

# 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

## 2024 年美国财政有何变数？

财政是今年美国经济韧性的重要解释，其影响总需求的方式分为直接和间接。2023 年，美国 GDP 增长中的多少可归因于财政？明年美国财政赤字如何变化，高利率环境下，是否需要担忧美国债务风险？

### 热点思考：2024 年美国财政有何变数？

2023 年美国财政赤字抬升的重要原因是自动稳定器的“失灵”。税收、社保等项目往往发挥自动稳定器的功能，当失业率较低时，倾向于增收减支。但今年在低失业率的条件下，财政赤字依然扩大，原因在于通胀调整的扣除额上升使财政收入被动减少，社保支出被动扩大。随着通胀放缓，这一支撑明年将会减弱，有助于削弱明年赤字规模。

2023 年美国财政贡献了约 10.5% 的居民消费，拉动消费增长 1.7 个点。财政对消费的影响渠道包括转移收入和个人所得税，财政转移收入及个税下降会带来对应的消费增长，结合边际消费倾向，我们估算显示，今年财政贡献了居民可支配收入总额的 6%、消费支出的 10.5%。目前居民消费支出增速为 6%，其中财政拉动了 1.7 个点。

2023 年美国 GDP 增速预计约为 2.1%，财政拉动率 0.8%，贡献率约 30%。直接渠道方面，财政通过政府消费和投资拉动 GDP 增长 0.7 个点，除疫情两年外，是近十年次高水平。间接渠道方面，财政通过补贴及减税影响居民消费，我们测算显示，前三季度，财政通过消费的间接渠道拉动 GDP 增速 0.21 个点。

2024 年美国财政赤字总体有所收敛，预计财政收支均下降，赤字率小幅收缩 0.5 个点。明年财政收入占 GDP 比重预计小幅下降，其中所得税收入降幅放缓，主因是通胀增速降低，所得税扣除额涨幅下降。企业所得税、工资税等占 GDP 比重与今年相比基本持平。赤字率预计从今年的 6.3% 降至明年的 5.8%。

2024 年美国财政有效支出萎缩，将拖累财政的支撑效果。按照经济性质，美国财政支出可分为政府消费支出、转移支付、利息支出以及补贴支出，其中利息支出由于不产生经济效益，因而可以被视为无效支出。三季度财政支出同比 6.7%，其中 3.9 个百分点是由利息支出贡献，明年利息支出增速和占比将上涨，财政有效支出仍会进一步回落。

2024 年财政对 GDP 的支撑放缓，预计全年拉动 GDP 增速 0.3 个点，财政对 GDP 增速的贡献率降至 24%，逐渐回归常态。参考彭博、IMF 等机构的预测，明年美国经济增速预计放缓至 1.3%。财政直接支出方面，预计明年对 GDP 的拉动率预计降低至 0.2% 左右；间接渠道方面，对 GDP 增速的拉动率预计降低至 0.1% 左右，支撑作用较今年减弱。

2024 年付息压力虽上升，但美国政府债务风险依然可控。未来一年内，存量国债中约 8.5 万亿美元将到期，占存量国债的比重为 33%，低于疫情期间的 37%、金融危机时期的 46%、以及 2003 年之前的平均水平 40%。截至 9 月，美国存量国债有效利率仅为 3%，考虑到明年到期量占比上升幅度有限，预计明年利率上行的债务风险依然较为可控。

美联储加息周期接近尾声，也有助于缓解利率进一步创新高的风险。美联储 11 月例会决定继续暂停加息，鲍威尔表态将“谨慎前行”。在 10 月美国通胀、消费、PMI 等数据均有所走弱的条件下，本轮加息周期已进入高利率阶段。参考历史上的 12 轮加息周期经验规律，10 年国债利率往往在最后一轮加息前后见顶，最长滞后六到九个月左右。虽然市场定价的降息时点尚有半年以上，但加息周期告一段落有助于缓解明年长端国债利率进一步创新高的风险。

### 海外事件&数据：美国消费及通胀降温，新屋开工及营建许可上升

美国 10 月零售降温。10 月美国零售环比增速 -0.11%，前值 0.88%，增速明显回落。杂货店零售、食品服务及饮吧、汽车等消费增速下滑较大，10 月分别下滑 6.5、1.3 及 2.1 个百分点，10 月消费下滑或受到学生贷款重新还款影响。11 月 11 日当周，美国红皮书零售增速 3.0%，前值 3.1%，其中百货店增速 -0.2%，前值 0.7%。

美国 10 月通胀低于预期。美国 10 月 CPI 物价指数年率 3.2%，预期 3.3%，前值 3.7%，为今年 7 月以来新低。美国 10 月 CPI 物价指数月率 0.0%，预期 0.1%，前值 0.4%，为 2022 年 8 月以来新低。核心 CPI 物价指数年率 4.0%，预期 4.1%，前值 4.1%，为 2021 年 9 月以来新低。11 月 11 日当周美国初请失业金人数 23 万人，前值 21.8 万人。

美国新屋开工、营建许可上升。美国 10 月营建许可 149 万户，前值 147 万户。10 月新屋开工 137 万户，前值 135 万户。二者均回升。截至 11 月 23 日，美国 30 年期抵押贷款利率为 7.4%，较 9 月底的 7.3% 上升 10BP，较上周下降 6BP。15 年期抵押贷款利率为 6.8%，较 9 月底的 6.7% 上升 10BP。

### 风险提示

地缘政治冲突升级；美联储再次转“鹰”；金融条件加速收缩；

## 内容目录

一、热点思考：2024 年美国财政有何变数.....	4
(一) 今年美国财政发挥了什么作用？财政刺激贡献了 30%的经济增速.....	4
(二) 明年财政怎么影响美国经济？有效支出减少，增速贡献降至 24%.....	6
(三) 美国财政退坡是否带来风险？有压力但无风险.....	7
二、海外基本面&重要事件.....	10
(一) 货币与财政：市场预计美联储降息时间提前至明年 5 月.....	10
(二) 生产与就业：美国初请失业人数上升.....	11
(三) 消费与出行：美国 10 月零售降温.....	11
(四) 通胀与能源：美国 10 月通胀低于预期.....	13
(五) 地产与信贷：美国新屋开工、营建许可上升.....	14
风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1：美国今年财政赤字规模上涨.....	4
图表 2：今年美国财政自动稳定器失效.....	4
图表 3：财政对居民收入的贡献拆解.....	5
图表 4：财政对消费增速的拉动率.....	5
图表 5：财政通过消费的间接渠道对 GDP 的贡献率.....	5
图表 6：财政的直接渠道对 GDP 的贡献.....	5
图表 7：财政对 GDP 的总体拉动率.....	5
图表 8：今年财政部调动私人部门投资，但三季度回落.....	5
图表 9：明年美国财政赤字规模倾向于收敛.....	6
图表 10：明年财政收支均下降，赤字率降至 5.8%左右.....	6
图表 11：预计明年个人所得税降幅放缓.....	6
图表 12：明年法定、自主性支出放缓，利息支出上升.....	6
图表 13：今年利息支出已成为支出增速的主要拉动项.....	7
图表 14：利息支出增速较高，超过其他支出项增速.....	7
图表 15：明年美国经济总体增速将可能放缓.....	7
图表 16：预计明年财政对经济的支撑作用将放缓.....	7
图表 17：财政利息支出占比上升.....	8
图表 18：明年利息支出占 GDP 比重预计上升至 2.7%.....	8
图表 19：美国存量国债有效利率仅为 3%.....	8
图表 20：未来一年内美国国债到期比重为 33%.....	8
图表 21：美国以往 10 年国债利率见顶往往发生在最后一次加息前后.....	9
图表 22：美国流动性量价跟踪.....	10
图表 23：美联储减持美债规模.....	10
图表 24：美联储逆回购规模下降.....	10
图表 25：截至 11 月 16 日，美联储加息概率.....	11

图表 26: OIS 隐含 FFR 利率.....	11
图表 27: 美国 10 月 21 日当周初请失业 13 万人.....	11
图表 28: 美国 10 月 30 日当周新增职位数量下降.....	11
图表 29: 美国 10 月消费分项环比.....	12
图表 30: 美国红皮书零售同比 3%，前值 3.1%.....	12
图表 31: 美国红皮书零售增速弱于季节性.....	12
图表 32: 美国纽约交通拥堵情况回落.....	12
图表 33: 德国航班飞行次数高于 2022 年.....	12
图表 34: 德国 10 月外出用餐人数同比回落.....	13
图表 35: 美国 TSA 安检人数小幅回落.....	13
图表 36: 美国通胀分项增速.....	13
图表 37: 美国商品通胀及结构.....	14
图表 38: 美国商品通胀增速.....	14
图表 39: 美国服务业通胀及结构.....	14
图表 40: 美国 10 月新屋开工上升.....	15
图表 41: 美国 10 月营建许可上升.....	15
图表 42: 美国 30 年期抵押贷款利率降至 7.4%.....	15
图表 43: 美国二手房挂牌价增速有所反弹.....	15

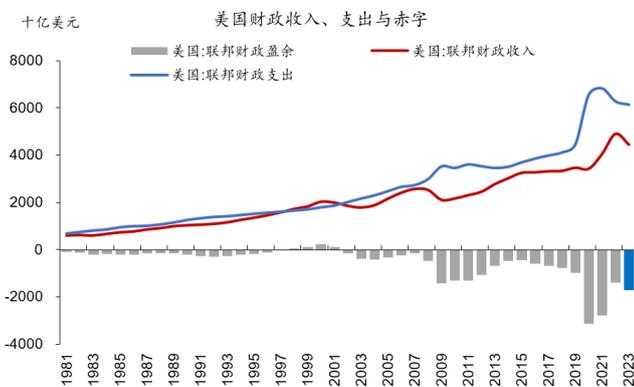
财政是今年美国经济韧性的关键解释，财政通过直接渠道及间接渠道作用于实体经济，今年财政能够解释多少的经济增长？明年美国财政赤字如何变化，高利率环境下，是否需要担忧美国债务风险？

## 一、热点思考：2024年美国财政有何变数？

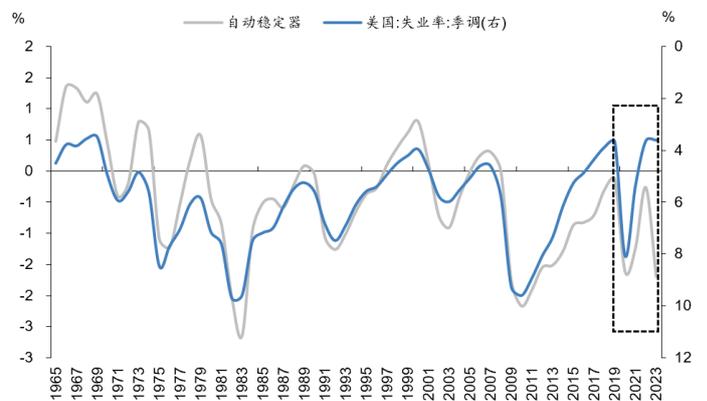
### （一）今年美国财政发挥了什么作用？财政刺激贡献了30%的经济增速

今年美国财政发力的背后是财政自动稳定器失效。从总量上看，今年美国财政赤字扩张，仅次于疫情两年期间。2023财年美国联邦政府财政赤字规模达到1.7万亿美元，较2022财年增长了23%。赤字率从去年的5.5%扩大到6.3%，除疫情两年（2020及2021年）外，赤字规模为近四十年的最高水平。今年美国财政最突出的特征是财政自动稳定器失效。财政中的税收、社保等项目往往发挥自动稳定器的功能，当失业率较低时，倾向于增收减支，减少财政赤字。但今年再低失业率的条件下，财政收入仍然减少，赤字扩大，原因在于通胀调整的扣除额上升使财政收入被动减少，社保支出被动扩大。随着通胀放缓，这一反常因素明年将会减弱，有助于削弱明年赤字规模。

图表1：美国今年财政赤字规模上涨



图表2：今年美国财政自动稳定器失效



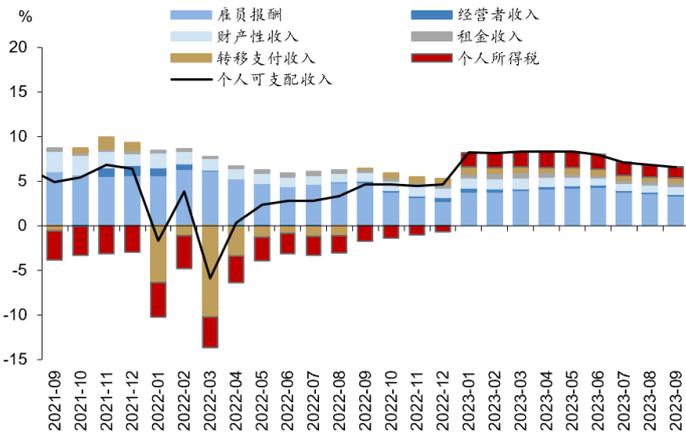
来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

今年美国财政贡献了居民可支配收入的6%，拉动居民可支配收入增速1.7个百分点。2023年美国消费的韧性支撑了GDP的增长，前三季度私人消费平均拉动GDP增长2.0个百分点。消费韧性的背后是居民收入的稳定增长，截至9月，美国居民可支配收入同比增速为6.6%。按照来源分解，财政转移收入拉动可支配收入增速0.5个点，个税下降拉动可支配收入增速1.2个点，个税下降对收入的拉动率今年明显上涨。

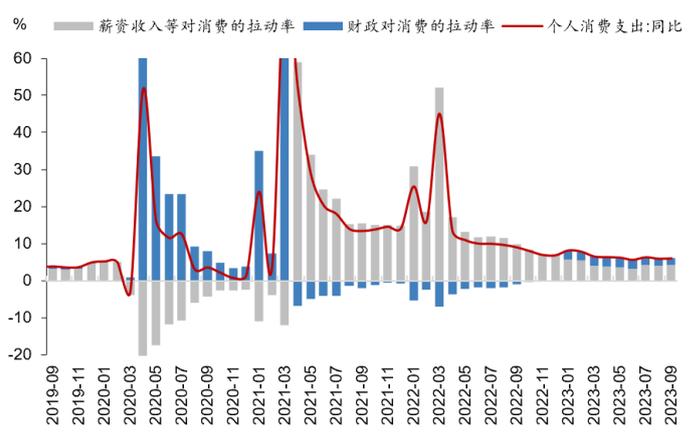
今年美国财政贡献了约10%的消费额，拉动消费增速1.72个点。财政对消费的影响渠道包括转移收入和个人所得税，参考美国布鲁金斯学会的研究，100元补贴收入能带来的90元的消费，个人所得税增加100元，消费降低60元（边际消费倾向为-0.6）。财政转移收入及个税下降会带来对应的消费增长，结合边际消费倾向，我们估算显示，今年财政贡献了10.5%的消费额。当前居民消费支出增速为6%，其中财政拉动了1.72个点。

图表3: 财政对居民收入的贡献拆解



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

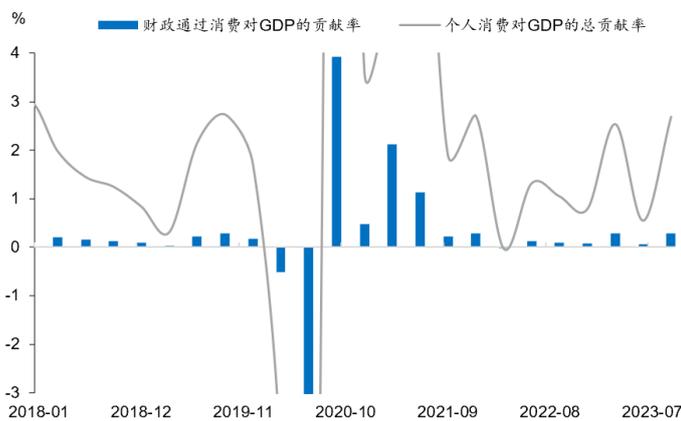
图表4: 财政对消费增速的拉动率



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

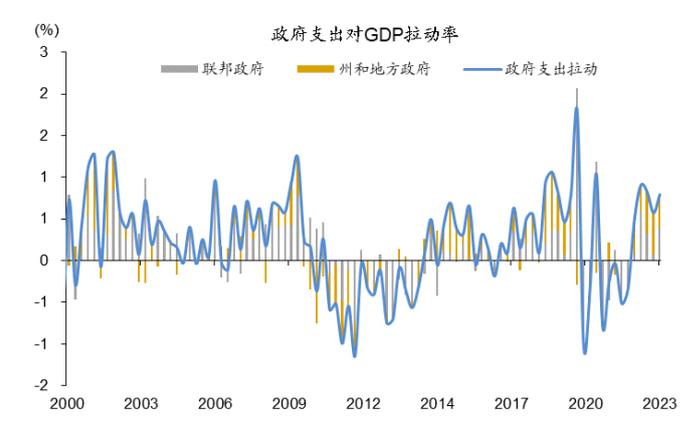
今年美国财政对 GDP 增速的贡献率为 0.8 个点。财政通过直接和间接两个渠道影响美国经济，直接渠道方面主要为政府消费和投资，今年前三季度拉动 GDP 增速 0.7 个点。除疫情两年外，是近十年次高水平。间接渠道上，财政可通过补贴或减税影响居民消费，我们测算显示，前三季度，财政通过消费的间接渠道拉动 GDP 增速 0.21 个点，低于 2020 年水平但好于去年。此外，今年美国财政也调动了私人部门进行制造业投资，最高时在一季度拉动 GDP 环比增速 3.4 个点。今年综合计算考虑，财政对 GDP 增速的拉动率为 0.9 个百分点，全年 GDP 增速约为 2.1%，财政对 GDP 增速的贡献占比约 30%。

图表5: 财政通过消费的间接渠道对 GDP 的贡献率



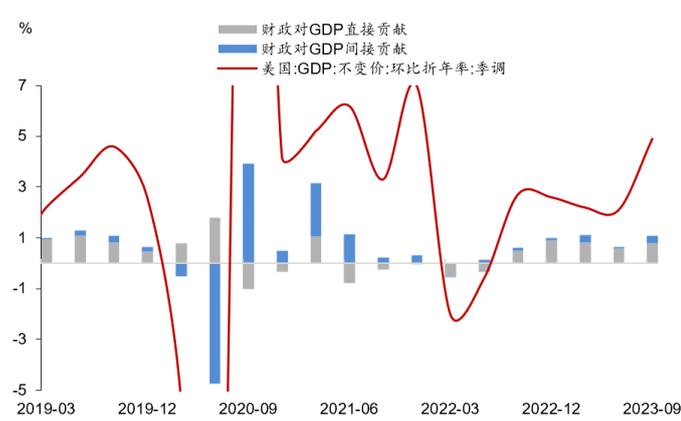
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表6: 财政的直接渠道对 GDP 的贡献



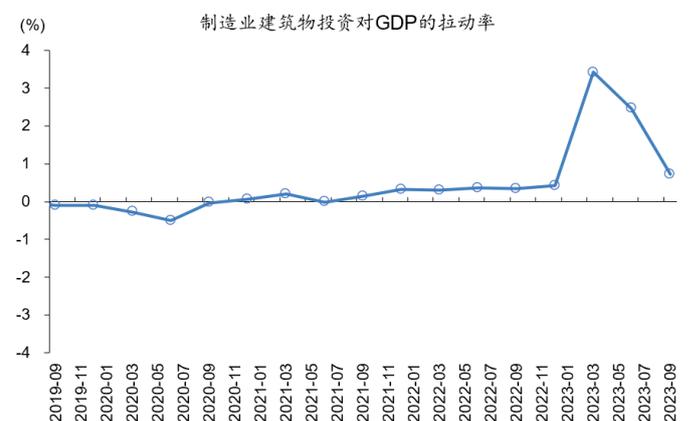
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表7: 财政对 GDP 的总体拉动率



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表8: 今年财政部调动私人部门投资, 但三季度回落

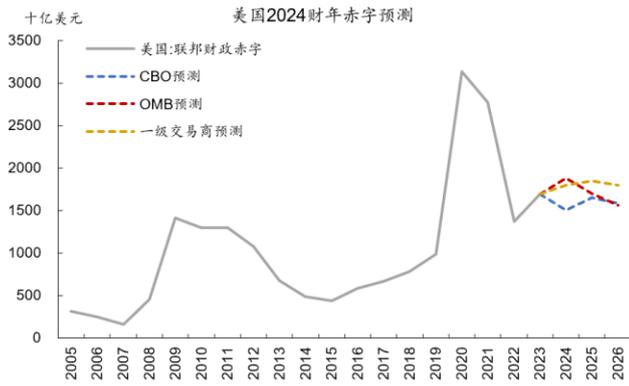


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

**(二) 明年财政怎么影响美国经济？有效支出减少，增速贡献降至 24%**

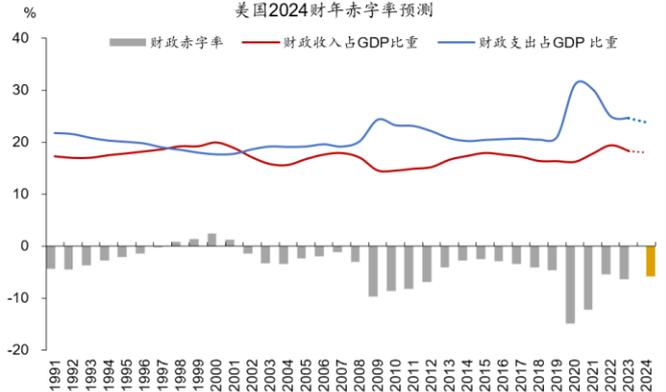
明年美国财政赤字总体有所收敛，预计财政收支均下降，赤字率小幅收缩 0.5 个点。明年美国财政总赤字略收缩，CBO、OMB 及一级交易商预计 2024 财年美国财政赤字规模在 1.5 万亿至 1.8 万亿美元左右，略低于 2023 财年的 1.7 万亿。参考 CBO 预测，明年财政收入占 GDP 比重预计小幅下降，其中所得税收入降幅放缓，主因是通胀增速降低，所得税扣除额涨幅下降。企业所得税、工资税等占 GDP 比重与今年相比基本持平。今年由于美联储上涨利润减少，导致其他收入占比下降 0.4 个点，考虑到美联储加息周期临近尾声，预计明年其他收入占比与今年持平，赤字率预计从今年的 6.3% 降至明年的 5.8%。

**图表9：明年美国财政赤字规模倾向于收敛**



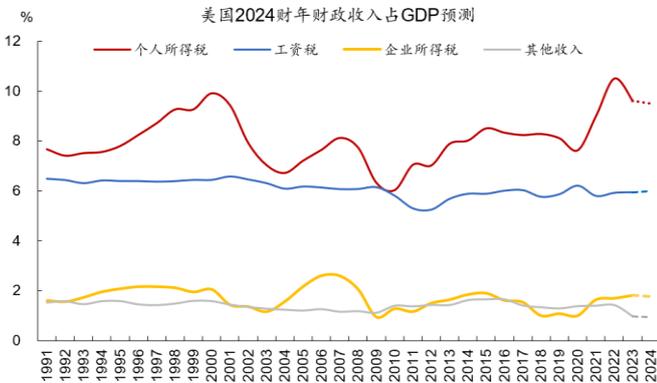
来源：Bloomberg，国金证券研究所

**图表10：明年财政收支均下降，赤字率降至 5.8% 左右**



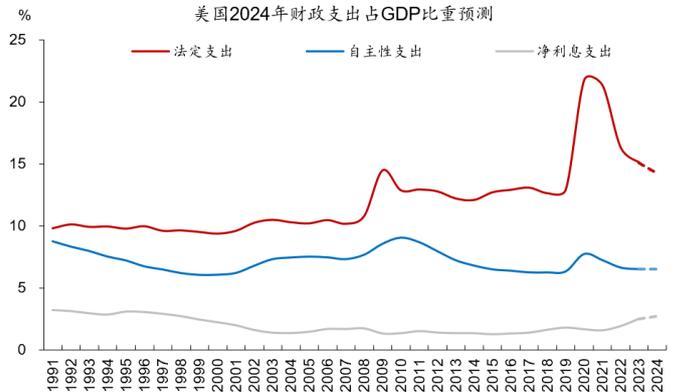
来源：Bloomberg，国金证券研究所

**图表11：预计明年个人所得税降幅放缓**



来源：Bloomberg，国金证券研究所

**图表12：明年法定、自主性支出放缓，利息支出上升**

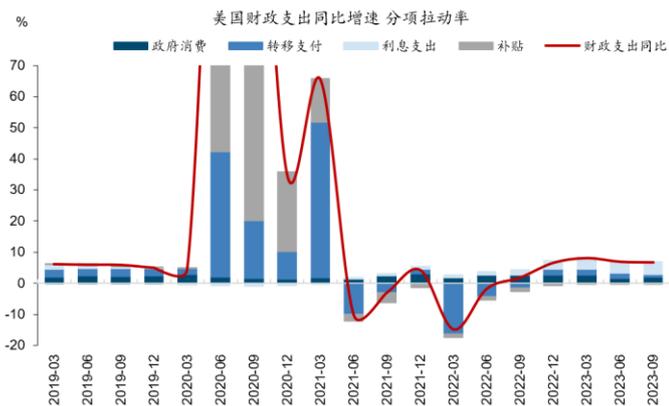


来源：Bloomberg，国金证券研究所

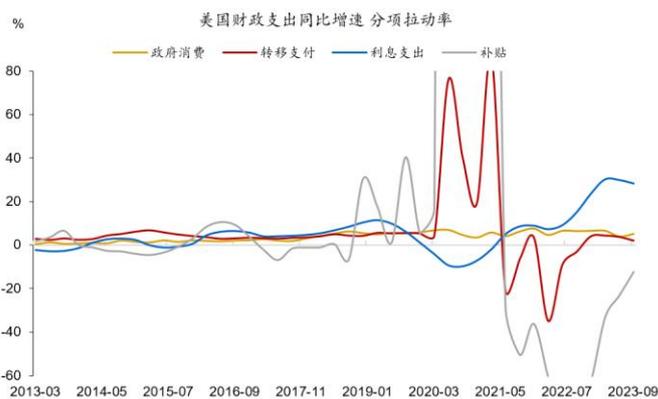
明年财政有效支出萎缩，拖累财政的支撑效果。按照经济性质，美国财政支出可分为政府消费支出、转移支付、利息支出以及补贴支出。其中补贴支出是政府向特定行业、企业提供的财政支持，转移支付则主要是向公民个人提供的福利支出等。利息支出由于不产生经济效益，因而可以被视为无效支出。四个分项中，政府消费支出占比 40%，转移支付占 44%，利息支出占 14%，补贴支出占 1%。今年下半年利息支出增速上涨，已成为财政支出的主要拉动项。三季度财政支出同比 6.7%，其中 3.9 个百分点是由利息支出贡献，明年利息支出增速和占比将上涨，财政有效支出仍会进一步回落。

图表13: 今年利息支出已成为支出增速的主要拉动项

图表14: 利息支出增速较高, 超过其他支出项增速



来源: Bloomberg, 国金证券研究所



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

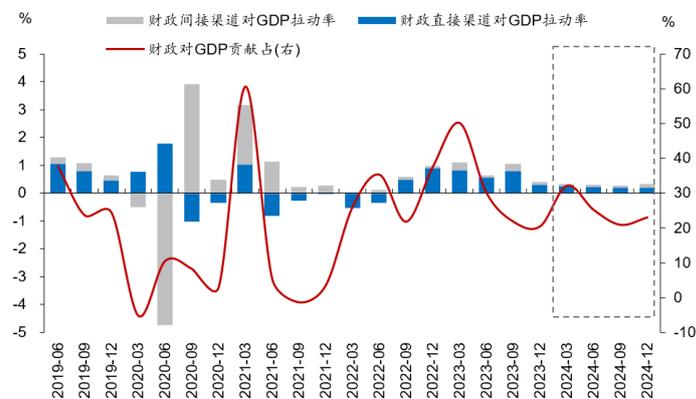
明年财政对 GDP 的支撑放缓, 预计全年拉动 GDP 增速 0.3 个点, 财政对 GDP 增速的贡献率降至 24%, 逐渐回归常态。参考彭博、IMF 等机构的预测, 明年美国经济增速预计放缓至 1.3%, 消费、投资不同程度走弱。财政对经济的直接影响渠道方面, 由于明年财政支出总量放缓, 利息支出上涨, 对 GDP 的拉动预计降低至 0.2% 左右; 间接渠道方面, 明年法定支出下降, 个人所得税降幅放缓, 财政对消费的贡献下降, 对 GDP 增速的拉动率预计降低至 0.1% 左右。综合考虑, 明年财政对 GDP 增速的拉动率预计为 0.32%, 对 GDP 增速的贡献率约为 24% (0.32%/1.3%), 支撑作用较今年降低。

图表15: 明年美国经济总体增速将可能放缓

图表16: 预计明年财政对经济的支撑作用将放缓

美国							
	Q1 25	Q4 24	Q3 24	Q2 24	Q1 24	Q4 23	Q3 23
实际GDP (同比%)	1.2	0.9	0.5	1.2	1.6	2.2	2.9
实际GDP (QoQ, saar)	2	1.8	1.4	0.6	0.3	0.7	4.9
消费支出 (QoQ, saar)	2	1.6	1.2	0.7	0.5	1.0	4.0
政府支出 (QoQ, saar)	0.9	1.0	0.9	0.9	1.0	1.3	4.6
私人投资 (QoQ, saar)	3.8	2.6	1.5	0.8	-0.5	0.0	8.4
出口 (QoQ, saar)	3.2	2.8	2.0	1.1	0.6	0.9	6.2
进口 (QoQ, saar)	3.4	2.5	2.4	1.3	0.6	0	5.7
工业产值 (同比%)	1	0.3	-0.3	-0.5	-0.3	0	0.0
CPI (同比%)	2.4	2.4	2.6	2.8	2.9	3.3	3.5
PCE价指 (同比%)	2.3	2.3	2.5	2.6	2.8	3.2	3.4
核心PCE (同比%)	2.4	2.5	2.6	2.8	3	3.5	3.9
失业率 (%)	4.3	4.4	4.4	4.2	4.1	3.9	3.7
经常账户 (占GDP%)	-3.2	-3.1	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2

来源: Bloomberg, 国金证券研究所



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

### (三) 美国财政退坡是否带来风险? 有压力但无风险

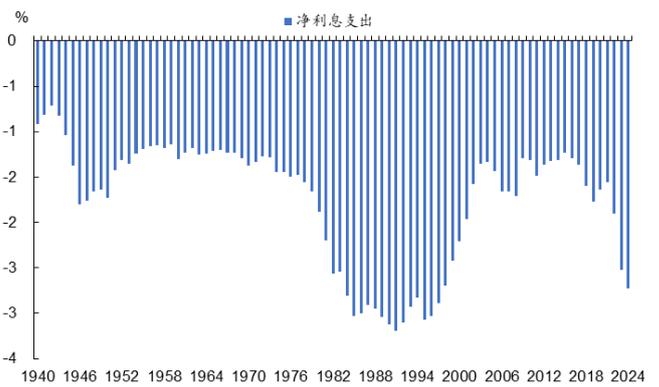
明年财政付息压力上升, 但利息负担低于 90 年代高点。随着美联储维持高利率的时间拉长, 美国财政利息支出压力已有明显攀升, 截至今年 10 月, 联邦政府利息支出占总支出比重升至 11% (12 个月移动平均), 利息占 GDP 比重今年约为 2.5%。中性情景下, 明年利息支出占 GDP 比重预计上升至 2.7%, 占财政总支出比重预计上升至 13%, 二者均低于 90 年代高点水平。

图表17: 财政利息支出占比上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

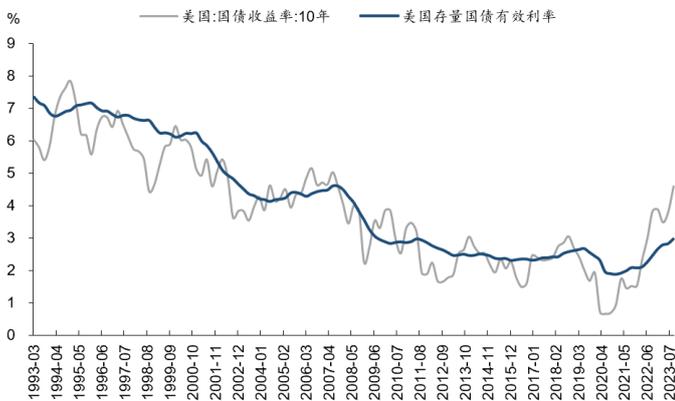
图表18: 明年利息支出占 GDP 比重预计上升至 2.7%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

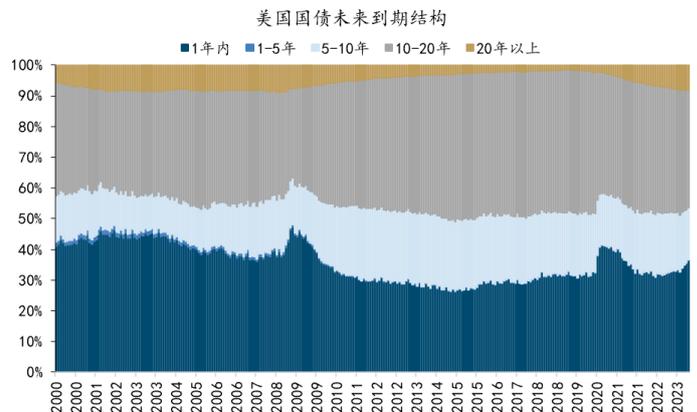
付息压力虽上升, 但美国政府债务风险依然可控。未来一年内, 美国存量国债中约 8.5 万亿美元将到期, 占存量国债的比重为 33%, 略高于去年同期的 29%。从历史上看, 明年到期金额占比低于疫情期间的 37%、金融危机时期的 46%、以及 2003 年之前的平均水平 40%。从利率的视角看, 11 月美国 10 年期国债收益率在 4.5% 左右, 为近十年来的高点, 但截至 9 月, 美国存量国债有效利率仅为 3%, 仅略高于疫情前的 2.8%, 今年全年上升幅度为 0.8%。考虑到明年国债到期量占比上升幅度较为有限, 预计明年利率上行的债务风险依然较为可控。

图表19: 美国存量国债有效利率仅为 3%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表20: 未来一年内美国国债到期比重为 33%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

美联储加息周期接近尾声, 也有助于缓解利率进一步创新高的风险。美联储 11 月例会决定继续暂停加息, 鲍威尔表态将“谨慎前行”。在 10 月美国通胀、消费、PMI 等数据均有所走弱的条件下, 12 月例会不加息概率仍然较高, 本轮加息周期已进入高利率阶段。参考历史上的 12 轮加息周期经验规律, 10 年国债利率往往在最后一轮加息前后见顶, 最长滞后六到九个月左右。虽然市场定价的降息时点尚有半年以上, 但加息周期告一段落有助于缓解明年国债利率进一步创新高的风险。

图表21：美国以往10年国债利率见顶往往发生在最后一次加息前后

序号	开始加息	最后一次加息	开始降息	加息周期范围	加息周期长度(月)	利率维持高位的时间(月)	10Y国债利率见顶时间	10Y见顶距离最后一次加息时间(月)	加息结束后新房销售企稳时间	新房销售企稳距离最后一次加息时间(月)
1	1958-09	1959-09	1960-08	1958.09-1960.08	23	11	1960-01	4.1	无数据	
2	1965-12	1966-08	1967-01	1965.12-1967.01	13	5	1966-08	0.0	1966-12	4.1
3	1967-11	1969-06	1970-03	1967.11-1970.03	28	9	1969-12	6.1	1970-02	8.2
4	1972-04	1974-07	1974-10	1972.04-1974.10	30	3	1975-04	9.1	1974-01	-6.0
5	1977-05	1980-03	1980-05	1977.05-1980.05	36	2	1980-02	-1.0	1980-04	1.0
6	1980-08	1981-07	1981-10	1980.08-1981.10	14	3	1981-09	2.1	1981-09	2.1
7	1983-08	1984-06	1984-09	1983.08-1984.09	13	3	1984-05	-1.0	1984-12	6.1
8	1988-05	1989-02	1989-06	1988.05-1989.06	13	4	1989-02	0.0	1989-03	0.9
9	1994-03	1995-02	1995-07	1994.03-1995.07	16	5	1994-11	-3.1	1994-12	-2.1
10	1999-07	2000-05	2001-01	1999.07-2001.01	18	8	2000-01	-4.0	2000-06	1.0
11	2004-08	2006-06	2007-09	2004.08-2007.09	37	15	2006-06	0.0	2009-01	31.5
12	2015-12	2018-12	2019-08	2015.12-2019.08	44	8	2018-10	-2.0	2018-12	0.0

来源：Bloomberg，国金证券研究所

经过研究，本文发现：

- 今年美国财政发力的背后是财政自动稳定器失效。财政中的税收、社保等项目往往发挥自动稳定器的功能，当失业率较低时，倾向于增收减支。但今年在低失业率的条件下，财政赤字依然扩大，原因在于通胀调整的扣除额上升使财政收入被动减少，社保支出被动扩大。随着通胀放缓，这一反常因素明年将会减弱，有助于削弱明年赤字规模。
- 今年美国财政贡献了约10.5%的居民消费，拉动消费增长1.72个百分点。财政对消费的影响渠道包括转移收入和个人所得税，财政转移收入及个税下降会带来对应的消费增长，结合边际消费倾向，我们估算显示，今年财政对美国财政贡献了居民可支配收入总额的6%、消费支出的10.5%。目前居民消费支出增速为6%，其中财政拉动了1.72个百分点。
- 今年美国财政拉动GDP增长0.8个百分点，全年GDP增速预计约为2.1%，财政对GDP增速的贡献占比约为30%。直接渠道方面，财政通过政府消费和投资拉动GDP增长0.7个百分点，除疫情两年外，是近十年次高水平。间接渠道方面，财政通过补贴及减税影响居民消费，我们测算显示，前三季度，财政通过消费的间接渠道拉动GDP增速0.21个百分点。
- 明年美国财政赤字总体有所收敛，预计财政收支均下降，赤字率小幅收缩0.5个百分点。明年财政收入占GDP比重预计小幅下降，其中所得税收入降幅放缓，主因是通胀增速降低，所得税扣除额涨幅下降。企业所得税、工资税等占GDP比重与今年相比基本持平。赤字率预计从今年的6.3%降至明年的5.8%。
- 明年美国财政有效支出萎缩，将拖累财政的支撑效果。按照经济性质，美国财政支出可分为政府消费支出、转移支付、利息支出以及补贴支出，其中利息支出由于不产生经济效益，因而可以被视为无效支出。三季度财政支出同比6.7%，其中3.9个百分点是由利息支出贡献，明年利息支出增速和占比将上涨，财政有效支出仍会进一步回落。
- 明年财政对GDP的支撑放缓，预计全年拉动GDP增速0.3个百分点，财政对GDP增速的贡献率降至24%，逐渐回归常态。参考彭博、IMF等机构的预测，明年美国经济增速预计放缓至1.3%。财政直接支出方面，预计明年对GDP的拉动预计降低至0.2%左右；间接渠道方面，对GDP增速的拉动率预计降低至0.1%左右，支撑作用较今年减弱。
- 明年付息压力虽上升，但美国政府债务风险依然可控。未来一年内，美国存量国债中约8.5万亿美元将到期，占存量国债的比重为33%，低于疫情期间的37%、金融危机时期的46%、以及2003年之前的平均水平40%。截至9月，美国存量国债有效利率仅为3%，考虑到明年到期量占比上升幅度有限，预计明年利率上行的债务风险依然较为可控。
- 美联储加息周期接近尾声，也有助于缓解利率进一步创新高的风险。美联储11月例会决定继续暂停加息，鲍威尔表态将“谨慎前行”。在10月美国通胀、消费、PMI等数据均有所走弱的条件下，本轮加息周期已进入高利率阶段。参考历史上的12轮加息周期经验规律，10年国债利率往往在最后一轮加息前后见顶，最长滞后六到九个月左右。虽然市场定价的降息时点尚有半年以上，但加息周期告一段落有助于缓解明年长端国债利率进一步创新高的风险。

## 二、海外基本面&重要事件

### (一) 货币与财政：市场预计美联储降息时间提前至明年5月

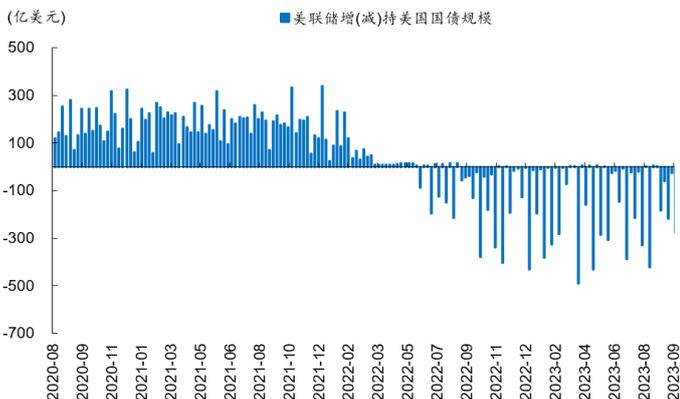
11月15日当周，美联储总资产规模下降，美联储BTFP工具使用量持平上周。负债端，逆回购规模下降，准备金规模上升，TGA存款减少930亿美元。货币市场基金规模上升220亿美元。11月8日当周，美国商业银行存款下降410亿，大型银行存款下降630亿美元。截至11月16日，CME FEDWATCH显示，本周通胀、消费数据公布后，美联储降息时间点由上周的明年6月提前至明年5月。

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	11-15	11-08	11-01	10-25	10-18	10-11	10-04
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↓ -46	7815.0	7860.7	7866.7	7907.8	7933.2	7952.1	7955.8
	其他贷款	十亿美元	↓ 0	154.6	154.7	163.2	165.0	169.6	174.6	179.1
	一级信贷	十亿美元	↑ 0	2.2	2.2	3.0	3.2	3.0	2.6	2.8
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 0	112.9	112.9	109.1	109.1	108.8	108.9	107.7
	其他信贷工具	十亿美元	↓ 0	35.2	35.2	46.8	48.3	53.2	58.3	63.7
	逆回购	十亿美元	↓ -76	1268.0	1343.9	1396.5	1403.1	1448.9	1529.8	1632.0
	准备金	十亿美元	↑ 123	3483.3	3360.4	3314.6	3264.0	3250.2	3315.7	3240.7
	TGA	十亿美元	↓ -93	670.0	763.5	753.0	847.7	841.1	713.0	679.0
	商业银行									
	现金	十亿美元	↑ 37		3441.6	3404.2	3353.6	3333.9	3418.5	3313.7
	消费贷	十亿美元	↓ -4		1902.9	1907.1	1911.4	1901.3	1903.4	1902.6
	住房贷款	十亿美元	↑ 2		2570.7	2568.5	2565.6	2563.5	2563.6	2560.3
	商业地产贷款	十亿美元	↑ 2		2950.4	2948.6	2944.5	2943.6	2941.3	2942.3
工商业贷款	十亿美元	↓ -15		2739.1	2754.1	2743.5	2751.6	2756.2	2755.3	
存款	十亿美元	↓ -41		17316.7	17357.8	17201.5	17225.1	17353.4	17333.1	
大银行存款	十亿美元	↓ -63		10741.6	10804.3	10662.4	10691.7	10792.7	10768.1	
小银行存款	十亿美元	↑ 5		5300.3	5294.9	5266.8	5271.9	5287.0	5287.3	
货币市场基金	十亿美元	↑ 22	5734.0	5712.1	5695.2	5632.5	5607.6	5706.5	5708.0	
流动性价格型指标	隔夜融资市场									
	SOFR-10RB	BP	↓ 0.0	-8.0	-8.0	-8.0	-10.0	-10.0	-9.0	-8.0
	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	↓ -0.8	24.0	24.1	24.9	21.4	18.7	18.1	17.2
	TED利差	BP	↑ 1.0	10.1	9.1	8.4	5.9	6.7	4.5	7.4
	票据与信用债市场									
	Master企业债利差	BP	↓ -6.0	122.0	128.0	133.0	130.0	129.0	127.0	129.0
票据利差	BP	↓ -6.0	2.0	8.0	19.0	0.0	5.0	15.0	7.0	
离岸市场										
欧元兑美元互换基差	BP	↑ 0.9	-17.9	-18.8	-23.8	-24.3	-26.1	-26.5	-29.8	
日元兑美元互换基差	BP	↑ 2.8	-49.6	-52.4	-60.5	-58.8	-59.8	-58.3	-60.1	

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



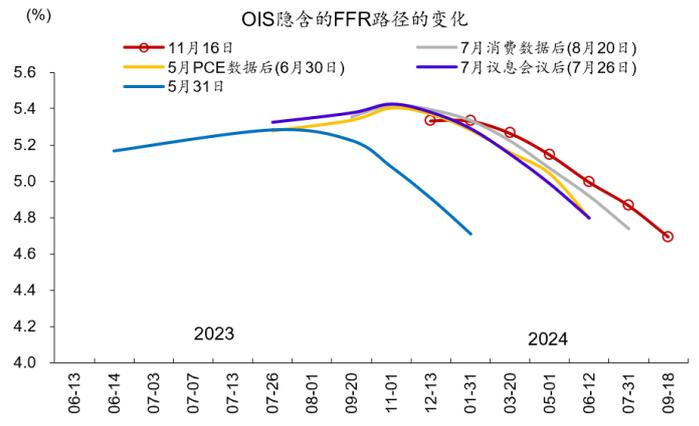
来源：Bloomberg，国金证券研究所

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	1	1	1	0	0	0	0
550-575	0	2	0	9	21	18	13	7	3	2	1
525-550	90	98	100	100	100	72	40	18	8	3	1
500-525	10	0	0	0	0	28	48	43	29	16	9
475-500	0	0	0	0	0	0	13	32	38	33	24
450-475	0	0	0	0	0	0	0	7	21	32	32
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	4	15	24
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	9
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
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26: OIS 隐含FFR利率

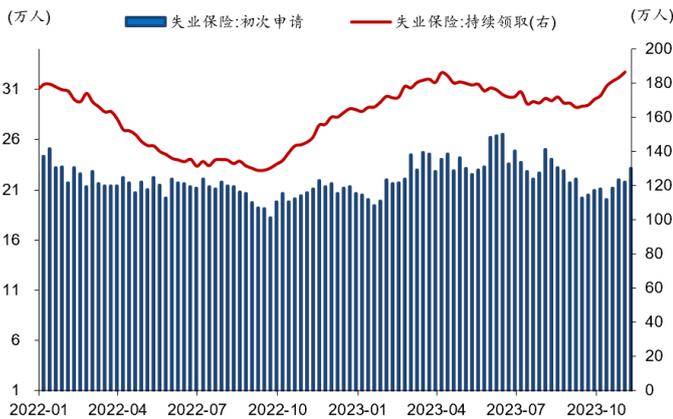


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

### (二) 生产与就业: 美国初请失业人数上升

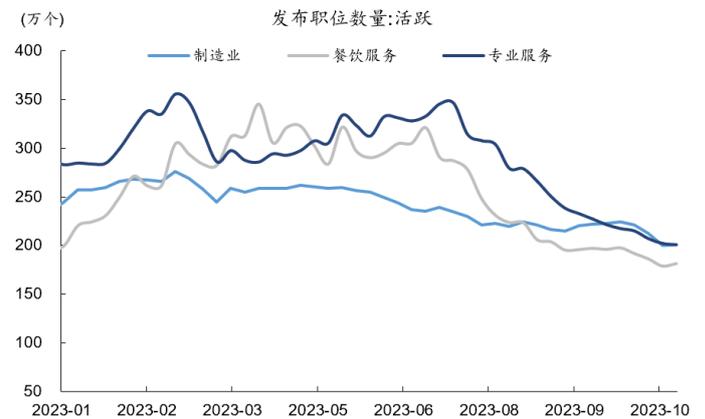
11月11日当周美国初请失业金人数23万人, 前值21.8万人, 续请失业人数187万人, 前值183万人。11月6日当周美国新增职位数量221万, 前值277万; 活跃职位数量2227万, 前值2258万。新增制造业职位201万个, 前值199万。

图表27: 美国10月21日当周初请失业13万人



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表28: 美国10月30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10月零售降温

美国10月零售降温。10月美国零售环比增速-0.11%, 前值0.88%, 增速明显回落。杂货店零售、食品服务及饮吧、汽车等消费增速下滑较大, 10月分别下滑6.5、1.3及2.1个百分点, 10月消费下滑或受到学生贷款重新还款影响。

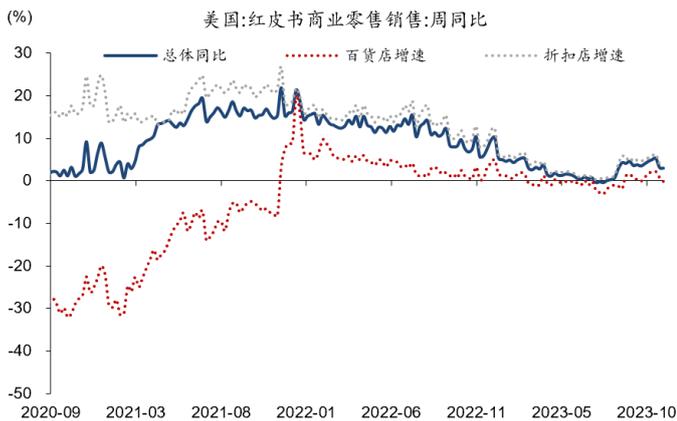
11月11日当周, 美国红皮书零售增速3.0%, 前值3.1%, 其中百货店增速-0.2%, 前值0.7%, 折扣店增速4.1%, 前值4%。德国外出用餐人数11月9日当周同比0.3%, 美国-3%, 纽约拥堵指数回落, 美国TSA安检人数小幅回落。

图表29: 美国10月消费分项环比

美国消费环比增速	月度变化	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01
零售和食品服务总计	↓ -0.99	-0.11	0.88	0.74	0.56	0.20	0.66	0.43	-0.91	-0.66	2.80
零售总计	↓ -0.94	-0.17	0.77	0.76	0.51	0.13	0.53	0.43	-1.06	-0.42	2.49
机动车辆及零部件	↓ -2.10	-0.95	1.15	0.34	-0.26	0.53	1.69	0.85	-1.28	-1.12	6.77
家具和家用装饰	↓ -1.37	-2.01	-0.64	-1.50	-1.64	1.58	-0.80	-2.15	-2.54	-6.51	10.15
电子和家用电器	↑ 0.19	0.64	0.45	1.38	-0.99	0.32	1.47	-0.90	-0.47	-0.18	12.36
建筑材料、园林设备及物料	↓ -0.01	-0.28	-0.27	0.49	0.12	-1.30	1.42	-0.10	-3.54	0.15	0.38
食品和饮料店	↑ 0.45	0.65	0.20	0.35	0.67	-0.40	0.01	-0.13	-0.31	0.43	-0.47
保健和个人护理	↑ 0.55	1.06	0.51	1.46	0.06	0.26	1.09	0.83	0.34	1.61	4.54
加油站	↓ -1.23	-0.27	0.96	6.75	0.29	-0.62	-2.94	-1.03	-0.88	-1.78	-0.37
服装及服装配饰	↑ 0.84	0.03	-0.81	1.01	1.23	0.15	0.18	0.14	-1.25	-2.47	3.55
运动商品、业余爱好物品、书及音乐	↓ -0.93	-0.85	0.08	-2.11	1.66	-0.66	0.15	-0.29	-0.02	-1.37	0.80
日用品商场	↓ -0.60	-0.20	0.40	0.32	0.99	-0.10	0.44	0.79	-2.54	-0.09	1.91
杂货店零售业	↓ -6.53	-1.72	4.81	-3.19	-1.35	1.28	-1.03	1.39	-0.05	-1.99	5.97
食品服务和饮吧	↓ -1.32	0.29	1.61	0.59	0.94	0.65	1.56	0.50	0.14	-2.26	4.95

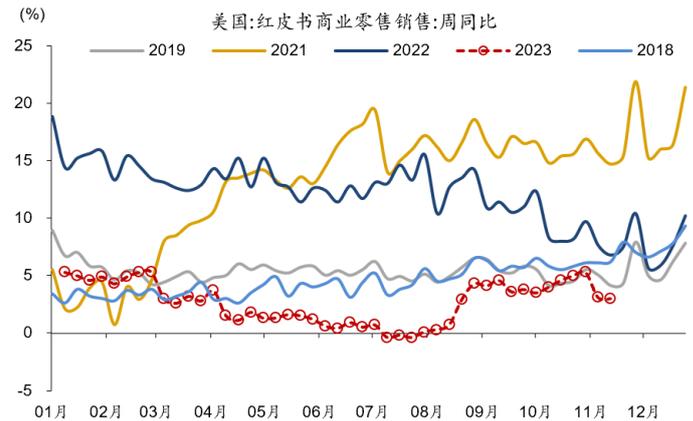
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表30: 美国红皮书零售同比3%, 前值3.1%



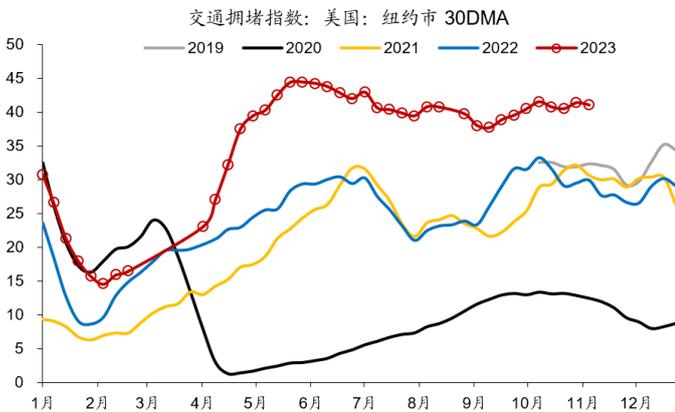
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: 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32: 美国纽约交通拥堵情况回落



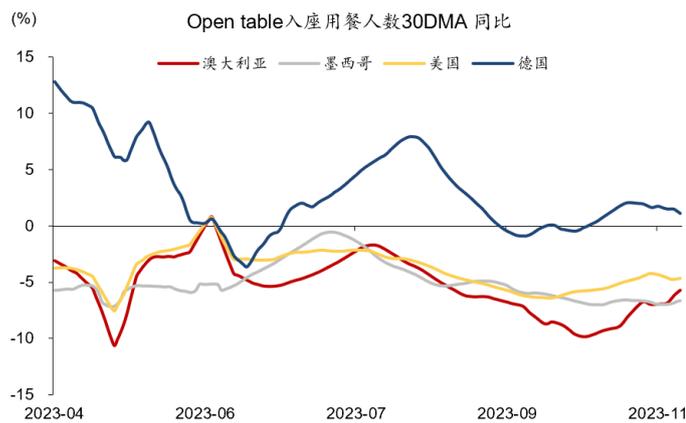
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表33: 德国航班飞行次数高于2022年

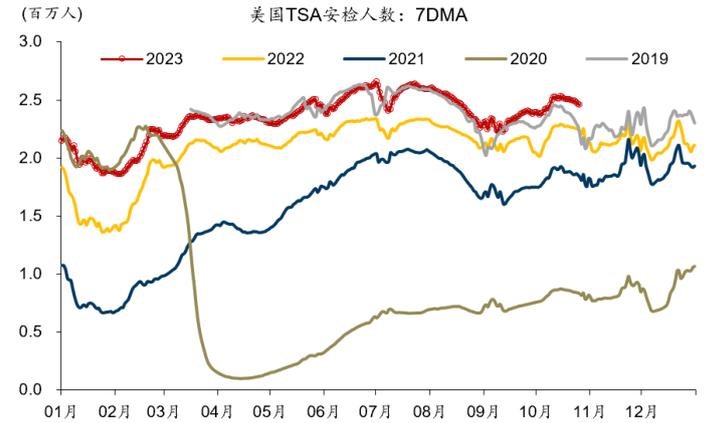


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表34: 德国 10 月外出用餐人数同比回落



图表35: 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 10 月通胀低于预期

美国 10 月 CPI 物价指数年率 3.2%，预期 3.3%，前值 3.7%，为今年 7 月以来新低。美国 10 月 CPI 物价指数月率 0.0%，预期 0.1%，前值 0.4%，为 2022 年 8 月以来新低。3.2% 的 CPI 年率表明通胀压力已经不再明显。

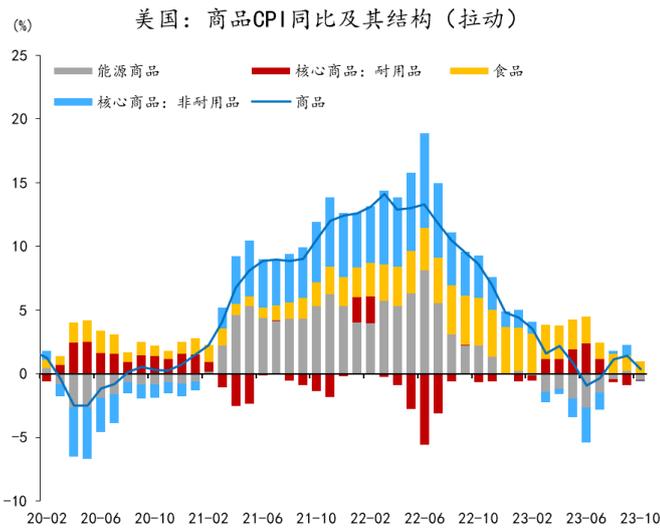
美国 10 月核心 CPI 物价指数年率 4.0%，预期 4.1%，前值 4.1%，为 2021 年 9 月以来新低。美国 10 月核心 CPI 物价指数月率 0.2%，预期 0.3%，前值 0.3%。0.2% 的核心月率表明未来年率有望低于 2.5%。

图表36: 美国通胀分项增速

CPI 分级	支出项目	权重 (%)	预期值	季调_同比 (%)						预期值	季调_环比 (%)					
				23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05		23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05
整体	CPI	100.0	3.3 ↓	3.2	3.7	3.7	3.3	3.1	4.1	0.1 ↓	0.0	0.4	0.6	0.2	0.2	0.1
核心	核心CPI	79.4	4.1 ↓	4.0	4.1	4.4	4.7	4.9	5.3	0.3 ↓	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.4
I	食品	13.4		3.3	3.7	4.3	4.9	5.7	6.7		0.3	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
I	能源	7.2		-4.5	-0.5	-3.7	-12.3	-16.5	-11.3		-2.5	1.5	5.6	0.1	0.6	-3.6
II	能源商品	3.9		-6.2	2.2	-4.2	-20.3	-26.8	-20.5		-4.9	2.3	10.5	0.3	0.8	-5.6
II	能源服务	3.3		-2.2	-3.4	-2.8	-1.2	-1.1	1.6		0.5	0.6	0.2	-0.1	0.4	-1.4
I	核心商品 (即商品, 扣除食品和能源商品)	21.0		0.0	0.0	0.4	0.9	1.4	2.0		-0.1	-0.4	-0.1	-0.3	-0.1	0.6
II	服装	2.6		2.6	2.3	3.1	3.2	3.1	3.5		0.1	-0.8	0.2	0.0	0.3	0.3
II	新车	4.2		1.9	2.5	2.9	3.5	4.1	4.7		-0.1	0.3	0.3	-0.1	0.0	-0.1
II	二手车和卡车	2.6		-7.1	-8.0	-6.6	-5.6	-5.2	-4.2		-0.8	-2.5	-1.2	-1.3	-0.5	4.4
II	医疗商品	1.5		4.7	4.2	4.5	4.1	4.2	4.4		0.4	-0.3	0.6	0.5	0.2	0.6
II	酒精饮料	0.8		3.7	4.2	3.7	4.1	4.4	4.8		0.2	0.8	0.0	0.1	0.0	0.5
II	烟草和香烟产品	0.5		7.2	5.6	5.6	6.1	5.8	6.3		1.9	0.2	0.6	0.5	0.1	0.6
I	核心服务 (服务, 扣除能源服务)	58.5		5.5	5.7	5.9	6.1	6.2	6.6		0.3	0.6	0.4	0.4	0.3	0.4
II	住所 (Shelter)	34.9		6.7	7.1	7.2	7.7	7.8	8.0		0.3	0.6	0.3	0.4	0.4	0.6
III	主要住所租金	7.6		7.2	7.4	7.8	8.0	8.3	8.7		0.5	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
III	业主等值房租	25.7		6.8	7.1	7.3	7.7	7.8	8.0		0.4	0.6	0.4	0.5	0.4	0.5
II	医疗服务	6.3		-2.0	-2.6	-2.1	-1.5	-0.8	-0.1		0.3	0.3	0.1	-0.4	0.0	-0.1
III	医师服务	1.8		-1.2	-0.2	0.3	0.4	0.5	-0.1		-1.0	0.0	0.1	0.2	0.7	-0.5
III	医院服务	1.9			4.5	3.0	3.1	4.1	3.7		1.1	1.5	0.7	-0.4	0.4	1.0
II	交通	6.0		9.3	9.0	10.4	9.3	8.5	10.3		0.8	0.7	2.0	0.3	0.1	0.8
III	机动车维护与修理	1.1		9.6	10.2	12.0	12.7	12.7	13.5		0.2	0.2	1.1	1.0	1.3	0.6
III	机动车保险	2.8		19.2	18.9	19.1	17.8	16.9	17.1		1.9	1.3	2.4	2.0	1.7	2.0
III	机票	0.5		-13.2	-13.4	-13.3	-18.6	-18.9	-13.4		-0.9	0.3	4.9	-8.1	-8.1	-3.0

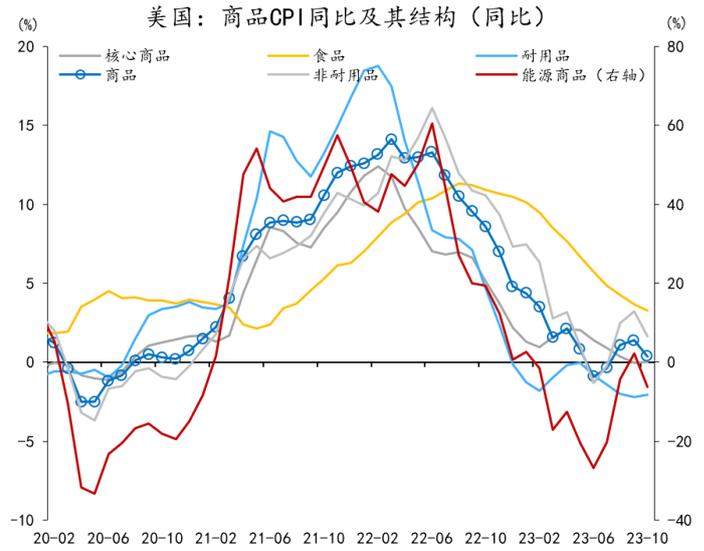
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表37: 美国商品通胀及结构



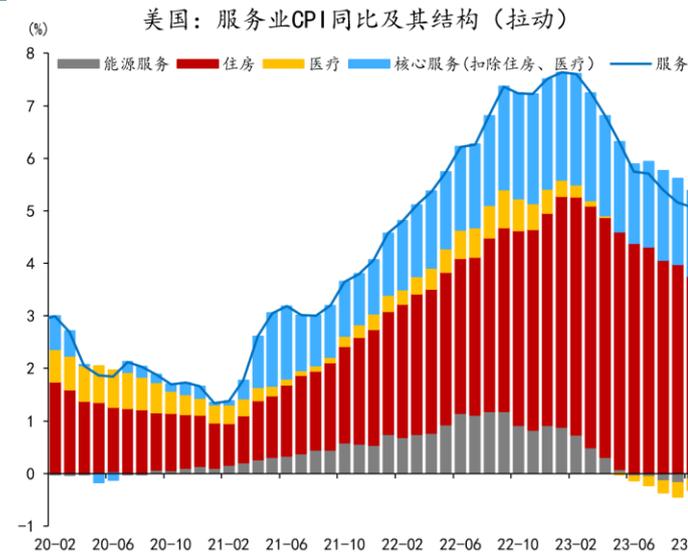
来源: WIND、国金证券研究所

图表38: 美国商品通胀增速

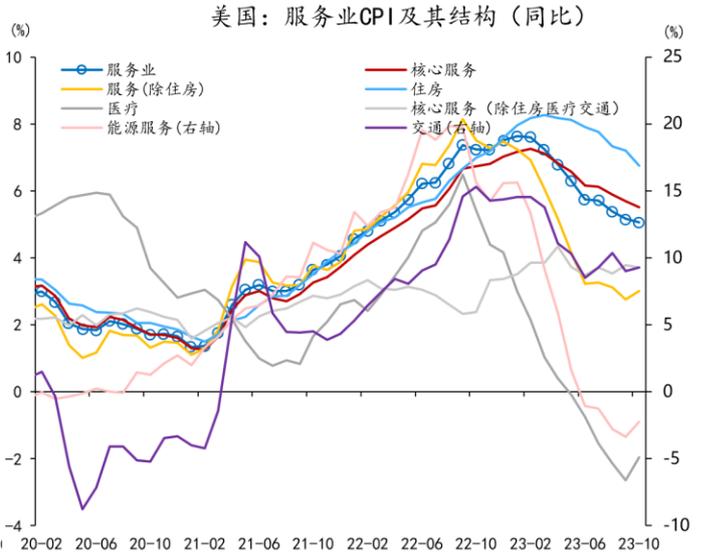


来源: WIND、国金证券研究所

图表39: 美国服务业通胀及结构



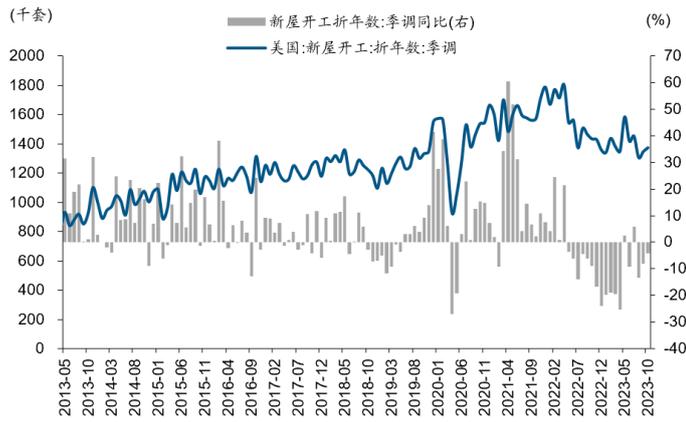
来源: Bloomberg, 国金证券研究所



### (五) 地产与信贷: 美国新屋开工、营建许可上升

美国新屋开工、营建许可上升。美国10月营建许可149万户,前值147万户。10月新屋开工137万户,前值135万户。二者均回升。截至11月23日,美国30年期抵押贷款利率为7.4%,较9月底的7.3%上升10BP,较上周下降6BP。15年期抵押贷款利率为6.8%,较9月底的6.7%上升10BP。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 10 月新屋开工上升



来源: WIND、国金证券研究所

图表41: 美国 10 月营建许可上升



来源: WIND、国金证券研究所

图表42: 美国 30 年期抵押贷款利率降至 7.4%



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