

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

降息的阻力：美国地产周期与再通胀风险

随着四季度美国经济走弱的迹象不断显现，市场开始定价明年美联储的降息预期。近一年来，美国去通胀较为顺利，但地产市场表现韧性，住宅地产价格持续反弹，明年降息阻力有多大，是否需要担心地产引发的再通胀风险？

热点思考：降息的阻力——美国地产周期与再通胀风险

本轮加息周期以来，美国地产市场韧性较强。供给侧，美国地产营建许可 2023 年 1 月后触底抬升，相比去年末已增长 10% 以上；新屋开工量维持在 140 万套附近，高于 2018 年同期水平。销售端，美国地产销售在高利率下同样出现好转。新房销售量去年 6 月开始回升，成屋销售因供给受限表现较差，但同比增速在今年 1 月也开始回升。

房地产价格方面，美国今年房价增速呈现加速回升的态势。今年 1 月，美国 FHFA、房地美房价指数及前 20 城房价环比增速均转为正增长。同比增速上，主要房价指数 4 月份开始触底回升，截至 9 月仍然呈现加速迹象，前 20 座大城市房价同比进一步上升 3.9%，8 月为 2.2%。在供给需求环境偏紧张的条件，美国房价仍可能延续回升。

从地产的基本面来看，紧张的住房市场使地产周期对加息的敏感度降低。金融危机之后，美国住宅投资在强势反弹后便一直处于波动下行态势（2013-2019 年）。当前美国住宅空置率仅为 0.8%，处于近 40 年来的最低水平，美国住宅库存处于近十年来的低位，成屋可供销售约 3 个月，新房约 8 个月。

从利率及金融条件来看，加息的紧缩效应被弱化，缓和了加息对住房市场的冲击。本轮周期美联储加息速度虽快，但高固定利率贷款占比使政策利率传导的效率较低，美国房贷有效利率仍然低于疫情前。美国居民现金购房量上升，也缓和了加息对住房需求的冲击。向后看，美国金融压力最大的时期已经过去，地产韧性仍有延续性。

住房价格是美国 CPI 通胀的主要贡献项，影响通胀中枢水平。截至三季度，CPI 商品同比增速已降至 0% 左右。住房通胀 10 月同比增速达 6.8%，拉动 CPI 同比增速约 2.3 个百分点，对 CPI 整体贡献率达 70%，对服务通胀贡献率达 74%，是美国 CPI 中贡献率最高的分项，因而现阶段美国住房通胀一定程度上决定了 CPI 的中枢水平。

明年通胀大幅反弹风险较低，房价可能延缓明年四季度通胀的下行速度。房价增速领先住房通胀增速 16-18 个月左右，今年上半年以来房价的回升可能在明年四季度影响通胀。全年来看，IMF 预计明年美国 CPI 同比降至 2.7%，美联储预计明年 PCE 同比降至 2.5%，我们预计明年美国 CPI 增速降至 2.5%，通胀仍延续下行，但斜率较今年放缓。

美联储降息决策考察通胀与失业，明年重心或移至经济与金融风险，通胀的影响权重降低。当前美国劳动力市场边际走弱的信号已开始强化，2024 年，薪资增速下行及失业率上行或将延续。劳动力市场走弱或在未来进一步放大居民消费贷款拖欠率上升的问题，但地产韧性或制约降息幅度，不宜对降息决策过于乐观。

海外事件&数据：美国三季度 GDP 上修，PCE 通胀增速放缓

美国三季度 GDP 由 4.9% 上调至 5.2%，消费支出小幅下调 0.4% 至增长 3.6%。非住宅类固定资产投资上调 1.4 个百分点至 1.3%。11 月，美国 ISM 制造业 PMI 录得 46.7，低于市场预期值 47.6，持平前值 47.6，连续第十三个月处于收缩区间。新订单指数 48.3，前值 45.5。生产指数 48.5，前值 50.4。

美国 10 月 PCE 物价指数年率 3.0%，预期 3.0%，前值 3.4%，为 2021 年 4 月以来新低。美国 10 月 PCE 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。美国 10 月核心 PCE 物价指数年率 3.5%，预期 3.5%，前值 3.7%，为 2021 年 5 月以来新低。美国 10 月核心 PCE 物价指数月率 0.2%，预期 0.2%，前值 0.3%。

美国 9 月 S&P/CS20 座大城市房价指数同比上升 3.9%，预期 4%，前值 2.2%。美国 10 月新屋销售年化 67.9 万户，预期 72.3 万户，前值 71.9 万户。截至 11 月 30 日，美国 30 年期抵押贷款利率为 7.2%，较 9 月底的 7.3% 下降 10BP。15 年期抵押贷款利率为 6.6%，较 9 月底的 6.7% 下降 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：降息的阻力——美国地产周期与再通胀风险.....	4
（一）美国 2023 年地产周期韧性较强，高利率环境下供需两侧均改善.....	4
（二）低空置率、弱传导效应使地产周期企稳仍具有韧性.....	5
（三）地产-通胀不构成明年降息阻力，但地产韧性或制约降息幅度.....	7
二、海外基本面&重要事件.....	10
（一）货币与财政：市场定价美联储降息时间点提前至明年 3 月.....	10
（二）生产与就业：美国 PMI 连续 13 个月萎缩.....	12
（三）消费与出行：美国黑五购物季消费低于去年同期.....	13
（四）通胀与能源：美国 PCE 通胀回落.....	14
（五）地产与信贷：美国房价增速回升.....	15
风险提示.....	16

图表目录

图表 1：美国营建许可及新屋开工韧性较强.....	4
图表 2：美国住宅建造支出上升.....	4
图表 3：美国新房销售量年初开始回升.....	4
图表 4：成屋与新房销售增速在高利率下均上升.....	4
图表 5：美国成屋销售增速回升.....	5
图表 6：美国新房销售增速回升.....	5
图表 7：美国房价同比增速触底回升.....	5
图表 8：美国房价环比增速年初转正.....	5
图表 9：美国住宅市场空置率处于近四十年低位.....	6
图表 10：美国住宅库存处于近十年低位.....	6
图表 11：美国成屋可供应月数低于 4 个月.....	6
图表 12：低空置率能缓解加息对地产投资的冲击.....	6
图表 13：美国本轮加息速度更快.....	6
图表 14：美国固定利率抵押贷款占比更高.....	6
图表 15：加息以来美国居民房贷有效利率上升缓慢.....	7
图表 16：加息以来，美国居民现金购房量上升.....	7
图表 17：金融压力最大的时期已经过去.....	7
图表 18：银行贷款标准与住宅投资.....	7
图表 19：住房通胀对当前美国 CPI 的拉动率最大.....	8
图表 20：住房通胀影响美国 CPI 增速的中枢水平.....	8
图表 21：服务通胀中，住房项占比最大.....	8
图表 22：PCE 通胀中，住房及服务是主要贡献项.....	8
图表 23：房价对 CPI 的影响存在滞后性.....	8
图表 24：租金通胀滞后于房价 16-18 个月.....	8
图表 25：明年美国 CPI 同比增速预计为 2.5%.....	9

图表 26: 明年 PCE 同比预计降至 2.5%	9
图表 27: 2023 年 7 月以来, 美国失业率持续上升	9
图表 28: 失业率走势显示, 美国经济或已跨国周期顶点	9
图表 29: 美国信用卡拖欠率 (分年龄段)	9
图表 30: 美国 CMBS 逾期率	9
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 12 月 1 日, 美联储加息概率	12
图表 35: OIS 隐含 FFR 利率	12
图表 36: 美国三季度 GDP 上修至 5.2%, 初值 4.9%	12
图表 37: 美国 11 月制造业 PMI 处于收缩区间	13
图表 38: 美国 11 月 25 日当周初请失业 22 万人	13
图表 39: 美国 11 月 20 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%, 前值 3.1%	13
图表 41: 美国红皮书零售增速弱于季节性	13
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 10 月外出用餐人数同比回落	14
图表 45: 美国 TSA 安检人数小幅回落	14
图表 46: 美国 PCE 通胀分项增速	15
图表 47: WTI 原油价格回落	15
图表 48: 欧洲天然气价格回落	15
图表 49: 美国 9 月房价增速回升	16
图表 50: 美国 10 月新房销售回落	16
图表 51: 美国 30 年期抵押贷款利率降至 7.2%	16
图表 52: 美国二手房挂牌价增速有所反弹	16

随着四季度美国经济走弱的迹象不断显现，市场开始定价明年美联储的降息预期。现阶段美国去通胀整体虽顺利，但地产市场表现韧性，使得住宅通胀依然顽固，明年降息阻力有多大，是否需要担心地产引发的再通胀风险？

一、热点思考：降息的阻力——美国地产周期与再通胀风险

（一）美国 2023 年地产周期韧性较强，高利率环境下供需两侧均改善

本轮加息周期以来，美国地产市场韧性较强。从供给侧看，美国地产营建许可 2023 年 1 月后触底抬升，相比去年末已增长 10% 以上；新屋开工量维持在 140 万套附近，高于 2018 年同期水平。美国住宅建造支出 2023 年 4 月开始回升，同比增速 10 月份回正，私人建造支出总体增速 10 月升至 10%，地产供给端在高利率环境下保持了较强的韧性。

图表1：美国营建许可及新屋开工韧性较强



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表2：美国住宅建造支出上升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

从销售端来看，美国地产销售在高利率下同样出现好转。新房销售量去年 6 月开始回升，成屋销售因供给量受限表现较差，但同比增速在今年 1 月也开始回升。从区域上看，各地区销售增速均有好转。美国地产销售市场中，南部地区占比约 45%，东北地区 12%，中西部 23%、西海岸 19%。南部地区新房销售增速由 1 月的 -9% 回升至 10 月的 19%，东北地区 10 月增速为 10%，中西部为 9%，西部地区新房销售同比升至 19%，均好于去年底。

图表3：美国新房销售量年初开始回升



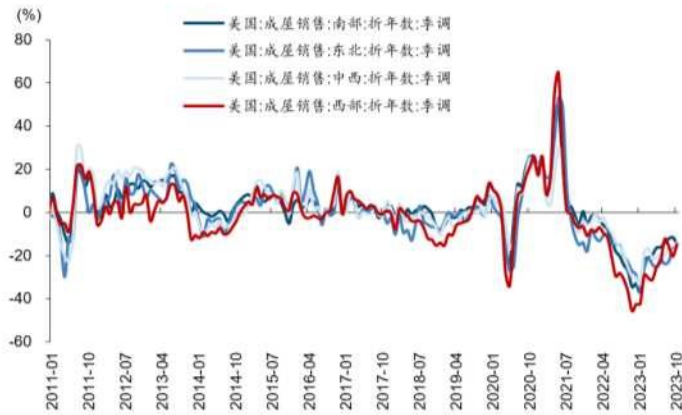
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表4：成屋与新房销售增速在高利率下均上升



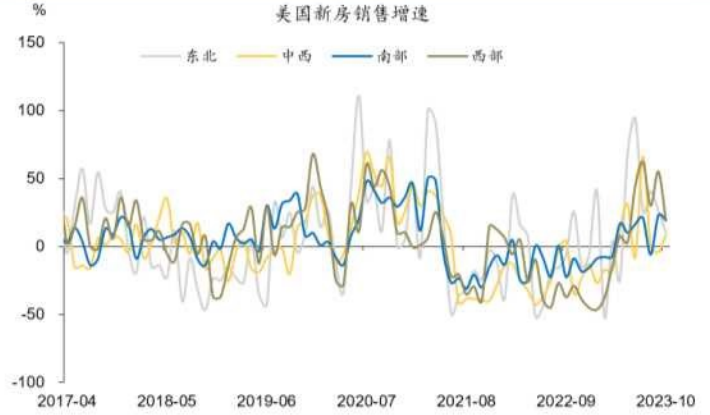
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表5: 美国成屋销售增速回升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表6: 美国新房销售增速回升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

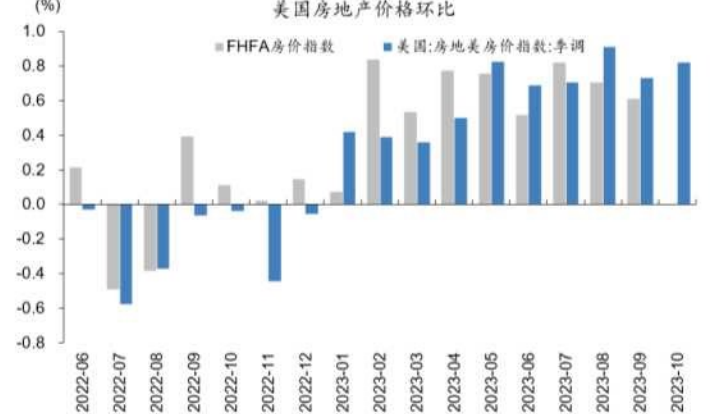
房地产价格方面, 美国今年房价增速呈现加速回升的迹象。今年1月, 美国 FHFA、房地美房价指数及前20城房价环比增速均转为正增长, 且截至下半年, 环比增速仍有加速迹象。同比增速上, 包括 FHFA、房地美在内的主要房价指数4月份开始触底回升, 截至9月仍然呈现加速迹象, 前20座大城市房价同比进一步上升3.9%, 8月为2.2%。在供给需求环境偏紧张的环境下, 美国房价仍可能延续回升。

图表7: 美国房价同比增速触底回升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表8: 美国房价环比增速年初转正



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 低空置率、弱传导效应使地产周期企稳仍具有韧性

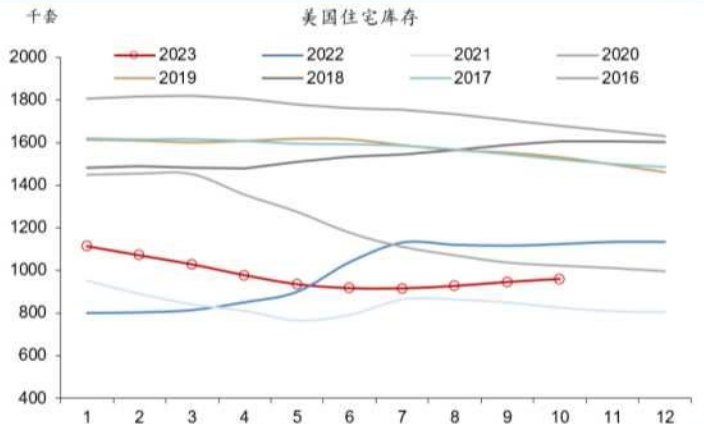
从地产的供需基本面来看, 美国住房市场仍处于高度紧张状态。金融危机之后, 美国住宅投资在强势反弹后便一直处于波动下行态势(2013-2019年), 2019年底新房开工套数仅回升到2005年高点时的65%。当前美国住宅空置率仅为0.8%, 处于近40年来的最低水平, 美国住宅库存处于近十年来的低位, 成屋可供销售约3个月, 新房约8个月, 紧张的住房市场使地产周期一定程度上降低了加息的敏感度。

图表9: 美国住宅市场空置率处于近四十年低位



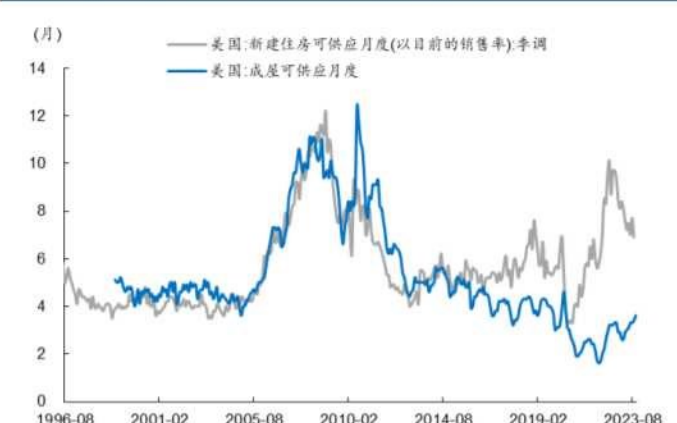
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表10: 美国住宅库存处于近十年低位



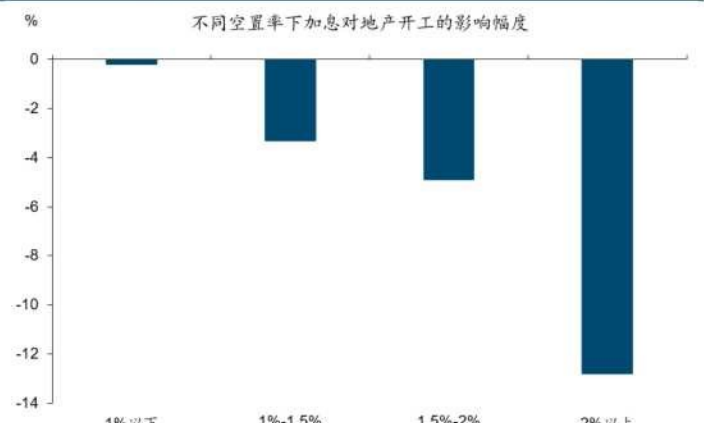
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表11: 美国成屋可供应月数低于4个月



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

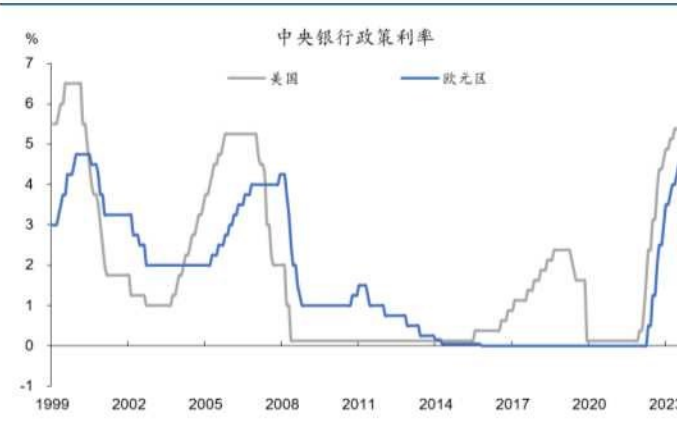
图表12: 低空置率能缓解加息对地产投资的冲击



来源: GS, 国金证券研究所

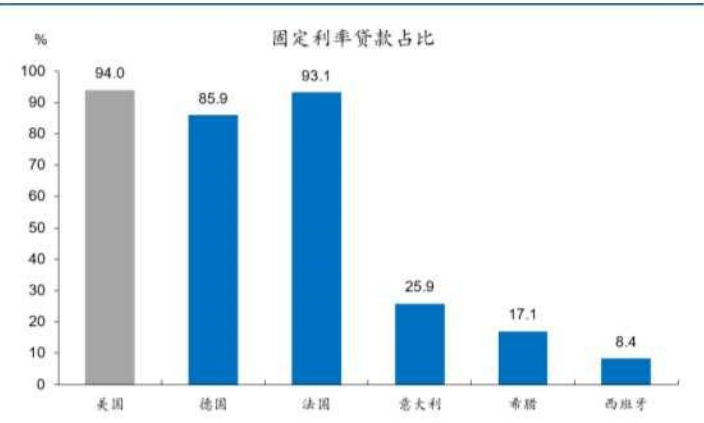
利率传导缓慢,有效利率仍未明显抬升,缓和了加息对住房市场的冲击。本轮周期美联储加息速度虽快,但政策利率传导的效率较低,美国房贷有效利率仍然低于疫情前。疫情期间,美联储实施了零利率政策,大量人群以较低的按揭贷款利率购买房屋,从而锁定了低利率。2020年Q1到2022年Q1,美国净增加了220万新屋主,自有住房比例提高了0.1个百分点,达到65.4%。截至2022年四季度,92%房主的抵押贷款利率低于6%,80%低于5%,高固定利率贷款占比使美国有房贷有效利率的抬升速度明显弱于欧洲。另一方面,美国居民现金购房量上升,也缓和了加息对住房需求的冲击。

图表13: 美国本轮加息速度更快



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

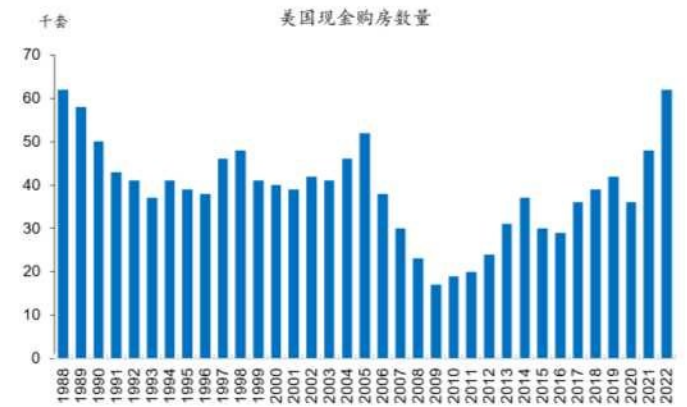
图表14: 美国固定利率抵押贷款占比更高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表15: 加息以来美国居民房贷有效利率上升缓慢

图表16: 加息以来, 美国居民现金购房量上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

向后看, 美国金融压力最大的时期已经过去, 地产韧性仍有延续性。2023年3月SVB破产冲击后, 美国金融压力指数冲高回落, 由紧缩转向宽松。3季度, 在美债利率快速上行、美元升值和美股回调期间, OFR 再度小幅上行, 但幅度有限。美国商业银行高级信贷官调查的信息显示, 2023年2-3季度大企业贷款需求环比走弱的趋势已经放缓, 3季度环比显著改善, 需求下行幅度收窄了21个百分点(从-51.6%回升至-30.5%)。美联储金融状况指数(FCI-G)也显示, 综合信用条件最紧张的时期已经过去, 有助于延续地产供需两侧的韧性。

图表17: 金融压力最大的时期已经过去

图表18: 银行贷款标准与住宅投资



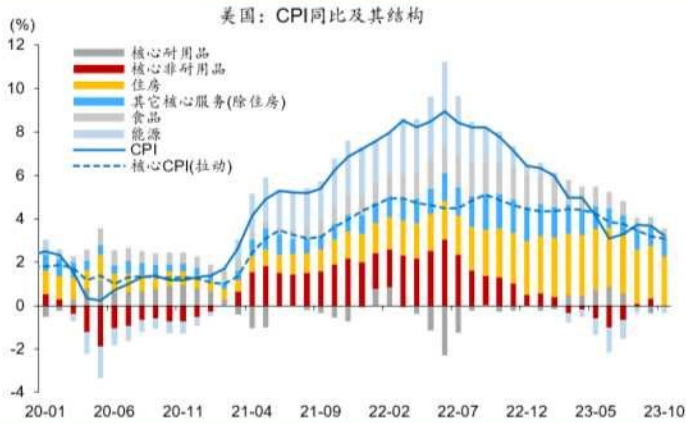
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 租金通胀风险或不足以阻碍美联储降息, 但地产韧性或制约降息的节奏和空间

住房价格是美国 CPI 通胀的主要贡献项, 影响通胀中枢水平。截至今年三季度, 美国商品通胀已处于低位, CPI 商品同比增速已降至 0% 左右, 但服务通胀增速仍然较高。服务通胀中, 住房占比最大。住房通胀 10 月同比增速达 6.8%, 拉动 CPI 同比增速约 2.3 个百分点, 对 CPI 整体贡献率达 70%, 对服务通胀贡献率达 74%, 是美国 CPI 中贡献率最高的分项, 因而现阶段美国住房通胀一定程度上决定了 CPI 的中枢水平。

图表19: 住房通胀对当前美国 CPI 的拉动率最大



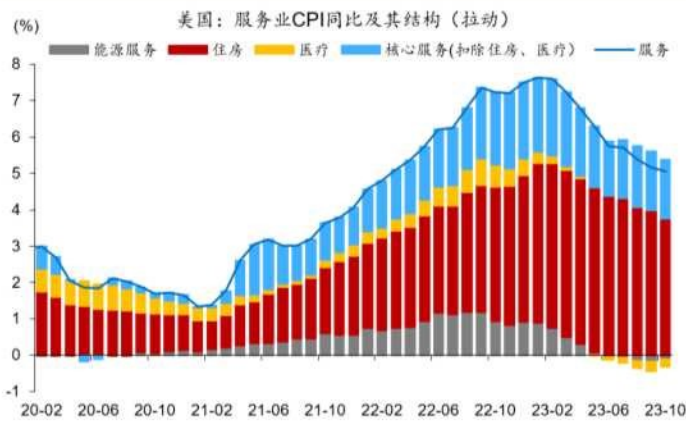
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表20: 住房通胀影响美国 CPI 增速的中枢水平



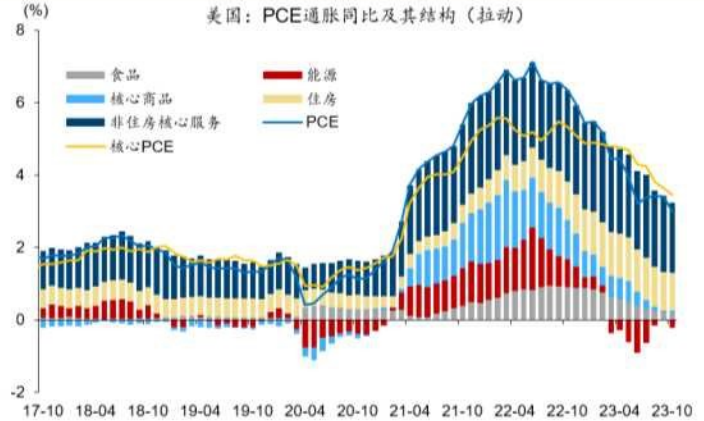
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表21: 服务通胀中, 住房项占比最大



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表22: PCE 通胀中, 住房及服务是主要贡献项



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

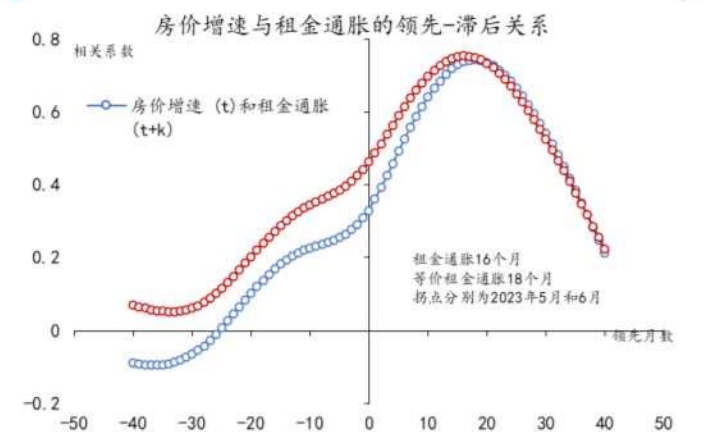
房价韧性对明年上半年通胀影响较低, 但可能延缓明年四季度通胀的下行速度, 明年全年 CPI 增速预计降至 2.5% 左右, 通胀大幅反弹风险较低。地产销售增速领先房价增速 6 个月左右, 房价增速领先住房通胀增速 16-18 个月左右, 去年房价回落使当前住房通胀仍处于下降区间, 但今年上半年房价触底回升可能在明年四季度前后影响通胀下行速度。全年来看, IMF 预计明年美国 CPI 同比降至 2.7%, 美联储预计明年 PCE 同比降至 2.5%, 我们预计明年美国 CPI 增速降至 2.5%, 通胀仍延续下行, 但斜率较今年放缓。

图表23: 房价对 CPI 的影响存在滞后性



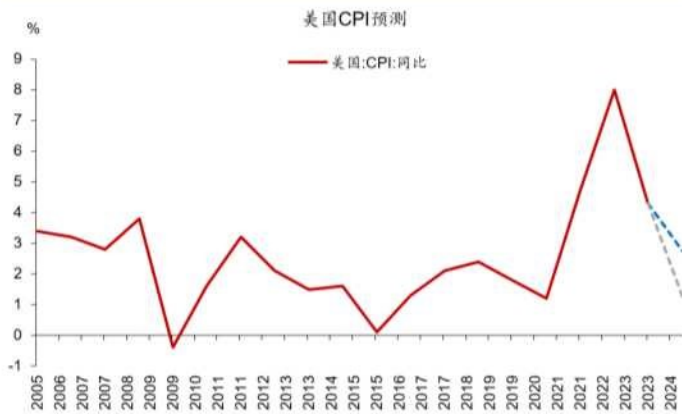
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表24: 租金通胀滞后于房价 16-18 个月



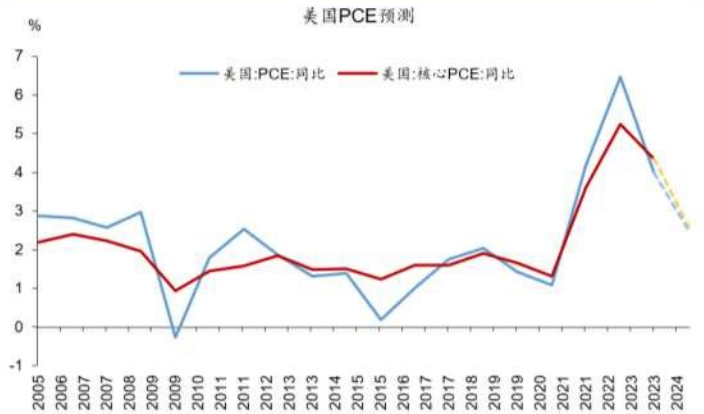
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表25: 明年美国CPI同比增速预计为2.5%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表26: 明年PCE同比预计降至2.5%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

美联储降息决策考察通胀与失业，明年重心或移至经济与金融风险，通胀的影响权重降低，但地产韧性或制约降息幅度，不宜对降息时点及幅度过于乐观。当前美国劳动力市场边际走弱的信号已开始强化，2024年，薪资增速下行及失业率上行或将延续。劳动力市场走弱或在未来进一步放大居民消费贷款拖欠率上升的问题。美国商业地产也面临着压力测试，办公楼逾期率上升较快。在通胀下行趋势未变的情况下，明年降息决策更多地取决于经济与金融风险，但地产韧性或制约降息幅度，不宜对降息决策过于乐观。

图表27: 2023年7月以来，美国失业率持续上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表28: 失业率走势显示，美国经济或已跨国周期顶点



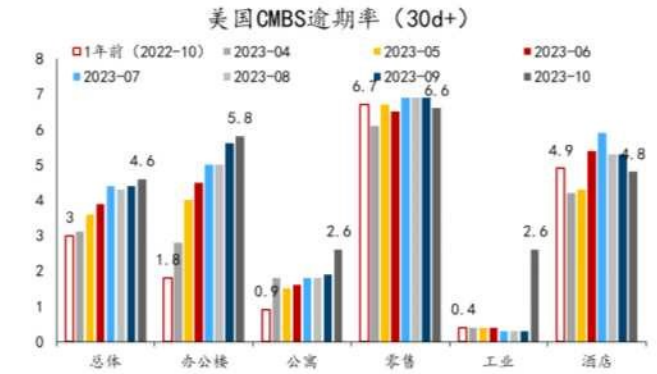
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表29: 美国信用卡拖欠率(分年龄段)



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

图表30: 美国CMBS逾期率



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

经过研究，本文发现：

- (1) 本轮加息周期以来，美国地产市场韧性较强。供给侧，美国地产营建许可2023年1月后触底抬升，相比去年末已增长10%以上；新屋开工量维持在140万套附近，高于2018年同期水平。销售端，美国地产销售在高利率下同样出现好转。新房销售量去年6月开始回升，成屋销售因供给受限表现较差，但同比增速在今年1月也开始回升。
- (2) 房地产价格方面，美国今年房价增速呈现加速回升的迹象。今年1月，美国FHFA、房地美房价指数及前20城房价环比增速均转为正增长。同比增速上，主要房价指数4月份开始触底回升，截至9月仍然呈现加速迹象，前20座大城市房价同比进一步上升3.9%，8月为2.2%。在供给需求环境偏紧张的环境下，美国房价仍可能延续回升。
- (3) 从地产的基本面来看，紧张的住房市场使地产周期对加息的敏感度降低。金融危机之后，美国住宅投资在强势反弹后便一直处于波动下行态势（2013-2019年）。当前美国住宅空置率仅为0.8%，处于近40年来的最低水平，美国住宅库存处于近十年来的低位，成屋可供销售约3个月，新房约8个月。
- (4) 从利率及金融条件来看，利率传导缓慢，缓和了加息对住房市场的冲击。本轮周期美联储加息速度虽快，但高固定利率贷款占比使政策利率传导的效率较低，美国房贷有效利率仍然低于疫情前。美国居民现金购房量上升，也缓和了加息对住房需求的冲击。向后看，美国金融压力最大的时期已经过去，地产韧性仍有延续性。
- (5) 住房价格是美国CPI通胀的主要贡献项，影响通胀中枢水平。截至三季度，CPI商品同比增速已降至0%左右。住房通胀10月同比增速达6.8%，拉动CPI同比增速约2.3个百分点，对CPI整体贡献率达70%，对服务通胀贡献率达74%，是美国CPI中贡献率最高的分项，因而现阶段美国住房通胀一定程度上决定了CPI的中枢水平。
- (6) 明年通胀大幅反弹风险较低，房价可能延缓明年四季度通胀的下行速度。房价增速领先住房通胀增速16-18个月左右，今年上半年以来房价的回升可能在明年四季度影响通胀。全年来看，IMF预计明年美国CPI同比降至2.7%，美联储预计明年PCE同比降至2.5%，我们预计明年美国CPI增速降至2.5%，通胀仍延续下行，但斜率较今年放缓。
- (7) 美联储降息决策考察通胀与失业，明年重心或移至经济与金融风险，通胀的影响权重降低。当前美国劳动力市场边际走弱的信号已开始强化，2024年，薪资增速下行及失业率上行或将延续。劳动力市场走弱或在未来进一步放大居民消费贷款拖欠率上升的问题，但地产韧性或制约降息幅度，不宜对降息决策过于乐观。

二、海外基本面&重要事件

（一）货币与财政：市场定价美联储降息时间点提前至明年3月

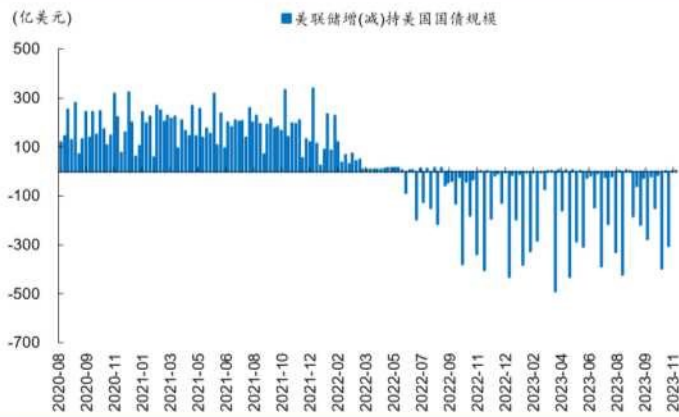
11月29日当周，美联储总资产规模下降，美联储BTFP工具使用量持平上周。负债端，逆回购规模下降，准备金规模降低，TGA存款上升610亿美元。货币市场基金规模上升730亿美元。11月22日当周，美国商业银行存款下降490亿，大型银行存款下降440亿美元。截至12月1日，CME FEDWATCH显示，本周GDP、PMI数据公布后，市场定价美联储降息时间点由上周的明年5月提前至明年3月。

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	11-29	11-22	11-15	11-08	11-01	10-25	10-18
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↓ -15	7796.1	7810.8	7815.0	7860.7	7866.7	7907.8	7933.2
	其他贷款	十亿美元	↓ -1	153.9	154.5	154.6	154.7	163.2	165.0	169.6
	一级信贷	十亿美元	↓ 0	2.2	2.4	2.2	2.2	3.0	3.2	3.0
	银行定期融资计划	十亿美元	↓ 0	113.9	114.1	112.9	112.9	109.1	109.1	108.8
	其他信贷工具	十亿美元	↓ 0	33.9	33.9	35.2	35.2	46.8	48.3	53.2
	逆回购	十亿美元	↓ -18	1254.2	1271.7	1268.0	1343.9	1396.5	1403.1	1448.9
	准备金	十亿美元	↓ -60	3395.4	3455.1	3483.3	3360.4	3314.6	3264.0	3250.2
	TGA	十亿美元	↑ 61	753.6	693.0	670.0	763.5	753.0	847.7	841.1
	商业银行									
	现金	十亿美元	↓ -33		3524.5	3557.6	3438.0	3400.6	3349.8	3330.3
	消费贷	十亿美元	↑ 7		1909.3	1902.7	1902.8	1907.0	1911.3	1901.2
	住房贷款	十亿美元	↑ 3		2571.6	2569.1	2571.1	2568.8	2565.9	2563.8
	商业地产贷款	十亿美元	↑ 1		2954.5	2953.9	2951.9	2949.9	2946.0	2945.0
	工商业贷款	十亿美元	↑ 30		2764.5	2735.0	2738.4	2753.4	2742.7	2750.7
存款	十亿美元	↓ -49		17363.6	17412.5	17312.7	17354.5	17198.2	17221.9	
大银行存款	十亿美元	↓ -44		10771.3	10815.6	10741.6	10804.3	10662.4	10691.7	
小银行存款	十亿美元	↓ -16		5296.6	5312.9	5304.3	5299.7	5271.6	5276.9	
货币市场基金	十亿美元	↑ 73	5836.1	5763.1	5734.0	5712.1	5695.2	5632.5	5607.6	
流动性价格型指标	隔夜融资市场									
	SOFR-IORB	BP	↓ 0.0	-9.0	-9.0	-8.0	-8.0	-8.0	-10.0	-10.0
	EFFR-IORB	BP	↓ 0.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0
	美元融资市场									
	TED利差	BP	↑ 8.7	18.9	10.1	10.1	9.1	8.4	5.9	6.7
	票据与信用债市场									
	Master企业债利差	BP	↓ -4.0	111.0	115.0	122.0	128.0	133.0	130.0	129.0
	票据利差	BP	↑ 21.0	38.0	17.0	2.0	8.0	19.0	0.0	5.0
离岸市场										
欧元兑美元互换基差	BP	↑ 0.3	-14.4	-14.6	-17.9	-18.8	-23.8	-24.3	-26.1	
日元兑美元互换基差	BP	↑ 2.6	-43.1	-45.8	-49.6	-52.4	-60.5	-58.8	-59.8	

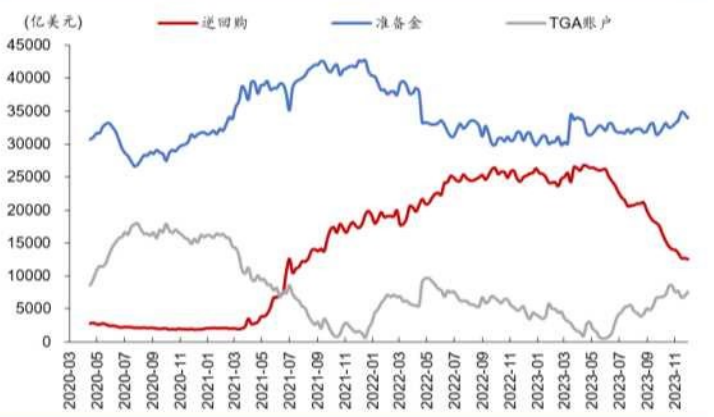
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

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



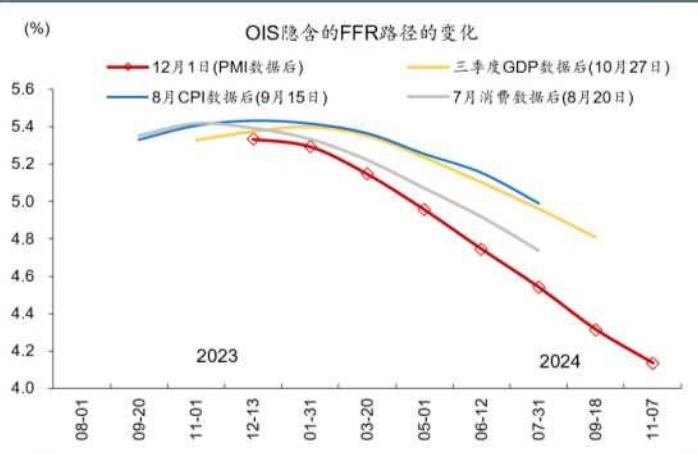
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表34: 截至12月1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	1	1	0	0	0	0	0	0
525-550	90	98	100	99	85	36	11	2	0	0	0
500-525	10	0	0	0	14	55	42	15	4	1	0
475-500	0	0	0	0	0	8	42	42	20	7	3
450-475	0	0	0	0	0	0	6	37	41	24	13
425-450	0	0	0	0	0	0	0	5	31	39	29
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	4	26	34
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	18
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
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35: OIS 隐含FFR利率



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 生产与就业: 美国PMI连续13个月萎缩

美国三季度GDP由4.9%上调至5.2%，消费支出小幅下调0.4%至增长3.6%。非住宅类固定资产投资上调1.4个百分点至1.3%。11月，美国ISM制造业PMI录得46.7，低于市场预期值47.6，持平前值47.6，连续第十三个月处于收缩区间。新订单指数48.3，前值45.5。生产指数48.5，前值50.4。

11月25日当周美国初请失业金人数22万人，前值21万人，续请失业人数193万人，前值184万人。11月20日当周美国新增职位数量27万，前值205万；活跃职位数量1929万，前值2107万。新增制造业职位177万个，前值187万。

图表36: 美国三季度GDP上修至5.2%，初值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	↑ 3.1	5.2	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	↑ 2.8	3.6	0.8	3.8	1.2	1.6	2.0	0.0	4.0	2.8	13.6	8.9
商品消费	↑ 4.2	4.7	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	↑ 7.1	6.8	-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	↑ 2.6	3.5	0.9	0.5	0.5	-1.6	0.0	-2.7	2.6	1.1	14.8	10.1
服务消费	↑ 2.0	3.0	1.0	3.1	1.8	2.8	3.2	0.6	3.2	9.3	13.0	5.1
私人投资	↑ 5.3	10.5	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	↓ -6.1	1.3	7.4	5.7	1.7	4.7	5.3	10.7	2.7	-1.3	9.7	8.9
建筑投资	↓ -9.2	6.9	16.1	30.3	6.5	-1.3	-0.5	-1.2	-7.7	-4.1	1.0	7.8
设备投资	↓ -11.2	-3.5	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	2.8	2.7	3.8	6.1	7.1	8.7	11.4	9.1	7.1	13.6	16.9
住宅投资	↑ 8.4	6.2	-2.2	-5.3	-24.9	-26.4	-14.1	-1.8	-0.5	-2.7	-4.4	9.8
出口	↑ 15.3	6.0	-9.3	6.8	-3.5	16.2	10.6	-4.6	24.2	1.5	2.0	0.9
进口	↑ 12.8	5.2	-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	↑ 2.2	5.5	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37: 美国 11 月制造业 PMI 处于收缩区间

PMI项目	月度变化	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11
ISM:制造业PMI	↓ 0.0	46.7	46.7	49.0	47.6	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0
新订单	↑ 2.8	48.3	45.5	49.2	46.8	47.3	45.6	42.6	45.7	44.3	47.0	42.5	45.1	46.8
新出口订单	↓ -3.4	46.0	49.4	47.4	46.5	46.2	47.3	50.0	49.8	47.6	49.9	49.4	46.2	48.4
库存订单	↓ -2.9	39.3	42.2	42.4	44.1	42.8	38.7	37.5	43.1	43.9	45.1	43.4	41.4	40.0
生产	↓ -1.9	48.5	50.4	52.5	50.0	48.3	46.7	51.1	48.9	47.8	47.3	48.0	48.6	50.9
就业	↓ -1.0	45.8	46.8	51.2	48.5	44.4	48.1	51.4	50.2	46.9	49.1	50.6	50.8	48.9
供应商交付	↓ -1.5	46.2	47.7	46.4	48.6	46.1	45.7	43.5	44.6	44.8	45.2	45.6	45.1	47.2
自有库存	↑ 1.5	44.8	43.3	45.8	44.0	46.1	44.0	45.8	46.3	47.5	50.1	50.2	52.3	51.1
客户库存	↑ 2.2	50.8	48.6	47.1	48.7	48.7	46.2	51.4	51.3	48.9	46.9	47.4	48.2	48.7
物价	↑ 4.8	49.9	45.1	43.8	48.4	42.6	41.8	44.2	53.2	49.2	51.3	44.5	39.4	43.0
进口	↓ -1.7	46.2	47.9	48.2	48.0	49.6	49.3	47.3	49.9	47.9	49.9	47.8	45.1	46.6

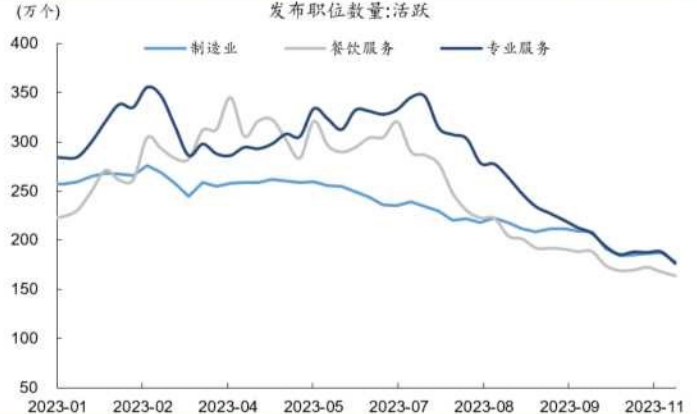
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表38: 美国 11 月 25 日当周初请失业 22 万人



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表39: 美国 11 月 20 日当周新增职位数量下降

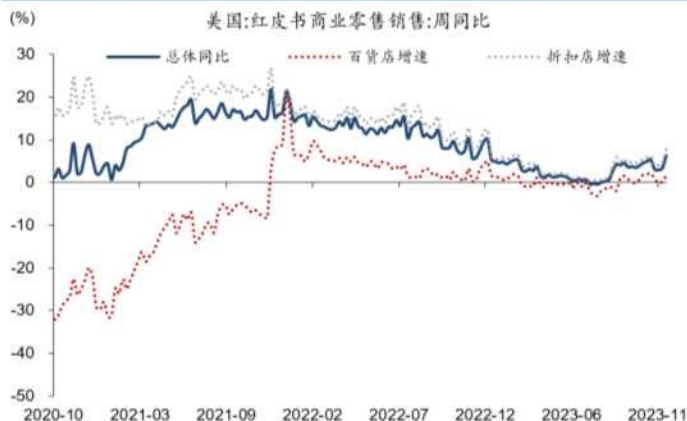


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 消费与出行: 美国黑五购物季红皮书消费低于去年同期

11月24日开始, 美国迎来感恩节、黑色星期五购物季, 消费增速上升, 但红皮书消费表现低于去年同期。11月25日当周, 美国红皮书零售增速6.3%, 前值3.4%, 其中百货店增速1.5%, 前值0.2%, 折扣店增速7.9%, 前值4.5%。德国外出用餐人数11月14日当周同比0.5%, 美国-4%, 纽约拥堵指数回落, 美国TSA安检人数小幅回落。

图表40: 美国红皮书零售同比 3%, 前值 3.1%



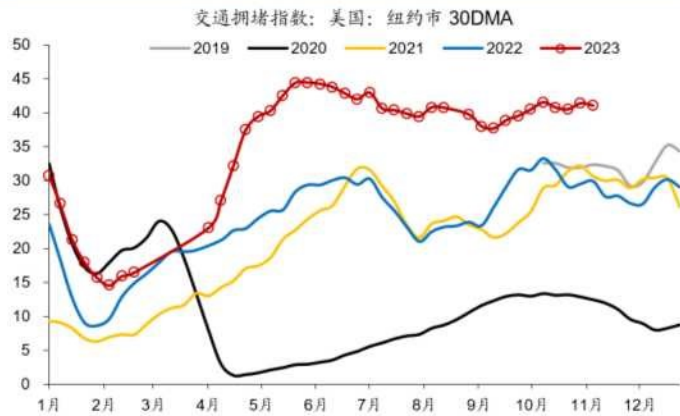
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表41: 美国红皮书零售增速弱于季节性



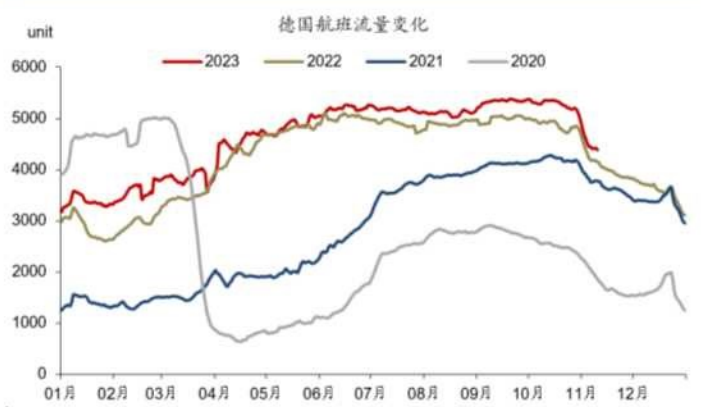
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表42: 美国纽约交通拥堵情况回落



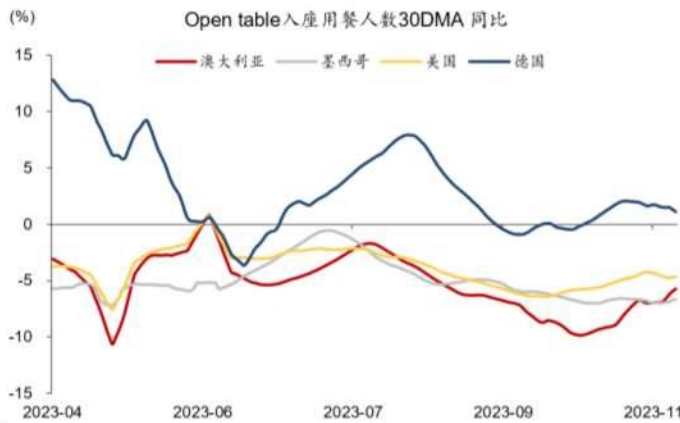
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

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10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安检人数小幅回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(四) 通胀与能源: 美国PCE通胀回落

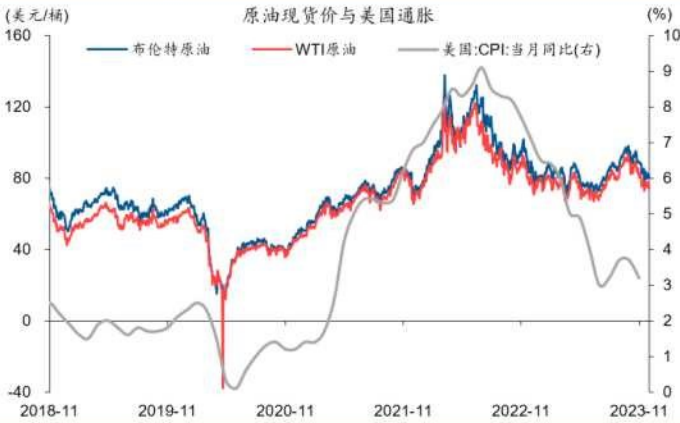
美国10月PCE物价指数年率3.0%，预期3.0%，前值3.4%，为2021年4月以来新低。美国10月PCE物价指数月率0.0%，预期0.1%，前值0.4%，为2022年8月以来新低。美国10月核心PCE物价指数年率3.5%，预期3.5%，前值3.7%，为2021年5月以来新低。美国10月核心PCE物价指数月率0.2%，预期0.2%，前值0.3%。

图表46: 美国 PCE 通胀分项增速

PCE 分项	项目	权重 (%)	季调 同比 (%)					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	PCE 价格指数 (PCEPI)	100.0	3.0	3.4	3.4	3.4	3.2	4.0	0.0	0.4	0.4	0.2	0.2	0.1
核心	核心 PCE 价格指数 (不包括食品和能源)	88.1	3.5	3.7	3.8	4.3	4.3	4.7	0.2	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3
I_核心	核心商品 (不包括食品和能源)	22.9	0.3	0.2	0.5	1.1	1.7	2.4	0.0	-0.1	0.0	-0.5	-0.2	0.4
I_核心	核心服务 (不包括能源)	65.2	4.6	4.9	5.0	5.4	5.2	5.5	0.2	0.5	0.2	0.4	0.3	0.3
I	商品	33.2	0.2	0.9	0.7	-0.2	-0.4	1.2	-0.3	0.2	0.8	-0.3	-0.1	-0.1
II	耐用消费品 (DG)	11.7	-2.2	-2.3	-1.9	-1.0	-0.5	0.4	-0.3	-0.1	-0.3	-0.7	-0.4	0.2
III	DG: 机动车和零部件	4.0	-1.5	-1.4	-0.4	0.4	1.1	1.7	-0.4	-0.8	-0.2	-0.6	-0.2	1.3
III	DG: 家具及家用设备	2.5	-2.2	-2.7	-2.1	-1.7	-1.1	-0.5	-0.2	-0.4	0.2	-0.2	-0.3	-0.6
III	DG: 休闲商品和汽车	3.7	-4.3	-4.3	-5.0	-3.6	-3.4	-1.8	-0.4	1.2	-0.8	-1.2	-0.8	-0.2
III	DG: 其他耐用用品	1.4	1.4	0.6	2.4	3.1	3.3	3.4	0.2	-0.8	-0.5	-0.4	0.2	0.0
II	非耐用用品 (NDG)	21.5	1.6	2.7	2.1	0.2	-0.3	1.6	-0.3	0.3	1.4	0.0	0.1	-0.3
III	NG: 为场外消费购买的食品和饮料	7.7	2.4	2.7	3.1	3.7	4.7	5.9	0.2	0.3	0.3	0.2	-0.1	0.2
III	NG: 服装和鞋类	2.8	2.5	2.4	2.9	2.9	2.8	3.2	0.0	-0.6	0.3	0.0	0.3	0.4
III	NG: 汽油及其他能源货物	2.6	-6.5	2.1	-4.1	-19.8	-26.3	-20.1	-4.6	2.4	10.2	0.2	0.7	-5.5
III	NG: 其他非耐用用品	8.5	3.1	3.0	3.1	3.6	4.5	5.2	0.5	0.0	0.3	-0.3	0.0	0.5
I	服务业	66.8	4.4	4.7	4.8	5.2	5.1	5.4	0.2	0.5	0.2	0.4	0.3	0.2
II	家庭消费支出 (HC)	63.9	4.4	4.6	4.7	5.1	4.9	5.3	0.3	0.5	0.2	0.4	0.3	0.2
III	HC: 住房和公用事业	17.7	5.9	6.0	6.3	6.8	7.0	7.5	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
IV	房屋	15.4	6.9	7.2	7.4	7.7	7.9	8.2	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
IV	家庭公用事业	2.4	-0.1	-0.9	-0.3	0.9	1.1	3.0	0.4	0.5	0.3	0.0	0.4	-0.7
III	HC: 医疗保健	16.2	2.6	2.3	2.3	2.4	2.2	2.8	0.5	0.2	0.1	0.4	0.1	0.2
III	HC: 交通	3.3	4.7	5.0	5.3	6.7	4.7	6.9	0.8	1.4	-0.6	1.0	-0.4	0.0
III	HC: 娱乐	3.8	5.4	5.9	5.3	5.1	4.9	5.0	0.2	0.6	0.2	0.7	0.5	-0.3
III	HC: 餐饮业和住宿	7.4	4.7	6.0	5.7	6.6	6.8	7.0	0.0	0.8	-0.2	0.1	0.0	0.7
III	HC: 金融和保险	7.1	4.6	5.1	5.3	5.9	4.1	3.6	-0.4	0.4	0.5	1.2	0.5	-0.3
III	HC: 其他	8.4	3.5	3.7	4.1	4.1	4.8	4.9	0.1	0.0	0.1	-0.2	0.4	0.2
IV	通信公司	1.7	0.6	0.2	0.2	-0.1	-0.3	0.1	-0.2	-0.1	0.1	0.0	-0.6	-0.2
IV	教育服务	1.8	2.2	2.3	2.2	2.6	2.6	2.6	0.1	0.1	0.1	0.3	0.2	0.2
IV	专业及其他服务	1.4	9.7	9.8	8.1	6.5	7.9	8.5	0.2	1.9	1.7	-0.8	0.0	0.6
IV	个人护理和服装服务	1.0	5.6	6.7	10.2	9.7	10.2	10.2	-0.2	-0.5	0.2	0.5	0.8	1.2
IV	社会服务和宗教活动	1.6	4.0	4.2	4.4	4.7	5.1	5.3	0.1	0.5	0.3	0.2	0.2	0.2
IV	家庭日常维护	0.6	5.2	5.8	4.7	6.2	5.6	4.7	0.0	0.6	-1.4	2.0	1.1	-0.6
II	家庭服务型非盈利机构最终消费支出 (NPI SHs)	2.9	5.8	7.2	7.2	8.4	9.5	8.5	-0.8	0.9	0.1	-0.1	0.9	0.8

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表47: WTI 原油价格回落



来源: WIND、国金证券研究所

图表48: 欧洲天然气价格回落

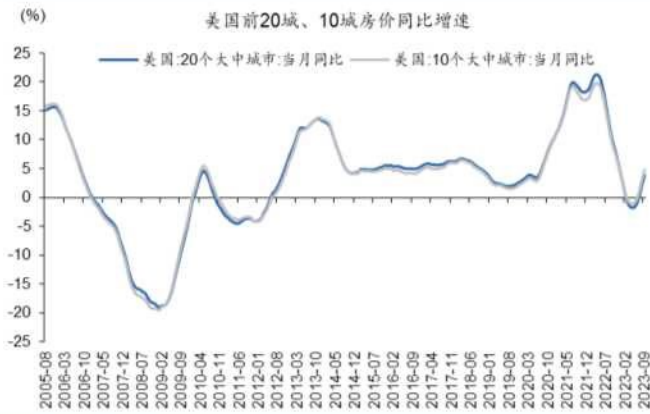


来源: WIND、国金证券研究所

(五) 地产与信贷: 美国房价增速回升

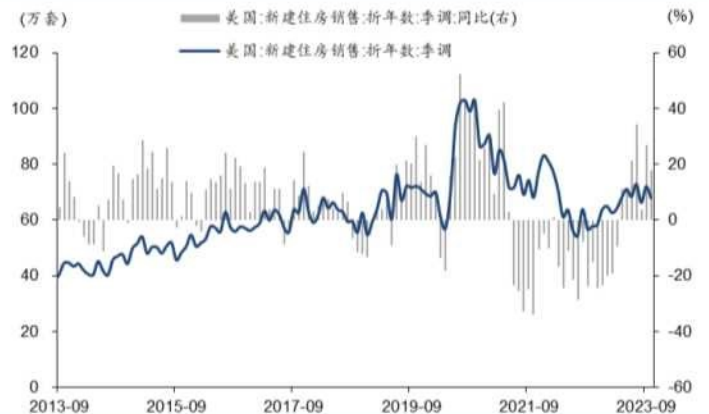
美国 9 月 S&P/CS20 座大城市房价指数同比上升 3.9%，预期 4%，前值 2.2%。美国 10 月新屋销售年化 67.9 万户，预期 72.3 万户，前值 71.9 万户。截至 11 月 30 日，美国 30 年期抵押贷款利率为 7.2%，较 9 月底的 7.3% 下降 10BP。15 年期抵押贷款利率为 6.6%，较 9 月底的 6.7% 下降 10BP。截至 9 月 9 日，美国 REALTOR 二手房挂牌价增速有所反弹。

图表49: 美国9月房价增速回升



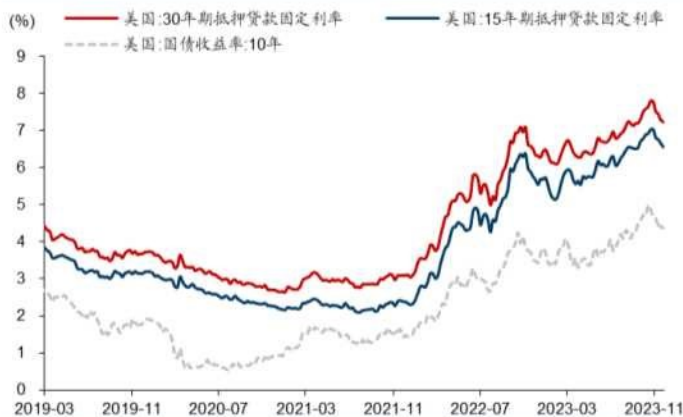
来源: WIND、国金证券研究所

图表50: 美国10月新房销售回落



来源: WIND、国金证券研究所

图表51: 美国30年期抵押贷款利率降至7.2%



来源: WIND、国金证券研究所

图表52: 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