

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

美联储加息的经济后果：美国经济的再融资压力有多大？

美联储快速加息尚未增加美国私人部门的偿债压力，主要原因是再融资条款及高固定利率占比使美国“债务墙”被推迟。但是，债务到期日可能被推迟，却无法被消除。未来两年，美国债务到期规模有多大，如何影响美国经济？

热点思考：美联储加息的经济后果：美国经济的再融资压力有多大？

本轮加息周期中，美联储已累计加息 525bp，但高利率尚未显著抬升美国实体经济部门的债务偿付压力。美联储加息会抬高借贷成本，增加债务人的再融资压力，但美国企业、居民和政府三大部门的债务风险仍然较低。政府 CDS 价格在债务上限危机后快速降低，企业债信用利差处于近十年来平均水平，居民地产债务拖欠率仍然较低。

主要原因是，固定利率贷款和再融资贷款“锁定”了低利率。2008 年金融危机后，美国固定利率贷款占比上升，截至 2023 年，固定利率贷款占比达 95% 以上。在疫情期间的低利率环境中，美国居民大幅增加了再融资贷款申请，将疫情前存量的高利率贷款置换为低利率的新贷款。企业部门再融资贷款申请额同样上升，引起利息支出占比下降。

不同实体部门的债务到期压力将在 2024-2025 年明显上行。其中，企业部门将在 2024-2025 年将迎来债务到期高峰，2024 年为 4148 亿美元，2025 年为 5491 亿美元。但 2024 年前，美国企业债到期额中，仍将以评级较高的投资级为主，高收益企业债（垃圾债）的再融资压力集中在 2025 年之后。

美国政府债务的再融资压力集中在 2023H2-2025H1。截至 2023 年三季度，美国公共债务总额为 33 万亿美元，其中，固定利率债券占比约 70%，短期国债占 11%，中期国债（2 到 10 年）占 43%，长期国债（10 年以上）占 13%。政府债务到期高峰时间为 2024 年上半年，美国财政支出中的利息支出占比已明显上升。

我们认为，美国实体经济部门的债务压力可控，出现“债务危机”的可能性偏低。一方面，2008 年大危机以来，美国政府是唯一的加杠杆部门，在“美债-美元”信用闭环下，美国政府债务可持续性的边界更高，且目前的利息支出占比明显低于上世纪 80 年代；另一方面，居民部门长期去杠杆，且是高利率的受益者，企业部门的流动比率处于高位。债务压力会拖累 GDP 增速，但短期而言幅度可能有限。利息支出上升将可能挤出实体经济资本开支规模，但另一方面，美国财政三大法案的支出规模将在 2023 至 2025 年分别拉动美国 GDP 增速 0.6，0.2 以及 0.1 个百分点。美国财政收入端对富人征税的措施使支出端的持续性仍较强，从而对冲一部分债务到期的影响。

海外事件&数据：美国零售消费增速环比上升，通胀增速反弹

美国 8 月零售消费增速环比上升。8 月零售消费环比增 0.6%，前值 0.5%。9 月 2 日当周，美国红皮书零售增速 4.6%，前值 4.1%。其中百货店增速 1.5%，前值 1.1%，折扣店增速 5.5%，前值 5%。德国外出用餐人数 9 月 14 日当周同比-2.3%，美国-7%，纽约拥堵指数下降，美国 TSA 安检人数小幅回落。

美国 8 月季调后 CPI 同比 3.7%，预期 3.6%，前值 3.3%，已连续第二次回升。季调后 CPI 环比 0.6%，预期 0.6%，前值 0.2%，为 2022 年 7 月以来新高。季调后核心 CPI 同比 4.4%，预期 4.3%，前值 4.7%，为 2021 年 10 月以来新低，已连续六个月下降，但仍远高于美联储的平均通胀目标。季调后核心 CPI 环比 0.3%，预期 0.2%，前值 0.2%。

美联储 11 月加息概率下降。CME FEDWATCH 显示美联储 11 月加息概率降至 27%，美国 8 月 CPI 数据公布后，明年 OIS 隐含利率抬升。9 月 9 日当周美国初请失业金人数 22 万人，前值 21.7 万人。截至 9 月 14 日，美国 30 年期抵押贷款利率为 7.2%，较 7 月底的 6.8% 上升 40BP，较上周上升 6BP。15 年期抵押贷款利率为 6.5%，较 7 月底的 6.1% 上升 40BP。

风险提示

俄乌战争持续时长超预期；稳增长效果不及预期；疫情反复。

内容目录

一、热点思考：美联储加息的经济后果：美国经济的再融资压力有多大？	4
（一）高利率环境下，美国债务压力为何仍低？再融资、固定利率使“债务墙”推迟	4
（二）美国未来债务到期规模有多大？政府及企业部门到期规模未来两年迎来高峰	6
（三）债务到期的影响有多大？削弱投资，但对 GDP 影响较弱	7
二、海外基本面&重要事件	9
（一）货币与财政：美联储 11 月加息概率下降	9
（二）生产与就业：美国初请失业人数微升	11
（三）消费与出行：美国 8 月零售消费环比上升	11
（四）通胀与能源：美国 8 月 CPI 同比反弹	13
（五）地产与信贷：美国抵押贷款利率上升	14
风险提示	15

图表目录

图表 1：美国利率水平处于近十年来高位	4
图表 2：政府债务违约风险在债务上限危机后快速下降	4
图表 3：美国企业部门信用利差未明显上升	4
图表 4：居民地产债务违约风险处于低位	4
图表 5：美国居民在低利率阶段大幅进行再融资	5
图表 6：居民在高房价阶段增加现金提取再融资贷款	5
图表 7：美国企业部门利息支出占比下降	5
图表 8：美国企业再融资提升	5
图表 9：金融危机后，美国浮动利率贷款占比下降	5
图表 10：美国企业债 2 年内到期规模占比	5
图表 11：美国企业债 2024 年-2026 年到期规模大幅上升	6
图表 12：美国企业利润增速已明显回落	6
图表 13：美国存量企业债评级分布	6
图表 14：23-26 年企业债按评级划分到期规模占比	6
图表 15：美国居民债务到期时间平均为 29 至 30 年上下	7
图表 16：美国居民抵押贷款信用评级分数较高	7
图表 17：美国国债到期规模 2024 年最高	7
图表 18：美国联邦政府利息支出比重已出现上升	7
图表 19：美国居民地产贷款还款额上升	8
图表 20：2024 年美国财政收入预计仍能正增长	8

图表 21: 美国企业债到期高峰为 2024 及 2025 年.....	8
图表 22: 美国三大法案对 GDP 增速的拉动作用.....	8
图表 23: 高利率使得美国银行业储蓄存款继续增加.....	9
图表 24: 海外对美国投资规模处于较高水平.....	9
图表 25: 美国流动性量价跟踪.....	10
图表 26: 美联储 8 月缩表规模上升.....	10
图表 27: 美联储逆回购规模下降.....	10
图表 28: 截至 9 月 16 日, 美联储加息概率.....	11
图表 29: 8 月 CPI 公布后, 明年 OIS 隐含利率抬升.....	11
图表 30: 美国 9 月 9 日当周初请失业 22 万人.....	11
图表 31: 美国 9 月 4 日当周新增职位数量下降.....	11
图表 32: 美国 8 月零售消费环比增速反弹.....	12
图表 33: 美国红皮书零售同比 4.6%, 前值 4.1%.....	12
图表 34: 美国红皮书零售增速弱于季节性.....	12
图表 35: 美国纽约交通拥堵情况回落.....	12
图表 36: 德国航班飞行次数高于 2022 年.....	12
图表 37: 德国 8 月外出用餐人数同比回落.....	13
图表 38: 美国 TSA 安检人数小幅回落.....	13
图表 39: 美国 8 月 CPI 结构.....	13
图表 40: 美国商品通胀增速及结构.....	14
图表 41: 美国服务通胀增速及结构.....	14
图表 42: 本周, 布油价格 95 美元, WTI 价格 91 美元.....	14
图表 43: 本周, IPE 英国天然气 92 便士.....	14
图表 44: 美国 30 年期抵押贷款利率略升至 7.2%.....	15
图表 45: 美国二手房挂牌价增速有所反弹.....	15

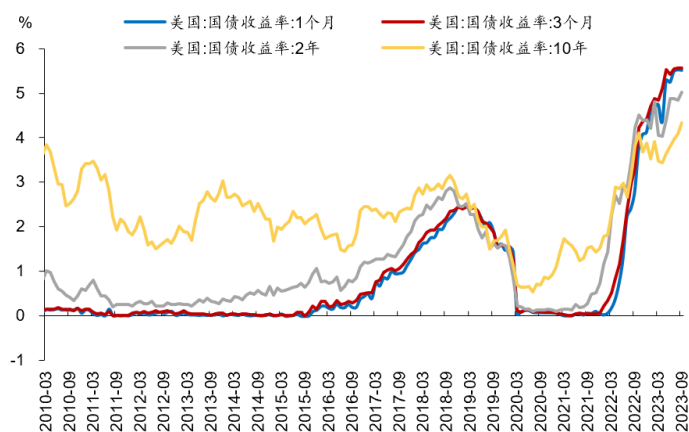
现阶段，美国高利率环境下，债务压力却仍低，主因是再融资贷款及高固定利率占比使美国“债务墙”被推迟，但债务到期只能被推迟，无法被抹除，未来两年，美国债务到期规模有多大，如何影响美国经济？

一、热点思考：美联储加息的经济后果：美国经济的再融资压力有多大？

（一）高利率环境下，美国债务压力为何仍低？再融资、固定利率使“债务墙”推迟

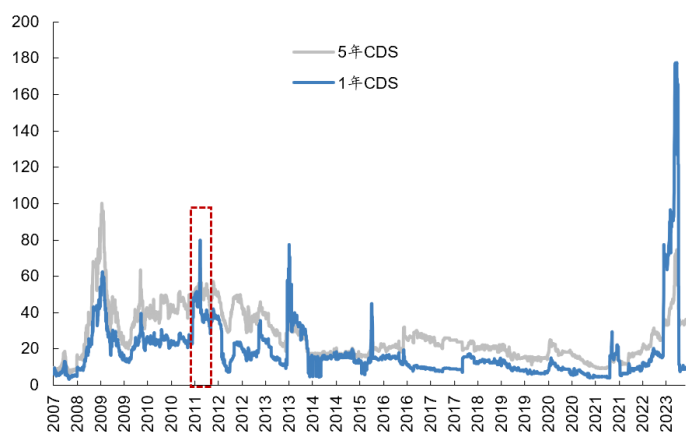
本轮加息周期中，美联储已累计加息 525bp，但高利率尚未显著抬升美国实体经济部门的债务偿付压力。美联储加息会抬高借贷成本，增加债务人的再融资压力，但美国企业、居民和政府三大部门的债务风险仍然较低。政府 CDS 价格在债务上限危机后快速降低，企业债信用利差处于近十年来平均水平，居民地产债务拖欠率仍然较低。

图表1：美国利率水平处于近十年来高位



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表2：政府债务违约风险在债务上限危机后快速下降



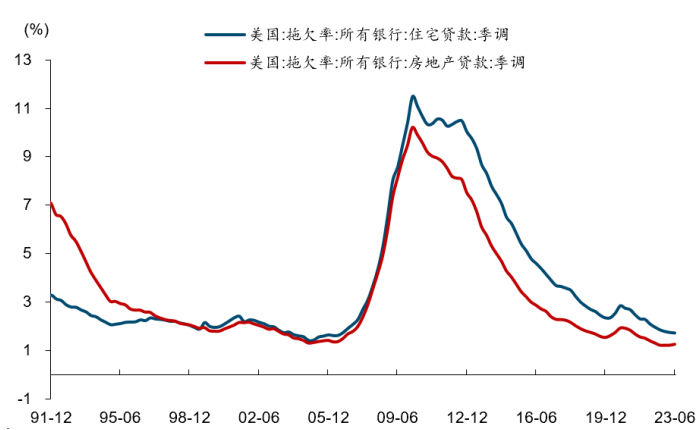
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：美国企业部门信用利差未明显上升



来源：Oxford Economics，国金证券研究所

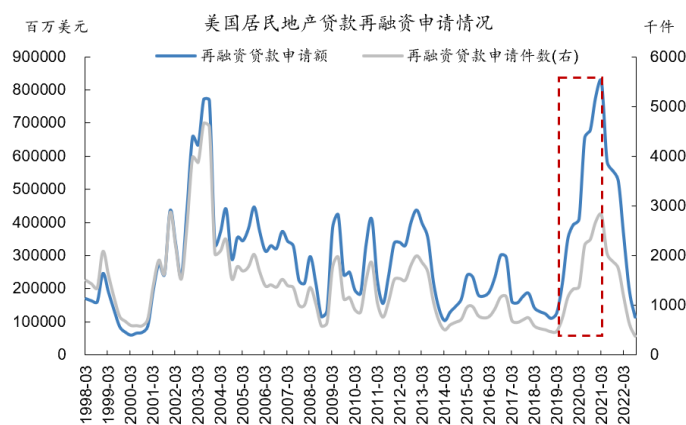
图表4：居民地产债务违约风险处于低位



来源：Bloomberg，国金证券研究所

究其原因，实体部门通过再融资(Refinance)贷款延缓了债务的到期时间，起到了重要的作用。美国地产贷款分为购房贷款(Home Purchase Loan)和再融资贷款(Refinance Loan)，申请人往往在低利率阶段通过再融资贷款替换原有的房屋贷款。2020至2021年期间，美国的低利率使居民部门大幅增加了再融资贷款申请，将疫情前存量的高利率贷款置换为低利率的新贷款。在2022年利用房价上涨，居民部门又增加了现金提取再融资(Cash-Out Refinance Loans)，利用房屋的价值增长，将部分资产转换为现金，以满足其他资金需求。企业部门再融资贷款申请额同样上升，引起利息支出占比下降。

图表5: 美国居民在低利率阶段大幅进行再融资



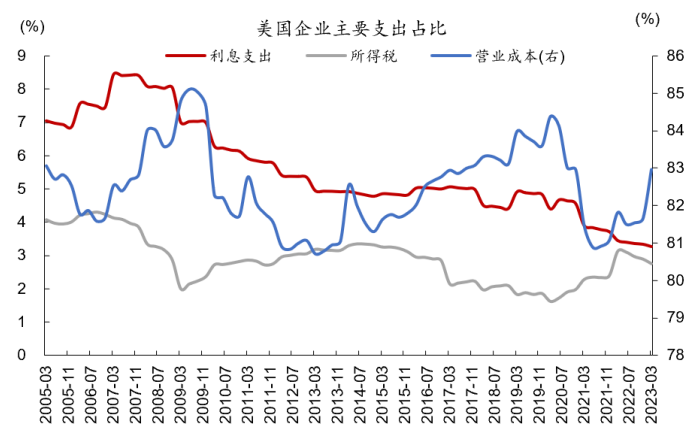
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表6: 居民在高房价阶段增加现金提取再融资贷款



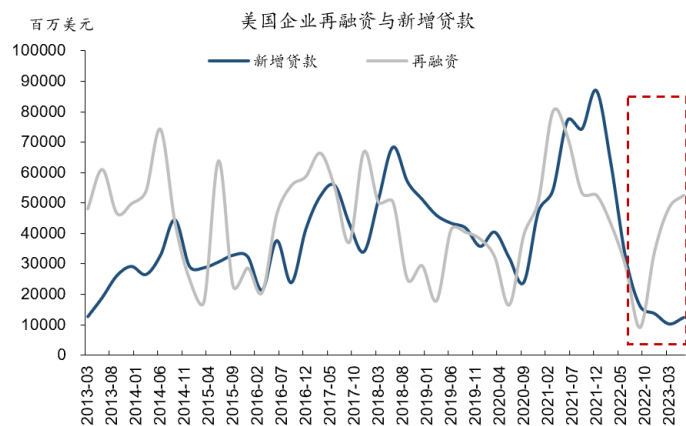
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表7: 美国企业部门利息支出占比下降



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表8: 美国企业再融资提升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

但债务到期只能被推迟,无法被抹除。金融危机后,美国固定利率贷款占比上升,截至2023年,可变利率贷款占比仅为5%,固定利率贷款占比达95%以上,债务到期后,新增债务将面临更高的借贷利率。从债务到期时间来看,2023年,居民地产贷款到期平均时间为28年,企业债务到期约15%在两年内到期,国债平均到期时间为5年,约31%在明年到期。美国实体经济的债务到期墙正在临近。

图表9: 金融危机后,美国浮动利率贷款占比下降



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表10: 美国企业债2年内到期规模占比

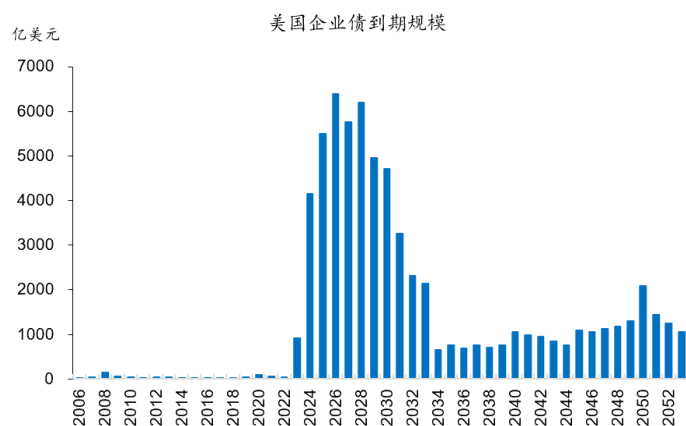


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 美国未来债务到期规模有多大？政府及企业部门到期规模未来两年迎来高峰

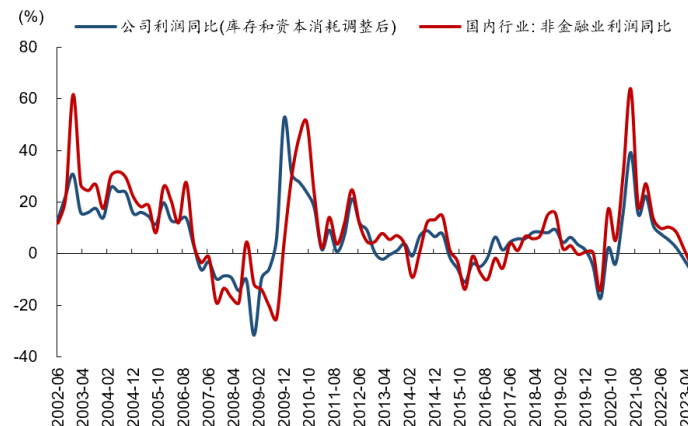
企业部门债务到期压力较大，2025 至 2026 年将迎来债务到期高峰。2023 年，企业债务到期规模约 911 亿，2024 年上升到 4148 亿美元，2025 年达到 5491 亿美元。另一方面，美国企业部门利润增速已回落，今年 2 季度，美国非金融企业利润增速降至-4.5%，利润增速放缓可能削弱未来债务偿还能力。但 2024 年前，美国企业债到期金融中，仍将以评级较高的投资级为主，2023 年投资级企业债到期规模占比约为 73%，2024 年占比约 68%，2025 年后投机级到期规模上升，违约风险或将进一步提升。

图表11：美国企业债 2024 年-2026 年到期规模大幅上升



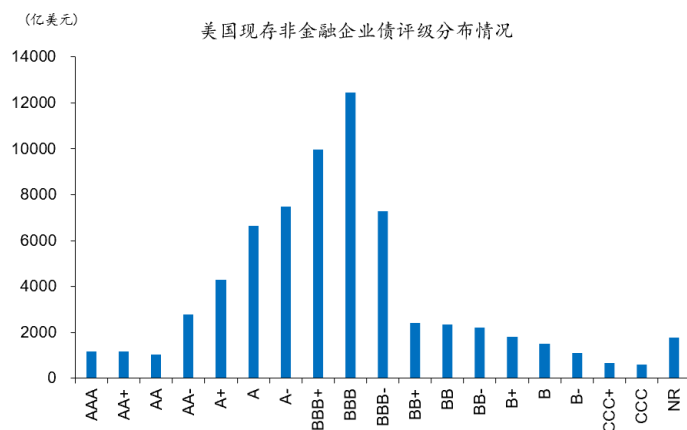
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表12：美国企业利润增速已明显回落



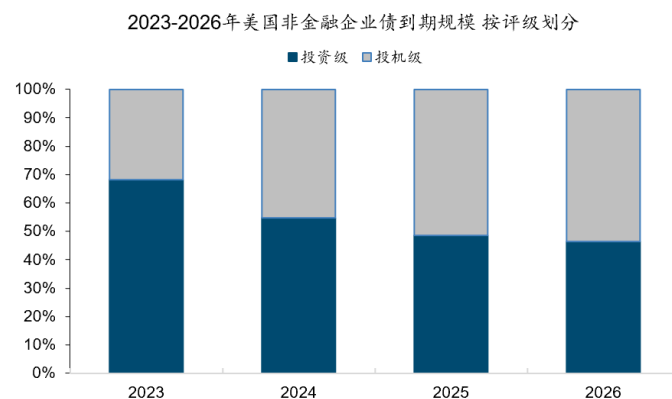
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表13：美国存量企业债评级分布



来源：Bloomberg，国金证券研究所

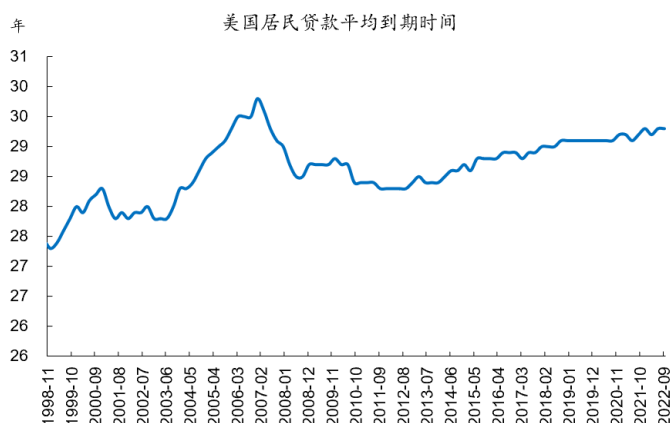
图表14：23-26 年企业债按评级划分到期规模占比



来源：Bloomberg，国金证券研究所

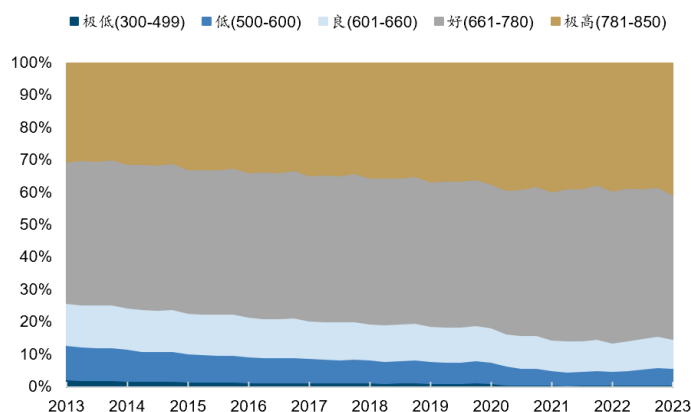
美国居民部门债务到期压力较低。美国居民部门债务包括住房贷款，以及汽车、信用卡等消费贷款。截至 2023 年 2 季度，住房贷款总额约 12.4 万亿美元，占家庭总债务比重约 73%，处于主导地位。美国居民住房贷款的平均到期时间长期维持在 29 至 30 年上下，截至今年 3 季度，平均到期时间为 29.3 年。现阶段，美国居民抵押贷款评级水平同样较高，2023 年约 85% 的贷款申请人分数高于 661，面临的债务到期风险较低。

图表15: 美国居民债务到期时间平均为 29 至 30 年上下



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

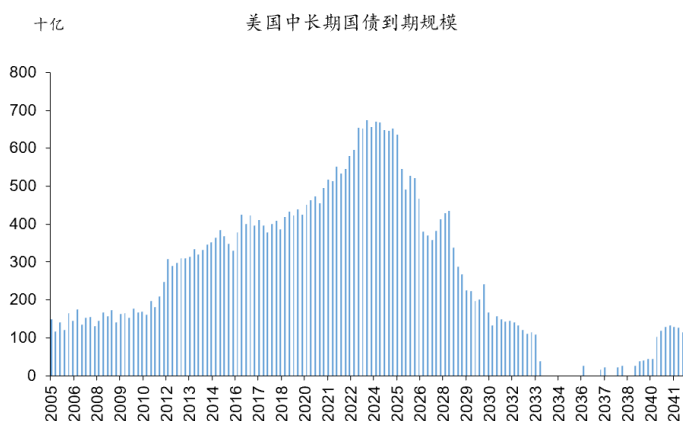
图表16: 美国居民抵押贷款信用评级分数较高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

政府部门债务到期压力 2024 年迎来高峰, 利息支出占比已上升。截至 2023 年三季度, 美国公共债务总额为 33 万亿美元, 其中, 固定利率占主导地位, 占比约 70%, 短期国债(一年以下)占 11%, 中期国债(2 到 10 年)占 43%, 长期国债(10 年以上)占 13%。浮动利率国债占比仅为 2%。政府债务到期高峰时间为 2024 年上半年, 由于债务到期时间更早, 美国财政支出中的利息支出占比已明显上升。

图表17: 美国国债到期规模 2024 年最高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表18: 美国联邦政府利息支出比重已出现上升

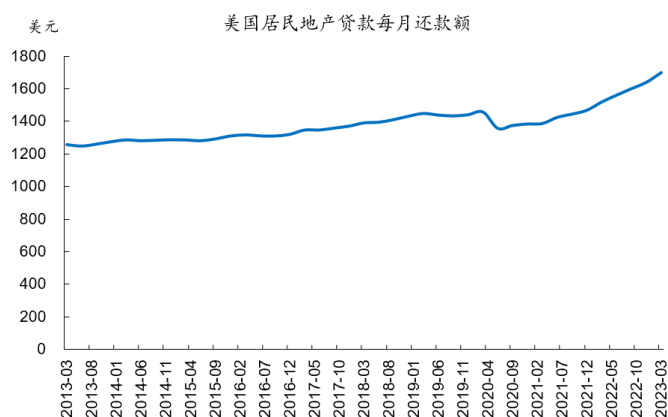


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 债务到期的影响有多大? 削弱投资, 但对 GDP 影响较弱

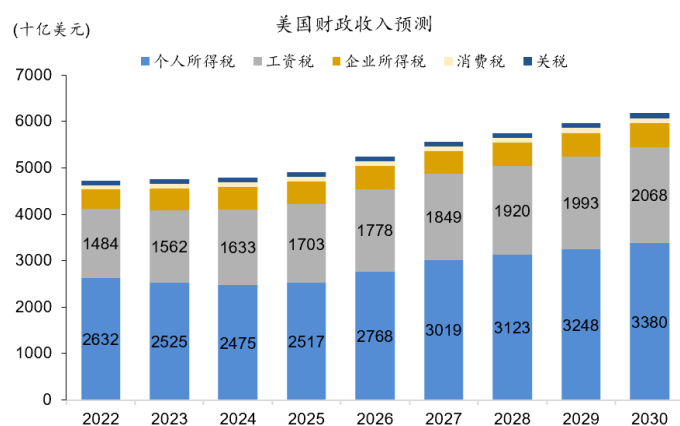
债务压力上升或抑制投资规模, 政府开支受影响较弱, 企业及居民部门受影响较高。居民部门虽然债务到期压力较低, 但利率抬升使每月抵押贷款还款额已增加至 1700 美元, 占每月家庭收入的 23%。政府部门利息支出压力增加, 但税收改革使财政收入仍将上升, 明年高收入群体的个人所得税将明显上涨, 收入最高的前 20% 家庭所得税平均将增加 1.8 万美元, 超过其他家庭个税减少幅度。参考国会预算办公室的数据, 2023 年美国财政收入预计有所回落, 但 2024 年财政收入仍将增长至 4.8 万亿, 2025 年进一步增长至 5 万亿。

图表19：美国居民地产贷款还款额上升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表20：2024年美国财政收入预计仍能正增长



来源：Bloomberg，国金证券研究所

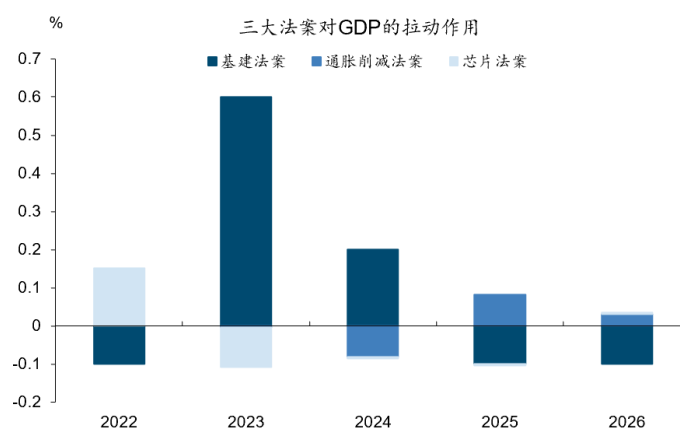
债务到期压力将对 GDP 增速构成负面影响，但幅度可能较弱。利息支出上升将可能挤出实体经济资本开支规模，但另一方面，美国财政三大法案的支出规模将在 2023 至 2025 年分别拉动美国 GDP 增速 0.6，0.2 以及 0.1 个百分点。美国财政收入端对富人征税的措施使支出端的持续性仍较强，从而对冲一部分债务到期的影响。

图表21：美国企业债到期高峰为 2024 及 2025 年

增加利息支出的影响			
资本开支	-0.11***		
	[-0.005]		
劳动力成本		-0.21***	
		[-0.015]	
雇佣			-0.11***
			[-0.006]

来源：GS，国金证券研究所

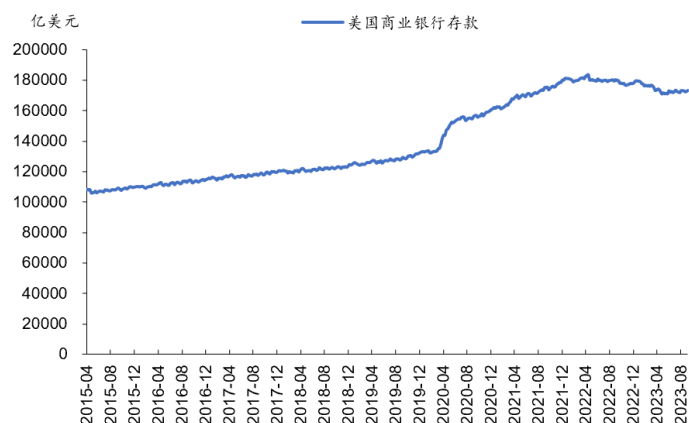
图表22：美国三大法案对 GDP 增速的拉动作用



来源：Bloomberg，国金证券研究所

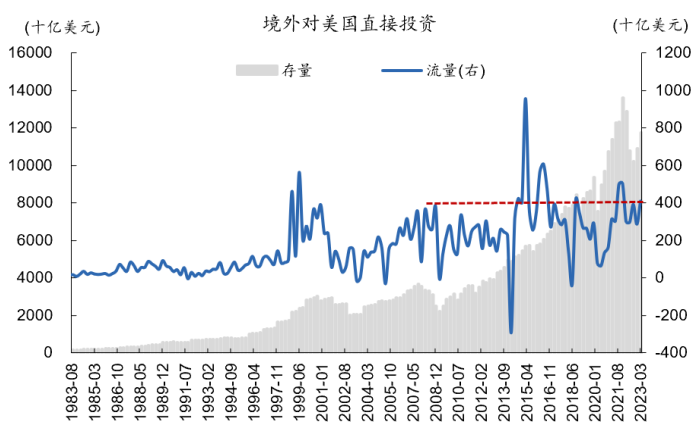
高利率引起居民和企业部门现金储蓄增加，部分缓和未来债务风险。大幅度的加息增加了储蓄的吸引力，截至今年 9 月，美国货币基金收益率已超 5.2%，美元 12 个月定期存款利率超过 5%，使得美国银行业储蓄规模超出超期趋势水平，今年 4 月份银行业危机缓和后，银行储蓄延续上升。海外对美国的直接投资规模处于近十年来的较高水平。

图表23：高利率使得美国银行业储蓄存款继续增加



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表24：海外对美国投资规模处于较高水平



来源：Bloomberg，国金证券研究所

经过研究，我们发现：

(1) 实体部门通过再融资(Refinance)贷款延缓了债务的到期时间。美国居民在疫情后的低利率期间大幅增加了再融资贷款申请，将疫情前存量的高利率贷款置换为低利率的新贷款。通过了现金提取式再融资(Cash-Out Refinance Loans)，利用房屋的价值增长，将部分资产转换为现金，企业部门再融资贷款申请额同样上升，引起利息支出占比下降。

(2) 企业部门债务到期压力较大，2025至2026年将迎来债务到期高峰。2023年，企业债务到期规模约911亿，2024年上升到4148亿美元，2025年达到5491亿美元。美国企业部门利润增速已回落，今年2季度，美国非金融企业利润增速降至-4.5%。但2024年前，美国企业债到期额中，仍将以评级较高的投资级为主。

(3) 政府部门债务到期压力2024年迎来高峰，利息支出占比已上升。截至2023年三季度，美国公共债务总额为33万亿美元，其中，固定利率债券占比约70%，短期国债(一年以下)占11%，中期国债(2到10年)占43%，长期国债(10年以上)占13%。政府债务到期高峰时间为2024年上半年，美国财政支出中的利息支出占比已明显上升。

(4) 债务到期压力将对GDP增速构成负面影响，但幅度可能较弱。利息支出上升将可能挤出实体经济资本开支规模，但另一方面，美国财政三大法案的支出规模将在2023至2025年分别拉动美国GDP增速0.6、0.2以及0.1个百分点。美国财政收入端对富人征税的措施使支出端的持续性仍较强，从而对冲一部分债务到期的影响。

(5) 高利率引起居民和企业部门现金储蓄增加，部分缓和未来债务风险。大幅度的加息增加了储蓄的吸引力，截至今年9月，美国货币基金收益率已超5.2%，美元12个月定期存款利率超过5%，使得美国银行业储蓄规模超出超期趋势水平，今年4月份银行业危机缓和后，银行储蓄延续上升。海外对美国的直接投资规模处于近十年来的较高水平。

二、海外基本面&重要事件

(一) 货币与财政：美联储11月加息概率下降

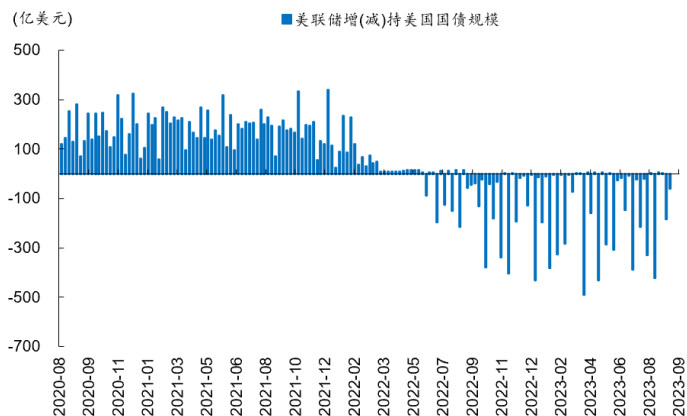
美联储11月加息概率下降。9月13日当周，美联储总资产规模下降，美联储BTFP工具使用量持平上周。负债端，逆回购规模下降，准备金上升，TGA存款上升560亿美元。货币市场基金规模上升180亿美元。9月6日当周，美国商业银行存款上升520亿，小型银行存款上升230亿美元。截至9月15日，CME FEDWATCH显示美联储11月加息概率降至27%，美国8月CPI数据公布后，明年OIS隐含利率抬升。

图表25: 美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	09-13	09-06	08-30	08-23	08-16	08-09	08-02
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↓ -3	8098.8	8101.3	8121.3	8139.1	8145.7	8208.2	8206.8
	其他贷款	十亿美元	↑ 0	249.6	249.3	250.6	252.6	257.0	260.4	262.1
	一级信贷	十亿美元	↑ 1	2.7	2.1	2.9	2.2	2.0	1.9	1.9
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 0	108.0	107.9	107.5	107.4	107.2	106.9	105.7
	其他信贷工具	十亿美元	↓ 0	133.4	133.8	134.4	137.2	141.6	145.4	148.1
	逆回购	十亿美元	↓ -64	1835.6	1899.9	1998.3	2112.5	2096.7	2096.5	2072.4
	储备金	十亿美元	↑ 20	3310.5	3290.5	3196.5	3177.4	3229.0	3228.6	3217.4
	TGA	十亿美元	↑ 56	537.4	481.6	500.7	416.0	384.8	432.3	460.9
	商业银行									
	现金	十亿美元	↑ 61		3387.1	3326.4	3264.0	3308.3	3315.3	3290.7
	消费贷	十亿美元	↓ -9		1900.6	1909.3	1891.9	1887.3	1887.6	1888.0
	住房贷款	十亿美元	↑ 1		2557.2	2556.3	2546.4	2544.7	2544.1	2541.4
	商业地产贷款	十亿美元	↑ 1		2940.0	2938.9	2941.6	2938.1	2936.3	2934.2
	工商业贷款	十亿美元	↓ -7		2732.7	2739.4	2736.9	2745.0	2738.3	2753.3
流动性价格型指标	存款	十亿美元	↑ 52		17333.9	17282.2	17243.8	17306.1	17314.3	17325.7
	大银行存款	十亿美元	↑ 49		10796.1	10746.9	10719.0	10769.8	10755.8	10790.0
	小银行存款	十亿美元	↑ 23		5279.0	5255.9	5243.1	5258.8	5257.8	5255.3
	货币市场基金	十亿美元	↑ 18	5642.6	5624.9	5583.1	5568.7	5569.8	5530.1	5515.8
	隔夜融资市场									
	SOFR-IORB	%	↓ 0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
	EFFR-IORB	%	↓ 0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
	美元融资市场									
	LIBOR-OIS	%	↓ 0.0	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
	TED利差	%	↑ 0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	票据与信用债市场									
	Master企业债利差	%	↑ 0.0	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
	票据利差	%	↓ 0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.5	-0.1	0.1
	离岸市场									
	欧元兑美元互换基差	%	↑ 1.9	-9.9	-11.8	-12.1	-11.3	-10.6	-12.9	-10.9
	日元兑美元互换基差	%	↓ 0.0	-33.9	-33.9	-34.9	-32.6	-28.9	-31.3	-26.4

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表26: 美联储8月缩表规模上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表27: 美联储逆回购规模下降



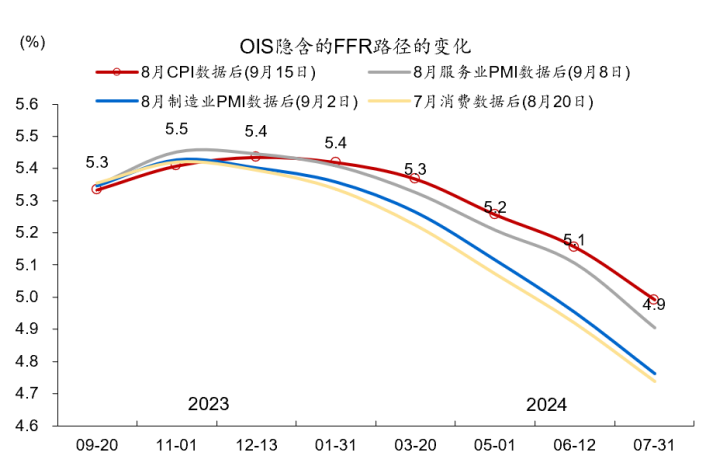
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表28: 截至9月16日, 美联储加息概率

区间/日期	23-06	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09
575-600	0	0	0	1	5	5	4	2	1	1	0
550-575	0	0	2	27	34	33	26	18	11	5	2
525-550	23	90	98	72	61	59	53	44	31	19	10
500-525	77	10	0	0	0	4	16	29	36	33	24
475-500	0	0	0	0	0	0	1	6	17	28	32
450-475	0	0	0	0	0	0	0	0	3	11	23
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	8
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
300-325	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
275-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表29: 8月CPI公布后, 明年OIS隐含利率抬升

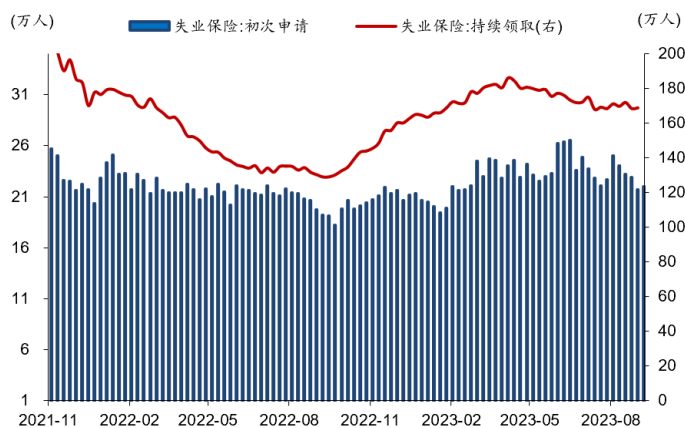


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 生产与就业: 美国初请失业人数微升

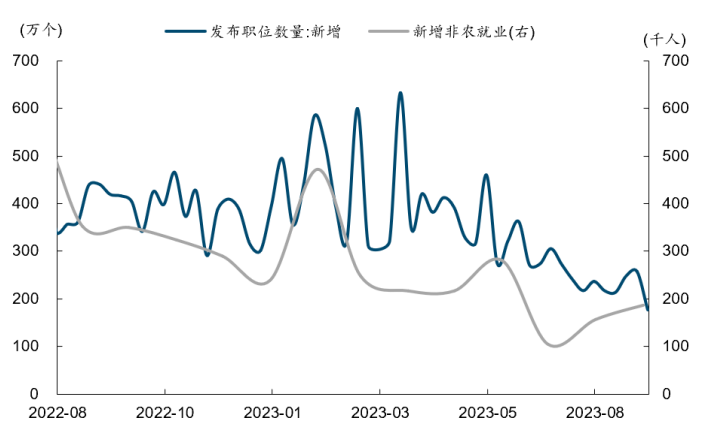
9月9日当周美国初请失业金人数22万人, 前值21.7万人, 续请失业人数169万人, 前值168万人。9月4日当周新增职位数量177万, 前值257万; 活跃职位数量2284万, 前值2400万。

图表30: 美国9月9日当周初请失业22万人



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: 美国9月4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8月零售消费环比上升

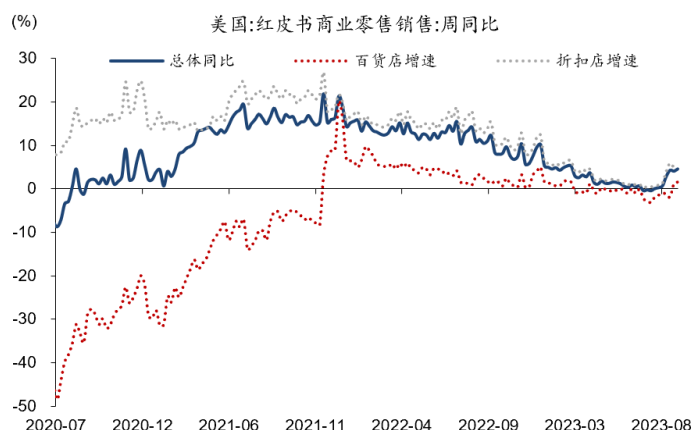
美国8月零售消费增速环比上升。8月零售消费环比增0.6%, 前值0.5%。9月2日当周, 美国红皮书零售增速4.6%, 前值4.1%。其中百货店增速1.5%, 前值1.1%, 折扣店增速5.5%, 前值5%。德国外出用餐人数9月14日当周同比-2.3%, 美国-7%, 纽约拥堵指数下降, 美国TSA安检人数小幅回落。

图表32: 美国8月零售消费环比增速反弹

美国消费环比增速	月度变化	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11
零售和食品服务总计	↑ 0.10	0.56	0.46	0.20	0.66	0.43	-0.91	-0.66	2.80	-0.72	-1.31
零售总计	↑ 0.21	0.61	0.40	0.13	0.53	0.43	-1.06	-0.42	2.49	-0.77	-1.48
机动车辆及零部件	↑ 0.65	0.27	-0.38	0.53	1.69	0.85	-1.28	-1.12	6.77	-1.70	-2.19
家具和家用装饰	↑ 0.92	-1.00	-1.92	1.58	-0.80	-2.15	-2.54	-6.51	10.15	-1.85	-2.38
电子和家用电器	↑ 1.78	0.70	-1.08	0.32	1.47	-0.90	-0.47	-0.18	12.36	-0.59	-11.76
建筑材料、园林设备及物料	↓ -0.10	0.08	0.18	-1.30	1.42	-0.10	-3.54	0.15	0.38	0.80	-3.35
食品和饮料店	↓ -0.34	0.36	0.70	-0.40	0.01	-0.13	-0.31	0.43	-0.47	-0.47	0.38
保健和个人护理	↑ 0.39	0.50	0.11	0.26	1.09	0.83	0.34	1.61	4.54	-3.28	0.61
加油站	↑ 5.13	5.19	0.06	-0.62	-2.94	-1.03	-0.88	-1.78	-0.37	-5.59	-2.26
服装及服装配饰	↓ -0.02	0.89	0.91	0.15	0.18	0.14	-1.25	-2.47	3.55	-0.52	-0.49
运动商品、业余爱好物品、书及音乐	↓ -3.34	-1.61	1.73	-0.66	0.15	-0.29	-0.02	-1.37	0.80	0.31	-0.92
日用品商场	↓ -0.47	0.30	0.77	-0.10	0.44	0.79	-2.54	-0.09	1.91	0.08	-0.01
杂货店零售业	↓ -0.22	-1.26	-1.04	1.28	-1.03	1.39	-0.05	-1.99	5.97	0.35	-2.87
食品服务和饮吧	↓ -0.57	0.26	0.83	0.65	1.56	0.50	0.14	-2.26	4.95	-0.37	-0.14

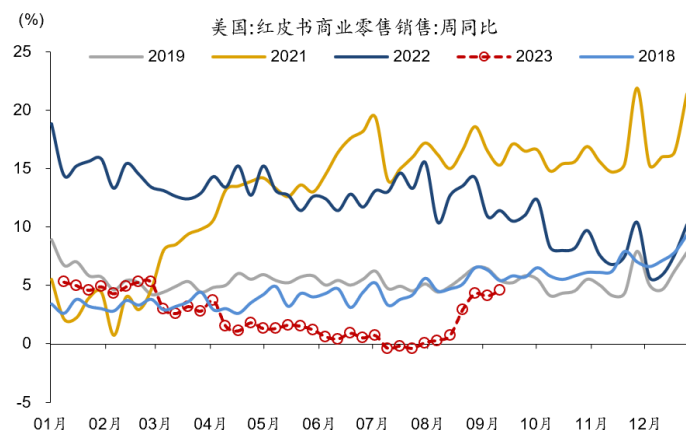
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表33: 美国红皮书零售同比 4.6%, 前值 4.1%



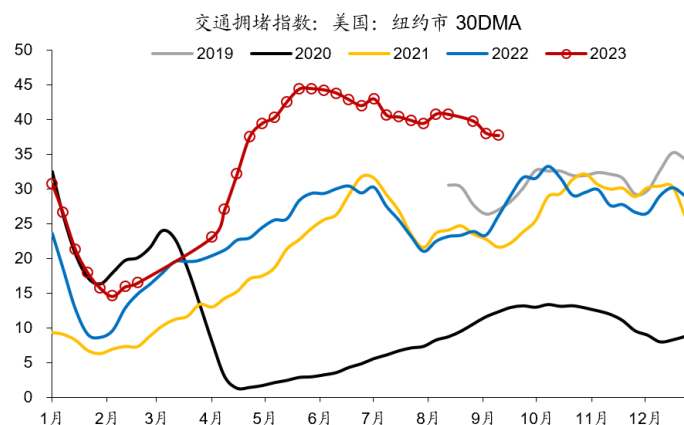
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表34: 美国红皮书零售增速弱于季节性



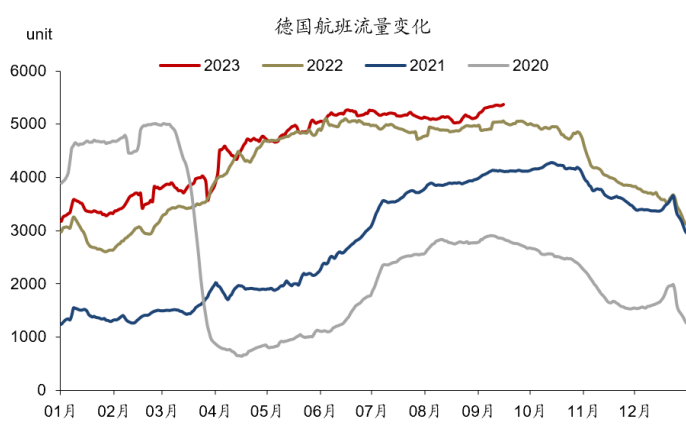
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表35: 美国纽约交通拥堵情况回落



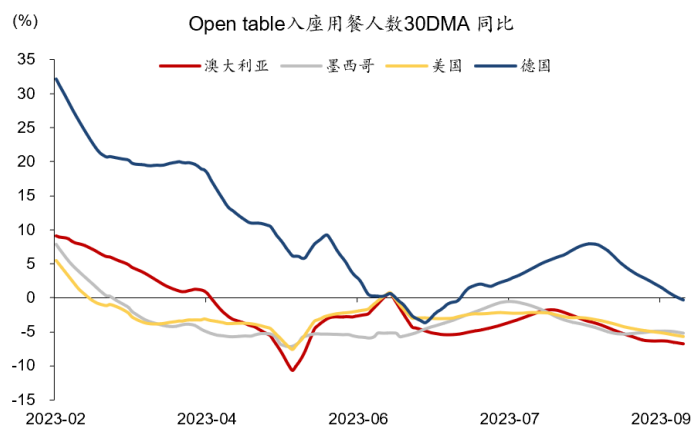
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表36: 德国航班飞行次数高于2022年



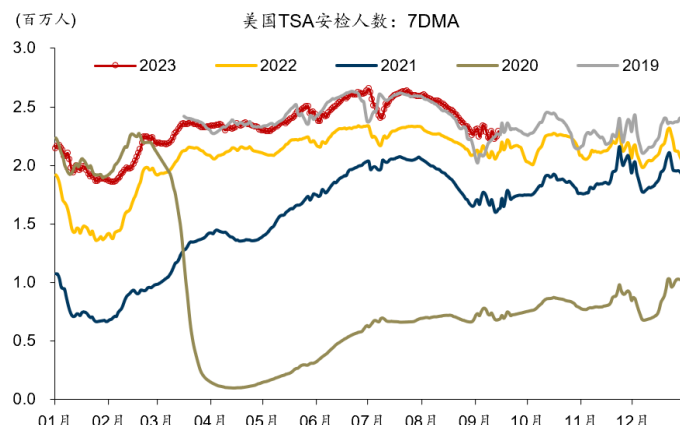
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表37: 德国 8 月外出用餐人数同比回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表38: 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 8 月 CPI 同比反弹

美国 8 月季调后 CPI 同比 3.7%，预期 3.6%，前值 3.3%，已连续第二次回升。季调后 CPI 环比 0.6%，预期 0.6%，前值 0.2%，为 2022 年 7 月以来新高。季调后核心 CPI 同比 4.4%，预期 4.3%，前值 4.7%，为 2021 年 10 月以来新低，已连续六个月下降，但仍远高于美联储的平均通胀目标。季调后核心 CPI 环比 0.3%，预期 0.2%，前值 0.2%。

结构方面，8 月商品分项 CPI 同比升 1.1%、前值降 0.3%，环比升 1.0%、前值降 0.1%，主要源于能源商品价格的大幅回升。能源商品价格同比降 4.2%、前值降 20.3%，环比升 10.5%、前值升 0.3%。

服务 CPI 继续回落，但住房租金仍是通胀的最大贡献者，且交通价格持续上升。8 月服务业 CPI 同比 5.4%，前值 5.7%。住房同比 7.3%，前值 7.8%，拉动了服务业 CPI 4.1 个百分点，贡献率 75%（7 月贡献率为 76%）。扣除住房之后的服务业 CPI 同比为 3.1%，前值 3.3%。

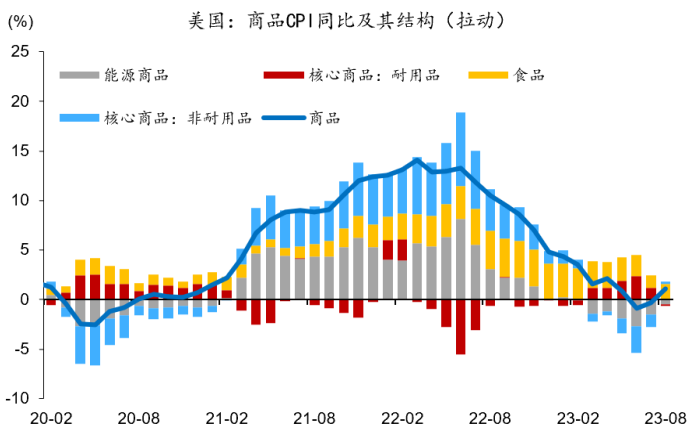
截至 9 月 15 日，布油录得 95.2 美元每桶，上周 93 美元；WTI 原油录得 91 美元，上周 88 美元；英国天然气录得 92 便士/色姆，上周 86 便士。NYMEX 天然气 2.6 美元/百万英热单位，上周 2.6 美元。

图表39: 美国 8 月 CPI 结构

CPI 分级	支出项目	权重 (%)	预期值	季调_同比 (%)							预期值	季调_环比 (%)						
				23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03	23-08		23-07	23-06	23-05	23-04	23-03		
整体	CPI	100.0	3.6	↑	3.7	3.3	3.1	4.1	5.0	5.0	0.6	→	0.6	0.2	0.2	0.1	0.4	0.1
核心	核心CPI	79.6	4.3	↑	4.4	4.7	4.9	5.3	5.5	5.6	0.2	↑	0.3	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4
I	食品	13.4			4.3	4.9	5.7	6.7	7.6	8.5			0.2	0.2	0.1	0.2	0.0	0.0
I	能源	7.0			-3.7	-12.3	-16.5	-11.3	-4.9	-6.4			5.6	0.1	0.6	-3.6	0.6	-3.5
II	能源商品	3.7			-4.2	-20.3	-26.8	-20.5	-12.6	-17.0			10.5	0.3	0.8	-5.6	2.7	-4.6
II	能源服务	3.3			-2.8	-1.2	-1.1	1.6	5.9	9.2			0.2	-0.1	0.4	-1.4	-1.7	-2.3
I	核心商品 (即商品, 扣除食品和能源商品)	21.2			0.4	0.9	1.4	2.0	2.1	1.6			-0.1	-0.3	-0.1	0.6	0.6	0.2
II	服装	2.5			3.1	3.2	3.1	3.5	3.6	3.2			0.2	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
II	新车	4.3			2.9	3.5	4.1	4.7	5.4	6.1			0.3	-0.1	0.0	-0.1	-0.2	0.4
II	二手车和卡车	2.8			-6.6	-5.6	-5.2	-4.2	-6.6	-11.2			-1.2	-1.3	-0.5	4.4	4.4	-0.9
II	医疗商品	1.5			4.5	4.1	4.2	4.4	4.0	3.6			0.6	0.5	0.2	0.6	0.5	0.6
II	酒精饮料	0.8			3.7	4.1	4.4	4.8	4.6	4.5			0.0	0.1	0.0	0.5	0.5	0.1
II	烟草和香烟产品	0.5			5.6	6.1	5.8	6.3	6.6	6.9			0.6	0.5	0.1	0.6	0.1	0.8
I	核心服务 (服务, 扣除能源服务)	58.4			5.9	6.1	6.2	6.6	6.8	7.1			0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
II	住所 (Shelter)	34.8			7.2	7.7	7.8	8.0	8.1	8.2			0.3	0.4	0.4	0.6	0.4	0.6
III	主要住所租金	7.6			7.8	8.0	8.3	8.7	8.8	8.8			0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	0.5
III	业主等值房租	25.6			7.3	7.7	7.8	8.0	8.1	8.0			0.4	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
II	医疗服务	6.3			-2.1	-1.5	-0.8	-0.1	0.4	1.0			0.1	-0.4	0.0	-0.1	-0.1	-0.5
III	医师服务	1.8			0.3	0.4	0.5	-0.1	0.3	0.5			0.1	0.2	0.7	-0.5	0.0	-0.2
III	医院服务	1.9			3.0	3.1	4.1	3.7	2.9	2.7			0.7	-0.4	0.4	1.0	0.5	-0.4
II	交通	5.9			10.4	9.3	8.5	10.3	11.1	13.8			2.0	0.3	0.1	0.8	-0.2	1.4
III	机动车维护与修理	1.1			12.0	12.7	12.7	13.5	13.3	13.3			1.1	1.0	1.3	0.6	0.5	0.3
III	机动车保险	2.7			19.1	17.8	16.9	17.1	15.5	15.0			2.4	2.0	1.7	2.0	1.4	1.2
III	机票	0.5			-13.3	-18.6	-18.9	-13.4	-0.9	17.7			4.9	-8.1	-8.1	-3.0	-2.6	4.0

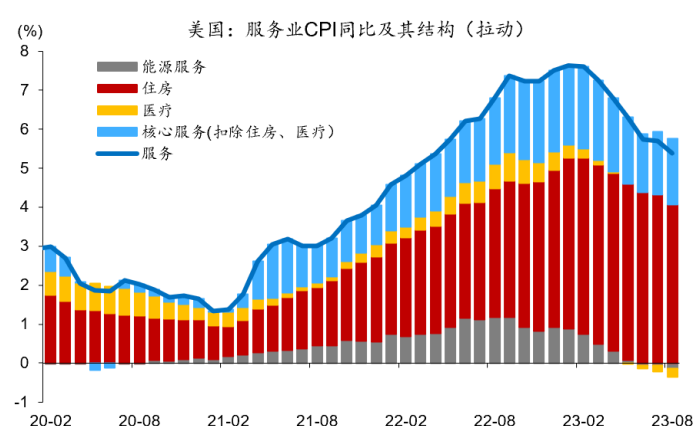
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表40：美国商品通胀增速及结构



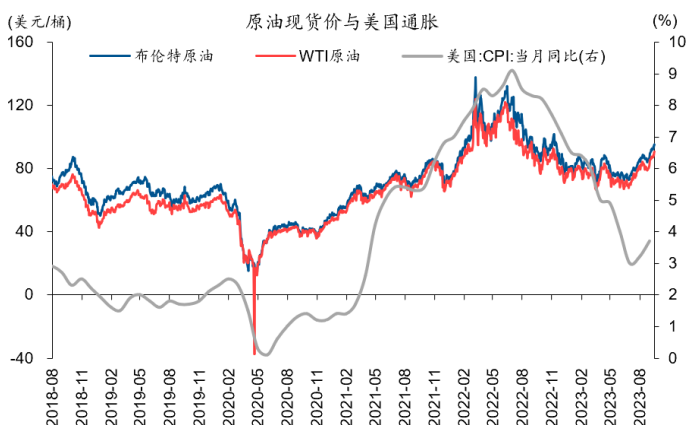
来源：WIND、国金证券研究所

图表41：美国服务通胀增速及结构



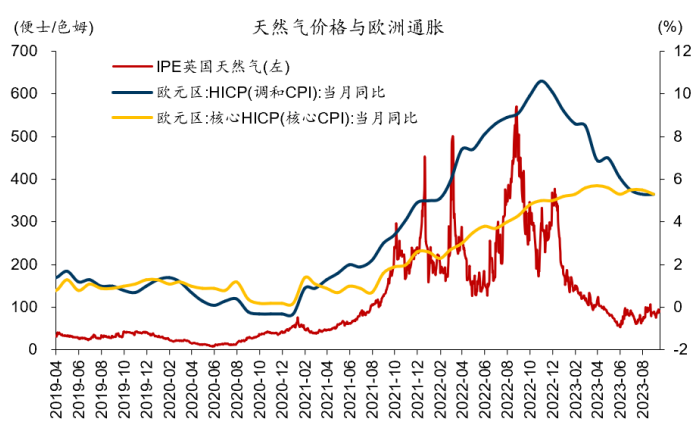
来源：WIND、国金证券研究所

图表42：本周，布油价格 95 美元，WTI 价格 91 美元



来源：WIND、国金证券研究所

图表43：本周，IPE 英国天然气 92 便士

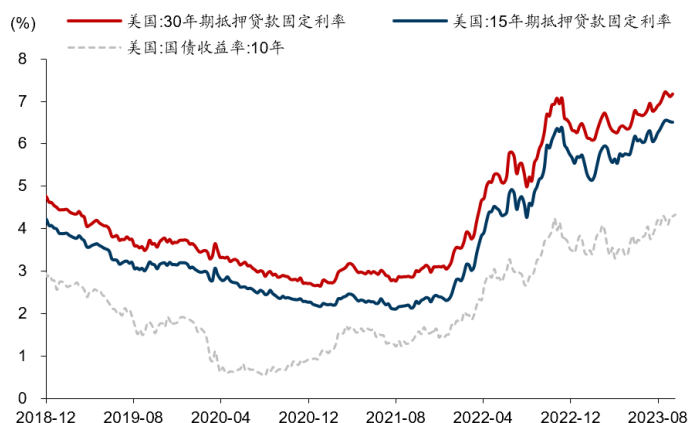


来源：WIND、国金证券研究所

(五) 地产与信贷：美国抵押贷款利率上升

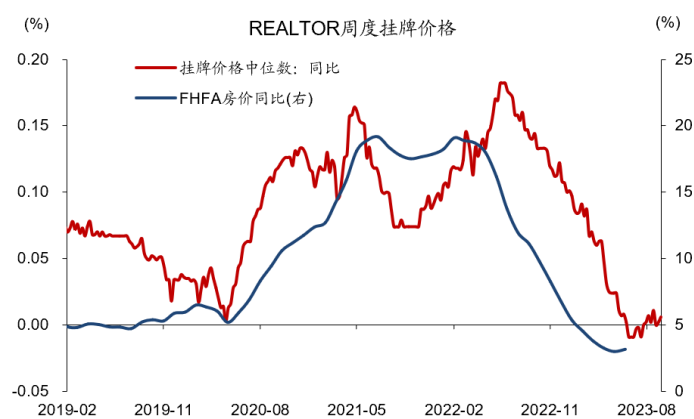
截至 9 月 14 日，美国 30 年期抵押贷款利率为 7.2%，较 7 月底的 6.8% 上升 40BP，较上周上升 6BP。15 年期抵押贷款利率为 6.5%，较 7 月底的 6.1% 上升 40BP。截至 9 月 9 日，美国 REALTOR 二手房挂牌价增速有所反弹。

图表44：美国 30 年期抵押贷款利率略升至 7.2%



来源：WIND、国金证券研究所

图表45：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