

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

美国地产为何对利率“脱敏”？

2023年初以来，在美联储加息周期尚未结束之前，美国住宅地产市场明显回暖，新屋开工、销售和建造增速触底上升，房价环比增速由负转正。作为最具利率敏感性的部门，美国地产为何对利率出现“脱敏”？

热点思考：美国地产为何对利率“脱敏”？

本轮加息周期中，美国地产对利率显著“脱敏”，量价相较低位均有不同程度回升。新房销售量在2022年7月触底回升，成屋销售量2023年1月触底回升，截至2023年5月，新房销售环比达12.2%，同比达20%。新屋开工量今年1月以来明显反弹。美国FHFA、房地美房价指数及前20城房价环比增速均转正。

供求角度而言，美国住房供给不足的矛盾源于2008年金融危机后的长期去杠杆。供给侧，2008年后，美国地产投资占GDP的比重和银行贷款占比均大幅下降。需求侧，美国千禧一代人口大量进入房地产市场，新增家庭数量不断上升，2015年到2021年，美国住房增加了约630万套，但美国家庭数量共增加了790万户。

美联储快速加息导致住房供不应求的矛盾集中暴露。供给侧，高利率加剧了成屋业主的惜售行为，二手房供应量明显减少，库存处于低位。需求侧，2022年以来的加息并未对劳动力市场构成显著冲击，房价收入比降低，居民负担能力相对提升。另一方面，去年底至今年2月，房贷利率下降又减轻了每月还款压力，支撑了需求侧的韧性。

展望未来，短期而言，供求矛盾使美国地产的反弹可能延续。美国房地产库存仍处于历史低位，截至今年5月，美国二手房库存仅可供应3个月，新房可供应月份约6.7个月。反映销售前景的NAHB市场指数、未来6个月的预期指数以及潜在买家的流量指数自年初以来连续回升，截至今年6月，NAHB未来6个月的预期指数已上升至62。

中期而言，地产回暖会提升通胀粘性，短端利率维持高位及期限结构的“陡峭化”或从需求端压制地产高景气。鲍威尔6月例会后持续释放鹰派言论，认为2023年或再加息两次，近期抵押贷款利率明显反弹。美国5月份平均房贷还款额已上升至2500美元，在储蓄消耗、财政补贴退坡的情况下，这会继续抑制地产需求的释放。

海外事件&数据：美国耐用品订单回升，PCE通胀回落

美国5月耐用品新订单增速回升。美国5月耐用品新订单增速环比初值录得1.7%，大幅超出市场预期-0.9%和前值1.2%，同比增5.4%，前值4.3%。交通设备增速最高，同比达18%，电气设备同比6%，前值4%。交通设备中，汽车及零部件同比增5.7%，前值4.2%，商用飞机同比60.9%，前值22%。

美国5月PCE、核心PCE物价指数同比环比基本符合预期。美国5月PCE物价指数同比上涨3.8%，预期3.8%，前值4.3%；环比增0.1%，预期0.1%，前值0.4%。剔除食品和能源后，5月核心PCE物价指数同比上涨4.6%，略低于预期4.7%，前值4.7%；环比上涨0.3%，预期0.3%，前值0.4%。

美国一季度GDP增速上修。美国2023年一季度GDP环比折年终值由1.3%上调至2%，居民消费支出进一步上调，从此前的环比增3.8%上修至4.2%。6月24日当周，美国红皮书零售增速0.5%，前值0.9%，纽约拥堵指数回落，美国当周初请失业金人数24万人，前值27万人；续请失业人数174万人，前值176万人。

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：美国房地产为何对利率“脱敏”？ | 4 |
| （一）年初以来，美国地产明显回暖，房价、销售、开工均有不同程度反弹 | 4 |
| （二）“大危机”后住房供给缺口尚未收敛，加息进一步加剧了供求失衡 | 6 |
| （三）短期内基本面仍支撑地产的回暖，中期内紧信用的压力仍将压制其反转的持续性 | 8 |
| 二、海外基本面&重要事件 | 10 |
| （一）货币与财政：美国银行业存款下降，TGA 余额上升 | 10 |
| （二）生产与就业：美国 5 月耐用品新订单增速回升 | 11 |
| （三）消费与出行：美国红皮书零售增速回落 | 11 |
| （四）通胀与能源：美国 5 月 PCE 通胀放缓 | 12 |
| （五）地产：美国新屋销售改善，房价环比回升 | 12 |
| 风险提示 | 13 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|---|
| 图表 1：美国本轮加息周期速度快，强度高于以往 | 4 |
| 图表 2：美国新房及二手房销售在高利率下均好转 | 4 |
| 图表 3：美国主要房价指数环比增速已经转正 | 4 |
| 图表 4：美国新屋开工同样出现好转 | 4 |
| 图表 5：美联储加息周期中，美国地产景气均明显回落 | 5 |
| 图表 6：2004-08 年加息周期，地产景气在降息阶段修复 | 5 |
| 图表 7：地产下行周期领先于经济衰退 | 5 |
| 图表 8：1999-2001 年加息周期中地产的“反弹” | 5 |
| 图表 9：美国不同地区的地产销售增速均有回升 | 5 |
| 图表 10：美国不同区域均有流入，南部最多 | 5 |
| 图表 11：金融危机后，美国地产建设始终不足 | 6 |
| 图表 12：美国住房需求以国内为主，外国买家仅占 2% | 6 |
| 图表 13：美国每年新增家庭数量在疫情期间明显上升 | 6 |
| 图表 14：千禧一代出生高峰期人口进入购房阶段 | 6 |
| 图表 15：加息导致二手房供给快速减少 | 7 |
| 图表 16：加息对新房供给的影响相对较低 | 7 |
| 图表 17：90%以上二手房主承担的贷款利率在 6%以下 | 7 |
| 图表 18：美国可变利率贷款占抵押贷款总额在 5%以内 | 7 |
| 图表 19：房价收入比降低，居民住宅负担能力抬升 | 7 |
| 图表 20：美国居民可支配收入继续上升 | 7 |
| 图表 21：抵押贷款利率的下降刺激了成屋销售 | 8 |
| 图表 22：新屋销售与房贷利率出现“背离” | 8 |
| 图表 23：美国居民购房意愿仍然在上涨 | 8 |
| 图表 24：美国房地产库存处于历史低位 | 8 |
| 图表 25：住宅抵押贷款增速已经在放缓 | 9 |

| | |
|--|----|
| 图表 26: 商业地产紧信用和价格下行压力较高 | 9 |
| 图表 27: 美联储年内降息概率进一步缩小 | 9 |
| 图表 28: 每月平均还款额已上升至 2500 美元 | 9 |
| 图表 29: 地产销售增速领先房价增速 | 9 |
| 图表 30: 房价增速领先房屋通胀 | 9 |
| 图表 31: 房价对 CPI 的影响存在滞后性 | 10 |
| 图表 32: 租金通胀滞后于房价 16-18 个月 | 10 |
| 图表 33: 美国流动性量价跟踪 | 11 |
| 图表 34: 美国 6 月 24 日当周初请失业 24 万人 | 11 |
| 图表 35: 美国 5 月耐用品订单增速回升 | 11 |
| 图表 36: 美国红皮书零售增速 0.5%，前值 0.9% | 12 |
| 图表 37: 美国红皮书零售增速弱于季节性 | 12 |
| 图表 38: 美国纽约交通拥堵情况回落 | 12 |
| 图表 39: 欧洲航班飞行次数回升 | 12 |
| 图表 40: 汽油及其他能源货物拉动商品 PCE 下降 2.0% | 12 |
| 图表 41: 食品饮料价格同比仍处高位，但有所放缓 | 12 |
| 图表 42: 美国 5 月新屋销售回升 | 13 |
| 图表 43: 美国 4 月房价增速环比回升 | 13 |

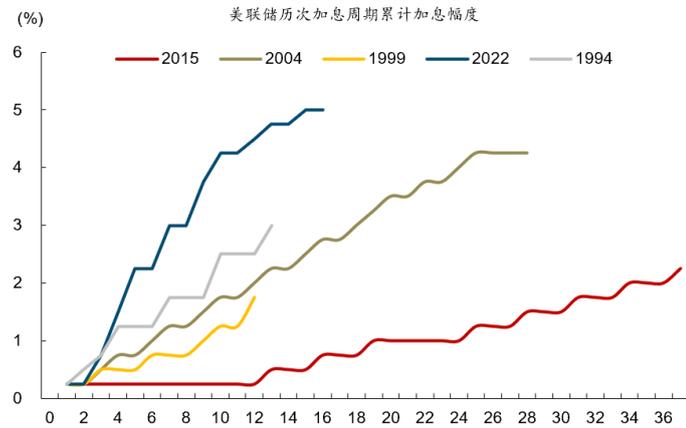
2023 年初以来，在美联储加息周期尚未结束之前，美国住宅地产市场明显回暖，新屋开工、销售和建造增速触底上升，房价环比增速由负转正。作为最具利率敏感性的部门，美国地产为何对利率出现“脱敏”？

一、热点思考：美国房地产为何对利率“脱敏”？

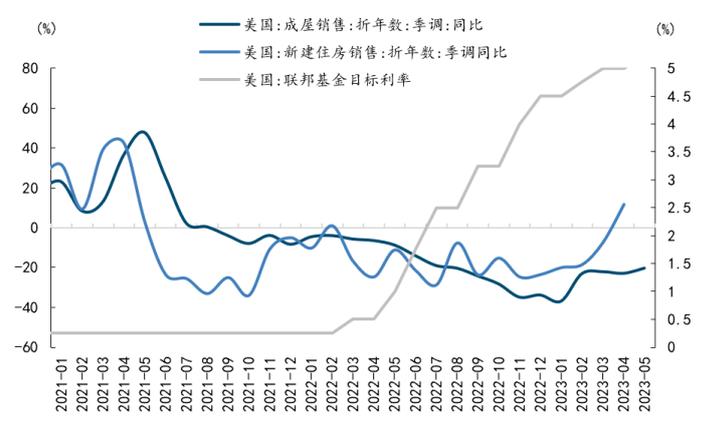
（一）年初以来，美国地产明显回暖，房价、销售、开工均有不同程度反弹

本轮加息周期中，美国房地产对利率似乎“脱敏”。2022 年 3 月，美联储开始加息，目前以累计加息 500bp，联邦基金目标区间从 0-0.25% 抬升至 5-5.25%。今年初以来，在利率中枢不断抬升的过程中，美国地产仍然持续回暖。成屋销售、新房销售增速回升，新房销售量 2022 年 7 月触底回升，成屋销售量 2023 年 1 月触底回升，截至今年 5 月，新房销售环比达 12.2%，同比达 20%。截至 3 月，美国 FHFA、房地美房价指数及前 20 城房价环比增速均转为正增长，新屋开工量今年 1 月以来同样明显回升。

图表1：美国本轮加息周期速度快，强度高于以往



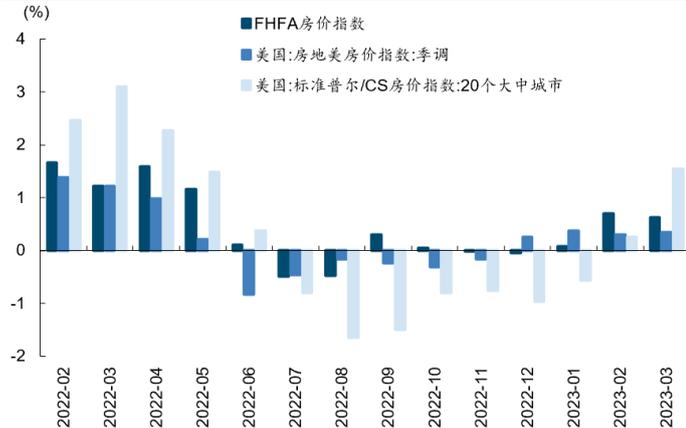
图表2：美国新房及二手房销售在高利率下均好转



来源：Bloomberg，国金证券研究所

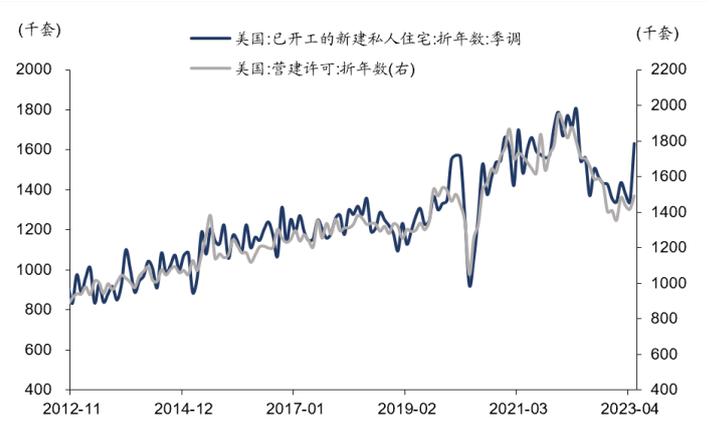
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：美国主要房价指数环比增速已经转正



来源：Bloomberg，国金证券研究所

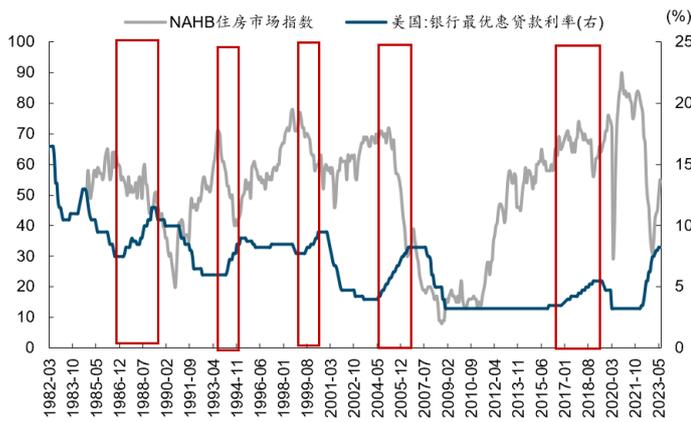
图表4：美国新屋开工同样出现好转



来源：Bloomberg，国金证券研究所

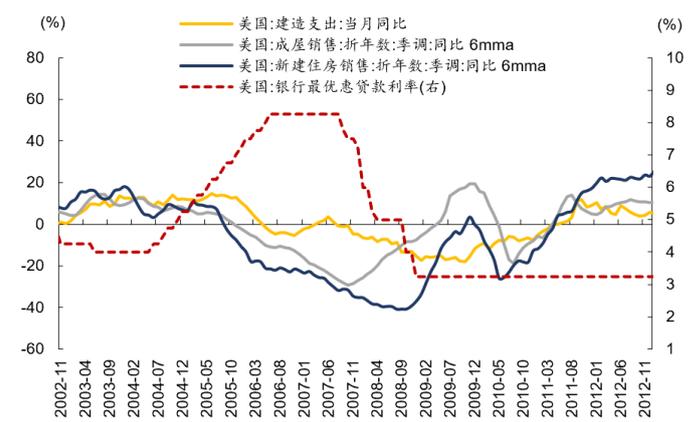
房地产是典型的利率敏感性部门，在利率上行阶段中的超前“反转”并不常见。1980 年至 2021 年间的五轮加息周期中，美国住宅价格、销售和建造增速均明显回落，高位拐点出现在扩张周期的后段（早于衰退），“反转”时点多位于降息周期中——“真正的”反转往往需要先经历经济衰退后的出清。例如，2004-2008 年的加息周期里，美国地产销售、建造增速均大幅回落，新房销售增速降至-40%，建造支出增速降至-20%，在降息的后半程，地产销售才出现改善。再比如 1999-2001 年的加息周期里，美国地产销售先反弹后回落，在降息阶段才出现销售的显著改善。

图表5: 美联储加息周期中, 美国地产景气均明显回落



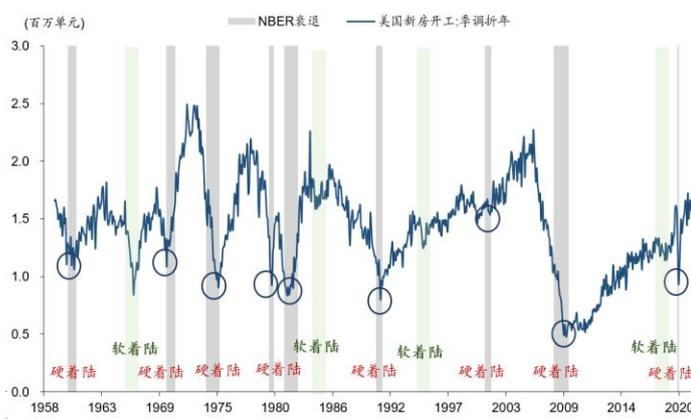
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表6: 2004-08 年加息周期, 地产景气在降息阶段修复



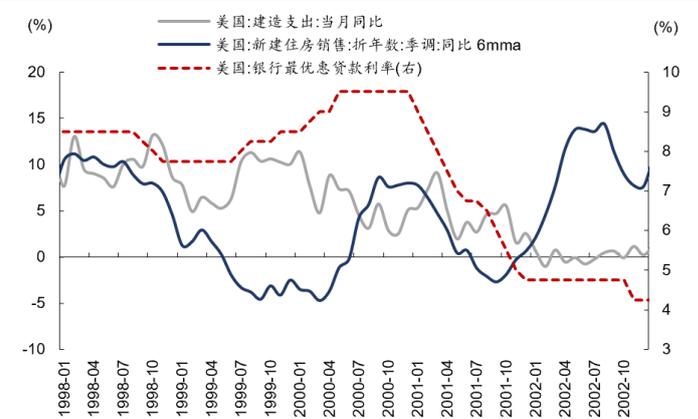
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表7: 地产下行周期领先于经济衰退



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表8: 1999-2001 年加息周期中地产的“反弹”



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

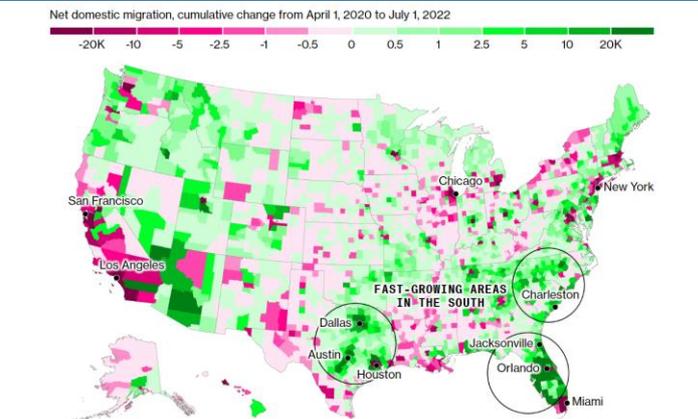
区域上看, 本轮地产修复的范围更广, 各地区销售增速均有好转。美国地产销售市场中, 南部地区占比约 45%, 东北地区 12%, 中西部 23%、西海岸 19%。疫情后, 美国东部、南部、西部、西北地区等不同区域均有流入, 流入人口较多的地区分布在美国南部、东部沿海地区等。此次, 美国不同区域的地产销售增速也均出现回升, 南部地区成屋销售增速由 1 月的-37%回升至 5 月-17%, 新房销售增速回升至 5 月 110%。西部地区销售略缓慢, 但成屋销售也由去年 11 月的-46%回升至-25%。

图表9: 美国不同地区的地产销售增速均有回升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表10: 美国不同区域均有人口流入, 南部最多

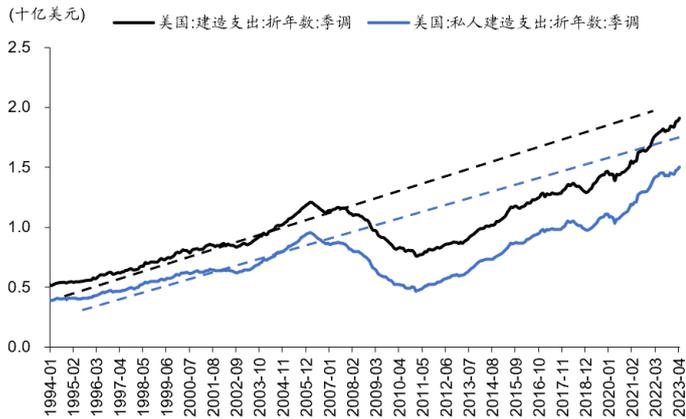


来源: Bloomberg.com, 国金证券研究所

(二)“大危机”后住房供给缺口尚未收敛，加息进一步加剧了供求失衡

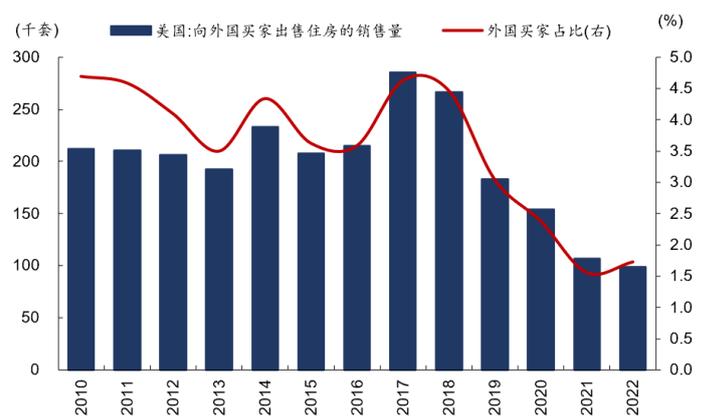
“大危机”之后，美国住房供给不足的问题持续存在，供求矛盾日积月累。供给侧，金融危机以来，美国房地产资本开支增速相对低迷，建造支出增速的中枢显著低于危机前，房地产投资占GDP比重持续下行。需求侧，近十年，千禧一代^①大量进入房地产市场，美国新增家庭数量不断上升，2019年至2021年，美国每年新增家庭200万至240万，远高于疫情前每年140-150万户的水平。从2015年到2021年，美国住房存量增加了约630万套，但美国的家庭数量共增加了790万户，美国住房不足的潜在矛盾长期存在。

图表11：金融危机后，美国地产建设始终不足



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表12：美国住房需求以国内为主，外国买家仅占2%



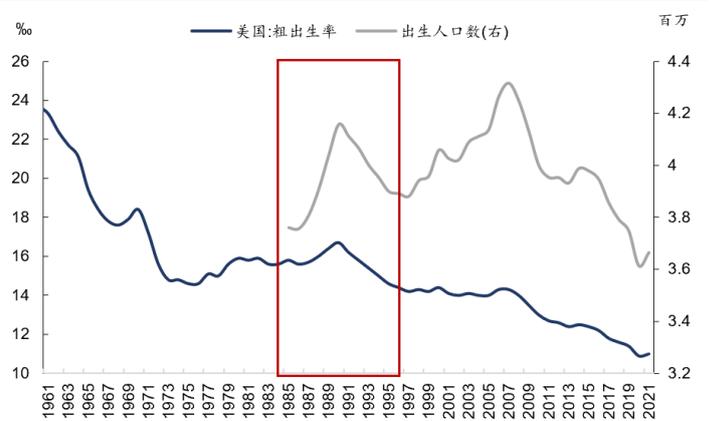
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表13：美国每年新增家庭数量在疫情前明显上升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表14：千禧一代出生高峰期人口进入购房阶段



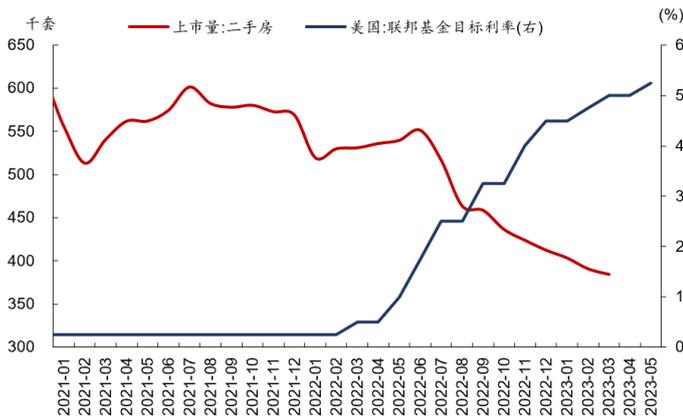
来源：Bloomberg，国金证券研究所

高利率不仅会压制地产需求，也会收缩供给。大流行冲击后先松后紧的货币政策加剧了二手房供给短缺问题。疫情期间，美联储实施了零利率政策，大量人群以较低的按揭贷款利率购买了房屋，2020年Q1到2022年Q1，美国净增加了220万新屋主，自有住房比例提高了0.1个百分点，达到65.4%。截至2022年四季度，92%房主的抵押贷款利率低于6%，80%低于5%。

在美联储快速加息过程中，15年和30年抵押贷款利率在2022年9月均升至6%以上，其中，30年利率在2022年10月底一度突破了7%。2023年上半年，抵押贷款利率先降后升，目前已经从2月的低点反弹约60bp，截止到6月底，15年和30年利率分别为6.1%和6.7%，与本世纪初水平相当。面对高利率，成屋业主表现出明显的“惜售”行为，所以本轮加息以来新上市二手房的数量快速下跌，新房供给数量的影响相对较低，但新房市场占比较低，二手房的供不应求地是地产回暖的重要原因。

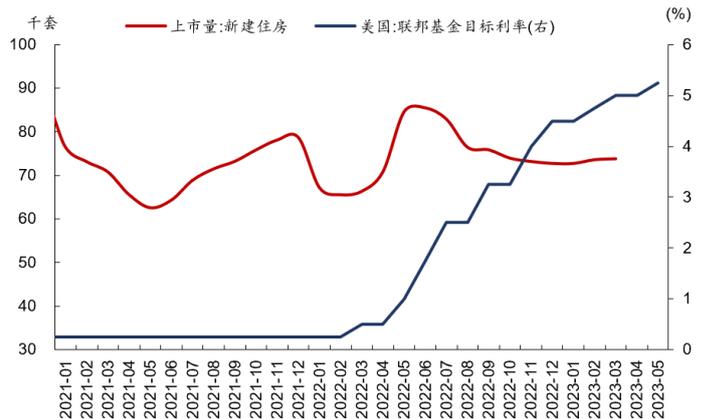
^① 美国住房需求以国内为主体，国内买家占比90%以上，国际买家占比长期下降，至2022年仅占1.5%。

图表15: 加息导致二手房供给快速减少



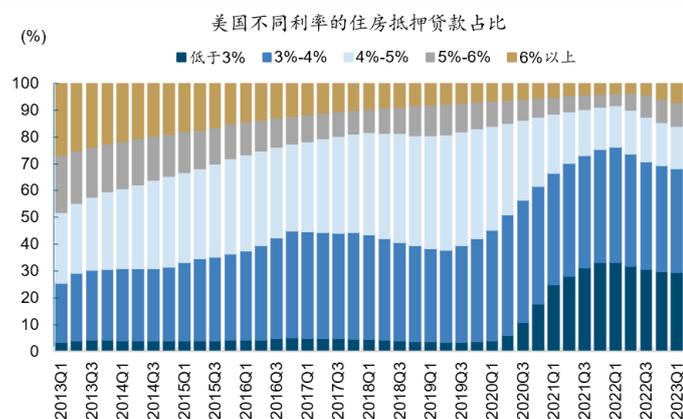
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表16: 加息对新房供给的影响相对较低



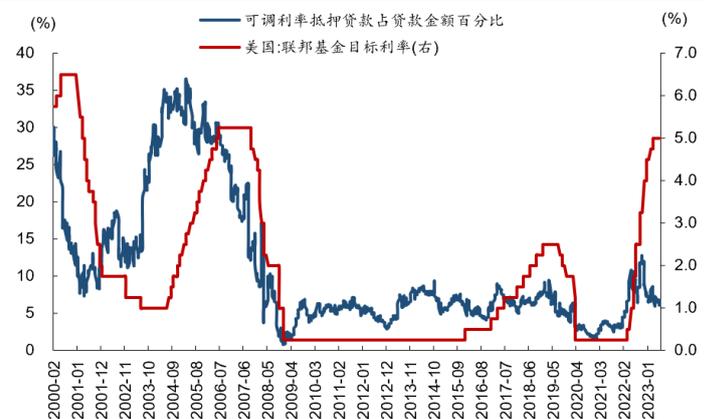
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表17: 90%以上二手房主承担的贷款利率在6%以下



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

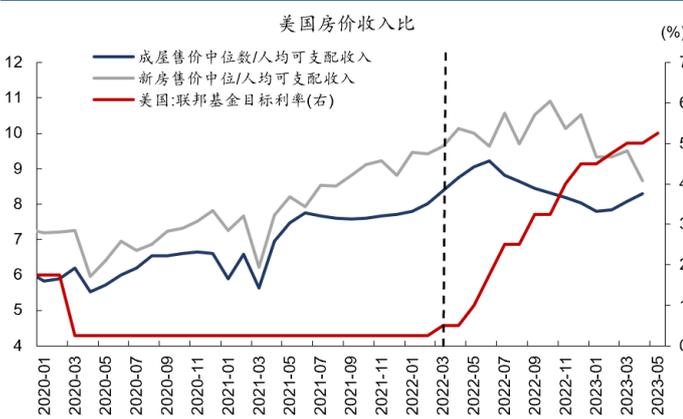
图表18: 美国可变利率贷款占抵押贷款总额在5%以内



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

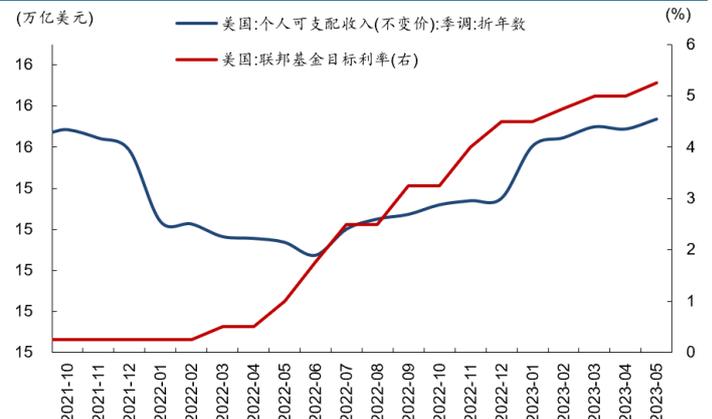
货币紧缩尚未明显冲击劳动力市场, 工资增速仍处高位, 房价收入比下降, 居民住房负担能力不降反升。受劳动力供给短缺的影响, 加息周期开启后, 美国居民可支配收入同比增速仍继续上升, 至今年5月已升至4%。但房价增速趋向于下跌, 前20城房价同比4月已降至-1.7%。所以, 与收入相比, 住房变得更便宜了。新房房价收入比由去年第三季度的10.9降低至8.6, 二手房则由9.2降低至8.3。与其同时, 2022年4季度至2023年2月, 抵押贷款利率最高下降了近100bp, 进一步刺激了需求。

图表19: 房价收入比降低, 居民住宅负担能力抬升



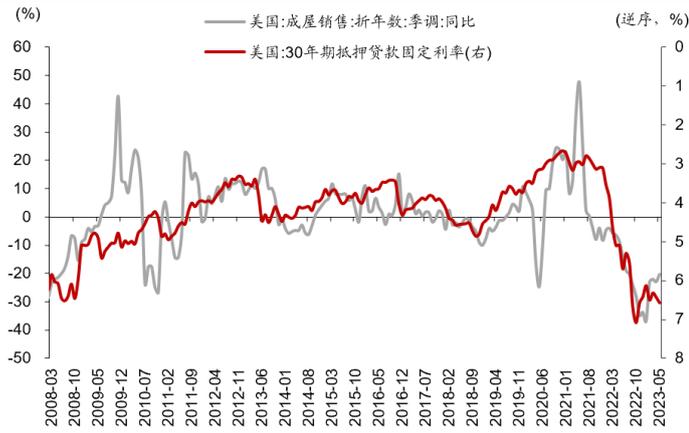
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表20: 美国居民可支配收入继续上升



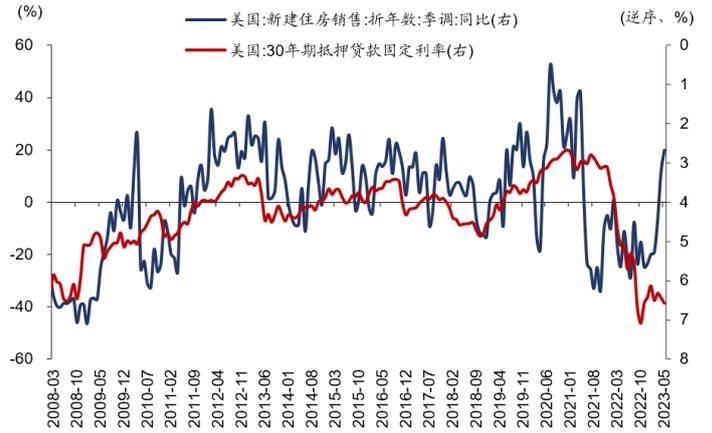
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表21: 抵押贷款利率的下降刺激了成屋销售



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表22: 新屋销售与房贷利率出现“背离”

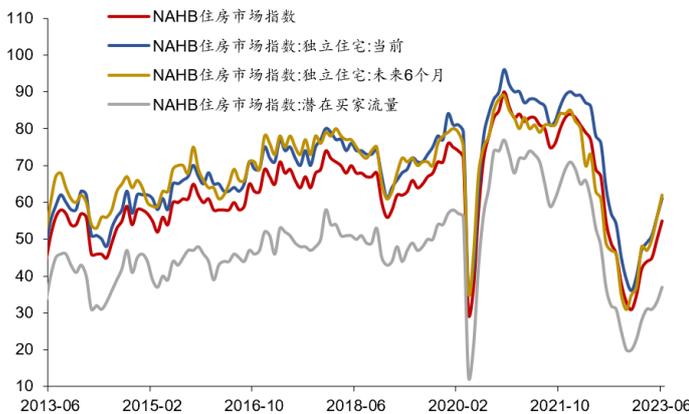


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 短期内基本面仍支撑地产的回暖, 中期内紧信用的压力仍将压制其反转的持续性

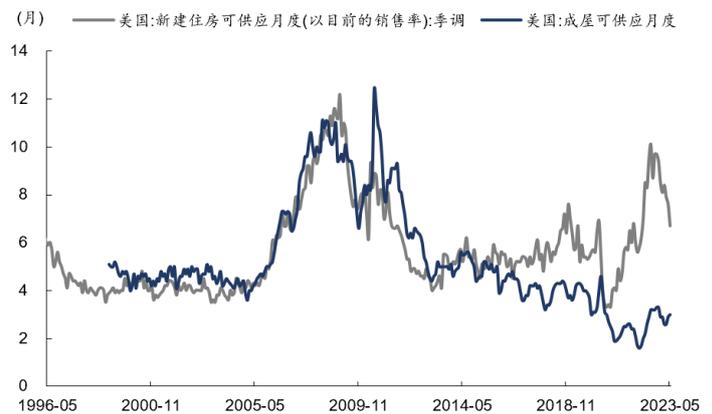
短期内, 供给不足及居民较强的购房意愿使地产仍有修复动力。美国房地产库存仍然处于历史低位, 截至今年5月, 美国二手房库存仅可供应3个月, 新房可供应月份约6.7个月, 当前, 美国居民的购房意愿仍然能够得到支撑, NAHB市场指数、未来6个月的预期指数以及潜在买家的流量指数自年初以来连续回升, 截至今年6月, NAHB未来6个月的预期指数已上升至62, 因而短期的修复趋势可能延续。

图表23: 美国居民购房意愿仍然在上涨



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

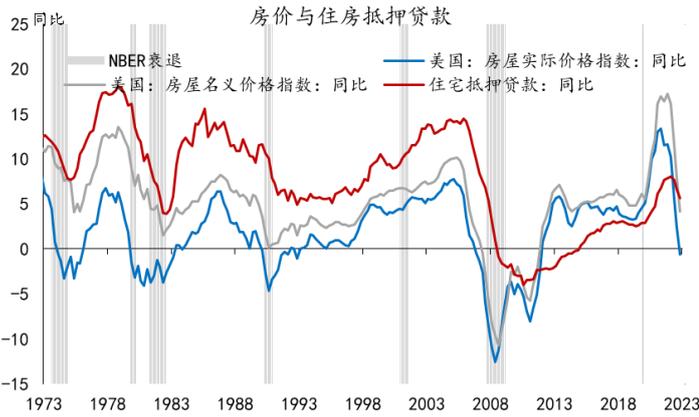
图表24: 美国房地产库存处于历史低位



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

中长期内, 美联储持续紧缩将使需求侧进一步承压, 美国地产的修复仍然面临考验。美联储6月经济预测摘要(SEP)中预计, 通胀压力仍可能进一步上升, 2023年底的政策利率将可能更高, 今年3月份美联储对2023年末的利率预测为5.1%, 6月则上调至5.6%。鲍威尔6月再次发出鹰派言论, 表示大多数美联储官员预计2023年将再次加息两次。市场已重新定价今年可能不再降息, 而高利率将抬高每月贷款还款额, 以30年抵押贷款利率计算, 美国5月份每月平均房贷还款额已上升至2500美元, 在储蓄消耗、财政补贴退坡的情况下, 这会继续抑制地产需求的释放。

图表25: 住宅抵押贷款增速已经在放缓



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表26: 商业地产紧信用和价格下行压力较高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表27: 美联储年内降息概率进一步缩小

| 区间/日期 | 23-03 | 23-05 | 23-06 | 23-07 | 23-09 | 23-11 | 23-12 | 24-01 | 24-03 | 24-05 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 575-600 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 5 | 5 | 3 | 2 | 0 |
| 550-575 | 0 | 0 | 0 | 0 | 21 | 33 | 30 | 20 | 12 | 3 |
| 525-550 | 0 | 0 | 7 | 87 | 69 | 54 | 51 | 43 | 32 | 15 |
| 500-525 | 0 | 100 | 93 | 13 | 10 | 8 | 13 | 27 | 35 | 33 |
| 475-500 | 86 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 6 | 17 | 32 |
| 450-475 | 14 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 | 14 |
| 425-450 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 |
| 400-425 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 375-400 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 350-375 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 325-350 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 300-325 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 275-300 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

来源: CME, 国金证券研究所

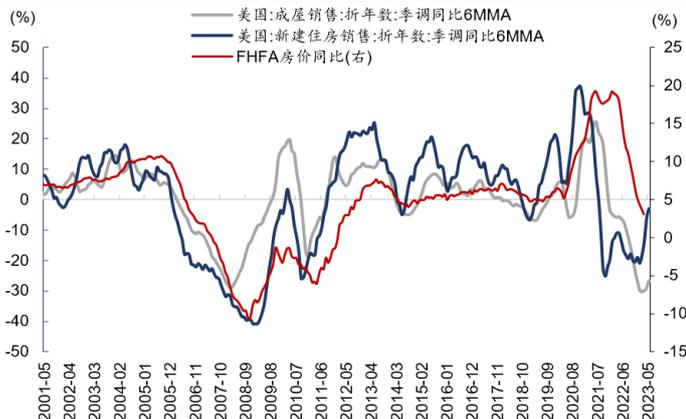
图表28: 每月平均还款额已上升至2500美元



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

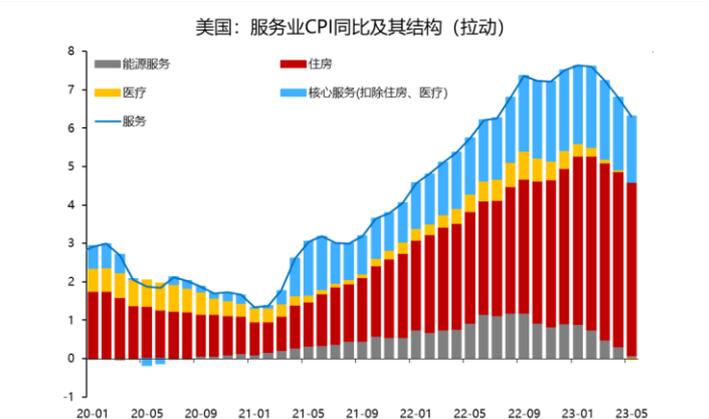
美国地产修复对今年通胀的影响偏低, 但可能延缓明年通胀的下行速度。地产销售增速领先房价增速6个月左右, 房价增速领先住房通胀增速16个月左右。住房相关成本是美国CPI通胀的主要贡献项, 住房通胀5月同比增速8.1%, 前值8.2%, 拉动了服务业CPI约4.5个百分点, 贡献率72%。当前美国房价的回升对CPI的回落影响较低, 但考虑到滞后性, 将可能延缓明年通胀的下行速度。

图表29: 地产销售增速领先房价增速



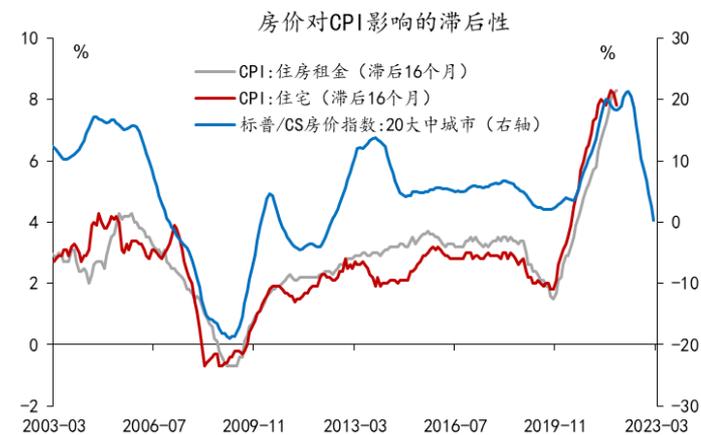
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表30: 房价增速领先房屋通胀



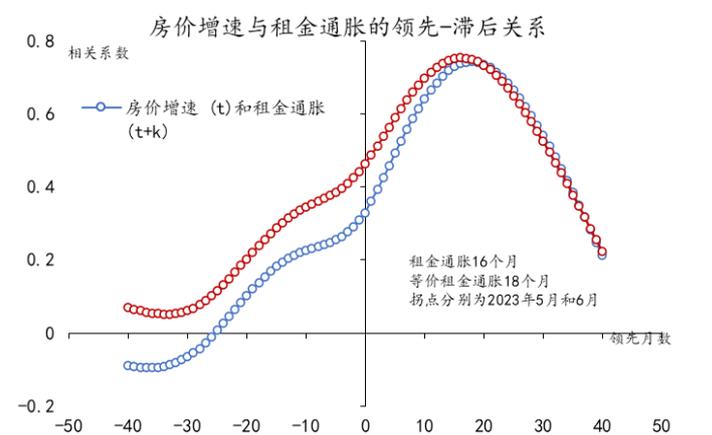
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: 房价对CPI的影响存在滞后性



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表32: 租金通胀滞后于房价 16-18 个月



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

(1) 今年美国地产对高利率出现“脱敏”, 高强度加息周期下, 美国地产却明显修复。成屋销售、新房销售增速均回升, 新房销售量 2022 年 6 月触底回升, 成屋销售量 2022 年 12 月触底回升, 截至今年 5 月, 新房销售环比达 12.2%, 同比达 20%。美国 FHFA、房地美房价指数及前 20 城房价环比增速均转正, 新屋开工量今年 1 月以来同样明显回升。

(2) 美国住房不足的长期矛盾始终存在。供给侧, 美国房地产投资占 GDP 比重在 2008 年后大幅降低。需求侧, 近十年里, 美国千禧一代人口大量进入房地产市场, 新增家庭数量不断上升, 2015 年到 2021 年, 美国住房增加了约 630 万套, 但美国家庭数量共增加了 790 万户, 美国住房不足的潜在矛盾长期存在。

(3) 短期内, 美联储快速加息进一步导致住房供不应求的矛盾集中暴露。供给侧, 加息使导致二手房主的惜售行为加剧, 二手房供应量明显减少。需求侧, 2022 年以来的加息并未对收入构成显著冲击, 使得房价收入比降低, 购房变得更加便宜, 另一方面, 去年底至今年 2 月的一轮房贷利率下降又减轻了每月还款压力, 支撑了需求侧的韧性。

(4) 供给不足及居民较强的购房意愿使地产短期内仍可能延续修复。美国房地产库存仍处于历史低位, 截至今年 5 月, 美国二手房库存仅可供应 3 个月, 新房可供应月份约 6.7 个月。反映销售前景的 NAHB 市场指数、未来 6 个月的预期指数以及潜在买家的流量指数自年初以来连续回升, 截至今年 6 月, NAHB 未来 6 个月的预期指数已上升至 62。

(5) 但中长期美联储持续紧缩将使需求侧进一步承压, 美国地产的修复仍然面临考验。鲍威尔 6 月再次发出鹰派言论, 表示大多数美联储官员预计 2023 年将再次加息两次。市场已重新定价今年可能不再降息, 美国 5 月份平均房贷还款额已上升至 2500 美元, 在储蓄消耗、财政补贴退坡的情况下, 这会继续抑制地产需求的释放。

(6) 美国地产修复对今年通胀的影响偏低, 但可能延缓明年通胀的下行速度。地产销售增速领先房价增速 6 个月左右, 房价增速领先住房通胀增速 16 个月左右。住房相关成本是美国 CPI 通胀的主要贡献项, 当前美国房价的回升对今年 CPI 的回落趋势影响较低, 但考虑到滞后性, 将可能延缓明年通胀的下行速度。

二、海外基本面&重要事件

(一) 货币与财政: 美国银行业存款下降, TGA 余额上升

美国银行业存款下降, TGA 余额上升。6 月 28 日当周, 美国商业银行存款减少, 大银行存款减少 52 亿美元, 小型银行存款减少 13 亿美元, 美国财政部资金余额上升 1160 亿美元, 美联储 BTFP 工具使用量持平前值。

图表33: 美国流动性量价跟踪

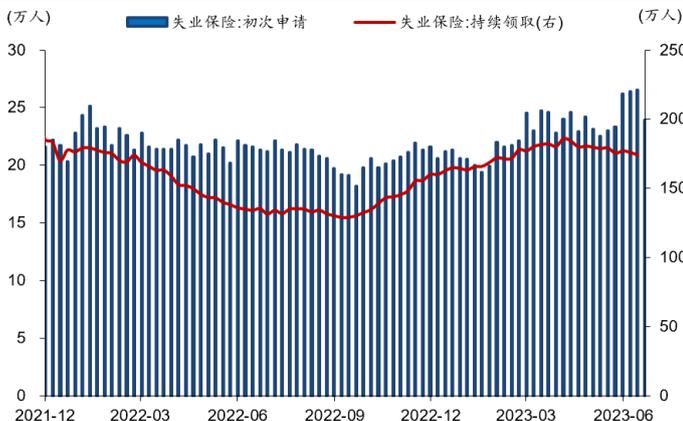
| 美国流动性量价跟踪 | | 单位 | 周度变动 | 06-28 | 06-21 | 06-14 | 06-07 | 05-31 | 05-24 | 05-17 |
|-----------|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 流动性数量型指标 | 美联储 | | | | | | | | | |
| | 总资产 | 十亿美元 | ↓ -21 | 8340.9 | 8362.1 | 8388.3 | 8389.3 | 8385.9 | 8436.3 | 8456.8 |
| | 其他贷款 | 十亿美元 | ↓ -4 | 282.0 | 285.9 | 293.8 | 296.4 | 293.6 | 296.9 | 312.8 |
| | 一级信贷 | 十亿美元 | ↑ 0 | 3.2 | 3.2 | 3.6 | 3.2 | 4.0 | 4.2 | 9.0 |
| | 银行定期融资计划 | 十亿美元 | ↑ 0 | 103.1 | 102.7 | 102.0 | 100.2 | 93.6 | 91.9 | 87.0 |
| | 其他信贷工具 | 十亿美元 | ↓ -4 | 168.3 | 172.3 | 180.5 | 185.2 | 188.1 | 192.6 | 208.5 |
| | 逆回购 | 十亿美元 | ↓ -98 | 2271.9 | 2370.3 | 2437.1 | 2508.1 | 2615.7 | 2611.0 | 2598.6 |
| | 准备金 | 十亿美元 | ↓ -28 | 3176.0 | 3204.0 | 3306.3 | 3306.2 | 3205.5 | 3250.8 | 3280.0 |
| | TGA | 十亿美元 | ↑ 116 | 408.6 | 292.1 | 134.9 | 77.5 | 48.5 | 49.5 | 68.3 |
| | 商业银行 | | | | | | | | | |
| | 现金 | 十亿美元 | ↓ -92 | | 3264.8 | 3356.7 | 3351.9 | 3321.2 | 3326.1 | 3337.3 |
| | 消费贷 | 十亿美元 | ↑ 3 | | 1885.1 | 1881.9 | 1880.0 | 1883.8 | 1871.3 | 1866.3 |
| | 住房贷款 | 十亿美元 | ↑ 2 | | 2518.5 | 2516.7 | 2514.9 | 2536.7 | 2533.4 | 2529.2 |
| | 商业地产贷款 | 十亿美元 | ↑ 2 | | 2920.1 | 2918.1 | 2915.5 | 2912.9 | 2910.4 | 2906.1 |
| | 工商贷款 | 十亿美元 | ↑ 1 | | 2775.3 | 2774.5 | 2771.1 | 2783.9 | 2779.7 | 2789.5 |
| 存款 | 十亿美元 | ↓ -63 | | 17196.7 | 17259.8 | 17215.3 | 17302.9 | 17113.6 | 17146.5 | |
| 大银行存款 | 十亿美元 | ↓ -52 | | 10759.0 | 10811.1 | 10787.1 | 10877.9 | 10735.9 | 10761.0 | |
| 小银行存款 | 十亿美元 | ↓ -13 | | 5170.3 | 5183.3 | 5173.2 | 5170.4 | 5128.1 | 5133.2 | |
| 货币市场基金 | 十亿美元 | ↓ -3 | 5430.9 | 5433.8 | 5452.0 | 5456.7 | 5420.0 | 5388.3 | 5341.6 | |
| 流动性价格型指标 | 隔夜融资市场 | | | | | | | | | |
| | SOFR-10RB | % | ↑ 0.0 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 |
| | EFFR-10RB | % | ↓ 0.0 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 |
| | 美元融资市场 | | | | | | | | | |
| | LIBOR-OIS | % | ↑ 0.0 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 |
| | TED利差 | % | ↓ 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 |
| | 票据与信用债市场 | | | | | | | | | |
| | Master企业债利差 | % | ↓ 0.0 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.5 |
| | 票据利差 | % | ↓ -0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| | 离岸市场 | | | | | | | | | |
| FRA-OIS利差 | % | ↓ -2.8 | 25.4 | 26.1 | 28.9 | 27.0 | 26.3 | 33.1 | 34.0 | |
| 欧元兑美元互换基差 | % | ↑ 0.8 | -15.3 | -16.0 | -20.4 | -23.0 | -21.5 | -20.5 | -20.9 | |
| 日元兑美元互换基差 | % | ↑ 1.9 | -32.5 | -34.4 | -36.1 | -38.3 | -41.1 | -40.0 | -39.5 | |

来源: 美联储官网、国金证券研究所

(二) 生产与就业: 美国5月耐用品新订单增速回升

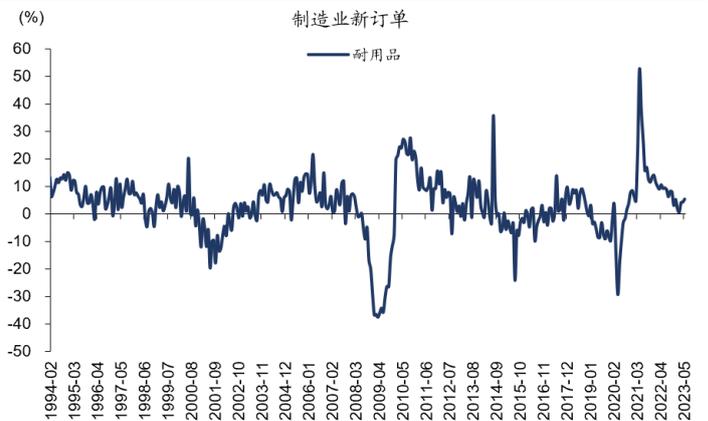
美国5月耐用品新订单增速回升, 环比初值录得1.7%, 大幅超出市场预期-0.9%和前值1.2%, 同比5.4%, 前值4.3%。其中, 汽车及零部件同比增5.7%, 前值4.2%, 商用飞机同比60.9%, 前值22%。6月24日当周初请失业金人数24万人, 前值27万人, 续请失业人数174万人, 前值176万人。

图表34: 美国6月24日当周初请失业24万人



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表35: 美国5月耐用品订单增速回升



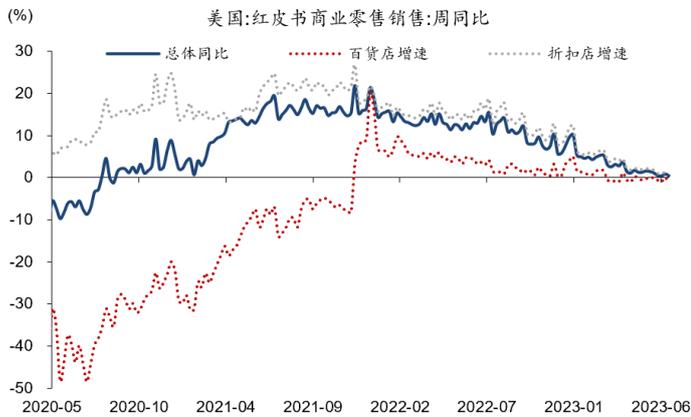
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 消费与出行: 美国红皮书零售增速回落

美国红皮书零售增速回落。6月24日当周, 美国红皮书零售增速0.5%, 前值0.9%。其中百货店增速-1.1%, 前值0%, 折扣店增速0.9%, 前值1.2%。欧洲航班出行情况持续回升,

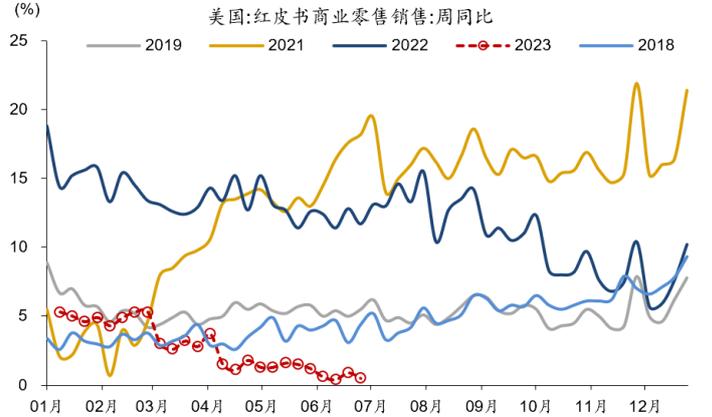
纽约拥堵指数回落。

图表36: 美国红皮书零售增速 0.5%，前值 0.9%



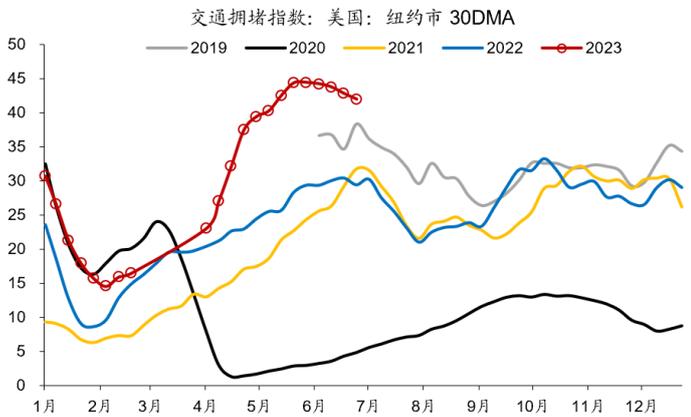
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表37: 美国红皮书零售增速弱于季节性



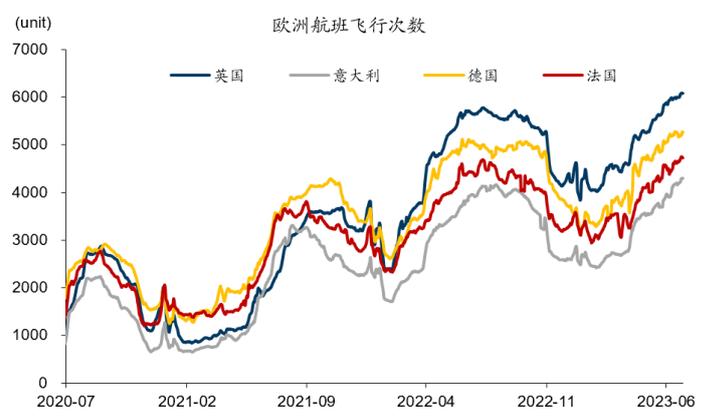
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表38: 美国纽约交通拥堵情况回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表39: 欧洲航班飞行次数回升

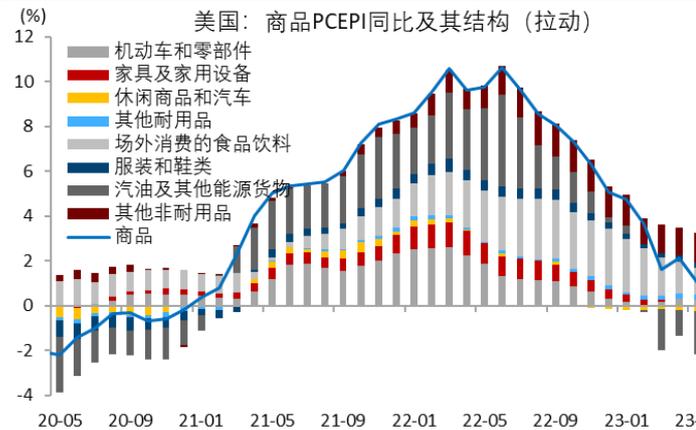


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(四) 通胀与能源: 美国 5 月 PCE 通胀放缓

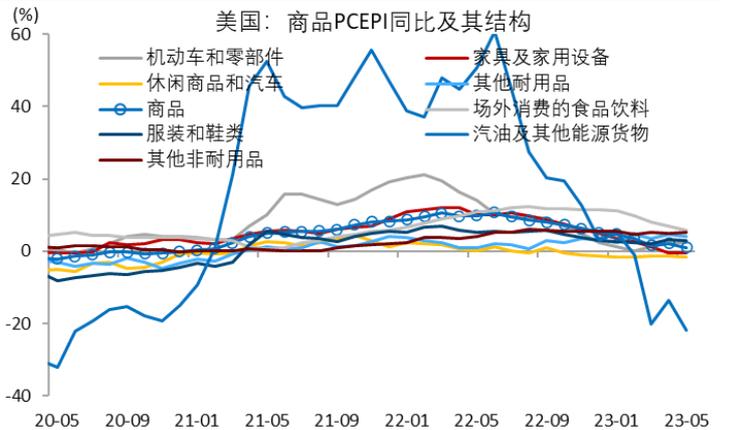
美国 5 月 PCE、核心 PCE 物价指数同比环比大部分符合预期。美国 5 月 PCE 物价指数同比上涨 3.8%，预期 3.8%，前值 4.3%；环比增 0.1%，预期 0.1%，前值 0.4%。剔除食品和能源后，5 月核心 PCE 物价指数同比上涨 4.6%，略低于预期 4.7%，前值 4.7%；环比上涨 0.3%，预期 0.3%，前值 0.4%。

图表40: 汽油及其他能源货物拉动商品 PCE 下降 2.0%



来源: WIND、国金证券研究所

图表41: 食品饮料价格同比仍处高位，但有所放缓



来源: WIND、国金证券研究所

(五) 地产: 美国新屋销售改善，房价环比回升

5 月美国新屋销售折年 76 万套，前值 68 万套，同比 20%，环比 12%。4 月美国主要房价

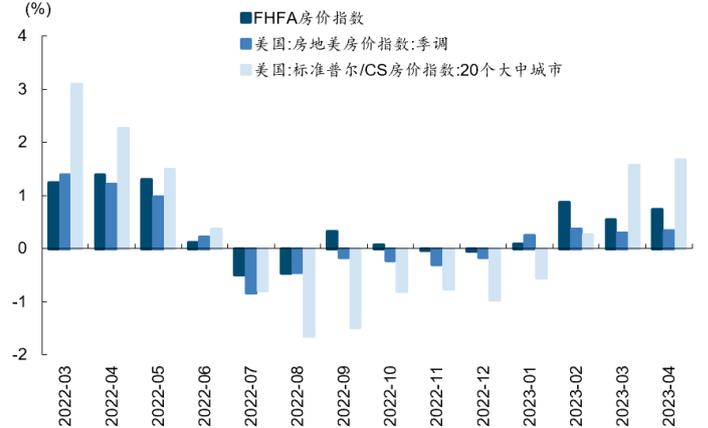
指数环比均有回升，FHFA 房价指数环比增 0.7%，前值 0.5%；房地美房价环比 0.34%，前值 0.3%，前 20 城环比 1.7%，前值 1.6%。

图表42: 美国 5 月新屋销售回升



来源: WIND、国金证券研究所

图表43: 美国 4 月房价增速环比回升



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 |