

海外周度观察

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

 分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

 分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）
 chendafei@gjzq.com.cn

 分析师：赵宇（执业 S1130523020002）
 Zhaoyu2@gjzq.com.cn

美债利率见顶了吗？

长端美债利率的波动是近期市场关注的一个焦点。10 年美债利率能否突破 2022 年 10 月的 4.34% 高点，以及新高是多少？复盘过去 60 年的 12 次美联储加息周期会发现，长端利率的高点往往出现在美联储最后一次加息前后。需要反问的是，4.34% 是一个合理的参照系吗？美联储暂停加息后，美债的形态有何特征？

热点思考：美债利率见顶了吗？美联储暂停加息后，美债利率会是什么形态？

本轮美债利率上行的起点为 5 月 10 日前后，主要反映经济的韧性和 SVB 事件冲击的缓和。8 月初以来美债利率的上行则叠加了供求因素的扰动。美国财政部 3 季度再融资例会大幅提升净融资规模，并且抬升了中长久期债券发行份额，引发长端美债利率上行。8 月 17 日盘中，10 年美债利率一度升至 4.33%，与 2022 年 10 月的 4.34% 高位仅差 1bp。经验上看，10 年美债利率重回 4.3%，甚至突破 4.34% 前高都是合理的，反而要质疑 4.34% 作为高点的合理性。因为，一方面，4.34% 高点是在美联储连续 3 次加息 75bp 的背景下出现的，但当时各方对美国经济的预期是偏悲观的；另一方面，相比 2022 年 9 月 SEP，2023 年联邦基金利率终点目标上调了 100bp。

事后看，2022 年 10 月的 4.34% 和 2023 年 3 月的 4.1% 的 10 年美债利率或许并非“正确”的参照系。因为经济基本面和美联储加息的终点都明显超出了当时的一致预期，但我们却无法回到历史去纠错。复盘 1958 年来美联储 12 次加息区间 10 年美债收益率的形态可知，本次 10 年美债利率的高点出现的“太早了”。

复盘过去 60 年美国宏观经济周期与货币政策历史会发现，在美联储暂停加息区间，美债利率大致呈现出 3 种形态：（1）趋势性下行；（2）波动上行；（3）高位震荡（W 型）。其中，趋势性下降占主导，其次是波动上行，最后是高位震荡。结合经济基本面状况和美联储的政策立场可知，通货膨胀是核心矛盾，金融风险事件是重要的拐点信号。

我们认为，本轮暂停加息区间美债利率的表现，2006-07 年案例（W 型）或更有参考价值。2006-07 年，美联储政策的重心是防范能源价格波动引发的通胀风险。就业虽然边际转弱，但失业率持续位于 4.4-4.6% 低位窄幅震荡。房价涨幅虽然自 2006 年中开始下降，但发生系统性风险的概率依然被认为是偏低的。所以，通胀是“硬约束”。

海外事件&数据：美国 7 月消费增速超预期，日本超级核心通胀反弹

美国 7 月消费增速超预期。7 月美国零售销售环比录得 0.7%，预期 0.4%，同比增速 3.2%，前值 1.6%。商品与食品服务增速均好转，食品服务同比升至 12%，前值 9.5%，商品零售同比 2%，前值 0.5%。耐用品中汽车消费增速改善，7 月增速 7.4%，前值 5.8%，非耐用品环比同比增速普遍改善。

日本 7 月整体通胀持平前值，但超级核心通胀反弹。7 月日本 CPI 同比上涨 3.3%，持平前值。核心 CPI 同比上涨 3.1%，较前值 3.3% 有所下降，与预期一致。不包括食品和能源价格的“超级核心 CPI”同比上涨 4.3%，高于前值 4.2%。服务 CPI 增速从 1.6% 升至 2%。

美国新屋开工、营建许可回升。美国 NAHB 住房市场指数 8 月回落至 50，前值 56，为今年以来首次下降。美国新屋开工 145 万套，前值 139.8 万套，环比升至 4%，前值-12%，同比升至 6%，前值-10%。美国 7 月获批营建许可 144.2 万套，前值 144.1 万套。截至 8 月 17 日，美国 30 年期抵押贷款利率升至 7.1%，较 6 月底的 6.7% 上升 40BP。

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：美债利率见顶了吗？	4
（一）美联储加息区间，美债利率的形态：10年美债利率会创新高吗？	4
（二）美联储暂停加息区间，美债利率的三种形态：这次会像哪一种形态？	6
（三）经验已死，经验万岁：历史复盘，应规避经验的“陷阱”	8
二、海外基本面&重要事件	9
（一）货币与财政：OIS 隐含利率轻微抬升	9
（二）生产与就业：美国7月工业总产值同环比均反弹	11
（三）消费与出行：美国7月消费增速超预期	12
（四）通胀与能源：日本7月超级核心通胀反弹至4.3%	13
（五）地产与信贷：美国7月新屋开工、营建许可回升	14
风险提示	15

图表目录

图表 1：货币政策利率与美债利率	4
图表 2：美债期限溢价	4
图表 3：8月初以来美债期限利差收窄	4
图表 4：8月初以来不同期限美债利率的变化	4
图表 5：10年美债利率的两个高点	5
图表 6：2022年9月美联储经济预测摘要	5
图表 7：2023年6月美联储经济预测摘要	5
图表 8：CME FedWatch 隐含的 FFR 路径	5
图表 9：这次如何着陆？1958年以来美联储的13次加息周期和美国经济的9次硬着陆、3次软着陆	6
图表 10：美联储加息周期与美债利率	6
图表 11：10年美债利率在美联储加息终点前后的表现	6
图表 12：美债利率趋势性下行案例（1995年）	7
图表 13：美债利率趋势性下行案例（2019年）	7
图表 14：美债利率高位震荡案例（2006-2007年）	7
图表 15：美债利率波动上行案例（1969-1970年）	7
图表 16：通胀与联邦基金利率	8
图表 17：劳动力市场条件（LMCI）与联邦基金利率	8
图表 18：期限利差与经济衰退概率	8
图表 19：领先指标与世纪GDP增长	8
图表 20：美国流动性量价跟踪	10

图表 21: 美联储 8 月缩表规模上升.....	10
图表 22: 美联储逆回购规模下降.....	10
图表 23: 截至 8 月 20 日, 美联储加息概率.....	11
图表 24: 7 月消费数据公布后, OIS 隐含利率轻微抬升.....	11
图表 25: 美国 7 月工业总产值同环比回升.....	11
图表 26: 美国 7 月汽车生产增速较高.....	11
图表 27: 美国 8 月 12 日当周初请失业 24 万人.....	12
图表 28: 美国 8 月 7 日当周新增职位数量下降.....	12
图表 29: 美国 7 月消费环比增 0.7%, 预期 0.4%.....	12
图表 30: 美国商品、服务消费增速均回升.....	12
图表 31: 美国 7 消费增速分项环比.....	13
图表 32: 日本 7 月 CPI 同比 3.3%, 超级核心 4.3%.....	13
图表 33: 日本服务 CPI 增速从 1.6%加速至 2%.....	13
图表 34: 本周, 布油价格 86 美元, WTI 价格 89 美元.....	14
图表 35: 本周, IPE 英国天然气升至 93 便士.....	14
图表 36: 美国 NAHB 住房市场指数下滑.....	14
图表 37: 美国 7 月新屋开工回升.....	14
图表 38: 美国 7 月营建许可微涨.....	15
图表 39: 美国新屋开工以 1 单元住宅为主.....	15
图表 40: 美国 30 年期抵押贷款利率升至 7%.....	15
图表 41: 美国二手房挂牌价增速有所反弹.....	15

长端美债利率的波动是近期市场关注的一个焦点。10年美债利率能否突破2022年10月的4.34%高点，以及新高是多少？复盘过去60年的12次美联储加息周期会发现，美债利率的高点往往出现在美联储最后一次加息前后。或许需要反问的是，4.34%是一个合理的参照系吗？美联储暂停加息后，美债的形态有何特征？

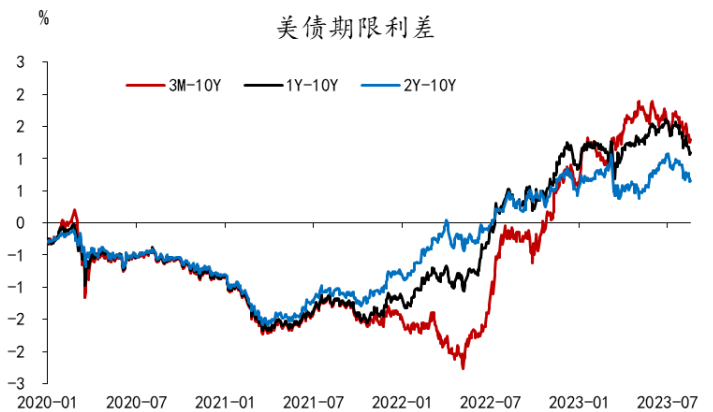
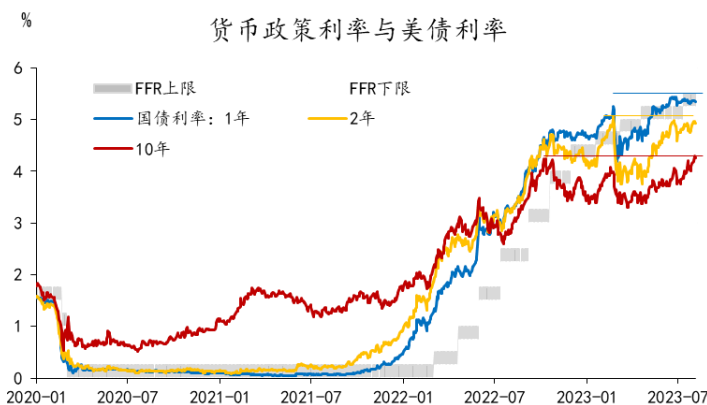
一、热点思考：美债利率见顶了吗？

（一）美联储加息区间，美债利率的形态：10年美债利率会创新高吗？

本轮美债利率上行的起点为5月10日前后，主要反映经济的韧性和SVB破产事件冲击的缓和。北京时间8月17日盘中，10年美债利率一度冲至4.33%高位（收盘4.28%），与2022年10月的4.34%高位仅差1bp。1年和2年期美债利率均突破了SVB事件之前的高点——期限越短，受美联储政策利率的影响更显著。

图表1：货币政策利率与美债利率

图表2：美债期限溢价

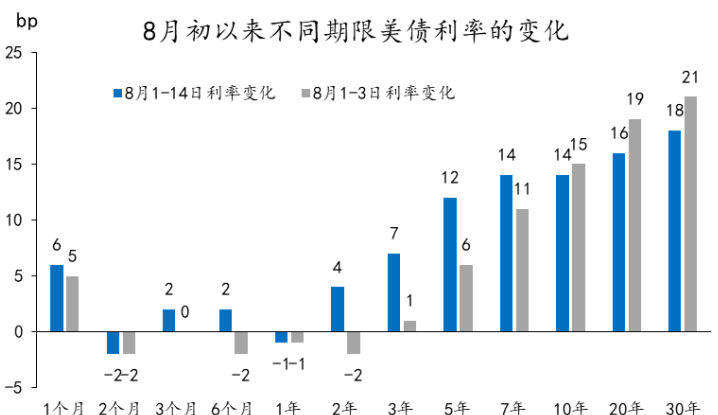
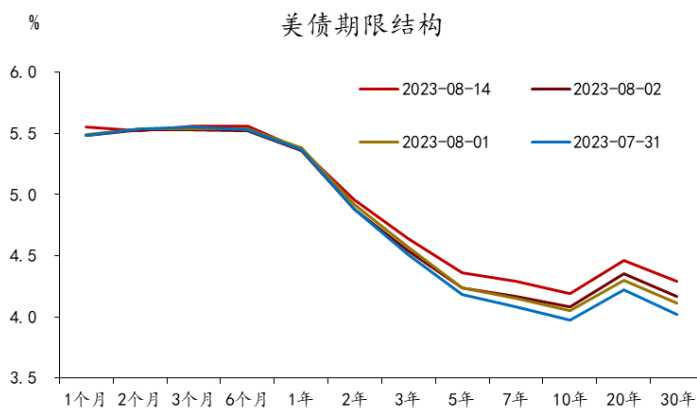


来源：Wind、国金证券研究所

长端美债利率的最近一波上行则叠加了美债供求因素的扰动，并非加息预期的抬升，而是降息预期的延迟（从2024年3月延迟到2024年5月）。8月初，美国财政部3季度再融资例会更新了下半年融资规划，大幅提升净融资规模，并且抬升了中长久期债券发行份额，引发长端美债利率大幅上行、期限利差收窄。会议信息发布后，不同期限美债利率均明显上行。8月1-3日¹，30年、20年和10年和5年美债利率分别上行21bp、19bp、15bp和6bp，1年和2年分别下降了1和2bp，长短端期限利差明显收窄。4-11日，3年和5年中期美债利率补涨了6bp。

图表3：8月初以来美债期限利差收窄

图表4：8月初以来不同期限美债利率的变化



来源：美联储、Wind、国金证券研究所

经验上看，10年美债利率重回4.3%，甚至突破4.34%前高都是合理的。因为，目前市场对

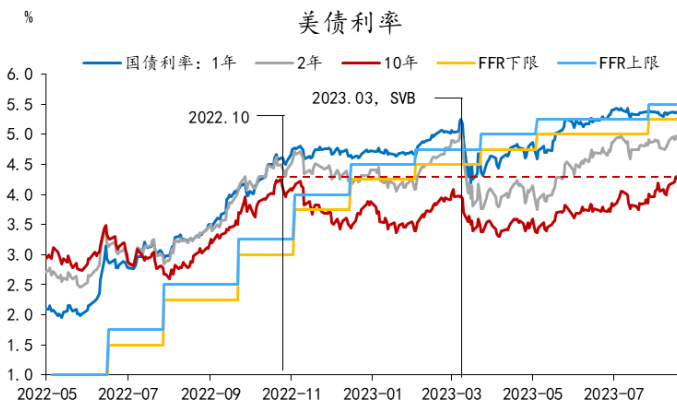
¹ 北京时间。

后续美国经济的韧性和美联储加息的终点定价并不充分。一方面，2022年10月10年美债利率的4.34%高点是在美联储连续3次加息75bp的背景下出现的(11月例会为第4次)，但当时各方对美国经济的预期是偏悲观的。美联储9月经济预测摘要(SEP)关于2022年实际GDP增速的预期从6月的1.7%下调至0.2%。1y-10y和2y-10y美债利差从7月下旬开始倒挂，3m-10y利差于10月中旬开始倒挂，预示着未来衰退的概率趋于上行。谷歌搜索中关于“衰退”的指数快速上升。对经济的悲观预期压制了美债长端利率。另一方面，相比2022年9月预测(区间450-475bp)，2023年联邦基金利率终点目标上调了100bp(区间为550-575bp)。这也说明，当时的美债利率对加息终点的定价是不充分的。

假设没有SVB事件的冲击，3月10年美债利率本可能向4.34%进一步收敛收敛。3月初，由于2023年1-2月经济数据的反弹，鲍威尔在国会听证时称²，不排除3月例会加息50bp的可能性(2月例会首次加息25bp)，并且可能抬升终点利率。各期限美债利率明显上行，10年美债利率最高上行至4.1%(3月2日)，2年上升至5.1%。但是，SVB事件中断了美债利率上行的过程。美联储加息25bp，FFR目标区间升至475-500bp，但保持FFR中位数预测为5.1%(与2022年12月相同)。这意味着5月可能为最后一次加息。

图表5: 10年美债利率的两个高点

图表6: 2022年9月美联储经济预测摘要



变量	中位数预测 (2022年9月SEP)				
	2022	2023	2024	2025	长期
实际GDP增速	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
2022年6月预测	1.7	1.7	1.9		1.8
失业率	3.8	4.4	4.4	4.3	4
2022年6月预测	3.7	3.9	4.1		4
PCE通胀	5.4	2.8	2.3	2	2
2022年6月预测	5.2	2.6	2.2		2
核心PCE通胀	4.5	3.1	2.3	2.1	
2022年6月预测	4.3	2.7	2.3		
联邦基金利率	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
2022年6月预测	3.4	3.8	3.4		2.5

来源: Wind、国金证券研究所

事后看，2022年10月的4.34%和2023年3月的4.1%的10年美债利率或许并非“正确”的参照系。因为经济基本面和美联储加息的终点都明显超出了当时的一致预期，但我们却无法回到历史去纠错。所以，10年美债利率创新高并非不合理，尤其是市场当前依然认为，7月为最后一次加息(2023年9月不加息的概率为88%，2024年5月首次降息)。

图表7: 2023年6月美联储经济预测摘要

图表8: CME FedWatch 隐含的FFR路径

变量	2023年6月SEP中位数预测			
	2023	2024	2025	长期
实际GDP增速	1	1.1	1.8	1.8
2023年3月预测	0.4	1.2	1.9	1.8
失业率	4.1	4.5	4.5	4
2023年3月预测	4.5	4.6	4.6	4
PCE通胀	3.2	2.5	2.1	2
2023年3月预测	3.3	2.5	2.1	2
核心PCE通胀	3.9	2.6	2.2	
2023年3月预测	3.6	2.6	2.1	
联邦基金利率	5.6	4.6	3.4	2.5
2023年3月预测	5.1	4.3	3.1	2.5

CME FedWatch	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12
575-600	0	0	4	4	3	2	0	0	0	0	0	0
550-575	2	12	38	33	26	16	5	3	1	0	0	0
525-550	98	88	58	55	50	40	22	16	7	3	1	1
500-525	0	0	0	8	20	32	38	32	20	11	6	3
475-500	0	0	0	0	2	9	26	31	31	23	15	9
450-475	0	0	0	0	0	1	7	15	26	30	26	19
425-450	0	0	0	0	0	0	1	3	11	22	27	26
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	2	9	17	23
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	6	13
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	4
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1

来源: 美联储、CME、国金证券研究所

复盘1958年来美联储12次加息区间10年美债收益率的形态可知，本次10年美债利率的高点出现的“太早了”——市场始终对通胀和降息过于乐观，对基本面过于悲观。如果以2022年10月出现的4.34%为10年美债利率的高点，以2023年7月(或9月)作为加

² https://www.federalreserve.gov/news_events/testimony/powell20230307a.htm

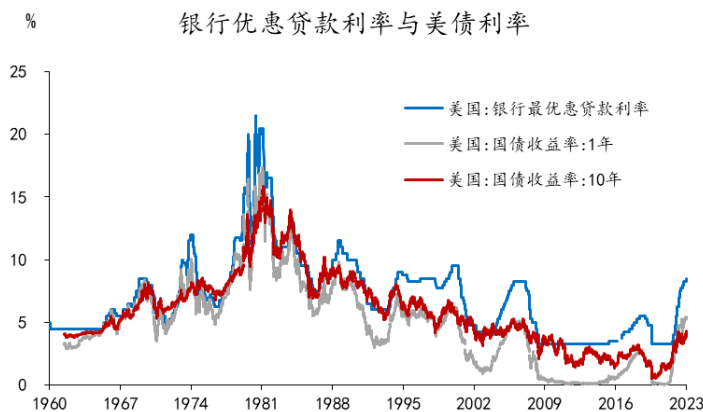
息的终点，两者的时间间隔长达9个月（或11个月），远远超出了绝大多数领先场景中的1-2个月——在1969年和1974年案例中，10年美债利率的高点出现在暂停加息之后。这两个案例的启示是，当通胀压力趋于上行或居高不下时，10年美债利率的高点可能滞后于美联储最后一次加息。

图表9：这次如何着陆？1958年以来美联储的13次加息周期和美国经济的9次硬着陆、3次软着陆



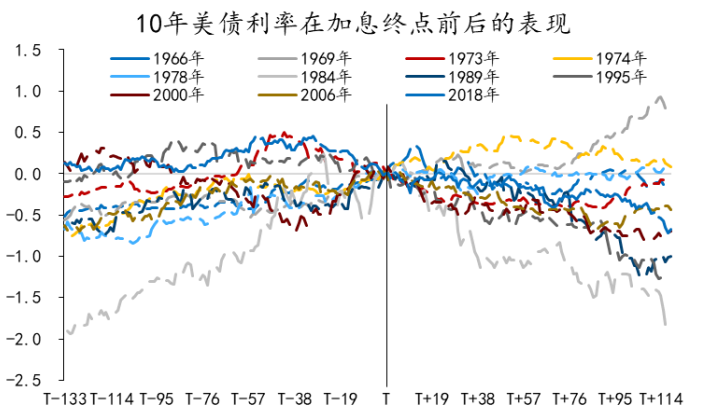
来源：美联储、wind、国金证券研究所

图表10：美联储加息周期与美债利率



来源：美联储、wind、国金证券研究所

图表11：10年美债利率在美联储加息终点前后的表现



（二）美联储暂停加息区间，美债利率的三种形态：这次会像哪一种形态？

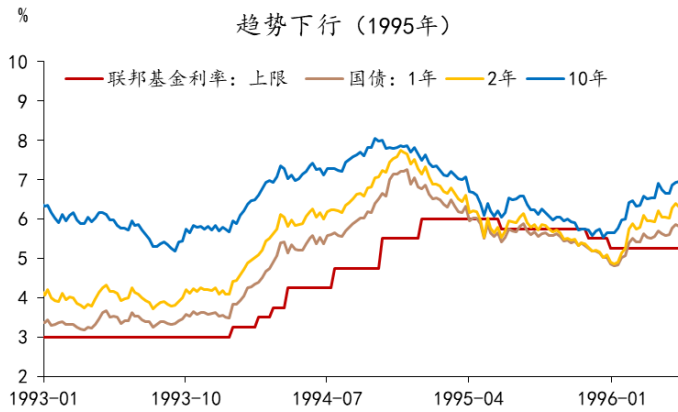
复盘过去60年（1959-2020）美国经济周期与货币政策历史会发现³，在美联储暂停加息区间，美债利率大致呈现出3种形态：（1）趋势性下行；（2）波动上行；（3）高位震荡（W型）。其中，趋势性下降占主导，其次是波动上行，最后是高位震荡。结合当时的经济基本面状况和美联储的政策立场可知，通货膨胀是核心矛盾，金融风险事件及其引发的失业率的上行是触发大类资产拐点的重要信号。

在美联储暂停加息区间：（1）当通胀压力偏低（或趋于下行）时，美联储从暂停加息到降息的转换相对较快，美债利率更过呈现出趋势性下行的态势（如1995年、2000年或2019

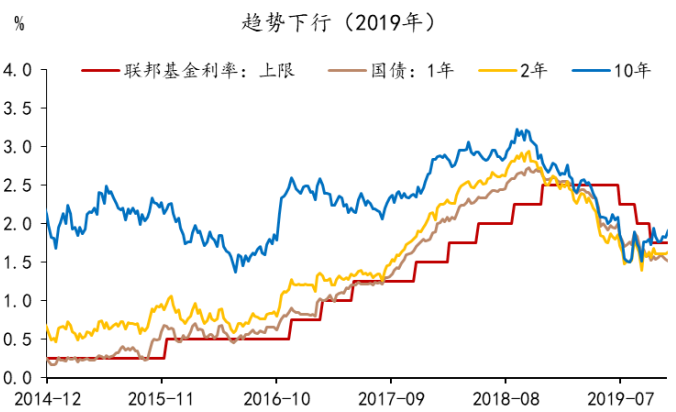
³ 参考“周期的力量”系列之五：《历史的“组合解”：美国经济，这次如何“着陆”？》

年); (2) 当通胀压力趋于上行时, 即使美联储不再加息, 美债利率仍可能波动上行 (如 1969 年、1978-79 年等); (3) 当通胀存在一定的反弹风险 (或不确定性), 进而使得美联储将利率维持高位的时间较长时, 美债利率可能呈现出高位震荡的形态 (如 2006-07 年);

图表12: 美债利率趋势性下行案例 (1995年)

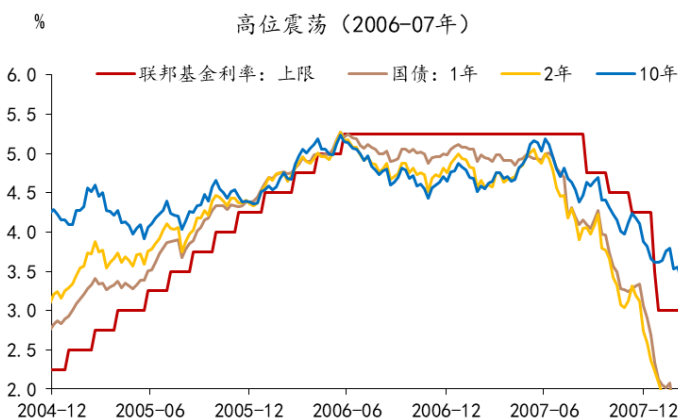


图表13: 美债利率趋势性下行案例 (2019年)

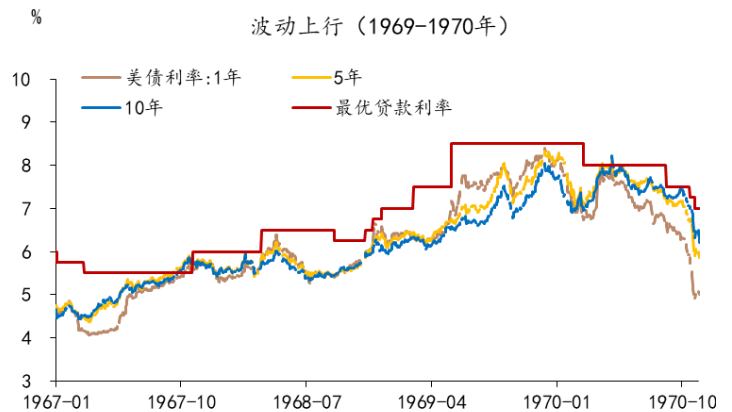


来源: 美联储、wind、国金证券研究所

图表14: 美债利率高位震荡案例 (2006-2007年)



图表15: 美债利率波动上行案例 (1969-1970年)



来源: 美联储、wind、国金证券研究所

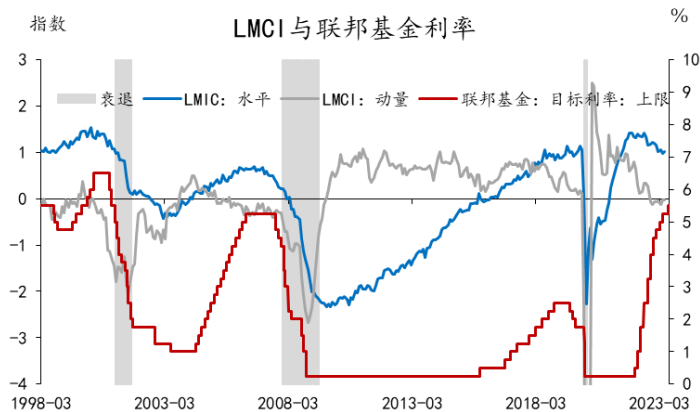
市场分析注重实证分析, “经验主义”是方法论的内核。我们只能在历史当中寻找当前问题的答案, 一个更保险, 也更方便的做法是遵循“大数定律”。所以, 这一次, 在美联储暂停加息区间, 经验主义地观点或倾向于认为美债利率更有可能是趋势性下行。但是, 我们认为, 在有限的案例研究中, 更应该比较基本面状况和金融条件对美联储政策的约束, 而非“只知其然, 不知其所以然”。

我们认为, 美债利率在本轮暂停加息区间的表现, 2006-07 年案例或更有参考价值。有共识的是, 这一次美国经济“着陆”的方式即使是场景一, 也不太可能是本案例中的深度衰退, 但其中美联储暂停加息之后的经验值得关注: 一方面, 联邦基金利率维持高位的时间是过去 12 次加息周期中最长的一次 (15 个月); 另一方面, 案例 1-7 中, 在联邦基金利率维持高位期间 (2006. 07-2007. 09), 美债利率多数情况下都有可观的下降, 唯独在案例 3 中保持高位震荡、持续倒挂, 并且在暂停加息近 1 年后还回到了前高。因为, 通胀是一个“硬约束”。美联储政策的重心是防范能源价格波动引发的通胀风险⁴。就业虽然边际转弱 (LMCI 动量转负), 但失业率持续位于 4. 4-4. 6% 低位窄幅震荡。房价涨幅虽然自 2006 年中开始下降, 但发生系统性风险的概率依然被认为是偏低的。所以, 从通胀、就业和金融风险 3 个维度进行比较, 2008 年美联储暂停加息之后的市场表现值得借鉴。

⁴ 参考《行动的勇气》(伯南克著)第六章和第七章。

图表16: 通胀与联邦基金利率

图表17: 劳动力市场条件 (LMCI) 与联邦基金利率



来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

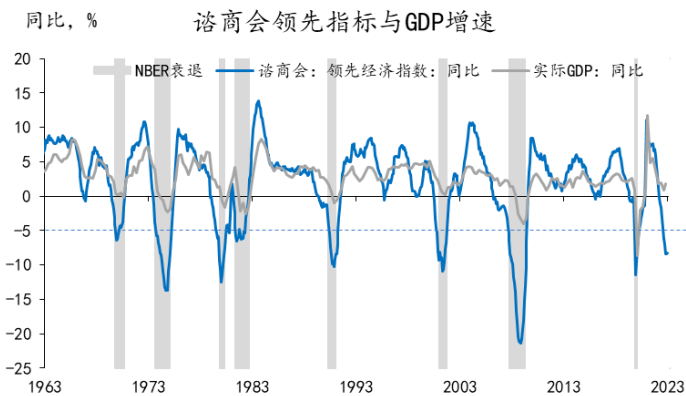
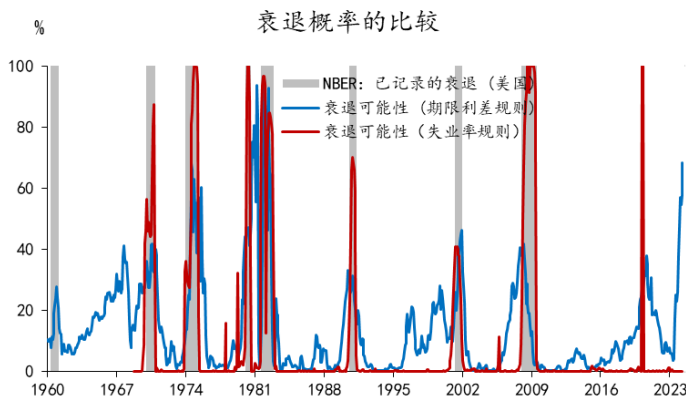
本次与 2006-07 年不同的是, 有 3 个因素或使长端美债利率脉冲式上行, “刺破” 震荡区间的上限: (1) 偶发的美债 “供给冲击”; (2) 日央行继续调整 YCC, 或其它超预期的正常化行为; (3) 美联储缩表; 但是, 一般而言, 这些因素对利率的影响都是脉冲式、而非趋势 (或周期) 性的。

(三) 经验已死, 经验万岁: 历史复盘, 应规避经验的 “陷阱”

截止到目前, 在关于美国经济是否会衰退、以及何时衰退的预判上, 国内外多数分析人士似乎都被经验主义 “愚弄” 了。历史上简单、有效的预测经济衰退的 “拇指法则” 基本全面失灵了。20 世纪 60 年代以来, (1) 美债期限利差 (1y-10y) 的在预测衰退方面胜率较高 (9/10, 不包括 2022 年), 仅 20 世纪 60 年代中期错误地释放了 1 次衰退信号 (当然, 并非每一次衰退的兑现都能归功于期限利差出现了倒挂, 例如 2020 年)。这一次, 利差倒挂已经持续一年时间, 隐含的衰退概率已经升至 70% (未来 12 个月), 然而, 衰退依然没有兑现。这打破了历史经验。(2) 谘商会经济领先指标 (LEI) 同比增速跌至 -5%, 是经济开始衰退的强信号, 历史上胜率 100%。但这一次, 数值已经跌至 -8%; (3) 基于通胀率与失业率的组合预测经济衰退的结果显示, 美国在 2023 年 3 季度之前衰退的概率为 100%; (4) 实际国内总收入 (GDI) 环比已经连续两个季度负增长, 60 年代以来共出现过 8 次, 每次都对应着 NBER 衰退⁵; (5) 美国共出现过 7 次 “去通胀” 的经验, 无一例外地以衰退而结束⁶……这次不一样的只是过程, 还是包括结果?

图表18: 期限利差与经济衰退概率

图表19: 领先指标与世纪 GDP 增长



来源: 美联储、谘商会、Wind、国金证券研究所

“历史不会重演, 但会押韵”。市场经常思考一个问题: 这次会像哪一次? 答案之所以有分歧, 是因为不同期限、阶段或角度, 可能对标的历史 “片段” 都不同。历史充满了偶然性。所以, 在进行复盘时, 应该躲在 “无知之幕” 背后, 假定 “未来” 是未知的 (对所有的 T 时刻而言, T+1 时刻的信息都是未知的), 以绕开 “经验的陷阱”。“市场永远是正确

⁵ 参考报告《美国经济重现 “技术性衰退”》。

⁶ 参考 “周期的力量” 系列四: 《注定衰退: 去通胀 “下半场”, 美联储 “两难全”》。

的!”这是一种典型的“后见之明”偏见。因为这种“正确性”是偶然的。

为探究知识的起源和归纳法的科学性，大卫·休谟做了一个思想实验：亚当在伊甸园中苏醒过来，赤身裸体，孤身一人，大脑一片空白，没有任何后来被称为“知识”的东西。漫步丛林时，他看到如下现象：火会灼伤皮肤，水果可以充饥，水里不能呼吸。亚当从中学会了：不能靠近火太近，多留心植物上的果实，不能在水里待太久。这种从现象或经验中提炼知识的方法就是归纳法。困扰休谟的问题是：归纳法为什么正确？这等于问：为什么火昨天灼伤了您，明天就一定会灼伤您？你或许会说，我实验了一万次，每一次都如此，所以第一万零一次必定如此。这是用归纳法证明归纳法，存在循环论证问题。休谟终其一生也没有找到证明方法，最后只能妥协，认为归纳法是不可被证明的。

关于归纳法的正确性至今还没有一个公认的证明方法（斯特雷文斯，《知识机器》）。科学哲学家们关于归纳法是否应该被作为科学探索的方法进行了持久的论战。论战的一方是卡尔·波普尔。他持反对立场，认为任何经验事实都不能充当“证据”。科学压根就不应该是一门“证实”的学问，只能是“证伪”。“科学理论如果没有被证伪，就永远只是……猜测”。科学家的工作就是不断地搜集证据证伪幸存的理论，或提出某些可以被证伪的理论。这是科学进步的方法。论战的另一方的代表人物是托马斯·库恩。库恩认为，正是因为相信经由归纳法而达到的知识的正确性，科学家们才有耐心反反复复地做实验，不断地收集证据，去证明它是正确的。每个时代，总有一套占主导地位的意识形态或理论主导着科学家的思维方式。库恩称之为“范式”(paradigm)。对范式的信仰要求它是完美的。但在求证的过程中，总会有科学家发现它的缺陷，最终将旧范式推向毁灭。新范式也终将脱颖而出。所以，“范式革命”是内生的。

首先需要问的是：归纳法正确吗？因为，归纳法的准确性依赖于经验规律的一致性和普遍性。前者是时间范畴，后者是空间范畴。回到休谟的思想实验。假如有一次，亚当听见雷声，不久后就下起了倾盆大雨。第二天，亚当又听见雷声，急忙躲进山洞里，但这一次没有下雨。久而久之，在千百次的自然实验中，亚当了解到，打雷预测下雨的“胜率”大约是50%。在不同的地区生活后，亚当又发现，“胜率”很不稳定，有些地方高达80%，有些地方低至30%。当规律不具有一致性和普遍性时，基于历史经验线性外推就充满了陷阱。

经济分析及其结论都是在约束条件下做出的，也要随着约束条件的变化上而调整。上述结论最关键的假设条件是“美国经济最多只出现温和衰退”，这是当前阶段较有共识的一个假设。假如出现了新的外生冲击，致使通胀重新进入上行通道，进而导致美联储还未降息就开启新一轮加息；抑或假如在美联储利率维持高位期间，美国或欧元区等非美主要发达经济体的房地产和金融市场出现了足以触发系统性风险的事件，结论则需要做出相应调整。

二、海外基本面&重要事件

(一) 货币与财政：OIS 隐含利率轻微抬升

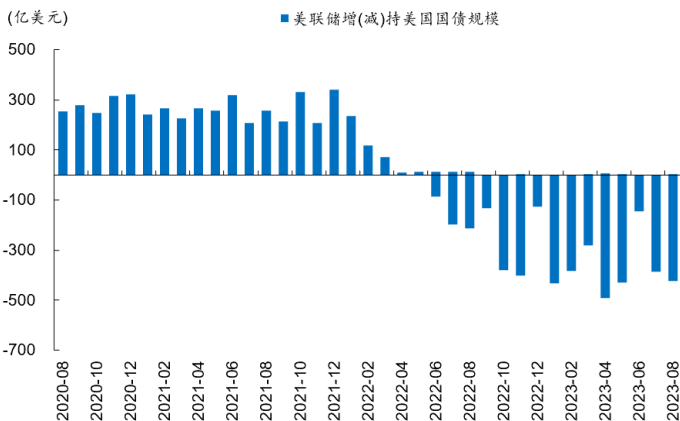
8月16日当周，美联储总资产规模下降，美联储BTFP工具使用量持平上周，为1072亿。负债端，逆回购及准备金规模持平上周，TGA存款减少470亿美元。货币市场基金规模上升400亿美元。8月9日当周，美国商业银行存款减少110亿，小型银行存款上升20亿美元。商业银行消费贷款持平前值，住房贷款上升30亿，工商业贷款下降140亿。截至8月20日，CME FEDWATCH显示美联储下半年利率不变，7月消费数据公布后，OIS隐含利率轻微抬升。

图表20: 美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪			单位	周度变动	08-16	08-09	08-02	07-26	07-19	07-12	07-05	
流动性数量型指标	美联储											
	总资产	十亿美元	↓	-63	8145.7	8208.2	8206.8	8243.3	8274.6	8296.9	8298.3	
	其他贷款	十亿美元	↓	-3	257.0	260.4	262.1	266.4	272.1	274.4	277.3	
	一级信贷	十亿美元	↑	0	2.0	1.9	1.9	2.2	2.6	2.7	3.4	
	银行定期融资计划	十亿美元	↑	0	107.2	106.9	105.7	105.1	102.9	102.3	102.0	
	其他信贷工具	十亿美元	↓	-4	141.6	145.4	148.1	152.5	159.6	162.4	164.8	
	逆回购	十亿美元	↑	0	2096.7	2096.5	2072.4	2067.0	2058.7	2147.8	2191.3	
	准备金	十亿美元	↑	0	3229.0	3228.6	3217.4	3166.8	3220.6	3162.1	3179.6	
	TGA	十亿美元	↓	-47	384.8	432.3	460.9	549.9	537.4	517.4	446.9	
	商业银行											
	现金	十亿美元	↑	25		3315.1	3290.5	3245.8	3305.6	3253.2	3285.4	
	消费贷	十亿美元	↓	0		1889.3	1889.7	1890.9	1880.6	1879.2	1882.9	
	住房贷款	十亿美元	↑	3		2543.8	2540.4	2526.5	2524.6	2523.9	2514.3	
	商业地产贷款	十亿美元	↑	2		2935.5	2933.5	2922.7	2920.6	2918.7	2921.9	
工商业贷款	十亿美元	↓	-14		2736.0	2750.4	2748.1	2748.7	2753.1	2765.4		
存款	十亿美元	↓	-11		17314.0	17325.4	17203.0	17233.2	17257.9	17348.8		
大银行存款	十亿美元					10790.0	10708.8	10754.4	10778.9	10883.2		
小银行存款	十亿美元	↑	2			5258.5	5256.2	5202.8	5194.9	5196.5	5203.2	
货币市场基金	十亿美元	↑	40	5569.8	5530.1	5515.8	5486.8	5458.5	5454.2	5474.6		
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	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
	TED利差	%	↑	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	
	票据与信用债市场											
	Master企业债利差	%	↑	0.0	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	
票据利差	%	↑	0.6	0.5	-0.1	0.1	0.0	0.0		0.1		
离岸市场												
欧元兑美元互换基差	%	↑	2.3	-10.6	-12.9	-10.9	-11.0	-11.5	-12.5	-12.4		
日元兑美元互换基差	%	↑	2.4	-28.9	-31.3	-26.4	-28.0	-27.9	-30.9	-30.3		

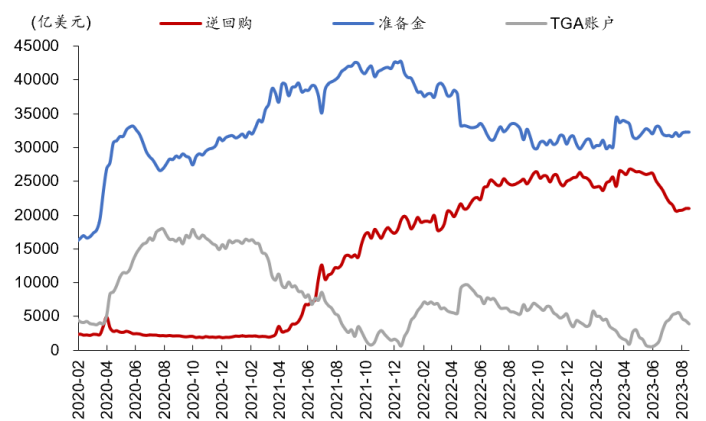
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表21: 美联储8月缩表规模上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表22: 美联储逆回购规模下降



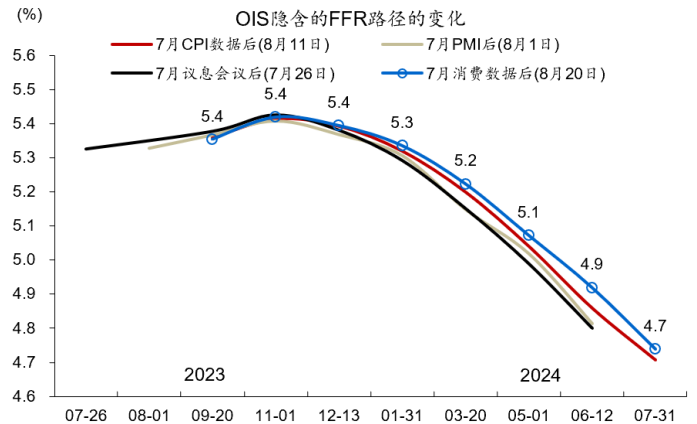
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表23: 截至8月20日, 美联储加息概率

区间/日期	23-03	23-05	23-06	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05	24-06
575-600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
550-575	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
525-550	0	0	23	90	89	64	60	52	40	27	14
500-525	0	100	77	10	0	0	9	21	34	37	30
475-500	86	0	0	0	0	0	0	2	10	22	32
450-475	14	0	0	0	0	0	0	0	1	6	17
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	4
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
300-325	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
275-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表24: 7月消费数据公布后, OIS隐含利率轻微抬升

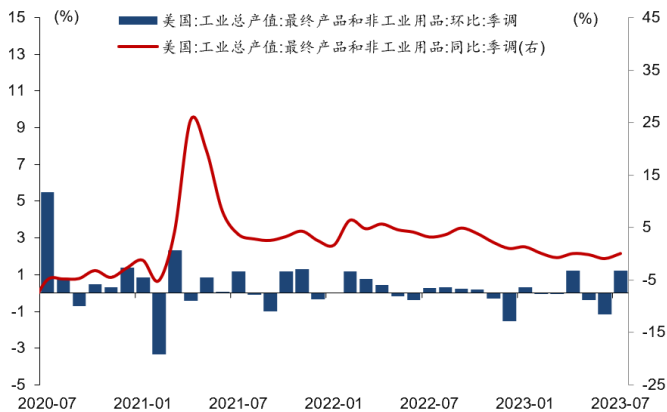


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 生产与就业: 美国7月工业总产值同环比均反弹

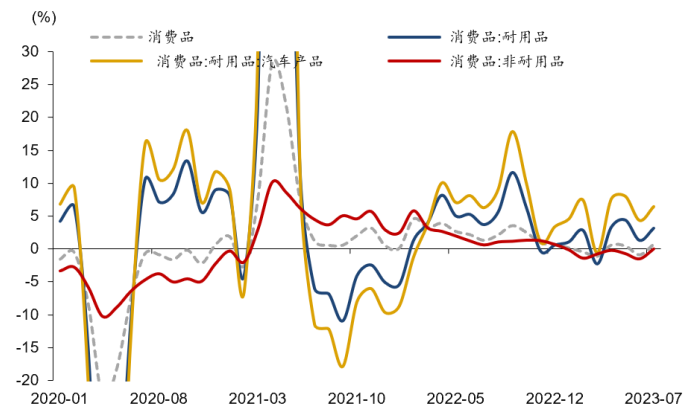
美国工业总产值同环比均反弹。7月美国工业总产值同比0%，前值-1%；环比1%，前值-1%。美国生产回升主要由消费品生产改善带动，7月消费品生产同比0.7%，前值-0.9%。设备生产同样有所回升，7月同比1.2%，前值0.9%。8月5日当周美国初请失业金人数24.8万人，前值22.7万人，续请失业人数168万人，前值169万人。7月31日当周新增职位数量45万，前值202万；活跃职位数量159万，前值197万。

图表25: 美国7月工业总产值同环比回升



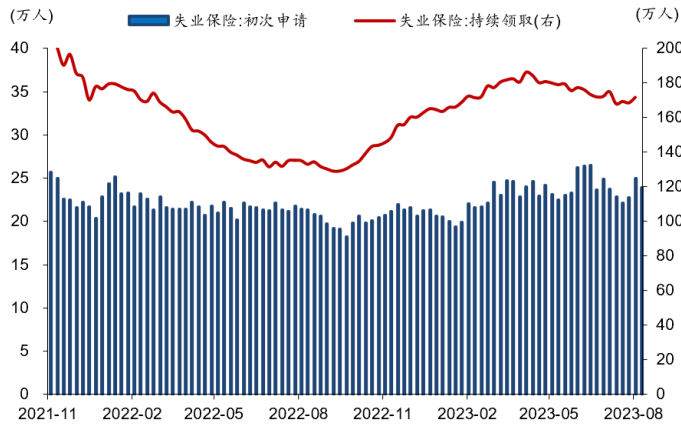
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表26: 美国7月汽车生产增速较高



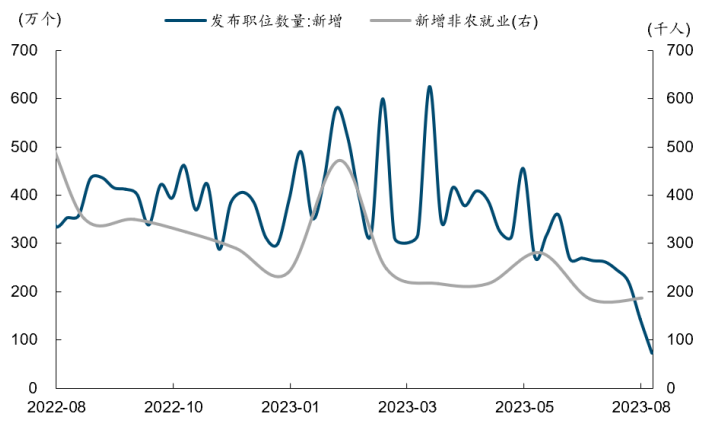
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表27: 美国 8 月 12 日当周初请失业 24 万人



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表28: 美国 8 月 7 日当周新增职位数量下降

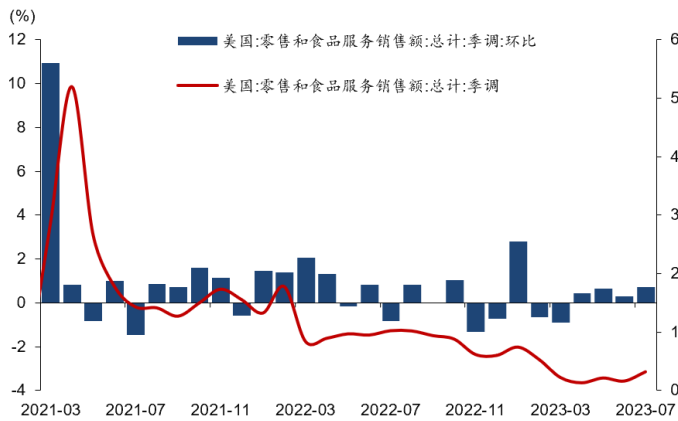


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 消费与出行: 美国 7 月消费增速超预期

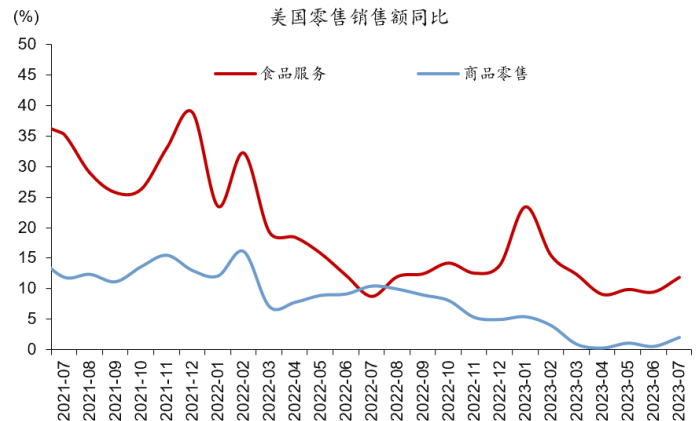
美国消费增速超预期。7 月美国零售销售环比录得 0.7%，预期 0.4%，同比增速 3.2%，前值 1.6%。商品与食品服务增速均好转，食品服务同比升至 12%，前值 9.5%，商品零售同比 2%，前值 0.5%。耐用品中汽车消费增速改善，7 月增速 7.4%，前值 5.8%，非耐用品环比同比增速普遍改善。

图表29: 美国 7 月消费环比增 0.7%，预期 0.4%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表30: 美国商品、服务消费增速均回升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: 美国7消费增速分项环比

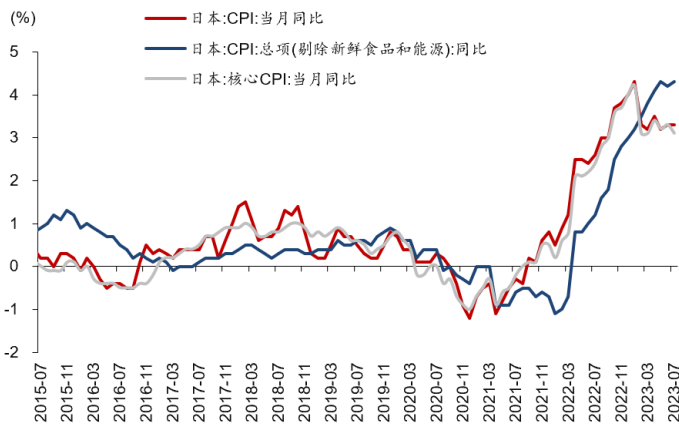
美国消费环比增速	月度变化	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10
零售和食品服务总计	↑ 0.42	0.73	0.31	0.66	0.43	-0.91	-0.66	2.80	-0.72	-1.31	1.05
零售总计	↑ 0.38	0.63	0.25	0.53	0.43	-1.06	-0.42	2.49	-0.77	-1.48	0.98
机动车辆及零部件	↓ -1.01	-0.29	0.72	1.69	0.85	-1.28	-1.12	6.77	-1.70	-2.19	1.38
家具和家用装饰	↓ -3.17	-1.77	1.40	-0.80	-2.15	-2.54	-6.51	10.15	-1.85	-2.38	1.57
电子和家用电器	↓ -1.97	-1.26	0.71	1.47	-0.90	-0.47	-0.18	12.36	-0.59	-11.76	-0.37
建筑材料、园林设备及物料	↑ 2.19	0.69	-1.50	1.42	-0.10	-3.54	0.15	0.38	0.80	-3.35	1.18
食品和饮料店	↑ 1.17	0.81	-0.36	0.01	-0.13	-0.31	0.43	-0.47	-0.47	0.38	1.24
保健和个人护理	↑ 0.60	0.71	0.11	1.09	0.83	0.34	1.61	4.54	-3.28	0.61	0.08
加油站	↑ 1.67	0.38	-1.29	-2.94	-1.03	-0.88	-1.78	-0.37	-5.59	-2.26	3.81
服装及服装配饰	↑ 1.06	1.05	-0.01	0.18	0.14	-1.25	-2.47	3.55	-0.52	-0.49	0.10
运动商品、业余爱好物品、书及音乐	↑ 2.07	1.52	-0.55	0.15	-0.29	-0.02	-1.37	0.80	0.31	-0.92	0.94
日用品商场	↑ 0.80	0.78	-0.02	0.44	0.79	-2.54	-0.09	1.91	0.08	-0.01	-0.37
杂货店零售业	↓ -1.69	-0.32	1.37	-1.03	1.39	-0.05	-1.99	5.97	0.35	-2.87	-0.38
食品服务和饮吧	↑ 0.65	1.41	0.76	1.56	0.50	0.14	-2.26	4.95	-0.37	-0.14	1.52

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(四) 通胀与能源: 日本7月超级核心通胀反弹至4.3%

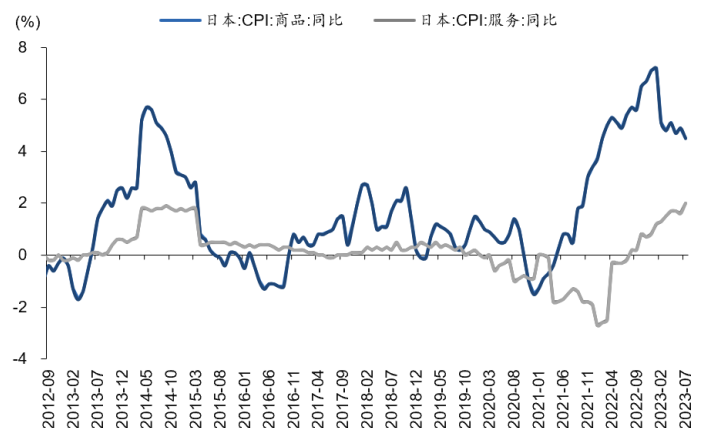
日本7月超级核心通胀反弹。7月日本CPI同比上涨3.3%，持平前值。核心CPI同比上涨3.1%，较上月3.3%有所下降，符合预期。不包括食品和能源价格的“超级核心CPI”同比上涨4.3%，略高于上月4.2%。服务CPI增速从1.6%加速至2%。截至8月18日，布油录得85.9美元每桶，上周89美元；WTI原油录得82美元，上周83美元；英国天然气录得93便士/色姆，上周91便士。NYMEX天然气2.6美元/百万英热单位，上周2.8美元。

图表32: 日本7月CPI同比3.3%，超级核心4.3%



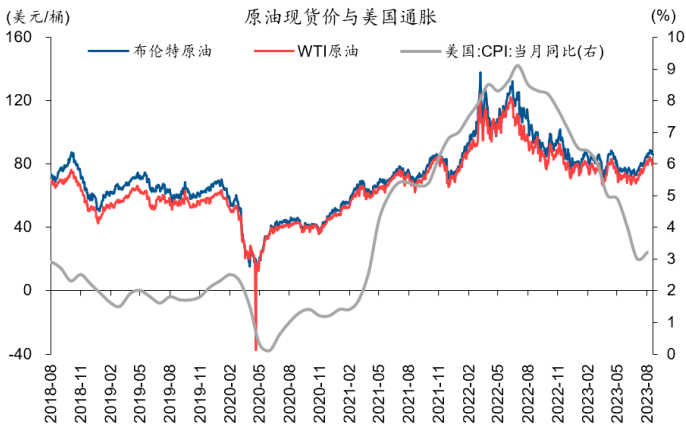
来源: WIND, 国金证券研究所

图表33: 日本服务CPI增速从1.6%加速至2%



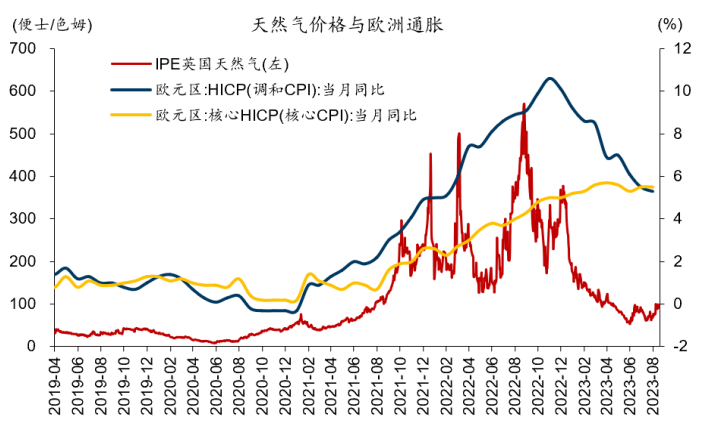
来源: WIND, 国金证券研究所

图表34: 本周, 布油价格 86 美元, WTI 价格 89 美元



来源: WIND、国金证券研究所

图表35: 本周, IPE 英国天然气升至 93 便士

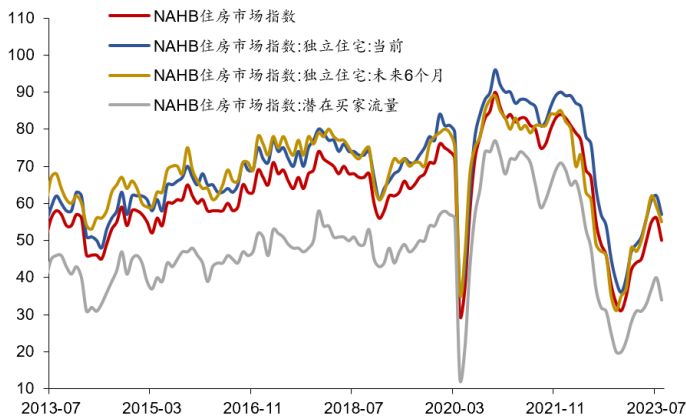


来源: WIND、国金证券研究所

(五) 地产与信贷: 美国 7 月新屋开工、营建许可回升

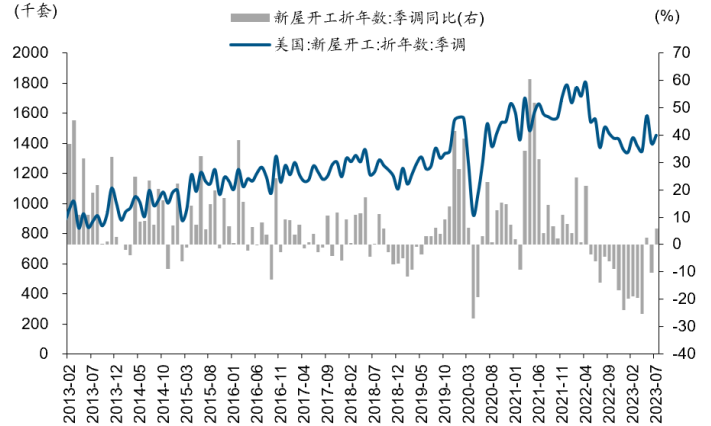
美国新屋开工、营建许可回升。美国 NAHB 住房市场指数 8 月回落至 50, 前值 56, 今年以来首次下降。美国新屋开工 145 万套, 前值 139.8 万套, 环比升至 4%, 前值-12%, 同比升至 6%, 前值-10%。美国 7 月获批营建许可 144.2 万套, 前值 144.1 万套。截至 8 月 17 日, 美国 30 年期抵押贷款利率升至 7.1%, 较 6 月底的 6.7% 上升 40BP。15 年期抵押贷款利率升至 6.46%, 较 6 月底的 6.1% 上升 36BP。截至 8 月 12 日, 美国 REALTOR 二手房挂牌价增速有所反弹。

图表36: 美国 NAHB 住房市场指数下滑



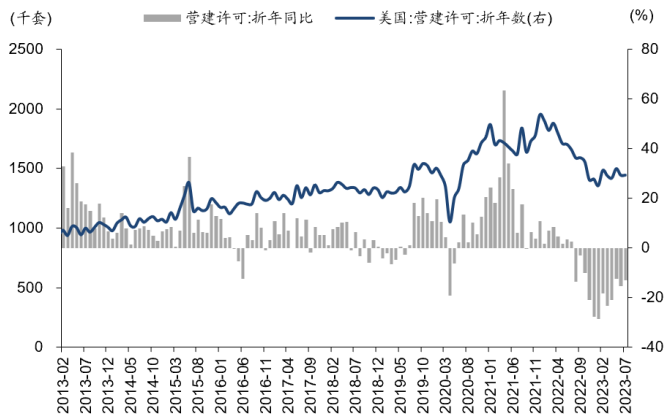
来源: WIND、国金证券研究所

图表37: 美国 7 月新屋开工回升



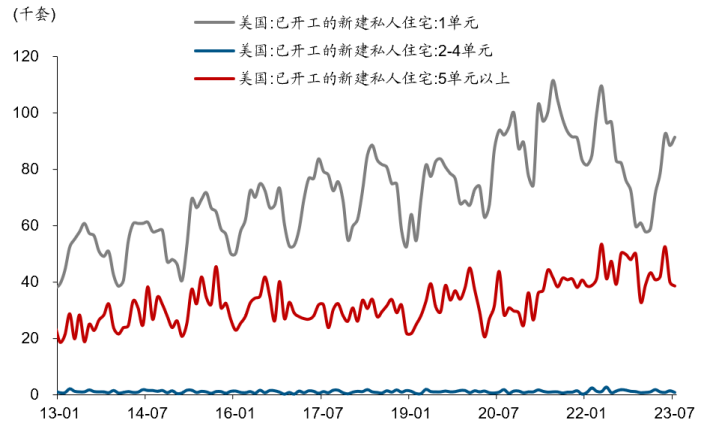
来源: WIND、国金证券研究所

图表38: 美国7月营建许可微涨



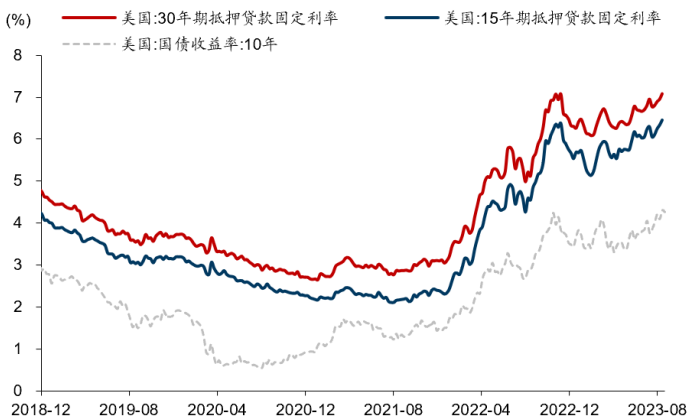
来源: WIND、国金证券研究所

图表39: 美国新屋开工以1单元住宅为主



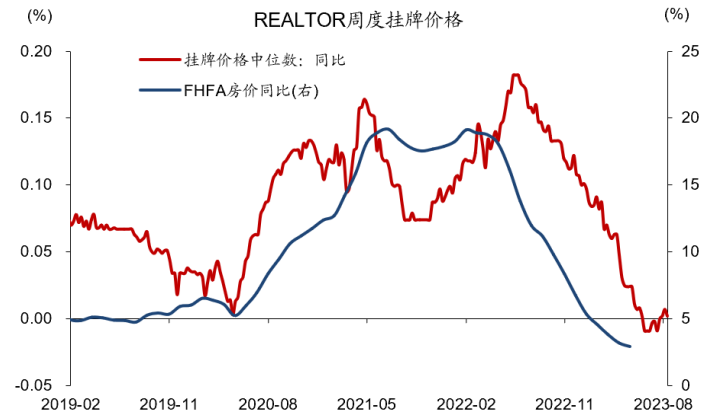
来源: WIND、国金证券研究所

图表40: 美国30年期抵押贷款利率升至7%



来源: WIND、国金证券研究所

图表41: 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