

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

美债定价逻辑的切换——财政部四季度再融资会议点评

美国财政部季度再融资会议每年召开四次，主要规划未来一个季度美国国债发行计划。美国东部时间 2023 年 10 月 30 日，财政部公布四季度预计借款总规模，11 月 1 日公布具体期限的预计融资规模。本次再融资会议有何新特征？

热点思考：美债定价逻辑的切换——财政部四季度再融资会议点评

美国财政部四季度再融资会议更加谨慎，在长端美债发行上采取了更温和的姿态。财政部四季度计划国债净发行规模回落。财政部预计四季度净发债规模降至 7760 亿美元，较上一次再融资会议（8 月）预计的四季度净发行规模 8520 亿美元下降 760 亿美元。财政部预计到年末，TGA 账户余额为 7500 亿美元，持平于 8 月再融资会议的预计值。

财政部放缓 10 年期及以上国债拍卖节奏，2 到 7 年国债拍卖节奏不变。财政部放缓 10 年、20 年及 30 年国债拍卖节奏。其中 10 年期国债计划增发 70 亿，较上次会议减少 20 亿。对于 2 年、3 年、5 年、7 年期国债而言，增发节奏保持不变，仍计划在四季度将上述期限国债拍卖规模分别增加 270 亿、180 亿、270 亿和 90 亿。

长债拍卖结果不理想以及四季度美国财政赤字可能略有改善，是放缓美债发行节奏的主要原因。八月份后，中长期国债拍卖结果不甚理想，导致一级交易商被动承接量上升。10 年期国债的承接占比则上升至 18.7%。此外，因自然灾害影响，美国国税局将企业所得税付款截止日期推迟到四季度，或将带来收入及赤字短时间内略有改观。

然而长期来看，明年美国国债供给压力虽有所回落，但仍处于历史高位。2024 财年，私人部门需承接的美债供给量预计为 2.3 万亿至 2.7 万亿左右（其中包含私人投资者需承接的 6000 亿美联债赎回金额），不同机构预测均值为 2.5 万亿，略低于今年的 2.7 万亿美元（2 万亿私人净市场化借款以及 6980 亿美联储赎回额），依旧处于历史高位。

为弥补融资缺口，财政部拍卖规模上升可能会持续到明年三季度。参考 TBAC 不同情景下的建议，美国每月付息债拍卖规模可能将持续增长至明年 7 月份。若国债拍卖更偏向长久期，10 年期国债的拍卖规模在明年三季度仍可能上升至每季度 1290 亿，与之对比，今年三季度为 1080 亿美元，意味着届时每月需多增发 70 亿 10 年期国债的拍卖规模。

尽管长期供给未明显缓解，但本次再融资会议拍卖结果公布后，市场反应积极，10 年美债收益率明显回落。主因可能在于市场定价财政部下调 11 月的拍卖规模。3 年期、10 年期及 30 年期国债 11 月拍卖规模均低于预期值，并且 10 年期及 30 年期拍卖也低于 TBAC 建议的规模。当日消息公布后，10 年美债下行 0.8BP，30 年美债下行 1.1BP。

近期的市场逻辑重心似乎有所切换，基本面对美债的影响程度已超过供给因素，供求影响波动率，基本面定中枢。10 月制造业 PMI 及非农就业均不及预期。两项数据公布后，10 年期美债收益率分别下行了 1.5BP 和 3.3BP，均高于再融资会议公布后的下行幅度，这可能意味着随着供需矛盾的阶段性缓和，基本面因素已成为影响收益率的主要矛盾。

但美债定价逻辑能否顺利切换仍然取决于基本面矛盾与供求矛盾的相对强弱。彭博预测显示美国四季度经济增速将明显回落，由三季度的 4.9% 降至四季度的 0.8%。另一方面，今年美债供需矛盾相较于以往年份极为突出，前三季度超额供给约为 6000 亿美元，往年均值仅为 -740 亿，意味着美债的消化仍需时间，美债收益率能否顺畅下行仍需观察。

海外事件&数据：美国制造业 PMI 下滑，新增非农就业低于市场预期

美国制造业 PMI 总体下滑。10 月，美国 ISM 制造业 PMI 录得 46.7，低于市场预期值 49，相较于前值 49，回落 2.3 个点，连续第十二个月处于收缩区间，终止了此前连续三个月回升的趋势。10 月，ISM 制造业 PMI 的五个子项中，仅生产项高于荣枯线，新订单、自有库存及就业指数下降，供应商交付指数上升。

美国 10 月季调后非农新增就业人数 15 万，低于预期 18 万人。由于罢工活动，制造业就业人数下降。8 月和 9 月非农新增就业人数合计较修正前低 10.1 万人。10 月非农平均时薪同比 4.1%，预期 4.0%，前值 4.2%；10 月失业率升至 3.9%，高于预期 3.8%，前值 3.8%；劳动参与率降至 62.7%，预期 62.8%，前值 62.8%。

美国房价增速回落，营建支出下降。美国 8 月 FHFA 房价指数环比 0.6%，前值 0.8%。9 月营建支出环比 0.4%，前值 1%。原油价格下跌，截至 11 月 3 日，布油录得 88 美元每桶，上周 89 美元；截至 11 月 3 日，CME FEDWATCH 显示美联储 12 月加息概率为 20%，11 月联储会议召开后，OIS 隐含利率下降。

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：美债定价逻辑的切换——美国四季度再融资会议解读.....	4
（一）美国四季度净发债规模减少，长端美债拍卖节奏放缓.....	4
（二）调整美债发行的背后，未来供给压力尚未明显回落.....	6
（三）短期内久期供给缓和，定价逻辑或切换至经济基本面.....	8
二、海外基本面&重要事件.....	10
（一）货币与财政：OIS 隐含利率下降.....	10
（二）生产：美国 10 月 PMI 低于预期.....	12
（三）就业：美国 10 月非农就业低于预期.....	13
（四）通胀与能源：原油价格下跌.....	15
（五）地产与信贷：美国房价增速回落，营建支出下降.....	15
风险提示.....	16

图表目录

图表 1： 财政部季度再融资例会经济声明与发债声明.....	4
图表 2： 美国财政部四季度计划净发债规模下降.....	5
图表 3： 四季度末 TGA 账户余额预计为 7500 亿美元.....	5
图表 4： TGA 账户余额已处于季节性高位.....	5
图表 5： 财政部实际发债规模与计划规模对比.....	5
图表 6： 10 年、20 年、30 年拍卖节奏放缓.....	6
图表 7： 短债净发行占比仍然更高.....	6
图表 8： 美国 10 年、30 年国债拍卖交易商承接占比上升.....	6
图表 9： 财政赤字率与国债净发行高度相关.....	6
图表 10： 美国 2024 财年赤字规模预测.....	7
图表 11： 美国 2024 财年美债供给预测.....	7
图表 12： 美国财政部国债拍卖计划.....	7
图表 13： TBAC 不同情景下美债拍卖计划规模预测.....	8
图表 14： TBAC 不同情景下 10 年期国债拍卖预测.....	8
图表 15： 11 月 3 年、10 年、30 年国债拍卖低于预期.....	8
图表 16： 再融资会议公布后美债收益率表现.....	8
图表 17： 美国 10 月经济数据不及市场预期.....	9
图表 18： 基本面对美债收益率下行贡献更大.....	9
图表 19： 三季度美债供给明显放量.....	9

图表 20: 美国经济增长预期可能下行	9
图表 21: 今年美债供需矛盾较以往更加显著	10
图表 22: 美国流动性量价跟踪	11
图表 23: 美联储减持美债规模	11
图表 24: 美联储逆回购规模下降	11
图表 25: 截至 11 月 3 日, 美联储加息概率	12
图表 26: 11 月 OIS 隐含利率下降	12
图表 27: 10 月美国制造业 PMI 录得 46.7	12
图表 28: 制造业 PMI 与工业总产值整体仍处于底部	12
图表 29: 美国制造业 PMI 分项, 生产、就业及订单均下滑	13
图表 30: 美国 10 月新增非农就业人数不及预期, 制造业就业人数下降	13
图表 31: 美国 10 月薪资增速进一步回落、低于预期	14
图表 32: 美国 10 月失业率升至 3.9%, 萨姆规则衰退指数(SRR1)升至 0.33 个百分点	14
图表 33: 美国第三季度劳工成本指数季率环比上升, 同比下降	15
图表 34: 本周, 布油价格 95 美元, WTI 价格 88 美元	15
图表 35: 本周, IPE 英国天然气 124 便士	15
图表 36: 美国 8 月 FHFA 房价环比增速下降	16
图表 37: 美国 9 月营建支出环比回落	16
图表 38: 美国 30 年期抵押贷款利率升至 7.6%	16
图表 39: 美国二手房挂牌价增速有所反弹	16

美国财政部季度再融资会议每年召开四次，主要规划未来一个季度美国国债发行计划。美国东部时间 2023 年 10 月 30 日，美国财政部公布四季度预计借款总规模，11 月 1 日公布具体期限的预计融资规模。本次再融资会议有何新特征？

一、热点思考：美债定价逻辑的切换——财政部四季度再融资会议解读

（一）美国四季度净发债规模减少，长端美债拍卖节奏放缓

美国财政部四季度再融资会议声明更加谨慎，在长端美债发行上采取了更温和的姿态。本次会议上，财政部仍表示将继续增加付息国债的拍卖规模，该表述与上一次再融资会议类似。在 8 月份的再融资会议上，财政部曾表示“未来几个季度可能还需要进一步提高拍卖规模。”但本次会议财政部声明的重要变化是，其表示将放缓长期国债的拍卖速度，也即“在确定拍卖规模的未来变化时，财政部将继续评估额外的相对调整是否合适”，尤其是针对长端国债的发行速度将更为温和，这奠定了本次会议偏“鸽派”的基调。

图表1：财政部季度再融资例会经济声明与发债声明

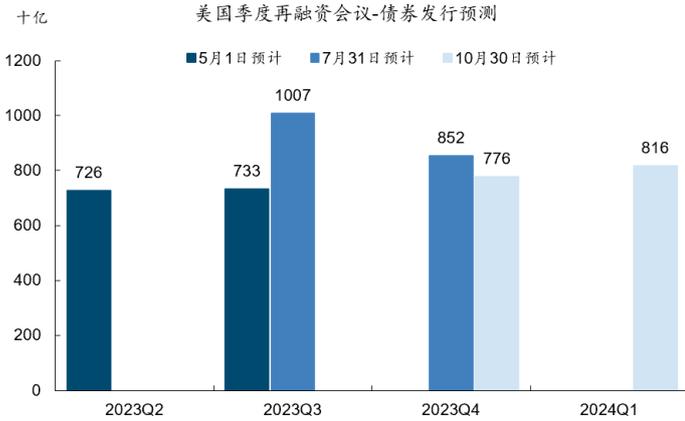
类别	项目	四季度 2023年11月1日	三季度 2023年8月2日
经济声明	总体经济观点	①美国经济依然强劲，拜登政府进行了大量投资 ②美国经济仍然走在通胀缓和的道路上，劳动力市场健康	①在拜登总统的经济计划和耶伦部长的现代供给侧经济学方法的支撑下， 美国经济依然强劲
	劳动力市场	①2023年第三季度，劳动力市场依然紧张 ②第三季度劳动力供应指标显示进一步全面改善 ③劳动力需求进一步放缓，尽管速度缓慢	①2023年二季度，劳动力市场依然紧张 ②劳动力供需缺口继续缩小
	通胀与工资	①二季度和第三季度的核心通胀保持稳定 ②核心商品价格明显通货紧缩和核心服务价格显著加速	①第二季度通胀进一步放缓 ②由于住房服务租金持续上涨的压力，除能源和食品外，其他商品和服务的通胀总体缓慢 ③二季度私营部门工资增长指标仍有所上升
	房地产	①货币政策的进一步收紧和抵押贷款利率的上升给第三季度的房地产带来了压力	①加息周期对房地产活动造成了明显的压力。即便如此，稳定的迹象在 2023 年第一季度开始出现，并持续到第二季度
	可能风险	通货膨胀；地缘政治不稳定和全球经济放缓；联邦政府可能关闭；金融状况趋紧	银行体系面临的风险；通货膨胀；利率和住房市场；地缘政治风险
债券发行声明	总体融资需求和发行计划	①2023年11月至2024年1月继续逐步增加付息债拍卖规模 ②可能还需要将付息债拍卖规模再增加四分之一	①计划2023年8月至10月逐步增加付息债拍卖规模 ②未来几个季度可能还需要进一步逐步增加
	付息债券和FRN发行计划	①继续逐步增加付息债和FRN拍卖规模 ②长期期限债券的发行速度将更为温和 ③在确定拍卖规模的未来变化时，财政部将继续评估额外的相对调整是否合适	①在接下来的三个月中，财政部预计基准期限的拍卖规模将逐步增加 ②计划稍微增加某些期限的拍卖规模，以维持不同期限的供需结构平衡
	TIPS发行计划	①继续逐步增加TIPS拍卖规模以保持TIPS占总量的稳定份额	①从10月开始，逐步增加5年期TIPS拍卖规模
	现金余额与票据发行计划	①在11月底之前将Bills拍卖规模维持在当前水平 ②到12月初，财政部预计将适度削减Bills拍卖规模	①预计到9月底现金余额将接近与其政策相符的水平 ②预计未来几天国库券拍卖规模将进一步适度增加 ③继续定期发行6周的CMB，至少到今年年底

来源：Bloomberg，国金证券研究所

财政部四季度计划国债净发行规模回落。财政部预计四季度净发债规模降至 7760 亿美元，较上一次再融资会议（8 月）预计的四季度净发行规模 8520 亿下降 760 亿美元。剔除美联储的净赎回额后，今年四季度及明年一季度的实际净发行预计分别降至 6810 亿、6440 亿美元，低于第三季度的实际净发行额 8520 亿美元。财政部预计到年末，TGA 账户余额为 7500 亿美元，持平于 8 月再融资会议的预计值。

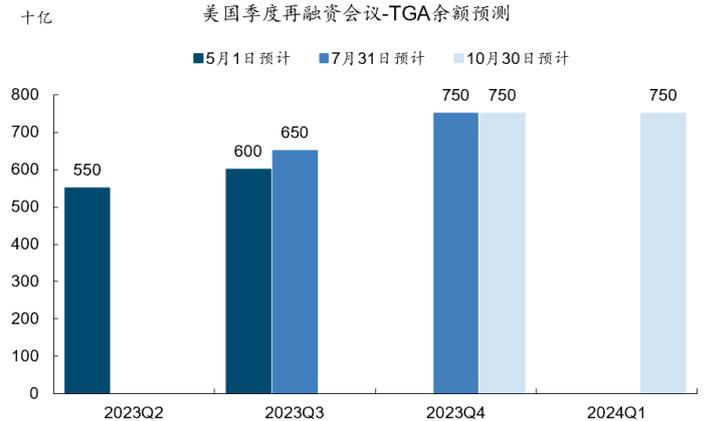
从历史上看，财政部计划发行规模与实际发行规模较为接近。美国财政部再融资会议一般提供对本季度和下一个季度的净发债规模预测，其中，对本季度的发债预测准确性较高，对下季度的预测准确性虽略差，但结合历史预测的表现看，预测与实际发行变化趋势仍较为一致。疫情前的预测误差较低，疫情期间的 2020 及 2021 年误差明显扩大，2022 年后预测表现有所改善。

图表2: 美国财政部四季度计划净发债规模下降



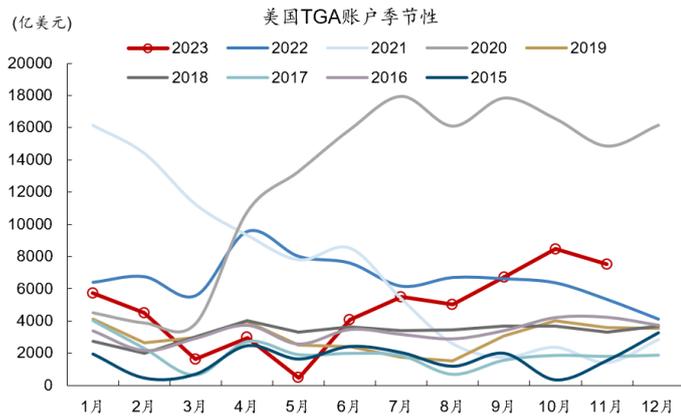
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表3: 四季度末 TGA 账户余额预计为 7500 亿美元



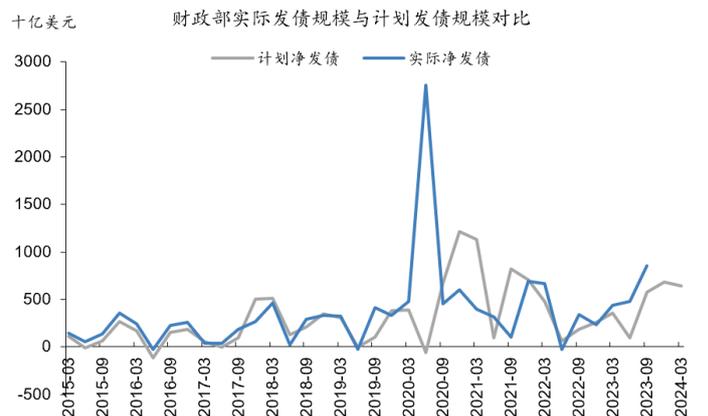
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表4: TGA 账户余额已处于季节性高位



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

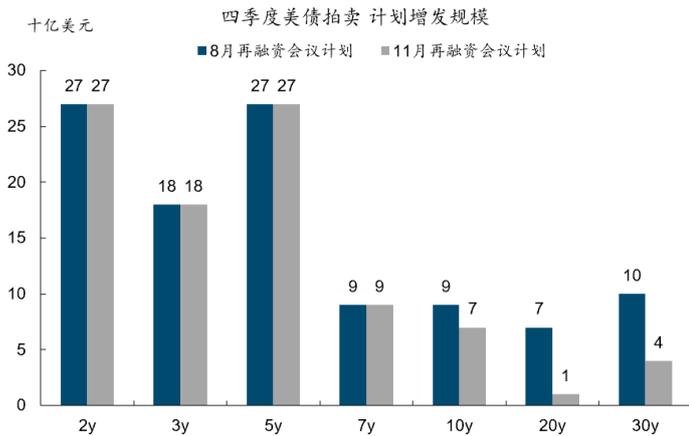
图表5: 财政部实际发债规模与计划发债规模对比



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

在拍卖速度上, 放缓 10 年期及以上国债拍卖节奏, 2 到 7 年国债拍卖节奏不变。8 月份再融资会议后, 财政部计划逐步增加付息国债拍卖的规模。本次会议对国债拍卖的增发节奏进行了调整。对于 2 年、3 年、5 年、7 年期国债而言, 增发节奏保持不变, 仍计划在四季度将上述期限国债拍卖规模分别增加 270 亿、180 亿、270 亿和 90 亿。另一方面, 财政部则放缓了 10 年、20 年及 30 年国债的拍卖节奏。其中 10 年国债计划增发 70 亿, 相比上次会议的计划规模减少了 20 亿, 20 年与 30 年国债放缓力度更大。

图表6: 10年、20年、30年拍卖节奏放缓



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表7: 短债净发行占比仍然更高



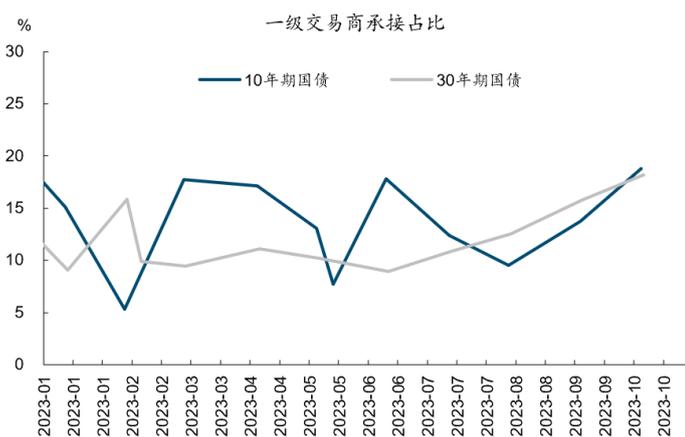
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 调整美债发行的背后, 未来供给压力尚未明显回落

本次再融资会议, 财政部放缓美债发行节奏的主要原因是近期长债拍卖结果不理想, 以及四季度美国财政赤字可能阶段性改善。八月份后, 中长期国债拍卖结果不甚理想, 直接投资人需求量下降, 导致一级交易商被动承接量上升。截至11月4日, 30年国债拍卖一级交易商承接量占比上升至18.2%, 较6月份低点抬高了10个百分点, 对10年期国债的承接占比则上升至18.7%, 较8月份底部升高9个百分点。

财政赤字方面, 美国最新滚动财政赤字率较前期略有回落。截至9月, 美国滚动财政赤字率(12M)由6月的8.5%下降至9月的6.3%, 一方面是由于美国学生贷款作废带来的支出回落, 另一方面是四季度企业所得税收入可能上涨, 今年考虑到自然灾害的影响, 美国国税局将企业所得税付款截止日期推迟到了10月中旬, 将可能使四季度企业税收高于21年水平, 但推迟付款带来的收入改善可能仅仅是阶段性的。

图表8: 美国10年、30年国债拍卖交易商承接占比上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

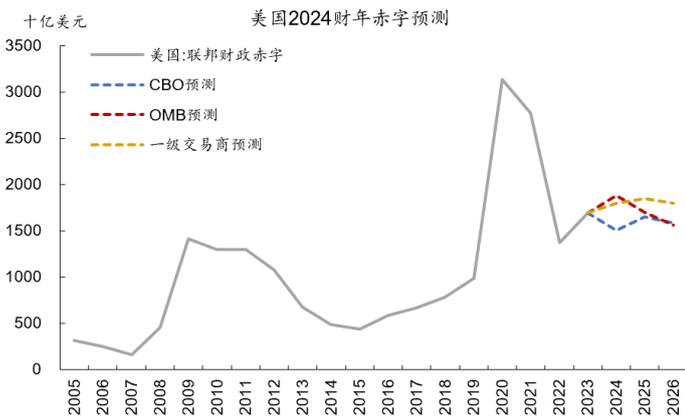
图表9: 财政赤字率与国债净发行高度相关



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

然而长期来看, 明年美国国债供给压力虽有所回落, 但仍处于高位。结合财政赤字与美联储 SOMA 账户赎回操作情况, 明年需要私人部门承接的美债体量略有回落, 但与今年基本接近。CBO、OMB 及一级交易商预计 2024 财年美国财政赤字规模在 1.5 万亿至 1.8 万亿美元左右, 与 2023 财年的 1.7 万亿美元基本持平或略低。2024 财年, 私人部门需承接的美债供给量预计为 2.3 万亿至 2.7 万亿左右 (其中包含 6000 亿左右的美联储赎回规模), 均值为 2.5 万亿, 略低于今年的 2.7 万亿美元 (2 万亿私人净市场化借款以及 6980 亿美联储赎回), 但依旧处于历史高位。

图表10: 美国 2024 财年赤字规模预测



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表11: 美国 2024 财年美债供给预测



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

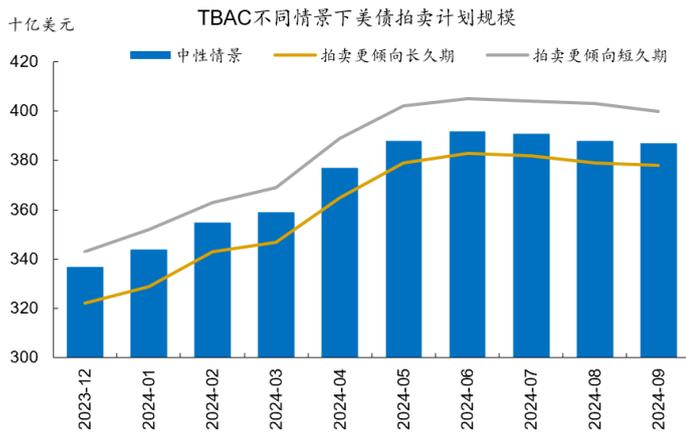
为弥补融资缺口，财政部拍卖规模上升可能会持续到明年三季度。今年四季度发行节奏虽放缓，但拍卖规模仍可能继续上升。参考 TBAC 的建议，明年四月份之前，仅 20 年期国债停止增发，其他期限的付息债仍将继续增加拍卖规模。明年 2 月开始，10 年期国债每月增加 40 亿美元的拍卖规模，2 年与 30 年期国债每月增发 30 亿。按照 TBAC 不同情景下的建议，美国每月付息债拍卖规模可能将持续增长至明年 7 月份。若国债拍卖更偏向长长期，10 年期国债的拍卖规模在明年三季度仍可能上升至每季度 1290 亿，与之对比，今年三季度为 1080 亿美元，意味着届时每月需多增发 70 亿拍卖规模。

图表12: 美国财政部国债拍卖计划

		2年	3年	5年	7年	10年	20年	30年	5年 TIPS	10年 TIPS	30年 TIPS	2年FRN
实际规模	2023年1月	42	40	43	35	32	12	18		17		24
	2023年2月	42	40	43	35	35	15	21			9	22
	2023年3月	42	40	43	35	32	12	18		15		22
	2023年4月	42	40	43	35	32	12	18	21			24
	2023年5月	42	40	43	35	35	15	21		15		22
	2023年6月	42	40	43	35	32	12	18	19			22
	2023年7月	42	40	43	35	32	12	18		17		24
	2023年8月	45	42	46	36	38	16	23			8	24
	2023年9月	48	44	49	37	35	13	20		15		24
11月公布计划规模	2023年10月	51	46	52	38	35	13	20	22			26
	2023年11月	54	48	55	39	40	16	24		15		24
	2023年12月	57	50	58	40	37	13	21	20			24
TBAC建议规模	2024年1月	60	52	61	41	37	13	21		18		28
	2024年2月	63	54	64	42	44	16	27			10	26
	2024年3月	66	56	67	43	41	13	24		16		26
	2024年4月	69	58	70	44	41	13	24	23			30

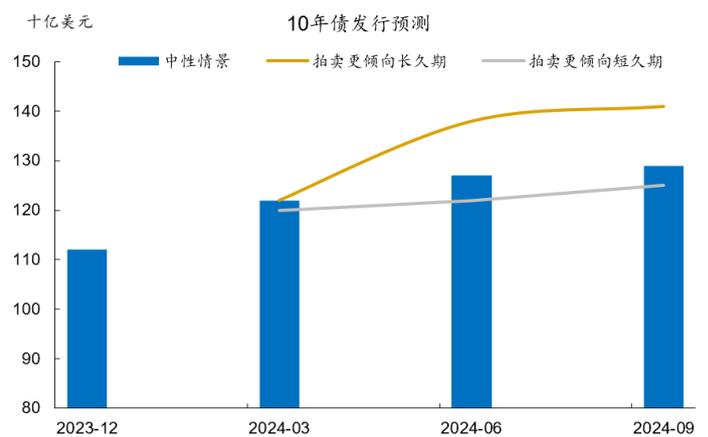
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表13: TBAC不同情景下美债拍卖计划规模预测



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表14: TBAC不同情景下10年期国债拍卖预测

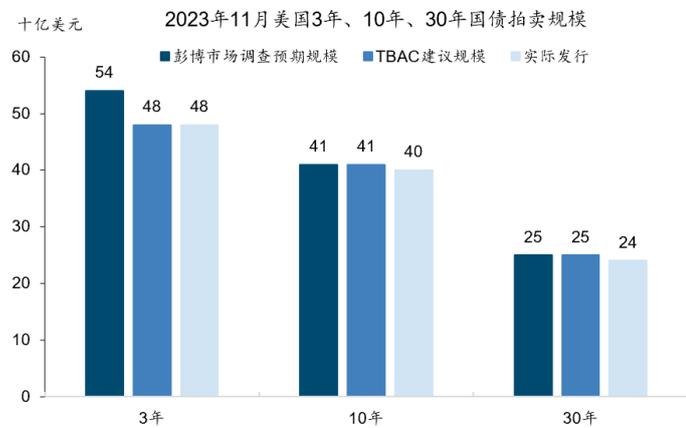


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 短期内久期供给缓和, 定价逻辑或切换至经济基本面

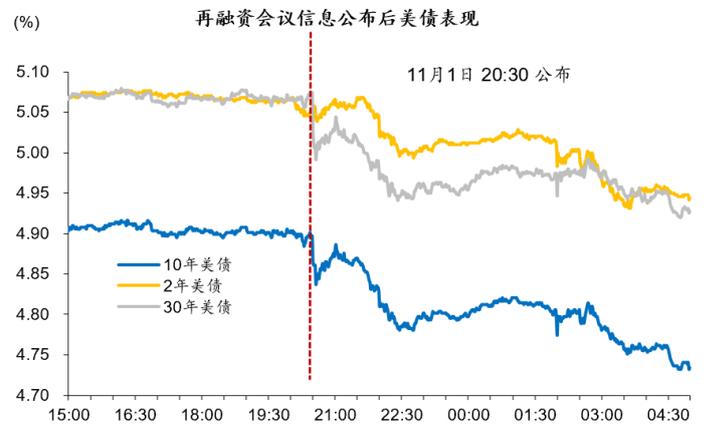
尽管长期供给未明显缓解, 但本次再融资会议拍卖结果公布后, 市场反应积极, 10 年美债收益率明显回落。主因可能在于市场定价财政部下调 11 月的拍卖规模。3 年期、10 年期及 30 年期国债实际拍卖规模均低于彭博市场调查的预期值, 并且 10 年期及 30 年期拍卖也低于 TBAC 建议的规模。因而, 11 月 1 日当天消息公布后, 10 年期美债收益率下行 0.8BP, 30 年美债收益率下行 1.1BP。

图表15: 11月3年、10年、30年国债拍卖低于预期



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表16: 再融资会议公布后美债收益率表现

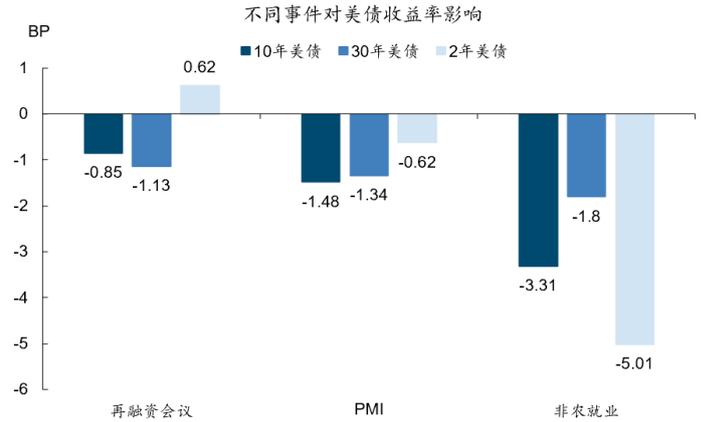
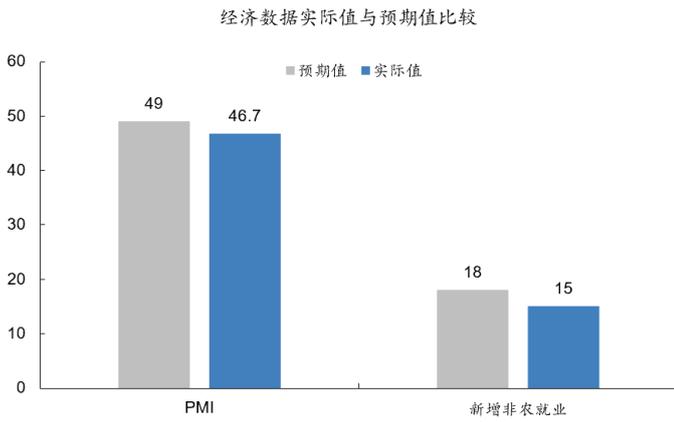


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

近期的市场逻辑重心有所切换, 基本面对美债的影响程度已超过供给因素。10 月中下旬以来, 美国公布的经济数据普遍不及市场预期, 10 月美国 ISM 制造业 PMI 下降 2.3 个百分点至 46.7, 低于市场预期值 49, 10 月新增非农就业人数 15 万人, 市场预期 18 万人, 也大幅低于前值 30 万人。两项数据公布后的 20 分钟内, 10 年期美债收益率分别下行了 1.5BP 和 3.3BP, 均高于再融资会议公布后的下行幅度, 30 年期美债收益率的反应与之类似, 这可能意味着随着供需矛盾的阶段性缓和, 基本面因素已成为影响收益率的主要矛盾。

图表17: 美国10月经济数据不及市场预期

图表18: 基本面对美债收益率下行贡献更大



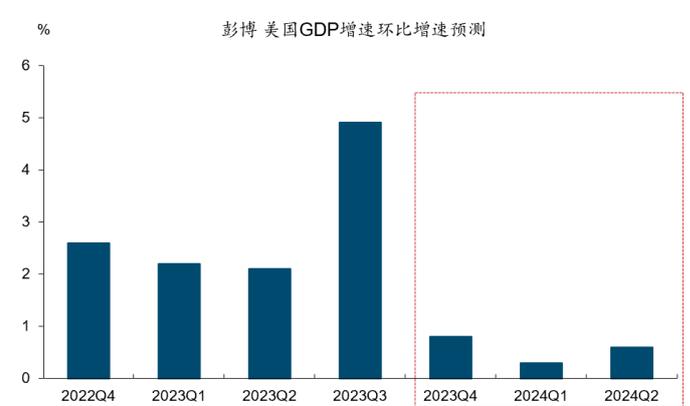
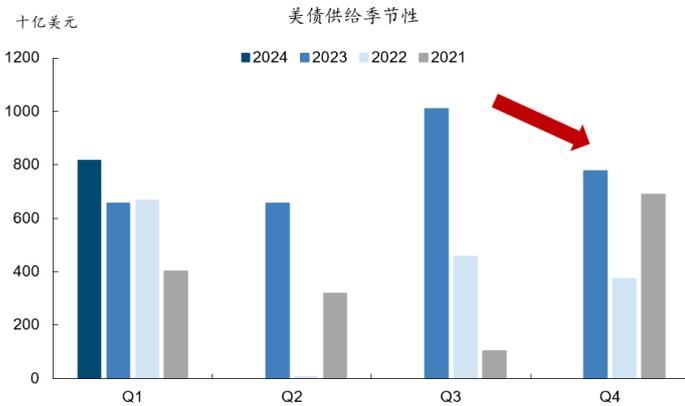
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

但美债定价逻辑能否顺利切换仍然取决于基本面矛盾与供求矛盾的相对强弱。彭博预测显示美国四季度经济增速将明显回落，由三季度的4.9%降至四季度的0.8%，在高利率的压制下，美国经济增速下行的预期始终处于等待兑现当中。另一方面，三季度美债净供给大幅超出季节性，四季度发行量有所回落，明年一季度供给量仍有可能上行，且今年美债供需矛盾相较于以往年份极为突出，前三季度超额供给约为6000亿美元，而以往年份超额供给往往为负，意味着美债的消化仍需时间，美债收益率能否顺畅下行仍需观察。

图表19: 三季度美债供给明显放量

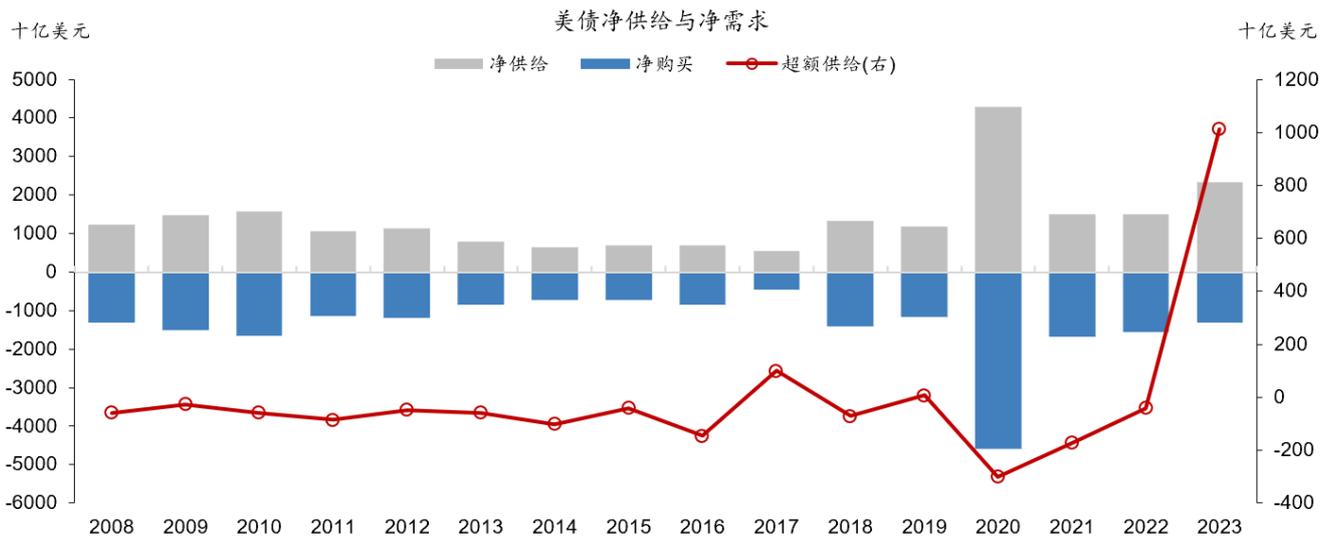
图表20: 美国经济增长预期可能下行



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表21：今年美债供需矛盾较以往更加显著



来源：Bloomberg，国金证券研究所

经过研究，本文发现：

(1) 美国财政部四季度再融资会议更加谨慎，在长端美债发行上采取了更温和的姿态。财政部四季度计划国债净发行规模回落。财政部预计四季度净发债规模降至 7760 亿美元，较上一次再融资会议（8 月）预计的四季度净发行规模 8520 亿下降 760 亿美元。财政部预计到年末，TGA 账户余额为 7500 亿美元，持平于 8 月再融资会议的预计值。

(2) 财政部放缓 10 年期及以上国债拍卖节奏，2 到 7 年国债拍卖节奏不变。财政部放缓 10 年、20 年及 30 年国债拍卖节奏。其中 10 年国债计划增发 70 亿，较上次会议减少 20 亿。对于 2 年、3 年、5 年、7 年期国债而言，增发节奏保持不变，仍计划在四季度将上述期限国债拍卖规模分别增加 270 亿、180 亿、270 亿和 90 亿。

(3) 为弥补融资缺口，财政部拍卖规模上升可能会持续到明年三季度。参考 TBAC 不同情景下的建议，美国每月付息债拍卖规模可能将持续增长至明年 7 月份。若国债拍卖更偏向长久期，10 年期国债的拍卖规模在明年三季度仍可能上升至每季度 1290 亿，与之对比，今年三季度为 1080 亿美元，意味着届时每月需多发 70 亿 10 期国债的拍卖规模。

(4) 尽管长期供给未明显缓解，但本次再融资会议拍卖结果公布后，市场反应积极，10 年美债收益率明显回落。主因可能在于市场定价财政部下调 11 月的拍卖规模。3 年期、10 年期及 30 年期国债 11 月拍卖规模均低于预期值，并且 10 年期及 30 年期拍卖也低于 TBAC 建议的规模。当日消息公布后，10 年美债下行 0.8BP，30 年美债下行 1.1BP。

(5) 近期的市场逻辑重心似乎有所切换，基本面对美债的影响程度已超过供给因素。10 月美国 ISM 制造业 PMI 及新增非农就业均不及预期。两项数据公布后，10 年期美债收益率分别下行了 1.5BP 和 3.3BP，均高于再融资会议公布后的下行幅度，这可能意味着随着供需矛盾的阶段性缓和，基本面因素已成为影响收益率的主要矛盾。

(6) 但美债定价逻辑能否顺利切换仍然取决于基本面矛盾与供求矛盾的相对强弱。彭博预测显示美国四季度经济增速将明显回落，由三季度的 4.9% 降至四季度的 0.8%。另一方面，今年美债供需矛盾相较于以往年份极为突出，前三季度超额供给约为 6000 亿美元，往年均值仅为 -740 亿，意味着美债的消化仍需时间，美债收益率能否顺畅下行仍需观察。

二、海外基本面&重要事件

(一) 货币与财政：OIS 隐含利率下降

11 月 1 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，准备金规模上升，TGA 存款减少 950 亿美元。货币市场基金规模上升 630 亿美元。11 月 1 日当周，美国商业银行存款下降 220 亿，大型银行存款下降 290 亿美元。截至 11 月 3 日，CME FEDWATCH 显示美联储 12 月加息概率为 20%，11 月联储会议召开后，

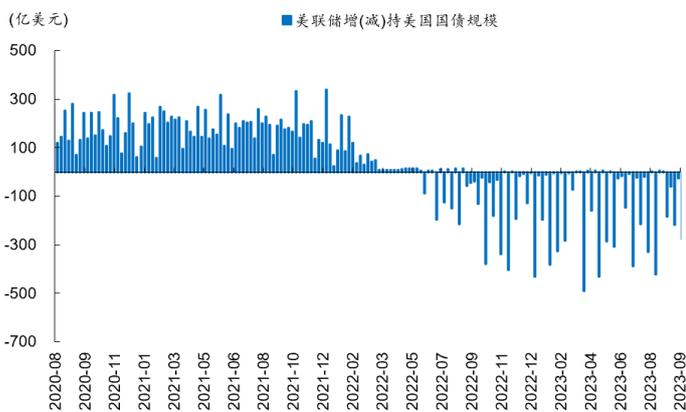
OIS 隐含利率下降。

图表22: 美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪			单位	周度变动	11-01	10-25	10-18	10-11	10-04	09-27	09-20
流动性数量型指标	美联储										
	总资产	十亿美元	↓	-41	7866.7	7907.8	7933.2	7952.1	7955.8	8002.1	8024.1
	其他贷款	十亿美元	↓	-2	163.2	165.0	169.6	174.6	179.1	198.1	201.1
	一级信贷	十亿美元	↓	0	3.0	3.2	3.0	2.6	2.8	3.2	3.1
	银行定期融资计划	十亿美元	↑	0	109.1	109.1	108.8	108.9	107.7	107.7	107.6
	其他信贷工具	十亿美元	↓	-1	46.8	48.3	53.2	58.3	63.7	81.9	85.0
	逆回购	十亿美元	↓	-7	1396.5	1403.1	1448.9	1529.8	1632.0	1755.1	1804.7
	储备金	十亿美元	↑	51	3314.6	3264.0	3250.2	3315.7	3240.7	3168.5	3144.4
	TGA	十亿美元	↓	-95	753.0	847.7	841.1	713.0	679.0	672.1	661.7
	商业银行										
	现金	十亿美元	↑	21		3354.5	3333.6	3418.2	3313.4	3271.3	3236.7
	消费贷	十亿美元	↑	9		1911.4	1902.2	1904.2	1903.4	1912.0	1900.1
	住房贷款	十亿美元	↑	3		2566.0	2562.7	2562.7	2559.3	2558.6	2561.0
	商业地产贷款	十亿美元	↑	1		2945.3	2944.1	2941.4	2942.3	2944.5	2941.9
工商业贷款	十亿美元	↓	-8		2743.0	2750.8	2755.3	2754.3	2742.3	2735.4	
存款	十亿美元	↓	-22		17205.7	17228.0	17353.3	17333.0	17290.4	17238.1	
大银行存款	十亿美元	↓	-29		10662.4	10691.7	10792.7	10768.1	10753.8	10693.5	
小银行存款	十亿美元	↓	-4		5271.0	5274.9	5286.9	5287.3	5258.9	5255.6	
货币市场基金	十亿美元	↑	63	5695.2	5632.5	5607.6	5706.5	5708.0	5643.9	5637.6	
流动性价格型指标	隔夜融资市场										
	SOFR-IORB	BP	↑	2.0	-8.0	-10.0	-10.0	-9.0	-8.0	-8.0	-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	↑	2.7	24.9	21.4	18.7	18.1	17.2	16.0	16.0
	TED利差	BP	↑	2.4	8.4	5.9	6.7	4.5	7.4	7.2	9.8
	票据与信用债市场										
	Master企业债利差	BP	↑	3.0	133.0	130.0	129.0	127.0	129.0	121.0	120.0
	票据利差	BP	↑	19.0	19.0	0.0	5.0	15.0	7.0	11.0	4.0
	离岸市场										
欧元兑美元互换基差	BP	↑	0.5	-23.8	-24.3	-26.1	-26.5	-29.8	-11.8	-9.9	
日元兑美元互换基差	BP	↓	-1.8	-60.5	-58.8	-59.8	-58.3	-60.1	-43.9	-37.5	

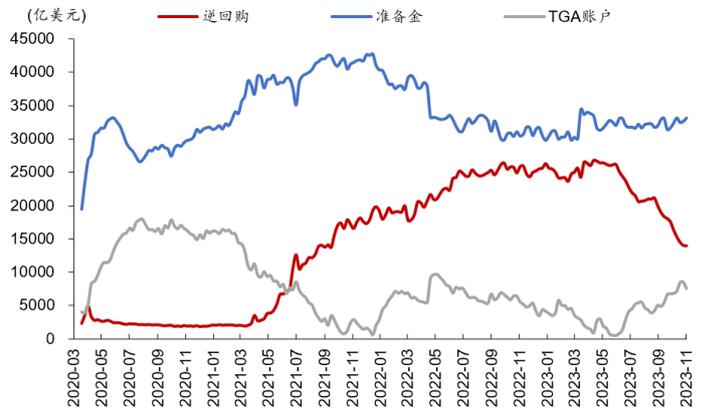
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表23: 美联储减持美债规模



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表24: 美联储逆回购规模下降



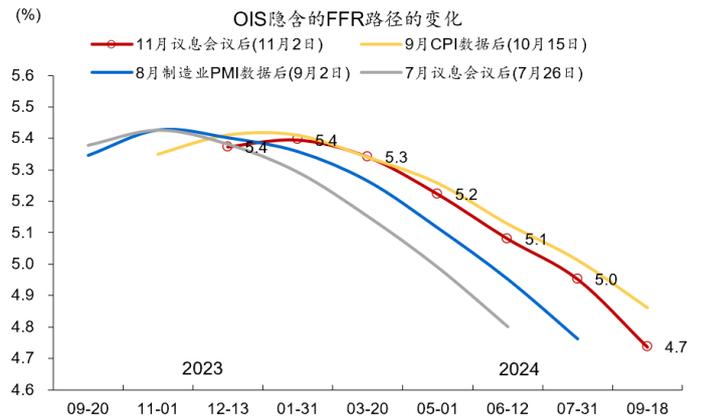
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表25: 截至11月3日, 美联储加息概率

区间/日期	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	2	2	1	0	0	0	0	0
550-575	2	0	20	26	22	12	6	2	1	1	0
525-550	98	100	80	72	63	43	26	13	7	3	2
500-525	0	0	0	0	14	38	41	31	20	13	7
475-500	0	0	0	0	0	7	24	34	33	26	18
450-475	0	0	0	0	0	0	4	16	28	30	27
425-450	0	0	0	0	0	0	0	2	11	20	26
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	1	7	15
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	5
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
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26: 11月OIS隐含利率下降



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

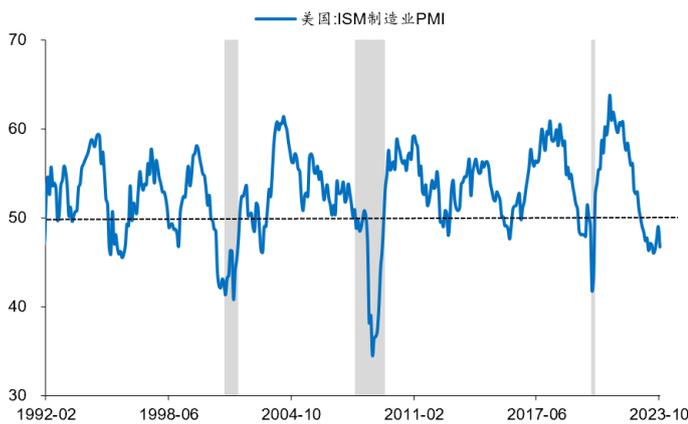
(二) 生产: 美国10月PMI低于预期

美国制造业PMI总体下滑。10月, 美国ISM制造业PMI录得46.7, 低于市场预期值49, 相较于前值49, 回落2.3个点, 连续第十二个月处于收缩区间, 终止了此前连续三个月回升的趋势。10月, ISM制造业PMI的五个子项中, 仅生产项高于荣枯线, 新订单、自有库存及就业指数下降, 供应商交付指数上升。

就业及新订单对PMI拖累幅度较高。就业分项由上个月的51.2下滑4.4个点至46.8, 拖累PMI指数0.88个点, 为拖累最高的分项, 就业放缓可能反映了美国汽车工人联合会(UAW)针对底特律三大汽车制造商罢工的影响。生产指数由52.5下降2.1个点至50.4, 新订单下滑3.7个点至45.5, 反映供给需求两侧仍然偏弱。

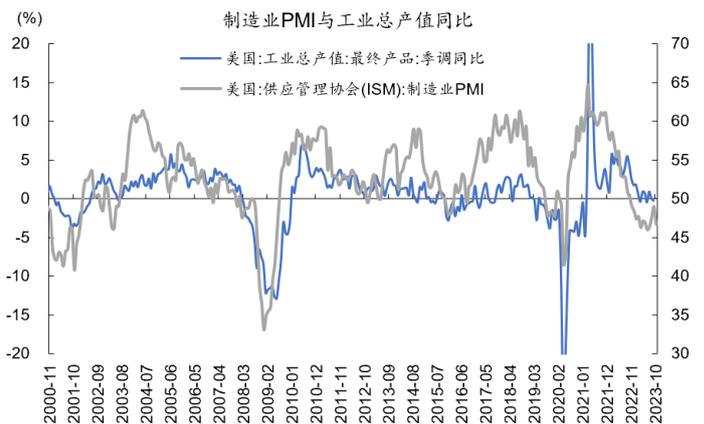
服务业PMI指数9月收缩, 仍好于制造业。9月, 美国服务业PMI为53.6, 高出制造业PMI读数4.6个点, 二者分化较六月份有所缩小。但近三个月, 服务业PMI主要受库存订单、物价分项拉动, 服务业新订单指数边际收缩, 9月下滑5.7个点至51.8, 反映美国服务业需求侧存在走弱的可能。

图表27: 10月美国制造业PMI录得46.7



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 制造业PMI与工业总产值整体仍处于底部



来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 美国制造业PMI分项, 生产、就业及订单均下滑

PMI项目	月度变化	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10
ISM:制造业PMI	↓ -2.3	46.7	49.0	47.6	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.0
新订单	↓ -3.7	45.5	49.2	46.8	47.3	45.6	42.6	45.7	44.3	47.0	42.5	45.1	46.8	48.2
新出口订单	↑ 2.0	49.4	47.4	46.5	46.2	47.3	50.0	49.8	47.6	49.9	49.4	46.2	48.4	46.5
库存订单	↓ -0.2	42.2	42.4	44.1	42.8	38.7	37.5	43.1	43.9	45.1	43.4	41.4	40.0	45.3
生产	↓ -2.1	50.4	52.5	50.0	48.3	46.7	51.1	48.9	47.8	47.3	48.0	48.6	50.9	51.9
就业	↓ -4.4	46.8	51.2	48.5	44.4	48.1	51.4	50.2	46.9	49.1	50.6	50.8	48.9	49.9
供应商交付	↑ 1.3	47.7	46.4	48.6	46.1	45.7	43.5	44.6	44.8	45.2	45.6	45.1	47.2	46.8
自有库存	↓ -2.5	43.3	45.8	44.0	46.1	44.0	45.8	46.3	47.5	50.1	50.2	52.3	51.1	53.0
客户库存	↑ 1.5	48.6	47.1	48.7	48.7	46.2	51.4	51.3	48.9	46.9	47.4	48.2	48.7	41.6
物价	↑ 1.3	45.1	43.8	48.4	42.6	41.8	44.2	53.2	49.2	51.3	44.5	39.4	43.0	46.6
进口	↓ -0.3	47.9	48.2	48.0	49.6	49.3	47.3	49.9	47.9	49.9	47.8	45.1	46.6	50.8

来源: Wind、国金证券研究所

(三) 就业: 美国10月非农就业低于预期

美国10月季调后非农新增就业人数15万, 低于预期18万人, 过去12个月的平均值为25.8万。医疗保健、政府以及社会救助的就业岗位有所增加。由于罢工活动, 制造业就业人数下降。8月非农新增就业人数从22.7万人上修至16.5万人, 9月非农新增就业人数从33.6万人下修至29.7万人, 8月和9月非农新增就业人数合计较修正前低10.1万人。美国10月非农平均时薪同比4.1%, 预期4.0%, 前值4.2%; 时薪环比0.2%, 低于预期0.3%, 前值0.3%。美国10月失业率升至3.9%, 高于预期3.8%, 前值3.8%; 劳动参与率降至62.7%, 预期62.8%, 前值62.8%, 这是自2022年11月以来的首次下降。

美国第三季度劳工成本指数季率环比1.1%, 高于预期和前值的1%, 同比下降。

图表30: 美国10月新增非农就业人数不及预期, 制造业就业人数下降

行业	新增非农就业人数(千人)				
	23-10	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)
非农	150.0	180.0	↓ -147.0	-86.0	-67.0
私人部门	99.0	158.0	↓ -147.0	-46.0	-80.0
商品生产	-11.0		-39.0	-23.0	-36.0
自然资源和采矿业	1.0		0.0	-1.0	-4.0
建筑业	23.0		10.0	11.0	12.0
制造业	-35.0	-10.0	↓ -49.0	-33.0	-44.0
耐用消费品	-36.0		-46.0	-48.0	-49.0
非耐用消费品	1.0		-3.0	15.0	5.0
服务业	110.0		-108.0	-23.0	-44.0
批发贸易	9.4		-6.6	-6.0	10.9
零售贸易	0.7		-12.6	-11.9	2.7
交通运输和仓储	-12.1		-24.6	-5.3	3.0
公用事业	0.8		-0.7	2.3	-0.9
信息	-9.0		-5.0	10.0	-12.0
金融活动	-2.0		-4.0	-17.0	-29.0
专业及商业服务	15.0		-2.0	44.0	-33.0
教育及健康服务	89.0		11.0	-15.0	12.0
休闲和酒店业	19.0		-55.0	-19.0	8.0
其他服务	-1.0		-9.0	-5.0	-6.0
政府	51.0		0.0	-40.0	13.0

来源: BLS、WIND、国金证券研究所

图表31: 美国 10 月薪资增速进一步回落、低于预期

行业	平均月薪(同比, %)				平均月薪(环比, %)				
	23-10	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)	23-10	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)
非农									
私人部门	4.1	-0.20	-0.23	-0.28	0.3	0.3	-0.1	-0.2	-0.2
商品生产	5.0	-0.24	-0.33	0.43	0.2		-0.1	-0.5	-0.2
自然资源 and 采矿业	6.0	-0.54	1.01	-1.11	-0.1		-2.0	-1.2	-1.9
建筑业	5.0	-0.11	-0.44	-0.22	0.3		0.2	-0.4	0.1
制造业	4.8	-0.34	-0.40	0.87	0.1		-0.3	-0.5	-0.4
耐用消费品	4.5	-0.23	-0.39	0.95	0.2		-0.2	-0.4	-0.2
非耐用消费品	5.1	-0.55	-0.27	0.56	-0.1		-0.5	-0.6	-0.7
服务业	3.9	-0.20	-0.23	-0.47	0.2		-0.1	-0.1	-0.2
批发贸易	4.3	-1.23	-0.67	-0.81	-0.3		-0.7	-0.4	-0.9
零售贸易	3.6	-0.49	-0.38	-1.04	0.0		-0.3	-0.2	-0.3
交通运输和仓储	5.1	0.35	0.00	0.40	0.4		-0.2	0.2	-0.5
公用事业	4.2	-0.14	1.45	-1.60	0.3		0.0	-0.2	0.0
信息	1.4	0.15	-2.04	-2.86	0.0		-0.1	-0.1	0.9
金融活动	5.1	0.22	0.46	1.34	0.1		-0.3	-0.5	0.2
专业及商业服务	4.5	-0.15	-0.07	0.23	0.3		-0.1	-0.2	-0.1
教育及健康服务	3.0	-0.36	0.10	-0.90	0.2		0.0	-0.1	-0.1
休闲和酒店业	4.5	-0.27	-0.70	-1.39	0.3		0.3	0.2	-0.2
其他服务	4.0	0.37	0.62	-0.34	0.3		0.2	0.3	-0.3

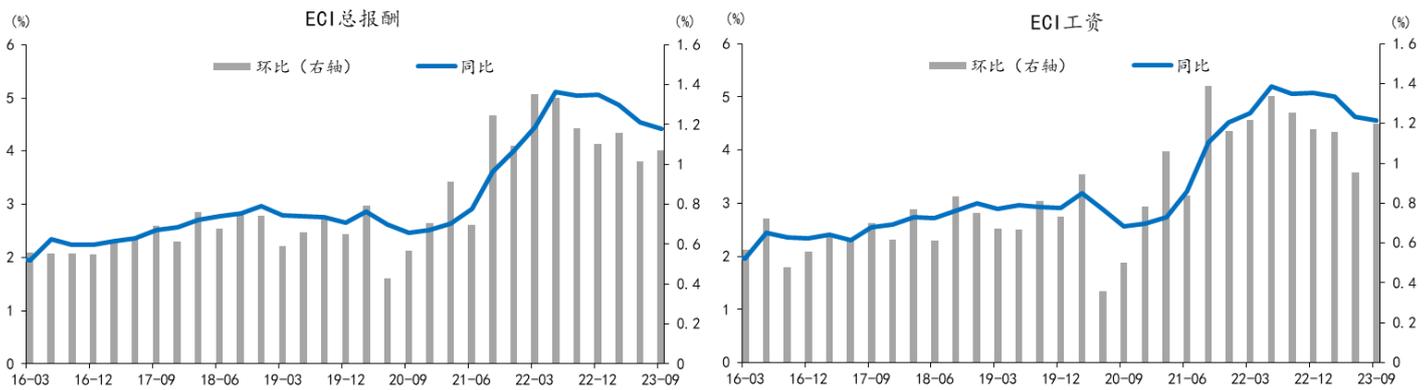
来源: BLS、WIND、国金证券研究所

图表32: 美国 10 月失业率升至 3.9%，萨姆规则衰退指数(SRRI)升至 0.33 个百分点

指标	失业/就业														
	23-10	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)	5年分位数	10年分位数	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02
失业率(U3)	3.9	3.8	0.10	0.10	0.50	58.3	31.9	3.8	3.8	3.5	3.6	3.7	3.4	3.5	3.6
U3: 全职	3.7		0.00	0.50	0.10	46.6	23.7	3.7	3.7	3.4	3.5	3.6	3.3	3.4	3.5
U3: 兼职	4.6		0.30	0.50	1.00	65.0	42.6	4.3	4.4	4.1	4.0	4.0	3.6	3.9	4.0
U1	1.4		0.00	0.10	0.30	56.6	29.5	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1
U2	1.8		0.10	0.20	0.20	50.0	26.2	1.7	1.7	1.6	1.7	1.8	1.6	1.8	1.7
U4	4.1		0.10	0.40	0.50	53.3	27.0	4.0	4.0	3.7	3.7	3.9	3.6	3.7	3.8
U5	4.7		0.10	0.40	0.50	53.3	26.2	4.6	4.6	4.3	4.4	4.5	4.2	4.2	4.4
U6	7.2		0.20	0.50	0.50	45.0	22.1	7.0	7.1	6.7	6.9	6.7	6.6	6.7	6.8
劳动参与率	62.7	62.8	-0.10	0.10	0.10	68.3	39.3	62.8	62.8	62.6	62.6	62.6	62.6	62.6	62.5
男性	67.9		-0.40	-0.10	-0.20	38.3	18.8	68.3	68.2	68.0	68.1	68.1	68.1	68.4	68.0
女性	57.6		0.10	0.20	0.30	88.3	94.2	57.5	57.7	57.4	57.3	57.3	57.3	57.1	57.2
就业率	60.4		-0.10	-0.30	-0.10	61.6	74.5	60.5	60.4	60.7	60.6	60.4	60.5	60.4	60.0
男性	65.3		-0.30	-0.90	-0.40	43.3	38.5	65.6	65.7	66.2	66.1	65.7	65.7	65.6	65.1
女性(美国)	55.8		0.30	0.10	0.30	93.3	96.7	55.5	55.3	55.4	55.3	55.3	55.5	55.3	55.2

来源: BLS、WIND、国金证券研究所

图表33: 美国第三季度劳工成本指数季率环比上升, 同比下降

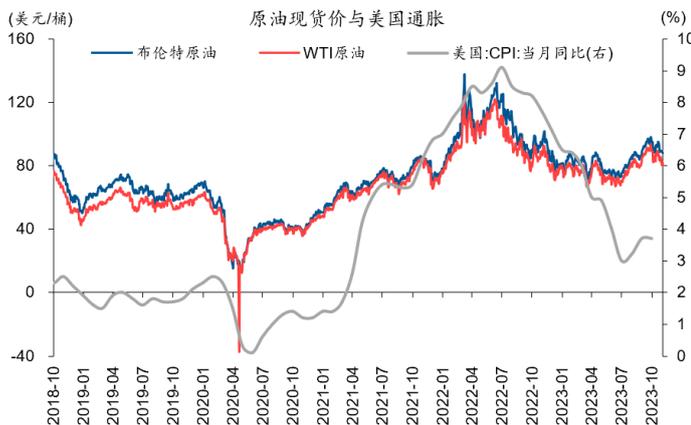


来源: BLS、WIND、国金证券研究所

(四) 通胀与能源: 原油价格下跌

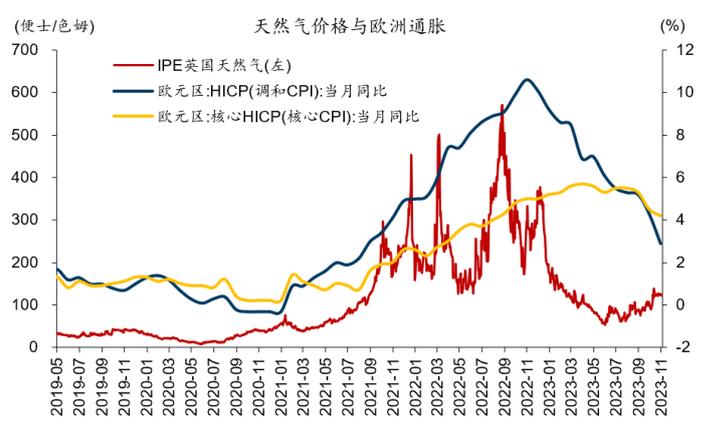
截至 11 月 3 日, 布油录得 88 美元每桶, 上周 89 美元; WTI 原油录得 81 美元, 上周 85 美元; 英国天然气录得 123 便士/色姆, 上周 127 便士。NYMEX 天然气 3.5 美元/百万英热单位, 上周 3.2 美元。

图表34: 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35: 本周, IPE 英国天然气 124 便士

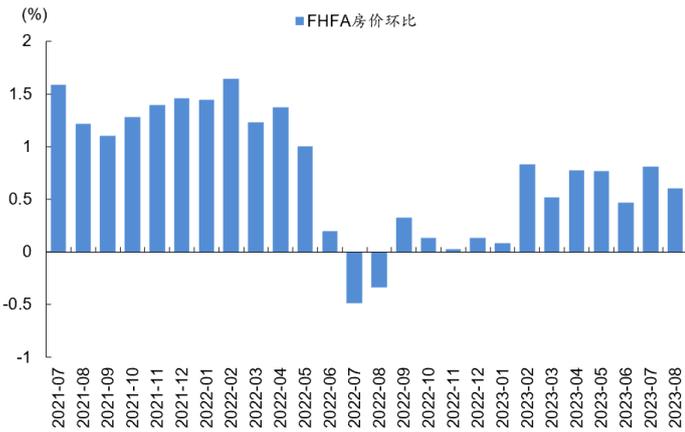


来源: WIND、国金证券研究所

(五) 地产与信贷: 美国房价增速回落, 营建支出下降

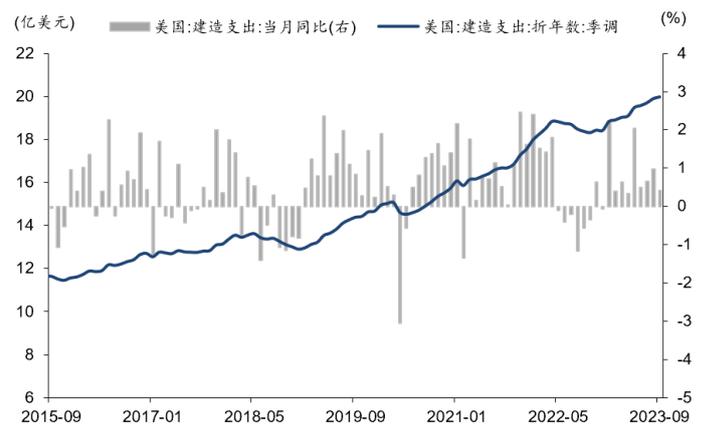
美国房价增速回落, 营建支出下降。美国 8 月 FHFA 房价指数环比 0.6%, 前值 0.8%。9 月营建支出环比 0.4%, 前值 1%。截至 11 月 2 日, 美国 30 年期抵押贷款利率为 7.8%, 较 9 月底的 7.3% 上升 50BP, 较上周下降 3BP。15 年期抵押贷款利率为 7.0%, 较 9 月底的 6.7% 上升 30BP。截至 9 月 9 日, 美国 REALTOR 二手房挂牌价增速有所反弹。

图表36: 美国 8 月 FHFA 房价环比增速下降



来源: WIND、国金证券研究所

图表37: 美国 9 月营建支出环比回落



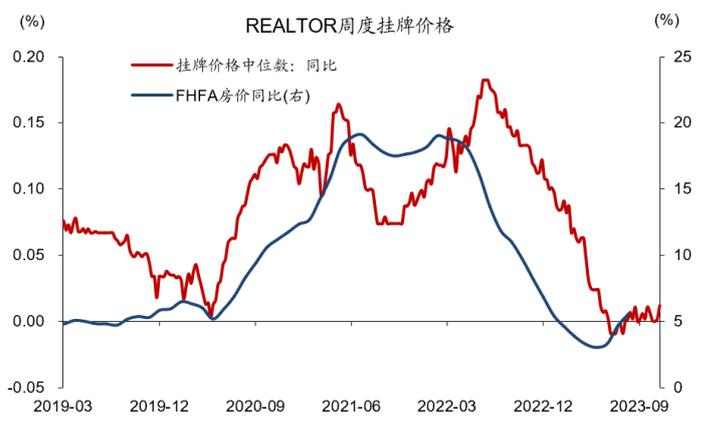
来源: WIND、国金证券研究所

图表38: 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39: 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 紫竹国际大厦7楼	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 嘉里建设广场T3-2402