

## 繁荣的顶点？货币“紧缩”效应显现

连续高强度加息下，美国政府的付息压力初步显露。展望未来，美联储继续加息的背景下，美国政府的付息压力将如何演绎及有何影响？本文梳理，供参考。

### ■ 当前美债付息压力怎样？紧缩效应初显，付息额已创下新高

疫后美国债台高筑，但低利率环境下付息压力并未明显抬升。疫情期间，为了托底经济，美国政府连续出台了多份财政刺激法案，使得可流通存量债务规模从疫情前的不足 20 万亿美元升破 25 万亿美元，占 GDP 的比重最高一度达到 124%。但因美联储长期维持货币宽松及财政部相机增加短债发行比重，2020、2021 年美债利息支出占 GDP 比重均维持在 1.5% 附近，处于历史绝对低位。

伴随着加息周期的开启、货币金融环境的大幅收紧，美国 2 季度利息支出额已经抬升至历史新高。3 月以来，美联储在 4 次会议上连续加息 25bp、50bp、75bp、75bp，将政策利率抬升至 2.25-2.5%。伴随着政策利率的抬升，美债利息支出压力也随之缓慢抬升。数据显示，美国利息支出已从去年 4 季度的 5410 亿美元升至 2 季度的 5991 亿美元、已创下历史新高，增幅远超其他财政支出。

### ■ 美债付息压力抬升的原因？债务规模维持高位，融资成本逐步抬升

考虑到加税计划尚未落地，但赤字财政使得存量债务规模维持高位、支撑政府杠杆率。伴随着刺激项目逐步到期退出，美国财政刺激退潮乃大势所趋。但考虑到加税计划尚未落地、缺少增量财政收入来源的情况，美国财政赤字水平只是回到了疫前正常水平，并非达到盈余状态。这一背景下，美国存量债务规模尽管增速放缓，但依然继续升至历史新高，使得杠杆率依然维持在 120% 左右的高位。

固定利率主导下，“更新率”较高的短债的融资成本先抬升，但中长债的反应滞后。尽管美债多为固定利率，但考虑到短债融资“更新率”较高，往往更早对加息进行反应。数据显示，短期美债每季度付息成本从低点 22 亿美元升至 2 季度的 230 亿美元以上，是总付息额抬升的突出贡献。与短债不同，1 年期以上的中长债，大部分到期规模集中在 2023 年及以后，相应利息支出压力未明显抬升。

### ■ 美债付息压力未来演绎及影响？紧缩效应加速显现，弱化财政兜底能力

伴随着加息滞后效应的显现，未来 2 年美国联邦政府利息支出占 GDP 比重，或将升至 2.5%。伴随着更多中长期逐步到期续发，加息周期带来的滞后效应也将继续加速，进而影响新券利率。中性情景下，2022、2023、2024 年美国联邦政府利息支出占 GDP 比重或升至 2.3%、2.5%、2.5%，接近历史高点。考虑到收紧政策滞后效应的存在，除非 2023 年出现极端降息，否则付息压力难以缓解。

美国经济动能走弱下，财政兜底能力将大幅弱化，加大“硬着陆”风险。由于美债 70% 由国内投资者持有且美国财政部会根据利率曲线调整发债结构，偿债风险仍相对可控。但是，领先指标制造业 PMI 新订单连续 2 月跌破 50%，预示“滞胀”到“衰退”的过渡，或发生在冬春之交。本轮经济动能衰减的过程中，高度透支的债务空间与逐步显现的紧缩效应，或将使得财政兜底能力严重弱于以往。

**风险提示：**美国超预期加息；美国 GDP 不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 分析师 SAC 执业编号：S1130522080008  
caojinqiu@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、周度专题：繁荣的顶点？货币“紧缩”效应显现.....	4
1.1、当前美债付息压力怎样？紧缩效应初显，付息额已创下新高.....	4
1.2、美债付息压力抬升的原因？债务规模维持高位，融资成本逐步抬升.....	6
1.3、美债付息压力未来演绎及影响？紧缩效应加速显现，弱化财政兜底能力.....	9
2、数据跟踪：美国 7 月新屋销售降至 2016 年初以来最低水平.....	13
2.1、美国经济跟踪：美国 7 月新屋销售下降，耐用品订单环比意外零增长.....	13
2.2、欧洲经济跟踪：欧元区 8 月制造业 PMI 不及预期.....	15
3、重点关注：美国 8 月非农就业.....	16
4、风险提示：.....	16

## 图表目录

图表 1：美国连续出台了多份财政刺激法案.....	4
图表 2：美国救济法案快速落地.....	4
图表 3：疫情刺激规模占正常年份财政支出的 70%以上.....	4
图表 4：美国政府、居民及企业部门杆杆率.....	4
图表 5：美国不同期限国债的发行数据.....	5
图表 6：美国不同期限国债的存量规模.....	5
图表 7：美国不同期限国债利息支出.....	5
图表 8：美国财政利息支出.....	5
图表 9：美国政府利息支出.....	6
图表 10：美国政府其他支出.....	6
图表 11：赤字财政回到疫情前水平.....	6
图表 12：美债发行规模.....	6
图表 13：美债到期规模.....	7
图表 14：存量债务规模维持高位.....	7
图表 15：美国存量债券结构.....	7
图表 16：美国不同期限国债利息支出（月度值）.....	7
图表 17：美债发行、到期、净融资规模.....	8
图表 18：美债发行额与存量美债占比.....	8
图表 19：美联储连续加息.....	8
图表 20：美债票面利率.....	8
图表 21：中期美债到期规模分布.....	8
图表 22：长期美债到期规模分布.....	8
图表 23：2022-2024 年，不同期限美债的到期规模.....	9
图表 24：联邦基金利率预测.....	9
图表 25：3M 美债收益率预测.....	9

图表 26: 2Y 美债收益率预测.....	10
图表 27: 10Y 美债收益率预测.....	10
图表 28: 美国联邦政府利息净支出预测.....	10
图表 29: 美国付息压力测算(名义 GDP 年均增速为 0%).....	10
图表 30: 美国付息压力测算(名义 GDP 年均增速为 2%).....	11
图表 31: 美国付息压力测算(名义 GDP 年均增速为 4%).....	11
图表 32: 美联储历年上缴给财政部的收入.....	11
图表 33: 美联储收入上缴示意图.....	11
图表 34: 美联储资产负债表规模变动预测.....	11
图表 35: 美联储上缴收入占 GDP 比重预测.....	11
图表 36: 美债 70%由其国内投资者持有.....	12
图表 37: 美国经济“硬着陆”风险抬升.....	12
图表 38: 加息周期下, 美国汽车贷款需求走弱.....	12
图表 39: 加息周期下, 美国地产销售需求走弱.....	12
图表 40: 美国 7 月新屋销售年化总数为 51.1 万户.....	13
图表 41: 美国 7 月成屋签约销售指数同比低于预期.....	13
图表 42: 美国 7 月耐用品订单环比初值低于预期.....	13
图表 43: 美国 8 月密歇根大学消费者信心指数上升.....	13
图表 44: 美国 7 月商品贸易逆差收窄.....	14
图表 45: 美国不同商品贸易差额.....	14
图表 46: 美国 7 月 PCE 物价指数下滑.....	14
图表 47: 美国 7 月服务 PCE 同比低于商品.....	14
图表 48: 美国 7 月个人收入上升.....	15
图表 49: 美国 7 月个人收入环比不及预期.....	15
图表 50: 当周, 美国初请失业金人数低于预期.....	15
图表 51: 当周, 美国 EIA 原油库存下滑.....	15
图表 52: 欧元区 8 月综合 PMI 下滑.....	16
图表 53: 欧元区 8 月制造业 PMI 不及预期.....	16
图表 54: 下周海外重点数据发布日期情况.....	16

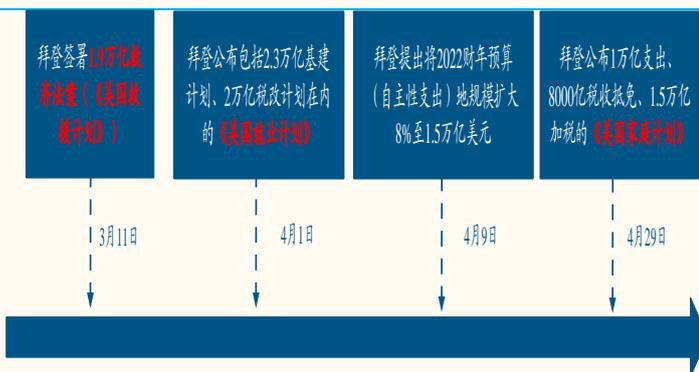
## 1、周度专题：繁荣的顶点？货币“紧缩”效应显现

连续高强度加息下，美国政府的付息压力初步显露。展望未来，美联储继续加息的背景下，美国政府的付息压力将如何演绎及有何影响？本文梳理，供参考。

### 1.1、当前美债付息压力怎样？紧缩效应初显，付息额已创下新高

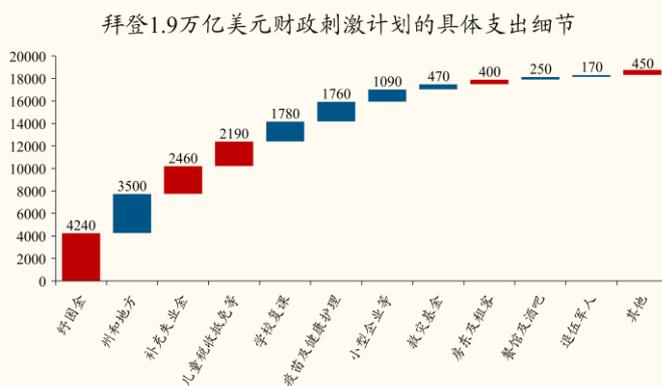
疫后大规模财政刺激下，美国政府债台高筑，杆杆率一度抬升至 120% 以上。疫情期间，为了托底经济，美国政府连续出台了多份财政刺激法案，刺激规模占疫前正常年份财政支出的 70% 以上（2009 年约 10%）。为了满足刺激法案的融资需求，美国政府大规模举债，使得可流通存量债务规模从疫情前的不足 20 万亿美元升破 25 万亿美元，占 GDP 的比重最高一度达到 124%。

图表 1：美国连续出台了多份财政刺激法案



来源：White House、国金证券研究所

图表 2：美国救济法案快速落地



来源：White House、国金证券研究所

图表 3：疫情刺激规模占正常年份财政支出的 70% 以上



来源：IMF、国金证券研究所

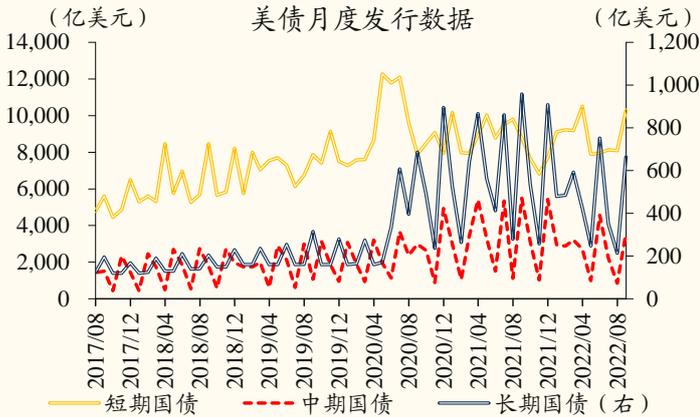
图表 4：美国政府、居民及企业部门杆杆率



来源：Wind、国金证券研究所

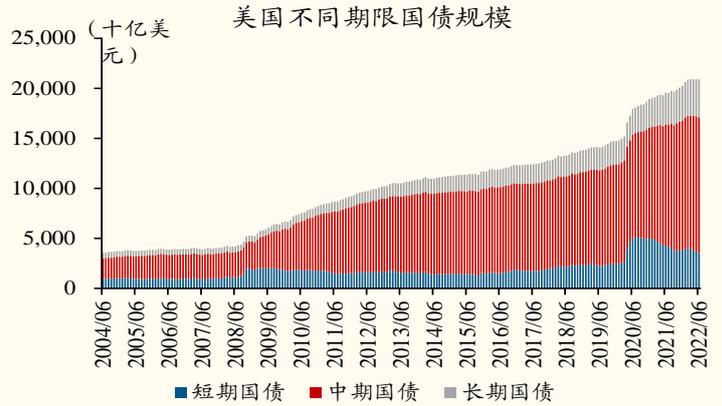
但由于美联储长期维持宽松定力及财政部增加短债发行比重，2020、2021 年美国偿债压力持续处于绝对低位。财政刺激法案连续出台的同时，美联储将利率水平降至 0-0.25% 且持续维持低位，同时不断量宽扩表。为了尽可能降低融资成本，财政部发行了更多短债 (bills)，使得后者占美债总量占比从疫情前的 14.4% 一度升至高点（2020 年 6 月）25.5%。因此，2020、2021 年美债利息支出占 GDP 比重均维持在 1.5% 附近，处于历史绝对低位。

图表 5: 美国不同期限国债的发行数据



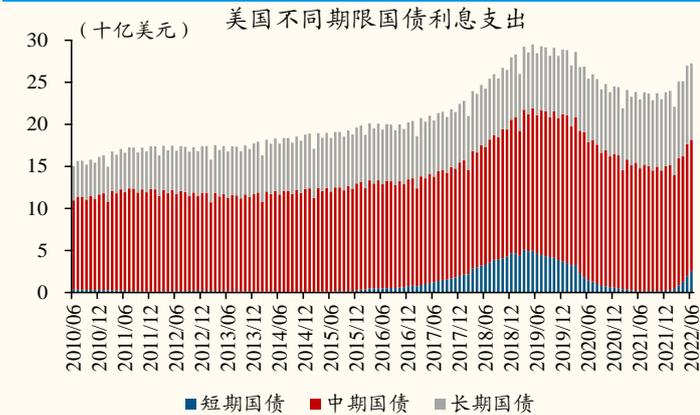
来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 美国不同期限国债的存量规模



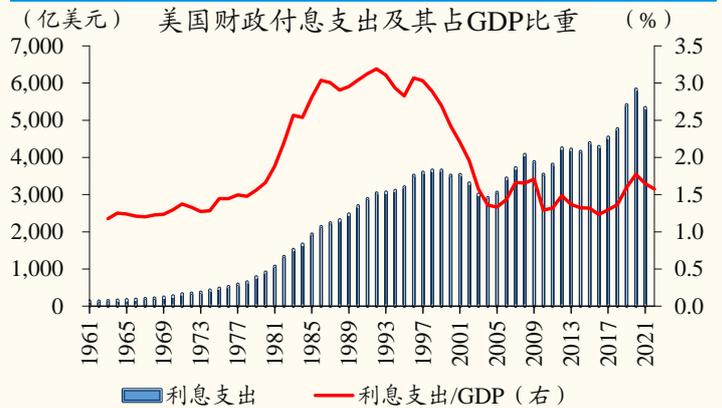
来源: Wind、国金证券研究所

图表 7: 美国不同期限国债利息支出



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 美国财政利息支出



来源: Wind、国金证券研究所

伴随着加息周期的开启，货币金融环境的大幅收紧，美国 2 季度利息支出额已经创下历史新高。3 月以来，美联储在 4 次会议上连续加息 25bp、50bp、75bp、75bp，将政策利率抬升至 2.25-2.5%。伴随着政策利率的抬升，美债利息支出压力也随之大幅抬升。数据显示，美国利息支出年化值已经从 2021 年 4 季度的 5415 亿美元缓慢升至 2022 年 2 季度的 5991 亿美元<sup>1</sup>、创下历史新高。

<sup>1</sup>考虑到净利息支出仅公布年度数据，这里的利息支出使用的是总利息支出，但二者都源自财政部且走势基本同步，不影响趋势判断。

图表 9: 美国政府利息支出



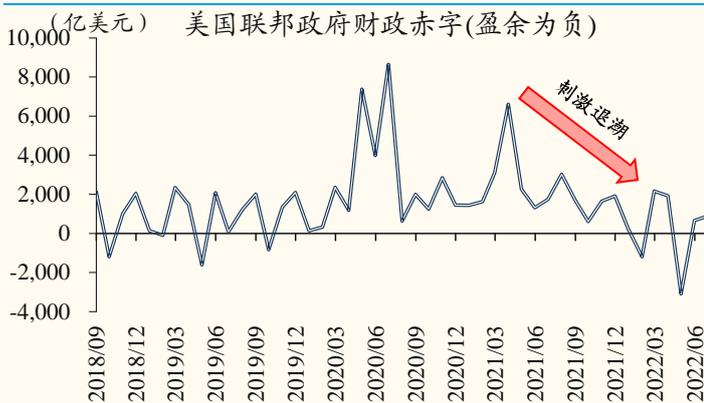
图表 10: 美国政府其他支出



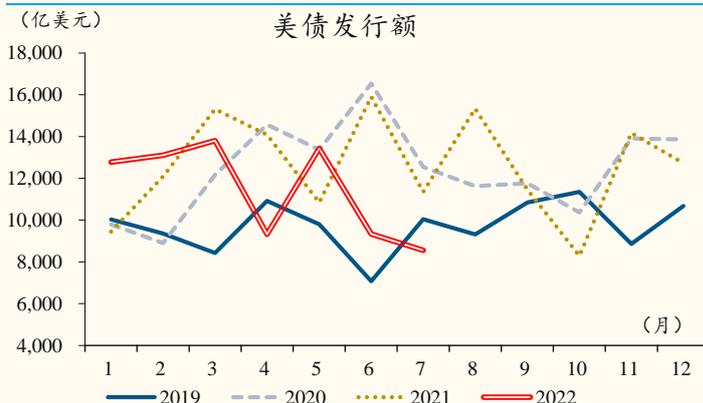
### 1.2、美债付息压力抬升的原因？债务规模维持高位，融资成本逐步抬升

考虑到加税计划尚未落地，但赤字财政使得存量债务规模维持高位、支撑政府杆杆率。伴随着刺激项目逐步到期退出，美国财政刺激退潮乃大势所趋。但考虑到加税计划尚未落地、缺少增量财政收入来源的情况，美国财政赤字水平只是回到了疫前正常水平，并非达到盈余状态。这一背景下，美国存量债务规模尽管略有下滑，但依然维持在历史高位，使得政府杆杆率依然维持在 120% 左右的高位，其中联邦政府杆杆率约 100%。

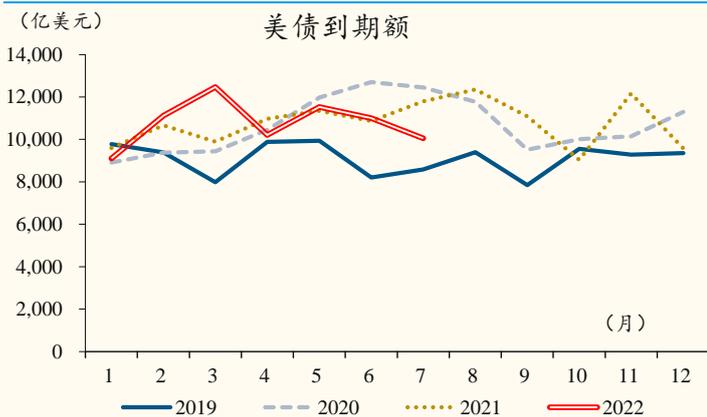
图表 11: 赤字财政回到疫情前水平



图表 12: 美债发行规模

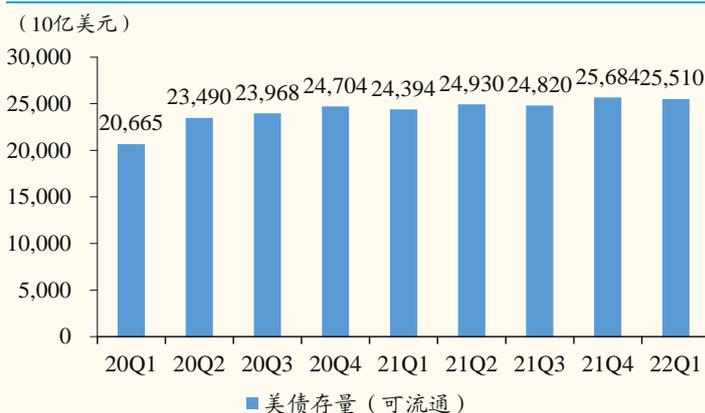


图表 13: 美债到期规模



来源: Wind、国金证券研究所

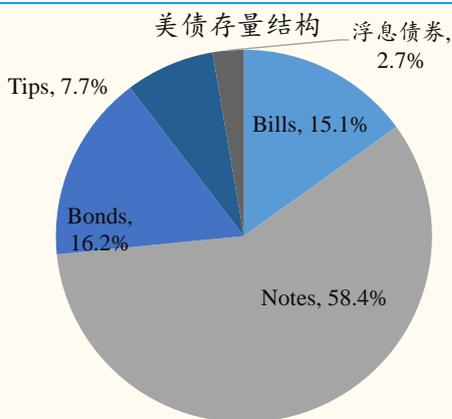
图表 14: 存量债务规模维持高位



来源: Wind、国金证券研究所

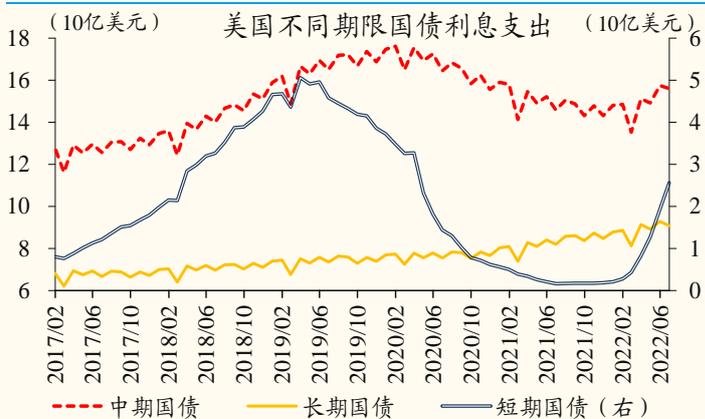
尽管美债多以固定利率，但考虑到短期美债融资“更新率”较高，往往更早对加息进行反应。美债存量规模中，浮动利息债券占比仅为 2.7%，美国财政部的付息利率主要取决于债券发行期的利率水平。对于固定利率美债而言，短债占比尽管仅为 15%，但由于期限较短，年度发行额、到期额占比接近 4 成。凭借更高的“更新率”，短债票面利率更早对融资环境收紧进行反应，对应的付息成本也水涨船高。数据显示，短债年化付息额从 2021 年 4 季度的 22.4 亿美元抬升至 2022 年 2 季度的 230 亿美元以上，是总付息额抬升的突出贡献。

图表 15: 美国存量债券结构



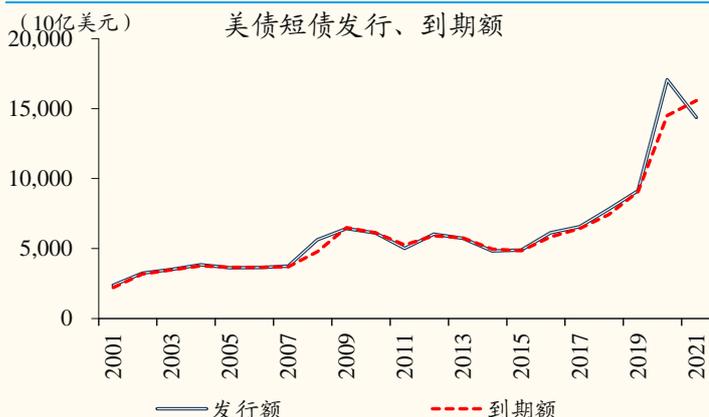
来源: SIFMA、国金证券研究所

图表 16: 美国不同期限国债利息支出 (月度值)



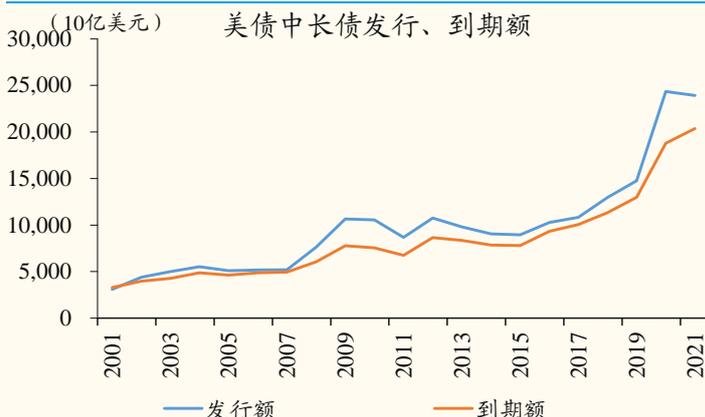
来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 美债发行、到期、净融资规模



来源: Wind、国金证券研究所

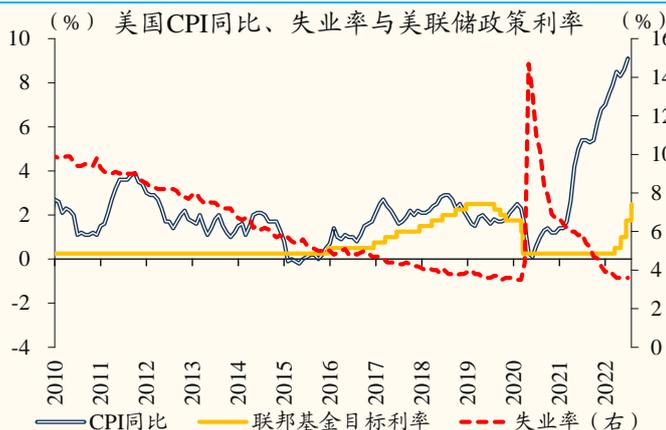
图表 18: 美债发行额与存量美债占比



来源: Wind、国金证券研究所

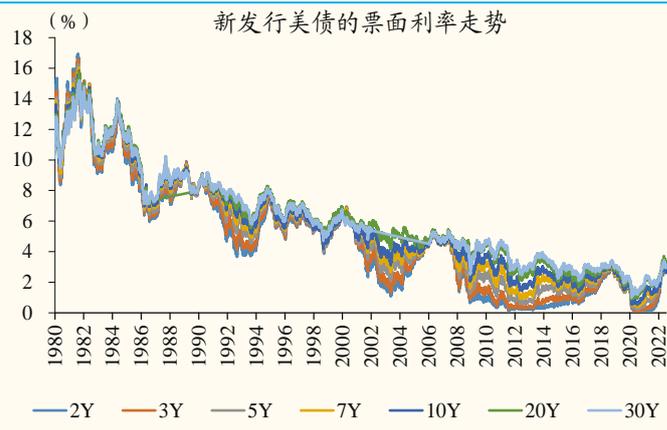
固定利率主导下，中长端以上债券由于大部分规模仍未到期，相应利息支出压力尚未获得明显抬升。与短债不同，1 年期以上的中长债，大部分到期规模集中在 2023 年及以后。这意味着，尽管货币金融环境已大幅收紧、相应中长债新券的利率也纷纷抬升至 2018 年前后的水平，但由于 2022 年到期占比较小，对应的付息压力并没有获得显著抬升。

图表 19: 美联储连续加息



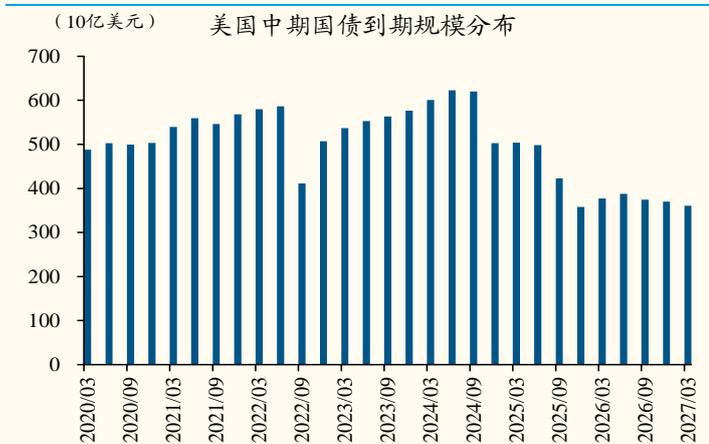
来源: Fed、国金证券研究所

图表 20: 美债票面利率



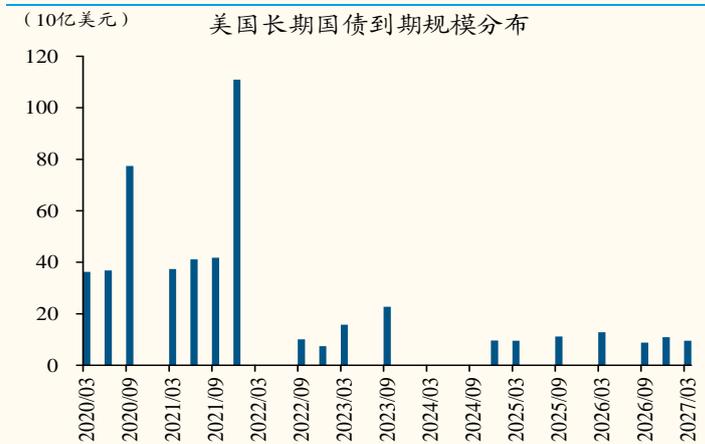
来源: Fed、国金证券研究所

图表 21: 中期美债到期规模分布



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表 22: 长期美债到期规模分布

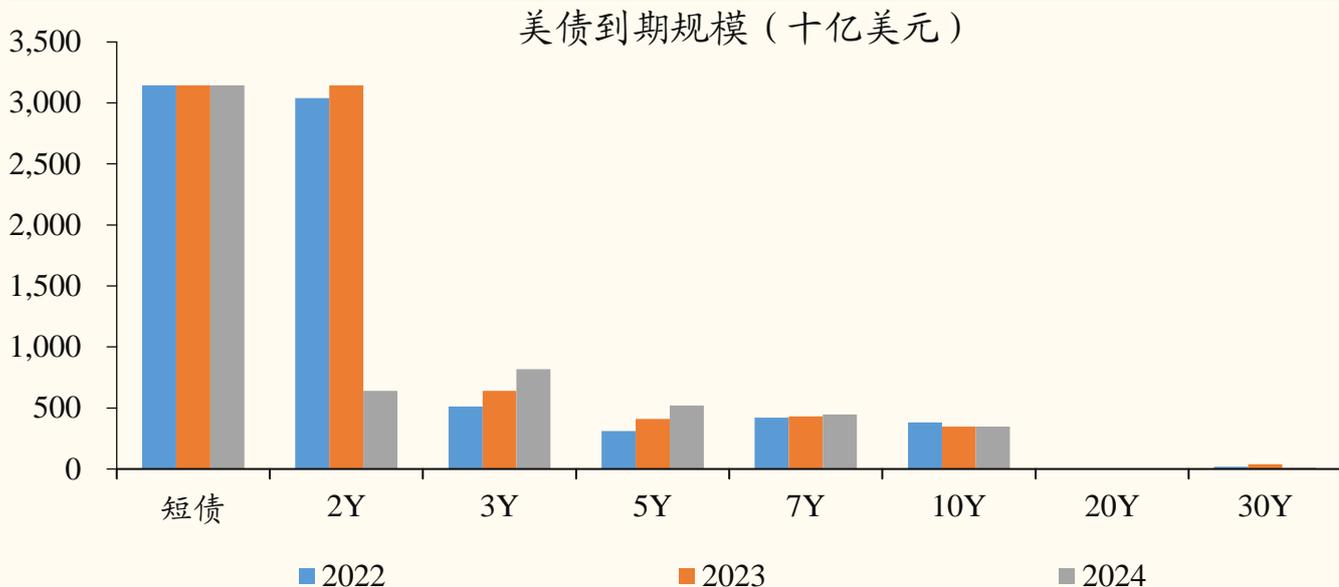


来源: Bloomberg、国金证券研究所

### 1.3、美债付息压力未来演绎及影响？紧缩效应加速显现，弱化财政兜底能力

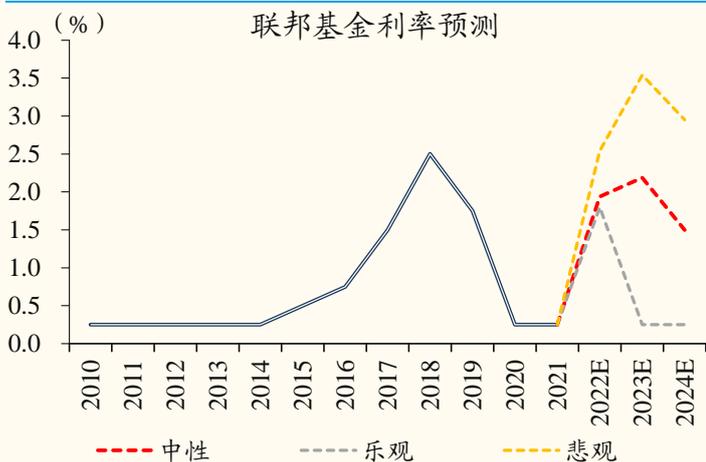
预测前提：1、所有期限的到期美债等额续发；2、为保守起见，政策利率、市场利率的乐观预测采用彭博最低预期；悲观情形采用彭博平均预期；乐观情形假设 2023 年中以后美联储降息至 0 附近。2022-2024 年，中长债到期规模分别为 4.68、5.01、2.78 万亿美元，假设到期规模等额续发。对于政策利率而言，中性情景下，我们预计美联储加息止步于 2023 年 3 月、随后降息，终点利率水平约为 2.5-2.75%，随后 2023、2024 年均实施降息。

图表 23：2022-2024 年，不同期限美债的到期规模



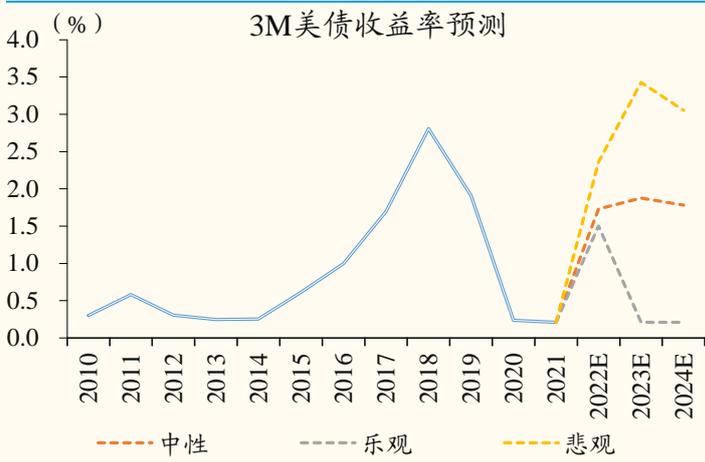
来源：SIFMA、国金证券研究所

图表 24：联邦基金利率预测



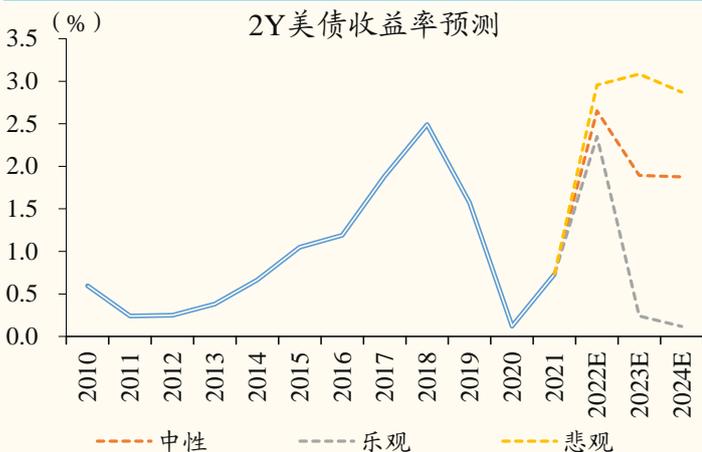
来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 25：3M 美债收益率预测



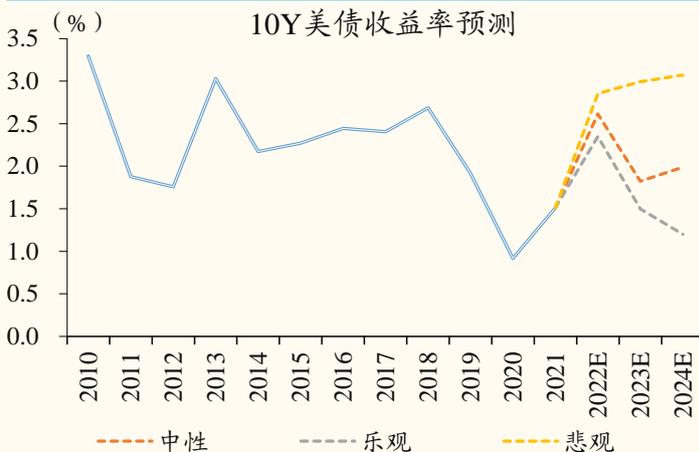
来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 26: 2Y 美债收益率预测



来源: Bloomberg、国金证券研究所

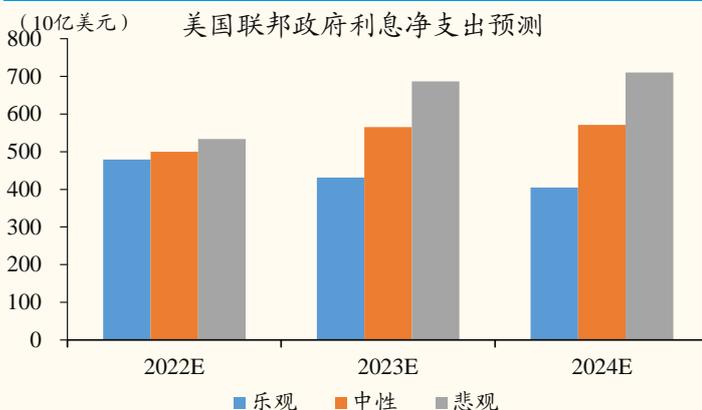
图表 27: 10Y 美债收益率预测



来源: Bloomberg、国金证券研究所

中性情景下，未来 2 年美国联邦政府的利息支出占 GDP 比重，或将升至 2.5% 左右<sup>2</sup>。伴随着更多中长期逐步到期，加息的滞后效应也将显现，进而影响新券的票面利率。以 10Y 美债为例，中性情景下，对应收益率在 2022、2023、2024 年的水平约为 2.6%、1.8%、2.0%。中性情景下，2022 年、2023、2024 年美国联邦政府利息支出占 GDP<sup>3</sup> 比重或升至 2.3%、2.5%、2.5%，接近历史高点<sup>4</sup>。考虑到政策滞后效应的存在，除非 2023 年出现极端降息，否则联邦政府的付息压力难以出现明显缓解。

图表 28: 美国联邦政府利息净支出预测



来源: Wind、国金证券研究所

图表 29: 美国付息压力测算(名义 GDP 年均增速为 0%)



来源: Wind、国金证券研究所

<sup>2</sup> 预测方法:

第一步，计算出未来不同期限美债的到期规模数据；  
第二步，回溯不同期限到期美债的票面利率（发行期）；  
第三步，根据新的票面利率预测，计算出续发美债利息支出与原利息支出的差值；  
第四步，根据差值，计算出未来存量美债的利息支出。

<sup>3</sup> 不同假设情景下的名义 GDP 增速，对付息压力的预测结果影响有限，故不做赘述，详情参考图 29-31。

<sup>4</sup> 乐观、悲观情形下，2022 年利息支出压力约为 2.2%、2.5%，2023 年约为 1.9%、3.0%，2024 年约为 1.8%、3.1%。

图表 30: 美国付息压力测算(名义 GDP 年均增速为 2%)



来源: Wind、国金证券研究所

图表 31: 美国付息压力测算(名义 GDP 年均增速为 4%)



来源: Wind、国金证券研究所

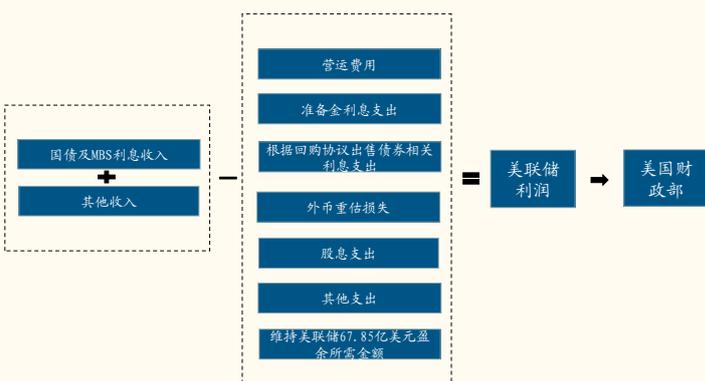
美联储进一步推进缩表过程中，上缴的利息收入将有所减少，加剧联邦政府的实际付息压力。综合考虑美联储持有美债到期情况及缩表计划来看，美联储资产负债表规模或将从 9 万亿美元的高位，缩减至 2022 年底的 8.5 万亿美元、2023 年底的 7.6 万亿美元。由于美联储上缴利润主要来自持有美债的收益，缩表将导致上缴利润缩水，或于 2024 年底造成大约额外 0.2% 的实际付息压力。

图表 32: 美联储历年上缴给财政部的收入



来源: Fed、国金证券研究所

图表 33: 美联储收入上缴示意图



来源: Fed、国金证券研究所

图表 34: 美联储资产负债表规模变动预测



来源: Wind、国金证券研究所

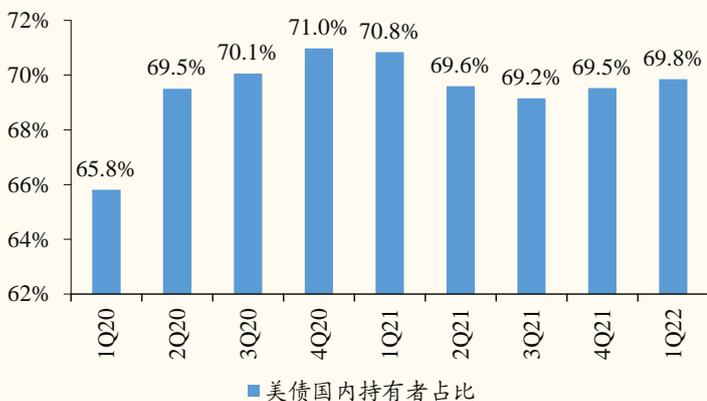
图表 35: 美联储上缴收入占 GDP 比重预测



来源: Wind、国金证券研究所

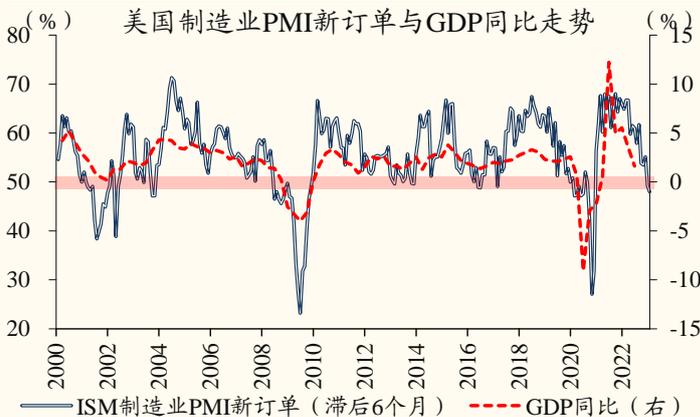
美国经济动能走弱下，财政兜底能力将大幅弱化，加大“硬着陆”风险。由于美债 70%由国内投资者持有且财政部会相机调整债务融资，偿债风险仍相对可控。但是，领先指标制造业 PMI 新订单连续 2 月跌破 50%，预示“滞胀”到“衰退”的过渡，或发生在冬春之交。本轮经济动能衰减的过程中，高度透支的债务空间与逐步显现的紧缩效应，或将使得财政兜底能力严重弱于以往，加大“硬着陆”风险。（详情参见《繁荣的顶点？美国“硬着陆”风险讨论》）。

图表 36：美债 70%由其国内投资者持有



来源：Wind、国金证券研究所

图表 37：美国经济“硬着陆”风险抬升



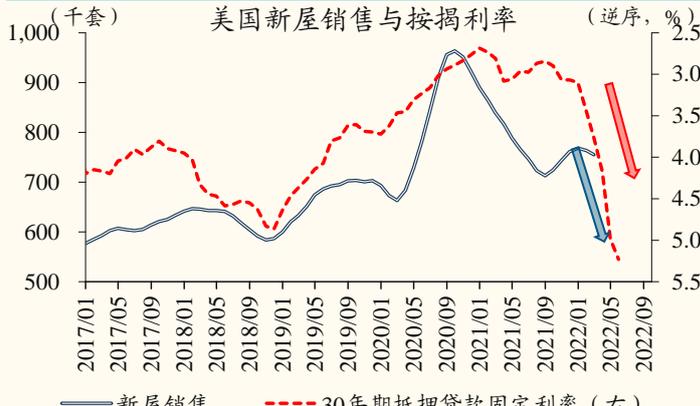
来源：Wind、国金证券研究所

图表 38：加息周期下，美国汽车贷款需求走弱



来源：Wind、国金证券研究所

图表 39：加息周期下，美国地产销售需求走弱



来源：Wind、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

- 疫后美国债台高筑，但低利率环境下偿债压力并未明显抬升，2020、2021 年美债利息支出占 GDP 比重均维持在 1.5% 附近，处于历史绝对低位。伴随着加息周期的开启、货币金融环境的大幅收紧，美国政府 2 季度利息支出额升至 5991 亿美元、创历史新高。
- 付息压力抬升的幕后推手：1、杠杆率未降，考虑到加税计划尚未落地，但赤字财政使得存量债务规模维持高位、支撑政府杠杆率。2、固定利率主导下，“更新率”较高的短债的融资成本先抬升，但中长债对加息周期的反应滞后。
- 伴随着加息滞后效应的显现，中性情景下，未来 2 年美国联邦政府的利息支出占 GDP 比重，或将升至 2.5%。考虑到收紧政策滞后效应的存在，除非 2023 年出现极端降息，否则付息压力难以缓解。这意味着，本轮美国经济动能走弱下，财政兜底能力将大幅弱化，加大“硬着陆”风险。

## 2、数据跟踪：美国 7 月新屋销售降至 2016 年初以来最低水平

### 2.1、美国经济跟踪：美国 7 月新屋销售下降，耐用品订单环比意外零增长

#### ■ 2.1.1、美国 7 月新屋销售降至 2016 年初以来最低水平

当周（8 月 22 日- 8 月 26 日），美国公布 7 月新屋开工和成屋签约销售指数同比数据。其中，美国 7 月新屋销售年化总数为 51.1 万户，低于预期的 57.5 万户，前值由 59 万户下修至 58.5 万户，降至 2016 年年初以来最低水平；7 月新屋销售总数环比增速为-12.6%，低于预期-2.5%，前值由-8.1%上修至-7.1%。美国 7 月成屋签约指数同比为-22.5%，低于预期的-21.4%、前值由-19.8%下修为-20.1%，新冠肺炎疫情爆发以来最大降幅。环比方面，美国 7 月成屋签约指数环比-1%，高于预期的-2.6%，前值由-8.6%下修为-8.9%。

图表 40：美国 7 月新屋销售年化总数为 51.1 万户



来源：Wind、国金证券研究所

图表 41：美国 7 月成屋签约销售指数同比低于预期

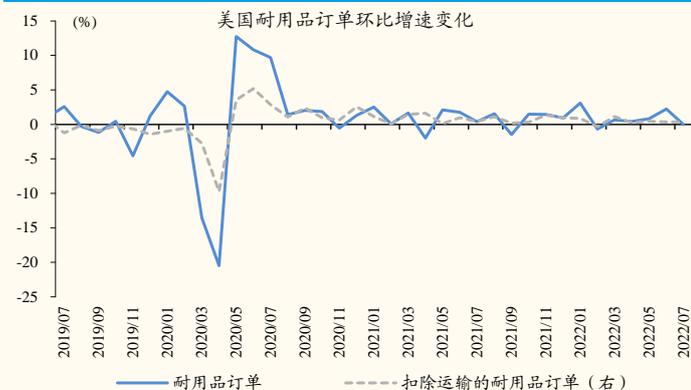


来源：Wind、国金证券研究所

#### ■ 2.1.2、美国 7 月耐用品订单低于预期，8 月消费者信心指数高于预期

当周（8 月 22 日- 8 月 26 日），美国公布 7 月耐用品订单环比和 8 月密歇根大学消费者信心指数终值数据。其中，美国 7 月耐用品订单环比初值为 0%，低于预期的 0.8%，前值由 2%上修至 2.2%；扣除变动较大的运输类，7 月耐用品订单环比为 0.3%，高于预期的 0.2%，前值由 0.4%下修至 0.3%。美国 8 月密歇根大学消费者信心指数终值为 58.2，高于预期和前值 55.1。

图表 42：美国 7 月耐用品订单环比初值低于预期



来源：Wind、国金证券研究所

图表 43：美国 8 月密歇根大学消费者信心指数上升

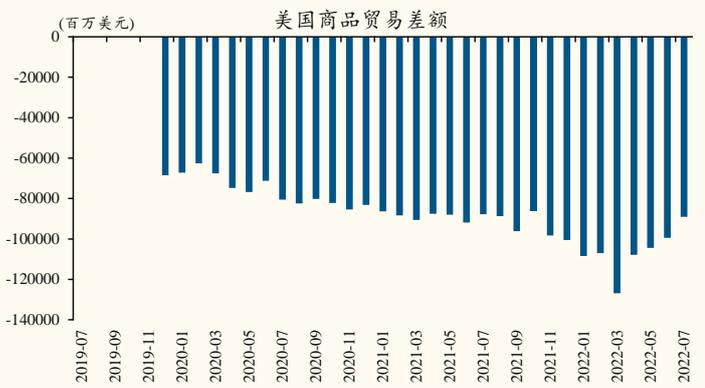


来源：Wind、国金证券研究所

### 2.1.3、美国 7 月商品贸易逆差收窄

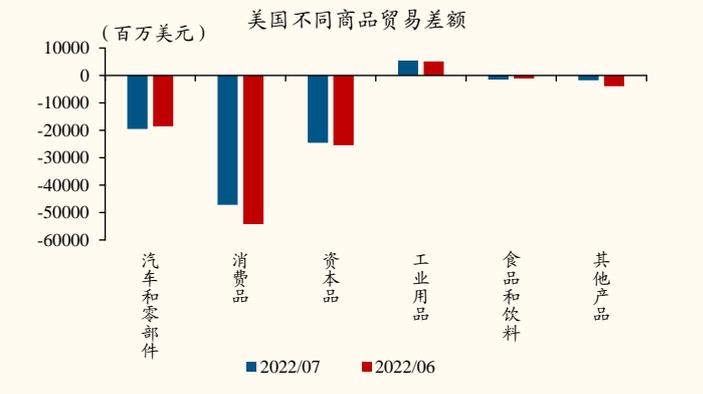
当周（8月22日-8月26日），美国公布7月商品贸易帐数据。其中，美国7月商品贸易逆差由982亿美元收窄至891亿美元，低于预期的985亿美元。主要商品中，汽车和零部件、工业用品、食品和饮料类商品贸易逆差走扩，消费品、资本品以及其他产品贸易逆差小幅收窄。

图表 44：美国 7 月商品贸易逆差收窄



来源：Wind、国金证券研究所

图表 45：美国不同商品贸易差额

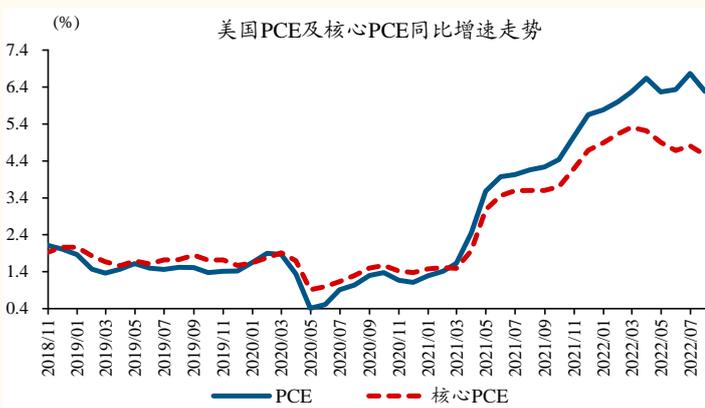


来源：Wind、国金证券研究所

### 2.1.4、美国 7 月 PCE 同比下滑

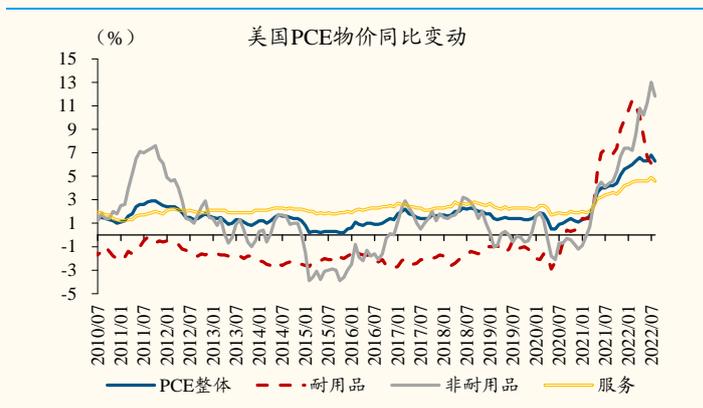
当周（8月22日-8月26日），美国公布7月PCE同比数据。具体来看，美国7月PCE物价指数同比上升6.3%，低于预期的上升6.4%和前值的上升6.8%；7月核心PCE物价指数同比上升4.6%，低于预期的上升4.7%和前值的上升4.8%。主要分项中，耐用品、非耐用品物价同比分别降至5.6%、11.8%；服务物价同比降至4.6%。

图表 46：美国 7 月 PCE 物价指数下滑



来源：Wind、国金证券研究所

图表 47：美国 7 月服务 PCE 同比低于商品

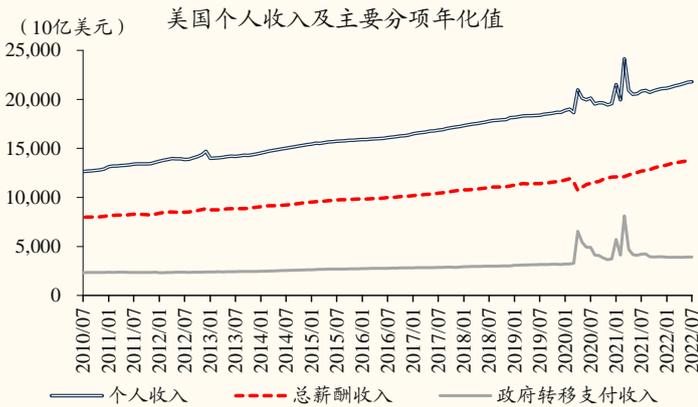


来源：Wind、国金证券研究所

### 2.1.5、美国 7 月个人收入环比不及预期

当周（8月22日-8月26日），美国公布7月个人收入环比数据。具体来看，美国7月个人收入环比录得0.2%，低于预期的0.6%，前值由0.6%上修至0.7%。主要分项中，总薪酬收入环比录得0.8%，高于前值的0.6%；政府转移支付环比降至-0.4%。

图表 48: 美国 7 月个人收入上升



来源: BEA、国金证券研究所

图表 49: 美国 7 月个人收入环比不及预期



来源: BEA、国金证券研究所

■ 2.1.6、美国当周初请失业金人数低于预期，EIA 原油库存下滑

当周 (8 月 22 日 - 8 月 26 日)，美国公布 8 月 20 日当周初请失业金人数和 8 月 19 日当周 EIA 原油库存数据。其中，当周初请失业金人数为 24.3 万人，预期为 25.2 万人，前值由 25 万人下修至 24.5 万人。当周 EIA 原油库存下滑 328.2 万桶，预期值为下滑 250 万桶，前值为下滑 705.6 万桶。

图表 50: 当周，美国初请失业金人数低于预期



来源: Wind、国金证券研究所

图表 51: 当周，美国 EIA 原油库存下滑



来源: Wind、国金证券研究所

2.2、欧洲经济跟踪：欧元区 8 月制造业 PMI 不及预期

■ 2.2.1、欧元区 8 月制造业 PMI 不及预期

当周 (8 月 22 日 - 8 月 26 日)，欧元区公布 8 月综合 PMI 初值。其中，8 月综合 PMI 初值由 49.9 下滑至 49.2，高于预期，降至 18 个月来的最低点；8 月制造业 PMI 初值为 49.7%，低于预期的 49.8%。

图表 52: 欧元区 8 月综合 PMI 下滑



来源: Wind、国金证券研究所

图表 53: 欧元区 8 月制造业 PMI 不及预期



来源: Wind、国金证券研究所

### 3、重点关注: 美国 8 月非农就业

图表 54: 下周海外重点数据发布日期情况

经济体	日期	经济指标	期间	预期	前值	
美国	8/30	美联储威廉姆斯 (永久票委) 就经济前景发表讲话	-	-	-	
	8/30	美联储巴尔金 (2024 票委) 就美国通胀和经济发表讲话	-	-	-	
	8/31	美联储梅斯特 (2022 票委) 就美国经济前景发表讲话	-	-	-	
	9/1	美联储博斯蒂克 (2024 票委) 就金融科技在金融包容性中的作用发表讲话	-	-	-	
	9/2	美联储博斯蒂克 (2024 票委) 向商学院学生发表讲话	-	-	-	
	8/30	谘商会消费者信心指数	8月	97.4	95.7	
	8/31	ADP 就业人数变动(万人)	8月	-	12.8	
	8/31	EIA 原油库存变动(万桶)	8月26日当周	-	-328.2	
	9/1	首次申请失业救济人数(万人)	8月27日当周	-	24.3	
			ISM 制造业指数	8月	52.4	52.8
			失业率	8月	3.5%	3.5%
		9/2	非农就业人口变动(万人)	8月	30	52.8
			扣除飞机非国防资本耐用品订单环比终值	7月	-	0.4%
			耐用品订单环比终值	7月	-	0%
欧元区	8/31	调和CPI同比	8月	8.8%	8.9%	
	9/1	制造业PMI终值	8月	49.7	49.7	
德国		失业率	7月	6.6%	6.6%	
	8/30	CPI同比初值	8月	7.8%	7.5%	
	8/31	失业率	8月	5.5%	5.4%	
日本	9/1	制造业PMI终值	8月	49.8	49.8	
	8/31	零售销售环比	7月	0.3%	-1.4%	
	8/31	工业产出同比初值	7月	-2.6%	-2.8%	

来源: Bloomberg、国金证券研究所

### 4、风险提示:

1、**美联储超预期加息。**与市场预期相比,未来美联储实际加息的持续性及终点利率超出预期,使得偿债压力超预期。

2、**美国 GDP 不及预期。**GDP 的增长速度严重落后利息支出的抬升速度,使得偿债压力大幅高于预测。

**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**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402