

# 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

## 雾中前行：鲍威尔的三个理论难题及其政策含义

近一年来，市场对美国经济的展望出现了 180 度大转弯：一致预期已经从“硬着陆”转向“软着陆”。展望未来，在经济增速持续高于潜在水平和失业率持续低于自然失业率的情况下，通胀是否还能向 2% 目标收敛？美联储加息周期真的结束了吗？从暂停加息到降息需要多久，条件是什么？在降息之前又重新加息的概率有多高？

### 雾中前行：鲍威尔的三个理论难题及其政策含义

今年的杰克逊霍尔会议选择以“全球经济的结构性转变”为主题。鲍威尔提到了三个理论难题：中性利率、货币政策的滞后效应和菲利普斯曲线的陡峭化。它们分别是回答下列问题的关键：1. FFR 具有足够的限制性了吗？2. 货币紧缩效应已经充分体现了吗？3. 可以在劳动力市场紧张状态下实现 2% 通胀目标吗，“二次通胀”的风险有多大？

理论上，只有当实际利率高于中性利率时，货币政策才具有紧缩效应，且实际利率越高，紧缩效应越大。中性利率是多少？经济预测摘要认为，长期中性实际利率等于 0.5%。因此，FOMC 成员基本都认为，联邦基金利率已经达到“限制性”水平。但最新文献大多认为，中性利率已经升至 1% 左右。这将增加美联储面临紧缩不足的风险。

货币紧缩的滞后效应也是不确定的，即从加息到总需求的收缩在时间和效果上都存在不确定性。货币政策失效或是一种错觉。1960 年以来的经验表明，加息后 PCE 通胀将在一年内开始下降。相比之下，核心 PCE 则需要两年时间才开始下降。自美联储加息以来，美国银行信用条件明显收紧，信贷需求也显著走弱。

菲利普斯曲线是思考劳动力市场与通货膨胀相关性的经典框架。后疫情时代，菲利普斯曲线再次“陡峭化”。鲍威尔认为，“有证据表明，与近几十年来相比，通货膨胀对劳动力市场紧缩的反应更为敏感”。短期而言，去通胀的路径或仍沿着牺牲率较小的方向推进。但长远而言，如果失业率持续保持低位，2% 通胀目标能“守得住”吗？

鲍威尔需要权衡两大风险：紧缩不足带来的通胀风险和紧缩过度带来的衰退风险。关于紧缩不足，既要防止加息幅度不够，又要防止过早降息。面对理论的三大不确定性，美联储一方面不断地放慢加息的幅度和频次，另一方面又对加息的终点水平进行模糊化处理，以保持一定的灵活性。展望未来，即使年内暂停加息靴子落地，明年通胀反弹的风险或推迟美联储降息，进而又增加了经济和金融的脆弱性。叠加政治大年，海外的扰动不可低估。

### 海外事件&数据：美国制造业 PMI 低位企稳，非农就业大幅下修

美国制造业 PMI 低位企稳，生产端贡献较大。8 月，美国 ISM 制造业 PMI 录得 47.6，高于市场预期值 47，前值 46.4，回升 1.2 个点，连续第十个月处于收缩区间，但月度回升幅度为本年最高。8 月，ISM 制造业 PMI 的四个子项低于荣枯线，其中新订单及自有库存下降，生产、就业、供应商交付上升，生产项回升至 50。

非农就业大幅下修，工资增速回落，失业率上升。美国 8 月季调后非农新增就业人数 18.7 万，略高于预期 17 万人，前值从 18.7 万人下修至 15.7 万人，6 月非农新增非农就业人数从 18.5 万人下修至 8 万人。8 月时薪同比 4.3%，低于预期 4.4%，前值 4.4%。美国 8 月失业率升至 3.8%，预期 3.5%，前值 3.5%，创去年 2 月以来新高。

美联储逆回购规模下降，OIS 隐含利率抬升。美国 7 月消费支出增速上升，个人消费支出增速 7 月同比增 6.4%，前值 5.5%；耐用品、非耐用品及服务消费增速均有回升。房价增速回落，成屋签约指数回升，美国 6 月 FHFA 房价环比 0.3%，前值 0.7%；美国 7 月成屋销售签约指数 78，前值 77，环比升至 1%，前值 0.4%。

### 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、雾中前行：鲍威尔的三个理论难题及其政策含义.....	4
(一) 中性利率的不可观测性：联邦基金利率具有达到“足够限制性”水平了吗？.....	4
(二) 货币政策滞后效应的不确定性：货币政策失效了吗？紧缩效应充分体现了吗？.....	7
(三) 菲利普斯曲线的陡峭化：通胀对劳动力市场的紧张程度有多敏感？.....	9
二、海外基本面&重要事件.....	12
(一) 货币与财政：逆回购规模下降，OIS 隐含利率抬升.....	12
(二) 生产：美国制造业 PMI 低位企稳，生产端贡献较大.....	14
(三) 就业：非农就业大幅下修，工资增速回落、失业率上升.....	15
(四) 消费与出行：美国 7 月消费支出增速上升.....	16
(五) 地产与信贷：房价增速回落，成屋签约指数回升.....	18
风险提示.....	19

## 图表目录

图表 1：名义和实际联邦基金利率.....	4
图表 2：名义和实际联邦基金利率（2018 年至今）.....	4
图表 3：实际利率的期限结构.....	5
图表 4：10 年美债利率的结构.....	5
图表 5：中性利率的变化及其贡献项.....	5
图表 6：中性利率的变化及其结构.....	5
图表 7：中性利率估计（纽约联储 LW 估计）.....	6
图表 8：中性利率估计（纽约联储 HLW 估计）.....	6
图表 9：中性利率估计（达拉斯联储）.....	6
图表 10：货币政策的紧缩程度（达拉斯联储）.....	6
图表 11：货币政策立场与经济周期.....	7
图表 12：加息对 GDP 平减指数的影响.....	8
图表 13：加息对 PCE 或核心 PCE 通胀的影响.....	8
图表 14：加息对失业的影响.....	8
图表 15：加息对经济增长的影响.....	8
图表 16：银行信贷供求双双走弱.....	9
图表 17：银行信用收缩与经济周期.....	9
图表 18：银行信用收缩与经济周期.....	9
图表 19：银行信用收缩与制造业 PMI.....	9

图表 20: 银行信用与企业债信用利差的相关性 .....	9
图表 21: 直接融资与间接融资都是“顺周期”的.....	9
图表 22: 菲利普斯曲线的“平坦化”(疫情前) .....	10
图表 23: 菲利普斯曲线的陡峭化(疫情后) .....	10
图表 24: 菲利普斯曲线的平坦化(核心 PCE-不同的供求缺口) .....	11
图表 25: 菲利普斯曲线的平坦化(核心 PCE、中位数 CPI 和周期性通胀) .....	11
图表 26: 菲利普斯曲线的“平坦化”(疫情前) .....	12
图表 27: 菲利普斯曲线的陡峭化(疫情后) .....	12
图表 28: 美国流动性量价跟踪.....	13
图表 29: 美联储 8 月资产总额下降.....	13
图表 30: 美联储逆回购规模下降.....	13
图表 31: 截至 9 月 2 日, 美联储加息概率.....	14
图表 32: 8 月 OIS 隐含利率抬升.....	14
图表 33: 8 月美国制造业 PMI 录得 47.6 .....	14
图表 34: 生产、就业、交付均拉动 PMI 回升 .....	14
图表 35: 美国制造业 PMI 分项, 生产回升, 库存回落, 物价分项反弹较快 .....	15
图表 36: 美国 8 月新增非农就业人数略高于预期.....	15
图表 37: 美国 8 月薪资增速回落、低于预期.....	16
图表 38: 美国 8 月失业率上升 0.3%至 3.8%, 但劳动参与率达到了自 2020 年 2 月疫情袭击以来的最高水平.....	16
图表 39: 美国 7 月消费支出增速上升.....	17
图表 40: 7 月耐用品、非耐用品、服务消费增速均回升.....	17
图表 41: 美国红皮书零售同比 4.3%, 前值 2.9%.....	17
图表 42: 美国红皮书零售增速 8 月明显回升.....	17
图表 43: 美国纽约交通拥堵情况回落.....	17
图表 44: 德国航班飞行次数高于 2022 年.....	17
图表 45: 德国 8 月外出用餐人数同比回落.....	18
图表 46: 美国 TSA 安检人数小幅回落.....	18
图表 47: 美国 6 月 FHFA 房价环比增速回落.....	18
图表 48: 美国 7 月成屋销售下降.....	18
图表 49: 美国 30 年期抵押贷款利率升至 7.2% .....	19
图表 50: 美国二手房挂牌价增速有所反弹.....	19

近一年来，市场对美国经济的展望出现了180度大转弯：一致预期已经从“硬着陆”转向“软着陆”。这一转变是建立在去通胀进程顺利推进和失业率持续保持低位这一事实之上的。展望未来，在经济增速持续高于潜在水平和失业率持续低于自然失业率的情况下，通胀是否还能顺利地向2%目标收敛？美联储加息周期真的结束了吗？从暂停加息到降息需要多久，条件是什么？在降息之前又重新加息的概率有多高？

## 一、雾中前行：鲍威尔的三个理论难题及其政策含义

后疫情时代全球经济运行的特征事实对2008年“大危机”以来的经验发起了挑战，以低增长、低利率和低通胀为特征的“长期停滞”（secular stagnation）时代终结了吗？世界真的进入到以高通胀、高利率和高增长的“三高”时代，还是高通胀、高利率和低增长的“长期滞胀”（secular stagflation）时代？

在这些未知面前，今年的杰克逊霍尔会议选择以“全球经济的结构性转变”（Structural Shifts in the Global Economy）为主题。鲍威尔在主旨演讲中提到了三个理论难题及其给货币政策实践带来的不确定性：中性利率、货币政策的滞后效应和菲利普斯曲线（Phillips curve）的陡峭化。它们分别是回答下列问题的关键：1. 联邦基金利率具有足够的“限制性”了吗（sufficiently restrictive），或美联储加息周期结束了吗？2. 货币政策的紧缩效应已经充分体现了吗？3. 真的可以在劳动力市场紧张状态下实现2%通胀目标吗，“二次通胀”的风险有多大，何时兑现？这些问题显然都是当前及未来一段时间市场关注的焦点。

### （一）中性利率的不可观测性：联邦基金利率具有达到“足够限制性”水平了吗？

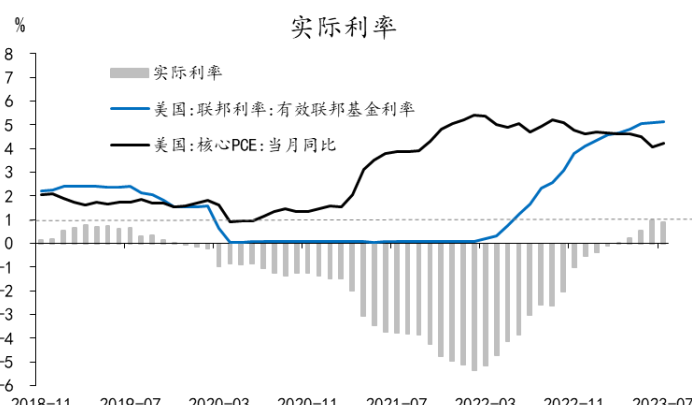
理论上，只有当实际利率高于中性利率（或自然利率）时，货币政策才具有紧缩效应，且实际利率越高，紧缩效应越大。实践中需要的问题是：中性利率是多少？

在杰克逊霍尔会议上，鲍威尔称：“我们致力于实现并维持一种足够限制性的货币政策立场，使通胀随着时间的推移降至这一水平（2%）。当然，实时了解这种立场何时达到是一项挑战……实际利率目前为正，远高于（well above）对中性政策利率的主流估计。我们认为目前的政策立场是限制性的，给经济活动、就业和通胀带来下行压力。但我们无法确定中性利率，因此，货币政策约束的精确水平始终存在不确定性。”

截止到7月底，在美联储持续加息和通胀持续下行的背景下，实际联邦基金利率已经升至0.9%，略超过主流观点估计的中性利率——按照美联储经济预测摘要（SEP）中的“长期估计”，（实际）中性利率为0.5%。TIPs隐含的5年及以上的中长期实际利率均已经达到2%水平，为2009年以来的高位。据此，包括鲍威尔在内的FOMC成员基本都认为，联邦基金利率已经达到“限制性”水平。

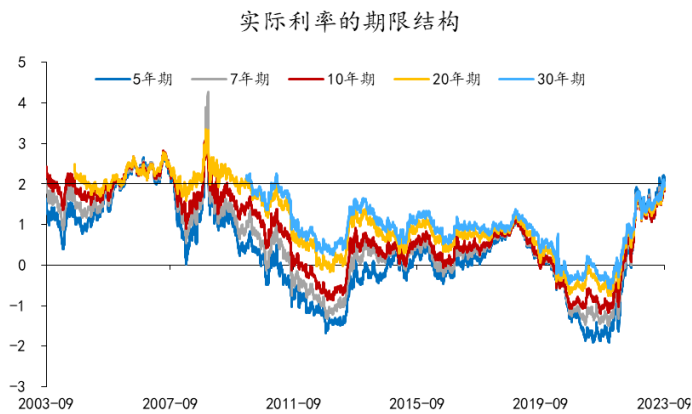
图表1：名义和实际联邦基金利率

图表2：名义和实际联邦基金利率（2018年至今）



来源：Wind、国金证券研究所

图表3: 实际利率的期限结构



来源: Wind、国金证券研究所

图表4: 10年美债利率的结构



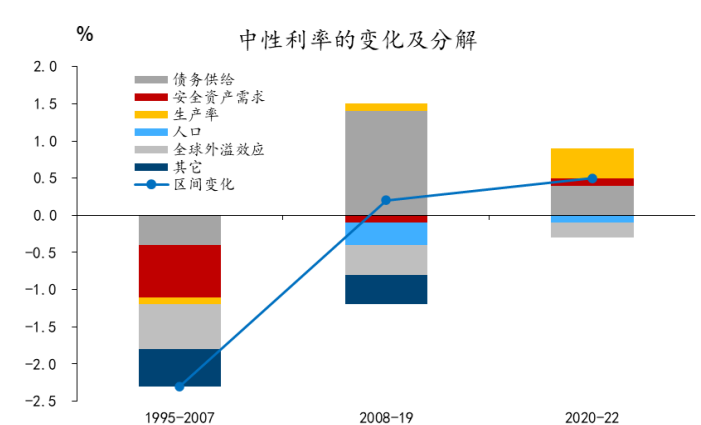
但是,“中性利率”是不可观测的,只能依赖于模型估计。联邦基金利率是否真的已经达到了“限制性”水平,答案并不明确。FOMC 成员所谓的“些许限制性”(slightly restrictive)或“充分限制性”水平更是一个主观概念。

中性利率并不是一个静态概念,而是依赖于生产函数和债务的供求关系。例如,中性利率与生产率和债务供给正相关,与人口老龄化水平和安全资产需求负相关。按照美联储的估计,1995-2007年,美国的长期中性利率累计下降了2.3个百分点;2008-2019年上行了0.2个百分点;2020-2022年累计上行了0.5个百分点。

图表5: 中性利率的变化及其贡献项

	1995-2007	2008-19	2020-22
区间变化	-2.3	0.2	0.5
债务供给	-0.4	1.4	0.4
安全资产需求	-0.7	-0.1	0.1
生产率	-0.1	0.1	0.4
人口	0	-0.3	-0.1
全球外溢效应	-0.6	-0.4	-0.2
其它	-0.5	-0.4	0

图表6: 中性利率的变化及其结构



来源: 美联储、Thiago R.T. Ferreira and Carolyn Davin (2022)、国金证券研究所

经济预测摘要的估计与美联储分行的估计存在一定的分歧。例如,截止到今年中,纽约联储的两个模型(LW和HLW)估计的中性利率水平分别为1.2%和0.6%,两者相差一倍<sup>1</sup>。里士满联储估计的中性利率的中位数超过了2%<sup>2</sup>。达拉斯联储的最新估计为1.1%(四分位区间为0.9-1.4%)<sup>3</sup>,并预计2023年底货币政策的紧缩程度达到峰值。

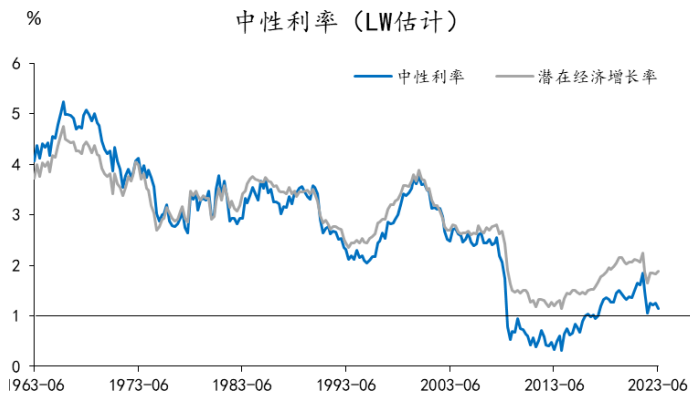
<sup>1</sup> <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>

<sup>2</sup> <https://www.richmondfed.org/>

[/media/RichmondFedOrg/research/national\\_economy/national\\_economic\\_indicators/pdf/all\\_charts.pdf#page=53](https://www.richmondfed.org/media/RichmondFedOrg/research/national_economy/national_economic_indicators/pdf/all_charts.pdf#page=53)

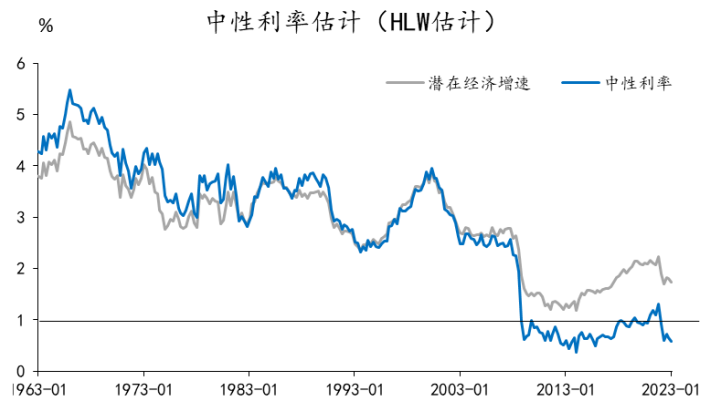
<sup>3</sup> <https://www.dallasfed.org/research/economics/2023/0703>

图表7: 中性利率估计 (纽约联储LW估计)

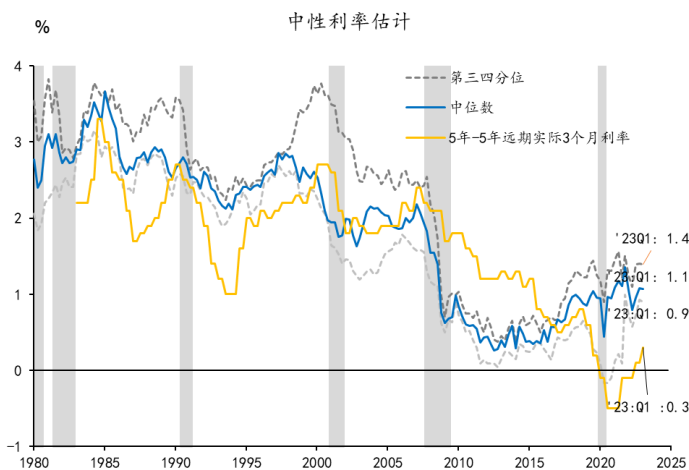


来源: 美联储、Laubach and Williams(2003)、Holston-Laubach and Williams(2017)、国金证券研究所

图表8: 中性利率估计 (纽约联储HLW估计)

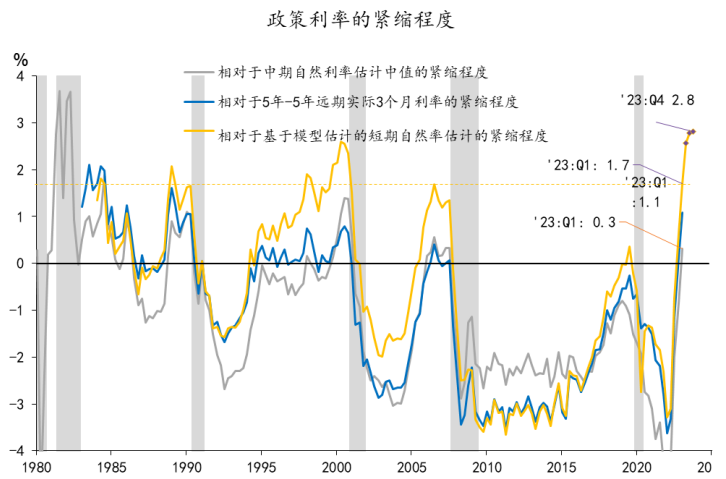


图表9: 中性利率估计 (达拉斯联储)



来源: 美联储、国金证券研究所

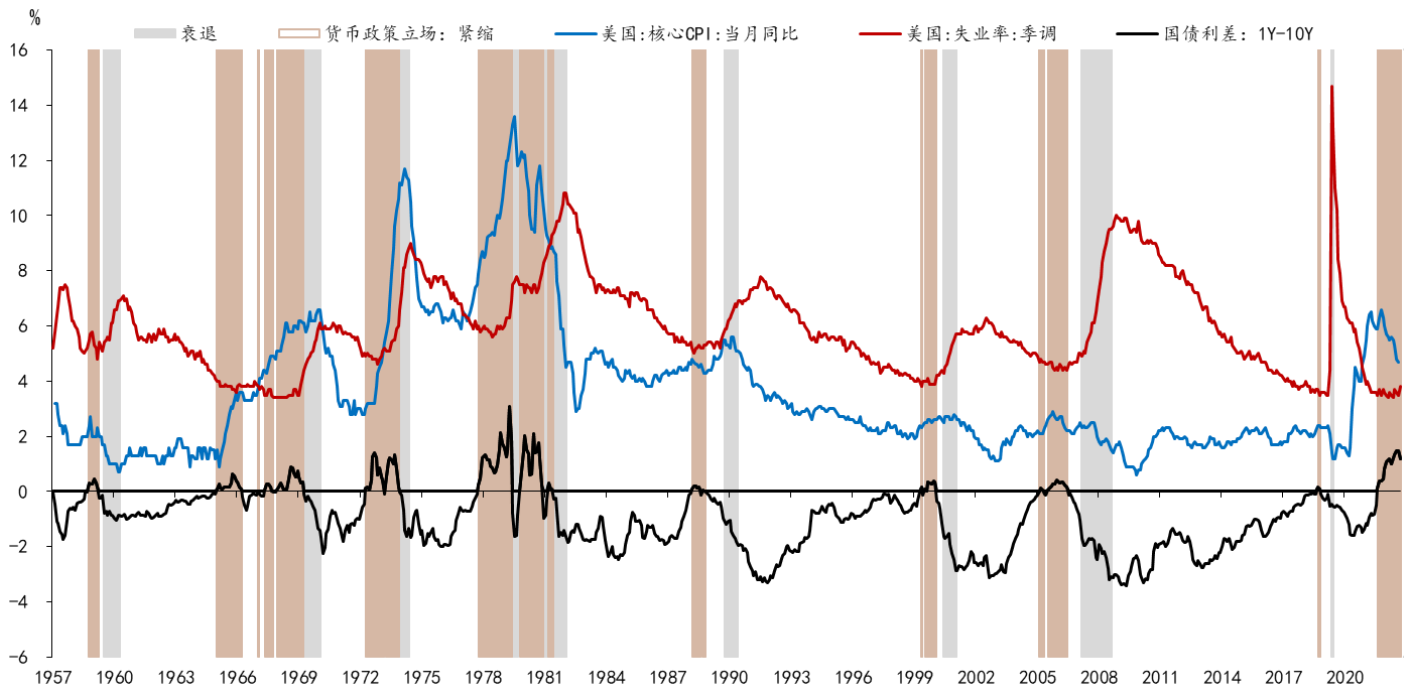
图表10: 货币政策的紧缩程度 (达拉斯联储)



值得关注的是, 上世纪 80 年代以来, 按照达拉斯联储的估计, 每当货币政策紧缩程度达到当前水平时, 美国经济都无一例外地出现了衰退。这一次, 美联储“矫枉过正”的风险依然存在。

除了中性利率框架, 是否还有其它方式衡量货币政策是否具有紧缩属性, 以及紧缩程度的大小? 其实, 期限利差就是一个经典框架。期限越短, 受政策利率影响的程度越高。当短期利率高于长期利率时, 则表明货币政策利率水平太高, 以至于市场形成了对经济的悲观预期, 进而压制长期利率, 导致期限利差倒挂。机制上, 期限利差的倒挂会压制信用扩张的利润空间和意愿, 具有收缩总需求的经济效应。从经验上看, 上世纪 50 年代末至新冠疫情之前, 10y-1y 美债利率共出现了 10 次倒挂, 其中 9 次出现了经济衰退 (60 年代中期是唯一的一次例外)。后疫情时代会是另一次例外吗?

图表11：货币政策立场与经济周期



来源：美联储、wind、国金证券研究所

## （二）货币政策滞后效应的不确定性：货币政策失效了吗？紧缩效应充分体现了吗？

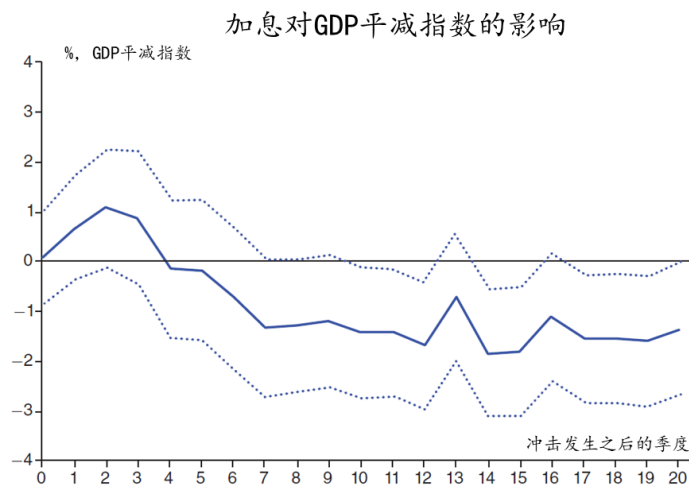
除了中性利率的“不可观测性”产生的不确定性之外，货币紧缩的滞后效应（lags）也是不确定的，即从加息到总需求的收缩在时间和效果上都存在不确定性。并且，在不同的反应需求收缩的指标上还有差异（价格类指标和数量类指标）。“由于货币紧缩对经济活动（尤其是通胀）的影响滞后的持续时间存在不确定性，这一评估变得更加复杂。自去年杰克逊霍尔会议以来，FOMC 已将政策利率提高了 300 个基点，其中包括过去 7 个月提高了 100 个基点……对这些滞后效应的广泛估计表明，传导中可能还会有明显的进一步拖累。”<sup>4</sup>

学术文献中，一般使用脉冲相应分析（IRA）的方法测算货币政策的紧缩效应的大小和滞后性。以加息与通胀的关系为例<sup>5</sup>，1960 年以来的经验表明，加息后 PCE 通胀将在一年内开始下降，这在很大程度上反映了能源和食品价格通胀的下降。相比之下，核心 PCE 则需要两年时间才开始下降。

<sup>4</sup> 参考鲍威尔在 2023 年杰克逊霍尔会议上的发言。

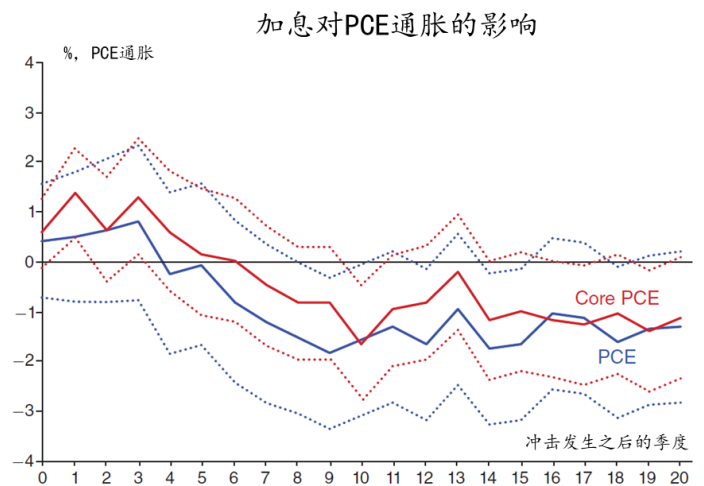
<sup>5</sup> <https://www.kansascityfed.org/research/charting-the-economy/>

图表12: 加息对GDP平减指数的影响

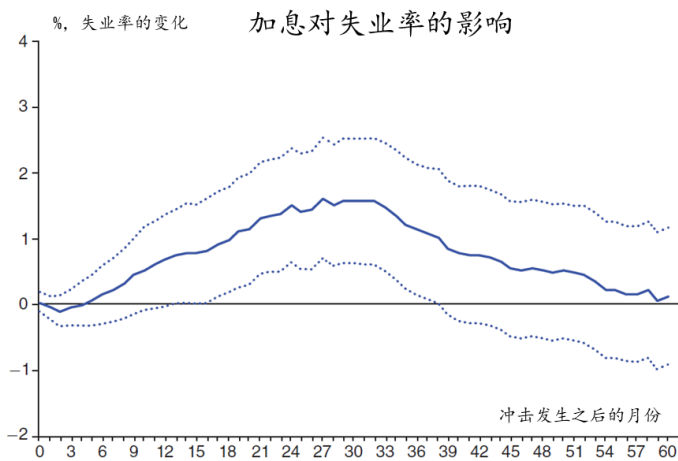


来源: Romer and Romer (2023)、国金证券研究所

图表13: 加息对PCE或核心PCE通胀的影响

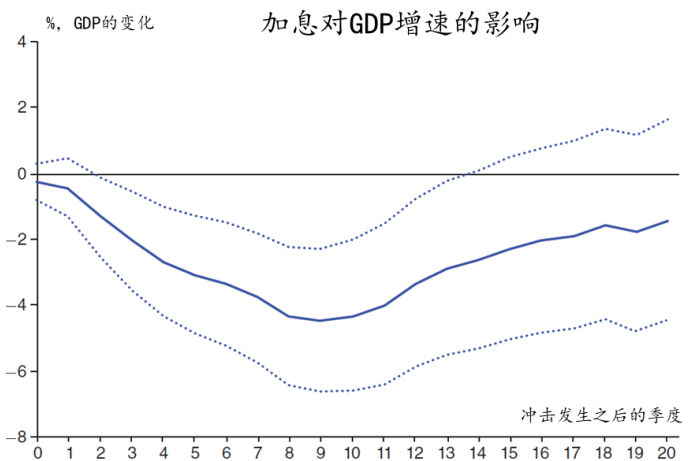


图表14: 加息对失业的影响



来源: Romer and Romer (2023)、国金证券研究所

图表15: 加息对经济增长的影响

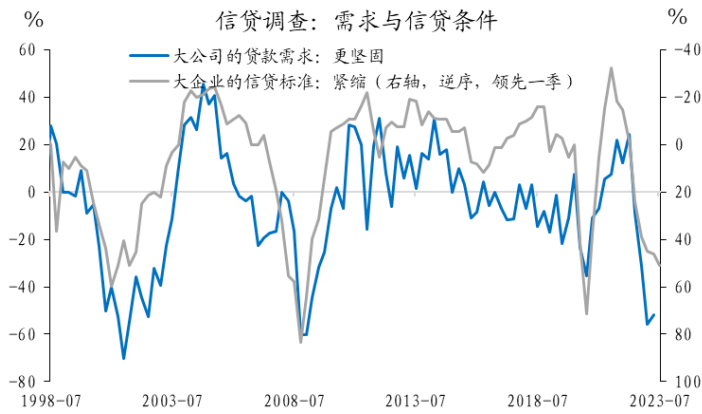


自美联储加息以来,美国银行信用条件明显收紧,信贷需求也显著走弱。直观上看,银行信用条件与房地产价格、制造业PMI和产出缺口都具有明显的反向关系。经验上看,只要银行信用收缩持续的时间足够长,经济均难以逃逸衰退。直接融资与间接融资均存在明显的“顺周期性”,但这一次却明显背离——至少有一方的定价是错的。

在“周期的力量”系列5《历史的“组合解”:美国经济,这次如何“着陆”?》中,我们总结了“这次可能不一样”的6个原因。但部分只能解释“衰退为何迟到”,而非“是否能够逃逸衰退”。只要银行信用仍在持续收缩,美国经济就难以真正进入新的复苏周期,就一直需要防范信用风险,“衰退叙事”也就不会最终被证伪。

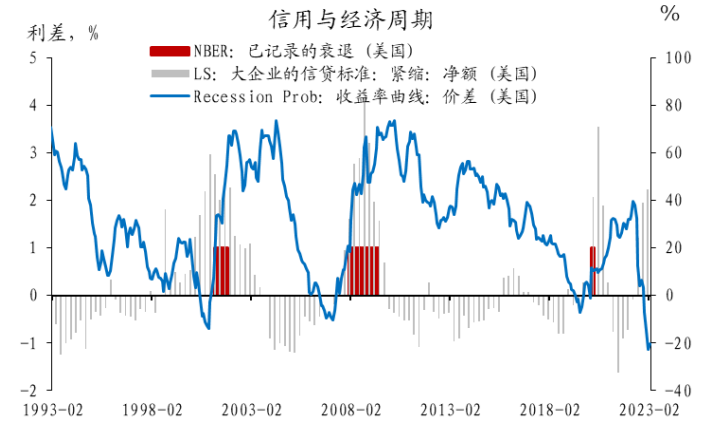


图表16: 银行信贷供求双双走弱

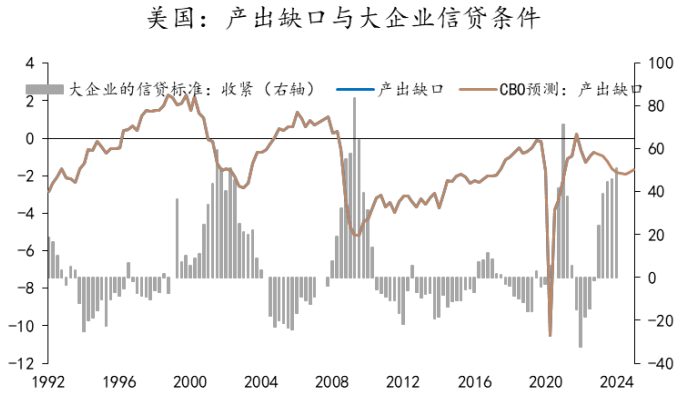


来源: 美联储、国金证券研究所

图表17: 银行信用收缩与经济周期



图表18: 银行信用收缩与经济周期



来源: 美联储、国金证券研究所

图表19: 银行信用收缩与制造业 PMI



图表20: 银行信用与企业债信用利差的相关性



来源: 美联储、国金证券研究所

图表21: 直接融资与间接融资都是“顺周期”的



(三) 菲利普斯曲线的陡峭化: 通胀对劳动力市场的紧张程度有多敏感?

菲利普斯曲线是思考劳动力市场与通货膨胀相关性的经典框架。上世纪 80 年代以前的较长时间里, 劳动力市场的“松弛”程度与通货膨胀存在一定的替代关系。这意味着: 低失业率与低通胀不可兼得, 换言之, 必须牺牲失业抗通胀。它是周期律的表征, 只适用于需

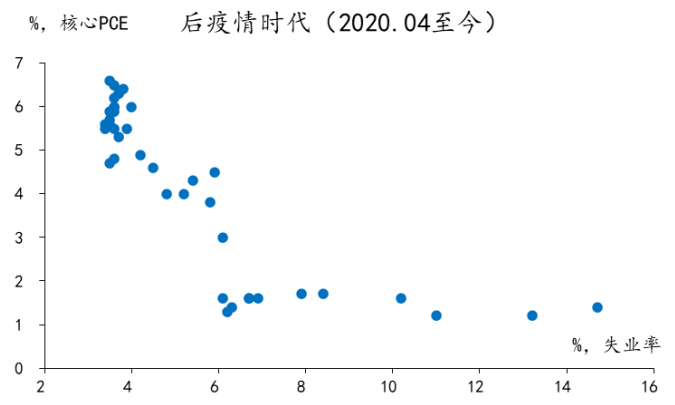
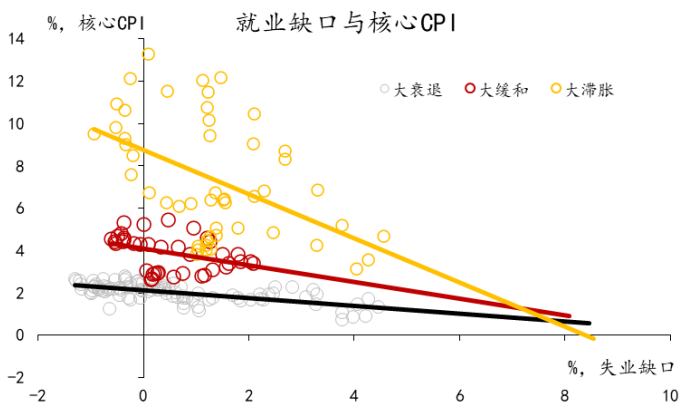
求冲击占主导的时期。上世纪 90 年代以来的一个特征事实是：低失业率与低通胀可以并存——菲利普斯曲线越来越“平坦化”。

2020 年 4 月以来，美国经济实现了从再通胀 (reflation) 到去通胀的转变。若以 CPI 通胀率划分区间，2022 年 6 月之前为再通胀阶段，此后为去通胀阶段，2022 年 7 月至 2023 年 3 月 CPI 累计下行幅度为 4%。若以核心 CPI 为分界，2022 年 9 月 (6.6%) 之前为再通胀阶段，此后为去通胀阶段。截止到 2023 年 7 月，核心 CPI 已经下降至 4.7%，累计降幅接近 2 个百分点。但失业率却依然维持在 3.5% 低位，且 2022 年 10 月以来一直处在 3.4-3.7% 之间窄幅波动。这意味着，本阶段的菲利普斯曲线是垂直的。那么，在去通胀的“下半场”——从商品去通胀到服务去通胀，失业率还能继续维持在低位吗？

后疫情时代，菲利普斯曲线再次“陡峭化”。以核心 PCE 通胀和失业率的关系为例，两者之间的斜率从 2008-2019 年的 -0.06 变为 -0.44。这意味着，核心 PCE 通胀每下降 1 个百分点，失业率可能上升超过 2 个百分点。不确定的是拐点何时出现，但确定的是：垂直的菲利普斯曲线是过度形态，平坦的菲利普斯曲线或疫情之前的“稳态”，从垂直到平坦必将经历倾斜阶段——该阶段，通胀率与失业率是替代关系。

图表22: 菲利普斯曲线的“平坦化”(疫情前)

图表23: 菲利普斯曲线的陡峭化(疫情后)



来源: Wind、国金证券研究所

短期而言，去通胀的路径或仍沿着牺牲率较小的方向推进。但长远而言，如果失业率持续保持低位，2%通胀目标能“守得住”吗？因为，垂直的菲利普斯曲线意味着通胀的失业率弹性是无限的。

关于“菲利普斯曲线”陡峭化或平坦化的争论还在持续。鲍威尔认为，“有证据表明，与近几十年来相比，通货膨胀对劳动力市场紧缩的反应更为敏感。这些变化的动态可能会持续，也可能不会持续，这种不确定性强调了灵活决策的必要性。”<sup>6</sup>

<sup>6</sup> 参考鲍威尔在 2023 年杰克逊霍尔会议上的发言。

图表24: 菲利普斯曲线的平坦化 (核心PCE-不同的供求缺口)

Slack or Gap	相关系数			斜率(se)		
	1961-1983	1984-1999	2000-2019Q1	1961-1983	1984-1999	2000-2019Q1
失业缺口 (CBO)	-0.53	-0.47	-0.11	-0.47 0.10	-0.25 0.08	-0.03 0.03
产出缺口 (CBO)	-0.49	-0.34	-0.23	-0.37 0.06	-0.14 0.07	-0.07 0.05
失业缺口 (双边滤波)	-0.57	-0.52	-0.08	-0.54 0.12	-0.26 0.08	-0.02 0.03
短期失业缺口 (双边滤波)	-0.53	-0.52	-0.23	-0.41 0.09	-0.24 0.08	-0.07 0.04
就业率 (双边滤波)	-0.57	-0.47	-0.02	-0.61 0.14	-0.20 0.07	0.00 0.03
就业率: 25-54 (双边滤波)	-0.45	-0.47	-0.05	-0.53 0.14	-0.22 0.08	-0.01 0.03
产能利用率 (双边滤波)	-0.64	-0.45	-0.17	-0.53 -0.10	-0.23 0.08	-0.05 0.03
失业率	-0.49	-0.41	-0.10	-0.42 0.09	-0.19 0.07	-0.02 0.03
短期失业率	-0.44	-0.36	-0.23	-0.35 0.08	-0.15 0.06	-0.09 0.05

来源: Stock & Watson (2019)、国金证券研究所

图表25: 菲利普斯曲线的平坦化 (核心PCE、中位数CPI和周期性通胀)

通胀	Slack 指标	相关系数			斜率		
		1961-1983	1984-1999	2000-2019Q1	1961-1983	1984-1999	2000-2019Q1
核心PCE: 同比	失业缺口 (CBO)	-0.53	-0.47	-0.11	-0.47	-0.25	-0.03
核心PCE: 同比	失业缺口 (带通滤波)	-0.46	0.02	-0.19	-0.35	0.01	-0.05
核心PCE: 同比	经济活动指数 (CAI)	-0.59	-0.03	-0.12	-0.45	-0.01	-0.03
中位数CPI: 同比	失业缺口 (CBO)		-0.46	-0.3		-0.23	-0.11
中位数CPI: 同比	失业缺口 (带通滤波)		-0.51	-0.61		-0.25	-0.24
中位数CPI: 同比	经济活动指数 (CAI)		-0.46	-0.62		-0.22	-0.25
周期通胀: 同比	失业缺口 (CBO)	-0.65	-0.31	-0.3	-0.46	-0.16	-0.13
周期通胀: 同比	失业缺口 (带通滤波)	-0.63	-0.47	-0.64	-0.38	-0.24	-0.3
周期通胀: 同比	经济活动指数 (CAI)	-0.66	-0.56	-0.66	-0.39	-0.28	-0.32

来源: Stock & Watson (2019)、国金证券研究所

鲍威尔需要权衡两大风险: 紧缩不足带来的通胀风险和紧缩过度带来的衰退风险。关于紧缩不足, 既要防止加息幅度不够, 又要防止过早降息。前者将导致通胀下行的斜率过于平坦化——通胀回归 2%所需的时间越长, 不确定性就越高, 通胀失“锚”的可能性就越大; 后者将增加“二次通胀”的风险。“这些新的和旧的不确定性, 使我们在过度收紧货币政策的风险和过少收紧货币政策的风险之间取得平衡的任务复杂化。紧缩不足可能会让高于目标的通胀变得根深蒂固, 最终需要货币政策从经济中挤出更持久的通胀, 这将给就业带

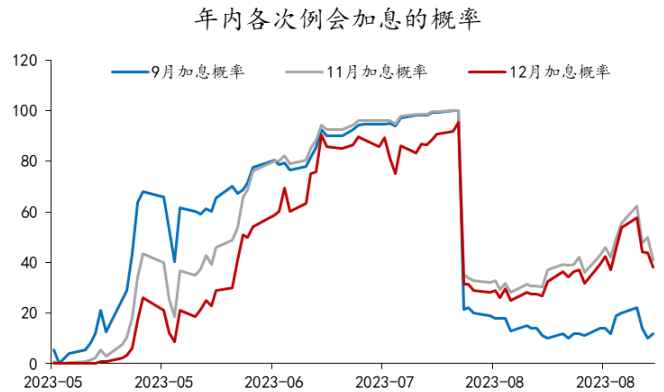
来高昂的代价。紧缩过度也可能对经济造成不必要的伤害。”

面对理论的三大不确定性，美联储一方面不断地放慢加息的幅度和频次，另一方面又对加息的终点水平进行模糊化处理，以保持一定的灵活性。我们认为，随着近期基本面数据的走弱，美联储9月例会或继续选择观望（市场定价9月加息的概率12%），11月是否加息仍存在不确定性。在未出现明显的外生冲击的情况下，就业、收入和消费等反应美国经济内生动能的经济指标的走弱或难以一蹴而就。即使年内暂停加息靴子落地，明年通胀反弹的风险或推迟美联储降息的时点，进而又增加了经济和金融的脆弱性。叠加政治大年，海外的扰动不可低估。

图表26: 菲利普斯曲线的“平坦化”(疫情前)

图表27: 菲利普斯曲线的陡峭化(疫情后)

CME FedWatch	23-06	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	0	4	4	3	1	1	0	0	0	0	0
550-575	0	2	12	37	34	27	16	8	3	1	0	0	0
525-550	7	98	88	59	57	51	40	28	14	6	2	1	0
500-525	93	0	0	0	5	18	33	37	30	19	9	4	2
475-500	0	0	0	0	0	1	9	21	32	31	21	13	6
450-475	0	0	0	0	0	0	1	5	17	28	30	24	16
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	3	13	25	28	25
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	11	20	26
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	8	17
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	6
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1



来源: Wind、国金证券研究所

## 二、海外基本面&重要事件

### (一) 货币与财政: 逆回购规模下降, OIS 隐含利率抬升

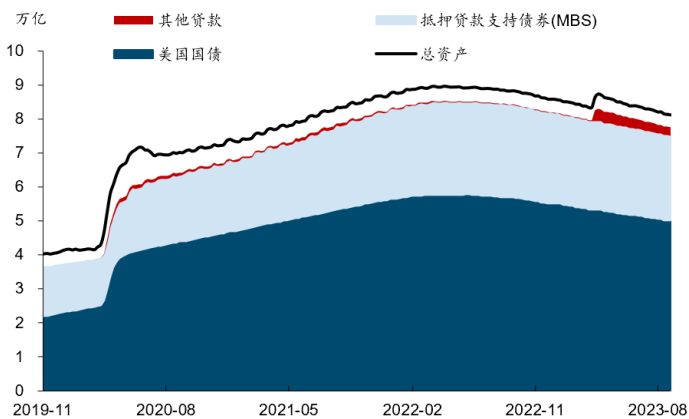
逆回购规模下降, OIS 隐含利率抬升。8月30日当周, 美联储总资产规模下降, 美联储BTFP工具使用量持平上周的1075亿。负债端, 逆回购规模下降, 准备金上升, TGA存款上升850亿美元。货币市场基金规模上升140亿美元。8月23日当周, 美国商业银行存款减少620亿, 小型银行存款减少150亿美元。商业银行消费贷款上升50亿, 住房贷款上升20亿。截至9月2日, CME FEDWATCH显示美联储9月利率不变, 8月美国经济数据表现较好, OIS 隐含利率抬升。

图表28: 美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	08-30	08-23	08-16	08-09	08-02	07-26	07-19
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↓ -18	8121.3	8139.1	8145.7	8208.2	8206.8	8243.3	8274.6
	其他贷款	十亿美元	↓ -2	250.6	252.6	257.0	260.4	262.1	266.4	272.1
	一级信贷	十亿美元	↑ 1	2.9	2.2	2.0	1.9	1.9	2.2	2.6
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 0	107.5	107.4	107.2	106.9	105.7	105.1	102.9
	其他信贷工具	十亿美元	↓ -3	134.4	137.2	141.6	145.4	148.1	152.5	159.6
	逆回购	十亿美元	↓ -114	1998.3	2112.5	2096.7	2096.5	2072.4	2067.0	2058.7
	储备金	十亿美元	↑ 19	3196.5	3177.4	3229.0	3228.6	3217.4	3166.8	3220.6
	TGA	十亿美元	↑ 85	500.7	416.0	384.8	432.3	460.9	549.9	537.4
	商业银行									
	现金	十亿美元	↓ -45		3264.2	3309.4	3316.0	3291.4	3246.3	3306.3
	消费贷	十亿美元	↑ 5		1891.9	1887.2	1887.5	1887.9	1889.2	1878.9
	住房贷款	十亿美元	↑ 2		2546.4	2544.6	2544.1	2540.6	2526.7	2524.8
	商业地产贷款	十亿美元	↑ 3		2941.6	2938.2	2936.4	2934.3	2923.6	2921.5
工商业贷款	十亿美元	↓ -8		2736.9	2744.9	2738.3	2753.3	2751.0	2752.2	
存款	十亿美元	↓ -62		17245.5	17307.0	17314.9	17326.3	17203.9	17234.4	
大银行存款	十亿美元	↓ -51		10719.0	10769.8	10755.8	10790.0	10708.8	10754.4	
小银行存款	十亿美元	↓ -15		5244.8	5259.7	5258.3	5255.9	5202.5	5194.8	
货币市场基金	十亿美元	↑ 14	5583.1	5568.7	5569.8	5530.1	5515.8	5486.8	5458.5	
流动性价格型指标	隔夜融资市场									
	SOFR-IORB	%	↓ 0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
	EFFR-IORB	%	↓ 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	0.1	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	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3
票据利差	%	↑ 0.0	0.0	0.0	0.5	-0.1	0.1	0.0	0.0	
离岸市场										
欧元兑美元互换基差	%	↓ -0.9	-12.1	-11.3	-10.6	-12.9	-10.9	-11.0	-11.5	
日元兑美元互换基差	%	↓ -2.3	-34.9	-32.6	-28.9	-31.3	-26.4	-28.0	-27.9	

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表29: 美联储8月资产总额下降



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表30: 美联储逆回购规模下降



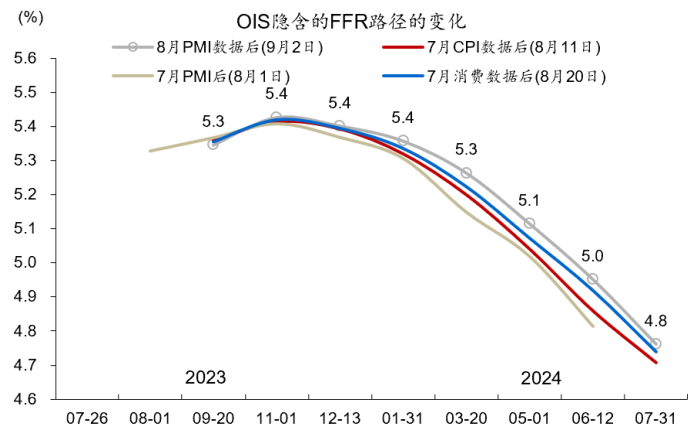
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: 截至9月2日, 美联储加息概率

区间/日期	23-06	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09
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	23	90	94	65	62	56	42	27	14	6	2
500-525	77	10	0	0	6	17	34	38	31	19	9
475-500	0	0	0	0	0	1	8	22	33	32	22
450-475	0	0	0	0	0	0	1	5	16	28	31
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	3	12	24
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	10
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
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	0
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32: 8月OIS隐含利率抬升

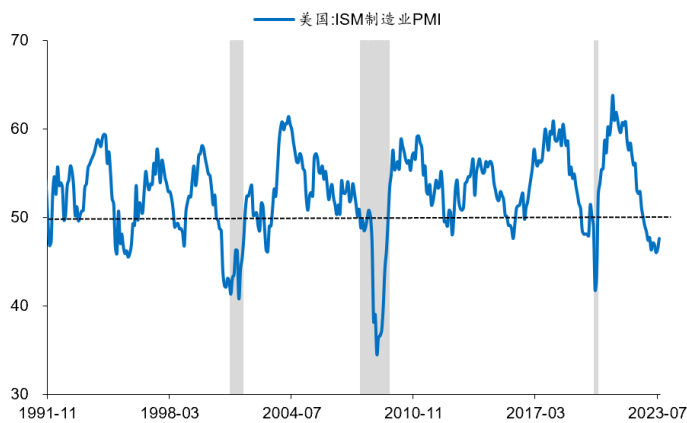


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

## (二) 生产: 美国制造业PMI 低位企稳, 生产端贡献较大

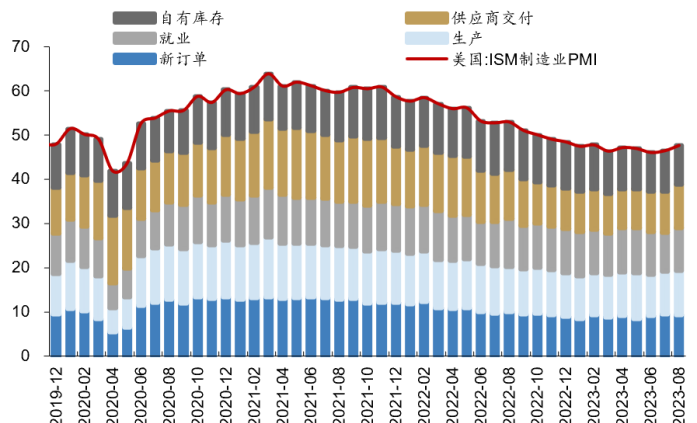
美国制造业PMI 总体回升。8月, 美国ISM制造业PMI 录得47.6, 高于市场预期值47, 前值46.4, 回升1.2个点, 连续第十个月处于收缩区间, 但月度回升幅度为本年最高。8月, ISM制造业PMI 的四个子项均低于荣枯线, 其中新订单及自有库存下降, 生产、就业、供应商交付上升, 生产项回升至50。

图表33: 8月美国制造业PMI 录得47.6



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表34: 生产、就业、交付均拉动PMI 回升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表35: 美国制造业PMI分项, 生产回升, 库存回落, 物价分项反弹较快

PMI项目	月度变化	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08
<b>ISM:制造业PMI</b>	<b>↑ 1.2</b>	47.6	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.0	51.0	52.9
新订单	↓ -0.5	46.8	47.3	45.6	42.6	45.7	44.3	47.0	42.5	45.1	46.8	48.2	47.3	50.4
新出口订单	↑ 0.3	46.5	46.2	47.3	50.0	49.8	47.6	49.9	49.4	46.2	48.4	46.5	47.8	49.4
库存订单	↑ 1.3	44.1	42.8	38.7	37.5	43.1	43.9	45.1	43.4	41.4	40.0	45.3	50.9	53.0
生产	↑ 1.7	50.0	48.3	46.7	51.1	48.9	47.8	47.3	48.0	48.6	50.9	51.9	51.0	51.1
就业	↑ 4.1	48.5	44.4	48.1	51.4	50.2	46.9	49.1	50.6	50.8	48.9	49.9	49.3	54.2
供应商交付	↑ 2.5	48.6	46.1	45.7	43.5	44.6	44.8	45.2	45.6	45.1	47.2	46.8	52.4	55.1
自有库存	↓ -2.1	44.0	46.1	44.0	45.8	46.3	47.5	50.1	50.2	52.3	51.1	53.0	55.1	53.8
客户库存	↓ 0.0	48.7	48.7	46.2	51.4	51.3	48.9	46.9	47.4	48.2	48.7	41.6	41.6	38.9
物价	↑ 5.8	48.4	42.6	41.8	44.2	53.2	49.2	51.3	44.5	39.4	43.0	46.6	51.7	52.5
进口	↓ -1.6	48.0	49.6	49.3	47.3	49.9	47.9	49.9	47.8	45.1	46.6	50.8	52.6	52.5

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

### (三) 就业: 非农就业大幅下修, 工资增速回落、失业率上升

美国8月季调后非农新增就业人数18.7万, 略高于预期17万人, 前值从18.7万人下修至15.7万人, 6月非农新增就业人数从18.5万人下修至8万人, 6月和7月非农新增就业人数合比较修正前低11万人。美国8月非农平均时薪同比4.3%, 低于预期4.4%, 前值4.4%; 时薪环比0.2%, 低于预期0.3%, 前值0.4%。美国8月失业率升至3.8%, 预期3.5%, 前值3.5%, 创去年2月以来新高; 劳动参与率62.8%, 预期62.6%, 前值62.6%, 达到了自2020年2月疫情以来的最高水平。

图表36: 美国8月新增非农就业人数略高于预期

行业	新增非农就业人数(千人)				
	23-08	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)
非农	187.0	170.0 ↑	30.0	-94.0	-61.0
私人部门	179.0	150.0 ↑	24.0	-76.0	-14.0
商品生产	36.0		22.0	12.0	18.0
自然资源 and 采矿业	-2.0		-4.0	-5.0	-3.0
建筑业	22.0		6.0	-3.0	8.0
制造业	16.0	0.0 ↑	20.0	20.0	13.0
耐用消费品	12.0		1.0	9.0	11.0
非耐用消费品	4.0		19.0	11.0	2.0
服务业	143.0		2.0	-88.0	-32.0
批发贸易	4.7		-13.3	-3.0	-2.0
零售贸易	6.3		-6.9	-14.6	-41.7
交通运输和仓储	-34.2		-24.2	-52.8	-16.5
公用事业	2.5		5.2	1.8	3.6
信息	-15.0		0.0	-11.0	-7.0
金融活动	4.0		-13.0	-9.0	4.0
专业及商业服务	19.0		39.0	-26.0	-2.0
教育及健康服务	102.0		0.0	14.0	38.0
休闲和酒店业	40.0		8.0	12.0	-17.0
其他服务	13.0		6.0	0.0	8.0
政府	8.0		6.0	-18.0	-47.0

来源: BLS, WIND, 国金证券研究所

图表37: 美国8月薪资增速回落、低于预期

行业	平均时薪(同比, %)				平均时薪(环比, %)				
	23-08	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)	23-08	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)
非农									
私人部门	4.3	-0.08	-0.05	-0.30	0.2	0.3 ↓	-0.2	-0.1	0.0
商品生产	5.2	-0.13	0.45	0.58	0.1		-0.6	-0.4	-0.2
自然资源 and 采矿业	4.5	-0.09	-2.41	0.11	-0.4		-0.6	-1.3	-0.8
建筑业	5.2	-0.28	0.15	-0.3	0.1		-0.8	-0.3	-0.3
制造业	5.0	-0.14	0.75	1.05	0.0		-0.6	-0.4	0.0
耐用消费品	4.4	-0.4	0.53	0.56	-0.1		-0.7	-0.7	-0.2
非耐用消费品	5.8	0.46	1.05	1.88	0.3		0.0	0.2	0.4
服务业	4.1	-0.04	-0.21	-0.61	0.3		-0.1	0.0	0.0
批发贸易	5.1	0.19	-0.13	0.20	0.4		0.3	0.5	0.0
零售贸易	4.2	0.21	-0.26	-0.68	0.4		0.3	0.4	-0.7
交通运输和仓储	5.2	-0.06	1.69	1.10	0.5		0.1	0.2	-0.3
公用事业	5.5	-0.03	0.49	-0.24	-0.2		-0.7	-0.7	-0.4
信息	1.8	-1.73	-2.75	-3.36	0.1		-0.1	-0.9	-0.2
金融活动	5.6	0.82	1.13	1.13	1.1		0.4	0.3	1.0
专业及商业服务	4.2	-0.32	-0.14	-0.63	-0.1		-0.6	-0.3	-0.3
教育及健康服务	3.1	0.15	-0.52	-1.20	0.3		-0.1	0.1	0.5
休闲和酒店业	5.0	-0.3	-0.83	-1.68	0.2		0.0	-0.2	0.2
其他服务	3.6	0.37	-0.91	-0.64	0.5		-0.4	0.1	0.4

来源: BLS、WIND、国金证券研究所

图表38: 美国8月失业率上升0.3%至3.8%，但劳动参与率达到了自2020年2月疫情袭击以来的最高水平

失业/就业															
指标	23-08	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)	5年分位数	10年分位数	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12
失业率(U3)	3.8	3.5 ↑	0.30	0.10	0.20	48.3	23.7	3.5	3.6	3.7	3.4	3.5	3.6	3.4	3.5
U3: 全职	3.7		0.30	0.10	0.20	48.3	23.7	3.4	3.5	3.6	3.3	3.4	3.5	3.4	3.4
U3: 兼职	4.4		0.30	0.10	0.40	56.6	32.7	4.1	4.0	4.0	3.6	3.9	4.0	3.8	3.9
U1	1.4		0.10	0.20	0.30	56.6	29.5	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1
U2	1.7		0.10	0.10	0.00	21.6	10.6	1.6	1.7	1.8	1.6	1.8	1.7	1.5	1.6
U4	4.0		0.30	0.10	0.20	46.6	22.9	3.7	3.7	3.9	3.6	3.7	3.8	3.6	3.7
U5	4.6		0.30	0.10	0.20	43.3	21.3	4.3	4.4	4.5	4.2	4.2	4.4	4.2	4.2
U6	7.1		0.40	0.10	0.30	38.3	18.8	6.7	6.9	6.7	6.6	6.7	6.8	6.6	6.5
劳动参与率	62.8	62.6 ↑	0.20	0.20	0.30	70.0	49.1	62.6	62.6	62.6	62.6	62.6	62.5	62.4	62.3
男性	68.2		0.20	0.10	0.20	63.3	31.1	68.0	68.1	68.1	68.1	68.4	68.0	67.9	68.1
女性	57.7		0.30	0.10	0.50	93.3	96.7	57.4	57.3	57.3	57.3	57.1	57.2	57.0	56.8
就业率	60.4		-0.30	0.00	0.40	63.3	76.2	60.7	60.6	60.4	60.5	60.4	60.0	59.7	60.0
男性	65.7		-0.50	0.00	0.60	55.0	54.9	66.2	66.1	65.7	65.7	65.6	65.1	64.7	65.3
女性(美国)	55.3		-0.10	0.00	0.10	73.3	86.8	55.4	55.3	55.3	55.5	55.3	55.2	54.8	54.9

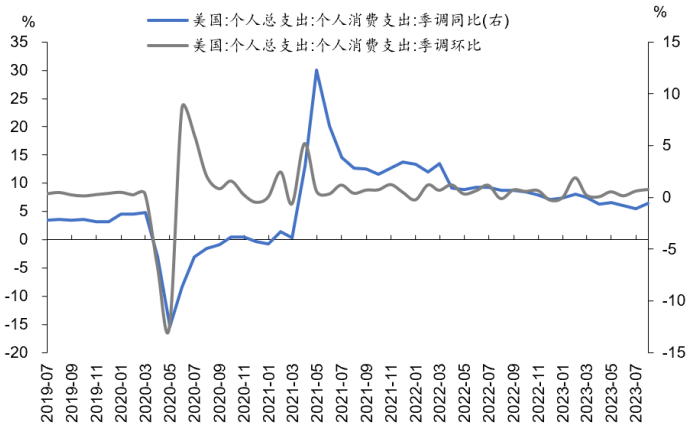
来源: BLS、WIND、国金证券研究所

#### (四) 消费与出行: 美国7月消费支出增速上升

美国7月消费支出增速上升。7月个人消费支出增速同比增6.4%，前值5.5%；耐用品、非耐用品及服务消费增速均有回升。美国红皮书消费增速回升。8月26日当周，美国红皮书零售增速4.3%，前值2.9%。其中百货店增速-1.9%，前值-1.3%，折扣店增速5.9%，前值4%。德国外出用餐人数8月31日当周同比回落，纽约拥堵指数回升。

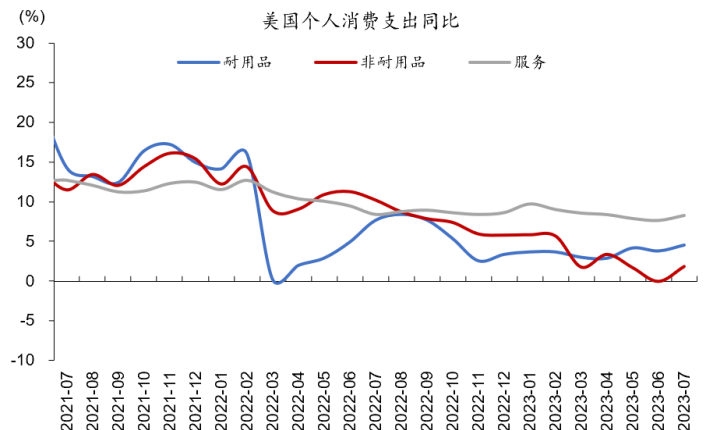


图表39: 美国7月消费支出增速上升



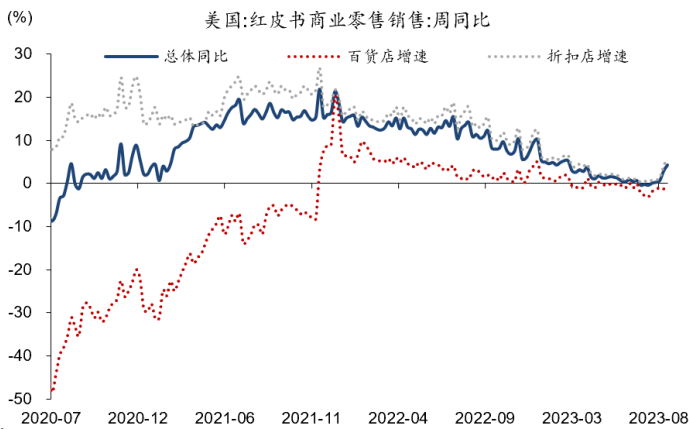
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表40: 7月耐用品、非耐用品、服务消费增速均回升



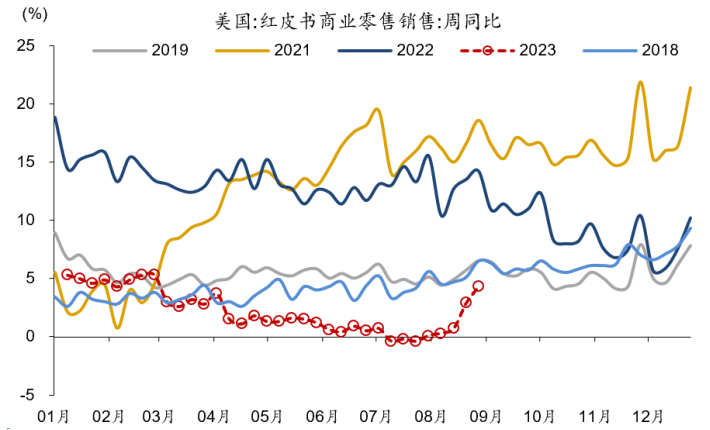
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表41: 美国红皮书零售同比4.3%, 前值2.9%



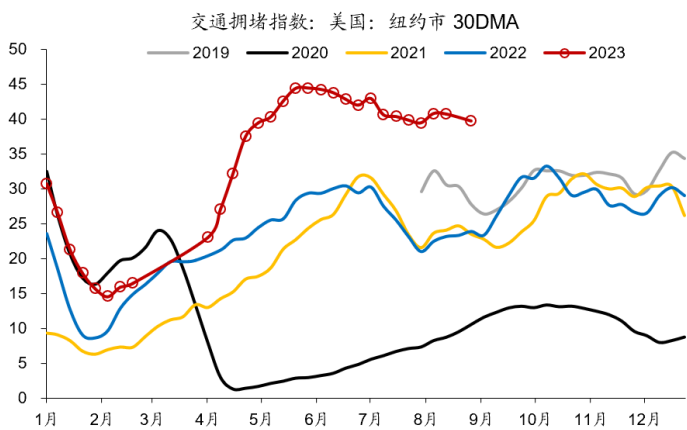
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表42: 美国红皮书零售增速8月明显回升



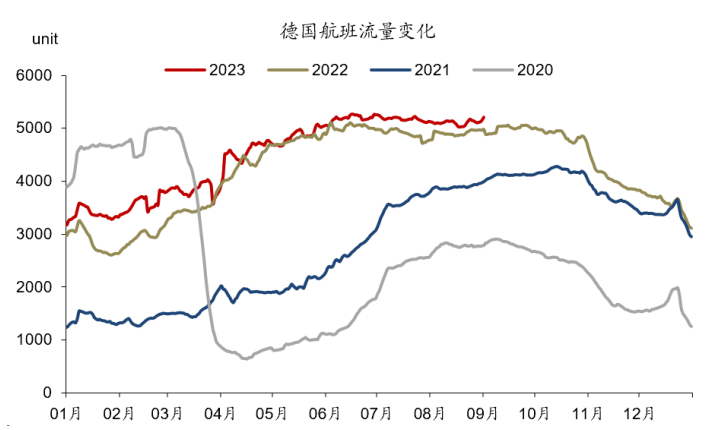
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表43: 美国纽约交通拥堵情况回落



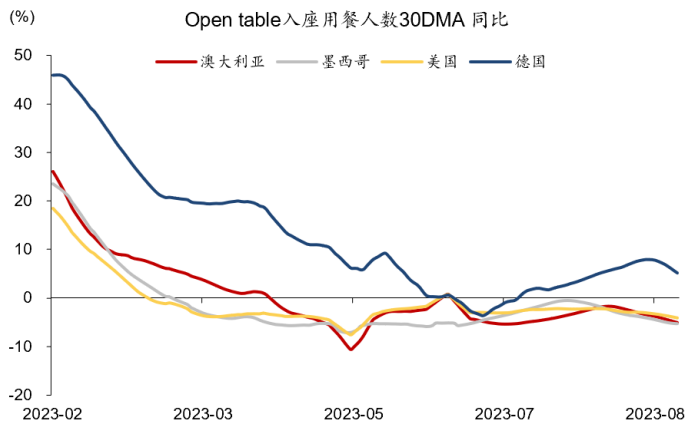
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表44: 德国航班飞行次数高于2022年



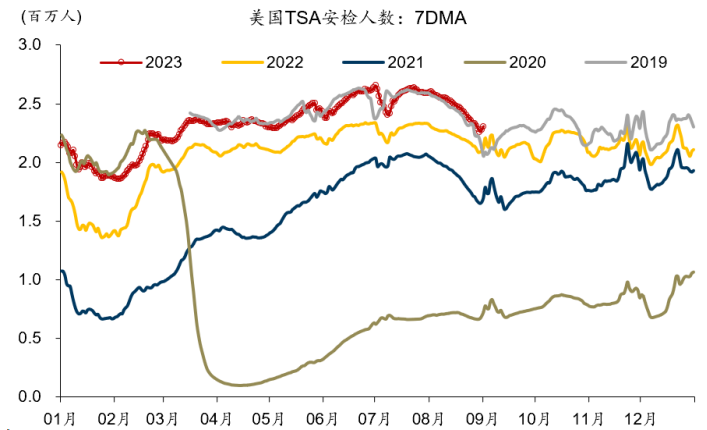
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表45: 德国8月外出用餐人数同比回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表46: 美国TSA安检人数小幅回落

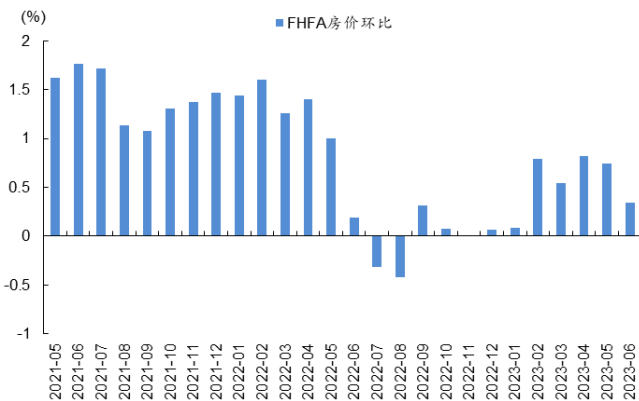


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

### (五) 地产与信贷: 房价增速回落, 成屋签约指数回升

房价增速回落, 成屋签约指数回升。美国6月FHFA房价环比0.3%, 前值0.7%; 美国7月成屋销售签约指数78, 前值77, 环比升至1%, 前值0.4%, 同比升-14%, 前值-15%。截至8月31日, 美国30年期抵押贷款利率升至7.2%, 较6月底的6.7%上升50BP。15年期抵押贷款利率升至6.6%, 较6月底的6.1%上升50BP。截至8月26日, 美国REALTOR二手房挂牌价增速有所反弹。

图表47: 美国6月FHFA房价环比增速回落



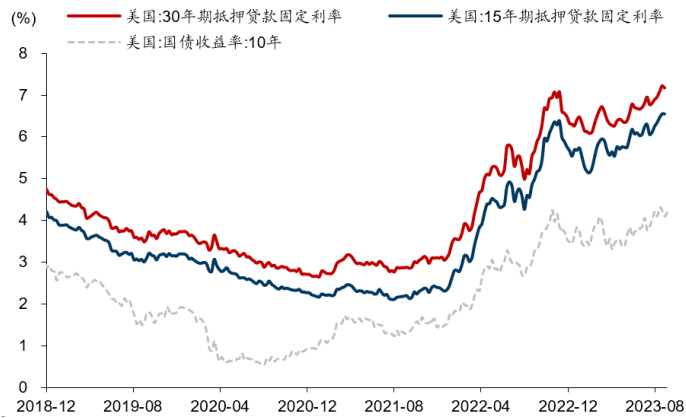
来源: WIND, 国金证券研究所

图表48: 美国7月成屋销售下降



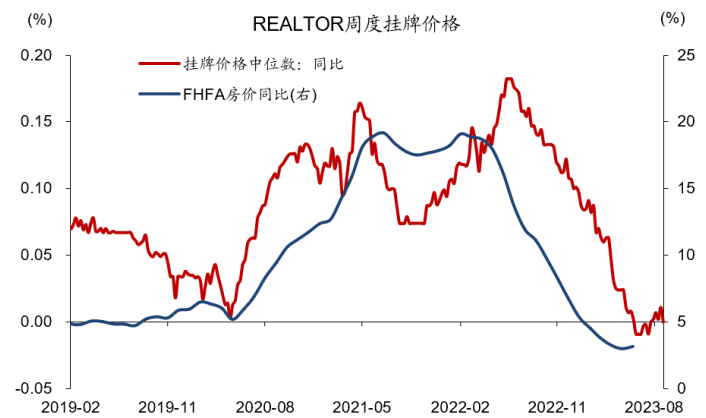
来源: WIND, 国金证券研究所

图表49: 美国 30 年期抵押贷款利率升至 7.2%



来源: WIND、国金证券研究所

图表50: 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