

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

美国库存如何拉动中国出口？

2024 年中美国或步入补库周期，尽管中国产品占美国份额下降，但传统优势产品比重仍较高；总量需求偏弱的背景下，本轮补库对中国出口的拉动或集中在家电、家具等地产链；金属、机械等建筑施工链；服装纺织等消费链。

热点思考：美国库存如何拉动中国出口？

当前，美国去库存已接近尾声，制造、批发、零售三大环节陆续进入被动去库阶段。本轮周期美国去库时间较长，主动去库已达 19 个月。美国销售库存比领先美国库存周期 11 个月左右，销售库存比已于 2023 年年中触底回升，对应库存回补时间约为 2024 年年中，2023 年下半年美国制造、批发、零售环节销售增速均回升，进入被动去库阶段。

美国补库对中国出口的拉动作用受中国份额及美国需求强度的影响。以往美国进入补库阶段时，中国份额更高的产品，增速弹性更大；从需求端看，美国补库更强时，各类产品对美出口增速均值更高。美国过往两轮补库周期里，2020-2022 为强补库周期，中国 HS 分类产品对美出口中枢增速为 5.7%，2016-2018 为弱补库周期，中枢仅为 1.3%。

中国出口占美国份额下降，但仍是前三大进口国。截至 2023 年 11 月，中国占美国进口产品比重由 2018 年的 22% 降至 14%，回到 2006 年的水平。尽管如此，中国依然是美国前三大进口国，仅低于墨西哥及加拿大两国，并且中国出口占全球的份额 2023 年开始止跌回升，截至 2023 年 9 月已由 2023 年初的 8.8% 升至 9%。

贸易摩擦是对美国出口份额下降的原因之一，但中国出口至美国非加征关税产品仍创新高。中国对美国出口份额下降最大的领域集中在高关税产品，出口至美国的非加征关税产品已创新高，受影响较低。另一方面，中国出口占美国份额也与美国进口需求正相关，美国进口需求回升时，中国出口也可获得一定程度修复。

目前中国出口份额较高的产品集中在轻工、服装、小商品、机械设备、家电家具等。2018 年后，中国产品占美国份额不同程度回落，塑料制品由 2017 年底的 31% 回落至 2023 年底的 27%，机械设备由 34% 降至 19%。杂货、有轨机车、爆破产品等部分产品份额则有所上涨，传统优势产品如玩具、纺织、鞋类、电气设备等占比仍然较高。

2024 年美国补库强度或较弱，具体产品里，美国地产修复或带动国内家电、家具、音像设备等出口改善。2023 年，美国地产市场韧性较强，在高利率环境下供、需、价格增速均触底回升。美国家具、电气设备（包括家用电气、照明设备等）库存处于低位，随着降息周期临近，美国地产修复或将进一步带动中国家具、电气设备出口改善。

美国建筑投资回升或带动中国机械、金属、运输设备出口改善。2023 年，在《芯片法案》掀起的建厂浪潮下，美国建筑投资增速明显上涨，中国对美出口的运输设备、金属、机械器具、玻璃等产品增速 2023 年底已有所回升。2024 年，《芯片法案》支出仍有可能上升，且受建筑工人紧缺影响，2024 年建筑施工面积或继续处于高位。

美国服装、纺织品需求回升或拉动中国出口上升。美国批发、零售商服装销售增速均触底回升，其中批发商服装销售增速回升速度最快，2023 年四季度，中国对美出口的纺织品、服装产品增速均有改善。2024 年，美国服装 PPI 增速或有所回升，叠加美国零售端服装去库进度较快、需求企稳，中国对美服装出口预计仍将改善。

海外事件&数据：CPI 下行斜率放缓，美债拍卖整体稳健，海外购债需求上升

CPI 通胀下行斜率放缓。美国 12 月 CPI（季调后）同比 3.3%，预期 3.2%，前值 3.1%，为三个月以来最高水平；CPI 环比 0.3%，预期 0.2%，前值 0.1%，创下近三个月的最大升幅。扣除食品和能源后，核心 CPI 同比 3.9%，预期 3.8%，前值 4.0%，为 2021 年 6 月以来新低；核心 CPI 环比 0.3%，符合预期 0.3%，前值 0.3%，环比年化 3.8%。

美债拍卖国内需求稳健、海外需求上升。美东时间 1 月 11 日，美国财政部拍卖 210 亿美元的 30 年期国债，得标利率为 4.23%，低于前值(4.34%)11.5 个 BP，创下 2023 年 9 月以来的新低。投标倍数 2.37，前值 2.43，高于前 6 个月均值 2.3。直接竞标者、间接竞标者、一级交易商的获配比例分别为 17.7%、67.8%、14.5%。

CPI 数据后，美联储 3、5 月降息的可能性下调，PPI 数据后又上调。截至 1 月 13 日，CME FedWatch 显示，市场定价美联储 3 月降息的概率为 77%。1 月 10 日当周，美联储总资产规模小幅上升，美联储 BTFP 工具使用量微升。负债端，逆回购规模下降，准备金规模上升，TGA 存款下降 160 亿美元。货币市场基金规模上升 100 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：美国库存如何拉动中国出口？	4
(一) 美国去库接近尾声，对中国出口拉动作用取决于份额及补库强度	4
(二) 中国对美出口份额回落，但优势产品占比依然较高	5
(三) 美国补库力度或较弱，主要拉动产品集中在地产、机械及服装	8
二、海外基本面&重要事件	10
(一) 货币与财政：CPI 数据后，美联储 3、5 月降息的可能性下调，PPI 数据后又上调	10
(二) 通胀：美国 12 月 CPI 通胀下行斜率放缓	11
(三) 就业：当周初请和续请失业金人数均低于预期	13
(四) 消费与出行：至 1 月 6 日当周，美国红皮书零售增速 5.9%	13
(五) 地产与信贷：美国抵押贷款利率略微反弹	14
(六) 2024 年首个超长期美债拍卖：30 年期标售整体稳健，海外需求上升	15
风险提示	15

图表目录

图表 1：销售库存比领先美国补库约 11 个月	4
图表 2：美国制造业交货增速回升	4
图表 3：美国批发商销售增速回升	4
图表 4：美国零售商销售增速回升，库存增速回升	4
图表 5：美国补库需求与美国进口增速基本同步	5
图表 6：美国进口需求回升与中国对美出口基本同步	5
图表 7：中国库存周期往往滞后于出口	5
图表 8：疫情前，美国库存周期领先中国	5
图表 9：中国份额更高的产品，出口增速更有优势	5
图表 10：美国弱补库周期下，中国对美出口增速较差	5
图表 11：中国出口占全球及美国份额	6
图表 12：中国依然是美国前三大进口国	6
图表 13：贸易摩擦以来，中国出口至美国的非加征关税产品仍创新高	6
图表 14：疫情放开后，国内供应链优势有所减弱	7
图表 15：中国出口占美国份额与美国进口需求正相关	7
图表 16：中国高份额产品集中在轻工、服装、小商品、机械设备、家电家具等	7
图表 17：中国出口至美国的产品集中在电气设备、机械设备、玩具等	8
图表 18：美国地产价格增速触底回升	8
图表 19：美国地产供给、需求增速均回升	8
图表 20：美国家具、电气设备库存增速处于低位	9
图表 21：美国地产修复已带动中国家具、电气出口改善	9
图表 22：金属、机械、运输设备等库存处于低位	9
图表 23：中国对美建筑施工相关出口开始回升	9
图表 24：芯片法案相关补贴支出仍可能有带动作用	9

图表 25:	美国建筑施工面积延续上升	9
图表 26:	美国批发商服装销售出现改善	10
图表 27:	中国对美出口服装、纺织品增速回升	10
图表 28:	美国流动性量价跟踪	10
图表 29:	美联储减持美债规模	11
图表 30:	美联储逆回购规模下降	11
图表 31:	截至 1 月 13 日, 美联储降息概率	11
图表 32:	OIS 隐含 FFR 利率	11
图表 33:	美国 12 月 CPI 同比、环比及其结构	12
图表 34:	美国 12 月 CPI 通胀下行斜率放缓	12
图表 35:	美国 12 月 CPI 核心商品连续 7 个月通缩 (12 月向上接近零), 核心服务保持韧性	13
图表 36:	美国至 1 月 6 日当周初请失业 20.2 万人	13
图表 37:	美国 1 月 1 日当周新增职位数量下降	13
图表 38:	美国红皮书零售同比 5.9%, 前值 5.6%	14
图表 39:	美国红皮书零售增速与 2023 年初相似	14
图表 40:	美国纽约地铁载客量 2024 年初稍高于去年初	14
图表 41:	德国航班飞行次数 2024 年初强于季节性	14
图表 42:	德国 2024 年 1 月初外出用餐人数同比有所回落	14
图表 43:	美国 TSA 安检人数 2024 年初强于季节性	14
图表 44:	美国 30 年期抵押贷款利率升至 6.7%	15
图表 45:	美国 MBA 购买指数有所反弹	15
图表 46:	30 年期美债拍卖需求疲软	15

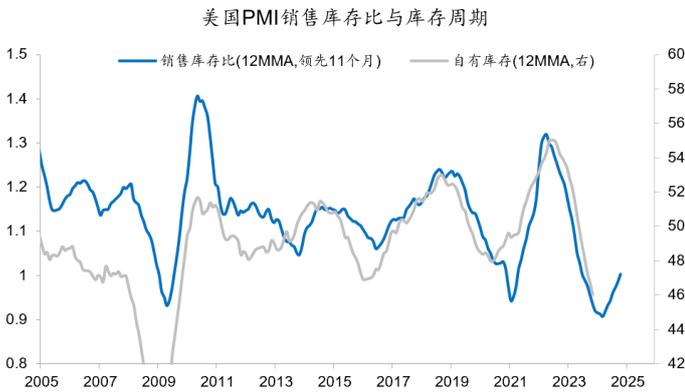
2024 年中美国或步入补库周期，尽管中国产品占美国份额下降，但传统优势产品比重仍较高；总量需求偏弱的背景下，本轮补库对中国出口的拉动或集中在家电、家具等地产链；金属、机械等建筑施工链；服装纺织等消费链。

一、热点思考：美国库存如何拉动中国出口？

（一）美国去库接近尾声，对中国出口拉动作用取决于份额及补库强度

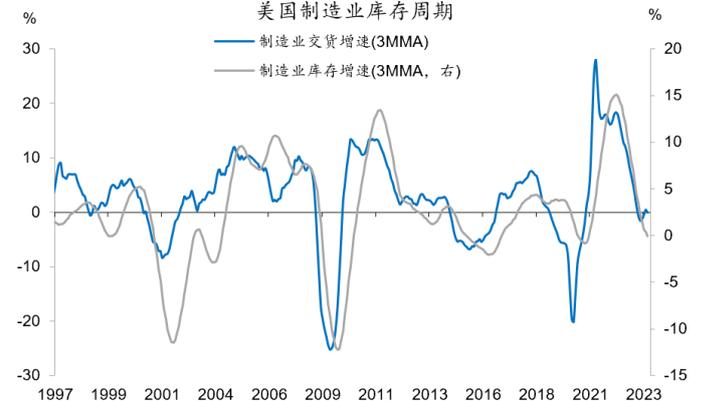
当前，美国去库周期已接近尾声，制造、批发、零售三大环节陆续进入被动去库阶段。本轮美国库存周期去库时间较长，库存总体增速 2022 年 6 月触顶回落，销售总额同比增速 2021 年 4 月回落，主动去库已达 19 个月，超出历史平均的 12 个月。但种种迹象显示，美国去库周期已接近尾声。总量层面，美国销售库存比领先美国库存周期 11 个月左右，销售库存比已于 2023 年年中触底回升，对应库存企稳时间约为 2024 年年中。结构层面，2023 年美国制造、批发、零售环节销售增速均回升，进入被动去库阶段。

图表1：销售库存比领先美国补库约 11 个月



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表2：美国制造业交货增速回升



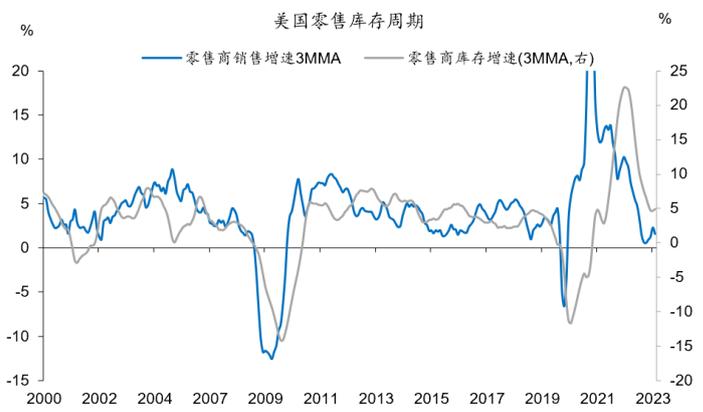
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：美国批发商销售增速回升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

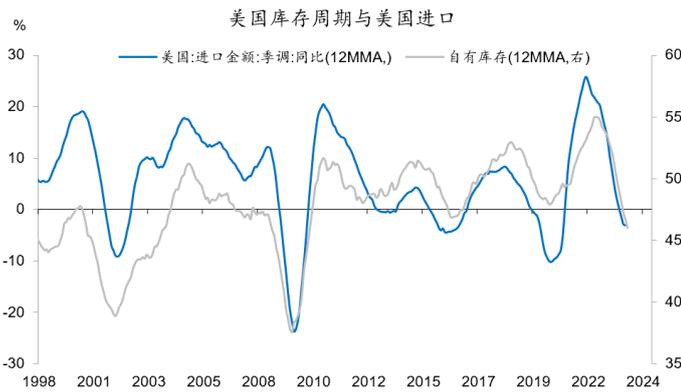
图表4：美国零售商销售增速回升，库存增速回升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

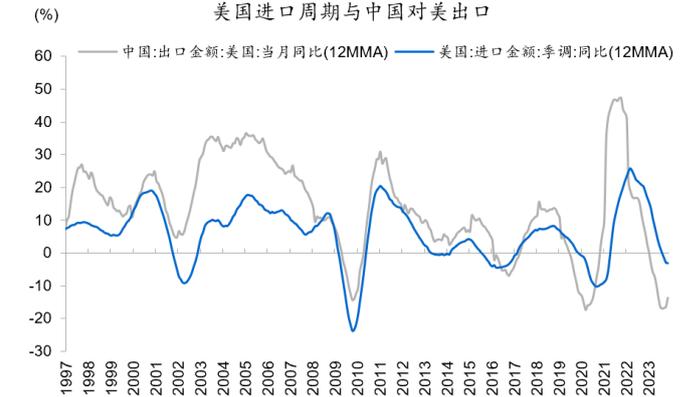
美国补库通过外贸需求拉动中国出口，最终形成中美库存周期共振。美国需求回升带动美国企业补库，美国补库与美国进口基本同步；美国进口增速上涨拉动中国出口，二者较为同步，疫情期间因全球供给受限，中国对美出口领先回升；中国对美出口改善带动国内企业补库需求提振。需求改善往往在前，企业补库一般在后，最终形成中美库存周期共振。疫情之前，美国库存周期一般领先中国，疫情后，因中国生产端领先好转，中国库存周期变得更领先。但 2024 年，美国库存可能先一步回升，重新回到疫情前美国库存周期领先中国的状态。

图表5: 美国补库需求与美国进口增速基本同步



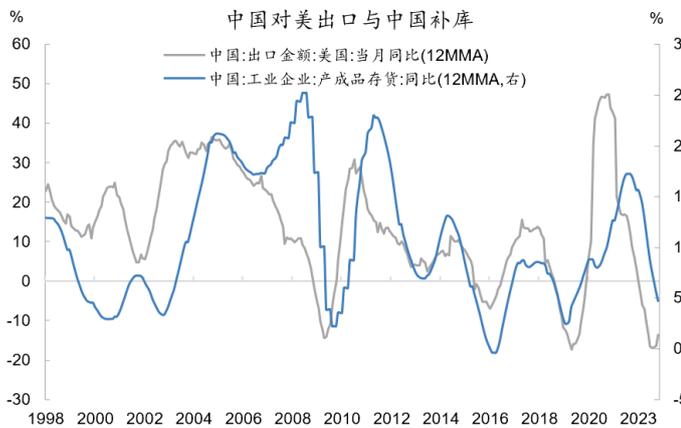
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表6: 美国进口需求回升与中国对美出口基本同步



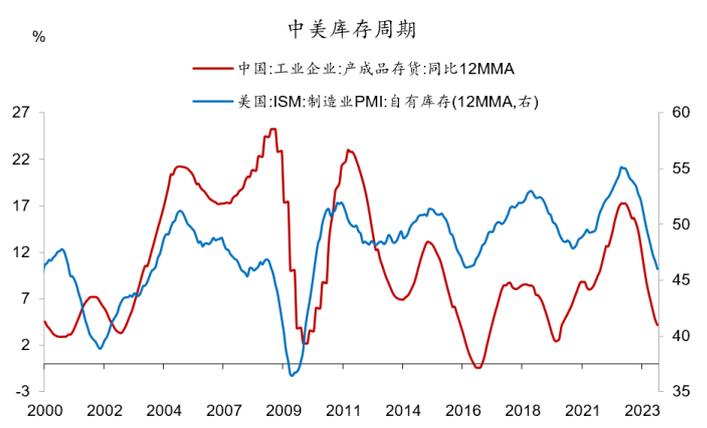
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表7: 中国库存周期往往滞后于出口



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

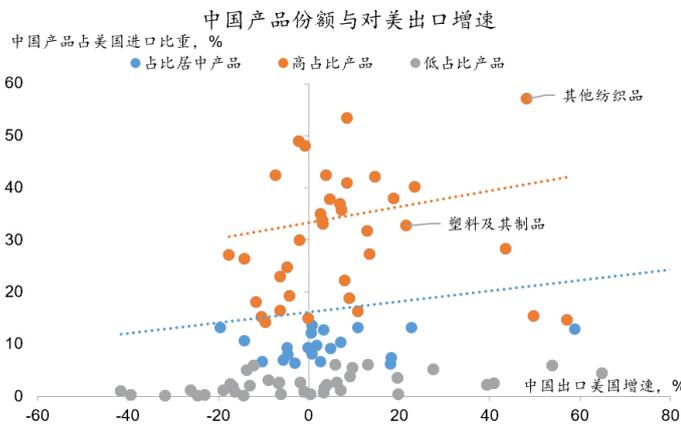
图表8: 疫情前, 美国库存周期领先中国



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

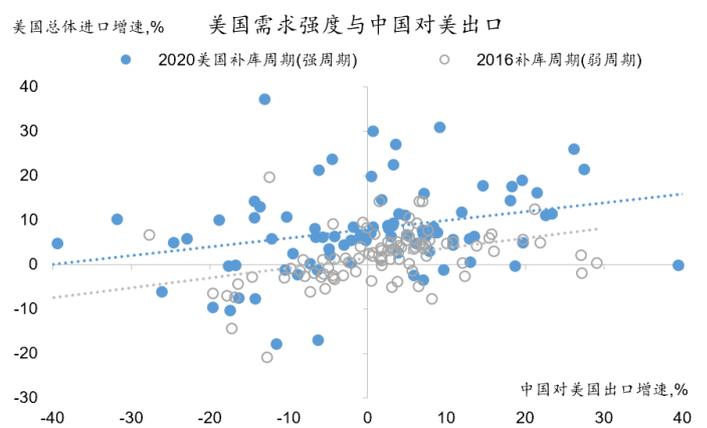
美国补库对中国出口的拉动作用受中国产品份额及美国需求强度的影响。当美国进入补库阶段时, 从供给端看, 中国份额更高的产品, 增速弹性往往更大; 从需求端看, 美国补库更强时, 各类产品对美出口增速均值更高。美国过往两轮补库周期里, 2020-2022 为强补库周期, 中国 HS 分类产品对美出口中枢增速为 5.7%, 2016-2018 为弱补库周期, 中枢仅为 1.3%。弱补库周期下, 中国各类产品出口增速差异较低, 需具体分析需求端的影响。因而本文后续分别从供给端的中国份, 及需求端的美国需求强度进行分析。

图表9: 中国份额更高的产品, 出口增速更有优势



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表10: 美国弱补库周期下, 中国对美出口增速较差



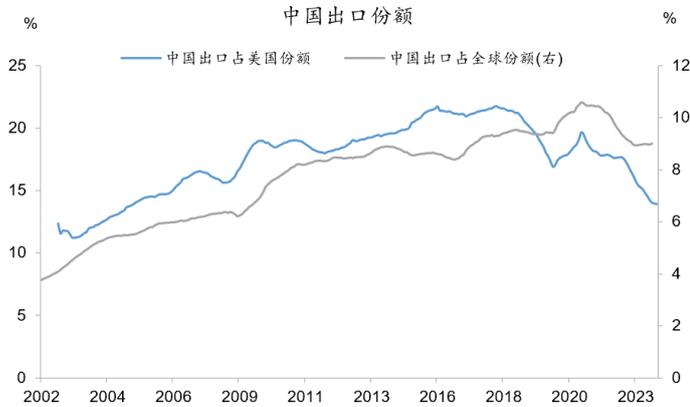
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(二) 中国对美出口份额回落, 但优势产品占比依然较高

中国出口占美国份额下降, 但仍是前三大进口国。美国补库对中国出口的拉动作用受中国份额的影响。2018 年后, 中国出口产品占美国进口份额下降, 截至 2023 年 11 月, 中

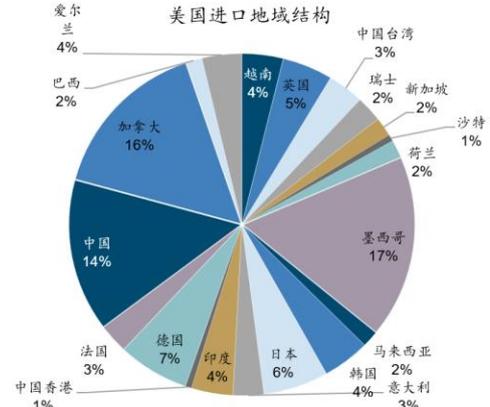
国占美国进口产品比重由 2018 年的 22% 降至 14%，回到 2006 年的水平。尽管如此，中国依然是美国前三大进口国，截至 2023 年 11 月，中国份额仅低于墨西哥及加拿大两国。并且中国出口占全球的份额疫情后仍继续抬升，最高达 10.5%，2023 年开始止跌回升，截至 2023 年 9 月已由 2023 年初的 8.8% 升至 9%。

图表11: 中国出口占全球及美国份额



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

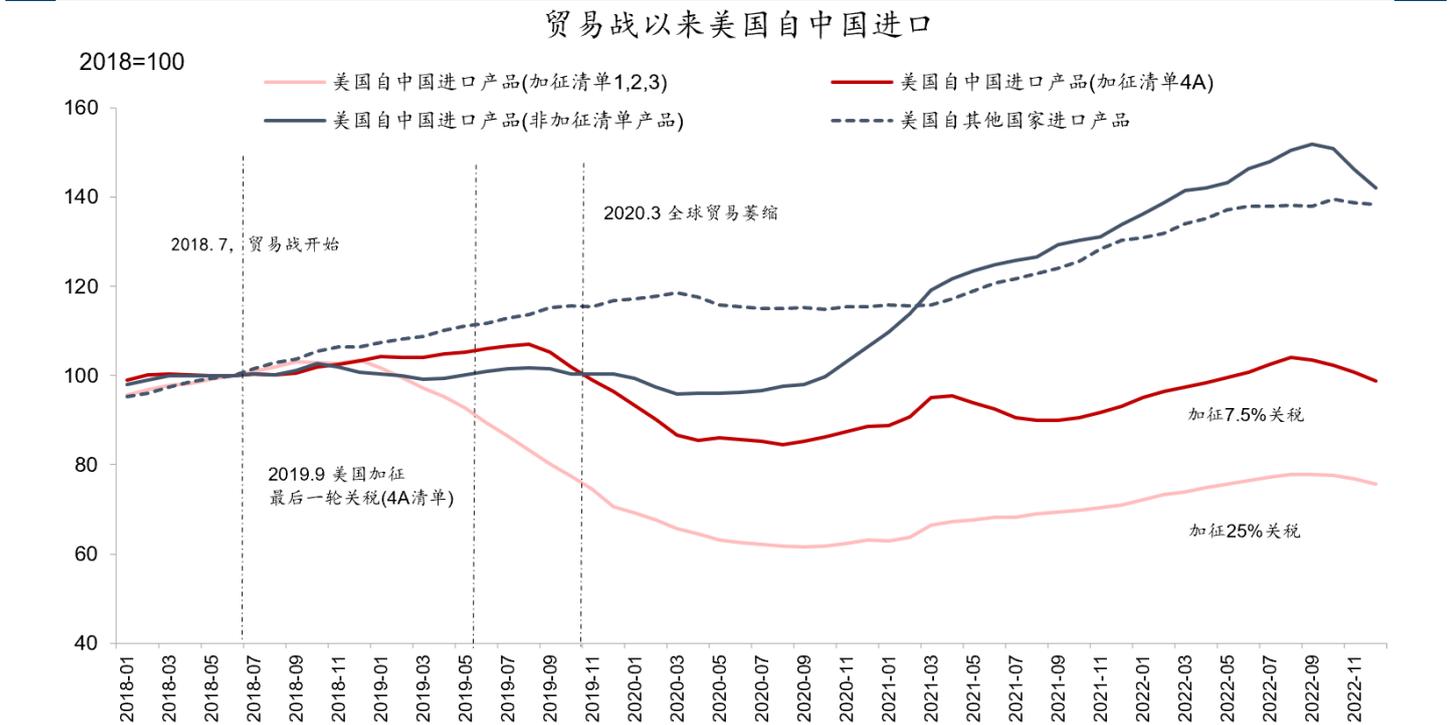
图表12: 中国依然是美国前三大进口国



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

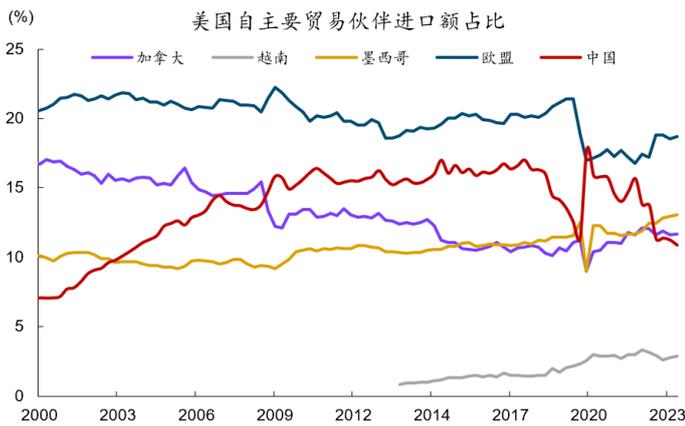
中美贸易摩擦是份额下降主因，但并不能解释全部，中国出口至美国非加征关税产品仍创新高。2018 年后，美国分四批对中国额外加征关税，前三批清单主要征税产品包括半导体、汽车零件、消费电子等。第四批清单(清单 4A)主要征税产品包括锂电池、疫情防护用品等。当前，中国对美出口中份额下降最大的产品集中在高关税产品，出口至美国的非加征关税产品已创新高，受影响较低。另一方面，中国出口占美国份额也与美国进口需求正相关，美国进口需求回升时，中国出口也能获得一定修复。

图表13: 贸易摩擦以来，中国出口至美国的非加征关税产品仍创新高



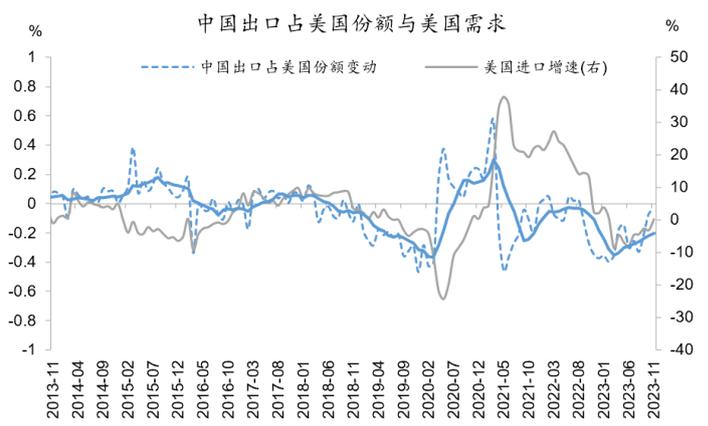
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表14: 疫情放开后, 国内供应链优势有所减弱



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表15: 中国出口占美国份额与美国进口需求正相关



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

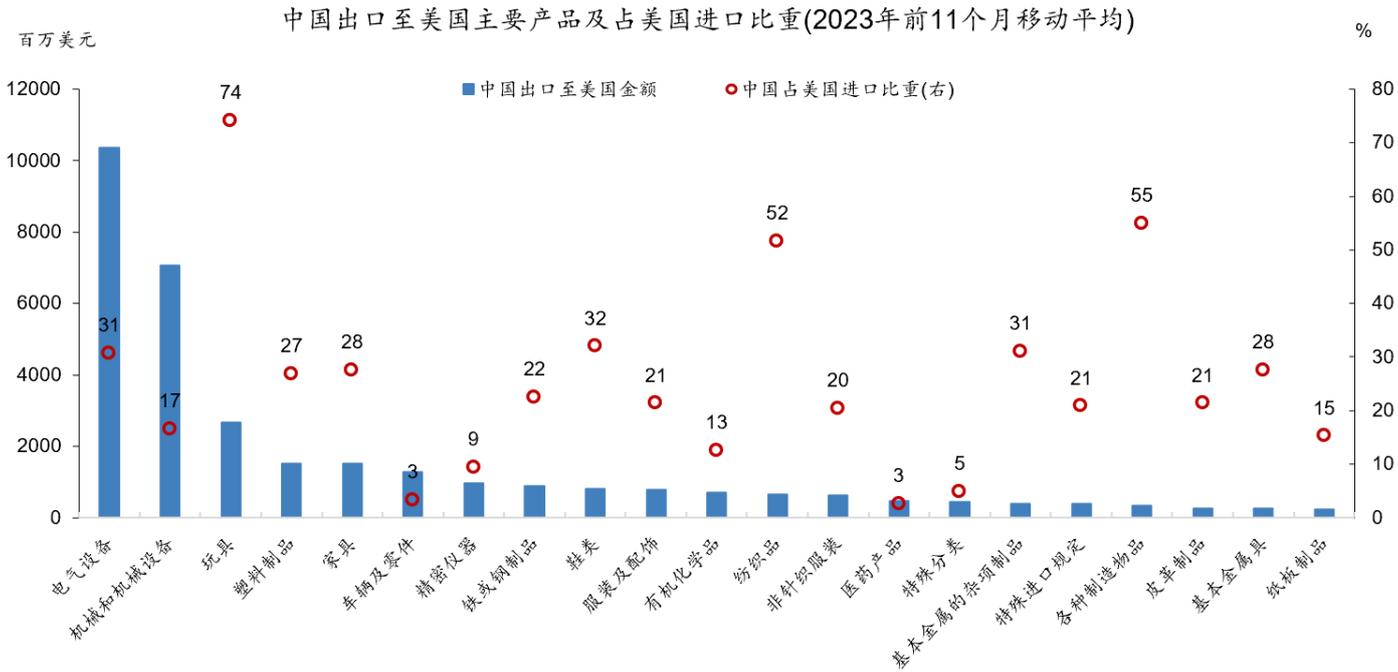
中国出口占美国份额较高的优势产品集中在轻工、服装、小商品、机械设备、家电家具等。2018 年中美贸易摩擦后至今, 中国产品占美国份额不同程度回落, 塑料制品份额由 2017 年底的 31% 回落至 2023 年底的 27%, 玩具由 83% 降至 74%, 机械设备由 34% 降至 19%。杂货、有轨机车、爆破产品等部分产品份额有所上涨, 传统优势产品如玩具、纺织、鞋类、电气设备等占比仍然较高。

图表16: 中国高份额产品集中在轻工、服装、小商品、机械设备、家电家具等

	2023-11	2023-06	2023-01	2022-06	2022-01	2021-06	2021-01	2020-06	2020-01	2019-06	2019-01	2018-06	2018-01	2017-11
伞, 阳伞, 手杖, 坐杖, 鞭子, 马鞭及其部分	90	89	90	92	92	92	91	92	92	92	92	93	94	92
加工过的羽毛和绒毛, 由羽毛或绒毛制成的物品	74	75	77	80	79	77	76	77	78	77	76	75	76	73
玩具, 游戏和运动用品, 其零部件和附件	74	74	76	77	77	76	73	73	76	79	79	78	81	83
各种制造物品	52	52	54	54	52	53	51	50	52	52	52	51	52	50
其他制成的纺织品, 套装, 旧衣服和旧纺织品, 抹布	50	51	52	54	54	60	66	60	55	56	55	54	55	55
印刷书籍及其他印刷行业产品	38	40	43	48	48	48	48	49	51	51	50	47	48	45
乐器, 乐器的部分和附件	34	36	37	39	40	44	43	40	41	42	41	39	43	48
头饰及其部分	39	41	43	47	47	47	47	50	53	59	62	60	63	61
鞋靴, 护腿及类似物, 以及这类物品的部分	37	36	38	44	42	40	40	43	48	51	52	52	54	51
基本金属的杂项制品	33	35	38	40	41	41	40	40	40	44	44	44	46	44
电气机械和设备及其零件和配件	27	28	30	32	32	33	33	34	36	40	42	42	47	48
陶瓷产品	28	30	33	36	35	33	32	34	38	41	41	38	41	39
特种织物, 绒毛织物, 蕾丝, 挂毯	28	29	32	34	34	37	35	34	35	39	40	39	42	37
针织或钩编织物	24	24	24	25	27	32	31	32	34	38	41	41	44	42
玻璃和玻璃器皿	27	28	31	34	34	33	32	33	36	39	41	40	41	39
基本金属制造的工具, 餐具, 勺子和叉子	28	29	31	34	35	38	38	36	37	39	40	37	37	38
家具, 灯和照明设备	28	29	32	37	38	37	38	38	41	49	52	51	52	50
塑料及其制品	27	26	28	29	31	35	34	31	31	32	32	32	33	31
草制品, 艾草或其他编织材料, 篮子和藤编制品	30	34	37	40	41	42	44	42	42	51	56	56	57	54
铁或钢制品	21	22	25	29	31	33	32	28	28	31	32	31	31	29
爆破器材、焰火产品	36	39	46	49	45	36	34	34	35	35	36	42	34	26
皮革制品	23	24	24	27	27	26	28	33	38	48	53	53	53	52
针织或钩编制的服装及配饰	21	21	21	24	24	24	24	26	28	31	31	28	31	32
夹棉, 毡布和无纺布	19	20	20	22	25	33	31	23	23	27	29	29	29	29
特殊进口规定, 未特别列名或包括的	20	20	20	22	22	22	22	21	20	20	20	19	20	19
非针织或非钩编制的服装及配饰	21	21	22	24	25	28	31	30	29	33	34	33	35	34
铁路或有轨电车轨道固定设备和配件	32	42	46	45	41	32	28	28	29	32	35	33	32	31
机械和机械设备	19	21	23	25	26	28	28	25	24	28	30	31	32	34

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表17: 中国出口至美国的产品集中在电气设备、机械设备、玩具等

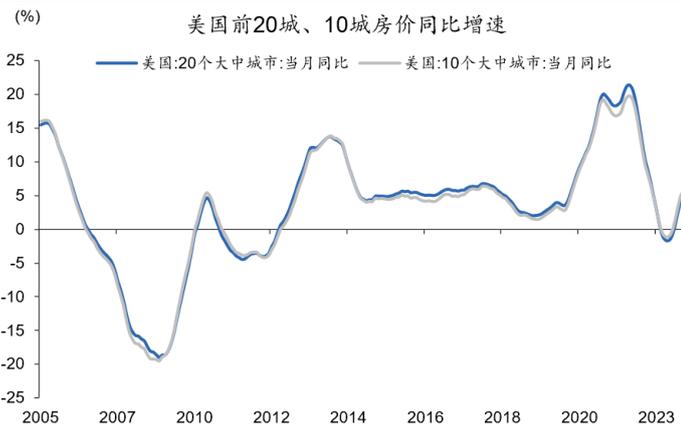


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 美国补库力度或较弱, 主要拉动产品集中在地产、机械及服装

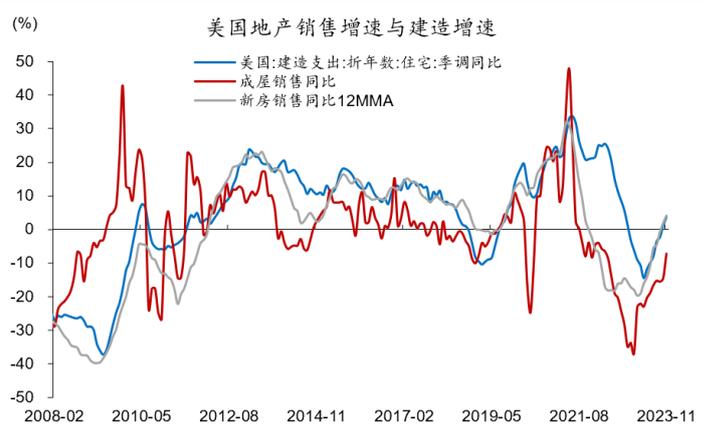
美国地产修复或带动家电、家具、音像设备等出口改善。2023年, 美国地产市场韧性较强, 在高利率环境下供、需、价格增速均触底回升。供给端, 美国住宅建造支出2023年4月触底回升, 同比增速10月份回正; 需求端, 成屋及新房销售增速2023年上半年均回升; 价格方面, 美国房价增速呈现加速回暖的迹象。2023年1月, 美国FHFA、房地美房价指数及前20城房价环比增速均转为正增长。当前, 美国家具、电气设备(包括家用电器、照明设备等)库存处于低位, 随着降息周期临近, 美国地产修复或将进一步带动中国家具、电气设备出口改善。

图表18: 美国地产价格增速触底回升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表19: 美国地产供给、需求增速均回升



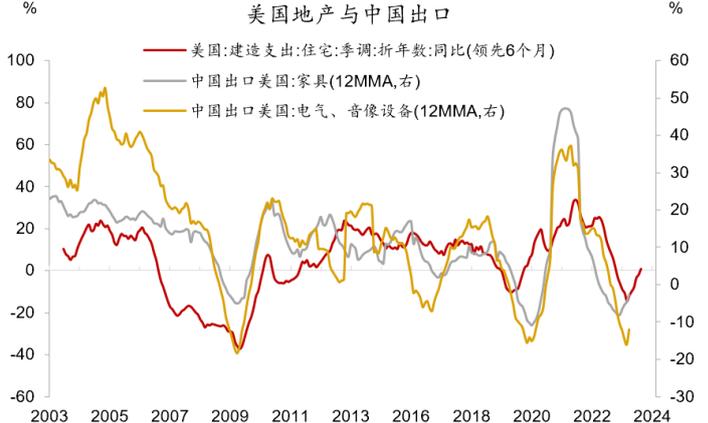
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表20: 美国家具、电气设备库存增速处于低位



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

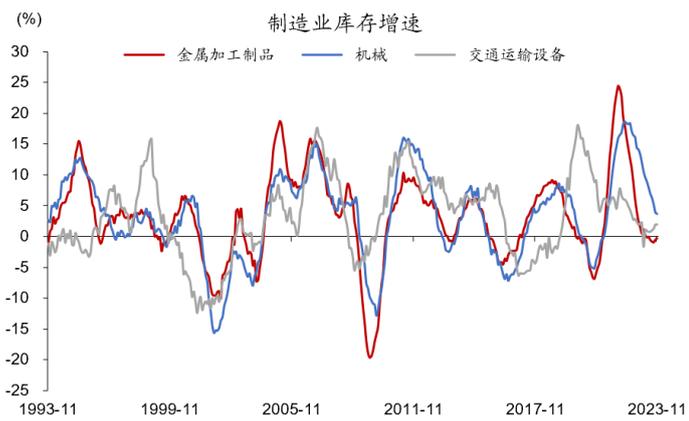
图表21: 美国地产修复已带动中国家具、电气出口改善



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

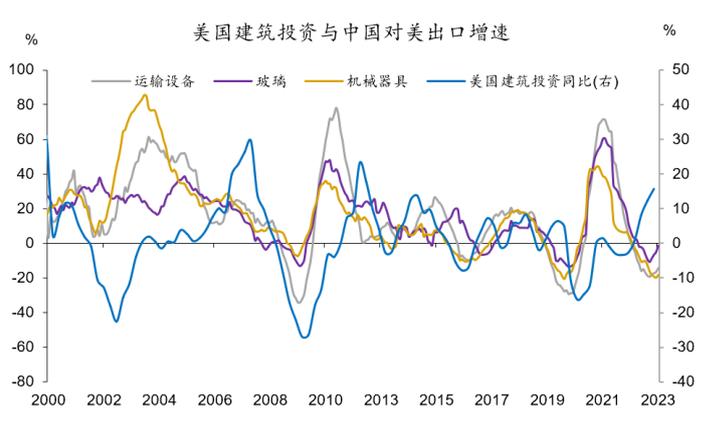
美国建筑投资回升或带动中国机械、金属、运输设备出口改善。2023年,在《芯片法案》掀起的建厂浪潮下,美国建筑投资增速明显上涨,截至2023年三季度,美国建筑投资环比折年增速达11%,住宅投资增速也达到6.7%。建筑投资所需的运输设备(轮式履带式挖机)、金属机械器具、玻璃等产品对美出口增速2023年底已有所回升。2024年,《芯片法案》支出仍有可能上升,且受建筑工人紧缺影响,2024年建筑施工面积或继续处于高位。

图表22: 金属、机械、运输设备等库存处于低位



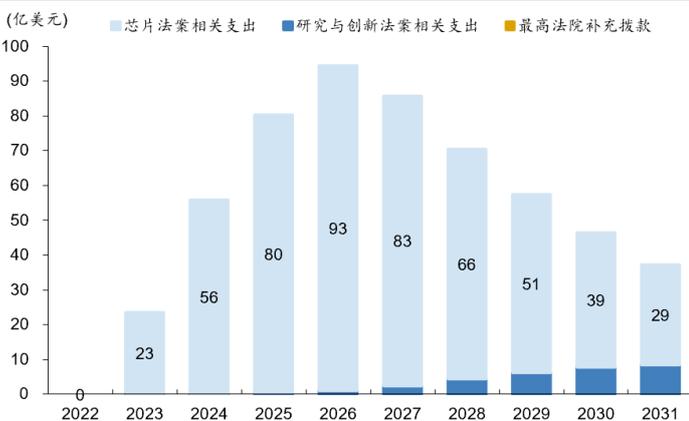
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表23: 中国对美建筑施工相关出口开始回升



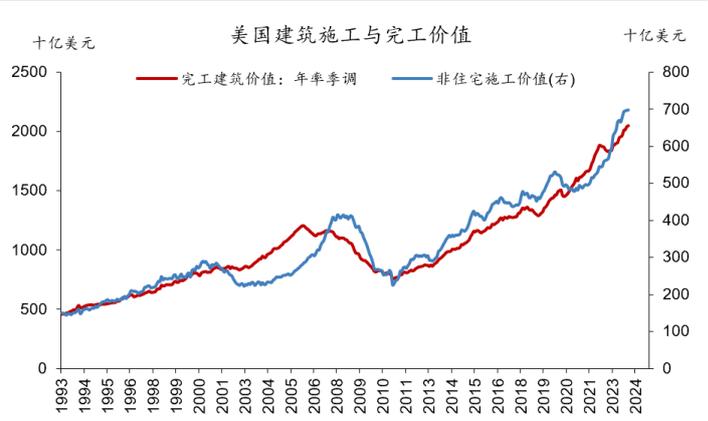
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表24: 芯片法案相关补贴支出仍可能有带动作用



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表25: 美国建筑施工面积延续上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

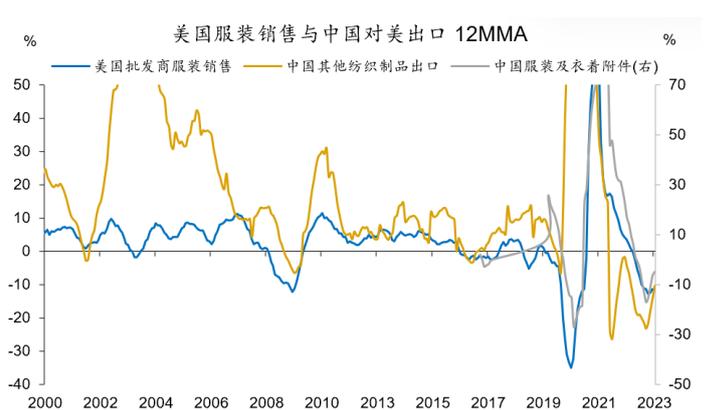
服装、纺织品需求回升或带动中国出口上升。美国制造、批发、零售三大环节持有服装、纺织品库存,其中批发、零售环节持有的服装库存最高,合计占比达90%以上,当前,美国批发、零售商服装销售增速均触底回升,其中批发商服装销售增速回升速度最快,2023年四季度,中国对美出口的其他纺织品、服装及衣着附件产品增速均有改善。2024年,美国服装PPI增速或有所回升,叠加去库进度较快,中国出口预计仍将改善。

图表26: 美国批发商服装销售出现改善



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表27: 中国对美出口服装、纺织品增速回升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

二、海外基本面&重要事件

(一) 货币与财政: CPI 数据后, 美联储 3、5 月降息的可能性下调, PPI 数据后又上调

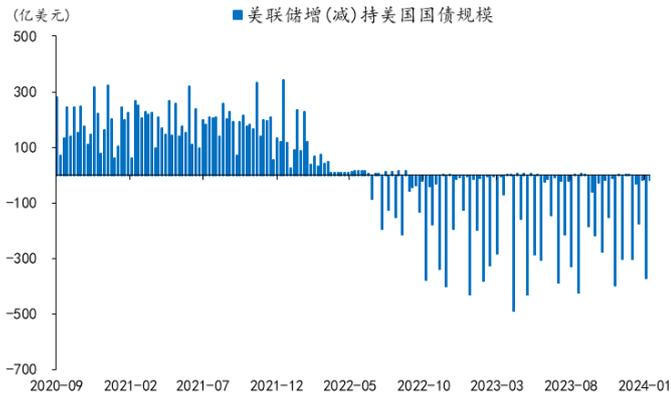
1月10日当周, 美联储总资产规模小幅上升, 美联储 BTFP 工具使用量微升。负债端, 逆回购规模下降, 准备金规模上升, TGA 存款下降 160 亿美元。货币市场基金规模上升 100 亿美元。1月3日当周, 美国商业银行存款下降 340 亿美元, 大型银行存款下降 420 亿美元。CME FedWatch 显示, CPI 公布后, 市场定价美联储 3、5 月降息的可能性下调; PPI 数据公布后, 美联储 3、5 月降息的可能性又上调。截至1月13日, 市场已定价美联储 1 月会议基本按兵不动, 3、5、6、7、9、11、12 这 7 个月分别降息 25 个基点, 全年降息 7 次, 共计降息约 175 个 BP, 其中, 3 月降息的概率为 77%。

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	01-10	01-03	12-27	12-20	12-13	12-06	11-29
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↑ 6	7686.7	7681.0	7712.8	7724.1	7739.6	7737.4	7796.1
	其他贷款	十亿美元	↑ 6	152.7	146.8	141.8	137.3	129.6	127.4	153.9
	一级信贷	十亿美元	↓ -0.1	2.1	2.2	2.5	2.4	2.2	2.0	2.2
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 6	147.2	141.2	135.8	131.3	123.8	121.7	113.9
	其他信贷工具	十亿美元	→ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	33.9
	逆回购	十亿美元	↓ -45	1041.1	1086.0	1165.6	1124.2	1152.2	1184.5	1254.2
	准备金	十亿美元	↑ 78	3537.4	3459.4	3434.2	3477.3	3567.8	3496.8	3395.4
	TGA	十亿美元	↓ -16	727.9	743.5	713.1	732.7	630.6	667.7	753.6
	商业银行									
	现金	十亿美元	↑ 4		3489.6	3485.7	3512.4	3611.5	3536.3	3496.5
	消费贷	十亿美元	↓ -12		1937.0	1949.3	1938.7	1937.1	1931.5	1937.1
	住房贷款	十亿美元	↓ -1		2574.9	2576.2	2574.2	2571.8	2570.0	2568.2
	商业地产贷款	十亿美元	↓ -1		2965.8	2966.7	2967.3	2964.0	2960.9	2959.6
工商业贷款	十亿美元	↓ -16		2776.8	2792.7	2784.4	2764.5	2762.9	2772.5	
存款	十亿美元	↓ -34		17577.3	17610.9	17590.6	17529.5	17453.8	17389.4	
大银行存款	十亿美元	↓ -42		10960.0	11001.5	10971.5	10918.2	10855.4	10803.6	
小银行存款	十亿美元	↓ -1		5346.6	5347.8	5339.1	5327.4	5317.7	5303.4	
货币市场基金										
货币基金	十亿美元	↑ 10	5975.1	5965.1	5886.4	5870.1	5886.2	5897.7	5836.1	
流动性价格型指标	隔夜融资市场									
	SOFR-IORB	BP	↓ -8.0	-9.0	-1.0	-1.0	-9.0	-9.0	-8.0	-9.0
	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	↑ 1.6	12.8	11.2	17.0	19.3	20.6	19.2	18.9
	票据与信用债市场									
	Master企业债利差	BP	↓ -5.0	104.0	109.0	105.0	106.0	108.0	112.0	111.0
	票据利差	BP	↑ 2.0	12.0	10.0	16.0	15.0	12.0	23.0	38.0
	离岸市场									
	欧元兑美元互换基差	BP	↓ -1.8	-4.1	-2.4	-4.4	-3.4	-9.4	-9.6	-14.4
日元兑美元互换基差	BP	↑ 2.8	-32.0	-34.8	-41.3	-45.1	-42.9	-39.5	-43.1	

来源: FRED, Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

图表29: 美联储减持美债规模



来源: Wind、国金证券研究所

图表30: 美联储逆回购规模下降



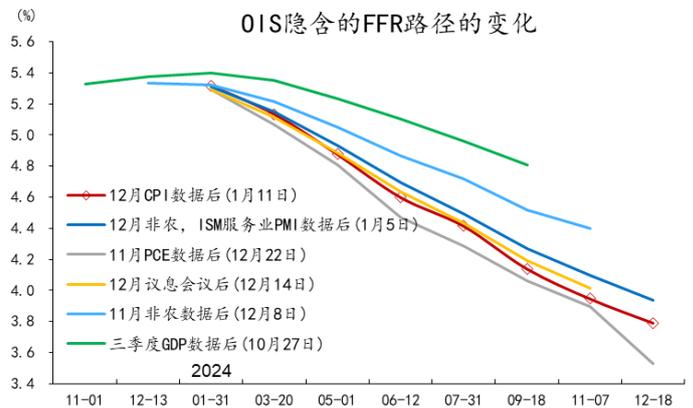
来源: Wind、国金证券研究所

图表31: 截至1月13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	95	19	0	0	0	0	0	0
500-525	5	77	17	0	0	0	0	0
475-500	0	4	71	12	0	0	0	0
450-475	0	0	12	54	11	0	0	0
425-450	0	0	0	31	50	12	4	1
400-425	0	0	0	4	33	50	25	9
375-400	0	0	0	0	6	32	44	29
350-375	0	0	0	0	0	6	23	39
325-350	0	0	0	0	0	0	4	19
300-325	0	0	0	0	0	0	0	3
275-300	0	0	0	0	0	0	0	0

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

(二) 通胀: 美国12月CPI通胀下行斜率放缓

美国12月CPI(季调后)同比3.3%,预期3.2%,前值3.1%,为三个月以来最高水平;CPI环比0.3%,预期0.2%,前值0.1%,创下近三个月的最大升幅。扣除食品和能源后,核心CPI同比3.9%,预期3.8%,前值4.0%,为2021年6月以来新低;核心CPI环比0.3%,符合预期0.3%,前值0.3%,环比年化3.8%。食品价格同比继续下行。能源商品环比跌幅减小,能源服务中的电力价格环比继续上涨,因此能源价格环比由负转正。

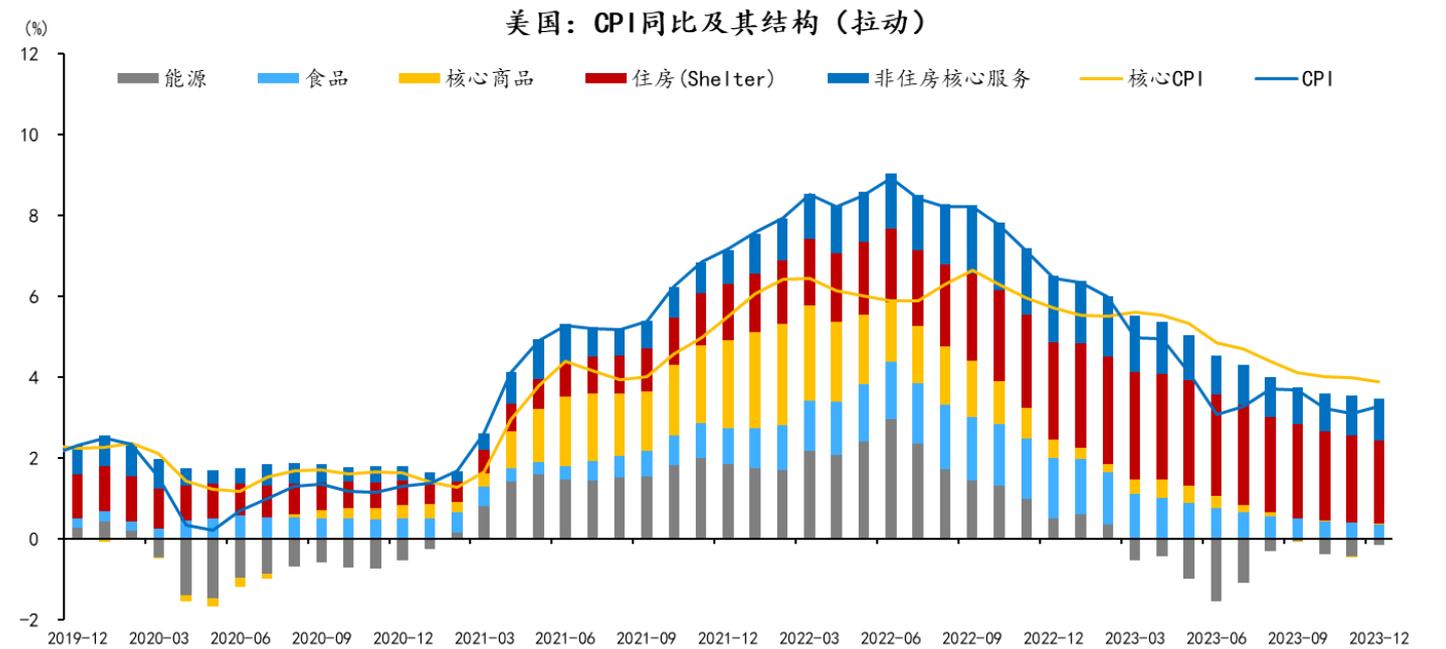
核心商品(不包括食品和能源商品)环比连续7个月通缩(12月向上接近零),其中,新车价格继续上涨,二手车价格环比连续第二个月意外上涨。核心服务(不包括能源服务)保持韧性,其中住房贡献核心服务三分之二以上,同比显著增长的有住房(6.2%)和交通(9.5%,其中,机动车保险20.3%),环比显著上升的包括医疗服务(0.7%)、住房(0.5%)以及交通下的机动车辆保险(1.5%)与机票(1.0%)。

图表33: 美国 12 月 CPI 同比、环比及其结构

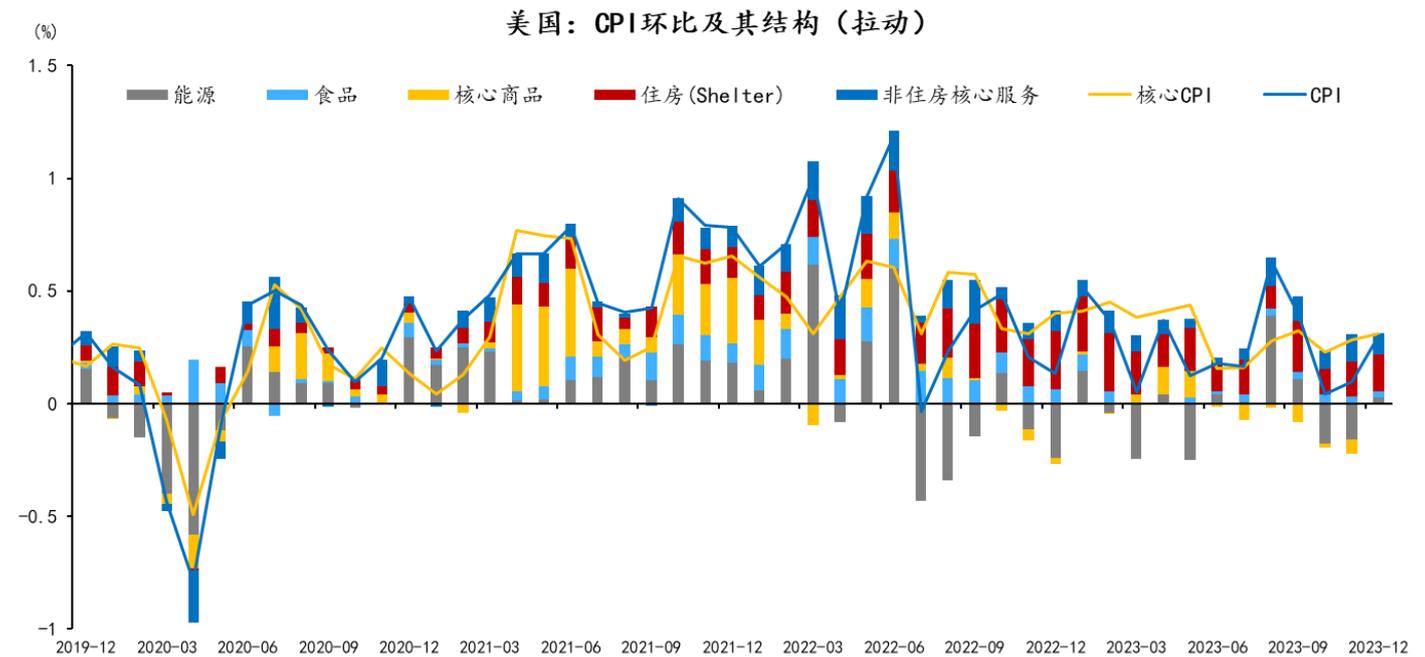
CPI 分级	支出项目	权重 (%)	预期值	季调_同比 (%)						预期值	季调_环比 (%)					
				23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07		23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07
整体	CPI	100.0	3.2 ↑	3.3	3.1	3.2	3.7	3.7	3.3	0.2 ↑	0.3	0.1	0.0	0.4	0.6	0.2
核心	核心CPI	79.8	3.8 ↑	3.9	4.0	4.0	4.1	4.4	4.7	0.3 →	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2
I	食品	13.4		2.7	3.0	3.3	3.7	4.3	4.9		0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
I	能源	6.7		-2.0	-5.4	-4.5	-0.5	-3.7	-12.3		0.4	-2.3	-2.5	1.5	5.6	0.1
II	能源商品	3.5		-2.9	-9.8	-6.2	2.2	-4.2	-20.3		-0.1	-5.8	-4.9	2.3	10.5	0.3
II	能源服务	3.3		-0.9	0.0	-2.2	-3.4	-2.8	-1.2		0.9	1.7	0.5	0.6	0.2	-0.1
I	核心商品 (即商品, 扣除食品和能源商品)	20.8		0.1	0.0	0.0	0.0	0.4	0.9		0.0	-0.3	-0.1	-0.4	-0.1	-0.3
II	服装	2.5		1.1	1.2	2.6	2.3	3.1	3.2		0.1	-1.3	0.1	-0.8	0.2	0.0
II	新车	4.2		1.0	1.3	1.9	2.5	2.9	3.5		0.3	-0.1	-0.1	0.3	0.3	-0.1
II	二手车和卡车	2.5		-1.3	-3.8	-7.1	-8.0	-6.6	-5.6		0.5	1.6	-0.8	-2.5	-1.2	-1.3
II	医疗商品	1.5		4.7	5.0	4.7	4.2	4.5	4.1		-0.1	0.5	0.4	-0.3	0.6	0.5
II	酒精饮料	0.8		2.5	2.9	3.7	4.2	3.7	4.1		0.3	-0.1	0.2	0.8	0.0	0.1
II	烟草和香烟产品	0.5		7.8	7.7	7.2	5.6	5.6	6.1		-0.1	1.1	1.9	0.2	0.6	0.5
I	核心服务 (服务, 扣除能源服务)	59.1		5.3	5.5	5.5	5.7	5.9	6.1		0.4	0.5	0.3	0.6	0.4	0.4
II	住所 (Shelter)	35.2		6.2	6.5	6.7	7.1	7.2	7.7		0.5	0.4	0.3	0.6	0.3	0.4
III	主要住所租金	7.7		6.5	6.9	7.2	7.4	7.8	8.0		0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
III	业主等值房租	26.0		6.3	6.7	6.8	7.1	7.3	7.7		0.5	0.5	0.4	0.6	0.4	0.5
II	医疗服务	6.4		-0.5	-0.9	-2.0	-2.6	-2.1	-1.5		0.7	0.6	0.3	0.3	0.1	-0.4
III	医师服务	1.8		-0.6	-0.7	-1.2	-0.2	0.3	0.4		0.2	0.6	-1.0	0.0	0.1	0.2
III	医院服务	2.0		5.5	6.3		4.5	3.0	3.1		0.5	0.1	1.1	1.5	0.7	-0.4
II	交通	6.1		9.5	10.1	9.3	9.0	10.4	9.3		0.1	1.1	0.8	0.7	2.0	0.3
III	机动车维护与修理	1.1		7.1	8.5	9.6	10.2	12.0	12.7		-0.3	0.3	0.2	0.2	1.1	1.0
III	机动车保险	2.9		20.3	19.2	19.2	18.9	19.1	17.8		1.5	1.0	1.9	1.3	2.4	2.0
III	机票	0.5		-9.4	-12.1	-13.2	-13.4	-13.3	-18.6		1.0	-0.4	-0.9	0.3	4.9	-8.1

来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

图表34: 美国 12 月 CPI 通胀下行斜率放缓



图表35: 美国12月CPI核心商品连续7个月通缩(12月向上接近零), 核心服务保持韧性

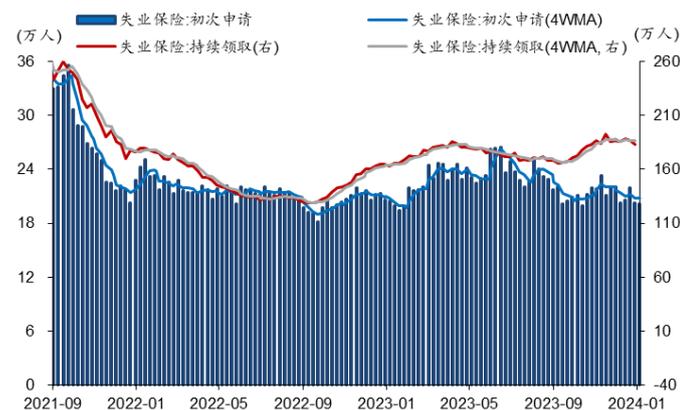


来源：BLS、CEIC、国金证券研究所

（三）就业：当周初请和续请失业金人数均低于预期

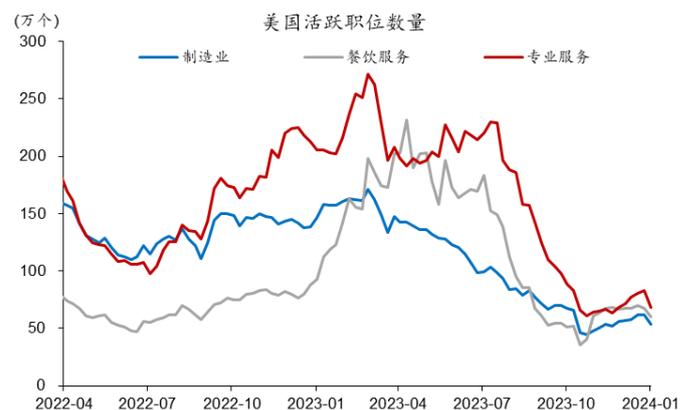
初请和续请失业金人数均低于预期，四周均值均继续拐头向下，就业市场依然强劲。美国至1月6日当周初请失业金人数20.2万人，预期21万人，前值20.3万人，这是自2023年10月中旬以来的最低水平。美国至12月30日当周续请失业人数183.4万人，预期187.1万人，前值186.8万人。美国1月1日当周活跃职位数量下降至727.4万，前值903.4万。

图表36: 美国至1月6日当周初请失业20.2万人



来源：CEIC、国金证券研究所

图表37: 美国1月1日当周新增职位数量下降

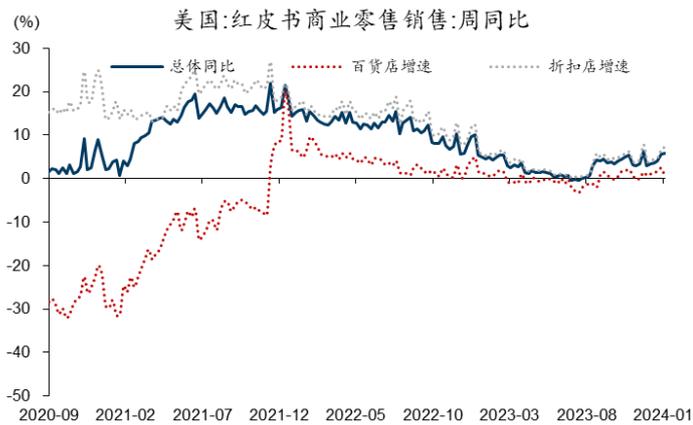


来源：CEIC、国金证券研究所

（四）消费与出行：至1月6日当周，美国红皮书零售增速5.9%

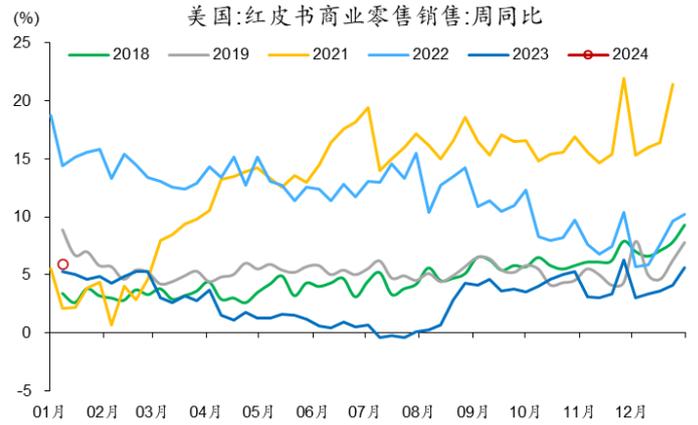
至1月6日当周，美国红皮书零售增速5.9%，前值5.6%，其中百货店增速0.2%，前值2.4%，折扣店增速7.3%，前值6.9%。德国外出用餐人数1月11日当周同比3.1%。美国纽约地铁载客量2024年初稍高于去年初。美国TSA安检人数2024年初强于季节性。

图表38: 美国红皮书零售同比 5.9%, 前值 5.6%



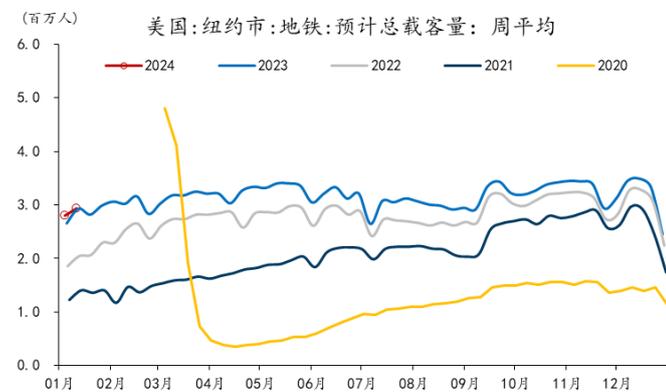
来源: CEIC、国金证券研究所

图表39: 美国红皮书零售增速与 2023 年初相似



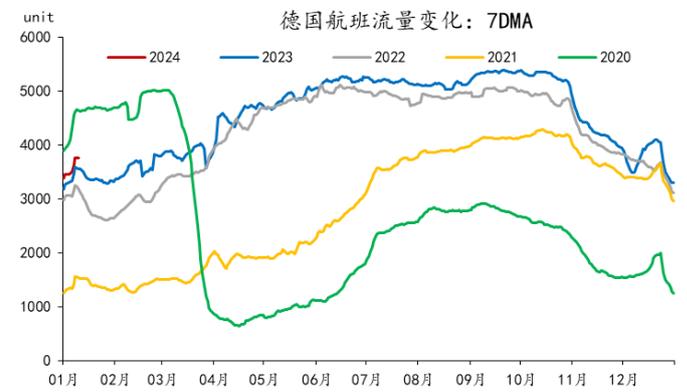
来源: CEIC、国金证券研究所

图表40: 美国纽约地铁载客量 2024 年初稍高于去年初



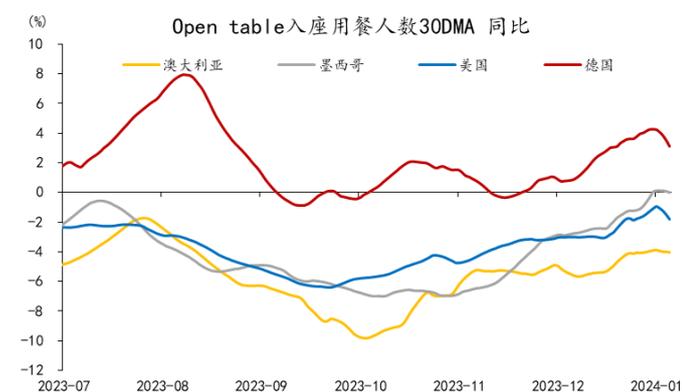
来源: WIND、国金证券研究所

图表41: 德国航班飞行次数 2024 年初强于季节性



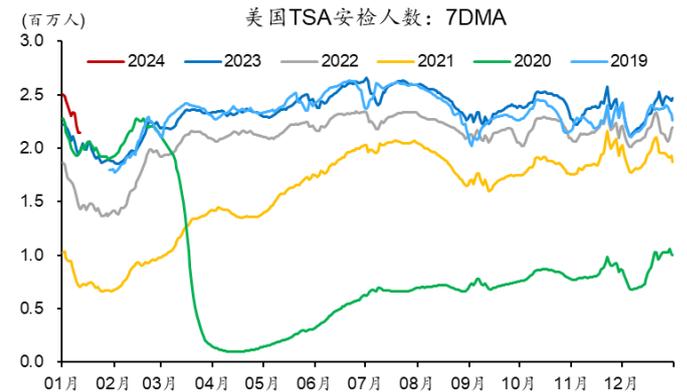
来源: CEIC、国金证券研究所

图表42: 德国 2024 年 1 月初外出用餐人数同比有所回落



来源: CEIC、国金证券研究所

图表43: 美国 TSA 安检人数 2024 年初强于季节性



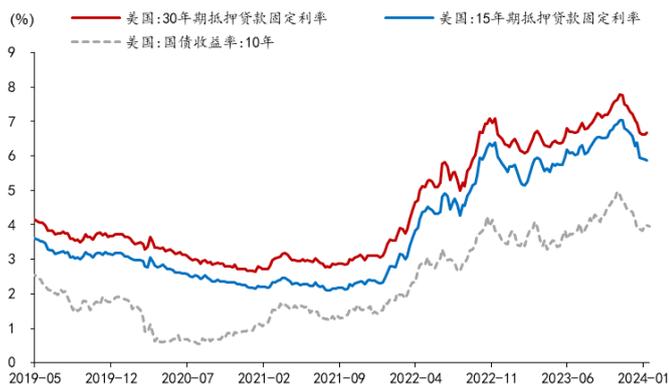
来源: CEIC、国金证券研究所

(五) 地产与信贷: 美国抵押贷款利率略微反弹

截至 1 月 11 日, 美国 30 年期抵押贷款利率为 6.7%, 较去年 11 月底的 7.2% 下降 56BP。15 年期抵押贷款利率为 5.9%, 较 11 月底的 6.6% 下降 69BP。

图表44: 美国 30 年期抵押贷款利率升至 6.7%

图表45: 美国 MBA 购买指数有所反弹



来源: WIND、国金证券研究所



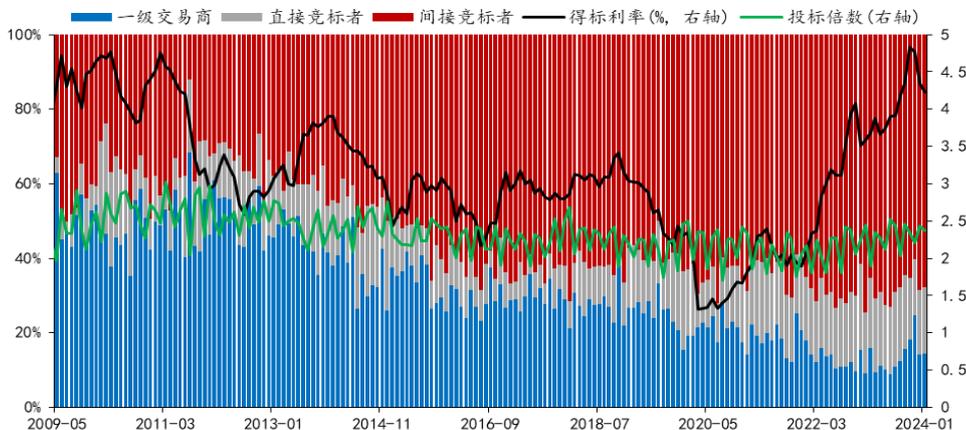
来源: WIND、国金证券研究所

(六) 2024 年首个超长期美债拍卖: 30 年期标售整体稳健, 海外需求上升

美债拍卖国内需求稳健、海外需求上升。美东时间 1 月 11 日, 美国财政部拍卖 210 亿美元的 30 年期国债, 得标利率为 4.23%, 低于前值(4.34%)11.5 个 BP, 创下 2023 年 9 月以来的新低。投标倍数 2.37, 前值 2.43, 高于前 6 个月均值 2.3。其中, 表征美国国内需求的直接竞标者(Direct Bidders)获配比例为 17.7%, 前值 17.3%, 高于前 6 个月均值 16.0%, 创 2023 年 10 月以来新高; 表征海外需求的间接竞标者(Indirect Bidders)获配比例为 67.8%, 前值 68.5%, 高于前 6 个月均值 65.8%; 一级交易商(Primary dealers)获配比例为 14.5%, 前值 14.2%, 低于前 6 个月均值 16.0%。

图表46: 30 年期美债拍卖需求疲软

国债: 30 年期债券拍卖



来源: CEIC、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