



# 海外周度观察

宏观专题研究报告(深度)  
证券研究报告

## 宏观经济组

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

## 日央行缩表, “箭在弦上”

日央行将在7月例会上公布缩减日本国债(QT)的具体参数。这将在多大程度上推升日债收益率曲线、缓解日元贬值压力?本报告认为,影响或有限!定量研究认为,日央行持有日债的份额每下降1%,10年日债利率或上升2bp。

### 热点思考: 日央行缩表, “箭在弦上”

#### (一) 日央行或在7月例会上公布缩表计划, 当前每月购债规模约6万亿日元

日央行资产负债表正常化“箭在弦上”,7月例会将发布缩表的具体参数,核心参数是每月购买的JGB规模及期限结构。今年3月例会日央行启动了利率正常化进程,但保持JGB购买速度不变。6月例会明确,将在7月例会中公布缩减日本国债的具体参数,“以可预测的方式、大幅减少购买金额,同时确保灵活性,以确保国债市场的稳定。”

从数量级、期限结构和货币政策框架来看,本次日央行缩表与2006年结束QE时的缩表不可比。截止到5月底,日央行总资产规模达761万亿日元,持有政府证券597万亿日元,占总资产的78.4%,其中,短期国库券和中长期国债的规模分别为4万亿日元和593万亿日元,平均久期7年左右。相对而言,日央行资产负债表规模大于美欧。

#### (二) 日央行缩减JGBs的约束条件: 日本国债市场的流动性和深度

谁能否弥补日央行的购买力缺口?截止到2023年底,日央行持有的JGBs规模为存量JGBs的比例为53.8%,排名第二和第三的是保险公司和银行,占比分别18.5%和10.9%。排名第四的是国外,占比6.7%(国库券占比高)。故可以假设,日央行的购买力缺口将主要由国内的银行和保险公司补充。这要求其从净出售者变为净购买者。

日央行缩减JGBs的约束或冲击,依赖于日本国债市场的流动性和深度。日本国债市场的流动性状况仍然处于历史低位,主要因为日本央行持续大规模购买日本国债以及此前购买的存量效应。市场深度也明显不足,因为当前的利率水平受到日本央行购买日本国债的股票效应的抑制,以及对进一步加息的预期,投资日本国债的意愿仍然不高。

#### (三) 日央行缩减JGBs对长端利率影响几何? 缩表的终点在哪里?

日央缩减JGBs将在多大程度上推升长端利率?短期而言,只要日央行以渐进的和可预见的方式缩表,对长端利率的影响或是有限的。日央行定量测算的结果认为,日央行持有JGBs的存量效应大约为100bp。持有份额每下降1个百分点,10年期日本国债利率将上升2个基点。

BOJ缩表的终点在哪里?实操中,可用无担保隔夜拆借利率和补充存款便利利率的利差来观察准备金充裕度:目前利差为负,当其中枢变为零、或转正时,需密切关注货币市场流动性状况。此外,还可通过隔夜拆借利率的分布情况(如最高-平均)来观察:当最高值-平均值的波动率明显抬升、幅度持续扩大时,应更密切地检测。

### 海外事件&数据: 美国大选首场辩论结束, 特朗普表现占上风, 美国PCE通胀如期放缓

北京时间6月28日9点,拜登和特朗普在CNN进行了2024年大选首场辩论。特朗普的综合表现显著占上风,精神状态和辩论技巧等都更胜一筹。辩论开始后,PredictIt网站实时预测显示,特朗普胜率最高上冲至65%,拜登降至30%。辩论期间,美元、美债收益率均上涨,表明市场预期特朗普若上台,或将支撑强势美元。

美国5月PCE通胀如期降温,核心PCE同比创近三年新低。美国5月PCE物价指数同比2.6%,预期2.6%,前值2.7%;环比0%,预期0%,前值0.3%。美国5月核心PCE物价指数同比2.6%,预期2.6%,前值2.8%,为2021年4月以来最小增幅;环比0.1%,预期0.1%,前值0.2%上修至0.3%,为近6个月以来最小涨幅。

美国高利率和高房价抑制了房地产市场。美国4月FHFA房价指数环比0.2%,同比6.3%。5月成屋签约销售指数70.8,创2005年11月以来第二低点。5月新屋销售总数年化61.9万户,为2023年12月以来新低;待售总数增至48.1万套,为2008年2月以来的最高水平,需要9.3个月才能耗尽全部库存,自2022年11月以来最长的一次。

### 风险提示

地缘政治冲突升级;美联储上调长期中性利率水平;金融条件边际收缩



## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 一、热点思考：日央行缩表，箭在弦上！                         | 4  |
| (一) 日央行或在 7 月例会上公布缩表的具体参数，当前每月购债规模为 6 万亿日元 | 4  |
| (二) 日央行缩减 JGBs 的约束条件：日本国债市场的流动性和深度         | 5  |
| (三) 日央行缩减 JGBs 对长端利率影响几何？缩表的终点在哪里？         | 8  |
| 二、热点思考：                                    | 9  |
| (一) 美国大选：首场总统辩论结束，特朗普表现占上风                 | 9  |
| (二) 美国流动性：市场定价美联储 9 月降息概率为 58%             | 11 |
| (三) 美联储官员：鲍曼鹰派表态                           | 12 |
| (四) 通胀：美国 PCE 通胀如期降温，核心同比创近三年新低            | 13 |
| (五) 地产：美国住房市场放缓                            | 14 |
| 风险提示                                       | 15 |

## 图表目录

|  |   |
|--|---|
| 图表 1：绝对而言，日央行资产负债表小于美欧                 | 4 |
| 图表 2：相对而言，日央行资产负债表规模高于美欧               | 4 |
| 图表 3：日央行资产负债表（单位：10 亿日元）               | 5 |
| 图表 4：日央行直接购买国债的期限结构（规模）                | 5 |
| 图表 5：日央行购买国债的期限结构（占比）                  | 5 |
| 图表 6：日本政府证券的持有人结构（截止到 2023 年底，单位：万亿日元） | 6 |
| 图表 7：JGB 的规模及持有人结构                     | 6 |
| 图表 8：2013 年 QQE 实施以来，谁在增持、谁在减持 JGB     | 6 |
| 图表 9：日本政府证券的持有人结构                      | 7 |
| 图表 10：美国政府证券的持有人结构                     | 7 |
| 图表 11：JGBs 期货市场 bid-ask spreads        | 7 |
| 图表 12：JGBs 现货市场价格波动                    | 7 |
| 图表 13：JGBs 现货市场日均交易量                   | 7 |
| 图表 14：JGBs 现货市场日均交易量（分期限）              | 7 |
| 图表 15：交易商-客户报价价格（最佳-最差）                | 8 |
| 图表 16：交易商-交易商最佳价差交易量                   | 8 |
| 图表 17：日央行购买 JGBs 作用于日债利率的机制            | 8 |
| 图表 18：日央行购买 JGBs 的存量效应约为 100bps        | 8 |
| 图表 19：美国货币市场利差与准备金数量的关系                | 9 |



|        |                                   |    |
|--------|-----------------------------------|----|
| 图表 20: | 美国准备金依然处于“过剩”状态.....              | 9  |
| 图表 21: | 日本货币市场流动性状况.....                  | 9  |
| 图表 22: | 日本隔夜拆借利率的分布.....                  | 9  |
| 图表 23: | 特朗普与拜登政策差异.....                   | 10 |
| 图表 24: | 美国大选民调支持率.....                    | 10 |
| 图表 25: | 辩论期间, PredictIt 支持率变化.....        | 10 |
| 图表 26: | 特朗普摇摆州民调领先拜登.....                 | 11 |
| 图表 27: | 博彩市场预期特朗普获胜.....                  | 11 |
| 图表 28: | 美国流动性量价跟踪.....                    | 11 |
| 图表 29: | 美联储增持美债规模.....                    | 12 |
| 图表 30: | 美联储逆回购规模当周上升.....                 | 12 |
| 图表 31: | 截至 6 月 28 日, 美联储降息概率.....         | 12 |
| 图表 32: | OIS 隐含 FFR 利率.....                | 12 |
| 图表 33: | 美联储官员: 鲍曼鹰派表态.....                | 13 |
| 图表 34: | 美国 5 月 PCE 通胀同比、环比及其结构.....       | 14 |
| 图表 35: | 美国 5 月核心 PCE 通胀同比创近三年新低.....      | 14 |
| 图表 36: | 美国 5 月核心 PCE 通胀环比创近 6 个月最低.....   | 14 |
| 图表 37: | 美国 30 年期抵押贷款固定利率维持高位.....         | 15 |
| 图表 38: | 美国 4 月房价稳步上升.....                 | 15 |
| 图表 39: | 美国 5 月成屋签约销售指数意外跌至低位水平.....       | 15 |
| 图表 40: | 高利率和高房价抑制了房地产市场.....              | 15 |
| 图表 41: | 美国 5 月新屋销售数创 2023 年 12 月以来新低..... | 15 |
| 图表 42: | 美国 5 月新屋库存创 2008 年 2 月以来新高.....   | 15 |



日央行6月例会决定，将在7月例会上公布缩减日本国债(QT)的具体参数。这将在多大程度上推升日债收益率曲线、缓解日元贬值压力？本报告认为，程度或有限！日央行的定量研究认为，持有日债的份额每下降1个百分点，10年日债利率或仅上升2bp。

## 一、热点思考：日央行缩表，箭在弦上！

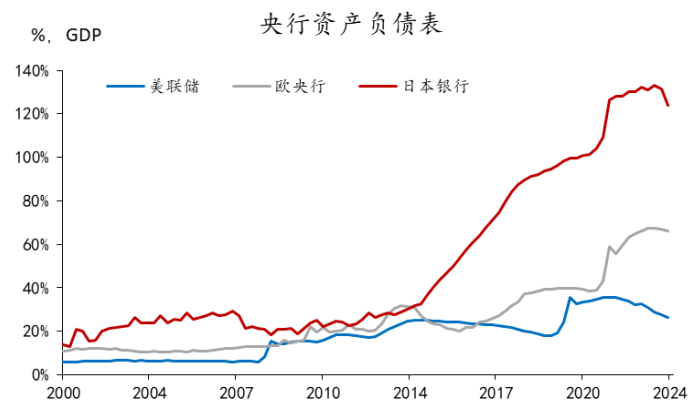
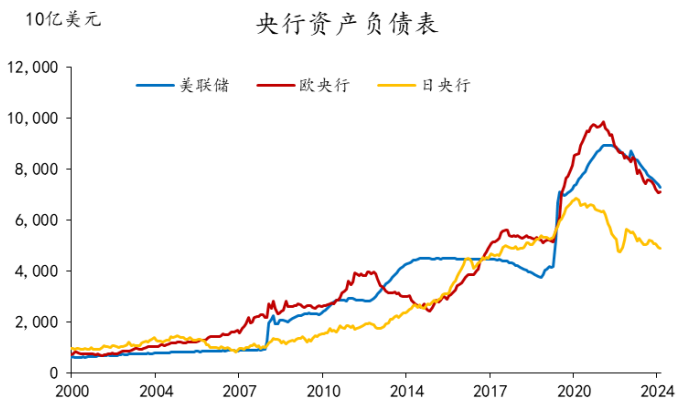
### (一) 日央行或在7月例会上公布缩表的具体参数，当前每月购债规模为6万亿日元

日央行资产负债表正常化“箭在弦上”，最早或在7月例会发布缩表的具体参数，核心参数是每月购买的JGB规模及期限结构。3月例会取消了负利率，但保持JGB购买速度不变，目的是防止长端利率出现“超调”。由于符合市场预期，放弃YCC并未冲击金融市场。4月例会上，日央行认为，在某个时候，应该向市场表明减少日本国债购买量的意图。“日本央行需要缩减其资产负债表的规模，以使其持有的日本国债数量正常化，并优化其过高的准备金余额。此外，考虑到收益率曲线控制的灵活性逐渐增加，使之前的政策框架顺利退出，日本央行在关注市场发展和日本国债供需状况的同时，及时减少日本国债的购买数量是很重要的……一种选择是减少日本央行每月购买日本国债的数量——目前约为每月6万亿日元。”6月例会进一步明确，在与市场参与者沟通后，将在7月例会中公布缩表的具体参数<sup>1</sup>。“日本央行应以可预测的方式、大幅(sizeable)减少购买金额，同时确保灵活性，以确保日本国债市场的稳定。”<sup>2</sup>

纵向比较，从数量级、期限结构和货币政策框架来看，本次日央行缩表与2006年结束QE时的缩表不可比。横向比较而言，以总资产与名义GDP的比值度量，日央行是西方主要央行中资产负债表规模最大的，本轮扩表期间的峰值为133%（2023年9月），远高于美联储和欧央行的36%和67%（2024年3月分别为：124%、27%和66%）；从持有人结构上看，日央行持有日本政府证券的比重超过了50%、海外持有人占比约14%（主要为国库券），美联储持有的美国国债的比重不足20%、海外持有人占比约30%；此外，日本政府杠杆率也居于世界前列。日央行缩减JGBs对于日本国债市场和全球套息交易(carry trade)意味着什么，历史经验或美国的经验能否直接借鉴，是存疑的！

图表1：绝对而言，日央行资产负债表小于美欧

图表2：相对而言，日央行资产负债表规模高于美欧



来源：CEIC、国金证券研究所

来源：CEIC、国金证券研究所

说明：欧、日央行的数据包含了汇率贬值的影响。

说明：央行总资产/名义GDP，均为本币计价。

截止到2024年5月底，日央行总资产规模达761万亿日元，持有政府证券597万亿，占比78.4%，其中，短期国库券和中长期国债的规模分别为4万亿和593万亿，分别占比0.5%和77.9%，平均久期7年左右（2006年退出QE时的平均久期为3-4年）<sup>3</sup>。此外，日央行持有的商业票据、企业债券、ETF和J-REITs的规模约为2万亿、6万亿、37万亿和0.65万亿，分别占比0.28%、0.78%、4.89%和0.09%。日央行的QT，主要针对JGBs，短期内或不考虑减持风险资产。例如，植田2月6日在美国国会预算委员会的会议中称，“关于已经购买的ETF的处置，我相信还有一些时间可以考虑”<sup>4</sup>，部分是因为存在大量浮盈。所以，7月例会公布的缩表计划，将主要针对JGBs。

<sup>1</sup> [https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr\\_2024/k240614a.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmdeci/mpr_2024/k240614a.pdf)。

<sup>2</sup> [https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche\\_minu/opinion\\_2024/opi240614.pdf](https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche_minu/opinion_2024/opi240614.pdf)

<sup>3</sup> Samikawa et al., 2024. BOJ's Exit, Struggling with its Enormous Balance Sheet, Japan Center for Economic Research.

<sup>4</sup> 同上。





图表3: 日央行资产负债表 (单位: 10 亿日元)

| 资产        | 环比变化   | 每隔10天      |            |            |            | 占比(最新)  | 环比变化   | 最近3个月   |         |         |         | 占比      | 资产负债表(YOY) |         |         | 货币供应量(M3) |         |         | 第一梯队 |  |  |
|-----------|--------|------------|------------|------------|------------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|------------|---------|---------|-----------|---------|---------|------|--|--|
|           |        | 2024-06-20 | 2024-06-10 | 2024-05-31 | 2024-05-20 |         |        | 2024-05 | 2024-04 | 2024-03 | 2024-03 |         | 2023-02    | 2010-10 | 2006-03 | 2001-03   |         |         |      |  |  |
| 黄金        | 0      | 441        | 441        | 441        | 441        | 0.06%   | 0      | 441     | 441     | 441     | 0.06%   | 441     | 0          | 441     | 441     | 0.30%     | 441     | 445     |      |  |  |
| 现金        | 7      | 460        | 453        | 459        | 447        | 0.06%   | 3      | 459     | 457     | 459     | 0.06%   | 459     | 0          | 326     | 361     | 0.15%     | 220     | 333     |      |  |  |
| 特别协议-应收账款 | #N/A   | #N/A       | #N/A       | #N/A       | #N/A       | 0.00%   | 0      | 0       | 0       | 0       | 0.00%   | 0       | 0          | 0       | 0       | 3.58%     | 5190    | #N/A    |      |  |  |
| 政府证券      | -10288 | 587280     | 597568     | 596713     | 595536     | 78.40%  | 2955   | 596713  | 593758  | 589663  | 77.95%  | 589663  | 1          | 121947  | 77674   | 4.39%     | 93273   | 57732   |      |  |  |
| 短期国库券     | -205   | 3693       | 3898       | 3898       | 3928       | 0.51%   | -118   | 3898    | 4016    | 4047    | 0.53%   | 4047    | 0          | 29013   | 20577   | 22.64%    | 32799   | #N/A    |      |  |  |
| 日本政府债券    | -10082 | 583588     | 593670     | 592815     | 591608     | 77.89%  | 3073   | 592815  | 589742  | 585617  | 77.42%  | 585617  | 1          | 92934   | 57097   | 41.75%    | 60474   | #N/A    |      |  |  |
| 商业票据      | 210    | 2189       | 1979       | 2102       | 2261       | 0.28%   | -267   | 2102    | 2369    | 2211    | 0.29%   | 2211    | 0          | 2035    | #N/A    | #N/A      | #N/A    | #N/A    |      |  |  |
| 企业债券      | -82    | 5798       | 5880       | 5900       | 5901       | 0.78%   | -5     | 5900    | 5905    | 6073    | 0.80%   | 6073    | 0          | 3008    | 8       | #N/A      | #N/A    | #N/A    |      |  |  |
| 以信托财产方式占款 | -7     | 131        | 138        | 142        | 142        | 0.02%   | -11    | 142     | 153     | 171     | 0.02%   | 171     | 0          | 1410    | 1507    | 1.38%     | 1997    | #N/A    |      |  |  |
| ETF       | 0      | 37186      | 37186      | 37186      | 37186      | 4.89%   | 0      | 37186   | 37186   | 37186   | 4.92%   | 37186   | 0          | 1503    | #N/A    | #N/A      | #N/A    | #N/A    |      |  |  |
| J-REITs   | 0      | 656        | 656        | 656        | 656        | 0.09%   | 0      | 656     | 656     | 656     | 0.09%   | 656     | 0          | 116     | #N/A    | #N/A      | #N/A    | #N/A    |      |  |  |
| 贷款与贴现     | 851    | 106965     | 106113     | 106277     | 106257     | 13.96%  | 14     | 106277  | 106263  | 107908  | 14.27%  | 107908  | 0          | 27340   | 35526   | 0.02%     | 30      | 1409    |      |  |  |
| 贴现票据      | #N/A   | #N/A       | #N/A       | #N/A       | #N/A       | 0.00%   | 0      | 0       | 0       | 0       | 0.00%   | 0       | 0          | 0       | 0       | 0.00%     | 0       | 5       |      |  |  |
| 贷款        | #N/A   | #N/A       | #N/A       | #N/A       | #N/A       | 13.96%  | 14     | 106277  | 106263  | 107908  | 14.27%  | 107908  | 0          | 27340   | 35526   | 0.02%     | 30      | 1009    |      |  |  |
| 外币资产      | 56     | 10494      | 10438      | 10286      | 10259      | 1.35%   | 75     | 10286   | 10211   | 10736   | 1.42%   | 10736   | 0          | 4940    | 5327    | 3.45%     | 4998    | 3252    |      |  |  |
| 代理存款      | -6     | 3          | 9          | 9          | 4          | 0.00%   | -7     | 9       | 16      | 10      | 0.00%   | 10      | 0          | 10      | 14      | 0.06%     | 92      | 3436    |      |  |  |
| 其他资产      | -15    | 906        | 920        | 913        | 916        | 0.12%   | 8      | 913     | 905     | 898     | 0.12%   | 898     | 0          | 455     | 560     | 2.66%     | 38022   | 48490   |      |  |  |
| 总资产       | -9272  | 752510     | 761782     | 761085     | 760007     | 100.00% | 2765   | 761085  | 758320  | 756423  | 100.00% | 756423  | 1          | 163532  | 121417  | 100.00%   | 144863  | 115096  |      |  |  |
| 负债        | 变化     | 2024-06-20 | 2024-06-10 | 2024-05-31 | 2024-05-20 | 占比      | 环比变化   | 2024-05 | 2024-04 | 2024-03 | 占比      | 2024-03 | 占比         | 2013-02 | 2010-10 | 占比        | 2006-03 | 2001-03 |      |  |  |
| 已发行钞票     | -197   | 118884     | 119080     | 119469     | 119830     | 15.70%  | -1722  | 119469  | 121191  | 120880  | 15.98%  | 120880  | 50.70%     | 82903   | 75001   | 51.76%    | 74978   | 58674   |      |  |  |
| 活期存款      | 17982  | 557086     | 539104     | 551524     | 551711     | 72.47%  | -18813 | 551524  | 570837  | 561182  | 74.19%  | 561182  | 26.82%     | 43859   | 17840   | 21.54%    | 31202   | 5814    |      |  |  |
| 其他存款      | 1425   | 37804      | 36379      | 35460      | 34781      | 4.66%   | 876    | 35460   | 34884   | 37843   | 5.00%   | 37843   | 0.33%      | 539     | 19      | 0.15%     | 213     | 17      |      |  |  |
| 政府存款      | -14744 | 8203       | 22947      | 11332      | 7143       | 1.49%   | 8812   | 11332   | 2520    | 15710   | 2.08%   | 15710   | 1.13%      | 1847    | 1401    | 4.53%     | 6569    | 22073   |      |  |  |
| 回购证券款项    | -14516 | 16182      | 30698      | 29879      | 30460      | 3.93%   | 16223  | 29879   | 13656   | 4259    | 0.56%   | 4259    | 16.98%     | 27768   | 18067   | 16.81%    | 24358   | #N/A    |      |  |  |
| 已售楼款      | 0      | 0          | 0          | 0          | 0          | 0.00%   | 0      | 0       | 0       | 0       | 0.00%   | 0       | 0.00%      | 0       | 0       | 0.97%     | 1401    | #N/A    |      |  |  |
| 其他        | 778    | 574        | -204       | -357       | 3994       | -0.05%  | -2725  | -357    | 2368    | 2887    | 0.38%   | 2887    | 0.41%      | 667     | 678     | 0.34%     | 495     | 1900    |      |  |  |
| 储备        | 0      | 10114      | 10114      | 10114      | 8538       | 1.33%   | 0      | 10114   | 10114   | 10114   | 1.34%   | 10114   | 1.98%      | 3237    | 3231    | 2.15%     | 3121    | 2501    |      |  |  |
| 总负债       | -9272  | 748847     | 758119     | 757422     | 756458     | 99.52%  | 2851   | 757422  | 754771  | 752874  | 99.53%  | 752874  | 98.24%     | 160820  | 118738  | 98.26%    | 142335  | 113014  |      |  |  |
| 资本        | 0.0    | 0.1        | 0.1        | 0.1        | 0.1        | 0.00%   | 0.0    | 0.1     | 0.1     | 0.1     | 0.00%   | 0.1     | 0.00%      | 0.1     | 0.1     | 0.00%     | 0.1     | 0.1     |      |  |  |
| 法定准备金     | 0      | 3663       | 3663       | 3663       | 3548       | 0.48%   | 114    | 3663    | 3548    | 3548    | 0.47%   | 3548    | 1.66%      | 2713    | 2678    | 1.74%     | 2527    | 2265    |      |  |  |
| 负债+资本+准备  | -9272  | 752510     | 761782     | 761085     | 760007     | 100.00% | 2765   | 761085  | 758320  | 756423  | 100.00% | 756423  | 100.00%    | 163532  | 121417  | 100.00%   | 144863  | 115096  |      |  |  |

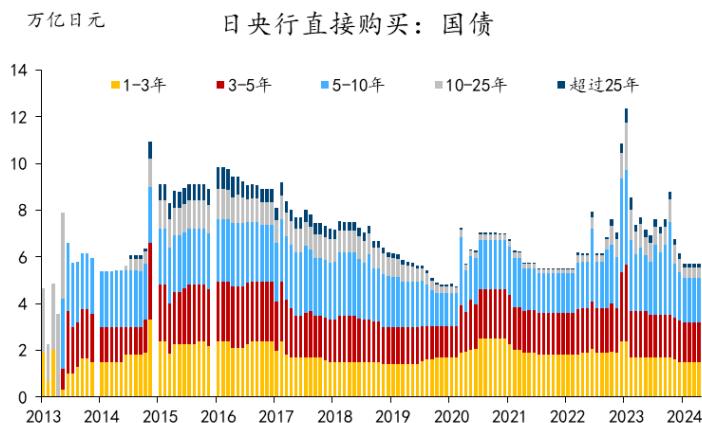
来源: CEIC、国金证券研究所

(二) 日央行缩减 JGBs 的约束条件: 日本国债市场的流动性和深度

在直接购买政府证券操作中, 目前日央行的月均购买总额约为 6 万亿日元, 由于到期量大, 净购买量约等于零——相当于美联储的“再投资”(reinvestment) 阶段。期限分布方面, 3 月例会后, 日央行未再购买短期国库券, 所以主要是 1 年及以上的中长期国债: 以 5 月为例, 1-3 年购买量为 1.5 万亿、3-5 年和 5-10 年均约为 1.7 万亿, 10 年以上 0.6 万亿。所以, 1-10 年合计占比接近 90%。值得注意的是, 1-4 月 5-10 年期 JGB 的购买量为 1.9 万亿, 比 5 月多 0.2 万亿。换言之, 局部缩表已经开始。

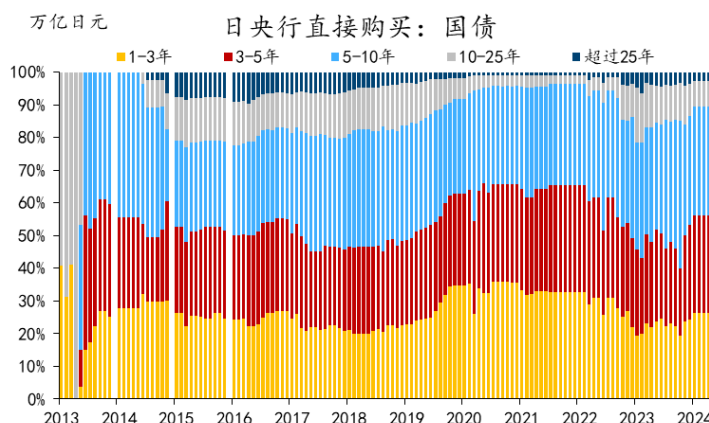
分期限、分阶段地推进缩表, 直至准备金达到充足水平<sup>5</sup>, 资产负债表正常化也就完成了。关于缩减 JGB 的参数设置, 除阶梯式降低月均购买额之外<sup>6</sup>, 如果再参照日央行退出 YCC 的经验, 在保持每月购买规模的中枢不变的同时扩大弹性, 也是可选的一种方式。

图表4: 日央行直接购买国债的期限结构(规模)



来源: CEIC、国金证券研究所

图表5: 日央行购买国债的期限结构(占比)



来源: CEIC、国金证券研究所

<sup>5</sup> 参考深度报告《揭开美联储缩表的“面纱”》(2024 年 2 月 10 日)

<sup>6</sup> 美联储是阶梯式降低每月再投资上限。



从国债的供求关系角度看，日央行缩减 JGBs 的斜率取决于存量流动性状况、新增国债的融资需求和机构或个人增配国债的需求。所以，关键问题是，私人部门能否弥补日央行的购买力缺口？从日本国债的持有人结构上看，截止到 2023 年底，日央行持有的 JGBs 规模为 581 万亿，占存量 JGBs 的比例为 53.8%（剩余期限 10 年以内的份额接近 7 成），排名第二和第三的是保险公司和银行，规模分别为 200 万亿和 118 万亿，占比分别为 18.5% 和 10.9%。排名第四、第五的是国外和公共养老金，规模为 72 万亿和 54 万亿，占比分别为 6.7% 和 5.0%。其中，国外是短期国库券最主要持有人，余额为 93 万亿，占比 66.0%，是其持有的长债的 1.7 倍。故可以假设，日央行的购买力缺口将主要由国内的银行和保险公司补充（占比合计近 3 成）。2013 年实施 QQE 以来，银行持续减配 JGBs。2016 年实施负利率以来，保险公司也在减配 JGBs。可以预期的是，随着日债收益率曲线的正常化，国内机构对日债的配置性需求会上升。这是日央行 QT 的一个约束条件。其中，基于巴塞尔新规对银行杠杆率和账面利率风险的约束，银行的容量大约为 100 万亿日元<sup>7</sup>。

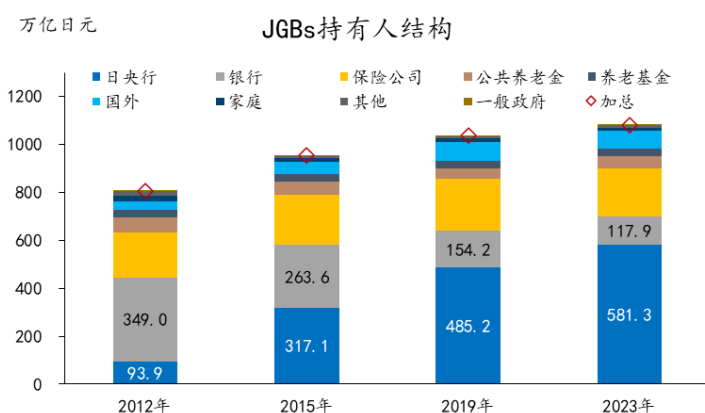
2013-2023 年，日央行持有的 JGBs 从 94 万亿增加到了 581 万亿，10 年累计增加了 487 万亿。其中，2020-2023 年增加了近 100 万亿，年均 25 万亿。同一时期，日本政府未偿国债余额从 807 万亿增加到了 1080 万亿，仅增加了 270 万亿，说明日央行从私人部门净购买了约 217 万亿 JGBs。其中，2020-2023 年，JGBs 未偿余额增加了 43 万亿，说明日央行从私人部门净购买了 57 万亿。日央行缩表（或维持 JGBs 规模不变）意味着私人部门将从净出售者变为净购买者。为了防止长端利率出现超调，日央行只能“摸着石头过河”。

图表6：日本政府证券的持有人结构（截止到 2023 年底，单位：万亿日元）

| 持有人   | 政府证券   |       | 国债 (JGBs) |       | 国库券 (T-Bills) |       |
|-------|--------|-------|-----------|-------|---------------|-------|
|       | 规模     | 占比    | 规模        | 占比    | 规模            | 占比    |
| 日央行   | 585.2  | 47.9% | 581.3     | 53.8% | 3.9           | 2.8%  |
| 银行    | 160.1  | 13.1% | 117.9     | 10.9% | 42.2          | 30.0% |
| 保险公司  | 201.7  | 16.5% | 199.8     | 18.5% | 1.9           | 1.3%  |
| 公共养老金 | 54.0   | 4.4%  | 54.0      | 5.0%  | 0.0           | 0.0%  |
| 养老基金  | 31.1   | 2.5%  | 31.1      | 2.9%  | 0.0           | 0.0%  |
| 国外    | 165.0  | 13.5% | 72.2      | 6.7%  | 92.8          | 65.9% |
| 家庭    | 13.5   | 1.1%  | 13.5      | 1.2%  | 0.0           | 0.0%  |
| 其他    | 9.6    | 0.8%  | 9.6       | 0.9%  | 0.0           | 0.0%  |
| 一般政府  | 1.4    | 0.1%  | 1.4       | 0.1%  | 0.0           | 0.0%  |
| 加总    | 1221.6 | 100%  | 1080.8    | 100%  | 140.8         | 100%  |

来源：日本财务省、国金证券研究所

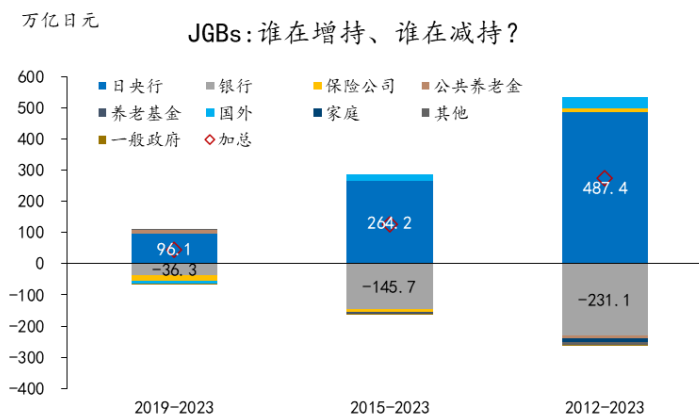
图表7：JGB 的规模及持有人结构



来源：日本财务省、国金证券研究所

说明：2012 年为 2013 年 3 月，2015 年为 2016 年 3 月，2019 和 2023 年为年底

图表8：2013 年 QQE 实施以来，谁在增持、谁在减持 JGB

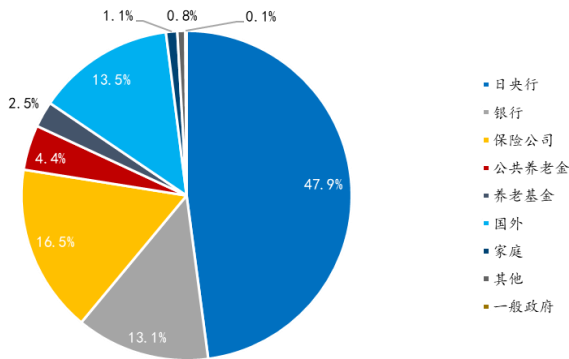


来源：日本财务省、国金证券研究所

<sup>7</sup> Samikawa et al., 2024.

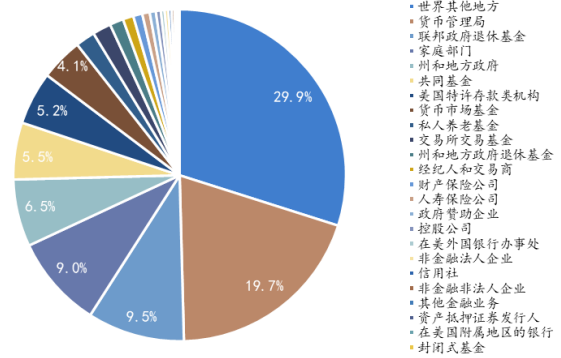


图表9: 日本政府证券的持有人结构



来源: 日本财务省、国金证券研究所

图表10: 美国政府证券的持有人结构

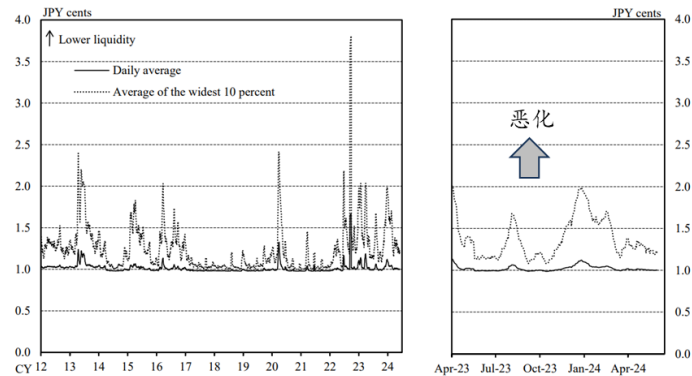


来源: 日本财务省、国金证券研究所

说明: 截止到 2024 年 1 季度, 国外持有美债 8.1 万亿, 其中中长期债 7.1 万亿。

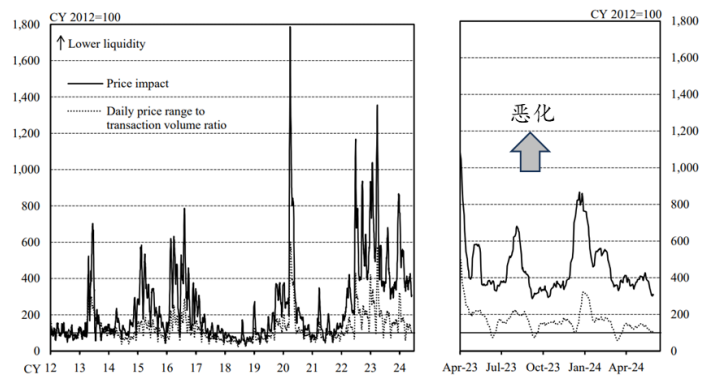
归根到底, 日央行缩减 JGBs 的约束或冲击, 依赖于日本国债市场的流动性和深度。2024 年 6 月召开的第 19 轮“债券市场小组”(Bond Market Group) 会议总结到<sup>8</sup>, 日本国债市场的流动性状况仍然处于历史低位, 主要因为日本央行持续大规模购买日本国债以及此前购买的存量效应。市场深度也明显不足, 因为当前的利率水平受到日本央行购买日本国债的股票效应的抑制, 以及对进一步加息的预期, 投资者投资日本国债的意愿仍然不高, 虽然相比取消 YCC 之前有一定好转。因此, 日央行缩减 JGBs 也将是一个漫长的过程。

图表11: JGBs 期货市场 bid-ask spreads



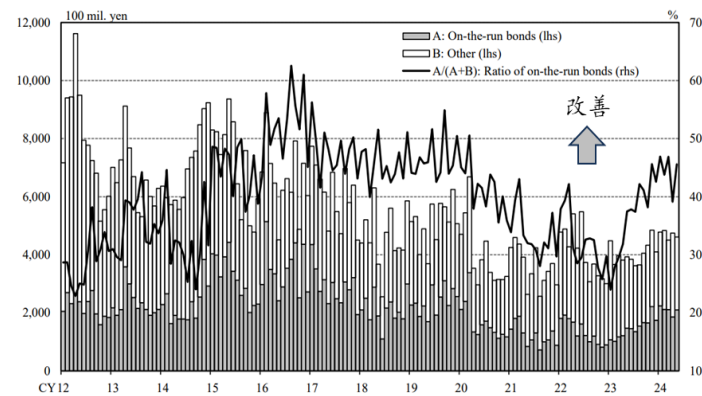
来源: 日央行、国金证券研究所

图表12: JGBs 现货市场价格波动



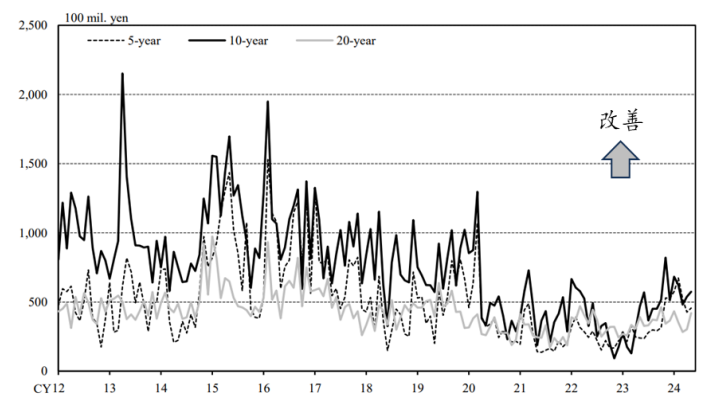
来源: 日央行、国金证券研究所

图表13: JGBs 现货市场日均交易量



来源: 日央行、国金证券研究所

图表14: JGBs 现货市场日均交易量 (分期限)

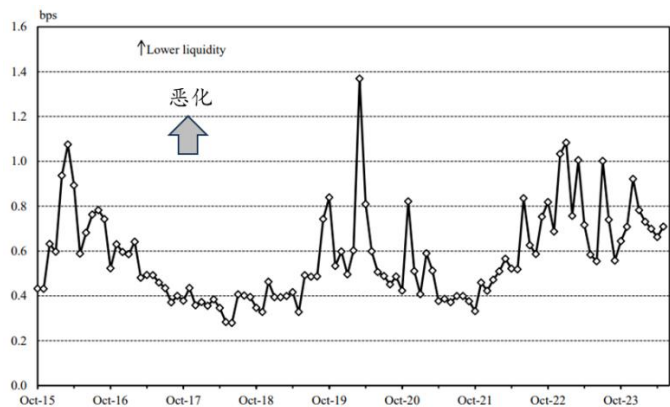


来源: 日央行、国金证券研究所

<sup>8</sup> [https://www.boj.or.jp/en/paym/bond/mbond\\_list/mbond240627.pdf](https://www.boj.or.jp/en/paym/bond/mbond_list/mbond240627.pdf)

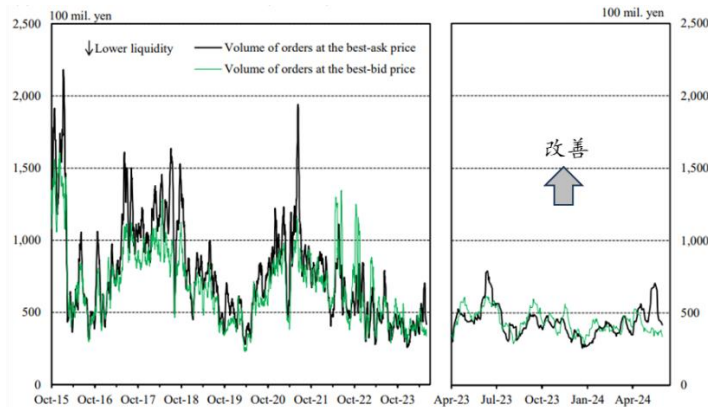


图表15: 交易商-客户报价价格 (最佳-最差)



来源: 日央行、国金证券研究所

图表16: 交易商-交易商最佳价差交易量



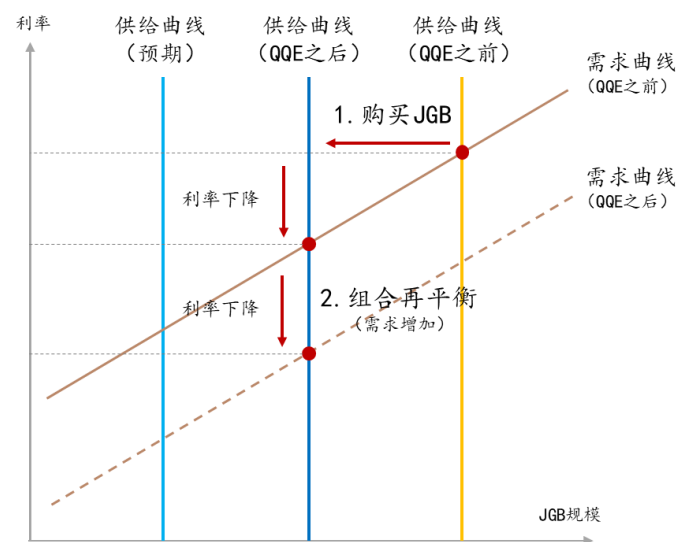
来源: 日央行、国金证券研究所

(三) 日央行缩减 JGBs 对长端利率影响几何? 缩表的终点在哪里?

日央缩减 JGBs 将在多大程度上推升长端利率? 日央行购买 JGBs 对长端利率的影响分为流量效应 (flow effect) 和存量效应 (stock effect): 流量效应是指央行在二级市场购买国债时对国债收益率的直接影响; 存量效应是指中央银行持有大量国债对市场参与者在不同期限利率之间的风险分配产生的影响, 从而导致各种期限利率下降。并且, 实证研究表明, 存量效应往往比流量效应更具持续性。日央行定量测算的结果认为, 目前的存量效应大约为 100bp<sup>9</sup>, 换言之, 只要份额不回到 QQE 之前 (政府证券 13%, 国债 11.6%), 存量效应仍将发挥作用。

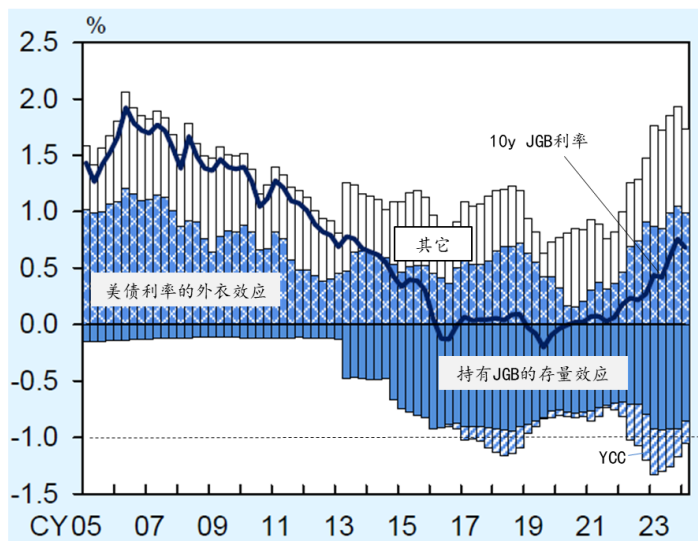
所以, 短期而言, 只要日央行以渐进的和可预见的方式缩表, 对长端利率的影响或是有限的。日央行的定量研究表明, 持有 JGBs 的市场份额每下降 1 个百分点, 10 年期日本国债利率将上升 2 个基点。在日央行完全停止购买 JGBs 的极端假设下, 10 年期国债收益率可能上升 20-30 个基点 (未考虑信号效应)。如果参考美国的经验, 以维持充足准备金框架的良好运行为前提, 央行 QT 或并非影响利率曲线的关键因素, 更主要的是日央行加息和美债利率的外溢效应。

图表17: 日央行购买 JGBs 作用于日债利率的机制



来源: 日央行, 作者绘制、国金证券研究所

图表18: 日央行购买 JGBs 的存量效应约为 100bps



来源: 日央行、国金证券研究所

BOJ 缩表的终点在哪里? 实操中, 可通过观察货币市场利率的中枢或分布, 判断准备金的充裕程度, 通过债券市场的流动性状况或压力指标, 判断债券供求关系的紧张程度。这两

<sup>9</sup> 参考 2021 年 3 月评估或 2024 年 1 季度经济展望报告。



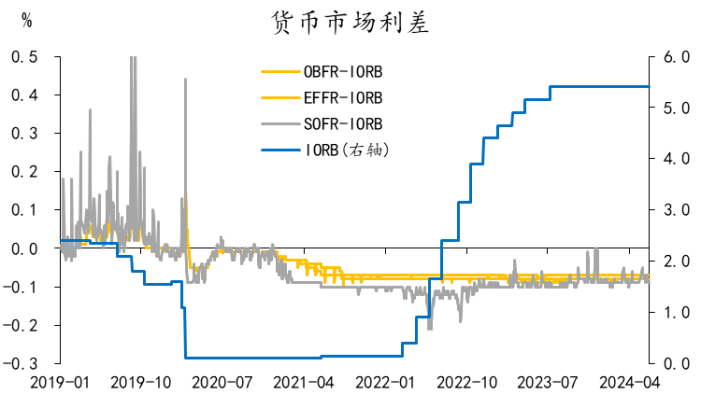
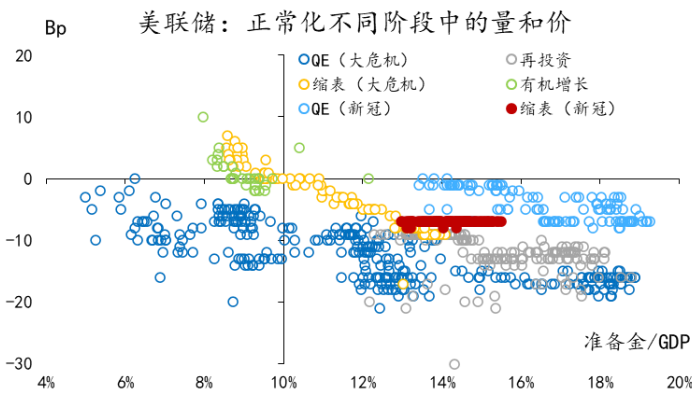


方面都可能影响日央行购债行为。在深度报告《揭开美联储缩表的“面纱”》中，我们系统阐述了充足准备金框架下银行准备金与货币市场利率的关系和“最优准备金原理”。在美国，联邦基金利率和准备金利率的利差是衡量准备金充裕程度的指标。当准备金从过剩状况向充足和短缺状态转换过程中，利差的中枢会上行，利差的准备金敏感系数也趋于上行（即斜率变大）。所以，当观察到利差的波动性开始抬升、中枢由负转正，则可认为准备金供求关系变得紧张。

在日本，无担保隔夜拆借利率对应着联邦基金利率，补充性存款便利利率对应着准备金利率。所以，可用无担保隔夜拆借利率和补充存款便利利率的利差来观察准备金充裕度：目前利差为负，当其中枢变为零、或转正时，需密切关注货币市场流动性状况。此外，还可通过隔夜拆借利率的分布情况（如最高-平均）来观察：当最高值-平均值的波动率明显抬升、幅度持续扩大时，应更密切地检测。

图表19: 美国货币市场利差与准备金数量的关系

图表20: 美国准备金依然处于“过剩”状态

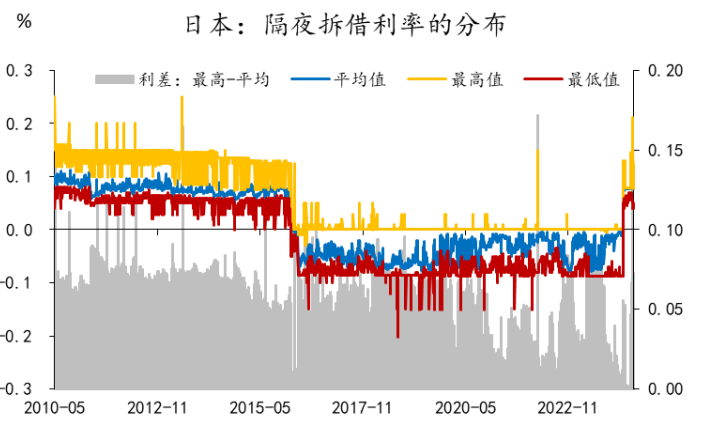
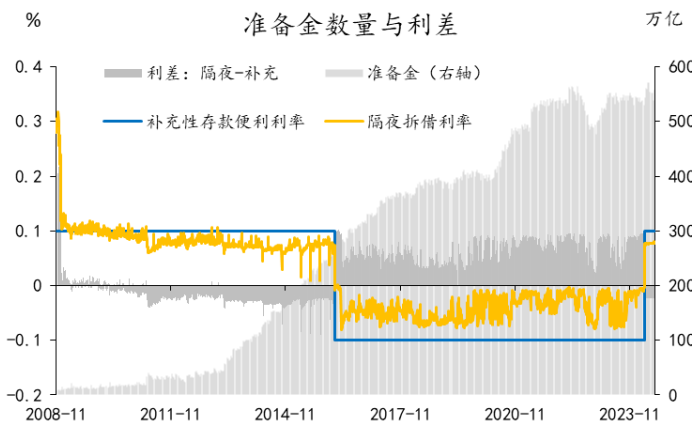


来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

图表21: 日本货币市场流动性状况

图表22: 日本隔夜拆借利率的分布



来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

## 二、热点思考:

### (一) 美国大选: 首场总统辩论结束, 特朗普表现占上风

北京时间6月28日9点, 拜登和特朗普在CNN举行2024年大选首场辩论。特朗普的综合表现显著占上风, 精神状态和辩论技巧等都更胜一筹。辩论开始后, PredictIt网站实时预测显示, 特朗普胜率最高上冲至65%, 拜登降至30%。

双方辩论了多个关键议题。经济方面, 拜登强调了其在降低通胀和创造就业方面的努力; 特朗普则批评拜登的经济政策, 认为其导致了通胀上升, 并声称自身总统任期内经济增长更强劲。医疗方面, 拜登捍卫其医疗保健政策, 包括扩展奥巴马医改; 特朗普批评这些努



力，认为它们导致了成本增加和选择减少。特朗普重申了废除和替代奥巴马医改的承诺，但在辩论中未提供具体细节。外交方面，拜登强调其在加强盟友关系和对抗俄罗斯方面的努力；特朗普批评拜登的做法过于软弱，声称其总统任期内对敌对国家的态度更为强硬，并更有效地促进了美国利益。移民政策方面，拜登为其政府在边境安全和移民方面的政策辩护；特朗普批评这些政策过于宽松，主张加强边境控制。社会问题方面，拜登支持更严格的保护堕胎权利，如果连任将恢复《罗诉韦德案》保护的堕胎权；特朗普则表示支持各州自行决定是否允许堕胎。

随着特朗普辩论表现占优，美元、美债收益率均上涨，表明市场预期特朗普若上台，或将支撑强势美元。辩论开始后，特朗普的优势逐步显现，截至辩论结束，美元指数上涨 0.4% 至 106.7；10 年美债收益率上涨 1.6BP 至 4.3%；股市则反应平平，标普 500 期货小幅下跌 0.04%，纳指期货微跌 0.01%。

向后看，为扭转劣势，民主党或加快政策推进步伐。截至 6 月 25 日，特朗普支持率 46.5%，拜登支持率 45.2%，特朗普领先 1.3 个点；主要摇摆州当中，特朗普支持率继续领跑。距离大选已不足 5 个月，民主党或加快政策推进步伐，包括加速推进学生贷款补贴、地产支持计划等，下半年仍需关注美国财政扩张的可能。

图表23: 特朗普与拜登政策差异

| 政策领域 | 特朗普政策主张   | 拜登政策主张   |
|------|---|--|
| 经济政策 | 主张减税，实施税收减免和就业法案 (Tax Cuts and Jobs Act)，降低个人和企业税率。           | 通过美国救援计划法案 (American Rescue Plan Act)，提供经济刺激以应对 COVID19 疫情。提出基建法案 (Infrastructure Investment and Jobs Act)，重点在于改善公共基础设施和创造就业 |
| 贸易政策 | 主张强硬的贸易政策，尤其针对中国，强调关税和贸易保护措施。                                 | 强调多边合作和重新与盟友谈判贸易协议，关注公平贸易和工人权益。  |
| 外交政策 | 强调“美国优先”，削减国际援助，减少对国际组织的支持。退出伊朗核协议和巴黎气候协定。与北约盟友关系紧张，要求其增加国防开支 | 强调多边外交和与盟友的合作。重返巴黎气候协定和世界卫生组织。加强与传统盟友的合作，包括北约和亚太地区伙伴。重启与伊朗的核协议谈判   |
| 国防政策 | 增加国防预算，强调军事现代化和力量增强。推行太空部队的成立                                 | 继续支持国防预算，但更多关注于技术创新和应对新兴威胁。结束美国在阿富汗的军事行动   |
| 环境政策 | 放松环保法规，特别是对化石燃料行业的限制。支持石油和天然气行业的发展。                           | 提出和推动清洁能源和气候变化政策。重视环保法规，提高对可再生能源的支持  |
| 移民政策 | 实施了边境墙建设和其他严格的移民控制措施，推行“零容忍”政策                                | 撤销了部分特朗普时期的严格移民政策。推动移民法案，旨在为移民提供道路以合法身份留在美国  |
| 医疗保健 | 推动废除奥巴马医保 (ACA)，但未能通过。在任期末期应对 COVID 疫情                        | 加强奥巴马医保 (ACA) 措施。推动 COVID 疫苗接种和公共卫生措施  |
| 司法改革 | 提名保守派法官，强调“法律与秩序”。通过第一步法案 (First Step Act)，改革刑事司法系统。          | 在刑事司法改革方面尚无显著立法。提名并成功任命自由派联邦法院法官   |
| 社会政策 | 保守派立场，反对堕胎，支持持枪权利。  | 自由派立场，支持堕胎权利，呼吁更严格的枪支管制。   |

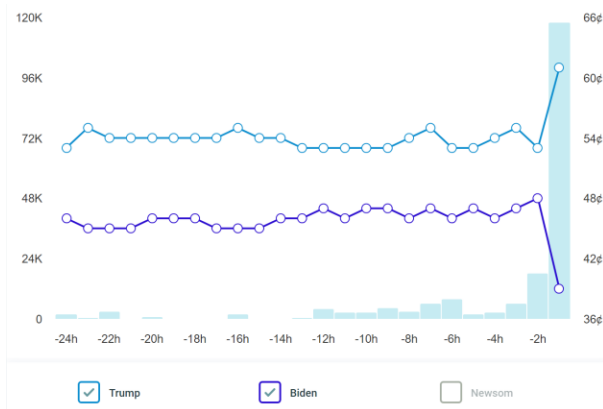
来源: White House、国金证券研究所

图表24: 美国大选民调支持率



来源: RCP、国金证券研究所

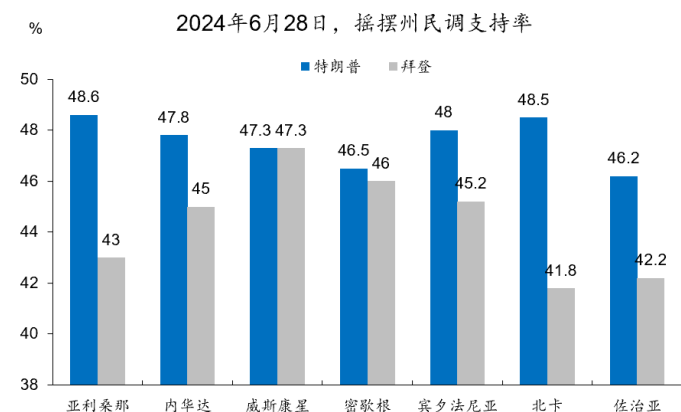
图表25: 辩论期间, PredictIt 支持率变化



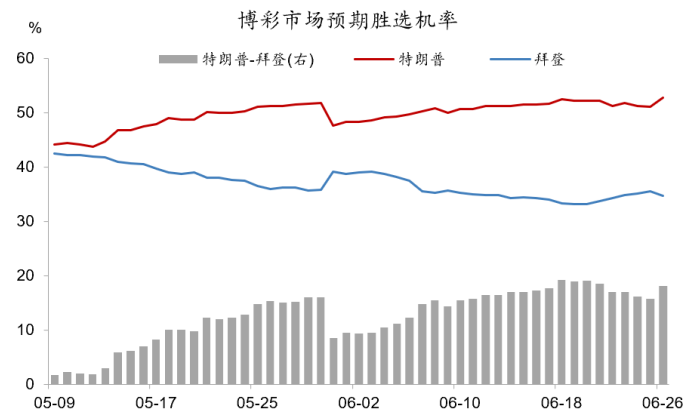
来源: PredictIt、国金证券研究所



图表26: 特朗普摇摆州民调领先拜登



图表27: 博彩市场预期特朗普获胜



来源: RCP、国金证券研究所

来源: RCP、国金证券研究所

(二) 美国流动性: 市场定价美联储9月降息概率为58%

6月26日当周, 美联储总资产规模下降210亿美元, 美联储BTFP工具使用量略降。负债端, 逆回购规模上升1150亿美元, 准备金规模下降970亿美元, TGA存款下降380亿美元。货币市场基金规模上升50亿美元。6月19日当周, 美国商业银行存款下降260亿美元, 大型银行存款上升80亿美元。本周PCE通胀数据公布后, 市场降息预期有所回升, CME FedWatch显示, 截至6月28日, 市场定价美联储今年降息1.6次, 9月降息概率为58%。

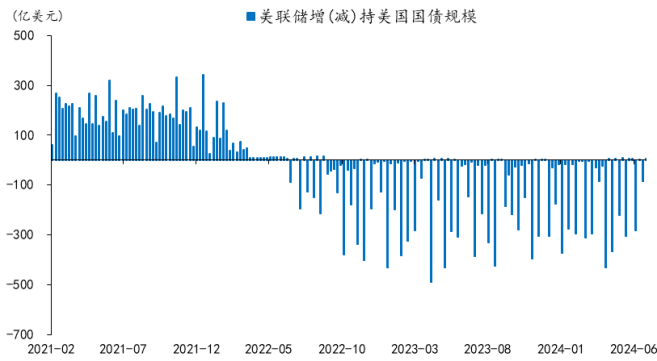
图表28: 美国流动性量价跟踪

| 美国流动性量价跟踪 |                 | 单位    | 周度变动   | 06-26   | 06-19   | 06-12   | 06-05   | 05-29   | 05-22   | 05-15  |  |
|-----------|-----------------|-------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--|
| 流动性数量型指标  | <b>美联储</b>      |       |        |         |         |         |         |         |         |        |  |
|           | 总资产             | 十亿美元  | ↓ -21  | 7231.2  | 7252.5  | 7259.0  | 7255.7  | 7284.3  | 7299.6  | 7304.3 |  |
|           | 其他贷款            | 十亿美元  | ↓ 0    | 116.5   | 116.9   | 117.1   | 117.0   | 117.8   | 118.6   | 118.9  |  |
|           | 一级信贷            | 十亿美元  | ↑ 0.3  | 7.0     | 6.7     | 6.5     | 6.2     | 6.6     | 6.7     | 6.4    |  |
|           | 银行定期融资计划        | 十亿美元  | ↓ -1   | 106.6   | 107.3   | 107.7   | 107.8   | 108.2   | 109.0   | 109.6  |  |
|           | 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  | ↑ 115  | 879.8   | 764.9   | 832.8   | 745.8   | 824.6   | 864.9   | 827.2  |  |
|           | 准备金             | 十亿美元  | ↓ -97  | 3268.9  | 3366.2  | 3434.0  | 3457.7  | 3391.1  | 3375.0  | 3416.4 |  |
|           | TGA             | 十亿美元  | ↓ -38  | 744.2   | 782.2   | 650.2   | 703.3   | 716.0   | 710.9   | 706.1  |  |
|           | <b>商业银行</b>     |       |        |         |         |         |         |         |         |        |  |
|           | 现金              | 十亿美元  | ↓ -64  |         | 3415.2  | 3479.6  | 3498.9  | 3447.2  | 3414.7  | 3443.4 |  |
|           | 消费贷             | 十亿美元  | ↑ 2    |         | 1906.8  | 1904.7  | 1904.2  | 1912.7  | 1893.9  | 1890.0 |  |
|           | 住房贷款            | 十亿美元  | ↑ 0    |         | 2599.7  | 2599.6  | 2592.7  | 2589.9  | 2588.8  | 2588.5 |  |
|           | 商业地产贷款          | 十亿美元  | ↑ 1    |         | 2995.7  | 2994.2  | 2995.5  | 2997.4  | 2995.8  | 3000.7 |  |
| 工商业贷款     | 十亿美元            | ↑ 9   |        | 2784.8  | 2776.2  | 2781.3  | 2780.8  | 2772.3  | 2780.0  |        |  |
| 存款        | 十亿美元            | ↓ -26 |        | 17515.3 | 17541.1 | 17533.9 | 17484.6 | 17395.3 | 17506.5 |        |  |
| 大银行存款     | 十亿美元            | ↑ 8   |        | 10847.1 | 10838.8 | 10824.1 | 10794.0 | 10716.2 | 10814.4 |        |  |
| 小银行存款     | 十亿美元            | ↓ -13 |        | 5363.8  | 5376.5  | 5375.2  | 5347.4  | 5325.7  | 5349.5  |        |  |
| 货币市场基金    | 十亿美元            | ↑ 5   |        | 6102.7  | 6097.7  | 6120.7  | 6092.6  | 6069.5  | 6065.7  | 6048.6 |  |
| 流动性价格型指标  | <b>隔夜融资市场</b>   |       |        |         |         |         |         |         |         |        |  |
|           | SOFR-IORB       | BP    | ↑ 1.0  | -6.0    | -7.0    | -9.0    | -7.0    | -7.0    | -9.0    | -9.0   |  |
|           | 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    | ↓ -1.3 | 9.6     | 10.9    | 9.8     | 8.9     | 14.9    | 14.2    | 14.1   |  |
|           | <b>票据与信用债市场</b> |       |        |         |         |         |         |         |         |        |  |
|           | Master企业债利差     | BP    | ↑ 1.0  | 97.0    | 96.0    | 90.0    | 91.0    | 88.0    | 89.0    | 90.0   |  |
|           | 票据利差            | BP    | ↑ 5.0  | 5.0     | 0.0     | -4.0    | #N/A    | 14.0    | 8.0     | 2.0    |  |
|           | <b>离岸市场</b>     |       |        |         |         |         |         |         |         |        |  |
|           | 欧元兑美元互换基差       | BP    | ↑ 0.5  | -3.5    | -4.0    | -3.0    | -1.8    | -3.1    | -2.5    | -3.0   |  |
| 日元兑美元互换基差 | BP              | ↑ 0.6 | -24.4  | -25.0   | -24.4   | -24.3   | -24.6   | -24.0   | -25.6   |        |  |

来源: FRED、Bloomberg、WIND、国金证券研究所

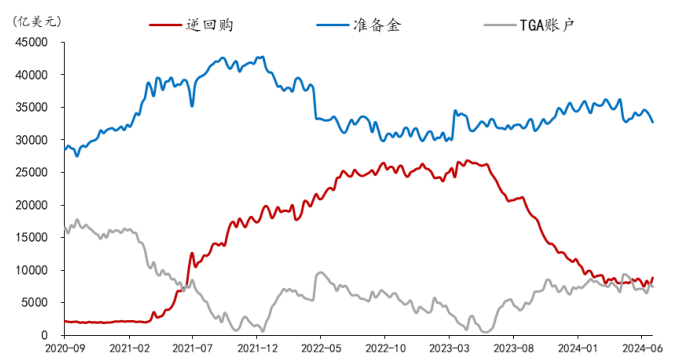


图表29: 美联储增持美债规模



来源: WIND、国金证券研究所

图表30: 美联储逆回购规模当周上升



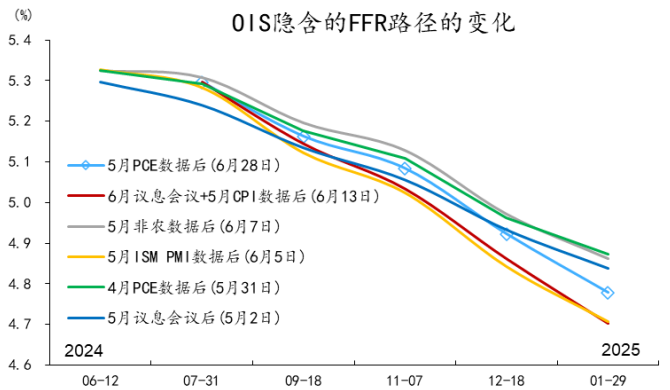
来源: WIND、国金证券研究所

图表31: 截至6月28日, 美联储降息概率

| 区间/日期   | 24-07 | 24-09 | 24-11 | 24-12 | 25-01 | 25-03 | 25-04 | 25-06 | 25-07 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 525-550 | 90    | 36    | 23    | 6     | 3     | 1     | 1     | 0     | 0     |
| 500-525 | 10    | 58    | 50    | 31    | 17    | 8     | 5     | 2     | 1     |
| 475-500 | 0     | 6     | 24    | 43    | 36    | 23    | 16    | 9     | 7     |
| 450-475 | 0     | 0     | 2     | 18    | 33    | 35    | 30    | 22    | 17    |
| 425-450 | 0     | 0     | 0     | 2     | 11    | 25    | 30    | 30    | 27    |
| 400-425 | 0     | 0     | 0     | 0     | 1     | 8     | 16    | 24    | 26    |
| 375-400 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 1     | 4     | 11    | 16    |
| 350-375 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 2     | 5     |
| 325-350 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 1     |

来源: FedWatch、国金证券研究所

图表32: OIS 隐含FFR利率



来源: Bloomberg、国金证券研究所

### (三) 美联储官员: 鲍曼鹰派表态

美联储理事鲍曼本周就美国货币政策和银行资本改革进行了观点交流, 展现了鹰派表态。在经济和货币政策方面, 鲍曼认为通胀仍处于高位, 但有望在政策利率保持稳定的情况下进一步下降, 目前还不是降息的适当时机。她指出仍存在一些通胀上行风险, 如移民增加和劳动力市场持续紧缩可能导致核心服务通胀持续走高、地缘政治影响等。她表示将继续密切关注数据, 谨慎评估货币政策立场, 若通胀数据恶化, 不排除进一步加息, 认为恢复价格稳定对于实现长期最大就业至关重要。

另一位理事库克总结了美国经济和通胀形势, 并阐述了她对货币政策前景的看法, 未来适当时候降息是合适的。库克指出通胀改善明显, 尽管最近几个月进展有所放缓; 劳动力市场总体上已恢复到供需更加平衡的状态, 与2020年之前的紧张但不过热的水平大致相当; 失业率虽然仍处于低位, 但已逐步上升。库克认为目前的政策立场是限制性的, 但通胀和就业风险已趋于更加平衡。她暗示如果经济数据演变符合预期, 未来适当时候降低政策限制性以维持经济健康平衡是合适的。




**图表33: 美联储官员: 鲍曼鹰派表态**

| 官员名称 | 职位                      | 演讲主题                 | 发言内容  | 发言时间<br>(美国时间) | 态度倾向 |
|------|-------------------------|----------------------|---|----------------|------|
| 戴利   | 2024年FOMC票委,<br>旧金山联储主席 | 就人工智能、<br>劳动力市场发表讲话  | 通胀数据显示正在降温, 政策效果符合预期。有证据表明政策已足够紧缩。货币政策需要更长时间发挥作用, 但正在起作用。如果通胀保持稳定或下降缓慢, 利率需要更长时间保持较高水平。如果通胀下降或劳动力市场出现变化, 美联储可以适时调整政策。   | 2024年6月28日     | 中性   |
| 鲍曼   | 美联储理事                   | 银行资本改革的<br>后果        | 两个话题: 当前美国经济和货币政策形势, 以及银行资本改革可能带来的意外后果。在经济和货币政策方面, Bowman认为通胀仍处于高位, 但有望在政策利率保持稳定的情况下进一步下降, 目前还不是降息的适当时机。不过她也指出仍存在一些通胀上行风险, 如移民增加和劳动力市场持续紧缩可能导致核心服务通胀持续走高、地缘政治影响等。她表示将继续密切关注数据, 谨慎评估货币政策立场, 若通胀数据恶化, 不排除进一步加息。恢复价格稳定对于实现长期最大就业至关重要。                | 2024年6月26日     | 中性偏鹰 |
| 库克   | 美联储理事                   | 走向更加平衡<br>以及对货币政策的影响 | 总结了美国经济和通胀形势, 并阐述了她对货币政策前景的看法。Cook指出, 过去两年里通胀已经从7%以上的高点降至2.7%左右, 通胀改善明显, 尽管最近几个月进展有所放缓。劳动力市场总体上已恢复到供需更加平衡的状态, 与2020年之前的紧张但不过热的水平大致相当。失业率虽然仍处于低位, 但已逐步上升。在货币政策方面, Cook认为目前的政策立场是限制性的, 但通胀和就业风险已趋于更加平衡。她暗示如果经济数据演变符合预期, 未来适当时候降低政策限制性以维持经济健康平衡是合适的。 | 2024年6月25日     | 中性   |
| 戴利   | 2024年FOMC票委,<br>旧金山联储主席 | 就货币政策和<br>经济发表讲话     | 强调通胀不是唯一风险, 需要关注就业情况。劳动力市场放缓可能导致更高失业率。美联储可能需要抑制需求以使通胀率回到2%。政策必须有条件, 需要展现谨慎态度。如果通胀迅速下降或劳动力市场疲软, 降低政策利率将是必要的。如果通胀下降速度低于预期, 政策利率必须维持在高水平更长的时间。   | 2024年6月24日     | 中性   |
| 古尔斯比 | 2025年FOMC票委,<br>芝加哥联储主席 | 接受CNBC采访             | 通胀数据放缓将为更宽松的政策打开大门。目前美联储的政策是限制性的。我们将看到通胀数据有所改善。希望我们能获得更多通胀信心。通胀数据之外的经济显示出降温迹象。实体经济并未显示传统意义上的过热迹象。必须考虑政策相对于其他经济体的限制性。  | 2024年6月24日     | 中性   |

来源: FED、金十数据、国金证券研究所

#### (四) 通胀: 美国 PCE 通胀如期降温, 核心同比创近三年新低

美国 5 月 PCE 通胀如期降温, 核心 PCE 同比创近三年新低。美国 5 月 PCE 物价指数同比 2.6%, 预期 2.6%, 前值 2.7%; 环比 0%, 预期 0%, 前值 0.3%。美国 5 月核心 PCE 物价指数同比 2.6%, 预期 2.6%, 前值 2.8%, 为 2021 年 4 月以来最小增幅; 环比 0.1%, 预期 0.1%, 前值 0.2%上修至 0.3%, 为近 6 个月以来最小涨幅 (若保留 2 位小数, 则是 2020 年 12 月以来最小涨幅)。

美国 5 月实际个人消费支出环比 0.3%, 预期 0.3%, 前值-0.1%, 其中, 商品支出环比 0.6%、前值-0.7%, 服务支出环比 0.1%、前值 0.1%。在商品支出中, 耐用品支出环比 1.1%、前值-0.7%, 主因休闲商品和汽车 (环比 2.6%、前值-2.4%)、其他耐用品 (环比 0.8%、前值-1.7%) 支出环比转正; 非耐用品支出环比 0.3%、前值-0.7%, 主因服装 (环比 1.1%、前值-1.2%)、汽油等能源商品 (环比 1.3%、前值-1.3%) 支出环比转正。

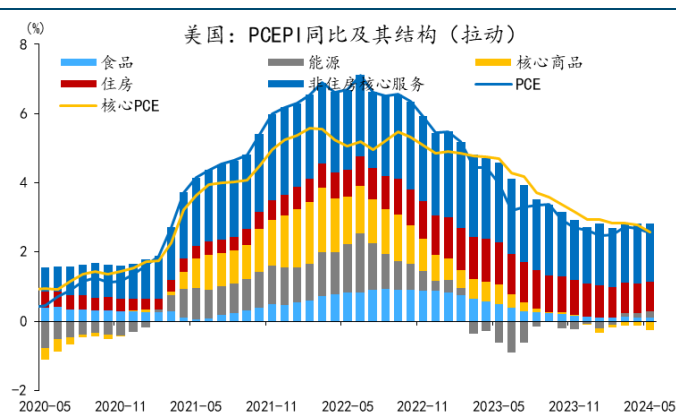


图表34: 美国5月PCE通胀同比、环比及其结构

| PCE分級 | 项目                       | 权重(%) | 预期值 | 季调_同比(%) |       |       |       |       | 预期值   | 季调_环比(%) |       |       |       |       |       |       |
|-------|--------------------------|-------|-----|----------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|       |                          |       |     | 24-05    | 24-04 | 24-03 | 24-02 | 24-01 |       | 23-12    | 24-05 | 24-04 | 24-03 | 24-02 | 24-01 | 23-12 |
| 整体    | PCE价格指数(PCEPI)           | 100.0 | 2.6 | 2.56     | 2.68  | 2.72  | 2.50  | 2.48  | 2.62  | 0.0      | -0.01 | 0.26  | 0.34  | 0.33  | 0.43  | 0.13  |
| 核心    | 核心PCE价格指数(不包括食品和能源)      | 88.4  | 2.6 | 2.57     | 2.78  | 2.83  | 2.83  | 2.94  | 2.94  | 0.1      | 0.08  | 0.26  | 0.33  | 0.26  | 0.51  | 0.15  |
| I_核心  | 核心商品(不包括食品和能源)           | 22.3  |     | -1.12    | -0.58 | -0.56 | -0.38 | -0.57 | -0.08 |          | -0.18 | 0.11  | 0.07  | 0.31  | -0.05 | -0.28 |
| I_核心  | 核心服务(不包括能源)              | 66.2  |     | 3.89     | 3.99  | 4.05  | 3.99  | 4.20  | 4.03  |          | 0.17  | 0.31  | 0.42  | 0.24  | 0.70  | 0.30  |
| I     | 商品                       | 32.3  |     | -0.14    | 0.10  | 0.15  | -0.23 | -0.54 | 0.16  |          | -0.37 | 0.22  | 0.14  | 0.49  | -0.17 | -0.23 |
| II    | 耐用消费品(DG)                | 11.2  |     | -3.20    | -2.20 | -1.87 | -2.03 | -2.37 | -2.33 |          | -0.79 | -0.23 | 0.06  | 0.18  | 0.20  | -0.46 |
| III   | DG: 机动车和零部件              | 3.7   |     | -3.14    | -1.94 | 0.07  | 0.64  | -0.45 | 0.07  |          | 0.06  | -0.58 | -0.57 | 0.12  | -0.91 | 0.13  |
| III   | DG: 家具及家用设备              | 2.4   |     | -3.51    | -3.14 | -3.42 | -3.69 | -3.25 | -3.14 |          | -1.02 | -0.74 | 0.19  | -0.31 | 0.47  | -0.17 |
| III   | DG: 休闲商品和汽车              | 3.6   |     | -3.20    | -1.84 | -2.71 | -3.41 | -4.18 | -5.08 |          | -1.63 | 0.15  | 0.44  | 1.23  | 1.59  | -1.76 |
| III   | DG: 其他耐用品                | 1.4   |     | -2.90    | -2.48 | -2.66 | -3.15 | -1.70 | -0.53 |          | -0.46 | 0.56  | 0.58  | -1.36 | -0.68 | 0.74  |
| II    | 非耐用品(NG)                 | 21.0  |     | 1.57     | 1.37  | 1.27  | 0.78  | 0.48  | 1.56  |          | -0.15 | 0.46  | 0.19  | 0.66  | -0.37 | -0.11 |
| III   | NG: 为场外消费购买的食品和饮料        | 7.6   |     | 1.25     | 1.34  | 1.50  | 1.34  | 1.45  | 1.39  |          | 0.06  | -0.17 | -0.04 | 0.13  | 0.47  | 0.05  |
| III   | NG: 服装和鞋类                | 2.7   |     | 0.74     | 1.48  | 0.63  | 0.38  | 0.14  | 1.56  |          | -0.32 | 1.17  | 0.57  | 0.96  | -0.74 | -0.06 |
| III   | NG: 汽油及其他能源货物            | 2.4   |     | 4.79     | 2.56  | 2.50  | -3.52 | -6.31 | -1.30 |          | -3.41 | 2.50  | 1.45  | 3.42  | -3.28 | -0.70 |
| III   | NG: 其他非耐用品               | 8.3   |     | 1.20     | 1.03  | 0.90  | 1.71  | 1.80  | 2.61  |          | 0.68  | 0.22  | -0.09 | 0.27  | -0.17 | -0.09 |
| I     | 服务业                      | 67.7  |     | 3.92     | 3.98  | 4.01  | 3.88  | 4.02  | 3.87  |          | 0.17  | 0.29  | 0.43  | 0.25  | 0.71  | 0.30  |
| II    | 家庭消费支出(HC)               | 64.7  |     | 3.90     | 3.92  | 3.98  | 3.83  | 4.05  | 3.84  |          | 0.19  | 0.28  | 0.42  | 0.22  | 0.75  | 0.32  |
| III   | HC: 住房和公用事业              | 17.9  |     | 5.45     | 5.44  | 5.48  | 5.20  | 5.21  | 5.42  |          | 0.36  | 0.31  | 0.45  | 0.47  | 0.62  | 0.40  |
| IV    | 房屋                       | 15.6  |     | 5.54     | 5.64  | 5.79  | 5.85  | 6.13  | 6.31  |          | 0.42  | 0.41  | 0.43  | 0.44  | 0.52  | 0.42  |
| IV    | 家庭公用事业                   | 2.3   |     | 4.84     | 4.14  | 3.43  | 1.18  | -0.49 | -0.11 |          | -0.08 | -0.36 | 0.59  | 0.65  | 1.29  | 0.28  |
| III   | HC: 医疗保健                 | 16.7  |     | 3.07     | 2.58  | 2.94  | 3.12  | 3.12  | 2.48  |          | 0.71  | 0.06  | 0.15  | 0.16  | 0.62  | 0.16  |
| III   | HC: 交通                   | 3.2   |     | 2.37     | 3.07  | 3.11  | 2.31  | 2.60  | 3.60  |          | -0.65 | -1.03 | 1.43  | 0.35  | 0.00  | -0.29 |
| III   | HC: 娱乐                   | 3.9   |     | 4.01     | 4.08  | 4.08  | 4.22  | 4.58  | 4.91  |          | -0.34 | 0.32  | -0.16 | 0.53  | 0.38  | 0.86  |
| III   | HC: 餐饮业和住宿               | 7.3   |     | 2.94     | 3.38  | 3.09  | 3.69  | 4.44  | 4.51  |          | 0.23  | 0.28  | 0.24  | 0.02  | 0.66  | 0.31  |
| III   | HC: 金融和保险                | 7.3   |     | 5.41     | 5.39  | 4.90  | 4.12  | 4.24  | 3.13  |          | -0.33 | 0.95  | 0.45  | 0.20  | 1.85  | 0.78  |
| III   | HC: 其他                   | 8.3   |     | 2.39     | 2.79  | 3.19  | 2.63  | 3.20  | 2.79  |          | -0.23 | 0.59  | 0.89  | -0.20 | 0.87  | 0.08  |
| IV    | 通信公司                     | 1.6   |     | 0.24     | 0.06  | -0.21 | -0.58 | -1.11 | -1.13 |          | -0.02 | 0.21  | 0.17  | 0.50  | 0.42  | 0.09  |
| IV    | 教育服务                     | 1.8   |     | 2.11     | 2.05  | 2.04  | 2.10  | 2.05  | 2.12  |          | 0.24  | 0.18  | 0.17  | 0.18  | 0.20  | 0.18  |
| IV    | 专业及其他服务                  | 1.4   |     | 2.43     | 4.35  | 7.52  | 6.41  | 10.70 | 10.13 |          | -1.30 | 0.41  | 1.70  | -2.54 | 1.27  | -0.11 |
| IV    | 个人护理和服装服务                | 1.1   |     | 6.98     | 7.23  | 5.37  | 4.39  | 5.09  | 4.44  |          | 0.93  | 2.04  | 1.24  | 0.11  | 1.14  | 0.12  |
| IV    | 社会服务和宗教活动                | 1.6   |     | 4.43     | 4.39  | 4.48  | 4.62  | 4.63  | 4.49  |          | 0.24  | 0.37  | 0.21  | 0.23  | 0.61  | 0.65  |
| IV    | 家庭日常维护                   | 0.6   |     | 3.34     | 3.41  | 8.05  | 7.39  | 6.11  | 5.50  |          | -0.62 | -0.50 | 0.85  | 0.79  | 0.64  | -0.38 |
| II    | 家庭服务型非盈利机构最终消费支出(NPISHs) | 3.1   |     | 4.15     | 5.33  | 4.68  | 4.78  | 3.44  | 4.46  |          | -0.30 | 0.40  | 0.72  | 0.88  | 0.06  | -0.07 |

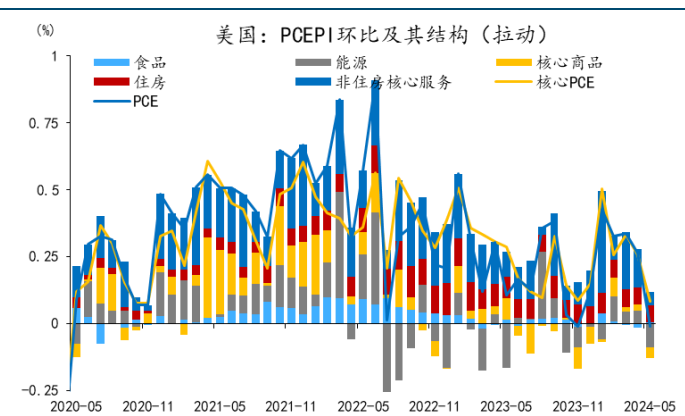
来源: CEIC、国金证券研究所

图表35: 美国5月核心PCE通胀同比创近三年新低



来源: CEIC、国金证券研究所

图表36: 美国5月核心PCE通胀环比创近6个月最低



来源: CEIC、国金证券研究所

(五) 地产: 美国住房市场放缓

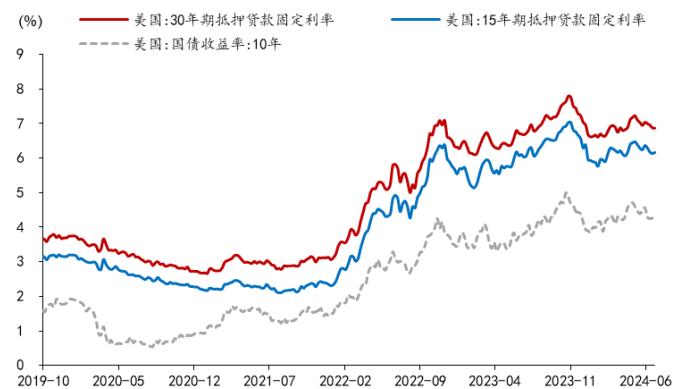
美国房价稳步上升, 但动能有所放缓。美国4月FHFA房价指数环比0.2%, 预期0.3%, 前值0.1%下修至0; 同比6.3%, 前值6.7%; 美国4月S&P/CS20座大城市房价指数同比7.2%, 预期7%, 前值7.4%上修至7.5%。

高利率和高房价抑制了房地产市场, 美国5月成屋签约销售指数意外跌至有记录以来低位水平。美国5月成屋签约销售指数70.8, 创2005年11月有记录以来第二低点(最低点为2020年4月的70), 前值72.3; 环比-2.1%, 预期2.5%, 前值-7.7%; 同比-6.6%, 预期-4.6%, 前值-7.4%。

美国新屋库存创2008年2月以来新高。美国5月新屋销售总数年化61.9万户, 为2023年12月以来新低, 预期64, 前值63.4上修至69.8; 环比-11.3%, 预期0.2%, 前值-4.7%上修至2%。5月份新建住房待售总数增至48.1万套, 为2008年2月以来的最高水平。按照目前的销售速度, 需要9.3个月才能耗尽全部库存, 这是自2022年11月以来最长的一次。

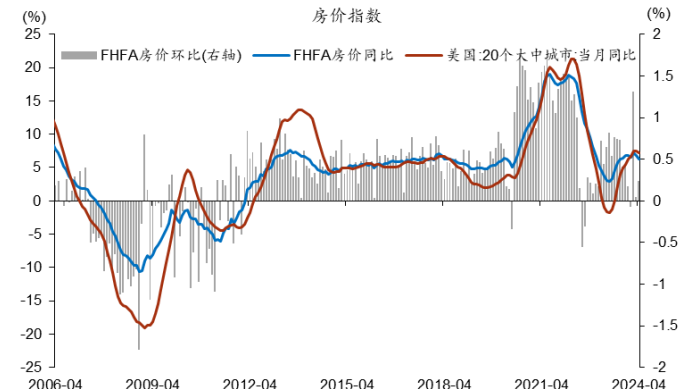


图表37: 美国 30 年期抵押贷款固定利率维持高位



来源: WIND、国金证券研究所

图表38: 美国 4 月房价稳步上升



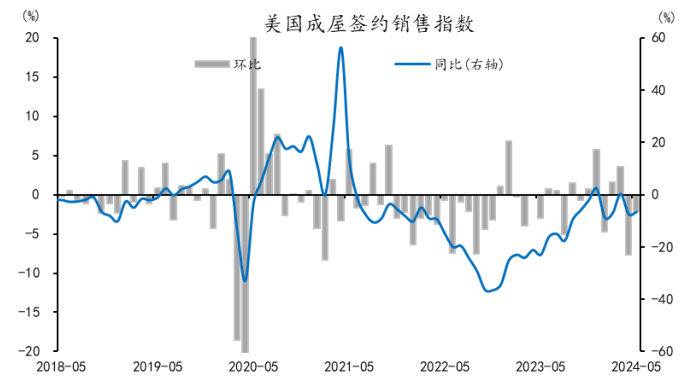
来源: CEIC、WIND、国金证券研究所

图表39: 美国 5 月成屋签约销售指数意外跌至低位水平



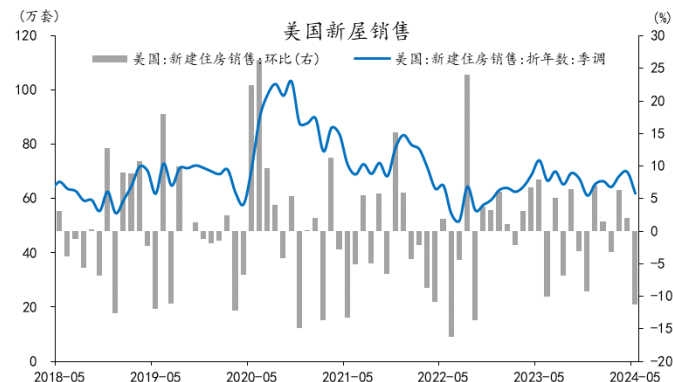
来源: WIND、国金证券研究所

图表40: 高利率和高房价抑制了房地产市场



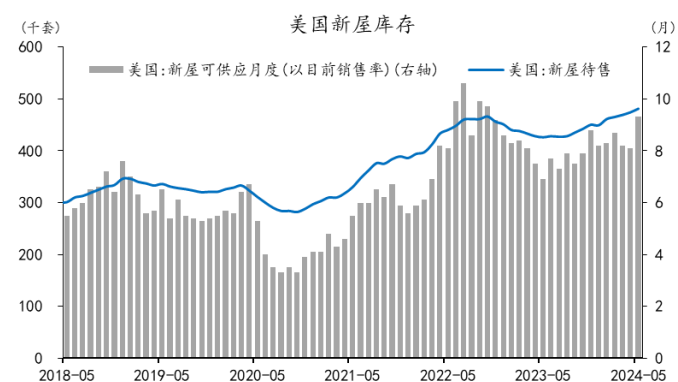
来源: WIND、国金证券研究所

图表41: 美国 5 月新屋销售数创 2023 年 12 月以来新低



来源: WIND、国金证券研究所

图表42: 美国 5 月新屋库存创 2008 年 2 月以来新高



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、金融条件边际收紧。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。

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: 021-80234211                   | 电话: 010-85950438                   | 电话: 0755-86695353                       |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn         | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn              |
| 邮编: 201204                         | 邮编: 100005                         | 邮编: 518000                              |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址: 北京市东城区建国内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究