研究所
分析师：袁野
SAC 登记编号：S1340523010002
Email：yuanye@cnpsec.com
研究助理：魏冉
SAC 登记编号：S1340123020012
Email：weiran@cnpsec.com

近期研究报告

《内松外紧，对美联储的预期或再面临大幅波动》 - 2023.08.20

宏观研究

美联储保留加息选项，利率限制性高位将延长

核心观点

美联储主席鲍威尔在此次杰克逊霍尔会议上表示对美国 2%的通胀目标保持不变，准备在适当的情况下进一步提高利率，并打算将政策利率维持在一个限制性水平直到确信通货膨胀正在按目标持续下降。鲍威尔此次发言没有给出像市场期待的“暂停加息”的表述，但对比之前会议发言，美联储目前态度中性偏鹰，面对即将公布的数据以及前景和风险的不确定性时，对加息持更加谨慎的态度。

当前时点来看，虽然市场对于 9 月份美联储加息预期较低，但是从美联储的决策机制来看仍然存在较大不确定性。根据鲍威尔“数据依赖”原则，下周即将公布的非农就业报告和 PCE 数据将对市场的影响可能持续偏大。我们将年内美联储货币政策预期划分为 2 个阶段，第一阶段在 11 月以前，关注是否加息，第二阶段假如 9 月、11 月均未加息，则关注，美国经济是否衰退、美联储会否降息。

风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

目录

1 大类资产表现 4
2 杰克逊霍尔（Jackson Hole）会议点评 4
2.1 看到了“降温”迹象，但仍保持谨慎 5
2.2 关注未反映经济如期降温的信号 7
3 国内外宏观热点 12
3.1 海外宏观热点及一句话点评 12
3.2 国内宏观热点及一句话点评 17
4 风险提示 21

图表目录

图表 1： 大类资产价格变动一览 4
图表 2： 核心 PCE 7
图表 3： 美国房价 2022 年以来的变化 9
图表 4： 薪资增速 10

1 大类资产表现

8 月第四周，大宗商品价格涨多跌少。美债收益率短升长降，美股上涨；美元指数走强，人民币汇率走强；中债收益率上升，A 股下跌。

图表1：大类资产价格变动一览

		单位	2022/12/30	2023/8/18	2023/8/25	今年以来涨跌幅	本周涨跌幅
大宗商品							
	布伦特原油	美元/桶	82.32	84.80	84.48	2.6%	-0.4%
	WTI原油	美元/桶	80.26	81.25	79.83	-0.5%	-1.7%
	COMEX黄金	美元/盎司	1,819.70	1,886.10	1,911.10	5.0%	1.3%
	LME铜	美元/吨	8,387.00	8,176.00	8,381.50	-0.1%	2.5%
	LME铝	美元/吨	2,360.50	2,096.00	2,124.00	-10.0%	1.3%
	动力煤	元/吨	921.00	801.40	801.40	-13.0%	0.0%
	螺纹钢	元/吨	4,085.00	3,700.00	3,716.00	-9.4%	0.4%
美国股债						基点数变动	
	美债2Y		4.41	4.92	5.03	62	11
	美债10Y		3.88	4.26	4.25	37	-1
	标普500		3839.5	4369.71	4405.71	14.7%	0.8%
外汇							
	美元指数		103.4942	103.4419	104.2016	0.7%	0.7%
	美元兑离岸人民币		6.9211	7.3077	7.2948	5.4%	-0.2%
中债							
	1年中债		2.1316	1.8498	1.896	-23.56	4.62
	10年中债		2.8312	2.5615	2.5672	-26.40	0.57
A股							
	上证综指		3089.26	3131.95	3064.07	-0.8%	-2.2%
	沪深300		3871.63	3784.00	3709.15	-4.2%	-2.0%
	创业板指		2346.77	2118.92	2040.40	-13.1%	-3.7%

资料来源： iFinD，中邮证券研究所

2 杰克逊霍尔（Jackson Hole）会议点评

美国当地时间 8 月 24 日至 26 日杰克逊霍尔（Jackson Hole）经济研讨会年会举行，美联储主席鲍威尔在此次会议上的演讲牵动着金融市场的走势，他在会议中表示对美国 2%的通胀目标保持不变，准备在适当的情况下进一步提高利率，并打算将政策利率维持在一个限制性水平直到确信通货膨胀正在按目标持续下降。这一方面体现了美联储在面对即将公布的数据以及前景和风险的不确定性时，对加息持更加谨慎的态度（Proceed carefully as we assess the incoming data and the evolving outlook and risks），另一方面也说明美联储对实现通胀目标的决心。

从市场反应来看，杰克逊霍尔会议上鲍威尔讲话开始后，美股大盘保持涨势，三大指数刷新或接近日内高位，美元指数短线转跌，刷新日低。两年期国债收益率涨至 5.03%，十年期国债收益率为 4.25%。欧股方面，鲍威尔讲话重燃年内再加息期望，欧股盘中回落。泛欧股指午盘转跌后几乎收平。欧洲国债价格追随美债回落，鲍威尔讲话后刷新日高。到债市尾盘，英国 10 年期基准国债收益率收报 4.44%，日内升 2 个基点；2 年期英债收益率收报 4.98%，日内 5 个基点；基准 10 年期德国国债收益率收报 2.56%，日内升 5 个基点；2 年期德债收益率收报 3.02%，日内升 8 个基点。

6 月 21 日国会听证会后，6 月 22 日和 23 日，即便在本周鲍威尔的鹰派发言下，美股两日内标普 500 指数和纳斯达克指数回调，美债收益率小幅上行。全球大类资产普遍下跌，原油领跌，黄金回落至 1920 美元/盎司左右，金价收窄跌幅。

从市场反应看，6 月 21 日鲍威尔在国会听证会发言后，市场波动有限，美股市场小幅下跌、美债小幅上行、黄金回落，而杰克逊霍尔会议后美债收益率短升长降，美股上涨，鲍威尔此次发言没有给出像市场期待的“暂停加息”的表述，但对比之前会议发言，美联储目前态度中性偏鹰，面对即将公布的数据以及前景和风险的不确定性时，对加息持更加谨慎的态度。

2.1 看到了“降温”迹象，但仍保持谨慎

对比鲍威尔在 6 月国会听证会发言，对加息的预期因部分数据降温而减弱。6 月 21 日鲍威尔在在国会听证会上强调，“几乎所有的联储官员都支持年内继续加息（Nearly all FOMC participants expect that it will be appropriate to raise interest rates somewhat further by the end of the year）”，而杰克逊霍尔会议表示“准备在适当的情况下进一步加息（We are prepared to raise rates further if appropriate）”，说明相较 6 月国会听证会时加息的紧迫感不再那么强烈，近 2 个月各项数据的“降温”令美联储有了可以喘息谨慎决策的时间。

——通胀数据来看，美国劳工部报告显示，6 月份不包括食品和能源的消费者价格较上月上涨 0.2%，为 2021 年 8 月以来的最小涨幅，7 月 CPI 环比上涨 0.2%，与 6 月的涨幅持平，7 月通胀率同比增幅从上月的 3%攀升至 3.2%，前者为自 2021 年 3 月以来最慢的增速，不过剔除波动较大的食品和能源价格后，核心

CPI 同比上升 4.7%，低于上月的 4.8%。从 7 月数据来看，整体通胀率和核心通胀率的环比数据均符合市场预期，而同比数据略低于预期。但核心 CPI 数据的下降让美联储官员们看到了希望，即随着通胀率越来越接近 2%的目标，美联储可能会放松加息以及自 2022 年初以来一直实施的紧缩货币政策，为美联储 9 月开会时的利率决定增添了缓冲的可能性。

——非农数据来看，美国 7 月非农新增就业 18.7 万人，低于预期的 19 万人，6 月数据从 20.9 万下调至 18.5 万人。7 月新增就业人数创下 2020 年 12 月以来最低纪录，非农就业人数连续第二个月低于预期。美国短期利率期货显示，交易员减少对美联储进一步加息的押注。

——汽车价格来看，鲍威尔在杰克逊霍尔会议上表示目前供应短缺情况好转，利率也抑制了需求，汽车的通胀率急剧下降。

对比 7 月美联储议息会。鲍威尔在会后发布会提到，工作人员不再预期出现衰退（6 月会议纪要提到，美联储工作人员仍预计今年经济轻度衰退，但认为，避免衰退的可能性几乎和衰退的相当）。但是这种判断的改变较大程度属于"后视镜"，即对已知数据的确认，因此并未对美联储的货币政策路径产生明显改变。鲍威尔继续强调，未来货币政策决策将依赖数据逐次会议做出决定，与 6 月会议保持一致。对于 9 月是否加息美联储持开放性态度。

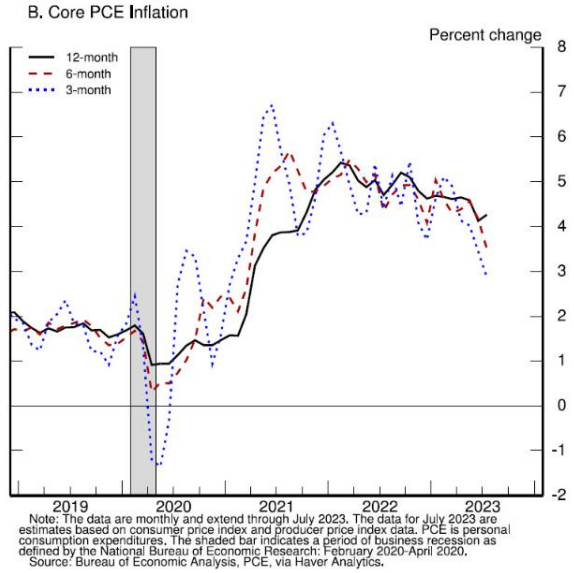
从鲍威尔更看重的核心通胀来看，加息的预期仍然存在。在杰克逊霍尔会议中鲍威尔表示“6 月和 7 月的核心通胀数据较低只是建立对通胀向目标持续下行信心的开始，还不知道这些较低的数据会持续到什么程度，也不知道未来几个季度潜在的通胀会在哪里稳定下来（The lower monthly readings for core inflation in June and July were welcome, but two months of good data are only the beginning of what it will take to build confidence that inflation is moving down sustainably toward our goal.）”，我们将该表述与 6 月美联储议息会和国会听证会的表述对比：

鲍威尔在 6 月美联储议息会偏乐观地表示：“我几乎可以说，我们需要看到的降低通胀的条件正在形成（conditions to getting inflation down are coming into place）”。

鲍威尔在国会听证会上说截至 4 月份的 12 个月中 PCE 上涨 4.7%，表示“自去年年中以来，通货膨胀有所缓和，降通胀还有很长的路要走（Inflation has moderated somewhat since the middle of last year, Nonetheless, inflation pressures continue to run high, and the process of getting inflation back down to 2 percent has a long way to go）”。

可以看出在 6 月议息会的乐观后，鲍威尔在接下来的两次发言对通胀降温的表述明显愈发谨慎，连续两个月核心通胀数据的降温并未带给美联储暂停加息的底气，而是仅认为是带来“信心”的开始，从这一表述来看，核心通胀带来的加息预期较 6 月更大。

图表2：核心 PCE



资料来源：美联储官网，中邮证券研究所

2.2 关注未反映经济如期降温的信号

从 7 月通胀数据来看，机票、二手车和卡车、医疗服务和通讯价格 7 月有所下降。但是，包括住房、汽车保险、教育和娱乐在内的项目都有所上涨，住房通胀成为 CPI 的最大贡献项。

——个人消费支出强劲。鲍威尔表示最近的个人消费支出非常强劲（especially robust），与之前“个人消费支出有所加快”的表述相比，个人消费支出未降温的问题可能更令人关注。美国第二季度实际 GDP 按年增长 2.4%，增幅超越一季度的 2%，远远超出市场预期的 1.8%，同时个人消费支出（PCE）按

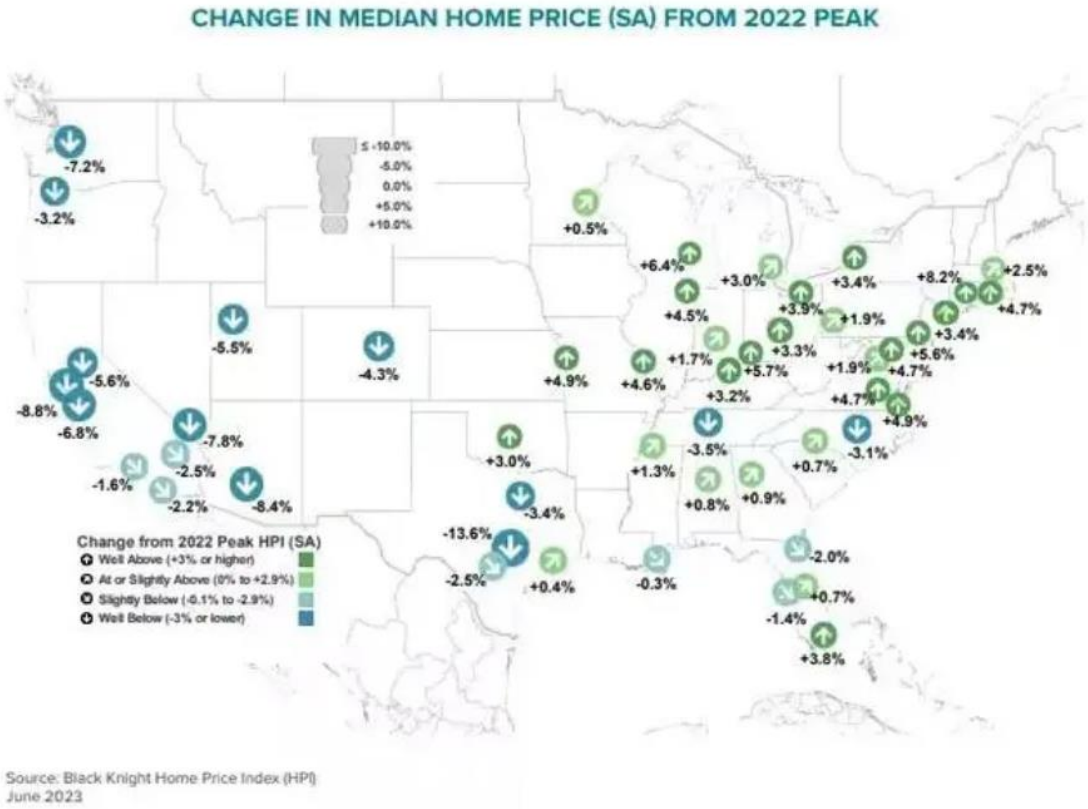
年增 1.6%，占全部经济活动的 68%，尽管较上季的 4.2%已出现较大程度放缓，但同样远超市场预期的 1.2%。今年迄今为止超出增长预期的 GDP 和最近强劲的个人消费支出，加息恐难停。

——房地产行业在过去 18 个月里急速放缓之后正显示出复苏的迹象。在国会听证会上鲍威尔对房地产的表述是“疲弱（remains weak）”，杰克逊霍尔会议中表述房地产有了“复苏的信号（showing signs of picking back up）”，表明房地产对通胀降温的拖累或成为美联储关注的重点之一，通常而言，住房占核心 CPI 指数的 40%以上，是美联储控制通胀的重要组成部分，当前美国房价在去年短暂下跌后再度上涨，令美联储遏制通胀的努力更为复杂化。

当前美国房价在去年短暂下跌后再度上涨，令美联储遏制通胀的努力复杂化。最新数据显示，由于价格持续上涨，购房者的房贷偿还月成本与一年前相比激增了近 20%。美国住宅房地产经纪公司 Redfin 的数据显示，在截至 7 月 30 日的 4 周内，美国购房者每月的抵押贷款支付额为 2605 美元，比去年同期上涨 19%。美国 7 月新屋销售超预期增长，环比增长 4.4%，至 71.4 万户，创最近逾一年来新高，开发商继续受益于地产市场有限的库存。如果美国房地产市场再度持续复苏，那将增加通胀更具粘性的风险。而由此一来则会带给市场真正的风险，即美联储可能不得不加大加息力度来冷却房地产市场。

Black Knight 最新发布的报告显示，截至 6 月，美国房价已完全抹去了 2022 年的跌幅，经季节调整和非季节调整的房价均创历史新高。50 个主要城市中有 30 个的房价高于 2022 年水平。其中，美国东北部，尤其是新英格兰地区的房价以及中部的五大湖区主要城市房价涨幅最为明显。房地产近期的复苏迹象可能会导致通胀面临进一步上行风险。

图表3：美国房价 2022 年以来的变化



资料来源：华尔街见闻，中邮证券研究所

不同于达拉斯联储主席 Lorie Logan 上个月表示：房地产看起来可能已经触底，虽然由于去年租金的下降，住房通胀可能会在短期内继续放缓，但住房价格的反弹将给未来的通胀带来上行风险。此外，美国劳工统计局主要通过租金成本来衡量住房，包括租房者每月支付的费用，以及房主如果将类似的地方租出去将收取的估计费用（业主等价租金）。随着时间的推移，房价的上涨可能会推高租金，因为房东会考虑出售房产所能获得的收益。

——美国汽车行业研究公司 Cox Automotive 公布了 8 月前 15 天的新数据，显示全美二手车批发价格略有上涨，这被市场认为是通胀可能粘滞的迹象。该数据环比增长了 0.1%，这是四个月来的首次增长。有分析认为，夏末二手车的供应紧张可能正在推动通胀再度加强的趋势。

——劳动力市场状况复杂。薪资的增长仍是鹰派关注的重点，鲍威尔在国会听证会上说“有迹象表明，劳动力市场的供求关系正在趋于平衡（There are some signs that supply and demand in the labor market are coming into better

balance），在 6 月 29 日在西班牙马德里由西班牙央行主办的“第四次金融稳定会议”上也保持了这一说法，鲍威尔在杰克逊霍尔会议上说“预计这种劳动力市场的再平衡将继续下去（We expect this labor market rebalancing to continue）”，并表示如果证据表明劳动力市场的紧张状况不再持续缓解，仍有可能需要货币政策作出反应。

在 7 月非农数据公布后，彭博社经济学家 Enda Curran 就指出：“鲍威尔在接下来的演讲中可能会指出这份非农报告上的薪资增长是他继续“放鹰”的原因，未来美联储的态度将很有趣。”果然，在杰克逊霍尔会议上鲍威尔强调了“尽管名义工资增长放缓，但随着通胀下降，实际工资增长日益上升。我们预计这种劳动力市场的再平衡将继续下去。如果证据表明劳动力市场的紧张状况不再持续缓解，仍有可能需要货币政策作出反应”。

图表4：薪资增速

资料来源：美联储官网，中邮证券研究所

然而美国劳动力市场可能没有美联储以为的那么火爆。劳工部的重磅就业基准调整显示，已公布的美国就业人口可能多统计了 30 多万，误差超过 30 万：美东时间 8 月 23 日，美国劳工部统计局（BLS）公布今年一季度的就业和工资季度普查（QCEW）数据。BLS 称，根据初步估算，基准修订后，今年 3 月的非农就业

人口将下修 30.6 万人，在此前公布的月度人数中占比 0.2%。这意味着，截至 3 月的一年中，就业人口将可能下修 30.6 万。虽然时效性不及每月发布的非农就业报告，但 QCEW 的就业统计更全面，这次 BLS 公布的只是初步结果，明年初公布的最终结果可能显示，实际下修人口更多。本次 BLS 的调整即使下修几十万人口，也不代表美国的劳动力市场不健康，但结果这一调整可能让美联储可能更没有理由继续加息。

此外，今年 3 月，在伯南克任美联储主席时期有“美联储通讯社”之称的资深联储报道记者 Jon Hilsenrath 参与执笔的文章指出，美国劳动力市场显示了需求放缓的迹象，而官方的报告却暗示，劳动力市场持续火爆。文章认为，若大型招聘网站的数据更接近实情，美国劳工部的报告向这些网站的数据靠拢，美联储官员激进加息的压力会减轻，因为强劲的职位空缺和招聘数据就是联储官员相信经济过热的部分原因，经济过热就助长了高通胀。在杰克逊霍尔会议前夕招聘网站发布的内容印证了这一点：据求职网站 Indeed 8 月 25 日显示，随着通胀的走低，美国薪资增速持续放缓，上月在该网站上发布的招聘广告薪资同比增长 4.7%，低于 4 月份的 5.8%，以及 2022 年 7 月份的 8%。Indeed 经济学家 Nick Bunker 表示，担心薪资-物价螺旋式上升的人应当会对最新的薪资数据感到松一口气。劳动力市场坚韧令薪资增幅、进而令通胀高企的风险正在消退。Indeed 估计，如果当前的减速态势持续，那么在 10-12 月期间，薪资增幅料可回到疫情前的水平。对美联储来说，这暗示劳动力市场是“盟友，而非对手”。

与此同时，与国会听证会发言不同的是，鲍威尔此次在谈论通胀原因时，提及“自 2022 年初以来，俄罗斯对乌克兰战争的影响一直是全球总体通胀变化的主要驱动因素”，并且强调食品和能源价格受到全球不稳定因素的影响可能会对通胀走向发出误导性信号。这说明美国对地缘政治问题、全球粮食短缺、能源价格连锁反应带来的不确定性的的考量可能也在加大。

会议后美联储观察（Fed Watch）数据显示的 9 月美联储暂停加息以及继续加息 25bp 的概率分别为 80.5%和 19.5%；11 月加息 25bp 和不加息的概率分别是

48.3%和42.5%,市场认为9月加息概率不大,但11月加息概率较前值小幅上升;期货隐含终端政策利率小幅上行2bp至5.48%。

综上，我们从鲍威尔在6月21日国会听证会的发言、6月29日在西班牙马德里由西班牙央行主办的“第四次金融稳定会议”的发言、7月议息会、8月25日杰克逊霍尔会议的发言对比来看，美联储目前态度中性偏鹰，对在面对即将公布的数据以及前景和风险的不确定性时，对加息持更加谨慎的态度。虽然核心CPI数据的下降、非农就业人数连续低于预期以及汽车供给的改善为美联储9月开会时的利率决定增添了缓冲的可能性,但是连续两个月核心通胀数据的降温并未带给美联储暂停加息的底气，鲍威尔表示这仅是带来“信心”的开始，并且从未反映经济如期降温的信号来看，迄今为止GDP超出增长预期、近期个人消费支出表现强劲、房地产近期出现复苏迹象、夏末二手车的供应紧张，这些因素可能导致通胀面临进一步上行风险。鲍威尔表示劳动力市场的紧张状况不再持续缓解，那么仍有可能需要货币政策作出反应,但非农就业人口数据下修可能反映出美国劳动力市场可能没有美联储以为的那么火爆,让美联储可能更没有理由继续加息。

当前时点来看，虽然市场对于9月份美联储加息预期较低，但是从美联储的决策机制来看仍然存在较大不确定性。根据鲍威尔“数据依赖”原则，下周即将公布的8月非农就业报告和7月PCE数据，将对市场的影响可能持续偏大。我们将年内美联储货币政策预期划分为2个阶段，第一阶段在11月以前，关注是否加息，第二阶段假如9月、11月均未加息，则关注，美国经济是否衰退、美联储会否降息。

3 国内外宏观热点

3.1 海外宏观热点及一句话点评

美国商业活动几乎未见扩张，消费者需求疲软所致。美国8月Markit服务业PMI初值降至51，创2023年2月以来新低，但维持连续七个月扩张的态势，预期会从52.3降至52。就业分项指数初值降至50.1，创2022年10月以来新低；新订单分项指数初值降至2023年1月以来新低。美国8月Markit制造业

PMI 初值降至 47，创 2023 年 2 月份以来新低，预期会维持在上个月终值水平 49 不变。新订单分项指数初值降至 45.3，创 2023 年 6 月份以来新低，连续第四个月萎缩；就业分项指数初值降至 2023 年 1 月份以来新低。美国 8 月 Markit 综合 PMI 初值降至 50.4，创 2023 年 2 月份以来新低，预期从 52 降至 51.5。就业分项指数初值降至 50.2，创 2020 年 6 月份以来新低；新订单分项指数初值降至 2023 年 2 月份以来新低。https://wallstreetcn.com/livenews/2525503

美国劳工部:至 2023 年 3 月 12 个月的非农就业人数可能比最初预估低 30.6 万。 美国劳工部统计局发布针对初步统计基准的修订数据，可能会将把至 2023 年 3 月一年的初步估算的美国非农就业人口下修 30.6 万，下修幅度低于某些经济学家的预期。这意味着，美国至 3 月一年的就业人口增幅可能没有原来所预计的那么强健。美国政府将于 2024 年年初发布最终数据。

https://wallstreetcn.com/livenews/2525514

美国首次申领失业救济人数降至三周最低水平。美国上周首次申领失业救济的人数降至三周最低水平，表明对劳动力的需求依然稳健。美国劳工部周四发布的数据显示，在截至 8 月 19 日的一周首次申领失业救济人数减少 1 万人至 23 万人，预期值为 24 万人。在截至 8 月 12 日的一周中，持续申领人数降至 170 万。

https://wallstreetcn.com/livenews/2526425

求职网站数据显示美国薪资增幅放缓。据求职网站 Indeed，随着通胀的走低，美国薪资增速持续放缓。上月在该网站上发布的招聘广告薪资同比增长 4.7%，低于 4 月份的 5.8%，以及 2022 年 7 月份的 8%。Indeed 经济学家 Nick Bunker 表示，担心薪资-物价螺旋式上升的人应当会对最新的薪资数据感到松一口气。劳动力市场坚韧令薪资增幅、进而令通胀高企的风险正在消退。Indeed 估计，如果当前的减速态势持续，那么在 10-12 月期间，薪资增幅料可回到疫情前的水平。对美联储来说，这暗示劳动力市场是“盟友，而非对手”。在杰克逊霍尔会议召开之际，对美联储而言也是鼓舞人心的好消息。

https://wallstreetcn.com/livenews/2526634

美国 7 月耐用品订单创疫情以来最大跌幅。当地时间 8 月 24 日，美国商务部公布的数据显示，7 月耐用品订单环比初值下降 5.2%，降幅超过预期的下降 4%，前值由增长 4.6%下修为 4.4%。扣除波动较大的运输类别的耐用品订单环比初值

上涨 0.5%，高于预期的 0.2%，前值由增长 0.5%下修为 0.2%。原因是非国防飞机订单 7 月环比大幅下跌约 70%。与此同时，国防飞机订单环比也有所下降。受高利率影响，美国企业设备订单依然不温不火。

https://wallstreetcn.com/articles/3696321

美国 7 月新屋销售超预期增长。美国 7 月新屋销售环比增长 4.4%，至 71.4 万户，创最近逾一年来新高，开发商继续受益于地产市场有限的库存。

https://wallstreetcn.com/livenews/2525516

美国工人跳槽的年薪要求达到将近 8 万美元，创历史新高。美国纽约联储：二季度雇员调查结果显示，“预期薪酬”/跳槽最低薪酬报价的均值达到 78645 美元/年，同比上升大约 8.0%，创 2014 年启动这项调查以来的新高。

https://wallstreetcn.com/livenews/2523893

美国汽油价格接近季节性纪录高点，对通胀构成新威胁。美国汽油价格距离季节性纪录高点仅差几美分，这可能会抵消美联储在抑制通胀方面取得的进展。普通汽油目前报平均每加仑 3.854 美元。根据美国汽车协会的数据，虽然这比去年同期低了不到 5 美分，但这仍是 2008 年以来第二高的季节性水平。在相对温和的 5 月和 6 月之后，季末反弹引发各界瞩目，库存低企和炼油厂运营受到创纪录高温困扰都推高了价格。去年，汽油价格创纪录的涨势曾推动美国通胀升至 40 年高点，并迫使许多司机减少休闲驾驶。而当前，在炼油厂集中的墨西哥湾地区面临飓风影响的背景下，仍无法排除成品油价格进一步上涨的可能性。

https://wallstreetcn.com/articles/3696152

美国房贷利率飙至 7%，创二十年新高。美联储四十年来最激进的加息周期，使购房者正面临着二十年来最高的住房融资成本，而如果美联储加息还未结束，抵押贷款利率将达到 8%的历史高位。8 月 17 日，美国住房金融机构房地美（Freddie Mac）公布最新数据显示，美国 30 年期固定抵押贷款平均利率升至 7.09%，为 2002 年 4 月以来最高水平，高于一周前的 6.96%，已连续四周攀升，而一年前的数据仅为 5.13%。15 年期抵押贷款平均利率也从上周的 6.34%升至 6.46%，一年前这一数据为 4.55%。分析指出，30 年期房贷利率走高，主要受美国十年期国债收益率上升影响，美国房地产经纪人协会首席经济学家 Lawrence

Yun 接受媒体采访时表示，现在正处在这 30 年期抵押贷快利率的关键阶段，如果三十年期抵押贷款利率突破 7.2%，那么很可能会达到 8%。

https://wallstreetcn.com/articles/3695852

继穆迪之后，标普也下调美国一些银行的评级。在穆迪下调美国多家银行评级的两周后，标普也下调几家银行的评级并调低展望。标普表示，将 KeyCorp、Comerica Inc.、Valley National Bancorp、 UMUMB Financial Corp.和 Associated Banc-Corp 评级下调一级；将 River City Bank 和 S&T Bank 的展望下调至负面，并表示对 Zions Bancorp 复核后仍为负面。标普称，许多储户将资金转移到高息账户，增加了银行的融资成本。存款的减少压缩了许多银行的流动性，占其流动性很大一部分的证券价值也下降了。

https://wallstreetcn.com/livenews/2524054

鲍威尔：如果适宜，美联储准备继续加息，并维持利率在高位。在杰克逊霍尔年会上，鲍威尔警告通胀依旧过高，明确指出“若经济和就业市场不降温会继续加息”。他也驳斥短期内降息可能，称 2%仍为通胀目标不变。

美国非农就业人数下修、第三方调查薪资增速放缓反映劳动力市场存在降温，但首次申领失业金人数降低则说明短期劳动力市场仍有韧性。同时新屋销售超预期，汽油价格上涨，加剧了通胀维持粘性的风险。本周鲍威尔讲话再次警告通胀过高的风险，反映目前通胀不确定性的风险仍在持续。美联储观察期的第一阶段大波动的特征持续存在，继续密切关注非农就业以及通胀数据。

欧元区 8 月 PMI 初值公布。由于制造业需求持续收缩，服务业需求继制造业后也陷入严重衰退，8 月欧元区 PMI 初值创 33 个月新低，连续三个月低于荣枯线。欧元区最大的两个经济体增长前景正在迅速恶化。8 月 23 日周三，IHS Markit 公布数据显示，欧元区 8 月制造业 PMI 初值从前值 42.7 回升至 43.7，是七个月以来的首次改善，好于预期 42.7，但仍位于收缩区间；服务业 PMI 初值从前值 50.9 降至 48.3，进一步跌至收缩区间；综合 PMI 初值 47，低于预期 48.5 和前值 48.6，创 2020 年 5 月以来新低，连续三个月位于收缩区间。8 月份，法国服务业产出下降速度为两年半以来最快，制造业产出则连续第七个月位于收缩区间。新订单连续第四个月下降。与此同时，通胀压力有所缓解。德国的情况更加严重。

服务业 PMI 八个月来首次陷入萎缩，打破了该行业能够缓解该国毁灭性的工业衰退的希望。更重要的是，价格再次上涨。由于燃料成本上涨和工资持续上涨，服务业尤其面临成本加速增长。https://wallstreetcn.com/articles/3696190

德国第二季度经济陷入停滞，出口下滑构成拖累。周五数据显示德国第二季经济环比持平，与初值一致，也符合预期。原因在于全球经济增长乏力，导致德国出口下滑，制造业急剧下滑，消费者受到了通胀飙升和大幅升息的影响。https://wallstreetcn.com/livenews/2526964

欧洲基准天然气价格一度涨 18%，受澳大利亚 LNG 工厂罢工担忧影响。欧洲天然气价格大幅上涨，澳大利亚重要出口项目如果周三无法达成薪资谈判协议，工人就准备罢工。基准荷兰近月合约周一当地时间早盘一度飙升 18%，至每兆瓦时 42.90 欧元。工会周末表示，如果 Woodside Energy Group Ltd.与工会官员定于周三举行的新谈判无法在薪资、工作环境等问题上谈拢，澳大利亚 LNG 行业的罢工行动最早可能在 9 月 2 日开始。此外，雪佛龙工厂的工人也在就潜在的罢工行动进行投票。如果发生罢工，可能造成全球约 10%的 LNG 供应面临中断风险，使欧洲交易员本月坐立难安。https://wallstreetcn.com/livenews/2523515

拉加德：利率应足够高才能有效抗击通胀，通胀必须及时且持续地回落。8 月 25 日周五，欧洲央行行长拉加德在杰克逊霍尔央行年会发表讲话。她表示，欧洲央行将把利率设定在足够高的水平，以抗击通胀。她认为，锚定通胀预期至关重要，各央行应该保持通胀预期稳定，需要多管齐下的举措，才能提升政策的有效性。拉加德表示，欧洲央行将根据需要将利率定得尽可能高，并在必要的时间内保持这一水平，以使通胀率回到其目标。她认为，通胀必须及时且持续地回落，她支持欧洲央行 6 月份的经济预测。拉加德周五表示，欧洲央行会依赖于数据，逐次会议做出决策。她重申，欧洲央行将使通胀回到 2%。在劳动力市场，欧洲央行将非常关注工资发展情况。

https://wallstreetcn.com/articles/3696422

对比鲍威尔的鹰派言论，拉加德更强调根据数据逐次会议做出决策。原因在于当前欧央行的决策可能更艰难，因欧洲经济动能明显走弱，同时能源、粮食价格对其通胀的冲击可能更为明显。

韩国 8 月前 20 天出口额同比下降 16.5%，为 278.56 亿美元。按开工日数计算，日均出口额同比下降 10.7%。单月出口额从去年 10 月至上月连续 10 个月减少，本月全月出口额也很有可能同比缩水。按出口品目来看，半导体出口同比减少 24.7%，截至 7 月连续 12 个月同比下滑。石油制品、钢铁制品、计算机周边设备分别减少 41.7%、20.5%、32.8%。乘用车、船舶分别增长 20.2%和 54.9%。按出口目的地来看，对中国大陆出口减少 27.5%，截至上月已经连续 14 个月下滑。对美国、欧盟、越南出口分减 7.2%、7.1%和 7.7%。同期，进口额同比下降 27.9%，为 314.21 亿美元。自中国、美国、欧盟的进口分别下降 22.1%、35.8%、20.7%。贸易收支出现 35.66 亿美元逆差，较本月前 10 天的逆差额（30.14 亿美元）有所增加，为 7 月同期（13.5 亿美元）的两倍以上。同期，对华贸易收支逆差为 9.66 亿美元，自去年 10 月起连续 10 个月出现逆差。

https://cn.yna.co.kr/view/ACK20230821001400881

印度计划 7 年来首次禁止糖出口。据路透报道，三位印度政府消息人士称，由于降雨不足导致甘蔗减产，印度预计将在 10 月开始的 2023/24 年度禁止糖厂出口，这将是七年来首次停止出口。印度退出全球市场，可能会推高纽约和伦敦糖价的基准价格，这些市场的糖价已处于多年高点，这将引发对全球食品市场进一步通胀的担忧。https://wallstreetcn.com/livenews/2525415

3.2 国内宏观热点及一句话点评

国务院总理李强 8 月 16 日主持召开国务院第二次全体会议，深入李强主持国务院第三次专题学习。8 月 21 日下午，国务院以"加快发展数字经济，促进数字技术与实体经济深度融合"为主题，进行第三次专题学习。国务院总理李强主持专题学习。中国工程院院士陈纯作了讲解。国务院副总理丁薛祥、张国清、刘国中作交流发言。

李强在听取讲座和交流发言后指出，党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央高度重视发展数字经济，习近平总书记作出一系列重要论述，为我国数字经济发展指明了方向，引领数字经济发展取得显著成就。要深入学习贯彻习近平总书记关于发展数字经济的重要论述，把握新一轮科技革命和产业变革新机遇，协同推进数字产业化和产业数字化，促进数字技术和实体经济深度融合，不断做

强做优做大数字经济，更好助力经济总体回升向好、赋能高质量发展。李强指出，我国具有超大规模市场、海量数据资源、丰富应用场景等多重优势，数字经济发展具有广阔空间。要统筹发展和安全，发挥优势、乘势而上，着力打好关键核心技术攻坚战，大力发展数字经济核心产业，加快推动产业数字化转型，夯实数字经济发展的基础支撑能力，推动数字经济发展不断取得新突破。要加强跨部门协同和上下联动，提高常态化监管水平特别是增强监管的可预期性，持续完善数字经济治理体系，积极参与数字经济国际合作，为我国数字经济发展营造良好环境。

https://wallstreetcn.com/articles/3696025

国务院总理李强 8 月 25 日主持召开国务院常务会议，审议通过《医药工业高质量发展行动计划（2023—2025 年）》、《医疗装备产业高质量发展行动计划（2023—2025 年）》和《关于规划建设保障性住房的指导意见》。会议强调，医药工业和医疗装备产业是卫生健康事业的重要基础，事关人民群众生命健康和高质量发展全局。要着力提高医药工业和医疗装备产业韧性和现代化水平，增强高端药品、关键技术和原辅料等供给能力，加快补齐我国高端医疗装备短板。要着眼医药研发创新难度大、周期长、投入高的特点，给予全链条支持，鼓励和引导龙头医药企业发展壮大，提高产业集中度和市场竞争力。要充分发挥我国中医药独特优势，加大保护力度，维护中医药发展安全。要高度重视国产医疗装备的推广应用，完善相关支持政策，促进国产医疗装备迭代升级。要加大医工交叉复合型人才培养力度，支持高校与企业联合培养一批医疗装备领域领军人才。会议指出，推进保障性住房建设，有利于保障和改善民生，有利于扩大有效投资，是促进房地产市场平稳健康发展、推动建立房地产业发展新模式的重要举措。要做好保障性住房的规划设计，用改革创新的办法推进建设，确保住房建设质量，同时注重加强配套设施建设和公共服务供给。

https://wallstreetcn.com/articles/3696400

李强在广东调研：着力培育创新型企业，加快制造业数字化转型。李强指出，我国正处于经济转型升级的关键期，要保持推动高质量发展的定力，在转方式、调结构、增动能上持续发力、久久为功。要大力推进科技创新，加大基础研究投入，发挥重大创新平台作用，着力培育创新型企业，加快制造业数字化转型。要坚定不移深化改革开放，在激发各类经营主体活力、加快建设全国统一大市场、

营造一流营商环境等方面实施更多引领性改革，在稳步扩大制度型开放、稳定国际市场份额、更大力度吸引和利用外资等方面采取更多创造性举措，进一步增强发展动力活力。https://wallstreetcn.com/articles/3696319

5年期LPR报价维持不变。中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，8月21日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.45%，环比-10BP。5年期以上LPR为4.2%，环比持平。

https://finance.sina.com.cn/money/fund/jjzl/2023-08-23/doc-imzierrz8682874.shtml

财政部：及时足额兑现减税降费政策，坚决防止征收过头税费。财政部发布《关于加强财税支持政策落实 促进中小企业高质量发展的通知》。通知提出，在认真落实普惠性减税降费政策的基础上，全面落实对小微企业的精准税费优惠政策，不得以任何理由削弱政策力度，确保把该减的税费减到位，持续发挥各项税费优惠的政策效能，为小微企业发展添活力、增动能。各地区要依法依规组织财政收入，及时公布政府性基金和行政事业性收费目录，主动接受社会监督，在目录以外不得擅自增加收费项目、扩大征收范围、提高征收标准。要加强涉企收费管理，规范行业协会和中介机构收费项目，严禁乱收费、乱罚款、乱摊派。密切关注财政收入征收工作开展情况，对违法违规行为保持"零容忍"，严肃查处违法违规行为，坚决做到发现一起、处理一起，问责一起。

https://wallstreetcn.com/livenews/2526201

财政部等三部门发布关于延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告：自2024年1月1日至2025年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。其中，新购住房金额大于或等于现住房转让金额的，全部退还已缴纳的个人所得税；新购住房金额小于现住房转让金额的，按新购住房金额占现住房转让金额的比例退还出售现住房已缴纳的个人所得税。

https://wallstreetcn.com/livenews/2526961

近日住房城乡建设部、中国人民银行、金融监管总局联合印发了《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，推动落实购买首套房贷款"认房不用认贷"政策措施。通知明确，居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请

贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。据住房城乡建设部有关负责同志介绍，此项政策将使更多购房人能够享受首套房贷款的首付比例和利率优惠，有助于降低居民购房成本，更好满足刚性和改善性住房需求。https://wallstreetcn.com/articles/3696377

经济日报：“房住不炒”定位不会改变。经济日报发文称，“房住不炒”是促进房地产市场平稳健康发展的一项总原则，不应也不会改变，须长期坚持。房地产是国民经济的支柱产业，这是客观事实。不能夸大其作用，像过去一样对这一行业存在过度依赖的倾向；也不能轻视其在宏观经济中的作用、对上下游产业的带动作用。https://wallstreetcn.com/livenews/2525132

8 月百城房贷利率与上月基本持平，首套 3.90%，二套 4.81%。贝壳研究院监测显示，2023 年 8 月百城首套主流房贷利率平均为 3.90%，二套主流房贷利率平均为 4.81%，均与上月基本持平。8 月首二套主流房贷利率较去年同期分别回落 42BP 和 25BP。本月银行平均放款周期为 21 天，较上月缩短 1 天，为 2019 年以来最快放款速度。分能级统计，8 月一线城市首二套房贷利率分别为 4.50%、5.03%，二线城市首二套房贷利率分别为 3.88%、4.81%，均与上月持平；三四线城市首套房贷利率分别为 3.87%，较上月下降 1BP，二套维持 4.80%。https://wallstreetcn.com/livenews/2523440

《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》推动落实购买首套房贷款“认房不用认贷”政策，但是同时强调城市自主选用，当前房地产领域政策以做好已出台政策的落实为主。原因有两点：第一，超一线城市核心区域政策调整空间较为有限。以首套住房贷款利率政策动态调整机制为例，自 2022 年 5 月调整差别化住房信贷政策以来，北京、上海新建商品住房价格同比、环比均持续上涨。上半年北京市新建商品房销售面积同比增长 17.2%，上海市新建商品房销售面积同比增长 21.8%。深圳在 2022 年 12 月、2023 年 1 月，以及 2023 年 5 月、2023 年 6 月出现过连续两个月新建商品住宅价格同环比均下跌的组合，但是并不满足首套住房贷款利率政策动态调整机制的条件。因此，在当前环境中，超一线城市房地产市场假如调整住房套数认定标准，尤其是在核心城区，与房住不炒

的政策定位可能产生冲突。第二，需避免一线城市对低线城市的虹吸效应。5 月以来房地产市场再度降温，7 月商品房销售面积同比降至-23.8%。当前如果超一线城市调整房地产政策，不仅无法带动低线城市商品房市场回暖，还可能会对其形成虹吸效应，进而可能波及土地市场，而地方政府隐性债务化解的难度可能因此上升。国务院第二次全体会议强调要着力防范化解重大风险，有力有序有效推进重点领域实质性化险。同时 8 月份 5 年期 LPR 维持不变，政策意图可能在于维持商业银行合理利润水平，以支持实体经济和化解地方政府债务风险。反映当前政策的着力点可能在于化解地方政府债务风险，房地产政策需避免引发对低线城市的虹吸效应。因此，当前房地产政策重在落实，超一线城市调整房地产政策的可能性已明显下降，而对于其他城市来说，四限政策的调整，以及货币化安置等政策都有落地可能性。

4 风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准：报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京
电话：010-67017788
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号
邮编：100050

上海
电话：18717767929
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼
邮编：200000

深圳
电话：15800181922
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼
邮编：518048