



美国财政继续托底下半年经济

——海外宏观周报（6月17日-23日）

2024年06月24日

- 全球宏观和市场:**截至6月23日当周,在美国赤字率可能显著超预期、Makrit PMI 等数据显示经济仍较有韧性、欧元区经济和政局动荡的情况下,市场一边定价美国通胀和就业市场下行的可能,另一方面美元指数也反映出美国的经济和利率水平显著高于欧日等经济体的预期。(1)美元指数当周升至105.8251,美国PMI与欧元区和日本等偏弱的经济情况形成对比,美国利率的高位更久也支撑美元强势;(2)美国国债收益率曲线震荡,失业率、地产和消费数据的边际弱化支持年内降息的希望,10年期美债当周升3.6BP至4.257%;(3)道指和标普500指数上涨,纳斯达克指数先涨后跌,当周持平。(4)黄金和白银价格小幅下跌,铜进一步下行。**从全球主要股指来看**,当周主要股指涨幅居前的有道琼斯工业指数、欧元区STOXX50指数、英国富时100指数、韩国综合指数和标普500指数;跌幅居前的有俄罗斯MOEX指数、创业板指数、沪深300指数、日经225指数和恒生科技指数等。**从全球主要货币汇率来看**,美元指数上行至4月以来高位,兑美元小幅上行的其他主要货币有卢布、澳元、加元、港币等;日元、瑞郎、英镑、新西兰元和欧元等下跌。**从重要商品来看**,当周涨幅居前的有原油、SHFE锌、COMEX白银等;跌幅居前的有CBOT小麦、NYMEX天然气、焦煤、焦炭和钢铁等。**从花旗经济意外指数来看**,除新兴市场外经济区域的表现下滑,欧元区经济数据较预期大幅回落反映降息的积极作用尚未显现,新兴市场经济体小幅改善,中国和美国则较预期小幅下行。全球地缘政治风险指数小幅回升,依然处于偏高位置。
- 美国:赤字率强于预期,消费和地产仍受利率压制:**结合CBO的预测来看,2024财年的赤字规模大概率从2023年的1.69万亿升至1.85-2万亿美元,大选年拜登似乎在进一步增加财政力度,竭力保证经济增长以寻求连任。**基于此的敏感性分析显示**,联邦财政赤字率在名义经济增速在4.0%-5.5%的情况下位于6.5%-6.8%左右,力度更甚于2023年。零售销售方面,5月名义和实际销售均出现下滑,季调后环比增0.09%,同比降至2.27%(前值2.74%);CPI调整后,零售销售实际环比-0.11%,比前两个月降幅略有收窄。地产数据方面,成屋销售和新开工降低而房价上行,高利率下地产市场供需双弱延续,阻碍投资恢复。总体上,美国经济动能还在小幅弱化当中,但赤字率的抬升短期还可以托底经济以高于1.8%潜在增速的速度增长。这意味着一方面年内至少有一次降息的空间,另一方面赤字上行对通胀和增长的刺激加强了利率在偏高范围保持更久的概率。
- 欧央行官员认为法国市场动荡尚不需要干预:**由于法国政局动荡,法国与德国国债利差明显扩大,欧央行首席经济学家与执行委员连恩认为由政治不确定性引发的近期市场动荡并非“无序”,即风险溢价的上行是有着清楚的(政治)原因的,这意味着没有使用TPI等工具的条件。目前欧央行政策依然致力于使通胀走低并达成的2%通胀目标。欧元区短期的动荡和经济弱势与美国的财政扩张与经济韧性形成鲜明的对比,这也是支撑美元指数继续强势的核心原因之一。

分析师

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

- **下周看什么？** 6月24日-30日将公布美国4月部分房价指数、咨商会6月消费者信心指数、5月新房销售折年数、PCE价格指数等数据。短期来看，美国PCE通胀数据应当跟随CPI数据下行，目前克利夫兰联储预测模型显示5月PCE通胀同比增速可能为2.62%，环比0.07%，可以为美联储提供年内进行降息的证据；三季度通胀数据还有下行空间，但需要警惕四季度的回升压力所伴随的风险。房地产数据方面，预计在高利率下新房销售偏弱但价格上行的趋势持续。

一、全球宏观和市场

截至 6 月 23 日当周，在美国赤字率可能显著超预期、Makrit PMI 等数据显示经济仍较有韧性、欧元区经济和政局动荡的情况下，市场一边定价美国通胀和就业市场下行的可能，另一方面美元指数也反映出美国的经济和利率水平显著高于欧日等经济体的预期。（1）美元指数当周升至 105.8251，美国 PMI 与欧元区和日本等偏弱的经济情况形成对比，美国利率的高位更久也支撑美元强势；（2）美国国债收益率曲线震荡，失业率、地产和消费数据的边际弱化支持年内降息希望，10 年期美债当周升 3.6BP 至 4.257%；（3）道指和标普 500 指数上涨，纳斯达克指数先涨后跌，当周持平。（4）黄金和白银价格小幅下跌，铜进一步下行。

从全球主要股指来看，当周主要股指涨幅居前的有道琼斯工业指数、欧元区 STOXX50 指数（从前一周的恐慌性下跌中有所恢复）、英国富时 100 指数、韩国综合指数和标普 500 指数；跌幅居前的有俄罗斯 MOEX 指数、创业板指数、沪深 300 指数、日经 225 指数和恒生科技指数等。从全球主要货币汇率来看，美元指数上行至 4 月以来高位，兑美元小幅上行的其他主要货币有卢布、澳元、加元、港币等；日元、瑞郎、英镑、新西兰元和欧元等下跌。从重要商品来看，当周涨幅居前的有原油、SHFE 锌、COMEX 白银等；跌幅居前的有 CBOT 小麦、NYMEX 天然气、焦煤、焦炭和钢铁等。

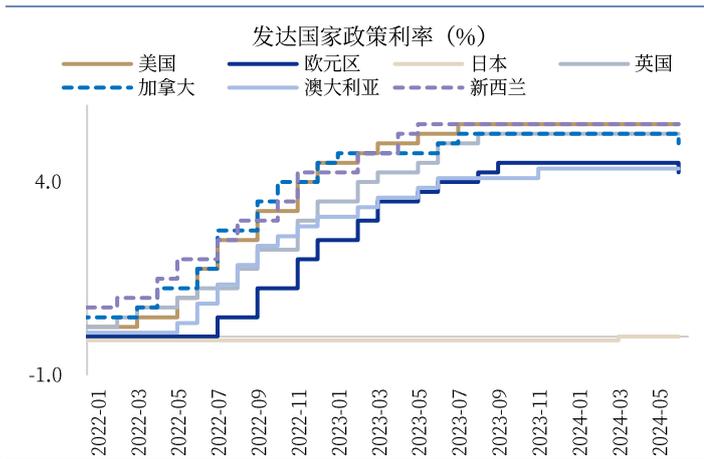
从花旗经济意外指数来看，除新兴市场外经济区域的表现下滑，欧元区经济数据较预期大幅回落反映降息的积极作用尚未显现，新兴市场经济体小幅改善，中国和美国则较预期小幅下行。全球地缘政治风险指数小幅回升，依然处于偏高位置。

图1：花旗经济意外指数（%）



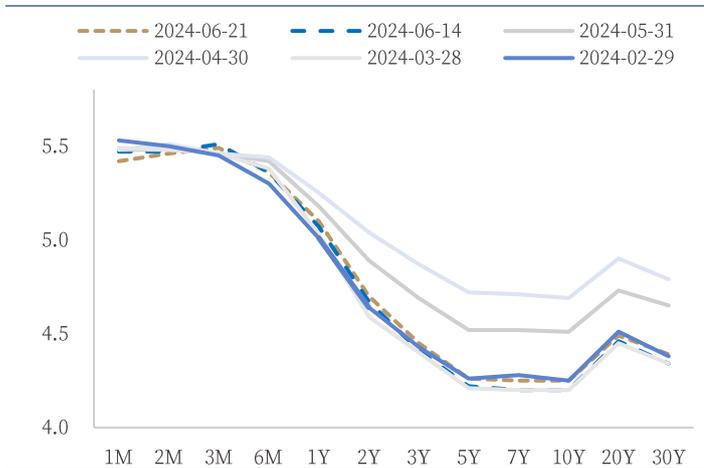
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图2: 重要发达经济体政策利率变化 (%)



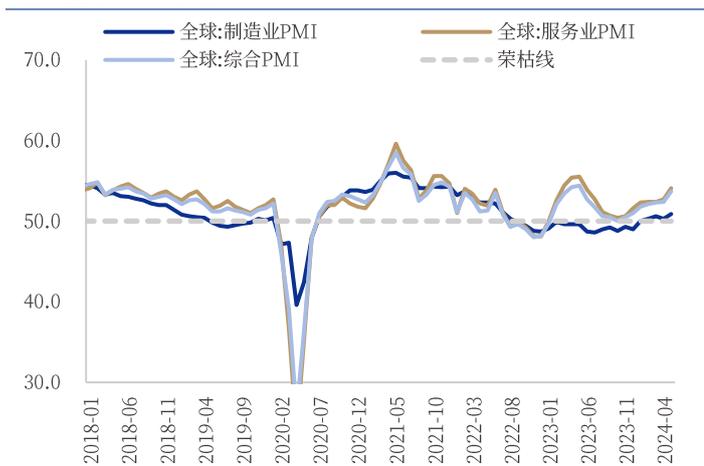
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 美国国债收益率曲线 (%)



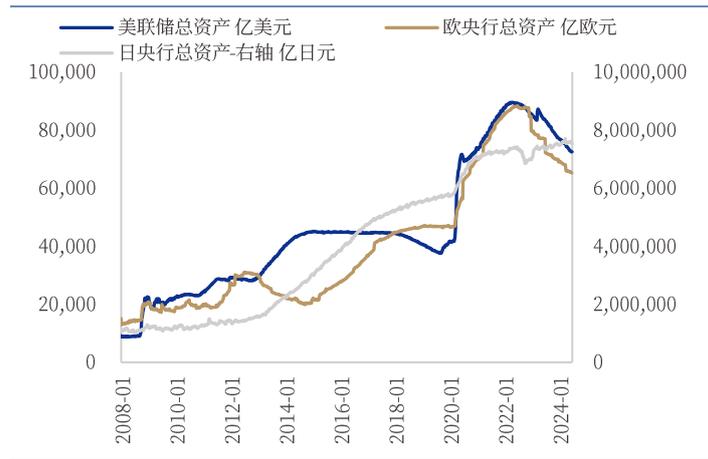
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 全球 PMI (%)



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



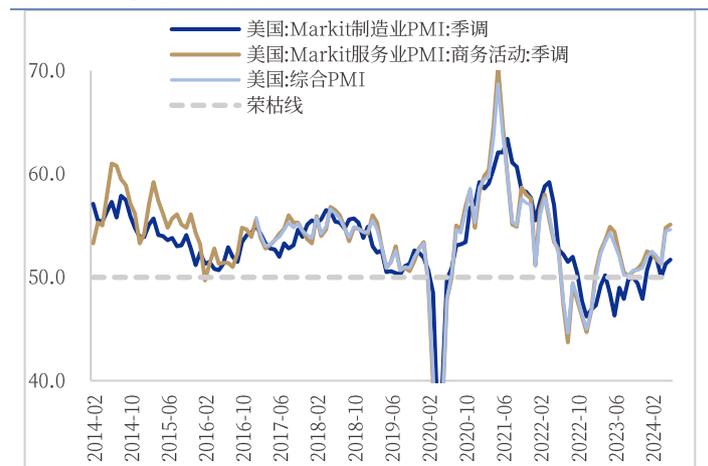
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 美联储流动性监测



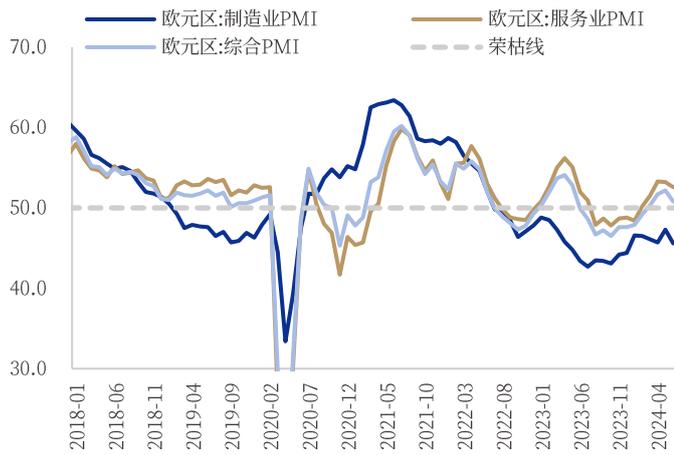
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: Markit 美国 PMI (%)



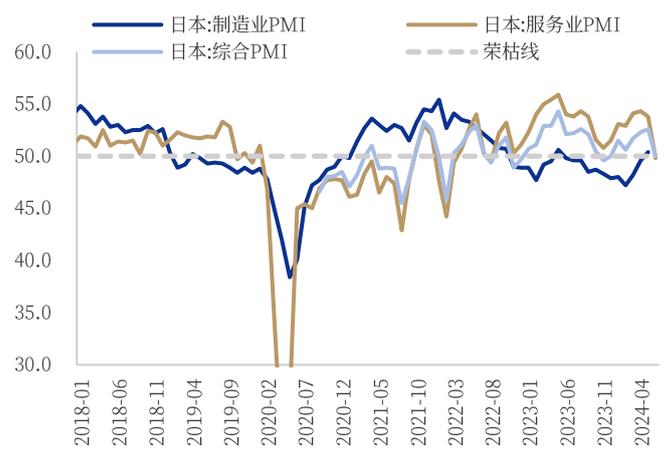
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 欧元区 PMI (%)



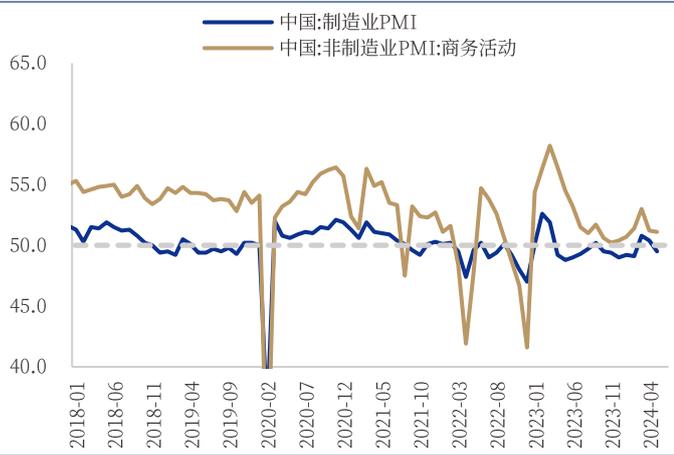
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: 日本 PMI (%)



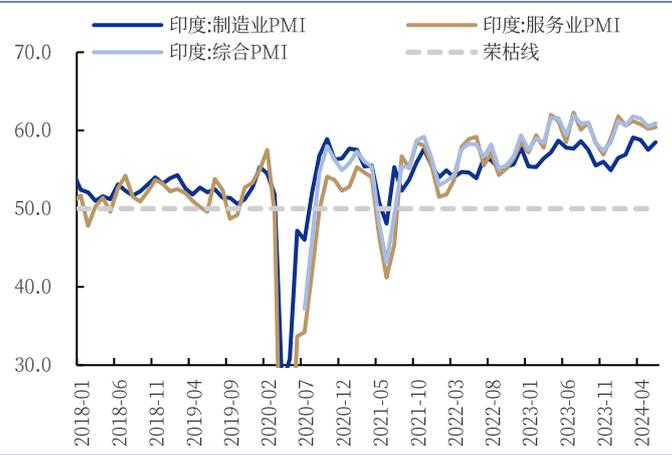
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 中国 PMI (%)



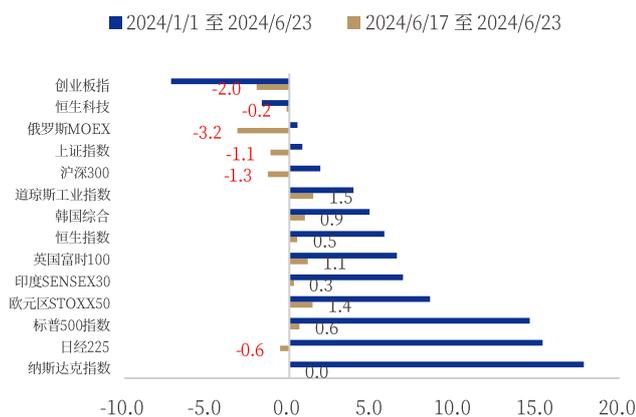
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 印度 PMI (%)



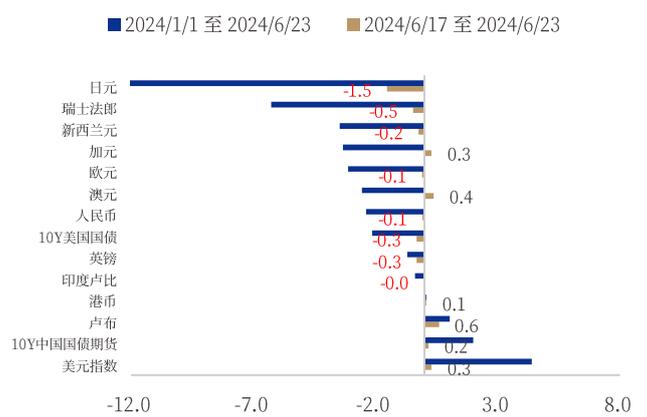
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 全球主要股指变动 (年初至今及当周%)



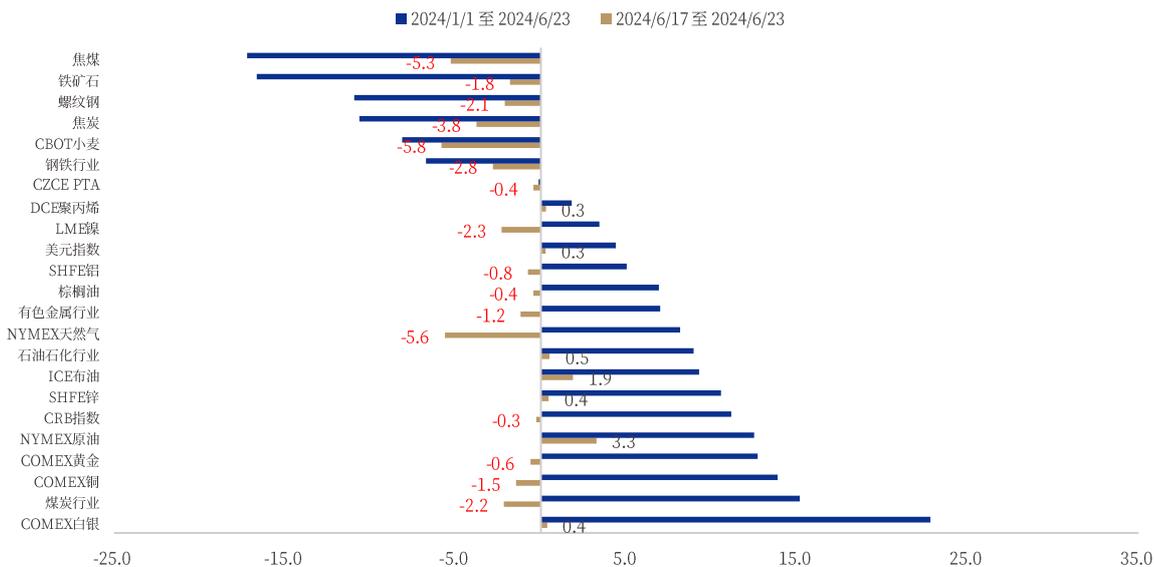
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 全球主要货币汇率变动 (年初至今及当周%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 全球主要商品变动 (年初至今及当周%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

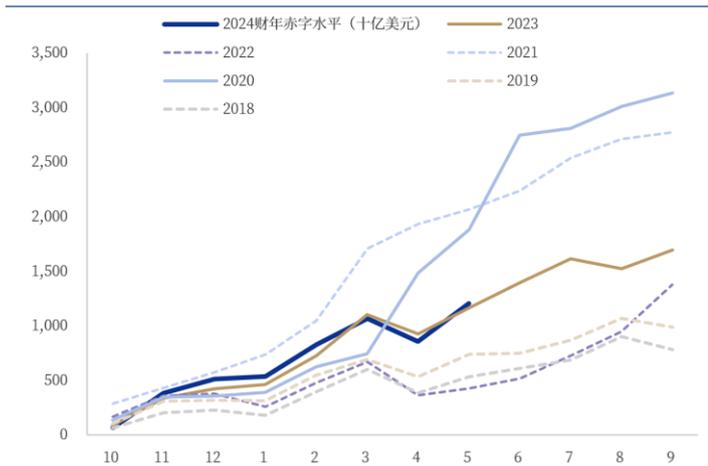
二、美国: 赤字率强于预期, 消费和地产仍受利率压制

6月17-23日当周, 美国公布了零售销售数据、新屋开工、营建许可和成屋销售数据以及 Markit PMI 初值等数据; 同时国会预算办公室 (CBO) 也将 2024 年赤字率从年初预测的 5.6% 大幅上调至 7%, 显示出拜登政府进行财政扩张的决心。整体上, 数据依然呈现喜忧参半的特征, 虽然美国 6 月 Markit PMI 显示美国制造和服务业均维持在荣枯线以上并继续扩张, 但 5 月零售销售数据偏弱以及成屋销售与新房开工的进一步走低仍在显示高利率环境对消费的下行压力和对投资回升的阻碍。总体上, 美国经济动能还在小幅弱化当中, 但赤字率的抬升短期还可以托底经济以高于 1.8% 潜在增速的速度增长。这意味着一方面年内至少有一次降息的空间, 另一方面赤字上行对通胀和增长的刺激也在加强利率在偏高范围保持更久的概率。

CBO 于当周更新了赤字率预测, 7% 的数值显著超出市场预期。美国 2024 财年的赤字截至 5 月与 2023 年同期的支出力度接近, 依然明显强于疫情前的常规支出水平, 而下半财年在学生贷款相关支出、存款保险支出、可支配预算支出和减税及医保支出的情况下, 赤字将进一步攀升¹。结合财政部的发债计划、财政部账户目标金额和 CBO 的预测来看, 2024 财年的赤字规模大概率从 2023 年的 1.69 万亿升至 1.85-2 万亿美元, 大选年拜登似乎在进一步增加财政力度, 竭力保证经济增长以寻求连任。基于此的敏感性分析显示, 联邦财政赤字率在名义经济增速在 4.0%-5.5% 的情况下位于 6.5%-6.8% 左右, 即美国经济在消费和投资的基础上获得比 2023 年更强的财政支撑。

¹ 60039-Outlook-2024.pdf (cbo.gov)

图15: 美国高赤字继续托底总需求



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

图16: 2024年赤字率大概率超过6.5%

名义经济增速	赤字率	1600	1650	1700	1750	1800	1850	1900	1950
3.40%	5.66	5.83	6.01	6.19	6.36	6.54	6.72	6.89	
3.60%	5.64	5.82	6.00	6.17	6.35	6.53	6.70	6.88	
3.80%	5.63	5.81	5.99	6.16	6.34	6.51	6.69	6.87	
4.00%	5.62	5.80	5.97	6.15	6.33	6.50	6.68	6.85	
4.20%	5.61	5.79	5.96	6.14	6.31	6.49	6.66	6.84	
4.40%	5.60	5.78	5.95	6.13	6.30	6.48	6.65	6.83	
4.60%	5.59	5.77	5.94	6.11	6.29	6.46	6.64	6.81	
4.80%	5.58	5.75	5.93	6.10	6.28	6.45	6.63	6.80	
5.00%	5.57	5.74	5.92	6.09	6.27	6.44	6.61	6.79	
5.20%	5.56	5.73	5.91	6.08	6.25	6.43	6.60	6.77	
5.40%	5.55	5.72	5.89	6.07	6.24	6.42	6.59	6.76	
5.60%	5.54	5.71	5.88	6.06	6.23	6.40	6.58	6.75	
5.80%	5.53	5.70	5.87	6.05	6.22	6.39	6.56	6.74	
6.00%	5.52	5.69	5.86	6.03	6.21	6.38	6.55	6.72	
6.20%	5.51	5.68	5.85	6.02	6.19	6.37	6.54	6.71	
6.40%	5.50	5.67	5.84	6.01	6.18	6.35	6.53	6.70	
6.60%	5.49	5.66	5.83	6.00	6.17	6.34	6.51	6.69	

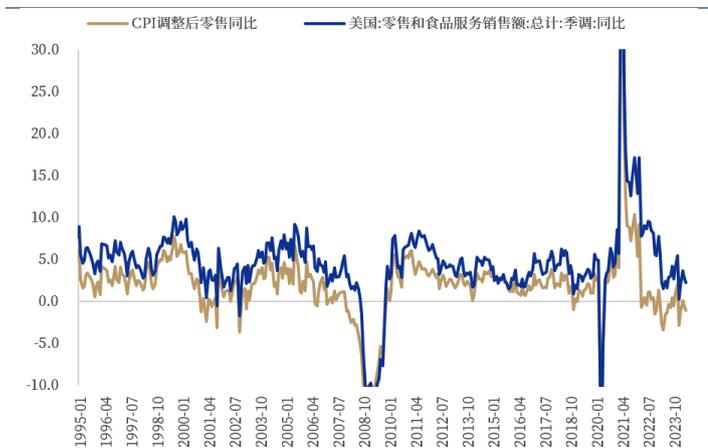
资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

零售销售方面, 5月名义和实际销售均出现下滑, 季调后环比增0.09%, 同比降至2.27% (前值2.74%); CPI调整后, 零售销售实际环比-0.11%, 比前两个月降幅略有收窄。考虑到近几个月季节性调整波动较大, 零售销售的实际上滑幅度可能没有数据显示的那么明显, 但消费增速继续保持逐步下行的趋势。分项目看, 汽车和家具家电等耐用品表现依然较差, 其中汽车库存名义值和增速均偏高, 预计相关消费在高利率环境下短期难有起色; 食品饮料和服装等非耐用品表现稍强。总体上, 高利率环境等因素对消费的下行压力还在体现, 但薪资增速和财政的托底依然利于软着陆达成。

地产数据方面, 成屋销售和新开工降低而房价上行, 高利率下房地产市场供需双弱延续, 阻碍投资恢复。美国已开工新建住宅折年数5月下至127.7万套 (前值153.2万套), 其中单户住宅98.2万套, 多户住宅29.5万套; 营建许可降低至138.6万套 (前值144.0万套)。成屋销售5月折年数降低至411万套 (前值414万套), 在30年抵押贷款利率依然在7%左右的情况下供需均较为低迷。在利率降低增加房屋可负担性和增加成屋供给前, 房价预计保持偏高水平, 也不利于需求的新房开工推动提产投资和相关库存的上行。

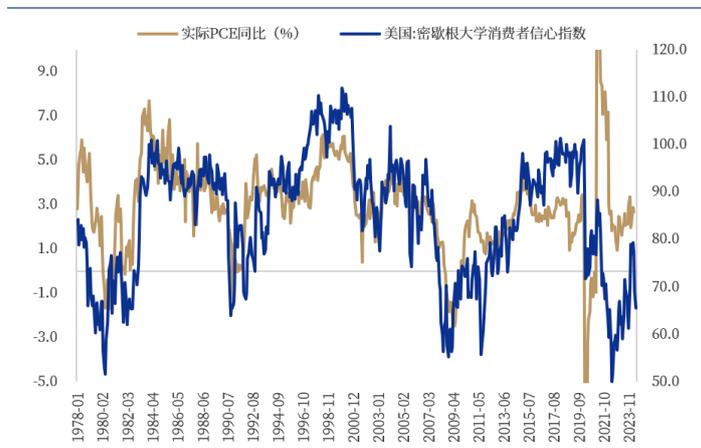
“紧货币+宽财政”组合依然是美国经济运行的核心线索之一, 尽管高利率水平导致消费的下行并妨碍投资的回升, 但财政赤字的扩张意味着下半年经济会获得直接的托底。美国财政纪律的松懈可能可能成为中长期的特征。

图17: 实际零售销售水平较弱 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 偏弱的消费者信心不利于消费增长



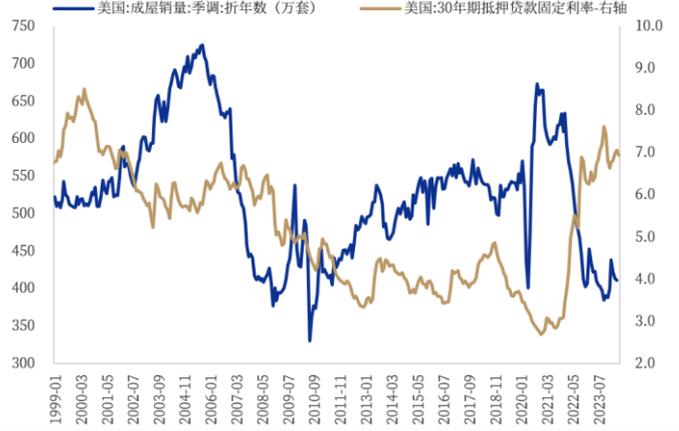
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 美国地产供需双弱状态持续



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 高利率继续压制成屋销售 (右轴为%)



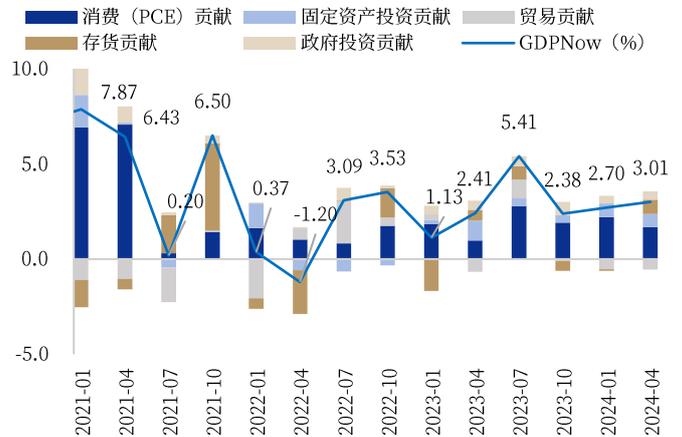
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 美国经济周度指数 6月15日为 2.4%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 3.0%



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 (%)



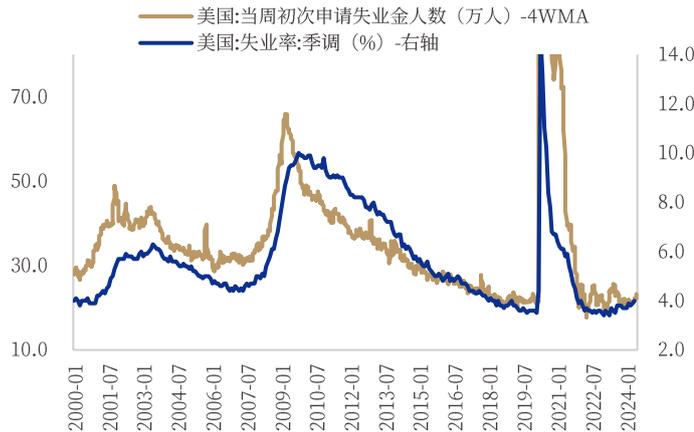
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 抵押贷款利率 6月20日为 6.87%左右 (%)



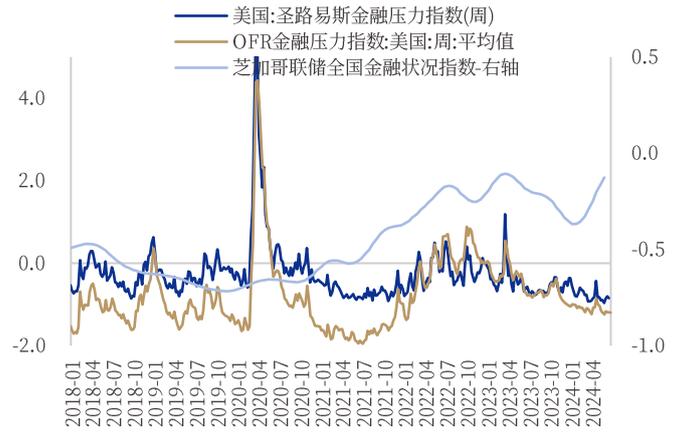
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: 失业金初请人数 23.8 万人左右, 失业率缓慢上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 金融条件指数整体仍相对宽松

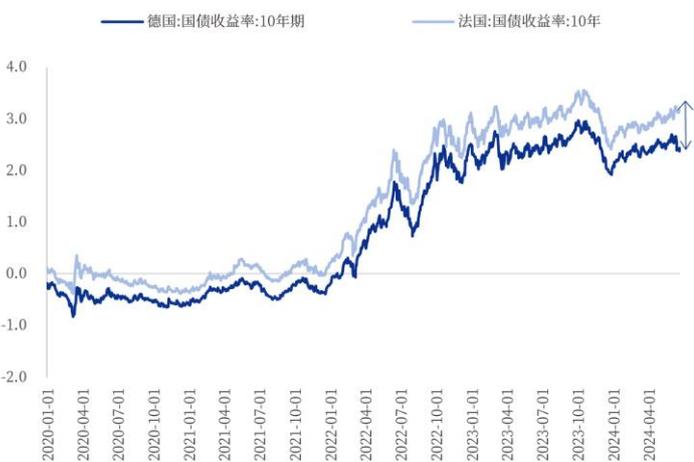


资料来源: Fred, 中国银河证券研究院

三、欧央行官员认为法国市场动荡尚不需要干预

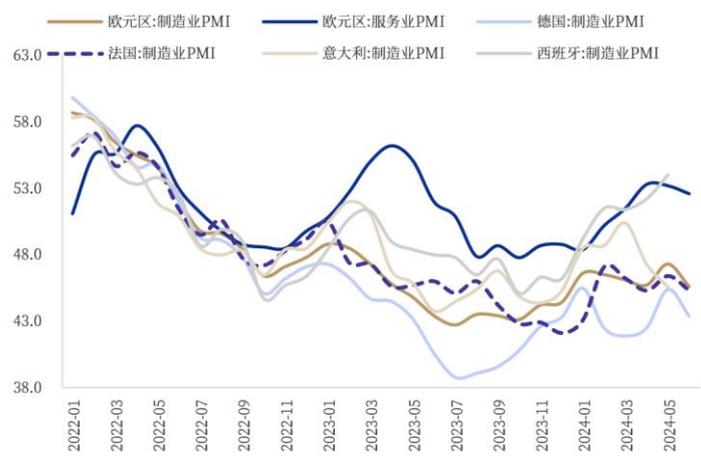
尽管欧央行进行了货币政策转向, 欧元区短期的麻烦仍未结束。经济增长方面, 6 月欧元区 PMI 再度低于预期, 制造业 PMI 降低至 45.6% (前值 47.3%), 服务业降低至 52.6% (前值 53.2%), 经济景气指数和工业信心指数也处于低位。货币政策较为谨慎的转向尚未对实体部门传导, 这意味着欧央行年内的经济恢复和库存补充都将相对温和。在此基础上, 由于政局动荡, 法国国债与德国国债利差明显扩大, 但欧央行官员并不认为马克龙在与极右翼政党的竞争中处于劣势是值得欧央行担忧或使用特殊工具的事件。不仅行长拉加德表示她对于法国国内政治事件不予置评, 欧央行首席经济学家与执行委员连恩表示, 欧央行并不需要通过购债来救援法国市场。市场曾猜想法国国债利差的突然上行可能会使欧央行动用传导保护计划 (TPI), 但连恩认为由政治不确定性引发的近期市场动荡并非“无序”, 即风险溢价的上行是有着清楚的 (政治) 原因的, 这意味着没有使用 TPI 等工具的条件。目前欧央行政策依然致力于使通胀走低并达成的 2% 通胀目标。欧元区短期的动荡和经济弱势与美国的财政扩张与经济韧性形成鲜明的对比, 这也是支撑美元指数继续强势的核心原因之一。

图27: 法德国债利差扩大 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图28: 欧元区制造业 PMI 依然弱势 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、下周看什么？

6月24日-30日将公布美国4月部分房价指数、咨商会6月消费者信心指数、5月新房销售折年数、PCE价格指数等数据。短期来看，美国PCE通胀数据应当跟随CPI数据下行，目前克利夫兰联储预测模型显示5月PCE通胀同比增速可能为2.62%，环比0.07%，可以为美联储提供年内进行降息的证据；三季度通胀数据还有下行空间，但需要警惕四季度的回升压力所伴随的风险。房地产数据方面，预计在高利率下新房销售偏弱但价格上行的趋势持续。

五、宏观日历

日期	事件或数据
6月25日（周二）	1. 美国4月FHFA房价指数、S&P/CS20座大城市房价指数 2. 美国6月咨商会消费者信心指数
6月26日（周三）	1. 美国5月新屋销售总数
6月27日（周四）	1. 中国5月规模以上工业企业利润 2. 欧元区6月工业景气指数、经济景气指数 3. 美国5月成屋签约销售指数
6月28日（周五）	1. 美国5月核心PCE物价指数
6月30日（周日）	1. 中国6月PMI
7月1日（周一）	1. 美国6月ISM制造业PMI
7月2日（周二）	1. 欧元区6月CPI 2. 欧元区5月失业率 3. 美国5月JOLTs职位空缺
7月3日（周三）	1. 欧元区5月PPI

	2. 美国 6 月 ADP 就业人数
7 月 5 日 (周五)	1. 欧元区 5 月零售销售率 2. 美国 6 月失业率、季调后非农就业人口

资料来源: Wind, 金十数据, 中国银河证券研究院

六、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

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，香港市场以恒生指数为基准。	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