

# 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

## 美债供求压力何时缓解？

8月以来，在“软着陆”预期强化、原油价格上涨和长端美债供求关系趋于紧张等多重因素共振下，美债长端利率大幅上行，期限利差迅速收窄。进入新财年后，美国财政收支状况能否改善，美债供求压力能否趋缓？

### 热点思考：美债供求压力何时缓解？

今年美国国债发行规模显著上行，期限以短期为主，3季度财政部再融资例会后，中期国债发行量趋于上行。今年前9个月美债净发行1.8万亿美元，相比2022年增长45%。国库券占比最高，达88%，10年以上长期国债占比17%，2到10年的中期国债净发行规模最低。6月债务上限危机解除后，美国国债发行提速。中期国债净发行量明显上升。财政收入下降，支出上涨，融资缺口扩大是债券发行放量的主因。2023财年，美国财政赤字达1.7万亿美元，较2022财年增长23%。财政收入下降9%至4.4万亿美元，其中个人所得税收入下降17%至2.2万亿；财政支出方面，2023财年总支出下滑2%至6.1万亿，但其中，利息支出上涨23%达8790亿美元，社保支出上涨10%至1.4万亿美元。但以往的债券高发未必推高收益率，一方面受债券发行的期限结构影响，另一方面受需求侧影响。今年，传统的美债需求方整体走弱，但美国家庭和非营利部门购买美债规模明显上升，主要反映了美国对冲基金的购债行为，对冲基金购债受对冲成本及杠杆率的制约，当前美债总敞口排名前50的基金杠杆已明显上升，或将抑制后续的需求释放。海外整体减持美债，其中官方机构减持规模较大，私人机构上半年有所增持，但近期已明显回落。官方机构净购买规模在2015年后持续缩减，疫情后有所回升，今年以来延续下降。海外私人机构主要包括各国养老金等，日本寿险公司最为典型，在美债期限结构倒挂和套汇成本居高不下的情况下，日本私人投资机构的购债行为或同样受到制约。短期内，美国议长选举及拨款法案存在不确定性，国债发行规模或仍处于高位。9月，美国财政赤字金额由8月的盈余893亿美元扩大至赤字1710亿美元。四季度美国众议院议长需重新选举，国会需要在11月17日前通过2024年正式财政拨款，仍然存在较大不确定性。参考TBAC在不同情景下的发债预测，四季度，国债发行仍可能处于高位。明年财政支出可能放缓，财政赤字或有所收敛，国债融资需求可能下降。拜登政府计划对居民和企业加税以弥补财政赤字，企业最低税和股票回购税已立法通过。CBO及OMB预计明年财政收入分别回升至4.8和5万亿美元。明年非国防支出需由2023年的7440亿削减至7040亿美元，法定支出伴随财政补贴退坡也将缩减。明年财政赤字率或将由今年的6.3%下降至5.8%，赤字金额或将由今年的1.7万亿美元降至1.57万亿美元，预计国债融资需求或将下降。

### 海外事件&数据：鲍威尔暗示将继续暂停加息，美国零售消费增速超预期，地产销售下降

鲍威尔暗示美联储将继续暂停加息。10月19日，美联储主席鲍威尔在纽约经济俱乐部发表讲话，表示11月1日的议息会议上或维持利率不变，收益率上升可能意味着无需更多加息。截至10月21日，CME FEDWATCH显示美联储11月加息概率降至0%，美国9月消费数据公布后，明年OIS隐含利率变动较低。TGA存款大幅上升1280亿美元。美国零售消费增速超预期。美国9月零售消费环比增0.7%，大幅超出市场预期值0.3%，前值0.8%。9月消费同比3.8%，前值2.9%。不包括机动车辆及零部件店的核心零售同比3.2%，前值2.5%。分项当中，杂货商店零售回升较快，环比增3%，汽车及零部件，环比增1%。家具、家电、建筑材料等耐用品消费增速较差，同比分别为-5.9%、-2%、-4%。美国地产销售下降，新屋开工上升。美国9月成屋销售总数年化396万户，预期389万户，前值404万户。9月成屋销售环比跌2%，预期跌3.7%。9月新屋开工136万套，前值127万套。截至10月26日，美国30年期抵押贷款利率为7.6%，较9月底的7.3%上升30BP，较上周上升6BP。15年期抵押贷款利率为6.9%，较9月底的6.7%上升20BP。

### 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：美债供求压力何时缓解？	4
（一）美国国债发行规模为何高增长？财政收入下降，支出上涨，融资缺口扩大	4
（二）谁在买美债？需求方承接能力及意愿整体下降	5
（三）未来融资缺口还有多大？短期内，国债发行或处于高位，明年融资缺口或缩小	7
二、海外基本面&重要事件	9
（一）货币与财政：鲍威尔暗示美联储将继续暂停加息	9
（二）生产与就业：美国初请失业金人数下降	11
（三）消费与出行：美国零售消费增速超预期	11
（四）通胀与能源：原油价格回升	13
（五）地产与信贷：美国地产销售下降，新屋开工上升	13
风险提示	14

## 图表目录

图表 1：今年美国国债净发行规模较去年明显提高	4
图表 2：今年国债发行期限结构短债占比更高	4
图表 3：2023 年美国财政赤字明显上涨	4
图表 4：美国个税收入，联储利润上缴额大幅下降	4
图表 5：债券发行未必推高国债收益率	5
图表 6：美债不同期限发行与净购买	5
图表 7：美国个人通过储蓄国债直接购债，但规模较低	5
图表 8：今年美国家庭及非营利部门购债规模上升	5
图表 9：对冲基金杠杆率已明显抬升	6
图表 10：银行准备金已回落	6
图表 11：海外私人与官方投资者购买美债规模均下降	6
图表 12：2016 年后，中国、日本净买入美债规模下降	6
图表 13：全球贸易触顶萎缩	6
图表 14：美元作为储备货币占比走低	6
图表 15：美联储缩表的进程（持有国债余额）	7
图表 16：美联储缩表的进程（国债的变化）	7
图表 17：四季度债券发行计划仍较高	8
图表 18：联邦赤字 9 月继续增加	8
图表 19：企业最低税及回购税明年将提供额外	8

图表 20:	OMB 及 CBO 预计 2024 年财政收入将增加.....	8
图表 21:	《通胀削减法案》对钢铁等传统行业增速, 对电气设备等关键行业减少税负.....	9
图表 22:	明年财政自主性支出预计将削减.....	9
图表 23:	2024 年美国财政赤字率、赤字金额或将下降.....	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 446 亿美元.....	10
图表 26:	美联储逆回购规模下降.....	10
图表 27:	截至 9 月 16 日, 美联储加息概率.....	11
图表 28:	9 月 OIS 隐含利率变动较低.....	11
图表 29:	美国 10 月 14 日当周初请失业 22 万人.....	11
图表 30:	美国 10 月 9 日当周新增职位数量下降.....	11
图表 31:	美国 9 月零售消费环比增速.....	12
图表 32:	美国红皮书零售同比 4.6%, 前值 4.0%.....	12
图表 33:	美国红皮书零售增速弱于季节性.....	12
图表 34:	美国纽约交通拥堵情况回落.....	12
图表 35:	德国航班飞行次数高于 2022 年.....	12
图表 36:	德国 10 月外出用餐人数同比回升.....	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 95 美元, WTI 价格 88 美元.....	13
图表 39:	本周, IPE 英国天然气 124 便士.....	13
图表 40:	美国 9 月成屋销售下降.....	14
图表 41:	美国 9 月新屋开工上升.....	14
图表 42:	美国 30 年期抵押贷款利率升至 7.6%.....	14
图表 43:	美国二手房挂牌价增速有所反弹.....	14

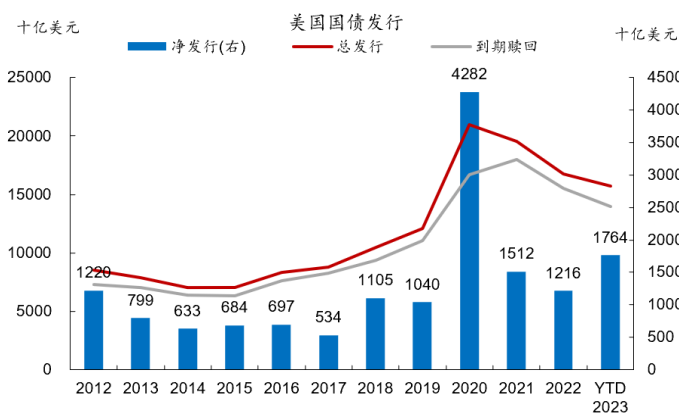
8月以来，在“软着陆”预期强化、原油价格上涨和长端美债供求关系趋于紧张等多重因素共振下，美债长端利率大幅上行，期限利差迅速收窄。进入新财年后，美国财政收支状况能否改善，美债供求压力能否趋缓？

## 一、热点思考：美债供求压力何时缓解？

### （一）美国国债发行规模为何高增长？财政收入下降，支出上涨，融资缺口扩大

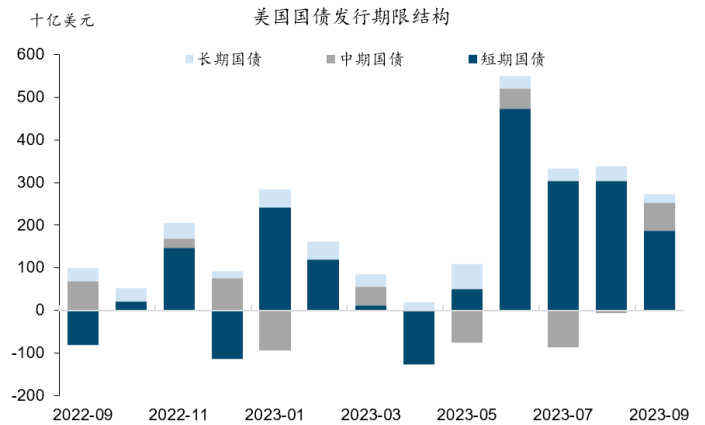
今年美国国债发行规模显著上行，前9个月高达1.8万亿。期限方面以短期为主，3季度财政部再融资例会后，中期国债发行量趋于上行。今年以来，美国国债发行量大幅上涨，截至9月，全年国债总发行规模达15.7万亿美元，净发行1.8万亿美元，相比2022年增长45%。国债发行规模创近三年新高，也大幅高于疫情前中枢水平。从国债发行结构上看，今年美债净发行量中，1年以下短债占比最高，达88%，10年以上长期国债占比17%，2到10年的中期国债净发行规模最低。发行节奏上，5月之前，国债发行较平缓，6月债务上限危机解除后，美国国债发行提速，4个月内净发行达1.4万亿，且短债发行规模逐月下降，中期国债净发行量明显上升。

图表1：今年美国国债净发行规模较去年明显提高



来源：Bloomberg，国金证券研究所

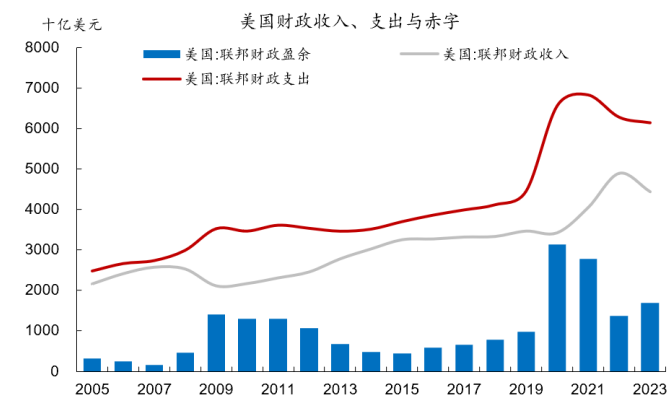
图表2：今年国债发行期限结构短债占比更高



来源：Bloomberg，国金证券研究所

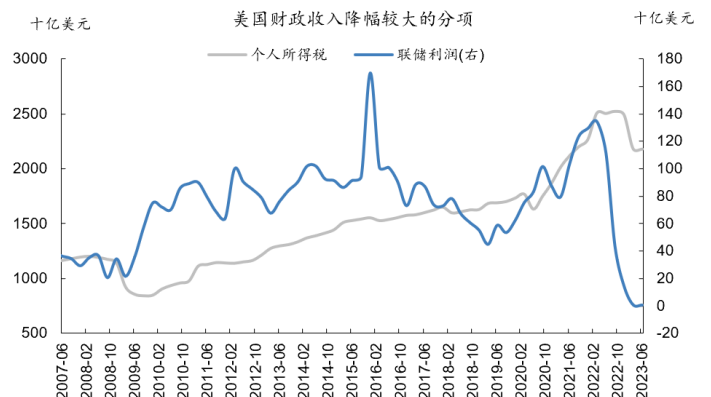
财政收入下降，支出上涨，融资缺口扩大是债券发行放量的主因。2023财年（2022年10月-2023年9月），美国联邦政府财政赤字达到近1.7万亿美元，较2022财年增长了23%。联邦财政收入下降了9%至4.4万亿美元，其中个人所得税收入下降17%至2.2万亿，个税下降一方面是因为纳税递延，另一方面，是由于资产市场表现较差，引起非预扣个人所得税下滑。此外，美联储上缴利润受加息的影响大幅下降，由2021年末的1290亿降至今年二季度的6亿美元。财政支出方面，2023财年总支出下滑2%至6.1万亿。但其中，利息支出上涨23%达8790亿美元，社保支出上涨10%至1.4万亿美元。

图表3：2023年美国财政赤字明显上涨



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表4：美国个税收入，联储利润上缴额大幅下降

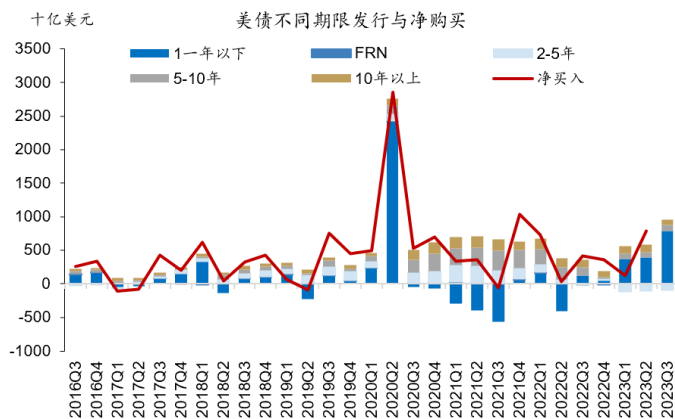
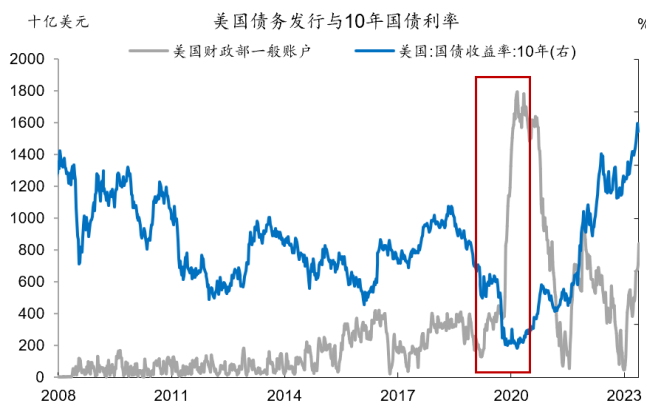


来源：Bloomberg，国金证券研究所

但以往的债务高发未必推高收益率，除了受经济基本面和货币政策影响外，还与债券发行的期限和需求有关。历史上，美国国债的集中发行往往出现在资金需求上涨或债务上限解除后。例如 2020 年二季度，美国为应对疫情短期内净发行 2.75 万亿的国债；2021 年四季度，美国提高债务上限后，财政部国债净发行了 0.7 万亿。但债券发行放量并不必然推高国债收益率。除了众所周知的避险和 QE 等因素之外，还与美债供求有关：其一，2020 年二季度的国债发行集中在短期，对长期国债收益率的推高较为有限；其二，则与需求方的承接能力相关，2021 年四季度发行放量的同时，净买入量也对应上升。

图表5: 债券发行未必推高国债收益率

图表6: 美债不同期限发行与净购买



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

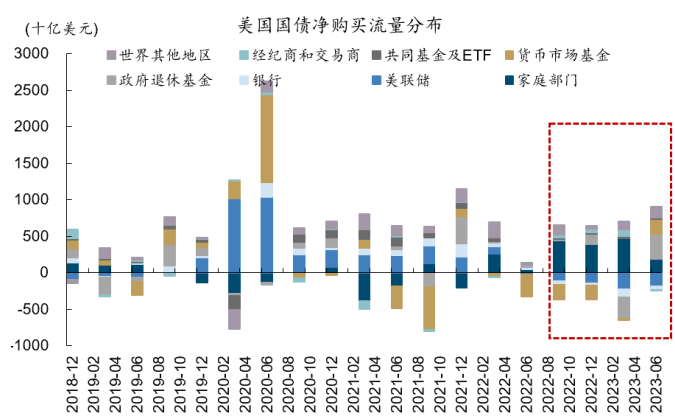
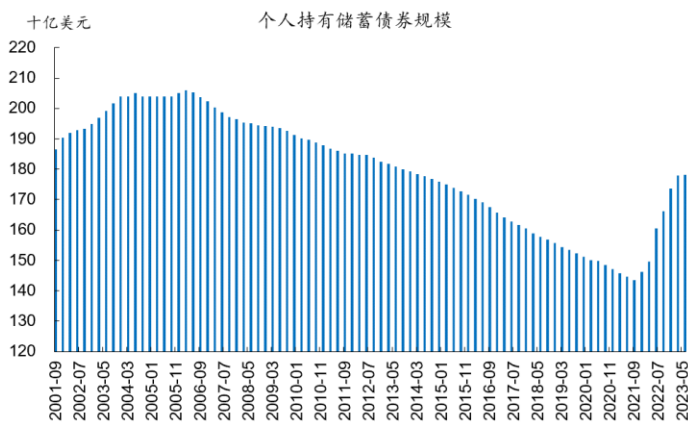
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

## (二) 谁在买美债? 需求方承接能力及意愿整体下降

今年，美债需求整体走弱（尤其是长端），家庭和非营利部门成为主要购买者。家庭和非营利组织包含两大部门，一是个人投资者，美国个人投资者可以通过美国财政部 Treasury Direct 网站直接购买美国国债，面向个人投资者的国债为储蓄债券（Saving Bonds），每人每年仅可够买 1 万美元，总量较低。今年上半年家庭和非营利部门购买美债规模约 6680 亿美元，储蓄债券净购买约 150 亿美元，个人购债无法解释家庭和非营利部门的总购债上升。家庭和非营利部门的另一大构成是对冲基金，根据美联储自身的解释，对冲基金尚未完全纳入联储金融账户中，因而划分至家庭部门，对冲基金购债受到对冲成本及杠杆率的影响，美债总敞口排名的前 50 的基金杠杆已明显上升，或将抑制后续的需求释放。

图表7: 美国个人通过储蓄国债直接购债，但规模较低

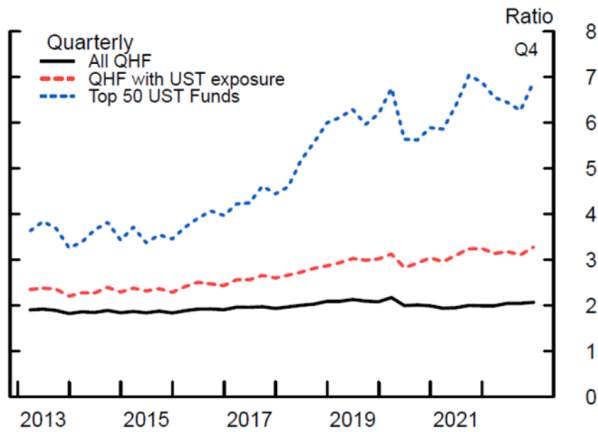
图表8: 今年美国家庭及非营利部门购债规模上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

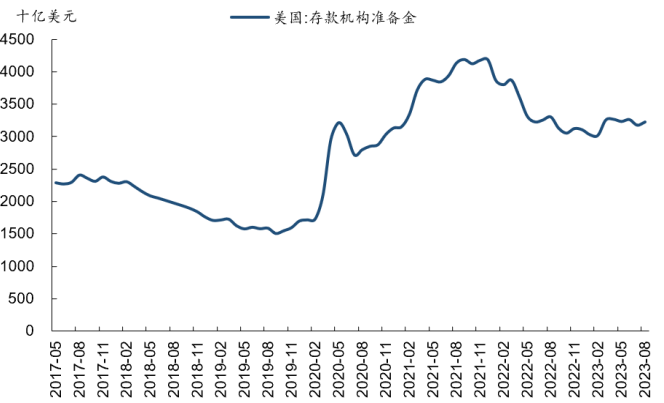
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表9: 对冲基金杠杆率已明显抬升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表10: 银行准备金已回落

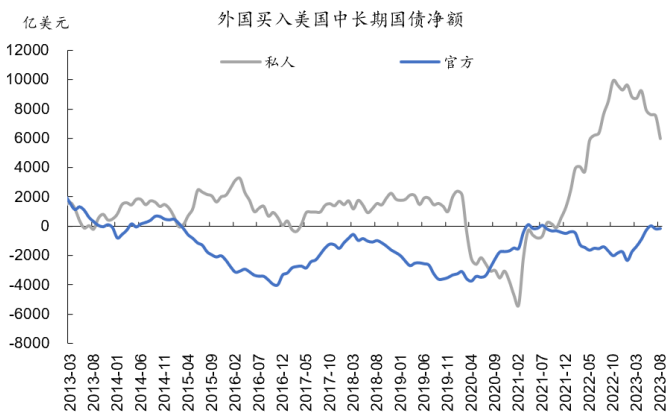


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

海外机构整体减持美债,其中外国官方机构减持规模较大,海外私人机构上半年有所增持,但近期已明显回落。外国投资者是美债的主要需求方,持有美债占比达30%,外国投资者包括外国官方(央行)以及外国私人机构。外国官方购买美债主要是作为外汇储备以及安全资产投资。中、日是持有美债规模最高的两个国家,但官方机构购债规模在2015年后持续缩减,疫情后有所回升,今年以来仍下降。海外私人机构主要包括各国养老金等,日本寿险公司最为典型,在美债期限结构倒挂和套汇成本居高不下的情况下,日本私人投资机构的购债需求同样受到制约。

图表11: 海外私人与官方投资者购买美债规模均下降

图表12: 2016年后,中国、日本净买入美债规模下降



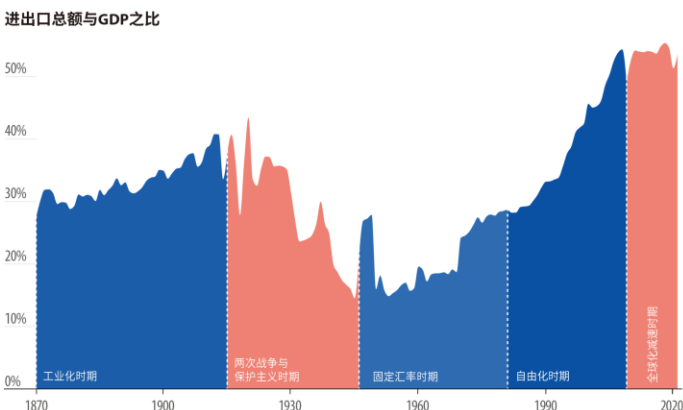
来源: Bloomberg, 国金证券研究所



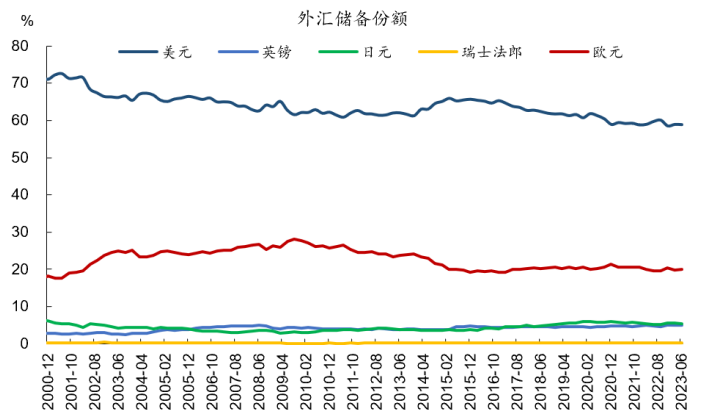
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表13: 全球贸易触顶萎缩

图表14: 美元作为储备货币占比走低



来源: Bloomberg, 国金证券研究所



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

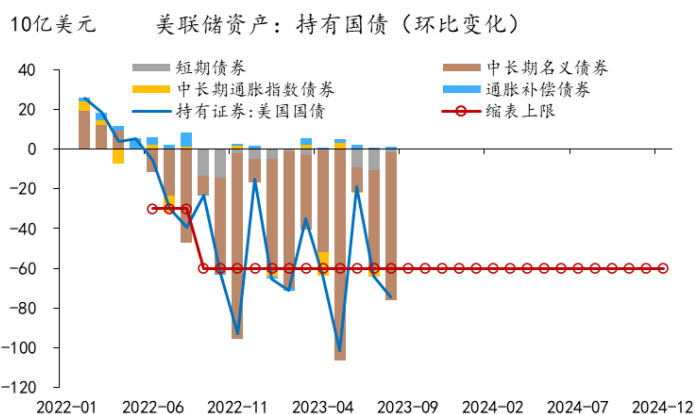
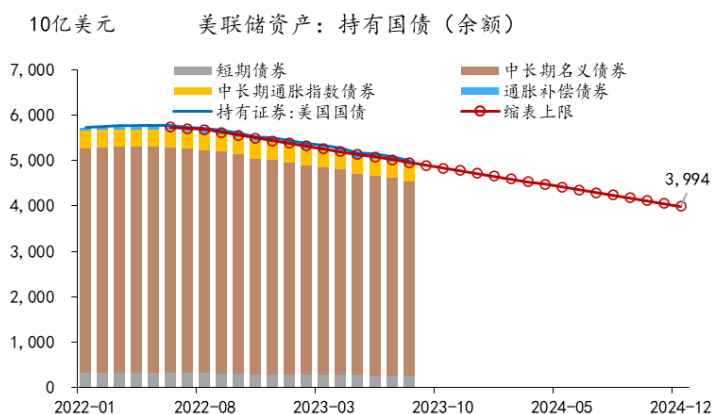
作为美债的第二大持有主体，美联储的缩表计划至关重要。短期内，由于缩表计划仍在推进，美联储持有的份额仍将维持下行态势。截止到8月23日，美联储总资产高达8.1万亿（相比2022年5月缩表前减少了约7,700亿）。其中，持有的美债规模为5万亿（占资产的比重为62%），占公众持有的美债的比例约为20%；中长期名义债券4.3万亿（占比53%），占公众持有的中长期名义债券的24%（公众持有的中长期名义债券规模约18万亿）。所以，一边是美联储减持美债，另一边是财政部增加美债发行，货币市场的流动性压力自然是趋于上行的，但其对期限溢价的抬升或有限。

以每月950亿美元缩表上限估计（假设GDP按名义潜在增速），准备金/GDP的比重将于2024年1季度下降到8%以下（7.7%）。如果按照广义准备金计算，该时点将延迟至2025年3季度（8%）。所以，逆回购将在多大程度上转化为准备金是缩表进程中的不确定性因素。非极端场景下，缩表的终点或落在2024年1季度-2025年3季度之间。

值得强调的是，不应静态地理解8%或9-11%标准。因为，后疫情时代的金融监管标准和银行的流动性偏好都不完全相同。所以，在2023年1月20日的这次演讲中，沃勒做出了一些修正，认为“银行的增长速度更快……因此储备金（/GDP）的目标应该是11%-12%”。按照当前的缩表进度推进，缩表结束的时间或位于2024年4季度前后（广义准备金/GDP约为11%）。

图表15: 美联储缩表的进程（持有国债余额）

图表16: 美联储缩表的进程（国债的变化）



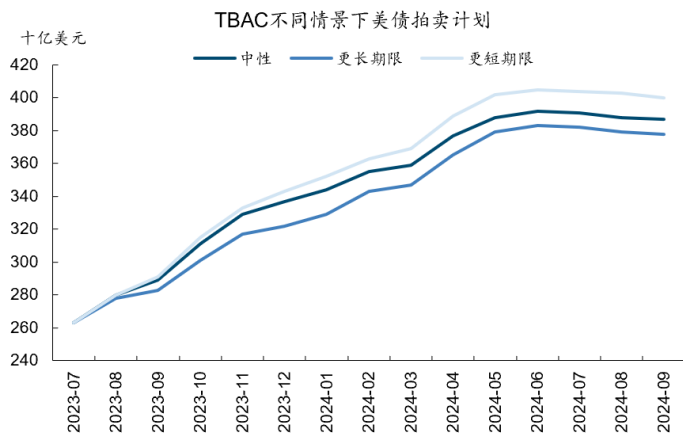
来源：SOMA、国金证券研究所

### （三）未来融资缺口还有多大？短期内，国债发行或处于高位，明年融资缺口或缩小

短期内，美国议长选举及拨款法案存在不确定性，国债发行规模或仍处于高位。今年9月，美国财政赤字金额继续扩大，由8月的盈余893亿美元扩大至赤字1710亿美元。8月份受学生贷款减免被取消的影响，财政支出下降，财政盈余上升，但该事件为一次性的偶发事件，财政盈余是“技术性”的<sup>1</sup>。短期内，四季度美国财政仍然存在不确定性，一方面是众议院议长需重新选举，另一方面是，国会需要在11月17日前通过2024年正式财政拨款，否则将可能面临政府停摆。参考TBAC在不同情景下的发债预测，四季度，国债发行量仍有可能上升。

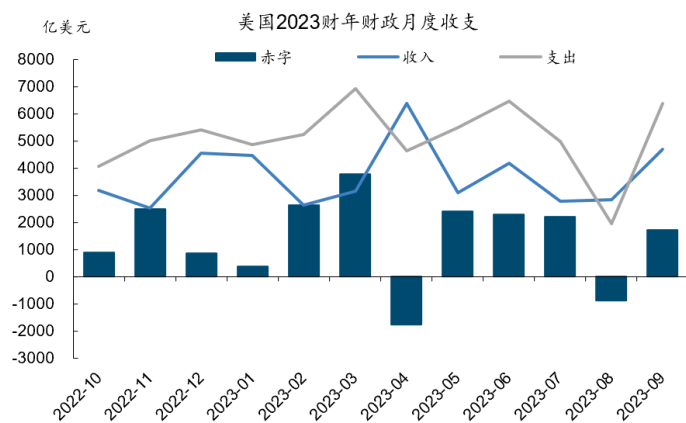
<sup>1</sup> 参考CBO 2023年9月月报：<https://www.cbo.gov/publication/59544>

图表17: 四季度债券发行计划仍较高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

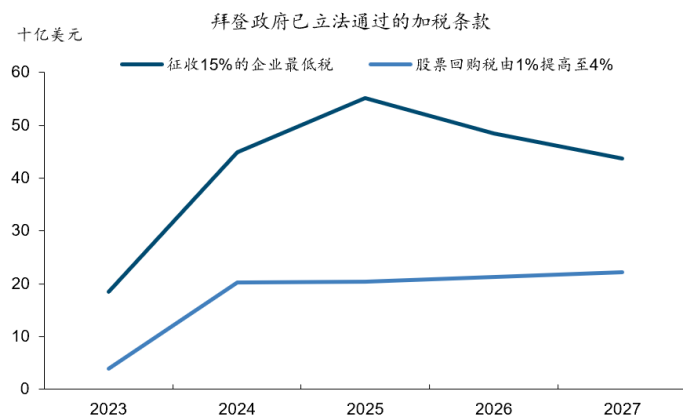
图表18: 联邦赤字9月继续增加



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

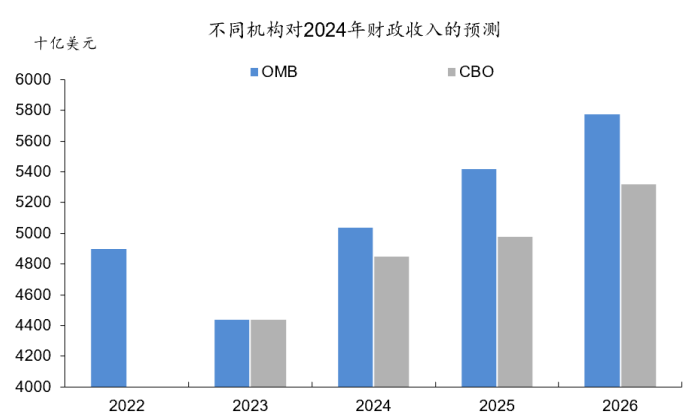
明年美国财政收入预计将有所回升。拜登政府计划通过对居民和企业加税以弥补财政赤字, 现阶段已立法通过的主要为企业最低税和提高股票回购税。《通胀削减法案》规定对年收入超过 10 亿美元的企业征收 15% 的最低企业税, 预计 2024 年带来 450 亿美元收入, 且在结构上企业最低税条款主要削减了新兴行业的税收负担, 半导体、电气设备等行业新增负担较低, 增加了钢铁、企业、公用事业等传统行业税收负担。此外, 《通胀削减法案》也规定将股票回购税由 1% 提高至 4%, 预计将使 2024 年收入增加 160 亿美元。CBO 及 OMB 也预计明年财政收入分别回升至 4.8 和 5 万亿美元。但拜登政府较为重视的增加企业所得税至 28% 以及亿万富翁税能否通过仍具有较高不确定性。

图表19: 企业最低税及回购税明年将提供额外



来源: GS, 国金证券研究所

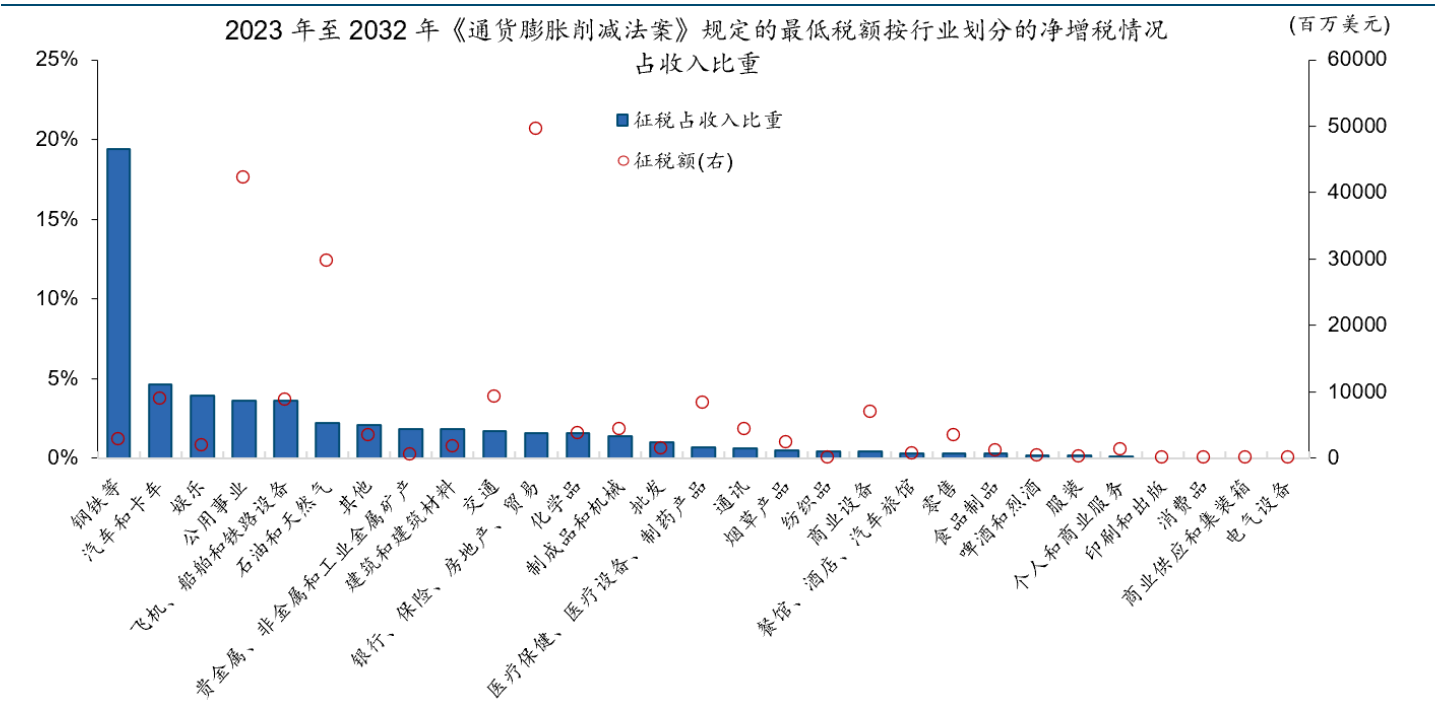
图表20: OMB 及 CBO 预计 2024 年财政收入将增加



来源: Bloomberg, 国金证券研究所



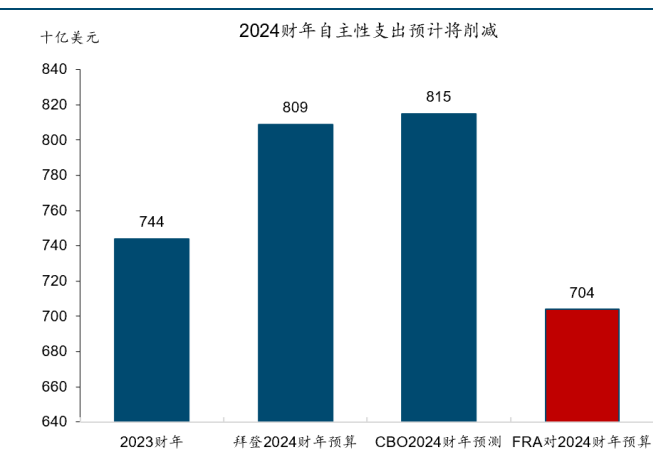
图表21: 《通胀削减法案》对钢铁等传统行业增速, 对电气设备等关键行业减少税负



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

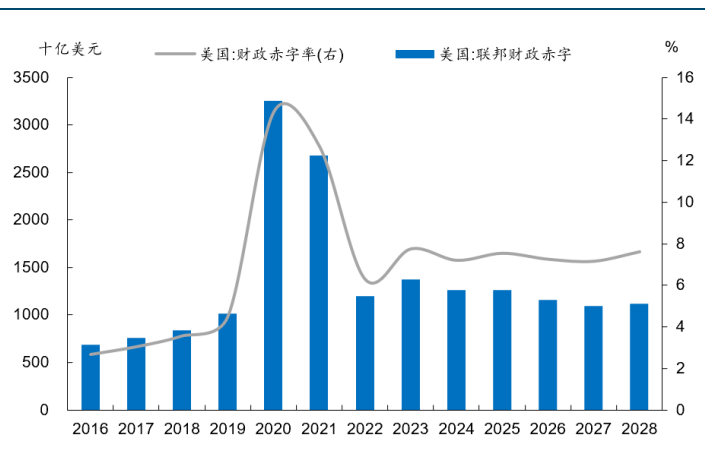
明年财政支出可能放缓, 财政赤字或将有所收敛, 国债融资需求可能放缓。财政支出方面, 《2023 财政责任法案》要求将 2024 年自由可支配支出削减至 1.6 万亿, 其中非国防支出需由 2023 年的 7440 亿削减至 7040 亿美元。法定支出伴随通胀放缓与财政补贴退坡也将缩减。CBO 预测 2024 年的财政法定支出将下降约 1500 亿美元。财政赤字方面, 在收入改善, 支出回落的影响下, 明年财政赤字率或将由今年的 6.3% 下降至 5.8%, 赤字金额或将由今年的 1.7 万亿美元降至 1.57 万亿美元, 因而国债融资需求或将放缓。

图表22: 明年财政自主性支出预计将削减



来源: GS, 国金证券研究所

图表23: 2024年美国财政赤字率、赤字金额或将下降



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

## 二、海外基本面&重要事件

### (一) 货币与财政: 鲍威尔暗示美联储将继续暂停加息

鲍威尔暗示美联储将继续暂停加息。10月19日, 美联储主席鲍威尔在纽约经济俱乐部发表讲话, 表示11月1日的议息会议上或维持利率不变, 收益率上升可能意味着无需更多加息。10月18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

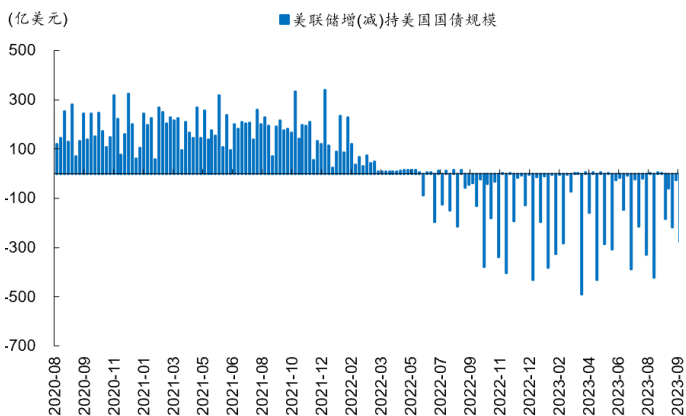
债端，逆回购规模下降，准备金上升，TGA 存款上升 1280 亿美元。货币市场基金规模下降 990 亿美元。10 月 11 日当周，美国商业银行存款上升 210 亿，大型银行存款上升 250 亿美元。截至 10 月 21 日，CME FEDWATCH 显示美联储 11 月加息概率降至 0%，美国 9 月消费数据公布后，明年 OIS 隐含利率变动较低。

图表24：美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	10-18	10-11	10-04	09-27	09-20	09-13	09-06
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↓ -19	7933.2	7952.1	7955.8	8002.1	8024.1	8098.8	8101.3
	其他贷款	十亿美元	↓ -5	169.6	174.6	179.1	198.1	201.1	249.6	249.3
	一级信贷	十亿美元	↑ 0	3.0	2.6	2.8	3.2	3.1	2.7	2.1
	银行定期融资计划	十亿美元	↓ 0	108.8	108.9	107.7	107.7	107.6	108.0	107.9
	其他信贷工具	十亿美元	↓ -5	53.2	58.3	63.7	81.9	85.0	133.4	133.8
	逆回购	十亿美元	↓ -81	1448.9	1529.8	1632.0	1755.1	1804.7	1835.6	1899.9
	储备金	十亿美元	↓ -65	3250.2	3315.7	3240.7	3168.5	3144.4	3310.5	3290.5
	TGA	十亿美元	↑ 128	841.1	713.0	679.0	672.1	661.7	537.4	481.6
	商业银行									
	现金	十亿美元	↑ 105		3419.7	3314.9	3272.0	3237.0	3404.6	3380.8
	消费贷	十亿美元	↑ 1		1904.3	1903.5	1911.2	1899.2	1900.9	1902.1
	住房贷款	十亿美元	↑ 3		2565.2	2561.7	2560.0	2562.3	2563.7	2560.3
	商业地产贷款	十亿美元	↓ -1		2941.4	2942.4	2944.0	2941.5	2940.8	2939.6
工商业贷款	十亿美元	↑ 1		2750.6	2749.3	2745.0	2737.8	2734.9	2738.8	
存款	十亿美元	↑ 21		17353.4	17332.8	17290.5	17238.1	17322.7	17339.3	
大银行存款	十亿美元	↑ 25		10792.7	10768.1	10753.8	10693.5	10759.7	10796.1	
小银行存款	十亿美元	↓ 0		5287.0	5287.1	5259.0	5255.6	5281.3	5285.4	
货币市场基金	十亿美元	↓ -99	5607.6	5706.5	5708.0	5643.9	5637.6	5644.9	5627.1	
流动性价格型指标	隔夜融资市场									
	SOFR-IORB	BP	↓ -1.0	-10.0	-9.0	-8.0	-8.0	-10.0	-10.0	-10.0
	EFFR-IORB	BP	↓ 0.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0
	美元融资市场									
	LIBOR-OIS	BP	↑ 0.9	18.7	18.1	17.2	16.0	16.0	15.8	14.7
	TED利差	BP	↑ 2.2	6.7	4.5	7.4	7.2	9.8	12.1	10.9
	票据与信用债市场									
	Master企业债利差	BP	↑ 2.0	129.0	127.0	129.0	121.0	120.0	124.0	123.0
票据利差	BP	↓ -10.0	5.0	15.0	7.0	11.0	4.0	10.0	10.0	
离岸市场										
欧元兑美元互换基差	BP	↑ 0.4	-26.1	-26.5	-29.8	-11.8	-9.9	-9.9	-11.8	
日元兑美元互换基差	BP	↓ -1.5	-59.8	-58.3	-60.1	-43.9	-37.5	-33.9	-33.9	

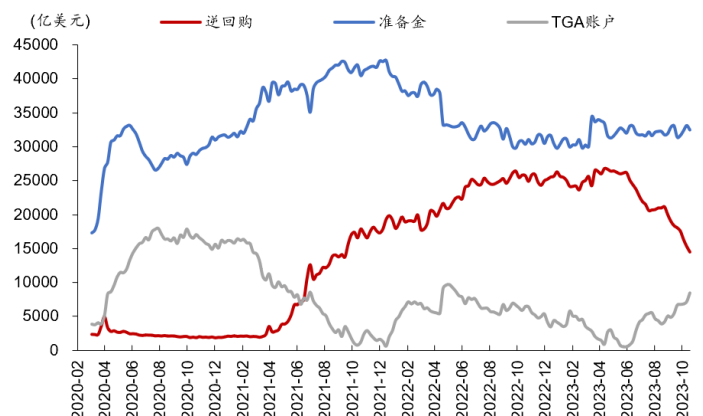
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表25：美联储8月缩表规模446亿美元



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表26：美联储逆回购规模下降



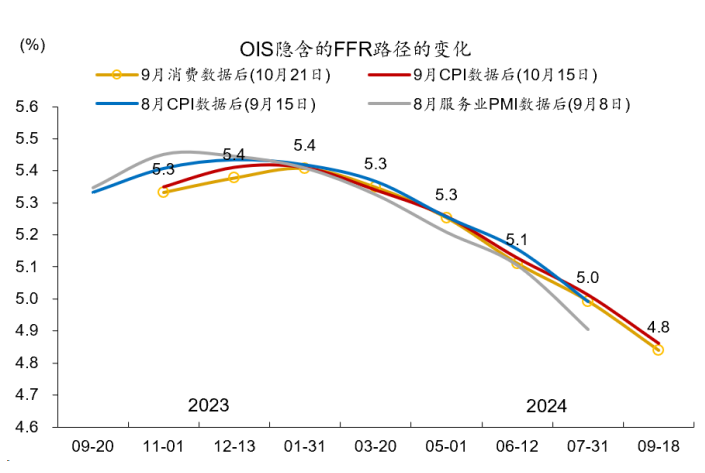
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表27: 截至9月16日, 美联储加息概率

区间/日期	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11
575-600	0	0	0	0	2	2	1	1	0	0	0
550-575	0	2	0	20	26	22	14	7	4	2	1
525-550	90	98	100	80	72	64	47	30	18	11	7
500-525	10	0	0	0	0	13	34	40	35	26	20
475-500	0	0	0	0	0	0	5	19	31	33	30
450-475	0	0	0	0	0	0	0	3	12	21	26
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	1	7	13
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	3
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: 9月OIS隐含利率变动较低

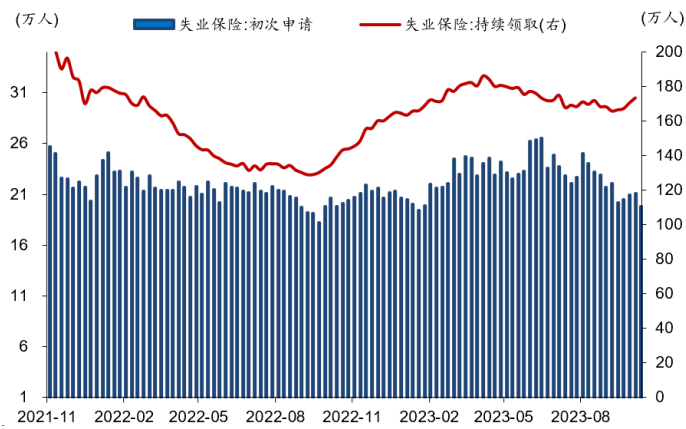


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

### (二) 生产与就业: 美国初请失业金人数下降

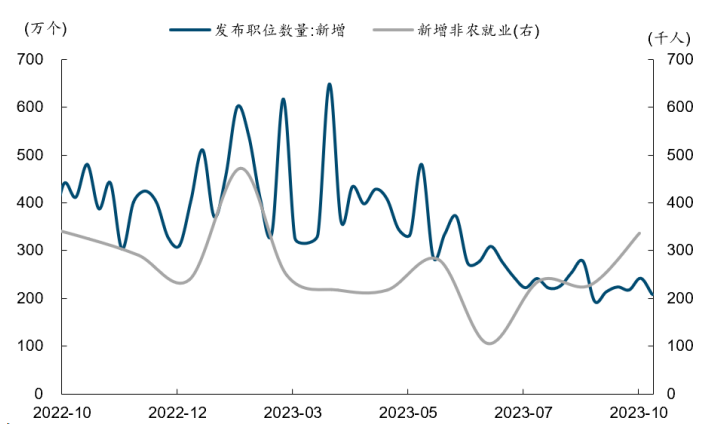
10月14日当周美国初请失业金人数20万人, 前值21万人, 续请失业人数173万人, 前值171万人。10月9日当周新增职位数量208万, 前值242万; 活跃职位数量2177万, 前值2243万。

图表29: 美国10月14日当周初请失业22万人



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表30: 美国10月9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: 美国零售消费增速超预期

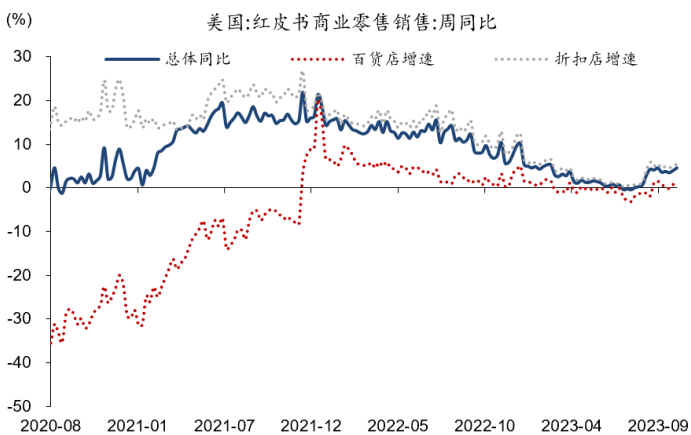
美国零售消费增速超预期。美国9月零售消费环比增0.7%, 大幅超出市场预期值0.3%, 前值0.8%。10月14日当周, 美国红皮书零售增速4.6%, 前值4.0%, 其中百货店增速1.8%, 前值0.7%, 折扣店增速5.4%, 前值5%。德国外出用餐人数10月19日当周同比1.5%, 美国-5%, 纽约拥堵指数回升, 美国TSA安检人数小幅回落。

图表31: 美国9月零售消费环比增速

美国消费环比增速	月度变化	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12
零售和食品服务总计	↓ -0.08	0.71	0.79	0.56	0.20	0.66	0.43	-0.91	-0.66	2.80	-0.72
零售总计	↓ -0.16	0.68	0.84	0.51	0.13	0.53	0.43	-1.06	-0.42	2.49	-0.77
机动车辆及零部件	↑ 0.65	1.03	0.38	-0.26	0.53	1.69	0.85	-1.28	-1.12	6.77	-1.70
家具和家用装饰	↑ 0.58	-0.05	-0.63	-1.64	1.58	-0.80	-2.15	-2.54	-6.51	10.15	-1.85
电子和家用电器	↓ -2.00	-0.80	1.20	-0.99	0.32	1.47	-0.90	-0.47	-0.18	12.36	-0.59
建筑材料、园林设备及物料	↓ -0.72	-0.16	0.56	0.12	-1.30	1.42	-0.10	-3.54	0.15	0.38	0.80
食品和饮料店	↑ 0.12	0.38	0.26	0.67	-0.40	0.01	-0.13	-0.31	0.43	-0.47	-0.47
保健和个人护理	↓ -0.31	0.79	1.10	0.06	0.26	1.09	0.83	0.34	1.61	4.54	-3.28
加油站	↓ -5.83	0.88	6.71	0.29	-0.62	-2.94	-1.03	-0.88	-1.78	-0.37	-5.59
服装及服装配饰	↓ -1.47	-0.80	0.67	1.23	0.15	0.18	0.14	-1.25	-2.47	3.55	-0.52
运动商品、业余爱好物品、书及音乐	↑ 1.98	-0.04	-2.02	1.66	-0.66	0.15	-0.29	-0.02	-1.37	0.80	0.31
日用品商场	↑ 0.05	0.45	0.40	0.99	-0.10	0.44	0.79	-2.54	-0.09	1.91	0.08
杂货店零售业	↑ 6.60	2.97	-3.63	-1.35	1.28	-1.03	1.39	-0.05	-1.99	5.97	0.35
食品服务和饮吧	↑ 0.51	0.94	0.43	0.94	0.65	1.56	0.50	0.14	-2.26	4.95	-0.37

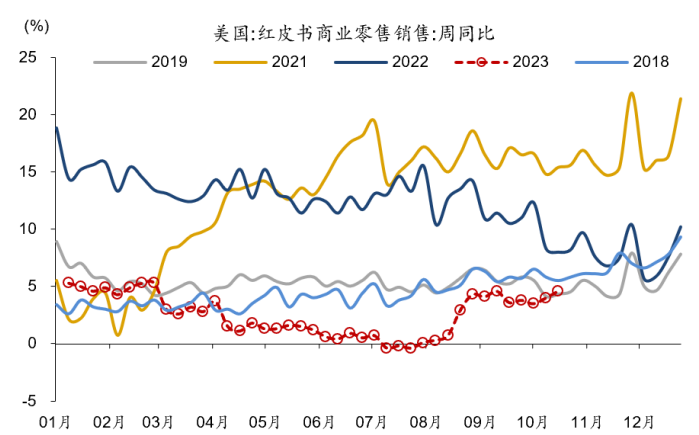
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表32: 美国红皮书零售同比4.6%, 前值4.0%



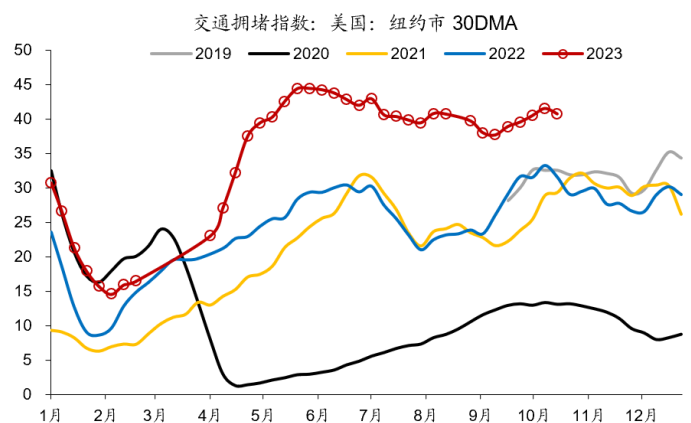
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表33: 美国红皮书零售增速弱于季节性



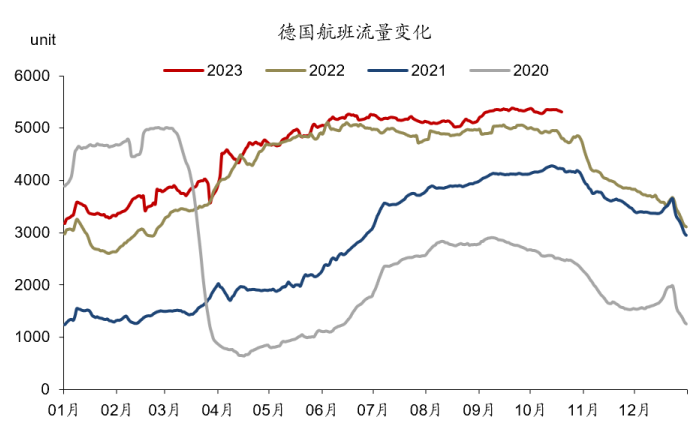
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表34: 美国纽约交通拥堵情况回落



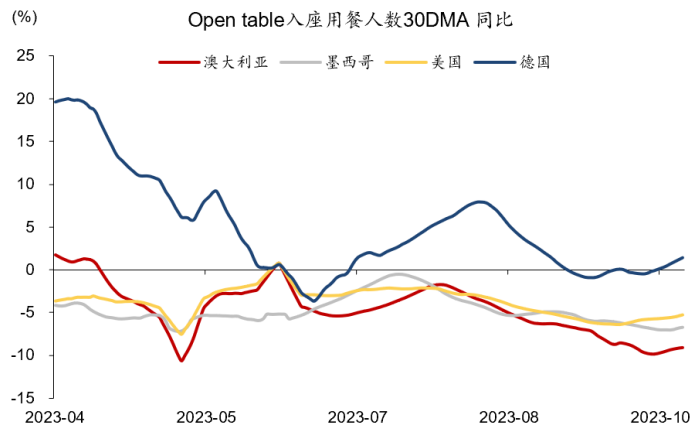
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表35: 德国航班飞行次数高于2022年

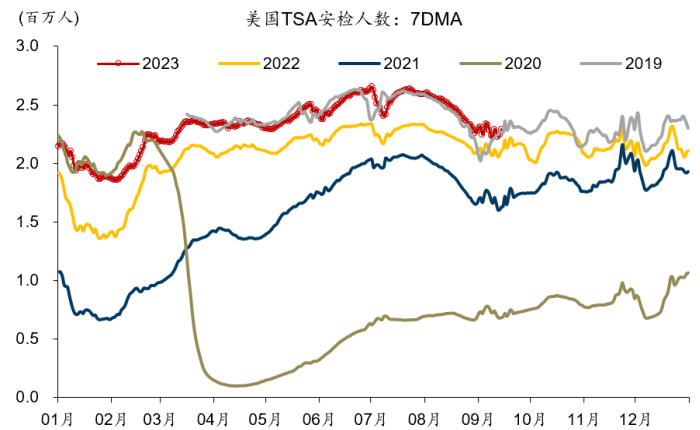


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表36: 德国 10 月外出用餐人数同比回升



图表37: 美国 TSA 安检人数小幅回落



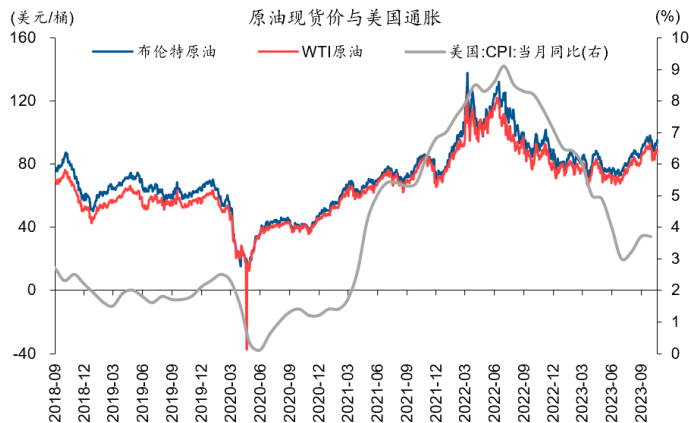
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

#### (四) 通胀与能源: 原油价格回升

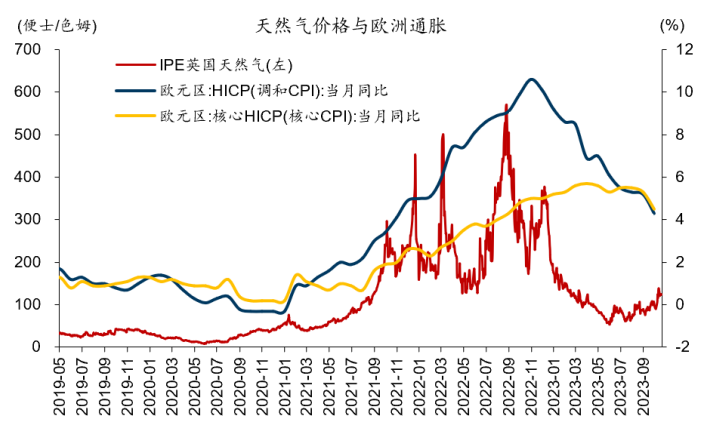
截至 10 月 20 日, 布油录得 95.2 美元每桶, 上周 93 美元; WTI 原油录得 88 美元, 上周 87.7 美元; 英国天然气录得 124 便士/色姆, 上周 139 便士。NYMEX 天然气 2.9 美元/百万英热单位, 上周 3.2 美元。

图表38: 本周, 布油价格 95 美元, WTI 价格 88 美元



来源: WIND、国金证券研究所

图表39: 本周, IPE 英国天然气 124 便士

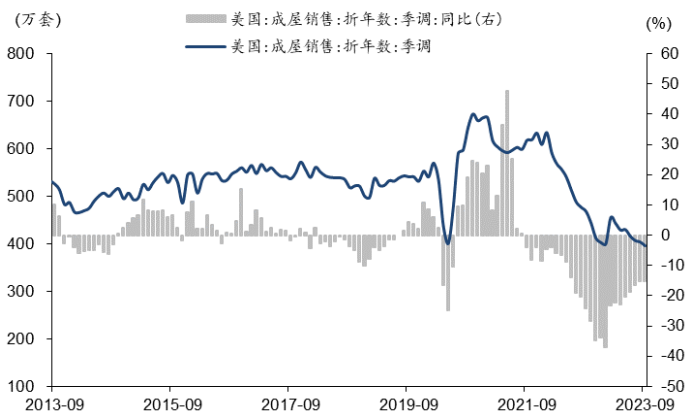


来源: WIND、国金证券研究所

#### (五) 地产与信贷: 美国地产销售下降, 新屋开工上升

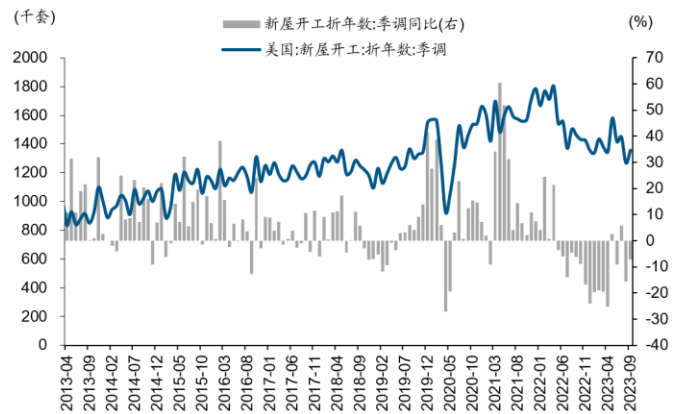
美国地产销售下降, 新屋开工上升。美国 9 月成屋销售总数年化 396 万户, 预期 389 万户, 前值 404 万户。9 月成屋销售环比跌 2%, 预期跌 3.7%。9 月新屋开工 136 万套, 前值 127 万套。截至 10 月 26 日, 美国 30 年期抵押贷款利率为 7.6%, 较 9 月底的 7.3% 上升 30BP, 较上周上升 6BP。15 年期抵押贷款利率为 6.9%, 较 9 月底的 6.7% 上升 20BP。截至 9 月 9 日, 美国 REALTOR 二手房挂牌价增速有所反弹。

图表40: 美国9月成屋销售下降



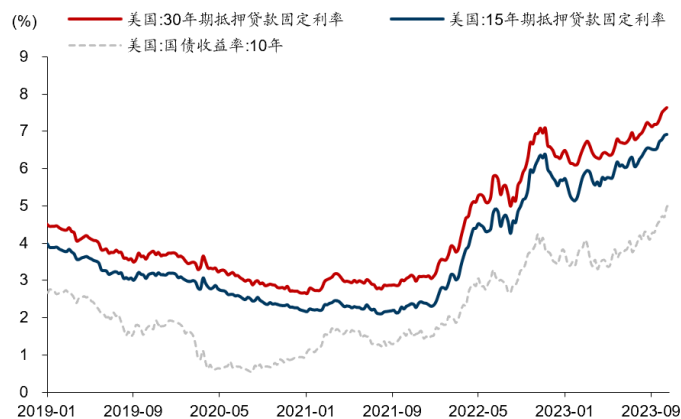
来源: WIND、国金证券研究所

图表41: 美国9月新屋开工上升



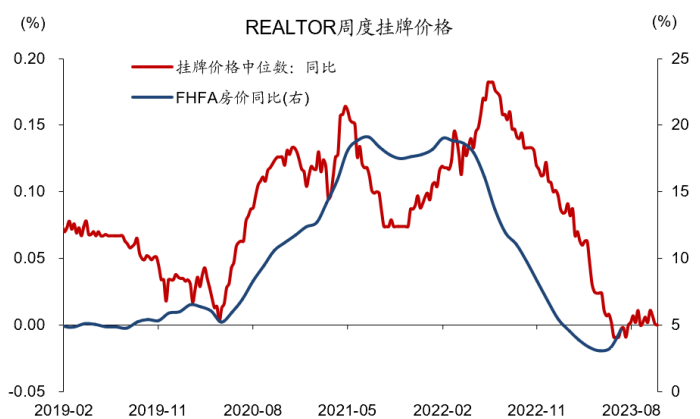
来源: WIND、国金证券研究所

图表42: 美国30年期抵押贷款利率升至7.6%



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