

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

大选年，美国财政“易宽难紧”？

2024年，美国将迎来后疫情时代的首次总统选举。经验上，大选年的联邦政府财政赤字率略高于非大选年。这一统计现象是否显著？政治能否成为影响2024年美国财政政策立场的关键因素、宽财政空间有多大？

热点思考：大选年，美国财政“易宽难紧”？

经验上，大选年美国财政赤字率略高于非选举年。美国1960年以来的15次大选年里，有9次赤字率上升，占比约60%。剔除疫情后的异常年份，大选年平均赤字率为2.86%，较非选举年的赤字率2.67%高出约0.19个百分点；剔除利息支出后的基本赤字率表现也类似。大选年份赤字率虽更高，但较非大选年份的差异较低，均在0.2个点以内。

大选年美国两党总统均倾向于扩大赤字，但国会两院分立会削弱总统扩大财政赤字的能力。大选年份，共和党在任总统赤字率平均抬升0.2个百分点，提升幅度略高于民主党。若两院分属两党则会使赤字率较前一年平均降低1.5个百分点。从收益来看，扩大财政力度能小幅提高选民投票率，一定程度提高总统所在党派的席位获取数量。

虽然执政党有动力影响财政力度，但大选并非决定赤字率的核心因素，经济周期的影响更显著。从统计学均值上看，选举年美国财政赤字率略高，但在散点图的分布上，选举年和非选举年的赤字率分布并不具有系统性差异。从赤字率的决定因素来看，财政赤字率受经济周期的影响更显著，美国赤字率与失业率呈现同步变化的趋势。

大选年美国总统及执政党往往通过增加支出的方式扩大财政赤字，财政收入端的差异较低。相较于非选举年，大选年支出增速平均扩大0.4个百分点至7.1%，收入增速平均减少0.1个百分点至6.25%，收入端的增速差异较低。支出端的国际支出、国内支出增速提升幅度更高。主因或在于政府对收入的控制能力更弱，对支出的调整余地更广。

具体而言，美国总统可通过补充拨款的方式增加财政支出，但可能受到国会两院分治的制约。1996、2008、2016年等大选年，补充拨款法案数量或金额均出现上升。补充拨款也需经国会立法通过，例如，拜登2023年提出了总计约1060亿美元的补充拨款请求，然而截至2023年12月底，仍未获得国会通过。

此外，总统也可宣布国家紧急状态，增加相关支出，但理由不充分可能将遭到反噬。疫情期间，特朗普宣布国家进入紧急状态，当月即推出500亿美元的财政救助计划；“911”事件后，布什总统也通过国家紧急状态增加了国防支出。但2019年，特朗普为给边境墙项目提供80亿美元财政资金，宣布国家进入紧急状态，引发了广泛的反对声音。

历史均值可能掩盖差异及波动，针对明年美国财政状态，需具体分析，2024财政扩张仍可能面临较大约束。一方面，明年美国参议院、众议院两院分治，两党分歧加大，将限制总统新增财政拨款的可能。另一方面，通过国家紧急状态修改财政支出的可能性也较低。对外，拜登国际支出受挫折，对内金融风险较低，财政大规模救助可能性偏低。

此外，明年财政支出还将受到债务上限协议的约束，是以往大选年较少出现的情况。《财政责任法案》将2024年自主性支出上限设置为1.59万亿美元，且无论正式拨款通过与否，明年自主性支出都将削减。历史上，支出上限的约束有效力较强。2011年《预算控制法》引入预算上限和自动削减机制后，实际支出额均低于预算授权上限额。

海外事件&数据：美国11月PCE通胀低于预期，房屋开工数创近六个月新高，新屋销售意外下滑

美国11月PCE物价指数年率2.6%，预期2.8%，前值2.9%，为2021年3月以来新低。美国11月PCE物价指数月率-0.1%，预期0.0%，前值0.0%，为2020年5月以来首次下跌。美国11月核心PCE物价指数年率3.2%，预期3.3%，前值3.4%，为2021年4月以来新低。美国11月核心PCE物价指数月率0.1%，预期0.2%，前值0.1%。

美国11月新屋开工总数年化156万套，远超预期136，前值135.9，环比上升14.8%。美国12月NAHB房产市场指数37，预期36，前值34。美国11月成屋销售总数年化382万套，超过预期377，前值379。美国11月新屋销售总数年化总数59万套，远低于预期68.5，前值67.2，环比下降12.2%，为2022年12月以来新低。

PCE通胀数据后，市场降息预期进一步升温。截至12月23日，CME FedWatch显示，11月PCE通胀数据公布后，市场定价美联储明年3月降息的概率由上周的65%提高至76%，明年全年可能共计降息6次。12月20日当周，美联储总资产规模下降，美联储BTFP工具使用量微升。负债端，逆回购规模下降，准备金规模下降，TGA存款上升1020亿美元。货币市场基金规模下降160亿美元。

风险提示

地缘政治冲突升级；美联储再次转“鹰”；金融条件加速收缩；

内容目录

| | |
|--|----|
| 一、热点思考：大选年，美国财政“易宽难紧”？ | 4 |
| （一）历史上的选举年，美国财政有何特征？ | 4 |
| （二）大选期间，美国通过哪些方式调整赤字？ | 6 |
| （三）后疫情首次大选，明年美国财政赤字会扩张吗？ | 7 |
| 二、海外基本面&重要事件 | 10 |
| （一）货币与财政：PCE 通胀数据后，美联储降息预期进一步升温 | 10 |
| （二）生产与就业：美国初请失业人数低于预期，新增职位数量下降 | 11 |
| （三）消费与出行：至 12 月 16 日当周，美国红皮书零售增速 3.6% | 11 |
| （四）通胀与能源：美国 11 月 PCE 通胀低于预期，整体环比为疫情后首次下跌 | 12 |
| （五）地产与信贷：美国抵押贷款利率回落，但 11 月新屋销售意外下滑 | 13 |
| 风险提示 | 15 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1：美国大选年份赤字率稍高于其他年份 | 4 |
| 图表 2：大选年基本赤字率也略高于非大选年份 | 4 |
| 图表 3：1960 年以来，美国 15 次大选年里，9 次赤字率上升，占比约 60% | 4 |
| 图表 4：民主党、共和党总统均有提高投票率意愿 | 5 |
| 图表 5：国会两院分治往往会削弱大选年赤字率抬升幅度 | 5 |
| 图表 6：选举年赤字率与席位增加正相关 | 5 |
| 图表 7：选举年赤字率与选民投票率轻微正相关 | 5 |
| 图表 8：大选对赤字率有影响，但与非大选年差异仍较低 | 5 |
| 图表 9：经济因素对财政赤字率的影响更重要 | 5 |
| 图表 10：选举年，“增支”的意愿可能超过“减收”意愿 | 6 |
| 图表 11：选举与非选举年，财政收入端的分布差异较低 | 6 |
| 图表 12：选举年支出增速略高，拟合线向右上方倾斜 | 6 |
| 图表 13：选举年，国际支出、国内支出增速可能更高 | 6 |
| 图表 14：历史上大选年，财政补充拨款有可能上涨 | 7 |
| 图表 15：大选年，总统提出的补充法案数量可能更多 | 7 |
| 图表 16：特朗普、奥巴马、尼克松等均通过宣布国家紧急状态，临时修改财政支出金额 | 7 |
| 图表 17：疫情后，美国两党间的分歧加大 | 8 |
| 图表 18：国会中的多数党占优幅度逐渐减少，势均力敌 | 8 |
| 图表 19：美国居民杠杆率延续回落 | 8 |
| 图表 20：美国企业杠杆率降低 | 8 |
| 图表 21：正式拨款通过与否，明年都将削减支出 | 9 |
| 图表 22：从历史上看，支出上限的有效性较强 | 9 |
| 图表 23：美国流动性量价跟踪 | 10 |
| 图表 24：美联储减持美债规模 | 10 |
| 图表 25：美联储逆回购规模下降 | 10 |

| | |
|---|----|
| 图表 26: 截至 12 月 23 日, 美联储降息概率..... | 11 |
| 图表 27: OIS 隐含 FFR 利率..... | 11 |
| 图表 28: 美国至 12 月 16 日当周初请失业 20.5 万人..... | 11 |
| 图表 29: 美国 12 月 11 日当周新增职位数量下降..... | 11 |
| 图表 30: 美国红皮书零售同比 3.6%, 前值 3.4%..... | 12 |
| 图表 31: 美国红皮书零售增速弱于季节性..... | 12 |
| 图表 32: 美国纽约地铁载客量有所回落..... | 12 |
| 图表 33: 德国航班飞行次数高于 2022 年..... | 12 |
| 图表 34: 德国 12 月外出用餐人数同比上升..... | 12 |
| 图表 35: 美国 TSA 安检人数有所反弹..... | 12 |
| 图表 36: 美国 PCE 通胀分项增速..... | 13 |
| 图表 37: 美国 PCE 通胀结构..... | 13 |
| 图表 38: 美国 30 年期抵押贷款利率降至 6.7%..... | 14 |
| 图表 39: 美国二手房挂牌价增速有所反弹..... | 14 |
| 图表 40: 美国 12 月房屋建筑商信心也有所回升..... | 14 |
| 图表 41: 美国 11 月新屋销售意外下滑..... | 14 |
| 图表 42: 美国 11 月新屋开工总数环比大幅上升 14.8%..... | 14 |
| 图表 43: 美国 11 月营建许可总数略低于前值..... | 14 |

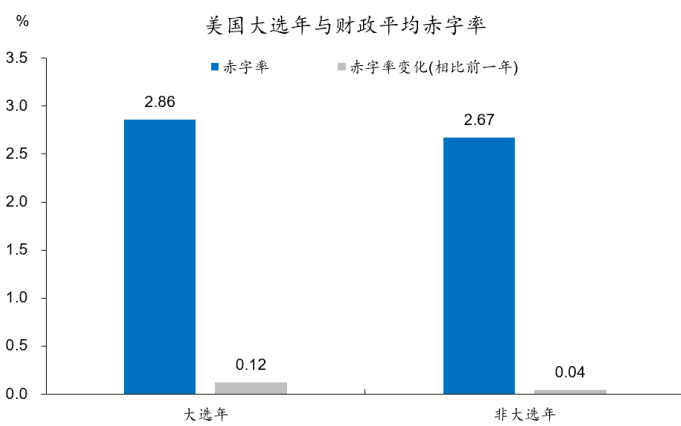
2024 年，美国将迎来后疫情时代的首次总统选举。经验上，大选年的联邦政府财政赤字率略高于非大选年。这一统计现象是否显著？政治能否成为影响 2024 年美国财政政策立场的关键因素、宽财政空间有多大？

一、热点思考：大选年，美国财政“易宽难紧”？

（一）历史上的选举年，美国财政有何特征？

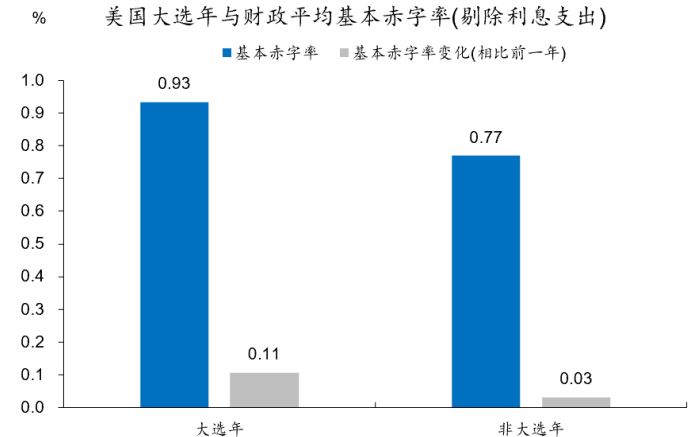
历史上的美国大选年，受政治因素影响，财政赤字率略高于非选举年。美国 1960 年以来的 15 次大选年里，9 次赤字率上升，占比约 60%。剔除疫情后的异常年份，大选年平均赤字率为 2.86%，较非选举年的赤字率 2.67%高出约 0.19 个百分点；大选年赤字率平均上升 0.12 个百分点。剔除利息支出后的基本赤字率表现也类似，大选年基本赤字率平均为 0.9%，非大选年为 0.77%，前者高出 0.16 个百分点。大选年份赤字率虽更高，但较非大选年份的差异较低，均在 0.2 个点以内。

图表1：美国大选年份赤字率稍高于其他年份



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表2：大选年基本赤字率也略高于非大选年份



来源：Bloomberg，国金证券研究所

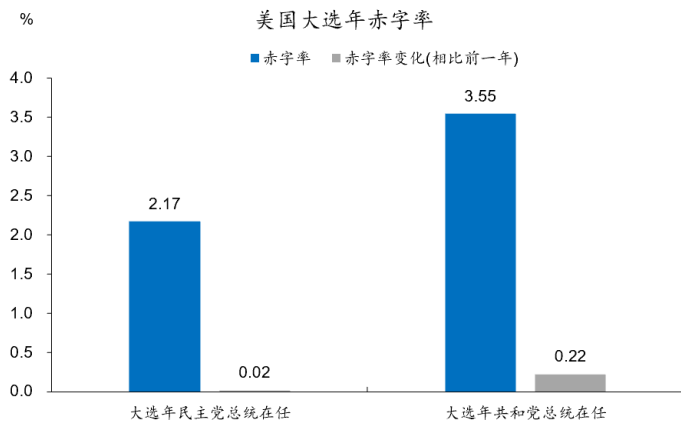
图表3：1960 年以来，美国 15 次大选年里，9 次赤字率上升，占比约 60%

| 序号 | 年份 | 参议院多数党 | 众议院多数党 | 在任总统 | 总统党派 | 是否两院分立 | 是否总统、两院三者合一 | 是否成功连任 | 赤字率(%) | 赤字率变化(%) | 赤字扩大 |
|----|------|--------|--------|-------------------|------|--------|-------------|--------|--------|----------|------|
| 1 | 1964 | 民主党 | 民主党 | Lyndon B. Johnson | 民主党 | 否 | 是 | 是 | 0.9 | 0.1 | 是 |
| 2 | 1968 | 民主党 | 民主党 | Lyndon B. Johnson | 民主党 | 否 | 是 | 不涉及 | 2.8 | 1.8 | 是 |
| 3 | 1972 | 民主党 | 民主党 | Richard M. Nixon | 共和党 | 否 | 否 | 是 | 1.9 | -0.1 | 否 |
| 4 | 1976 | 民主党 | 民主党 | Gerald Ford | 共和党 | 否 | 否 | 不涉及 | 4.1 | 0.8 | 是 |
| 5 | 1980 | 民主党 | 民主党 | Jimmy Carter | 民主党 | 否 | 是 | 否 | 2.6 | 1.1 | 是 |
| 6 | 1984 | 共和党 | 民主党 | Ronald Reagan | 共和党 | 是 | 否 | 是 | 4.7 | -1.2 | 否 |
| 7 | 1988 | 民主党 | 民主党 | Ronald Reagan | 共和党 | 否 | 否 | 是 | 3.0 | -0.1 | 否 |
| 8 | 1992 | 民主党 | 民主党 | George Bush | 共和党 | 否 | 否 | 不涉及 | 4.5 | 0.1 | 是 |
| 9 | 1996 | 共和党 | 共和党 | Bill Clinton | 民主党 | 否 | 否 | 是 | 1.4 | -0.8 | 否 |
| 10 | 2000 | 共和党 | 共和党 | Bill Clinton | 民主党 | 否 | 否 | 不涉及 | -2.3 | -1.0 | 否 |
| 11 | 2004 | 共和党 | 共和党 | George W. Bush | 共和党 | 否 | 是 | 是 | 3.4 | 0.1 | 是 |
| 12 | 2008 | 民主党 | 民主党 | George W. Bush | 共和党 | 否 | 否 | 不涉及 | 3.1 | 2.0 | 是 |
| 13 | 2012 | 民主党 | 共和党 | Barack Obama | 民主党 | 是 | 否 | 是 | 6.7 | -1.7 | 否 |
| 14 | 2016 | 共和党 | 共和党 | Barack Obama | 民主党 | 否 | 否 | 不涉及 | 3.2 | 0.7 | 是 |
| 15 | 2020 | 共和党 | 民主党 | Donald Trump | 共和党 | 是 | 否 | 否 | 14.9 | 10.2 | 是 |
| 16 | 2024 | 民主党 | 共和党 | Joe Biden | 民主党 | 是 | 否 | | | | |

来源：Bloomberg，国金证券研究所

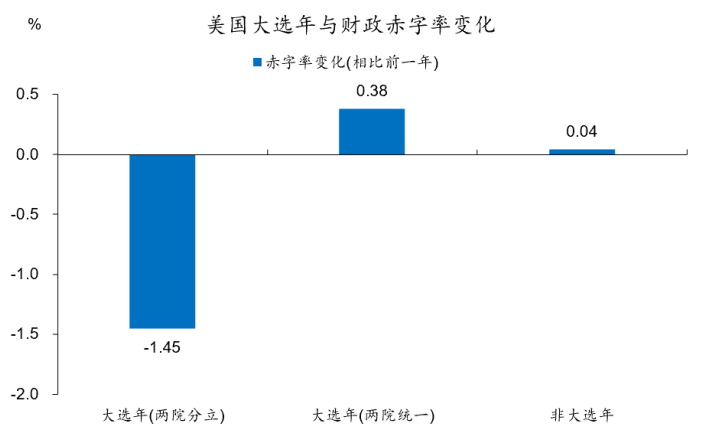
大选年美国两党总统都倾向于扩大赤字，但国会两院分立会削弱总统扩大财政赤字的能力。大选年份，共和党及民主党在任总统均倾向于提高赤字率，共和党在任总统赤字率平均抬升 0.2 个百分点，提升幅度略高。但大选年若出现参众两院分属两党的情况，则会使赤字率较前一年平均降低 1.5 个百分点，两院统一则使赤字率平均升高 0.4 个点，高于一般年份。从收益来看，扩大财政力度能小幅提高选民投票率，一定程度提高总统所在党派的席位获取数量，因而美国总统及执政党有动力提升财政积极性。

图表4: 民主党、共和党总统均有提高投票率意愿



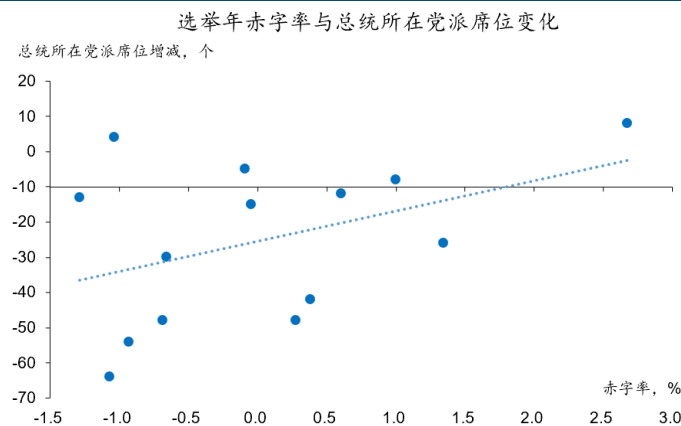
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表5: 国会两院分治往往会削弱大选年赤字率抬升幅度



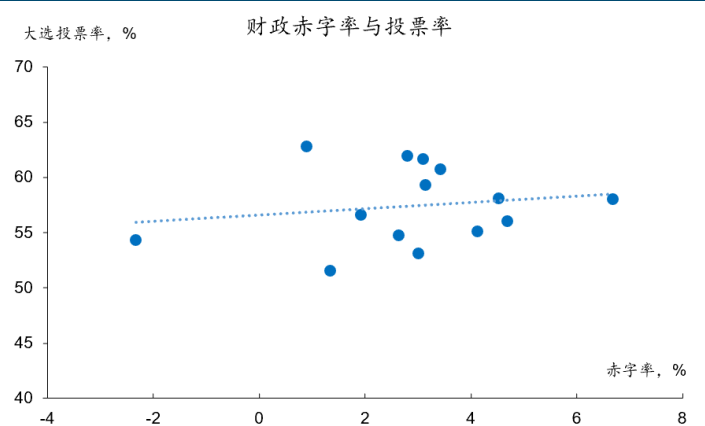
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表6: 选举年赤字率与席位增加正相关



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

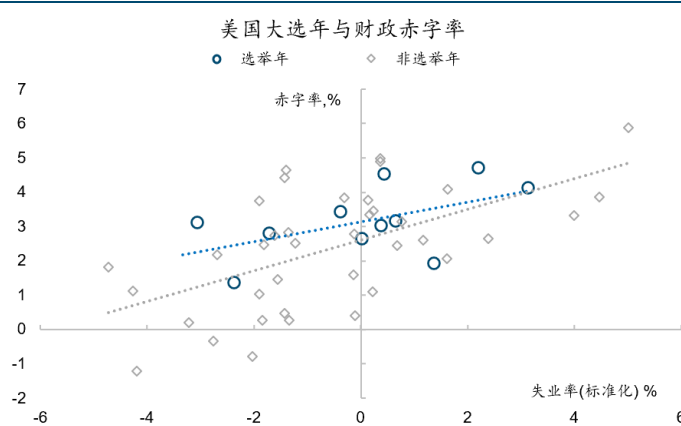
图表7: 选举年赤字率与选民投票率轻微正相关



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

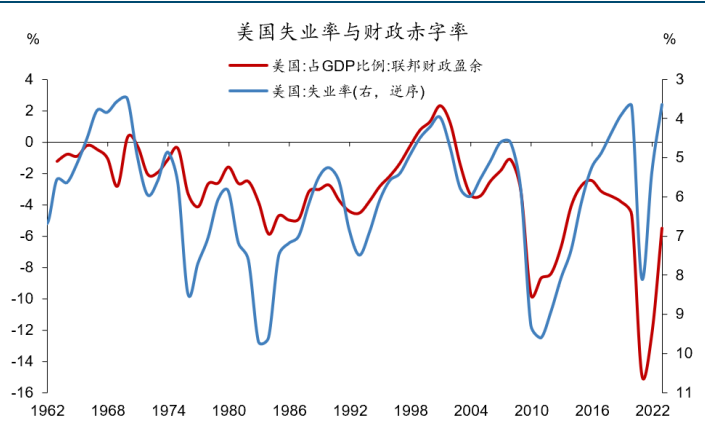
虽然执政党有动力影响财政力度, 但大选并非决定赤字率的核心因素, 经济本身的作用更重要。从统计学均值上看, 选举年美国财政赤字率略高, 但在散点图的分布上, 选举年和非选举年的赤字率分布并不具有系统性差异。从赤字率的决定因素来看, 财政赤字率受经济周期的影响更显著, 美国赤字率与失业率呈现同步变化的趋势。因此, 考察明年赤字率的变化时, 仍需具体分析。

图表8: 大选对赤字率有影响, 但与非大选年差异仍较低



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表9: 经济因素对财政赤字率的影响更重要

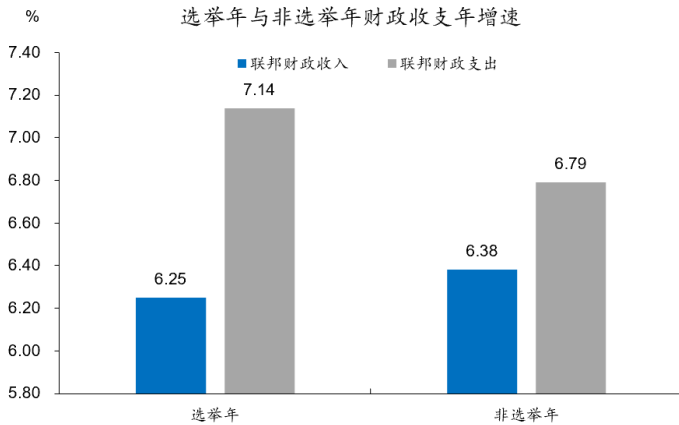


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 大选期间，美国通过哪些方式调整赤字？

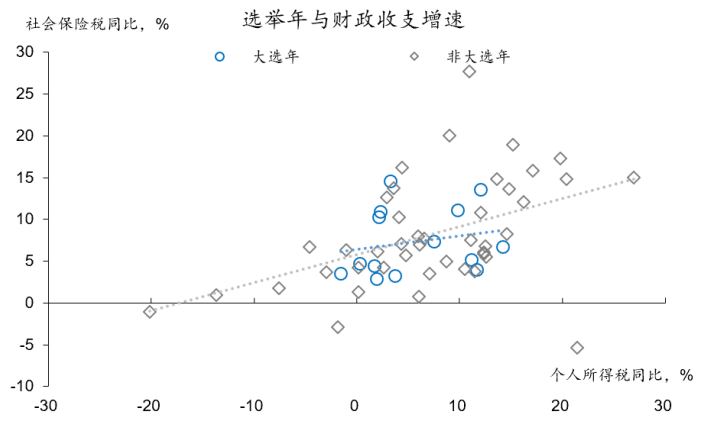
大选年，美国总统及执政党往往通过增加支出的方式扩大财政赤字，财政收入端的差异较低。选举年财政收支两端的特征往往表现为“增支减收”：收入增速降低，支出增速扩大，并且支出增速扩张的幅度大于收入增速减少的幅度。平均而言，相较于非选举年，大选年支出增速扩大 0.4 个百分点至 7.1%，收入增速减少 0.1 个百分点至 6.25%。收入端，选举与非选举年的增速分布差异较低。支出端，自主性支出中的国际支出、国内支出平均增速提升幅度更高。主因可能在于政府对财政收入的控制能力更弱，自主性支出的调整余地更广。

图表10: 选举年，“增支”的意愿可能超过“减收”意愿



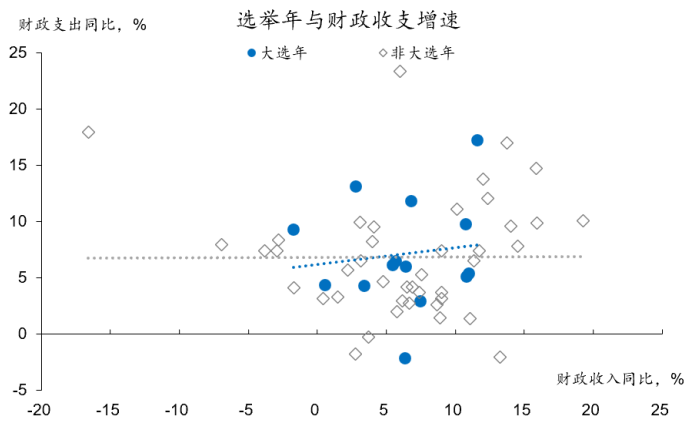
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表11: 选举与非选举年，财政收入端的分布差异较低



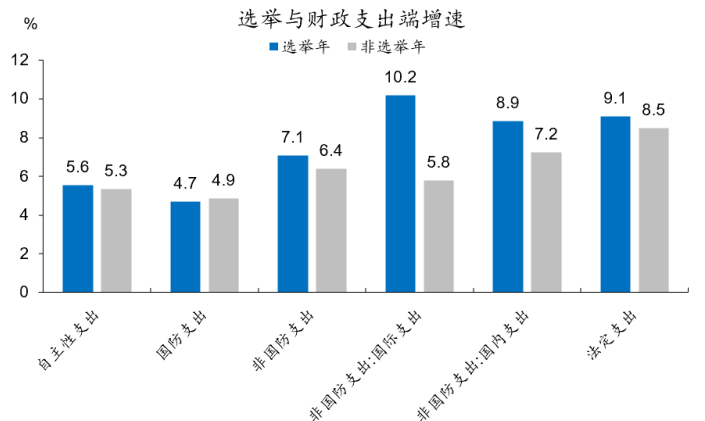
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表12: 选举年支出增速略高，拟合线向右上倾斜



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

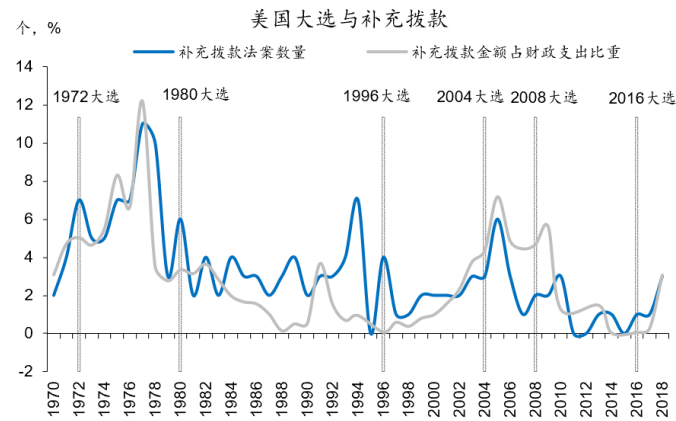
图表13: 选举年，国际支出、国内支出增速可能更高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

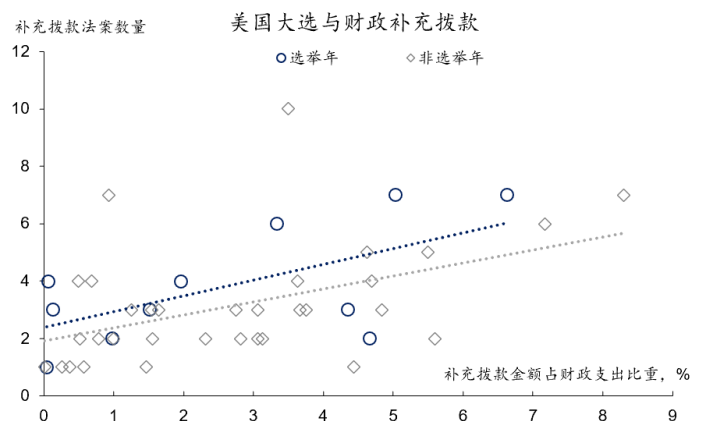
具体而言，美国总统可通过补充拨款的方式增加财政支出，但可能受到国会两院分治的制约。补充拨款(Supplemental Appropriations)是指在财政年度内，总统为应对不可预见的开支或政策调整而额外申请的资金，包括对内和对外支出。1996、2008、2016 年等大选年，补充拨款法案数量或金额均出现上升。且选举年，总统提出的补充拨款法案数量也更多。但补充拨款也需经国会立法通过，受两院分立的制约。例如，拜登 2023 年提出了总计约 1060 亿美元的补充拨款请求，包括对乌克兰的 614 亿美元援助、对以色列的 143 亿美元援助、对美墨边境安全的 126 亿美元支出等，但截至 2023 年 12 月底，仍未获得国会通过，共和党控制的众议院反对声音尤为强烈。

图表14: 历史上大选年, 财政补充拨款有可能上涨



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表15: 大选年, 总统提出的补充法案数量可能更多



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

此外, 总统也可宣布国家紧急状态, 增加相关支出, 但理由不充分可能将遭到反噬。疫情期间, 特朗普宣布国家进入紧急状态, 当月即推出 500 亿美元的财政救助计划; 1970 年, 尼克松为应对邮政工人罢工而宣布进入紧急状态, 为结束罢工, 最终同意将邮政工人的工资提高 8%。“911”事件后, 布什总统也通过国家紧急状态增加了国防支出。2008 年金融危机时期, 财政也分配了更多救助资金。大萧条时期, 为应对银行倒闭危机, 罗斯福总统同样宣布国家进入紧急状态。需要关注的是, 总统宣布国家紧急状态需要有合理的理由, 2019 年, 特朗普为给边境墙项目提供 80 亿美元财政资金, 宣布国家进入紧急状态, 引发广泛的反对声音, 此项拨款最终遭到国会推翻。

图表16: 特朗普、奥巴马、尼克松等均通过宣布国家紧急状态, 临时修改财政支出金额

| 总统 | 开始时间 | 结束时间 | 事由 | 影响 |
|----------|-------------|-------------|----------------------------------|--|
| 特朗普 | 2020年3月13日 | 2023年4月10日 | 宣布有关新型冠状病毒病 (COVID-19) 爆发的国家紧急状态 | 2020年3月13日, 特朗普总统宣布, 将向各州和联邦提供高达500亿美元的联邦资金, 以抗击COVID-19大流行。 |
| 特朗普 | 2019年2月15日 | 2021年1月20日 | 宣布美国南部边境进入国家紧急状态 | 寻求将之前分配给其他项目的80亿美元资金转移到美国南部边境修建隔离墙, 这项紧急声明是自《国家紧急状态法》通过以来首次总统寻求接受国会先前拒绝拨款的资金 |
| 奥巴马 | 2009年10月24日 | 2010年10月23日 | 针对2009年H1N1流感大流行宣布国家紧急状态 | 授权卫生与公共服务部部长发布豁免, 允许过度拥挤的医院将流感患者转移到卫星设施或其他医院 |
| 布什 | 2001年9月14日 | | 因911而宣布国家紧急状态 | 9月11日袭击事件后宣布的两项国家紧急状态中的第一项, 允许总统从国民警卫队或退休人员中召集部队, 分配军事经费, 在雇用军官方面行使更大的自由裁量权 |
| 尼克松 | 1970年3月23日 | 1978年9月14日 | 宣布国家紧急状态 | 针对1970年美国邮政服务罢工的声明, 尼克松总统签署了《邮政重组法案》(PRA), 创建新的美国邮政局, 其中邮政工人的工资将额外增加8% |
| 富兰克林·罗斯福 | 1933年3月6日 | 1978年9月14日 | 宣布银行假日 | 以1917年《贸易法》为法律依据, 宣布1933年3月6日至9日为银行假日, 应对大萧条银行挤兑 |

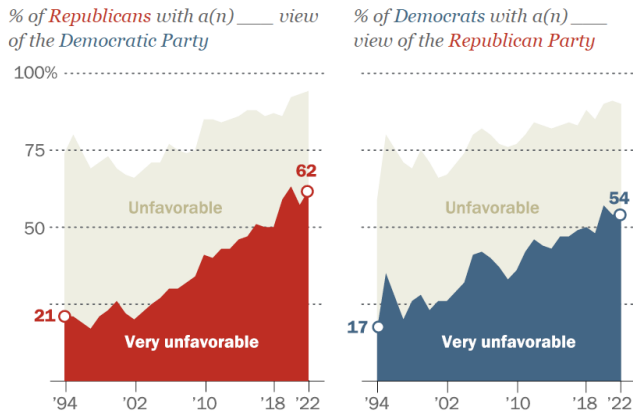
来源: MS, 国金证券研究所

(三) 后疫情首次大选, 明年美国财政赤字会扩张吗?

历史上大选年平均赤字率虽有所扩大, 但较非大选年之间的差异并不显著, 且平均值可能掩盖差异与波动, 具体分析来看, 明年财政扩张仍可能面临较大约束。

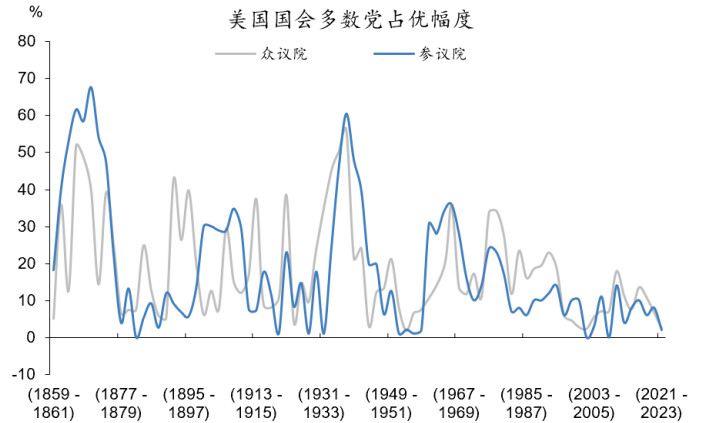
明年美国参议院、众议院两院分治, 两党分歧加大, 将限制总统新增财政拨款的可能。2023 年中期选举后, 共和党重新夺回众议院多数党地位, 2024 年大选将面临参议院由民主党控制, 众议院由共和党控制的两院分治场景。此外, 疫情后美国两党间的分歧较以往更加严重。2022 年, 62%的共和党人对民主党持有负面看法, 54%的民主党人同样对共和党不满。加之美国国会近年来多数党占优幅度逐渐减少, 两党在国会中的力量势均力敌, 财政补充法案通过的难度更高。

图表17: 疫情后, 美国两党间的分歧加大



来源: PEW, 国金证券研究所

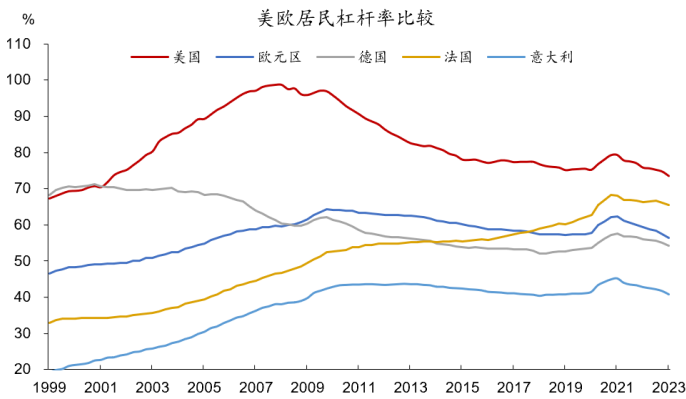
图表18: 国会中的多数党占优幅度逐渐减少, 势均力敌



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

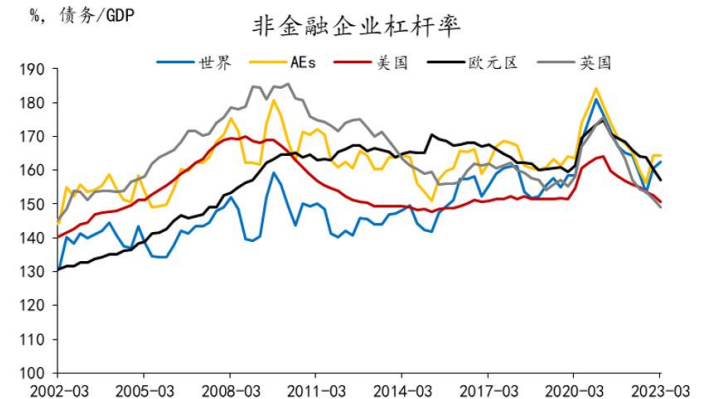
总统通过国家紧急状态大幅修改财政支出的可能性也较弱。如前文所述, 在突发事件或经济明显衰退的情形下, 总统可能将宣布紧急状态, 支出方向包括对外的国际事务支出及对内的自主性支出。对外方面, 拜登政府主导的援助乌克兰、以色列项目均在国会遭受挫折; 对内方面, 明年美国金融风险、经济衰退压力仍较低。美国非金融企业杠杆率整体平稳, 偿债率处于较低位置, 利息覆盖倍数较高, 信用风险较为可控。美国家庭部门整体处于持续去杠杆状态, 偿债率处于低位, 宣布国家紧急状态的可能性或降低。

图表19: 美国居民杠杆率延续回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

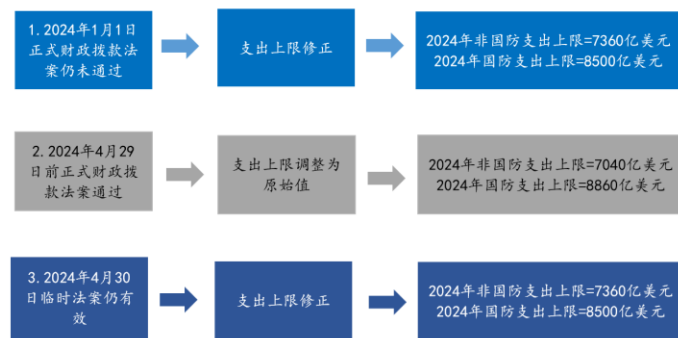
图表20: 美国企业杠杆率降低



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

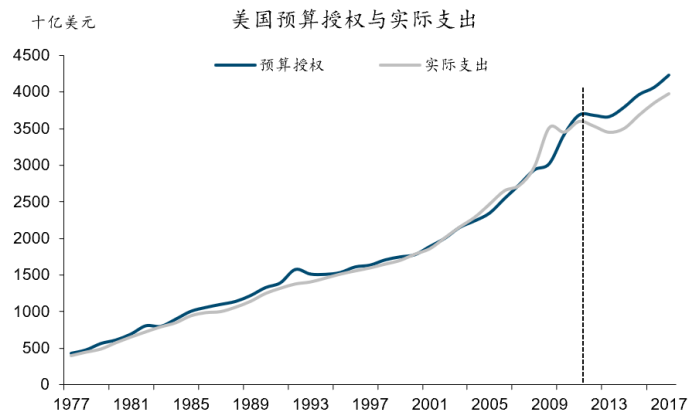
此外, 明年财政支出还将受到债务上限协议的约束, 是以往大选年较少出现的情况。2023年债务上限谈判期间, 两党达成的《财政责任法案》将2024年自主性支出上限设置为1.59万亿美元(其中国防支出8860亿, 非国防支出7040亿), 2025年为1.61万亿美元(其中国防支出8950亿, 非国防支出7110亿)。若2024年1月1日前, 正式拨款法案仍未通过, 24财年上限将在前一年基础上减少1%, 若2024年4月29日前, 正式拨款法案通过, 则24财年上限将恢复为原始值。无论正式拨款通过与否, 明年自主性支出都将削减。从历史上看, 支出上限的约束有效性较强。2011年《预算控制法》引入预算上限和自动削减机制后, 除疫情期间的特殊年份外, 实际支出额均低于预算授权上限额。

图表21: 正式拨款通过与否, 明年都将削减支出



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表22: 从历史上看, 支出上限的有效性较强



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

经过研究, 本文发现:

- (1) 历史上的美国大选年, 受政治因素影响, 财政赤字率略高于非选举年。美国 1960 年以来的 15 次大选年里, 9 次赤字率上升, 占比约 60%。剔除疫情后的异常年份, 大选年平均赤字率为 2.86%, 较非选举年的赤字率 2.67% 高出约 0.19 个百分点; 剔除利息支出后的基本赤字率表现也类似, 大选年基本赤字率平均为 0.9%, 非大选年为 0.77%。
- (2) 大选年美国两党总统都倾向于扩大赤字, 但国会两院分立会削弱总统扩大财政赤字的能力。大选年份, 共和党在任总统赤字率平均抬升 0.2 个百分点, 提升幅度略高。若两院分属两党则会使赤字率较前一年平均降低 1.5 个百分点。从收益来看, 扩大财政力度能小幅提高选民投票率, 一定程度提高总统所在党派的席位获取数量。
- (3) 虽然执政党有动力影响财政力度, 但大选并非决定赤字率的核心因素, 经济本身的作用更重要。从统计学均值上看, 选举年美国财政赤字率略高, 但在散点图的分布上, 选举年和非选举年的赤字率分布并不具有系统性差异。从赤字率的决定因素来看, 财政赤字率受经济周期的影响更显著, 美国赤字率与失业率呈现同步变化的趋势。
- (4) 大选年美国总统及执政党往往通过增加支出的方式扩大财政赤字, 财政收入端的差异较低。相较于非选举年, 大选年支出增速平均扩大 0.4 个百分点至 7.1%, 收入增速平均减少 0.1 个百分点至 6.25%。收入端的增速差异较低。支出端的国际支出、国内支出增速提升幅度更高。主因或在于政府对收入的控制能力更弱, 对支出的调整余地更广。
- (5) 具体而言, 美国总统可通过补充拨款的方式增加财政支出, 但可能受到国会两院分治的制约。1996、2008、2016 年等大选年, 补充拨款法案数量或金额均出现上升。但补充拨款也需经国会立法通过, 受两院分立的制约。例如, 拜登 2023 年提出了总计约 1060 亿美元的补充拨款请求, 但截至 2023 年 12 月底, 仍未获得国会通过。
- (6) 此外, 总统也可宣布国家紧急状态, 增加相关支出, 但理由不充分可能将遭到反噬。疫情期间, 特朗普宣布国家进入紧急状态, 当月即推出 500 亿美元的财政救助计划; “911” 事件后, 布什总统也通过国家紧急状态增加了国防支出。但 2019 年, 特朗普为给边境墙项目提供 80 亿美元财政资金, 宣布国家进入紧急状态, 引发了广泛的反对声音。
- (7) 历史均值可能掩盖差异及波动, 针对明年美国财政状态, 需具体分析, 2024 财政扩张仍可能面临较大约束。一方面, 明年美国参议院、众议院两院分治, 两党分歧加大, 将限制总统新增财政拨款的可能。另一方面, 通过国家紧急状态修改财政支出的可能性也较低。拜登对外国际事务支出受挫折, 对内金融风险较低, 财政大规模救助可能性偏低。
- (8) 此外, 明年财政支出还将受到债务上限协议的约束, 是以往大选年较少出现的情况。《财政责任法案》将 2024 年自主性支出上限设置为 1.59 万亿美元, 且无论正式拨款通过与否, 明年自主性支出都将削减。历史上, 支出上限的约束有效力较强。2011 年《预算控制法》引入预算上限和自动削减机制后, 实际支出额均低于预算授权上限额。

二、海外基本面&重要事件

(一) 货币与财政：PCE 通胀数据后，美联储降息预期进一步升温

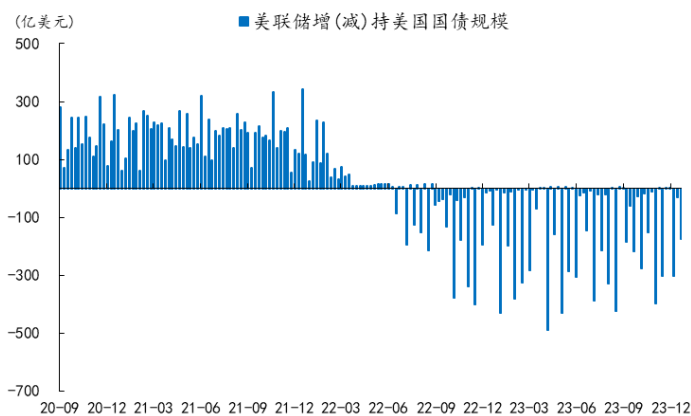
12月20日当周，美联储总资产规模下降，美联储BTFP工具使用量微升。负债端，逆回购规模下降，准备金规模下降，TGA存款上升1020亿美元。货币市场基金规模下降160亿美元。12月13日当周，美国商业银行存款上升760亿，大型银行存款上升630亿美元。截至12月23日，CME FedWatch显示，11月PCE通胀数据公布后，市场定价美联储明年3月降息的概率由上周的65%提高至76%，明年全年可能共计降息6次。

图表23：美国流动性量价跟踪

| 美国流动性量价跟踪 | | 单位 | 周度变动 | 12-20 | 12-13 | 12-06 | 11-29 | 11-22 | 11-15 | 11-08 | |
|---------------|-------------|--------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--|
| 流动性数量型指标 | 美联储 | | | | | | | | | | |
| | 总资产 | 十亿美元 | ↓ -16 | 7724.1 | 7739.6 | 7737.4 | 7796.1 | 7810.8 | 7815.0 | 7860.7 | |
| | 其他贷款 | 十亿美元 | ↑ 8 | 137.3 | 129.6 | 127.4 | 153.9 | 154.5 | 154.6 | 154.7 | |
| | 一级信贷 | 十亿美元 | ↑ 0 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 2.2 | 2.4 | 2.2 | 2.2 | |
| | 银行定期融资计划 | 十亿美元 | ↑ 8 | 131.3 | 123.8 | 121.7 | 113.9 | 114.1 | 112.9 | 112.9 | |
| | 其他信贷工具 | 十亿美元 | ↓ 0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 33.9 | 33.9 | 35.2 | 35.2 | |
| | 逆回购 | 十亿美元 | ↓ -28 | 1124.2 | 1152.2 | 1184.5 | 1254.2 | 1271.7 | 1268.0 | 1343.9 | |
| | 准备金 | 十亿美元 | ↓ -90 | 3477.3 | 3567.8 | 3496.8 | 3395.4 | 3455.1 | 3483.3 | 3360.4 | |
| | TGA | 十亿美元 | ↑ 102 | 732.7 | 630.6 | 667.7 | 753.6 | 693.0 | 670.0 | 763.5 | |
| | 商业银行 | | | | | | | | | | |
| | 现金 | 十亿美元 | ↑ 77 | | 3613.1 | 3536.4 | 3496.9 | 3497.1 | 3530.1 | 3410.8 | |
| | 消费贷 | 十亿美元 | ↑ 6 | | 1933.4 | 1927.8 | 1933.8 | 1907.3 | 1900.7 | 1900.7 | |
| | 住房贷款 | 十亿美元 | ↑ 2 | | 2575.5 | 2573.7 | 2572.3 | 2572.1 | 2569.6 | 2571.6 | |
| | 商业地产贷款 | 十亿美元 | ↑ 3 | | 2963.7 | 2960.9 | 2959.8 | 2955.6 | 2955.0 | 2953.0 | |
| 工商业贷款 | 十亿美元 | ↑ 2 | | 2761.5 | 2759.3 | 2772.6 | 2770.3 | 2740.7 | 2744.0 | | |
| 存款 | 十亿美元 | ↑ 76 | | 17529.9 | 17453.8 | 17389.4 | 17363.0 | 17405.9 | 17306.1 | | |
| 大银行存款 | 十亿美元 | ↑ 63 | | 10918.2 | 10855.4 | 10803.6 | 10771.3 | 10815.6 | 10741.6 | | |
| 小银行存款 | 十亿美元 | ↑ 10 | | 5327.8 | 5317.8 | 5303.4 | 5299.6 | 5309.9 | 5301.1 | | |
| 货币市场基金 | | | | | | | | | | | |
| 隔夜融资市场 | | | | | | | | | | | |
| SOFR-IORB | BP | ↓ 0.0 | | -9.0 | -9.0 | -8.0 | -9.0 | -9.0 | -8.0 | -8.0 | |
| EFFR-IORB | BP | ↓ 0.0 | | -7.0 | -7.0 | -7.0 | -7.0 | -7.0 | -7.0 | -7.0 | |
| 美元融资市场 | | | | | | | | | | | |
| TED利差 | BP | ↓ -1.4 | | 19.3 | 20.6 | 19.2 | 18.9 | 10.1 | 10.1 | 9.1 | |
| 票据与信用债市场 | | | | | | | | | | | |
| Master企业债利差 | BP | ↓ -2.0 | | 106.0 | 108.0 | 112.0 | 111.0 | 115.0 | 122.0 | 128.0 | |
| 票据利差 | BP | ↑ 3.0 | | 15.0 | 12.0 | 23.0 | 38.0 | 17.0 | 2.0 | 8.0 | |
| 离岸市场 | | | | | | | | | | | |
| 欧元兑美元互换基差 | BP | ↑ 6.0 | | -3.4 | -9.4 | -9.6 | -14.4 | -14.6 | -17.9 | -18.8 | |
| 日元兑美元互换基差 | BP | ↓ -2.3 | | -45.1 | -42.9 | -39.5 | -43.1 | -45.8 | -49.6 | -52.4 | |

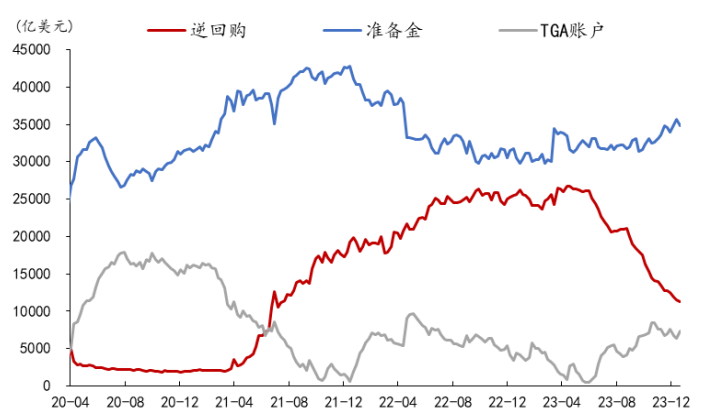
来源：FRED, Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

图表24：美联储减持美债规模



来源：Wind, 国金证券研究所

图表25：美联储逆回购规模下降



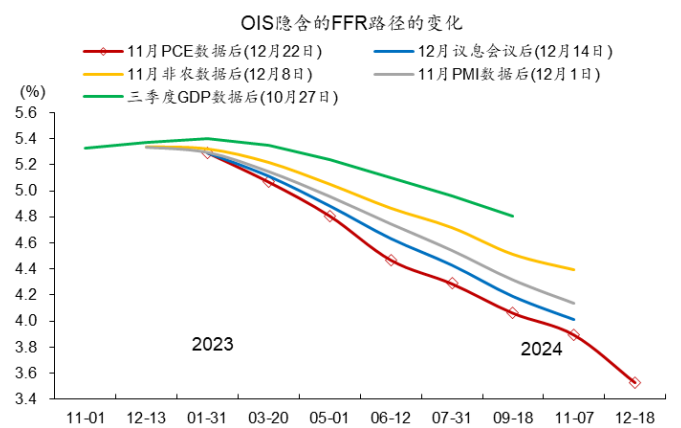
来源：Wind, 国金证券研究所

图表26: 截至12月23日, 美联储降息概率

| 区间/日期 | 24-01 | 24-03 | 24-05 | 24-06 | 24-07 | 24-09 | 24-11 | 24-12 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 525-550 | 86 | 12 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 500-525 | 15 | 76 | 12 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 475-500 | 0 | 12 | 74 | 10 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 450-475 | 0 | 0 | 15 | 66 | 14 | 2 | 1 | 0 |
| 425-450 | 0 | 0 | 0 | 21 | 63 | 19 | 9 | 3 |
| 400-425 | 0 | 0 | 0 | 2 | 20 | 59 | 36 | 16 |
| 375-400 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 18 | 42 | 37 |
| 350-375 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 11 | 34 |
| 325-350 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 9 |
| 300-325 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |

来源: FedWatch, 国金证券研究所

图表27: OIS 隐含FFR利率

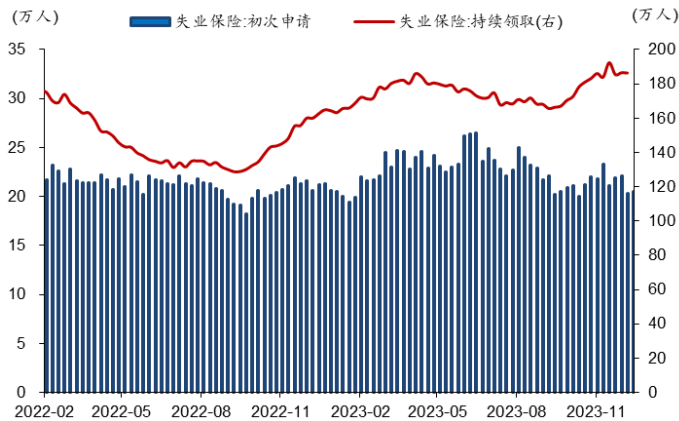


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 生产与就业: 美国初请失业人数低于预期, 新增职位数量下降

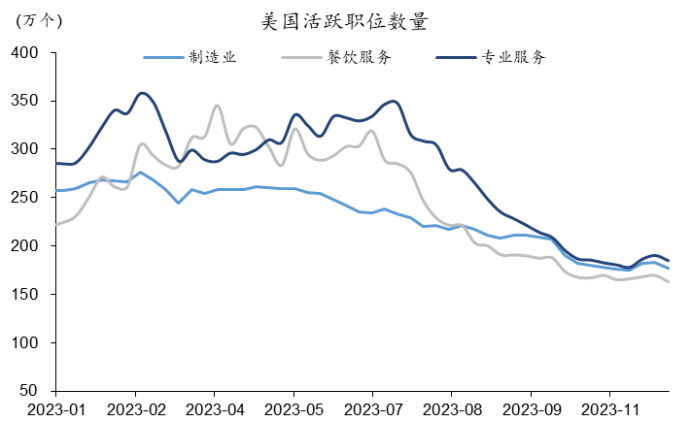
美国至12月16日当周初请失业金人数20.5万人, 预期21.5万人, 前值20.3万人, 美国至12月9日当周续请失业人数186.5万人, 预期188.8万人, 前值186.6万人。12月11日当周美国新增职位数量161.2万, 前值213.1万; 活跃职位数量2023.7万, 前值2097.4万。新增制造业职位176.8万个, 前值183.3万。

图表28: 美国至12月16日当周初请失业20.5万人



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表29: 美国12月11日当周新增职位数量下降

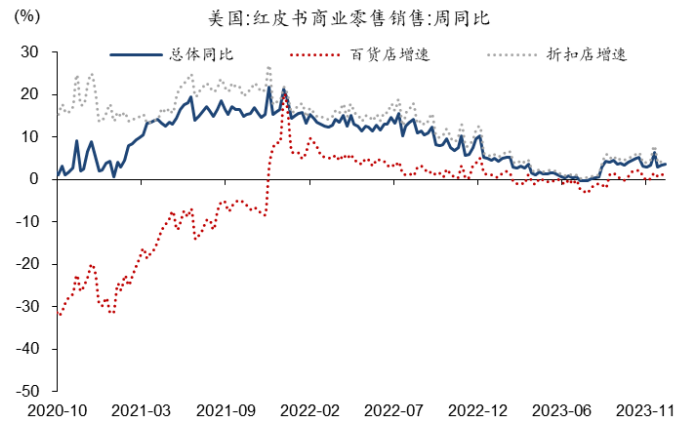


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 消费与出行: 至12月16日当周, 美国红皮书零售增速3.6%

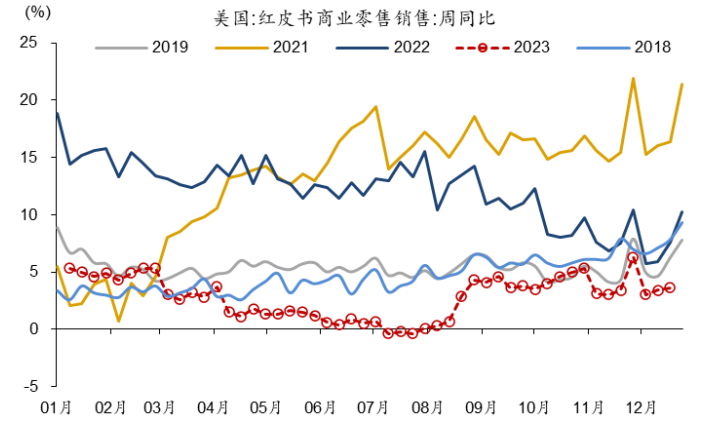
至12月16日当周, 美国红皮书零售增速3.6%, 前值3.4%, 其中百货店增速1.3%, 前值1.1%, 折扣店增速4.5%, 前值4.3%。德国外出用餐人数12月21日当周同比2.7%, 美国-3.1%, 纽约地铁载容量回落, 美国TSA安检人数有所反弹。

图表30: 美国红皮书零售同比 3.6%, 前值 3.4%



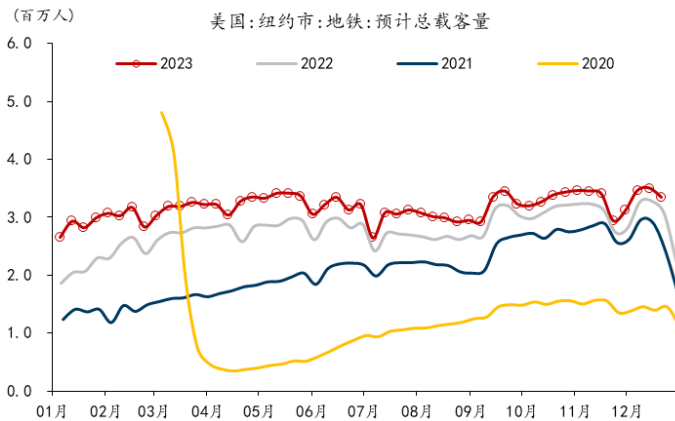
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表31: 美国红皮书零售增速弱于季节性



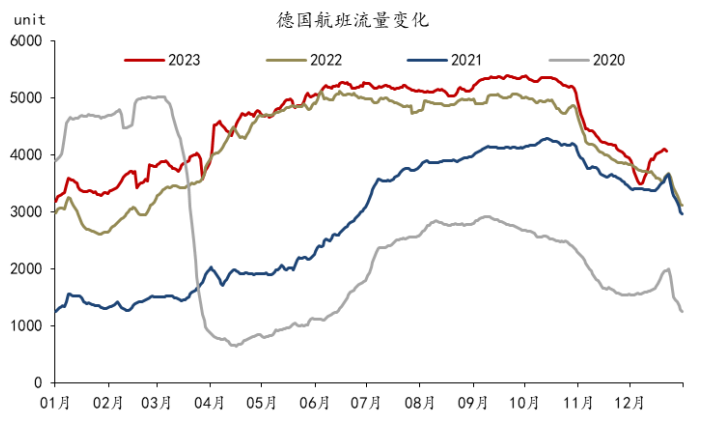
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表32: 美国纽约地铁载客量有所回落



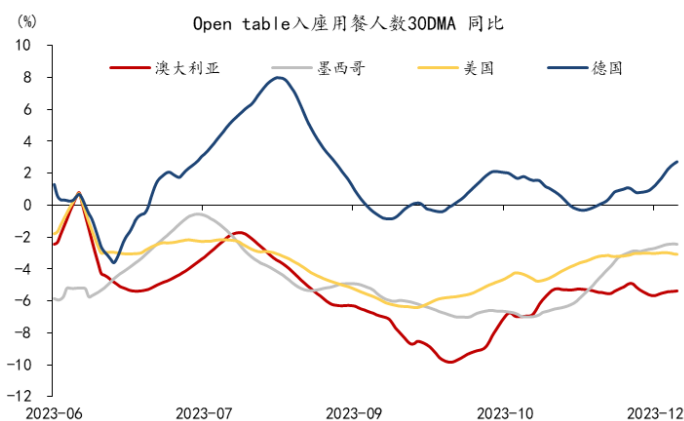
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表33: 德国航班飞行次数高于2022年



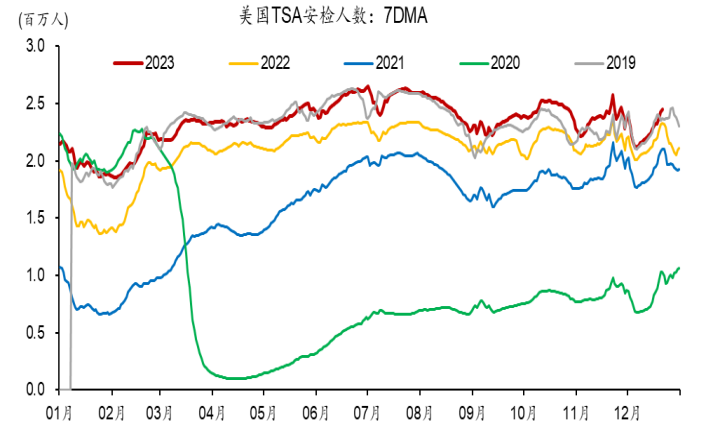
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表34: 德国 12 月外出用餐人数同比上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表35: 美国 TSA 安检人数有所反弹



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(四) 通胀与能源: 美国 11 月 PCE 通胀低于预期, 整体环比为疫情后首次下跌

美国 11 月 PCE 物价指数年率 2.6%, 预期 2.8%, 前值 2.9%, 为 2021 年 3 月以来新低。美国 11 月 PCE 物价指数月率 -0.1%, 预期 0.0%, 前值 0.0%, 为 2020 年 5 月以来首次下跌。

美国 11 月核心 PCE 物价指数年率 3.2%, 预期 3.3%, 前值 3.4%, 为 2021 年 4 月以来新低。美国 11 月核心 PCE 物价指数月率 0.1%, 预期 0.2%, 前值 0.1%。

尽管通胀压力持续存在, 但支出仍在继续快速增长。11 月, 个人收入环比增长 0.4%、预

期 0.4%、前值 0.3%，个人支出环比增长 0.2%、预期 0.3%、前值 0.1%，实际个人消费支出环比增长 0.3%、预期 0.3%、前值 0.1%。

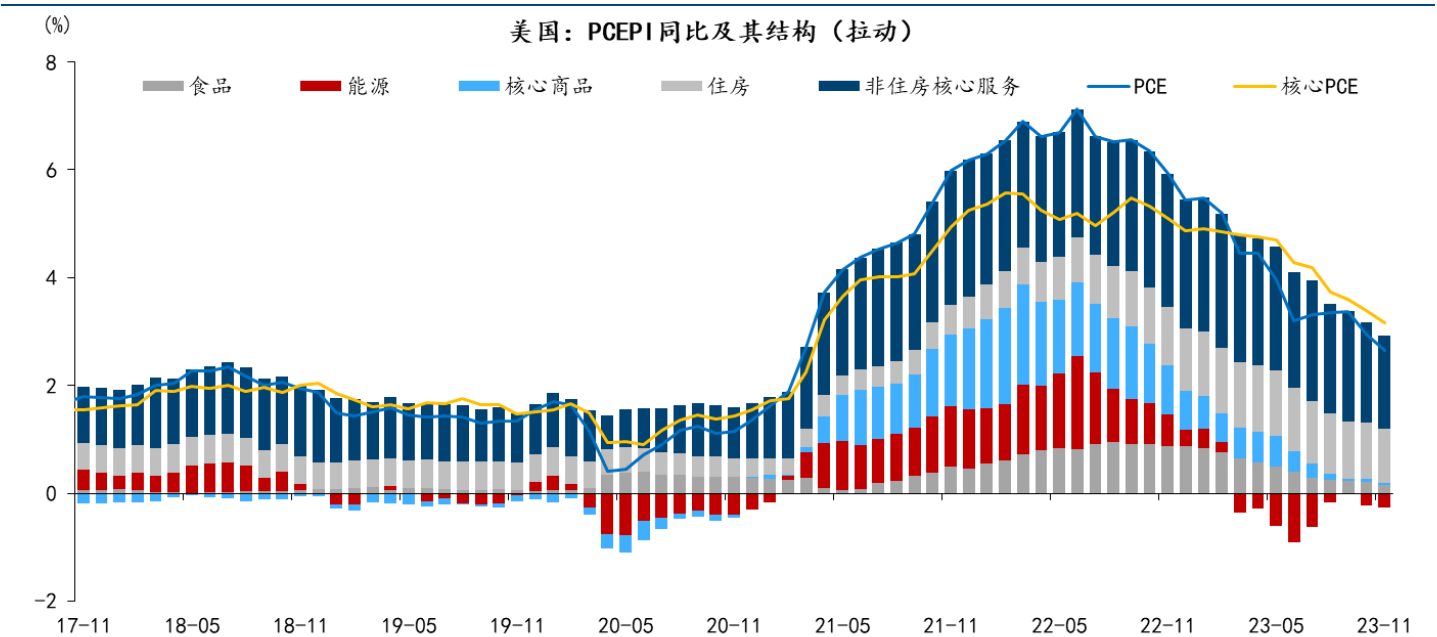
此外，美国 12 月密歇根大学消费者信心指数 69.7，预期 69.4，前值 61.3，为近五个月高点，这是自 2006 年初以来的最大涨幅（月度期间差）。

图表36：美国 PCE 通胀分项增速

| PCE 分级 | 项目 | 权重 (%) | 季调 同比 (%) | | | | | | 季调 环比 (%) | | | | | |
|--------|---------------------------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 23-11 | 23-10 | 23-09 | 23-08 | 23-07 | 23-06 | 23-11 | 23-10 | 23-09 | 23-08 | 23-07 | 23-06 |
| 整体 | PCE价格指数 (PCEPI) | 100.0 | 2.6 | 2.9 | 3.4 | 3.3 | 3.3 | 3.2 | -0.1 | 0.0 | 0.4 | 0.4 | 0.1 | 0.2 |
| 核心 | 核心PCE价格指数 (不包括食品和能源) | 88.2 | 3.2 | 3.4 | 3.6 | 3.7 | 4.2 | 4.3 | 0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.1 | 0.1 | 0.2 |
| I_核心 | 核心商品 (不包括食品和能源) | 22.9 | 0.1 | 0.3 | 0.2 | 0.5 | 1.1 | 1.7 | -0.4 | 0.0 | -0.1 | 0.0 | -0.5 | -0.2 |
| I_核心 | 核心服务 (不包括能源) | 65.3 | 4.3 | 4.5 | 4.9 | 4.9 | 5.3 | 5.2 | 0.2 | 0.2 | 0.5 | 0.1 | 0.3 | 0.3 |
| I | 商品 | 33.0 | -0.3 | 0.2 | 0.9 | 0.7 | -0.2 | -0.4 | -0.7 | -0.3 | 0.2 | 0.8 | -0.3 | -0.1 |
| II | 耐用消费品 (DG) | 11.7 | -2.1 | -2.2 | -2.3 | -1.9 | -1.0 | -0.5 | -0.4 | -0.3 | -0.1 | -0.3 | -0.7 | -0.4 |
| III | DG: 机动车和零部件 | 4.0 | -0.6 | -1.5 | -1.4 | -0.4 | 0.4 | 1.1 | 0.7 | -0.4 | -0.8 | -0.2 | -0.6 | -0.2 |
| III | DG: 家具及家用设备 | 2.5 | -2.8 | -2.2 | -2.7 | -2.1 | -1.7 | -1.1 | -1.2 | -0.2 | -0.4 | 0.2 | -0.2 | -0.3 |
| III | DG: 休闲商品和汽车 | 3.7 | -4.1 | -4.3 | -4.3 | -5.0 | -3.6 | -3.4 | -1.2 | -0.4 | 1.2 | -0.8 | -1.2 | -0.8 |
| III | DG: 其他耐用品 | 1.5 | 0.2 | 1.4 | 0.6 | 2.4 | 3.1 | 3.3 | -0.5 | 0.2 | -0.8 | -0.5 | -0.4 | 0.2 |
| II | 非耐用品 (NG) | 21.4 | 0.7 | 1.6 | 2.7 | 2.1 | 0.2 | -0.3 | -0.9 | -0.3 | 0.3 | 1.4 | 0.0 | 0.1 |
| III | NG: 为场外消费购买的食品和饮料 | 7.7 | 1.8 | 2.4 | 2.7 | 3.1 | 3.7 | 4.7 | -0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | -0.1 |
| III | NG: 服装和鞋类 | 2.7 | 1.1 | 2.5 | 2.4 | 2.9 | 2.9 | 2.8 | -1.4 | 0.0 | -0.6 | 0.3 | 0.0 | 0.3 |
| III | NG: 汽油及其他能源货物 | 2.4 | -9.9 | -6.4 | 2.2 | -4.1 | -19.8 | -26.3 | -5.6 | -4.6 | 2.4 | 10.2 | 0.2 | 0.7 |
| III | NG: 其他非耐用品 | 8.5 | 3.0 | 3.1 | 3.0 | 3.1 | 3.6 | 4.5 | 0.0 | 0.5 | 0.0 | 0.3 | -0.3 | 0.0 |
| I | 服务业 | 67.0 | 4.1 | 4.3 | 4.6 | 4.7 | 5.1 | 5.1 | 0.2 | 0.2 | 0.5 | 0.1 | 0.3 | 0.3 |
| I | 家庭消费支出 (HC) | 64.0 | 4.1 | 4.2 | 4.5 | 4.6 | 5.0 | 4.9 | 0.3 | 0.2 | 0.4 | 0.1 | 0.3 | 0.3 |
| III | HC: 住房和公用事业 | 17.9 | 6.0 | 5.9 | 6.0 | 6.3 | 6.8 | 7.0 | 0.6 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| IV | 房屋 | 15.5 | 6.7 | 6.9 | 7.2 | 7.4 | 7.7 | 7.9 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| IV | 家庭公用事业 | 2.4 | 1.5 | -0.1 | -0.9 | -0.3 | 0.9 | 1.1 | 1.3 | 0.4 | 0.5 | 0.3 | 0.0 | 0.4 |
| III | HC: 医疗保健 | 16.2 | 2.4 | 2.3 | 2.1 | 2.2 | 2.4 | 2.2 | 0.1 | 0.4 | 0.0 | 0.1 | 0.4 | 0.1 |
| III | HC: 交通 | 3.3 | 6.1 | 4.5 | 5.0 | 5.3 | 6.7 | 4.7 | 1.1 | 0.5 | 1.4 | -0.6 | 1.0 | -0.4 |
| III | HC: 娱乐 | 3.8 | 4.4 | 5.3 | 5.8 | 5.3 | 5.1 | 4.9 | 0.2 | 0.2 | 0.6 | 0.2 | 0.7 | 0.5 |
| III | HC: 餐饮业和住宿 | 7.6 | 4.6 | 4.7 | 6.0 | 5.7 | 6.6 | 6.8 | 0.2 | 0.0 | 0.8 | -0.2 | 0.1 | 0.0 |
| III | HC: 金融和保险 | 7.0 | 2.8 | 3.9 | 4.3 | 4.4 | 5.1 | 4.1 | -0.2 | -0.3 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| III | HC: 其他 | 8.2 | 3.0 | 3.5 | 3.7 | 4.1 | 4.1 | 4.8 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | -0.2 | 0.4 |
| IV | 通信公司 | 1.6 | -0.9 | 0.5 | 0.2 | 0.1 | -0.1 | -0.3 | -0.3 | -0.2 | -0.1 | 0.1 | 0.0 | -0.6 |
| IV | 教育服务 | 1.8 | 2.1 | 2.2 | 2.3 | 2.2 | 2.6 | 2.6 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.3 | 0.2 |
| IV | 专业及其他服务 | 1.4 | 9.7 | 9.7 | 9.8 | 8.1 | 6.5 | 7.9 | 0.1 | 0.1 | 1.9 | 1.7 | -0.8 | 0.0 |
| IV | 个人护理和服装服务 | 1.0 | 5.4 | 5.6 | 6.7 | 10.2 | 9.7 | 10.2 | 0.5 | -0.2 | -0.5 | 0.2 | 0.5 | 0.8 |
| IV | 社会服务和宗教活动 | 1.6 | 4.1 | 4.0 | 4.3 | 4.4 | 4.7 | 5.1 | 0.4 | 0.0 | 0.6 | 0.3 | 0.2 | 0.2 |
| IV | 家庭日常维护 | 0.6 | 6.9 | 5.2 | 5.8 | 4.7 | 6.2 | 5.6 | 0.3 | 0.0 | 0.5 | -1.4 | 2.0 | 1.1 |
| II | 家庭服务型非盈利机构最终消费支出 (NPISHs) | 3.0 | 5.3 | 7.0 | 8.3 | 7.3 | 8.6 | 9.5 | -0.3 | -0.7 | 1.9 | 0.0 | 0.1 | 0.9 |

来源: BEA、Wind, 国金证券研究所

图表37：美国 PCE 通胀结构



来源: BEA、WIND, 国金证券研究所

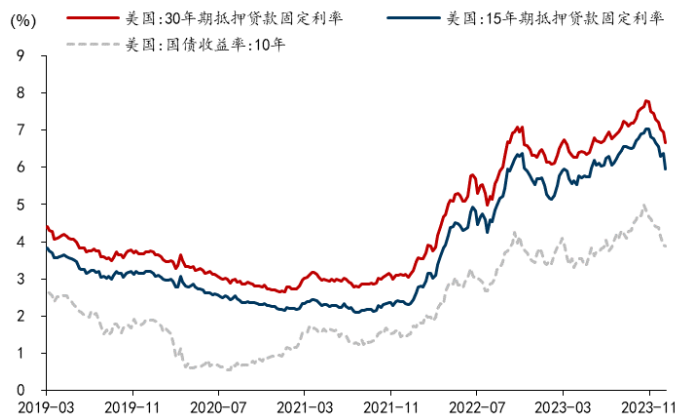
（五）地产与信贷：美国抵押贷款利率回落，但 11 月新屋销售意外下滑

截至 12 月 21 日，美国 30 年期抵押贷款利率为 6.7%，较 11 月底的 7.2% 下降 55BP。15 年

期抵押贷款利率为6.0%，较11月底的6.6%下降61BP。截至12月9日，美国REALTOR二手房挂牌价增速有所反弹。

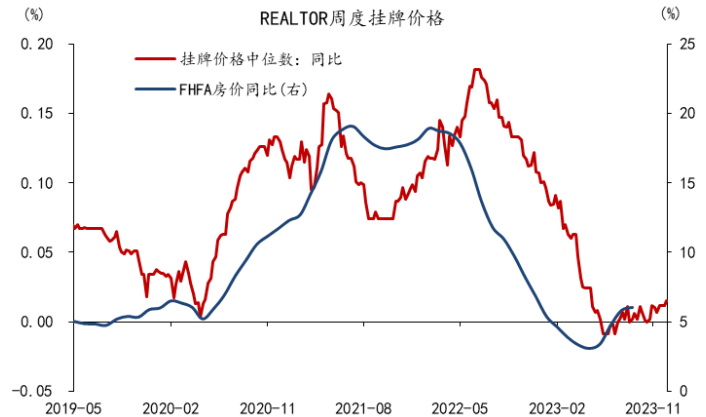
房屋开工数创近六个月新高，房屋建筑商信心也有所回升，但美国11月新屋销售意外下滑。美国11月新屋开工总数年化156万套，远超预期136，前值135.9，环比上升14.8%。美国11月营建许可总数146万套，预期146.5，前值149.8。美国12月NAHB房产市场指数37，预期36，前值34。美国11月成屋销售总数年化382万套，超过预期377，前值379。美国11月新屋销售总数年化总数59万套，远低于预期68.5，前值67.2，环比下降12.2%，为2022年12月以来新低。

图表38: 美国30年期抵押贷款利率降至6.7%



来源: WIND, 国金证券研究所

图表39: 美国二手房挂牌价增速有所反弹



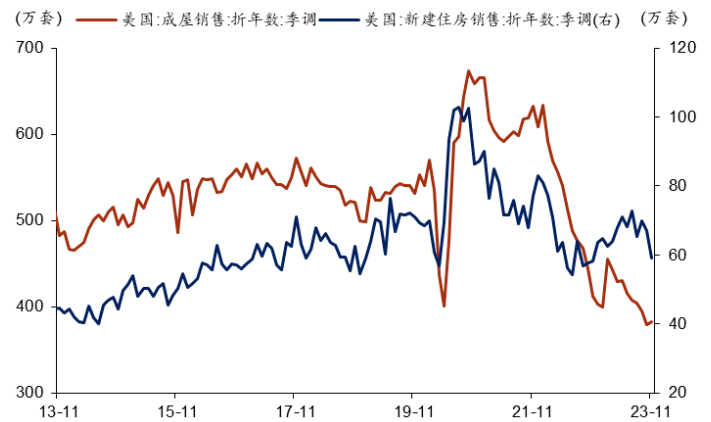
来源: WIND, 国金证券研究所

图表40: 美国12月房屋建筑商信心也有所回升



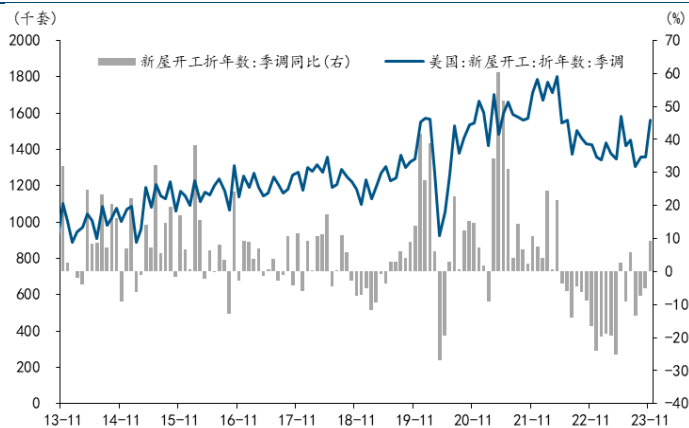
来源: WIND, 国金证券研究所

图表41: 美国11月新屋销售意外下滑



来源: WIND, 国金证券研究所

图表42: 美国11月新屋开工总数环比大幅上升14.8%



来源: WIND, 国金证券研究所

图表43: 美国11月营建许可总数略低于前值



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
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402