

我们休假时，美债怎么跌了？

——2023年国庆期间海外市场动态

专题内容摘要

➤ 美国国债利率显著上行，或主要受供求关系和实际利率影响

有几种解释，国债市场供求关系的变化，通胀预期的上行，美联储维持高息预期的上行，美国政府信用风险的变化等。对比10年期的通胀指数国债，10年期国债名义利率近期的上行几乎完全来自于实际利率的上行，隐含的通胀预期几乎没有变化。在需求侧，美联储的缩表是重要影响因素。2023年来月均减少国债持有约600亿美元，从缩表以来已经减少了约8000亿美元的国债持仓。10年期国债的期限溢价近期已经由负转正。供给侧，国债占GDP比重仍高以及持续的财政赤字意味着美债的供给仍然较高。12个月平均的财政赤字占GDP的比重8月仍有7.2%，仍高于2023年度的财政赤字预算。

➤ 美国就业市场数据仍偏强

JOLTS报告的数据强于预期，或是股市当地时间10月3日下行的重要原因之一，好数据成了市场的坏消息。职位空缺数8月又重新回到900万以上。美国9月失业率为3.8%，和上月持平，预期3.7%，略高于预期。工资增幅略低于预期，同比增长4.2%。美国9月非农数据远超预期，9月新增33.6万人，此前两个月的数据累计大幅上修近12万。但和JOLTS数据公布后的市场反应不同，超预期的非农数据后美国三大股指收盘上涨。

➤ 美国避免了政府关门，但是却没能避免众议院议长被罢免

美国政府的财年在9月30号结束，美国参议院在“最后时刻”通过了一项避免政府关门的短期支出法案。虽然美国暂时避免了政府关门，但是为了避免美国政府关门，作为共和党领袖的麦卡锡，最终选择向民主党妥协，这引起共和党内的保守派不满。他们立刻提出动议，罢免麦卡锡，以216票赞成、210票反对的投票结果通过了罢免麦卡锡的动议，麦卡锡成为美国历史上首位被投票罢免的众议院议长。

➤ 欧洲经济或仍较弱，日本或离调整货币政策不远了

9月欧元区PMI初值为47.1，制造业PMI已经连续15个月低于荣枯线。欧元区两大增长支柱——德国、法国PMI数据同样处于荣枯线以下。德国8月进出口环比都下降。全球需求疲软对德国经济影响不小，随着出口数据的疲软，德国在今年夏季后出现经济萎缩的可能性增大。法国央行也表示，由于主要贸易伙伴的萎缩，未来两年法国经济增长将低于预期。日本央行离调整它的YCC货币政策可能已经不远。前日本央行理事门间一夫10月6日表示，日本央行可能会将每日购债操作的利率水平从1%上调，或将10年期国债收益率目标下限上调至0.25%。

➤ 全球资本市场变化中，纳斯达克上涨，油价上行

国庆期间全球股市中，美国纳斯达克表现突出，上涨1.7%。汇率市场波动不大。大宗商品市场中，布伦特油价下跌，天然气价格上涨。布伦特油价从节前的95美元一桶价格下跌到85美元一桶。同时，NYMEX天然气价格上涨13.7%。

风险提示：美联储持续鹰派的风险，地缘政治冲突风险超预期，金融状况收紧超预期。

作者

分析师：杨灵修

执业证书编号：S0590523010002

邮箱：yanglx@glsc.com.cn

联系人：王博群

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《美国或可以软着陆的一个理由：——资产负债表和债务周期视角的解释》2023.08.31
- 2、《潜龙在渊：——中国经济如何走向复苏？》2023.08.23

正文目录

1. 美国重要数据和重要事件	4
1.1 美国国债利率显著上行	4
1.2 美国就业市场数据	12
1.1 其他数据和事件	16
2. 2023 年海外宏观动态	19
2.1 欧洲	19
2.2 日本	20
3. 全球资本市场表现	21
3.1 股票市场	21
3.2 债券市场	22
3.3 外汇市场	23
3.4 大宗商品市场	24
4. 海外数据看板	25
4.1 美国经济概览	25
4.2 全球 PMI	25
4.3 全球股市估值	26
5. 风险提示	27
5.1 美联储持续鹰派的风险	27
5.2 地缘政治冲突风险超预期	27
5.3 金融状况收紧超预期	27

图表目录

图表 1: 10 年期美国国债和美元指数 (%)	5
图表 2: 10 年期国债和美元指数变化 (基点)	5
图表 3: 美国国债利率曲线 (%)	5
图表 4: 美国国债利率曲线国庆假期期间变化 (基点)	6
图表 5: FOMC 经济预期概要 (SEP) 中位数	6
图表 6: 美联储 9 月点阵图今年加息预期	7
图表 7: CME 加息预期 (12 月会议)	7
图表 8: 市场预期未来 FOMC 会议的政策利率概率分布	7
图表 9: 10 年期美国国债实际利率和隐含通胀 (%)	8
图表 10: 10 年期美国国债实际利率和隐含通胀 (%)	8
图表 11: 美国 12 月移动财政赤字/GDP	9
图表 12: 美国国债/GDP (%)	9
图表 13: 10 年期国债期限溢价 (%)	9
图表 14: 美联储国债缩表 (亿美元)	10
图表 15: 美联储国债的持仓变化 (亿美元)	10
图表 16: 美联储本轮缩表的实际速度 (单位: 亿美元)	10
图表 17: 美国国债月度发行额分布 (%)	11
图表 18: 10 年期国债竞拍倍数	11
图表 19: 美国国债月度拍卖的竞拍倍数	11
图表 20: 10 年期美国国债拍卖分配比例 (%)	12
图表 21: 职位空缺数 (万人)	12
图表 22: 职位空缺率 (%)	13
图表 23: 空缺失业比	13
图表 24: 近 3 年美国失业率 (%)	14

图表 25:	美国历史失业率(%)	14
图表 26:	新增非农就业(万人)	14
图表 27:	新增非农就业变化(万人)	14
图表 28:	疫情前同比新增非农就业(万人)	15
图表 29:	疫情后同比新增非农就业(万人)	15
图表 30:	9月新增非农就业分行业(单位:万人)	16
图表 31:	美国GDP不变价环比折年率	17
图表 32:	美国PCE和核心PCE通胀	17
图表 33:	美国通胀预期	18
图表 34:	欧元区制造业PMI	19
图表 35:	欧元区服务业PMI	19
图表 36:	德国进口(%)	20
图表 37:	德国出口(%)	20
图表 38:	日本10年期国债利率(%)	21
图表 39:	日本CPI(%)	21
图表 40:	全球主要股指表现(按国庆期间回报排序)	22
图表 41:	MSCI 股票指数	22
图表 42:	国债市场变化(基点)	23
图表 43:	国债利率(%)	23
图表 44:	汇率	24
图表 45:	全球主要大宗商品(%)	25
图表 46:	美国经济	25
图表 47:	海外主要国家和地区采购经理指数PMI	26
图表 48:	主要股指市盈率	26
图表 49:	主要股指市盈率2010年以来分位数	26

1. 美国重要数据和重要事件

1.1 美国国债利率显著上行

1.1.1 美国主权信用的再定价

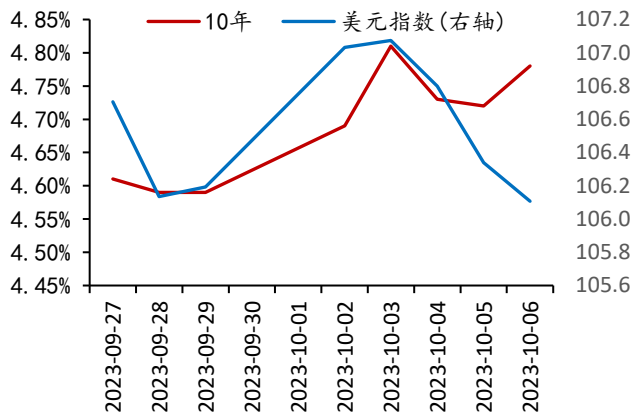
国庆中秋长假 A 股休市，但是海外市场继续交易，海外市场颇热闹，尤其是大类资产定价之锚的 10 年期国债收益显著上行。美国国债利率为何显著上行是个重要谜题。

美国国债利率显著上行，有几种解释，国债市场供求关系的变化，通胀预期的上行，美联储维持高息预期的上行，美国政府信用风险的变化等。

我们认为，首先可能可以排除作为主要解释的是关于美国政府信用风险的重定价，虽然从长期来看，美国国债占 GDP 的比重位于历史高位，美国未来面临偿债的压力，惠誉在今年也下调了美国的主权信用评级。尽管美国直接违约的可能性仍很小，但是高额的政府债务意味着为了解决债务问题未来的通胀可能会较高。从这个角度看，如果国庆期间美国国债的走高主要是由于市场重新定价美国政府的主权信用风险，那么美元指数的走向应该是走弱，因为无论是违约概率上升还是未来的高通胀都意味着弱美元。

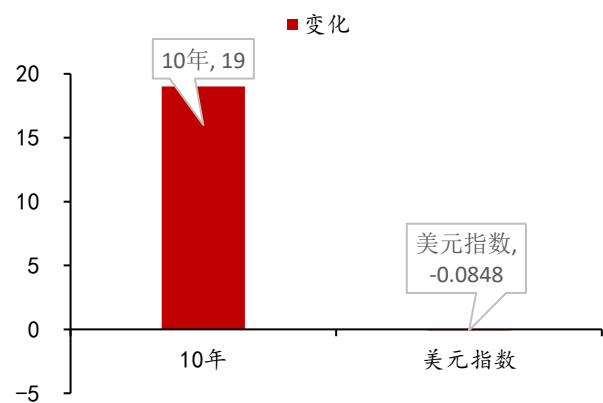
从数据上看，10 年期国债上行了约 19 个基点，同时美元指数几乎没有变化；从走势看，前半段国债利率上行的时候，美元指数也是上行，后半段国债利率继续上行而美元指数转而向下。从这两个数据对比来看，美国信用风险可能不是最主要的解释因素，可能还有更重要的其他变化。

图表1：10年期美国国债和美元指数(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：10年期国债和美元指数变化(基点)

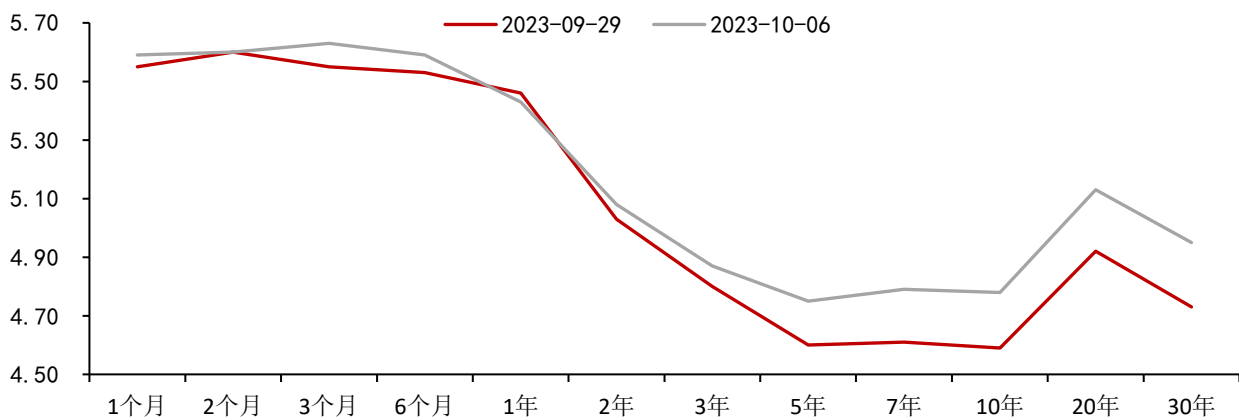


资料来源：Wind，国联证券研究所

1.1.2 美联储更高更久的利率走势

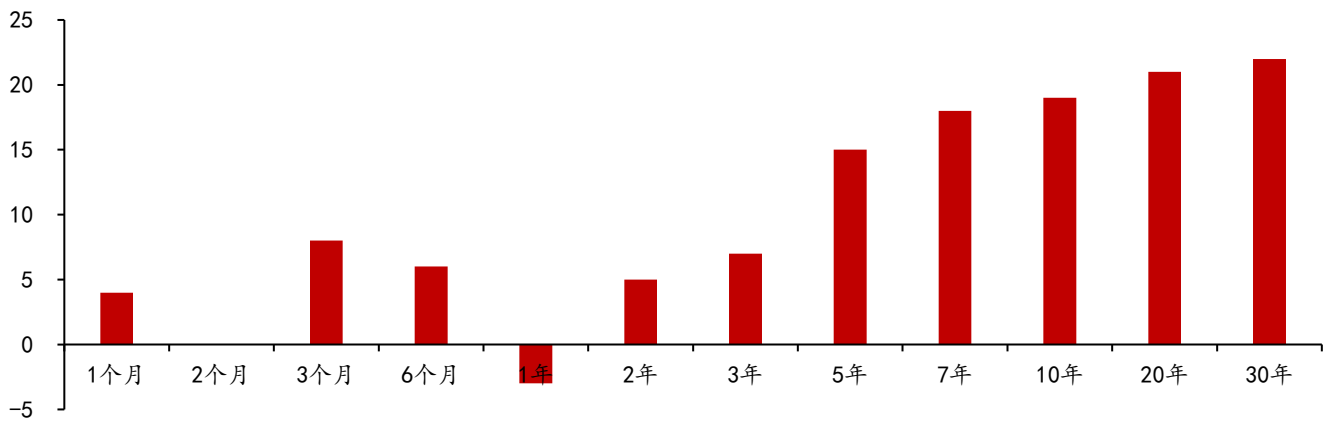
对比整个国债的利率曲线，可以看到国庆期间的变化主要体现在长端的利率上行；2年以及以下的短端利率的变化并不大，3个月和6个月的利率略有增长。

图表3：美国国债利率曲线(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表4：美国国债利率曲线国庆假期期间变化(基点)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

美联储在9月会议公布的经济预期概要中确实给出了“更高更久”的未来利率走向，但是“更高更久”对应的时间区间主要是未来2年。政策利率预期显示2023年的政策利率保持5.6%不变，但是2024的政策利率上调到5.1%，2025的利率上调到3.9%。长期的政策利率预期水平并没有变化。从对于政策利率的中位数预期来看，明年或许有两次降息的空间。

图表5：FOMC 经济预期概要(SEP) 中位数

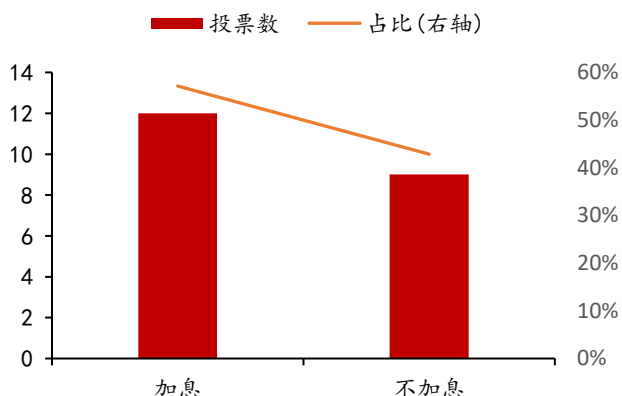
变量	2023	2024	2025	长期
实际GDP	2.1%	1.5%	1.8%	1.8%
失业率	3.8%	4.1%	4.1%	4.0%
PCE通胀	3.3%	2.5%	2.2%	2.0%
核心PCE通胀	3.7%	2.6%	2.3%	
政策利率	5.6%	5.1%	3.9%	2.5%
注：数字颜色含义	变差	变好	不变	

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

短期到年底美联储的加息路径目前仍然有比较大的不确定性。9月美联储会议公布的点阵图显示对于2023年加息的终点，委员们中间只有两种看法，一种是认为还

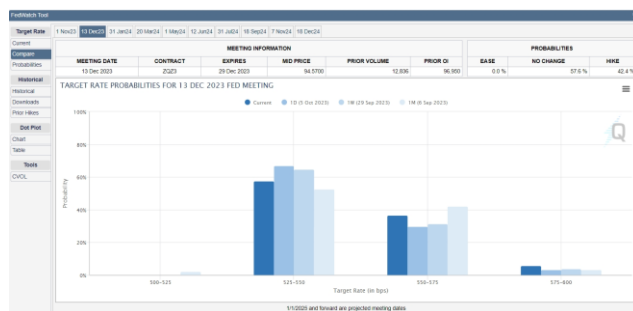
有一次加息（12人），另一种认为加息结束了（7人）。市场的观点还是更倾向于到今年年底不会再有加息，这个观点国庆期间的变化不算太大，加息的概率略有上升。

图表6：美联储9月点阵图今年加息预期



资料来源：美联储，国联证券研究所

图表7：CME加息预期（12月会议）



资料来源：CME，国联证券研究所

图表8：市场预期未来FOMC会议的政策利率概率分布

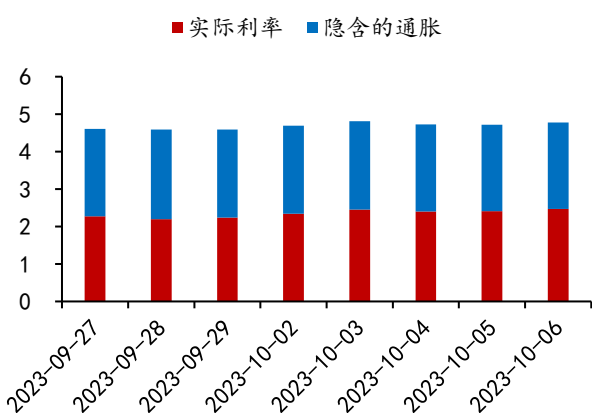
MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
11/1/2023			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	72.9%	27.1%	0.0%
12/13/2023	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	57.6%	36.7%	5.7%
1/31/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	56.7%	35.5%	5.5%
3/20/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	13.2%	52.5%	29.5%	4.4%
5/1/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.1%	27.3%	44.2%	20.4%	2.8%
6/12/2024	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.3%	14.9%	34.8%	33.7%	12.6%	1.6%
7/31/2024	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	9.1%	25.6%	34.2%	22.4%	6.7%	0.7%
9/18/2024	0.0%	0.0%	0.7%	5.7%	18.4%	30.4%	27.6%	13.6%	3.3%	0.3%
11/7/2024	0.0%	0.4%	3.2%	12.0%	24.4%	29.0%	20.6%	8.5%	1.8%	0.2%
12/18/2024	0.2%	2.1%	8.7%	19.7%	27.2%	23.8%	13.1%	4.3%	0.8%	0.1%

资料来源：CME，国联证券研究所整理

1.1.3 通胀预期的变化

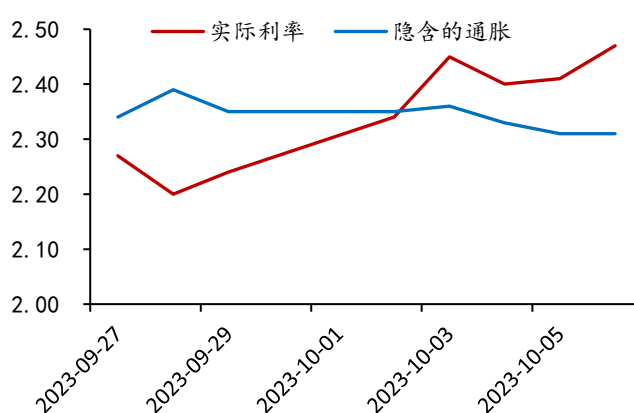
以 10 年期国债为例，10 年期的通胀指数国债(TIPS 债券)给出了 10 年期国债的实际利率，把 10 年期名义国债的利率减去实际利率可以得到名义国债内隐含的通胀率。在这个完全基于市场交易出来的利率进行的分解中，10 年期国债名义利率近期的上行几乎完全来自于实际利率的上行。隐含的通胀预期几乎没有变化。

图表9：10 年期美国国债实际利率和隐含通胀(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表10：10 年期美国国债实际利率和隐含通胀(%)



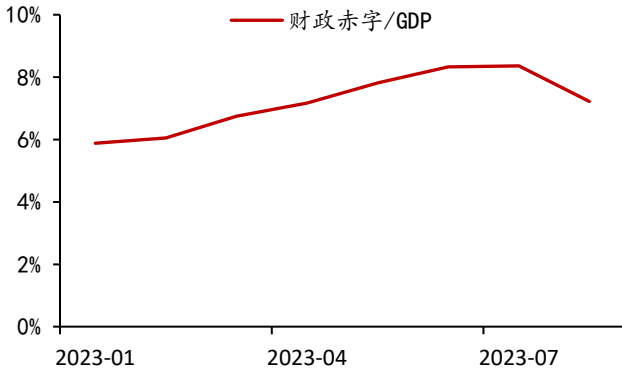
资料来源：Wind，国联证券研究所

1.1.4 国债的供需变化

美国国债占 GDP 比重仍高以及持续的财政赤字意味着美债的供给仍然较高。美国的财政赤字目前仍然位于高位，从 12 个月平均的财政赤字占 GDP 的比重来看 8 月的数据仍有 7.2%，仍高于 2023 年度的财政赤字预算，6 月和 7 月还更高，高于 8%。惠誉在将美国主权信用评级下调时预测，2024 年一般政府赤字将占 GDP 的 6.6%，2025 年将进一步扩大至 GDP 的 6.9%。¹

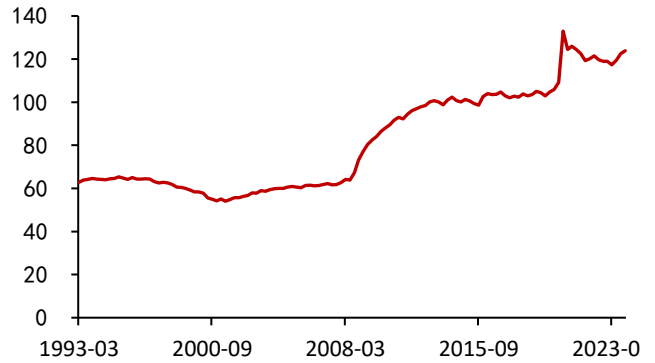
¹ <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-united-states-long-term-ratings-to-aa-from-aaa-outlook-stable-01-08-2023>

图表11: 美国 12 月移动财政赤字/GDP



资料来源: Wind, 国联证券研究所

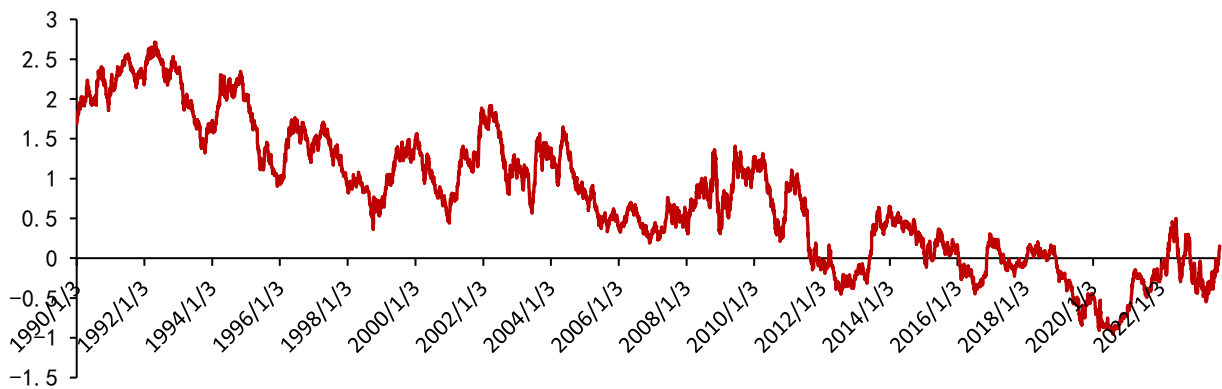
图表12: 美国国债/GDP (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

另一方面, 在需求侧, 单一最大的国债购买方下降来自美联储, 美联储的缩表仍在继续。其中 2023 年来月均减少国债持有约 600 亿美元, 从缩表以来已经减少了约 8000 亿美元的国债持仓。10 年期国债的期限溢价近期由负转正, 或与美联储的持续缩表影响有关。

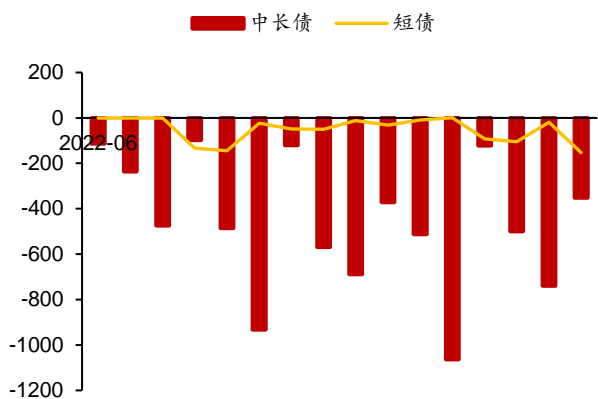
图表13: 10 年期国债期限溢价 (%)



资料来源: FRED, 国联证券研究所整理

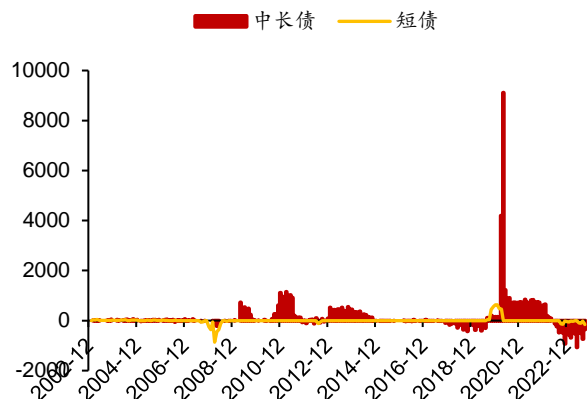
从期限结构上看, 缩表减少的国债中主要是中长期国债, 短债的比例不高。

图表14: 美联储国债缩表(亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

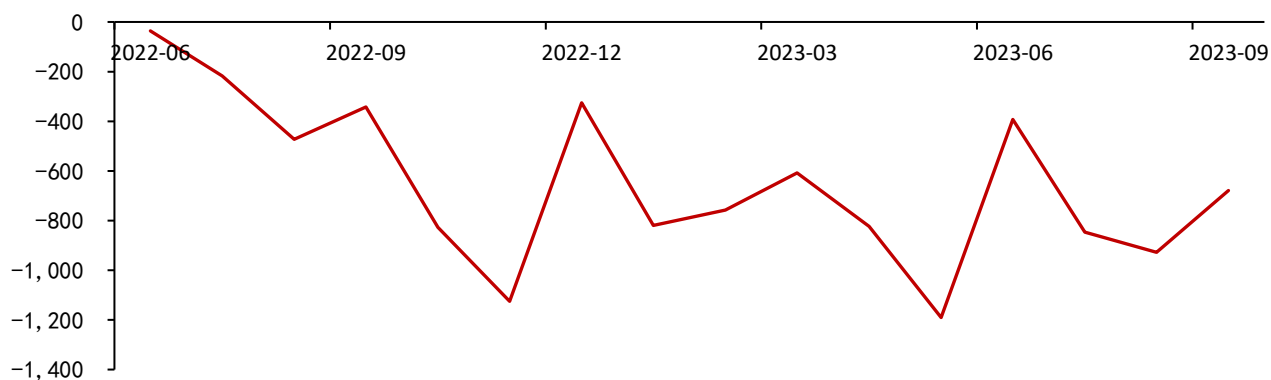
图表15: 美联储国债的持仓变化(亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

从2022年6月起,美联储持有的证券开始逐月下降,到目前为止平均月减少507亿美元,从2023年以来平均月减少603亿美元。到2023年9月为止,美联储本轮总共的缩表规模约为10390亿,其中2022年总共缩表3346亿,今年以来缩表7044亿。

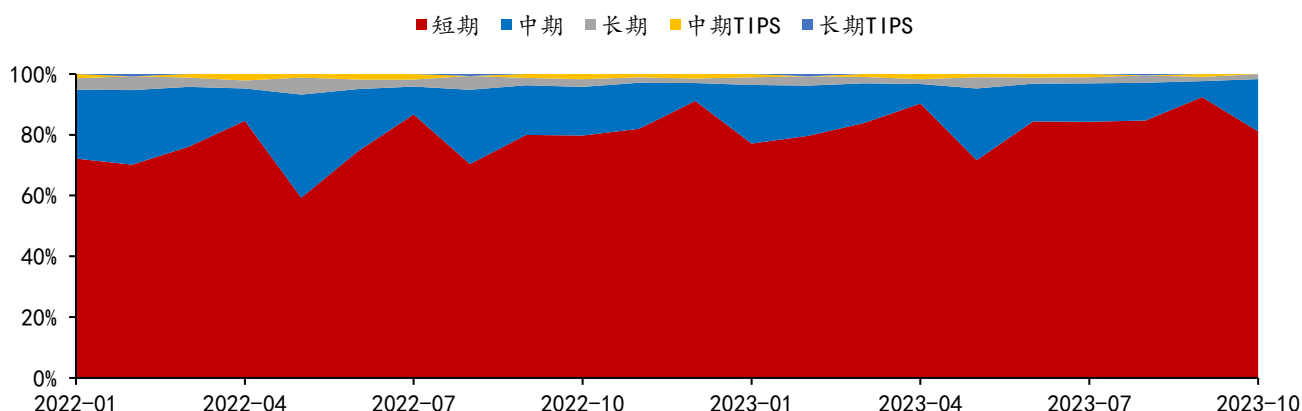
图表16: 美联储本轮缩表的实际速度(单位:亿美元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

从国债的发行端来看,中长期国债的新的发行并不是在国庆期间发生,或许不是国债利率波动的主要原因。根据美国国债拍卖的日程来看,3年、10年、30年期的排名在当地时间10月5日宣布,在10月10日之后才会进行正式的拍卖。10月中期国债的发行占比17.2%,相对于9月明显上升。

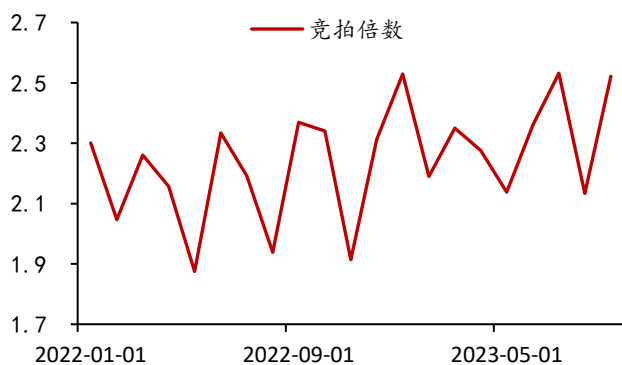
图表17：美国国债月度发行额分布(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

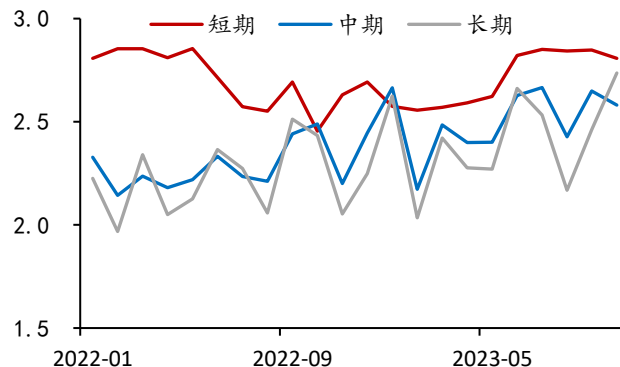
如果从10年期国债拍卖的竞拍倍数来看，目前并没有观察到明显竞拍者下降的情况。

图表18：10年期国债竞拍倍数



资料来源：Wind，国联证券研究所

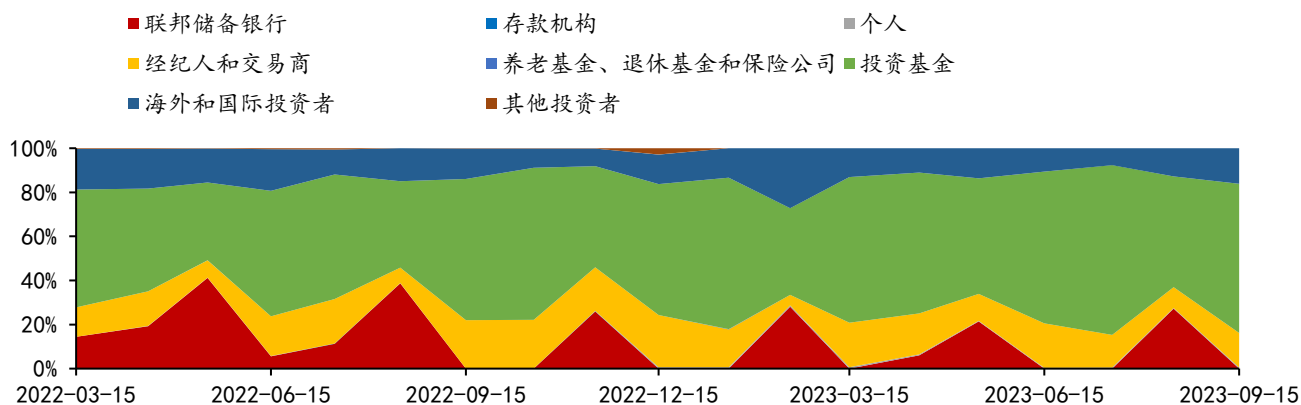
图表19：美国国债月度拍卖的竞拍倍数



资料来源：Wind，国联证券研究所

从10年期美国国债的排名分配比例来看，最主要的投资者是投资基金以及海外和国际投资者。如果这两大投资者的需求下降，对于美国国债的发行可能产生影响。

图表20：10年期美国国债拍卖分配比例(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

1.2 美国就业市场数据

1.2.1 失业率和职位空缺

JOLTS 报告的数据强于预期,或是股市当地时间 10 月 3 日下行的重要原因之一,市场担忧劳动力市场趋紧可能会给美联储带来更大压力,要求其保持高利率。职位空缺数 8 月再次上行,在 7 月跌到 900 万以下之后,8 月又重新回到 900 万以上。

职位空缺数在 2 月和 3 月跌破 1000 万之后,4 月回到 1000 万以上,然后 5 月后再次回到 1000 万以下。

图表21：职位空缺数（万人）

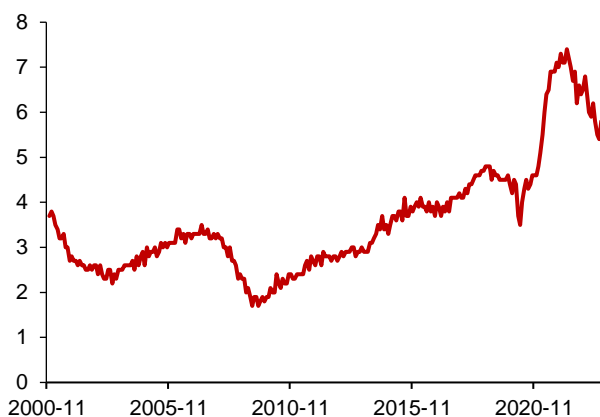


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

总职位空缺数除以失业人数衡量的劳动力市场松紧程度 8 月较 7 月变化不大，略微下行，每一个失业的人平均面对 1.5 个潜在的就业机会。2022 年初时的峰值超过 2，目前较高位明显回落。但还处于远超过 2020 疫情前的经济扩张周期的位置，2020 年疫情开始前仅略高于 1.2。

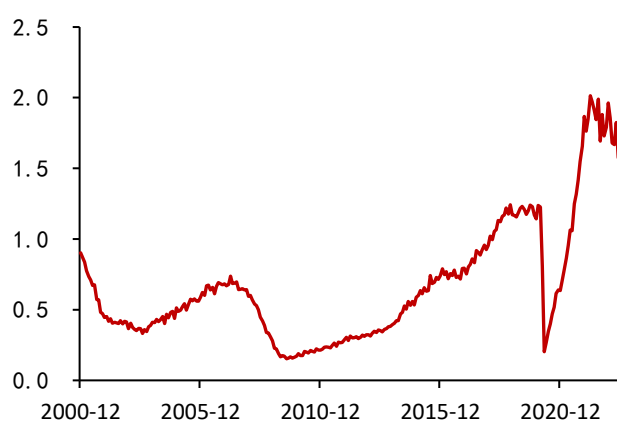
职位空缺率的数据也显示就业市场的热度仍较高，8 月的职位空缺率为 5.8%，较 7 月 5.4% 回升了 0.4%，较 2022 年 3 月的峰值 7.4% 回落了 1.6%。

图表22：职位空缺率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

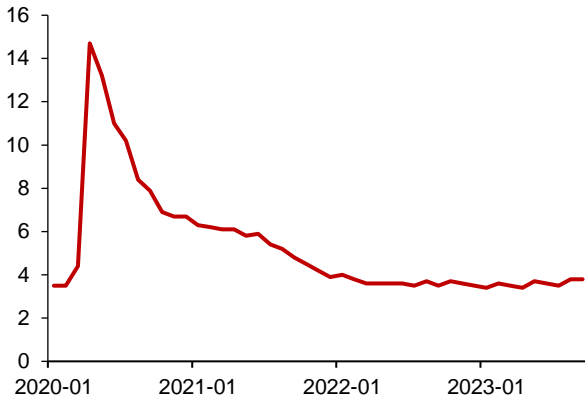
图表23：空缺失业比



资料来源：Wind，国联证券研究所

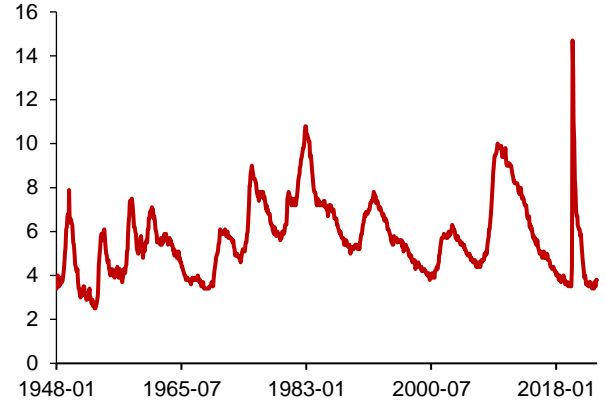
美国在国庆期间还公布了 9 月的非农数据。美国 9 月失业率为 3.8%，和上月持平，预期 3.7%，略高于预期。上一次失业为 3.8% 是 2022 年 2 月，失业率在疫情后在 4 月上升到 14.7% 的最高点，然后一路回落。

图表24: 近3年美国失业率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表25: 美国历史失业率(%)

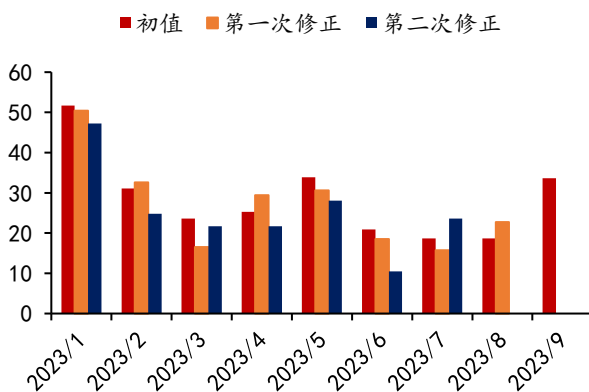


资料来源: Wind, 国联证券研究所

1.2.1 新增非农就业

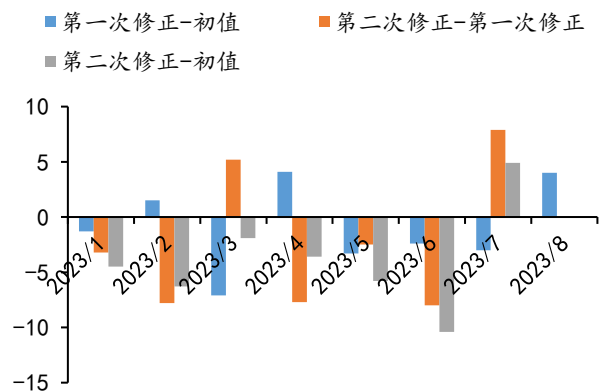
美国9月非农数据远超预期,9月新增33.6万人,此前两个月的数据累计大幅上修近12万。8月份的新增人数上修4万,达到22.7万人;7月份的新增人数从15.7万人大幅上修到23.6万人。工资增幅略低于预期,同比增长4.2%。但和JOLTS数据公布后的市场反应不同,超预期的非农数据后美国三大股指收盘上涨。

图表26: 新增非农就业(万人)



资料来源: BLS, 国联证券研究所

图表27: 新增非农就业变化(万人)

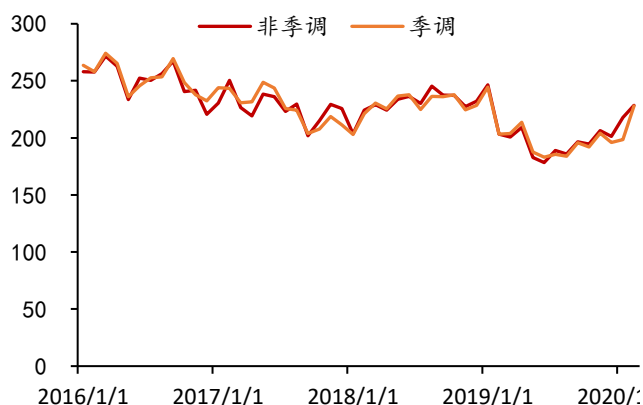


资料来源: BLS, 国联证券研究所

疫情前同比的就业增长在200万到250万人之间,目前的同比就业增长还约有

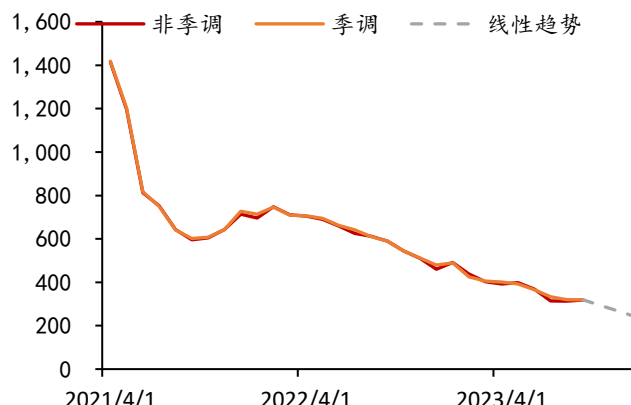
320 万人。按照目前回落的趋势线性外推的话，大概到 2023 年 12 月左右会下降到略低于 250 万人左右的水平。9 月数据让到 2023 年 12 月的同比新增就业数较上月的预测明显上升。如果基于这个同比的预测，1-9 月累计的就业增长为 234 万，在到年底前的 3 个月总共新增的就业还有 13 万人。如果年底的总新增数预测是大致准确的，要么未来新增非农就业可能会下降，要么已经公布的非农数据可能向下修正。

图表28：疫情前同比新增非农就业(万人)



资料来源：FRED，国联证券研究所

图表29：疫情后同比新增非农就业(万人)



资料来源：FRED，国联证券研究所

1.2.1 新增非农分行业

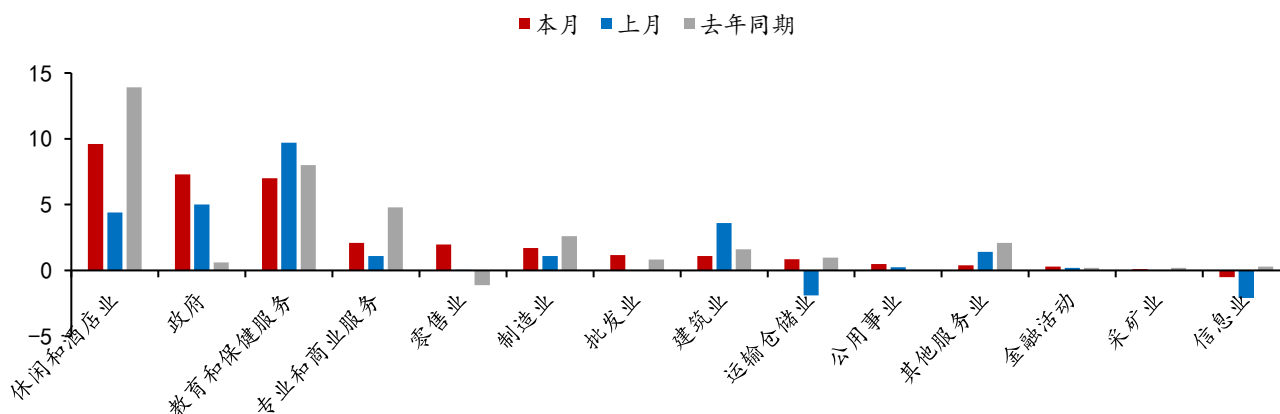
从新增非农就业的行业结构看，9 月就业减少的部门只有一个，8 月有 3 个，而 7 月份私人部门有 5 个行业就业减少，分行业的数据显示近 3 个月市场热度又有回升。信息业减少 0.5 万人，其他行业就业则实现增长。

在就业增长的私人部门行业中，最大增幅前三的行业为休闲和酒店业、教育和保健服务、和专业和商业服务业，最大增幅前三个行业加起来的新增就业占到 9 月全部新增就业的 56%，8 月为 88%，集中度本月下降。

具体数字上来看，休闲和酒店业新增 9.6 万人，教育和保健服务新增 7 万人，其次是，专业和商业服务业新增 2.1 万人。

其他行业中，零售业新增 1.97 万人，制造业新增 1.7 万人，批发业新增 1.17 万人，建筑业新增 1.1 万人，运输仓储业增加 0.86 万人，公用事业增加 0.48 万人，其他服务业新增 0.4 万人，金融活动业新增 0.3 万人，采矿业增加 0.1 万人。另外政府新增 7.3 万人。

图表30：9月新增非农就业分行业(单位:万人)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

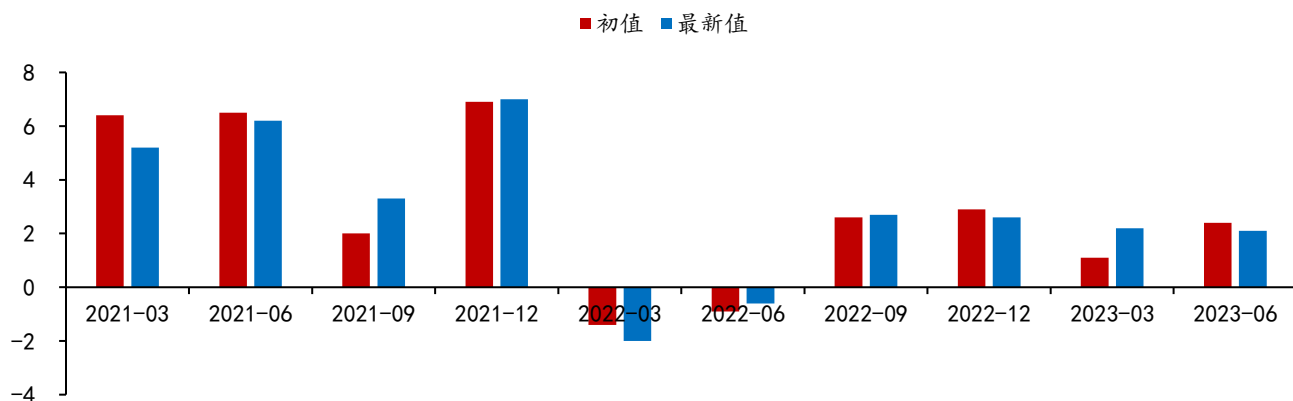
1.1 其他数据和事件

1.1.1 美国 2 季度 GDP 数据

GDP 数据体现的美国经济状况仍然较强，1 季度和 2 季度的增长仍然等于或略大于潜在增速，2 季度相较于 1 季度略减速。修正的美国第二季度实际 GDP 年化季环比增长 2.1%，较预期值 2.2% 略低，初值是 2.4%，修正后的数据较初值低了 0.3%。第一季度 GDP 年化季环比增长 2.0% 上修至 2.2%，第一次公布的时候数据是 1.1%。

与第一季度相比，第二季度实际 GDP 的略微减速主要反映了消费者支出的下降、出口的下降和联邦政府支出的下降，这些下降被私人库存投资的上升、非住宅固定投资的加速和住宅投资的更小幅下降部分抵消。

图表31：美国 GDP 不变价环比折年率

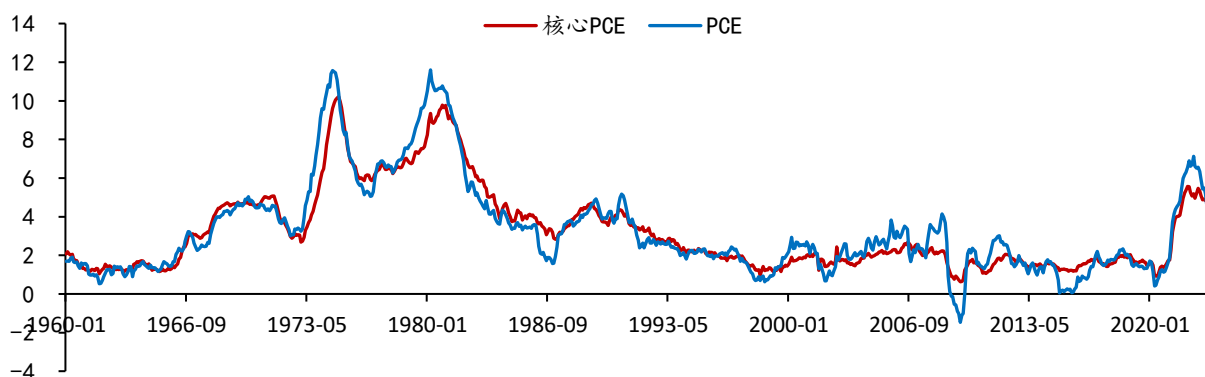


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

1.1.2 美国 PCE 通胀数据

美联储偏爱的核心 PCE 价格指数 8 月同比增长 3.88%，较 7 月份 4.29% 下降；PCE 价格指数同比增长 3.48%，上月 3.4%。从环比数据看，核心 PCE 价格指数 8 月环比增长 0.1%，上月 0.2%；PCE 价格指数 8 月环比增长 0.4%，上月 0.2%。PCE 价格指数随着近期能源价格的上升，未来还有继续走高的可能性。

图表32：美国 PCE 和核心 PCE 通胀

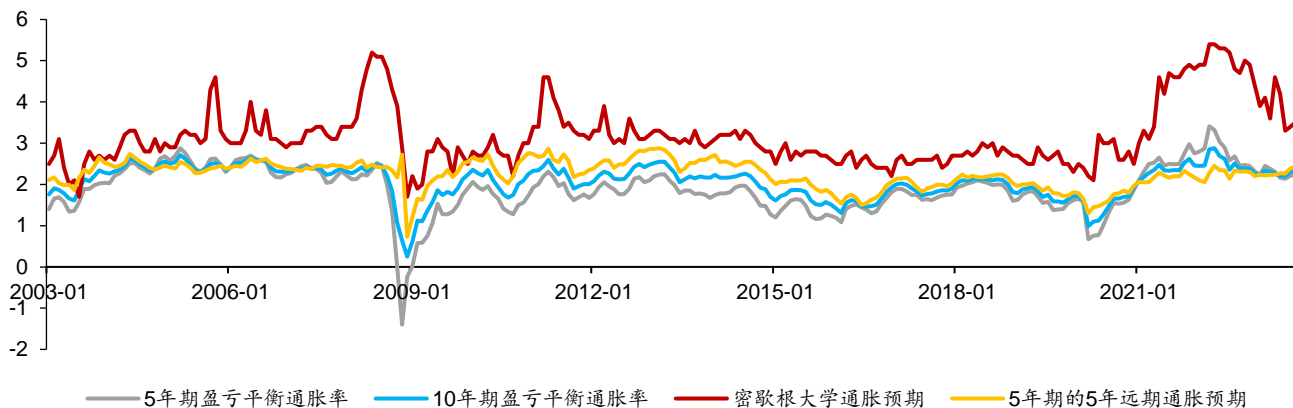


资料来源：Wind，国联证券研究所整理

通胀预期的数据仍然比较平稳，短期的通胀预期继续下行，长期的通胀预期保持平稳。1 年期的密歇根大学通胀预期 9 月为 3.1%，较 8 月下降 0.4 个百分点，为 2021

年3月以来的最低；5年的5年远期通胀率9月为2.42%。

图表33：美国通胀预期



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

1.1.3 政府关门危机和众议院议长被罢免

美国政府的财年在9月30号结束，新财年开始前需要通过新的财政支出法案以避免政府关门。当地时间9月30日21点，美国参议院在“最后时刻”通过了一项避免政府关门的短期支出法案，并将其交给拜登签署。该法案将政府资金支出延长45天至11月中旬，内容包括了16亿美元的救灾措施，但不包括对乌克兰的援助，也不包括共和党人寻求的边境安全措施。参议院以88票同意，9票反对的结果通过了这项法案。此前众议院以335票对91票赞成该法案，超过了通过该法案所需的三分之二多数。除了一名民主党人外，所有民主党人都投票赞成这项措施。

虽然美国暂时避免了政府关门，但是却没能避免美国政坛的撕裂和对立。为了避免美国政府关门，作为共和党领袖的麦卡锡，最终选择向民主党妥协，通过了临预算法案。但这激怒了共和党内的保守派，尤其是特朗普的支持者，他们立刻提出动议，罢免麦卡锡。

当地时间10月3日，在最后的表决中以216票赞成、210票反对的投票结果通过了罢免麦卡锡的动议，麦卡锡成为美国历史上首位被投票罢免的众议院议长。从投票分布来看，民主党208票赞成罢免；共和党那边，210票反对，但8名特朗普派支持罢免。

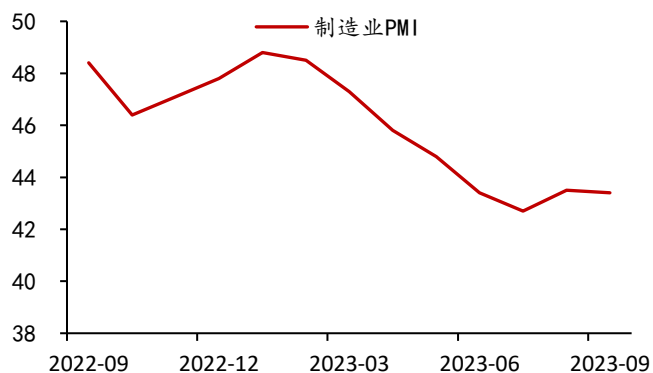
2. 2023 年海外宏观动态

2.1 欧洲

2.1.1 欧洲经济弱于预期

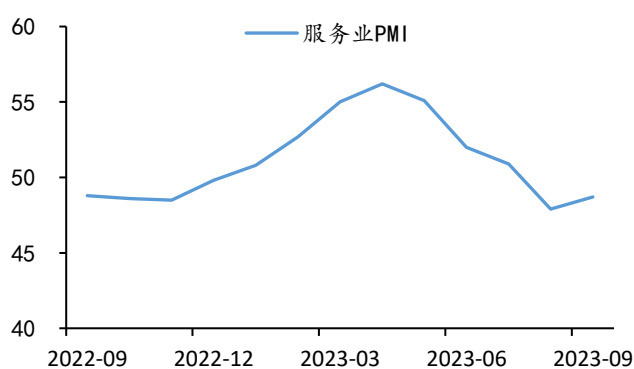
9 月欧元区 PMI 初值为 47.2，制造业 PMI 已经连续 15 个月低于荣枯线。欧元区两大增长支柱——德国、法国 PMI 数据同样处于荣枯线以下：德国 9 月综合 PMI 初值 46.2，制造业 PMI 仅为 39.8，略高于前值 39.1，仍低于 40；法国 9 月综合 PMI 初值为 43.5，制造业 PMI 43.6、服务业 PMI 43.9，两项数据均大幅不及预期。法国央行表示，由于主要贸易伙伴的萎缩，未来两年法国经济增长将低于预期。

图表34：欧元区制造业 PMI



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表35：欧元区服务业 PMI

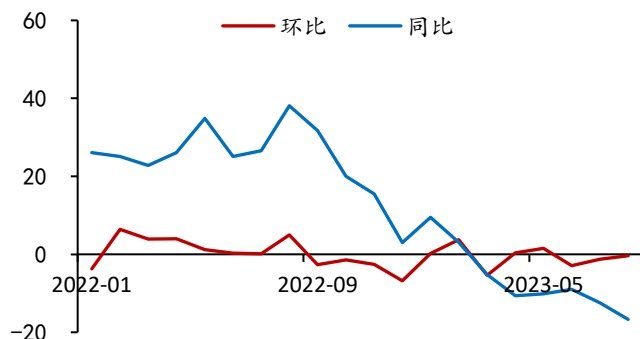


资料来源：Wind，国联证券研究所

2.1.1 德国进出口

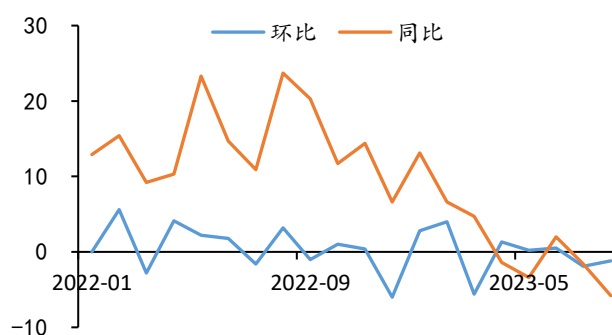
德国 8 月出口额环比下降 1.2%至 1279 亿欧元，进口额环比下降 0.4%至 1114 亿欧元，对外贸易收支顺差为 166 亿欧元。全球需求疲软对德国经济影响不小，随着出口数据的疲软，德国在今年夏季后出现经济萎缩的可能性增大。

图表36: 德国进口 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表37: 德国出口 (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.2 日本

2.2.1 日本央行离调整政策越来越近

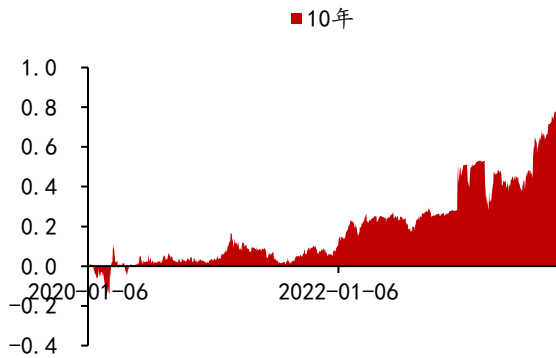
9月的政策会议上日本央行仍然维持货币政策不变,继续“耐心”宽松。9月22日,日本央行公布最新货币政策决议,将关键短期利率维持在-0.1%不变,10年期日债目标收益率区间维持在±0.5%不变。但是,日本央行离调整它的YCC货币政策可能已经不远。

前日本央行理事门间一夫10月6日表示,日本央行可能会将每日购债操作的利率水平从1%上调,或将10年期国债收益率目标下限上调至0.25%,并上调波动区间上限。²不过他表示,调整YCC和前瞻指引并不是他对日本央行10月31日结束的下次会议的基本预测。

尽管门间一夫仍然认为2%的通胀目标尚未实现,日本CPI通胀的数据从2021年就开始上行,CPI剔除新鲜食品和能源的数据从2023年4月就已经超过了4%并且维持在4%以上的水平。

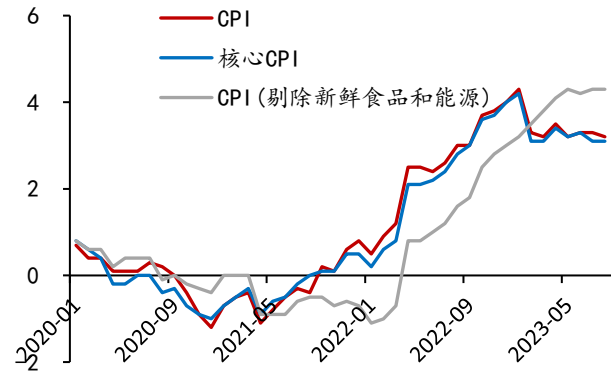
² <https://wallstreetcn.com/articles/3699052>

图表38: 日本 10 年期国债利率(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表39: 日本 CPI (%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

3. 全球资本市场表现

3.1 股票市场

3.1.1 纳斯达克表现突出

今年以来表现最好的两个股指分别是纳斯达克和日经 225, 尤其纳斯达克今年以来录得接近 30% 的回报。国庆期间纳斯达克也是表现最好的指数, 其次是恒生科技和恒生指数、标普 500。其他的主要指数在国庆期间则出现下跌, 日经 225 下跌最大, 跌幅达到 2.8%。

图表40：全球主要股指表现(按国庆期间回报排序)

指数	国庆期间	近2周	近1个月	近3个月	近6个月	今年以来
纳斯达克综合指数	1.7%	1.7%	-3.2%	-1.8%	11.1%	28.3%
恒生科技指数	1.0%	-4.4%	-8.6%	-3.4%	-9.9%	7.6%
恒生指数	0.7%	-3.2%	-5.2%	-5.6%	-14.0%	-11.6%
标准普尔500指数	0.2%	-0.3%	-3.5%	-2.3%	5.0%	2.2%
德国DAX全收益指数(欧元)	-0.6%	-2.1%	-3.3%	-1.9%	-2.4%	9.4%
道琼斯工业平均指数	-0.8%	-1.6%	-3.0%	-1.5%	-0.2%	0.8%
伦敦富时100指数	-1.4%	-2.5%	0.9%	2.9%	-3.2%	0.6%
韩国综合指数	-2.3%	-4.0%	-6.0%	-5.8%	-2.1%	7.7%
东京日经225指数	-2.8%	-4.3%	-6.8%	-5.4%	12.8%	8.8%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

MSCI 的全球股票指数中，今年以来表现最好的是美国市场，发达市场表现也不错，表现排名最后的是新兴市场。国庆期间除了美国指数小幅上涨以外，其他的指数都下跌，其中亚太地区的指数跌幅最大。

图表41：MSCI 股票指数

指数	国庆期间	近2周	近1个月	近3个月	近6个月	今年以来
MSCI美国	0.2%	-0.6%	-3.2%	-2.1%	5.3%	12.7%
MSCI发达市场	-0.3%	-0.9%	-3.3%	-3.0%	3.8%	10.0%
MSCI全球	-0.3%	-1.0%	-3.4%	-3.1%	3.1%	8.9%
MSCI新兴市场	-0.4%	-1.8%	-3.7%	-4.2%	-2.5%	0.6%
MSCI欧洲	-0.9%	-2.0%	-1.8%	-2.8%	-3.0%	3.1%
MSCI亚太地区	-1.1%	-2.7%	-4.3%	-3.7%	1.5%	5.7%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3.2 债券市场

3.2.1 美国国债利率上行

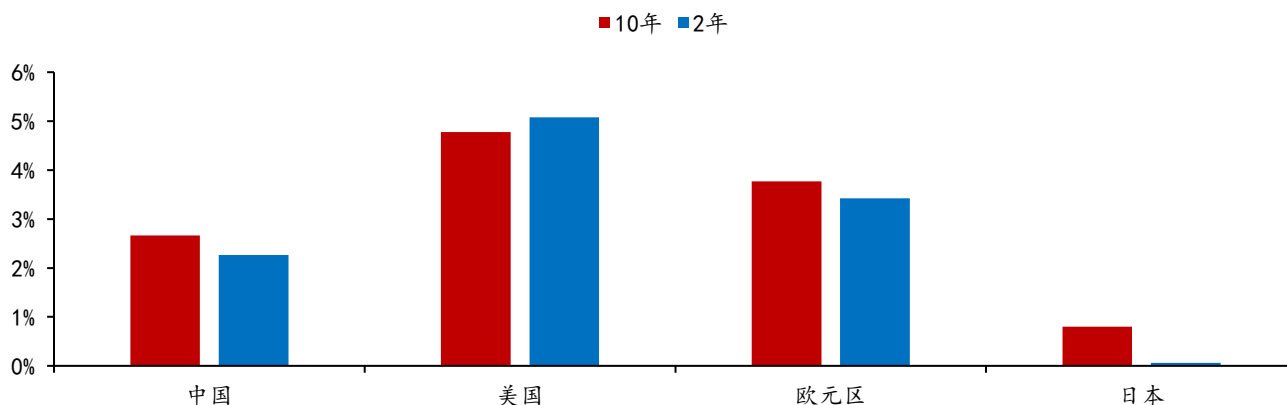
债券市场上，国庆期间美国 10 年期国债利率明显上行。今年以来美国国债利率上行幅度最大，其次是欧元区，再次是日本。

图表42：国债市场变化(基点)

期限	国债	国庆期间	近2周	近1个月	近3个月	近6个月	今年以来
10年期	中国		-1	3	3	-19	-18
	美国	19	34	48	73	148	90
	欧元区	-1	26	42	43	82	42
	日本	3	5	14	39	33	35
2年期	中国		-1	4	13	-14	-7
	美国	5	-2	7	9	126	88
	欧元区	-7	5	20	1	78	75
	日本	2	3	4	12	11	4

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

图表43：国债利率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3.3 外汇市场

3.3.1 汇率波动不大

假期期间美元兑人民币汇率在离岸市场和在岸市场总体变化不大，略微升值。美元指数变化不大，稍稍下行。美元兑日元汇率小幅升值。多数汇率变化的波动都没有超过 1%，只有澳元兑美元的贬值略超过了 1%。

图表44：汇率

名称	汇率	国庆期间变化
USDCNH:即期汇率	7.31	0.23%
USDCNY:即期汇率	7.30	0.16%
美元指数	106.11	-0.03%
欧元兑美元	1.05	-0.65%
美元兑日元	149.13	-0.04%
澳元兑美元	0.63	-1.12%
新西兰元兑美元	0.59	-0.76%
美元兑瑞郎	0.92	-0.16%
美元兑港币	7.83	-0.09%
美元兑新台币	32.30	-0.27%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

3.4 大宗商品市场

3.4.1 布伦特油价下跌，天然气价格上涨

大宗商品市场上，国庆期间布伦特原油价格下跌了 11.3%，从节前的 95 美元一桶价格下跌到 85 美元一桶。同时，NYMEX 天然气价格上涨 13.7%。LME 铜、伦敦现货黄金和 CBOT 大豆的价格分布下跌 4.2%、2.7%和 0.9%。

图表45：全球主要大宗商品（%）

变化	国庆期间	近2周	近1个月	近3个月	近6个月	今年以来
CRB现货指数:综合	0.0%	-0.9%	-0.7%	-0.6%	0.5%	-1.0%
布伦特原油	-11.3%	-9.3%	-5.9%	10.5%	-0.5%	-1.5%
NYMEX天然气	13.7%	26.6%	29.1%	26.3%	55.5%	-24.8%
LME铜	-4.2%	-2.7%	-4.3%	-4.7%	-10.2%	-6.0%
伦敦现货黄金	-2.7%	-5.5%	-5.1%	-4.7%	-10.4%	0.4%
CBOT大豆	-0.9%	-2.7%	-6.4%	-17.0%	-16.3%	-16.8%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

4. 海外数据看板

4.1 美国经济概览

图表46：美国经济

分类	指标(月度)	2023-08	2023-07	2023-06
就业	失业率	3.80%	3.80%	3.50%
	新增非农就业(万人)	33.6	18.7	18.7
通胀	核心PCE(同比)		3.88%	4.29%
	PCE(同比)		3.48%	3.40%
	核心CPI(同比)		4.30%	4.70%
	CPI(同比)		3.70%	3.20%
生产	工业生产环比		0.38%	0.71%
	工业生产同比		0.25%	-0.04%
	ISM制造业PMI	47.6	46.4	46
	ISM非制造业PMI	54.5	52.7	53.9
分类	指标(季度)	2023-06	2023-03	2022-12
GDP	GDP同比	2.47%	1.80%	0.88%
	GDP环比折年率	2.10%	2.00%	2.60%
GDP贡献率	贡献率:个人消费支出	1.14%	2.79%	0.70%
	贡献率:国内私人投资总额	0.57%	-2.22%	0.79%
	贡献率:净出口	-0.22%	0.58%	0.42%
	贡献率:政府消费支出和投资总额	0.58%	0.85%	0.65%

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

4.2 全球 PMI

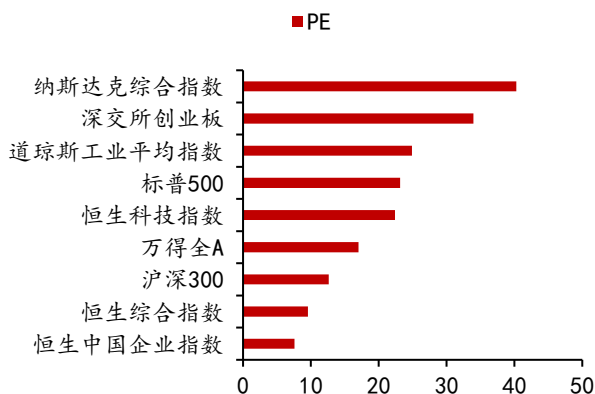
图表47：海外主要国家和地区采购经理指数 PMI

地区	指标	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04
美国	综合PMI	50.2	50.2	52	53.2	54.3	53.4
	制造业PMI	47.6	46.4	46	46.9	47.1	46.3
	非制造业PMI	54.5	52.7	53.9	50.3	51.9	51.2
欧元区	综合PMI	47.2	46.7	48.6	49.9	52.8	54.1
	制造业PMI	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8
	服务业PMI	48.7	47.9	50.9	52	55.1	56.2
日本	综合PMI	52.1	52.6	52.2	52.1	54.3	52.9
	制造业PMI	49.6	49.6	49.8	50.6	49.5	49.2
	服务业PMI	53.8	54.3	53.8	54	55.9	55.4
印度	综合PMI	60.9	61.9	59.4	61.6	61.6	58.4
	制造业PMI	58.6	57.7	57.8	58.7	57.2	56.4
	服务业PMI	60.1	62.3	58.5	61.2	62	57.8
英国	综合PMI	48.5	48.6	50.8	52.8	54	54.9
	制造业PMI	44.3	43	45.3	46.5	47.1	47.8
	服务业PMI	49.3	49.5	51.5	53.7	55.2	55.9
俄罗斯	综合PMI	55.9	53.3	55.8	54.4	55.1	56.8
	制造业PMI	52.7	52.1	52.6	53.5	52.6	53.2
	服务业PMI	57.6	54	56.8	54.3	55.9	58.1
加拿大	制造业PMI	48	49.6	48.8	49	50.2	48.6
巴西	综合PMI	50.6	49.6	51.5	52.3	51.8	50.7
	制造业PMI	50.1	47.8	46.6	47.1	44.3	47
	服务业PMI	50.6	50.2	53.3	54.1	50	51.8
澳大利亚	综合PMI	51.5	48	48.2	50.1	51.6	53
韩国	制造业PMI	48.9	49.4	47.8	48.4	48.1	47.6

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

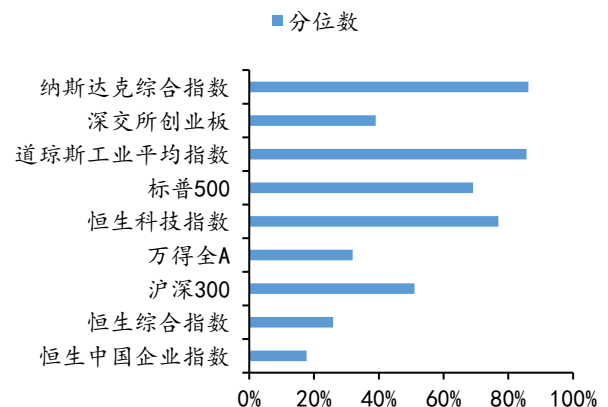
4.3 全球股市估值

图表48：主要股指市盈率



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表49：主要股指市盈率 2010 年以来分位数



资料来源：Wind，国联证券研究所

5. 风险提示

5.1 美联储持续鹰派的风险

美联储继续加息将增加经济硬着陆和金融系统出现风险的可能性，过度紧缩可能加速衰退的到来。

5.2 地缘政治冲突风险超预期

俄乌冲突等地缘政治冲突风险可能超预期，对未来世界宏观经济带来更大不确定性。

5.3 金融状况收紧超预期

金融体系很复杂，充满非线性的特征，金融状况可能在短时间迅速收紧而引发危机。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼