

# 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

## 短板原理：美联储缩表的终点有多远？

关于美联储政策的正常化，2023年的“变量”是利率，2024年或是缩表。随着加息周期的结束和降息周期的临近，以及货币月末流动性紧张“信号”的显现，美联储或提前调整缩表的参数，以防再次出现“回购危机”。

### 短板原理：美联储缩表的终点有多远？

2023年6月美国国会两党达成暂停“债务上限”协议（《财政责任法案》）以来，美国公共债务规模大增。但是，财政融资暂未对货币市场流动性产生显著冲击。一方面，新增债务的期限结构以短期为主（即国库券，bills），逆回购正好充当国库券融资的“蓄水池”；另一方面，财政支出部分分流至准备金，反而优化了货币市场的流动性结构。

但是，2023年底以来，货币市场利率的波动性有所抬升。2023年10-12月底，SOFR连续3个月跳升。其中，11月和12月跳升幅度均接近10bp（从5.31跳升至5.40），导致SOFR-IOER（准备金利率）利差一度从-9bp升至-1bp。月末利差波动性的抬升表明，虽然货币市场整体流动性依然“过剩”（abundant），但已出现“结构性短缺”。

美联储尚未在正式例会中讨论调整缩表事宜，但FOMC票委、达拉斯联储主席罗洛根（Lorie Logan）已经在公开演讲中提示调整缩表参数的计划。“月末流动性压力的出现表明，我们不再处于流动性超级充裕、对所有人都总是供应过剩的状态……因此，考虑到逆回购的快速下降，我认为应该考虑调整一些参数。”

美联储非常规政策的“正常化”分为利率正常化和资产负债表正常化（即缩表）两个部分。经验上，两者启动、暂停或结束的时间经常存在错位，但在多数时间内方向是相同（宽松、中性还是紧缩）的，并且在较长时间内出现反向的可能性较低。2024年可能会出现降息与缩表同步进行的情况，但降息的起点与缩表的终点间隔或较短。

理论和经验上，当准备金从“过剩”状态向“充足”（ample）状态转变时，准备金需求曲线的斜率会从0转变为负值。截止到2024年1月中旬，准备金需求曲线的斜率仍然为0。如上所述，美国货币市场流动性总体依然处于“过剩”状态，但2023年10-12月底利差波动性的抬升表明，流动性存在一定的结构性短缺特征。

我们预计，美联储放缓缩表的时点或位于2024年2季度，结束缩表的时点或位于2024年底-2025年初。操作层面，可能的方式是将每月缩表的上限从950亿美元下调至475亿（减持国债的上限从600亿下调至300亿，机构债/MBS的上限从350亿下调至175亿）——也可能仅仅将国债的上限从600亿下调至300亿（但无本质区别）。

### 海外事件&数据：强零售和强消费者信心、低初请失业金人数后，美联储首次降息的时点推至5月

美国12月零售销售大超预期，主因消费者增加购买汽车，同时零售商提供折扣促进销售。美国12月零售销售录得7098.9亿美元，环比0.6%，预期0.4%，前值由0.3%修正至0.4%；核心零售销售（不含汽车）环比0.4%，预期0.2%，前值0.2%无修正；零售销售（除汽车与汽油）环比0.6%，预期0.3%，前值0.6%。

美国抵押贷款利率继续回落，12月新屋销售继续下滑。截至1月18日，美国30年期抵押贷款利率为6.6%。美国12月新屋开工总数年化146万套，预期142.6，前值152.5。12月营建许可总数149.5万套，预期148，前值146.7。1月NAHB房产市场指数44，预期39，前值37。12月成屋销售总数年化378万套，预期382，前值382。

超预期的零售和消费者信心数据后，市场定价美联储首次降息的时点推至5月。截至1月20日，市场定价美联储1、3月不降息的概率分别为98%、53%。1月17日当周，美联储总资产规模小幅下降，美联储BTFP工具使用量微升。负债端，逆回购规模下降，准备金规模上升，TGA存款上升460亿美元。货币市场基金规模下降140亿美元。

### 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、短板原理：美联储缩表的终点有多远？	4
（一）美国货币市场流动性状况：整体仍然“过剩”，但“结构性短缺”状况已经显现	4
（二）“正常化”的次序：降息在即，缩表的终点还远吗？美联储是否会重启“QE”？	6
（三）缩表的终点：预计 2024 年中开始放缓 QT，2024 年底-2025 年 1 季度结束 QT	7
二、海外基本面&重要事件	9
（一）货币与财政：强零售和消费者信心数据后，FED 第一次可能降息推到了 5 月	9
（二）就业：当周初请失业金人数意外下降	11
（三）消费与出行：美国 12 月零售销售大超预期	11
（四）地产与信贷：美国抵押贷款利率继续回落，12 月新屋销售继续下滑	13
风险提示	15

## 图表目录

图表 1： 暂停“债务上限”后，美债净发行大幅增加	4
图表 2： 美国国债净发行的期限结构	4
图表 3： 美联储资产负债表（资产侧）	4
图表 4： 美联储缩表进度	4
图表 5： 美联储资产负债表（负债侧）	5
图表 6： 美联储负债结构的转换	5
图表 7： 正常化过程中利差波动率的变化	5
图表 8： 2023 年底货币市场利率波动性抬升	5
图表 9： 美联储非常规政策正常化的次序与进程	6
图表 10： 缩表结束后的“有机增长”（规模）	6
图表 11： 缩表结束后的“有机增长”（变化）	6
图表 12： 美联储缩表的进程（持有国债余额）	7
图表 13： 美联储缩表的进程（国债的变化）	7
图表 14： 美联储缩表的进程（持有机构债/MBS 余额）	7
图表 15： 美联储缩表的进程（机构债/MBS 的变化）	7
图表 16： 美联储持有的财政债券到期量	8
图表 17： 美联储持有的机构债/MBS 到期量	8
图表 18： 美联储缩表的路径	8
图表 19： 商业银行准备金水平（相对）	8
图表 20： 商业银行准备金需求曲线的斜率	9

图表 21: 小型商业银行准备金需求曲线的斜率	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 1 月 20 日, 美联储降息概率	11
图表 26: OIS 隐含 FFR 利率	11
图表 27: 美国至 1 月 13 日当周初请失业 18.7 万人	11
图表 28: 美国 1 月 8 日当周新增职位数量下降	11
图表 29: 美国 12 月零售销售分项同比	12
图表 30: 美国 12 月零售销售分项环比	12
图表 31: 美国红皮书零售同比 5.0%, 前值 5.9%	12
图表 32: 美国红皮书零售增速与 2023 年初相似	12
图表 33: 美国纽约地铁载客量 2024 年初基本持平去年初	13
图表 34: 德国航班飞行次数 2024 年初基本持平去年初	13
图表 35: 德国 2024 年 1 月初外出用餐人数同比有所回落	13
图表 36: 美国 TSA 安检人数 2024 年初强于季节性	13
图表 37: 美国 30 年期抵押贷款利率降至 6.6%	14
图表 38: 美国二手房挂牌价增速有所反弹	14
图表 39: 美国 12 月新屋开工总数略低于前值	14
图表 40: 美国 12 月营建许可总数略高于前值	14
图表 41: 美国 1 月房屋建筑商信心继续回升	14
图表 42: 美国 12 月新屋销售继续下滑	14

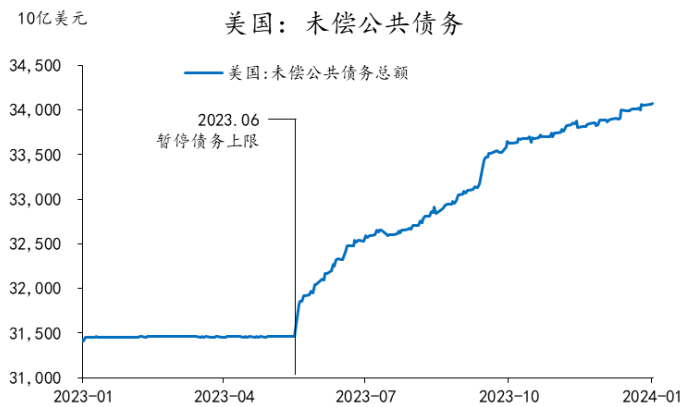
关于美联储政策的正常化，2023年的“变量”是利率，2024年或是缩表。随着加息周期的结束和降息周期的临近，以及货币流动性趋紧“信号”的显现，美联储或调整缩表的参数，以防再次出现“回购危机”。

## 一、短板原理：美联储缩表的终点有多远？

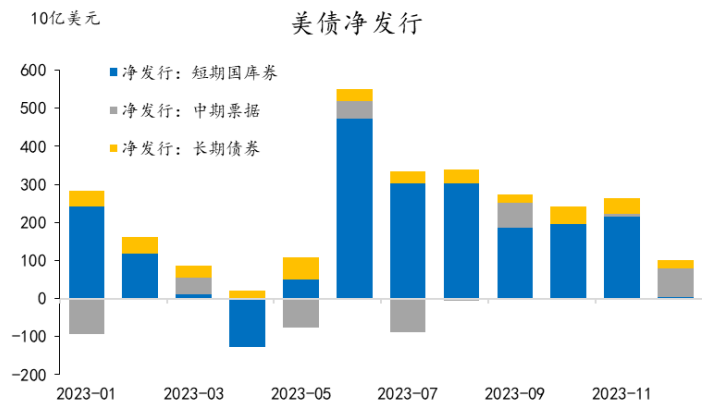
### （一）美国货币市场流动性状况：整体仍然“过剩”，但“结构性短缺”状况已经显现

2023年6月美国国会两党达成暂停“债务上限”协议（《财政责任法案》）以来，美国公共债务规模大增。2023年6月初至今，美国未偿公共债务规模从31.5万亿增加到了34.1万亿，半年左右增加了2.6万亿。但是，财政融资并未（立即）对货币市场流动性产生显著压力。一方面，新增债务的期限结构以短期为主（即国库券，bills），逆回购正好充当国库券融资的“蓄水池”，并未对准备金形成挤占；另一方面，财政融资对流动性的挤占主要体现为财政存款（TGA）规模的增加（约6,000亿），而非2.6万亿，财政支出反而部分分流至准备金，进而优化了货币市场的流动性结构<sup>1</sup>。

图表1：暂停“债务上限”后，美债净发行大幅增加



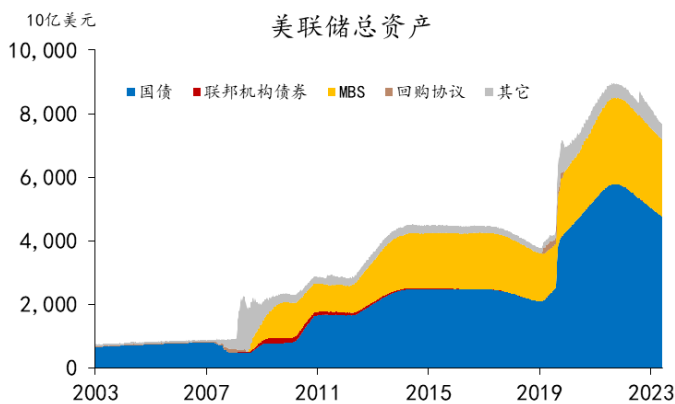
图表2：美国国债净发行的期限结构



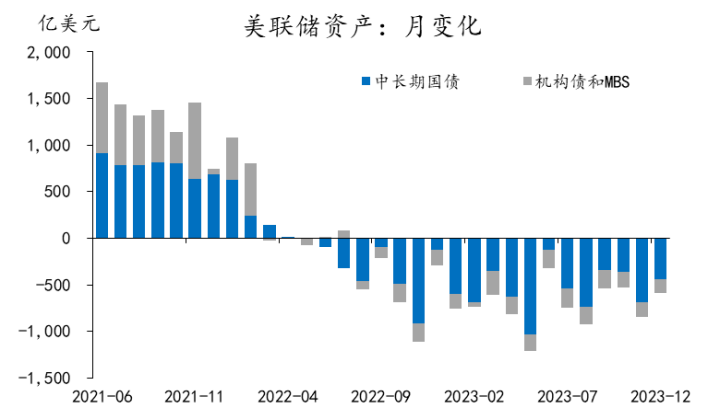
来源：美国财政部、Wind、国金证券研究所

在财政融资过程中，美联储仍在按计划缩表，货币市场流动出现了再分配。截止到2023年底，美联储总资产规模已经下降至7.8万亿美元，相比2022年5月底（缩表前）减少约1.2万亿。其中，持有证券规模从8.5万亿减少至7.2万亿（减少1.3万亿），持有国债规模从5.8万亿减少至4.8万亿（减少1万亿）。

图表3：美联储资产负债表（资产侧）



图表4：美联储缩表进度



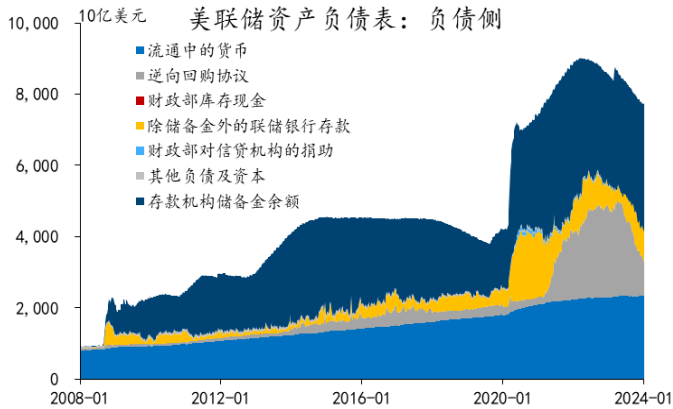
来源：美国财政部、美联储、Wind、国金证券研究所

美联储负债的结构出现了较为明显的转换。TGA从500亿增加到6,500亿，准备金从3.2万亿增加到3.5万亿，逆回购从2.5万亿锐减至1万亿以下——其中，主要表现为国内机构持有的逆回购规模规模的下降（从2023年5月底的2.3万亿下降至2024年1月中旬

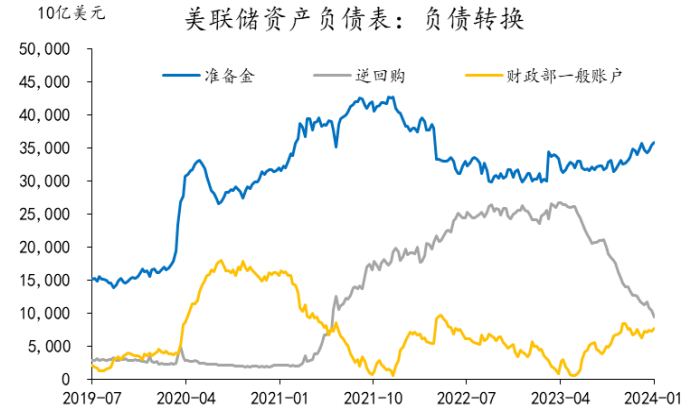
<sup>1</sup> 参考深度报告《流动性的“双重压力”：财政融资、联储缩表与美债期限溢价》（2023年9月5日）。

的 0.6 万亿)。参考 2022 年 9 月至 2024 年 1 月中旬的平均速度 (500 亿/每周)，国内机构持有的逆回购将在 3 个月之后降至零。此后，美联储缩表和财政融资将继续吸收准备金。货币市场流动性压力或趋于显性化。

图表5: 美联储资产负债表 (负债侧)



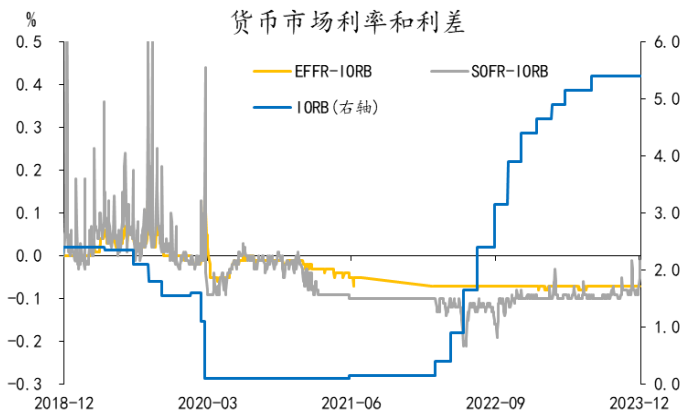
图表6: 美联储负债结构的转换



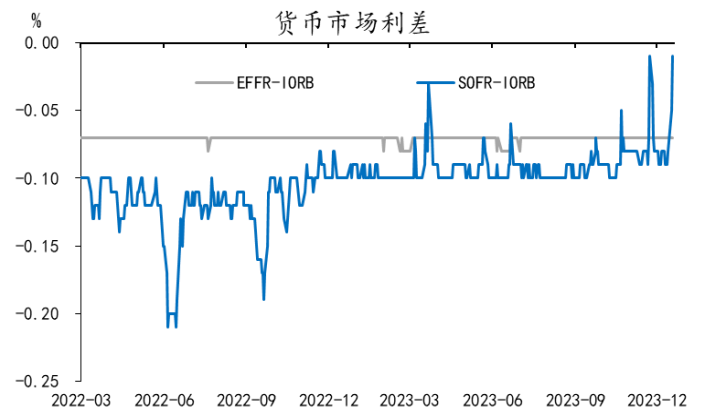
来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

2023 年底以来，货币市场利率的波动性有所抬升，流动性状况开始引发市场关注。2023 年 10 月、11 月和 12 月底，随着月末/年末流动性需求的增加，以国债为抵押品的隔夜融资利率 (Secured Overnight Financing Rate, SOFR) 连续 3 个月跳升。其中，11 月和 12 月跳升幅度均接近 10bp (从 5.31 跳升至 5.40)，导致 SOFR-IORB (准备金利率) 利差一度从 -9bp 升至 -1bp。这表明，当美债拍卖的交割、企业交税和节假日期间居民现金需求叠加时，流动性呈现出偏紧的状况。

图表7: 正常化过程中利差波动率的变化



图表8: 2023 年底货币市场利率波动性抬升



来源: 美国财政部、美联储、Wind、国金证券研究所

美联储虽然还未在例会中正式讨论调整缩表事宜，但 FOMC 票委、达拉斯联储主席罗洛根 (Lorie Logan) 已经在公开演讲中提示调整缩表参数的计划。在 2024 年 1 月 6 日国际银行、经济和金融协会和美国经济协会 (International Banking, Economics and Finance Association and the American Economic Association) 的演讲中<sup>2</sup>，洛根称：

“经验表明，流动性压力往往首先出现在……纳税日、财政部结算日和月末……月末压力的出现表明，我们不再处于流动性超级充裕、对所有人都总是供应过剩的状态。”

“总体而言，金融体系几乎肯定仍然拥有充足的银行准备金和总体流动性…… (但) 个别银行可能会先于整个系统接近短缺……因此，考虑到逆回购的快速下降，我认为应该考虑调整一些参数，这些参数将指导我们做出减缓缩表的决定。……从长远来看，更缓慢地缩表实际上可以通过平滑再分配和降低我们不得不过早停止的可能性，帮助实现更有效的资产负债表。”所以，美联储缩表也遵循“短板原理”。

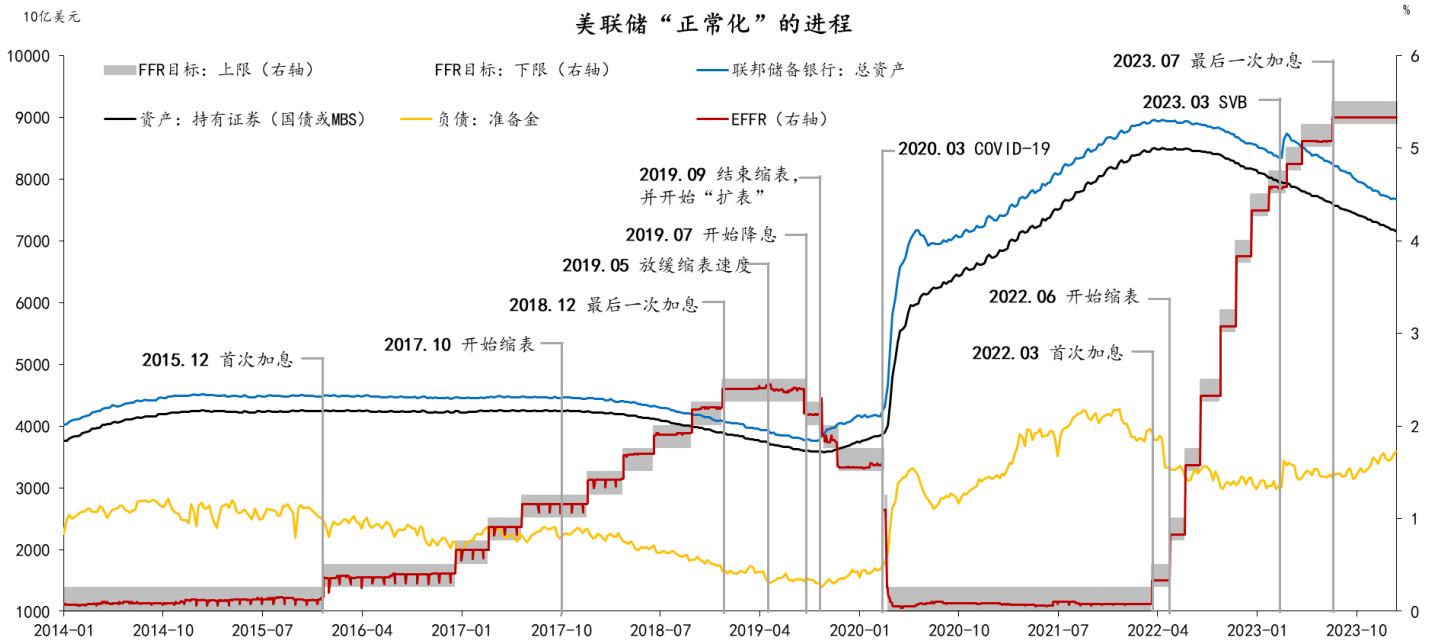
<sup>2</sup> 洛根的演讲，可参考：<https://www.dallasfed.org/news/speeches/logan/2024/kl240106>

洛根在担任达拉斯联储主席之前，曾任联邦公开市场委员会系统公开市场账户的经理和纽约联邦储备银行执行副总裁，负责公开市场操作事宜，其对货币市场和流动性相关问题的评论值得重点关注。

**(二) “正常化”的次序：降息在即，缩表的终点还远吗？美联储是否会重启“QE”？**

美联储非常规政策的“正常化”(normalization)分为利率正常化和资产负债表正常化(即缩表)两个部分。虽然两者的决策是独立的，但并非没有关联，也存在一定的次序。利率正常化取决于经济基本面条件(如增长、就业和通胀)，资产负债表正常化取决于存款机构的准备金需求。经验上，两者启动、暂停或结束的时间经常存在错位，但在多数时间内方向是相同(宽松、中性还是紧缩)的，并且在较长时间内出现反向的可能性较低。

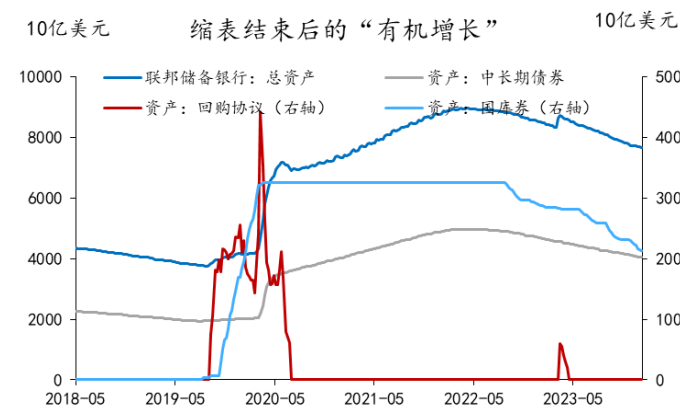
**图表9：美联储非常规政策正常化的次序与进程**



来源：美联储、CEIC、国金证券研究所

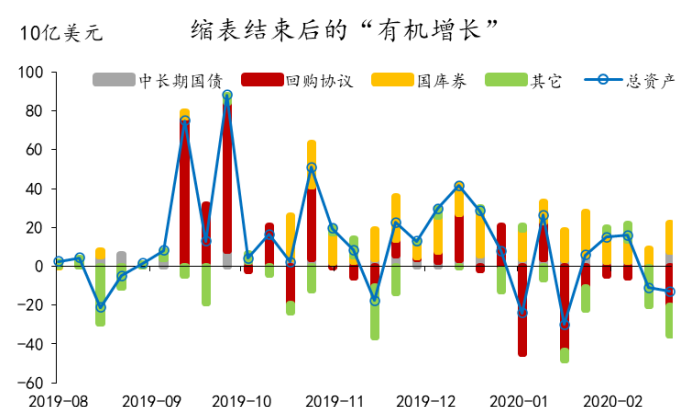
引申而言：(1) 随着加息周期的结束，放缓缩表速度是可期的，但具体时间仍要取决于货币市场流动性状况；(2) 2024年可能会出现降息与缩表同步进行的情况，但降息的起点与缩表的终点的时间间隔或较短；(3) 缩表结束后，美联储资产负债表将进入所谓的“内生扩张”阶段——随着经济的增长，美联储需要投放适量的货币，但并非传统意义上的量化宽松(QE)，而是通过增持短期国库券的方式“扩表”，或通过正回购的方式调节流动性。

**图表10：缩表结束后的“有机增长”(规模)**



来源：美联储、Wind、国金证券研究所

**图表11：缩表结束后的“有机增长”(变化)**

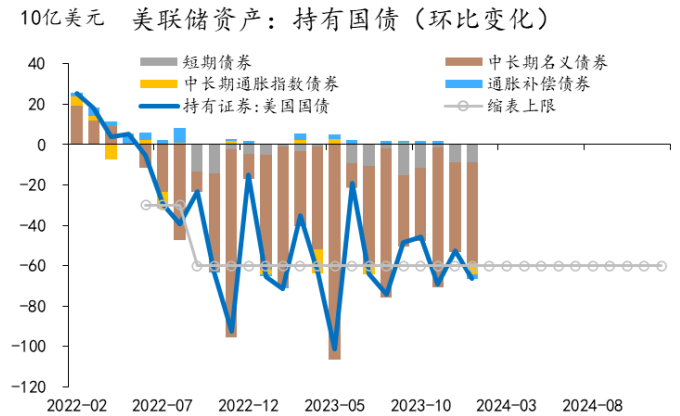
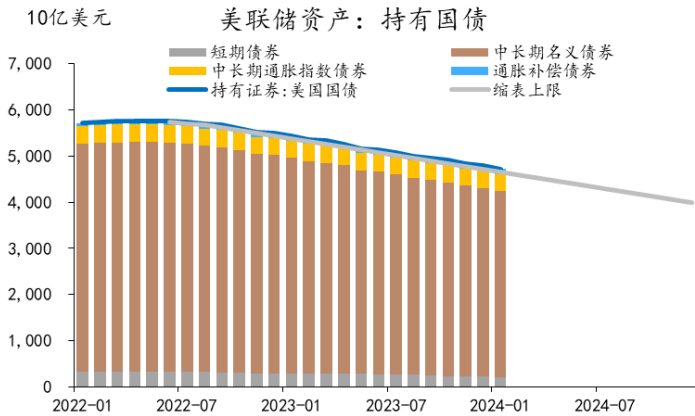


(三) 缩表的终点：预计 2024 年中开始放缓 QT，2024 年底-2025 年 1 季度结束 QT

从美联储持有证券的规模看，2022 年 6 月缩表至 2024 年 1 月中，美联储累计缩表规模约为 1.3 万亿，其中，国债减少了 1 万亿，MBS 减少了 3,000 亿，前者与计划的缩表上限相当，后者则不足上限的 50%，这主要是因为美联储采取的是“被动缩表”方式（到期不在滚动，而非主动抛售），而 MBS 大多为 30 年期或 15 年期，直到 20 年代末到期量都比较小，缩减进程主要依赖于 MBS 债务人的提前偿付，这主要出现在利率下降区间。

图表12：美联储缩表的进程（持有国债余额）

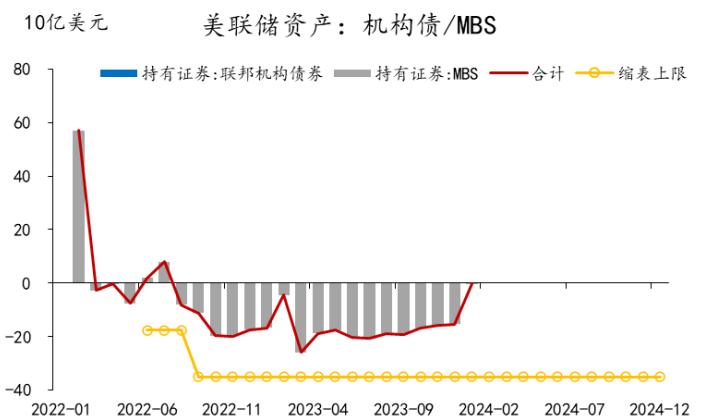
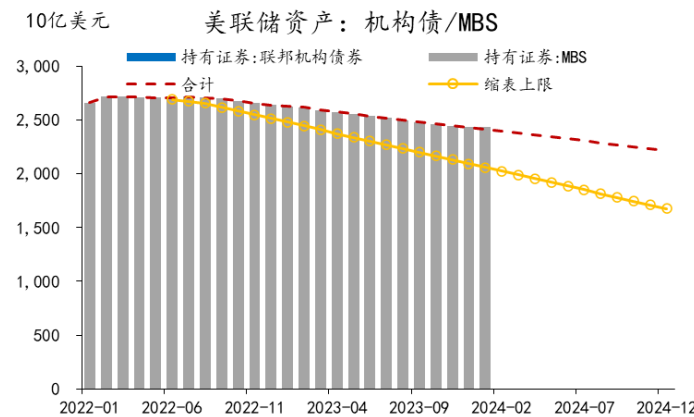
图表13：美联储缩表的进程（国债的变化）



来源：SOMA、国金证券研究所

图表14：美联储缩表的进程（持有机构债/MBS余额）

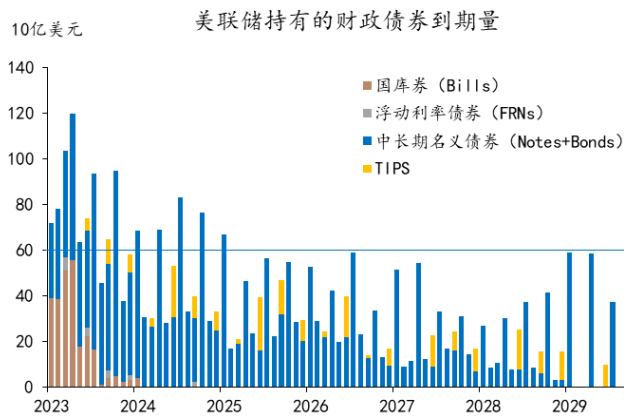
图表15：美联储缩表的进程（机构债/MBS的变化）



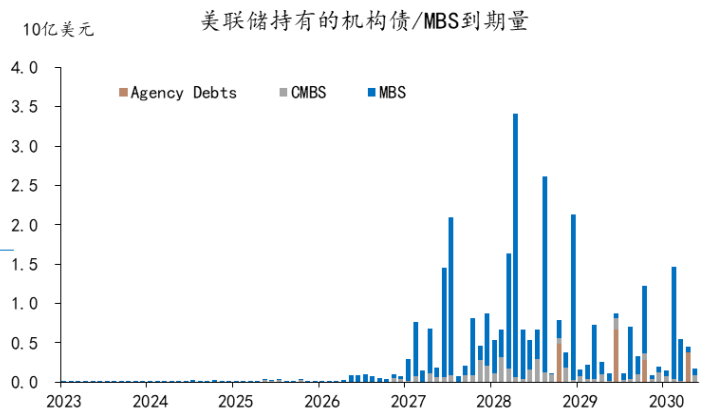
来源：SOMA、国金证券研究所

从持有证券的到期规模看，短期内，美联储减持国债的路径或仍能贴近 600 亿/月上限，预计到 2024 年底，国债余额将下降至 4 万亿，相比 2023 年底减少约 7,000 亿。假设缩减 MBS 的规模只相当于上限的 50%，至 2024 年底 MBS 余额将下降至 2.2 万亿，相比 2023 年底下降约 2,500 亿。所以，至 2024 年底，美联储合计约缩表约 9,500 亿，相当于准备金的 27%。货币市场流动性状况是否依然充裕？

图表16: 美联储持有的财政债券到期量



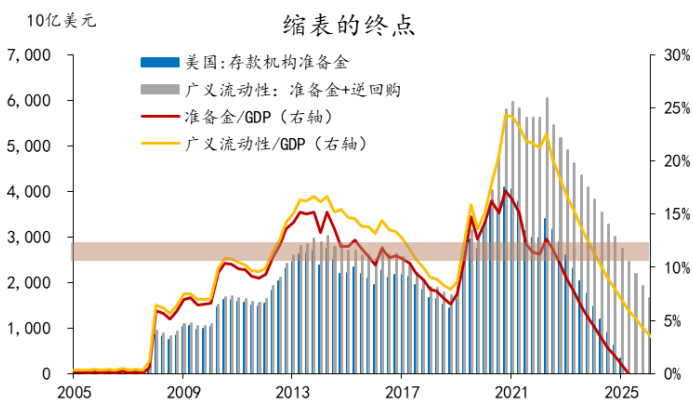
图表17: 美联储持有的机构债/MBS到期量



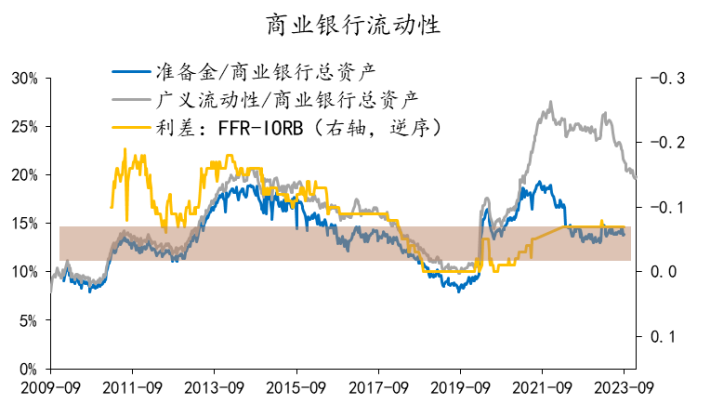
来源: SOMA、国金证券研究所 (始于 2023 年 8 月)

参照 2017-2019 年缩表的经验: (1) 在 2023 年 1 月 20 日的这次演讲中, 美联储理事沃勒做认为, 准备金 (/GDP) 的目标值应该是 11%-12%。按照当前的缩表进度推进, 缩表结束的时间或位于 2024 年 4 季度前后 (广义准备金/GDP 约为 11%); (2) 纽约联邦储备银行的定量研究表明, 2010 年以来的经验显示, 当准备金下降到商业银行总资产 11% 以下时, 利差的敏感系数显著为负——准备金短缺; 当其大于 14% 时, 敏感系数显著为零——准备金过剩; 故大致可以将 11%-14% 视为准备金充足区间<sup>3</sup>。这两种标准是一致的, 时间上或不会出现明显地错位<sup>4</sup>。

图表18: 美联储缩表的路径



图表19: 商业银行准备金水平 (相对)



来源: SOMA、国金证券研究所 (按每月 950 亿美元上限缩表)。

关于缩表的终点, 上述数量规则的参考价值并不高, 因为历史样本只有 1 个, 且准备金需求曲线会发生“位移”。在原理层面, 美联储需要保持准备金相当充裕 (ample), 以烫平货币市场利率的波动, 减少公开市场操作的频次, 在此前提下尽可能的缩减资产负债表规模。理论和经验上, 当准备金从“过剩”状态向“充足”状态转变时, 准备金需求曲线的斜率会从 0 变为负值, 绝对值越大, 准备金越短缺, 利率波动性越大。

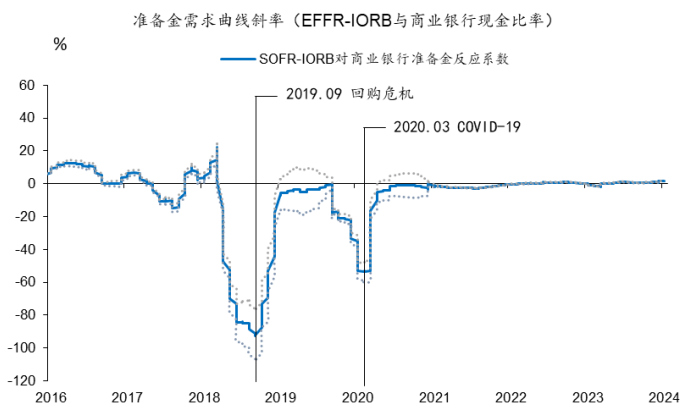
截止到 2024 年 1 月中旬, 准备金需求曲线的斜率仍然为 0。所以, 美国货币市场流动性总体依然处于“过剩”状态, 但 2023 年 10-12 月月末流动性压力的显性化表明, 流动性存在一定的结构性短缺特征。这与 2019 年缩表尾声的特征类似 (虽然程度上存在差异)。考虑到回购危机的“教训”, 美联储本次或“提前”放缓缩表, 并在准备金相对充裕的时候结束缩表 (相对于 2019 年而言)。

<sup>3</sup> Afonso, Giannone, La Spada, Williams, 2022. Scarce, Abundant, or Ample? A Time-Varying Model of the Reserve Demand Curve, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, No. 1019

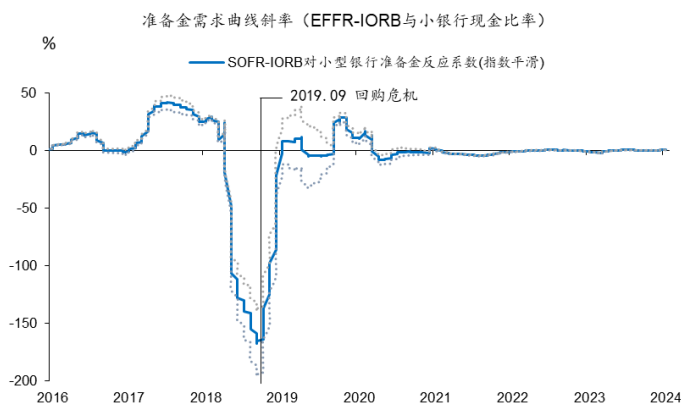
<sup>4</sup> 同上。



图表20: 商业银行准备金需求曲线的斜率



图表21: 小型商业银行准备金需求曲线的斜率



来源: CEIC、国金证券研究所。

政策操作层面, 美联储会遵循“短板原理”, 在总体流动性高于“最优水平”时放缓缩表进程(即洛根说的“调整参数”), 可能的方式是将每月缩表的上限从 950 亿美元下调至 475 亿(减持国债的上限从 600 亿下调至 300 亿, 机构债/MBS 的上限从 350 亿下调至 175 亿)——也可能仅仅将国债的上限从 600 亿下调至 300 亿, 总体上限从 950 亿下调至 650 亿(由于机构债/MBS 上限为软约束, 本质上并无差异)。我们预计, 放缓缩表的时点或位于 2024 年 2 季度, 结束缩表的时点或位于 2024 年底-2025 年初。

## 二、海外基本面&重要事件

### (一) 货币与财政: 强零售和消费者信心数据后, FED 首次降息的时点推至 5 月

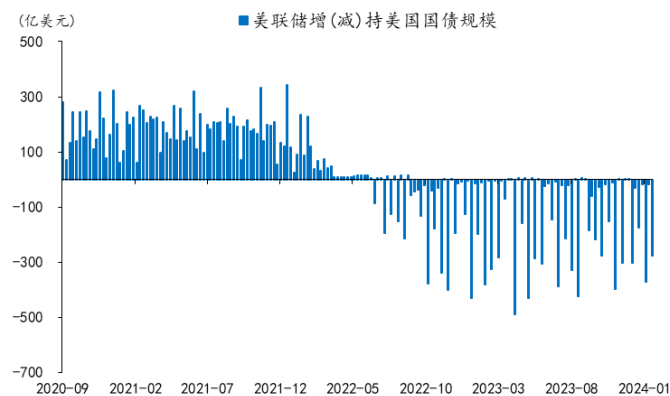
1 月 17 日当周, 美联储总资产规模小幅下降, 美联储 BTFP 工具使用量微升。负债端, 逆回购规模下降, 准备金规模上升, TGA 存款上升 460 亿美元。货币市场基金规模下降 140 亿美元。1 月 10 日当周, 美国商业银行存款下降 780 亿美元, 大型银行存款下降 870 亿美元。CME FedWatch 显示, 1 月 17 日超预期的零售数据、1 月 19 日密歇根大学消费者信心指数公布后, 市场定价美联储首次降息的时点推至 5 月。截至 1 月 20 日, 市场定价美联储 1、3 月不降息的概率分别为 98%、53%, 5、6、7、9、11 这 5 个月分别降息 25 个基点, 全年降息 5 次, 共计降息约 125 个 BP, 其中, 5 月降息的概率为 51%。

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	01-17	01-10	01-03	12-27	12-20	12-13	12-06
流动性数量型指标	<b>美联储</b>									
	总资产	十亿美元	↓ -13	7673.7	7686.7	7681.0	7712.8	7724.1	7739.6	7737.4
	其他贷款	十亿美元	↑ 14	167.2	152.7	146.8	141.8	137.3	129.6	127.4
	一级信贷	十亿美元	↑ 0.2	2.3	2.1	2.2	2.5	2.4	2.2	2.0
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 14	161.5	147.2	141.2	135.8	131.3	123.8	121.7
	其他信贷工具	十亿美元	→ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	逆回购	十亿美元	↓ -105	936.3	1041.1	1086.0	1165.6	1124.2	1152.2	1184.5
	准备金	十亿美元	↑ 55	3592.3	3537.4	3459.4	3434.2	3477.3	3567.8	3496.8
	TGA	十亿美元	↑ 46	773.5	727.9	743.5	713.1	732.7	630.6	667.7
	<b>商业银行</b>									
	现金	十亿美元	↑ 47		3545.5	3498.9	3485.5	3512.4	3611.5	3536.3
	消费贷	十亿美元	↓ -10		1926.9	1937.0	1949.5	1938.9	1937.2	1931.5
	住房贷款	十亿美元	↑ 2		2576.7	2574.9	2576.2	2574.2	2571.7	2570.0
	商业地产贷款	十亿美元	↑ 3		2969.1	2966.1	2966.7	2967.3	2964.0	2960.9
	工商业贷款	十亿美元	↓ -15		2761.4	2776.6	2792.6	2784.2	2764.5	2762.9
存款	十亿美元	↓ -78		17500.0	17578.4	17611.0	17590.5	17529.5	17453.8	
大银行存款	十亿美元	↓ -87		10872.7	10960.0	11001.5	10971.5	10918.2	10855.4	
小银行存款	十亿美元	↓ -20		5326.7	5347.0	5347.8	5339.0	5327.4	5317.7	
<b>货币市场基金</b>	十亿美元	↓ -14	5960.9	5975.1	5965.1	5886.4	5870.1	5886.2	5897.7	
流动性价格型指标	<b>隔夜融资市场</b>									
	SOFR-IORB	BP	↑ 1.0	-8.0	-9.0	-1.0	-1.0	-9.0	-9.0	-8.0
	EFFR-IORB	BP	→ 0.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0
	<b>美元融资市场</b>									
	TED利差	BP	↓ -2.7	10.1	12.8	11.2	17.0	19.3	20.6	19.2
	<b>票据与信用债市场</b>									
	Master企业债利差	BP	↓ -2.0	102.0	104.0	109.0	105.0	106.0	108.0	112.0
	票据利差	BP	↓ -11.0	1.0	12.0	10.0	16.0	15.0	12.0	23.0
<b>离岸市场</b>										
欧元兑美元互换基差	BP	↓ -0.8	-4.9	-4.1	-2.4	-4.4	-3.4	-9.4	-9.6	
日元兑美元互换基差	BP	↑ 0.1	-31.9	-32.0	-34.8	-41.3	-45.1	-42.9	-39.5	

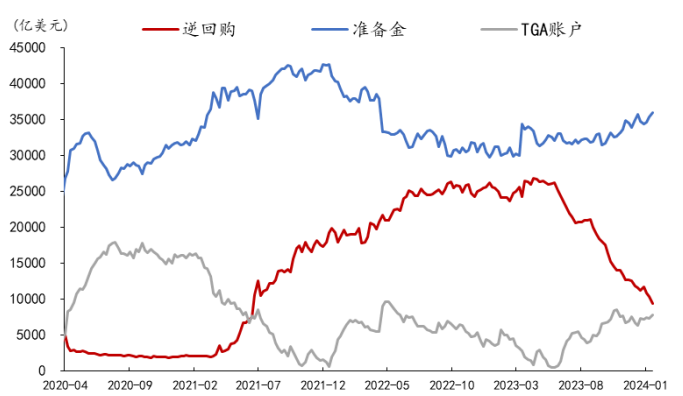
来源: FRED、Bloomberg、WIND、国金证券研究所

图表23: 美联储减持美债规模



来源: WIND、国金证券研究所

图表24: 美联储逆回购规模下降



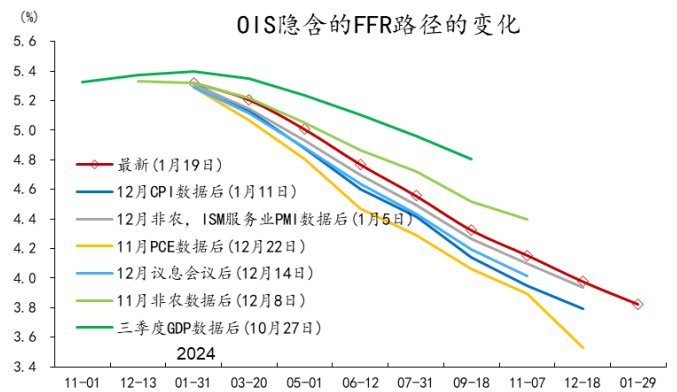
来源: WIND、国金证券研究所

图表25: 截至1月20日, 美联储降息概率

区间/日期	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12
525-550	98	53	15	1	0	0	0	0
500-525	2	46	51	17	3	0	0	0
475-500	0	1	33	50	21	5	2	1
450-475	0	0	1	32	48	24	12	4
425-450	0	0	0	1	28	46	33	16
400-425	0	0	0	0	1	25	37	34
375-400	0	0	0	0	0	1	15	33
350-375	0	0	0	0	0	0	0	12
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0

来源: FedWatch、国金证券研究所

图表26: OIS 隐含FFR利率

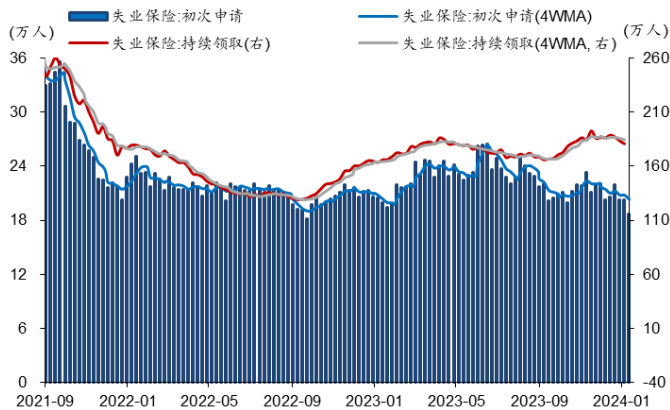


来源: Bloomberg、国金证券研究所

### (二) 就业: 当周初请失业金人数意外下降

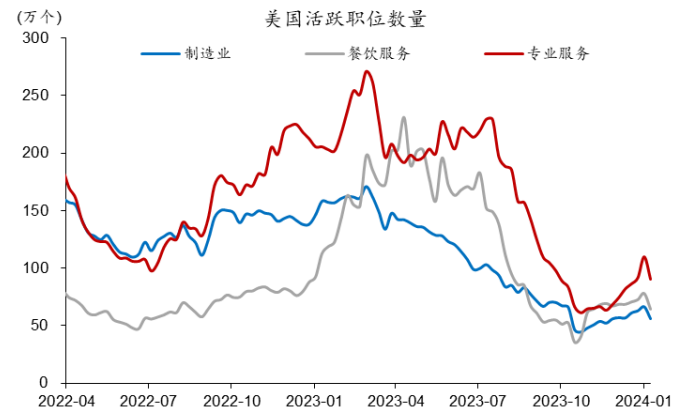
初请失业金人数意外下降。美国至1月13日当周初请失业金人数18.7万人, 预期20.7万人, 前值20.3万人, 这是自2022年10月初以来的最低水平。美国至1月6日当周续请失业人数180.6万人, 预期184.5万人, 前值183.2万人。美国1月8日当周活跃职位数量下降至770.9万, 前值966.9万。

图表27: 美国至1月13日当周初请失业18.7万人



来源: CEIC、国金证券研究所

图表28: 美国1月8日当周新增职位数量下降



来源: CEIC、国金证券研究所

### (三) 消费与出行: 美国12月零售销售大超市场预期

美国12月零售销售大超市场预期, 主因消费者增加购买汽车, 同时零售商提供折扣促进销售。美国12月零售销售录得7098.9亿美元, 环比0.6%, 预期0.4%, 前值由0.3%修正至0.4%; 核心零售销售(不含汽车)环比0.4%, 预期0.2%, 前值0.2%无修正; 零售销售(除汽车与汽油)环比0.6%, 预期0.3%, 前值0.6%。

至1月13日当周, 美国红皮书零售增速5.0%, 前值5.9%, 其中百货店增速-0.2%, 前值0.2%, 折扣店增速6.3%, 前值7.3%。德国外出用餐人数1月16日当周同比0.4%。美国纽约地铁载客量2024年初基本持平去年初。美国TSA安检人数2024年初强于季节性。

美国1月密歇根大学消费者信心指数初值78.8, 预期70, 前值69.7, 为2021年8月以来最高水平。

图表29: 美国 12 月零售销售分项同比

美国消费同比增速	月度变化	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
零售和食品服务总计	↑ 1.62	5.59	3.97	2.20	4.00	2.84	2.75	1.47	2.11	1.29	2.19
零售总计	↑ 1.83	4.78	2.95	1.32	3.11	1.98	1.60	0.39	1.05	0.24	0.86
机动车辆及零部件	↑ 3.98	10.33	6.34	3.24	6.49	4.58	7.27	5.91	5.31	-0.07	0.70
家具和家用装饰	↑ 0.67	-4.68	-5.36	-11.98	-6.50	-7.96	-5.82	-4.41	-7.81	-9.07	-4.16
电子和家用电器	↑ 0.73	10.73	10.00	1.00	-0.89	-0.65	-3.53	-0.31	-3.56	-8.61	-5.30
建筑材料、园林设备及物料	↑ 0.06	-2.30	-2.36	-5.24	-4.06	-4.25	-3.73	-3.53	-1.96	-4.62	-4.61
食品和饮料店	↑ 0.60	1.26	0.65	0.73	1.62	2.03	2.28	1.22	2.82	3.77	4.36
保健和个人护理	↑ 1.24	10.67	9.43	10.33	8.61	8.74	7.31	7.76	9.21	7.82	7.68
加油站	↑ 3.50	-6.63	-10.13	-8.68	-3.37	-8.64	-20.69	-23.09	-20.66	-14.73	-13.10
服装及服装配饰	↑ 2.94	4.33	1.40	-0.23	0.12	2.36	2.90	-0.75	-0.07	-1.99	-1.88
运动商品、业余爱好物品、书及音乐	↓ -0.35	0.94	1.29	-2.30	-1.42	-2.03	1.37	-0.71	0.76	0.47	1.43
日用品商场	↑ 2.26	3.30	1.04	1.42	1.27	2.29	2.62	0.58	2.01	2.25	2.89
杂货店零售业	↑ 0.30	6.91	6.62	4.33	2.92	-3.54	1.11	1.48	2.96	2.67	2.02
食品服务和饮吧	↑ 0.09	11.14	11.05	8.39	10.24	8.97	11.11	9.34	9.88	9.06	12.31

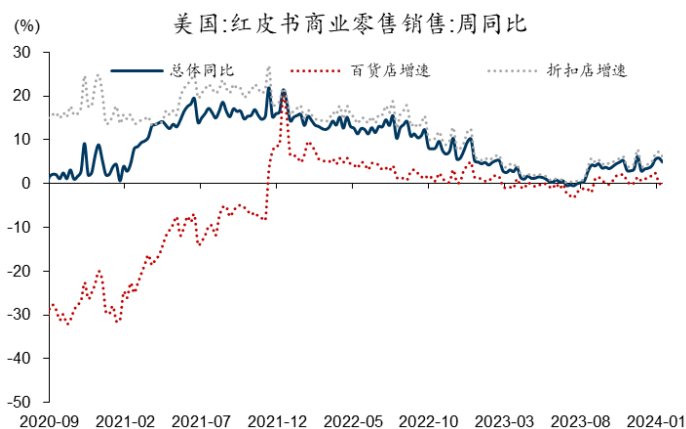
来源: WIND、国金证券研究所

图表30: 美国 12 月零售销售分项环比

美国消费环比增速	月度变化	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03
零售和食品服务总计	↑ 0.21	0.55	0.35	-0.25	0.82	0.74	0.56	0.20	0.66	0.43	-0.91
零售总计	↑ 0.49	0.63	0.15	-0.34	0.70	0.76	0.51	0.13	0.53	0.43	-1.06
机动车辆及零部件	↑ 0.32	1.11	0.80	-0.98	1.10	0.34	-0.26	0.53	1.69	0.85	-1.28
家具和家用装饰	↓ -3.44	-1.05	2.40	-2.16	-0.28	-1.50	-1.64	1.58	-0.80	-2.15	-2.54
电子和家用电器	↑ 1.51	-0.30	-1.81	0.58	0.10	1.38	-0.99	0.32	1.47	-0.90	-0.47
建筑材料、园林设备及物料	↑ 0.55	0.41	-0.14	0.13	-0.34	0.49	0.12	-1.30	1.42	-0.10	-3.54
食品和饮料店	↑ 0.02	0.24	0.22	0.15	0.40	0.35	0.67	-0.40	0.01	-0.13	-0.31
保健和个人护理	↓ -1.15	-1.36	-0.21	1.35	0.89	1.46	0.06	0.26	1.09	0.83	0.34
加油站	↑ 2.16	-1.28	-3.45	-1.70	0.97	6.75	0.29	-0.62	-2.94	-1.03	-0.88
服装及服装配饰	↑ 0.51	1.50	1.00	-0.14	-1.21	1.01	1.23	0.15	0.18	0.14	-1.25
运动商品、业余爱好物品、书及音乐	↓ -1.02	0.35	1.37	0.05	0.46	-2.11	1.66	-0.66	0.15	-0.29	-0.02
日用品商场	↑ 1.49	1.33	-0.17	-0.03	-0.26	0.32	0.99	-0.10	0.44	0.79	-2.54
杂货店零售业	↑ 1.03	0.73	-0.29	0.88	4.91	-3.19	-1.35	1.28	-1.03	1.39	-0.05
食品服务和饮吧	↓ -1.64	0.03	1.68	0.32	1.66	0.59	0.94	0.65	1.56	0.50	0.14

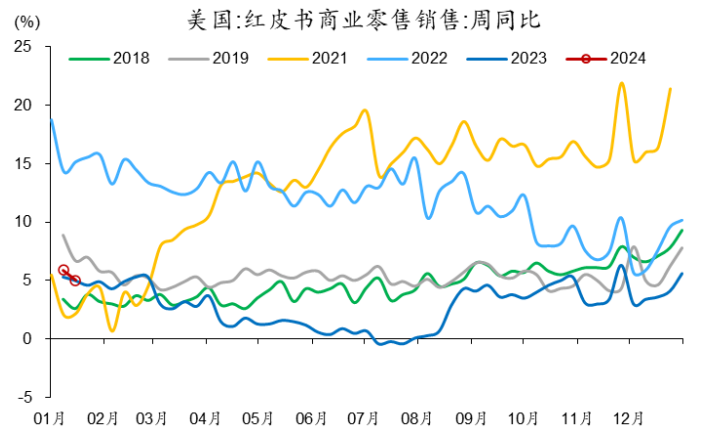
来源: WIND、国金证券研究所

图表31: 美国红皮书零售同比 5.0%，前值 5.9%



来源: CEIC、国金证券研究所

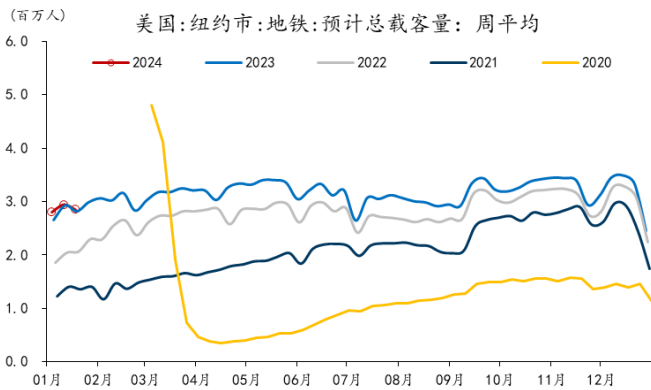
图表32: 美国红皮书零售增速与 2023 年初相似



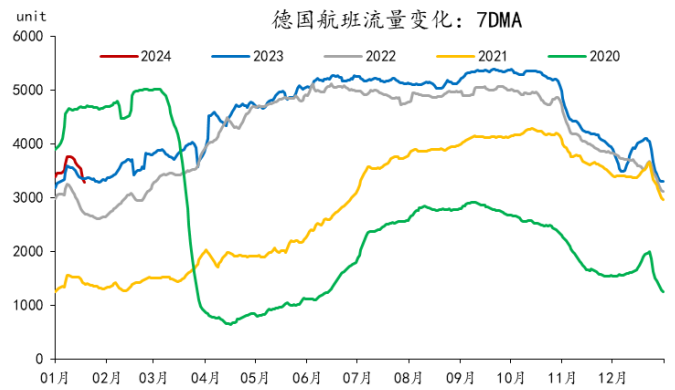
来源: CEIC、国金证券研究所

图表33: 美国纽约地铁载客量 2024 年初基本持平去年初

图表34: 德国航班飞行次数 2024 年初基本持平去年初



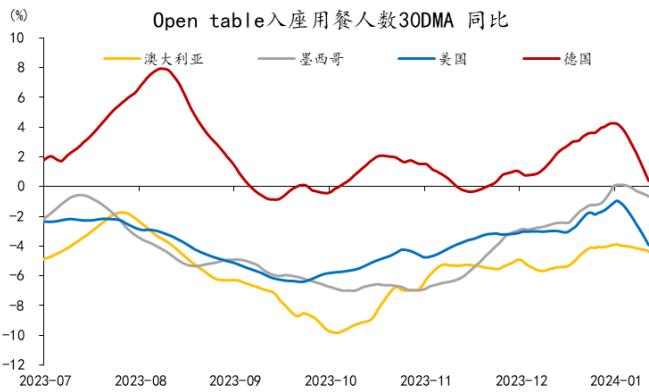
来源: WIND、国金证券研究所



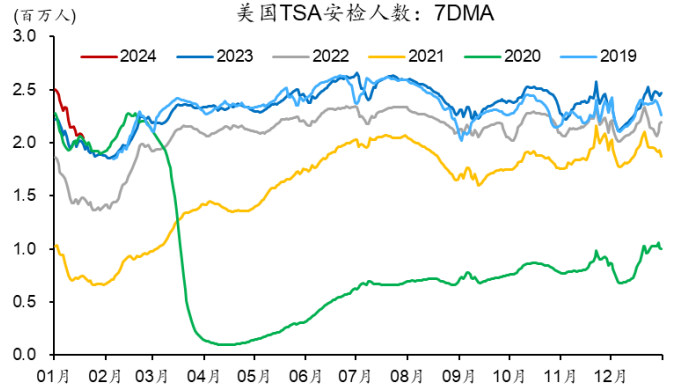
来源: CEIC、国金证券研究所

图表35: 德国 2024 年 1 月初外出用餐人数同比有所回落

图表36: 美国 TSA 安检人数 2024 年初强于季节性



来源: CEIC、国金证券研究所



来源: CEIC、国金证券研究所

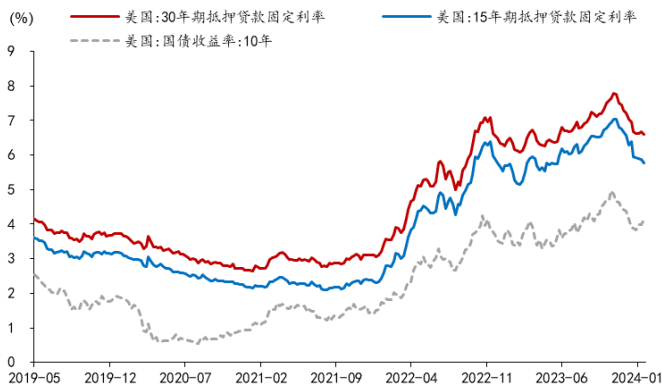
#### (四) 地产与信贷: 美国抵押贷款利率继续回落, 12 月新屋销售继续下滑

截至 1 月 18 日, 美国 30 年期抵押贷款利率为 6.6%, 较去年 11 月底的 7.2% 下降 62BP。15 年期抵押贷款利率为 5.8%, 较 11 月底的 6.6% 下降 80BP。截至 1 月 13 日, 美国 REALTOR 二手房挂牌价增速有所反弹。

美国 12 月新屋开工总数年化 146 万套, 预期 142.6, 前值由 156 万套修正至 152.5, 环比 -4.3%, 同比 7.6%。2023 年新屋开工总数为 141.3 万套, 比 2022 年低 9.0%。美国 12 月营建许可总数 149.5 万套, 预期 148, 前值由 146 万套修正至 146.7, 环比 1.9%, 同比 6.1%。2023 年营建许可总数为 145.3 万套, 比 2022 年低 12.8%。

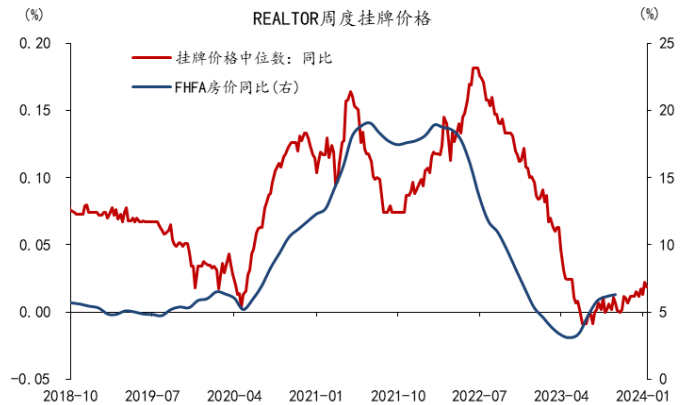
美国 1 月 NAHB 房地产市场指数 44, 预期 39, 前值 37, 建筑商信心连续第二个月上升。NAHB 称, 尽管抵押贷款利率在过去一个月已降至 7% 以下, 但许多建筑商仍在继续降低房价以提振销售。美国 12 月成屋销售总数年化 378 万套, 预期 382 万套, 前值 382 万套。

图表37: 美国 30 年期抵押贷款利率降至 6.6%



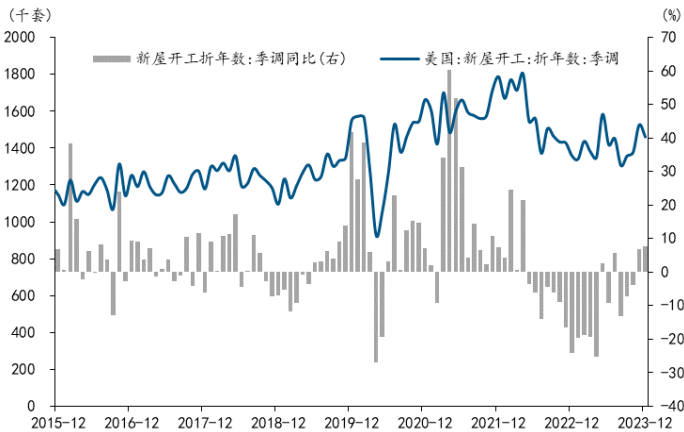
来源: WIND、国金证券研究所

图表38: 美国二手房挂牌价增速有所反弹



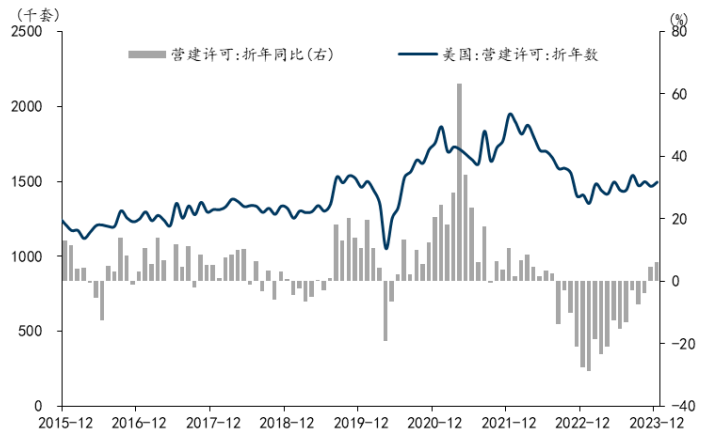
来源: WIND、国金证券研究所

图表39: 美国 12 月新屋开工总数略低于前值



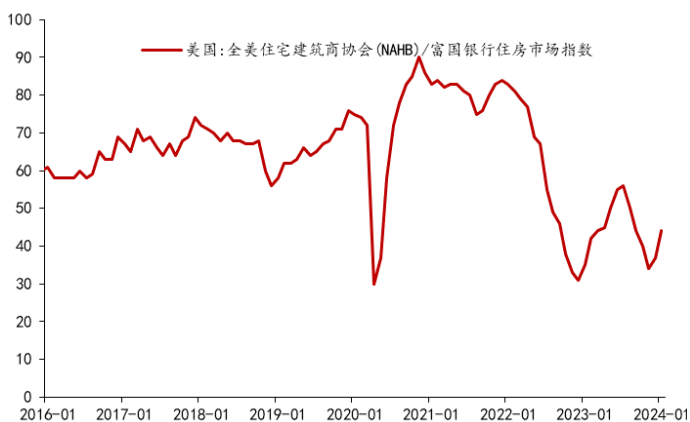
来源: WIND、国金证券研究所

图表40: 美国 12 月营建许可总数略高于前值



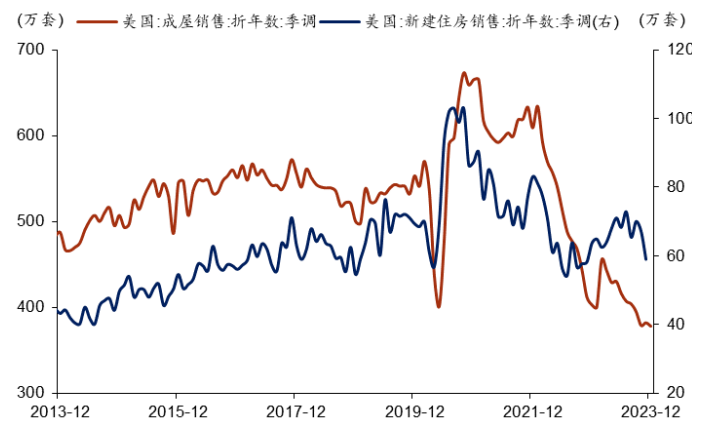
来源: WIND、国金证券研究所

图表41: 美国 1 月房屋建筑商信心继续回升



来源: WIND、国金证券研究所

图表42: 美国 12 月新屋销售继续下滑



来源: WIND、国金证券研究所

## 风险提示

- 1、地缘政治冲突升级。俄乌冲突尚未终结，巴以冲突又起波澜。地缘政治冲突或加剧原油价格波动，扰乱全球“去通胀”进程和“软着陆”预期。
- 2、美联储再次转“鹰”。当前市场一致预期认为，美联储加息周期大概率已经结束。但 FOMC 成员对此仍存在分歧，美国劳动力市场边际转弱的趋势能否延续仍具有不确定性。
- 3、金融条件加速收缩。虽然海外加息周期渐进尾声，但缩表仍在继续，实际利率仍将维持高位，银行信用仍处在收缩周期，信用风险事件发生的概率趋于上行。

**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