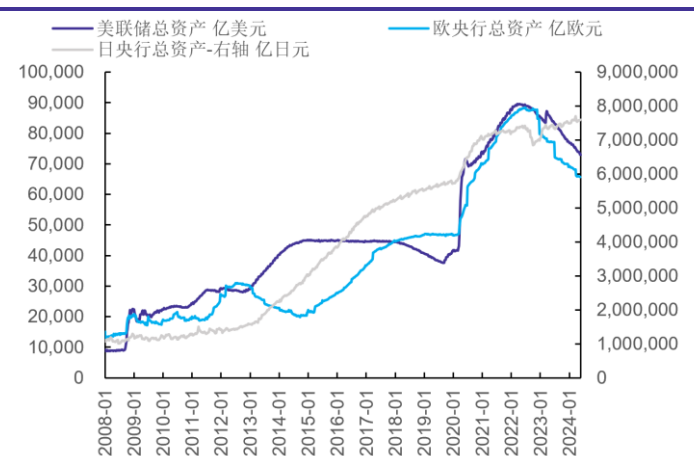
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：重要发达经济体政策利率变化（%）



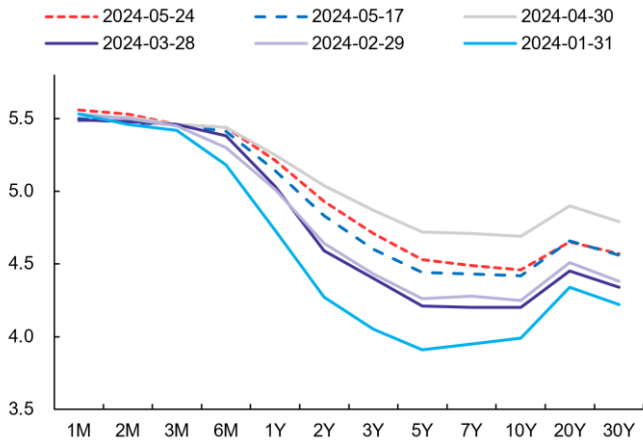
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：美欧日央行资产规模



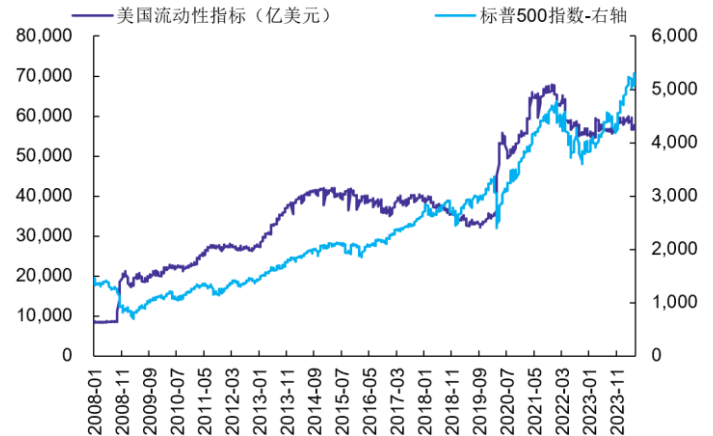
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：美国国债收益率曲线（%）



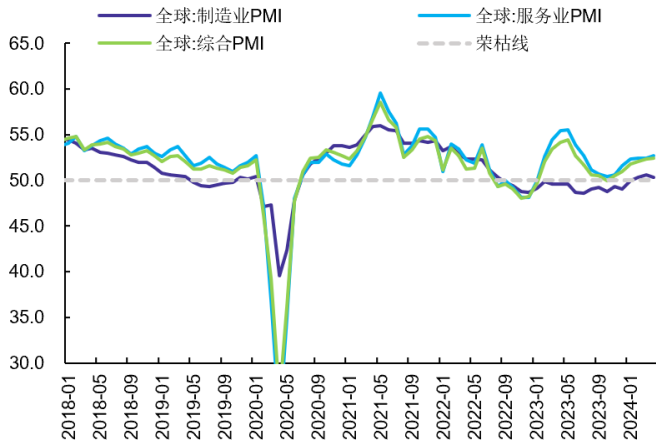
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5：美联储流动性监测



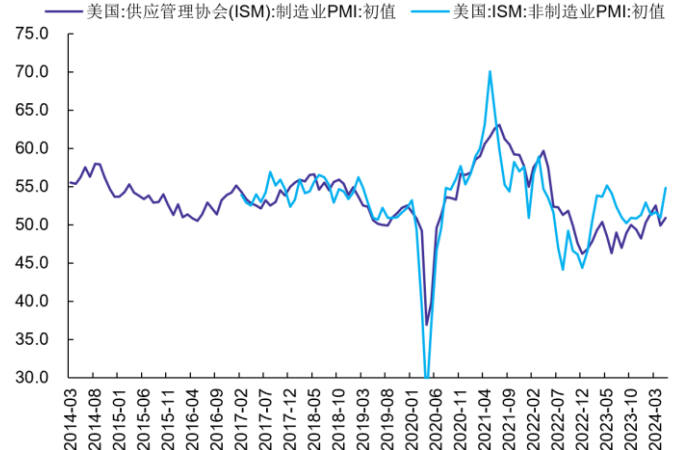
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：全球 PMI（%）



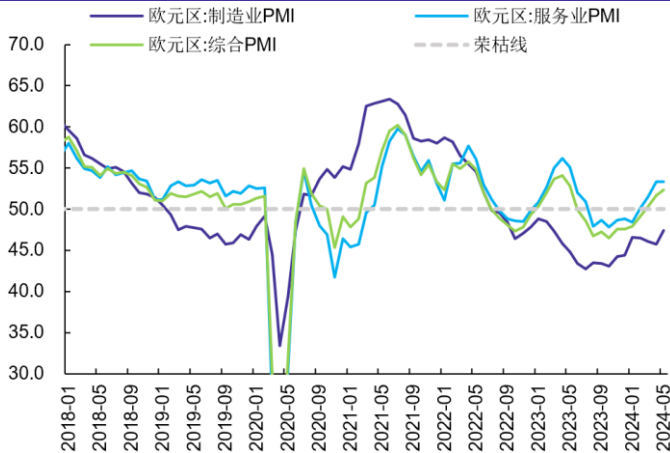
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：美国 5 月非制造业 PMI 意外抬升（%）



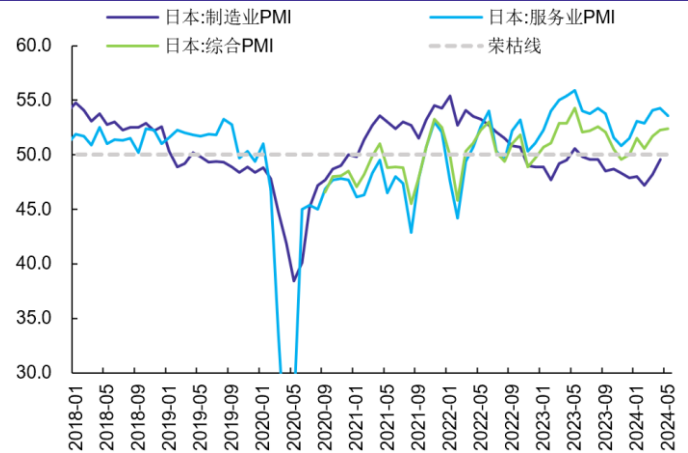
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：欧元区 PMI（%）



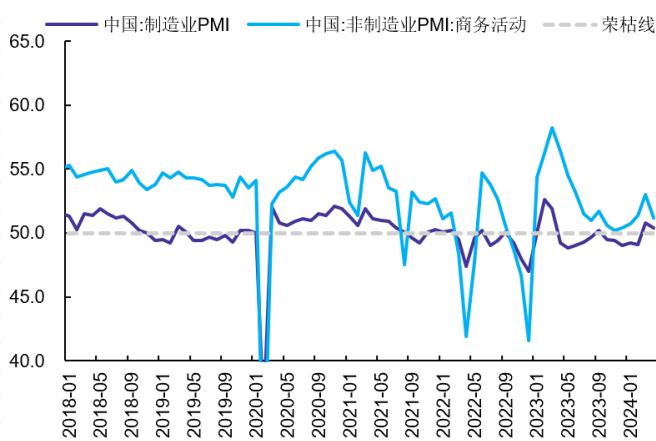
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：日本 PMI（%）



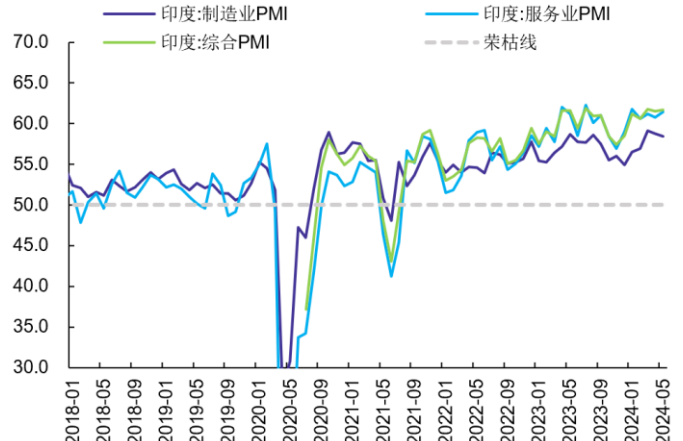
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10: 中国 PMI (%)



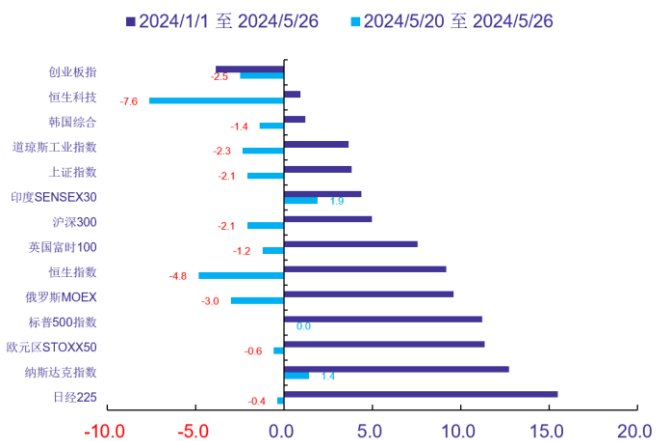
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 印度 PMI (%)



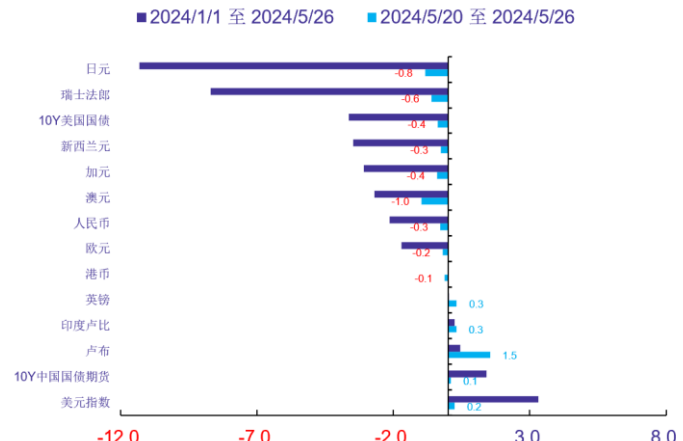
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 全球主要股指变动 (年初至今及上周%)



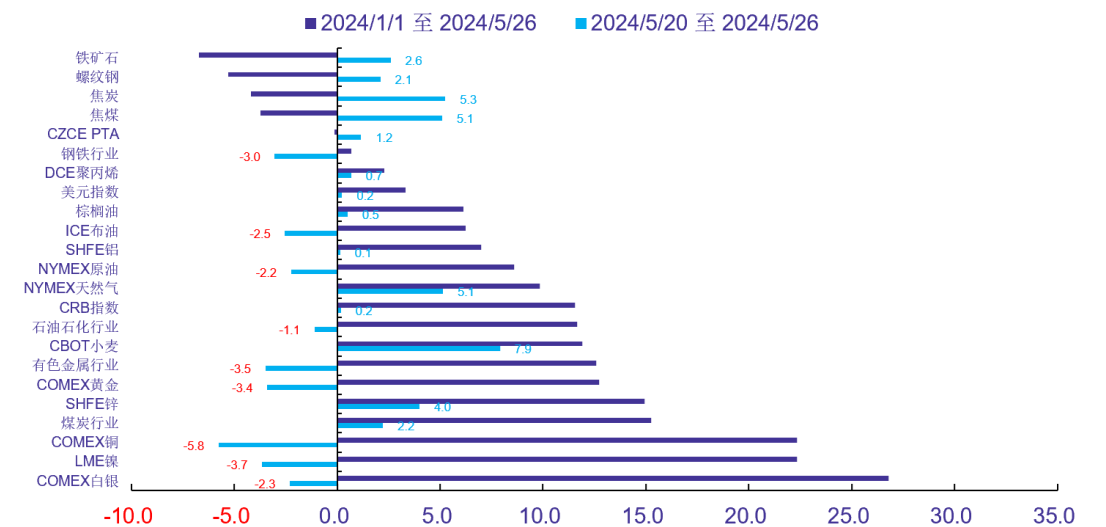
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 全球主要货币汇率变动 (年初至今及上周%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 全球主要商品变动 (年初至今及上周%)

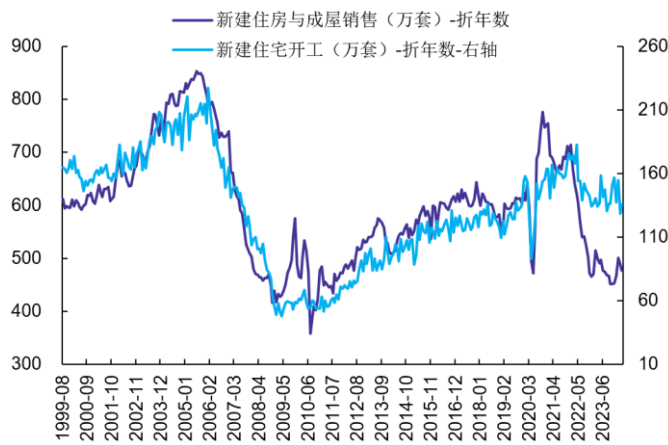


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、美国：美联储仍忧虑通胀，地产市场的平衡仍需成屋供给的恢复

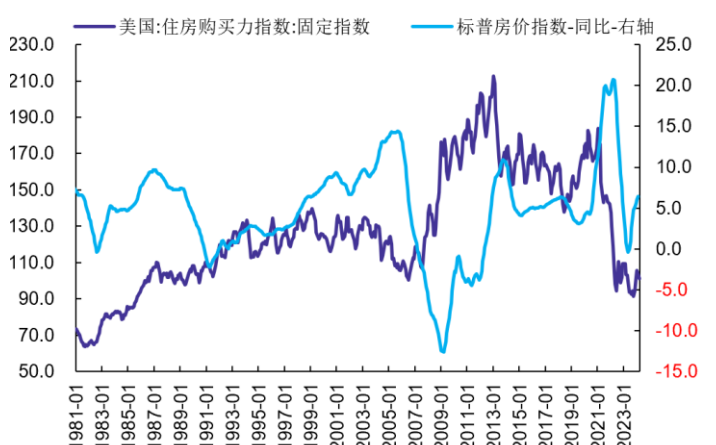
5月20日-26日当周，美国公布了5月FOMC会议纪要、4月房屋销售、3月房价、5月PMI初值和失业金申领人数等信息，尽管美联储部分官员对通胀的忧虑和不弱的经济数据使降息预期回落，美债收益率和美元指数回升，权益资产仍小幅上涨。除了当周失业金初请人数不及预期之外，Markit服务PMI的超预期扩张和美联储纪要中表露对通胀下行信心的降低以及潜在的加息可能都让市场压缩了降息预期，年内仅有一次降息并推后至11月。总体上，市场的货币政策预期还在跟随数据反复摇摆，尽管摇摆的幅度显著缩小，而目前经济和通胀超预期上行导致的不降息仍是“软着陆”假设外最主要的担忧。

图 15：美国新房销售走弱不利于新开工



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

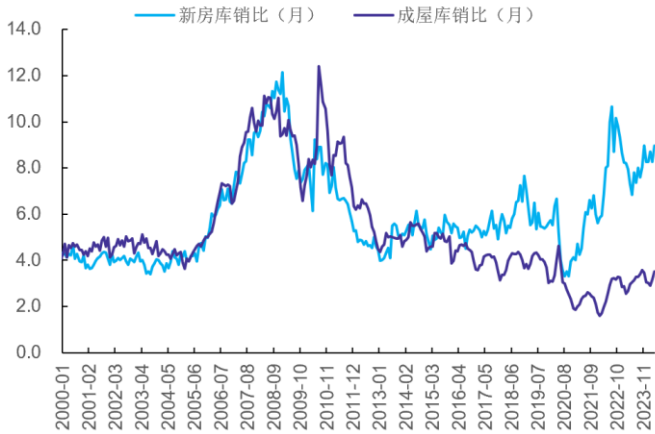
图 16：居民住房购买力较低（%-右轴）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

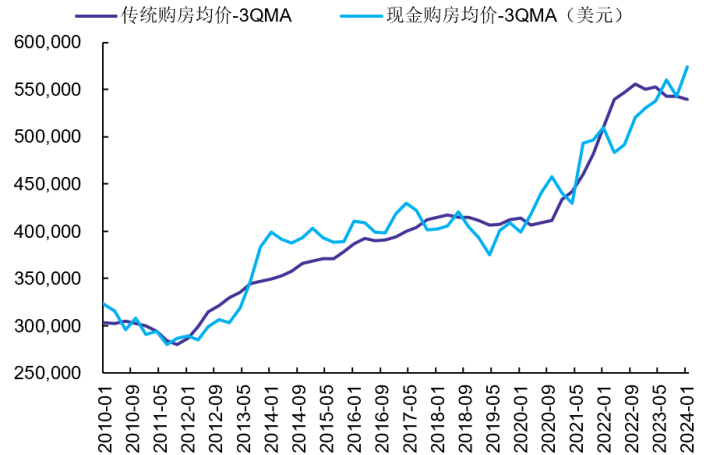
相较于其他偏强的数据，4月的新房销售则显示美国的购房需求依然面临高利率的压力，而低需求下房价的回升又反映出供给结构的扭曲。目前来看，地产市场的进一步平衡可能需要成屋供给的恢复，而这一状况的先决条件是联邦基金利率的降低。从需求端来看，美国住房市场存在几个特征：（1）抵押贷款固定利率在7%附近导致居民的购买力和置换能力低下，这不论从购买力指数的低位、房屋销售的弱化还是新房库存比的抬升都能看出；（2）对独栋住宅的需求更强，新建住宅以独户为主；（3）房价的上行可能与现金购房带来的价格上行有关。总结就是总需求因利率压制不足，但部分富裕购买者现金购买了独户住宅，推升了房价。从供给端来看，（1）新建住宅数量还处于较高位置，主要是成屋供给处于较低位置，这是由于高利率下贷款买家很难置换成屋贷款；（2）从新房开工近期的回落来看，未来新房的完工和供给也可能小幅降低。总体上，当前的供需格局叠加移民带来的购房需求，可能依然会推动房价上行并加大2025年的通胀压力。供给端的匮乏主因并不是新房建造不足，而是成屋供给不足导致，成屋供给面临的困难则是过高的再融资成本，所以货币政策放松反而可能是地产市场供需更加平衡、地产投资进一步改善的“解药”。

图 17: 美国房屋库销比回升



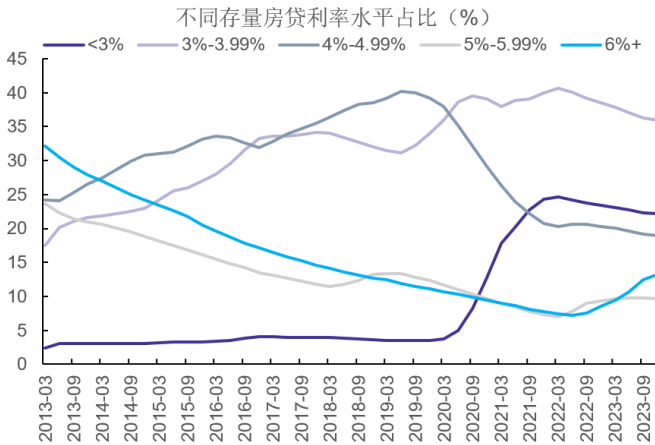
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 现金购房者推动房价上行



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 19: 低存量房贷下, 置换成屋成本高导致供给减少



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: 新房供给也难以继续明显增加



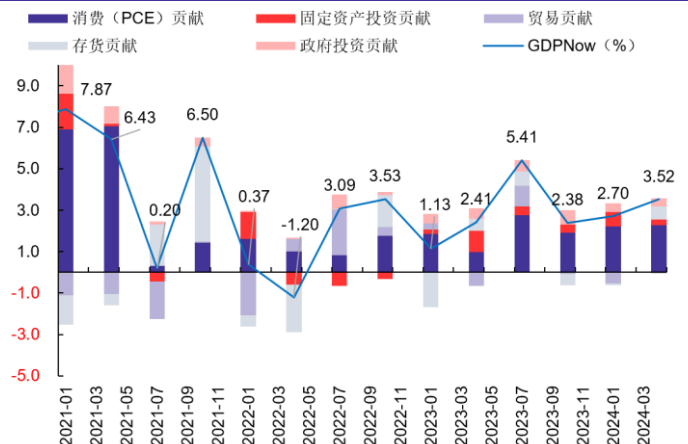
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21: 美国经济周度指数 5 月 18 日为 2.1%左右



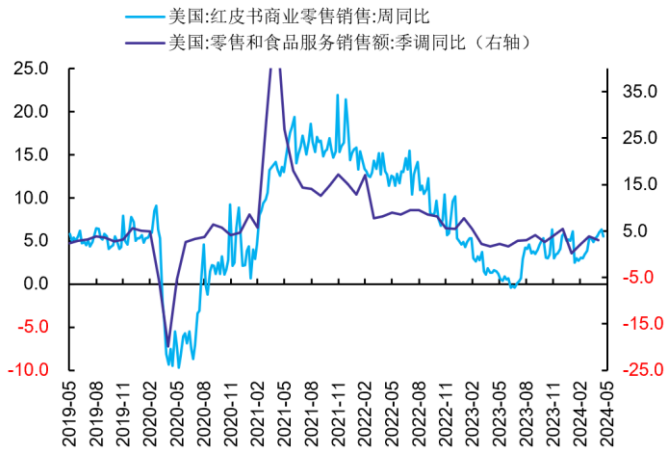
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 22: GDPNow 预测美国二季度实际经济环比折年增长 3.5%



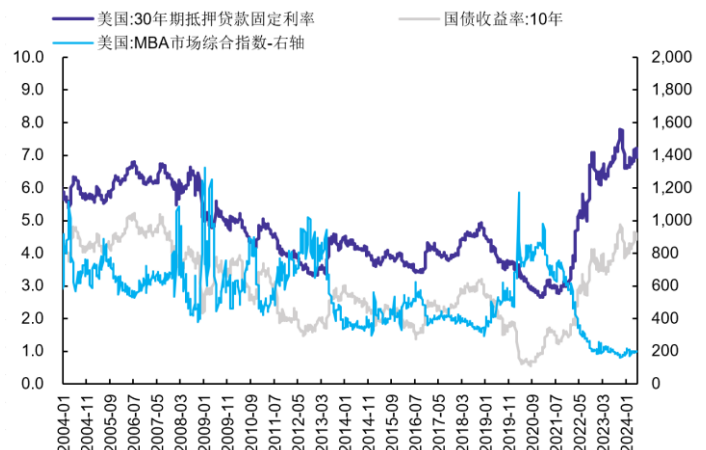
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图 23: 美国红皮书商业零售显示名义消费有望在 3%左右 (%)



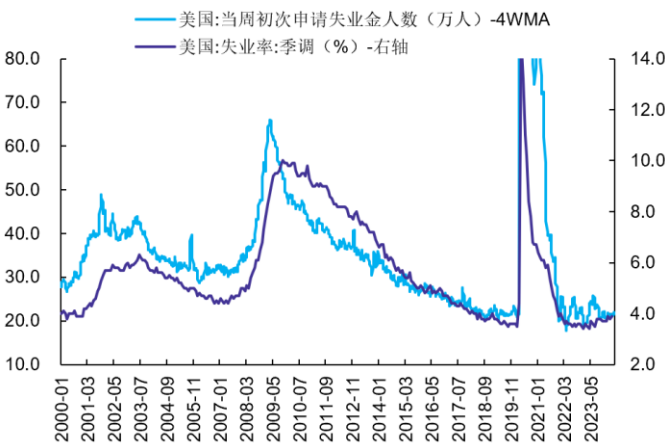
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 24: 抵押贷款利率仍维持在 7%附近 (%)



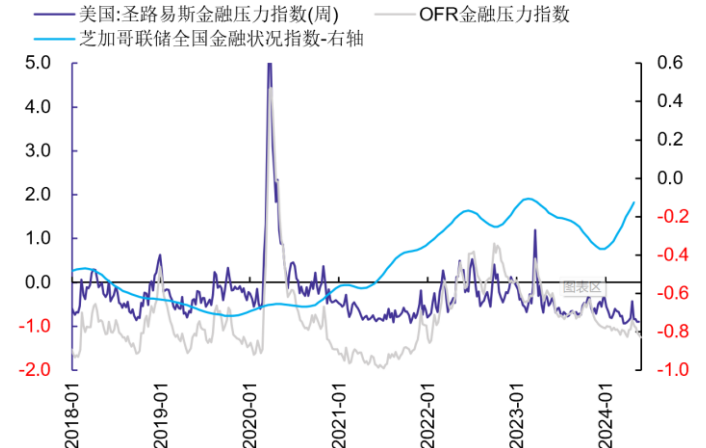
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 25: 失业金初请人数 21.5 万人左右, 失业率难以显著上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 26: 部分金融条件指数边际放松



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

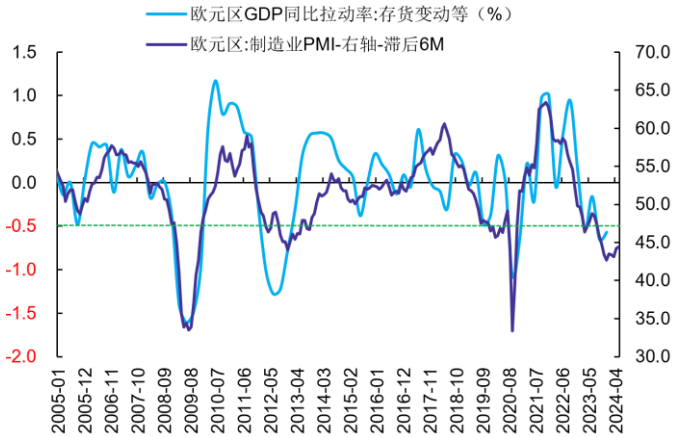
三、欧元区 PMI 改善可能带动补库存, G7 支持日本维持汇率稳定

5 月份欧元区制造业 PMI 回升至 47.4 (前值 45.7), 服务业保持 53.3, 整体保持改善状态。目前来看, 尽管部分欧洲企业仍认为自身库存较高, 但总量数据显示库存不论是从领先指标、下行幅度和时长等方面都已经处于相对底部, 即去库存可能在 2023 年底已经大致结束, 今年上半年可能处于弱补库阶段。需求方面, 在工业生产整体弱势之下, 制造业 PMI 的底部已经形成, 只是改善幅度有限; 企业对新订单的评估有边际改善, 而欧洲进口情况也反映需求从底部上行, 支持小幅补库的判断。考虑到欧央行有较高概率在年中降息, 预计对总需求和制造业的压制会明显弱化; 虽然欧元区经济仍较疲弱, 但小幅的回升可以在下半年支持温和的补库存。

日本方面, 一季度经济数据远不及预期并加剧了日元兑美元的弱势, 在周末的 G7 会议上, 各国财政部长在日本的游说下重申了“警惕汇率过度波动”的承诺, 可能允许日本当局进一步干预日元汇率。尽管日元在四月末到五月初的干预下短暂止跌, 但随后由于日央行货币政策宽松和国内经济疲软等因素再度贬值并接近 157 的干预区间, 财务省也

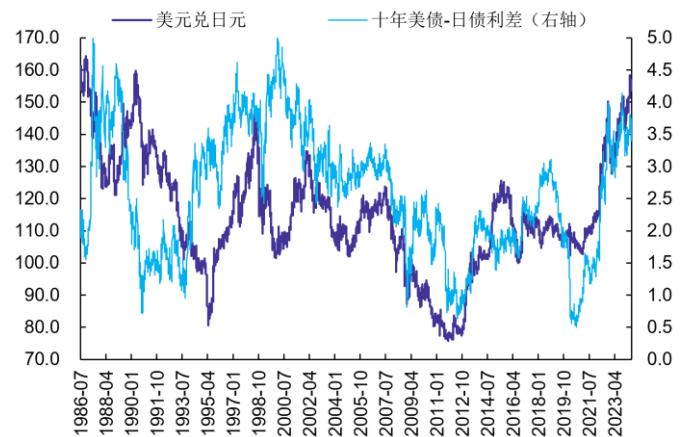
在 5 月 24 日发出可能再度出手稳定汇率的警告。另一方面，日央行行长植田和男表示经济的低迷没有改变日央行货币政策正常化的进程，日本 10 年期国债收益率在加息预期下也已经达到 1% 的 12 年新高。

图 27：欧元区制造业 PMI 恢复将带动温和补库存



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 28：日元由于日本经济偏弱而更加疲软（%-右轴）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

四、下周看什么？

5 月 27 日-6 月 2 日将公布美国 4 月 PCE 和地产价格数据、欧元区景气指数和 HICP。预计在 4 月 CPI 符合预期、居住成本稳步回落、服务价格缓和的情况下，PCE 通胀也将稳定走弱，不会导致对美联储的货币政策预期进一步收紧；房价方面，我们倾向于利率的降低和成屋供给的增加才可以缓和涨价的幅度，弱需求和低供给下仅靠新房供应难以活跃市场并稳定价格。欧元区方面，通胀预计仍处于稳定向 2% 靠拢的路径上，失业率也难显著提升，6 月的降息将进一步帮助温和的补库存周期。

宏观日历

日期	事件或数据
5月27日(周一)	1. 中国4月规模以上工业企业利润
5月28日(周二)	1. 美国3月FHFA房价指数、S&P/CS20座大城市房价指数 2. 美国5月谘商会消费者信心指数
5月29日(周三)	-
5月30日(周四)	1. 欧元区4月失业率 2. 欧元区5月工业景气指数、经济景气指数
5月31日(周五)	1. 中国5月官方制造业PMI 2. 欧元区5月CPI 3. 美国4月核心PCE
6月1日(周六)	-
6月2日(周日)	-
6月3日(周一)	1. 中国5月财新制造业PMI 2. 美国5月ISM制造业PMI
6月4日(周二)	1. 美国4月JOLTs职位空缺、工厂订单率
6月5日(周三)	1. 中国5月财新服务业PMI 2. 欧元区4月PPI 3. 美国5月ADP就业人数
6月6日(周四)	1. 欧元区至6月6日欧洲央行主要再融资利率
6月7日(周五)	1. 美国5月失业率、季调后非农就业人口
6月8日(周六)	-
6月9日(周日)	-

资料来源: Wind, 金十数据, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中： A 股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn