

海外周度观察

宏观专题研究报告

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

美债的“供给冲击”

本周，惠誉意外下调美国信用评级，市场却选择“理性忽视”。美债中长端利率大幅上行，主要原因是“供给冲击”，即财政部3季度再融资例会发债规模超预期，且久期明显拉长。在美联储缩表继续推进下，美债利率会创新高吗？

热点思考：美债的“供给冲击”

惠誉下调美国国债信用评级的主要原因为中长期财政与债务问题。惠誉预计美国今年财政赤字将达到6.3%，明后两年将分别达到6.6%和6.9%；预计美国政府债务负担持续上升，今年美国债务占GDP达到112.9%，经济方面，惠誉预计美联储将进一步收紧，由于信贷、投资与消费放缓，美国将在今年四季度及明年一季度出现衰退。

与历史不同的是，风险偏好并未明显上行，美债利率不降反升。2011年，标普下调美债评级导致长期美债收益率明显下行，10年美债在3个交易日里下跌41BP，30年美债下跌28BP，但这次不一样，长端美债收益率不降反升，其后3个交易日内，30年美债利率上涨10BP，10年最高上涨15BP，主因是财政部大幅增发国债引起的“供给冲击”。

供给端，美国财政部下半年发债压力超预期上涨，且集中在10年和30年长端债券。财政部三季度发债规模预计将大幅增加到10070亿美元，明显超出5月初预估的7330亿美元。期限结构方面，下半年发债计划中，中长期国债发行规模较大，其中30年期国债净发行规模最大，达到1070亿，10年期达到1020亿，高于其他期限的发行规模。

需求端，从美债持有者结构看，外国投资者、美联储和居民部门（间接）为美债主要持有者。今年，美国居民部门成为美债的主要购买方，一季度净购买达5000亿，但居民部门购债行为波动较大。美联储尚处于缩表周期内，每月减持约500亿。海外官方投资者在债务上限危机、多元配置及强势美元的影响下，购债需求难有显著改善。

“供给冲击”对美债利率的影响是脉冲式的，只影响波动，不改变趋势。短期内，由于美联储加息周期行至尾声，经济短期内仍处于放缓阶段——但有韧性，美债利率整体或处于震荡略有下行的态势。当前，市场仍定价9月美联储不再加息。经验上，美债利率在美联储利率维持高位区间内创新高的概率较低。

美国财政部大幅度发债的背后，是美国财政收支压力上涨，赤字规模大幅抬升。从收入和支出端分解来看，财政收入方面，各项收入增速均已明显回落，个人所得税收入下滑的拖累最大。财政支出方面，疫情后财政刚性支出占比提高，利息支出压力上升，社保、医疗类支出增速居高不下。

海外事件&数据：美国制造业PMI新订单回升，非农就业低于预期

美国制造业PMI总体较弱，但需关注需求侧的边际改善。7月ISM制造业PMI录得46.4%，低于市场预期值46.8%，前值46%，连续第九个月处于收缩区间。新订单回升1.7个百分点至47.3%，库存订单回升4.1个百分点至42.8%，对PMI贡献较大。从近三个月的趋势来看，需求侧新订单也有反弹迹象。

美国7月非农新增就业人数18.7万，预期20万人，前值20.9万大幅下修为18.5万人，连续第二个月低于预期。美国7月非农平均时薪同比4.4%，超过预期4.2%，前值4.4%；时薪环比0.4%，超过预期0.3%，前值0.4%。美国7月失业率意外下降至3.5%，预期3.6%，前值3.6%；劳动参与率62.6%，预期62.6%，前值62.6%。

美国抵押贷款利率上升，二手房挂牌价增速反弹。截至8月3日，美国30年期抵押贷款利率升至6.9%，较6月底的6.7%上升20BP。15年期抵押贷款利率升至6.25%，较6月底的6.1%上升15BP。截至7月29日，美国REALTOR二手房挂牌价增速有所反弹。

风险提示

俄乌战争持续时长超预期；稳增长效果不及预期；疫情反复。

内容目录

一、美债的“供给冲击”	4
(一) 美国信用评级下调，长端利率上涨的背后是美债供给冲击	4
(二) 美债供给侧超预期放量引发抽水压力，需求侧吸纳能力减弱	6
(三) 美债供给冲击的背后，美国财政压力有多大？	9
二、海外基本面&重要事件	12
(一) 制造业 PMI：美国制造业 PMI 需求侧的边际改善	12
(二) 非农就业：美国新增非农就业低于预期	12
(三) 消费与出行：美国红皮书零售增速回升	13
(四) 通胀与能源：原油价格反弹	14
(五) 地产与信贷：美国抵押贷款利率上升，二手房挂牌价增速反弹	15
风险提示	15

图表目录

图表 1：2023 年，惠誉下调美国信用评级主要原因	4
图表 2：惠誉预计美国财政赤字占比继续上升	4
图表 3：美国债务占 GDP 比重远超 AAA 评级中位数水平	4
图表 4：2011 年标普下调美国主权评级理由	5
图表 5：三大评级机构对美国信用评级 2008-2023	5
图表 6：美国 5 年期及 1 年期 CDS 均处于较低水平	5
图表 7：美股与黄金 VIX 均处于较低水平	5
图表 8：2011 年评级下调，长债收益率明显回落	6
图表 9：2023 年评级下调，长端收益率出现上涨	6
图表 10：2011 年，市场波动大，避险资产上涨	6
图表 11：2023 年，市场波动较低，避险资产未明显上涨	6
图表 12：美国 TGA 账户余额大幅提升	7
图表 13：三季度财政部发债预计超预期增加	7
图表 14：下半年，中长期美债发行规模较高	7
图表 15：下半年财政部融资需求规模约 1.7 万亿	7
图表 16：存量美债持有人结构，海外、美联储占比高	8
图表 17：流量上，家庭成为购债主要力量，但波动大	8
图表 18：美联储今年以来持续减持美债	8
图表 19：海外持有美债规模 5 月份回落	8

图表 20: 美联储加息预期未明显抬升.....	9
图表 21: 美国新增非农就业延续回落.....	9
图表 22: 美国财政收入增速降低, 支出增速上涨.....	9
图表 23: 美国财政赤字大幅抬升.....	9
图表 24: 美国财政收入结构及增速, 个人所得税收入占比高, 增速明显回落.....	10
图表 25: 今年以来, 个税收入下滑幅度最大.....	10
图表 26: 美国财政收入中, 个税占比最高.....	10
图表 27: 美国联邦政府支出增速。社会保障支出、利息支出占比高、增速高.....	11
图表 28: 美国财政各项支出增速均有上涨.....	11
图表 29: 美国财政支出中, 社保、医疗等占比高.....	11
图表 30: 美国制造业 PMI 分项, 供给、需求均较弱.....	12
图表 31: 美国 7 月新增非农就业人数低于预期.....	13
图表 32: 美国 7 月薪资增速仍然具有韧性.....	13
图表 33: 美国红皮书零售同比 0.1%, 前值-0.4%.....	14
图表 34: 美国红皮书零售增速弱于季节性.....	14
图表 35: 美国纽约交通拥堵情况回落.....	14
图表 36: 德国航班飞行次数高于 2022 年.....	14
图表 37: 德国 7 月外出用餐人数同比升至 6%.....	14
图表 38: 美国 TSA 安检人数小幅回落.....	14
图表 39: 本周, 布油反弹至 87 美元, WTI 升至 83 美元.....	15
图表 40: 本周, IPE 英国天然气升至 74 便士.....	15
图表 41: 美国 30 年期抵押贷款利率升至 6.9%.....	15
图表 42: 美国二手房挂牌价增速有所反弹.....	15

本周，惠誉意外下调美国信用评级，市场反应却与 2011 年明显不同，债券市场绕过评级下调，交易财政部超预期发债，下半年美债市场供给冲击有多大，长端利率会突破前高吗？

一、美债的“供给冲击”

（一）美国信用评级下调，长端利率上涨的背后是美债供给冲击

美国信用评级遭惠誉下调，主要原因集中在中长期财政与债务问题。8 月 1 日，惠誉将美国信用评级从 AAA 下调至 AA+，这是 2011 年标普下调评级以来，美国信用评级第二次遭下调。惠誉下调美国评级的原因包括几个方面，一是未来财政预期恶化，惠誉预计美国今年财政赤字将达到 6.3%，明后两年将分别达到 6.6%和 6.9%；其次是政府债务负担上升，惠誉预计今年美国债务占 GDP 比重将达到 112.9%，且未来十年，债务仍会继续上升；三是政府治理受到侵蚀，缺乏中期财政框架。惠誉预计美联储将进一步收紧，由于信贷、投资与消费的放缓，美国经济将在今年四季度及明年一季度出现衰退。

图表1：2023 年，惠誉下调美国信用评级主要原因

评级下调理由	具体原因
未来财政预期恶化	2022年广义政府赤字占GDP的比例为3.7%，预计将在2023年增长至6.3%，原因包括联邦收入的周期性疲软、新的支出举措以及利息负担的增加。
政府债务负担上升	一般政府债务上升。虽然过去两年的赤字减少和名义GDP的高增长使债务与GDP的比率从2020年的高点122.3%有所下降，但是2023年的比率预计仍为112.9%，远高于2019年疫情前的100.1%。预计到2025年，债务与GDP的比率将进一步上升至118.4%。 中期财政挑战。未来十年，由于利率上升和债务存量增加，利息负担将增加
政府治理侵蚀	过去20年来，美国的治理标准（包括财政和债务管理）持续恶化，政府缺乏中期财政框架，预算流程复杂，这削弱了对财政管理的信心。
经济衰退预期	由于信贷条件收紧、商业投资疲软和消费者支出放缓，惠誉预测美国经济将在2023年第四季度和2024年第一季度出现温和的衰退。
美联储紧缩政策	2023年，美联储连续三次加息25个基点，并预计到9月将进一步加息至5.5%至5.75%。美联储还将继续减持抵押贷款支持证券和美国国债，这将进一步收紧金融状况。

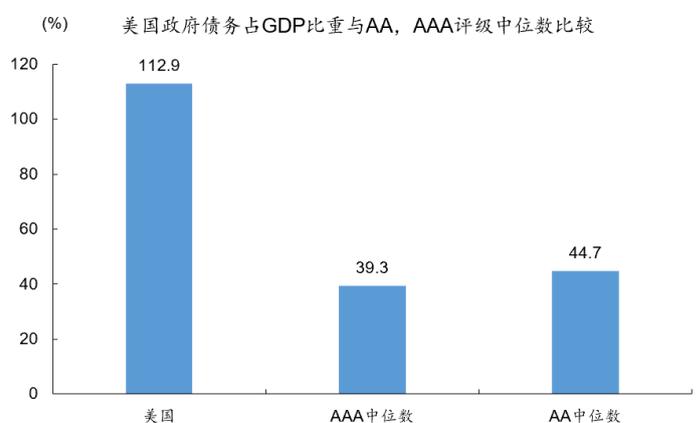
来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表2：惠誉预计美国财政赤字占比继续上升



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表3：美国债务占 GDP 比重远超 AAA 评级中位数水平



来源：Bloomberg、国金证券研究所

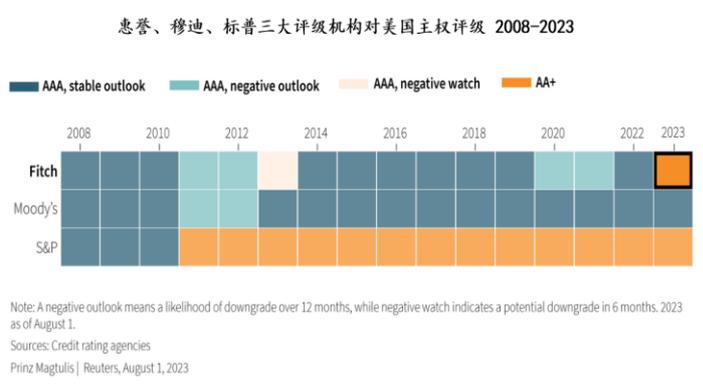
与 2011 年评级下调时期相比，当前市场担忧情绪较弱。2011 年 8 月 5 日，标普将美国信用评级从 AAA 降至 AA+，评级展望负面，为美债历史上首次失去“AAA”评级。美债两次评

级下调的背后都与债务上限危机有关，不同的是2011年评级下调与债务上限危机解决仅相隔3天（2011年8月2日，债务上限危机解除），但2023年评级下调距离6月债务上限危机解除已时隔两个月。美国5年期CDS与1年期CDS均处于低位，美股及黄金VIX也较低，与2011年有显著差异，反映市场的担忧较低。

图表4：2011年标普下调美国主权评级理由

评级下调理由	具体原因
财政恶化与债务负担的增加	美国政府的财政状况恶化。从短期来看，由于严重的经济衰退和税收政策的选择，税收收入大幅下降，而用于战争、失业保险等支出却在扩大。从长期来看，随着人口的成熟，与医疗保险和医疗补助等医疗保健项目相关的开支的增长速度大大超过了整体经济的增长速度。
治理和决策的不稳定性	在财政和经济挑战持续存在的情况下，美国决策和政治体制不再具有有效性、稳定性和可预测性。标普对国会和政府是否有能力在短期内制定更广泛的财政整顿计划以稳定政府的债务动态感到悲观。
近期的政府边缘政策	债务上限和违约威胁已成为政治筹码。政党之间的分歧难以弥合，且最终达成的协议与支持者设想的全面财政整顿计划相去甚远。共和党人和民主党人只能就相对简单的条约达成一致，如对医疗保险（Medicare）进行了微小的政策改变，而必须将更全面措施的决定权下放给特别委员会。
财政赤字占GDP比例过高	标普认为，与其他“AAA”级国家相比，美国政府预算赤字占GDP的比例超过11%，政府净债务到2013年将上升至GDP的80%或更高。

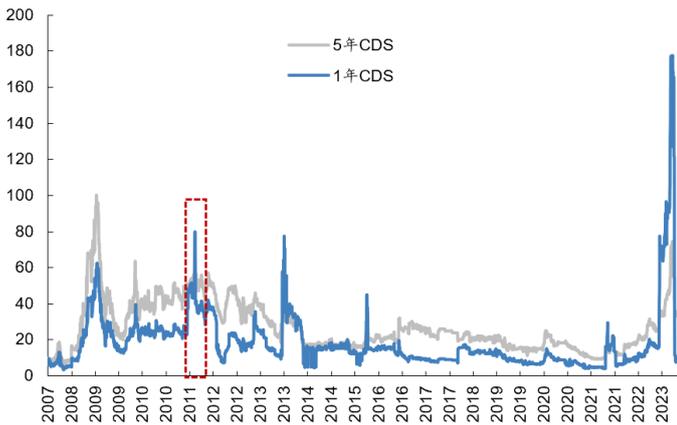
图表5：三大评级机构对美国信用评级2008-2023



来源：Bloomberg，国金证券研究所

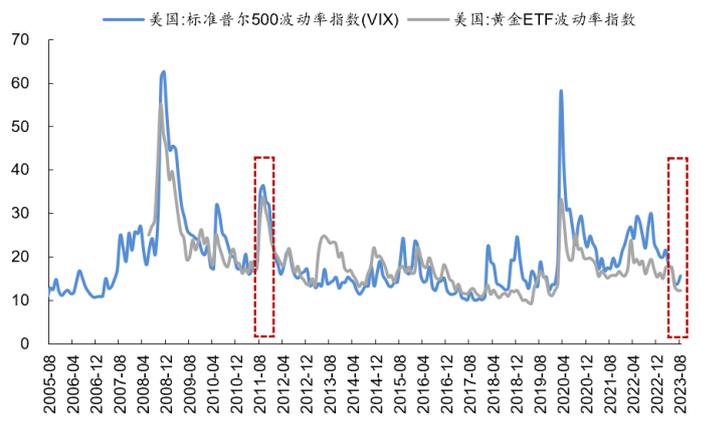
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表6：美国5年期及1年期CDS均处于较低水平



来源：Bloomberg，国金证券研究所

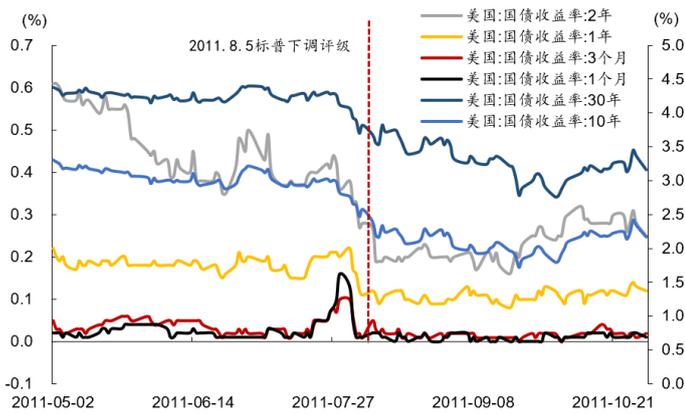
图表7：美股与黄金VIX均处于较低水平



来源：Bloomberg，国金证券研究所

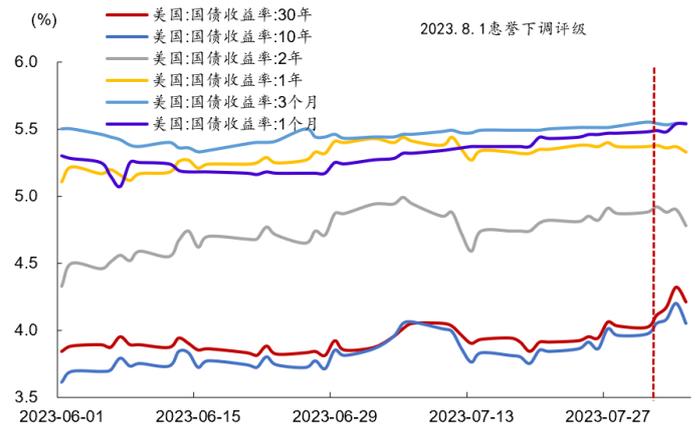
资产反应方面，避险资产未见明显上涨，主要异动是长债收益率上涨，与2011年有明显差异。2011年，标普下调美国信用评级后，引发市场剧烈波动，在避险情绪的作用下，美股、10年美债收益率下跌，黄金及美元上涨。但今年，市场波动幅度较低，避险资产未见明显上涨。相对反常的是长债收益率出现上升，2011年的评级下调导致10年美债在3个交易日里下跌41BP，30年美债下跌28BP，短债收益率轻微抬升。但本次评级下调，长端美债收益率却上涨，3个交易日内，30年美债上涨10BP，10年美债上涨15BP后有所回落，主因是美国财政部可能将大幅增发国债，引发了美债供给侧冲击担忧。

图表8: 2011年评级下调, 长债收益率明显回落



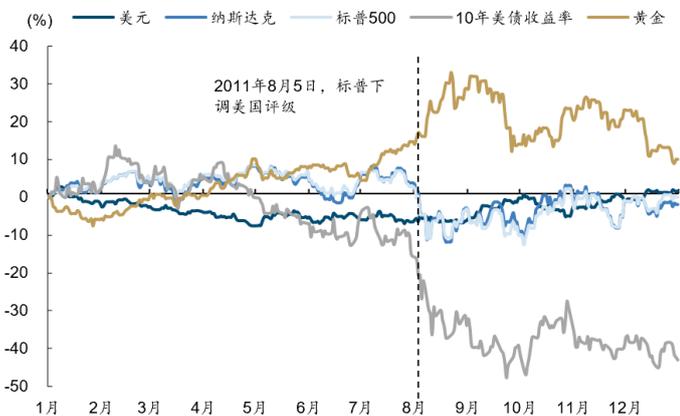
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表9: 2023年评级下调, 长端收益率出现上涨



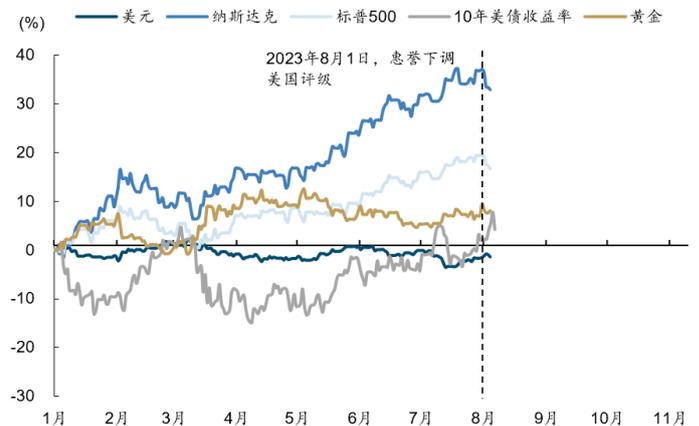
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表10: 2011年, 市场波动大, 避险资产上涨



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表11: 2023年, 市场波动较低, 避险资产未明显上涨



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 美债供给侧超预期放量引发抽水压力, 需求侧吸纳能力减弱

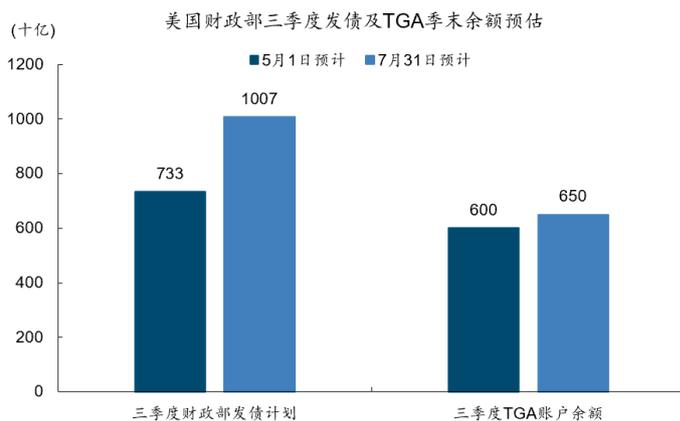
供给端, 财政部发债压力超预期上涨, 期限结构集中在 10 年、30 年期的长端债券。6 月债务上限危机解除后, 美国 TGA 账户余额大幅增加, 财政部发债规模快速上涨。7 月 31 日, 美国财政部公布的季度再融资计划中显示, 三季度预计发债规模大幅增加到 10070 亿美元, 明显超出 5 月初预计的 7330 亿美元。并且, 三季度末财政部 TGA 账户余额预计增加到 6500 亿美元, 高于 5 月初预计的 6000 亿美元。期限结构方面, 下半年财政部发债计划中, 中长期国债发行规模更大, 其中, 30 年期国债净发行规模最高, 达到 1070 亿, 10 年期达到 1020 亿, 5 年期为 990 亿, 高于其他期限的付息债发行规模。供给侧超预期的冲击引发了长债抽水压力。

图表12: 美国 TGA 账户余额大幅提升



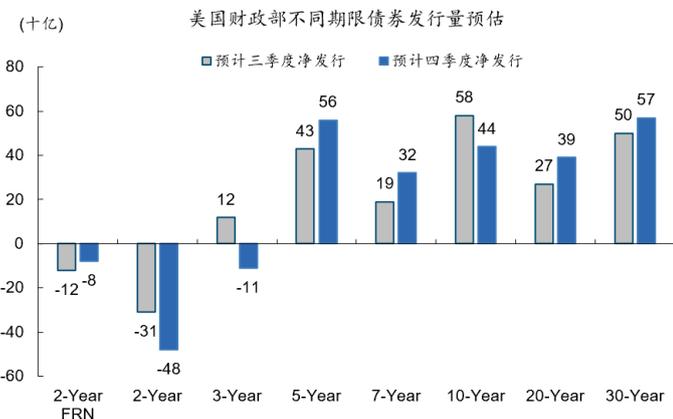
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表13: 三季度财政部发债预计超预期增加



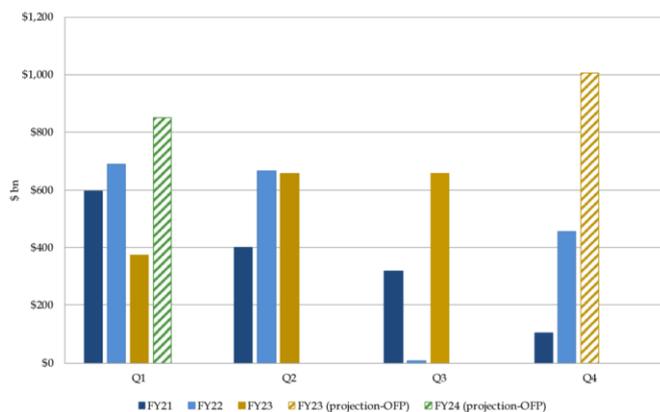
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表14: 下半年, 中长期美债发行规模较高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

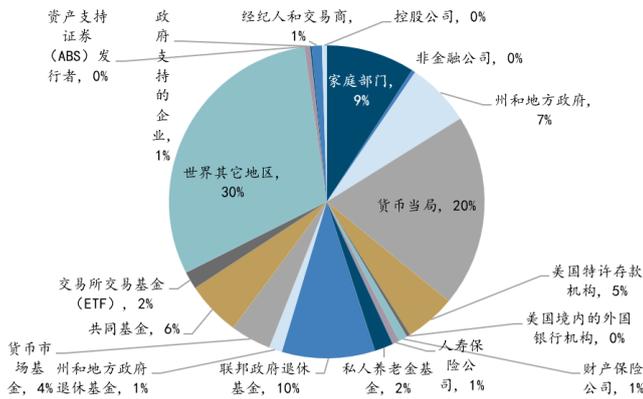
图表15: 下半年财政部融资需求规模约 1.7 万亿



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

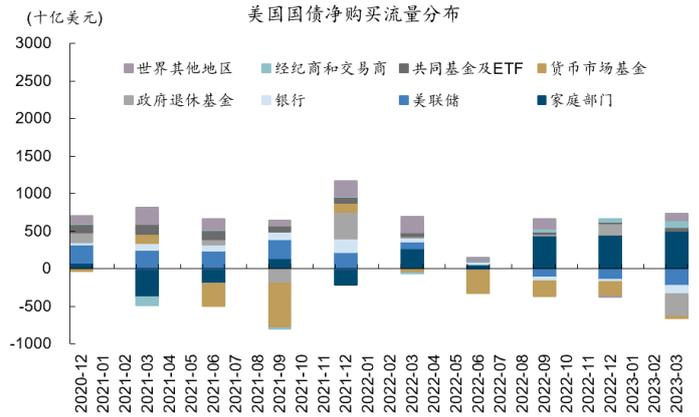
美债需求端以外国投资者、美联储及家庭部门为主, 需求侧吸纳供给能力延续走弱。截至今年一季度, 美债市场当中, 外国投资者持有存量规模占比 30%, 美联储占比 20%, 美国家庭部门占 9%, 政府退休基金占 10%。流量层面, 今年以来, 美国居民部门已成为美债的主要购买方, 一季度净购买达 5000 亿, 但居民部门购债行为波动较大。美联储尚处于缩表周期内, 去年二季度到今年一季度均为净减持。海外官方投资者则在债务上限危机及多元配置的驱动下, 5 月份降低了美债持有规模, 其中, 中国及日本两大债权国分别减持了 220 亿及 200 亿美元。下半年, 美强欧弱的格局仍可能延续, 使得美元指数仍有韧性, 海外官方投资者存在抛售美元资产的压力, 需求预计难以得到有效提振。

图表16: 存量美债持有人结构, 海外、美联储占比高



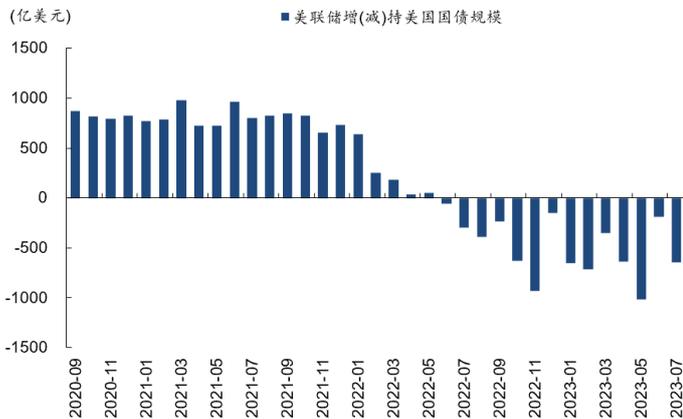
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表17: 流量上, 居民部门成为购债主力, 但波动大



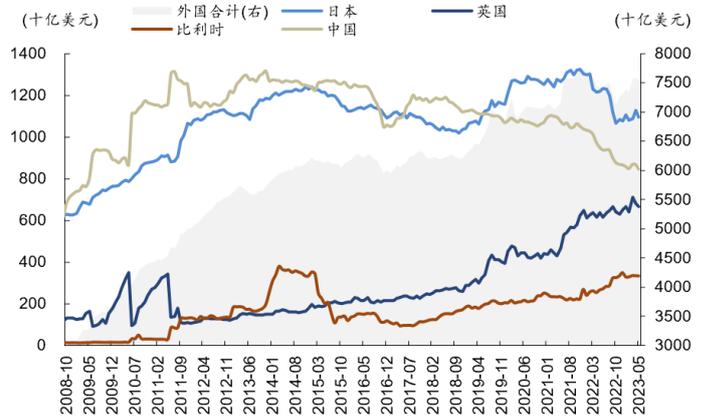
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表18: 美联储今年以来持续减持美债



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表19: 海外持有美债规模5月份回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

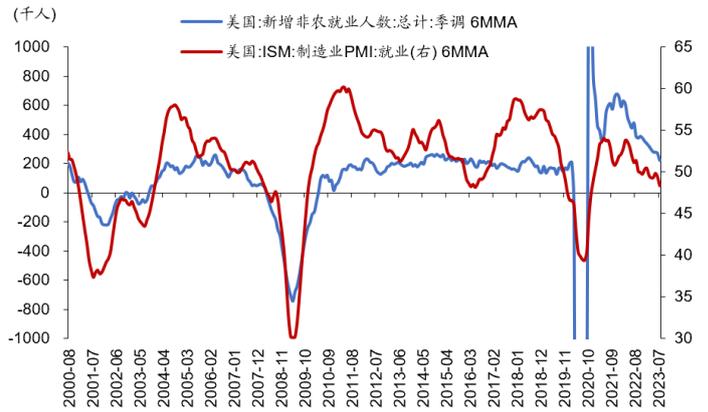
美联储加息预期未变, 经济基本面走弱, 10 年美债收益率短期有上行压力, 但可能难以突破前高。财政部下半年发债规模超预期, 导致供给端放量, 从市场当中抽水, 需求端美联储缩表, 海外投资者倾向于减持, 难以承接美债超预期发行量, 短期内可能使美债收益率上涨, 但当前美联储加息预期未变, 市场仍定价 9 月不加息, 基本面层面, 非农延续回落态势, 下半年美国 GDP 下行压力仍然较大, 这使得 10 年美债收益率可能倾向于回落。

图表20: 美联储加息预期未明显抬升

区间/日期	23-03	23-05	23-06	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05	24-06
575-600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
550-575	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
525-550	0	0	23	90	87	72	66	49	29	8	5
500-525	0	100	77	10	0	0	9	31	42	30	20
475-500	86	0	0	0	0	0	0	3	20	41	36
450-475	14	0	0	0	0	0	0	0	2	19	29
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	10
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
300-325	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
275-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表21: 美国新增非农就业延续回落

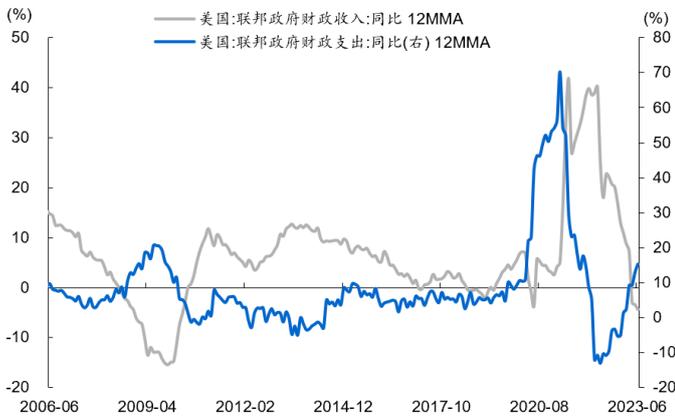


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 美债供给冲击的背后, 美国财政压力有多大?

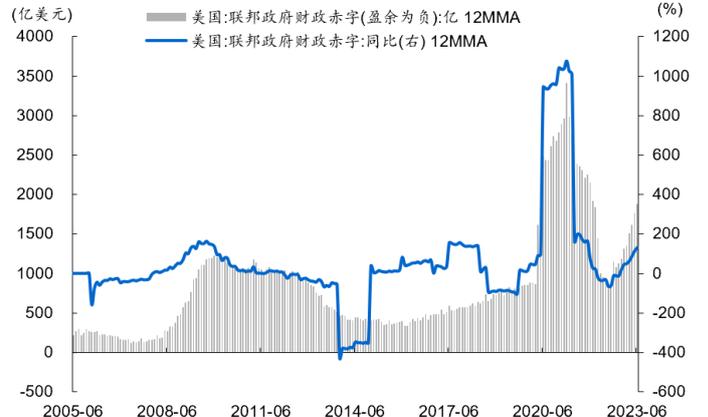
美国财政部大幅度发债的背后, 是美国财政收支压力上涨, 赤字规模大幅抬升。自去年年中以来, 美国财政收入增速持续降低, 截至今年6月已降至-4% (12MMA)。财政支出增速却触底回升, 由去年5月的-13% (12MMA) 增长至今年6月的15% (12MMA)。形成的结果是财政赤字大幅提高, 截至6月, 财政赤字达到18770 (12MMA) 亿, 仅低于疫情期间, 财政赤字增速则达到130% (12MMA)。我们分别从收、支两端分解财政赤字为何大幅上升。

图表22: 美国财政收入增速降低, 支出增速上涨



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表23: 美国财政赤字大幅抬升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

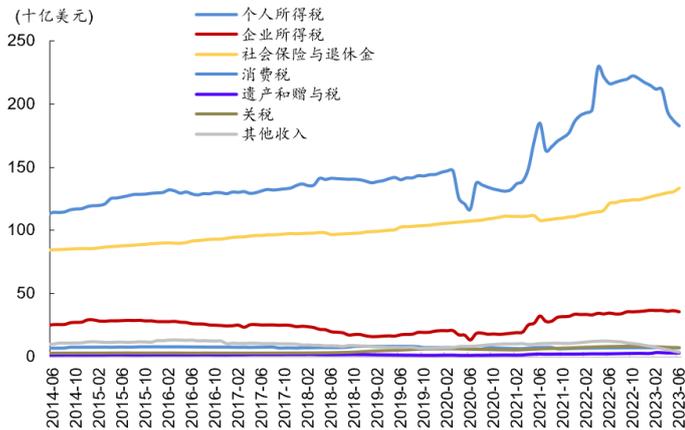
美国财政收入方面, 各项收入增速均已明显回落, 个人所得税收入下滑拖累最大。美国财政收入以税收为主, 主要包括个人所得税、企业所得税、社保缴费、消费税、遗产税、关税等。个人所得税收入占比约50%, 是收入的主要来源; 企业所得税占比约7%; 社保缴费占比约36%。美国财政各项收入增速均已明显回落, 截至6月, 个人所得税同比增速降至-26%、企业所得税-13%、消费税1.6%, 占比最大的个税增速回落幅度较大。

图表24: 美国财政收入结构及增速, 个人所得税收入占比高, 增速明显回落

美国联邦政府收入同比	2023-6月 金额(十亿美元)	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06
个人所得税	149	-25.8	-38.1	-35.8	0.0	-25.0	-9.3	-14.9	-17.7	21.8	6.0	13.8	11.2	-24.2
预扣缴	86	-17.9	4.6	-3.9	2.1	-3.0	-0.3	-13.4	-12.3	17.8	-0.9	9.2	7.4	-39.6
其他	86	-20.2	-66.7	-36.6	-5.1	-7.5	-6.9	7.1	15.4	37.8	13.0	16.6	0.4	-7.2
企业所得税	72	-13.4	78.9	-9.0	12.8	-52.6		5.4	#####	-6.9	22.2	52.9	-51.4	11.3
社会保险与退休金	181	23.2	6.6	9.1	10.4	13.5	10.4	11.6	-1.2	8.5	2.8	14.9	5.2	83.5
就业及一般退休	179	24.0	10.4	8.8	13.8	14.4	9.3	12.6	6.9	7.4	7.2	13.0	7.1	85.2
预算内	34	-9.7	8.7	6.8	9.0	9.5	11.4	13.3	9.6	10.1	7.8	17.4	9.6	91.2
预算外	145	36.1	10.9	9.4	15.2	15.8	8.6	12.4	5.9	6.4	7.0	11.7	6.4	83.1
失业保险	1	-40.1	-14.3	20.3	-86.5	-16.6	44.6	-65.8	-74.0	53.8	-92.9	47.1	-35.6	19.5
其他退休	1	12.4	11.7	-11.4	44.6	14.6	10.7	10.1	-6.0	-4.9	38.2	7.3	3.2	1.6
消费税	8	1.6	1.9	-49.6	4.2	14.1	-2.5	-0.7	3.4	4.0	9.9	14.9	-5.3	7.8
遗产和赠与税	2	-31.0	-1.0		-36.5	464.1	-10.1	-31.5	45.1	14.2	42.3	40.4	75.0	0.6
关税	6	-22.6	-21.3	-30.7	-24.5	-21.1	-20.4	-20.0	-8.3	5.1	11.3	16.3	13.6	17.0
其他收入	1	-89.7	-88.2	-82.7	-83.5	-77.3	-83.9	-73.6	-75.1	-58.2	-75.9	-12.7	-35.8	-9.0

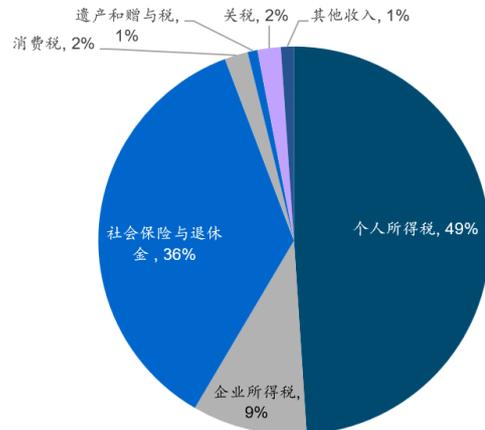
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表25: 今年以来, 个税收入下滑幅度最大



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表26: 美国财政收入中, 个税占比最高



来源: Bloomberg、国金证券研究所

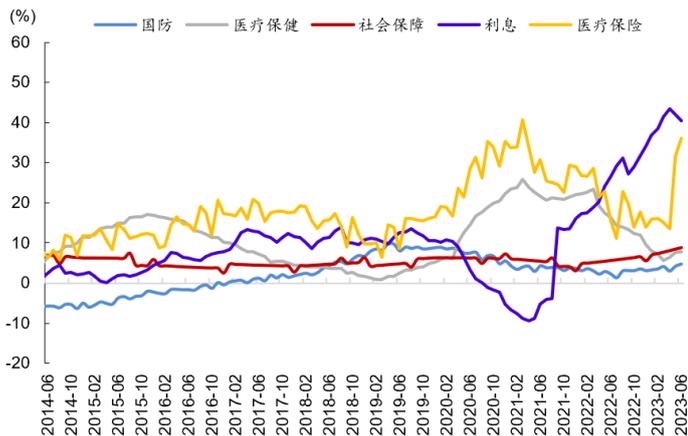
美国财政支出方面, 疫情后财政刚性支出占比提高, 利息支出压力上升, 社保、医疗类支出增速居高不下。美国财政支出包括社会保障、医疗、收入保障、国防、利息支出等, 其中社会保障支出占比最高, 接近 20%, 医疗保健占比 13%、利息支出占比 9%, 收入保障占比 11%。与疫情前相比, 美国社保、医疗保健等法定支出明显抬升, 占总支出比重已超 60%。利息支出压力和增速同样上涨, 支出结构的刚性化导致政府支出增速难以降低。

图表27: 美国联邦政府支出增速。社会保障支出、利息支出占比高、增速高

美国联邦政府支出同比	2023-6月 金额(十亿美元)	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06
国防	79	23.6	14.5	-5.4	28.2	2.7	5.4	2.9	-3.1	11.3	20.8	21.7	-5.2	-1.5
国际事务	5	-11.7	6.5	3.8	8.7	73.8	-68.9	172.7	7.9	47.3	22.9	113.0	1.1	-216.3
一般科学、空间和技术	3	3.2	26.0	1.0	15.7	9.5	20.1	18.9	-12.8	15.3	15.4	8.5	11.2	9.6
能源	1	-208.6	-98.7	-64.1	-368.5	83.8		-252.3		-61.8		-630.7		-336.0
自然资源及环境	4	18.8	30.0	17.5	13.6	21.2	9.9	-0.6	-0.7	-1.9	-11.8	3.5	-8.4	-16.7
农业	2	-63.9	10.4	-18.4	54.9	64.9	78.8	17.5	34.5	15.6	64.1	182.6	249.4	222.9
商业和住房信贷	-3	-85.0	668.3	194.2	-1057.3	54.2	-102.6	-9.6	-61.7	18.1		-128.8	-1221.6	-180.4
交通	12	-11.8	43.9	-13.2	-31.2	6.6	-29.1	-2.5	8.2	1.7	-4.5	28.0	-9.2	-26.1
社区及地区发展	7	-11.9	-45.5	412.8	3.5	-19.4	-33.2	-5.2	-39.3	-13.2	-26.5	-140.6	-13.3	10.9
教育、培训、就业和社会服务	29	-46.9		-33.5	487.0	6.2	15.8	31.2	78.0	1.6	303.6	116.0	-16.1	-3.2
医疗保健	78	1.9	6.9	-11.0	0.4	-3.7	-6.8	-8.1	1.0	1.3	8.0	9.7	1.3	15.5
医疗保险	137	114.4	374.0	-78.0	104.9	18.7	10.1	12.7	17.0	-65.3	74.3	206.3	-31.1	-0.3
收入保障	63	33.8	9.6	-44.9	-9.6	-18.9	72.4	-5.1	-27.5	-39.1	-27.1	-39.7	-50.9	-48.7
社会保障	121	11.7	12.2	11.8	11.8	11.9	11.6	8.8	8.9	8.4	9.1	8.6	8.7	8.7
退伍军人福利和服务	37	71.1	130.4	-66.4	80.1	15.1	16.0	14.5	11.4	-48.0	68.0	104.6	-22.9	20.1
司法	6	13.2	11.5	44.7	13.6	17.5	9.4	8.9	-11.6	36.6	4.6	6.7	3.7	-19.8
一般政府	4	-93.2	-96.1	-35.0	-9.5	68.2	-37.0	-126.1	470.4	-35.4	-63.1	-78.6	-36.2	-13.4
利息	70	65.3	8.2	42.7	54.0	26.2	44.8	29.5	56.9	43.8	-161.1	49.9	46.0	10.4
未分配补偿收入	-9	2.2	-1.9	-34.1	15.8	11.6	-89.8	-5.3	-11.2	10.3	157.4	4.9	6.4	7.0

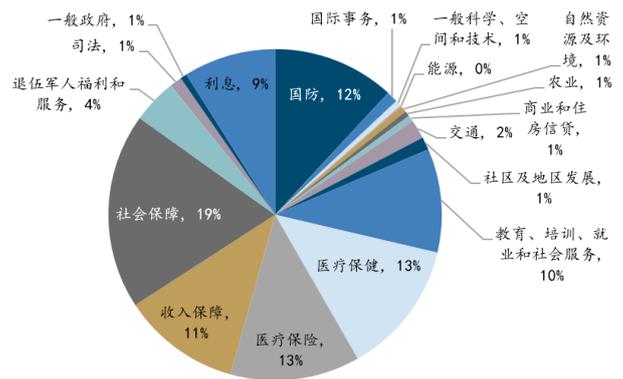
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表28: 美国财政各项支出增速均有上涨



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表29: 美国财政支出中, 社保、医疗等占比高



来源: Bloomberg、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

(1) 惠誉下调美国国债信用评级的主要原因为中长期财政与债务问题。惠誉预计美国今年财政赤字将达到 6.3%, 明后两年将分别达到 6.6%和 6.9%; 预计美国政府债务负担持续上升, 今年美国债务占 GDP 达到 112.9%, 经济方面, 惠誉预计美联储将进一步收紧, 由于信贷、投资与消费放缓, 美国将在今年四季度及明年一季度出现衰退。

(2) 与历史不同的是, 风险偏好并未明显上行, 美债利率不降反升。2011 年, 标普下调美债评级导致长期美债收益率明显下行, 10 年美债在 3 个交易日里下跌 41BP, 30 年美债下跌 28BP, 但这次不一样, 长端美债收益率不降反升, 其后 3 个交易日内, 30 年美债利率上涨 10BP, 10 年最高上涨 15BP, 主因是财政部大幅增发国债引起的“供给冲击”。

(3) 供给端, 美国财政部下半年发债压力超预期上涨, 且集中在 10 年和 30 年长端债券。财政部三季度发债规模预计将大幅增加到 10070 亿美元, 明显超出 5 月初预估的 7330 亿美元。期限结构方面, 下半年发债计划中, 中长期国债发行规模较大, 其中 30 年期国债净发行规模最高, 达到 1070 亿, 10 年期达到 1020 亿, 高于其他期限的发行规模。

(4) 需求端, 从美债持有者结构看, 外国投资者、美联储和居民部门(间接)为美债主要持有者。今年, 美国居民部门成为美债的主要购买方, 一季度净购买达 5000 亿, 但居民部门购债行为波动较大。美联储尚处于缩表周期内, 每月减持约 500 亿。海外官方投资者在债务上限危机、多元配置及强势美元的影响下, 购债需求难有显著改善。

(5) “供给冲击”对美债利率的影响是脉冲式的，只影响波动，不改变趋势。短期内，由于美联储加息周期行至尾声，经济短期内仍处于放缓阶段——但有韧性，美债利率整体或处于震荡略有下行的态势。当前，市场仍定价9月美联储不再加息。经验上，美债利率在美联储利率维持高位区间内创新高的概率较低。

(6) 美国财政部大幅度发债的背后，是美国财政收支压力上涨，赤字规模大幅抬升。从收入和支出端分解来看，财政收入方面，各项收入增速均已明显回落，个人所得税收入下滑的拖累最大。财政支出方面，疫情后财政刚性支出占比提高，利息支出压力上升，社保、医疗类支出增速居高不下。

二、海外基本面&重要事件

(一) 制造业 PMI：美国制造业 PMI 需求侧的边际改善

美国制造业 PMI 总体仍较弱。7 月 ISM 制造业 PMI 录得 46.4%，低于市场预期值 46.8%，前值 46%，连续第九个月处于收缩区间。7 月，ISM 制造业 PMI 的五个子项均低于荣枯线，其中新订单、生产、供应商交付及自有库存边际改善，就业边际走弱，制造业 PMI 所映射的美国工业总产值也处于回落区间。

但从贡献上来看，需关注制造业需求侧的边际改善迹象。拉动项方面，新订单回升 1.7 个百分点至 47.3%，库存订单回升 4.1 个百分点至 42.8%，对 PMI 贡献较大。从近三个月的趋势来看，需求侧新订单也有反弹迹象。拖累项方面，就业项下降 3.7 个点，对 PMI 的拖累较大，近三个月的趋势上，就业指数同样明显弱于其他分项。

图表30：美国制造业 PMI 分项，供给、需求均较弱

PMI项目	月度变化	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07
ISM:制造业PMI	↑ 0.4	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.0	51.0	52.9	52.7
新订单	↑ 1.7	47.3	45.6	42.6	45.7	44.3	47.0	42.5	45.1	46.8	48.2	47.3	50.4	48.6
新出口订单	↓ -1.1	46.2	47.3	50.0	49.8	47.6	49.9	49.4	46.2	48.4	46.5	47.8	49.4	52.6
库存订单	↑ 4.1	42.8	38.7	37.5	43.1	43.9	45.1	43.4	41.4	40.0	45.3	50.9	53.0	51.3
生产	↑ 1.6	48.3	46.7	51.1	48.9	47.8	47.3	48.0	48.6	50.9	51.9	51.0	51.1	53.3
就业	↓ -3.7	44.4	48.1	51.4	50.2	46.9	49.1	50.6	50.8	48.9	49.9	49.3	54.2	49.8
供应商交付	↑ 0.4	46.1	45.7	43.5	44.6	44.8	45.2	45.6	45.1	47.2	46.8	52.4	55.1	55.2
自有库存	↑ 2.1	46.1	44.0	45.8	46.3	47.5	50.1	50.2	52.3	51.1	53.0	55.1	53.8	56.6
客户库存	↑ 2.5	48.7	46.2	51.4	51.3	48.9	46.9	47.4	48.2	48.7	41.6	41.6	38.9	39.5
物价	↑ 0.8	42.6	41.8	44.2	53.2	49.2	51.3	44.5	39.4	43.0	46.6	51.7	52.5	60.0
进口	↑ 0.3	49.6	49.3	47.3	49.9	47.9	49.9	47.8	45.1	46.6	50.8	52.6	52.5	54.4

来源：Bloomberg、国金证券研究所

(二) 非农就业：美国新增非农就业低于预期

美国 7 月非农新增就业人数 18.7 万，预期 20 万人，前值 20.9 大幅下修为 18.5 万人，连续第二个月低于预期。美国 7 月非农平均时薪同比 4.4%，超过预期 4.2%，前值 4.4%；时薪环比 0.4%，超过预期 0.3%，前值 0.4%。美国 7 月失业率意外下降至 3.5%，预期 3.6%，前值 3.6%；劳动参与率 62.6%，预期 62.6%，前值 62.6%。

图表31: 美国 7 月新增非农就业人数低于预期

行业	新增非农就业人数(千人)				
	23-07	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)
非农	187.0	200.0	2.0	-30.0	-285.0
私人部门	172.0	179.0	44.0	-7.0	-181.0
商品生产	18.0		-13.0	-7.0	-23.0
自然资源和采矿业	1.0		2.0	-4.0	-3.0
建筑业	19.0		-7.0	8.0	-7.0
制造业	-2.0	5.0	-8.0	-11.0	-13.0
耐用消费品	8.0		-8.0	-5.0	8.0
非耐用消费品	-10.0		0.0	-6.0	-21.0
服务业	154.0		57.0	0.0	-158.0
批发贸易	17.9		26.1	19.4	9.0
零售贸易	8.5		22.6	10.5	-13.8
交通运输和仓储	-8.4		0.3	6.7	-40.1
公用事业	-0.2		-0.8	-1.9	1.4
信息	-12.0		-7.0	-15.0	11.0
金融活动	19.0		10.0	-8.0	20.0
专业及商业服务	-8.0		-31.0	-56.0	-52.0
教育及健康服务	100.0		29.0	23.0	-11.0
休闲和酒店业	17.0		-2.0	6.0	-82.0
其他服务	20.0		9.0	15.0	-1.0
政府	15.0		-42.0	-23.0	-104.0

来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表32: 美国 7 月薪资增速仍然具有韧性

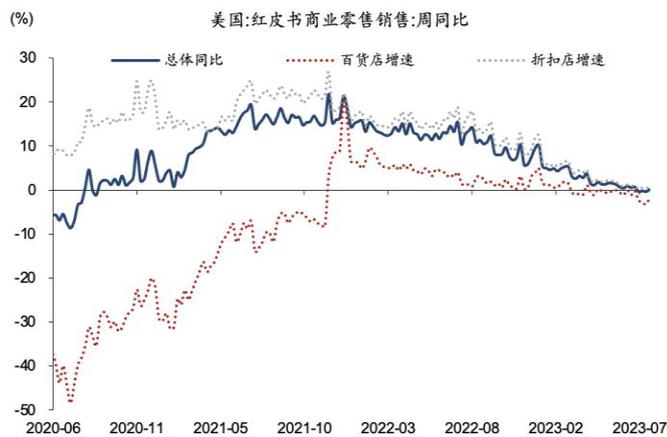
行业	平均时薪(同比, %)				平均时薪(环比, %)				
	23-07	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)	23-07	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)
非农									
私人部门	4.4	-0.05	-0.05	-0.05	0.4	0.3	0.0	0.0	0.1
商品生产	5.3	0.22	0.72	0.99	0.6		0.1	0.2	0.1
自然资源和采矿业	4.8	-0.24	-2.34	0.12	0.4		0.6	-0.9	-0.5
建筑业	5.4	0.56	0.25	0.12	0.9		0.6	0.5	0.6
制造业	5.1	0.07	1.20	1.56	0.5		-0.3	0.0	-0.1
耐用消费品	4.8	0.23	1.24	1.68	0.5		-0.1	0.1	-0.2
非耐用消费品	5.5	-0.22	0.94	1.15	0.6		-0.6	0.0	0.0
服务业	4.1	-0.15	-0.21	-0.32	0.4		0.0	0.0	0.1
批发贸易	4.7	-0.51	-0.42	-0.53	-0.1		-0.8	-0.6	-1.1
零售贸易	4.0	-0.24	-0.64	-0.21	0.3		0.0	0.0	0.0
交通运输和仓储	4.9	-0.01	0.14	1.08	0.2		-0.1	-0.6	-0.1
公用事业	5.3	0.23	-0.45	0.11	0.2		-0.4	-0.1	-0.6
信息	3.8	0.16	-0.43	-2.02	0.4		0.6	1.3	0.4
金融活动	4.4	-0.02	0.62	0.40	0.4		-0.3	0.5	0.2
专业及商业服务	4.6	-0.05	0.35	-0.05	0.5		0.0	0.0	0.1
教育及健康服务	2.9	-0.15	-1.04	-1.27	0.3		-0.1	0.0	-0.1
休闲和酒店业	5.6	-0.13	-0.29	-1.40	0.3		-0.1	-0.2	0.3
其他服务	2.9	-0.82	-1.43	-0.85	-0.1		-0.3	-1.0	-0.6

来源: Bloomberg、国金证券研究所

(三) 消费与出行: 美国红皮书零售增速回升

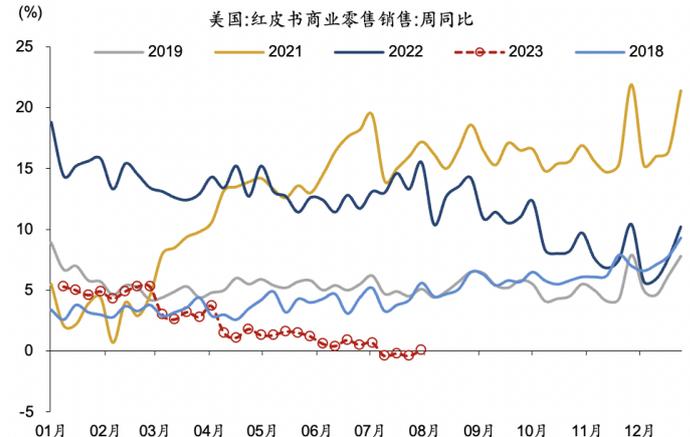
7月29日当周, 美国红皮书零售增速0.1%, 前值-0.4%。其中百货店增速-1.9%, 前值-3.2%, 折扣店增速0.7%, 前值0.4%。德国外出用餐人数8月2日当周同比5.5%, 美国-2%, 英国0%, 纽约拥堵指数回落。

图表33: 美国红皮书零售同比 0.1%，前值-0.4%



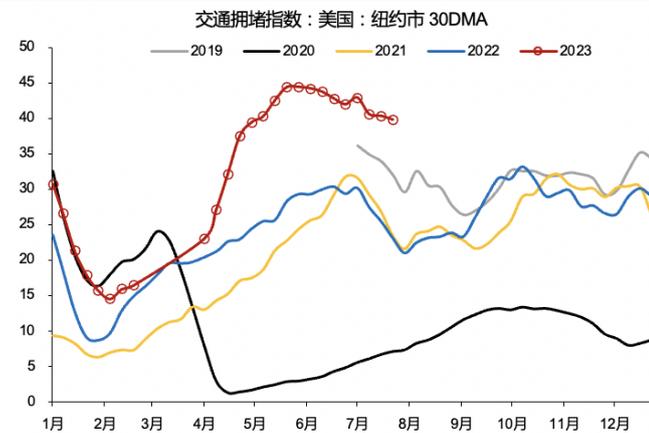
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表34: 美国红皮书零售增速弱于季节性



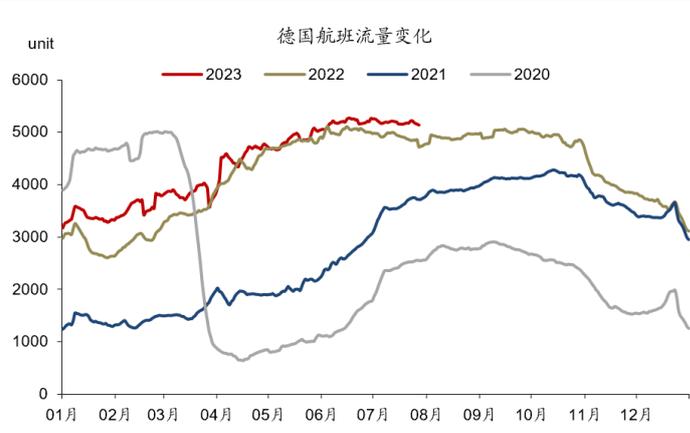
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表35: 美国纽约交通拥堵情况回落



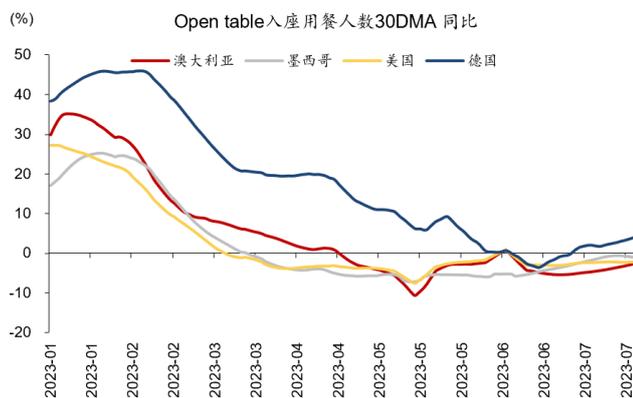
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表36: 德国航班飞行次数高于2022年



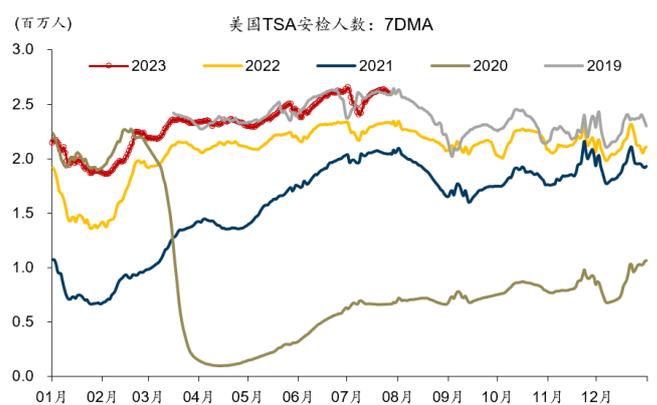
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表37: 德国7月外出用餐人数同比升至6%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表38: 美国 TSA 安检人数小幅回落

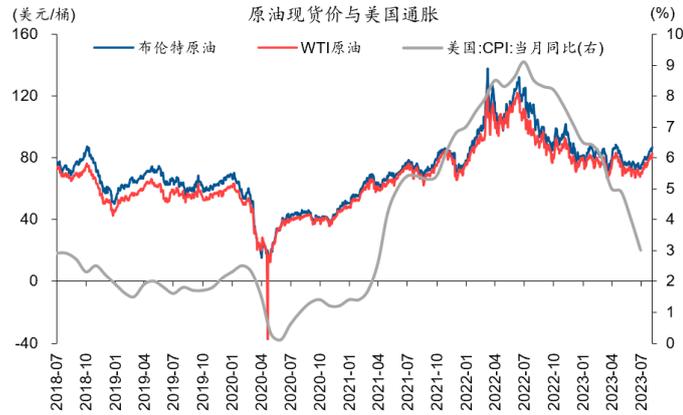


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(四) 通胀与能源: 原油价格反弹

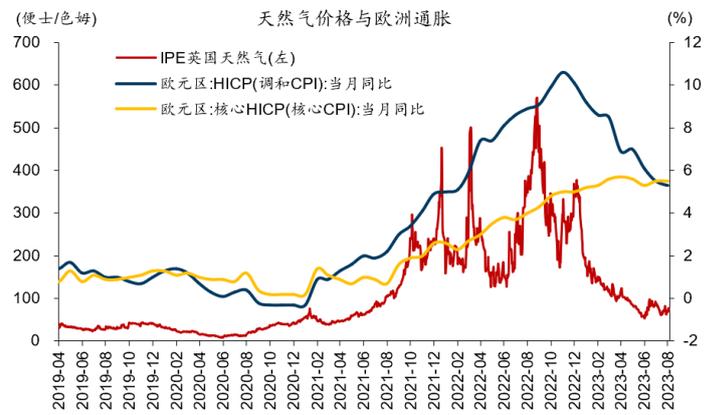
原油价格反弹。截至8月4日, 布油录得86.9美元每桶, 上周84美元; WTI原油录得82.8美元, 上周81美元; 英国天然气录得74便士/色姆, 上周63便士。NYMEX天然气2.6美元/百万英热单位, 上周2.64美元。

图表39: 本周, 布油反弹至 87 美元, WTI 升至 83 美元



来源: WIND、国金证券研究所

图表40: 本周, IPE 英国天然气升至 74 便士

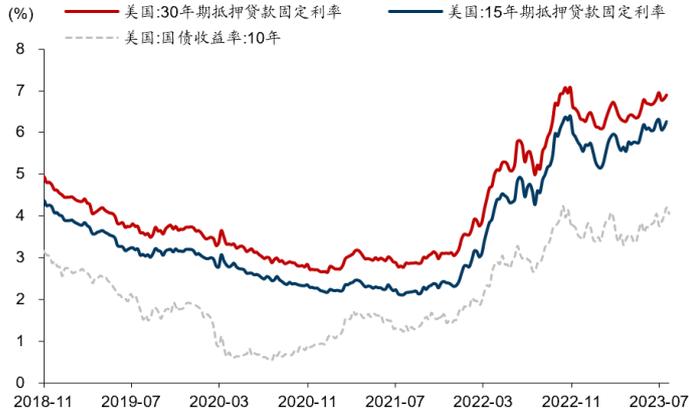


来源: WIND、国金证券研究所

(五) 地产与信贷: 美国抵押贷款利率上升, 二手房挂牌价增速反弹

美国抵押贷款利率上升, 二手房挂牌价增速反弹。截至 8 月 3 日, 美国 30 年期抵押贷款利率升至 6.9%, 较 6 月底的 6.7% 上升 20BP。15 年期抵押贷款利率升至 6.25%, 较 6 月底的 6.1% 上升 15BP。截至 7 月 29 日, 美国 REALTOR 二手房挂牌价增速有所反弹。

图表41: 美国 30 年期抵押贷款利率升至 6.9%



来源: WIND、国金证券研究所

图表42: 美国二手房挂牌价增速有所反弹



来源: WIND、国金证券研究所

风险提示

- 1、 俄乌战争持续时长超预期。俄乌双方陷入持久战, 美欧对俄制裁力度只增不减, 滞胀压力加速累积下, 货币政策抉择陷入两难境地。
- 2、 稳增长效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放, 资金滞留在金融体系; 疫情反复超预期, 进一步抑制项目开工、生产活动等。
- 3、 疫情反复。国内疫情反复, 对项目开工、线下消费等抑制加强; 海外疫情反复, 导致全球经济活动、尤其是新兴经济体压制延续, 出口替代衰减慢。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402