

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

美联储叙事的转变：从 higher 到 longer

“higher for longer”早已成为美联储等主要西方央行的共同叙事。我们认为，该叙事的关键词或已从“higher”转向“longer”，美联储已经在7月例会完成了“最后一次加息”。展望明年，通胀或并非美联储降息的主要矛盾。

热点思考：美联储叙事的转变：从 higher 到 longer

美联储还“预留了”一次加息的空间，但市场定价的却是加息周期大概率已经结束。CME FedWatch 的最新信息显示，美联储11月加息的概率为0，12月加息的概率为20%，2023年1月加息的概率为26%。美联储“higher for longer”叙事的重心也已经从“higher”转向“longer”。我们认为，7月加息25bp就是美联储的“最后一次加息”。

美联储并不必然兑现其经济预测摘要中所有关于加息的“前瞻指引”。历史上的“最后一次加息”往往是摘要中的“倒数第二次加息”、“倒数第三次加息”……因为，美联储的行为是“数据依赖”的，其利率决议建立在实际数据与预测数据的偏离度上——偏离度越小，按既定路径加息的概率越大。

预期的转变是在美债长端利率持续上行和FOMC成员的“鸽派”表态中发生的。长端美债利率的上行一方面5月以来经济“软着陆”预期不断强化的结果，另一方面又在削弱“软着陆”预期最终得以实现的基础。对于实体经济的真实投资需求而言，中长端美债利率才是定价的“锚”。美国房地产市场中的部分量价指标又重现了“降温”的信号。市场担心的“尾部风险”不是紧缩过度的风险，而是紧缩不足的风险。无论是从长期中性利率、“泰勒规则”隐含的利率水平，还是从实际利率等角度看，联邦基金利率都已经位于“限制性”水平。“数据依赖”型决策规则必然意味着“落后于曲线”（behind the curve）。这一次，美联储“矫枉过正”的风险依然存在。

不宜将鲍威尔与沃尔克作比较。鲍威尔暂时也不需要模仿沃尔克，也不具备模仿沃尔克的条件：第一，鲍威尔面临的通胀压力明显小于沃尔克时代；其次，今天美国联邦政府的杠杆率明显高于沃尔克时代；第三，会影响美联储上缴财政部的利润，甚至会导致亏损，影响美联储的独立性。

“higher for longer”是美联储的一种叙事。在当前环境下，美国通胀整体水平仍远高于2%，整体通胀还在反弹（原油通胀收低基数影响仍处在反弹通道中），劳动力市场仍处于偏紧状态，金融风险似乎也可控，美联储无需修正这一叙事。展望明年，我们倾向于认为，美联储“转鸽”的信号“宜早不宜迟”。

海外事件&数据：美国三季度 GDP 增速超市场预期，耐用品订单增速大幅上升，PCE 通胀回落

美国三季度 GDP 增速超市场预期。三季度美国 GDP 环比折年增速达4.9%，前值2.1%，市场预期4.3%。私人消费环比增4%，前值0.8%，拉动 GDP 增速2.7个百分点；私人投资环比增8.4%，前值5.2%，拉动 GDP 增速1.5个点；净出口环比增0.5%，前值-1.7%，拖累 GDP 增速0.1个点；政府支出环比增4.6%，前值3.3%，拉动 GDP 增长0.8个点。

美国耐用品订单增速大幅上升。美国9月耐用品订单同比增速7.8%，大幅高于前值3.3%，耐用品订单增速为2020年7月以来最大的环比涨幅。耐用品订单上涨主要来自运输设备，9月交通运输设备同比增20.2%，前值7.5%，其中非国防飞机新订单环比大涨92.5%，前值为-17.5%。

美国 PCE 通胀回落。美国9月 PCE 同比3.4%，持平前值。PCE 环比0.4%，同样与前值持平。9月核心 PCE 同比3.7%，低于前值3.8%，环比0.3%，较前值0.1%反弹。美国新房销售回升。美国9月美国成屋销售签约指数回升，9月为72.6，前值8月为71.8。美国9月新房销售75.9万套，前值67.6万套，环比12%，前值-8%。

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：美联储叙事的转变：从 higher 到 longer	4
(一) 美联储的“最后一次加息”：加还是不加？目前看，7月或为“最后一次加息”	4
(二) 历史上的“最后一次加息”：美联储的“加息指引”都建立在基本面条件之上	7
(三) 鲍威尔或不具备模仿沃尔克的条件：联邦政府的付息压力 and 美联储的经营压力	10
二、海外基本面&重要事件	11
(一) 货币与财政：市场预期 11 月美联储不加息	11
(二) 生产与就业：美国三季度 GDP 增速超市场预期	13
(三) 消费与出行：美国耐用品订单增速大幅上升	14
(四) 通胀与能源：美国 PCE 通胀回落	16
(五) 地产与信贷：美国新房销售回升	17
风险提示	18

图表目录

图表 1： 美联储 9 月经济预测摘要	4
图表 2： CME FedWatch 隐含的 FFR 路径（9 月例会后）	4
图表 3： CME FedWatch 隐含的 FFR 路径（10 月 27 日）	4
图表 4： 美联储 11 和 12 月加息的概率（CME）	4
图表 5： 3 季度再融资例会后美债期限结构的平坦化	5
图表 6： 5-9 月美债利率期限结构的“平坦化”	5
图表 7： 美联储加息路径与美债利率的变化	5
图表 8： 美债期限利差接近转正	5
图表 9： 住宅抵押贷款利率与 10 年美债利率	6
图表 10： 抵押贷款利率与购房需求	6
图表 11： 住宅抵押贷款利率与 10 年美债利率	6
图表 12： 抵押贷款利率与购房需求	6
图表 13： 住宅抵押贷款利率与 10 年美债利率	7
图表 14： 抵押贷款利率与购房需求	7
图表 15： 2018 年 9 月和 12 月经济预测摘要	7
图表 16： 美联储加息与美债利率（2015-18 年案例）	8
图表 17： 2018 年 3 季度美国经济开始放缓	8
图表 18： 中性利率估计（达拉斯联储）	8
图表 19： 货币政策的紧缩程度（达拉斯联储）	8

图表 20: 美国通胀走势	9
图表 21: 核心 PCE 通胀同步与环比	9
图表 22: 失业率与经济衰退 (Sahm rule)	9
图表 23: 失业率升值 4%即触发 Sahm 规则的阈值	9
图表 24: 临时帮助服务业就业持续下行	9
图表 25: 少数族裔的失业率波动性开始加剧	9
图表 26: 1958 年以来美联储 13 次加息周期的细节	10
图表 27: 联邦政府杠杆率	11
图表 28: 联邦政府付息压力	11
图表 29: 美国流动性量价跟踪	12
图表 30: 美联储 10 月缩表规模 459 亿美元	12
图表 31: 美联储逆回购规模下降	12
图表 32: 截至 10 月 27 日, 美联储加息概率	13
图表 33: OIS 隐含利率高点为 2024 年 1 月	13
图表 34: 美国三季度 GDP 增速升至 4.9%	13
图表 35: 消费对美国三季度 GDP 拉动率最高	14
图表 36: 美国 GDP 分项拉动率	14
图表 37: 美国 10 月 21 日当周初请失业 21 万人	14
图表 38: 美国 10 月 16 日当周新增职位数量下降	14
图表 39: 美国 9 月耐用品订单增速回升	15
图表 40: 耐用品订单中, 交通运输设备订单抬升	15
图表 41: 美国红皮书零售同比 4.6%, 前值 4.0%	15
图表 42: 美国红皮书零售增速弱于季节性	15
图表 43: 美国纽约交通拥堵情况回落	15
图表 44: 德国航班飞行次数高于 2022 年	15
图表 45: 德国 10 月外出用餐人数同比回升	16
图表 46: 美国 TSA 安检人数小幅回落	16
图表 47: 美国 9 月 PCE 及分项	16
图表 48: 美国 9 月 PCE 及分项	17
图表 49: 本周, 布油价格 89 美元, WTI 价格 86 美元	17
图表 50: 本周, IPE 英国天然气 127 便士	17
图表 51: 美国 9 月成屋销售签约指数略回升	18
图表 52: 美国 9 月新房销售升至 76 万套	18
图表 53: 美国 30 年期抵押贷款利率升至 7.6%	18
图表 54: 美国二手房挂牌价增速有所反弹	18

“higher for longer”早已成为美联储等主要西方央行的共同叙事。我们认为，该叙事的关键词或已从“higher”转向“longer”，美联储已经在7月例会完成了“最后一次加息”。展望明年，美联储政策的立场也将实质上从“紧缩不足”转向“紧缩过度”。

一、热点思考：美联储叙事的转变：从 higher 到 longer

（一）美联储的“最后一次加息”：加还是不加？目前看，7月或为“最后一次加息”

美联储还“预留了”一次加息的空间，但市场定价的却是加息周期或已结束。在9月最新一期的经济预测摘要（SEP）和利率点阵图（dot plot）中，FOMC 多数成员认为，年内还有一次加息。9月例会的信息偏“鹰派”——我们提炼出的最关键信息是“消灭降息预期”¹。会后市场也认同美联储大概率还有一次加息。但CME FedWatch 的最新信息显示，美联储11月加息的概率为0，12月加息的概率为20%，2023年1月加息的概率为26%（10月27日更新）。再考虑巴以冲突的不确定性，美联储“higher for longer”叙事的重心或已从“higher”转向“longer”。7月加息25bp就是美联储的“最后一次加息”。

图表1：美联储9月经济预测摘要

变量	中位数预测				
	2023	2024	2025	2026	长期
实际GDP增速	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8
2023年6月预测	1	1.1	1.8		1.8
失业率	3.8	4.1	4.1	4	4
2023年6月预测	4.1	4.5	4.5		4
PCE通胀	3.3	2.5	2.2	2	2
2023年6月预测	3.2	2.5	2.1		2
核心PCE通胀	3.7	2.6	2.3	2	
2023年6月预测	3.9	2.6	2.2		
联邦基金利率	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5
2023年6月预测	5.6	4.6	3.4		2.5

图表2：CME FedWatch 隐含的 FFR 路径（9月例会后）

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	2	7	16	26	
450-475	0	0	0	0	0	0	0	1	4	11	
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2

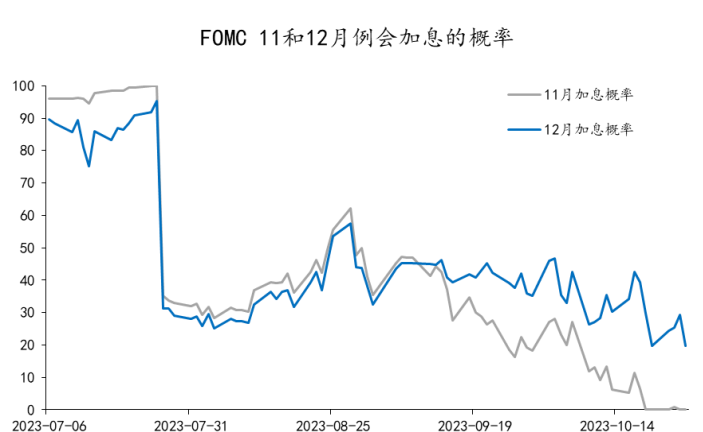
来源：美联储、CME、国金证券研究所

图表3：CME FedWatch 隐含的 FFR 路径（10月27日）

FFR目标区间	23-05	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	0	0	0	2	2	1	1	0	0	0	0
550-575	0	0	2	2	0	20	26	22	14	8	4	2	1	0
525-550	0	7	98	98	100	80	72	64	47	31	18	10	6	3
500-525	86	93	0	0	0	0	0	13	33	40	35	25	18	11
475-500	14	0	0	0	0	0	0	5	19	31	33	29	23	
450-475	0	0	0	0	0	0	0	0	3	12	23	27	28	
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	7	14	21	
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	4	9
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2

来源：CME、国金证券研究所

图表4：美联储11和12月加息的概率（CME）



这一转变是在美债长端利率持续上行和FOMC成员的“鸽派”表态中发生的。美国财政部于7月底召开的3季度再融资例会大幅上调了下半年的预期融资规模。2年以上中期票据和长期国债的发行量也有所上行²。例会信息发布后，长端利率持续上行，并在8月下旬

¹ 参考图解：《“消灭”降息预期——2023年9月美联储例会决议》。

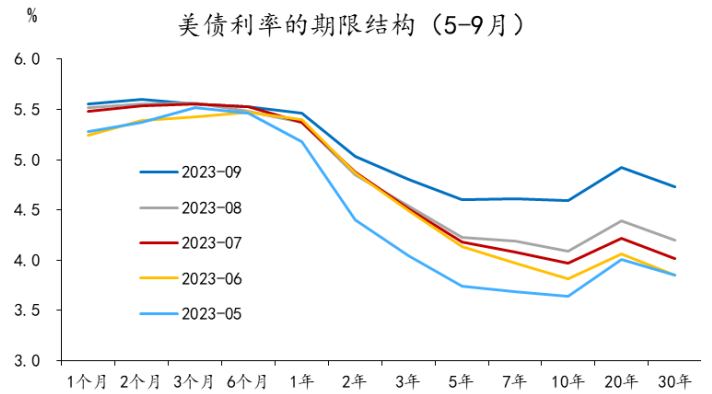
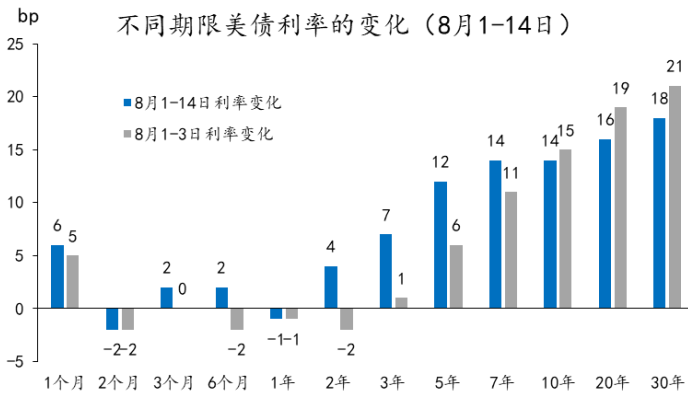
² 参考深度报告：《流动性的“双重冲击”：财政融资、联储缩表和流动性冲击》

升至 4.4%，反超了 2022 年 10 月的高点（4.3%）——该高点保持了整整 10 个月。

一方面，美债利率的期限结构从深度倒挂走向平坦化是 5 月以来经济“软着陆”预期不断强化的结果。2022 年 6 月，美联储首次加息 75bp。7 月开始，1y-10y 和 2y-10y 美债利率持续处于倒挂³。10 月底之后，市场预期美联储加息的斜率趋于放缓，长端利率开始下降，但短端利率仍随美联储加息而上行，3m-10y 利差也开始倒挂。倒挂的期限结构反映了经济衰退预期，这显然与现实和预期均不相符。长端美债利率的持续上行“纠正”了不合理的期限结构——如果纠正倒挂的是短端的上行，往往反映了衰退预期的兑现；反之，如果是长端上行，则往往意味着衰退预期（临时）被证伪。

图表5：3 季度再融资例会后美债期限结构的平坦化

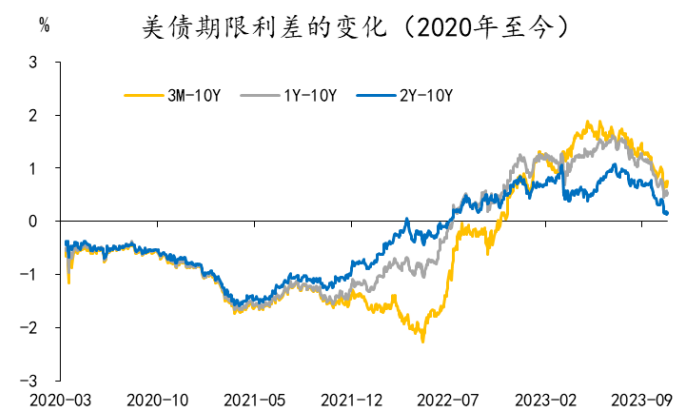
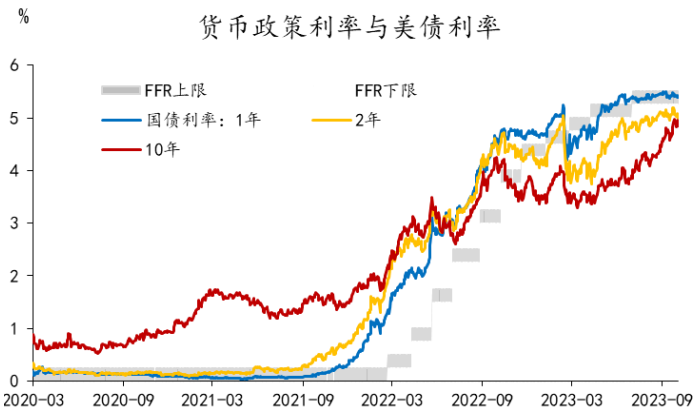
图表6：5-9 月美债利率期限结构的“平坦化”



来源：Wind、国金证券研究所

图表7：美联储加息路径与美债利率的变化

图表8：美债期限利差接近转正



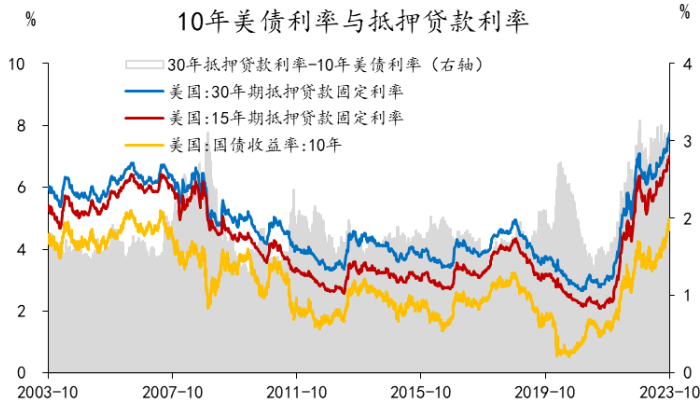
来源：Wind、国金证券研究所

另一方面，长端美债利率的上行同时又在削弱“软着陆”预期最终得以实现的基础。对于实体经济的真实投资需求而言，中长端美债利率才是定价的“锚”。某种意义上，本轮加息周期中美国经济的韧性部分来自于市场对于美国经济“硬着陆”的一致预期，或“软着陆”预期对美债长端利率的纠正的滞后性。

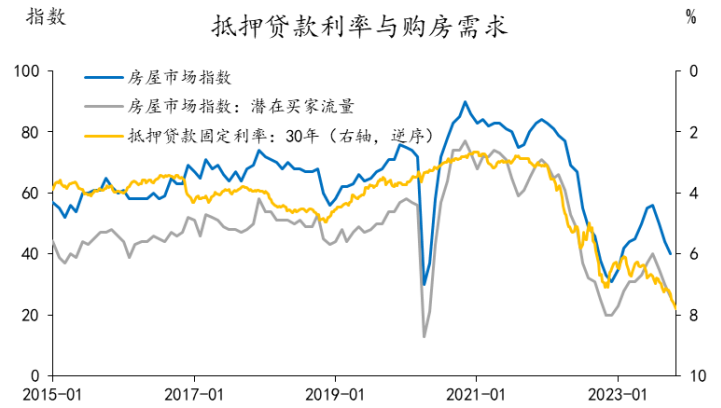
以房地产部门为例——被认为是最具利率敏感性的部门，住宅抵押贷款利率随 10 年美债利率波动，2022 年 10 月以来 10 年美债利率和住宅抵押贷款利率的下降就是美国房地产市场在今年上半年企稳反弹的一个重要解释。但 3 季度以来，随着长端美债利率的上行，美国房地产市场中的部分量价指标又出现了“降温”的信号——尤其是购房需求方面。

³ 2022 年 4 月 2y-10y 短暂地出现过倒挂。

图表9: 住宅抵押贷款利率与10年美债利率



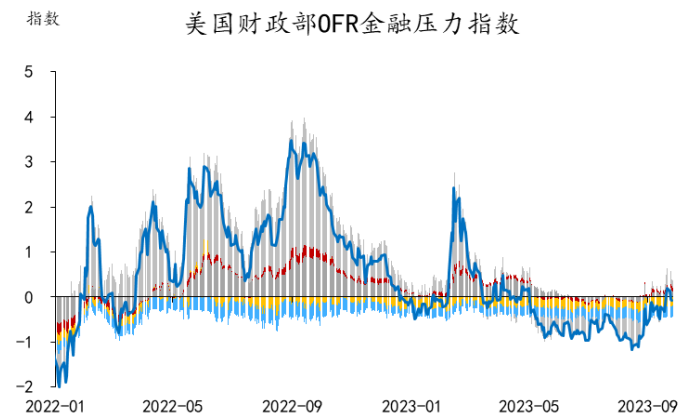
图表10: 抵押贷款利率与购房需求



来源: Wind、国金证券研究所

长端美债利率的持续上行已经导致金融条件的收紧, 美股也出现回调——利率上行导致美股的“性价比”(ERP)下降。这个背景下, FOMC的部分成员对于是否还需要加息的态度出现了转变。10月中旬, 哈克、古尔斯比、博斯蒂克、戴利纷纷在公开场合表示倾向于支持停止加息。10月19日, 美联储主席鲍威尔在纽约经济俱乐部发表讲话, 表示长端美债收益率的上升可能意味着无需更多加息, 并暗示11月例会或维持利率不变。

图表11: 住宅抵押贷款利率与10年美债利率



图表12: 抵押贷款利率与购房需求

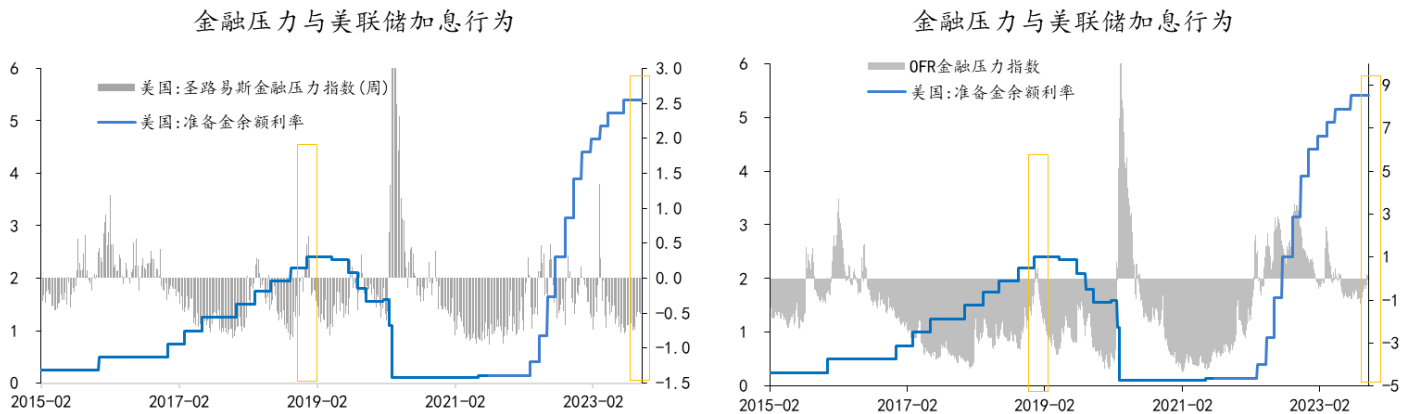


来源: 美国财政部、Wind、国金证券研究所

金融压力的上行是美联储9月例会调整经济预测摘要的直接结果, 降低了美联储进一步加息的必要性和可能性。美联储因此或“乐见其成”。我们认为, 只有经济基本面数据不明显弱于预期, 并且金融压力显著偏松(长端美债利率显著偏低)的条件下, 美联储才会继续加息。反之, 只要有一个条件不满足(经济显著弱于预期或金融条件趋紧), 美联储继续加息的概率都较低。

图表13: 住宅抵押贷款利率与10年美债利率

图表14: 抵押贷款利率与购房需求



来源: 美国财政部、Wind、国金证券研究所

(二) 历史上的“最后一次加息”: 美联储的“加息指引”都建立在基本面条件之上

不应机械地看待美联储的“前瞻指引”。美联储并不必然兑现其经济预测摘要中所有关于加息的“前瞻指引”。历史上的“最后一次加息”往往是摘要中的“倒数第二次加息”、“倒数第三次加息”……因为，美联储的行为是“数据依赖”的，其利率决议建立在实际数据与预测数据的偏离度上——偏离度越小，按既定路径加息的概率越大。

以2015-2018年加息周期为例，事后看，2018年12月为美联储最后一次加息，但美联储本计划在2019年加息2-3次。2018年9月SEP认为，2019年还要加息3次。随着4季度美国经济的放缓，美联储12月例会下调了1次加息指引，认为2019年还要加息2次。实际情况是，2018年12月就是“最后一次加息”。这是因为，2018年3季度美国经济开始放缓，谘商会经济领先指标(LEI)同比增速开始下行，ISM制造业和服务业PMI分别于2018年8月和9月触顶。这导致12月SEP减少了一次加息指引。然而，债券市场已领先开始交易美联储加息周期的结束(10年美债利率从2018年10月开始下行)。

进入2019年后，美国经济继续放缓。特朗普政府发起了针对中国的“301调查”，在全球范围内发动了“贸易战”。面对经济放缓的现实和政策不确定性的提升，美联储选择不再继续加息。事后看，市场在大多数时候都会抢跑政策转向(最后一次加息，或首次降息)。

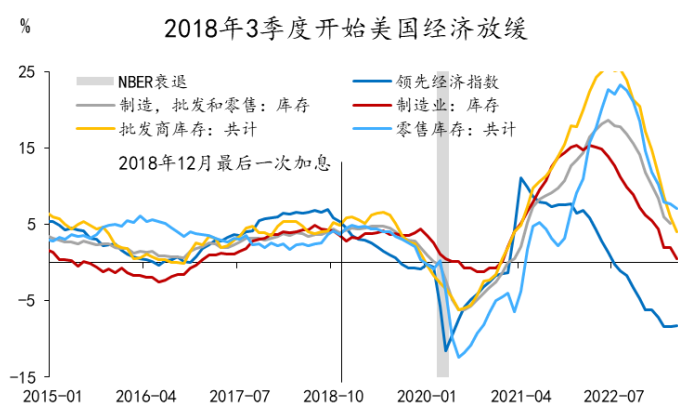
图表15: 2018年9月和12月经济预测摘要

变量	中位数预测					中间趋势(排除前三与后三)					范围(所有FOMC成员)				
	2018	2019	2020	2021	长期	2018	2019	2020	2021	长期	2018	2019	2020	2021	长期
实际GDP增速(2018年12月)	3	2.3	2	1.8	1.9	3.0-3.1	2.3-2.5	1.8-2.0	1.5-2.0	1.8-2.0	3.0-3.1	2.0-2.7	1.5-2.2	1.4-2.1	1.7-2.2
2018年9月预测	3.1	2.5	2	1.8	1.8	3.0-3.2	2.4-2.7	1.8-2.1	1.6-2.0	1.8-2.0	2.9-3.2	2.1-2.8	1.7-2.4	1.5-2.1	1.7-2.1
失业率(2018年12月)	3.7	3.5	3.6	3.8	4.4	3.7	3.5-3.7	3.5-3.8	3.6-3.9	4.2-4.5	3.7	3.4-4.0	3.4-4.3	3.4-4.2	4.0-4.6
2018年9月预测	3.7	3.5	3.5	3.7	4.5	3.7	3.4-3.6	3.4-3.8	3.5-4.0	4.3-4.6	3.7-3.8	3.4-3.8	3.3-4.0	3.4-4.2	4.0-4.6
PCE通胀(2018年12月)	1.9	1.9	2.1	2.1	2	1.8-1.9	1.8-2.1	2.0-2.1	2.0-2.1	2	1.8-1.9	1.8-2.2	2.0-2.2	2.0-2.3	2
2018年9月预测	2.1	2	2.1	2.1	2	2.0-2.1	2.0-2.1	2.1-2.2	2.0-2.2	2	1.9-2.2	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0-2.3	2
核心PCE通胀(2018年12月)	1.9	2	2	2		1.8-1.9	2.0-2.1	2.0-2.1	2.0-2.1		1.8-1.9	1.9-2.2	2.0-2.2	2.0-2.3	
2018年9月预测	2	2.1	2.1	2.1		1.9-2.0	2.0-2.1	2.1-2.2	2.0-2.2		1.9-2.0	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0-2.3	
联邦基金利率(2018年12月)	2.4	2.9	3.1	3.1	2.8	2.4	2.6-3.1	2.9-3.4	2.6-3.1	2.5-3.0	2.1-2.4	2.4-3.1	2.4-3.6	2.4-3.6	2.5-3.5
2018年9月预测	2.4	3.1	3.4	3.4	3	2.1-2.4	2.9-3.4	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.0	2.1-2.4	2.1-3.6	2.1-3.9	2.1-4.1	2.5-3.5

来源: 美联储、国金证券研究所

图表16: 美联储加息与美债利率 (2015-18 年案例)

图表17: 2018 年 3 季度美国经济开始放缓

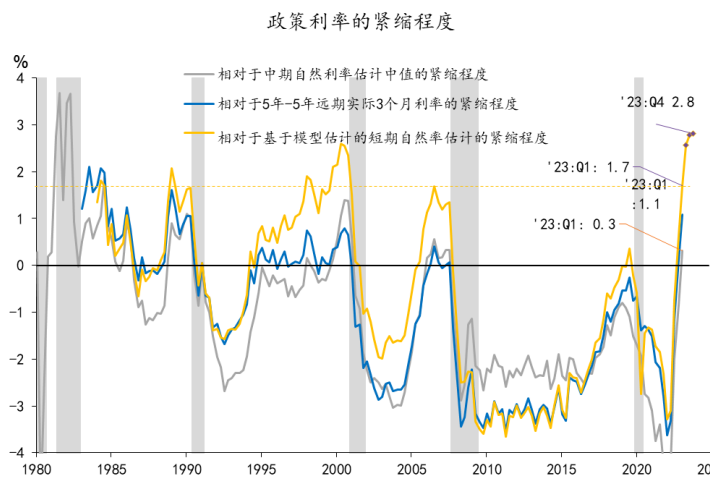
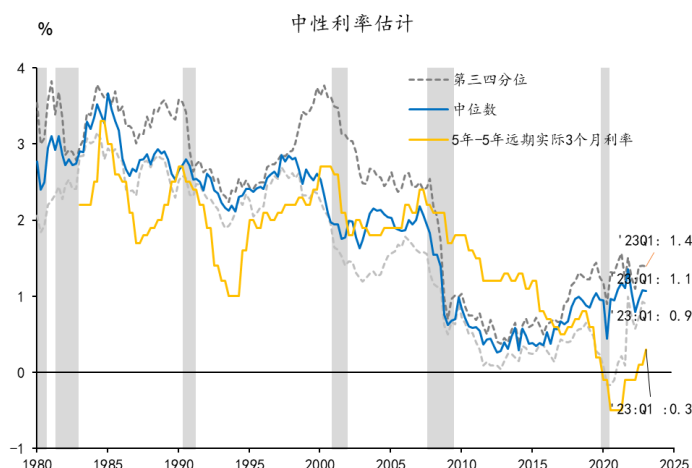


来源: 美国财政部、Wind、国金证券研究所

无论是从长期中性利率、“泰勒规则”隐含的利率水平，还是从实际利率等角度看，联邦基金利率都已经位于“限制性”水平。并且，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。“数据依赖”型决策规则必然意味着“落后于曲线”(behind the curve)。这一次，美联储“矫枉过正”的风险依然存在。

图表18: 中性利率估计 (达拉斯联储)

图表19: 货币政策的紧缩程度 (达拉斯联储)

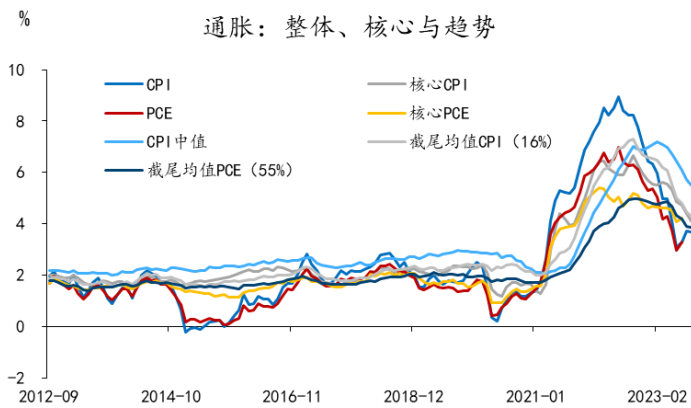


来源: 美联储、国金证券研究所

归根到底，美联储加息周期是否结束，最终还要取决于美国经济的基本面情况。就通胀而言，代表趋势的通胀指标均在下行，其中，9 月核心 CPI 和核心 PCE 通胀已经分别下降至 4.1% 和 3.4%——核心 PCE 环比下降地更快，3 季度核心 PCE 环比折年率 2.4%。考虑到租金和房价的滞后关系，核心通胀下降的趋势或可延续至 2024 年中。

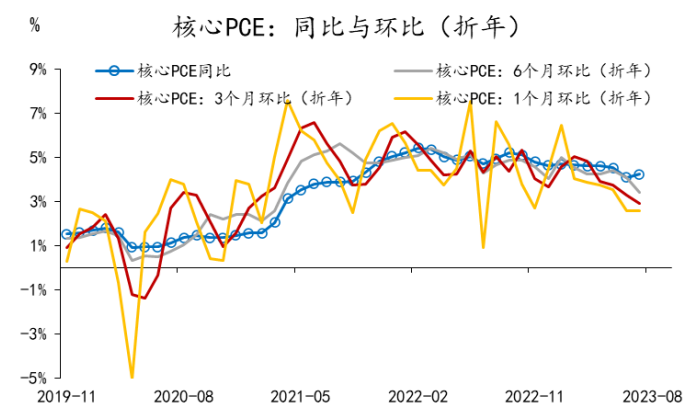
虽然相比 2% 目标仍有一段距离，但只要核心通胀下降的趋势未被打破，美联储就有耐心等待货币政策滞后效应的发挥。值得强调的是，即使不再加息，美联储还可通过抬升长端利率、提高实际利率或缩表等方式继续在边际上收紧货币政策。

图表20: 美国通胀走势



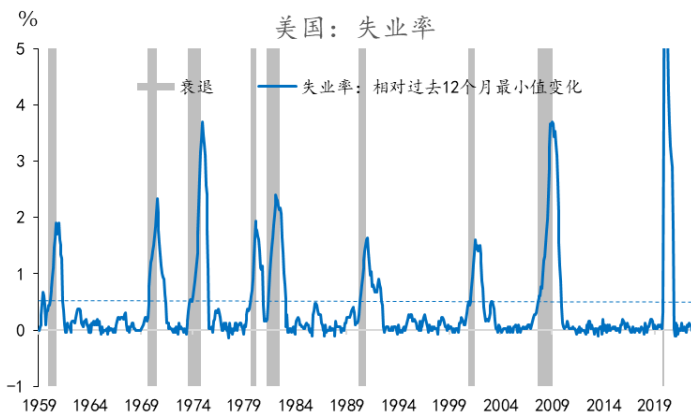
来源：美联储、Wind、国金证券研究所

图表21: 核心 PCE 通胀同步与环比



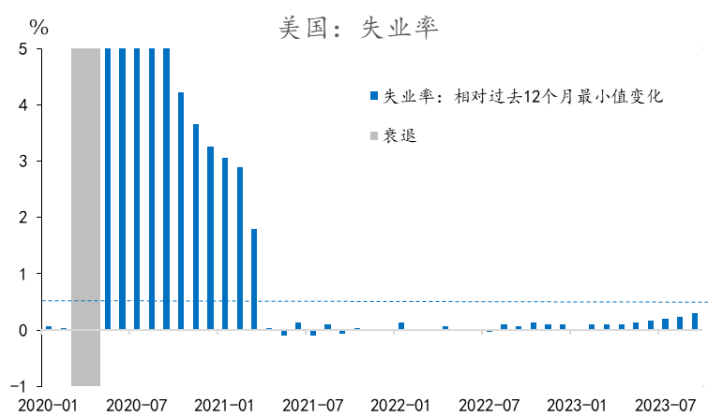
另一方面，虽然美国劳动力市场整体上依然处于紧张状态，但结构上的放缓信号也越来越显著。8-9月失业率连续两个月位于3.8%的相对高位是一个值得关注的信号（2022年3月-2023年7月一直运行在3.4-3.7%区间）。Sahm规则认为，失业率（3M移动平均）超过过去12个月最小值0.5个百分点——对应4%的失业率，或对应着经济衰退的起点。结构上看，少数族裔和青年（16-24岁）人群失业率的上行，以及永久性失业人数的增加等数据都表明，美国劳动力市场的紧张程度可能比3.8%的失业率表现地更为缓和。

图表22: 失业率与经济衰退 (Sahm rule)

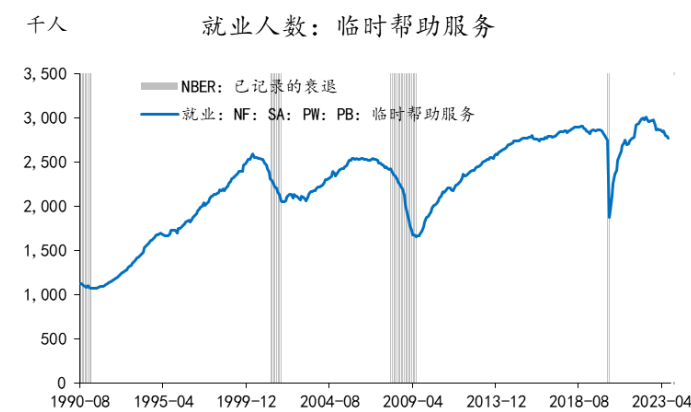


来源：美联储、Wind、国金证券研究所

图表23: 失业率升值4%即触发 Sahm 规则的阈值

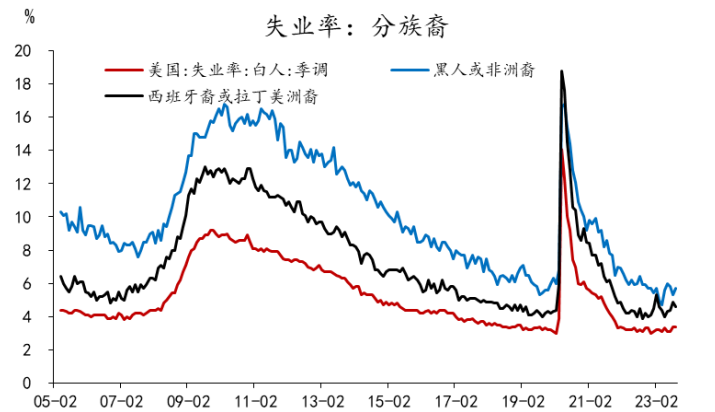


图表24: 临时帮助服务业就业持续下行



来源：美联储、Wind、国金证券研究所

图表25: 少数族裔的失业率波动性开始加剧



(三) 鲍威尔或不具备模仿沃尔克的条件：联邦政府的付息压力和美联储的经营压力

货币政策“没有一条预设的路径”⁴，尤其是在当前这样高度不确定的环境中。通胀、就业和金融稳定任一变量超预期，都可能改变“预设”的政策路径。市场参与者固然可以“抢跑”，但于政策分析而言，厘清逻辑和条件比判断时点更重要。

触发美联储降息的条件并不是单一的，而是基本面状况、金融不稳定和政治压力等多重因素的叠加，且主次矛盾有别。参考1958年以来美联储的12次加息周期可知，终点利率维持高位的时间平均为6.5个月，中位数为5个月；最长15个月（2004-2007年），次长12个月（1958-1960年）；最短只有3个月，共出现过3次，分别为1972-1974年、1977-1980年和1983-84年，前两次分别对应着“第一次石油危机”和“第二次石油危机”后的“硬着陆”，第三次则是沃尔克执导的一次“软着陆”；次短为4个月，分别为1980-1981年和1988-1989年；5个月的也有两次，分别为1965-1967年和1994-1995年。

利率维持高位的时间小于等于5个月的共有7次，占比接近一半。这说明，历史上的“longer”并不“长”（long），即使是在“大滞胀”时代。归纳而言，利率维持高位的时间之所以较短，或因为终点利率太高，货币政策过度紧缩，导致经济或金融压力较大，典型如“大滞胀”时代3次降息周期（序号4-6）⁵；或因为通胀压力本就相对较小，且美联储选择“逆风而行”（lean against the wind），提前加息，使通胀较早出现拐点，进而可以较快地降息（如序号2、7、8和9，包含3次“软着陆”）。所以，降息时点具有不可预测性。

图表26：1958年以来美联储13次加息周期的细节

序号	加息周期	周期长度(月)	起息利率(%)	终点利率(%)	加息幅度(bps)	维持高位的时间(月)	衰退的起点	衰退的终点	衰退周期长度(月)	实际GDP降幅(%)	GDP负增长(季)	加息起点至衰退(月)	降息起点至衰退(月)	降息至CPI拐点(月)	降息前CPI水平(%)	CPI是否处于下行区间
1	1958.09-1960.08	24	3.50	5.00	150	12	1960.05(Q3)	1961.02(Q1)	10	-1.34	2/3	24	3	4	1.4	√
2	1965.12-1967.01	14	4.50	6.00	150	5	-	-	-	-	软着陆	-	-	3	3.4	√
3	1967.11-1970.03	29	5.50	8.50	300	9	1970.01(Q1)	1970.11(Q4)	11	-0.66	3/5	29	2	1	6.4	X
4	1972.04-1974.10	31	4.75	12.00	725	3	1973.12(74Q1)	1975.03(Q1)	16	-3.14	4/5	22	10	-1	12	X
5	1977.05-1980.04	36	6.25	20.00	1375	3	1980.02(Q2)	1980.07(Q3)	6	-2.18	2/2	34	2	0	14.6	X
6	1980.08-1981.09	14	11.00	21.50	1050	4	1981.08(Q4)	1982.11(Q4)	16	-2.63	3/5	12	2	18	10.9	√
7	1983.08-1984.09	14	10.50	13.00	250	3	-	-	-	-	软着陆	-	-	6	4.3	√
8	1986.05-1989.06	14	8.50	11.50	300	4	1990.08(Q4)	1991.03(Q1)	8	-1.37	2/2	19	-14	1	5.3	X
9	1994.03-1995.07	17	6.00	9.00	300	5	-	-	-	-	软着陆	-	-	3	3	√
10	1999.07-2000.12	17	7.75	9.50	175	8	2001.04(Q2)	2001.11(Q4)	8	-0.33	2/3	27	9	5	3.4	√
11	2004.07-2007.09	39	4.00	8.25	425	15	2008.01(Q1)	2009.06(Q2)	18	-4.05	5/6	43	14	5	1.9	√
12	2015.12-2019.07	44	3.25	5.50	225	7	2020.03(Q1)	2020.04(Q2)	2	-9.56	2/2	51	18	13	1.7	√
13	2022.03-	20	3.25	8.50	525	?								?		
	均值(前12次)	24.4	6.3	10.8	452.1	6.5			11	-1.96	68.8%	29.0	-1	4.8		
	中位数(前12次)	20.5	5.8	9.3	300.0	5.0			10	-1.78		27.0	2.0	3.5		

来源：美联储、国金证券研究所

说明：1.关于加息周期的统计，参照“优惠贷款利率”（prime loan rate），从首次加息到首次降息为加息周期；2.序号填充色为“绿色”表示“软着陆”；“灰色”为浅衰退，“蓝色”为深衰退；3.如果降息时点滞后于CPI通胀的拐点大于等于3，则认为“CPI是否处于下行区间”。

市场担心的“尾部风险”不是紧缩过度的风险，而是紧缩不足的风险：美联储尚未开始降息，就进入到新的加息周期中。所以说，“no landing”不是利好，而是利空。我们倾向于认为，在核心通胀下降的趋势被扭转之前，该风险兑现的概率较低。

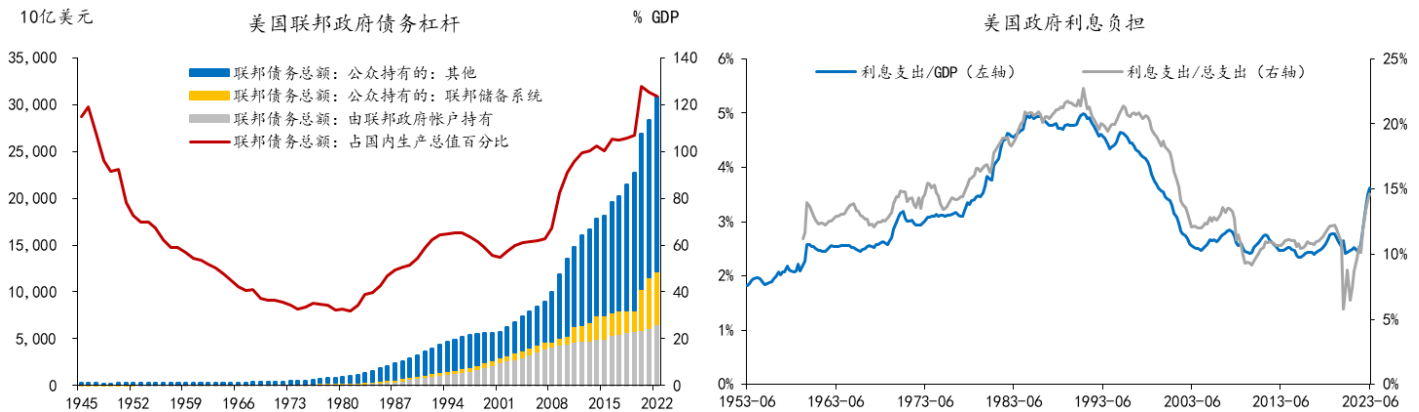
市场经常将鲍威尔与沃尔克作比较，认为鲍威尔会效仿沃尔克，可能不得不“制造一次衰退”，美国通胀才能回到2%目标。我们认为，鲍威尔暂时也不需要模仿沃尔克，也不具备模仿沃尔克的条件：第一，鲍威尔面临的通胀压力明显小于沃尔克时代；其次，今天美国联邦政府的杠杆率明显高于沃尔克时代；第三，2008年全球金融危机之后，美联储的从短缺准备金框架转向充足准备金框架，“higher for longer”会影响美联储上缴财政部的利润，甚至会导致亏损，影响美联储的独立性。例如，2023财年（2022年10月-2023年9月）美联储同比少向财政部缴纳1060亿美元利润，贡献了财政赤字的6%。

⁴ 引用自耶伦。

⁵ 值得强调的是，沃尔克时期，美联储

图表27: 联邦政府杠杆率

图表28: 联邦政府付息压力



来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

叙事的力量，在于“润物细无声”，无为而为。“higher for longer”也是一种叙事。在当前环境下，美国通胀整体水平仍远高于2%，整体通胀还在反弹（原油通胀收低基数影响仍处在反弹通道中），劳动力市场仍处于偏紧状态，金融风险似乎也可控，美联储无需修正这一叙事。

展望明年，即使不考虑“黑天鹅”事件，仅考虑“higher for longer”对经济、金融、联邦政府和美联储自身带来的压力，我们倾向于认为，美联储“转鸽”的信号“宜早不宜迟”。参照 CME FedWatch，“longer”区间为2023年7月-2024年6月，历时11个月，时长仅次于2006-2007年案例（15个月）。

二、海外基本面&重要事件

（一）货币与财政：市场预期11月美联储不加息

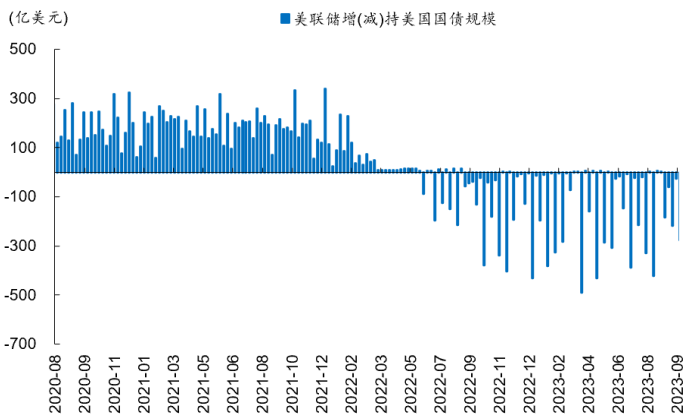
市场预期11月美联储不加息。10月25日当周，美联储总资产规模下降，美联储BTFP工具使用量持平上周。负债端，逆回购规模下降，准备金上升，TGA存款上升70亿美元。货币市场基金规模上升250亿美元。10月18日当周，美国商业银行存款下降1290亿，大型银行存款下降1010亿美元。截至10月71日，CME FEDWATCH显示美联储11月加息概率降至0%，美国三季度经济数据公布后，OIS隐含利率为明年1月。

图表29: 美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	10-25	10-18	10-11	10-04	09-27	09-20	09-13	
流动性数量型指标	美联储										
	总资产	十亿美元	↓ -25	7907.8	7933.2	7952.1	7955.8	8002.1	8024.1	8098.8	
	其他贷款	十亿美元	↓ -5	165.0	169.6	174.6	179.1	198.1	201.1	249.6	
	一级信贷	十亿美元	↑ 0	3.2	3.0	2.6	2.8	3.2	3.1	2.7	
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 0	109.1	108.8	108.9	107.7	107.7	107.6	108.0	
	其他信贷工具	十亿美元	↓ -5	48.3	53.2	58.3	63.7	81.9	85.0	133.4	
	逆回购	十亿美元	↓ -46	1403.1	1448.9	1529.8	1632.0	1755.1	1804.7	1835.6	
	准备金	十亿美元	↑ 14	3264.0	3250.2	3315.7	3240.7	3168.5	3144.4	3310.5	
	TGA	十亿美元	↑ 7	847.7	841.1	713.0	679.0	672.1	661.7	537.4	
	商业银行										
	现金	十亿美元	↓ -85		3343.1	3428.3	3323.5	3271.8	3237.0	3404.6	
	消费贷	十亿美元	↓ -2		1902.3	1904.3	1903.5	1911.2	1899.2	1900.9	
	住房贷款	十亿美元	↑ 0		2565.2	2565.1	2561.7	2560.0	2562.3	2563.7	
	商业地产贷款	十亿美元	↑ 3		2944.0	2941.4	2942.3	2944.0	2941.5	2940.8	
	工商业贷款	十亿美元	↓ -4		2746.8	2751.0	2749.8	2745.0	2737.8	2734.9	
存款	十亿美元	↓ -129		17224.4	17353.3	17332.9	17290.4	17238.1	17322.7		
大银行存款	十亿美元	↓ -101		10691.7	10792.7	10768.1	10753.8	10693.5	10759.7		
小银行存款	十亿美元	↓ -16		5271.2	5286.9	5287.1	5258.9	5255.6	5281.3		
货币市场基金	十亿美元	↑ 25	5632.5	5607.6	5706.5	5708.0	5643.9	5637.6	5644.9		
流动性价格型指标	隔夜融资市场										
	SOFR-10RB	BP	↓ 0.0	-10.0	-10.0	-9.0	-8.0	-8.0	-10.0	-10.0	
	EFFR-10RB	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	↑ 0.6	21.4	18.7	18.1	17.2	16.0	16.0	15.8	
	TED利差	BP	↓ -0.8	5.9	6.7	4.5	7.4	7.2	9.8	12.1	
	票据与信用债市场										
	Master企业债利差	BP	↑ 1.0	130.0	129.0	127.0	129.0	121.0	120.0	124.0	
	票据利差	BP	↓ -5.0	0.0	5.0	15.0	7.0	11.0	4.0	10.0	
	离岸市场										
欧元兑美元互换基差	BP	↑ 1.9	-24.3	-26.1	-26.5	-29.8	-11.8	-9.9	-9.9		
日元兑美元互换基差	BP	↑ 1.0	-58.8	-59.8	-58.3	-60.1	-43.9	-37.5	-33.9		

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表30: 美联储10月缩表规模459亿美元



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: 美联储逆回购规模下降



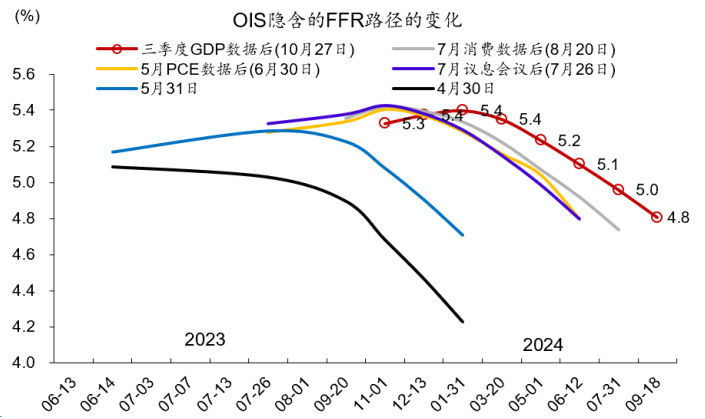
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表32: 截至10月27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	8	3	1	1
525-550	90	98	100	80	72	64	47	31	16	9	6
500-525	10	0	0	0	0	13	33	40	34	24	18
475-500	0	0	0	0	0	0	5	19	33	33	30
450-475	0	0	0	0	0	0	0	3	13	24	28
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	2	8	14
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33: OIS 隐含利率高点为 2024 年 1 月



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 生产与就业: 美国三季度 GDP 增速超市场预期

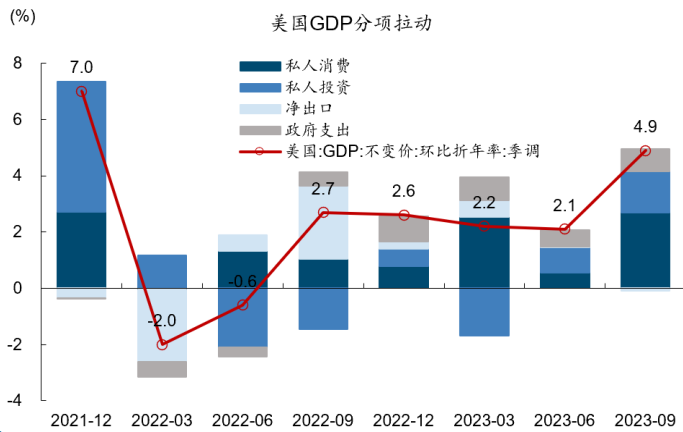
美国三季度 GDP 增速超市场预期。三季度, 美国 GDP 环比折年增速达 4.9%, 大幅超出前值的 2.1%, 也高于市场预期值 4.3%。私人消费三季度环比增 4%, 前值 0.8%, 拉动 GDP 增速 2.7 个百分点; 私人投资环比增 8.4%, 前值 5.2%, 拉动 GDP 增速 1.5 个点; 净出口环比增 0.5%, 前值-1.7%, 拖累 GDP 增速 0.1 个点; 政府支出环比增 4.6%, 前值 3.3%, 拉动 GDP 增长 0.8 个点。10 月 21 日当周美国初请失业金人数 21 万人, 前值 20 万人, 续请失业人数 179 万人, 前值 173 万人。10 月 16 日当周新增职位数量 99 万, 前值 274 万; 活跃职位数量 2220 万, 前值 2378 万。

图表34: 美国三季度 GDP 增速升至 4.9%

美国GDP环比折年增速	环比变化	2023-09	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	2021-03
实际GDP	↑ 2.8	4.9	2.1	2.2	2.6	2.7	-0.6	-2.0	7.0	3.3	6.2	5.2
个人消费支出	↑ 3.2	4.0	0.8	3.8	1.2	1.6	2.0	0.0	4.0	2.8	13.6	8.9
商品消费	↑ 4.3	4.8	0.5	5.1	0.0	-0.7	-0.3	-1.2	5.6	-8.5	14.7	16.5
耐用品消费	↑ 7.9	7.6	-0.3	14.0	-1.0	0.9	-0.9	1.5	11.1	-23.1	14.3	28.4
非耐用品消费	↑ 2.4	3.3	0.9	0.5	0.5	-1.6	0.0	-2.7	2.6	1.1	14.8	10.1
服务消费	↑ 2.6	3.6	1.0	3.1	1.8	2.8	3.2	0.6	3.2	9.3	13.0	5.1
私人投资	↑ 3.2	8.4	5.2	-9.0	3.4	-7.6	-10.6	6.2	27.9	16.1	-5.4	-3.3
非住宅投资	↓ -7.5	-0.1	7.4	5.7	1.7	4.7	5.3	10.7	2.7	-1.3	9.7	8.9
建筑投资	↓ -14.5	1.6	16.1	30.3	6.5	-1.3	-0.5	-1.2	-7.7	-4.1	1.0	7.8
设备投资	↓ -11.5	-3.8	7.7	-4.1	-5.0	5.6	4.9	16.8	1.9	-8.0	10.5	2.0
知识产权投资	↓ -0.1	2.6	2.7	3.8	6.1	7.1	8.7	11.4	9.1	7.1	13.6	16.9
住宅投资	↑ 6.1	3.9	-2.2	-5.3	-24.9	-26.4	-14.1	-1.8	-0.5	-2.7	-4.4	9.8
出口	↑ 15.5	6.2	-9.3	6.8	-3.5	16.2	10.6	-4.6	24.2	1.5	2.0	0.9
进口	↑ 13.3	5.7	-7.6	1.3	-4.3	-4.8	4.1	14.7	20.6	8.5	7.7	8.0
政府消费和投资	↑ 1.3	4.6	3.3	4.8	5.3	2.9	-1.9	-2.9	-0.3	-1.5	-4.3	5.7

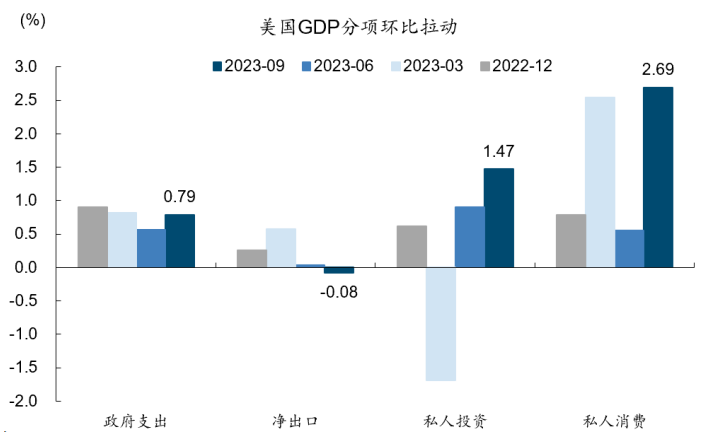
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表35: 消费对美国三季度 GDP 拉动率最高



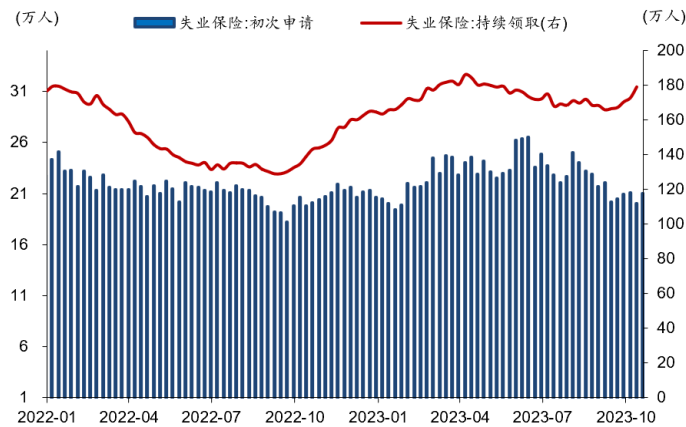
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表36: 美国 GDP 分项拉动率



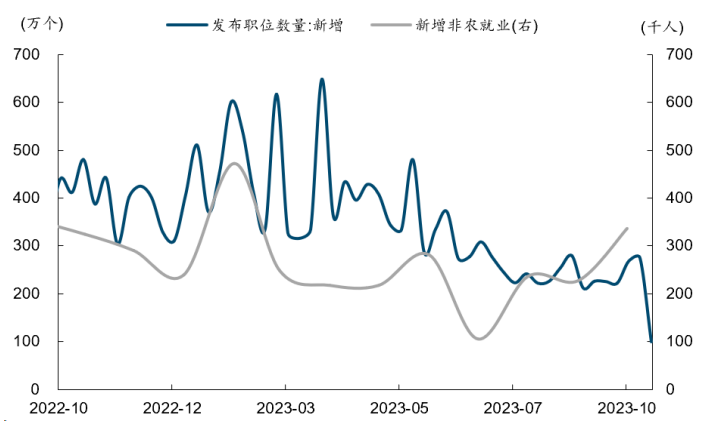
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表37: 美国 10 月 21 日当周初请失业 21 万人



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表38: 美国 10 月 16 日当周新增职位数量下降

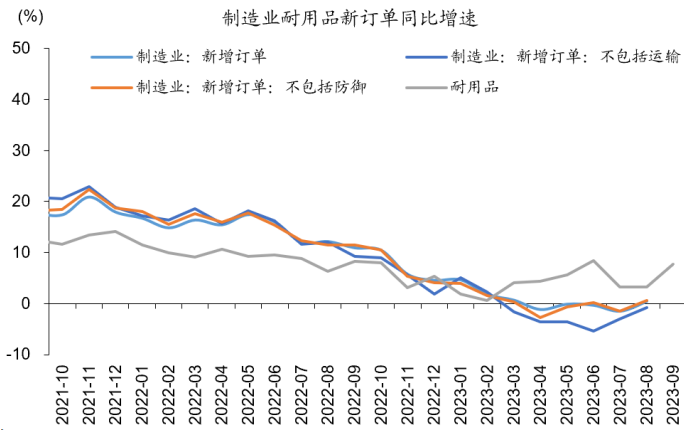


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 消费与出行: 美国耐用品订单增速大幅上升

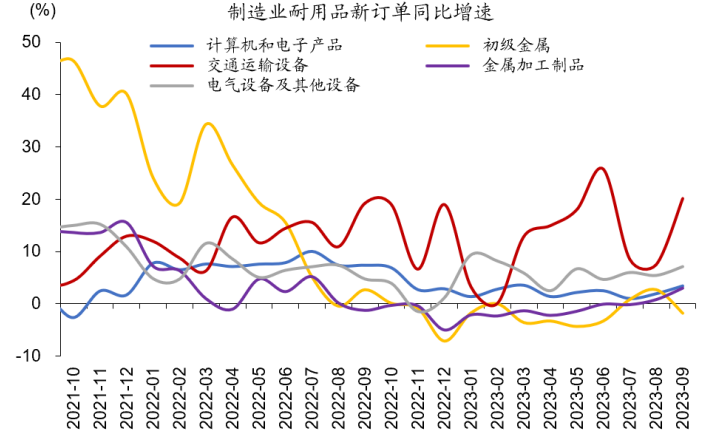
美国耐用品订单增速大幅上升。美国 9 月耐用品订单同比增速 4.8%，大幅高于前值 3.3%，耐用品订单增速为 2020 年 7 月以来最大的环比涨幅。耐用品订单上涨主要来自运输设备，9 月交通运输设备同比增 20.2%，前值 7.5%，其中非国防飞机新订单环比大涨 92.5%，前值为 -17.5%。10 月 21 日当周，美国红皮书零售增速 5%，前值 4.6%，其中百货店增速 1.9%，前值 1.8%，折扣店增速 5.9%，前值 5.4%。德国外出用餐人数 10 月 27 日当周同比 2%，美国 -5%，纽约拥堵指数回落，美国 TSA 安检人数小幅回落。

图表39: 美国9月耐用品订单增速回升



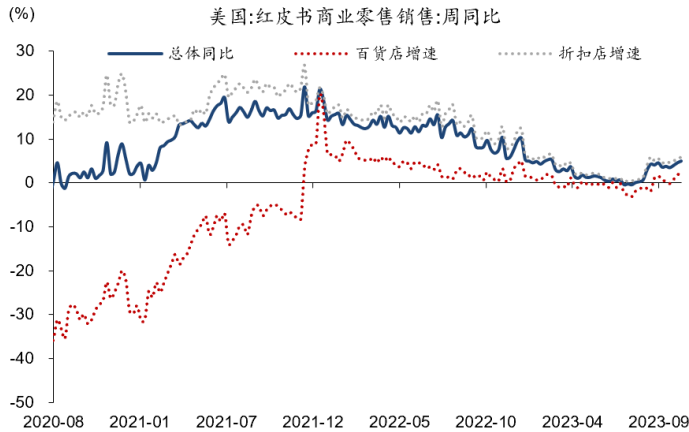
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表40: 耐用品订单中, 交通运输设备订单抬升



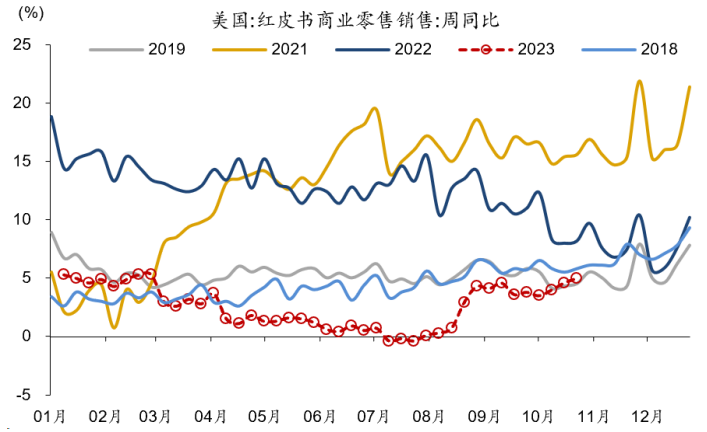
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表41: 美国红皮书零售同比4.6%, 前值4.0%



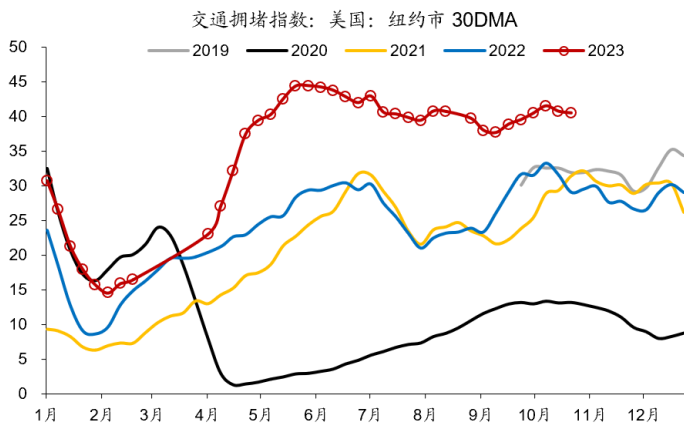
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表42: 美国红皮书零售增速弱于季节性



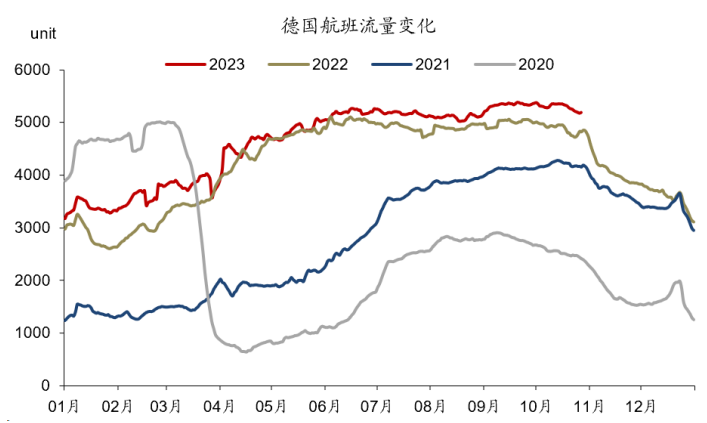
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表43: 美国纽约交通拥堵情况回落



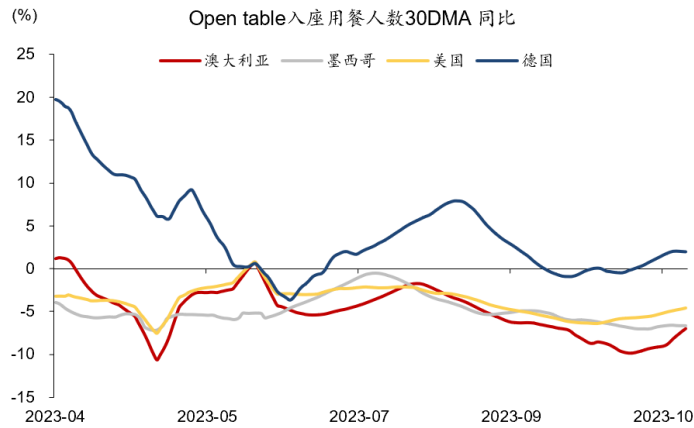
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表44: 德国航班飞行次数高于2022年

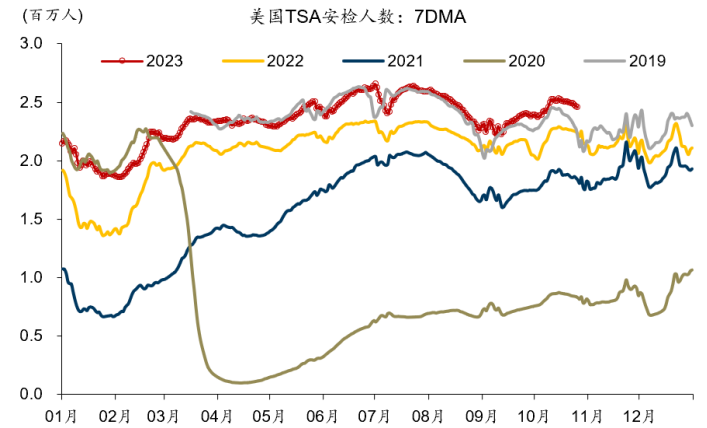


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表45: 德国 10 月外出用餐人数同比回升



图表46: 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: 美国 PCE 通胀回落

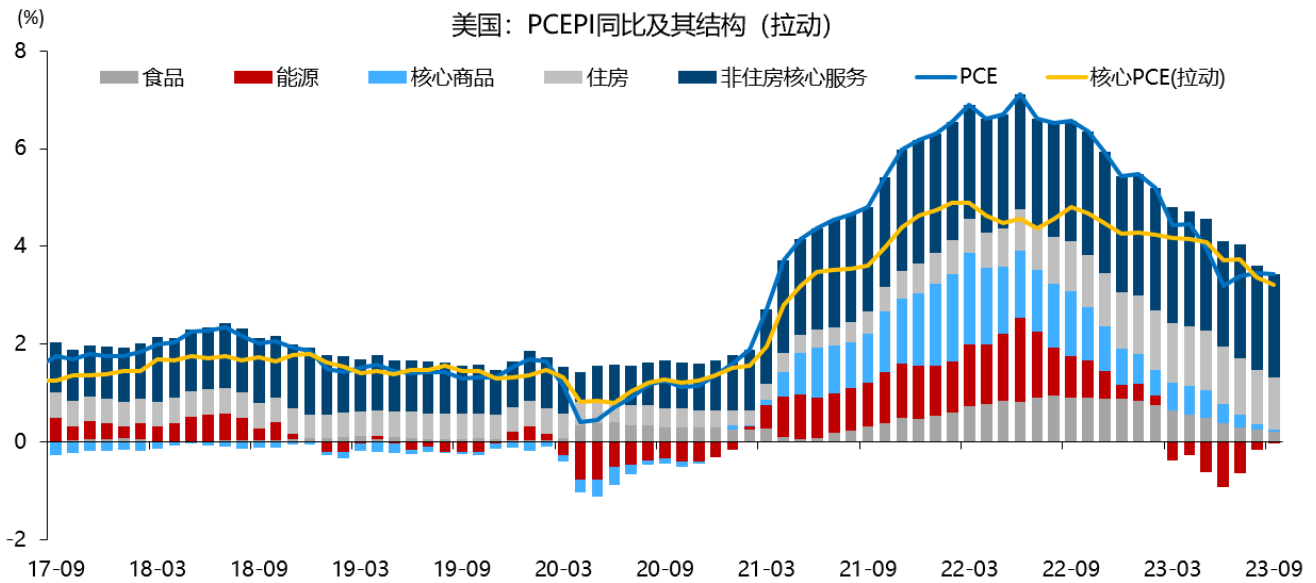
美国 PCE 通胀回落。美国 9 月 PCE 同比 3.4%，持平前值。PCE 环比 0.4%，同样与前值持平。9 月核心 PCE 同比 3.7%，低于前值 3.8%，环比 0.3%，较前值 0.1% 反弹。截至 10 月 27 日，布油录得 89 美元每桶，上周 93 美元；WTI 原油录得 86 美元，上周 88 美元；英国天然气录得 127 便士/色姆，上周 124 便士。NYMEX 天然气 3.2 美元/百万英热单位，上周 2.9 美元。

图表47: 美国 9 月 PCE 及分项

PCE 分级	项目	权重(%)	季调 同比(%)					季调 环比(%)						
			23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04
整体	PCE 价格指数 (PCEPI)	100.0	3.4	3.4	3.4	3.2	4.0	4.4	0.4	0.4	0.2	0.2	0.1	0.3
核心	核心 PCE 价格指数 (不包括食品和能源)	88.0	3.7	3.8	4.3	4.3	4.7	4.8	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3
I_核心	核心商品 (不包括食品和能源)	22.9	0.1	0.5	1.1	1.7	2.4	2.5	-0.1	0.0	-0.5	-0.2	0.4	0.1
I_核心	核心服务 (不包括能源)	65.1	5.0	5.1	5.4	5.2	5.5	5.6	0.4	0.2	0.5	0.3	0.3	0.4
I	商品	33.2	0.9	0.7	-0.2	-0.4	1.2	2.2	0.2	0.8	-0.3	-0.1	-0.1	0.3
II	耐用消费品 (DG)	11.7	-2.3	-1.9	-1.0	-0.5	0.4	0.5	-0.1	-0.3	-0.7	-0.4	0.2	0.1
III	DG: 机动车和零部件	4.1	-1.4	-0.4	0.4	1.1	1.7	1.7	-0.8	-0.2	-0.6	-0.2	1.3	1.5
III	DG: 家具及家用设备	2.6	-2.7	-2.1	-1.7	-1.1	-0.5	-0.4	-0.4	0.2	-0.2	-0.3	-0.6	-1.0
III	DG: 休闲商品和汽车	3.6	-4.3	-5.0	-3.6	-3.4	-1.8	-1.5	1.2	-0.8	-1.2	-0.8	-0.2	-0.7
III	DG: 其他耐用消费品	1.4	0.6	2.4	3.1	3.3	3.4	4.0	-0.8	-0.5	-0.4	0.2	0.0	0.4
II	非耐用消费品 (NG)	21.5	2.7	2.1	0.2	-0.3	1.6	3.1	0.3	1.4	0.0	0.1	-0.3	0.4
III	NG: 为场外消费购买的食品和饮料	7.7	2.7	3.1	3.7	4.7	5.9	6.9	0.3	0.2	0.2	-0.1	0.2	0.0
III	NG: 服装和鞋类	2.8	2.4	2.9	2.9	2.8	3.2	3.3	-0.6	0.3	0.0	0.3	0.4	0.3
III	NG: 汽油及其他能源货物	2.6	2.1	-4.1	-19.8	-26.3	-20.1	-12.2	2.3	10.2	0.2	0.7	-5.5	2.4
III	NG: 其他非耐用消费品	8.4	3.0	3.1	3.6	4.5	5.2	5.0	0.0	0.3	-0.3	0.0	0.5	0.1
I	服务业	66.8	4.7	4.9	5.3	5.1	5.4	5.6	0.5	0.2	0.4	0.3	0.2	0.3
I	家庭消费支出 (HC)	63.9	4.7	4.8	5.1	4.9	5.3	5.5	0.5	0.2	0.5	0.3	0.2	0.3
III	HC: 住房和公用事业	17.7	6.0	6.3	6.8	7.0	7.5	7.9	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
IV	房屋	15.3	7.2	7.4	7.7	7.9	8.2	8.3	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
IV	家庭公用事业	2.4	-0.9	-0.3	0.9	1.1	3.0	5.8	0.5	0.3	0.0	0.4	-0.7	-1.0
III	HC: 医疗保健	16.0	2.3	2.2	2.4	2.2	2.8	2.8	0.2	0.0	0.4	0.1	0.2	0.4
III	HC: 交通	3.3	5.4	5.2	6.7	4.7	6.9	7.1	1.8	-0.7	1.0	-0.4	0.0	-1.0
III	HC: 娱乐	3.9	5.9	5.3	5.1	4.9	5.0	5.9	0.6	0.2	0.7	0.5	-0.3	0.3
III	HC: 餐饮业和住宿	7.3	6.0	5.7	6.5	6.8	7.0	7.2	0.8	-0.2	0.1	0.0	0.7	0.0
III	HC: 金融和保险	7.4	5.6	5.9	6.4	4.1	3.6	4.2	0.3	0.6	1.6	0.5	-0.3	0.5
III	HC: 其他	8.3	3.7	4.2	4.2	4.8	4.9	4.7	0.0	0.1	-0.2	0.4	0.2	1.0
IV	通信公司	1.6	0.2	0.2	-0.1	-0.3	0.1	0.1	-0.2	0.1	0.0	-0.6	-0.2	-0.1
IV	教育服务	1.8	2.3	2.2	2.6	2.6	2.6	2.7	0.1	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2
IV	专业及其他服务	1.5	9.9	8.2	6.5	7.9	8.5	8.0	2.0	1.8	-0.8	0.0	0.6	3.5
IV	个人护理和服装服务	1.0	6.7	10.2	9.7	10.2	10.2	7.5	-0.5	0.2	0.5	0.8	1.2	0.3
IV	社会服务和宗教活动	1.6	4.2	4.4	4.7	5.1	5.3	5.6	0.5	0.4	0.2	0.2	0.2	0.5
IV	家庭日常维护	0.6	5.8	4.7	6.2	5.6	4.7	6.9	0.6	-1.4	2.0	1.1	-0.6	4.0
II	家庭服务型非盈利机构最终消费支出 (NPISHs)	2.9	6.5	7.2	8.2	9.5	8.5	7.8	0.3	0.3	-0.2	0.9	0.8	-0.2

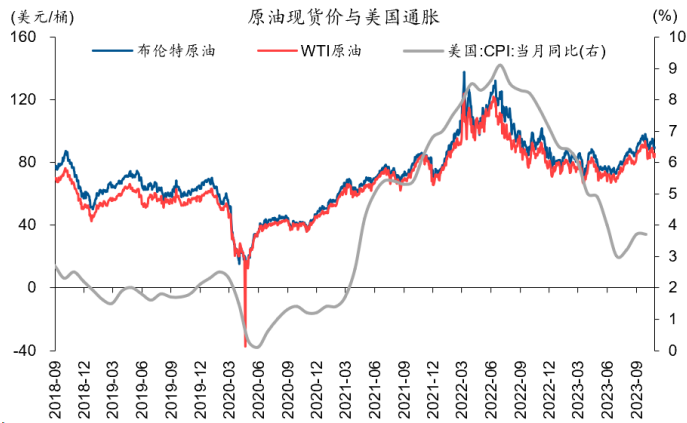
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表48: 美国9月PCE及分项



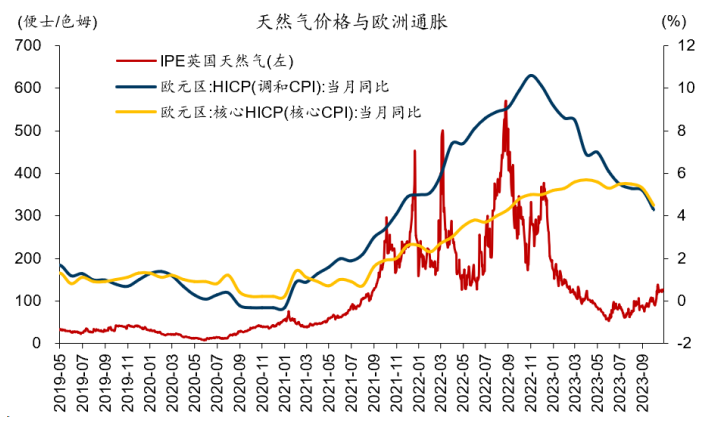
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表49: 本周, 布油价格89美元, WTI价格86美元



来源: WIND、国金证券研究所

图表50: 本周, IPE英国天然气127便士

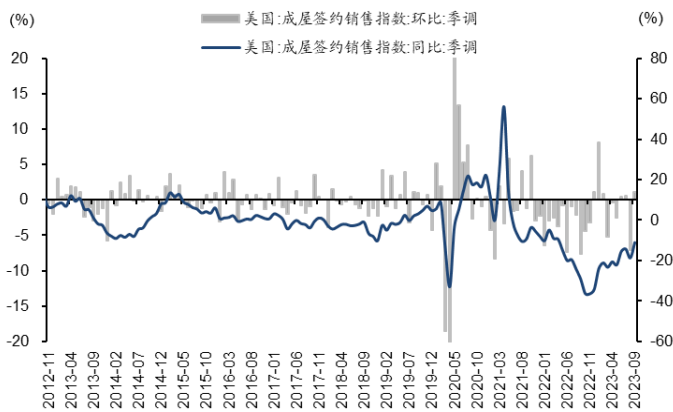


来源: WIND、国金证券研究所

(五) 地产与信贷: 美国新房销售回升

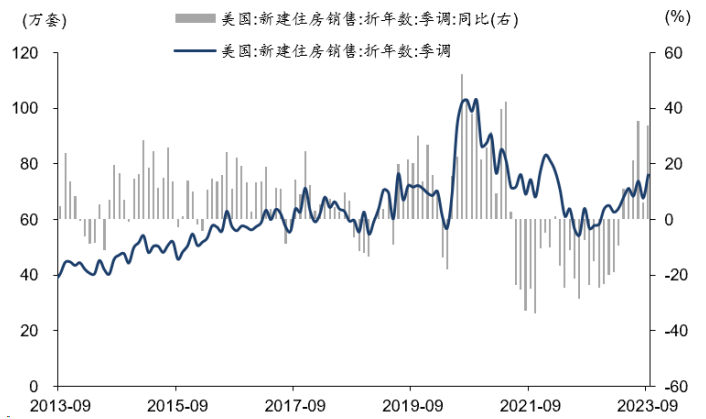
美国新房销售回升。美国9月美国成屋销售签约指数回升,9月为72.6,前值8月为71.8。美国9月新房销售75.9万套,前值67.6万套,环比12%,前值-8%。截至10月26日,美国30年期抵押贷款利率为7.8%,较9月底的7.3%上升40BP,较上周上升16BP。15年期抵押贷款利率为7%,较9月底的6.7%上升30BP。截至9月9日,美国REALTOR二手房挂牌价增速有所反弹。

图表51: 美国9月成屋销售签约指数略回升



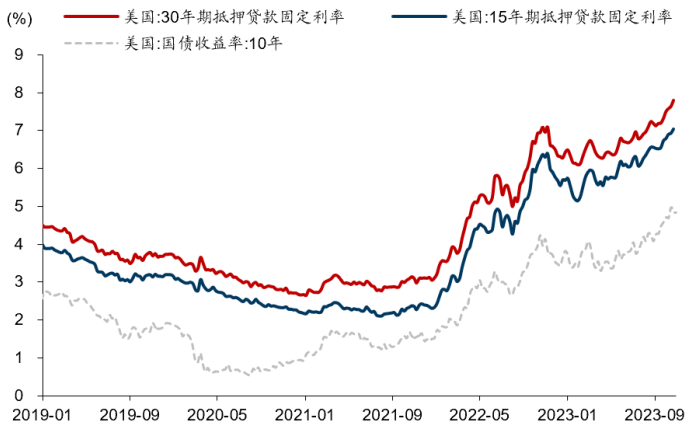
来源: WIND、国金证券研究所

图表52: 美国9月新房销售升至76万套



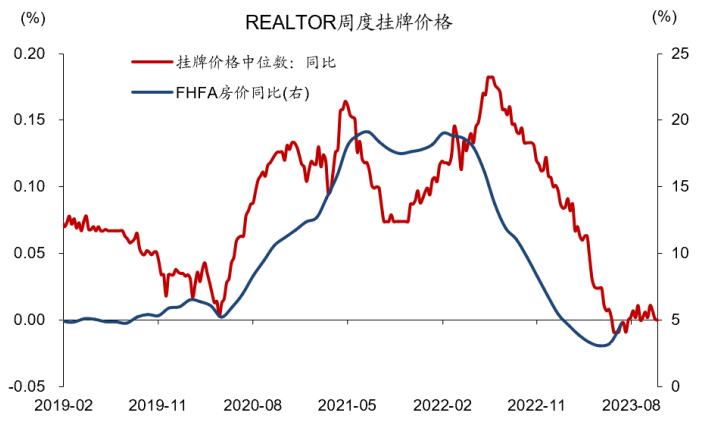
来源: WIND、国金证券研究所

图表53: 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54: 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