

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

美国经济“滚动衰退”的终局：滚动复苏 or 全面衰退？

美国经济“冰火两重天”的状态使专注于总需求的周期框架面临挑战，因为结构上已经经历了一场“滚动衰退”，其终局是“滚动复苏”，还是全面衰退？上世纪 60 年代从“滚动衰退”到“全面衰退”的经验有何借鉴意义？

热点思考：美国经济“滚动衰退”的终局：滚动复苏 or 全面衰退？

疫情冲击以来，美国经济“冰火两场天”的状态持续至今，不同部门的周期明显错位。历史上，不同经济环节同步性较高，衰退阶段几乎所有部门同步经历经济下滑，但疫情以来，美国经济各部门割裂性放大，消费与投资于 2020 年二季度先触底，净出口 2022 年上半年触底，政府支出 2022 年下半年触底回升。美国正经历一轮“滚动衰退”。

“滚动衰退”并非首次出现。1960 年，美国经历了一轮滚动调整衰退（Rolling Adjustment Recession），简称滚动衰退，指某些经济部门扩张的同时，其他经济部门仍处于衰退的状态。1960 年衰退幅度较浅，但持续时间长——先经历 1957 亚洲流感及全球经济放缓，再遭受 1960 经济滚动下滑，出口、投资与消费依次收缩。

1960 年“滚动衰退”的终局是“滚动复苏”。汽车和地产最先经历衰退，也领先出现修复。大背景上，在全球贸易放缓的背景下，美国贸易逆差扩大，制造业面临的海外竞争加剧，汽车行业影响最明显。肯尼迪政府通过财政手段走出衰退，包括扩大基建投资，税制改革，鼓励私人投资等，但二战后近十余年稳定、繁荣的黄金时代自此宣告终结。这次可能也一样，美国经济经历滚动衰退后，可能迎来滚动复苏。从美国分行业产出表现上来看，半导体、计算机、国防、住宅等行业可能率先回暖。制造业 PMI 新订单二季度以来呈现回暖迹象，PMI 销售库存比一季度以来触底回升。半导体行业一方面受益于《芯片法案》的产业政策刺激，另一方面则受益于生产端的回升。

当前美国财政扩张面临的约束及风险与过往已不再相同，财政刺激可能面临更多的后遗症、更低的持续性。一方面，1960 年代，美国通胀率更低，整个 60 年代前半叶，美国 CPI 同比增速均低于 2%，供需矛盾远不及今天这样尖锐。另一方面，当前企业和居民的加杠杆意愿已在降低。滚动修复能否转换为全面修复仍需观察。

高利率背景下的信用收缩和潜在金融风险的暴露仍可能中断“滚动复苏”的进程。商业银行信用仍处于收缩区间，信贷呈现出“供求双弱”的状况。企业债到期高峰期 2024 和 2025 年。30 年房贷利率升至 7% 以上，10 年期国债利率高达 4.2%。债务的到期置换将使得各个部门及行业均面临高利率压力。

海外事件&数据：服务业 PMI 表现超市场预期，OPEC 减产，原油价格反弹

美国服务业 PMI 表现超市场预期。8 月美国 ISM 服务业 PMI 升至 54.5，前值 52.7，预期值 52.5，连续第八个月处于荣枯线上方。就业指数升至 54.7，为 2021 年 11 月以来的最高水平。新订单指数 8 月上升 2.5 个点，达 57.5，创六个月以来新高，新出口订单升至 61.2，前值 61.1。数据公布后，OIS 隐含利率抬升，11 月升至 5.5%。

OPEC 减产，原油价格反弹。沙特和俄罗斯 9 月 5 日分别宣布延长原油减产期限。沙特将自愿减产 100 万桶/日的期限再延长 3 个月至今年 12 月，四季度沙特的原油产量将约为 900 万桶/日。俄罗斯宣布将 30 万桶/日的自愿减产期限再延长 3 个月至 12 月。截至 9 月 8 日，布油录得 92.5 美元每桶，上周 90 美元；WTI 原油录得 88 美元，上周 86 美元。美国红皮书消费增速回落，抵押贷款利率回落。9 月 2 日当周，美国红皮书零售增速 4.1%，前值 4.3%。截至 9 月 7 日，美国 30 年期抵押贷款利率为 7.1%，较 6 月底的 6.7% 上升 40BP，较上周回落 6BP。15 年期抵押贷款利率为 6.5%，较 6 月底的 6.1% 上升 40BP。截至 9 月 2 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：美国经济“滚动衰退”的终局	4
（一）美国经济从整体到分割，正在经历一轮滚动调整	4
（二）60年代的滚动调整衰退借鉴经验？总体虽不严重，但影响深远	5
（三）以史为鉴，美国经济后续的路径？迎接滚动扩张	7
二、海外基本面&重要事件	10
（一）货币与财政：OIS 隐含利率抬升	10
（二）生产与就业：美国服务业 PMI 表现超市场预期	11
（三）消费与出行：美国红皮书消费增速回落	12
（四）通胀与能源：OPEC 减产，原油价格反弹	13
（五）地产与信贷：抵押贷款利率回落	14
风险提示	15

图表目录

图表 1：美国 GDP 消费与出口触底的轮动特征	4
图表 2：美国私人投资与公共投资滚动触底	4
图表 3：美国不同领域周期的运动呈现滚动式	4
图表 4：商品与服务两大板块进度不一	4
图表 5：制造业与交通出行行业先触底	5
图表 6：半导体及房地产业触底时间更滞后	5
图表 7：美国财政对家庭部门的补贴额最高	5
图表 8：行业层面对航空、住宿等行业补贴额较高	5
图表 9：1960 年美国经济呈现滚动式流动下滑	6
图表 10：美国 1957 至 1960 年代衰退前后历时约 5 年	6
图表 11：1960 年滚动衰退中，汽车业先受影响	6
图表 12：1960 年滚动衰退中，地产较早受冲击	6
图表 13：1960 年代美国居民和企业加杠杆意愿较高	7
图表 14：肯尼迪政府扩大了财政力度以应对经济下滑	7
图表 15：制造业新订单触底回升	7
图表 16：PMI 销售库存比触底回升	7
图表 17：《芯片法案》支出规模明后年仍可能上涨	8
图表 18：《芯片法案》投资税收抵免支出仍将上升	8
图表 19：美国分行业产出指数，半导体、计算机等行业回暖迹象较明显	8
图表 20：美国企业债到期高峰为 2024 及 2025 年	9

图表 21: 美国中长期国债到期高峰为 2024 年.....	9
图表 22: 60 年代美国通胀率更低.....	9
图表 23: 美国居民及企业已处于去杠杆阶段.....	9
图表 24: 美国流动性量价跟踪.....	10
图表 25: 美联储 8 月缩表规模上升.....	11
图表 26: 美联储逆回购规模下降.....	11
图表 27: 截至 9 月 9 日, 美联储加息概率.....	11
图表 28: 8 月服务业 PMI 公布后, OIS 隐含利率继续抬升.....	11
图表 29: 美欧 8 月服务业 PMI 回升.....	12
图表 30: 美国 9 月 2 日当周初请失业 22 万人.....	12
图表 31: 美国 8 月 28 日当周新增职位数量下降.....	12
图表 32: 美国红皮书零售同比 4.1%, 前值 4.3%.....	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落.....	13
图表 35: 德国航班飞行次数高于 2022 年.....	13
图表 36: 德国 8 月外出用餐人数同比回落.....	13
图表 37: 美国 TSA 安检人数小幅回落.....	13
图表 38: 本周, 布油价格 92 美元, WTI 价格 88 美元.....	14
图表 39: 本周, IPE 英国天然气 86 便士.....	14
图表 40: 美国 8 月 CPI 同比预测值可能反弹至 3.8%.....	14
图表 41: 美国 8 月核心 CPI 同比预测值继续放缓.....	14
图表 42: 美国 30 年期抵押贷款利率略回落至 7.12%.....	15
图表 43: 美国二手房挂牌价增速有所反弹.....	15

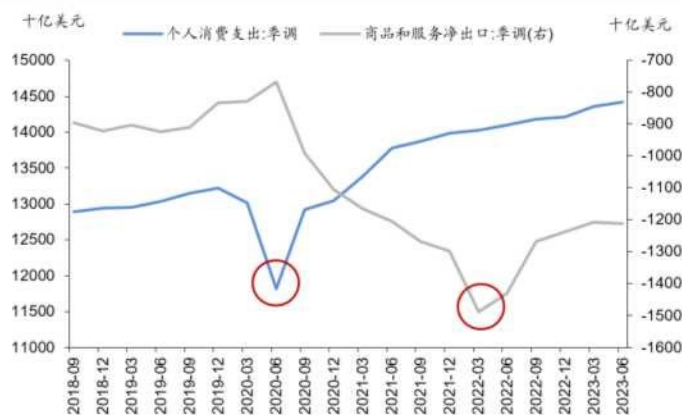
美国经济“冰火两重天”的状态使专注于总需求的周期框架面临挑战，因为结构上已经经历了一场“滚动衰退”，其终局是“滚动复苏”，还是全面衰退？上世纪 60 年代从“滚动衰退”到“全面衰退”的经验有何借鉴意义？

一、热点思考：美国经济“滚动衰退”的终局

（一）美国经济从整体到分割，正在经历一轮滚动调整

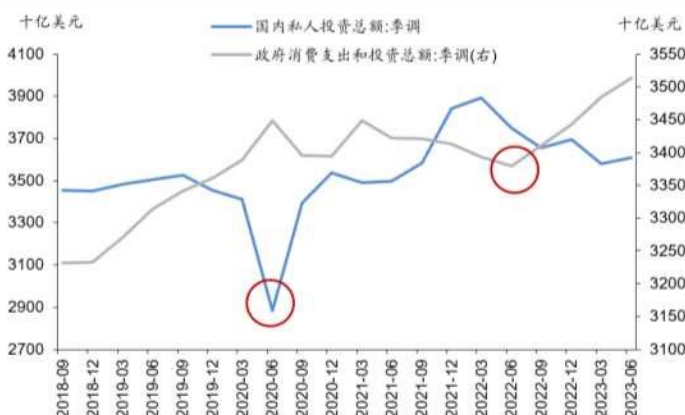
疫情冲击以来，美国经济“冰火两场天”的状态持续至今，不同部门的周期明显错位。历史上，不同经济环节同步性较高，衰退阶段，几乎所有部门都会经历下滑，扩张阶段则相反。但疫情以来，美国经济各部门割裂性放大，不同部门的周期明显错位。美国 GDP 结构中的消费与投资于 2020 年二季度先触底，净出口 2022 年上半年触底，政府公共支出 2022 年下半年触底回升。美国可能正经历一轮“滚动衰退”。

图表1：美国 GDP 消费与出口触底的轮动特征



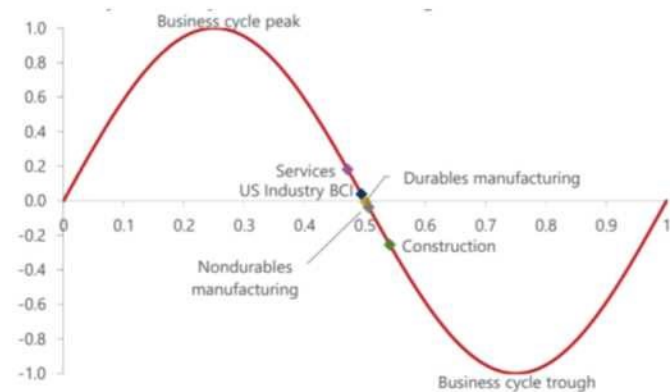
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表2：美国私人投资与公共投资滚动触底



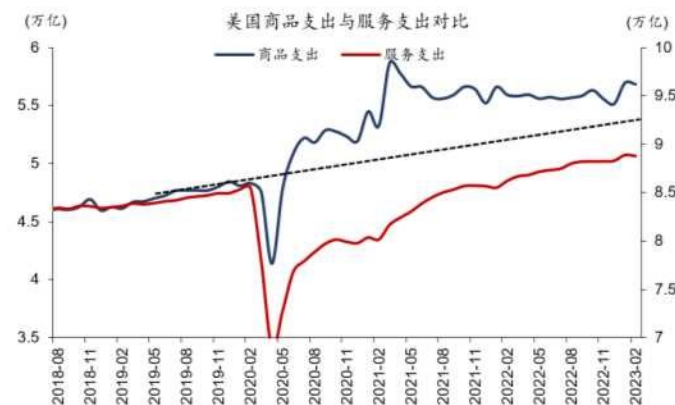
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：美国不同领域周期的运动呈现滚动式



来源：Oxford Economics，国金证券研究所

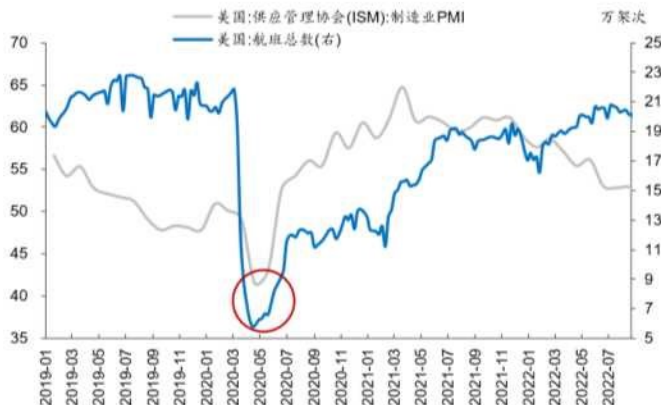
图表4：商品与服务两大板块进度不一



来源：Bloomberg，国金证券研究所

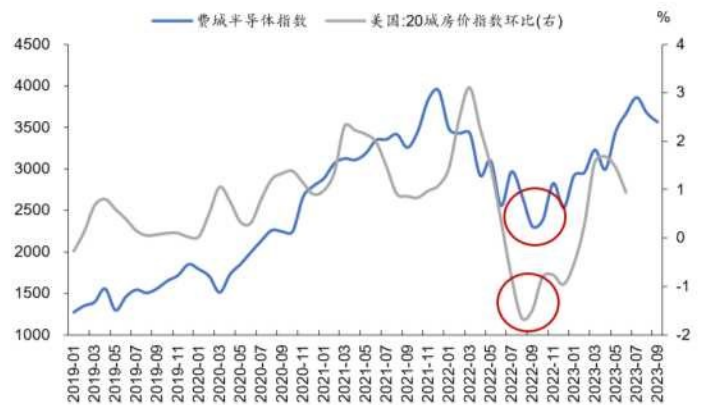
各个行业下滑触底的诱因及时点不同，造成不同领域滚动错位的状态。服务和制造由以往的同步转换为错位，制造先下滑，服务业更加滞后。2020 年初，制造业及出行领域先受影响，美国航班总数降至 5 万架次低点，制造业 PMI 降至 41.5 的近十年低位。地产行业真正受冲击是 2022 年美联储开启加息周期后，住房开工急剧下降，前 20 城房价回落。半导体行业在 2022 年受到供应链断裂的困扰，2022 年 9 月后费城半导体指数触底回升。

图表5: 制造业与交通出行行业先触底



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

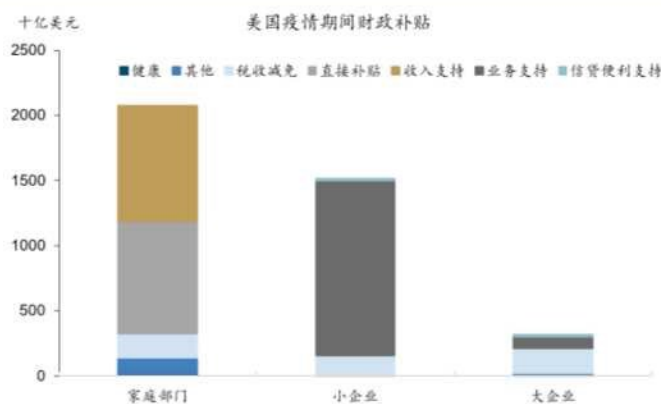
图表6: 半导体及房地产业触底时间更滞后



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

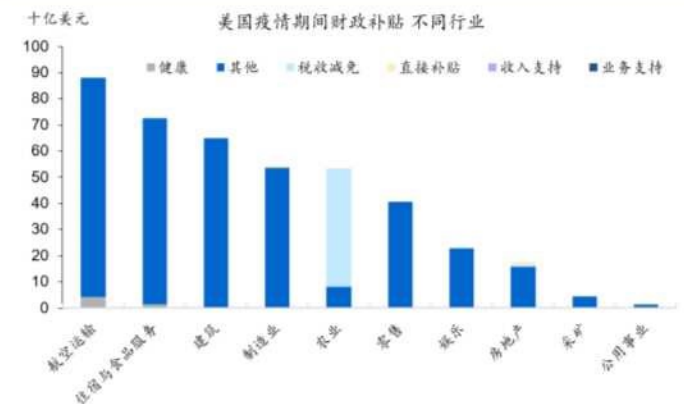
选择性的财政补贴使不同经济部门对抗收缩的能力不同,进一步放大经济割裂程度。按经济部门区分,财政对居民部门的补贴力度最大,疫情期间美国政府共向居民补贴了约2万亿美元,一方面托底了地产行业,另一方面提升了居民消费的韧性。其次,向小企业补贴1万5千亿美元,大企业补贴额为3190亿。行业层面,对航空,住宿行业的补贴力度较高,采矿、公用事业等补贴幅度较低。

图表7: 美国财政对家庭部门的补贴额最高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表8: 行业层面对航空、住宿等行业补贴额较高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 60年代的滚动调整衰退借鉴经验? 总体虽不严重, 但影响深远

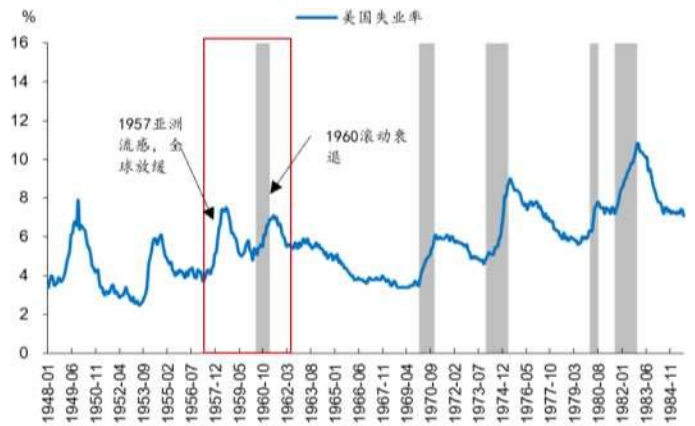
1960年代衰退幅度较浅,但持续时间长,美国先经历1957亚洲流感全球经济放缓,再遭受1960经济滚动衰退。美国经济的割裂式下滑在历史上并非首次出现,1960年前后,美国经历了一轮滚动调整衰退(Rolling Adjustment Recession),所谓滚动调整衰退,是指某些经济部门扩张的同时,其他经济部门仍处于衰退的状态。1957年,亚洲流感暴发,全球贸易明显收缩。苏伊士运河危机引起供给端冲击,通胀率上升。经济各部门触底的顺序为出口→政府支出→私人投资→消费。外需回落出口先受冲击,消费领域同样具有韧性,但私人投资明显下滑,失业率上升,经济陷入浅衰退。

图表9: 1960年美国的经济呈现滚动式流动下滑



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

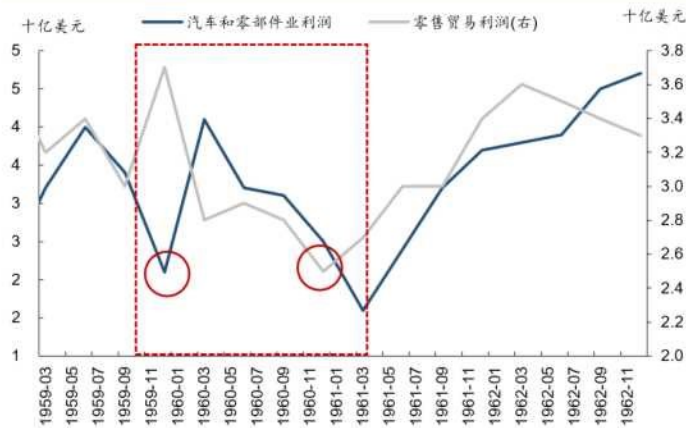
图表10: 美国 1957 至 1960 年代表退前后历时约 5 年



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

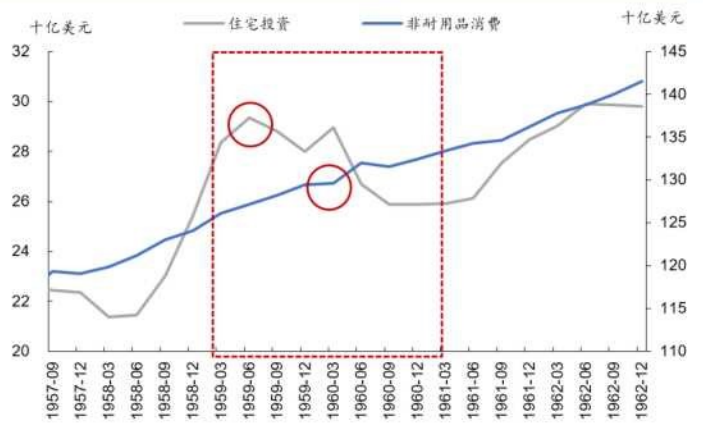
由于存在多方诱因, 不同行业轮动式调整下滑, 汽车、地产先行首先受到打击, 也首先出现修复。在 1957 年后全球贸易放缓的背景下, 美国贸易逆差扩大, 美国制造业面临的海外竞争加剧。汽车行业影响最明显, 行业利润 1959 年首先开始下滑。消费者开始购买更便宜的外国汽车, 美国汽车制造商不得不削减库存。此外, 美联储为应对通胀开始快速加息, 优惠贷款利率由 1958 年的 3.5% 升至 1959 年的 5%, 导致住宅投资大幅下降。但另一方面, 零售、耐用品及非耐用消费等领域受冲击时间则更加滞后。

图表11: 1960 年滚动衰退中, 汽车业先受影响



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

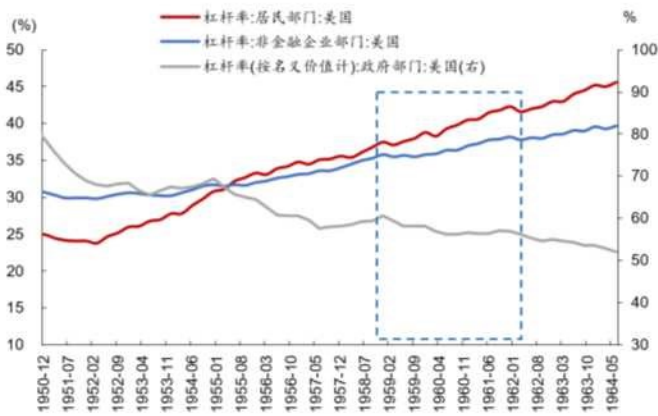
图表12: 1960 年滚动衰退中, 地产较早受冲击



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

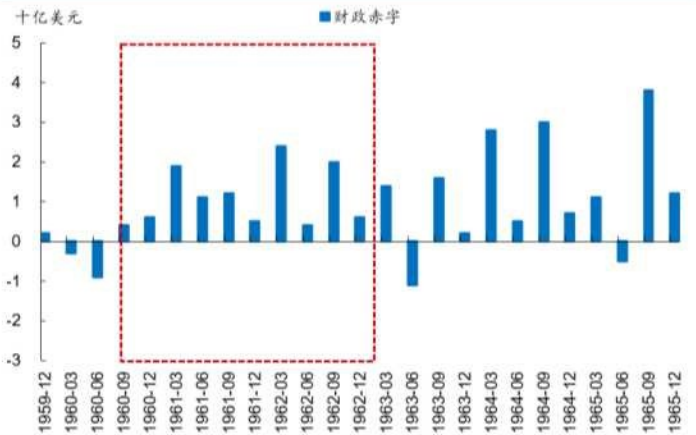
肯尼迪政府通过财政手段走出衰退, 包括扩大基建投资, 税制改革, 鼓励私人投资等, 但二战后近十余年稳定、繁荣的黄金时代自此宣告终结。1960 年总统选举中, 肯尼迪战胜尼克松。就任后, 肯尼迪与拜登政府类似, 同样采取了大规模的财政刺激政策, 包括扩大基础设施投资和国防投资, 启动公共工程计划, 跨州高速公路的扩建。1961 年, 国防开支同比增长 10.9%。其次, 肯尼迪政府同样进行了税制改革, 减税以鼓励消费者支出和投资, 1962 年《税收法》颁布, 引入了投资税收抵免。由于彼时居民和企业部门加杠杆意愿较强, 因此美国经济较快的走出了衰退, 但减税形成财政收入减少, 支出增加, 美国财政赤字此后逐步扩大, 在 60 年代末大幅扩张, 为后续的通胀抬升埋下隐患。

图表13: 1960年代美国居民和企业加杠杆意愿较高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表14: 肯尼迪政府扩大了财政力度以应对经济下滑



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 以史为鉴, 美国经济后续的路径? 迎接滚动扩张

当前, 美国滚动衰退后可能迎来阶段性的滚动式扩张, 制造业、半导体等领域可能先行修复。从美国分行业产出表现上来看, 半导体、计算机、国防、住宅等行业可能率先回暖。经过两年多的调整, 美国制造业 PMI 已处于历史经验低位, 制造业 PMI 新订单二季度以来呈现触底回暖迹象。制造业长期去库使得 PMI 销售库存比一季度以来触底回升。半导体领域一方面受益于《芯片法案》的产业政策刺激, 另一方面则受益于生产的回暖。

图表15: 制造业新订单触底回升



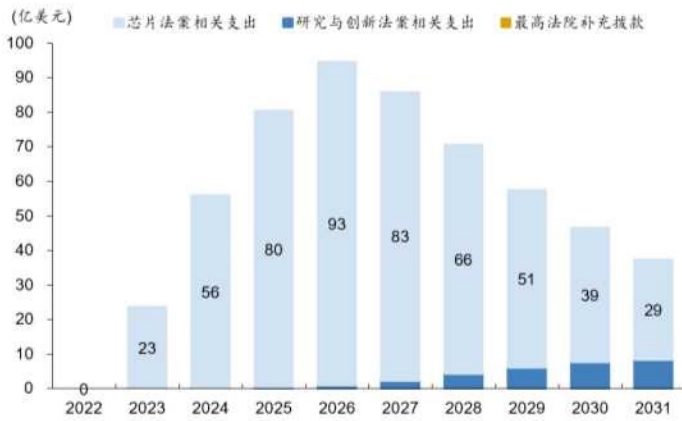
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表16: PMI 销售库存比触底回升



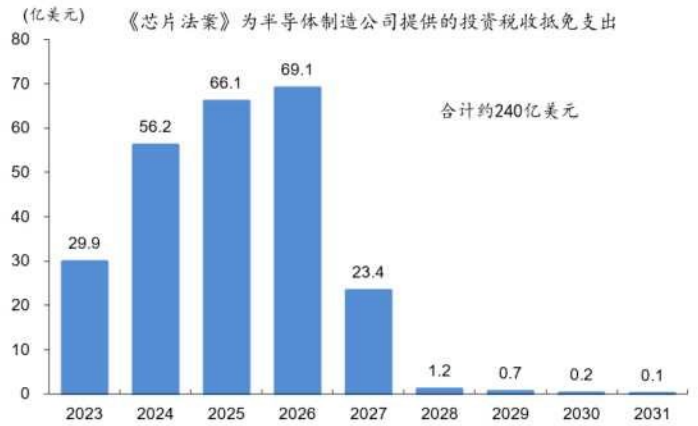
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表17: 《芯片法案》支出规模明后年仍可能上涨



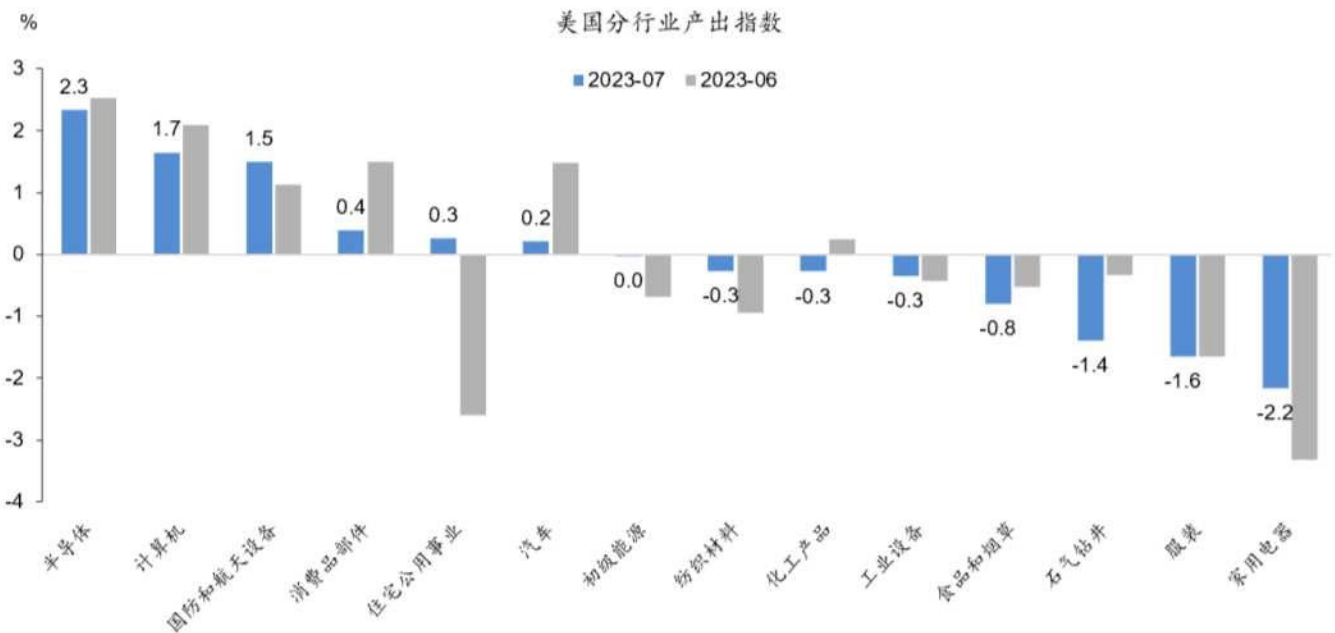
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表18: 《芯片法案》投资税收抵免支出仍将上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

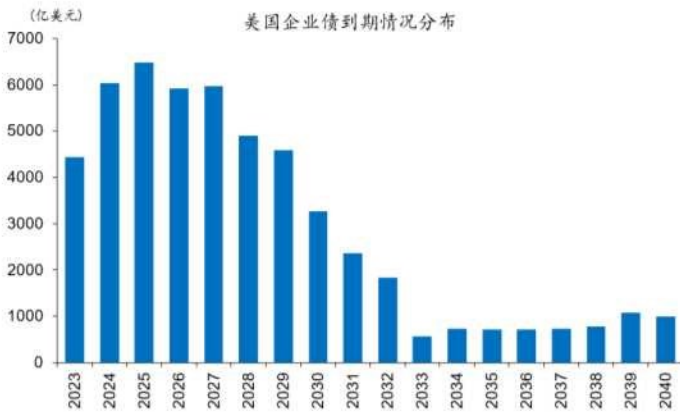
图表19: 美国分行业产出指数, 半导体、计算机等行业回暖迹象较明显



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

但美国各部门债务仍然存在较大的压力,滚动修复能否转换为全面修复仍需观察。疫情后,美国居民、企业、政府部门杠杆率均明显扩大。居民部门住房抵押贷款平均期限约为5年,企业债到期高峰期2024和2025年,政府部门中长期国债到期规模高峰期2024年。当前,美国30年房贷利率已上升至7%以上,10年期国债利率高达4.2%。债务的到期置换将使得各个部门及行业均面临高利率压力。

图表20: 美国企业债到期高峰为 2024 及 2025 年



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

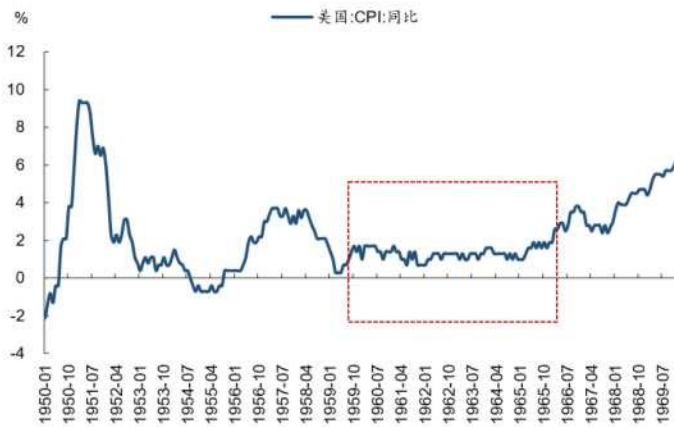
图表21: 美国中长期国债到期高峰为 2024 年



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

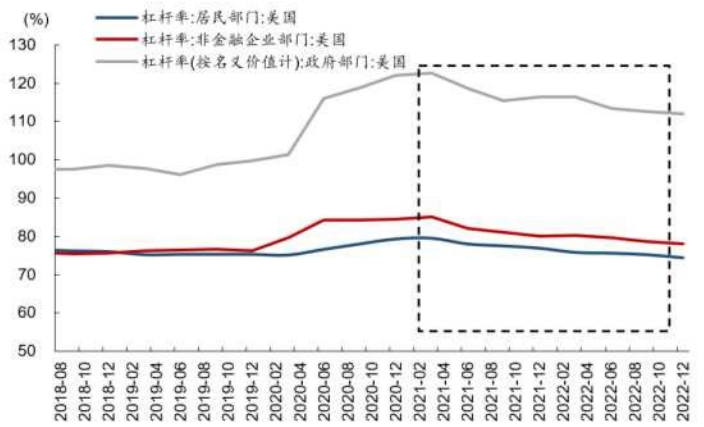
与 60 年代相比, 当前财政扩张面临的约束及风险与以往已不再相同, 使得财政扩张可能面临更多的后遗症、更低的持续性。一方面, 1960 年代, 美国通胀率更低, 整个 60 年代前半叶, 美国 CPI 同比增速几乎均低于 2%, 供需矛盾远不及今天这样尖锐。另一方面, 当前企业和居民的加杠杆意愿已在降低, 居民杠杆率由 2020 年的 79% 降至去年底的 74%, 企业杠杆率由 85% 降至 78%。

图表22: 60 年代美国通胀率更低



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表23: 美国居民及企业已处于去杠杆阶段



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

(1) 疫情冲击以来, 美国经济“冰火两场天”的状态持续至今, 不同部门的周期明显错位。历史上, 不同经济环节同步性较高, 衰退阶段几乎所有部门同步经历经济下滑, 但疫情以来, 美国经济各部门割裂性放大, 消费与投资于 2020 年二季度先触底, 净出口 2022 年上半年触底, 政府支出 2022 年下半年触底回升。美国正经历一轮“滚动衰退”。

(2) “滚动衰退”并非首次出现。1960 年, 美国经历了一轮滚动调整衰退 (Rolling Adjustment Recession), 简称滚动衰退, 指某些经济部门扩张的同时, 其他经济部门仍处于衰退的状态。1960 年衰退幅度较浅, 但持续时间长——先经历 1957 亚洲流感及全球经济放缓, 再遭受 1960 经济滚动下滑, 出口、投资与消费依次收缩。

(3) 1960 年“滚动衰退”的终局是“滚动复苏”。汽车和地产最先经历衰退, 也领先出现修复。大背景上, 在全球贸易放缓的背景下, 美国贸易逆差扩大, 制造业面临的海外竞争加剧, 汽车行业影响最明显。肯尼迪政府通过财政手段走出衰退, 包括扩大基建投资, 税制改革, 鼓励私人投资等, 但二战后近十余年稳定、繁荣的黄金时代自此宣告终结。

(4) 这次可能也一样，美国经济经历滚动衰退后，可能迎来滚动复苏。从美国分行业产出表现上来看，半导体、计算机、国防、住宅等行业可能率先回暖。制造业 PMI 新订单二季度以来呈现回暖迹象，PMI 销售库存比一季度以来触底回升。半导体行业一方面受益于《芯片法案》的产业政策刺激，另一方面则受益于生产端的回升。

(5) 当前美国财政扩张面临的约束及风险与过往已不再相同，财政刺激可能面临更多的后遗症、更低的持续性。一方面，1960 年代，美国通胀率更低，整个 60 年代前半叶，美国 CPI 同比增速均低于 2%，供需矛盾远不及今天这样尖锐。另一方面，当前企业和居民的加杠杆意愿已在降低。滚动修复能否转换为全面修复仍需观察。

(6) 高利率背景下的信用收缩和潜在金融风险的暴露仍可能中断“滚动复苏”的进程。商业银行信用仍处于收缩区间，信贷呈现出“供求双弱”的状况。企业债到期高峰期 2024 和 2025 年。30 年房贷利率升至 7% 以上，10 年期国债利率高达 4.2%。债务的到期置换将使得各个部门及行业均面临高利率压力。

二、海外基本面&重要事件

(一) 货币与财政：OIS 隐含利率抬升

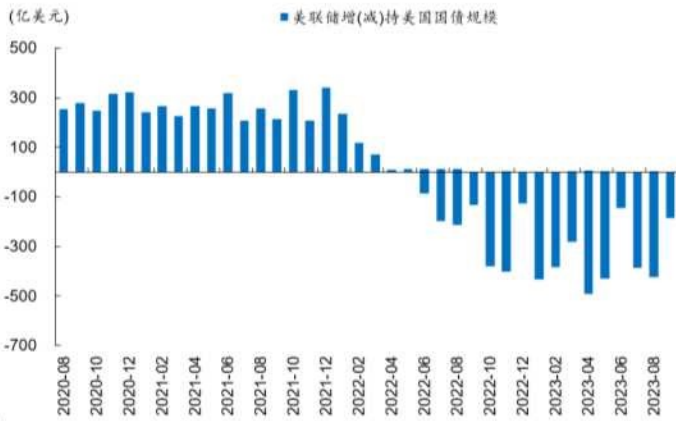
OIS 隐含利率抬升。9 月 6 日当周，美联储资产端，总资产规模下降，美联储 BTFP 工具使用量持平上周，为 1079 亿。负债端，逆回购规模下降，准备金上升，TGA 存款减少 190 亿美元。货币市场基金规模上升 420 亿美元。8 月 30 日当周，美国商业银行存款上升 390 亿，小型银行存款上升 130 亿美元。商业银行消费贷款上升，住房贷款上升 100 亿，工商业贷款上升 30 亿。截至 9 月 9 日，CME FEDWATCH 显示美联储 11 月加息概率升至 44%，美国 8 月服务业 PMI、地产开动等经济数据超市场预期，OIS 隐含利率抬升。

图表24：美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪				09-06	08-30	08-23	08-16	08-09	08-02	07-26
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↓ -20	8101.3	8121.3	8139.1	8145.7	8208.2	8206.8	8243.3
	其他贷款	十亿美元	↓ -1	249.3	250.6	252.6	257.0	260.4	262.1	266.4
	一级信贷	十亿美元	↓ -1	2.1	2.9	2.2	2.0	1.9	1.9	2.2
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 0	107.9	107.5	107.4	107.2	106.9	105.7	105.1
	其他信贷工具	十亿美元	↓ -1	133.8	134.4	137.2	141.6	145.4	148.1	152.5
	逆回购	十亿美元	↓ -98	1899.9	1998.3	2112.5	2096.7	2096.5	2072.4	2067.0
	准备金	十亿美元	↑ 94	3290.5	3196.5	3177.4	3229.0	3228.6	3217.4	3166.8
	TGA	十亿美元	↓ -19	481.6	500.7	416.0	384.8	432.3	460.9	549.9
	商业银行									
	现金	十亿美元	↑ 63		3326.2	3263.3	3309.2	3316.0	3291.4	3246.3
	消费贷	十亿美元	↑ 17		1909.3	1891.9	1887.2	1887.5	1887.9	1889.1
	住房贷款	十亿美元	↑ 10		2556.3	2546.4	2544.7	2544.1	2541.4	2526.7
	商业地产贷款	十亿美元	↓ -3		2938.9	2941.6	2938.2	2936.4	2934.3	2923.6
工商业贷款	十亿美元	↑ 3		2739.5	2736.9	2744.9	2738.3	2753.3	2751.0	
存款	十亿美元	↑ 39		17282.1	17243.5	17306.7	17314.9	17326.3	17204.1	
大银行存款	十亿美元	↑ 28		10746.9	10719.0	10769.8	10755.8	10790.0	10708.8	
小银行存款	十亿美元	↑ 13			5255.9	5242.8	5259.4	5258.3	5255.9	
货币市场基金	十亿美元	↑ 42		5624.9	5583.1	5568.7	5569.8	5530.1	5515.8	
5486.8										
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	0.1	0.2	0.1	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	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
票据利差	%	↑ 0.1	0.1	0.0	0.0	0.5	-0.1	0.1	0.0	
离岸市场										
欧元兑美元互换基差	%	↑ 0.4	-11.8	-12.1	-11.3	-10.6	-12.9	-10.9	-11.0	
日元兑美元互换基差	%	↑ 1.0	-33.9	-34.9	-32.6	-28.9	-31.3	-26.4	-28.0	

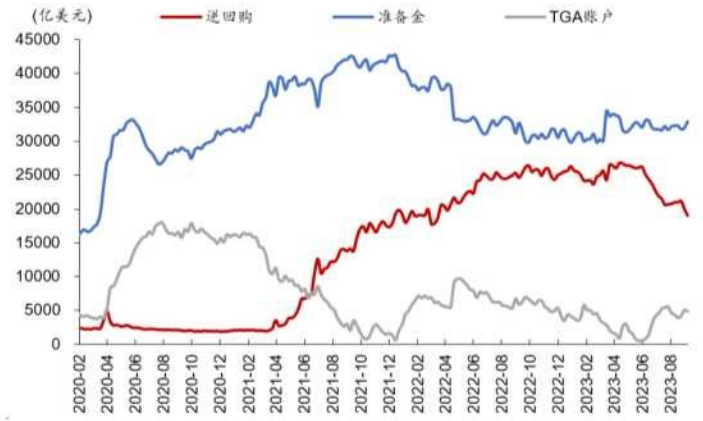
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表25: 美联储8月缩表规模上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表26: 美联储逆回购规模下降



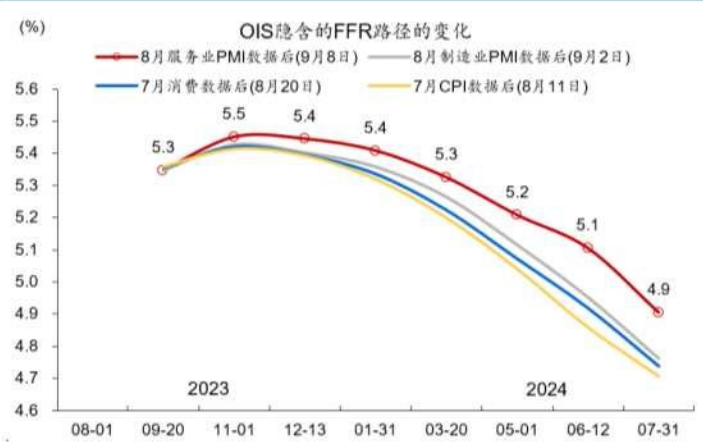
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表27: 截至9月9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	3	3	3	2	1	0	0	0
550-575	0	0	8	44	42	36	24	8	7	2	1
525-550	23	90	92	53	53	51	45	30	26	11	4
500-525	77	10	0	0	2	10	25	40	38	28	15
475-500	0	0	0	0	0	0	4	19	23	35	30
450-475	0	0	0	0	0	0	0	3	6	20	31
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	1	5	16
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	4
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	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28: 8月服务业PMI公布后, OIS隐含利率继续抬升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 生产与就业: 美国服务业PMI表现超市场预期

美国服务业PMI表现超市场预期。8月美国ISM服务业PMI升至54.5, 前值52.7, 预期值52.5, 连续第八个月处于荣枯线上方。9月2日当周美国初请失业金人数22万人, 前值23万人, 续请失业人数168万人, 前值172万人。8月28日当周新增职位数量67万, 前值189万; 活跃职位数量2078万, 前值2410万。

图表29: 美欧 8 月服务业 PMI 回升

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
美国: ISM非制造业PMI	↑ 1.8	54.5	52.7	53.9	50.3	51.9	51.2	55.1	55.2	49.2	55.5	54.5	55.9	56.1
商业活动	↑ 0.2	57.3	57.1	59.2	51.5	52.0	55.4	56.3	60.4	53.5	61.6	55.6	59.1	59.3
新订单	↑ 2.5	57.5	55.0	55.5	52.9	56.1	52.2	62.6	60.4	45.2	55.8	56.8	60.6	60.4
订单库存	↓ -10.3	41.8	52.1	43.9	40.9	49.7	48.5	52.8	52.9	51.5	51.8	52.2	52.5	53.9
供应商交付	↑ 0.4	48.5	48.1	47.6	47.7	48.6	45.8	47.6	50.0	48.5	53.8	56.2	53.9	54.5
新出口订单	↑ 1.0	62.1	61.1	61.5	59.0	60.9	43.7	61.7	59.0	47.7	38.4	47.7	65.1	61.9
进口	↓ 0.0	52.3	52.3	54.6	50.0	51.3	43.6	52.6	53.0	52.7	59.5	50.4	51.3	48.2
库存变化	↑ 7.3	57.7	50.4	55.9	58.3	47.2	52.8	50.6	49.2	45.1	47.9	47.2	44.1	46.2
库存景气	↑ 4.9	61.5	56.6	54.0	61.0	48.9	57.9	55.3	55.8	55.9	44.2	46.4	47.2	47.1
物价	↑ 2.1	58.9	56.8	54.1	56.2	59.6	59.5	65.6	67.8	68.1	70.1	70.9	68.7	72.3
就业	↑ 4.0	54.7	50.7	53.1	49.2	50.8	51.3	54.0	50.0	49.4	50.6	49.2	53.0	50.2

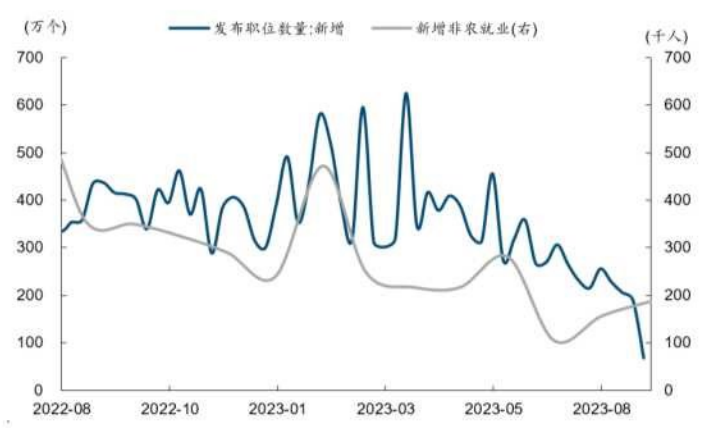
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表30: 美国 9 月 2 日当周初请失业 22 万人



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: 美国 8 月 28 日当周新增职位数量下降

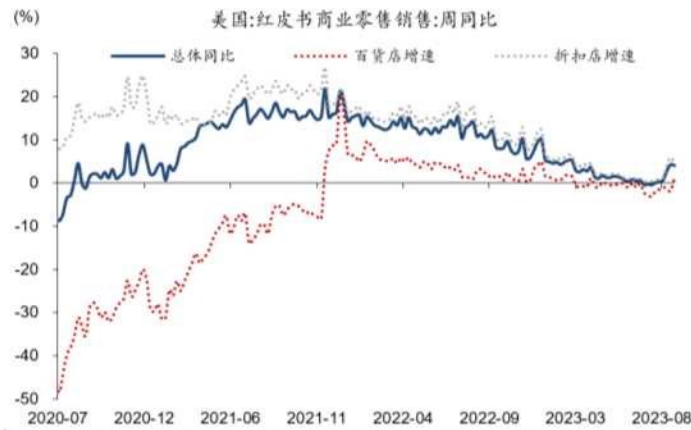


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 消费与出行: 美国红皮书消费增速回落

美国红皮书消费增速回落。9月2日当周, 美国红皮书零售增速 4.1%, 前值 4.3%。其中百货店增速 1.1%, 前值-1.9%, 折扣店增速 5%, 前值 5.9%。德国外出用餐人数 9月7日当周同比 1.6%, 美国-5%, 英国-3%, 纽约拥堵指数下降。

图表32: 美国红皮书零售同比 4.1%，前值 4.3%



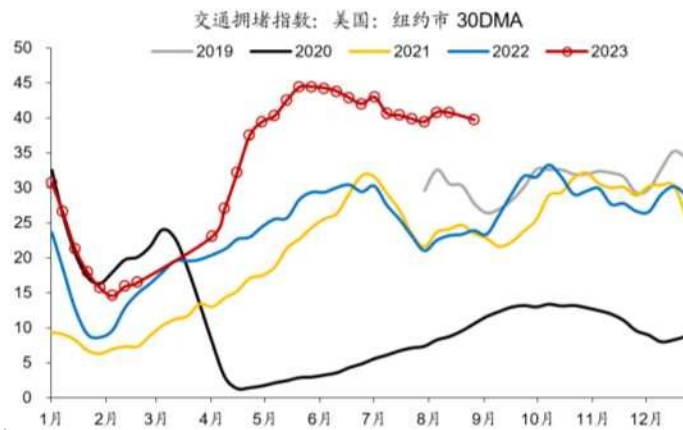
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表33: 美国红皮书零售增速弱于季节性



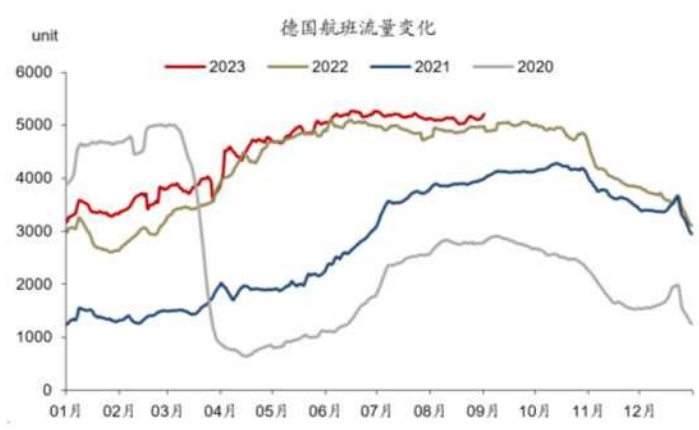
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表34: 美国纽约交通拥堵情况回落



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 8 月外出用餐人数同比回落



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

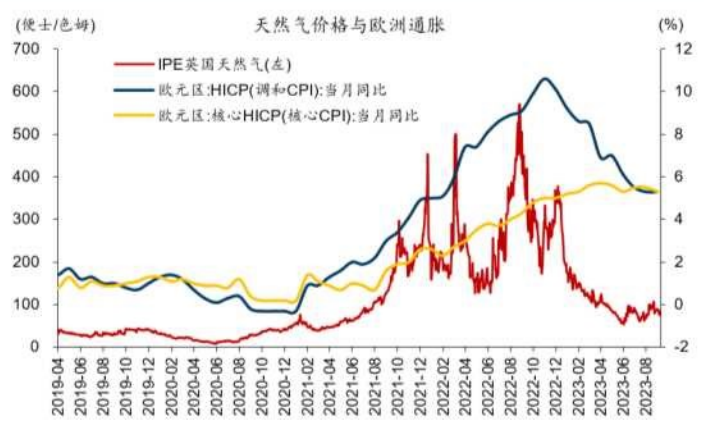
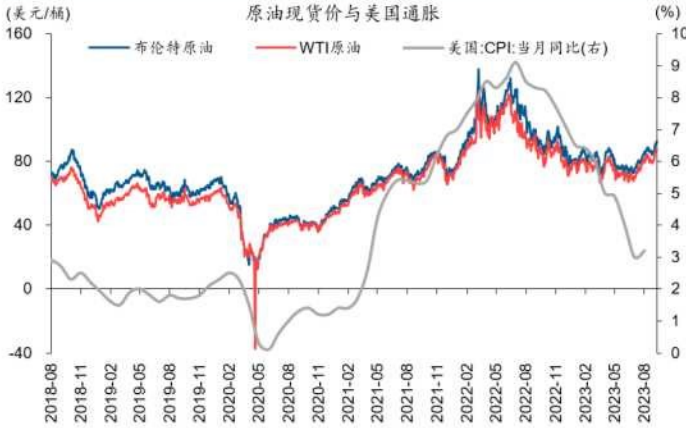
(四) 通胀与能源: OPEC 减产, 原油价格反弹

OPEC 减产, 原油价格反弹。沙特和俄罗斯 9 月 5 日分别宣布延长原油减产期限。沙特将自愿减产 100 万桶/日的期限再延长 3 个月至今年 12 月, 四季度沙特的原油产量将约为 900 万桶/日。俄罗斯宣布将 30 万桶/日的自愿减产期限再延长 3 个月至 12 月。截至 9 月

8日，布油录得92.5美元每桶，上周90美元；WTI原油录得88美元，上周86美元；英国天然气录得86便士/色姆，上周90便士。NYMEX天然气2.6美元/百万英热单位，上周2.8美元。

图表38: 本周，布油价格92美元，WTI价格88美元

图表39: 本周，IPE英国天然气86便士

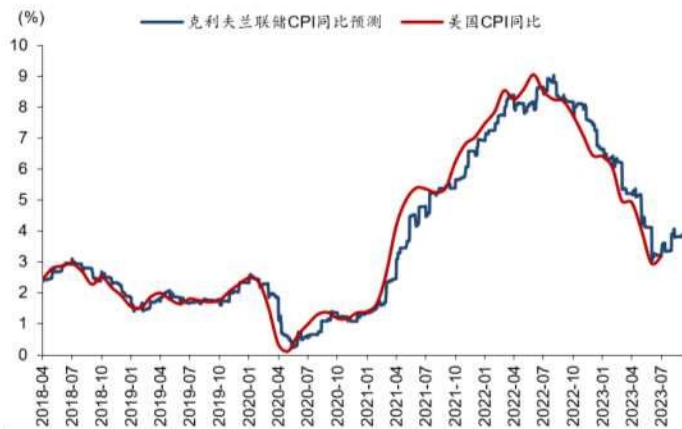


来源: WIND、国金证券研究所

来源: WIND、国金证券研究所

图表40: 美国8月CPI同比预测值可能反弹至3.8%

图表41: 美国8月核心CPI同比预测值继续放缓



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: 抵押贷款利率回落

截至9月7日，美国30年期抵押贷款利率为7.1%，较6月底的6.7%上升40BP，较上周回落6BP。15年期抵押贷款利率为6.5%，较6月底的6.1%上升40BP。截至9月2日，美国REALTOR二手房挂牌价增速有所反弹。

图表42: 美国 30 年期抵押贷款利率略回落至 7.12%



来源: WIND、国金证券研究所

图表43: 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：北京市东城区建国内大街 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