

# 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

## 美国大选：特朗普归来，这次不一样？

2024年美国大选已拉开帷幕，特朗普最新支持率为47%，领先拜登的44%，且七大关键摇摆州目前均偏向特朗普。两党内支持率均有显著优势，特朗普与拜登或将“重赛”。不确定性在于，若特朗普再次当选，对外或重启惩罚性关税、收紧国际援助，对内或推动减税、限制新增移民。

### 热点思考：美国大选，特朗普归来，这次不一样？

美国大选分为五大阶段，2024年党内初选活动已开启。美国大选持续约一年，可分为五个阶段，分别是：各州党内初选（1月-6月）、党代会及两党候选人正式提名（7月-8月）、总统辩论（9月-10月）、选民投票（11月-12月）、新任总统就职（次年1月）。共和党主要候选人为特朗普、尼基·黑利，民主党主要为拜登、菲利普斯、威廉姆森。

最新民调显示，共和党暂时领先民主党，特朗普支持率领先拜登。两党支持率方面，共和党预计可获得235张选举人票，暂时领先民主党的226票。党内支持率方面，共和党候选人中，特朗普以72%支持率领先；民主党内部，拜登以68%支持率领先。总体来看，截至1月21日，特朗普支持率为47%，略领先于拜登的44%。

本次大选特朗普参选资格问题或将贯穿始终。特朗普总计面临91项诉讼，影响最广的是科罗拉多州竞选资格案及国会骚乱案，判决结果或直接影响其竞选资格。前者尚未决定何时判决，后者暂定于3月4日审理。判决结果最终取决于最高法院，目前最高法9位大法官中6位偏向保守派，其中三位由特朗普任命，一定程度上有利于特朗普。

历史上较为少见的是，七大关键摇摆州均偏向特朗普。美国50个州里，亚利桑那、佐治亚、宾夕法尼亚、威斯康星、密歇根、北卡罗来纳、内华达七个州属于典型的摇摆州。2020年大选，7个摇摆州里有6个投给了拜登，但今年摇摆州民调均倾向于特朗普，特朗普7大摇摆州总体支持率达到47%，领先拜登的42%。

摇摆州选民在移民、经济等问题上更信任特朗普，白人、亚裔群体更支持特朗普。分年龄段看，摇摆州不同年龄段群体均更支持特朗普，尤其是千禧一代（90年前后出生人口）；分族裔看，拜登仅在黑人中取得了更高的支持率。相比拜登，特朗普在移民政策上有15个点的信任优势，在经济政策、中美关系上分别有14、11个点的优势。

特朗普与拜登的主要政策差异在外交、税收、移民等领域。对外政策上，特朗普主张“美国优先”，拜登则更强调多边合作和联盟。特朗普主张减税，拜登则希望增加对高收入者的税收，但其富人税改革仍未通过。特朗普主张更严格的移民政策，拜登提倡移民改革。环保方面，特朗普主张化石燃料开发，拜登投资可再生能源和环境保护。

大选本身对美国货币、财政政策的影响较为有限。大选年，美国货币政策无明显偏好。过去7次大选年，以2年期美债代表的政策利率3次上行，4次下行。大选年，美国财政政策取决于两院是否统一。两院若分属两党，大选年赤字率平均比前一年低1.5个百分点；两院若统一，大选年赤字率则平均比前一年高0.4个百分点。

今年美国大选最突出的政策不确定性在于，若特朗普当选，对外或重启惩罚性关税、收紧国际援助，对内或推动减税、限制新增移民。特朗普已表示将对中国及墨西哥、加拿大等国采取新的惩罚性关税措施，或进一步考虑对美国所有进口商品（约3.9万亿美元）征收10%的“普遍基准关税”，以保护美国制造业。

### 海外事件&数据：美国GDP超预期、PCE通胀放缓

美国四季度GDP增速快于预期。美国四季度实际GDP环比年化初值3.3%，高于市场预期2%，前值4.9%，为2023年第二季度以来新低。美国第四季度实际个人消费支出环比年化初值2.8%，高于预期2.5%，前值3.1%。相比于三季度，四季度GDP增速放缓主要是私人库存投资、联邦政府支出、住宅固定投资和消费者支出的放缓。

美国12月核心PCE通胀降至2.9%，低于预期。美国12月PCE物价指数年率2.6%，预期2.6%，前值2.6%。美国12月PCE物价指数月率0.2%，预期0.2%，前值-0.1%。美国12月核心PCE物价指数年率2.9%，预期3.0%，前值3.2%，为2021年4月以来新低。美国12月核心PCE物价指数月率0.2%，预期0.2%，前值0.1%。

四季度GDP、12月PCE数据公布后，截至1月27日，市场定价美联储全年降息6次，共计降息约150个BP，美联储5月首降的概率为51%。1月24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，逆回购规模回升，准备金规模下降，TGA存款上升420亿美元。货币市场基金规模下降10亿美元。

### 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、美国大选：特朗普归来，这次不一样？	4
(一) 2024 年美国大选最新进展如何？	4
(二) 本次美国大选有何新特征？	5
(三) 美国大选可能带来哪些政策冲击？	8
二、海外基本面&重要事件	9
(一) 美国大选跟踪：特朗普支持率领先拜登，共和党暂时领先民主党	9
(二) 货币与财政：市场定价美联储 5 月首降的概率为 51%	10
(三) 生产与就业：美国四季度 GDP 增速快于预期，劳动力市场降温	12
(四) 消费与出行：美国至 1 月 20 日当周红皮书零售增速 5.2%	13
(五) 通胀与能源：美国 12 月核心 PCE 通胀降至 2.9%，低于预期	14
(六) 地产与信贷：美国 12 月新屋销售上涨	15
风险提示	16

## 图表目录

图表 1：2024 年美国大选时间线，包括初选、党代会提名、总统辩论、投票及就职	4
图表 2：共和党美国各州初选时间及代表数	4
图表 3：共和党初选结果（截至 1 月 27 日）	5
图表 4：3 月 5 日“超级星期二”后，竞选格局将明确	5
图表 5：最新民调显示共和党更领先	5
图表 6：特朗普以 47% 的支持率领先拜登的 44%	5
图表 7：民主党候选人中，拜登以 68% 的支持率大幅领先	5
图表 8：共和党候选人中，特朗普以 72% 支持率大幅领先	5
图表 9：最高法院有 6 位法官偏保守派，并由共和党任命	6
图表 10：特朗普较为重要的 5 项法律诉讼	6
图表 11：截至 2024 年 1 月，特朗普在摇摆州均领先	6
图表 12：2020 年大选摇摆州最终投票情况	6
图表 13：历次摇摆州投票结果	7
图表 14：特朗普在摇摆州的不同年龄段选民中均领先	7
图表 15：摇摆州中，拜登仅在黑人群体里领先	7
图表 16：摇摆州选民在移民等问题上更信任特朗普	7
图表 17：拜登任内（2020 至今），美国移民数量重新上升	7
图表 18：拜登与特朗普政策差异	8
图表 19：大选年美国货币政策表现（以 2Y 美债为代表）	8
图表 20：大选年美国财政赤字率表现	8
图表 21：特朗普若胜选，或将调整外贸、收入等政策	9
图表 22：特朗普 2016 年上任后便主张制造业回流	9
图表 23：美国对自中国进口的 66% 产品施加了惩罚关税	9
图表 24：美国对中国惩罚性关税分为清单 1, 2, 3, 4A	9

图表 25: 共和党美国各州初选时间及代表数.....	10
图表 26: 共和党初选结果 (截至 1 月 27 日) .....	10
图表 27: 截至 1 月 28 日, 美国初选情况.....	10
图表 28: 美国流动性量价跟踪.....	11
图表 29: 美联储减持美债规模.....	11
图表 30: 美联储逆回购规模当周稍有回升.....	11
图表 31: 截至 1 月 27 日, 美联储降息概率.....	12
图表 32: OIS 隐含 FFR 利率.....	12
图表 33: 美国四季度实际 GDP 环比折年增速.....	12
图表 34: 美国实际 GDP 环比折年增速分项拉动.....	13
图表 35: 美国至 1 月 20 日当周初请失业 21.4 万人.....	13
图表 36: 美国 1 月 22 日当周新增职位数量下降.....	13
图表 37: 美国红皮书零售同比 5.2%, 前值 5.0%.....	14
图表 38: 美国红皮书零售增速与 2023 年初相似.....	14
图表 39: 美国纽约地铁载客量 2024 年初基本持平去年初.....	14
图表 40: 德国航班飞行次数 2024 年初基本持平去年初.....	14
图表 41: 德国 2024 年 1 月末外出用餐人数同比有所回落.....	14
图表 42: 美国 TSA 安检人数 2024 年初强于季节性.....	14
图表 43: 美国 PCE 通胀分项增速.....	15
图表 44: 美国 PCE 通胀结构.....	15
图表 45: 美国 12 月新屋销售上涨.....	16
图表 46: 美国 30 年期抵押贷款利率略反弹至 6.69% .....	16

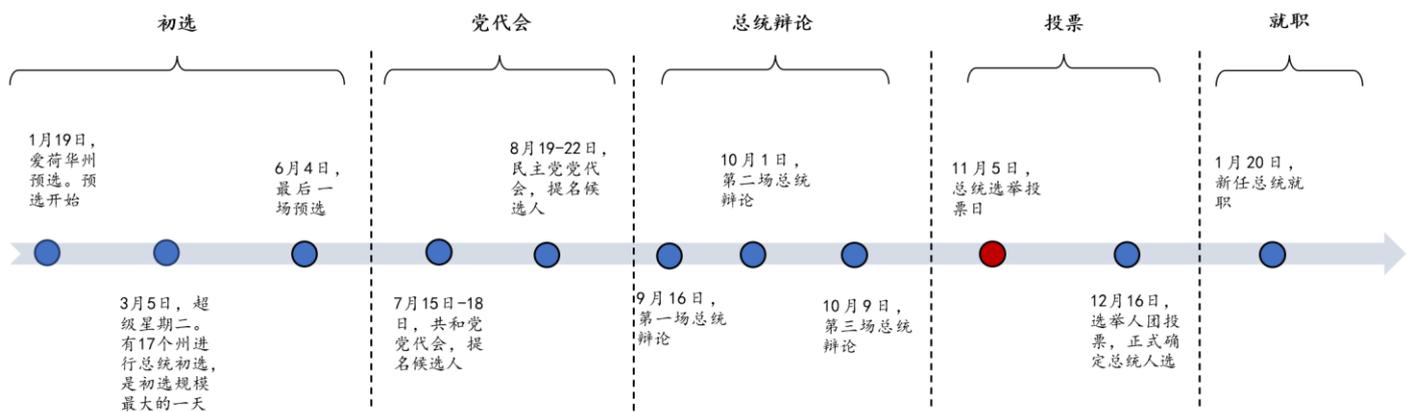
2024年美国大选已拉开帷幕，特朗普最新支持率为47%，领先拜登的44%，七大关键摇摆州目前均偏向特朗普。两人党内支持率均有显著优势，今年特朗普与拜登或将“重赛”。今年美国大选最突出的政策不确定性在于，若特朗普当选，对外或重启惩罚性关税、收紧国际援助，对内或推动减税、限制新增移民。

## 一、美国大选：特朗普归来，这次不一样？

### （一）2024年美国大选最新进展如何？

美国2024年大选已拉开帷幕，目前为党内初选阶段，两党主要候选人特朗普与拜登或将“重赛”。美国大选持续约一年，可分为五个阶段，分别是：各州党内初选（1月-6月）、党代会及两党候选人正式提名（7月-8月）、总统辩论（9月-10月）、选民投票（11月-12月）、新任总统就职（次年1月）。1月19日初选已正式开启，两党初选阶段将分别确定各自总统候选人。共和党方面，主要候选人为特朗普、尼基·黑利，初选阶段获总统提名需取得1215名代表支持；民主党主要候选人为拜登、菲利普斯、威廉姆森，获提名所需代表数为1969名。

图表1：2024年美国大选时间线，包括初选、党代会提名、总统辩论、投票及就职



来源：Bloomberg、国金证券研究所

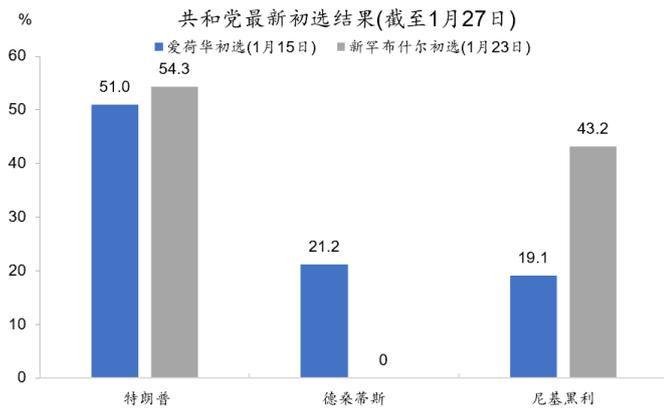
最新初选结果显示，特朗普和拜登分别在党内领先，3月5日“超级星期二”后竞选格局或将更加明确。截至1月23日，共和党已举办爱荷华、新罕布什尔州两场初选，特朗普得票均领先，且德桑蒂斯退选后，共和党仅剩尼基·黑利与特朗普竞争。民主党1月23日进行了新罕布什尔州初选，拜登大幅领先其他候选人。后续重要时间点为3月5日的“超级星期二”，当天将有17个州进行初选活动，52%的初选投票方向将确定，到3月底预计超过70%的初选投票将被确定，届时两党候选人或将更加明确。

图表2：共和党美国各州初选时间及代表数

日期	州名	代表数	百分比	日期	州名	代表数	百分比	日期	州名	代表数	百分比	日期	州名	代表数	百分比
2024/1/15	爱荷华	40	1.60%	2024/3/5	阿肯色	40	1.60%	2024/3/12	佐治亚	59	2.40%	2024/4/2	纽约	91	3.70%
2024/1/23	新罕布什尔	22	0.90%	2024/3/5	加利福尼亚	169	7.00%	2024/3/12	夏威夷	19	0.80%	2024/4/2	罗德岛	19	0.80%
2024/2/8	内华达	26	1.10%	2024/3/5	科罗拉多	37	1.50%	2024/3/12	密西西比	40	1.60%	2024/4/2	威斯康辛	41	1.70%
2024/2/8	维尔京群岛	4	0.20%	2024/3/5	缅因	20	0.80%	2024/3/12	华盛顿	43	1.80%	2024/4/18	怀俄明	29	1.20%
2024/2/24	南卡罗来纳	50	2.10%	2024/3/5	马萨诸塞	40	1.60%	2024/3/15	北马里亚纳群岛	9	0.40%	2024/4/21	波多黎各	23	0.90%
2024/2/27	密歇根	55	2.30%	2024/3/5	明尼苏达	39	1.60%	2024/3/19	亚利桑那	43	1.80%	2024/4/23	宾夕法尼亚	16	0.70%
2024/3/2	爱达荷	32	1.30%	2024/3/5	北卡罗来纳	74	3.00%	2024/3/19	佛罗里达	125	5.10%	2024/5/7	印第安纳	58	2.40%
2024/3/2	密苏里	54	2.20%	2024/3/5	俄克拉荷马	43	1.80%	2024/3/19	伊利诺伊	64	2.60%	2024/5/14	马里兰	37	1.50%
2024/3/3	哥伦比亚特区	19	0.80%	2024/3/5	田纳西	58	2.40%	2024/3/19	堪萨斯	39	1.60%	2024/5/14	内布拉斯加	36	1.50%
2024/3/4	北达科他	29	1.20%	2024/3/5	得克萨斯	161	6.60%	2024/3/19	俄亥俄	79	3.30%	2024/5/14	西弗吉尼亚	32	1.30%
2024/3/5	亚拉巴马	50	2.10%	2024/3/5	犹他	40	1.60%	2024/3/23	路易斯安那	47	1.90%	2024/5/21	肯塔基	46	1.90%
2024/3/5	阿拉斯加	29	1.20%	2024/3/5	佛蒙特	17	0.70%	2024/4/2	康涅狄格	28	1.20%	2024/5/25	俄勒冈	31	1.30%
2024/3/5	美属萨摩亚	9	0.40%	2024/3/5	弗吉尼亚	48	2.00%	2024/4/2	特拉华	16	0.70%	2024/6/4	新泽西	12	0.50%

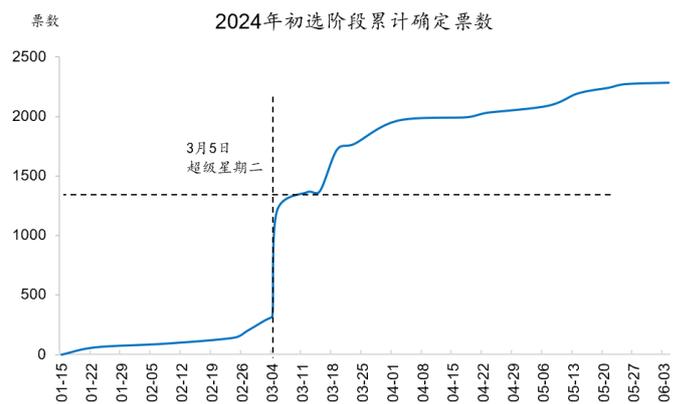
来源：Bloomberg、CNN、国金证券研究所

图表3: 共和党初选结果 (截至1月27日)



来源: RCP、国金证券研究所

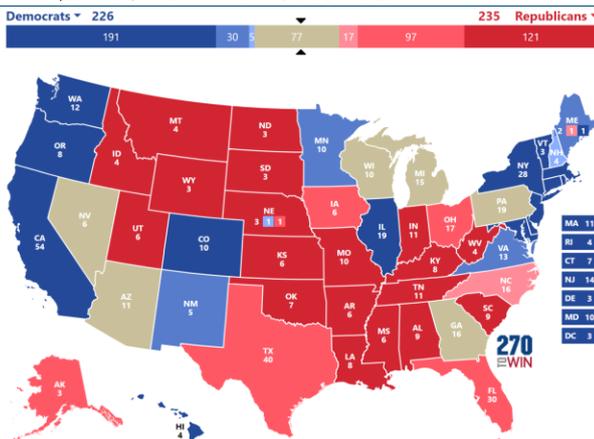
图表4: 3月5日“超级星期二”后, 竞选格局将明确



来源: CNN、国金证券研究所

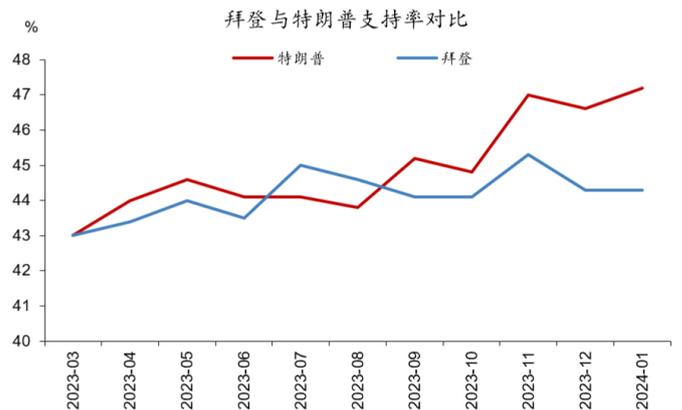
最新民调显示, 特朗普支持率领先拜登, 共和党暂时领先民主党。两党支持率方面, 参考 270 to win 的最新民调 (2024 年 1 月底), 共和党预计可获得 235 张选举人票, 暂时领先民主党的 226 票。党内支持率方面, 民主党内部, 拜登以 68% 的支持率领先, 威廉姆森及菲利普斯难以构成挑战。共和党候选人中, 特朗普以 72% 的支持率领先尼基·黑利、德桑蒂斯等人。总体来看, 截至 1 月 21 日, 特朗普支持率为 47%, 略领先于拜登的 44%。

图表5: 最新民调显示共和党更领先



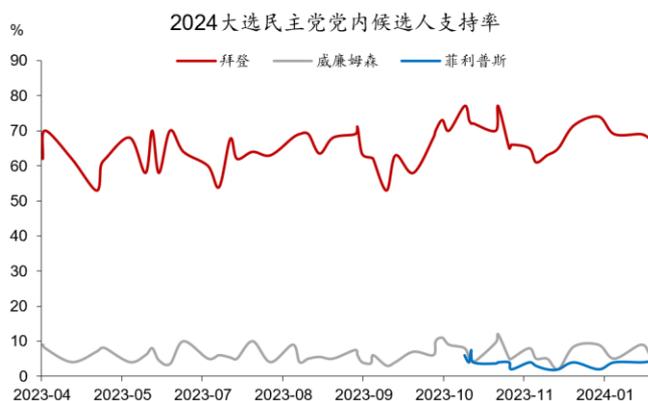
来源: 270toWIN、国金证券研究所

图表6: 特朗普以 47% 的支持率领先拜登的 44%



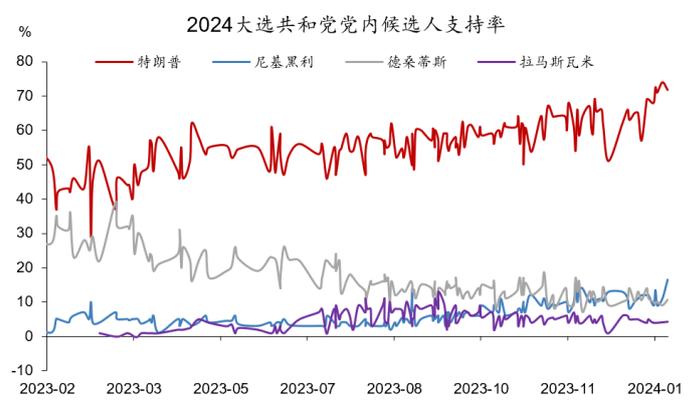
来源: RCP、国金证券研究所

图表7: 民主党候选人中, 拜登以 68% 的支持率大幅领先



来源: RCP、国金证券研究所

图表8: 共和党候选人中, 特朗普以 72% 支持率大幅领先



来源: RCP、国金证券研究所

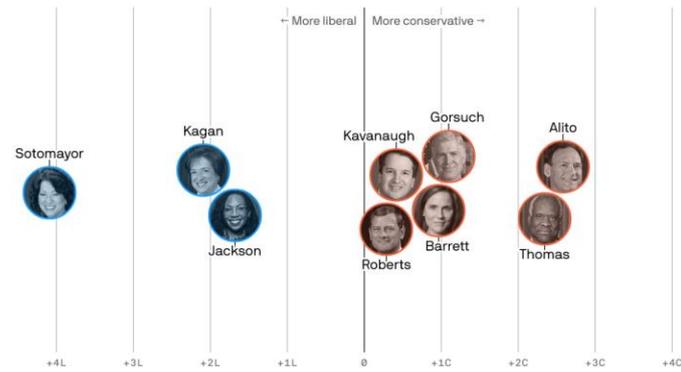
## (二) 本次美国大选有何新特征?

本次大选, 特朗普参选资格问题或将贯穿始终。截至 1 月底, 特朗普总计面临 91 项诉讼, 其中影响最广的是科罗拉多州竞选资格案及国会大厦骚乱案, 判决结果或直接影响其参选资格。2023 年 12 月, 科罗拉多州最高法院依据宪法第十四修正案第三款, 判决特朗普

不符合竞选资格。特朗普 2024 年 1 月上诉至最高法院，最高法将于 2 月 8 日听取口头辩论，但尚未决定何时判决。国会骚乱案中，特朗普因涉嫌推翻 2020 年总统选举结果，被指控串谋诈骗美国、串谋阻碍官方程序等罪行，此案暂定于 3 月 4 日举行审理，但可能被推迟，且特朗普也有权上诉至最高法。因此上述两项案件最终结果或取决于最高法院，目前最高法 9 位大法官中 6 位偏向保守派，其中三位由特朗普任命，一定程度上有利于特朗普参选。

图表9：最高法有 6 位法官偏保守派，并由共和党任命

图表10：特朗普较为重要的 5 项法律诉讼



审理时间	案件	事由	潜在处罚
2024年2月8日 (仅口头辩论)	科罗拉多州总统竞选资格案	科罗拉多州最高法院认为特朗普因涉嫌叛乱，违反宪法第十四修正案第3条而不符合资格，判决结果最终取决于最高法院。美国最高法院将于2月8日听取口头辩论	剥夺参选资格
2024年3月4日 (暂定)	2021年1月国会大厦骚乱案	特朗普涉嫌推翻2020年总统选举结果，参与国会大厦骚乱，被指控串谋诈骗美国、串谋阻碍官方程序、阻碍并试图阻碍官方程序以及串谋侵犯权利。	串谋最高五年监禁；阻碍官方程序最高20年监禁；共谋侵犯权利10年以下监禁
2024年3月25日	特朗普支付封口费斯托米·丹尼尔斯案件	特朗普被指控2016年大选前向电影明星斯托米·丹尼尔斯支付封口费，并涉嫌操纵2016年竞选账户	最高可判处四年监禁
2024年5月20日	特朗普涉嫌隐瞒机密文件案	特朗普2021年1月离开白宫时，随身携带了整箱文件。1978年的一项法律规定所有美国总统都有义务将所有电子邮件、信件和其他工作文件传送给国家档案馆。涉嫌违反《间谍法》	共谋以及扣留或隐藏文件相关的罪名，每项最高刑期为20年
2024年8月 (暂定)	特朗普佐治亚州选举舞弊案	特朗普涉嫌操纵2020年佐治亚州总统选举，涉嫌违反佐治亚州《敲诈勒索、影响和腐败组织法》	最高可判处20年监禁

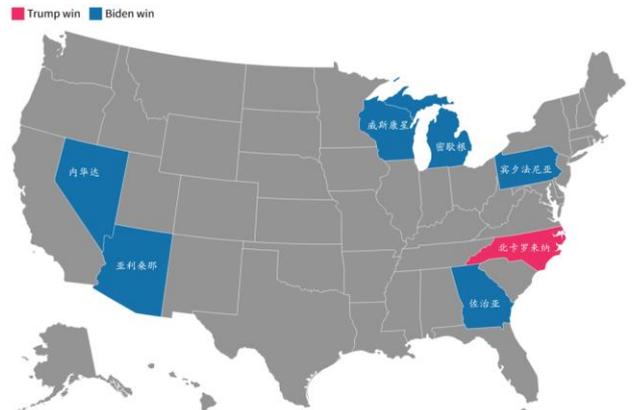
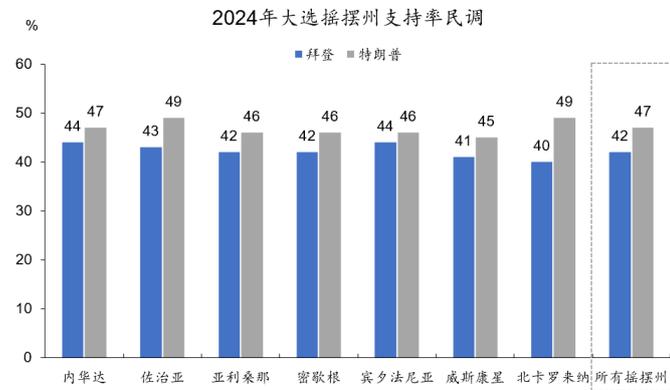
来源：Bloomberg、国金证券研究所

来源：Blomberg、国金证券研究所

今年大选七大关键摇摆州均偏向特朗普，历史上较为少见。美国 50 个州里，亚利桑那州、佐治亚州、宾夕法尼亚州、威斯康星州、密歇根州、北卡罗来纳州、内华达州七个州属于典型的摇摆州，历次大选投票倾向往往不一致。2020 年大选，7 个摇摆州里有 6 个投给了拜登，但今年摇摆州民调均倾向于特朗普，特朗普 7 大摇摆州总体支持率达到 47%，领先拜登的 42%，在历史上较为少见。

图表11：截至 2024 年 1 月，特朗普在摇摆州均领先

图表12：2020 年大选摇摆州最终投票情况



来源：Bloomberg、Morning Consult、国金证券研究所

来源：USAfacts、国金证券研究所

图表13: 历次摇摆州投票结果

2000-2020 年总统选举中的摇摆州和临界点州

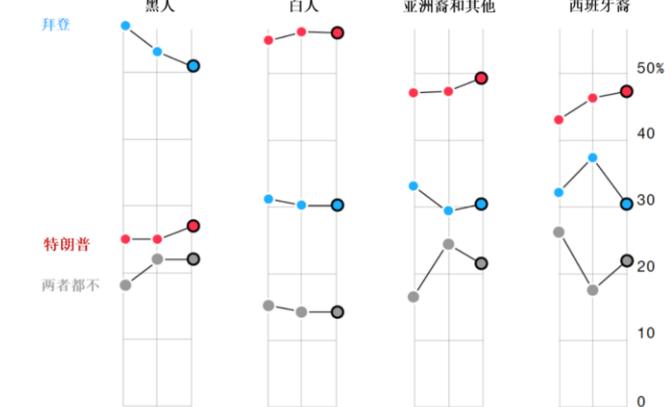
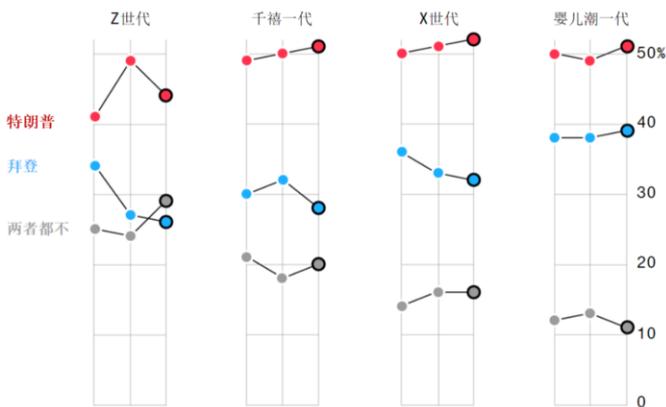
2020年选举	胜选幅度	2016年选举	胜选幅度	2012年选举	胜选幅度	2008年选举	胜选幅度	2004年选举	胜选幅度	2000年选举	胜选幅度
新罕布什尔	7.35%D	缅因州	2.96%D	威斯康星州	6.94%D	内华达州	12.49%D	宾夕法尼亚州	2.50%D	明尼苏达州	2.40%D
明尼苏达州	7.11%D	内华达州	2.42%D	内华达州	6.68%D	宾夕法尼亚州	10.32%D	新罕布什尔	1.37%D	俄勒冈州	0.44%D
密歇根州	2.78%D	明尼苏达州	1.52%D	爱荷华州	5.81%D	明尼苏达州	10.24%D	威斯康星州	0.38%D	爱荷华州	0.31%D
内华达州	2.39%D	新罕布什尔	0.37%D	新罕布什尔	5.58%D	新罕布什尔	9.61%D	爱荷华州	0.67%R	威斯康星州	0.22%D
宾夕法尼亚州	1.16%D	密歇根州	0.23%R	宾夕法尼亚州	5.39%D	爱荷华州	9.53%D	新墨西哥	0.79%R	新墨西哥	0.06%D
威斯康星州	0.63%D	宾夕法尼亚州	0.72%R	科罗拉多州	5.37%D	科罗拉多州	8.95%D	俄亥俄州	2.11%R	佛罗里达	0.01%R
亚利桑那	0.31%D	威斯康星州	0.77%R	弗吉尼亚州	3.87%D	弗吉尼亚州	6.30%D	内华达州	2.59%R	新罕布什尔	1.27%R
乔治亚州	0.24%D	佛罗里达	1.20%R	俄亥俄州	2.98%D	俄亥俄州	4.59%D	科罗拉多州	4.67%R	密苏里州	3.34%R
北卡罗来纳	1.35%R	亚利桑那	3.55%R	佛罗里达	0.88%D	佛罗里达	2.82%D	佛罗里达	5.01%R	俄亥俄州	3.51%R
佛罗里达	3.36%R	北卡罗来纳	3.66%R	北卡罗来纳	2.04%R	印第安纳州	1.03%D	密苏里州	7.20%R	内华达州	3.55%R
德克萨斯州	5.58%R	乔治亚州	5.13%R	乔治亚州	7.82%R	北卡罗来纳	0.33%D	弗吉尼亚州	8.20%R	田纳西州	3.86%R

来源: wiki、国金证券研究所。说明: 蓝色为投票给民主党, 红色为投票给共和党。百分比为党派根据选票计算的胜选幅度, D 为民主党, R 为共和党

摇摆州在移民、经济、犯罪等问题上更信任特朗普, 摇摆州白人、亚裔、西班牙裔群体更支持特朗普。分年龄段看, 摇摆州不同年龄段群体均更支持特朗普, 尤其是千禧一代(90年前后出生人口); 分族裔看, 拜登仅在黑人群体中取得了更高的支持率。摇摆州选民更支持特朗普可能与移民政策、经济等问题有关, 根据美国 Morning Consult 对摇摆州的民意调查, 特朗普在移民政策问题上取得了 15 个点的信任优势, 在经济、犯罪、中美关系上分别有 14、13、11 个点的信任优势。

图表14: 特朗普在摇摆州的不同年龄段选民中均领先

图表15: 摇摆州中, 拜登仅在黑人群体里领先



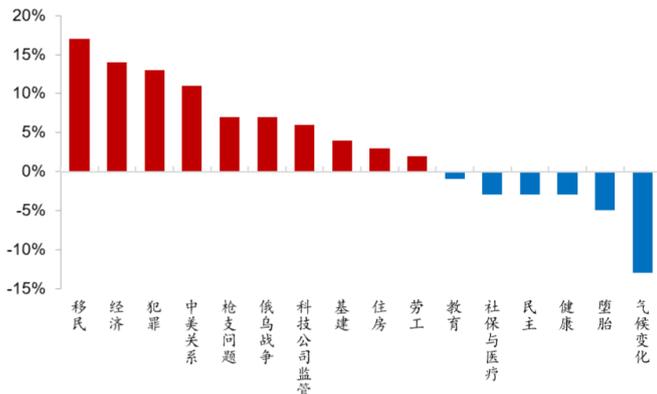
来源: Bloomberg、Morning Consult、国金证券研究所

来源: Bloomberg、Morning Consult、国金证券研究所

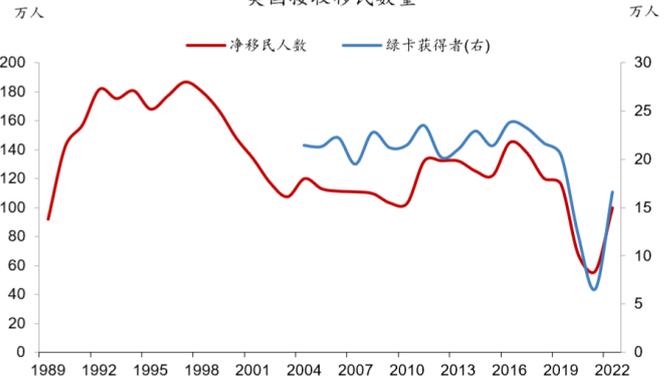
图表16: 摇摆州选民在移民等问题上更信任特朗普

图表17: 拜登任内(2020至今), 美国移民数量重新上升

选民在哪些问题上更信任特朗普



美国接收移民数量



来源: Bloomberg、Morning Consult、国金证券研究所

来源: WIND、国金证券研究所

### （三）美国大选可能带来哪些政策冲击？

特朗普与拜登的主要政策差异在对外、税收、移民等领域。对外政策上，特朗普主张“美国优先”，拜登则更强调多边合作和联盟。特朗普在任期间对中国和其他贸易伙伴实施了惩罚性关税，拜登虽反对不公平贸易，但并未取消特朗普的关税措施；特朗普主张减税，特别是对企业和高收入者，2017年通过的减税和就业法案(TCJA)，将企业所得税由35%降至21%；拜登则希望增加高收入者税收，但其富人税改革仍未能通过。特朗普主张更严格的移民政策，修建美墨边境墙，任期内美国移民数量明显下降；拜登提倡移民改革，停建边境墙。环保方面，特朗普任内退出巴黎气候协定，推动化石燃料开发，拜登上台后立即重返巴黎气候协定，投资可再生能源和环境保护。

图表18：拜登与特朗普政策差异

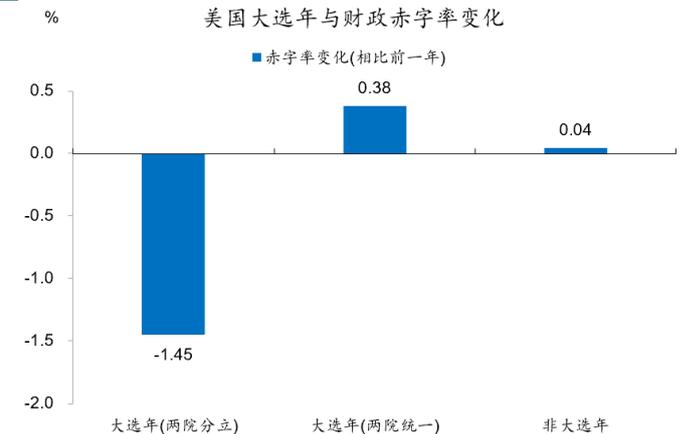
政策领域	特朗普任内主要政策	拜登任内主要政策
经济政策	实施税收减免和就业法案(Tax Cuts and Jobs Act)，降低个人和企业税率。创造就业，特别是在任期初期，失业率达到了历史低点	通过美国救援计划法案(American Rescue Plan Act)，提供经济刺激以应对COVID19疫情。提出基建法案(Infrastructure Investment and Jobs Act)，重点在于改善公共基础设施和创造就业
外交政策	退出伊朗核协议和巴黎气候协定。推动阿布拉罕协议，促进以色列与阿拉伯国家的关系正常化。与北约盟友关系紧张，要求其增加国防开支	重返巴黎气候协定和世界卫生组织。加强与传统盟友的合作，包括北约和亚太地区伙伴。重启与伊朗的核协议谈判
国防政策	增加国防预算，强调军事现代化和力量增强。推行太空部队的成立	继续支持国防预算，但更多关注于技术创新和应对新兴威胁。结束美国在阿富汗的军事行动
环境政策	放松环保法规，特别是对化石燃料行业的限制。支持石油和天然气行业的发展。	提出和推动清洁能源和气候变化政策。重视环保法规，提高对可再生能源的支持
移民政策	实施了边境墙建设和其他严格的移民控制措施，推行“零容忍”政策	撤销了一些特朗普时期的严格移民政策。推动移民法案，旨在为移民提供道路以合法身份留在美国
卫生政策	推动废除奥巴马医保(ACA)，但未能通过。在任期末期应对COVID疫情	加强奥巴马医保(ACA)措施。推动COVID疫苗接种和公共卫生措施
司法改革	通过第一步法案(First Step Act)，改革刑事司法系统。提名并成功任命三名最高法院大法官	在刑事司法改革方面尚无显著立法。提名并成功任命联邦法院法官

来源：Bloomberg、国金证券研究所

大选本身对货币、财政政策的影响较为有限。大选年，美国货币政策无明显偏好。过去7次大选年，以2年期美债代表的政策利率3次上行，4次下行。总统连任的情况下，政策利率均趋于上行；非连任情形下，政策利率无明显趋势。大选年，美国财政政策取决于两院是否统一。两院若分属两党，大选年赤字率平均比前一年低1.5个百分点；两院若统一，大选年赤字率则平均比前一年高0.4个百分点。

图表19：大选年美国货币政策表现(以2Y美债为代表)

图表20：大选年美国财政赤字率表现



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

今年美国大选最突出的政策不确定性在于，若特朗普当选，对外或重启惩罚性关税、收紧国际援助，对内或推动减税、限制新增移民。特朗普在新罕布什尔州的竞选活动中表示将对中国及墨西哥、加拿大等国采取新的惩罚性关税措施，或进一步考虑对美国所有进口商品(约3.9万亿美元)征收10%的“普遍基准关税”，以保护美国制造业，此外也将收紧对乌克兰援助规模。对内，特朗普称将暂停难民计划、终止临时移民保护计划，如《童年入境暂缓遣返行动》(DACA)，扩大对移民的意识形态筛选，此外将继续推动削减个人所得税。

图表21: 特朗普若胜选, 或将调整外贸、收入等政策

政策领域	特朗普若胜选, 可能采取的政策
贸易和投资	1. 继续实施“美国优先”政策 2. 保护美国工业、制造业 3. 对加拿大、墨西哥和日本在内的盟友施加关税、进行贸易谈判
对外政策	1. 或将提高对中国商品的关税 2. 限制对中国的投资和资本流动 3. 削减对乌克兰援助规模
税收政策	1. 推动个人所得税减免, 主要惠及富裕家庭、小企业主和房地产行业 2. 可能使用额外关税收入来延长税收减免
财政政策	1. 不倾向于财政紧缩, 2017年的税收减免增加了预算赤字 2. 承诺削减政府在外援、气候补贴、移民等领域的开支
移民政策	1. 暂停难民计划 2. 终止临时移民保护计划, 如《童年入境暂缓遣返行动》(DACA), 并驱逐其受益人 3. 扩大对移民的意识形态筛选

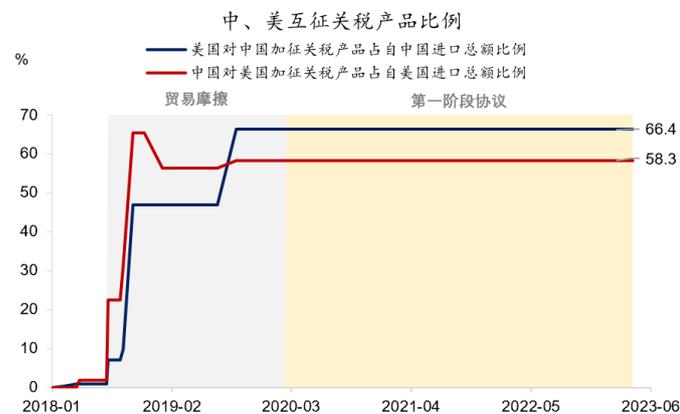
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表22: 特朗普 2016 年上任后便主张制造业回流



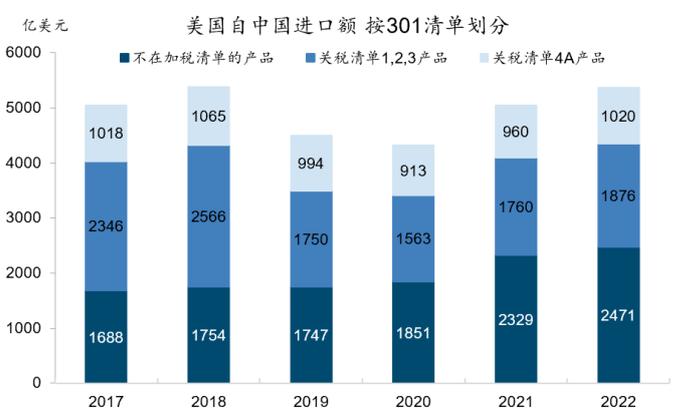
来源: Reshoring Initiative、国金证券研究所

图表23: 美国对自中国进口的 66% 产品施加了惩罚关税



来源: PIIE、国金证券研究所

图表24: 美国对中国惩罚性关税分为清单 1, 2, 3, 4A



来源: PIIE、国金证券研究所

## 二、海外基本面&重要事件

### (一) 美国大选跟踪: 特朗普支持率领先拜登, 共和党暂时领先民主党

截至 1 月 28 日, 共和党已举办了爱荷华州及新罕布什尔州两场初选, 特朗普得票均领先, 且德桑蒂斯退选后, 共和党方面仅剩尼基·黑利与特朗普竞争。民主党方面 1 月 23 日进行了新罕布什尔州异常初选, 拜登显著领先其他候选人。后续重要时间点为 3 月 5 日的“超级星期二”, 当天将有 17 个州进行初选活动, 52% 的初选投票将确定, 到 3 月底预计超过 70% 的初选投票将被确定, 届时两党候选人或将更加明确。

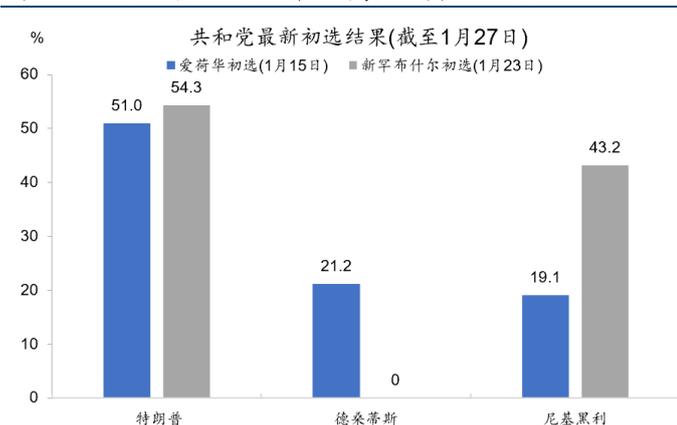
特朗普支持率领先拜登, 共和党暂时领先民主党。两党支持率方面, 参考 270twin 的最新 (2024 年 1 月底) 民调, 共和党预计可获得 235 张选举人票, 暂时领先民主党的 226 票。党内支持率方面, 民主党内部, 拜登以 68% 的支持率领先, 威廉姆森及菲利普斯难以构成挑战。共和党候选人中, 特朗普以 72% 的支持率领先尼基·黑利、德桑蒂斯等人。总体来看, 截至 1 月 21 日, 特朗普支持率为 47%, 略领先于拜登的 44%。

图表25: 共和党美国各州初选时间及代表数

日期	州名	代表数	百分比	日期	州名	代表数	百分比	日期	州名	代表数	百分比	日期	州名	代表数	百分比
2024/1/15	爱荷华	40	1.60%	2024/3/5	阿肯色	40	1.60%	2024/3/12	佐治亚	59	2.40%	2024/4/2	纽约	91	3.70%
2024/1/23	新罕布什尔	22	0.90%	2024/3/5	加利福尼亚	169	7.00%	2024/3/12	夏威夷	19	0.80%	2024/4/2	罗德岛	19	0.80%
2024/2/8	内华达	26	1.10%	2024/3/5	科罗拉多	37	1.50%	2024/3/12	密西西比	40	1.60%	2024/4/2	威斯康辛	41	1.70%
2024/2/8	维尔京群岛	4	0.20%	2024/3/5	缅因	20	0.80%	2024/3/12	华盛顿	43	1.80%	2024/4/18	怀俄明	29	1.20%
2024/2/24	南卡罗来纳	50	2.10%	2024/3/5	马萨诸塞	40	1.60%	2024/3/15	北马里亚纳群岛	9	0.40%	2024/4/21	波多黎各	23	0.90%
2024/2/27	密歇根	55	2.30%	2024/3/5	明尼苏达	39	1.60%	2024/3/19	亚利桑那	43	1.80%	2024/4/23	宾夕法尼亚	16	0.70%
2024/3/2	爱达荷	32	1.30%	2024/3/5	北卡罗来纳	74	3.00%	2024/3/19	佛罗里达	125	5.10%	2024/5/7	印第安纳	58	2.40%
2024/3/2	密苏里	54	2.20%	2024/3/5	俄克拉荷马	43	1.80%	2024/3/19	伊利诺伊	64	2.60%	2024/5/14	马里兰	37	1.50%
2024/3/3	哥伦比亚特区	19	0.80%	2024/3/5	田纳西	58	2.40%	2024/3/19	堪萨斯	39	1.60%	2024/5/14	内布拉斯加	36	1.50%
2024/3/4	北达科他	29	1.20%	2024/3/5	得克萨斯	161	6.60%	2024/3/19	俄亥俄	79	3.30%	2024/5/14	西弗吉尼亚	32	1.30%
2024/3/5	亚拉巴马	50	2.10%	2024/3/5	犹他	40	1.60%	2024/3/23	路易斯安那	47	1.90%	2024/5/21	肯塔基	46	1.90%
2024/3/5	阿拉斯加	29	1.20%	2024/3/5	佛蒙特	17	0.70%	2024/4/2	康涅狄格	28	1.20%	2024/5/25	俄勒冈	31	1.30%
2024/3/5	美属萨摩亚	9	0.40%	2024/3/5	弗吉尼亚	48	2.00%	2024/4/2	特拉华	16	0.70%	2024/6/4	新泽西	12	0.50%

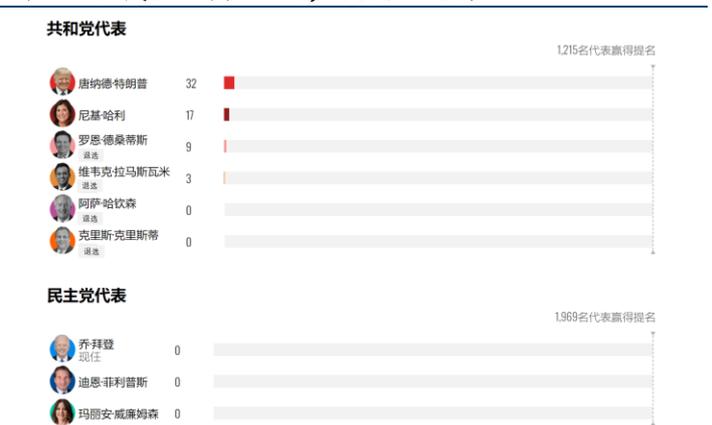
来源: Bloomberg、CNN、国金证券研究所

图表26: 共和党初选结果(截至1月27日)



来源: RCP、国金证券研究所

图表27: 截至1月28日, 美国初选情况



来源: CNN、国金证券研究所

(二) 货币与财政: 市场定价美联储5月首降的概率为51%

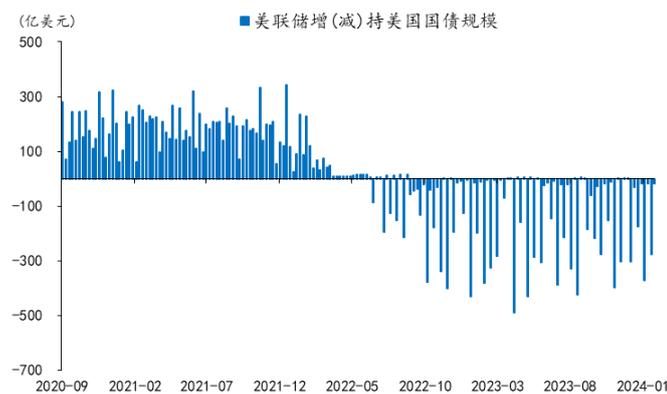
1月24日当周, 美联储总资产规模小幅上升, 美联储BTFP工具使用量微升。负债端, 逆回购规模回升, 准备金规模下降, TGA存款上升420亿美元。货币市场基金规模下降10亿美元。1月17日当周, 美国商业银行存款上升90亿美元, 大型银行存款上升50亿美元。CME FedWatch显示, 1月25日超预期的四季度GDP数据、1月26日12月PCE数据公布后, 截至1月27日, 市场定价美联储全年降息6次, 共计降息约150个BP, 美联储5月首降的概率为51%。

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	01-24	01-17	01-10	01-03	12-27	12-20	12-13
流动性数量型指标	<b>美联储</b>									
	总资产	十亿美元	↑ 3	7677.2	7673.7	7686.7	7681.0	7712.8	7724.1	7739.6
	其他贷款	十亿美元	↑ 7	173.9	167.2	152.7	146.8	141.8	137.3	129.6
	一级信贷	十亿美元	↑ 0.5	2.8	2.3	2.1	2.2	2.5	2.4	2.2
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 6	167.8	161.5	147.2	141.2	135.8	131.3	123.8
	其他信贷工具	十亿美元	→ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	逆回购	十亿美元	↑ 44	980.1	936.3	1041.1	1086.0	1165.6	1124.2	1152.2
	准备金	十亿美元	↓ -103	3489.7	3592.3	3537.4	3459.4	3434.2	3477.3	3567.8
	TGA	十亿美元	↑ 42	815.2	773.5	727.9	743.5	713.1	732.7	630.6
	<b>商业银行</b>									
	现金	十亿美元	↑ 50		3613.4	3563.8	3498.5	3485.4	3512.2	3611.2
	消费贷	十亿美元	↓ -7		1914.5	1921.9	1929.3	1941.9	1931.2	1936.8
	住房贷款	十亿美元	↓ 0		2575.5	2575.9	2574.6	2575.8	2573.9	2571.3
	商业地产贷款	十亿美元	↑ 3		2971.2	2967.9	2965.9	2966.4	2967.0	2963.8
工商业贷款	十亿美元	↑ 1		2758.5	2757.5	2772.6	2788.7	2780.2	2760.5	
存款	十亿美元	↑ 9		17510.0	17500.9	17578.4	17611.3	17590.8	17529.8	
大银行存款	十亿美元	↑ 5		10877.6	10872.7	10960.0	11001.5	10971.5	10918.2	
小银行存款	十亿美元	↓ -7		5319.4	5326.7	5346.9	5348.2	5339.2	5327.6	
<b>货币市场基金</b>										
	十亿美元	↓ -1	5959.5	5960.9	5975.1	5965.1	5886.4	5870.1	5886.2	
流动性价格型指标	<b>隔夜融资市场</b>									
	SOFR-IORB	BP	↓ -1.0	-9.0	-8.0	-9.0	-1.0	-1.0	-9.0	-9.0
	EFFR-IORB	BP	→ 0.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0
	<b>美元融资市场</b>									
	TED利差	BP	↑ 4.4	14.6	10.1	12.8	11.2	17.0	19.3	20.6
	<b>票据与信用债市场</b>									
	Master企业债利差	BP	↓ -3.0	99.0	102.0	104.0	109.0	105.0	106.0	108.0
	票据利差	BP	↓ -1.0	0.0	1.0	12.0	10.0	16.0	15.0	12.0
<b>离岸市场</b>										
欧元兑美元互换基差	BP	↑ 0.8	-4.1	-4.9	-4.1	-2.4	-4.4	-3.4	-9.4	
日元兑美元互换基差	BP	↑ 3.1	-28.8	-31.9	-32.0	-34.8	-41.3	-45.1	-42.9	

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: 美联储逆回购规模当周稍有回升



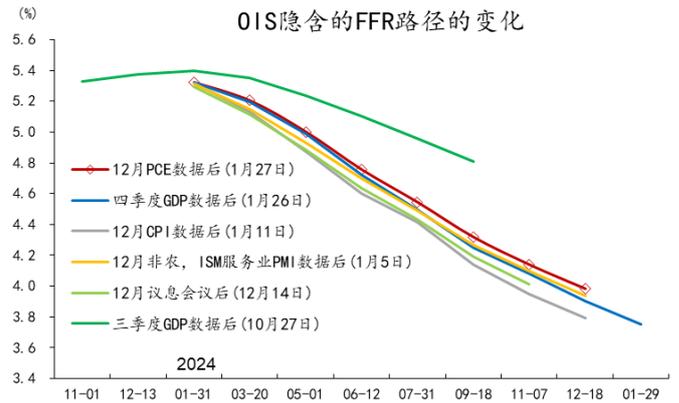
来源: WIND、国金证券研究所

图表31: 截至1月27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	97	52	10	1	0	0	0	0
500-525	3	47	51	13	4	0	0	0
475-500	0	1	38	50	23	4	1	0
450-475	0	0	1	36	46	21	10	4
425-450	0	0	0	1	26	44	30	15
400-425	0	0	0	0	1	28	38	32
375-400	0	0	0	0	0	3	19	33
350-375	0	0	0	0	0	0	2	14
325-350	0	0	0	0	0	0	0	1

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

### (三) 生产与就业: 美国四季度 GDP 增速快于预期, 劳动力市场降温

美国四季度 GDP 增速快于预期。美国四季度实际 GDP 环比年化初值 3.3%，高于市场预期 2%，前值 4.9%，为 2023 年第二季度以来新低。美国第四季度实际个人消费支出环比年化初值 2.8%，高于预期 2.5%，前值 3.1%，为 2023 年第二季度以来新低。相比于三季度，四季度 GDP 增速放缓主要是私人库存投资、联邦政府支出、住宅固定投资和消费者支出的放缓。此外，四季度 PCE 物价指数环比年化 1.7%，前值 2.6%；核心 PCE 物价指数环比年化 2%，预期 2%，前值 2%，连续两个季度达到 2%；实际个人可支配收入环比年化 2.5%，前值 0.3%。

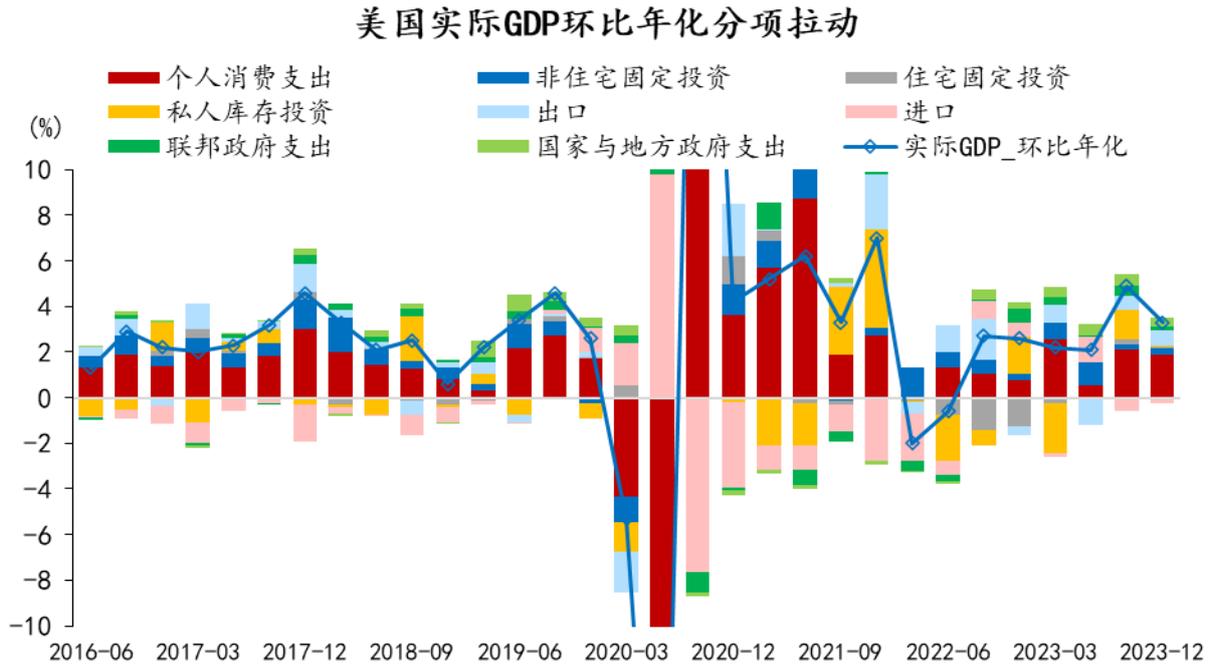
劳动力市场降温。美国至 1 月 20 日当周初请失业金人数 21.4 万人，预期 20 万人，前值 18.7 上修至 18.9 万人。美国至 1 月 13 日当周续请失业人数 183.3 万人，预期 182.8 万人，前值 180.6 万人。美国 1 月 22 日当周活跃职位数量下降至 765.0 万，前值 980.6 万。

图表33: 美国四季度实际 GDP 环比折年增速

美国GDP环比折年增速	环比变化	2023-12	2023-09	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06
实际GDP	↓ -1.6	3.3	4.9	2.1	2.2	2.6	2.7	-0.6	-2.0	7.0	3.3	6.2
个人消费支出	↓ -0.3	2.8	3.1	0.8	3.8	1.2	1.6	2.0	0.0	4.0	2.8	13.6
商品消费	↓ -1.1	3.8	4.9	0.5	5.1	0.0	-0.7	-0.3	-1.2	5.6	-8.5	14.7
耐用消费品	↓ -2.1	4.6	6.7	-0.3	14.0	-1.0	0.9	-0.9	1.5	11.1	-23.1	14.3
非耐用品消费	↓ -0.5	3.4	3.9	0.9	0.5	0.5	-1.6	0.0	-2.7	2.6	1.1	14.8
服务消费	↑ 0.2	2.4	2.2	1.0	3.1	1.8	2.8	3.2	0.6	3.2	9.3	13.0
私人投资	↓ -7.9	2.1	10.0	5.2	-9.0	3.4	-7.6	-10.6	6.2	27.9	16.1	-5.4
非住宅投资	↑ 0.5	1.9	1.4	7.4	5.7	1.7	4.7	5.3	10.7	2.7	-1.3	9.7
建筑投资	↓ -8.0	3.2	11.2	16.1	30.3	6.5	-1.3	-0.5	-1.2	-7.7	-4.1	1.0
设备投资	↑ 5.4	1.0	-4.4	7.7	-4.1	-5.0	5.6	4.9	16.8	1.9	-8.0	10.5
知识产权投资	↑ 0.3	2.1	1.8	2.7	3.8	6.1	7.1	8.7	11.4	9.1	7.1	13.6
住宅投资	↓ -5.6	1.1	6.7	-2.2	-5.3	-24.9	-26.4	-14.1	-1.8	-0.5	-2.7	-4.4
出口	↑ 0.9	6.3	5.4	-9.3	6.8	-3.5	16.2	10.6	-4.6	24.2	1.5	2.0
进口	↓ -2.3	1.9	4.2	-7.6	1.3	-4.3	-4.8	4.1	14.7	20.6	8.5	7.7
政府消费和投资	↓ -2.5	3.3	5.8	3.3	4.8	5.3	2.9	-1.9	-2.9	-0.3	-1.5	-4.3

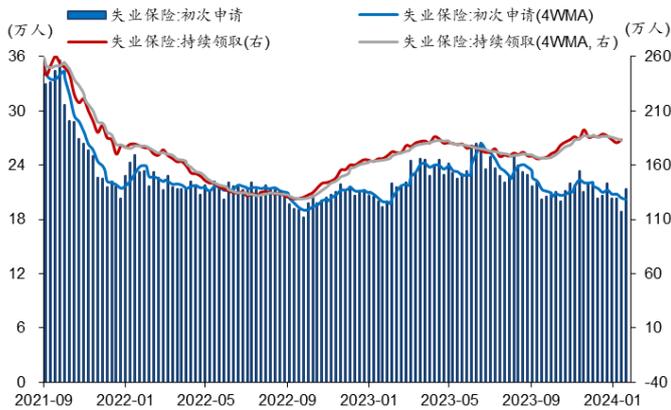
来源: CEIC、国金证券研究所

图表34: 美国实际GDP环比折年增速分项拉动



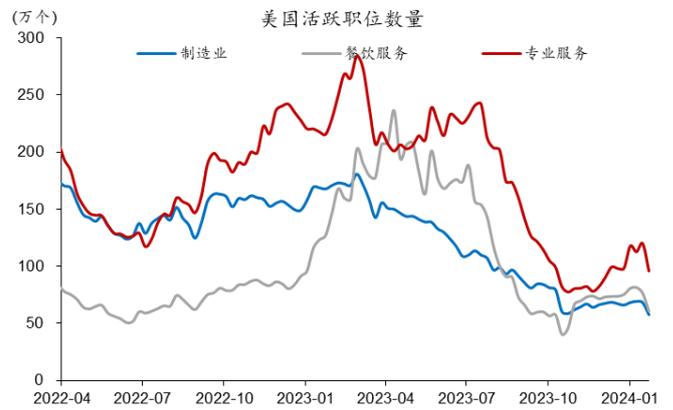
来源: CEIC、国金证券研究所

图表35: 美国至1月20日当周初请失业21.4万人



来源: CEIC、国金证券研究所

图表36: 美国1月22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: 美国至1月20日当周红皮书零售增速5.2%**

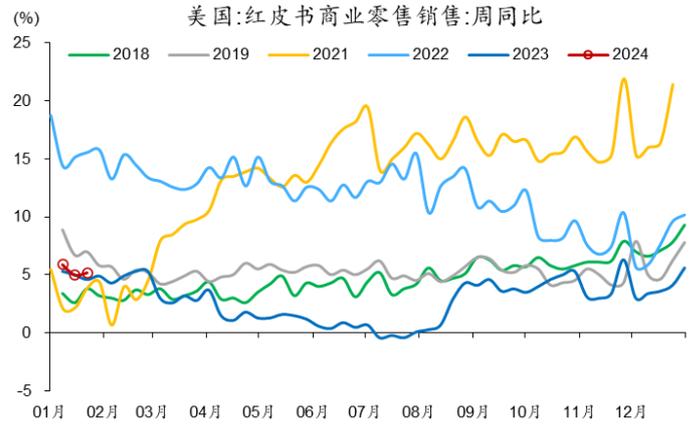
至1月20日当周, 美国红皮书零售增速5.2%, 前值5.0%, 其中百货店增速0.0%, 前值-0.2%, 折扣店增速6.5%, 前值6.3%。德国外出用餐人数1月25日当周同比-3.9%。美国纽约地铁载客量2024年初基本持平去年初。美国TSA安检人数2024年初强于季节性。

图表37: 美国红皮书零售同比 5.2%，前值 5.0%



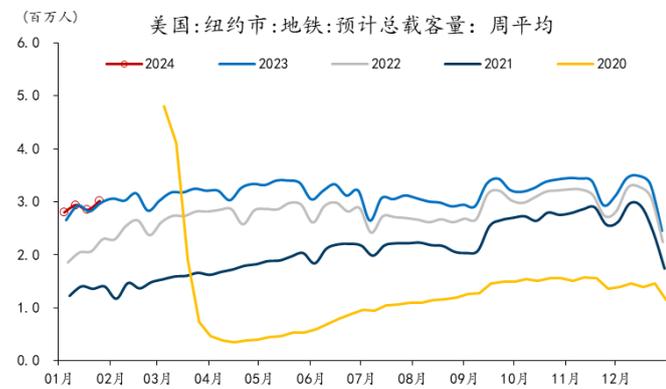
来源: CEIC、国金证券研究所

图表38: 美国红皮书零售增速与 2023 年初相似



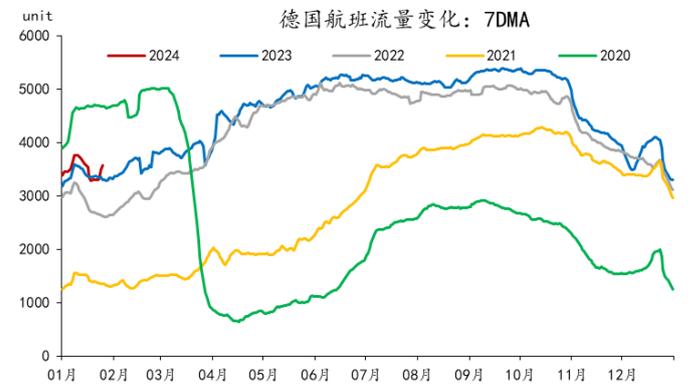
来源: CEIC、国金证券研究所

图表39: 美国纽约地铁载客量 2024 年初基本持平去年初



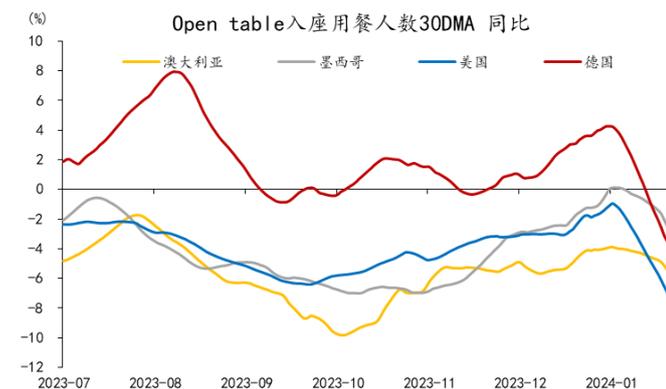
来源: WIND、国金证券研究所

图表40: 德国航班飞行次数 2024 年初基本持平去年初



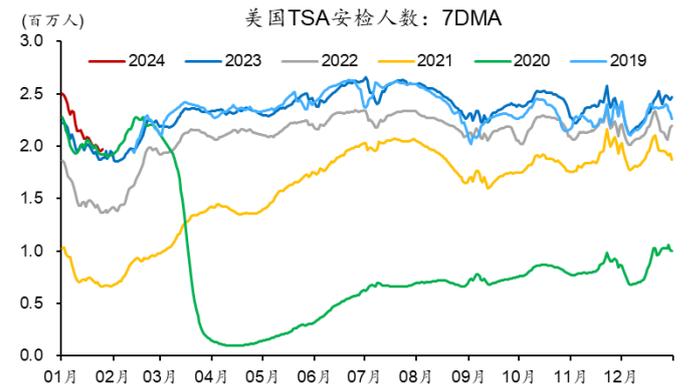
来源: CEIC、国金证券研究所

图表41: 德国 2024 年 1 月末外出用餐人数同比有所回落



来源: CEIC、国金证券研究所

图表42: 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) 通胀与能源: 美国 12 月核心 PCE 通胀降至 2.9%，低于预期**

美国 12 月 PCE 物价指数年率 2.6%，预期 2.6%，前值 2.6%。美国 12 月 PCE 物价指数月率 0.2%，预期 0.2%，前值 -0.1%。美国 12 月核心 PCE 物价指数年率 2.9%，预期 3.0%，前值 3.2%，为 2021 年 4 月以来新低。美国 12 月核心 PCE 物价指数月率 0.2%，预期 0.2%，前值 0.1%。

实际个人消费支出环比连续第二个月攀升。12 月，个人收入环比增长 0.3%、预期 0.3%、

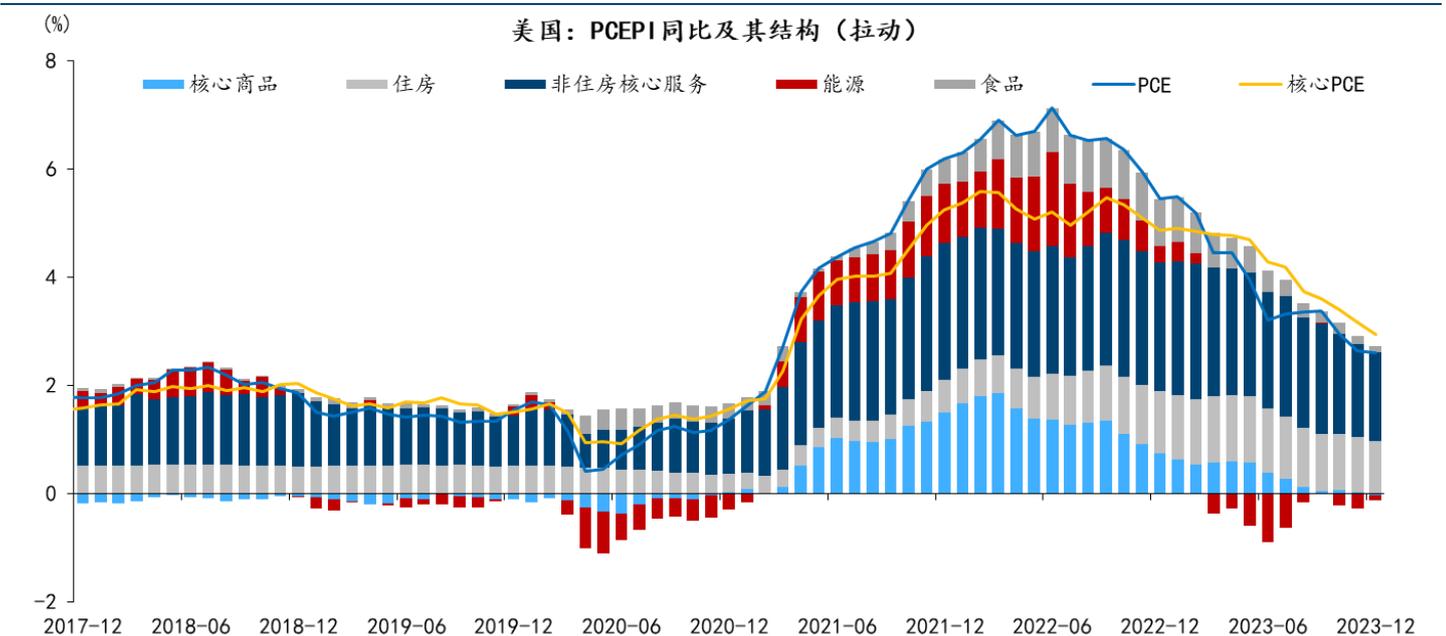
前值 0.4%，个人支出环比增长 0.7%、预期 0.4%、前值 0.2%上修至 0.4%，实际个人消费支出环比增长 0.5%、预期 0.3%、前值 0.3%上修至 0.5%。

图表43：美国 PCE 通胀分项增速

PCE分級	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	PCE价格指数(PCEPI)	100.0	2.6 →	2.6	2.6	2.9	3.4	3.3	3.3	0.2 →	0.2	-0.1	0.0	0.4	0.4	0.1
核心	核心PCE价格指数(不包括食品和能源)	88.2	3.0 ↓	2.9	3.2	3.4	3.6	3.7	4.2	0.2 →	0.2	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1
I_核心	核心商品(不包括食品和能源)	23.0		-0.1	0.1	0.3	0.2	0.5	1.1		-0.3	-0.4	0.0	-0.1	0.0	-0.5
I_核心	核心服务(不包括能源)	65.2		4.0	4.3	4.5	4.9	4.9	5.3		0.3	0.2	0.2	0.5	0.1	0.3
I	商品	33.1		0.0	-0.3	0.2	0.9	0.7	-0.2		-0.2	-0.7	-0.3	0.2	0.8	-0.3
II	耐用消费品(DG)	11.7		-2.3	-2.1	-2.2	-2.3	-1.9	-1.0		-0.4	-0.4	-0.3	-0.1	-0.3	-0.7
III	DG: 机动车和零部件	4.0		0.0	-0.6	-1.5	-1.4	-0.4	0.4		0.1	0.7	-0.4	-0.8	-0.2	-0.6
III	DG: 家具及家用设备	2.5		-3.1	-2.8	-2.2	-2.7	-2.1	-1.7		-0.1	-1.2	-0.2	-0.4	0.2	-0.2
III	DG: 休闲商品和汽车	3.7		-5.1	-4.2	-4.4	-4.3	-5.0	-3.6		-1.7	-1.2	-0.4	1.2	-0.8	-1.2
III	DG: 其他耐用消费品	1.5		0.1	0.3	1.4	0.6	2.4	3.1		1.0	-0.5	0.2	-0.8	-0.5	-0.4
II	非耐用消费品(NG)	21.4		1.3	0.7	1.6	2.7	2.1	0.2		-0.1	-0.9	-0.3	0.3	1.4	0.0
III	NG: 为场外消费购买的食品和饮料	7.7		1.5	1.8	2.4	2.7	3.1	3.7		0.1	-0.1	0.2	0.3	0.3	0.2
III	NG: 服装和鞋类	2.8		0.9	1.1	2.5	2.4	2.9	2.9		-0.1	-1.4	0.0	-0.6	0.3	0.0
III	NG: 汽油及其他能源货物	2.4		-3.0	-9.8	-6.4	2.2	-4.1	-19.8		-0.2	-5.6	-4.6	2.4	10.2	0.2
III	NG: 其他非耐用消费品	8.5		2.6	3.0	3.1	3.0	3.1	3.6		-0.1	0.0	0.4	0.0	0.3	-0.3
I	服务业	66.9		3.9	4.1	4.3	4.6	4.7	5.1		0.3	0.3	0.2	0.5	0.1	0.3
II	家庭消费支出(HC)	63.9		3.9	4.1	4.2	4.5	4.6	5.0		0.3	0.3	0.2	0.4	0.1	0.3
III	HC: 住房和公用事业	17.8		5.6	6.0	5.9	6.0	6.3	6.8		0.5	0.6	0.4	0.5	0.4	0.4
IV	房屋	15.4		6.4	6.7	6.9	7.2	7.4	7.7		0.5	0.5	0.4	0.5	0.4	0.5
IV	家庭公用事业	2.3		0.8	1.5	-0.1	-0.9	-0.3	0.9		0.7	1.3	0.4	0.5	0.3	0.0
III	HC: 医疗保健	16.1		2.4	2.4	2.3	2.1	2.2	2.4		0.1	0.2	0.4	0.0	0.1	0.4
III	HC: 交通	3.3		3.9	5.9	4.3	5.0	5.3	6.7		-0.1	1.0	0.3	1.4	-0.6	1.0
III	HC: 娱乐	4.0		4.9	4.5	5.3	5.8	5.3	5.1		0.9	0.2	0.2	0.6	0.2	0.7
III	HC: 餐饮业和住宿	7.5		4.4	4.6	4.7	6.0	5.7	6.6		0.3	0.2	0.0	0.8	-0.2	0.1
III	HC: 金融和保险	7.1		3.1	3.1	4.0	4.3	4.4	5.1		0.5	-0.1	-0.2	0.5	0.4	0.4
III	HC: 其他	8.2		2.7	2.9	3.4	3.7	4.1	4.1		0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	-0.2
IV	通信公司	1.6		-1.1	-0.9	0.5	0.2	0.1	-0.1		0.1	-0.3	-0.2	-0.1	0.1	0.0
IV	教育服务	1.8		2.0	2.1	2.2	2.3	2.2	2.6		0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3
IV	专业及其他服务	1.4		10.1	9.7	9.7	9.8	8.1	6.5		-0.1	0.1	0.2	1.9	1.7	-0.8
IV	个人护理和服装服务	1.0		4.4	5.4	5.6	6.7	10.2	9.7		0.1	0.5	-0.2	-0.5	0.2	0.5
IV	社会服务和宗教活动	1.6		4.1	4.1	4.1	4.3	4.4	4.7		0.5	0.4	0.1	0.6	0.3	0.2
IV	家庭日常维护	0.6		5.5	7.0	5.2	5.8	4.7	6.2		-0.4	0.3	0.0	0.5	-1.4	2.0
II	家庭服务型非盈利机构最终消费支出(NPISHs)	3.0		4.7	5.3	7.1	8.3	7.3	8.6		0.6	-0.4	-0.7	1.9	0.0	0.1

来源: CEIC、国金证券研究所

图表44：美国 PCE 通胀结构



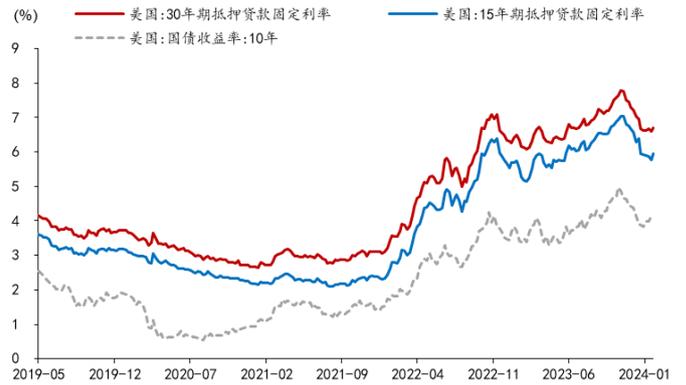
来源: CEIC、国金证券研究所

### (六) 地产与信贷：美国 12 月新屋销售上涨

由于利率下降和成屋销售下滑，2023 年新屋销售上涨。美国 12 月新屋销售总数年化 66.4 万套，预期 64.5 万套，前值 59 上修至 61.5 万套，环比 8.0%，同比 4.4%。2023 年新屋销售总量为 66.8 万套，2022 年 64.1 万套，增 4.2%。截至 1 月 25 日，美国 30 年期抵押贷款利率为 6.69%，较 2023 年 11 月底的 7.22% 下降 53BP。15 年期抵押贷款利率为 5.96%，较 2023 年 11 月底的 6.56% 下降 60BP。

图表45: 美国 12 月新屋销售上涨

图表46: 美国 30 年期抵押贷款利率略反弹至 6.69%



来源: WIND、国金证券研究所

来源: WIND、国金证券研究所

### 风险提示

- 1、地缘政治冲突升级。俄乌冲突尚未终结，巴以冲突又起波澜。地缘政治冲突或加剧原油价格波动，扰乱全球“去通胀”进程和“软着陆”预期。
- 2、美联储再次转“鹰”。当前市场一致预期认为，美联储加息周期大概率已经结束。但FOMC成员对此仍存在分歧，美国劳动力市场边际转弱的趋势能否延续仍具有不确定性。
- 3、金融条件加速收缩。虽然海外加息周期渐进尾声，但缩表仍在继续，实际利率仍将维持高位，银行信用仍处在收缩周期，信用风险事件发生的概率趋于上行。

**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