

## 海外环境

## 实体经济：消费仍可支撑年内经济，投资止跌，全球制造业进入补库存阶段。

- 商品贸易出现转暖，全球制造业PMI回升至荣枯线以上。
- 家庭负债健康是经济不陷入衰退的重要支撑。
- 基建助力，投资止跌。
- 政府支出增加。
- 劳动力市场紧绷程度下降，但仍高于2020年2月，二、三季度无忧。（周期性行业新增非农连续一个季度处于低位）

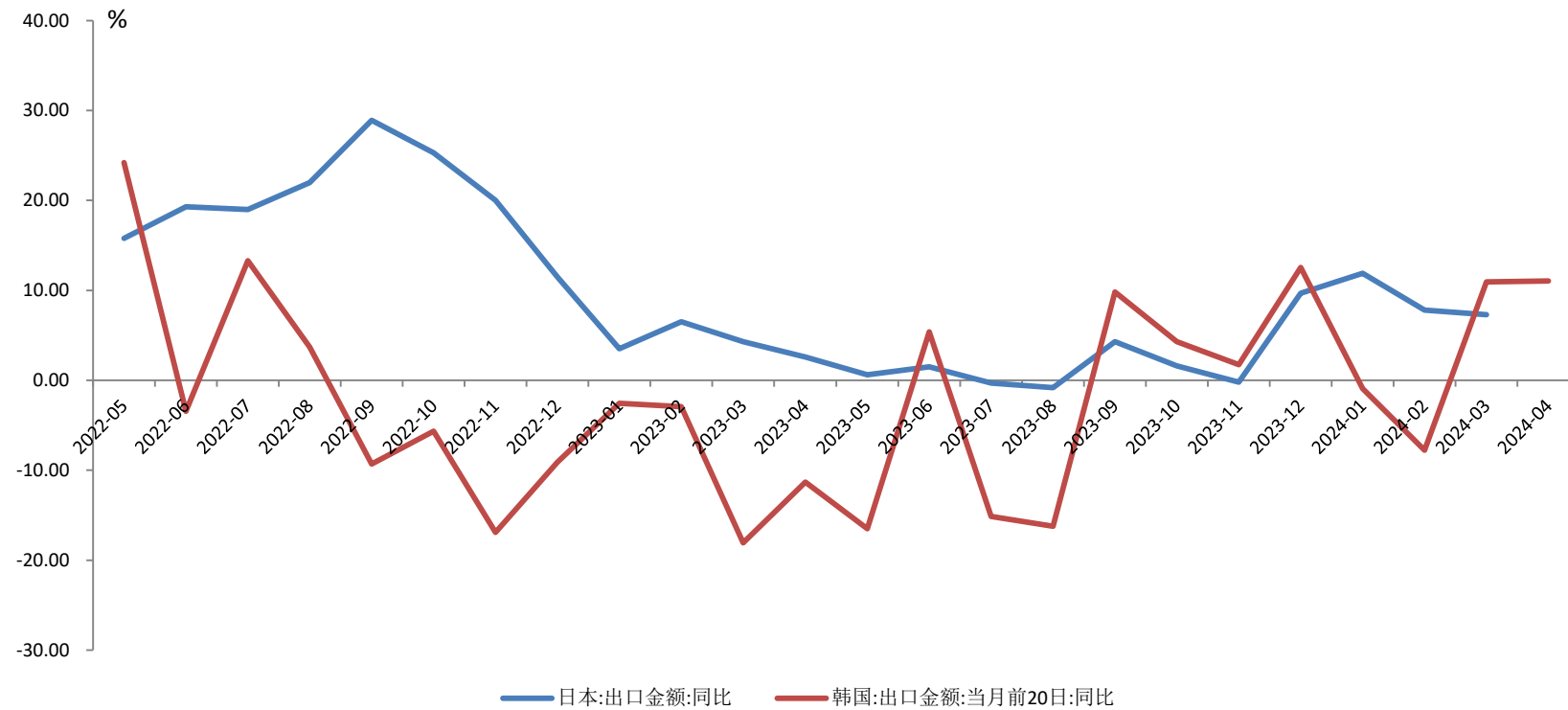
## 货币政策：年内降息概率下降，欧洲不再跟随美联储。

- 耐受性：家庭部门可承受高利率；企业部门杠杆较高，但基于负债利率结构，需更长时间显现。
- 降息时间点：年内降息窗口很窄，可参考核心CPI环比连续两个月靠近0.2%。
- 美十债隐含降息利率为0。

## 资本市场：美股处于趋势性泡沫中

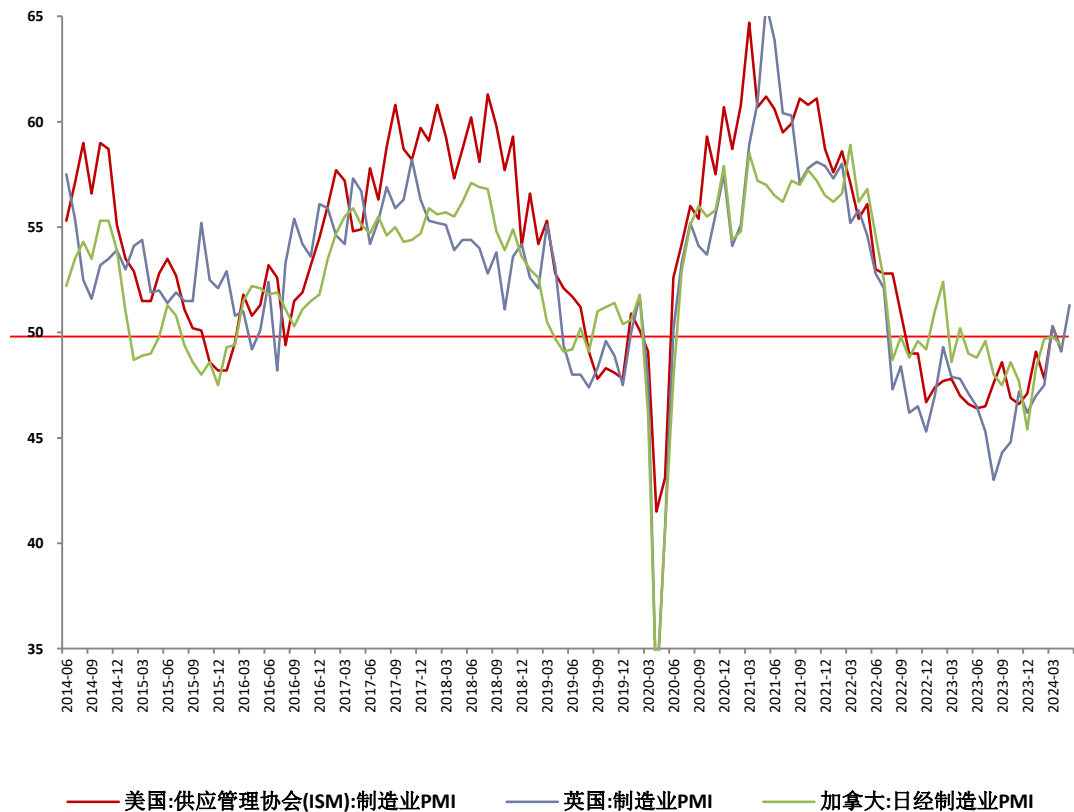
- 美股：短期没有风险，长期再次出现趋势性泡沫，2023年年底从中性谨慎转为中性。
- 美十债：利率上限4.6~4.75%，若再次超过5%，会对美股产生压制。
- 美元：由于美联储降息概率下降，美元相对略强势。
- 黄金：可看涨至三季度末。

- 韩日出口走出底部，全球商品库存周期开始正常化。

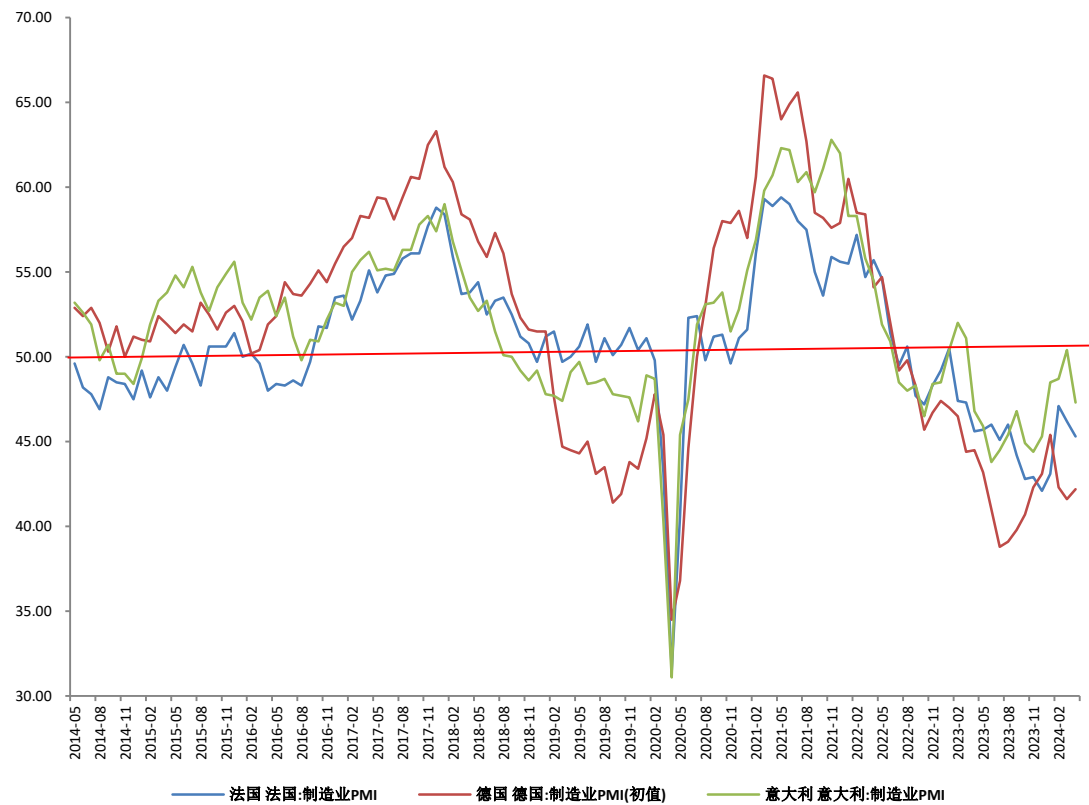


数据来源: iFinD, 东兴证券研究所

• 欧美制造业PMI底部暂缓下跌。

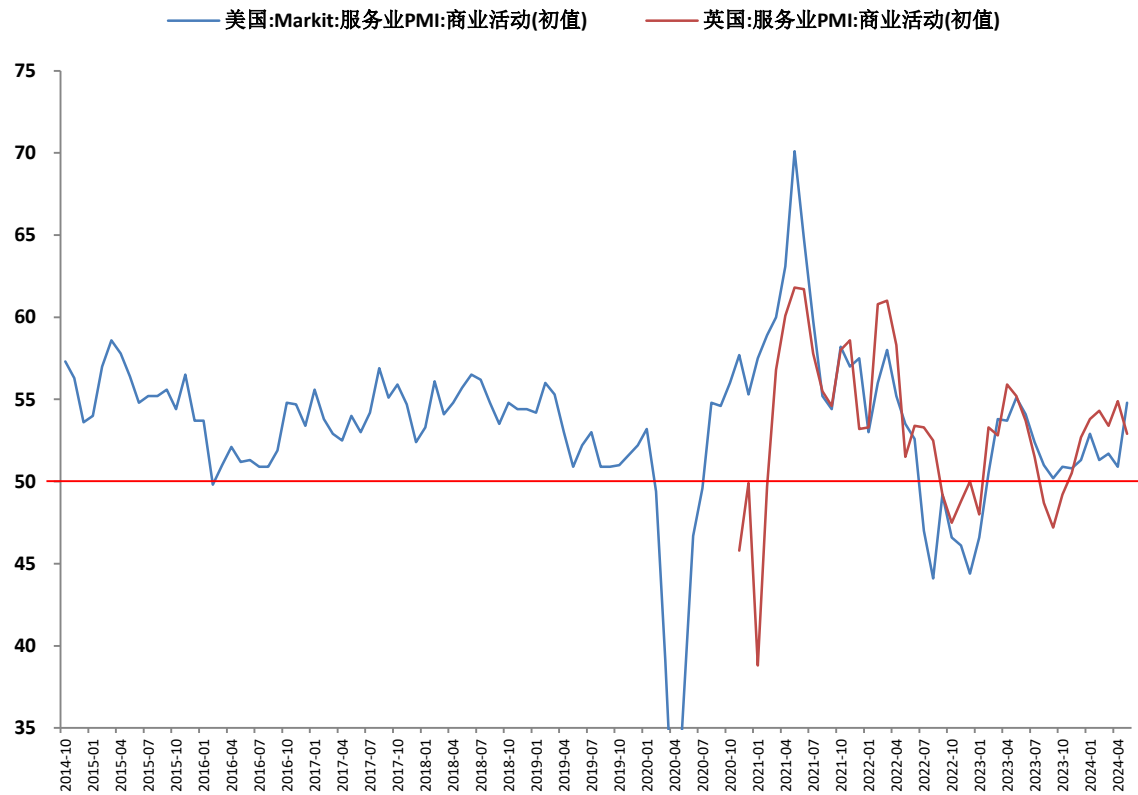


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

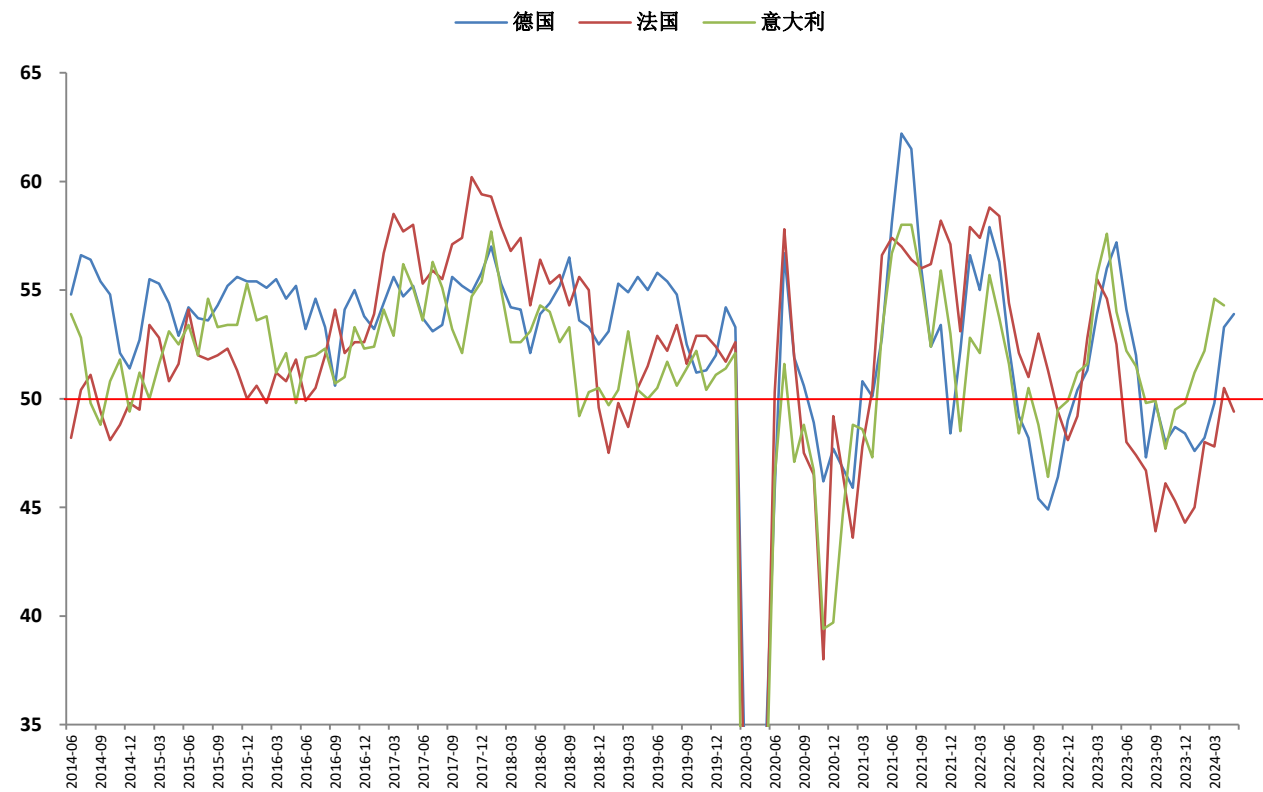


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

## • 欧洲服务业PMI有所企稳。

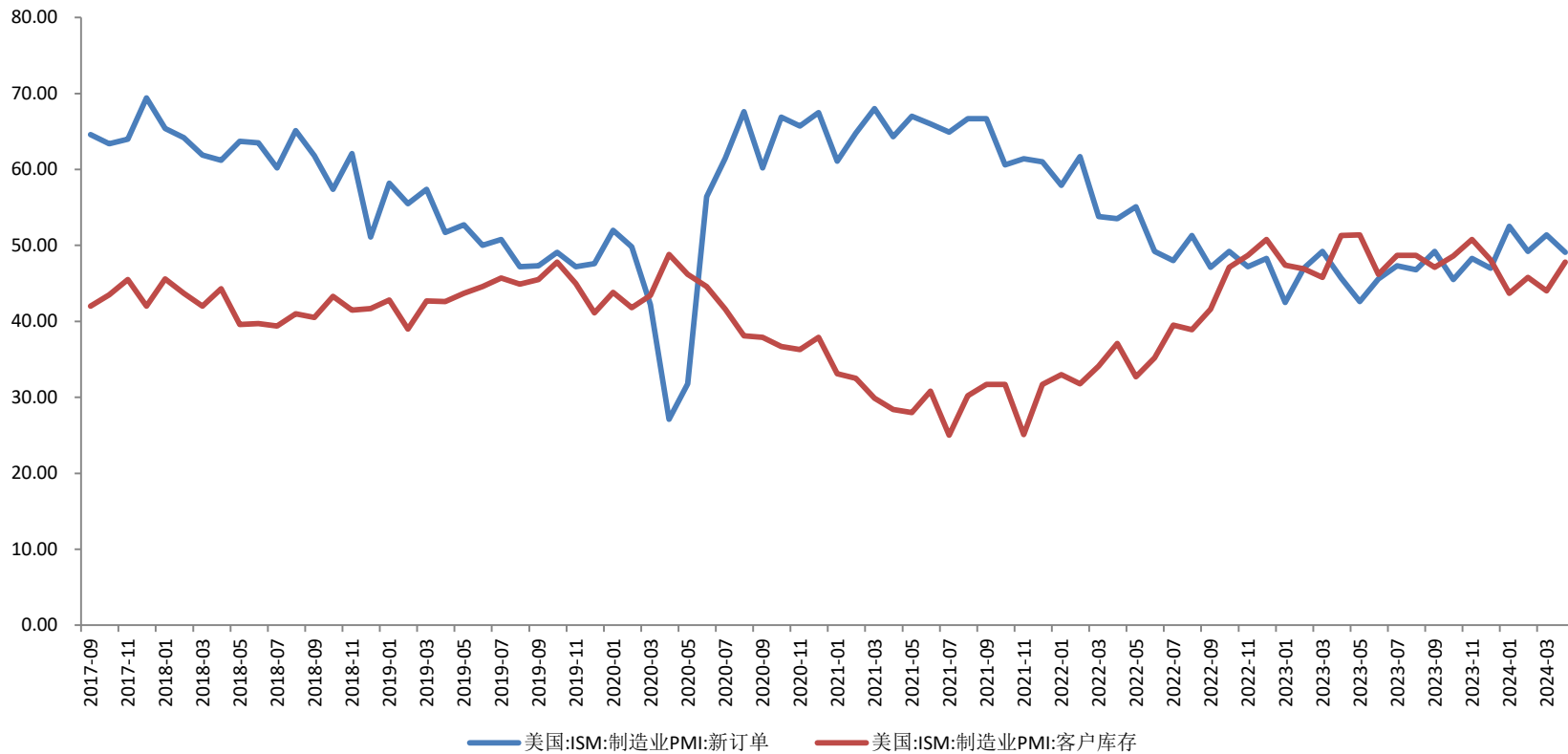


数据来源: iFinD, 东兴证券研究所



数据来源: iFinD, 东兴证券研究所

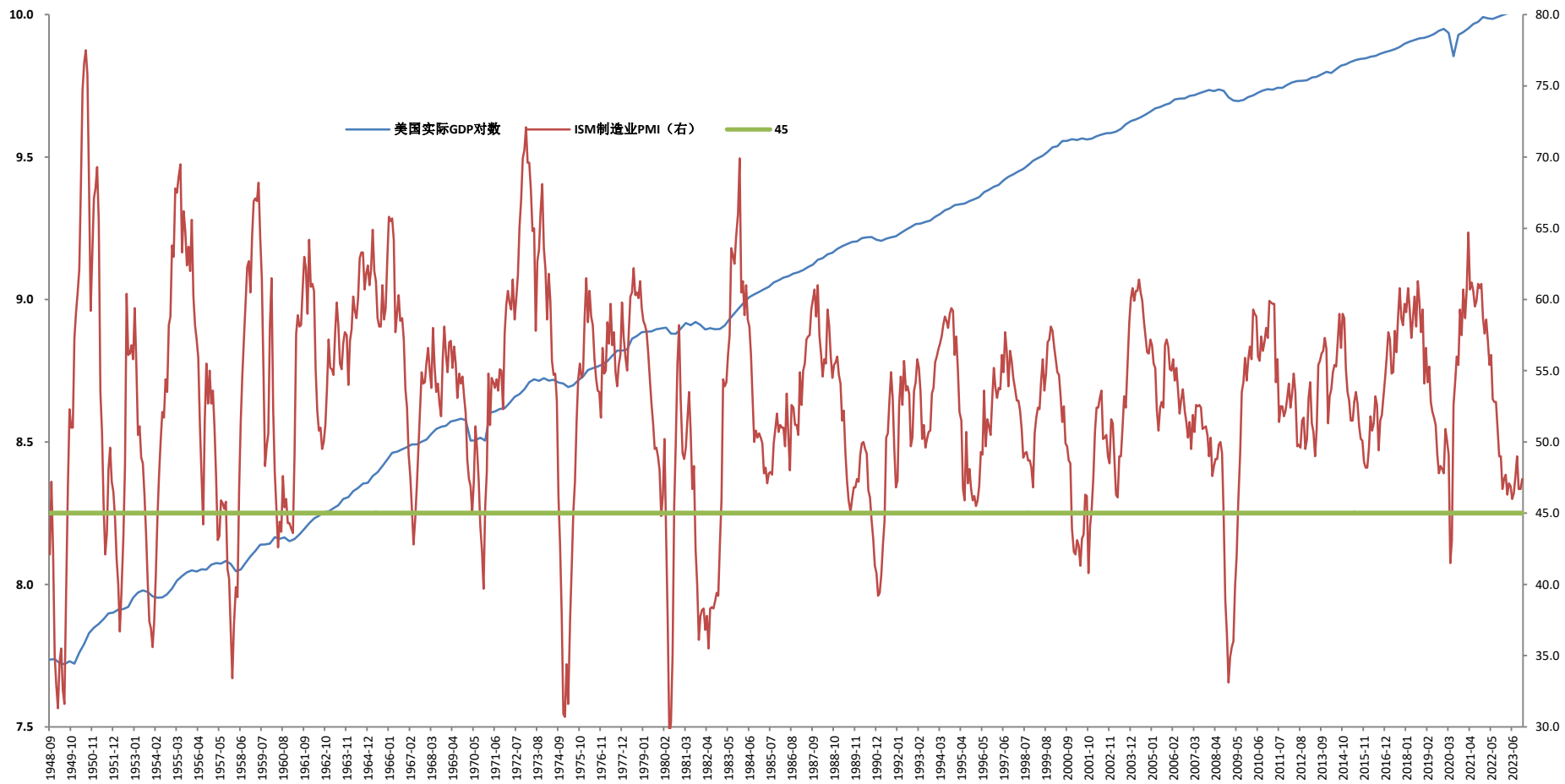
- 客户订单下降，新订单上升，部分补库存逻辑顺畅。



数据来源: iFinD, 东兴证券研究所

# 一、实体经济：全球制造业、服务PMI均暂时企稳

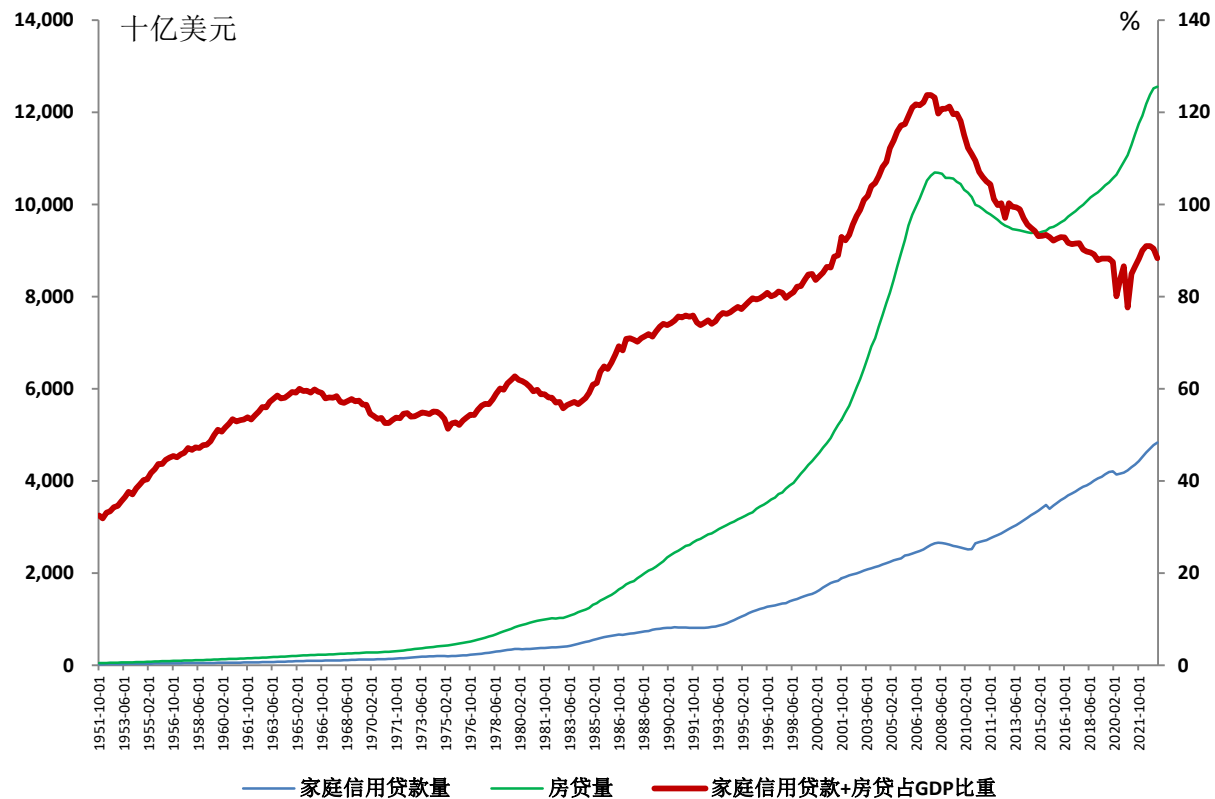
- 制造业PMI：根据历史经验，低于45即为经济危机。



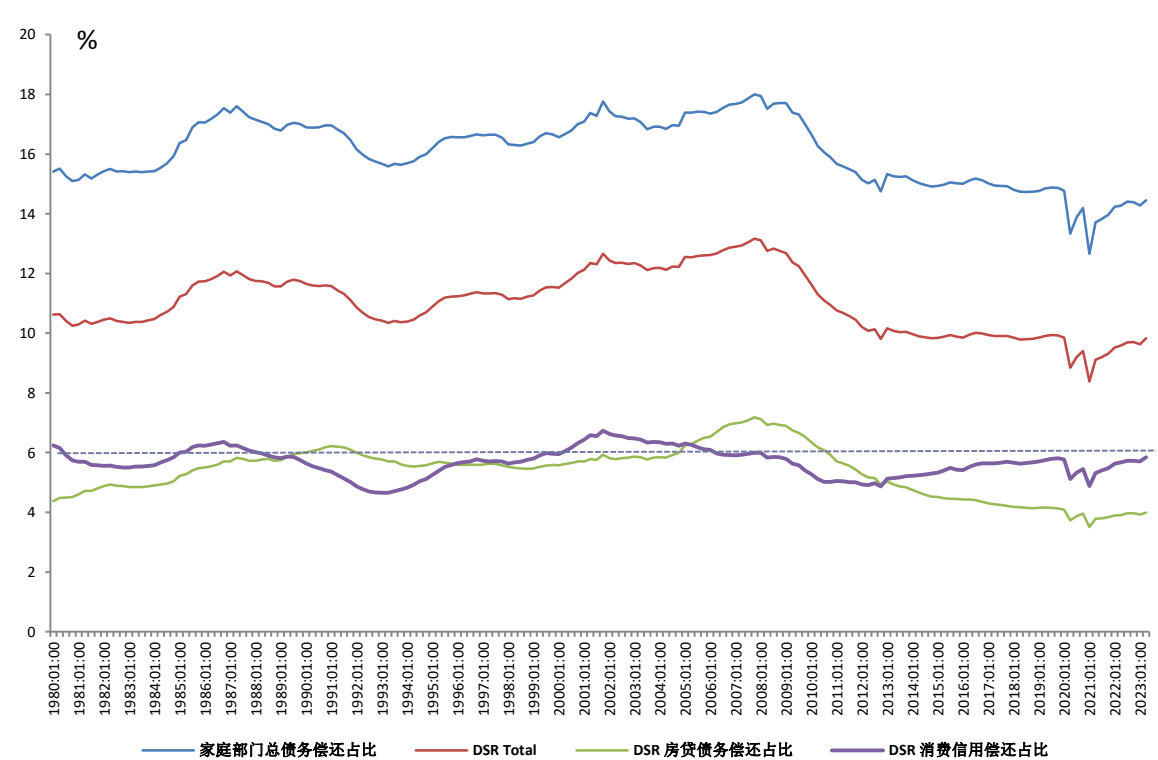
数据来源：iFinD，东兴证券研究所

## ➤ 负债端对消费能力总体不构成压制。

1. 家庭部门总杠杆率与2001年持平，总体可以承受目前的高利率，是支撑经济浅衰退/软着陆的主要来源。
2. 家庭部门债务偿还占比总负担处于历史最低位。
3. 根据历史经验，当消费债务偿还占比超过6%，信用消费债务才会对消费起到压制作用：随着消费利率抬高，后期可能接近。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所



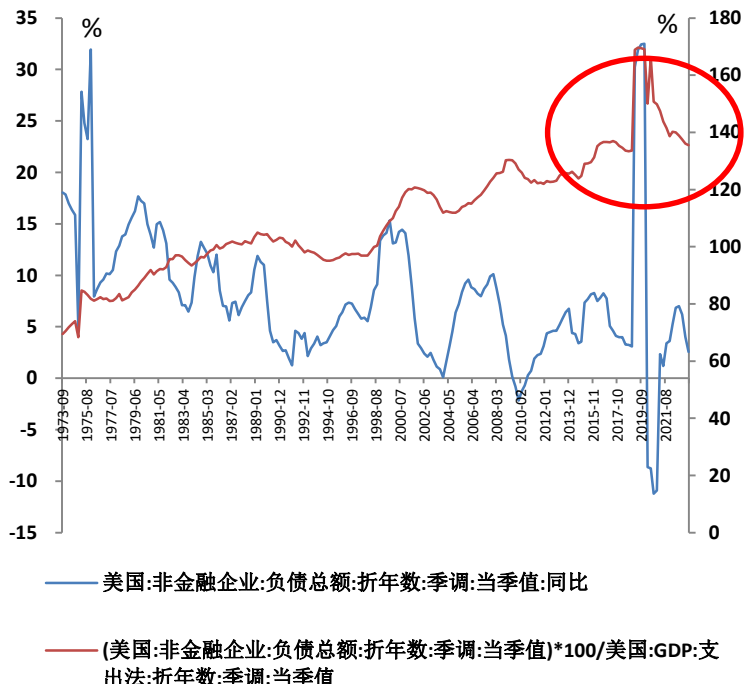
数据来源：iFinD，东兴证券研究所



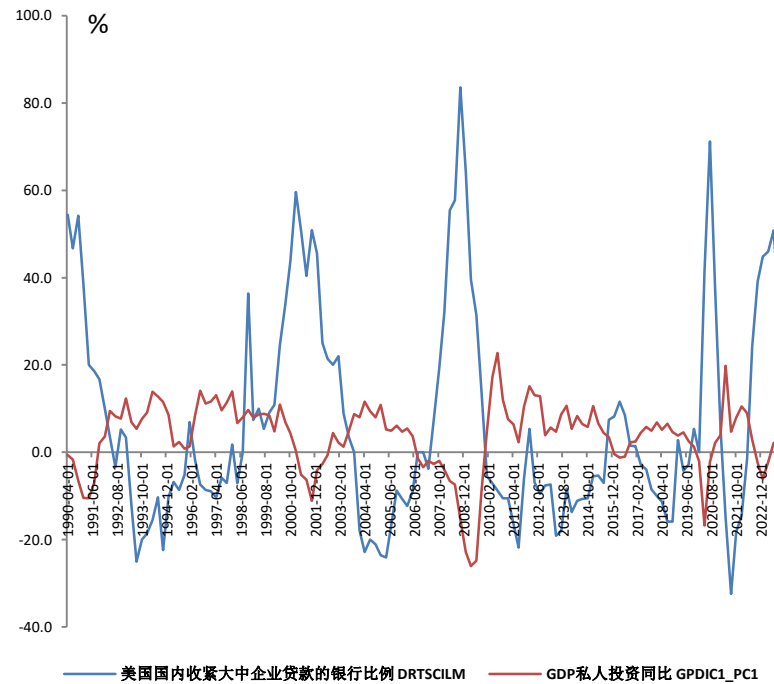
# 一、实体经济：投资止跌，小幅震荡

➤ 企业部门实际债务负担处于历史地位，短期尚可。

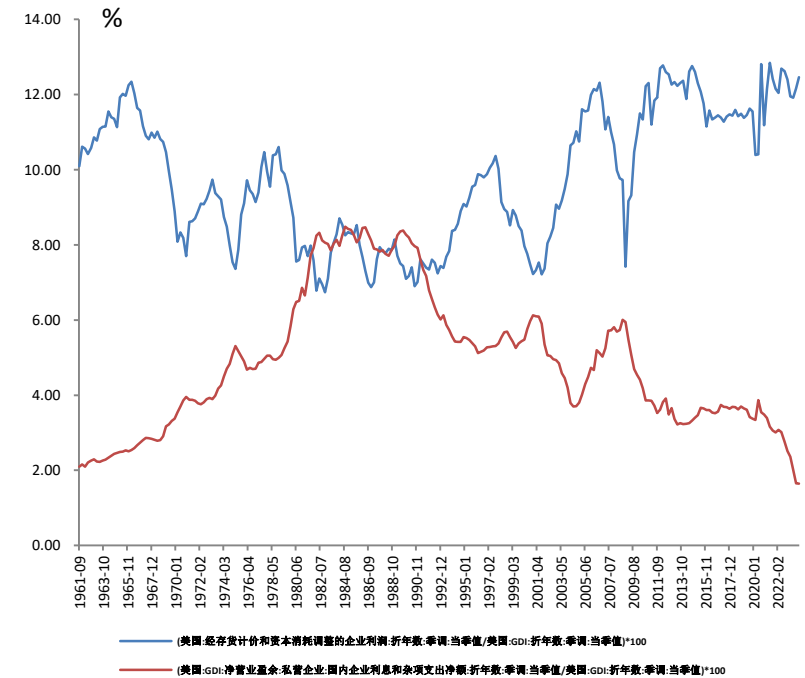
1. 企业部门杠杆高位缓降，未来对利率敏感度远高于家庭部门。
2. 银行信贷开始放松。
3. 利率升高对**存量**企业贷款的影响是逐年显现的（如3~5年更新贷款利率），与08年次贷危机不同（次贷利率每年更新）。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所



数据来源：Fred，东兴证券研究所

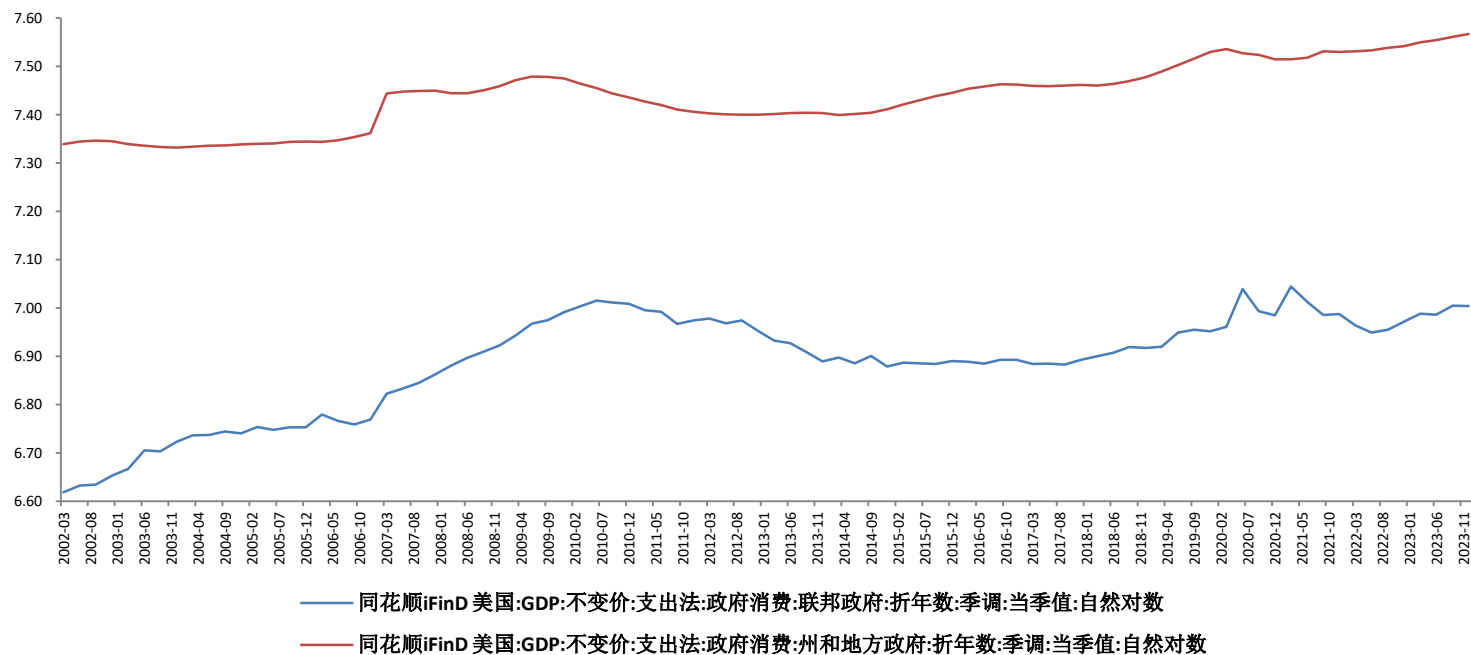


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

# 一、实体经济：公共支出增加

➤ 政府部分消费和投资增速不减。

1. 受益于房价上涨，地方政府收入增加，州和地方政府支出增速不减。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

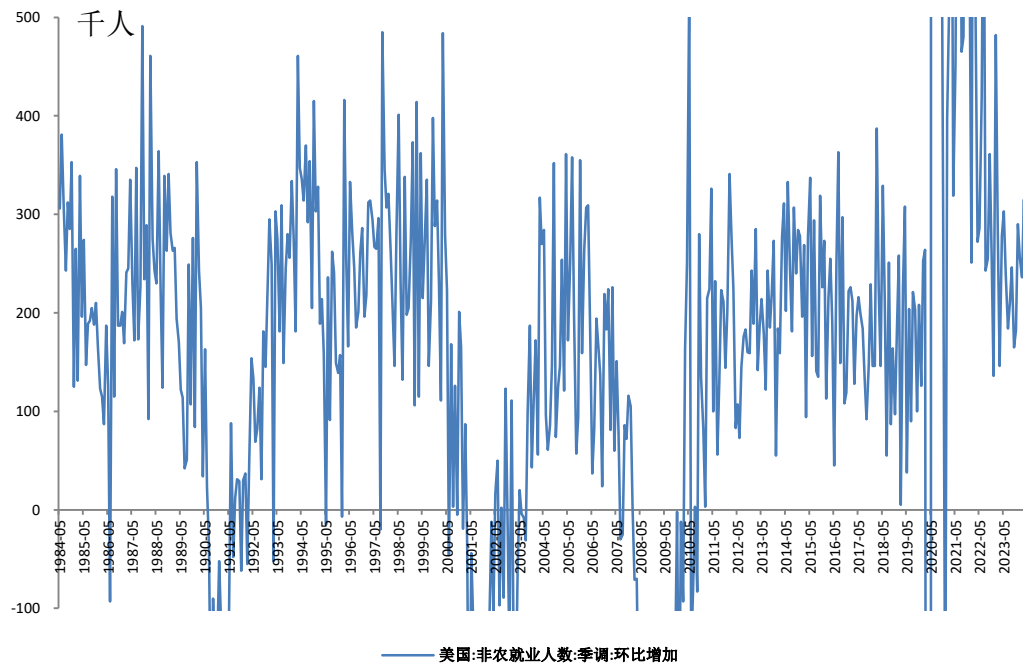
➤ 经济短期可以承受较高利率水平。

1. 非金融企业部门杠杆率无法承受太高的利率，但由于加息过快，基于贷款、公司债券利率结构，需要2~3年才能显现。
2. 家庭部门可以承受高利率，消费继续支撑经济。
3. 劳动力紧绷仍需数月。
4. 短期可承受介于2000年和2007年政策利率高峰之间的利率区间：5.5~6.25%；长期仍维持超过5.25%衰退风险加大的观点。

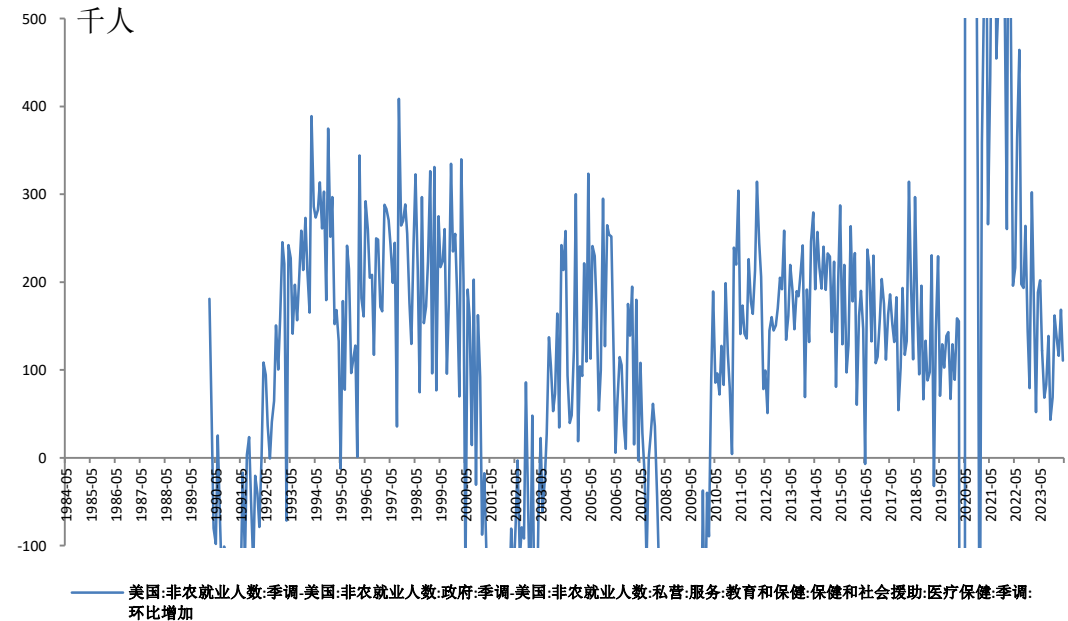
## 二、通胀与货币政策：全球进入降息通道，最快二季度末开始

➤ 劳动力市场紧绷程度持续下降，出现结构性变化。

1、周期性行业就业略显低迷。一季度就业集中在周期不强的医疗和政府行业，两者占非农总量约25%，对非农影响显著。扣除后，非农新增处于历次经济周期较低水平。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

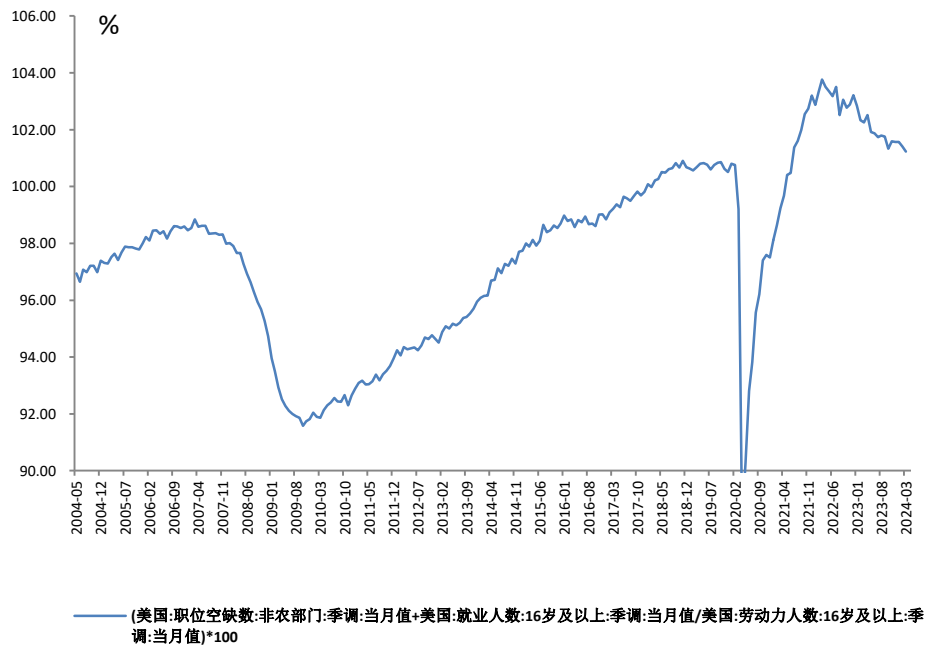


数据来源：iFinD，东兴证券研究所

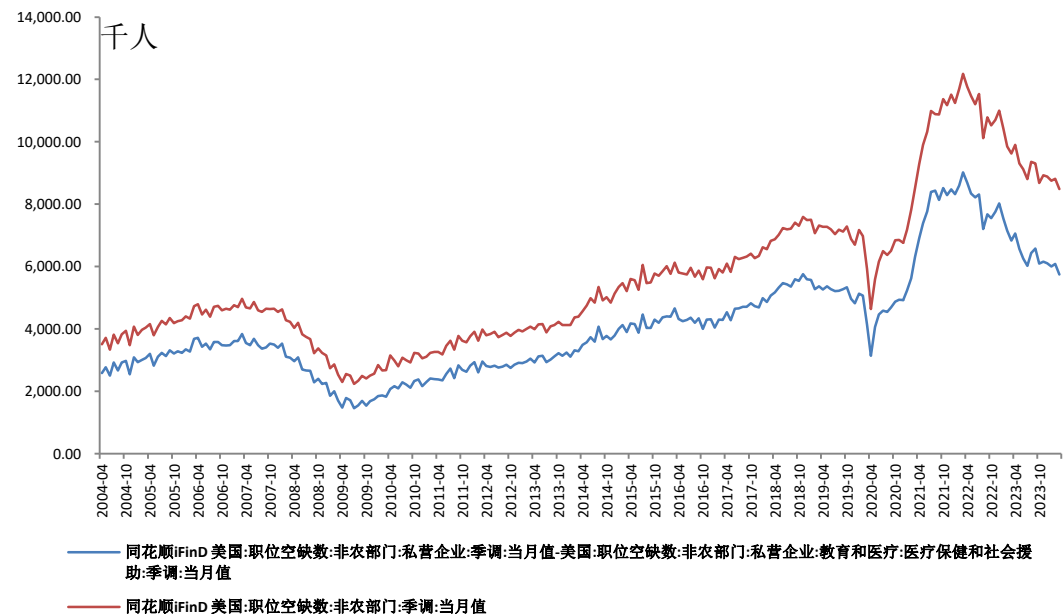
## 二、通胀与货币政策：全球进入降息通道，最快二季度末开始

### ➤ 劳动力市场紧绷程度持续下降，出现结构性变化。

2、3月需求供给比例从疫情后期高点103.68%降至101.23%非常接近疫情前高点100.91%，紧绷程度继续下降（疫情前2019~20年2月，美国就业市场处于历史上较为紧绷的时期），但短期难以降至合理范围。扣除政府和医疗就业，3月岗位空缺数回落明显快于总量，非常接近疫情前。



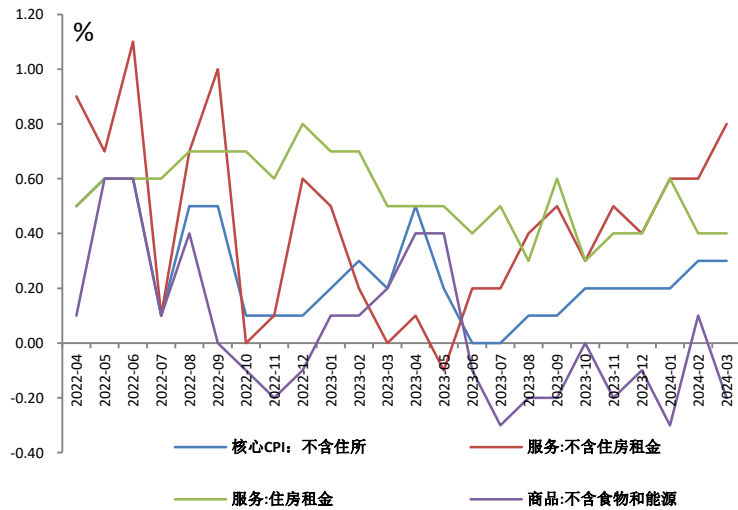
数据来源：iFinD，东兴证券研究所



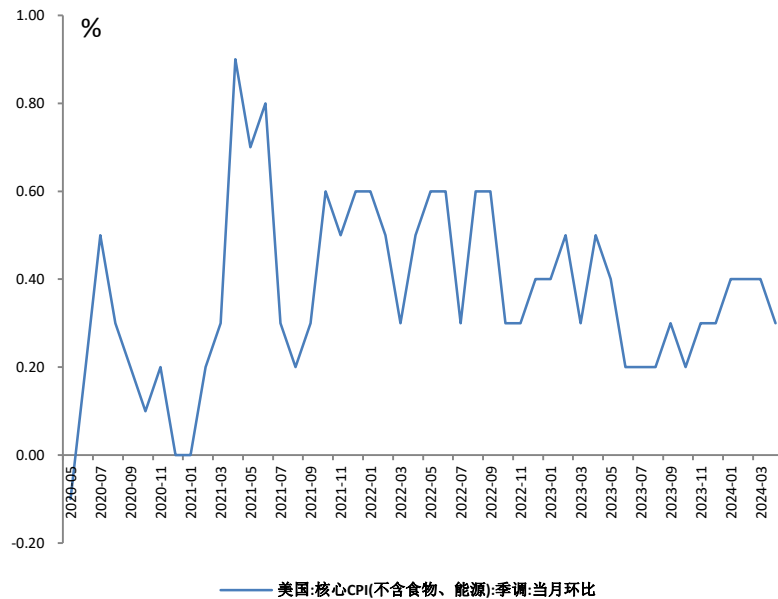
数据来源：iFinD，东兴证券研究所

## ➤ 通胀仍具有粘性。

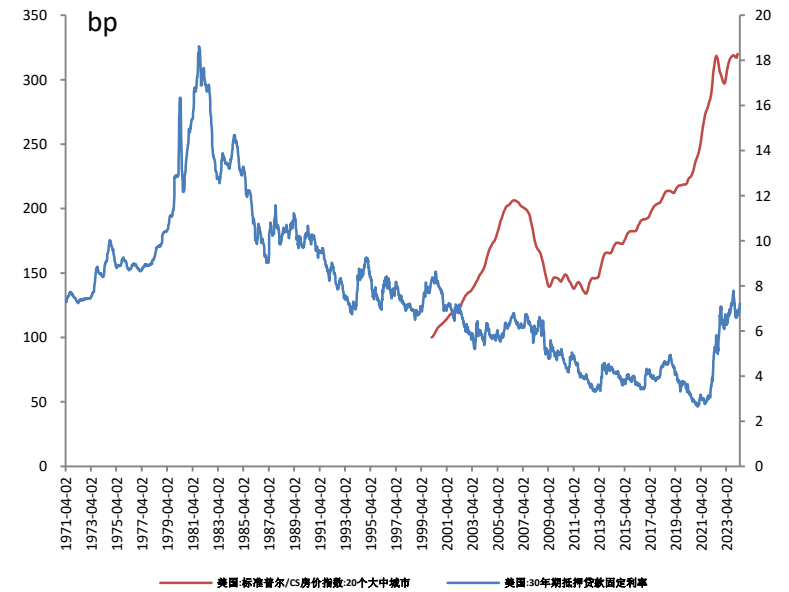
最早的降息节点可参考核心CPI环比跌落当前0.4%这一平台的时间点，比如连续2个月维持在0.2%~0.3%



数据来源：iFinD，东兴证券研究所



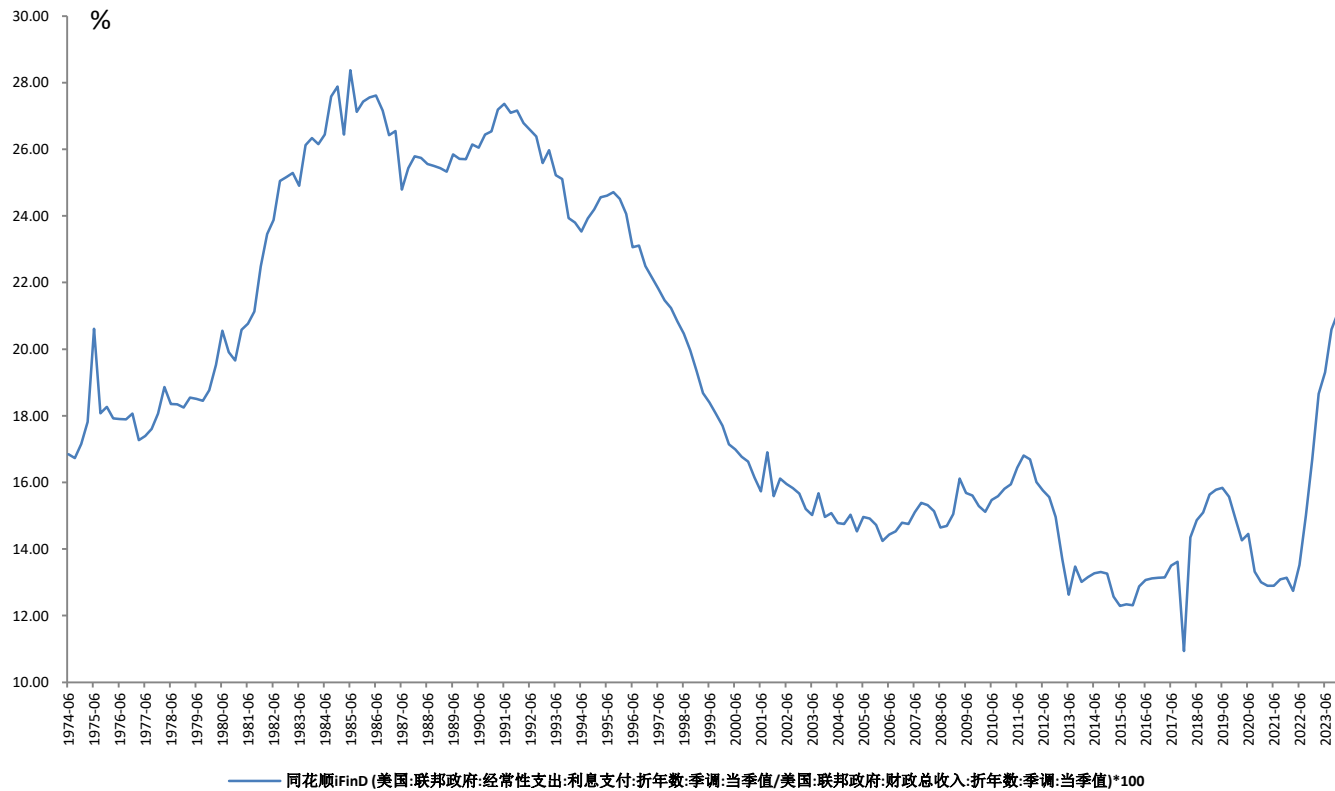
数据来源：iFinD，东兴证券研究所



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

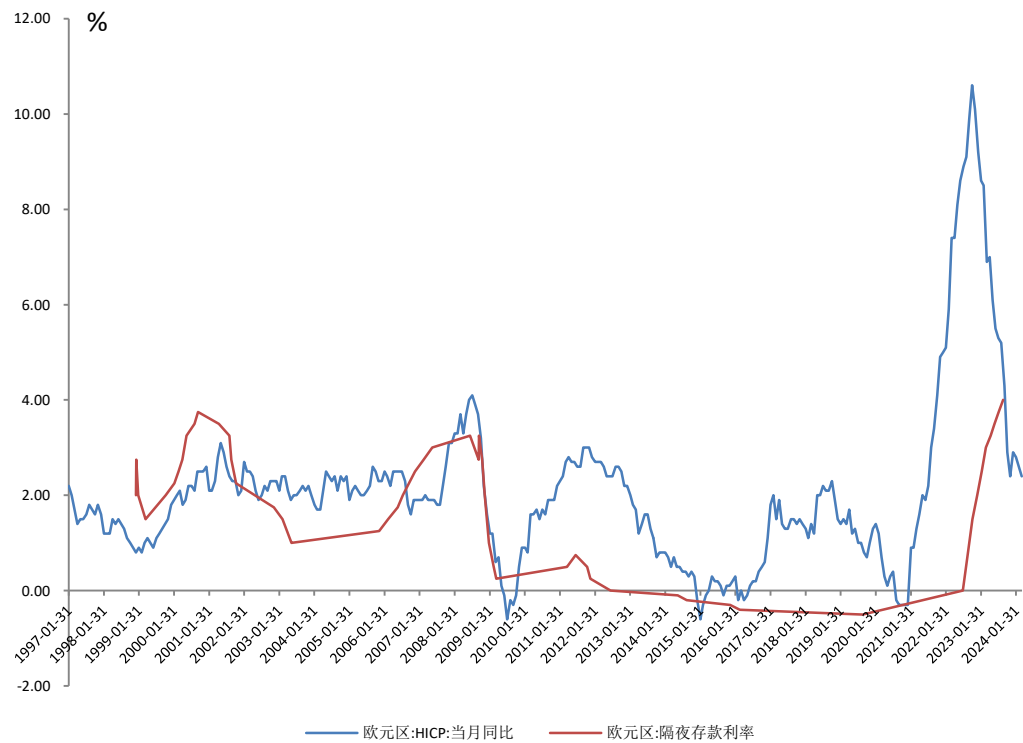
➤ 联邦政府债务水平已达到二战时期，利息负担压力增加：明年政府非利息支出增长存在一定压力。

2023年4季度联邦利息支出占收入21.1%，处于历史高位。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所

➤ 本轮周期欧洲可能先于美国降息。



数据来源：iFinD，东兴证券研究所



以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/758041050027006076>