

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

美债期限溢价的上行压力有大多？

在软着陆预期持续增强和油价持续攀升的背景下，长端美债利率持续上行，加剧了风险资产价格的波动。在美联储最后一次加息“靴子”落地前，美债利率还会持续创新高吗？在联邦基金利率进入“higher”区间后，美债利率会呈现何种形态：趋势下行、高位震荡还是趋势上行？在美联储开启降息之后，长端美债利率的中枢是更高还是更低？

热点思考：美债期限溢价的上行压力有大多？

截止到9月22日，1年期、10年期和30年期美债利率分别为5.5%、4.4%和4.5%，均接近美联储本轮加息周期的高点，也分别为2001年1月、2007年11月和2011年4月以来的高点。如果“期限利差倒挂指示经济衰退”的经验法则失效了，那么期限利差将以何种方式回归常态：再通胀压力引发长端利率上行，还是等到美联储降息？

长端美债利率可拆解为两个部分：未来名义短端利率的期望和期限溢价。所谓期限溢价，是对投资者持有长期债券的风险的补偿。一般而言，期限溢价为正，但当持有长期债券“利大于弊”时，投资者也可能接受一个负的期限溢价。截至目前，期限溢价（term premium）目前仍是长端美债利率的拖累项（-52bp）。

期限溢价与风险偏好有关，经济周期、通货膨胀及美联储政策的不确定性都是关键因素。期限溢价具有明显的逆周期性：在经济衰退区间明显上行，扩张区间趋于下行，与失业率具有明显的正相关性。期限溢价与投资者对未来经济运行的预期的分歧（如货币政策不确定性）正相关，如2013年“缩减恐慌”期间，期限溢价（与MOVE指数）明显上行。美债期限溢价还与国债的供求关系有关。2008年大危机之后，以美联储为代表的西方央行大幅扩表，使得全球流动性“过剩”，“制造”了安全资产的短缺。2015年初以来，10年美债期限溢价进入负值区间，则与欧央行、日央行扩表有直接关系。此外，以“巴塞尔III”为代表的金融强监管及金融机构内部风控的加强都增加了安全资产的需求。我们认为，在中期内，美债期限溢价趋于转正，成为长端美债利率的拉动项。风险溢价方面，通胀中枢的上行或波动率的提升在一定程度上已经成为市场共识，大概率增加经济和货币政策的不确定性（相比2008年以后长期零利率而言）。投资者要求的风险溢价也会相应提高。

美债的供求关系也出现了系统性转变：供给方面，联邦政府赤字率的中枢或明显抬升；需求方面，在重回零利率之前，央行或难成为美债的边际购买者；在期限利差倒挂、收益率转负和股债相关性由负转正的背景下，银行、养老金等机构投资者配置长端美债的需求趋于下行；逆全球化伴随着“去美元化”，海外配置美债的需求或也将趋于下行。

海外事件&数据：美联储9月暂停加息，日本整体CPI增速下降，核心CPI维持高位

美联储9月暂停加息，年内或仍有一次加息。FOMC 9月例会再次决定“按兵不动”，维持FFR目标区间为525-550bp，符合市场预期。截至9月20日，CME FEDWATCH显示美联储11月加息概率略升至28%。9月议息会议公布后，期货市场隐含利率抬升。截至9月24日，美联储9月缩表规模为460亿，低于8月的740亿。

日本整体CPI增速下降，核心CPI维持高位。日本8月整体CPI同比涨3.2%，较7月的3.3%略有回落。剔除生鲜食品后的核心CPI上涨3.1%，与7月持平，连续第17个月高于2%的通胀目标。剔除能源和生鲜食品后的超级核心CPI同比上涨4.3%，涨幅与7月份持平。日本8月商品通胀同比4.2%，前值4.5%；服务通胀同比2%，前值2%。

美国8月地产开工及销售下滑。美国8月新屋开工折年128万套，前值145万套；美国8月成屋销售下降至404万套，前值407万套。9月16日当周美国初请失业金人数20万人，前值22万人。9月16日当周，美国红皮书零售增速下降，当周3.6%，前值4.6%。其中百货店增速0.7%，前值1.5%，折扣店增速4.5%，前值5.5%。

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：美债期限溢价的上行压力有多大？	4
（一）长端美债利率的形成及其结构：“期限溢价”仍是长端美债利率的拖累项	4
（二）美债“期限溢价”的波动及归因：风险偏好与供求关系是两大决定因素	6
（三）美债“期限溢价”的上行压力有多大？美债供求视角	8
二、海外基本面&重要事件	10
（一）货币与财政：美联储维持利率不变，年内或仍有一次加息	10
（二）生产与就业：美国初请失业金人数下降	12
（三）消费与出行：美国红皮书零售消费增速回落	12
（四）通胀与能源：日本整体 CPI 增速下降，核心 CPI 维持高位	13
（五）地产与信贷：美国 8 月地产开工及新屋销售下滑	14
风险提示	15

图表目录

图表 1： 美联储加息周期与美债利率	4
图表 2： 期限利差与经济周期	4
图表 3： 美联储加息周期与美债利率	4
图表 4： 期限利差与经济周期	4
图表 5： 10 年美债利率的结构	5
图表 6： 长端利率的结构	5
图表 7： 10 年美债利率=10 年实际利率+通胀预期	5
图表 8： 名义利率的拆解	5
图表 9： 10 年美债利率的结构	6
图表 10： 期限溢价是 10 年美债利率的拖累项	6
图表 11： 期限溢价与期限利差的比较	6
图表 12： 期限溢价与失业率	7
图表 13： 期限溢价与通货膨胀	7
图表 14： 期限溢价与 MOVE 指数	7
图表 15： 期限溢价与货币政策不确定性	7
图表 16： 西方央行总资产（10 亿美元）	8
图表 17： 西方央行总资产（%， GDP）	8
图表 18： 联邦政府债务和杠杆	8
图表 19： 联邦政府付息压力正在上行	8

图表 20: 疫情期间新增美债以中期(1-10年)为主	9
图表 21: 2023-2025 年为债务到期高峰期	9
图表 22: CBO 对美国财政赤字率的预测	9
图表 23: 美国财政赤字率或难回到疫情前低位	9
图表 24: 可供出售美债的持有人结构(2023Q1)	10
图表 25: 美联储和国外投资者持有美债份额	10
图表 26: 美国商业银行持续减持国债和机构债	10
图表 27: 商业银行参与国债拍卖的意愿不高	10
图表 28: 美国流动性量价跟踪	11
图表 29: 截至 9 月 24 日, 美联储 9 月缩表规模 460 亿	11
图表 30: 美联储逆回购规模下降	11
图表 31: 截至 9 月 21 日, 美联储加息概率	12
图表 32: 9 月议息会议后, 明年 OIS 隐含利率抬升	12
图表 33: 美国 9 月 16 日当周初请失业 20 万人	12
图表 34: 美国 9 月 11 日当周新增职位数量下降	12
图表 35: 美国红皮书零售同比 4.6%, 前值 4.1%	13
图表 36: 美国红皮书零售增速弱于季节性	13
图表 37: 美国纽约交通拥堵情况回落	13
图表 38: 德国航班飞行次数高于 2022 年	13
图表 39: 德国 8 月外出用餐人数同比回落	13
图表 40: 美国 TSA 安检人数小幅回落	13
图表 41: 日本 8 月 CPI 增速下降	14
图表 42: 日本商品通胀增速回落	14
图表 43: 本周, 布油价格 94 美元, WTI 价格 90 美元	14
图表 44: 本周, IPE 英国天然气 104 便士	14
图表 45: 美国 8 月成屋销售回落	15
图表 46: 美国 8 月新屋开工下滑	15
图表 47: 美国 30 年期抵押贷款利率略升至 7.2%	15
图表 48: 美国二手房挂牌价增速有所反弹	15

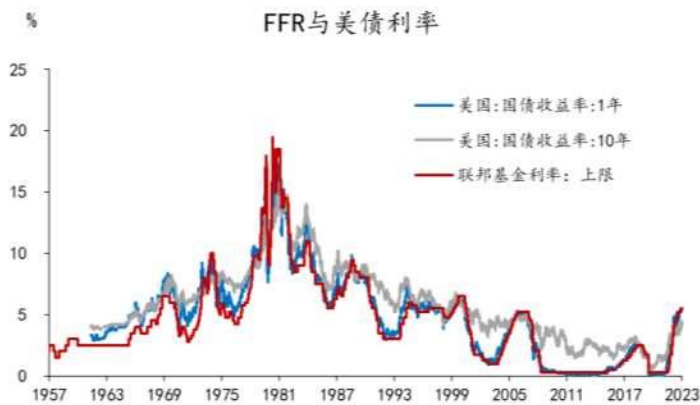
在软着陆预期持续增强和油价持续攀升的背景下，长端美债利率持续上行，压制全球风险资产价格。在美联储最后一次加息“靴子”落地前，长端美债利率还会持续创新高吗？在联邦基金利率进入“higher”区间后，长端美债利率会呈现何种形态：趋势下行、高位震荡还是趋势上行？在美联储开启降息之后，长端美债利率的中枢是更高还是更低？长期而言，美国经济是否真的从疫情前的“三低”（低增长、低通胀和低利率）状态转变为“三高”（高增长、高通胀和高利率）状态？

一、热点思考：美债期限溢价的上行压力有多大？

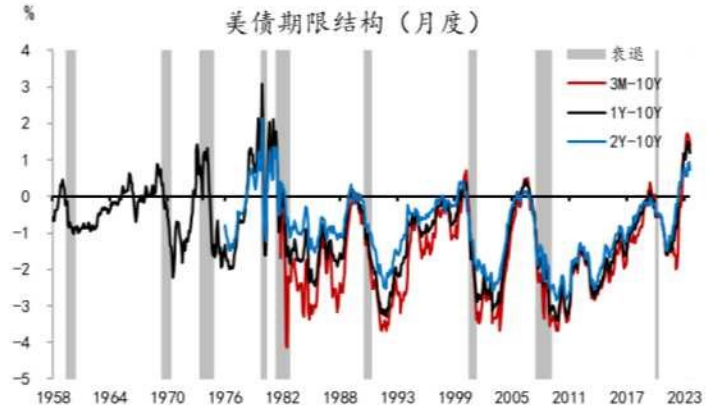
（一）长端美债利率的形成及其结构：“期限溢价”仍是长端美债利率的拖累项

截止到9月22日，1年期、10年期和30年期美债利率分别为5.5%、4.4%和4.5%，均接近美联储本轮加息周期的高点，也分别为2001年1月、2007年11月和2011年4月以来的高点。期限利差（10y-3m、10y-1y、10y-2y）均为上世纪80年代初以来的高点。如果说这一次“期限利差倒挂指示经济衰退”的经验法则失效了，那么期限利差将以何种方式回归常态：再通胀（reflation）压力引发长端利率上行，还是等到美联储降息？

图表1：美联储加息周期与美债利率



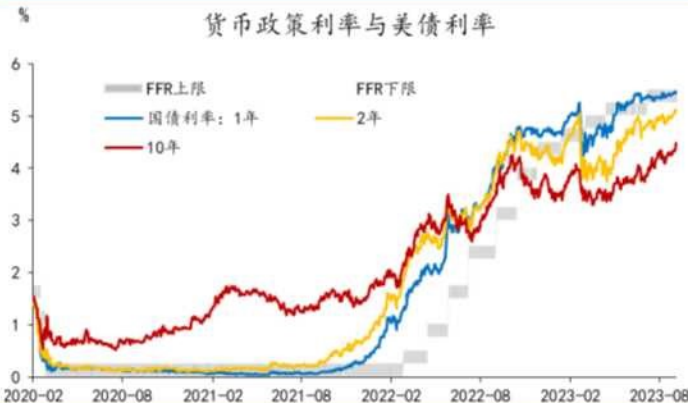
图表2：期限利差与经济周期



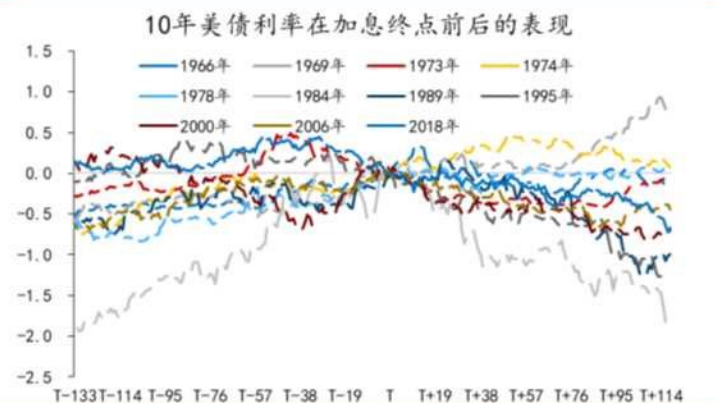
来源：美联储、wind、国金证券研究所；说明：利率走廊机制建立之前 FFR 上限根据银行优惠贷款利率推导而得。

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，这一次 10 年美债利率的（前）高点出现的“太早了”，目前仍然“太低了”。一方面，在 8 月中旬 10 年美债利率创新高之前，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 11 月）作为加息的终点，两者的时间间隔长达 9 个月（或 13 个月），远远超出了绝大多数领先场景中的 1-2 个月。8 月中旬以来，这一“反常”现象得到了纠正——如果没出现 SVB 破产事件，或许二季度就已经得到纠正了。但另一方面，4.5% 的 10 年美债利率依然显得“太低了”，10y-1y 利差一度超过了 150bp，超过了“第一次石油危机”时期，仅次于“第二次石油危机”时期，但这一次通胀水平远低于上世纪 70 年代。

图表3：美联储加息周期与美债利率



图表4：期限利差与经济周期

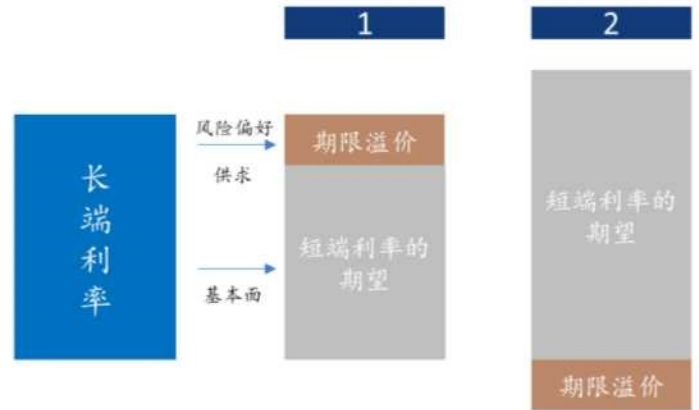
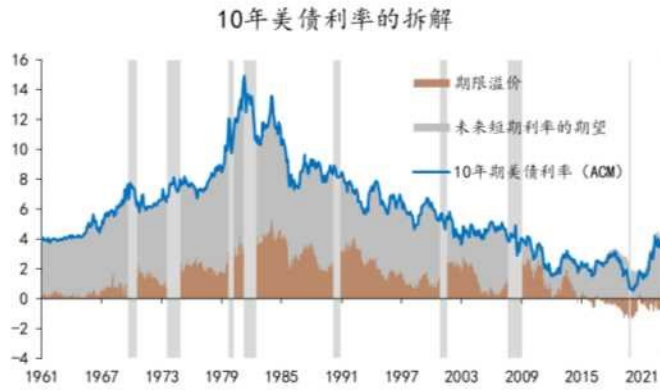


来源：美联储、wind、国金证券研究所

理论上,可将10年美债利率拆解为未来短端利率的期望和期限溢价(term premium)。所谓期限溢价,是对投资者持有长期债券的风险的补偿。一般而言,期限溢价为正,但当持有长期债券“利大于弊”时,投资者也可能接受一个负的期限溢价。实践中常见的另一种拆解方式是:名义利率等于实际利率和通胀预期。以2022年3月美联储加息为界限,此前(名义)10年美债利率上行的主要贡献是通胀预期,此后主要是实际利率。所以,也可以将10年美债利率拆解为:通胀预期、对未来实际短端利率的期望和期限溢价。

图表5: 10年美债利率的结构

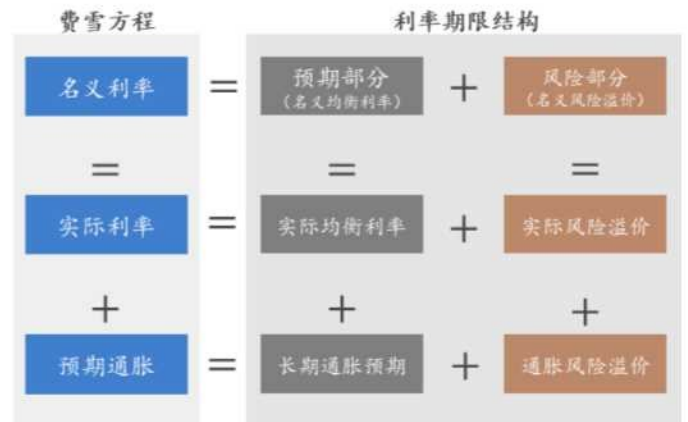
图表6: 长端利率的结构



来源: 美联储、wind、国金证券研究所

图表7: 10年美债利率=10年实际利率+通胀预期

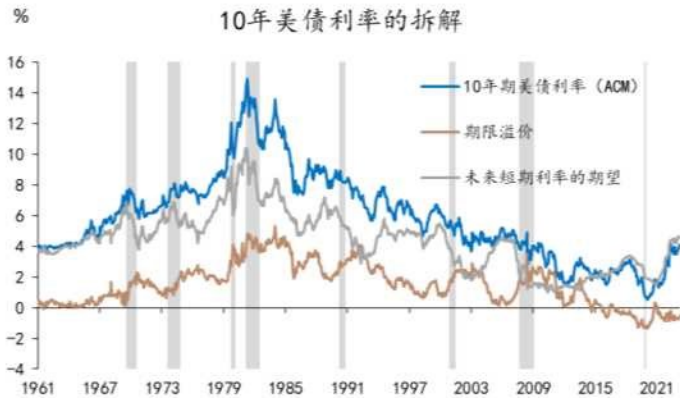
图表8: 名义利率的拆解



来源: 美联储、wind、国金证券研究所

对短端利率的期望是长端利率的主要贡献项,两者的波动较为一致(2008年大危机之后有过一段时间的背离)。期限溢价是当前长端美债利率的拖累项。1961年至今,10年美债期限溢价整体呈现出“倒V”形态,上世纪60年代前半期的中枢接近于0,而后从60年代下半页开始上行,并在80年代中期达到峰值而后下行,并从2016年初开始持续运行于负值区间(2021年3-6月暂时转正)。截止到2023年8月,10年期限溢价为-52bp,相比疫情期间的低点(-130bp)上行近80bp,相比加息区间的低点(-87bp,2022年7月)上行35bp。关键问题是:期限溢价是否会转正?

图表9：10年美债利率的结构



图表10：期限溢价是10年美债利率的拖累项



来源：美联储、wind、国金证券研究所

（二）美债“期限溢价”的波动及归因：风险偏好与供求关系是两大决定因素

期限溢价不可观测，需要借用模型进行估计。它与期限利差（term spread）相关，但不完全等价——前者等于长端利率减去短端利率在未来一段时间的加权（时间加权），后者等于长端利率减去短端利率。两者显著正相关，在经济衰退区间趋于上行，扩张区间趋于下行，但大小关系具有时变特征。例如 20 世纪期限溢价绝大多数时间都大于期限利差，本世纪则为负，2022 年 12 月以来再次转正。

图表11：期限溢价与期限利差的比较



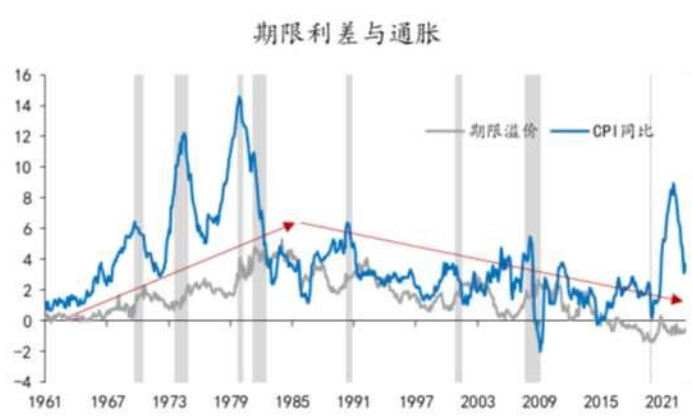
来源：美联储、Wind、国金证券研究所

期限溢价主要取决于风险偏好和特定期限债券的供求关系。风险溢价方面，经济周期、通货膨胀及美联储政策的不确定性都是关键因素。期限溢价具有明显的逆周期性：在经济衰退区间明显上行，扩张区间趋于下行，与失业率具有明显的正相关性。期限溢价与通货膨胀的长期趋势类似，80 年代以来期限溢价的下行与“大缓和”时代的背景有关。

图表12: 期限溢价与失业率



图表13: 期限溢价与通货膨胀



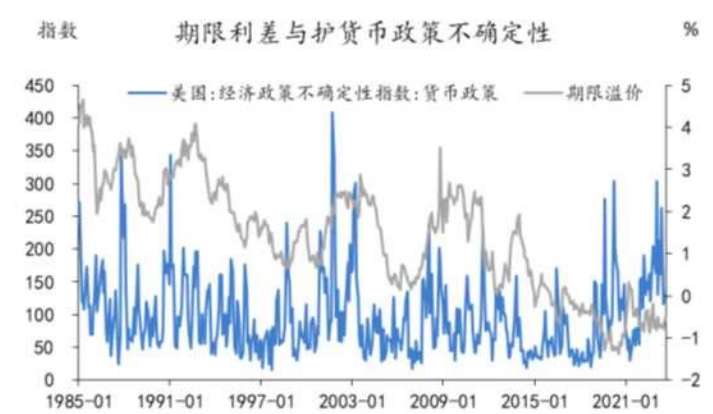
来源: 美联储、wind、国金证券研究所

风险来源于不确定性, 风险溢价与不确定性高度相关。经验上, 期限溢价与投资者对未来经济运行的预期的分歧正相关。美林期权波动率指数 (MOVE) 是美林 (Merrill Lynch) 设计的、基于市场的方法估计的未来利率走势的不确定性。MOVE 值越高, 表明交易者愿意支付更多的溢价来防范利率的意外变动。期限溢价和 MOVE 指数正相关, 这与不确定性和风险增加会提高期限溢价的观点一致。例如, 2013 年“缩减恐慌” (taper tantrum) 期间, 期限溢价和 MOVE 指数在显著增加, 且幅度类似。但本次加息期间, 期限溢价上行幅度显著小于 MOVE 指数。

图表14: 期限溢价与 MOVE 指数



图表15: 期限溢价与货币政策不确定性



来源: 美联储、wind、国金证券研究所

如同一般商品, 国债的价格 (即利率) 也是由供求关系决定的。需求侧而言, 2008 年大危机之后, 以美联储为代表的西方央行大幅扩表, 使得全球流动性“过剩”, “制造”了安全资产 (safe asset, 以美国国债为代表) 的短缺, 无风险利率系统性下行就是这一事实的表征。2015 年初以来, 10 年美债期限溢价进入负值区间, 则与欧央行、日央行扩表和实施负利率有直接关系。此外, 以“巴塞尔 III”为代表的金融强监管及金融机构内部风控的加强都增加了安全资产的需求。

图表16: 西方央行总资产 (10 亿美元)

图表17: 西方央行总资产 (% GDP)



来源: 各国央行、wind、国金证券研究所 (更新到 2023 年 9 月)

(三) 美债“期限溢价”的上行压力有多大? 美债供求视角

新冠疫情冲击之后, 美国联邦政府财政赤字和杠杆率大幅上行, 目前杠杆率已经超过二战结束后的峰值。短期而言, 债务的还本付息压力是联邦政府的一个挑战, 这既包括存量债务的“滚续”(rollover), 也包括赤字再融资。因为, 大通胀终结了大流行之前的“零利率/负利率时代”。2022 年 3 月以来, 美联储“快进式”地加息迅速抬升了短端融资成本。即使美联储暂停加息, 短端利率仍将位于高位一段时间。在经济保持韧性和通胀存在二次反弹风险的情况下, 长端利率也将维持高位震荡状态¹。所以, 整个利率曲线较疫情前都明显抬升。在利率维持高位期间, 所有新拍卖债务都将按市场利率定价——无论是用于滚动到期债务, 还是为当期赤字融资。

截止到 8 月中旬, 联邦政府总债务规模已经上升到了 32.7 万亿(含政府内部持有的债务), 占 GDP 的比重约 120%, 相比疫情前增加了 15 个百分点以上 (2019 年为 107%, 2007 年为 63%), 处于二战结束以来的历史性高位 (1946 年为 119%)。2020-2021 年, 美国财政部新增债务以中期 (1-10 年) 为主的。对应地, 2023Q3-2025Q2 是中长期债务到期的高峰期, 每个季度到期的中长期债务规模均在 6,000-7,000 亿区间。届时, 财政部将不得不以高息债务替换低息债务。

图表18: 联邦政府债务和杠杆

图表19: 联邦政府付息压力正在上行



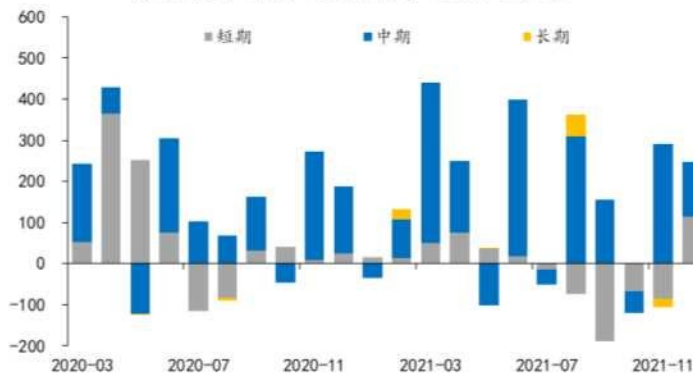
来源: 美国财政部、Wind、国金证券研究所

¹ 参考报告:《历史的“组合解”: 美国经济, 这次如何“着陆”? 》

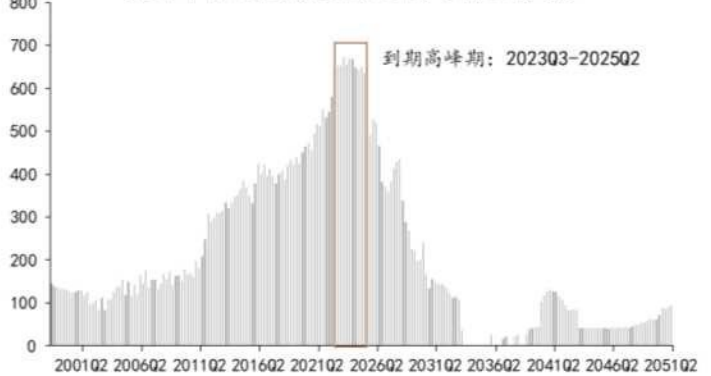
图表20: 疫情期间新增美债以中期(1-10年)为主

图表21: 2023-2025年为债务到期高峰期

10亿美元 美债发行净额(分期限, 2020-2021)



10亿 美国中长期国债到期规模(存量债务)



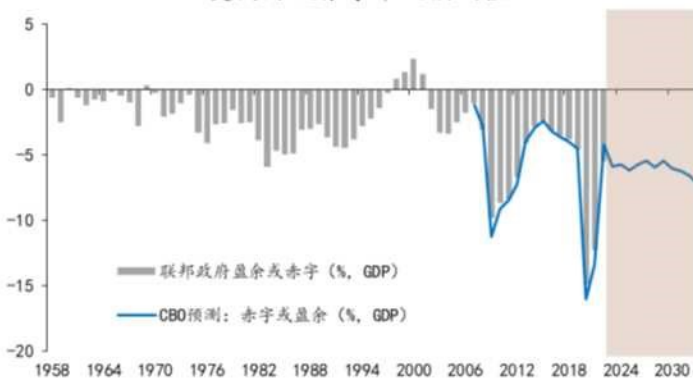
来源: 美国财政部、Wind、国金证券研究所

除了存量债务的“滚续”压力之外,更高中枢水平的财政赤字率是另一重压力。据美国国会预算办公室(CBO)和预算管理办公室(OMB)的估计²,未来10年左右,联邦政府赤字率基本位于-5%至-6%区间,明显高于2015-2019年的均值(-3.5%)。财政收支状况能否改善,一方面取决于财政乘数³(支出的效率)和经济增长水平;另一方面则取决于拜登政府增税法案能否落地;此外还取决于无风险利率走势。综合而言,短期内,美国财政的收入和支出两端都有压力,赤字率易上难下。

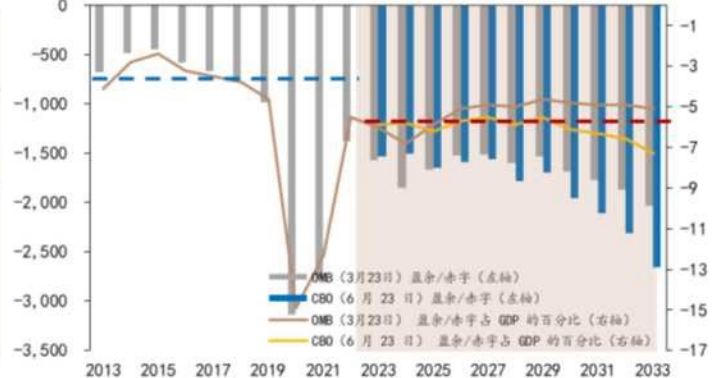
图表22: CBO对美国财政赤字率的预测

图表23: 美国财政赤字率或难回到疫情前低位

% 美国财政赤字率及预测值



10亿, 现价 预算盈余/赤字



来源: OMB、CBO、国金证券研究所

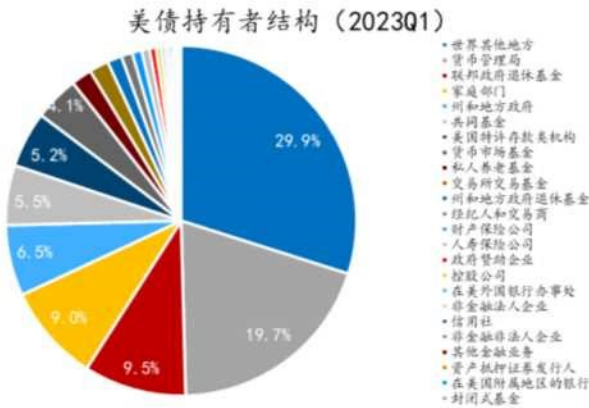
从美债的持有者结构来看,外国投资者、美联储(货币管理局)、联邦政府退休金和家庭部门为前4大持有者,截止到2023年1季度,合计占比68%。其中,外国投资者持有美债的份额为30%,美联储20%,退休金和家庭部门各占9.5%和9%。

趋势上看,2008年以来,外国投资者持有的份额趋于下行,峰值接近45%。短期内,由于缩表计划仍在推进,美联储持有的份额仍将维持下行态势。今年初以来,居民部门为美债主要净购买方,一季度增持了5,000亿,但居民部门购债行为的不确定性较高,是需求不稳定性的来源。在期限利差持续倒挂和资本利得转负的背景下,以商业银行为代表的市场机构也在持续减持美债。综合而言,美债需求侧的压力同样是易上难下。

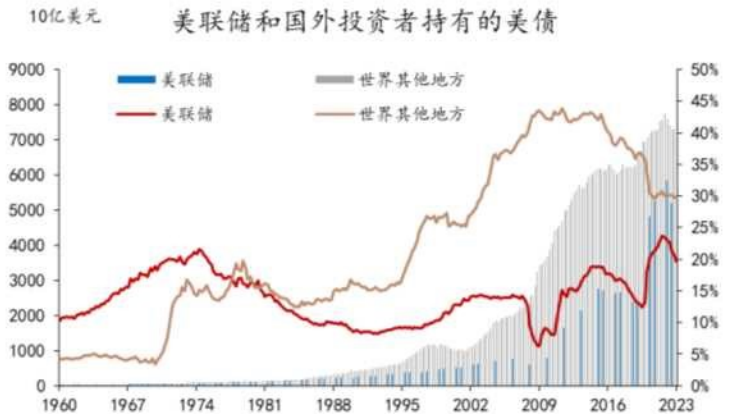
² CBO和OMB的估计都是建立在特定的基本面假设条件下的。

³ 参考报告:《美国财政赤字与通胀粘性——被低估的中期通胀风险》

图表24: 可供出售美债的持有人结构 (2023Q1)



图表25: 美联储和国外投资者持有美债份额



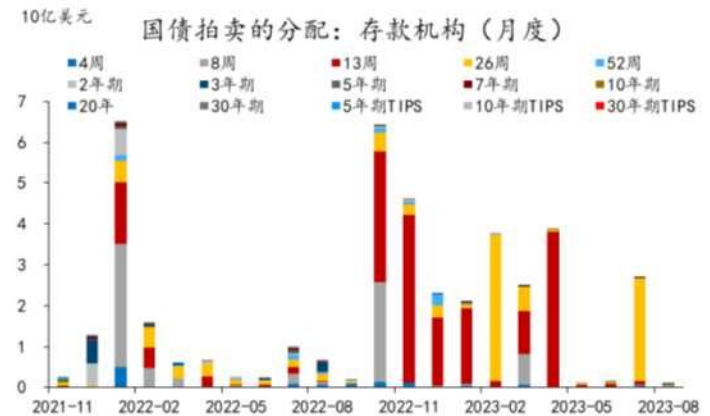
来源: 美联储、wind、国金证券研究所

说明: 统计范畴主要为可供出售 (marketable) 的国债。

图表26: 美国商业银行持续减持国债和机构债



图表27: 商业银行参与国债拍卖的意愿不高



来源: 美联储、wind、国金证券研究所

综合而言, 我们倾向于认为, 在中期内, 美债期限溢价趋于转正, 从长端美债利率的拖累项变为拉动项。风险溢价方面, 通胀中枢的上行或波动率的提升在一定程度上已经成为市场共识, 这也必然增加货币政策的不确定性 (相比 2008 年以后长期零利率而言)。美债的供求关系也出现了系统性转变: 供给方面, 联邦政府财政赤字率的中枢或明显抬升; 需求方面, 在重回零利率之前, 央行或难成为美债的边际购买者; 在期限利差倒挂、收益率转负和股债相关性由负转正的背景下, 银行、养老金等机构投资者配置长端美债的需求趋于下行; 逆全球化在一定程度上伴随着“去美元化” (美国贸易逆差收窄, 离岸美元供给减少), 外国官方配置美债的需求或也将趋于下行。

二、海外基本面&重要事件

(一) 货币与财政: 美联储维持利率不变, 年内或仍有一次加息

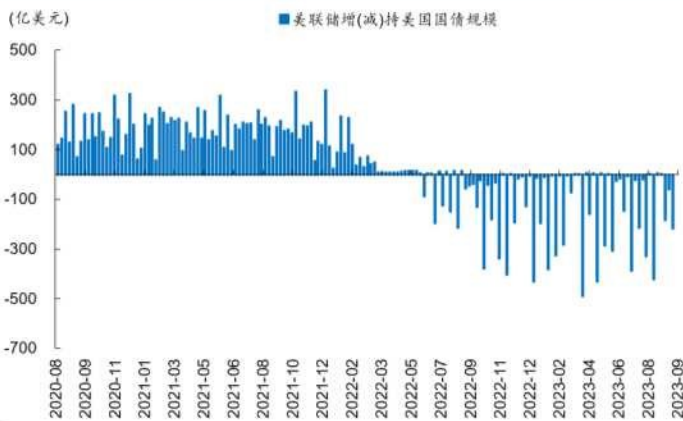
美联储 9 月暂停加息, 年内或仍有一次加息。FOMC 9 月例会再次决定“按兵不动”(skip), 维持 FFR 目标区间为 525-550bp, 符合市场预期。9 月 20 日当周, 美联储总资产规模下降, 美联储 BTFP 工具使用量持平上周。负债端, 逆回购规模下降, 准备金下降, TGA 存款上升 1240 亿美元。货币市场基金规模下降 70 亿美元。9 月 13 日当周, 美国商业银行存款下降 170 亿, 其中小型银行存款下降 50 亿美元。截至 9 月 20 日, CME FEDWATCH 显示美联储 11 月加息概率略升至 28%。

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	09-20	09-13	09-06	08-30	08-23	08-16	08-09
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↓ -75	8024.1	8098.8	8101.3	8121.3	8139.1	8145.7	8208.2
	其他贷款	十亿美元	↓ -49	201.1	249.6	249.3	250.6	252.6	257.0	260.4
	一级信贷	十亿美元	↑ 0	3.1	2.7	2.1	2.9	2.2	2.0	1.9
	银行定期融资计划	十亿美元	↓ 0	107.6	108.0	107.9	107.5	107.4	107.2	106.9
	其他信贷工具	十亿美元	↓ -48	85.0	133.4	133.8	134.4	137.2	141.6	145.4
	逆回购	十亿美元	↓ -31	1804.7	1835.6	1899.9	1998.3	2112.5	2096.7	2096.5
	储备金	十亿美元	↓ -166	3144.4	3310.5	3290.5	3196.5	3177.4	3229.0	3228.6
	TGA	十亿美元	↑ 124	661.7	537.4	481.6	500.7	416.0	384.8	432.3
	商业银行									
	现金	十亿美元	↑ 24		3412.1	3388.3	3326.5	3264.0	3308.2	3315.3
	消费贷	十亿美元	↓ -1		1899.3	1900.5	1909.2	1891.9	1887.3	1887.6
	住房贷款	十亿美元	↑ 3		2560.7	2557.2	2556.4	2546.5	2544.7	2544.2
	商业地产贷款	十亿美元	↑ 2		2941.8	2940.2	2938.9	2941.6	2938.1	2936.3
	工商业贷款	十亿美元	↓ -4		2729.0	2732.7	2739.4	2736.9	2745.0	2738.3
存款	十亿美元	↓ -17		17318.3	17335.3	17282.2	17243.9	17306.2	17314.5	
大银行存款	十亿美元	↓ -36		10759.7	10796.1	10746.9	10719.0	10769.8	10755.8	
小银行存款	十亿美元	↓ -5		5275.9	5280.4	5256.0	5243.2	5258.8	5257.9	
货币市场基金	十亿美元	↓ -7		5635.6	5642.6	5624.9	5583.1	5568.7	5569.8	5530.1
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	0.2	0.1	0.2	0.1	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	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2
票据利差	%	↓ -0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.5	-0.1	
离岸市场										
欧元兑美元互换基差	%	↓ 0.0	-9.9	-9.9	-11.8	-12.1	-11.3	-10.6	-12.9	
日元兑美元互换基差	%	↓ -3.6	-37.5	-33.9	-33.9	-34.9	-32.6	-28.9	-31.3	

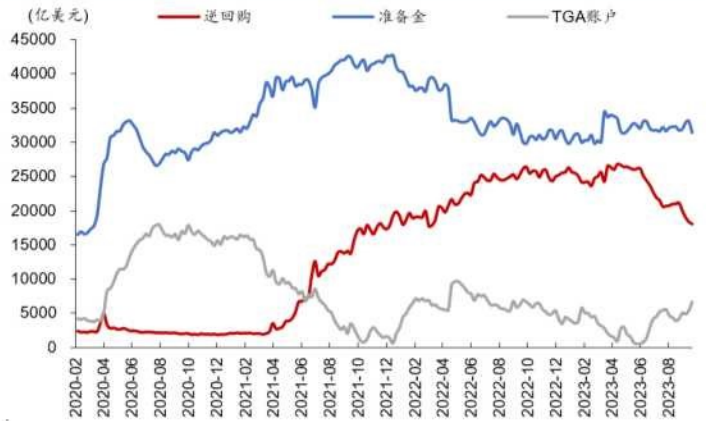
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表29: 截至9月24日, 美联储9月缩表规模460亿



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表30: 美联储逆回购规模下降



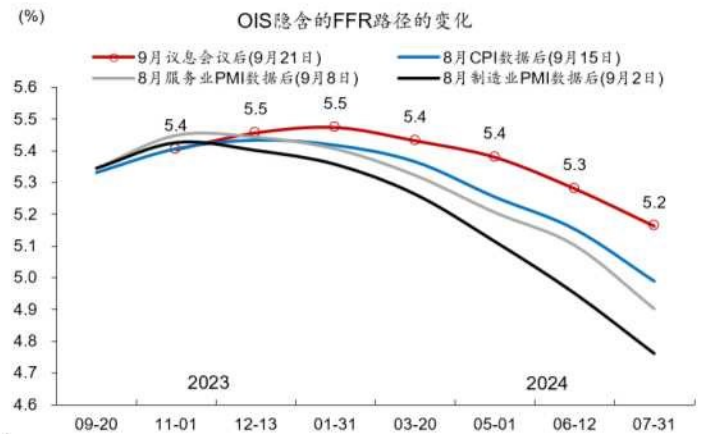
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: 截至9月21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
600-625	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
575-600	0	0	0	0	7	9	7	6	4	2	1
550-575	0	0	2	28	39	40	36	29	21	13	7
525-550	23	90	98	72	53	51	50	46	40	31	21
500-525	77	10	0	0	0	0	7	17	28	33	32
475-500	0	0	0	0	0	0	0	2	7	16	26
450-475	0	0	0	0	0	0	0	0	1	4	11
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
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	0

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表32: 9月议息会议后, 明年OIS隐含利率抬升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 生产与就业: 美国初请失业金人数下降

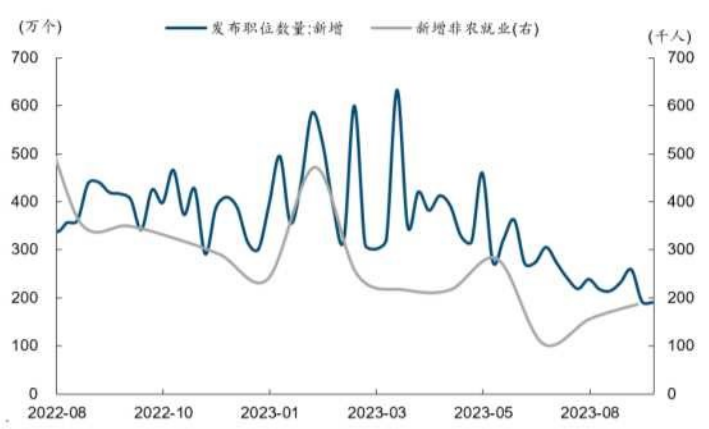
9月16日当周美国初请失业金人数20万人, 前值22万人, 续请失业人数166万人, 前值168万人。9月11日当周新增职位数量190万, 前值192万; 活跃职位数量2131万, 前值2299万。

图表33: 美国9月16日当周初请失业20万人



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表34: 美国9月11日当周新增职位数量下降

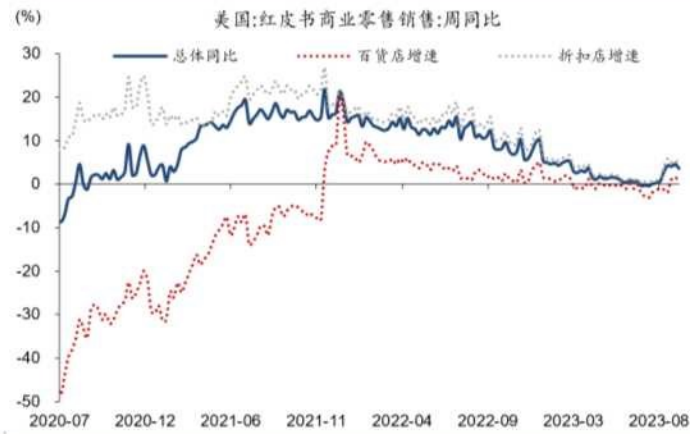


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 消费与出行: 美国红皮书零售消费增速回落

美国红皮书零售消费增速回落。9月16日当周, 美国红皮书零售增速3.6%, 前值4.6%。其中百货店增速0.7%, 前值1.5%, 折扣店增速4.5%, 前值5.5%。德国外出用餐人数9月22日当周同比-1.1%, 美国-7%, 纽约拥堵指数回升, 美国TSA安检人数小幅回升。

图表35: 美国红皮书零售同比 4.6%，前值 4.1%



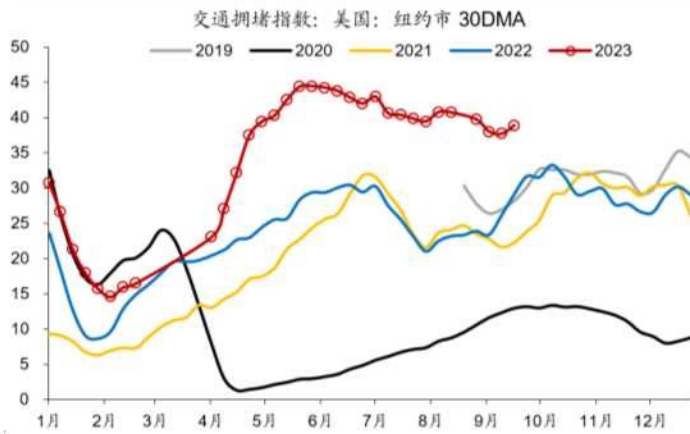
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表36: 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37: 美国纽约交通拥堵情况回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表38: 德国航班飞行次数高于 2022 年



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表39: 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40: 美国 TSA 安检人数小幅回落



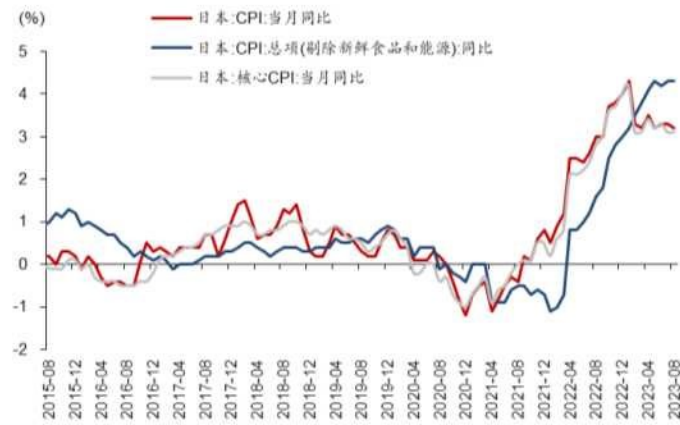
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(四) 通胀与能源: 日本整体 CPI 增速下降, 核心 CPI 维持高位

日本整体 CPI 增速下降, 核心 CPI 维持高位。日本 8 月整体 CPI 同比涨 3.2%, 较 7 月 3.3% 略有回落。剔除生鲜食品后的核心 CPI 上涨 3.1%, 与 7 月持平, 连续第 17 个月高于 2% 的通胀目标。剔除能源和生鲜食品后的超级核心 CPI 同比上涨 4.3%, 涨幅与 7 月份持平。

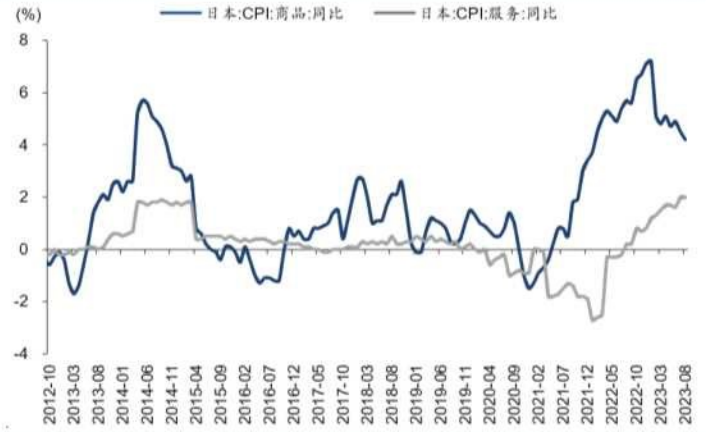
日本 8 月商品同比 4.2%，前值 4.5%；服务同比 2%，前值 2%。截至 9 月 22 日，布油录得 94 美元每桶，上周 95 美元；WTI 原油录得 90 美元，上周 91 美元；英国天然气录得 104 便士/色姆，上周 92 便士。NYMEX 天然气 2.7 美元/百万英热单位，上周 2.6 美元。

图表41：日本 8 月 CPI 增速下降



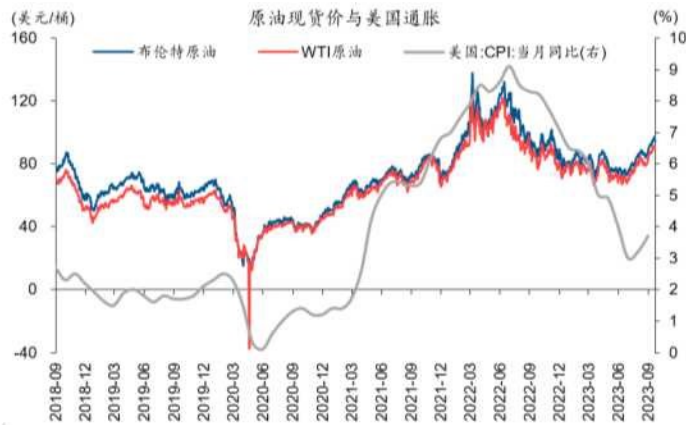
来源：WIND、国金证券研究所

图表42：日本商品通胀增速回落



来源：WIND、国金证券研究所

图表43：本周，布油价格 94 美元，WTI 价格 90 美元



来源：WIND、国金证券研究所

图表44：本周，IPE 英国天然气 104 便士



来源：WIND、国金证券研究所

（五）地产与信贷：美国 8 月地产开工及新屋销售下滑

美国 8 月地产开工及销售下滑。美国 8 月新屋开工折年 128 万套，前值 145 万套；同比-15%，前值 6%；环比-11%，前值 2%。美国 8 月营建许可 154 万套，前值 144 万，同比-3%，前值-13%。美国 8 月成屋销售下降，8 月折年 404 万套，前值 407。同比增速-15%，前值 17%；环比-0.8%，前值-2%。截至 9 月 21 日，美国 30 年期抵押贷款利率为 7.2%，较 7 月底的 6.8% 上升 40BP，较上周上升 1BP。15 年期抵押贷款利率为 6.5%，较 7 月底的 6.1% 上升 40BP。截至 9 月 9 日，美国 REALTOR 二手房挂牌价增速有所反弹。

图表45: 美国8月成屋销售回落



来源: WIND、国金证券研究所

图表46: 美国8月新屋开工下滑



来源: WIND、国金证券研究所

图表47: 美国30年期抵押贷款利率略升至7.2%



来源: WIND、国金证券研究所

图表48: 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