

研报精选

2023年10月28日第143期

宏观专栏

领先指数偏弱，财政还待加码

尽管9月金融条件指数企稳，部分经济数据超预期，但中金经济领先指数表明经济内生动能较弱。新增社融连续两个月超预期，但企业中长期贷款增速下降。虽然金融条件有所回升，但居民总资产和净资产仍在修复中，财政政策的扩张力度将对未来经济走势起关键作用。

美国经济增长动能仍然较强

美国三季度GDP环比折年率4.9%，经济增长较上半年明显反弹。库存反弹和强劲的私人消费支出表明经济内生需求仍稳步扩张。报告预计美联储下周将暂停加息，以等待更多四季度数据公布。

专题聚焦

财政与美债1:见微知著

2023财年美国财政赤字扩大，高赤字推高美债利率。展望2024财年，赤字或边际收窄。明年发债量有望减少，缓解美债供给压力。十年期美债利率可能下行至4.0%以下。

日韩地区美元债概览

受益于量化宽松政策，日本国际债券的发行量逐渐增加，并吸引了众多海外投资者。韩国债券市场经历了快速增长和变革，并提供多样化的投资机会，对投资和经济增长起到重要作用。

宏观专栏

领先指数偏弱，财政还待加码

9月部分经济金融数据超预期，是否意味着经济增长将持续回升？中金经济领先指标体系中，金融条件指标有所企稳，其他两个领先指标还偏弱。此外，根据我们的估算，2023年3季度居民总资产与净资产还在修复。综合来看，内生动能还比较弱，经济走势的关键在于财政脉冲的变化。

9月金融条件指数止跌企稳，但另外两个领先指数走弱偏弱。金融条件指数是衡量实体经济获得资金的状况，历史上领先实体经济活动3个季度左右。中金经济领先指数II是房地产与各行业订单的综合指数，一般领先实体经济活动2个季度左右。中金经济领先指数I是早周期行业的综合指数，一般领先经济活动1个季度左右。从9月的数据来看，经济领先指数体系显示短期内经济活动仍偏弱，具体来看：

► 挖掘机利用小时数同比跌幅扩大，经济领先指数I有所下行。9月小松挖掘机利用小时数为90.0，较8月持平，同比跌幅从8月的6.2%扩大至9月的9.7%，部分是由于基数效应的影响。9月挖掘机产量的跌幅也进一步扩大，从8月22.1%的同比跌幅扩大至9月的23.5%。与此同时，9月粗钢产量的同比增速从8月的2.6%下降到9月的1.7%。综合来看，中金经济领先指数I从8月的-0.38下降到9月的-0.46。

► 虽然分项单月企稳，但回升趋势待确认，经济领先指数II有所下降。9月PMI新订单从8月的50.2%上升到50.5%，已经3个月回升，并达到过去6个月新高。商品房销售均价和销售面积的跌幅小幅收窄，但改善的速度不及PMI新订单。领先指数的模型会采用技术方法区分数据是趋势上行还是单月波动，从结果来看，模型认为PMI新订单的改善属于趋势上行，但是房地产相关指标的企稳是短期波动、模型输出的结果仍然处在下行中。综合订单指数与房地产表现之后，中金经济领先指数II从8月的0.06下降到9月的-0.02。

► 社融连续两个月超预期带动金融条件企稳，但走势还有不确定性。8月新增社融超预期，9月新增社融面对高基数再次同比明显多增，成为带动金融条件企稳最重要的因素，9月金融条件持平于8月的0.55。分部门来看，政府部门与居民融资的回升是社融同比高增长的主要支持，但企业中长期贷款同比少

增，受政策支撑的制造业以及基础设施业的中长期贷款增速均开始下行，金融条件是否回升还有待观察。

综合经济领先指数与资产负债表的估算，经济内生动能仍然偏弱。2022年至今，经济波动的规律和历史有所不同，举例来说，中金金融条件指数虽然自2021年底到2022年底连续回升，但名义GDP增速并没明显改善。这是因为没有被中金领先指数体系涵盖的指标出现了较大的变化。中金经济领先指数主要包括的是流量指标，相当于“三张表”中的利润表与现金流量表之中的指标，但没有包括存量的指标、即资产负债表的指标。即使金融条件回升、部分经济活动有所改善，但居民总资产与净资产还在修复，居民收入可能部分用来修复资产负债表而非完全用来增加支出，导致经济循环不畅，这是过去10几年时间里没有出现过的情况。根据我们的估算，2023年3季度居民总资产与净资产还在修复之中。

向前看，经济走势关键在于财政脉冲的力度。信贷脉冲是市场跟踪宏观流动性的一种方式，但在内生需求不足的前提下，财政脉冲更重要。除了政府债券以外，中国财政或者准财政的融资方式还包括土地收入、结构性货币政策工具、央行的利润上缴等等。为了全面地衡量财政的状况，我们构建了两个指标，一个是财政赤字的脉冲，主要从财政的收支状况衡量财政对实体经济的支持力度；另一个是财政投放货币的脉冲，主要从央行与银行系统为财政提供的各类新增融资的变化（包括结构性货币工具、央行上缴利润、政府债等），来衡量财政对实体经济的支持力度。今年上半年，财政脉冲连续下行，主要原因是政府债发行进度滞后、土地收入持续下滑、开发性金融工具以及大部分结构性政策工具不再新增净投放。随着一揽子化债政策的落地以及财政发债进度的加速，8月财政脉冲出现了见底回升的态势，从发债进度以及提前下达专项债额度的规划来看，财政脉冲回升的趋势有可能持续到明年一季度，但要保证明年一季度后财政力度不明显下降，未来可能还需要进一步的财政宽松。

以上观点来自：**2023年10月23日中金公司研究部已发布的《领先指数偏弱，财政还待加码》**

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

宏观专栏

美国经济增长动能仍然较强

美国三季度GDP环比折年率4.9%，经济增长较上半年明显反弹。从分项看，库存反弹贡献明显，表明补库存或已悄然开启，剔除库存后的最终销售也很强劲，说明经济内生需求仍在稳步扩张。进一步看，三季度私人消费支出大幅增长，显示居民消费能力仍然较强，这与市场中流行的过剩储蓄耗尽的观点不符。我们认为，强劲的GDP支持美国利率更高更久（**high for longer**），但对美联储利率决策影响有限，下周美联储大概率继续暂停加息，以等待更多四季度数据公布。

► 美国Q3实际GDP环比折年率4.9%，经济增长较上半年明显反弹。今年前两个季度，美国实际GDP环比年化增速分别为2.2%和2.1%，三季度增速高达4.9%，显示当前的经济表现比上半年更为强劲。此外，这一增速也高于美国长期2%的潜在增长率，换句话说，美国经济仍在以趋势以上的增速前行。

► 从分项看，Q3库存反弹贡献明显，我们再次提示美国库存周期或开启。Q3库存对GDP增长的拉动为1.3个百分点，拉动作用为今年以来首次转正，进一步看，制造业和零售商库存都有回升，或表明自2022年初以来的去库存已接近尾声。我们在报告[《美国制造业库存周期或将开启》](#)中已经提示，随着经济增长韧性增强，美国或将开启补库存，近几个月美国ISM制造业PMI触底反弹，居民消费支出持续扩张，这都会带动库存回补。从今天的GDP数据来看，我们的观点得到支撑。

► 剔除掉波动较大的库存，对私人部门的最终销售也很强劲，表明经济内生需求仍然较强。Q3对国内私人部门的最终销售（final sales to domestic private purchaser）环比增长达到3.3%，较上季度的1.7%更高。其中，私人消费支出表现尤为强劲，环比增长高达4.0%，较上季度的0.8%大幅反弹，对GDP增长的拉动达到2.7个百分点。进一步看，1.1个百分点的贡献来自商品消费，其余为服务消费。固定资产投资增长0.8%，较上季度的5.2%明显回落，但其中的住宅投资增长3.9%，为21Q2以来首次正增长。住宅投资转正表明，随着库存不

足，房价上涨，开发商加快建造住宅的动机增强。我们预计Q4住宅投资仍将保持正增长。

► 为何美联储持续加息，美国消费增长仍如此强劲？我们认为至少有两个原因：**第一，美国就业表现强劲。**最近公布的非农就业、空缺职位率、以及初次申请失业金人数等数据均表明，美国就业市场仍然紧俏，工资增长仍然稳健，良好的就业和工资表现支撑居民收入增长，有利于消费扩张。**第二，财富效应支撑消费。**疫情以来美国居民部门资产负债表大幅改善，房价与股票价格的上涨带来了财富膨胀，进一步研究发现，这些财富大部分都集中在婴儿潮一代人手中，他们大部分都在60岁以上，随着退休年龄的到来，他们开始使用储蓄支持退休生活，这有利于促进消费。此外，年长者的债务负担普遍较低，对利率上升不敏感，这也使得美联储货币紧缩对消费的抑制作用被削弱。

► **财富效应的存在带来另一个问题，那就是美国居民的消费能力或被低估。**此前有一种观点认为，美国居民的过剩储蓄即将耗尽，消费增长将受到明显抑制，这种观点是基于旧金山联储的一篇工作论文，该论文假设美国居民延续疫情前的储蓄趋势，并将疫情后每个月高于趋势的储蓄定义为过剩储蓄，每个月低于趋势的储蓄认为是对过剩储蓄的消耗，由此得出过剩储蓄将消耗殆尽¹。这种做法有一定参考价值，但也存在两个问题，一是对疫情前、后美国居民的储蓄趋势没有变的假设过强，如果疫情后储蓄因为某种原因（比如更多人退休）而结构性下降，那么由此计算出的过剩储蓄就会被低估。二是在计算时只考虑了流量储蓄，没有考虑由储蓄带来的存量财富增长，比如在2020年存下的1美元，如果投入到股票或其他价格上涨的资产中，到2023年其净值将高于1美元。这种变化会带来财富效应，使居民储蓄意愿更低，消费意愿更强。

► **强劲的GDP对美联储11月利率决策影响有限，我们预计下周会继续暂停加息。**由于GDP数据反应的是已经过去的Q3，美联储不大可能单凭这份数据就改变11月的利率决策，我们预计美联储在下周的议息会议上继续暂停加息，以等待更多Q4数据的公布。我们认为，从最近美联储官员的表态来看，由于美

¹ <https://www.frbsf.org/our-district/about/sf-fed-blog/excess-no-more-dwindling-pandemic-savings/>

债收益率大幅上升，金融条件显著收紧，他们倾向于更加谨慎行事，不急于进一步加息。对市场而言，强劲的GDP数据支持美国利率在高位停留更久（high for longer），而这又会反过来增加未来企业盈利和经济增长的压力。GDP数据公布后美股下跌，美债收益率下行，表明不少投资者对美国经济能否承受当前的高利率仍心存疑虑。



以上观点来自：2023年10月27日中金公司研究部已发布的《美国经济增长动能仍然较强》

刘政宁 分析员 SAC 执证编号：S0080520080007 SFC CE Ref: BRF443

肖捷文 分析员 SAC 执证编号：S0080523060021

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

财政与美债1:见微知著

在刚结束的2023财年（2022年10月-2023年9月）中，美国经历了一轮超出预期的财政扩张过程。美国国会预算办公室（CBO）在2022年5月发布的报告中曾预测2023财年联邦政府总收入和总支出分别为4.89万亿美元和5.87万亿美元，对应约9800亿美元赤字；然而在2022年资本市场表现欠佳、2023年通胀顽固、利率走高等多重因素影响下，2023财年联邦政府收入为4.44万亿美元，而支出高达6.13万亿美元，全年财政赤字为1.69万亿美元，我们预计财年赤字率将达到6.3%。赤字走阔也意味着财政部融资需求较高，且由于国会两党直至6月中旬才就债务上限达成协议，总量庞大且节奏较快的国债发行一定程度上加剧了美债供需失衡，拉动期限溢价进而长端利率上行²。

财政赤字再度走阔是支撑美债超预期发行的原因，也是助推美债利率不可或缺的影响因素，理解未来美债供给和利率走向离不开对财政政策的回顾与展望。2023财年，美国联邦财政的收支两端都体现出新趋势。一方面，通胀顽固推高了社保（1.35万亿美元）、医保（8500亿美元）等与物价水平密切相关的支出项目，同时这意味着美国国税局参考物价水平对个人所得税收入层级的调整幅度明显高于居民收入增速，前些年较为严重的“税级攀升”现象得以缓解，居民有效税率下降，政府个税收入（2.18万亿美元）减少。另一方面，利率快速上行且维持高位加重政府净利息负担（7110亿美元），也侵蚀了财政部从美联储获得的利润收入。此外，年初联邦政府对中小银行的救助亦费用不菲（920亿美元）。我们的分析表明，CBO在2022年5月发布的分析中低估了2022-2023年通胀水平和利率水平，导致其对政府个人所得税收入和美联储上缴利润预测偏高，对政府净利息支出预测偏低，二者结合造成了对赤字的较大预测误差。

展望2024财年，我们认为财政政策的主基调可能是相对2023财年边际收紧的赤字。虽然拜登政府在今年3月向国会提交的预算草案中列出约1.92万亿美元的赤字（合赤字率6.8%），但考虑到国会6月通过的财政责任法案对2024-2025财年可选支出施加了上限，拜登政府若想维持高额赤字可能必须在国会推动立

² 详见《[明年美债供给有望缓解](#)》

法修改支出上限，或以美国国内或国际突发事件为由增列紧急支出。目前国会两党分歧较大，众议院一度在无议长的停摆状态持续了21天³，这两种绕过支出上限的方法均可能面临较大的阻力，拜登政府的1.92万亿美元赤字目标或较难实现。综合各方面因素，CBO预测2024财年联邦政府赤字额约为1.51万亿美元，合赤字率5.5%，相对2023财年边际收窄。由于CBO在本次预测中明显上调了其对于2024年通胀和利率的预期，我们认为其对2024财年政府收支的预测有较高参考价值。结合实际收支数据、CBO预测值与我们对动态财政乘数的估计，我们测算2023财年赤字扩大拉动了实际GDP增长约1.52个百分点，而2024财年赤字边际收窄可能拖累实际GDP增长约0.06个百分点。

总的来看，我们仍坚持在《[三论美债利率的顶：自然利率视角](#)》、《[谁是美债的下一个边际购买者](#)》等报告中的观点：财政和产业政策思维转变已在两党中积累起一些共识，财政政策的主导趋势正不断强化，长期来看美国财政赤字和债务易升难降。但我们同时提示，短期内一系列经济和政治因素使财政力度边际减弱的可能性仍然存在。2023财年较高的赤字对经济增长和家庭、企业韧性形成支撑，同时推高了美债利率；而2024财年财政边际转弱，叠加学生贷款恢复偿还、家庭部门超额储蓄趋于耗尽、劳动力市场降温、企业贷款和信用债集中到期等因素，有可能边际削弱美国经济韧性。基准情形下，美国经济韧性在明年或边际削弱，叠加潜在的财政力度下行和TGA账户高位（参见《[明年美债供给有望缓解](#)》），使得明年发债量边际收缩，有助于缓解美债供给压力，十年期美债利率有望趋势下行至4.0%以下，主要由实际利率拉动。如果货币持续紧缩导致金融风险暴露，或将倒逼美国货币政策实质性转向（比如美联储重启QE，参见《[美国金融裂缝2：从对冲基金到企业债](#)》），可能助推美债利率更进一步回落。

以上观点来自：2023年10月26日中金公司研究部已发布的《[财政与美债1:见微知著](#)》

张峻栋 分析员 SAC 执证编号：S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

³ <https://edition.cnn.com/2023/10/25/politics/house-speaker-vote-republicans/index.html>

专题聚焦

日韩地区美元债概览

日韩美元债券历史发行沿革

由于日本央行持续的量化宽松政策及日本国内较低的融资成本，在过去相当长一段时间，日本企业海外融资意愿不强。直到2017年，在日本发行人丰富融资渠道和为国际业务营运提供资金的背景下，日本国际债券的发行量逐渐增加并在2022年达到峰值，当年发行规模超过1200亿美元。韩国作为亚洲重要的经济体之一，其债券市场在过去的几十年里经历了较快的增长和变革，成为了韩国金融体系中重要的组成部分，也逐步成为一个具有重要地位的国际金融市场之一。韩国债券市场先后经历了：起步阶段（20世纪初至20世纪中期）、政府债市场发展（20世纪60年代至80年代）、私营企业发行债券（20世纪90年代）、国际化和金融危机（2000-2010年）以及市场发展与创新（2010年代至今）。在发展与演变的过程中，韩国债券市场产品种类不断丰富，现已涵盖政府债、地方债、公司债、特殊目的债、海外债、绿色债、可转债等为投资者提供了多样化的投资机会，也在吸引投资、企业融资以及推动国家经济增长方面发挥着重要作用。

日韩美元债券存量概览

从行业分布来看，金融类债券占比很高。截至2023年8月末，日本金融类公司债占比最高为83.92%，韩国公司债存量规模最大的行业为非银金融，存续金额占比约37.21%。从评级分布来看，日本企业发行的以美元计价的信用债整体评级较高，不考虑无评级债券，截至2023年8月末，整体评级中枢落在A-级别，存量占比为41.21%。

以上观点来自：2023年10月26日中金公司研究部已发布的《日韩地区美元债概览》

于杰 分析员 SAC 执证编号：S0080521080003

许艳 分析员 SAC 执证编号：S0080511030007 SFC CE Ref: BBP876

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.10.23 中国图说中国宏观周报：领先指数偏弱，财政还待加码
- 2023.10.24 海外宏观热点速评：明年美债供给有望缓解
- 2023.10.25 中国宏观热点速评：中央加杠杆，彰显稳增长决心
- 2023.10.25 中国宏观专题报告：图说中国：2023年四季度
- 2023.10.26 联合解读：联合解读特别国债
- 2023.10.26 海外宏观专题报告：财政与美债1：见微知著
- 2023.10.27 海外宏观简评：美国经济增长动能仍然较强

策略及大宗商品

- 2023.10.17 大类资产观察：美债利率超调了多少？
- 2023.10.24 大宗商品：美国再工业化需求测算：见微而知著
- 2023.10.18 中国策略简评：汇金买入ETF再度释放积极信号
- 2023.10.25 大宗商品：特别国债：有望缓解工业品短期压力
- 2023.10.26 主题策略：公募三季报回顾：消费加仓，TMT及新能源减仓
- 2023.10.26 海外中资股策略：香港调降印花税的影响分析
- 2023.10.26 主题策略：中央加杠杆的市场含义
- 2023.10.27 主题策略：如何刻画并分析外资？

固定收益

- 2023.10.23 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.10.23 中资美元债周报：十年美债利率达5%，美元债表现承压
- 2023.10.23 招投标备忘录：付息国债23年第24期新发，第18期续发——利率债招标分析
- 2023.10.24 招投标备忘录：国开债23年第7、8、11期增发，农发债23年第20、21期增发——利率债招标分析
- 2023.10.25 简评：预期外的国债发行量，预期中的利率冲高回落——国债增发点评
- 2023.10.25 简评：红墙转债投资价值分析
- 2023.10.25 简评：广泰转债投资价值分析
- 2023.10.25 招投标备忘录：国开债21年第18期增发，23年第6、14、15、18期增发——利率债招标分析
- 2023.10.25 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.10.26 简评：固收+的加仓，纯债基的韧性——2023年3季度债基点评
- 2023.10.26 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报

- 2023.10.26 专题研究：中金固收新趋势系列：日韩地区美元债概览
 2023.10.26 招投标备忘录：贴现国债23年第66、67期新发——利率债招标分析

行业

- 2023.10.23 日常消费：周思考：白酒3Q23业绩整体有望稳健增长，股价回调后估值性价比高
 2023.10.23 REITs：公募REITs周报（10.16-10.20）：解禁及流动性压力显现，关注三季度业绩情况
 2023.10.23 汽车及零部件：重卡跟踪月报：9月旺季销量兑现，天然气重卡渗透率创历史新高
 2023.10.24 传媒互联网：双11前瞻：关注大促期价格和用户趋势
 2023.10.24 不动产与空间服务：周评#362：上周楼市延续温和复苏态势
 2023.10.24 电力电气设备：新能源车月度观察：9月中欧销量环比提升，产业链10月排产环比略有提升
 2023.10.24 REITs：再议REITs市场发展潜力——写在新一轮扩容即将到来之际
 2023.10.25 传媒互联网：全球观察-Spotify：3Q23降本增效好于预期，集团层面净利润同环比转正
 2023.10.25 公用事业：CCER日臻完善，海上风电享绿色收益
 2023.10.25 建材：中央加杠杆彰显稳增长决心，建材板块预期有望转暖
 2023.10.25 电力电气设备：工业自动化跟踪：9月关注宏观的边际改善
 2023.10.25 银行：净息差如期趋于见顶——美国四大行3Q23业绩点评
 2023.10.25 香港金融：港府发布施政报告，股票印花税如期下调
 2023.10.26 农业：畜禽养殖专题三：“资金竞赛”回归“成本竞争”，产能或加速去化
 2023.10.26 机械：轨交设备月报：9月铁路客运量改善趋势持续，地铁新增运营线路下降明显
 2023.10.26 物业管理：Q3更新：基本面兑现延续平稳态势
 2023.10.26 交通运输物流：双周报#376：关注货运物流旺季表现
 2023.10.26 房地产：城中村改造：近期调研见闻与阶段性思考
 2023.10.26 传媒互联网：基金3Q23传媒持仓分析：AI情绪走弱，偏好有所下降
 2023.10.27 金融：3Q23基金持仓：板块仓位环比回暖，头部公司更受青睐
 2023.10.27 不动产与空间服务：对消费基础设施REITs相关问题的简要梳理

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang.zhao@cicc.com.cn

薛皓月 haoyue.xue@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn