

# 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

## 谁是“变局者”：高利率状态下的资产负债表风险

2023年，侧重于需求和信用分析的“周期律”被证伪，一个重要解释是私人实体部门的资产负债表韧性。2024年，谁是“变局者”（game changer）？本文主要关注金融和私人实体部门的信用风险。

### 谁是“变局者”：高利率状态下的资产负债表风险

美国商业银行信用风险边际上有所抬升，但整体可控，脆弱环节主要集中在中型银行的商业抵押贷款和小银行的信用卡贷款。截止到2023年底，商业银行拖欠贷款总规模、拖欠率和坏账率都处于历史性低位，仅消费贷款拖欠规模上行至疫情前水平。具体而言，需关注Top 100商业地产贷款风险和小银行的信用卡贷款风险。

商业地产的基本面、估值和再融资等维度均面临压力测试，违约风险主要集中在零售、办公楼和酒店。美国CMBS总体违约率升至4.6%，相比1年前提升了160bp，为2021年以来的新高。趋势上看，违约压力加速上行的主要是办公楼。截至2023年10月，全美写字楼空置率达到17.8%，近12个月上升150个基点。

边际上看，美国CRE价格有企稳迹象，银行信贷标准环比收紧程度也在放缓，但最终能否摆脱困境，关键还是银行信贷标准能否实质性转松和空置率能否下行。2021年底开始，CRE价格增速触顶下行，2022年9月进入负增长区间，2023年4月（-15.3%）触底回升，至10月已经反弹了8个百分点（-7.2%）。

美国非金融企业杠杆率整体平稳，偿债率处于较低位置，利息覆盖倍数较高，信用风险较为可控。后危机时代，美国非金融企业实质上在持续去杠杆，目前偿债率处于较低位置。高利率状态不变的条件下，2024-2026年企业债再融资压力偏高，但由于信用评级较高（主要为投资级），违约风险依然偏低，垃圾债到期峰值出现在2025年以后。

大危机以来，美国家庭部门整体处于持续去杠杆状态，偿债率处于低位，风险主要集中在低收入群体的信用卡贷款。美国居民杠杆率74%，处于2008年以来的低位，较2008年高点下降了25个百分点。利息支出占可支配收入的比重为7.7%，处于近二十年来的低点，主要因为美国居民部门债务中7成为住宅抵押贷款，其中又有90%以上为固定利率。总体而言，相比历史上的加息周期，美国私人实体部门和金融体系更加稳健，短期出现系统性风险的概率偏低。这主要是因为金融机构的资产对应着实体部门的负债，而私人部门的资产负债表和现金流状态依然较好。但在高利率、“债务墙”和流动性趋紧状态下，2024年金融压力难言减弱，需重点关注CRE债务和信用卡的违约风险。

### 海外事件&数据：美联储会议纪要中性偏鸽派，耐用品订单增速下滑

美联储会议纪要中性偏鸽派。11月22日，美联储公布11月货币政策会议纪要。纪要显示，所有委员一致同意应谨慎行事；由于受信贷紧缩和车企罢工的影响，美国四季度GDP增速可能显著弱于三季度；金融风险方面认为美国金融部门正面临长债利率中枢上移的挑战。截至11月25日，CME FEDWATCH显示，美联储降息时间点为明年6月。

美国耐用品订单增速下滑。美国10月耐用品新订单环比-5.4%，前值4%，同比0.3%，前值7%，其中交通运输设备订单拖累明显，同比增速由9月的19%降至-1.7%，主因为飞机及汽车订单增速回落。10月汽车和零部件订单-3.8%，前值-2.5%。不包括飞机的非国防资本品新订单环比-0.1%，9月数据向下修正为-0.2%。

美国成屋销售回落，红皮书零售回升。11月18日当周，美国红皮书零售增速3.4%，前值3.0%，其中折扣店增速4.5%，前值4.1%。美国10月成屋销售折年379万套，前值395万套，环比-4%，前值-2%，美国南部地区成屋销售回落幅度大。截至11月22日，美国30年期抵押贷款利率为7.3%，与9月底水平持平。

### 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、谁是“变局者”：高利率状态下的资产负债表风险	4
(一) 金融部门：银行危机暂非基准假设，关注 CMBS、信用卡违约风险	4
(二) 企业部门：杠杆率整体平稳，违约率处于低位，部分国家还本付息压力有所上行	7
(三) 家庭部门：杠杆率和付息压力处于低位，关注浮动抵押贷款占比较高国家的脆弱性	9
二、海外基本面&重要事件	10
(一) 货币与财政：美联储会议纪要中性偏鸽派	10
(二) 生产与就业：美国耐用品订单增速下滑	12
(三) 消费与出行：美国红皮书零售增速小幅回升	13
(四) 通胀与能源：原油价格略回升	14
(五) 地产与信贷：美国成屋销售回落	15
风险提示	16

## 图表目录

图表 1：美国商业银行资产结构	4
图表 2：美国商业银行贷款结构	4
图表 3：美国商业银行贷款拖欠率维持低位	4
图表 4：美国商业银行坏账率维持低位	4
图表 5：美国商业抵押贷款规模和资金来源	5
图表 6：本土特许银行房地产抵押贷款结构	5
图表 7：商业地产坏账率有所抬升	5
图表 8：商业地产违约主要集中在前 100 大中银行	5
图表 9：CMBS 逾期率	6
图表 10：CMBS 信用利差和办公楼 Reits 指数	6
图表 11：美国写字楼空置率的区域分布	6
图表 12：写字楼拖欠率较高的城市集中于东、西部	6
图表 13：2023 年商业地产债务到期规模最大	6
图表 14：商业地产贷款到期规模里，银行比重最大	6
图表 15：美国商业银行贷款标准收紧程度	7
图表 16：银行贷款标准转松是 CRE 价格企稳的条件	7
图表 17：信用卡拖欠率（分年龄段）	7
图表 18：汽车贷款拖欠率（分年龄段）	7
图表 19：AEs 非金融企业杠杆率趋于下行	8

图表 20: AEs 非金融企业还本付息压力有一定分化.....	8
图表 21: 美、欧企业付息能力仍有保障.....	8
图表 22: 本次加息区间美国企业付息压力未明显上行.....	8
图表 23: 2024-2026 年美国企业债到期规模大幅上升.....	9
图表 24: 美国企业债到期的分类 (按评级) .....	9
图表 25: 主要 AEs 家庭杠杆率稳中有降.....	9
图表 26: 还本付息压力分化, 美、德、英持续下降.....	9
图表 27: 德国住宅抵押贷款有效利率反超美国.....	10
图表 28: 美国、德国和法国均以固定抵押贷款为主.....	10
图表 29: 美、欧居民现金+存款/总资产比例稳中有升.....	10
图表 30: 美国居民利息支付压力高于欧洲主要国家.....	10
图表 31: 美国流动性量价跟踪.....	11
图表 32: 美联储减持美债规模.....	11
图表 33: 美联储逆回购规模下降.....	11
图表 34: 截至 11 月 16 日, 美联储加息概率.....	12
图表 35: OIS 隐含 FFR 利率.....	12
图表 36: 美国 10 月制造业耐用品订单增速下降.....	12
图表 37: 欧洲 11 月制造业 PMI 微升.....	13
图表 38: 美国 11 月 18 日当周初请失业 21 万人.....	13
图表 39: 美国 11 月 13 日当周新增职位数量下降.....	13
图表 40: 美国红皮书零售同比 3.4%, 前值 3.0%.....	14
图表 41: 美国红皮书零售增速弱于季节性.....	14
图表 42: 美国纽约交通拥堵情况回落.....	14
图表 43: 德国航班飞行次数高于 2022 年.....	14
图表 44: 德国 11 月外出用餐人数同比回落.....	14
图表 45: 美国 TSA 安检人数抬升.....	14
图表 46: 本周, 布油价格 82 美元, WTI 价格 76 美元.....	15
图表 47: 本周, IPE 英国天然气 118 便士.....	15
图表 48: 11 月 CPI 同比预测值为 3.1%.....	15
图表 49: 11 月美国核心 CPI 同比预测为 4.1%.....	15
图表 50: 美国 10 月成屋销售量回落.....	16
图表 51: 美国 10 月南部地区成屋销售回落幅度大.....	16
图表 52: 美国 30 年期抵押贷款利率降至 7.3%.....	16
图表 53: 美国二手房挂牌价增速有所反弹.....	16

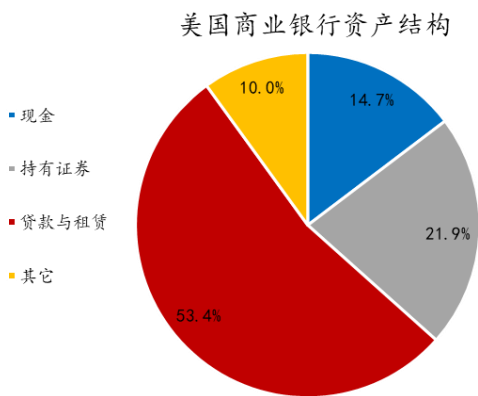
2023年，侧重于需求和信用分析的“周期律”被证伪，一个重要解释是私人实体部门的资产负债表韧性。2024年，谁是“变局者”(game changer)? 本文主要关注金融和私人实体部门的信用风险。

## 一、谁是“变局者”：高利率状态下的资产负债表风险

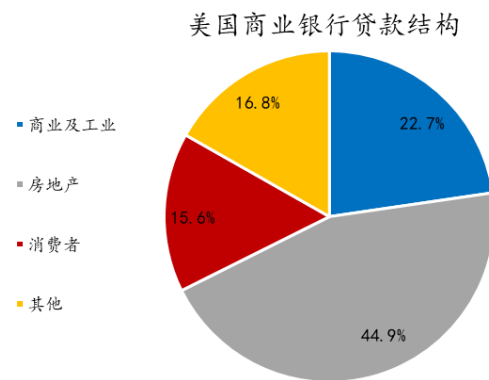
### (一) 金融部门：银行危机暂非基准假设，关注CMBS、信用卡违约风险

美国商业银行信用风险边际上有所抬升，但整体可控，脆弱环节主要集中在中型银行的商业抵押贷款和小银行的信用卡贷款。信用风险主要源于资产质量问题。美国商业银行资产包括：现金(14.7%)、证券(21.9%)、贷款与租赁(53.4%)与其它(10%)。其中，贷款包括房地产(44.9%)、商业和工业(22.7%)、消费贷款(15.6%)和其它(16.8%)；房地产包括住宅(3.5万亿, 46.5%)和商业地产(约3万亿, 占比53.5%)；消费贷款包：信用卡(1万亿, 占比53.5%)和其它(8,900亿, 占比46.5%, 如汽车等)。商业地产占商业银行总资产的比重为12.8%，信用卡贷款占比4.4%，合计占比17.2%，贡献了总体坏账率(0.46%)中的0.14% (0.16%\*12.8%+3.2%\*4.4%)，贡献率30%。

图表1：美国商业银行资产结构

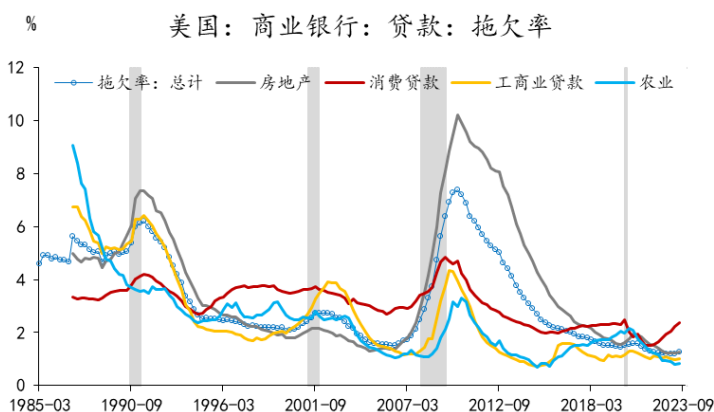


图表2：美国商业银行贷款结构



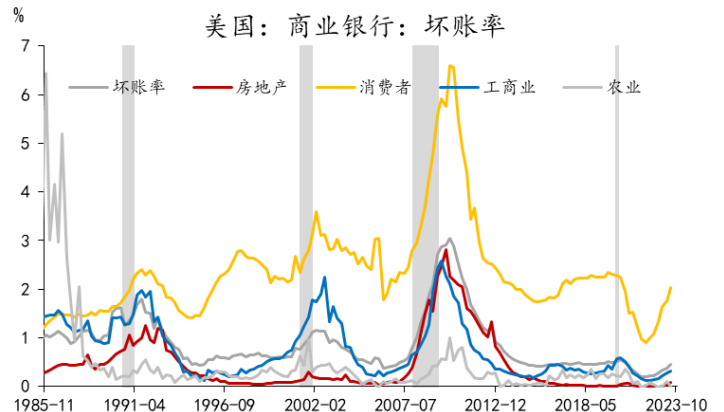
来源：美联储、国金证券研究所

图表3：美国商业银行贷款拖欠率维持低位



来源：Wind、国金证券研究所

图表4：美国商业银行坏账率维持低位



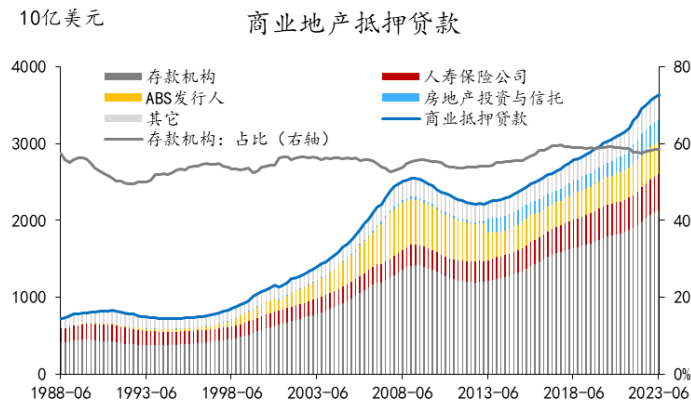
商业地产和信用卡风险尚不足以触发系统性的银行危机。截止到2023年底，商业银行拖欠贷款总规模、拖欠率和坏账率都处于历史性低位，仅消费贷款拖欠规模上行至疫情前水平，坏账率持续回升至2.0% (总体坏账率0.46%)，但仍比疫情前低26bp。需关注的是Top 100商业地产贷款风险和小银行(ex-Top 100)的信用卡贷款风险，两者的坏账率均已经升至疫情前水平，前者为0.26% (疫情前0.01%)——商业地产拖欠率0.16%，小银行拖欠



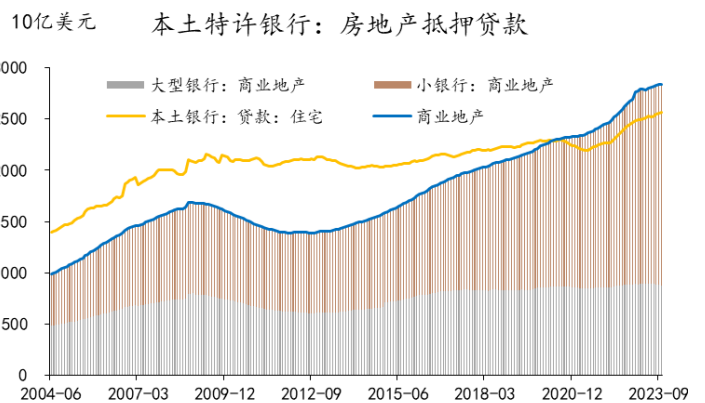
率 0.03%，后者为 8.5%——超过了 2008 年大危机时期的峰值（8.1%）。

房地产贷款拖欠率与坏账率均较低，但商业地产（CRE）的信用风险备受关注。截止到 2023 年 6 月底，美国商 CRE 抵押贷款规模为 3.6 万亿，存款机构 2.1 万亿，占比近 60%。美国本土特许银行的房地产贷款为 5.4 万亿，占总资产的比重 27%，其中，住宅贷款 2.6 万亿，CRE 贷款 2.8 万亿。值得关注的是，2008 年大危机之后，大型银行的 CRE 贷款规模保持平稳，小银行 CRE 贷款规模已经增加到 1.9 万亿，占比从 54%提到了 70%。第一共和银行的破产暴露了 CRE 的风险——CRE 贷款是第一共和银行浮亏的主体。CRE 贷款违约率趋于上行，压力渐增，且主要集中在规模前 100 的大中型银行（主要是中型银行）。

图表5：美国商业抵押贷款规模和资金来源

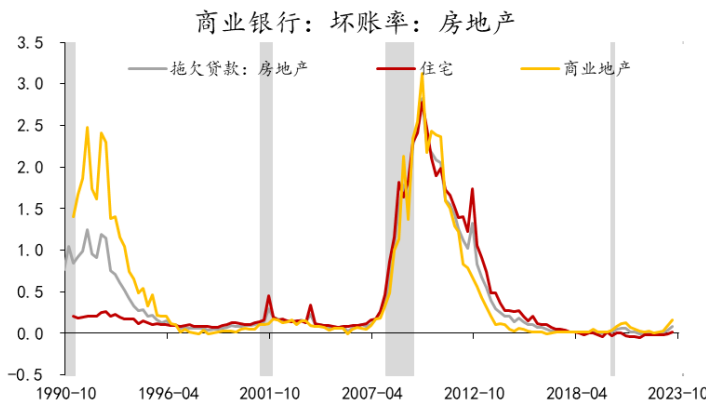


图表6：本土特许银行房地产抵押贷款结构



来源：美联储、国金证券研究所

图表7：商业地产坏账率有所抬升



图表8：商业地产违约主要集中在前100大中银行

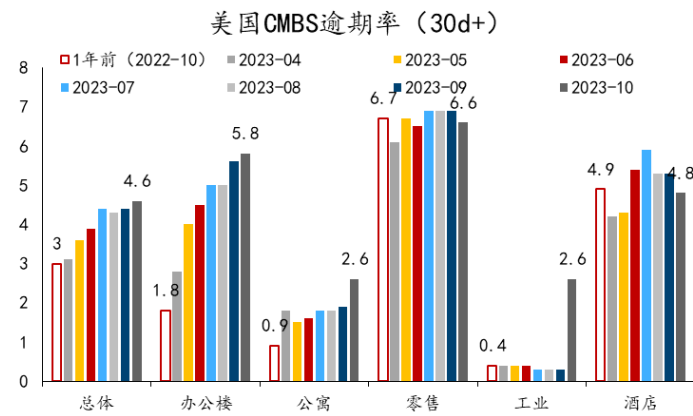


来源：美联储、国金证券研究所

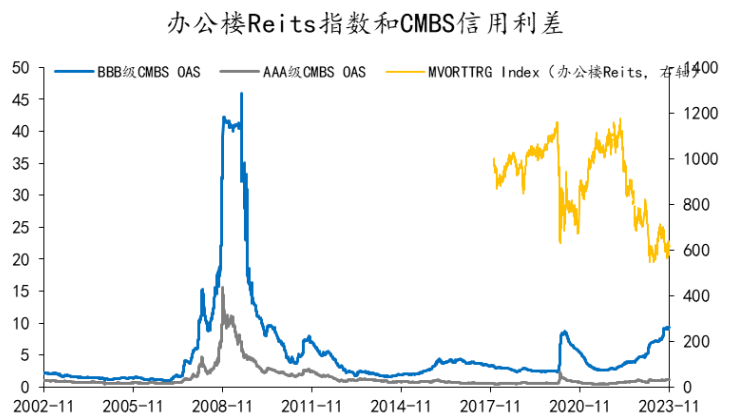
商业地产的基本面、市场估值（LTV）和债务再融资等维度均面临压力测试，违约风险主要集中在零售、办公楼和酒店。2023 年 10 月，美国 CMBS 总体违约率升至 4.6%，相比 1 年前提升了 160bp，为 2021 年以来的新高。分类别看，零售的违约率最高，但趋势较为平稳。办公楼违约率上行幅度最快，从 1 年前的 1.8% 上升到了 5.8%。

趋势上看，违约压力加速上行的主要是办公楼。截至 2023 年 10 月，全美写字楼空置率达到 17.8%，近 12 个月上升 150 个基点。区域上，铁锈带、南部、西海岸等地区空置率较高。底特律、休斯顿和旧金山的空置率分别高达 28%、25% 和 23%。

图表9: CMBS逾期率



图表10: CMBS信用利差和办公楼Reits指数

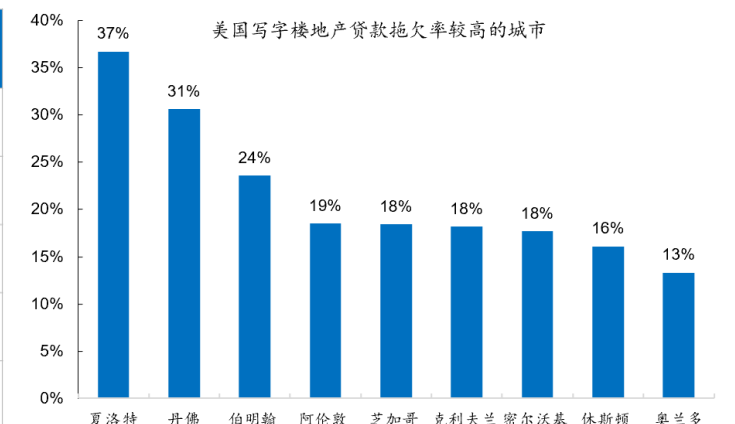


来源: Bloomberg, Trepp, 国金证券研究所

图表11: 美国写字楼空置率的区域分布

区域	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	区间变化
全国	16.5%	16.8%	17.0%	17.2%	17.0%	17.4%	17.9%	18.5%	19.2%	2.7%
东北	16.8%	17.3%	17.7%	17.7%	17.9%	18.3%	18.8%	19.2%	19.7%	2.9%
中西	16.7%	17.1%	17.3%	17.9%	17.0%	17.6%	18.3%	20.2%	20.9%	4.2%
南部	17.2%	17.4%	17.6%	17.6%	17.1%	17.5%	17.7%	18.0%	18.4%	1.2%
西部	15.2%	15.6%	15.6%	16.0%	16.0%	16.5%	17.0%	17.7%	18.8%	3.6%

图表12: 写字楼拖欠率较高的城市集中于东、西部

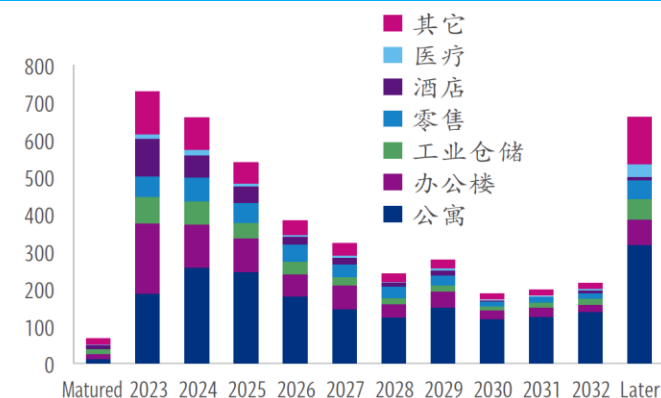


来源: Trepp, 国金证券研究所

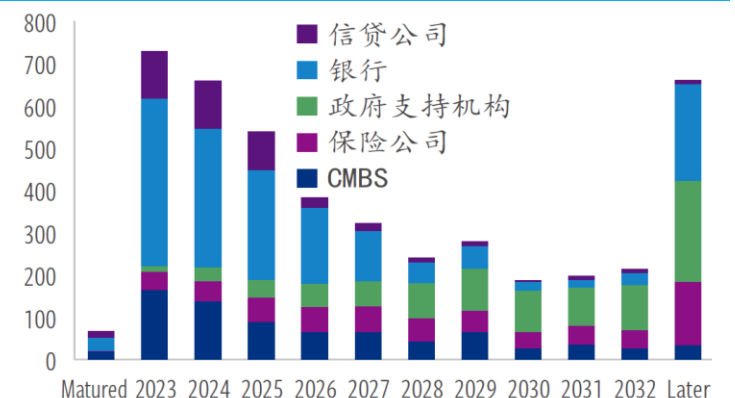
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

2024-2025年, 商业地产债务到期压力相对较高。美国MBA协会的数据显示, 约7280亿美元的商业地产贷款将于2023年到期, 另有6590亿美元将于2024年到期。酒店贷款在2023年到期的贷款中份额最大(34%), 其次是写字楼贷款(25%)。从贷款方看, 银行业敞口最大, 银行贷款占商业地产债务比重达52%。

图表13: 2023年商业地产债务到期规模最大



图表14: 商业地产贷款到期规模里, 银行比重最大

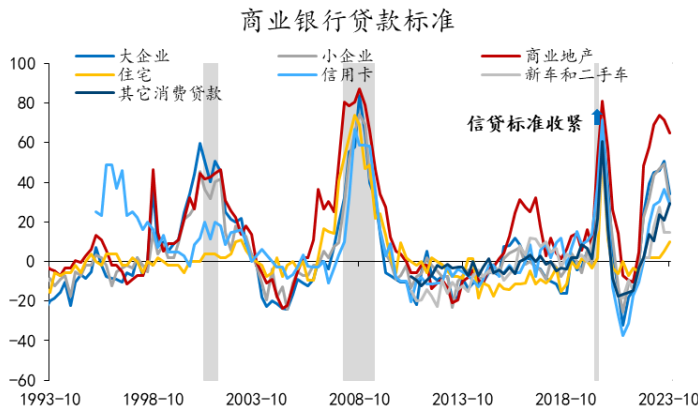


来源: Mortgage Bankers Association, 国金证券研究所

来源: Mortgage Bankers Association, 国金证券研究所

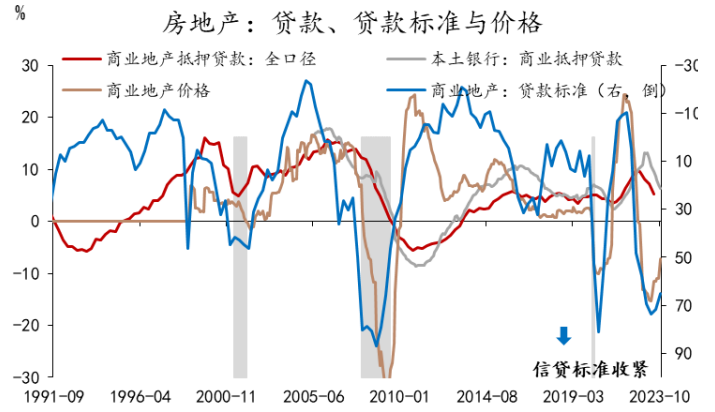
边际上看，CRE 价格有企稳迹象，银行信贷标准环比收紧程度也在放缓，但最终能否摆脱困境，关键还是银行信贷标准能否实质性转松和空置率能否下行。2021 年底开始，CRE 价格增速触顶下行，2022 年 9 月进入负增长区间，2023 年 4 月（-15.3%）触底回升，至 10 月已经反弹了 8 个百分点（-7.2%）。从商业地产抵押贷款（全口径）或商业银行 CRE 贷款同比增速或新增规模看，CRE 的企稳的前景仍有待观察。

图表 15: 美国商业银行贷款标准收紧程度



来源: Green Street、美联储、wind、国金证券研究所

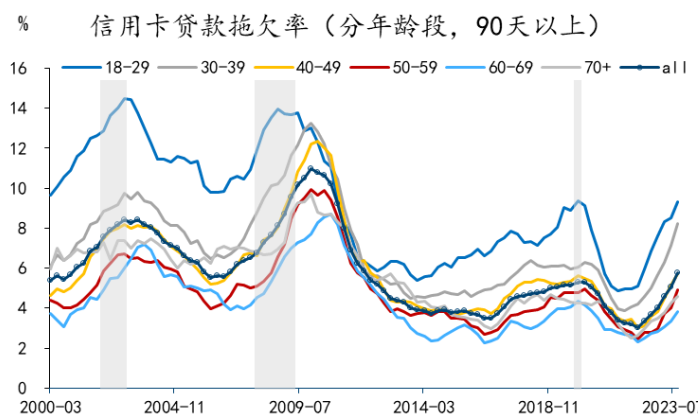
图表 16: 银行贷款标准转松是 CRE 价格企稳的条件



来源: Green Street、美联储、wind、国金证券研究所

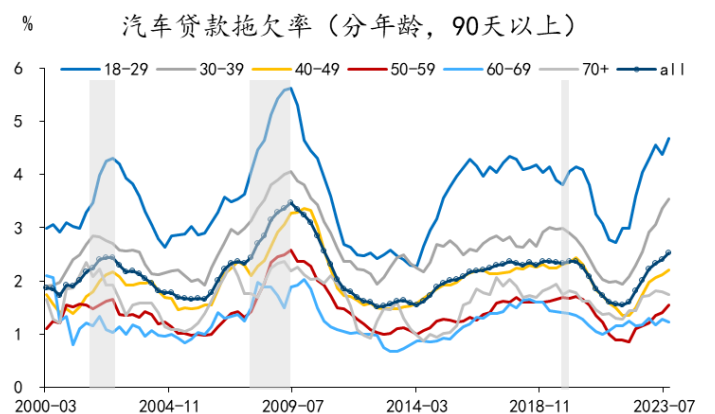
消费贷款拖欠率和违约率的上行与利率上行和劳动力市场边际转弱有直接关系。截止到 9 月，新车贷款利率（48 个月）和信用卡贷款利率分别升至 8.3% 和 21.2%，较加息前夕分别上行了 3.4 和 6.6 个百分点，前者回到了 2001 年 9 月的水平，后者为二战结束以来的峰值（1985 年的前高约 19%）。分年龄段看，拖欠率相对偏高的主要集中在 18-29 岁和 30-39 岁人群。考虑到青年失业率的快速上行，消费贷款（尤其是汽车贷款）的违约风险短期内或难有改善。

图表 17: 信用卡拖欠率（分年龄段）



来源: 美联储 (Household Debt and Credit)、国金证券研究所

图表 18: 汽车贷款拖欠率（分年龄段）

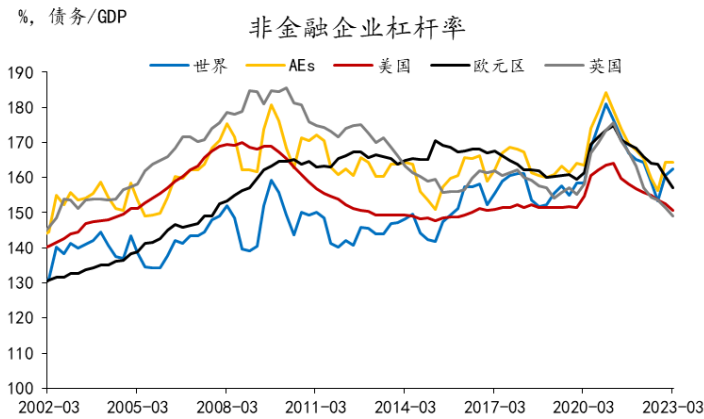


**（二）企业部门：杠杆率整体平稳，违约率处于低位，部分国家还本付息压力有所上行**

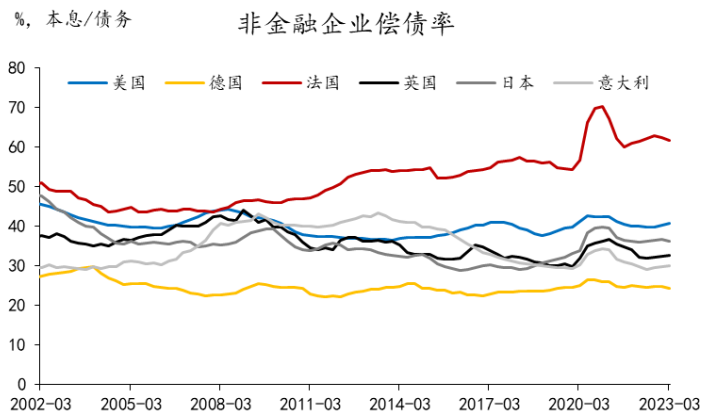
美、欧非金融企业杠杆率整体保持稳定，疫情期间冲高回落（源于 GDP 的变化），个别国家支付本息的压力趋于上行（主要是还本）。美国及欧元区的非金融企业杠杆率分别从 2021 年一季度的峰值 84.8%、112.5% 逐渐下降至 77.2%、100.6%。从欧洲主要国家来看，各个国家的杠杆率也均从 2021 年一季度的峰值逐渐下降至今，其中法国杠杆率较高，且高于欧元区杠杆率水平，达到了 160.5%，西班牙处于中等水平 89.8%，而德国、英国以及

意大利则较低，分别为 72.1%、66.8%以及 67%。

图表19: AEs 非金融企业杠杆率趋于下行



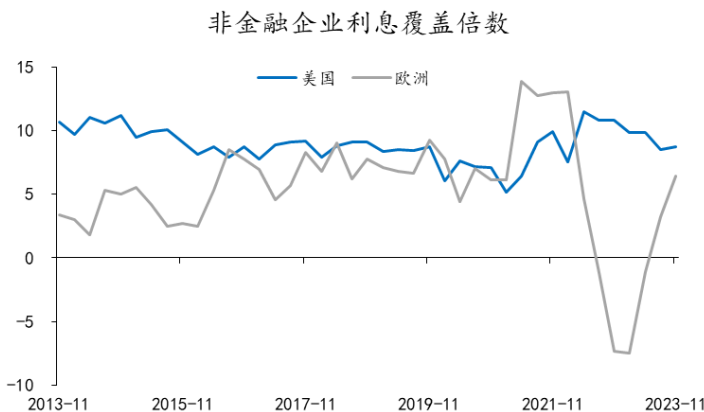
图表20: AEs 非金融企业还本付息压力有一定分化



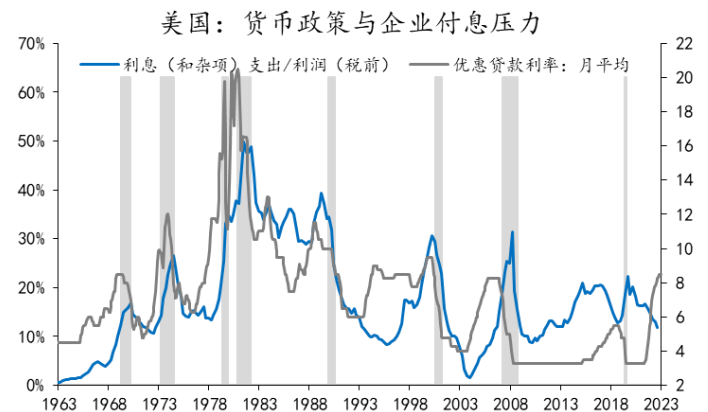
来源: BIS、Wind、国金证券研究所

企业付息压力整体偏低，付息能力尚有保障。由于融资成本的提升，美国企业利息支出规模不断走高（3725 亿美元），占资产比也出现上涨，表明美国企业付息压力增加，但目前利息覆盖倍数还处于较高位置，利息/利润比例趋于下行，企业付息能力有保障。

图表21: 美、欧企业付息能力仍有保障



图表22: 本次加息区间美国企业付息压力未明显上行



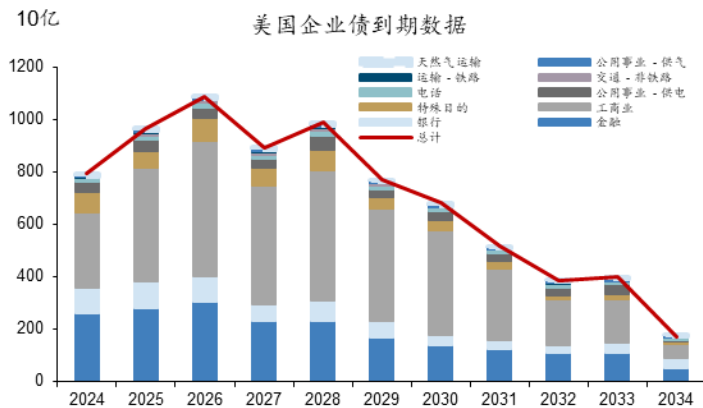
来源: Bloomberg, BEA、国金证券研究所

高利率状态不变的条件下，2024-2026 年企业债再融资压力偏高，但由于利息覆盖倍数和信用评级较高（主要为投资级<sup>1</sup>），违约风险依然偏低，而垃圾债到期峰值出现在 2025 年以后。疫情期间，美国企业债发行规模显著攀升，垃圾债占比上行至 25%高位。从到期的时间分布看，2024 年以后企业债到期压力趋于上行，2024-2026 年分别为 7950、9670 和 10907 亿，均明显高于 2023 年。与此同时，美国企业部门利润增速已回落，今年 2 季度，美国非金融企业利润增速降至-4.5%，利润增速放缓可能削弱未来债务偿还能力。但从评级看，2024 年前，美国企业债到期金额中，仍将以评级较高的投资级为主，2023 年投资级企业债到期规模占比约为 73%，2024 年占比约 68%，2025 年后投机级到期规模上升，违约风险或将进一步提升。

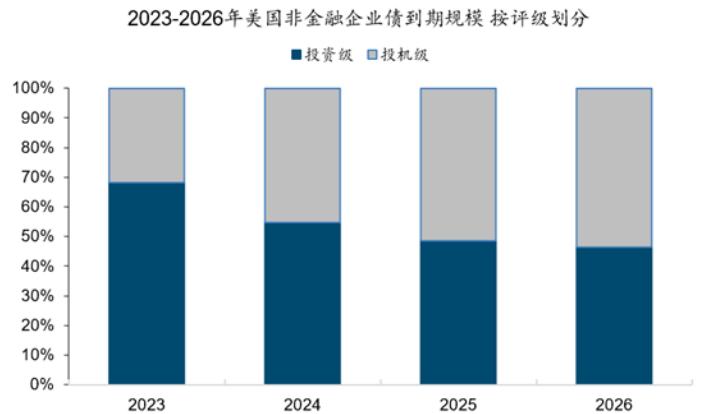
<sup>1</sup> 参考报告:《美国企业债违约，需要担忧吗?》。



图表23: 2024-2026年美国企业债到期规模大幅上升



图表24: 美国企业债到期的分类 (按评级)

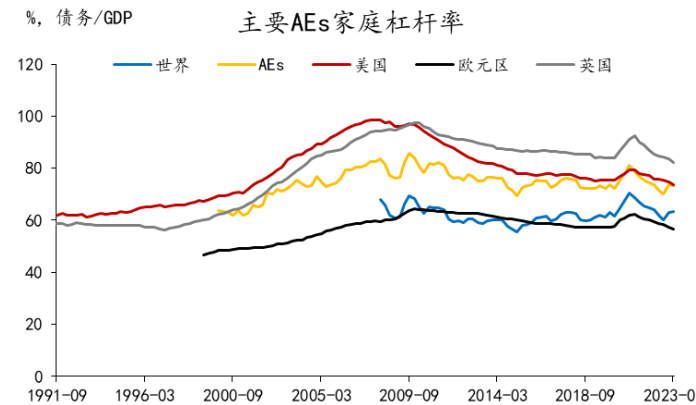


来源: Bloomberg、国金证券研究所

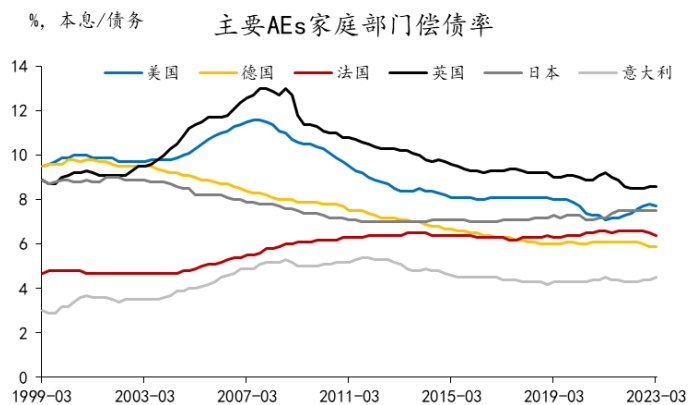
### (三) 家庭部门: 杠杆率和付息压力处于低位, 关注浮动抵押贷款占比较高国家的脆弱性

美、欧家庭部门宏观杠杆率稳中有降, 欧元区抵押贷款付息压力快速上行, 反超美国, 但内部还本付息压力明显分化。大危机与欧债危机以来, 美、欧家庭部门整体处于持续去杠杆状态。截至 2023 年 1 季度, 美国居民杠杆率 74%, 处于 2008 年以来的低位, 较 2008 年高点下降 25 个百分点。欧元区家庭杠杆率降至 57%, 较前高下降 7 个百分点。值得关注的是欧元区住宅抵押贷款有效利率的上升。这是因为, 相比美国, 欧洲浮动抵押贷款利率占比明显偏高。以 2023 年初为例, 美国固定利率贷款份额达 94%, 欧元区整体 71%, 德国 86%, 意大利、希腊等国占比更低。

图表25: 主要 AEs 家庭杠杆率稳中有降

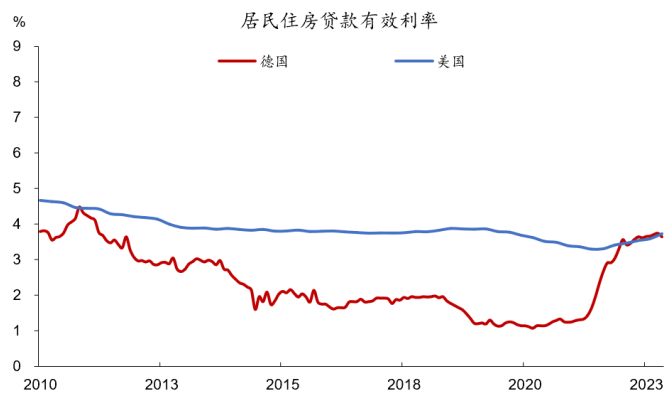


图表26: 还本付息压力分化, 美、德、英持续下降



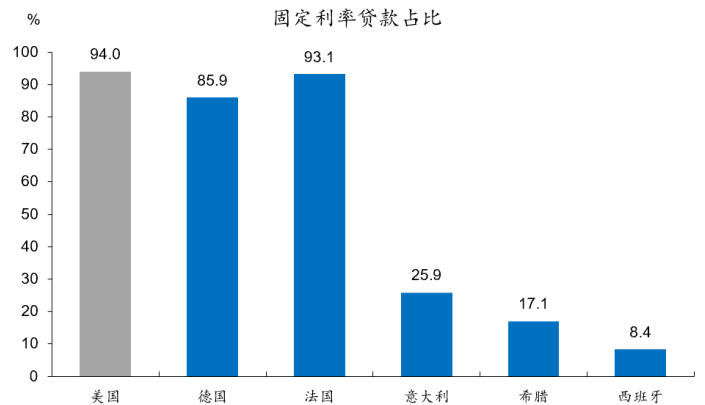
来源: BIS、国金证券研究所

图表27: 德国住宅抵押贷款有效利率反超美国



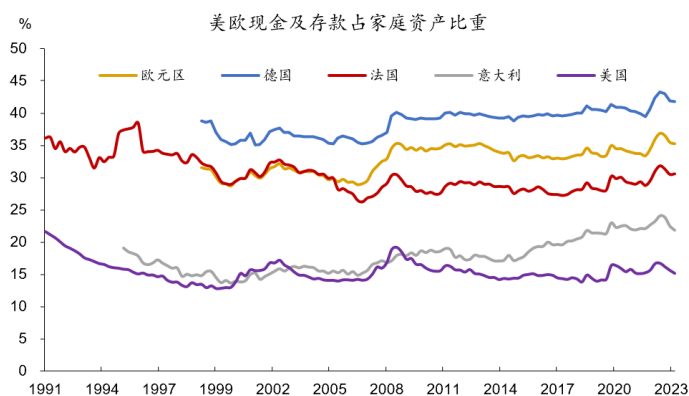
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表28: 美国、德国和法国均以固定抵押贷款为主



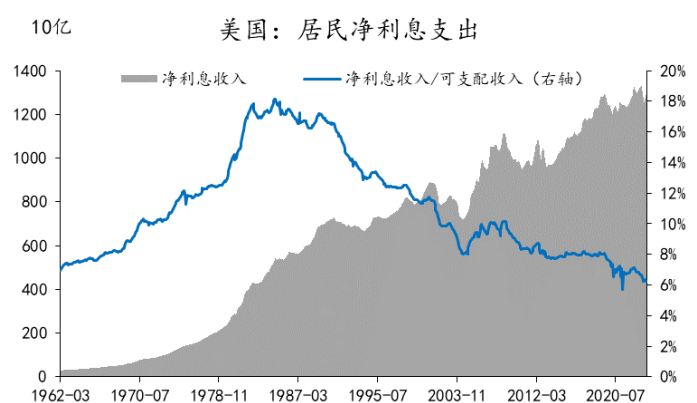
家庭付息压力依然可控,家庭违约风险较低,一是因为利息支出占可支配收入的比重较低,二是因为家庭现金及储蓄占比较高。截至2023年一季度,美国居民利息支出占可支配收入的比重为7.7%,德国为5.9%,法国6.4%,荷兰13%,均处于近二十年来的低点。从资产储备上看,截至2023年6月,欧元区现金及存款占比为35%,美国为15%。但与疫情前相比,美国居民付息压力仍然较低,且美国居民工资和实际可支配收入增速均高于欧洲。短期而言,付息压力主要体现在对消费的压制上。

图表29: 美、欧居民现金+存款/总资产比例稳中有升



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表30: 美国居民利息支付压力高于欧洲主要国家



总而言之,我们的基准假设是:相比历史上的加息周期,美、欧私人实体部门和金融体系<sup>2</sup>更加稳健,短期出现系统性风险的概率偏低。这主要是因为金融机构的资产对应着实体部门的负债,而私人部门的资产负债表和现金流状态依然较好。并且,大危机后,央行“最后贷款人”和“最后交易商”职能和宏观审慎监管框架日臻完善,资产负债表作为一套工具可有针对性的缓冲流动性风险的传染。但是,这只能起到延迟与缓冲作用,有充足的数据表明,在高利率、“债务墙”和流动性趋紧状态下,2024年金融压力难言减弱,需重点关注CRE债务和信用卡的违约风险。

## 二、海外基本面&重要事件

### (一) 货币与财政: 美联储会议纪要中性偏鸽派

美联储会议纪要中性偏鸽派。11月22日,美联储公布11月货币政策会议纪要。纪要显示,所有委员一致同意应谨慎行事;由于受信贷紧缩和车企罢工的影响,美国四季度GDP增速可能显著弱于三季度;金融风险方面认为美国金融部门正面临长债利率中枢上移的挑

<sup>2</sup> 主要抓手是商业银行——历史上的经济衰退多数与银行危机有关(虽然有可能只是其中一环)。

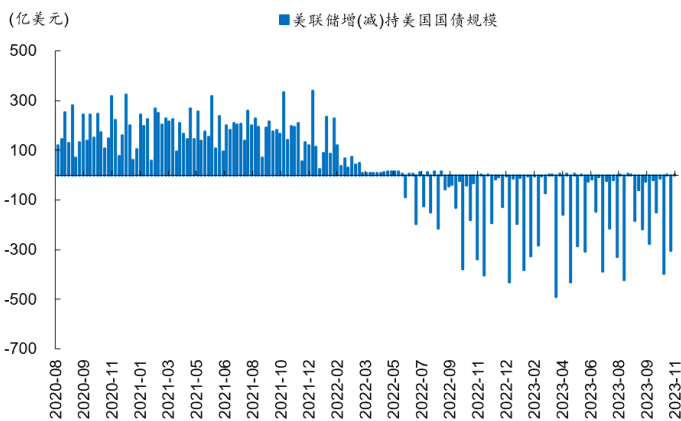
战。11月22日当周，美联储总资产规模下降，美联储BTFP工具使用量微涨。负债端，逆回购规模上升，准备金规模下降，TGA存款上升230亿美元。货币市场基金规模上升290亿美元。11月15日当周，美国商业银行存款上升1000亿，大型银行存款上升740亿美元。截至11月25日，CME FEDWATCH显示，美联储降息时间点为明年6月。

图表31：美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	11-22	11-15	11-08	11-01	10-25	10-18	10-11
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↓ -4	7810.8	7815.0	7860.7	7866.7	7907.8	7933.2	7952.1
	其他贷款	十亿美元	↓ 0	154.5	154.6	154.7	163.2	165.0	169.6	174.6
	一级信贷	十亿美元	↑ 0	2.4	2.2	2.2	3.0	3.2	3.0	2.6
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 1	114.1	112.9	112.9	109.1	109.1	108.8	108.9
	其他信贷工具	十亿美元	↓ -1	33.9	35.2	35.2	46.8	48.3	53.2	58.3
	逆回购	十亿美元	↑ 4	1271.7	1268.0	1343.9	1396.5	1403.1	1448.9	1529.8
	准备金	十亿美元	↓ -28	3455.1	3483.3	3360.4	3314.6	3264.0	3250.2	3315.7
	TGA	十亿美元	↑ 23	693.0	670.0	763.5	753.0	847.7	841.1	713.0
	商业银行									
	现金	十亿美元	↑ 122		3564.3	3442.3	3404.8	3354.1	3334.6	3419.2
	消费贷	十亿美元	↓ 0		1902.8	1902.9	1907.1	1911.4	1901.4	1903.4
	住房贷款	十亿美元	↓ -2		2569.3	2571.3	2569.1	2566.1	2564.0	2564.1
	商业地产贷款	十亿美元	↑ 2		2954.1	2952.1	2950.2	2946.2	2945.3	2942.9
	工商业贷款	十亿美元	↓ -3		2738.1	2741.6	2756.6	2745.9	2754.0	2758.6
存款	十亿美元	↑ 100		17421.8	17321.8	17362.6	17206.4	17230.0	17358.3	
大银行存款	十亿美元	↑ 74		10815.6	10741.6	10804.3	10662.4	10691.7	10792.7	
小银行存款	十亿美元	↑ 9		5314.0	5305.4	5299.8	5271.7	5276.9	5291.9	
货币市场基金	十亿美元	↑ 29	5763.1	5734.0	5712.1	5695.2	5632.5	5607.6	5706.5	
流动性价格型指标	隔夜融资市场									
	SOFR-IORB	BP	↓ -1.0	-9.0	-8.0	-8.0	-8.0	-10.0	-10.0	-9.0
	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	↓ -0.1	19.3	24.0	24.1	24.9	21.4	18.7	18.1
	TED利差	BP	↑ 0.0	10.1	10.1	9.1	8.4	5.9	6.7	4.5
	票据与信用债市场									
	Master企业债利差	BP	↓ -7.0	115.0	122.0	128.0	133.0	130.0	129.0	127.0
票据利差	BP	↑ 15.0	17.0	2.0	8.0	19.0	0.0	5.0	15.0	
离岸市场										
欧元兑美元互换基差	BP	↑ 3.3	-14.6	-17.9	-18.8	-23.8	-24.3	-26.1	-26.5	
日元兑美元互换基差	BP	↑ 3.9	-45.8	-49.6	-52.4	-60.5	-58.8	-59.8	-58.3	

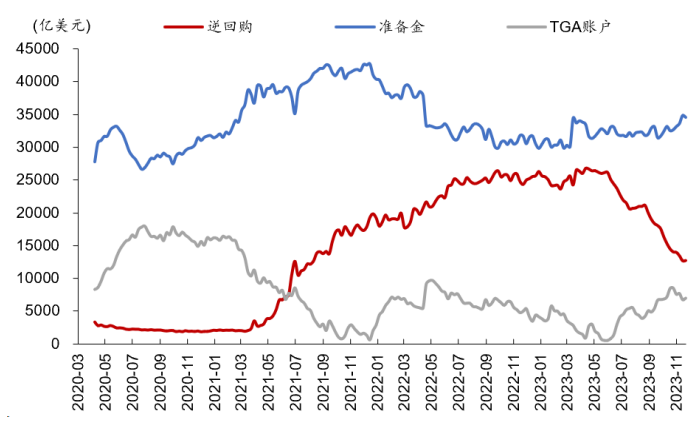
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表32：美联储减持美债规模



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表33：美联储逆回购规模下降

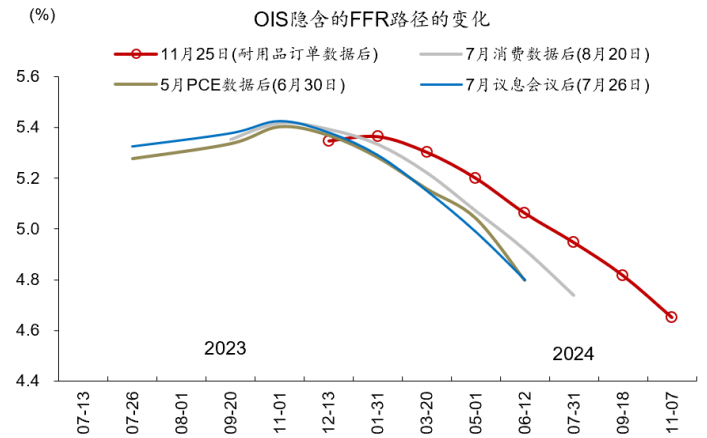


来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表34: 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	0	0	0	0	0	0	0
550-575	0	2	0	5	12	9	6	3	1	1	0
525-550	90	98	100	96	88	70	46	26	14	6	3
500-525	10	0	0	0	0	21	40	43	34	22	14
475-500	0	0	0	0	0	0	8	24	34	34	28
450-475	0	0	0	0	0	0	0	4	15	26	30
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	2	10	18
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	6
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

图表35: OIS 隐含FFR利率



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 生产与就业: 美国耐用品订单增速下滑

美国耐用品订单增速下滑。美国10月耐用品新订单环比-5.4%，前值4%，同比0.3%，前值7%，其中交通运输设备订单拖累明显，同比增速由9月的19%降至-1.7%，主因为飞机及汽车订单增速回落。欧洲11月制造业PMI微升，欧元区43.8%，前值43.1%，德国42.3%，前值40.8%。11月18日当周美国初请失业金人数21万人，前值23万人，续请失业人数184万人，前值186万人。11月13日当周美国新增职位数量205万，前值231万；活跃职位数量2107万，前值2125万。新增制造业职位187万个，前值186万。

图表36: 美国10月制造业耐用品订单增速下降

美国制造业库存		库存增速				库存占交货比				新订单			新订单金额(百万美元)	
指标名称	单位	分位数(10Y)	2023-10	2023-09	2023-08	分位数(10Y)	2023-10	2023-09	2023-08	分位数(10Y)	2023-10	2023-09	2023-08	2023-05
<b>总体</b>														
制造业: 库存	%	#N/A	#N/A	0.10	0.10	59	1.46	1.46	1.47	#N/A	#N/A	2.17	0.53	
制造业库存: 不包括运输	%	#N/A	#N/A	-0.15	-0.11					#N/A	#N/A	-0.76	-0.71	
制造业库存: 不包括国防	%	#N/A	#N/A	-0.03	-0.01					#N/A	#N/A	2.23	0.68	
制造业库存: 与未发货订单	%	31	1.39	1.23	1.44					52	1.91	8.65	2.44	
<b>按行业划分</b>														
<b>耐用品</b>														
初级金属	%	27	1.13	0.98	1.23	67	1.85	1.84	1.84	40	0.33	7.09	3.22	279441
金属加工制品	%	33	-3.69	-4.13	-3.55	51	1.76	1.75	1.75	48	-0.60	-1.47	2.68	26457
机械	%	27	-0.41	-0.90	-0.81	78	1.79	1.81	1.81	63	3.48	3.08	0.84	36504
计算机和电子产品	%	49	4.13	5.18	6.22	92	2.49	2.47	2.50	39	-0.31	0.91	0.14	37797
电气设备及其他设备	%	19	-0.05	-0.09	0.46	72	1.87	1.88	1.87	75	3.95	2.87	1.54	24790
交通运输设备	%	46	3.91	3.88	4.58	83	1.86	1.86	1.88	59	4.76	5.36	5.60	14216
家具及相关产品	%	35	1.98	1.33	1.02	65	1.80	1.78	1.79	37	-1.62	18.88	7.52	92068
非耐用品	%	#N/A	#N/A	-3.74	-3.43	85	1.50	1.52	1.52	#N/A	#N/A	-0.01	-2.90	0
<b>非耐用品</b>														
食品	%	26	-1.28	-1.62	-2.65	28	1.10	1.10	1.12					
饮料和烟草	%	6	-0.23	0.78	0.98	90	0.89	0.89	0.89					
纺织厂	%	2	-0.29	0.05	0.76	13	1.70	1.73	1.74					
纺织制品	%	7	-4.50	-4.09	-3.59	92	1.68	1.71	1.72					
服装	%	13	-7.99	-8.00	-7.16	38	1.85	1.83	1.86					
皮革及相关制品	%	20	-3.98	-2.86	-0.09	84	2.60	2.55	2.56					
印刷	%	8	-4.27	-3.44	-1.41	90	2.72	2.67	2.64					
石油及煤产品	%	11	-3.30	-3.04	-2.46	74	1.04	1.04	1.04					
基础化学品	%	4	-7.85	-6.57	-4.88	63	0.91	0.92	0.93					
橡胶和塑料制品	%	57	1.72	-2.91	-12.29	8	0.68	0.68	0.70					
	%	5	-1.27	-1.19	-0.87	33	1.45	1.45	1.45					
	%	3	-4.71	-4.59	-3.44	78	1.35	1.36	1.38					

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

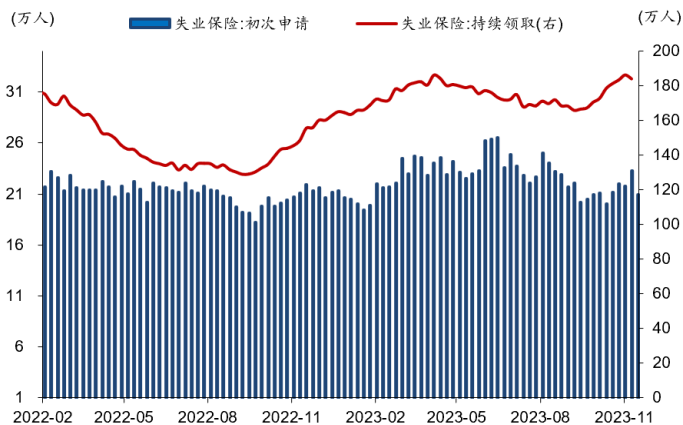


图表37: 欧洲 11 月制造业 PMI 微升

制造业PMI	月度变化	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01
全球	↓ -0.4		48.8	49.2	49.0	48.6	48.7	49.6	49.6	49.6	49.9	49.1
发达国家												
美国	↓ -0.6	49.4	50.0	48.9	47.0	49.0	46.3	48.5	50.4	49.3	47.8	46.8
欧元区	↑ 0.7	43.8	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5	48.8
英国	↑ 1.9	46.7	44.8	44.3	43.0	45.3	46.5	47.1	47.8	47.9	49.3	47.0
日本	↑ 0.2		48.7	48.5	49.6	49.6	49.8	50.6	49.5	49.2	47.7	48.9
德国	↑ 1.5	42.3	40.8	39.6	39.1	38.8	40.6	43.2	44.5	44.7	46.3	47.3
法国	↓ -0.2	42.6	42.8	44.2	46.0	45.1	46.0	45.7	45.6	47.3	47.4	50.5
意大利	↓ -1.9		44.9	46.8	45.4	44.5	43.8	45.9	46.8	51.1	52.0	50.4
希腊	↑ 0.5		50.8	50.3	52.9	53.5	51.8	51.5	52.4	52.8	51.7	49.2
西班牙	↓ -2.6		45.1	47.7	46.5	47.8	48.0	48.4	49.0	51.3	50.7	48.4
荷兰	↑ 0.2		43.8	43.6	45.9	45.3	43.8	44.2	44.9	46.4	48.7	49.6
新兴市场												
中国	↓ -0.7		49.5	50.2	49.7	49.3	49.0	48.8	49.2	51.9	52.6	50.1
印度	↓ -2.0		55.5	57.5	58.6	57.7	57.8	58.7	57.2	56.4	55.3	55.4
韩国	↓ -0.1		49.8	49.9	48.9	49.4	47.8	48.4	48.1	47.6	48.5	48.5
越南	↓ -0.1		49.6	49.7	50.5	48.7	46.2	45.3	46.7	47.7	51.2	47.4
巴西	↓ -0.4		48.6	49.0	50.1	47.8	46.6	47.1	44.3	47.0	49.2	47.5

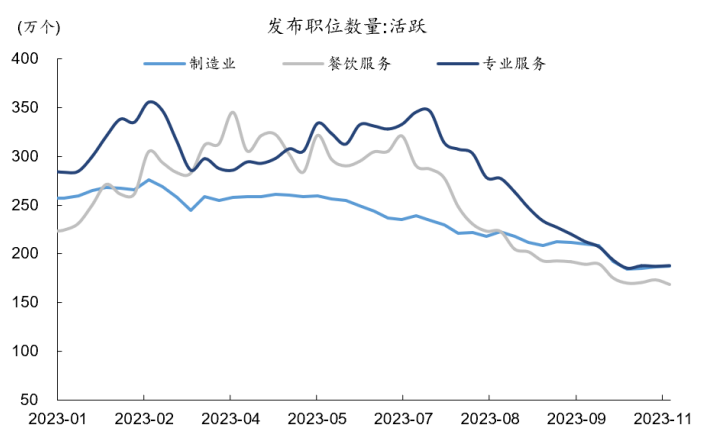
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表38: 美国 11 月 18 日当周初请失业 21 万人



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表39: 美国 11 月 13 日当周新增职位数量下降

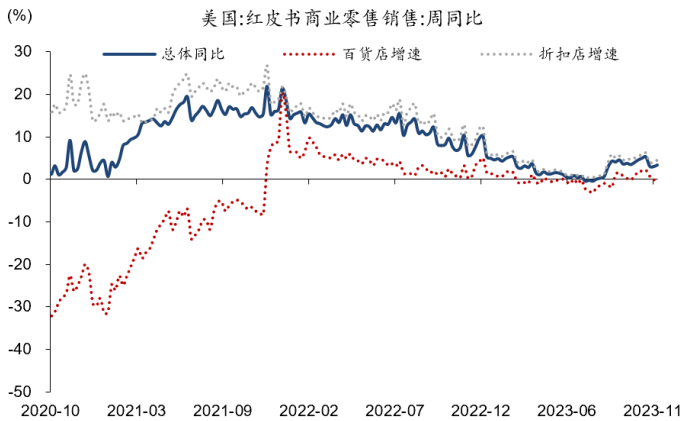


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

### (三) 消费与出行: 美国红皮书零售增速小幅回升

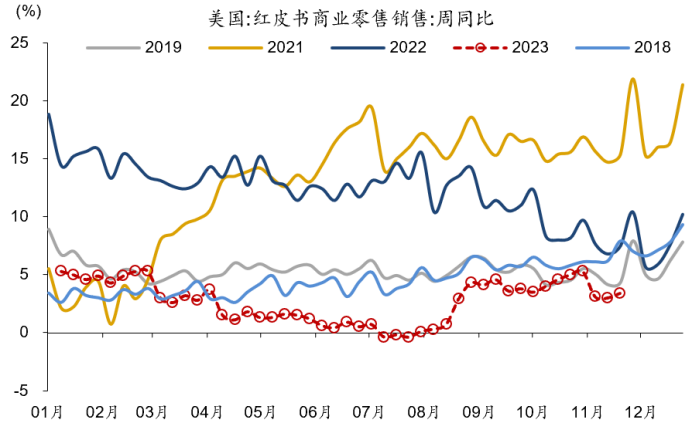
11 月 18 日当周, 美国红皮书零售增速 3.4%, 前值 3.0%, 其中百货店增速 0.2%, 前值-0.2%, 折扣店增速 4.5%, 前值 4.1%。德国外出用餐人数 11 月 14 日当周同比-1.7%, 美国-2%, 纽约拥堵指数回落, 美国 TSA 安检人数小幅回升。

图表40: 美国红皮书零售同比 3.4%，前值 3.0%



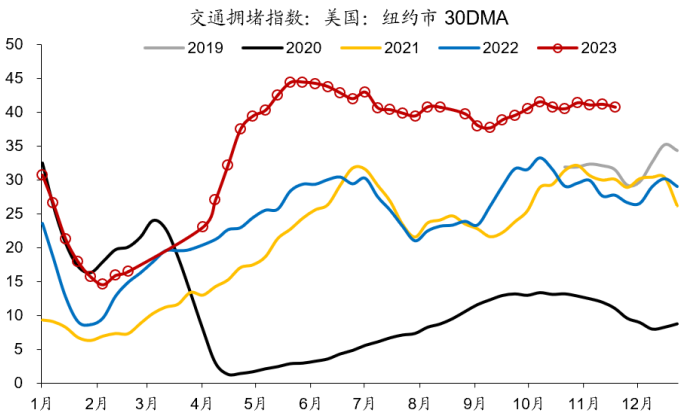
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表41: 美国红皮书零售增速弱于季节性



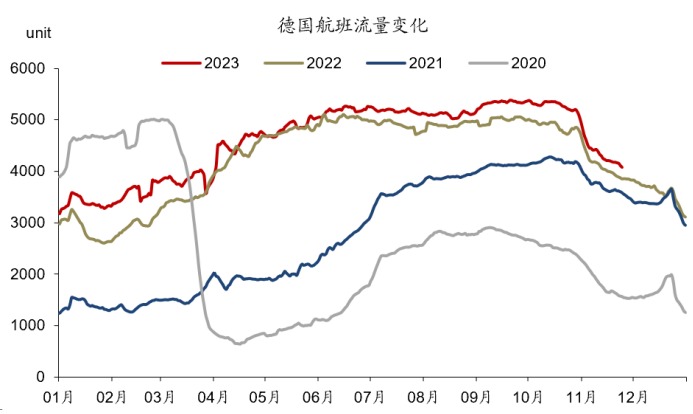
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表42: 美国纽约交通拥堵情况回落



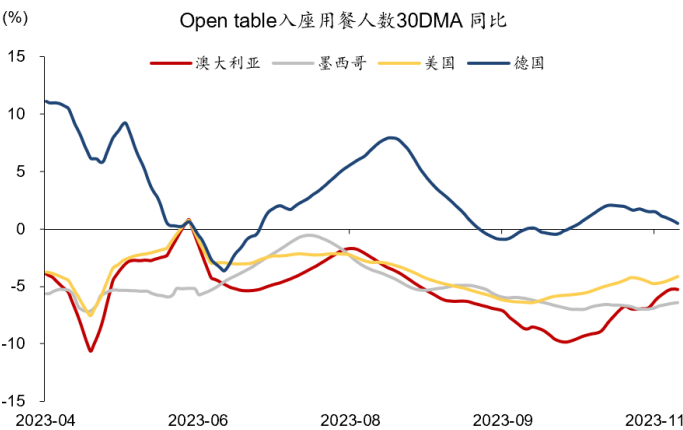
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表43: 德国航班飞行次数高于 2022 年



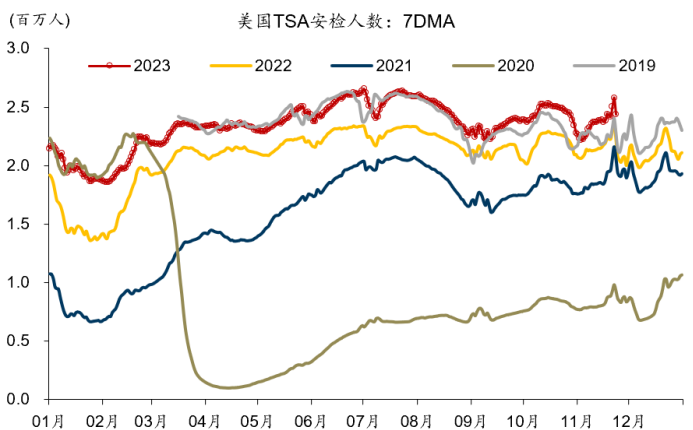
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表44: 德国 11 月外出用餐人数同比回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表45: 美国 TSA 安检人数抬升

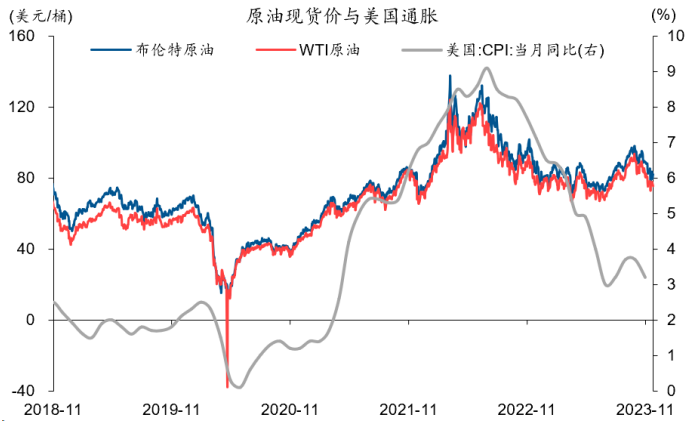


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(四) 通胀与能源: 原油价格略回升

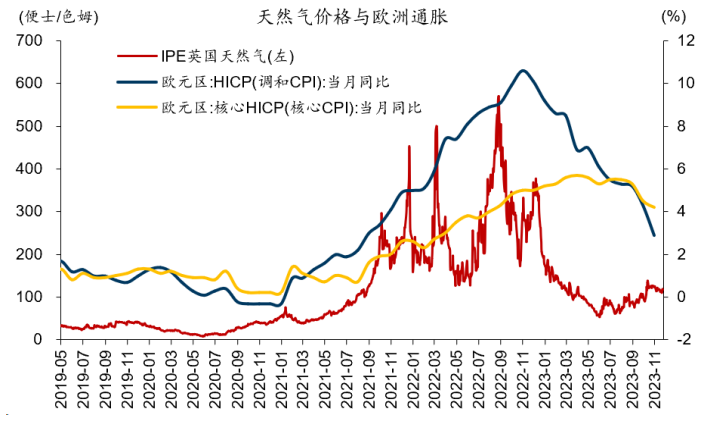
截至 11 月 24 日, 布油录得 82 美元每桶, 上周 80 美元; WTI 原油录得 76 美元, 上周 76 美元; 英国天然气录得 118 便士/色姆, 上周 113 便士。NYMEX 天然气 2.9 美元/百万英热单位, 上周 3.0 美元。克利夫兰联储预计美国 11 月 CPI 同比预测值为 3.1%。

图表46: 本周, 布油价格 82 美元, WTI 价格 76 美元



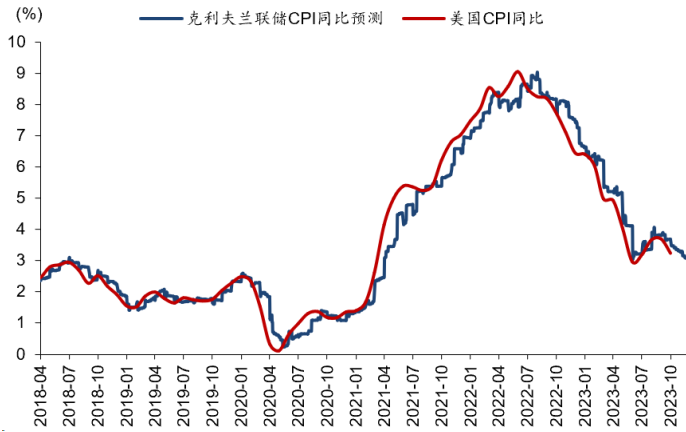
来源: WIND、国金证券研究所

图表47: 本周, IPE 英国天然气 118 便士



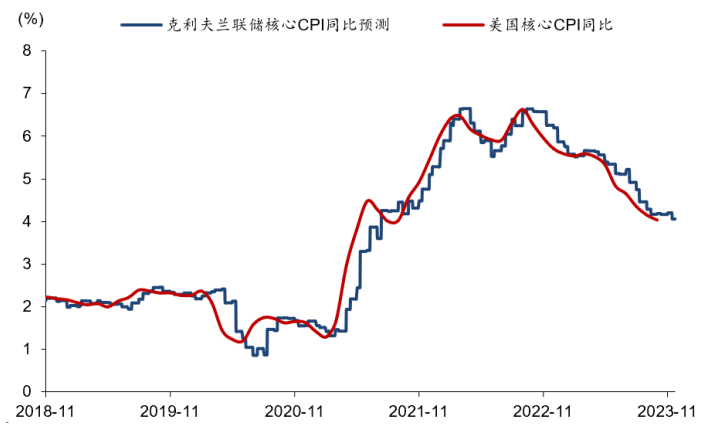
来源: WIND、国金证券研究所

图表48: 11 月 CPI 同比预测值为 3.1%



来源: WIND、国金证券研究所

图表49: 11 月美国核心 CPI 同比预测为 4.1%



来源: WIND、国金证券研究所

### (五) 地产与信贷: 美国成屋销售回落

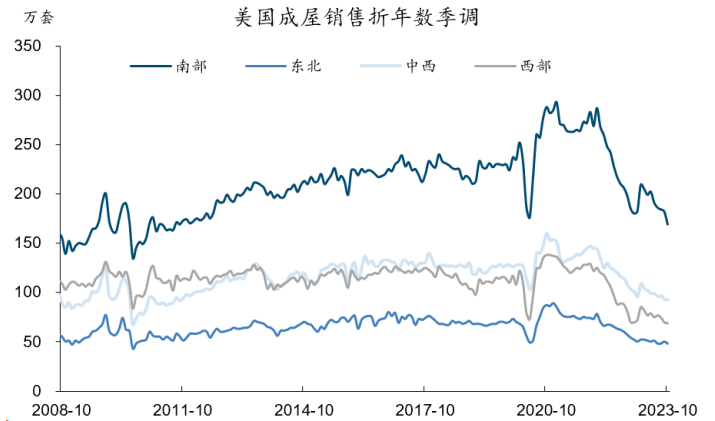
美国成屋销售回落。美国 10 月成屋销售折年 379 万套, 前值 395 万套, 环比-4%, 前值-2%, 美国南部地区成屋销售回落幅度大。截至 11 月 22 日, 美国 30 年期抵押贷款利率为 7.3%, 与 9 月底水平持平, 较上周下降 15BP。15 年期抵押贷款利率为 6.7%, 较 9 月底持平。截至 9 月 9 日, 美国 REALTOR 二手房挂牌价增速有所反弹。

图表50: 美国 10 月成屋销售量回落



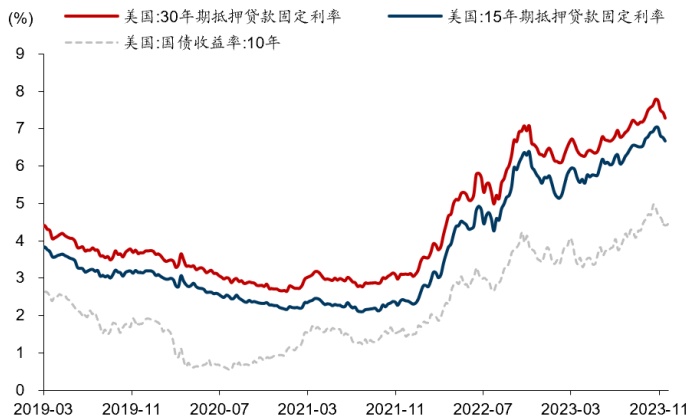
来源: WIND、国金证券研究所

图表51: 美国 10 月南部地区成屋销售回落幅度大



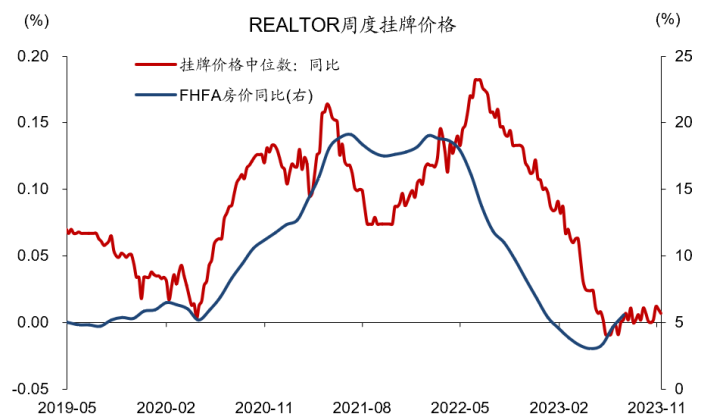
来源: WIND、国金证券研究所

图表52: 美国 30 年期抵押贷款利率降至 7.3%



来源: WIND、国金证券研究所

图表53: 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