

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

拜登“宽财政”还能持续吗？

今年初以来，美国财政赤字“顺周期”扩张，是美国消费韧性和制造业投资大幅反弹的重要推动力。中期而言，由于法定支出的刚性和付息压力的提升，赤字率能否收敛将主要依赖于收入端。一般认为，赤字率的中枢或明显抬升。

热点思考：拜登“宽财政”还能持续吗？

今年美国财政赤字规模及增速明显上升。截至6月，联邦财政赤字已达到18770亿，为近十年来高位，仅低于疫情期间，财政赤字增速则达到130%。与以往财政逆周期发力的特征相反，今年财政发力具有明显的顺周期性。美国财政支出的方向有所变化，疫情期间的直接补贴占比回落，区域发展、投资、培训类支出占比上升。

支出方面，拜登政府推行了三大法案，定向支持三个领域。《基建法案》、《芯片法案》及《通胀削减法案》总支出规模约1.2万亿。其中，《基建法案》规模约5500亿，主要投资领域为道路、桥梁、铁路等基础设施领域。《芯片法案》规模2500亿美元，主要投向半导体领域。《通胀削减法案》约4330亿，主要投向能源与气候领域。

收入方面，拜登政府对富人增税，对穷人减税，今年大幅提高个人所得税扣除额，减少了个人所得税收入。2023年个税扣除额大幅抬升7%，单身或已婚单独申报人群的扣除额提升至13850美元，增速及扣减金额均明显高于近十年平均水平，使得今年财政收入明显降低，在结构层面低收入和中等收入家庭税收减免力度更高。

企业盈利回落使公司所得税减少。拜登政府在结构上进一步削减新兴行业税收，截至二季度美国标普500企业盈利同比增速降至-1.5%，使得企业所得税收入回落，拜登政府基于《通胀削减法案》削减了半导体、电气设备新兴行业的税收负担，增加了钢铁等传统行业税负，但新增税收体量偏低，难以对冲盈利回落带来的企业所得税整体减少。

展望未来，三大法案后续支出节奏安排仍然较高，2024至2026年支出仍有可能上涨。《芯片法案》中527亿的半导体投资在2026年之前仍将继续上升，240亿半导体投资税收抵免支出在2026年前预计同样延续增长。《基建法案》支出规模预计在2026年上升到峰值，《通胀削减法案》支出规模2024年将可能进一步上升。

对富人征税足以弥补减税带来的收入减少，明年财政收入仍能延续增长。根据拜登政府2024年财政预算，明年高收入群体的个人所得税将明显上涨，收入最高的前20%家庭所得税平均增加1.8万美元，超过其他家庭个税减少幅度。预计2024年财政收入将增长至4.8万亿，2025年进一步增至5万亿，收入端的增长使支出端各项开支仍具有持续性。

海外事件&数据：鲍威尔杰克逊霍尔会议演讲偏鹰派，欧洲服务业PMI降至收缩区间

鲍威尔杰克逊霍尔会议演讲偏鹰派。美国东部时间8月24-26日，由堪萨斯联储举办的年度经济政策研讨会在杰克逊霍尔举行。鲍威尔发表题为“通货膨胀：进展与前路”的演讲，演讲开篇提出去通胀进展顺利，也指出通胀仍过高，引起美股下跌，但随后鲍威尔也强调美联储将“谨慎行事”，美股回升、美债收益率下跌。

美欧制造业PMI仍收缩，欧洲服务业PMI降至收缩区间。美国8月制造业PMI跌至47，前值49，服务业PMI降至51，前值52。欧元区8月服务业PMI意外跌破荣枯线，从50.9降至48.3，低于预期值50.5。制造业跌势依旧，8月制造业PMI数据为43.7。英国8月服务业PMI从50.8降至47.9，跌破枯荣线，低于预期的50.3。

美国新屋销售上升，成屋销售回落。美国7月新屋销售折年71万套，前值68.4万套，环比升至4%，前值-3%，同比升31%，前值21%。7月成屋销售折年407万套，前值416万套。本周原油价格回落。美国红皮书消费增速回升。8月19日当周，美国红皮书零售增速2.9%，前值0.7%。其中百货店增速-1.3%，前值-1%，折扣店增速4%，前值1.2%。

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、热点思考：拜登“宽财政”还能持续吗？	4
（一）美国今年财政“顺周期”发力，直接补贴回落但投资支出接力	4
（二）财政为何大幅扩张？拜登经济学财税改革开始见效，产业政策重回舞台	5
（三）财政支出能否持续？宽财政可能中期常态化	8
二、海外基本面&重要事件	11
（一）货币与财政：鲍威尔杰克逊霍尔会议演讲偏鹰派	11
（二）生产与就业：美欧制造业 PMI 仍收缩，欧洲服务业 PMI 降至收缩区间	12
（三）消费与出行：美国红皮书消费增速回升	13
（四）通胀与能源：原油价格回落	14
（五）地产与信贷：美国新屋销售上升，成屋销售回落	15
风险提示	16

图表目录

图表 1：今年美国财政收入增速降低，支出增速提高	4
图表 2：美国财政赤字增速及规模均上涨	4
图表 3：今年美国财政顺周期特征较明显	4
图表 4：历史上加息周期里，财政往往不会大幅发力	4
图表 5：美联储今年以来持续减持美债	5
图表 6：今年债务上限危机后，财政部大幅增加融资规模	5
图表 7：地区发展、培训、资源项目支出占比提高	5
图表 8：今年美国社会保障支出占比下降	5
图表 9：《通胀削减法案》主要内容	6
图表 10：《基建投资与就业法案》主要内容	6
图表 11：《芯片与科学法案》主要内容	6
图表 12：个人所得税收入降低(12MMA)	7
图表 13：今年美国个税收入低于 2022 年，但高于疫情前	7
图表 14：2023 年个人所得税扣除额大幅抬升	7
图表 15：美国对高收入群体征税，对中低收入群体减税	7
图表 16：美国企业盈利增速回落	8
图表 17：企业所得税收入今年一月份触顶回落	8
图表 18：《通胀削减法案》对钢铁等传统行业增速，对电气设备等关键行业减少税负	8
图表 19：《芯片法案》支出规模明后年仍可能上涨	9
图表 20：《芯片法案》投资税收抵免支出仍将上升	9

图表 21: 《基建法案》支出计划.....	9
图表 22: 《通胀削减法案》支出安排.....	9
图表 23: 2024 年高收入群体所得税预计将增加.....	10
图表 24: 2024 年美国财政收入预计仍能正增长.....	10
图表 25: 政府部门杠杆率回落.....	10
图表 26: 美国政府杠杆率持平于发达国家平均水平.....	10
图表 27: 鲍威尔杰克逊霍尔会议演讲主要内容.....	11
图表 28: 鲍威尔演讲前后美股反应.....	12
图表 29: 鲍威尔演讲前后美元美债反应.....	12
图表 30: 美欧 8 月制造业 PMI 均处于收缩区间.....	12
图表 31: 美欧 8 月制造业 PMI 均处于收缩区间.....	13
图表 32: 美国红皮书零售同比 2.9%，前值 0.7%.....	13
图表 33: 美国红皮书零售增速弱于季节性.....	13
图表 34: 美国纽约交通拥堵情况回升.....	14
图表 35: 德国航班飞行次数高于 2022 年.....	14
图表 36: 德国 8 月外出用餐人数同比回落.....	14
图表 37: 美国 TSA 安检人数小幅回落.....	14
图表 38: 本周，布油价格 85 美元，WTI 价格 80 美元.....	15
图表 39: 本周，IPE 英国天然气 88 便士.....	15
图表 40: 美国 7 月新房销售回升.....	15
图表 41: 美国 7 月成屋销售下降.....	15
图表 42: 美国 30 年期抵押贷款利率升至 7.2%.....	16
图表 43: 美国二手房挂牌价增速有所反弹.....	16

今年初以来，美国财政赤字“顺周期”扩张，是美国消费韧性和制造业投资大幅反弹的重要推动力。中期而言，由于法定支出的刚性和付息压力的提升，赤字率能否收敛将主要依赖于收入端。一般认为，赤字率的中枢或明显抬升。

一、热点思考：拜登“宽财政”还能持续吗？

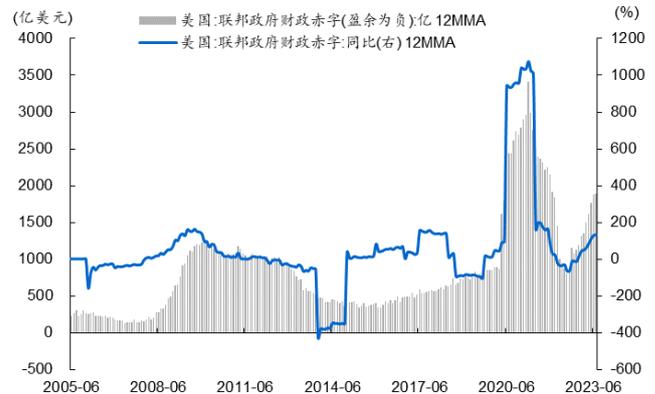
（一）美国今年财政“顺周期”发力，直接补贴回落但投资支出接力

今年美国财政赤字规模及增速均明显上升。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)。结果是美国财政赤字大幅提高，截至6月，财政赤字达到18770亿，处于近十年来高位，仅低于疫情期间，财政赤字增速则达到130% (12MMA)。

图表1：今年美国财政收入增速降低，支出增速提高



图表2：美国财政赤字增速及规模均上涨

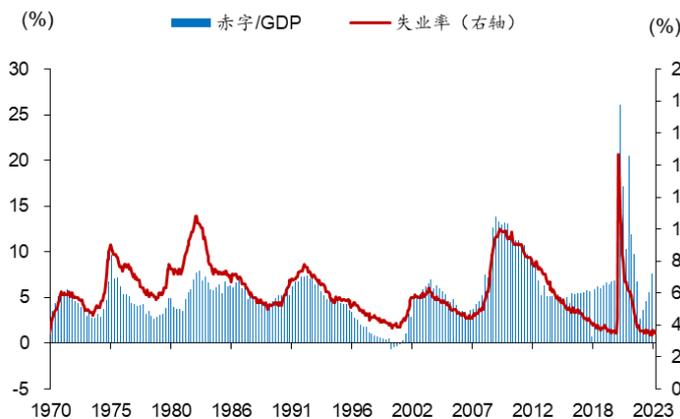


来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

本轮美国财政发力具有明显的顺周期性，形成紧货币、宽财政的特点。70年代以来，美国财政一般在逆周期阶段发力，失业率有上升倾向时，财政赤字率往往提高，稳定经济总需求。但2023年，美国财政支出具有明显的顺周期性，劳动力市场依然紧张，失业率处于3.6%的低位情况下，财政赤字却大幅抬升。今年美国财政刺激也与货币收紧相背离，历史上的加息周期里，财政往往不会大幅发力，当前美联储加息周期未结束，缩表规模仍上升的背景下，为满足资金需求，美国财政部发债规模仍然大幅增加。

图表3：今年美国财政顺周期特征较明显



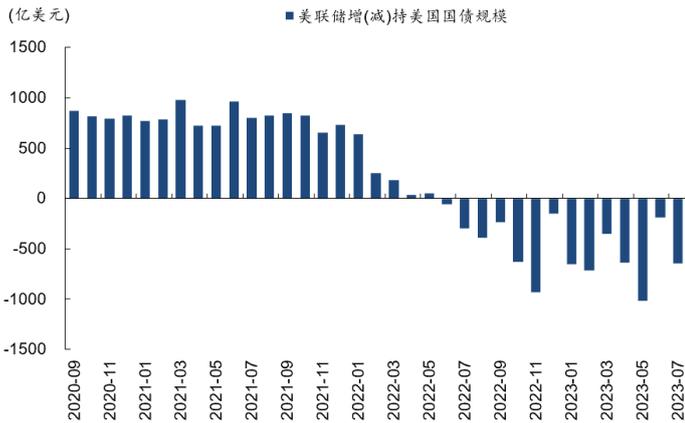
图表4：历史上加息周期里，财政往往不会大幅发力



来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表5: 美联储今年以来持续减持美债



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

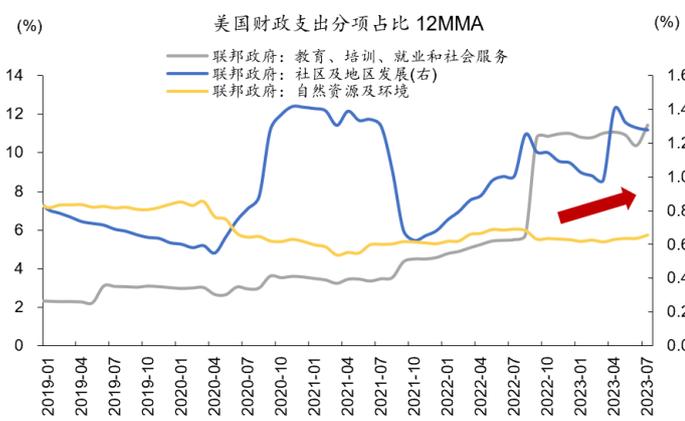
图表6: 今年债务上限危机后, 财政部大幅增加融资规模



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

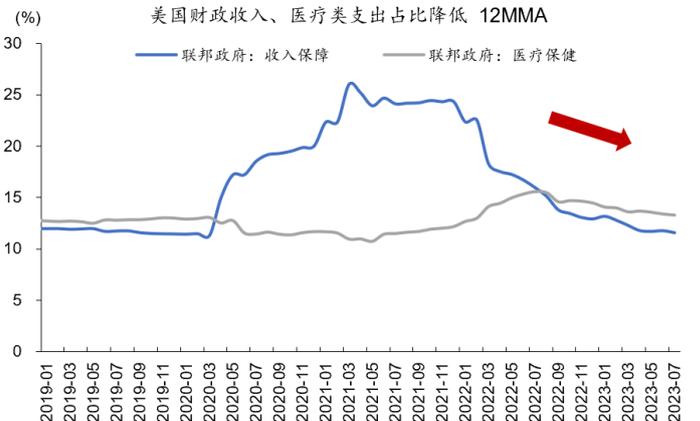
今年美国财政支出重心切换, 财政直接补贴支出占比回落, 区域发展、投资、培训类支出占比上升。疫情期间, 美国发放了三轮直接补贴, 扩大失业补偿范围, 扩大儿童税收抵免范围, 提供租金援助, 导致社会保障类支出大幅太高。但今年以来, 美国社保支出占比已明显降低, 收入保障项目占比由 2021 年的 24% 下降至今年 7 月的 12%, 医疗保健项目支出占比由 2022 年的 15% 下降至今年 7 月的 13%。取而代之的是, 地区发展、培训、资源项目支出占比提高, 社区及地区发展支出占比提升约 1%, 培训支出占比升至 10% 以上。

图表7: 地区发展、培训、资源项目支出占比提高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表8: 今年美国社会保障支出占比下降



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 财政为何大幅扩张? 拜登经济学财税改革开始见效, 产业政策重回舞台

拜登政府通过三大法案, 使产业政策的影响力重新抬升。2021 年 11 月, 2022 年 7 月及 8 月, 拜登政府的《基础设施投资与就业法案》、《芯片与科学法案》及《通胀削减法案》先后通过。三大法案总支出规模约 1.2 万亿, 其中《基建法案》支出规模约 5500 亿美元, 在 2022 至 2029 年陆续支出, 主要投资领域为道路桥梁、铁路建设、宽带、电力设施等基础设施领域。《芯片与科学法案》计划在 2022 至 2031 年间支出 2500 亿美元, 主要投向半导体投资、生产领域。《通胀削减法案》2022 至 2032 年支出约 4330 亿, 主要投向能源与气候领域等。

图表9: 《通胀削减法案》主要内容

项目	领域	金额(亿美元)	主要措施
收入端 (7370亿美元)	税收	2220	对年收入超过10亿美元的企业征收15%的最低企业税
	医疗改革	2650	处方药价格改革的增收
	税收	1240	美国国税局增加执法力度减少的偷税漏税
	税收	740	征收1%股票回购税
支出端 (4330亿美元)	新增投资	3690	气候与能源投资
	卫生保健	640	《平价医疗法案》补贴延长三年
减少赤字 (3000亿美元)	财政	3000	未来十年削减约3000亿美元政府赤字

图表10: 《基建投资与就业法案》主要内容

领域	项目	金额(亿美元)	主要措施
基础设施投资 (5500亿美元)	改善道路和桥梁状况	1100	投资道路、桥梁大型基础设施项目, 重点关注气候变化带来的影响、基础设施体系的韧性、公平性和安全性。
	投资铁路基础设施	660	帮助美铁完成长期积压的维修任务, 对美国东北走廊进行现代化升级, 改善和延伸现有铁路走廊, 建立安全、高效和气候友好型的铁路运输系统。
	投资机场和港口设施	420	建立现代化及可持续的机场和港口基础设施, 以加强供应链管理、减少港口和机场附近的拥堵和排放问题, 并推动电气化和低碳技术的应用。
	改善公共交通系统	390	改善老年人和残疾人的出行现状, 维修约24,000辆公共汽车、5000辆轨道车和数千英里的火车轨道。
	推动电动汽车发展	150	建设一个全国性的电动汽车充电网络, 向全国提供数千辆电动汽车。
	提升道路安全水平	110	建立道路安全项目, 以帮助各州和地方减少交通事故, 为所有人提供安全的出行环境。
	清洁能源和电网升级	1150	清洁能源转型和电力基础设施升级改造
	饮用水和废水基础设施	1520	改善环境污染问题、提供清洁水资源及改造宽带设施。

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

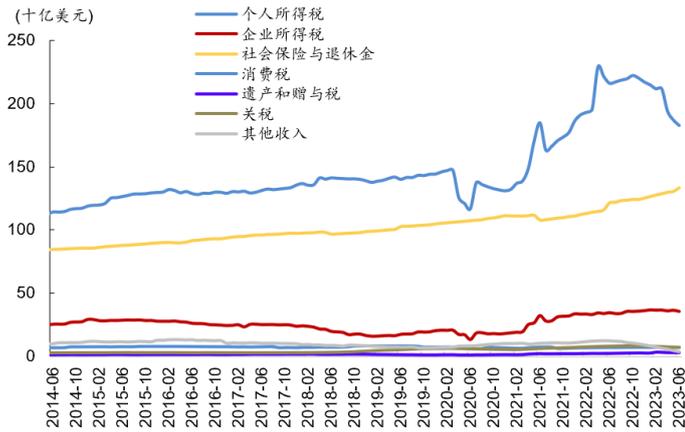
图表11: 《芯片与科学法案》主要内容

法案	基金名称/规定内容	金额(亿美元)	目标	主要措施
Divison A: 《芯片法案》 芯片和无线技术 投资	美国芯片基金	500	促进美国的芯片生产	<ul style="list-style-type: none"> •390亿美元用于实施半导体制造激励计划, 分别用于成熟制程的芯片 (20亿美元) 和先进制程的芯片 (370亿美元) •110亿美元用于商业研发和劳动力发展计划, 拨给美国国家半导体技术中心、美国国家先进封装计划、美国国家标准和技术研究所的微电子研究和美国半导体制造研究所的建设
	美国芯片国防基金	20	促进对美国国家安全、情报和关键基础设施应用至关重要的安全半导体生产	主要用于为美国国防部在半导体方面的科研活动需求提供支持, 包括研发、测试评估、人力和其他相关活动, 促进实验室成果转化为军事用途。在与美国商务部、能源部、国土安全部和国家情报局局长的协调下, 国防部将建立一个或多个私营公司联盟
	美国芯片国际科技安全和创新基金	5	建立国际间安全可靠的半导体供应链	投入5亿美元, 通过美国国务院、美国国际开发署、进出口银行和美国国际发展金融公司协调, 与外国政府达成发展半导体、电信和其他新兴技术及其供应链的合作
	美国芯片劳动力和教育基金	2	促进半导体行业劳动力增长	拨款2亿美元用于解决美国半导体产业劳动力和技能短缺问题。
	公共无线供应链创新基金	15	为更多的美国供应商提供5G市准入门, 使美国国内供应链多样化, 减少对国外供应的依赖。	立法为美国商务部提供了另外15亿美元, 助5G无线部署, 该基金也是在21财年国家发展法中创建的
	税收抵免	240	设立半导体制造业投资税收抵免	纳税实体在半导体制造和处理设备的投资可以获得25%的先进制造投资税收抵免。这一投资预计在五年内将花费240亿美元
	护栏条款	-	禁止受益企业扩大在华制造业业务	获得美国政府补助的覆盖实体不得参与在中国或其他受关注国家的实质性扩大半导体产能的重大交易(自资助之日起 10 年内)
Divison B: 《研究与创新法案》 研究及创新项目	美国国家科学基金会 (NSF)	810	加速美国能源、人工智能、量子计算和先进制造等关键技术的商业化	200亿用于国家科学基金会科技董事会 610亿用于国家科学基金会核心活动
	美国商务部(DOC)	110	创造就业机会, 刺激区域经济发展	100亿用于区域技术中心 10亿用于贫困社区振兴试点项目
	美国国家标准和技术研究院(NIST)	100	气候、环境和生物科学研究, 制造推广合作伙伴关系, 支持制造业的地理多样性	69亿用于国家标准与技术研究 8.29亿用于美国制造项目 22.3亿制造业扩展伙伴计划
	美国能源部(DOE)	679	能源创新研究、基础能源科学研究	503亿用于能源部科学办公室 176亿用于能源部其他科学创新

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

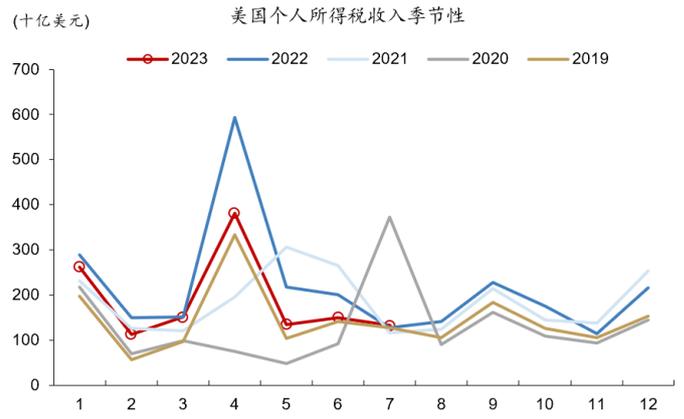
拜登政府对直接税进行改革,对富人增税,对穷人减税,今年大幅提高个人所得税扣除额,削减了个人所得税收入。今年美国财政收入中,个税收入明显降低。原因一是美国整体上大幅提高了个人所得税扣除额。美国国税局每年根据通胀调整纳税扣除额,2023年扣除额大幅抬升7%,单身或已婚单独申报人群的扣除额提升至13850美元,增速及金额均明显高于近十年平均水平,使得今年财政个税收入降低。二是结构上,拜登政府加强对40万年收入以上的富人群体征税力度,减免低收入群体税收。税收调整后,收入最高的20%人群税后收入预计将减少5%,低收入和中等收入家庭的个税则明显降低。

图表12: 个人所得税收入降低(12MMA)



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表13: 今年美国个税收入低于2022年, 但高于疫情前



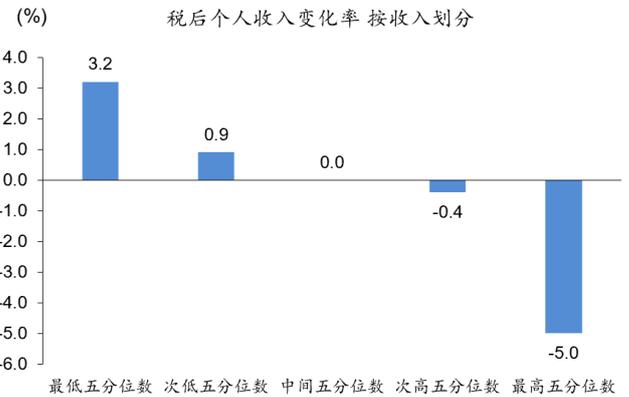
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表14: 2023年个人所得税扣除额大幅抬升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

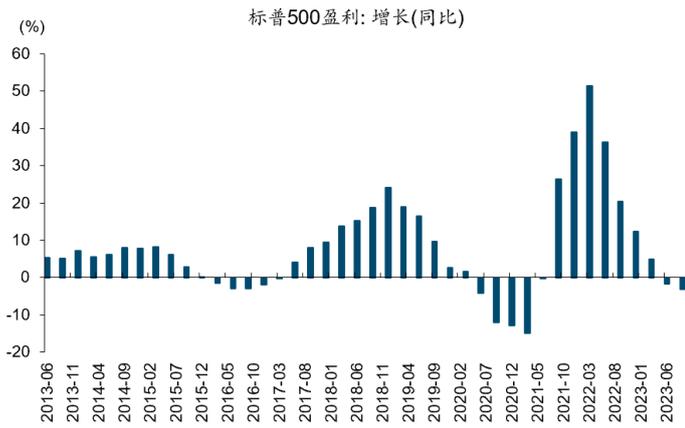
图表15: 美国对高收入群体征税, 对中低收入群体减税



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

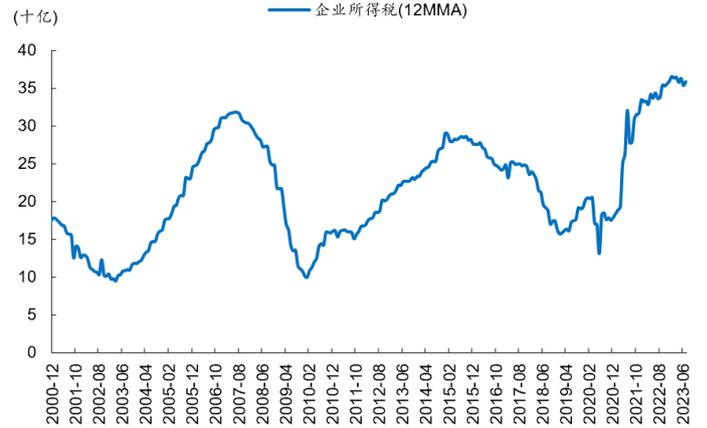
企业盈利回落使公司所得税减少, 拜登政府在结构上进一步削减新兴行业税收, 增加传统行业税收。今年二季度美国标普 500 企业盈利同比增速降至-1.5%, 使得企业所得税收入回落, 由一月的 370 亿降至七月的 360 亿美元。《通胀削减法案》对年收入超过 10 亿美元的企业征收 15% 的最低企业税, 但在结构上拜登政府削减了新兴行业的税收负担, 半导体、电气设备等行业新增负担较低, 钢铁等传统行业新增税收负担更重, 但后者新增税收体量较低, 难以对冲盈利回落带来的所得税整体减少。

图表16: 美国企业盈利增速回落



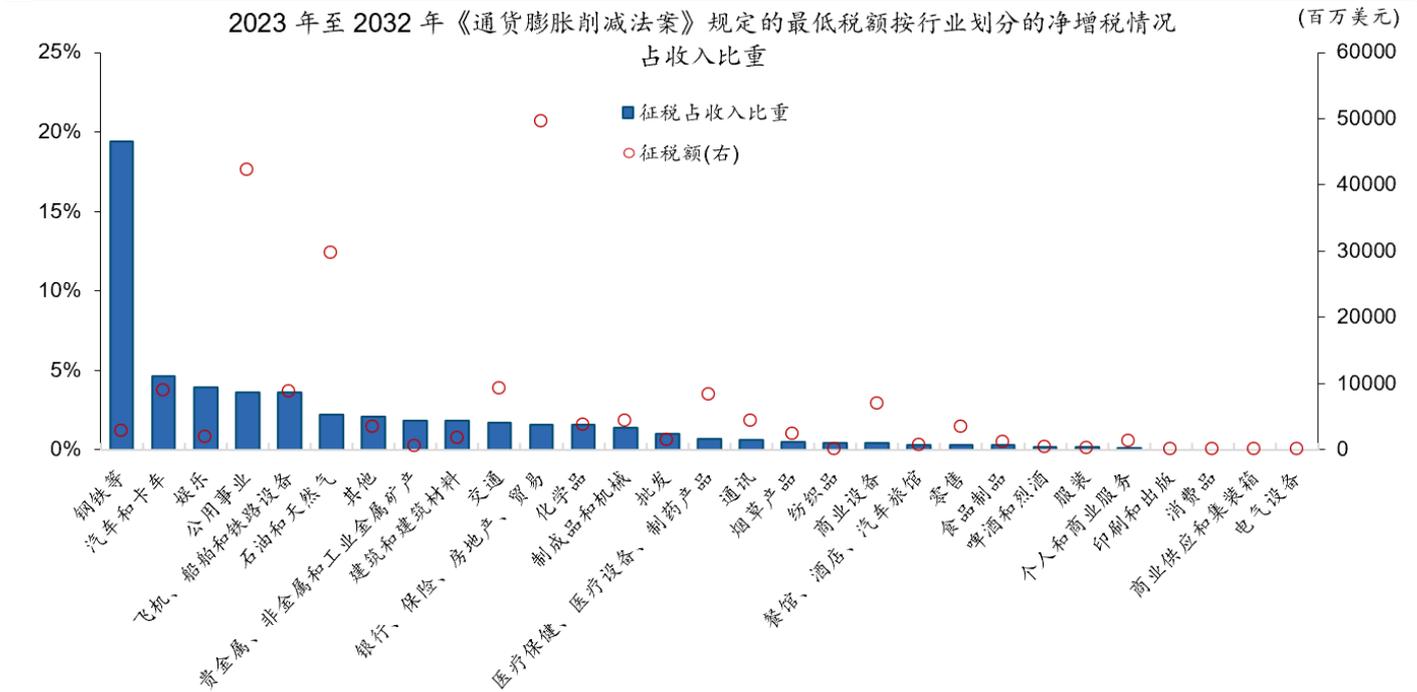
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表17: 企业所得税收入今年一月份触顶回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表18: 《通胀削减法案》对钢铁等传统行业增速, 对电气设备等关键行业减少税负

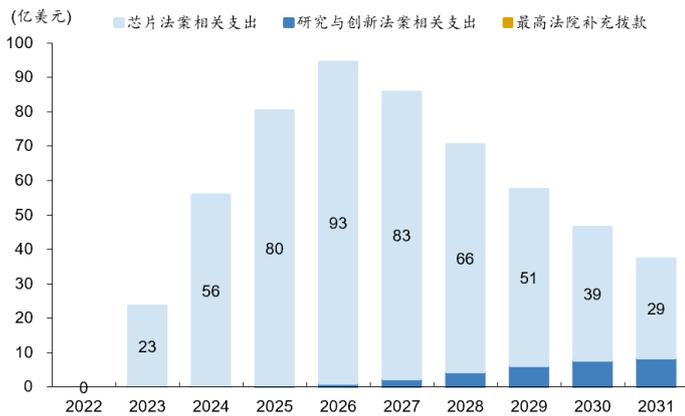


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 财政支出能否持续? 宽财政可能中期常态化

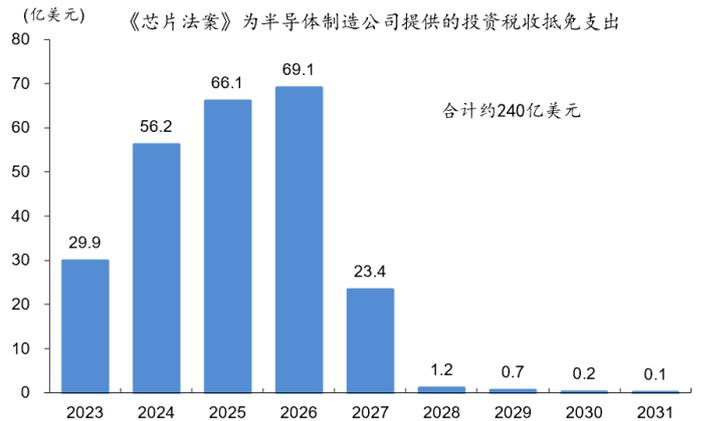
三大法案后续支出节奏安排仍然较高, 2024至2026年支出仍有可能上涨。根据美国国会预算办公室数据,《芯片法案》中527亿的半导体领域投资在2023年预计支出23亿美元, 2024年升至56亿, 2026年之前支出规模总体将上升。240亿投资税收抵免支出在2026年前预计将持续增长。《基建法案》支出规模预计在2026年上升到峰值,《通胀削减法案》支出规模2024年将可能进一步上升。

图表19: 《芯片法案》支出规模明后年仍可能上涨



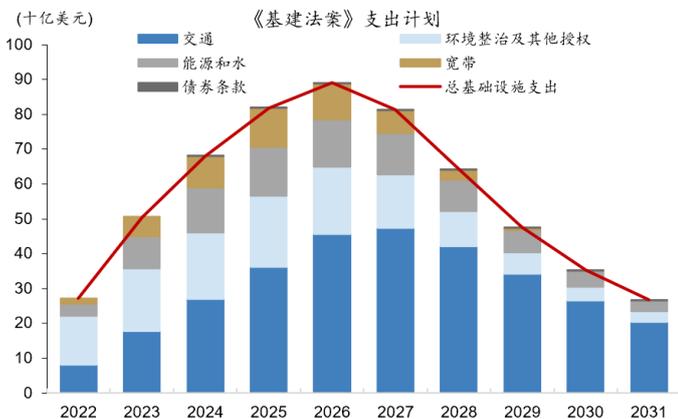
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表20: 《芯片法案》投资税收抵免支出仍将上升



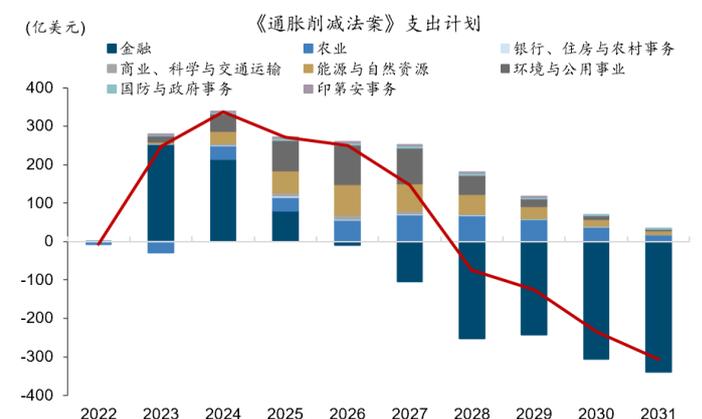
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表21: 《基建法案》支出计划



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

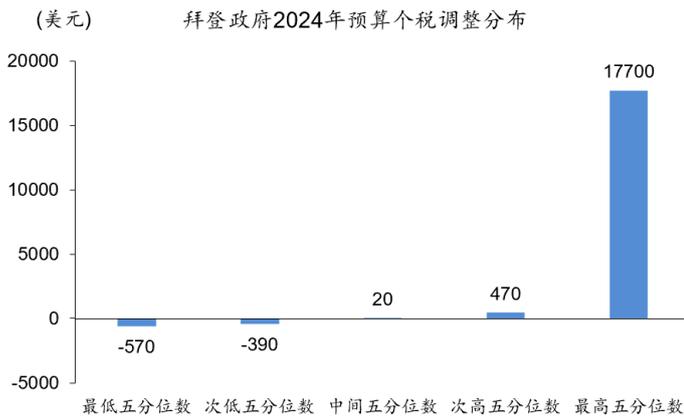
图表22: 《通胀削减法案》支出安排



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

对富人征税足以弥补减税带来的收入减少, 明年财政收入增长仍能持续。根据拜登政府2024年财政预算, 明年高收入群体的个人所得税将明显上涨, 收入最高的前20%家庭所得税平均将增加1.8万美元, 超过其他家庭个税减少幅度。参考国会预算办公室的数据, 2023年美国财政收入预计有所回落, 但2024年财政收入仍将增长至4.8万亿, 2025年进一步增长至5万亿。工资税、企业所得税均可能实现正增长, 消费税增幅较大。

图表23: 2024年高收入群体所得税预计将增加



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

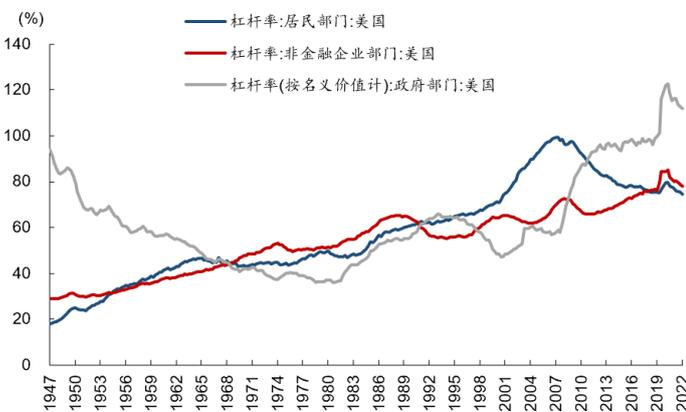
图表24: 2024年美国财政收入预计仍能正增长



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

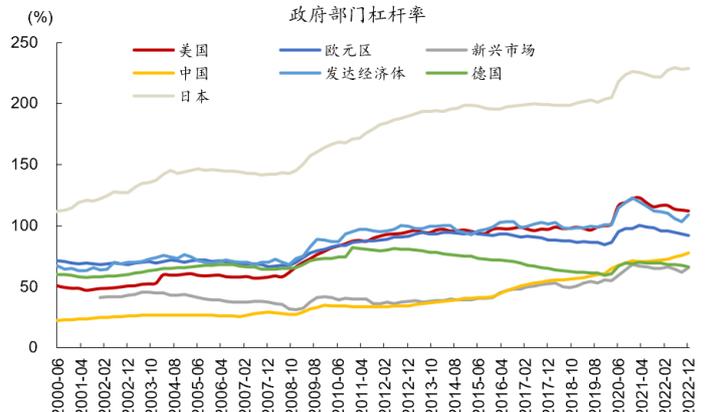
美国政府杠杆率回落, 短期内债务风险较低。2021年年中以来, 美国政府部门杠杆率已明显回落, 由2021年的122%降至去年底的112%。横向比较看, 美国政府杠杆率也处于发达国家的平均水平, 2022年12月, 发达经济体政府杠杆率平均为109%。8月初, 惠誉意外下调美国信用评级, 市场却选择“理性忽视”。美国5年期CDS与1年期CDS均处于低位, 美股及黄金VIX也较低, 反映了市场对美国政府债务问题的担忧程度较低。

图表25: 政府部门杠杆率回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表26: 美国政府杠杆率持平于发达国家平均水平



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

(1) 今年美国财政赤字规模及增速明显上升。截至6月, 联邦财政赤字已达到18770亿, 为近十年来高位, 仅低于疫情期间, 财政赤字增速则达到130%。与以往财政逆周期发力的特征相反, 今年财政发力具有明显的顺周期性。美国财政支出的方向有所变化, 疫情期间的直接补贴占比回落, 区域发展、投资、培训类支出占比上升。

(2) 支出方面, 拜登政府推行了三大法案, 定向支持三个领域。《基建法案》、《芯片法案》及《通胀削减法案》总支出规模约1.2万亿。其中, 《基建法案》规模约5500亿, 主要投资领域为道路、桥梁、铁路等基础设施领域。《芯片法案》规模2500亿美元, 主要投向半导体领域。《通胀削减法案》约4330亿, 主要投向能源与气候领域。

(3) 收入方面, 拜登政府对富人增税, 对穷人减税, 今年大幅提高个人所得税扣除额, 减少了个人所得税收入。2023年个税扣除额大幅抬升7%, 单身或已婚单独申报人群的扣除额提升至13850美元, 增速及扣减金额均明显高于近十年平均水平, 使得今年财政收入明显降低, 在结构层面低收入和中等收入家庭税收减免力度更高。

(4) 企业盈利回落使公司所得税减少。拜登政府在结构上进一步削减新兴行业税收, 截至二季度美国标普500企业盈利同比增速降至-1.5%, 使得企业所得税收入回落, 拜登政

府基于《通胀削减法案》削减了半导体、电气设备新兴行业的税收负担，增加了钢铁等传统行业税负，但新增税收体量偏低，难以对冲盈利回落带来的企业所得税整体减少。

(5) 展望未来，三大法案后续支出节奏安排仍然较高，2024至2026年支出仍有可能上涨。《芯片法案》中527亿的半导体投资在2026年之前仍将继续上升，240亿半导体投资税收抵免支出在2026年前预计同样延续增长。《基建法案》支出规模预计在2026年上升到峰值，《通胀削减法案》支出规模2024年将可能进一步上升。

(6) 对富人征税足以弥补减税带来的收入减少，明年财政收入仍能延续增长。根据拜登政府2024年财政预算，明年高收入群体的个人所得税将明显上涨，收入最高的前20%家庭所得税平均增加1.8万美元，超过其他家庭个税减少幅度。预计2023年美国财政收入有所回落，但2024年财政收入仍将增长至4.8万亿，2025年进一步增长至5万亿，收入端的增长使支出端各项开支仍具有持续性。

二、海外基本面&重要事件

(一) 货币与财政：鲍威尔杰克逊霍尔会议演讲偏鹰派

美国东部时间8月24-26日，由堪萨斯联储举办的年度经济政策研讨会在杰克逊霍尔举行。会议主题为：全球经济的结构性转变。鲍威尔发表题为“通货膨胀：进展与前路”的演讲。鲍威尔演讲的整体基调偏“鹰”。与2022年相同的是，鲍威尔演讲的主题仍然是通胀，向市场传递的核心信息仍然是：实现2%通胀目标是美联储的职责。不同的是，2022年简洁有力地总结了历史上抗通胀的三个经验/教训，今年的演讲更全面地介绍了美国“去通胀”的进展和前路，以及未来的挑战和货币政策的应对。

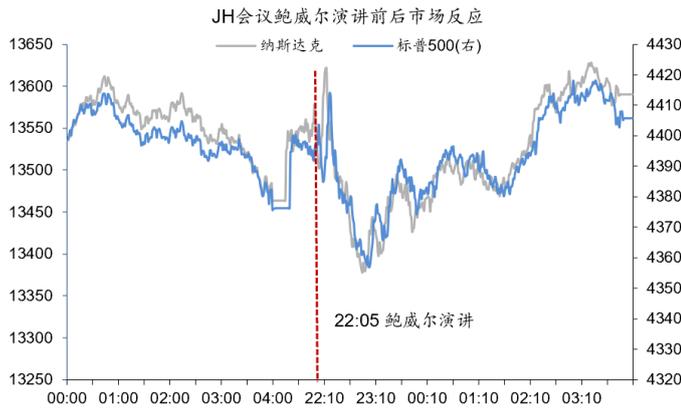
图表27：鲍威尔杰克逊霍尔会议演讲主要内容

段落	主要内容	核心内容
一	总体基调	<ol style="list-style-type: none"> 1. 将通货膨胀率降至2%是美联储的职责，我们将会这样做。 2. 我们准备在适当的情况下进一步提高利率，并打算将政策维持在一个限制性水平，直到我们确信通胀正在朝着我们的目标持续下降。
二	历史进展	<ol style="list-style-type: none"> 1. 在供给修复和需求收缩的共同作用下，通胀进展较为顺利的，但仍然有很长一段路要走。 2. 6月和7月核心PCE已经下降至4.1%和4.3%，是建立“去通胀”信心的开始，最终能下降到何处尚不确定。 3. 结构方面：1) 核心商品通胀显著下降，但仍高于疫情前水平；2) 租金通胀滞后与市场租金，目前已经开始下降，还需密切关注；3) 非住房核心服务通胀持续走平（3和6个月环比开始下降），源于利率敏感性较低。
三	前景展望	<ol style="list-style-type: none"> 1. 经济增长：工业生产、住宅投资等利率敏感性部门有所放缓，但GDP增速仍高于趋势水平，近期消费表现强劲。“经济增长持续高于趋势水平，可能会使通胀面临反弹风险，并可能成为进一步收紧货币政策的理由。” 2. 劳动力市场：再平衡过程仍在进行，但尚未完成。工资增速仍在下降过程中，但实际工资增速已经转正。“如果有证据表明，劳动力市场的紧张状况不再缓解，这可能也需要货币政策的回应。”
四	风险管理	<ol style="list-style-type: none"> 1. 实际中性利率水平（r^*）的不确定性。主流估计认为，当前FFR实际利率水平已经高于中性实际利率，但r^*是不可观测的，估计存在分歧，美联储没有能力确定真实的r^*。言外之意是，如果真实的r^*更高，当前的FFR的“限制性水平”就被高估了。 2. 滞后效应的长度和强度的不确定性。一般认为，货币政策的滞后效应长达12-24个月（或9-18个月），紧缩效应或仍在传导当中。 3. 菲利普斯曲线斜率的不确定性。有证据表明，疫情后菲利普斯曲线陡峭化——在紧张的劳动力市场中，通胀对劳动力市场的变化更敏感，但陡峭化的程度较难观察。
五	政策立场	<ol style="list-style-type: none"> 1. 保持货币政策的灵活性。“在即将举行的会议上，我们将根据总体数据以及不断变化的前景和风险评估政策进展。基于这一评估，我们将谨慎行事，决定是进一步收紧货币政策，还是保持政策利率不变。” 2. “不到黄河心不死”。We will keep at it until the job is done.

来源：Bloomberg，国金证券研究所

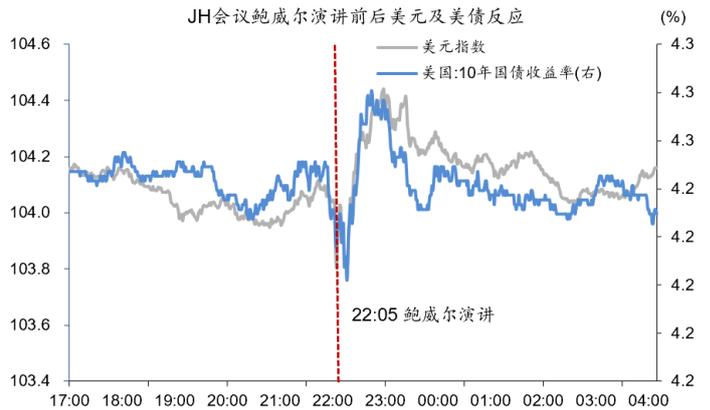
鲍威尔15分钟的演讲整体基调偏鹰派，引发市场较大波动。演讲开篇提出去通胀进展顺利，但也指出通胀仍过高，引起美股下跌，但随后鲍威尔也强调美联储将“谨慎行事”，美股回升、美债收益率下跌。截至收盘，纳斯达克涨0.9%，标普500涨0.7%，道指涨0.7%，美元指数涨0.2%至104，10Y美债收益率跌0.3BP至4.2%，黄金下跌0.2%至1943美元。

图表28: 鲍威尔演讲前后美股反应



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表29: 鲍威尔演讲前后美元美债反应



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 生产与就业: 美欧制造业 PMI 仍收缩, 欧洲服务业 PMI 降至收缩区间

美欧制造业 PMI 收缩, 欧洲服务业 PMI 降至收缩区间。美国 8 月制造业 PMI 跌至 47, 前值 49, 服务业 PMI 降至 51, 前值 52。英国 8 月制造业 PMI 从 7 月 45.3 进一步跌至 42.5, 低于预期值 45; 服务业 PMI 从 50.8 降至 47.9, 跌破枯荣线, 低于预期的 50.3; 欧元区 8 月服务业 PMI 意外跌破荣枯线, 从 50.9 降至 48.3, 低于预期值 50.5。制造业跌势依旧, 8 月制造业 PMI 数据为 43.7。

图表30: 美欧 8 月制造业 PMI 均处于收缩区间

制造业 PMI	月度变化	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10
全球	↓ 0.0		48.7	48.7	49.6	49.6	49.6	49.9	49.1	48.7	48.8	49.4
发达国家												
美国	↓ -2.0	47.0	49.0	46.3	48.5	50.4	49.3	47.8	46.8	46.2	47.6	49.9
欧元区	↑ 1.0	43.7	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4
英国	↓ -2.8	42.5	45.3	46.5	47.1	47.8	47.9	49.3	47.0	45.3	46.5	46.2
日本	↓ -0.2		49.6	49.8	50.6	49.5	49.2	47.7	48.9	48.9	49.0	50.7
德国	↑ 0.3	39.1	38.8	40.6	43.2	44.5	44.7	46.3	47.3	47.1	46.2	45.1
法国	↑ 1.3	46.4	45.1	46.0	45.7	45.6	47.3	47.4	50.5	49.2	48.3	47.2
意大利	↑ 0.7		44.5	43.8	45.9	46.8	51.1	52.0	50.4	48.5	48.4	46.5
希腊	↑ 1.7		53.5	51.8	42.8	52.4	52.8	51.7	49.2	47.2	48.4	48.1
西班牙	↓ -0.2		47.8	48.0	48.4	49.0	51.3	50.7	48.4	46.4	45.7	44.7
荷兰	↑ 1.5		45.3	43.8	44.2	44.9	46.4	48.7	49.6	48.6	46.0	47.9

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: 美欧8月制造业PMI均处于收缩区间

服务业PMI	月度变化	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10
全球	↓ -1.2		52.70	53.90	55.50	55.40	54.40	52.60	50.00	48.10	48.10	49.20
发达国家												
美国	↓ -1.3	51.0	52.3	54.4	54.9	53.6	52.6	50.6	46.8	44.7	46.2	47.8
欧元区	↓ -2.6	48.3	50.9	52.0	55.1	56.2	55.0	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6
英国	↓ -2.8	48.7	51.5	53.7	55.2	55.9	52.9	53.5	48.7	49.9	48.8	48.8
日本	↑ 0.5	54.3	53.8	54.0	55.9	55.4	55.0	54.0	52.3	51.1	50.3	53.2
德国	↓ -5.0	47.3	52.3	54.1	57.2	56.0	53.7	50.9	50.7	49.2	46.1	46.5
法国	↓ -0.4	46.7	47.1	48.0	52.5	54.6	53.9	53.1	49.4	49.5	49.3	51.7
意大利	↓ -0.7		51.5	52.2	54.0	57.6	55.7	51.6	51.2	49.9	49.5	46.4
西班牙	↓ -0.6		52.8	53.4	56.7	57.9	59.4	56.7	52.7	51.6	51.2	49.7
瑞士	↓ -6.9		42.7	49.6	52.6	52.2	54.2	55.3	56.7	49.5	53.4	53.8
瑞典	↑ 6.8		52.7	45.9	50.2	51.1	49.9	46.4	51.2	53.3	54.1	56.0
新兴市场												
中国	↓ -1.3		51.5	52.8	53.8	55.1	56.9	55.6	54.0	39.4	45.1	47.0
印度	↑ 3.8		62.3	58.5	61.2	62.0	57.8	59.4	57.2	58.5	56.4	55.1
俄罗斯	↓ -2.8		54.0	56.8	54.3	55.9	58.1	53.1	48.7	45.9	48.3	43.7
巴西	↓ -3.1		50.2	53.3	54.1	50.0	51.8	49.8	50.7	51.0	51.6	54.0

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 消费与出行: 美国红皮书消费增速回升

美国红皮书消费增速回升。8月19日当周,美国红皮书零售增速2.9%,前值0.7%。其中百货店增速-1.3%,前值-1%,折扣店增速4%,前值1.2%。德国外出用餐人数8月25日当周同比5.2%,美国-4.1%,英国-3.3%,纽约拥堵指数回升。

图表32: 美国红皮书零售同比2.9%,前值0.7%



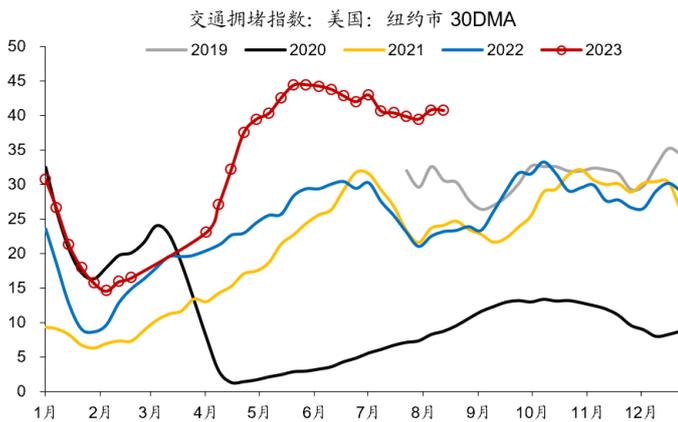
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表33: 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34: 美国纽约交通拥堵情况回升



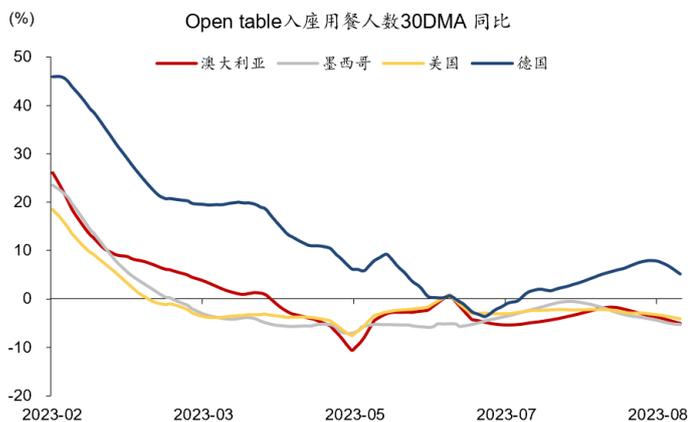
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表35: 德国航班飞行次数高于2022年



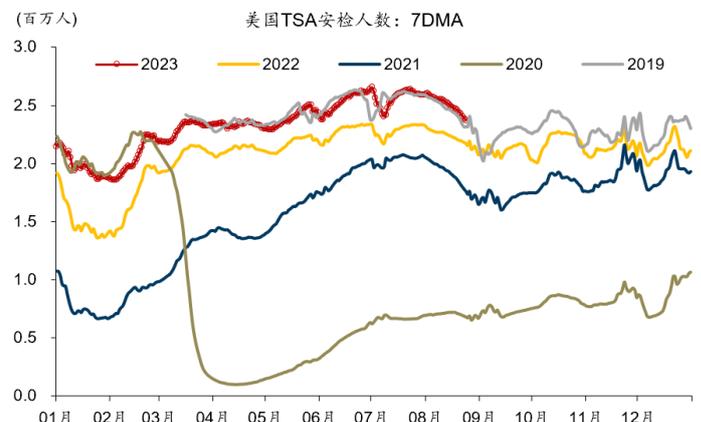
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表36: 德国8月外出用餐人数同比回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表37: 美国TSA安检人数小幅回落

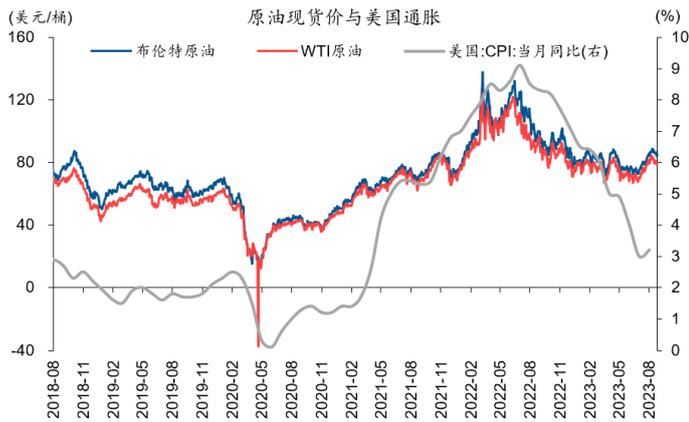


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(四) 通胀与能源: 原油价格回落

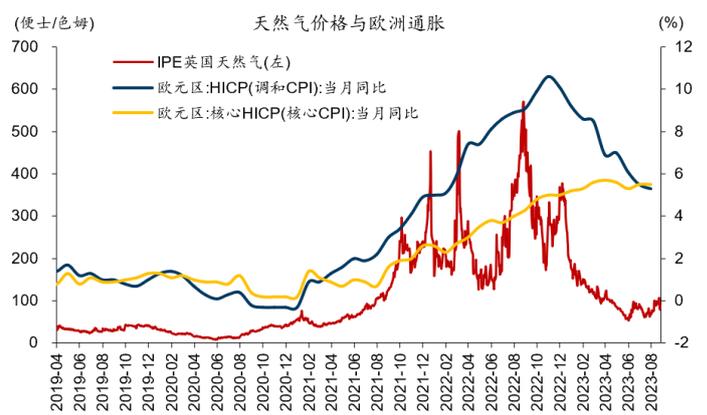
截至8月25日, 布油录得85.3美元每桶, 上周85.9美元; WTI原油录得80美元, 上周81美元; 英国天然气录得88便士/色姆, 上周93便士。NYMEX天然气2.6美元/百万英热单位, 上周2.6美元。

图表38: 本周, 布油价格 85 美元, WTI 价格 80 美元



来源: WIND、国金证券研究所

图表39: 本周, IPE 英国天然气 88 便士



来源: WIND、国金证券研究所

(五) 地产与信贷: 美国新屋销售上升, 成屋销售回落

美国新屋销售上升, 成屋销售回落。美国 7 月新屋销售折年 71 万套, 前值 68.4 万套, 环比升至 4%, 前值-3%, 同比升 31%, 前值 21%。7 月成屋销售折年 407 万套, 前值 416 万套。截至 8 月 24 日, 美国 30 年期抵押贷款利率升至 7.2%, 较 6 月底的 6.7% 上升 50BP。15 年期抵押贷款利率升至 6.6%, 较 6 月底的 6.1% 上升 50BP。截至 8 月 19 日, 美国 REALTOR 二手房挂牌价增速有所反弹。

图表40: 美国 7 月新房销售回升



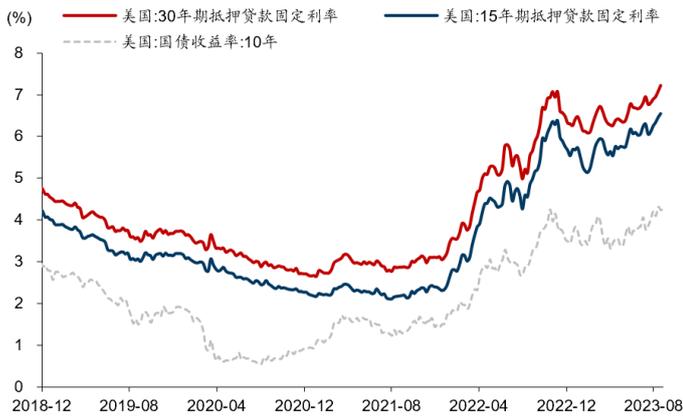
来源: WIND、国金证券研究所

图表41: 美国 7 月成屋销售下降



来源: WIND、国金证券研究所

图表42: 美国 30 年期抵押贷款利率升至 7.2%



来源: WIND、国金证券研究所

图表43: 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