

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

美国财政赤字与通胀粘性——被低估的中期通胀风险

积极的财政政策和居民“超额储蓄”的积累是美国经济衰退尚未兑现的一个重要解释，但“镜子”的另一面是核心通胀的粘性或将超预期。今年以来财政赤字的“顺周期”扩张将进一步增加通胀的粘性，推迟美联储降息的时点。

热点思考：美国财政赤字与通胀粘性——被低估的中期通胀风险

横截面比较而言，截止到 2022 年底，美国核心通胀水平——粘性通胀的主要成分——都高于 OECD 国家的中位数（2022 年初之前位于 75 分位数以上）。在主要发达经济体中，直到 2022 年 9 月美国核心通胀见顶回落之后，英国、欧元区等经济体的核心通胀水平才陆续反超美国。

积极的财政政策是美国核心通胀粘性的一个解释。根据 IMF 的统计，2020-2021 年全球财政赤字率合计分别达到了 10% 和 8%。在主要 DM 中，美国的财政支出规模最大，四轮财政救助计划合计达 5.9 万亿美元（占 2021 年 GDP 的 26.9%）。据估计，截止到 2021 年底，美国的财政支持措施在核心通货膨胀中贡献了约 3 个百分点。

美国政府的赤字率大致对应着居民部门的盈余率。虽然“超额储蓄”释放的购买力边际放缓，但新一轮积极的财政政策已经“在路上”，这是 2023 年上半年美国经济增速超预期解释。2023 年初以来，联邦政府赤字率再次提升。截止到 7 月底，2023 财年美国财政赤字累计值已经高达 1.6 万亿，大致相当于 2019 年同期的两倍。

多个因素均指向当前美国财政赤字会增加未来通胀的风险：（1）美国财政乘数分布在 0.3-1 区间；（2）更高的债务杠杆率或进一步压低财政乘数；（3）疫情期间，美国财政支出强度超出了产出缺口衡量的合理水平，2023 年初以来的财政赤字具有“顺周期性”；（4）美国财政赤字的“货币化”倾向逐渐增强，且国外债权人持有的美债份额持续下降。总结而言，后疫情时代的财政赤字具有较强的通胀属性，2023 年初以来的赤字具有顺周期性。短期而言，由于供给扰动趋缓，全球总需求仍然较弱，商品通胀的反弹或较为温和。在租金通胀的滞后影响和劳动力市场边际放松的带动下，美国核心通胀仍将处于下行区间。但中期而言，财政赤字和工资粘性或将是美国通胀的“双引擎”。

海外事件&数据：美国对华投资限制令落地，美国 7 月 CPI 低于预期

美国对华投资限制令落地。8 月 9 日，美国总统拜登发布行政令，要求美国财政部审查美国人士对中国（包括香港和澳门特别行政区）在半导体与微电子、量子信息技术和人工智能等“国家安全科技和产品”的交易。预计受限交易包括股权收购，合资企业建立和债务融资交易。

CPI 数据略微低于预期，通胀环比温和上涨。美国 7 月季调后 CPI 同比 3.3%，预期 3.3%，前值 3.1%，低基数下结束了稳步连续 12 个月的下降。季调后 CPI 环比 0.2%，预期 0.2%，前值 0.2%。季调后核心 CPI 同比 4.7%，预期 4.8%，前值 4.9%，为 2021 年 11 月以来新低。季调后核心 CPI 环比 0.2%，预期 0.2%，前值 0.2%。

美国抵押贷款利率上升，二手房挂牌价增速反弹。截至 8 月 10 日，美国 30 年期抵押贷款利率升至 6.96%，较 6 月底的 6.7% 上升 26BP。15 年期抵押贷款利率升至 6.34%，较 6 月底的 6.1% 上升 24BP。截 8 月 5 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、热点思考：财政赤字与通胀粘性——被低估的中期通胀风险..... | 4 |
| （一）后疫情时代美国通胀的粘性：低于“大滞胀”时代，但（阶段性）高于其它国家..... | 4 |
| （二）财政赤字与通胀粘性：后疫情时代，美国核心通胀的粘性部分可归因于财政赤字..... | 5 |
| （三）债务杠杆、支出乘数与债权人结构：财政赤字为什么会增加通胀风险？..... | 8 |
| 二、海外基本面&重要事件..... | 11 |
| （一）美国政策：美国对华投资限制令落地..... | 11 |
| （二）生产与就业：美国初请失业人数上升..... | 12 |
| （三）消费与出行：美国红皮书零售增速回升..... | 12 |
| （四）通胀与能源：美国 7 月 CPI 低于预期..... | 13 |
| （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：美国通胀走势：整体、核心和趋势..... | 4 |
| 图表 2：美国通胀的粘性..... | 4 |
| 图表 3：美国通胀在 OECD 国家中的位置..... | 4 |
| 图表 4：主要发达经济体的核心通胀的比较..... | 4 |
| 图表 5：美国通胀与租金..... | 5 |
| 图表 6：美国通胀与工资..... | 5 |
| 图表 7：欧元区通胀的结构..... | 5 |
| 图表 8：欧元区工资涨幅仍处于上行区间..... | 5 |
| 图表 9：全球 PPI 通胀的联动性..... | 5 |
| 图表 10：大宗商品与 PPI 高度正相关..... | 5 |
| 图表 11：美国整体 PCE 通胀的结构..... | 6 |
| 图表 12：美国核心 PCE 通胀的结构..... | 6 |
| 图表 13：1930 年来联邦政府赤字率的比较..... | 6 |
| 图表 14：疫情期间美国赤字率显著高于其它经济体..... | 6 |
| 图表 15：政府赤字与居民盈余的对应关系..... | 7 |
| 图表 16：疫情期间美国居民“超额储蓄”的积累..... | 7 |
| 图表 17：“超额储蓄”的消耗明显放缓..... | 7 |
| 图表 18：2023 年美国财政转为扩张..... | 8 |
| 图表 19：2023 年赤字的来源：支出刚性、收入下降..... | 8 |

| | |
|--|----|
| 图表 20: 美国财政乘数的分布 | 9 |
| 图表 21: 联邦政府债务杠杆率已超过二战时期 | 10 |
| 图表 22: 暂停“债务上限”后国债大幅增加 | 10 |
| 图表 23: 美国财政支出强度超出合理水平 | 10 |
| 图表 24: 2023 年财政支出具有“顺周期性” | 10 |
| 图表 25: 美国劳动力市场依然“供不应求” | 10 |
| 图表 26: 美国非农职位空缺率仍处于高位 | 10 |
| 图表 27: 国外持有的美国国债份额持续下降 | 11 |
| 图表 28: 美联储持有的美债份额位于历史高位 | 11 |
| 图表 29: 中美双边投资减弱 | 12 |
| 图表 30: 美国 8 月 5 日当周初请失业 24.8 万人 | 12 |
| 图表 31: 美国 7 月 31 日当周新增职位数量下降 | 12 |
| 图表 32: 美国红皮书零售同比 0.3%，前值 0.1% | 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 | 13 |
| 图表 35: 德国航班飞行次数高于 2022 年 | 13 |
| 图表 36: 德国 7 月外出用餐人数同比升至 7% | 13 |
| 图表 37: 美国 TSA 安检人数小幅回落 | 13 |
| 图表 38: 美国 7 月 CPI 同比、环比及其结构 | 14 |
| 图表 39: 本周，布油反弹至 89 美元，WTI 升至 83 美元 | 15 |
| 图表 40: 本周，IPE 英国天然气升至 91 便士 | 15 |
| 图表 41: 美国 30 年期抵押贷款利率升至 6.96% | 15 |
| 图表 42: 美国二手房挂牌价增速有所反弹 | 15 |

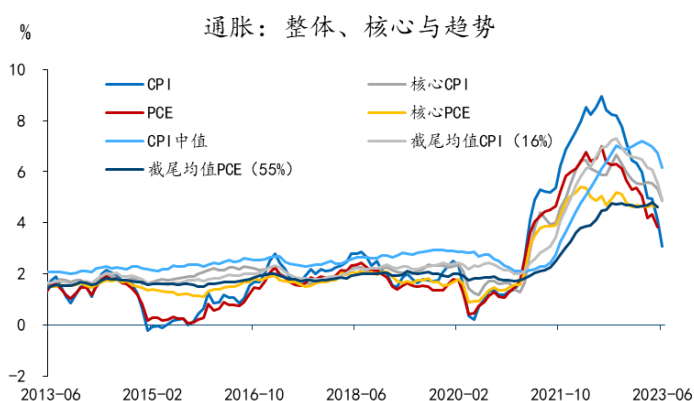
疫情期间积极的财政政策和居民“超额储蓄”的积累是美国经济的衰退预尚未兑现的一个重要解释，但“镜子”的另一面是中期内核心通胀的粘性或将超预期。今年以来，财政赤字的“顺周期”扩张将增加核心通胀的粘性，进而推迟美联储降息时点。

一、热点思考：财政赤字与通胀粘性——被低估的中期通胀风险

（一）后疫情时代美国通胀的粘性：低于“大滞胀”时代，但（阶段性）高于其它国家

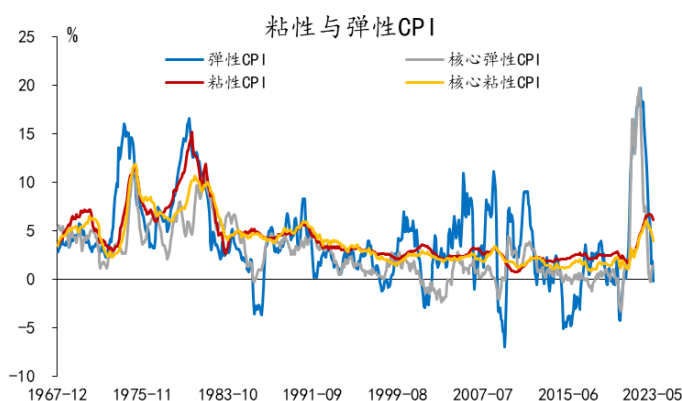
时间序列比较而言，后疫情时代美国通胀的粘性低于“大滞胀”时代。这一方面表现为弹性通胀或商品通胀的快速下行（虽然高点更高，但下降速度也更快）；另一方面，粘性通胀的高点远低于大滞胀时代。相比于大滞胀年代，由于能源、食品权重的下降，以及原油自给率的提升，非核心商品通胀向核心商品的传导效应也在弱化。

图表1：美国通胀走势：整体、核心和趋势



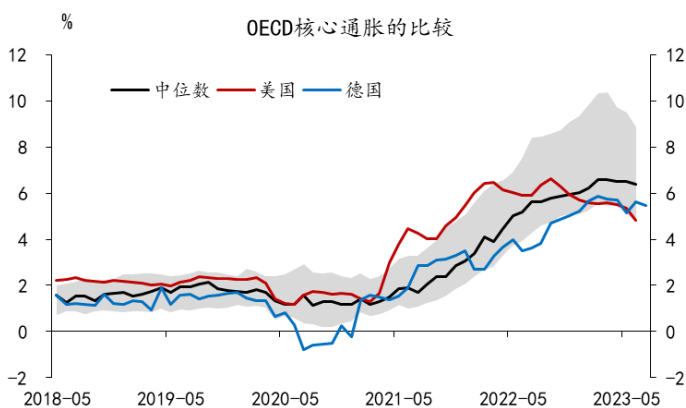
来源：Wind、国金证券研究所

图表2：美国通胀的粘性



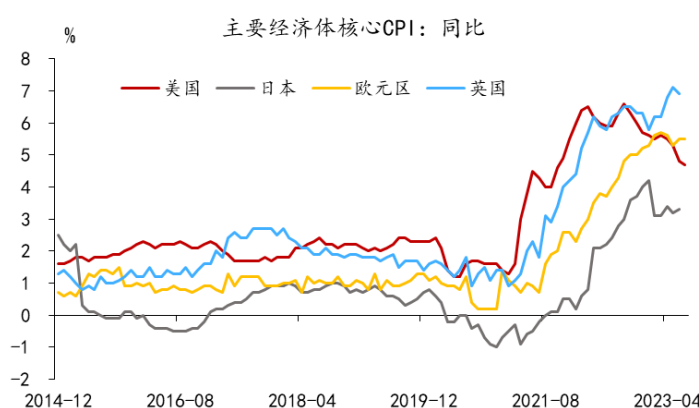
横截面比较而言，截止到2022年底，美国核心通胀水平——粘性通胀的主要成分——都高于OECD国家的中位数（2022年初之前位于75分位数以上）。在主要发达经济体中，直到2022年9月美国核心通胀见顶回落之后，英国、欧元区等经济体的核心通胀水平才陆续反超美国。所以，美国核心通胀表现为“先上先下”的特征。

图表3：美国通胀在OECD国家中的位置



来源：Wind、国金证券研究所

图表4：主要发达经济体的核心通胀的比较

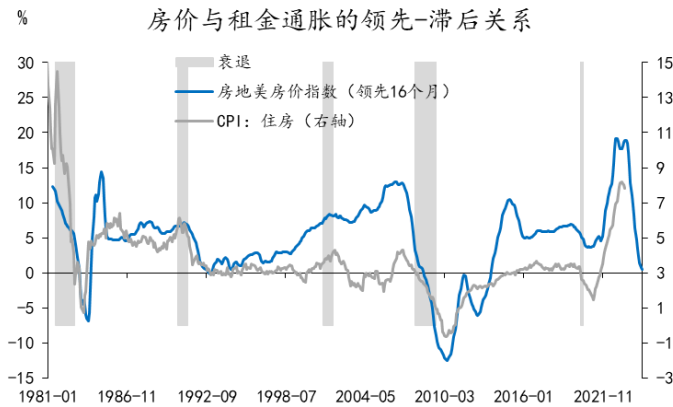


但是，不同经济体核心通胀的驱动因素明显不同。美、欧比较而言，商品与服务的权重有明显差异，美国4成商品、6成服务，欧元区正好相反：6成商品，4成服务。其中，美国非核心部分（能源和食品）的权重约为1/5，欧盟的权重约为1/3（欧元区约为30%）；美国CPI中住房的权重约为1/3，欧盟则不足1/10（8.6%）。

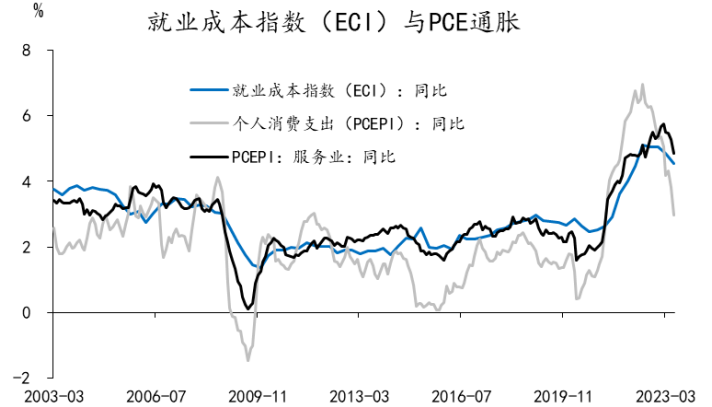
消费结构的差异是美、欧核心通胀形态差异的主要原因。所以，在解释美国核心通胀粘性时，常从租金通胀的滞后性和工资的粘性角度来说明。而在解释欧元区核心通胀时，则需要从非核心部分向核心部分的传导的“二次效应”来说明。展望未来，由于租金通胀已（确定地）处于下行通道，劳动力市场“紧张程度”仍在边际放缓，美国核心通胀压力仍将下行。不同的是，由于“二次效应”的滞后性，叠加工资增速仍处于上行通道，欧元区核心通胀下行的斜率将更加平缓，去通胀的压力在未来一段时间内仍将持续高于美国。在不考

虑“外生冲击”的情况下，欧央行货币政策利率维持高位的时间也将长于美国。

图表5: 美国通胀与租金

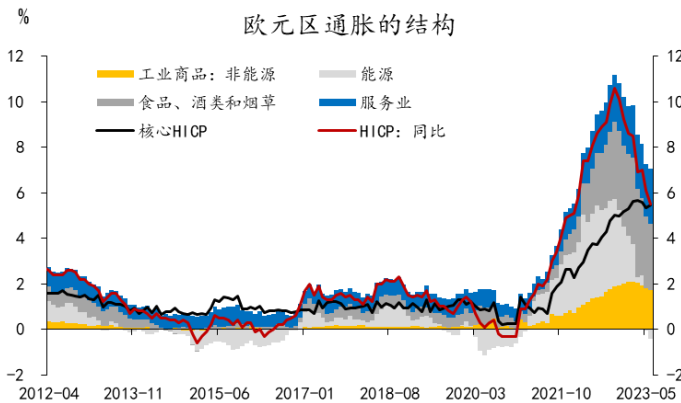


图表6: 美国通胀与工资

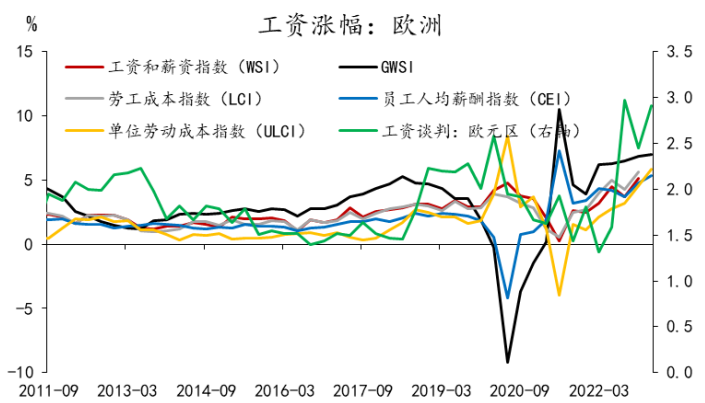


来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 欧元区通胀的结构



图表8: 欧元区工资涨幅仍处于上行区间

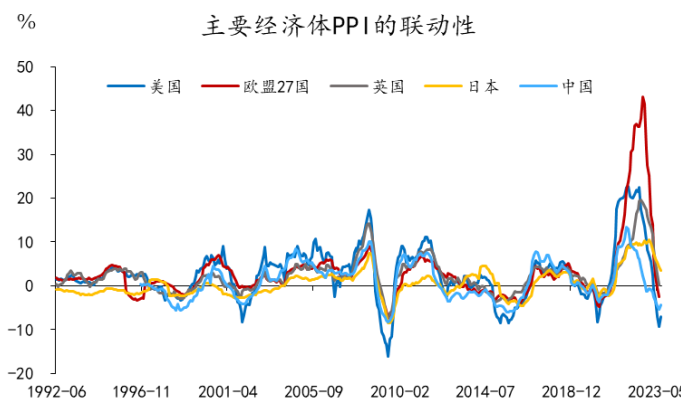


来源: Wind、国金证券研究所

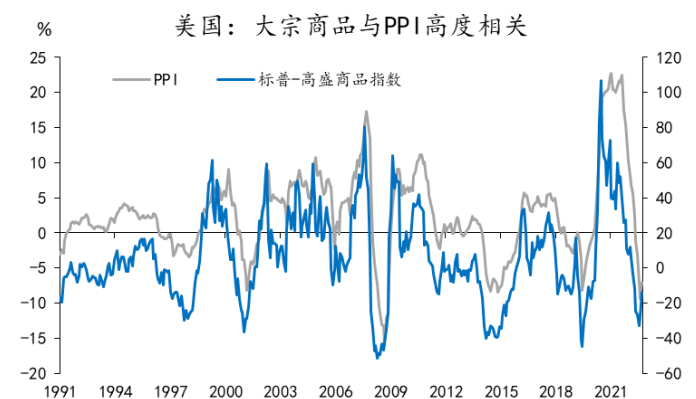
(二) 财政赤字与通胀粘性: 后疫情时代, 美国核心通胀的粘性部分可归因于财政赤字

比较而言, 服务通胀更能反映一个经济体的内需, 商品通胀的全球定价属性更加显著。这可以从不同经济体商品 CPI、服务 CPI 与 PPI 的相关性的比较中看出。因为, 商品 (尤其是大宗商品) 的可贸易属性明显高于服务, 其背后是“一价定律”的作用。所以, 对美国而言, 由于服务在消费结构中占主导地位, 内需对服务通胀, 进而对核心通胀的决定性相较其它经济体也会更加显著。

图表9: 全球 PPI 通胀的联动性



图表10: 大宗商品与PPI高度正相关



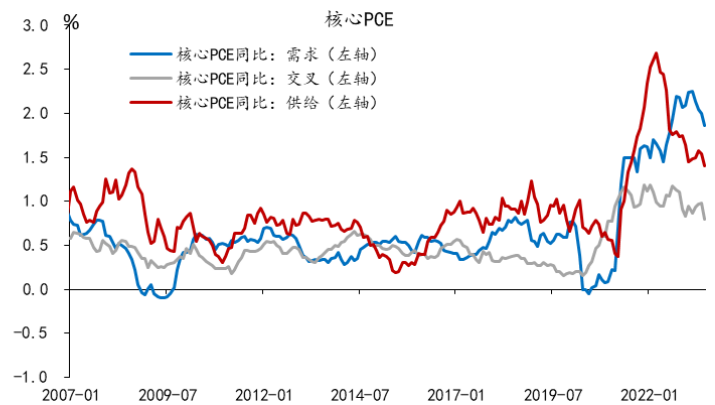
来源: Wind、国金证券研究所

相比“大危机”之后，后疫情时代美国通胀的压力明显更高。这不仅是因为疫情冲击了全球供应链和劳动力市场，属于供给侧的负面冲击，此外还叠加了“俄乌冲突”对能源和农产品的“供给冲击”。所以，无论是整体 PCE 还是核心 PCE，“供给通胀”都（曾经）是通胀的主要贡献者。但是，截止到 2023 年 6 月，由于供给通胀的快速下降，“需求通胀”已成为通胀的主要组成部分。

图表11: 美国整体 PCE 通胀的结构



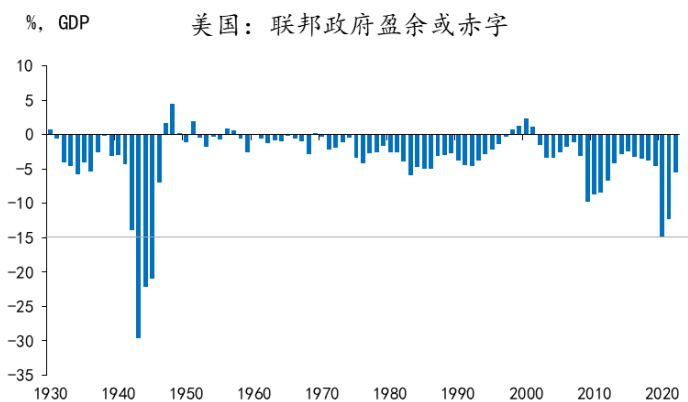
图表12: 美国核心 PCE 通胀的结构



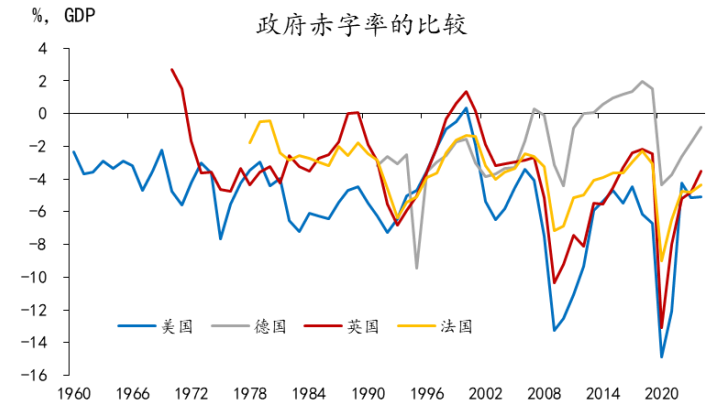
来源：美联储、国金证券研究所（更新到 2023 年 6 月）

需求侧的“正向冲击”是后疫情时代通胀粘性的主要解释之一。根据国际货币基金组织¹的统计，2020-2021 年全球财政赤字率合计分别达到了 10%和 8%。在主要发达经济体中，美国的财政支出规模最大，从 2020 年 3 月到 2021 年 3 月，四轮财政救助计划合计达 5.9 万亿美元（占 2021 年 GDP 的 26.9%），2020 和 2021 年的赤字率分别达到了 15%和 11%，均创下了历史新高。截止到 2021 年，发达国家和新兴市场国家政府债务杠杆均创了 1880 年以来的历史新高，前者为 124.7%，后者为 65.3%。美国联邦政府债务杠杆率也超过了二战时期的峰值，总规模 28.4 万亿美元，与 GDP 的比例为 128.4%。

图表13: 1930 年来联邦政府赤字率的比较



图表14: 疫情期间美国赤字率显著高于其它经济体



来源：wind、国金证券研究所（更新到 2023 年 6 月）

每当经济遭遇负面冲击而陷入衰退时，美国政府就会实施积极的财政政策，且财政赤字规模呈现出不断扩大的态势，尤其是二十一世纪的 3 次危机。2020 年，美国经历了历史上最短的衰退（2 个月），但财政政策却是二战结束以来最具扩张性的，赤字规模达到了 3.1 万亿，赤字率高达 15%（占 GDP 的比重）。由于与疫情相关的救济政策直到 2021 年 3 季度末才退出，2021 年的赤字率依然维持在 12.4%的高位（2.8 万亿），连续两年均显著高于 2009 年的 9.8%。其中一部分资金直接用于对居民部门的转移支付。例如，2020 年 3 月通过的 CARES²法案中（2.3 万亿），其中 27%是对家庭部门的转移支付。所以，在疫情冲击

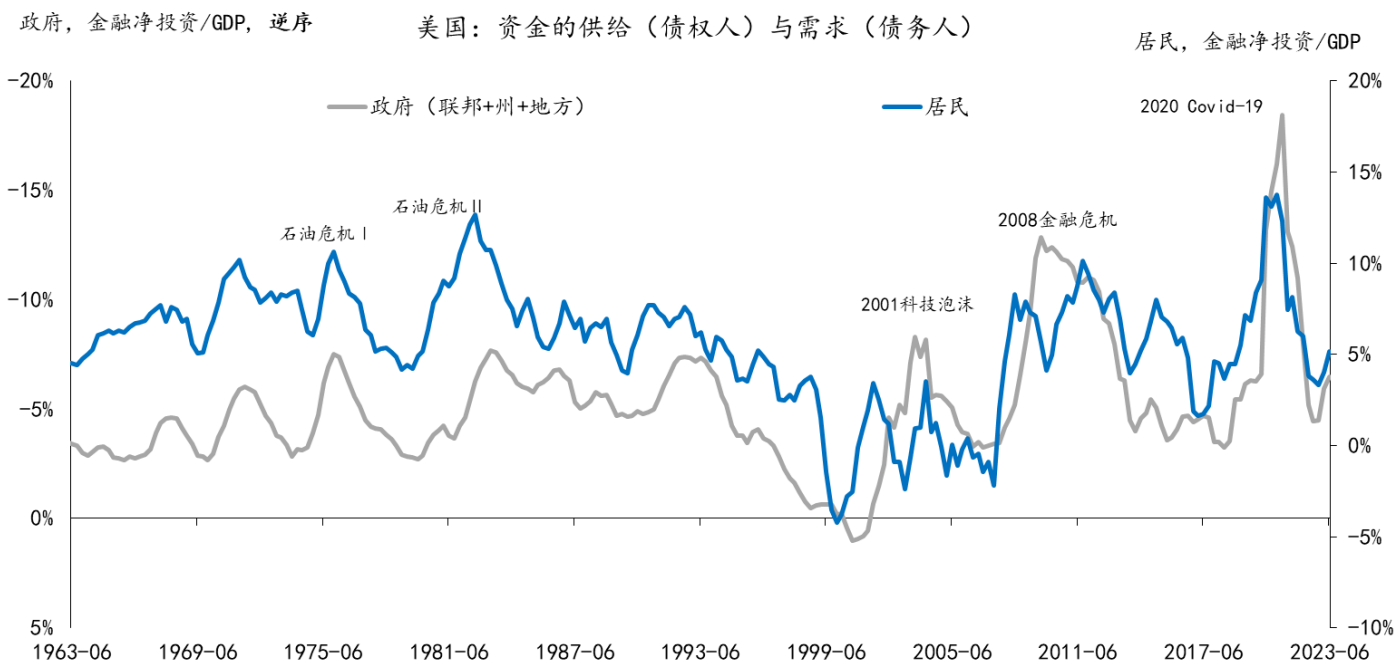
¹ 6. IMF, 2021. World Economic Outlook: Recovery During a Pandemic—Health Concerns, Supply Disruptions, Price Pressures. Washington, DC, October.

² 全称为：Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act.

早期，经济的运行呈现出失业率、居民收入和储蓄同步上升的“反常”现象。

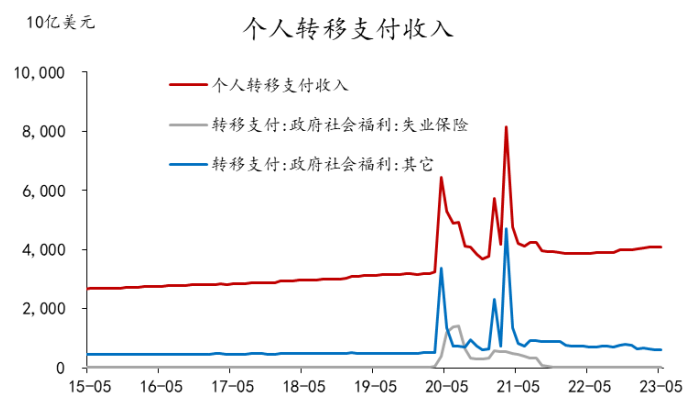
从不同部门之间的现金流量表的对应关系可以看出，美国政府的赤字率大致对应着居民部门的盈余率。疫情期间积极的财政政策转化成了居民部门的“超额储蓄”，即使2021年4季度之后美国政府逐渐退出紧急救助措施，在就业人数和劳动参与率远低于疫情前水平的情况下，美国服务业消费依然维持高速增长状态。

图表15：政府赤字与居民盈余的对应关系



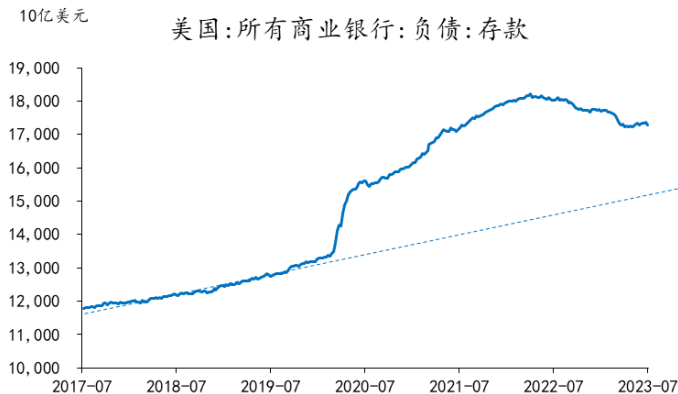
来源：美联储、国金证券研究所

图表16：疫情期间美国居民“超额储蓄”的积累



来源：Wind、国金证券研究所

图表17：“超额储蓄”的消耗明显放缓



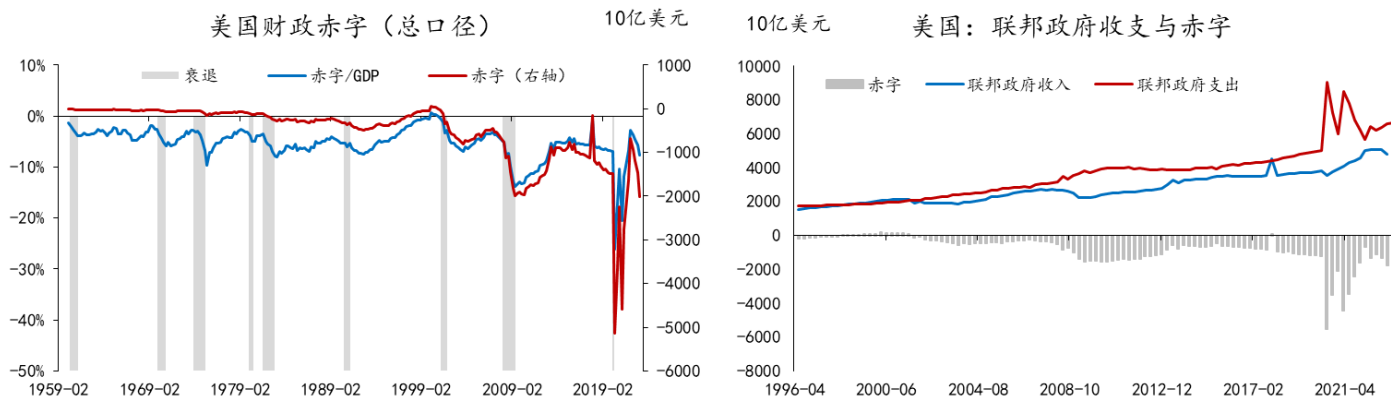
但是，“超额储蓄”或已不再是2023年初以来美国消费韧性的主要解释³。从2022年底开始，居民储蓄率持续回升，超额储蓄沿着疫情之前的平行线缓慢上行。按收入高低分组来看，后75分位的居民超额储蓄或已经消耗殆尽，余下的“超额储蓄”多数属于前25分位的相对富有阶层。或可推断，在衰退兑现之前，超额储蓄均值回归的进程或明显放缓，甚至是“停滞”——在更高的中枢上，沿着疫情前的平行线增加。等衰退兑现之后，超额储蓄或再延续下行（剔除政府的转移支付）。故可以说，2022年初到2023年初，超额储蓄释放了近1.2万亿消费需求，对经济重启后美国经济的韧性形成支撑，余下的1.2万亿“潜在需求”何时释放则是不确定的。

³ 参考报告“周期的力量”系列之五：《历史的“组合解”：美国经济，这次如何“着陆”？》

虽然“超额储蓄”释放的购买力边际放缓，但新一轮积极的财政政策已经“在路上”，这是2023年上半年美国经济增长超预期解释的一个解释。2023年初以来，联邦政府赤字率再次提升⁴，究其原因，收入端主要是个人所得税收入的下降，支出端则是因为刚性支出占比的提升，以及高利率环境下利息支出的增长。

图表18: 2023年美国财政转为扩张

图表19: 2023年赤字的来源: 支出刚性、收入下降



来源: Wind、国金证券研究所 (更新到 2023Q2)

积极的财政政策是疫后复苏初期美国核心通胀超越其它发达经济体的一个原因，也是当前美国核心通胀粘性的来源。据估计⁵，截止到2021年底，美国旨在抵消大流行冲击的财政支持措施在核心通货膨胀中贡献了约3个百分点。截止到7月底，2023财年美国财政赤字累计值已经高达1.6万亿，大致相当于2019年同期的两倍。OECD预计2023和2024年赤字率均为5.12%。惠誉预计2023-2025年美国财政赤字率分别为6.3%、6.6%和6.9%——下调美债评级的一个理由。

高利率背景下，积极的财政政策能否持续？通胀是消灭债务的“工具”，还是削弱债务可持续性的“利器”。本文认为，中期内，积极的财政政策将增加通胀的粘性，延迟美联储降息的时点，进而增加债务融资的成本、扩大赤字率、削弱美债的信用。

(三) 债务杠杆、支出乘数与债权人结构：财政赤字为什么会增加通胀风险？

财政赤字不必然是通胀属性的。财政赤字是否会引发通胀，与政府杠杆率、融资方式和成本、支出结构、财政乘数及债权人结构有关。一般而言⁶，政府杠杆率越低、以非货币化的方式融资、融资成本越低、支出结构偏向于生产而非消费（或偏向于企业而非居民）、财政乘数越高、外国债权人占比越高，财政赤字产生的通胀压力就越小。除此之外，还与财政与货币政策的相对主导地位有关——财政主导的制度环境中，赤字更有可能引发通胀⁷。

多个因素均指向当前美国财政赤字会增加未来通胀的风险：

第一，近二十多年的学术研究表明，美国财政乘数基本分布在0.3-1区间。这意味着，为应对下一次“冲击”，财政支出强度易升难降（相对于产出缺口）。一般而言，如果财政支出乘数大于1（每1单位财政支出产生的GDP大于1），赤字是创造财富的，否则就是“消灭”财富的——公共支出“挤出”了私人支出，且效率更低。所以，乘数大于1是财政政策有效的前提，是凯恩斯主义者倡导需求侧管理政策的基础。但是，近年来的学术研究表明，美国财政乘数基本分布在0.3-1区间。

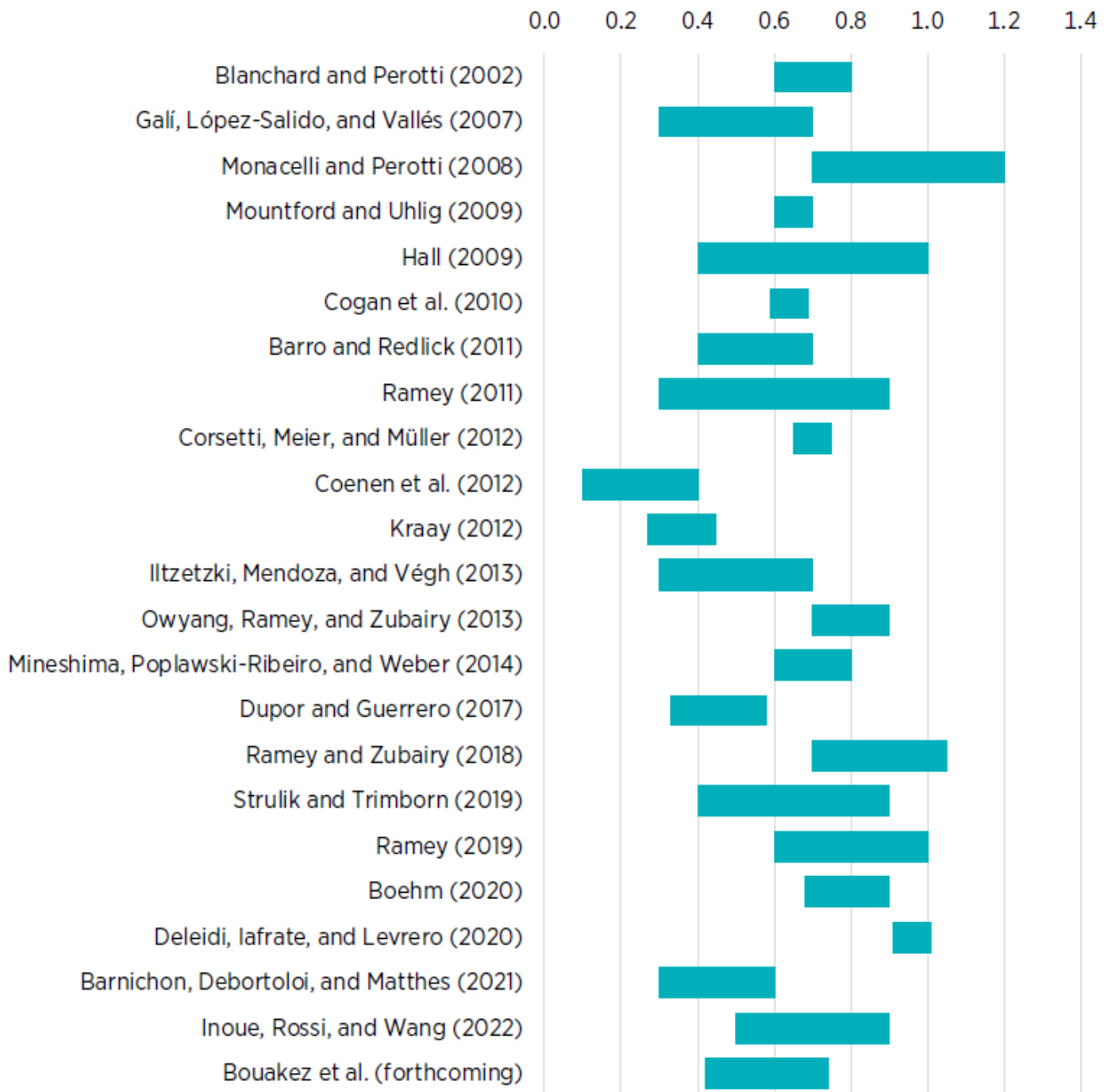
⁴ 参考报告：《美债的“供给冲击”》

⁵ Jordà et al., 2022. Why Is U.S. Inflation Higher than in Other Countries? FRBSF Economic Letter

⁶ Veronique de Rugy and Jack Salmon, 2022. Declining Fiscal Multipliers and Inflationary Risks in the Shadow of Public Debt, Mercatus Center.

⁷ Banerjee et al., 2023. Fiscal deficits and inflation risks: the role of fiscal and monetary regimes, BIS Working Papers No 1028.

图表20: 美国财政乘数的分布

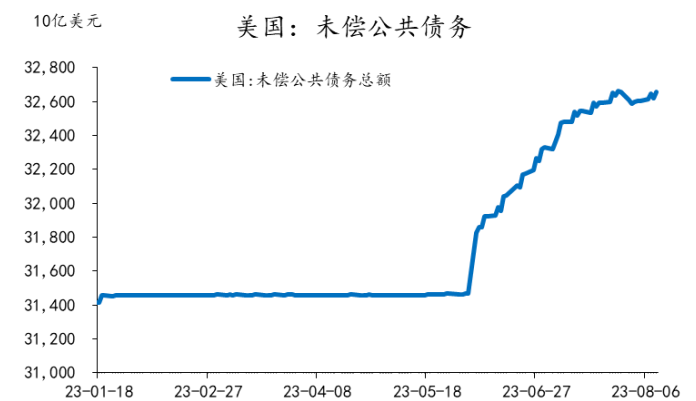
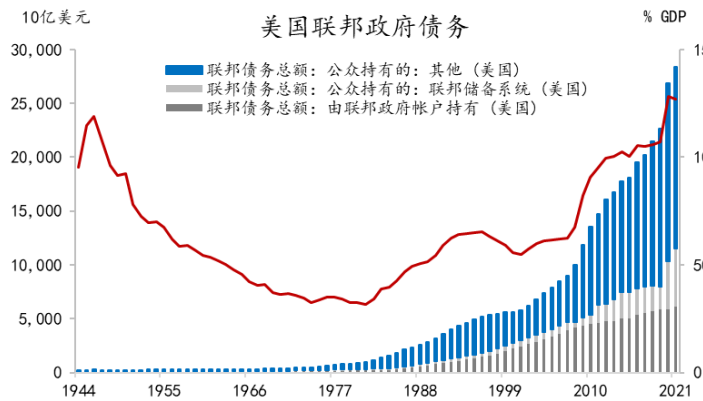


来源: Veronique de Rugy and Jack Salmon (2022)、国金证券研究所

第二，更高的债务杠杆率或进一步压低财政乘数。二战结束后，在汽车、石油化工等产业革命的推动下，美国经济迎来“黄金时代”，美国联邦政府经历了持续的去杠杆进程。但80年代以来，杠杆率缓慢上行。2008年金融危机和2020年新冠疫情冲击之后，杠杆率均快速上行。截止到2022年9月，杠杆率已经超过120%。截止到2023年8月初，总债务规模已经接近33万亿。利息占GDP或总支出的比重均在快速上行。

图表21: 联邦政府债务杠杆率已超过二战时期

图表22: 暂停“债务上限”后国债大幅增加

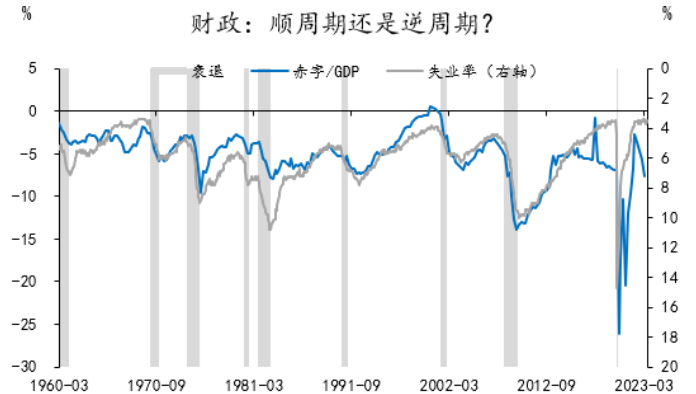
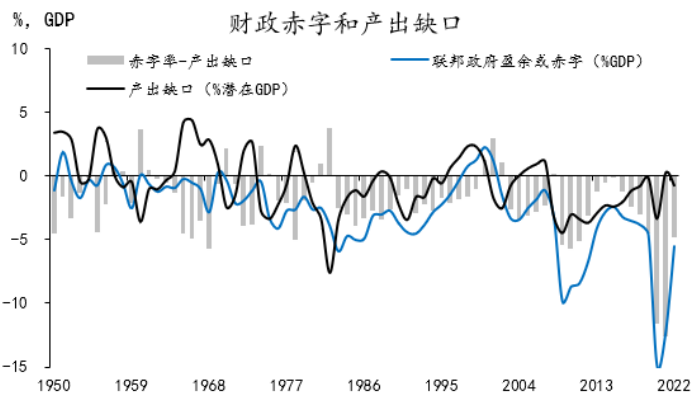


来源: Wind、国金证券研究所 (更新到 2023Q2)

第三, 疫情期间, 美国财政支出强度超出了产出缺口衡量的合理水平, 2023 年初以来的财政赤字具有“顺周期性”。在劳动力市场依然紧张的环境中, 支出乘数或进一步下降。从时间序列上看, 70 年代以来, 美国联邦政府赤字率呈现出波动上升态势, 疫情期间的赤字率达到了二战结束后的峰值。从赤字率与产出缺口的比较来看, 二者的差值衡量的相对强度为“大危机”时期的两倍。2023 年初以来, 在产出缺口已基本收敛和劳动力市场处于紧张状态中, 美国财政赤字“顺周期”扩张, 这都为中期内的通胀风险埋下了伏笔。

图表23: 美国财政支出强度超出合理水平

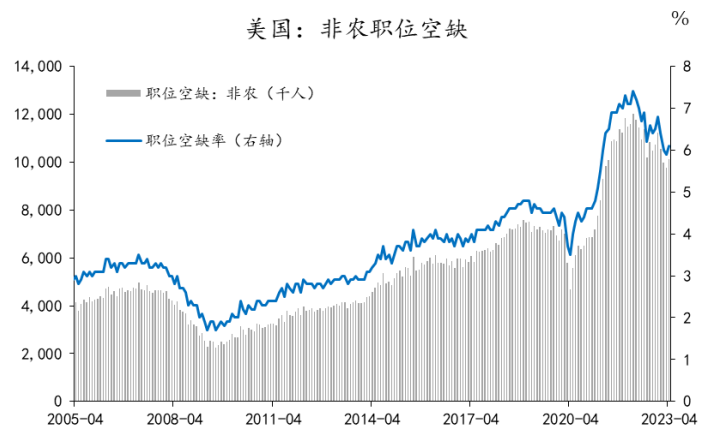
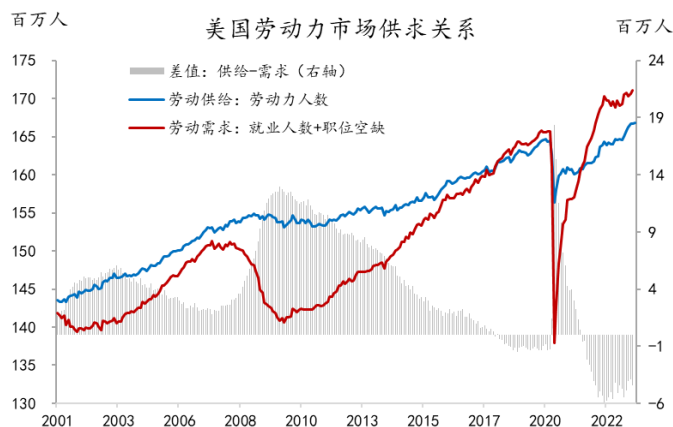
图表24: 2023 年财政支出具有“顺周期性”



来源: Wind、国金证券研究所 (更新到 2023Q2)

图表25: 美国劳动力市场依然“供不应求”

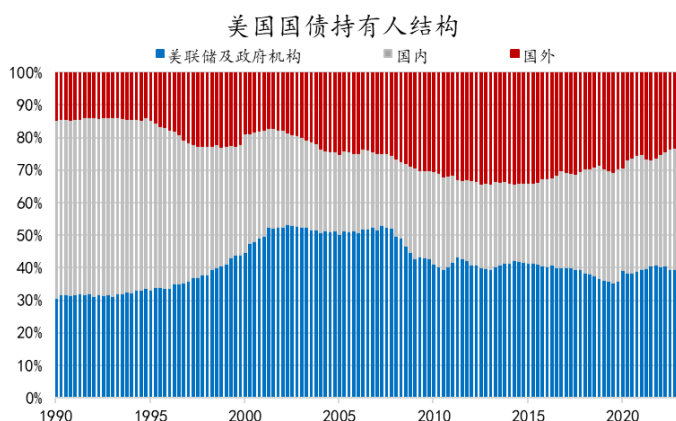
图表26: 美国非农职位空缺率仍处于高位



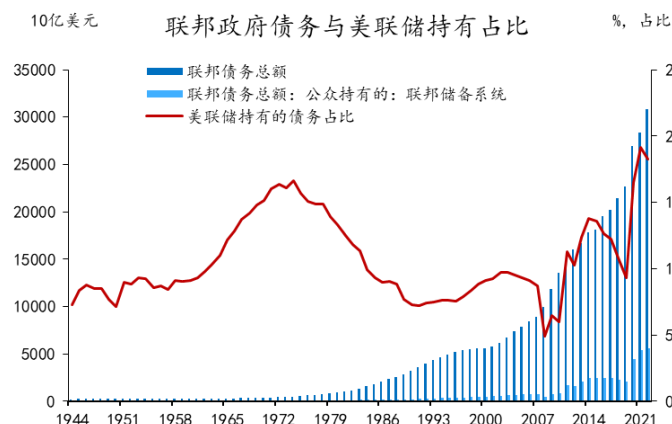
来源: Wind、国金证券研究所 (更新到 2023Q2)

第四，大危机之后，美国财政赤字的“货币化”倾向逐渐增强，且国外债权人持有的美债份额持续下降。这是债权人结构视角下财政赤字为何会提升通胀风险的解释。“财政赤字货币化”是否会引发通胀，一方面取决于货币化的程度；另一方面依赖于支出的方式。相比“大危机”之后，后疫情时代在两个方面都更有助于推升通胀：央行购债规模和占比更高——赤字货币化的程度更高；对居民的转移支付占比更高。学术研究表明，外国债权人持有的国债份额越高，通胀风险越小，因为“挤出效应”越小。

图表27：国外持有的美国国债份额持续下降



图表28：美联储持有的美债份额位于历史高位



来源：Wind、国金证券研究所（更新到 2023Q2）

总结而言，后疫情时代的财政赤字是具有较强的通胀属性的，2023 年初以来的赤字具有顺周期性。短期而言，由于供给扰动趋缓，全球总需求仍然较弱，商品通胀的反弹或较为温和。在租金通胀的滞后影响和劳动力市场边际放松的带动下，美国核心通胀仍将处于下行区间。但中期而言，财政赤字和工资粘性或将是美国通胀的“双引擎”。

Bordo 和 Levy (2021)⁸ 考察了 1800 年以来美国和英国财政赤字与通货膨胀的关系，总结道：“我们从历史研究中得到的教训是：避免战争；审慎使用货币政策来维持财政赤字；避免财政主导；保持央行独立性；稳定通胀预期；并推行有利于增长的经济政策……忽视历史教训可能会给政策制定者带来风险。”令人担忧的是，政策制定者们都在被历史裹挟着向错误的方向前进。

理论上，在 MMT 的框架内，主权信用货币发行国不会出现主权债务违约，尤其是像美国这样的国际货币发行国。这并不符合历史经验。英镑的教训还历历在目。美国长期以来的财政与国际收支“双赤字”仍在侵蚀着美元的信用，这是美元体系固有的矛盾。实际负利率是美国国债透支美元信用的一种表现。随着美国经济份额的下降、中美经济相互依赖性的弱化和俄乌冲突催化的国际储备货币多元化，美元信用靠什么来重建？通胀是否是美元信用的“阿基里斯之踵”？

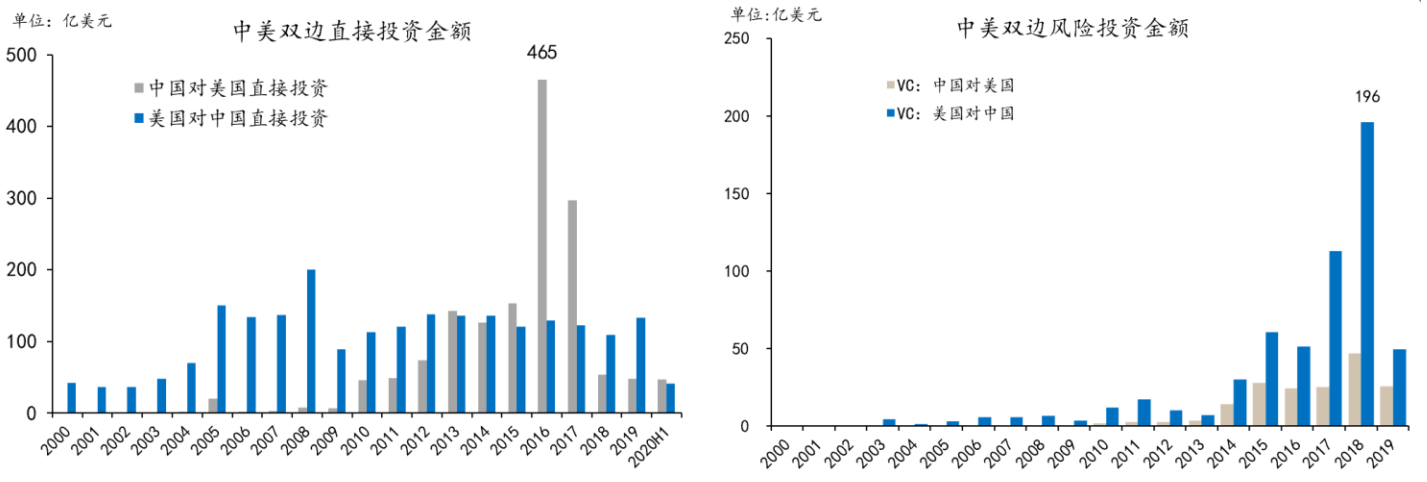
二、海外基本面&重要事件

（一）美国政策：美国对华投资限制令落地

8 月 9 日，美国总统拜登发布行政令，要求美国财政部审查美国人士对中国（包括香港和澳门特别行政区）在半导体与微电子、量子信息技术和人工智能等“国家安全科技和产品”的交易。预计受限交易包括股权收购，合资企业建立和债务融资交易。

⁸ 3. Bordo and Levy, 2021. Do Enlarged Fiscal Deficits Cause Inflation: The Historical Record, Economic Affairs, 41, p.59-83.

图表29：中美双边投资减弱

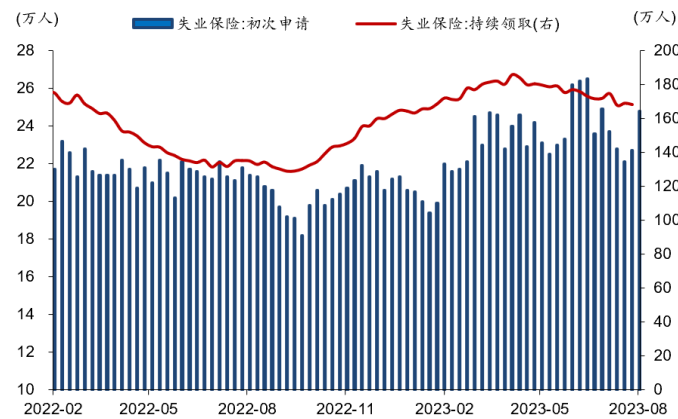


来源：Bloomberg、国金证券研究所

(二) 生产与就业：美国初请失业人数上升

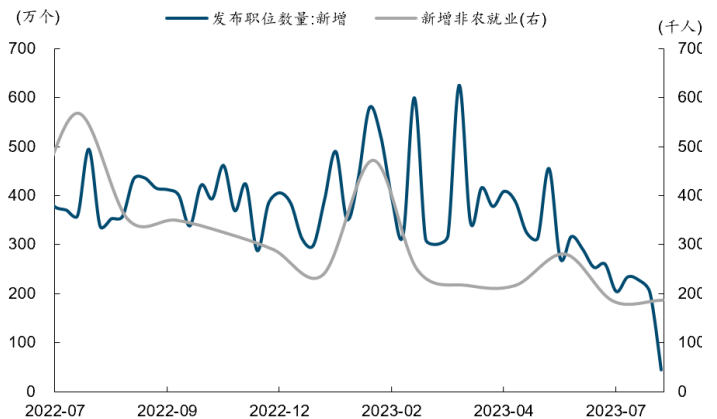
8月5日当周美国初请失业金人数 24.8 万人，前值 22.7 万人，续请失业人数 168 万人，前值 169 万人。7月31日当周新增职位数量 45 万，前值 202 万；活跃职位数量 159 万，前值 197 万。

图表30：美国 8 月 5 日当周初请失业 24.8 万人



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表31：美国 7 月 31 日当周新增职位数量下降

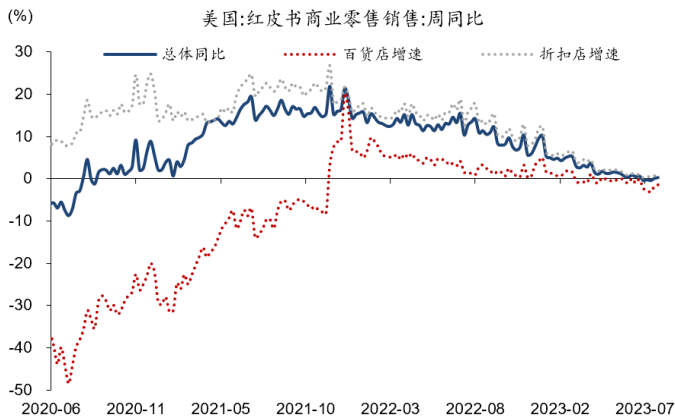


来源：Bloomberg、国金证券研究所

(三) 消费与出行：美国红皮书零售增速回升

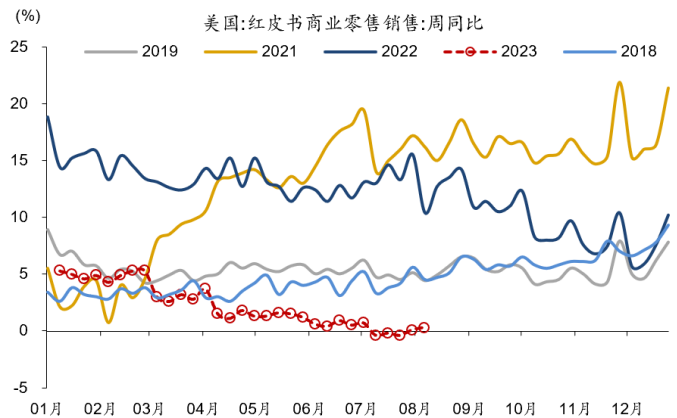
8月5日当周，美国红皮书零售增速 0.3%，前值 0.1%。其中百货店增速-1.5%，前值-1.9%，折扣店增速 0.8%，前值 0.7%。德国外出用餐人数 8月9日当周同比 6.8%，美国-2.9%，英国-1.2%，纽约拥堵指数回落。

图表32: 美国红皮书零售同比 0.3%, 前值 0.1%



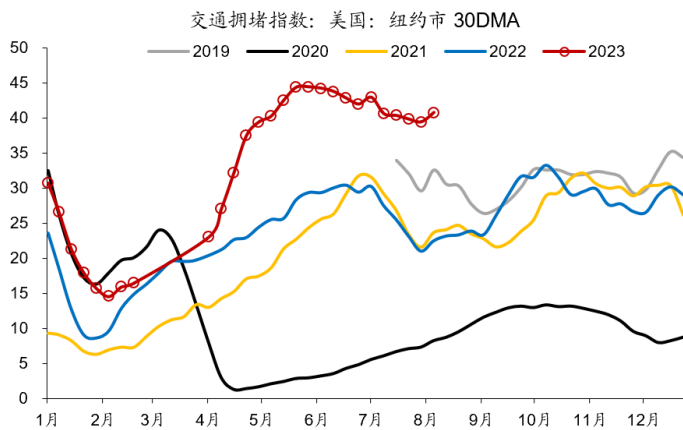
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表33: 美国红皮书零售增速弱于季节性



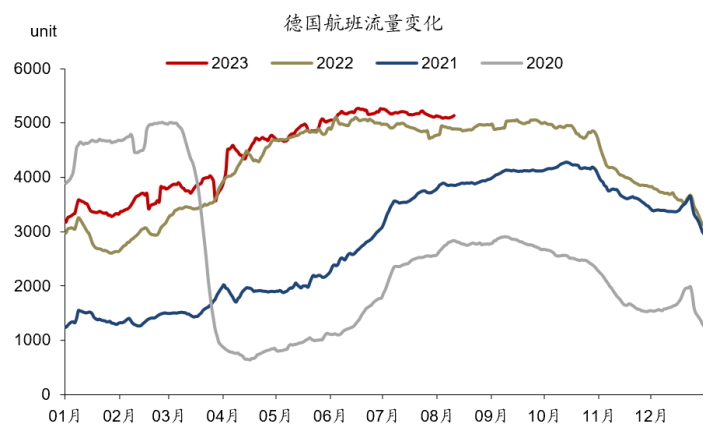
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表34: 美国纽约交通拥堵情况回升



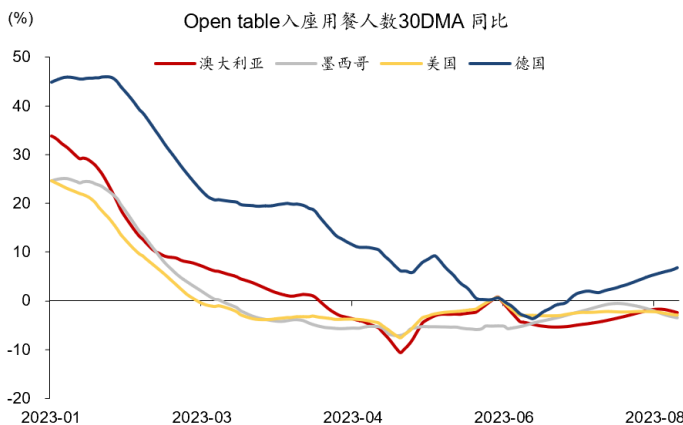
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表35: 德国航班飞行次数高于2022年



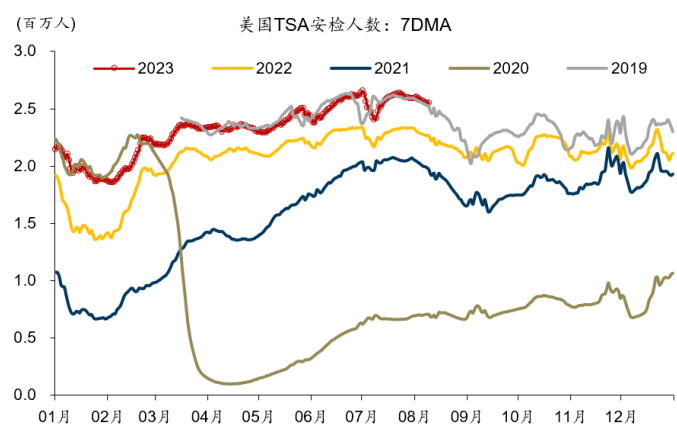
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表36: 德国7月外出用餐人数同比升至7%



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: 美国7月CPI 低于预期

CPI 数据略微低于预期, 通胀环比温和上涨基本符合通胀年率目标。美国7月季调后 CPI 同比 3.3%, 预期 3.3%, 前值 3.1%, 低基数下结束了稳步连续 12 个月的下降。季调后 CPI 环比 0.2%, 预期 0.2%, 前值 0.2%。季调后核心 CPI 同比 4.7%, 预期 4.8%, 前值 4.9%,

为 2021 年 11 月以来新低。季调后核心 CPI 环比 0.2%，预期 0.2%，前值 0.2%。连续第二个月环比 0.2% 基本符合 2% 通胀年率目标。

食品、能源价格反弹。7 月受原油价格上涨影响，能源同比回落幅度收窄，7 月能源价格同比-12.3%、前值-16.5%，7 月能源环比 0.1%、前值 0.6%。

二手车、机票价格连续下跌。7 月二手车和卡车同比-5.6%、前值-5.2%，环比-1.3%、前值-0.5%；7 月机票同比-18.6%、前值-18.9%，环比-8.1%、前值-8.1%，连续 4 个月环比负增长。此外，医疗服务和新车价格在 7 月环比亦有所下降，环比分别为-0.4%、-0.1%，前值均为 0.0%。

房租通胀放缓速度较慢。7 月住房价格同比 7.7%，前值 7.8%，环比持平前值 0.4%。住房指数迄今为止是月度所有项目增长的最大贡献者，7 月，住房拉动整体 CPI 2.67%（前值 2.72%），占整体 CPI 总增幅的 81%（前值 88%）。超级核心 CPI（核心服务除住房外）7 月同比 3.8%，前值 3.7%，环比 0.1%。其中，机动车保险价格显著增长，7 月机动车保险价格同比 17.8%、前值 16.9%，环比 2.0%、前值 1.7%。

原油价格反弹。截至 8 月 11 日，布油录得 88.6 美元每桶，上周 87 美元；WTI 原油录得 82.8 美元，上周 82.8 美元；英国天然气录得 91 便士/色姆，上周 74 便士。NYMEX 天然气 2.8 美元/百万英热单位，上周 2.6 美元。

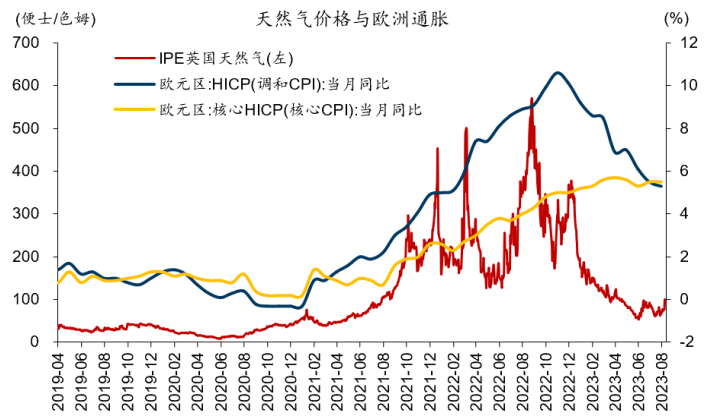
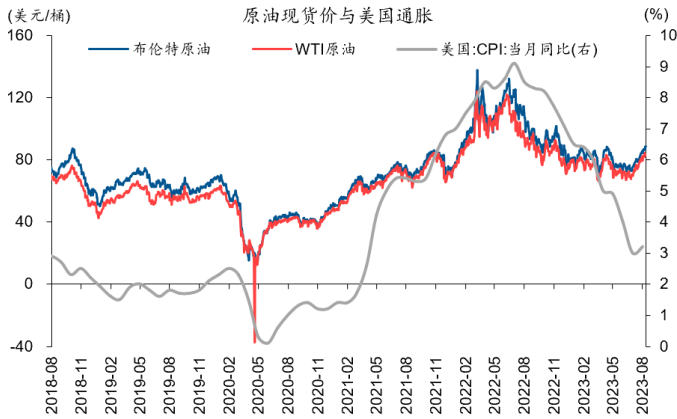
图表38：美国 7 月 CPI 同比、环比及其结构

| CPI 分级 | 支出项目 | 权重 (%) | 预期值 | 季调_同比 (%) | | | | | | | 预期值 | 季调_环比 (%) | | | | | | |
|--------|-----------------------|--------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|--|--|
| | | | | 23-07 | 23-06 | 23-05 | 23-04 | 23-03 | 23-02 | 23-07 | | 23-06 | 23-05 | 23-04 | 23-03 | 23-02 | | |
| 整体 | CPI | 100.0 | 3.3 ↓ | 3.3 | 3.1 | 4.1 | 5.0 | 5.0 | 6.0 | 0.2 ↓ | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.4 | 0.1 | 0.4 | | |
| 核心 | 核心CPI | 79.6 | 4.8 ↓ | 4.7 | 4.9 | 5.3 | 5.5 | 5.6 | 5.5 | 0.2 ↓ | 0.2 | 0.2 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | | |
| I | 食品 | 13.4 | | 4.9 | 5.7 | 6.7 | 7.6 | 8.5 | 9.5 | | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.4 | | |
| I | 能源 | 7.0 | | -12.3 | -16.5 | -11.3 | -4.9 | -6.4 | 5.0 | | 0.1 | 0.6 | -3.6 | 0.6 | -3.5 | -0.6 | | |
| II | 能源商品 | 3.7 | | -20.3 | -26.8 | -20.5 | -12.6 | -17.0 | -1.4 | | 0.3 | 0.8 | -5.6 | 2.7 | -4.6 | 0.5 | | |
| II | 能源服务 | 3.3 | | -1.2 | -1.1 | 1.6 | 5.9 | 9.2 | 13.3 | | -0.1 | 0.4 | -1.4 | -1.7 | -2.3 | -1.7 | | |
| I | 核心商品 (即商品, 扣除食品和能源商品) | 21.3 | | 0.9 | 1.4 | 2.0 | 2.1 | 1.6 | 1.0 | | -0.3 | -0.1 | 0.6 | 0.6 | 0.2 | 0.0 | | |
| II | 服装 | 2.5 | | 3.2 | 3.1 | 3.5 | 3.6 | 3.2 | 3.3 | | 0.0 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.8 | | |
| II | 新车 | 4.3 | | 3.5 | 4.1 | 4.7 | 5.4 | 6.1 | 5.8 | | -0.1 | 0.0 | -0.1 | -0.2 | 0.4 | 0.2 | | |
| II | 二手车和卡车 | 2.8 | | -5.6 | -5.2 | -4.2 | -6.6 | -11.2 | -13.6 | | -1.3 | -0.5 | 4.4 | 4.4 | -0.9 | -2.8 | | |
| II | 医疗商品 | 1.5 | | 4.1 | 4.2 | 4.4 | 4.0 | 3.6 | 3.2 | | 0.5 | 0.2 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.1 | | |
| II | 酒精饮料 | 0.8 | | 4.1 | 4.4 | 4.8 | 4.6 | 4.5 | 4.9 | | 0.1 | 0.0 | 0.5 | 0.5 | 0.1 | -0.3 | | |
| II | 烟草和香烟产品 | 0.5 | | 6.1 | 5.8 | 6.3 | 6.6 | 6.9 | 6.7 | | 0.5 | 0.1 | 0.6 | 0.1 | 0.8 | 1.0 | | |
| I | 核心服务 (服务, 扣除能源服务) | 58.3 | | 6.1 | 6.2 | 6.6 | 6.8 | 7.1 | 7.3 | | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.6 | | |
| II | 住所 (Shelter) | 34.7 | | 7.7 | 7.8 | 8.0 | 8.1 | 8.2 | 8.1 | | 0.4 | 0.4 | 0.6 | 0.4 | 0.6 | 0.8 | | |
| III | 主要住所租金 | 7.6 | | 8.0 | 8.3 | 8.7 | 8.8 | 8.8 | 8.8 | | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.8 | | |
| III | 业主等值房租 | 25.5 | | 7.7 | 7.8 | 8.0 | 8.1 | 8.0 | 8.0 | | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.7 | | |
| II | 医疗服务 | 6.4 | | -1.5 | -0.8 | -0.1 | 0.4 | 1.0 | 2.1 | | -0.4 | 0.0 | -0.1 | -0.1 | -0.5 | -0.7 | | |
| III | 医师服务 | 1.8 | | 0.4 | 0.5 | -0.1 | 0.3 | 0.5 | 1.2 | | 0.2 | 0.7 | -0.5 | 0.0 | -0.2 | -0.5 | | |
| III | 医院服务 | 1.9 | | 3.1 | 4.1 | 3.7 | 2.9 | 2.7 | 3.6 | | -0.4 | 0.4 | 1.0 | 0.5 | -0.4 | 0.0 | | |
| II | 交通 | 5.9 | | 9.3 | 8.5 | 10.3 | 11.1 | 13.8 | 14.6 | | 0.3 | 0.1 | 0.8 | -0.2 | 1.4 | 1.1 | | |
| III | 机动车维护与修理 | 1.1 | | 12.7 | 12.7 | 13.5 | 13.3 | 13.3 | 12.5 | | 1.0 | 1.3 | 0.6 | 0.5 | 0.3 | 0.2 | | |
| III | 机动车保险 | 2.7 | | 17.8 | 16.9 | 17.1 | 15.5 | 15.0 | 14.5 | | 2.0 | 1.7 | 2.0 | 1.4 | 1.2 | 0.9 | | |
| III | 机票 | 0.6 | | -18.6 | -18.9 | -13.4 | -0.9 | 17.7 | 26.5 | | -8.1 | -8.1 | -3.0 | -2.6 | 4.0 | 6.4 | | |

来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表39: 本周, 布油反弹至 89 美元, WTI 升至 83 美元

图表40: 本周, IPE 英国天然气升至 91 便士



来源: WIND、国金证券研究所

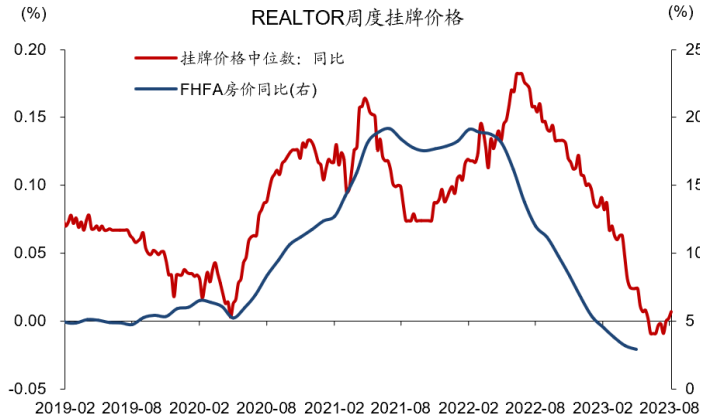
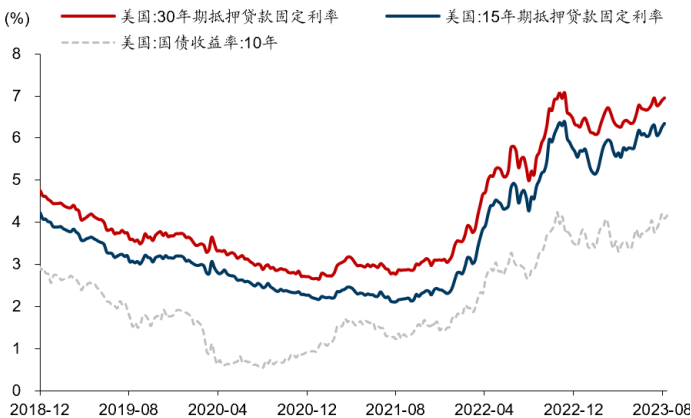
来源: WIND、国金证券研究所

(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 10 日, 美国 30 年期抵押贷款利率升至 6.96%, 较 6 月底的 6.7% 上升 26BP。15 年期抵押贷款利率升至 6.34%, 较 6 月底的 6.1% 上升 24BP。截 8 月 5 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 6.96%

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

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 |