

# 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

## 美债供需，压力几何？财政部一季度再融资会议点评

美国财政部一季度再融资会议偏“鸽”，上半年国债净发行规模或明显回落，5月以后或将暂停国债增发计划。美债需求端已有改善，财政赤字预计回落至1.6万亿，10年美债期限溢价重回负区间。展望2024年，美债供求或难再通过期限溢价渠道持续抬升美债利率，美债定价重回基本面和中性利率渠道。

### 热点思考：美债供需矛盾已缓和——财政部一季度再融资会议点评

美国财政部一季度再融资会议姿态偏“鸽”。本次会议声明有三处重要变化，其一，财政部删除了金融状况趋紧的风险，增加了就业市场降温风险；其二，美债拍卖增发暂告一段落。财政部2月-4月将继续增加各期限付息国债拍卖规模，但也正式表态未来几个季度内不再增加国债拍卖规模；其三，财政部年中或将重启回购操作。

财政部一、二季度国债净发行规模明显回落。一季度计划净发行7600亿国债，较去年10月预测值下调560亿美元，二季度计划净发债2020亿，大幅低于去年同期的6570亿。财政部预计到2季度末，TGA账户余额保持不变，仍为7500亿美元，当前TGA余额为8600亿美元，已超出财政部预估的合意水平，也处于历史高位。

5月份后将暂停国债拍卖增发计划。2024年2-4月为财政部最后一次增加各期限国债拍卖规模，2年、5年期国债每月增发30亿，3年期每月增发20亿，7年期每月增发10亿美元。10年国债2到4月增发60亿，30年国债增发30亿。20年期国债拍卖规模保持不变。5月份后，各期限国债拍卖将暂停增发，维持在已有水平不变，或缓和市场压力。

美债需求端已有改善，供求矛盾有所缓解。2023年3季度以来，随着美债收益率见顶回落，直接竞标者及间接竞标者的拍卖购买金额不同程度回升，前者反映美国国内机构需求，后者反映外国央行及其他官方机构购债需求，美债净买入流量也明显回升，美国货币市场基金、美国家庭部门、海外投资者净买入规模最大。

供给端，2024年财政赤字规模有所下行，预计今年私人部门美债承接量低于去年。根据今年1月两党达成的最新协议，24财年赤字规模约为1.6万亿美元，较FRA法案规定的1.5万亿有所提高，但仍低于23财年的1.7万亿。今年需由私人部门承接的美债规模预计约为2.5万亿（包含约6000亿美联储SOMA赎回额），低于2023年的2.7万亿。

财政部重启回购，且美联储可能暂缓缩表，或有助于缓和今年美债供需压力。今年美国财政部将重启国债常规回购计划，提高市场流动性。鲍威尔表示可能在3月份继续讨论放缓缩表，2023财年美联储SOMA账户赎回规模达6980亿美元，为近十年来高点，2024财年赎回规模预计降至5960亿美元，或有助于缓和美债供需压力。

美债供求或难再通过期限溢价渠道持续抬升美债利率，美债定价重回基本面和中性利率渠道。截至1月底，10Y美债由去年高点下滑90BP至4.0%，大部分由期限溢价贡献。预计美国2024年潜在实际GDP增速1.8%，核心PCE增速为2.4%，对应10年美债利率的中枢水平或在4.2%上下，今年10年美债收益率或呈现“先下后上”的震荡格局。

可能的变数在于美国经济金融风险上升或推升美债避险需求，驱使美债收益率下跌。随着高利率时间拉长，美国中小银行风险仍未明显缓解，从直接的风险暴露情况来看，纽约社区银行、硅谷国家银行、华美银行、西太平洋合众银行、西部联盟银行的商业地产贷款敞口最大，美国商业地产及中小银行风险仍有局部暴露风险。

### 海外事件&数据：美国制造业PMI、非农就业双双超预期

美国1月制造业PMI改善。美国1月ISM制造业PMI为49.1，预期47，前值47.4下修至47.1。其中，新订单上升5.5至52.5%，是2022年6月以来首次站上荣枯线，显示岁末年初，美国终端消费提振下，制造业需求明显改善。当前降息操纵可能慢于预期，信贷条件仍未明显放松，财政刺激受两党斗争约束，PMI向上突破的动能需继续观察。

美国1月新增非农就业人数35.3万（季调后），预期18万，前值33.3万，2023年平均每月新增25.5万。美国1月非农私人部门平均时薪34.6美元，同比4.5%，预期4.1%，前值4.3%；环比0.6%，预期0.3%，前值0.4%。1月失业率连续第三个月为3.7%，预期3.8%；劳动参与率持平前值62.5%，预期62.6%；就业率60.2%，前值60.1%。

截至2月3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60%。1月31日当周，美联储总资产规模小幅下降，美联储BTFP工具使用量微降。负债端，逆回购规模略降，准备金规模下降，TGA存款上升500亿美元。货币市场基金规模上升420亿美元。

### 风险提示

俄乌战争持续时长超预期；稳增长效果不及预期；疫情反复。

## 内容目录

一、热点思考：美债供需矛盾已缓和——财政部一季度再融资会议.....	4
（一）美债发行规模减少，拍卖增发计划告一段落.....	4
（二）美债需求改善，今年供给压力或将回落.....	6
（三）期限溢价转负，美债收益率或呈震荡格局.....	9
二、海外基本面&重要事件.....	10
（一）货币与财政：市场定价美联储5月首降的概率为60%.....	10
（二）生产：美国1月制造业PMI改善，后续动能仍需观察.....	12
（三）就业：美国2023年四季度劳工成本指数增速回落，而1月非农就业超预期强劲.....	13
（四）消费与出行：美国至1月27日当周红皮书零售增速5.0%.....	16
（五）地产与信贷：截至2月1日，美国30年期抵押贷款利率为6.6%.....	17
风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1： 财政部一季度再融资例会经济与发债声明.....	4
图表 2： 美国财政部一、二季度计划净发债规模下降.....	5
图表 3： 二季度末 TGA 账户余额预计为 7500 亿美元.....	5
图表 4： TGA 账户余额已处于历史高位.....	5
图表 5： 财政部计划发债规模明显下降.....	5
图表 6： 一、二季度国债净发行量降低.....	5
图表 7： 预计二季度，中期国债发行规模将上升.....	5
图表 8： 美国财政部国债拍卖计划.....	6
图表 9： 美债拍卖增发规模逐步减少.....	6
图表 10： 预计 5 月份后美债拍卖规模保持稳定.....	6
图表 11： 美债间接竞标者拍卖获配金额上升.....	7
图表 12： 美债直接竞标者拍卖获配金额上升.....	7
图表 13： 美债净购买流量上升.....	7
图表 14： 美国赤字率降低，发债规模或下降.....	8
图表 15： 2024 财年赤字规模或降至 1.6 万亿美元.....	8
图表 16： 美国 2024 财年赤字规模或将回落.....	8
图表 17： 美国 2024 财年私人部门承接美债或低于去年.....	8
图表 18： 今年美联储或暂缓缩表.....	8
图表 19： 今年美国财政部或重启国债回购.....	8
图表 20： 本次会议实际公布拍卖值与预期基本吻合.....	9

图表 21: 再融资会议公布后美债收益率回落.....	9
图表 22: 10 年美债期限溢价重新转负.....	9
图表 23: 今年 10 年美债收益率中枢或在 4.2%上下.....	9
图表 24: 基于 ACM 模型预测的 10 年美债利率路径.....	10
图表 25: 写字楼贷款拖欠率较高的城市集中于东、西部.....	10
图表 26: 美国商业银行对商业地产贷款敞口排序.....	10
图表 27: 2024 年 1 月 FOMC 例会.....	11
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.....	12
图表 30: 美联储逆回购规模当周略降.....	12
图表 31: 截至 2 月 3 日, 美联储降息概率.....	12
图表 32: OIS 隐含 FFR 利率.....	12
图表 33: 美国 1 月 ISM 制造业 PMI 及分项.....	13
图表 34: 1 月 ISM 制造业 PMI 改善.....	13
图表 35: 1 月新订单自 2022 年 6 月以来首次站上荣枯线.....	13
图表 36: ECI 总报酬季环比 0.9%.....	14
图表 37: ECI 工资分项季环比 0.9%.....	14
图表 38: 近三个季度, ECI 细分项中同比、环比回落的数量较多.....	14
图表 39: 职位空缺率进一步下行才会推动失业率走高.....	15
图表 40: 美国至 1 月 27 日当周初请失业 22.4 万人.....	15
图表 41: 美国 1 月非农就业超预期激增.....	15
图表 42: 美国 1 月非农私人部门薪资增长快于预期.....	16
图表 43: 美国 1 月失业率和劳动参与率持平前值.....	16
图表 44: 美国红皮书零售同比 5.0%, 前值 5.2%.....	17
图表 45: 美国红皮书零售增速与 2023 年初相似.....	17
图表 46: 美国纽约地铁载客量 2024 年初基本持平去年初.....	17
图表 47: 德国航班飞行次数 2024 年初基本持平去年初.....	17
图表 48: 德国 2024 年 2 月初外出用餐人数同比大幅回落.....	17
图表 49: 美国 TSA 安检人数 2024 年初强于季节性.....	17
图表 50: 美国 30 年期抵押贷款利率略回落至 6.6%.....	18
图表 51: 美国二手房挂牌价增速回落至 0.....	18

美国财政部一季度再融资会议偏鸽，上半年国债净发行规模或明显回落，5月份后将暂停国债拍卖增发计划。美债需求端已有改善，财政赤字预计回落至1.6万亿。期限溢价影响减弱，10年美债收益率或“先下后上”，预计2024年10年美债中枢水平或在4.2%上下，可能的变数是美国商业地产及中小银行风险仍有局部暴露可能。

## 一、热点思考：美债供需矛盾已缓和——财政部一季度再融资会议

### （一）美债发行规模减少，拍卖增发计划告一段落

美国财政部一季度再融资会议姿态偏“鸽”。本次会议声明有三处重要变化，其一，财政部认为未来面临的主要风险包括：通胀超预期、地缘政治、就业市场降温，删除了金融状况趋紧的风险，增加了就业市场降温风险；其二，美债拍卖增发告一段落。财政部2月-4月将继续增加各期限付息国债拍卖规模，但也正式表态未来几个季度内不再增加国债拍卖规模；其三，5月，财政部将宣布今年首次国债回购实施日期，年中或将重启回购操作。

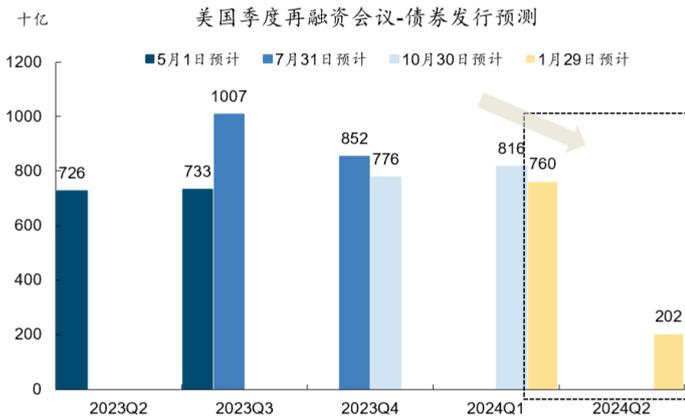
图表1：财政部一季度再融资例会经济与发债声明

类别	项目	一季度 2024年1月31日	四季度 2023年11月1日
经济	总体经济观点	①美国经济依然强劲，收入不断增加，劳动力市场健康，通胀有所缓解	①美国经济依然强劲，拜登政府进行了大量投资 ②美国经济仍然走在通胀缓和的道路上，劳动力市场健康
	劳动力市场	①2023年四季度，美国劳动力市场表现出强劲的就业增长 ②劳动力供应保持在或接近疫情后的高位 ③劳动力需求继续放缓	①2023年第三季度，劳动力市场依然紧张 ②第三季度劳动力供应指标显示进一步全面改善 ③劳动力需求进一步放缓，尽管速度缓慢
	通胀与工资	①四季度总体通胀大幅放缓 ②2023年下半年核心CPI保持稳定	①二季度和第三季度的核心通胀保持稳定 ②核心商品价格明显通货紧缩和核心服务价格显著加速
	房地产	①新住宅建设支撑了四季度经济活动 ②住房负担能力继续限制存屋销售 ③房价较快增长，但部分指标明显放缓	①货币政策的进一步收紧和抵押贷款利率的上升给第三季度的房地产带来了压力
	可能风险	①通胀高于一致预期 ②地缘政治不稳定和供应链中断 ③劳动力市场降温	通货膨胀；地缘政治不稳定和全球经济放缓；联邦政府可能关闭；金融状况趋紧
债券发行	总体融资需求和发行计划	①2024年2月至2024年4月继续逐步增加付息债拍卖规模	①2023年11月至2024年1月继续逐步增加付息债拍卖规模 ②可能还需要将增发付息债拍卖规模再延长一个季度
	付息债券和FRN发行计划	①不需要进一步增加付息债和FRN拍卖规模	①继续逐步增加付息债和FRN拍卖规模 ②长期国债的发行速度将更为温和 ③在确定拍卖规模的未来变化时，财政部将继续评估额外的相对调整是否合适
	TIPS发行计划	①继续逐步增加TIPS拍卖规模以保持TIPS份额稳定	①继续逐步增加TIPS拍卖规模以保持TIPS份额稳定
	现金余额与票据发行计划	①在3月底之前将Bills拍卖规模维持在当前水平 ②到4月初，财政部将在进入报税季时适度削减Bills拍卖规模	①在11月底之前将Bills拍卖规模维持在当前水平 ②到12月初，财政部预计将适度削减Bills拍卖规模
	回购	①今年晚些时候实施回购计划 ②5月份再融资会议时宣布首次回购操作的日期	①2024年将实施回购计划

来源：US Treasury Department，国金证券研究所

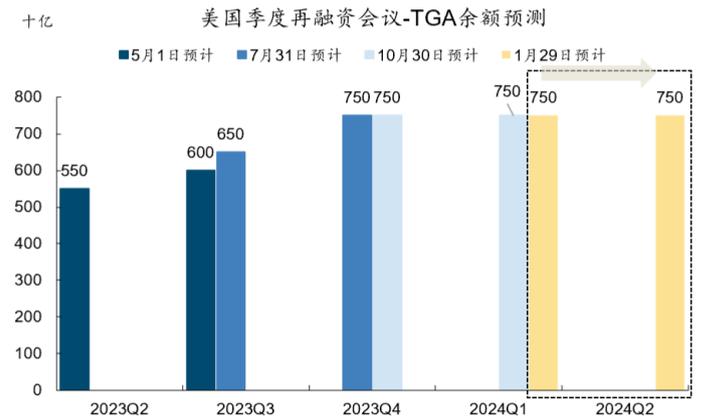
财政部一、二季度国债净发行规模明显回落。财政部一季度计划净发行7600亿国债，较去年10月预测值下调560亿美元，二季度计划净发债2020亿，大幅低于去年同期的6570亿。财政部预计到2季度末，TGA账户余额保持不变，仍为7500亿美元，当前TGA余额为8600亿美元，已超出财政部预估的合意水平，也处于历史高位。以往财政部计划发行规模与实际发行规模较为接近，后续供给端发债压力或将有所回落。

图表2: 美国财政部一、二季度计划净发债规模下降



来源: US Treasury Department, 国金证券研究所

图表3: 二季度末 TGA 账户余额预计为 7500 亿美元



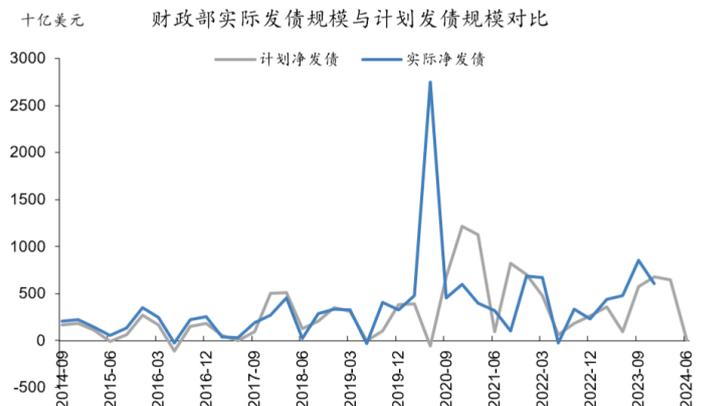
来源: US Treasury Department, 国金证券研究所

图表4: TGA 账户余额已处于历史高位



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

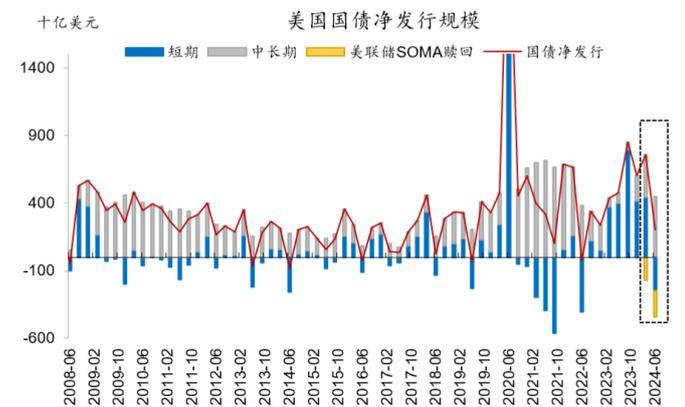
图表5: 财政部计划发债规模明显下降



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

未来中长期国债发行量或进一步增加, 短债发行减少。今年一季度仍以短债为主, 短债净发行 4420 亿, 中期国债 2010 亿, 长期国债 1170 亿美元。二季度短债到期规模上升, 预计净发行降至-2450 亿, 中长期国债净发行量上升, 中期及长期国债分别净发 3400 亿及 1080 亿美元, 其中又以流动性较好的 5 年期国债净发量最高, 二季度预计净发 1480 亿。

图表6: 一、二季度国债净发行量降低



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表7: 预计二季度, 中期国债发行规模将上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

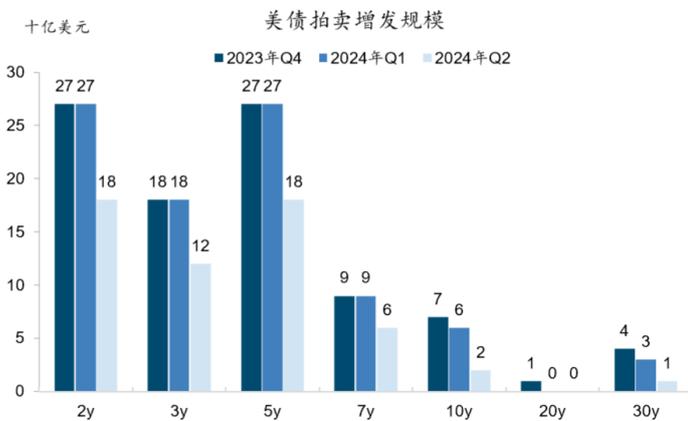
5 月份后财政部将暂停国债拍卖增发计划。财政部 2 月至 4 月将继续增加各期限付息国债拍卖规模, 2 年、5 年期国债每月增发 30 亿, 3 年期每月增发 20 亿, 7 年期每月增发 10 亿美元。10 年国债 2 到 4 月增发 60 亿, 30 年国债增发 30 亿。20 年期国债拍卖规模保持不变。5 月份后, 各期限国债拍卖将暂停增发, 维持在已有水平不变, 或缓和市场压力。

图表8: 美国财政部国债拍卖计划

		中期国债 (NOTES)					长期国债 (BONDS)		FRN
		2年	3年	5年	7年	10年	20年	30年	2年FRN
实际规模	2023年1月	42	40	43	35	32	12	18	24
	2023年2月	42	40	43	35	35	15	21	22
	2023年3月	42	40	43	35	32	12	18	22
	2023年4月	42	40	43	35	32	12	18	24
	2023年5月	42	40	43	35	35	15	21	22
	2023年6月	42	40	43	35	32	12	18	22
	2023年7月	42	40	43	35	32	12	18	24
	2023年8月	45	42	46	36	38	16	23	24
	2023年9月	48	44	49	37	35	13	20	24
	2023年10月	51	46	52	38	35	13	20	26
	2023年11月	54	48	55	39	40	16	24	26
	2023年12月	57	50	58	40	37	13	21	26
1月再融资会议计划规模	2024年1月	60	52	61	41	37	13	21	28
	2024年2月	63	54	64	42	42	16	25	28
	2024年3月	66	56	67	43	39	13	22	28
TBAC建议规模	2024年4月	69	58	70	44	39	13	22	30
	2024年5月	69	58	70	44	42	16	25	28
	2024年6月	69	58	70	44	39	13	22	28
	2024年7月	69	58	70	44	39	13	22	30

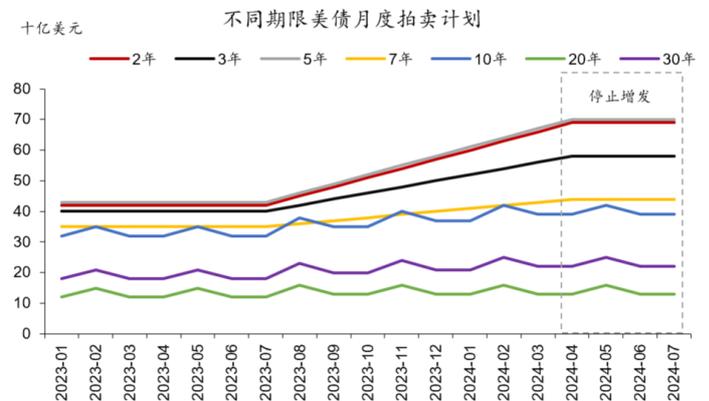
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表9: 美债拍卖增发规模逐步减少



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表10: 预计5月份后美债拍卖规模保持稳定



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

## (二) 美债需求改善, 今年供给压力或将回落

美债需求端已有改善, 或缓解国债承接压力。去年3季度以来, 随着美债收益率见顶回落, 直接竞标者及间接竞标者的拍卖购买金额不同程度回升, 前者反映美国国内机构需求, 后者反映外国央行及其他官方机构购债需求, 其中5年期国债购买金额回升幅度最大。美债净买入流量也明显回升, 美国货币市场基金、美国家庭部门、海外投资者净买入规模最大, 去年三季度分别达5230亿、2310亿及1110亿美元。

图表11: 美债间接竞标者拍卖获配金额上升



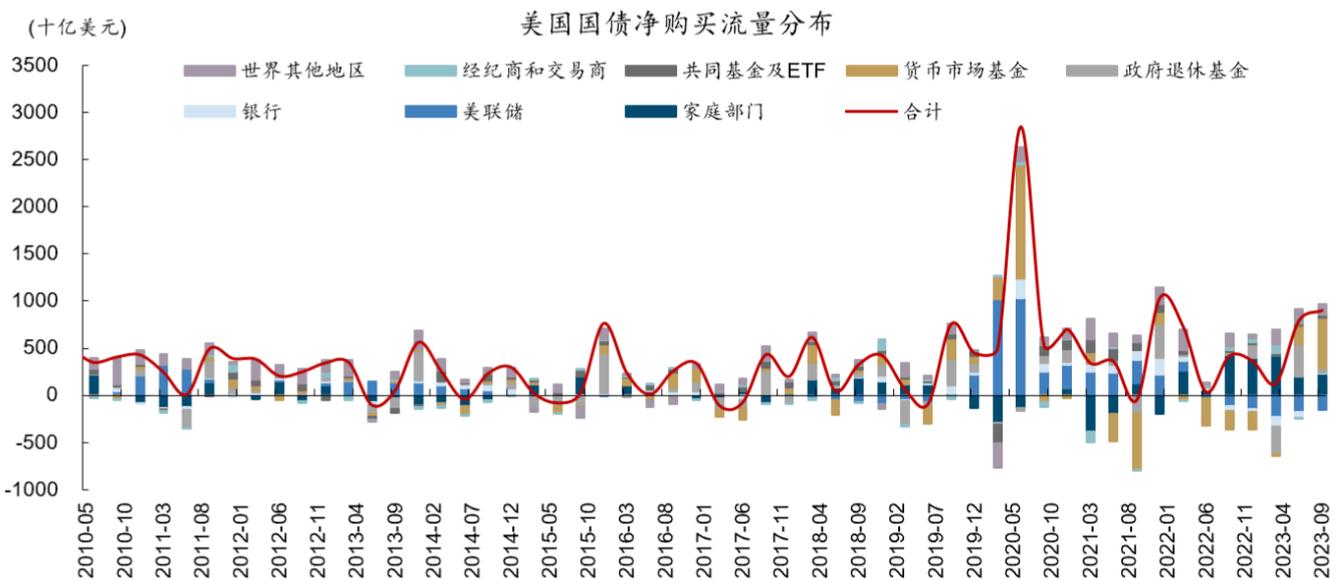
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表12: 美债直接竞标者拍卖获配金额上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表13: 美债净购买流量上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

美债供给端, 两党接近达成 24 财年正式拨款协议, 财政赤字仍大概率削减, 预计今年私人部门美债承接量低于去年。截至今年 1 月, 美国财政赤字率(12MMA)由去年 6 月的 8.5% 下降至 6.3%, 或降低未来发债需求。当前供给端不确定性在于 24 财年正式拨款法案仍未通过, 但根据今年 1 月两党达成的最新协议, 24 财年赤字规模约为 1.6 万亿美元, 较 FRA 法案规定的 1.5 万亿有所提高, 但仍低于 23 财年的 1.7 万亿。参考 TBAC 的估计, 今年需由私人部门承接的美债规模约为 2.5 万亿 (包含约 6000 亿美联储 SOMA 赎回额), 低于 2023 年的 2.7 万亿。

图表14: 美国赤字率降低, 发债规模或下降



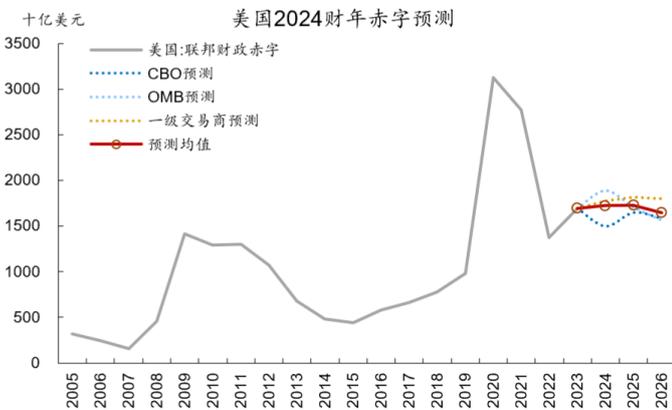
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表15: 2024 财年赤字规模或降至 1.6 万亿美元

财政项目(单位: 十亿美元)	2023实际值	总统2024预算	FRA法案2024预算	1月初两党2024预算协议
		2024	2024	2024
财政收入	4439	5036	5036	5036
财政支出	6134	6883	6573	6642
法定支出	4570	4983	4983	4983
自主性支出	1564	1900	1590	1659
国防支出	820	885	886	886
非国防支出	744	1015	704	773
财政赤字	1695	1847	1537	1606

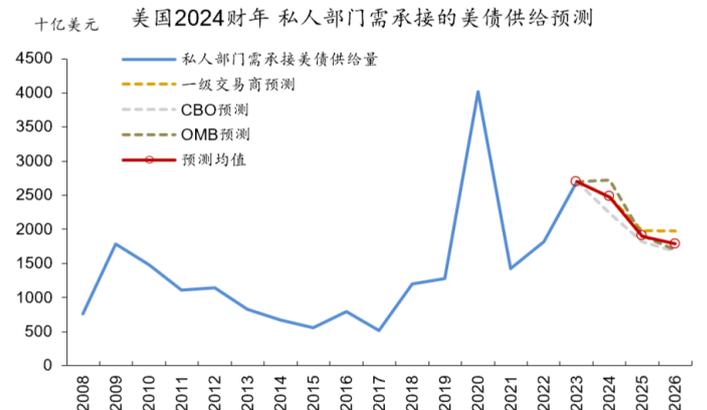
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表16: 美国 2024 财年赤字规模或将回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

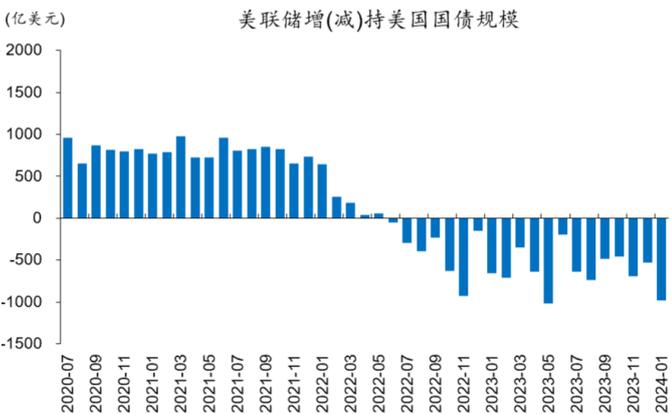
图表17: 美国 2024 财年私人部门承接美债或低于去年



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

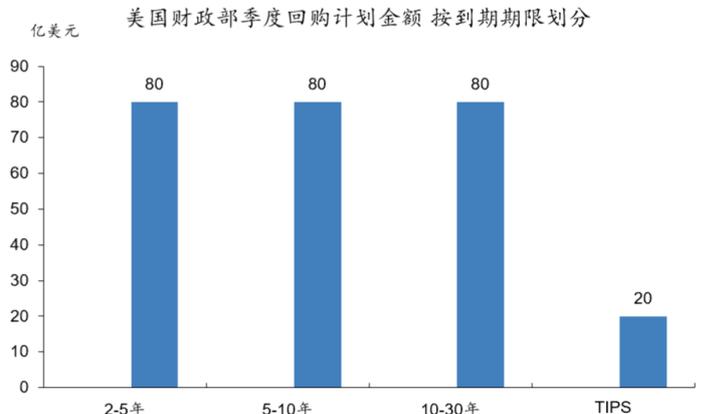
财政部重启回购, 且美联储可能暂缓缩表, 或有助于缓和今年美债供需压力。今年, 美国财政部将重启国债常规回购计划 (Regular Buyback Program), 5 月计划宣布首次国债回购日期。回购旨在优化债务组合, 提高市场流动性。财政部根据到期期限不同, 划分九个档次进行回购操作, 每个季度在每个档次进行 1 到 2 次回购, 付息债每个档次最大回购额为 40 亿美元, TIPS 为 10 亿。1 月美联储议息会议上, 鲍威尔表示可能在 3 月份继续讨论放缓缩表, 23 财年美联储 SOMA 账户赎回规模达 6980 亿, 为近十年来高点, 参考一级交易商预测, 24 财年赎回规模预计降至 5960 亿美元, 或有助于缓和美债供需压力。

图表18: 今年美联储或暂缓缩表



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表19: 今年美国财政部或重启国债回购



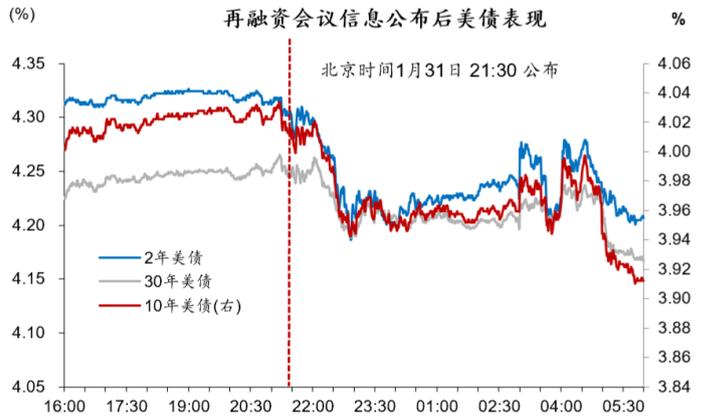
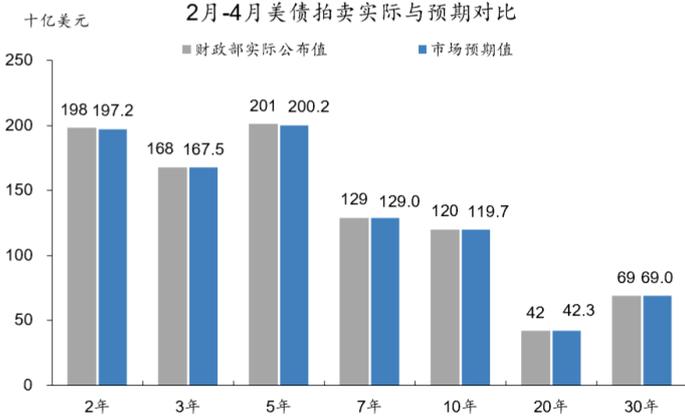
来源: US Treasury Department, 国金证券研究所

### (三) 期限溢价转负，美债收益率或呈震荡格局

再融资会议拍卖结果公布后，市场反应平淡。本次会议公布的拍卖计划与彭博市场调查的预期结果基本吻合，北京时间1月31日21:30，会议结果公布后，2年、10年、30年美债收益率小幅下降后回升。但随后22点前后，纽约社区银行意外报亏，美国地区银行股指数大幅下跌6%，创下签字银行倒闭以来最差纪录，市场避险情绪上升，美债收益率明显回落，2月1日3点后，美联储议息会议决议公布，美债收益率震荡后延续下跌。

图表20: 本次会议实际公布拍卖值与预期基本吻合

图表21: 再融资会议公布后美债收益率回落



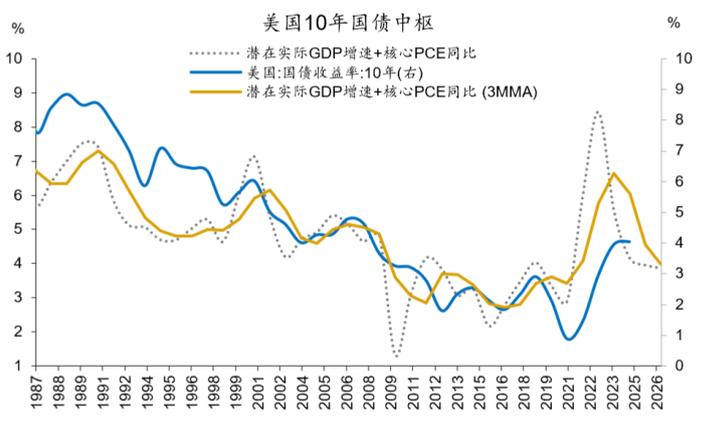
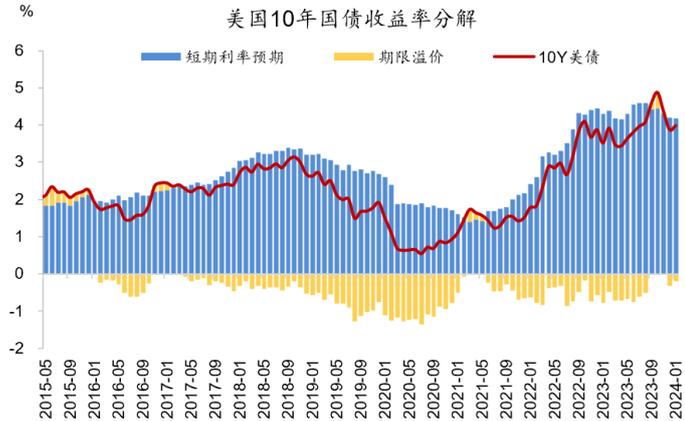
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

美债供求或难再通过期限溢价渠道持续抬升美债利率，美债定价重回基本面和中性利率渠道。截至1月底，10Y美债由去年高点下滑90BP至4.0%，大部分由期限溢价贡献（回落60BP至-0.18%）。经济基本面（实际增速及通胀预期）及其影响的中性利率或成为决定美债中枢的关键变量，美国CBO预计2024年潜在实际GDP增速为1.8%，美联储预计24年核心PCE增速为2.4%，对应10年美债中枢水平或在4.2%上下，今年10年美债收益率或呈现“先下后上”的震荡格局。

图表22: 10年美债期限溢价重新转负

图表23: 今年10年美债收益率中枢或在4.2%上下



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

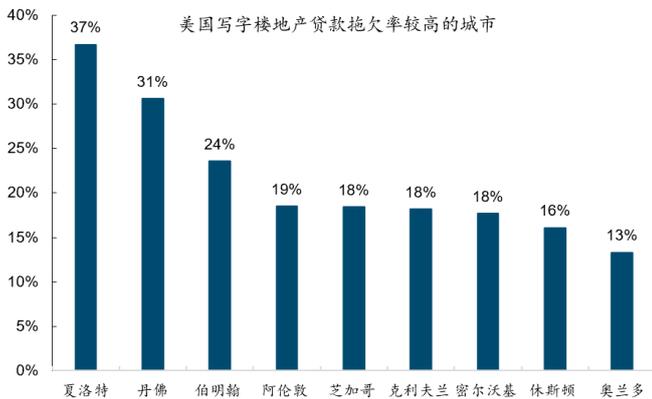
图表24: 基于ACM模型预测的10年美债利率路径

	2024年GDP增速	2024年通胀	潜在增速	长期通胀中枢	自然利率	FFR路径	美债利率分解	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
场景一 (基准情形)	1.0%	2.7%	1.8%	2.0%	0.6%	2024年降息3次	10年美债利率	4.7	4.3	3.9	3.5	3.4
							风险中性利率	4.6	4.4	4.2	3.7	3.6
							期限溢价	0.2	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1
场景二 (通胀中枢上移)	2.0%	3.1%	1.8%	2.5%	0.6%	2024年加息2次	10年美债利率	5.2	5.7	5.2	4.9	4.8
							风险中性利率	4.9	5.6	5.2	4.7	4.6
							期限溢价	0.3	0.1	0.0	0.1	0.2
场景三 (潜在增速上移)	2.0%	2.9%	2.3%	2.0%	1.2%	2024年降息1次	10年美债利率	5.2	5.2	5.0	4.5	4.3
							风险中性利率	4.9	5.0	4.9	4.3	4.0
							期限溢价	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2

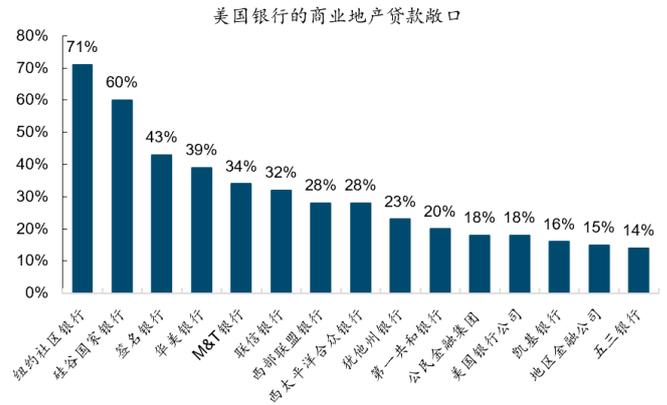
来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

可能的变数在于美国经济金融风险上升或推升美债避险需求, 驱使美债收益率下跌。随着高利率时间拉长, 美国中小银行风险仍未明显缓解, 从直接的风险暴露情况来看, 纽约社区银行、硅谷国家银行、华美银行、西太平洋合众银行、西部联盟银行的商业地产贷款敞口最大, 商业地产贷款占总贷款的比重分别达到71%、60%、39%、28%、28%, 美国商业地产及中小银行风险仍有局部暴露风险, 或使美债收益率存在回落可能。

图表25: 写字楼贷款拖欠率较高的城市集中于东、西部



图表26: 美国商业银行对商业地产贷款敞口排序



来源: CRED IQ, 国金证券研究所

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: 市场定价美联储5月首降的概率为60%

2024年1月FOMC例会维持利率不变, 并按计划缩表。鲍威尔在新闻发布会上的发言偏“鸽派”, 继续强化降息预期。1月例会进一步确认加息周期或已结束。在关于政策利率的表述上, 1月例会称“很可能处于峰值”, 而12月例会的表述是“很可能达到或接近峰值”; 面对经济前景的不确定性, 不再保留进一步加息的可能性, 而只是维持利率不变——不会更高, 只会更长。

1月31日当周, 美联储总资产规模小幅下降, 美联储BTFP工具使用量微降。负债端, 逆回购规模略降, 准备金规模下降, TGA存款上升500亿美元。货币市场基金规模上升420亿美元。1月24日当周, 美国商业银行存款下降1690亿美元, 大型银行存款下降1410亿美元。CME FedWatch显示, 截至2月3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60%。

图表27: 2024年1月FOMC例会

议题	描述	具体内容	2024年1月	2023年12月
一	宏观经济与金融状况	增长	稳健 (solid)	平稳 (slow)
		物价	通胀放缓 (eased), 并保持高位。	通胀放缓 (eased), 并保持高位。
		就业	新增就业放缓, 但依然强劲; 失业率仍然很低	新增就业放缓, 但依然强劲; 失业率仍然很低
		风险	删除关于银行体系稳定性的表述, 认为就业与通胀的风险更加平衡, 经济前景具有不确定性, 仍高度关注通胀风险。	银行系统稳健, 有韧性, 健康的金融和信贷条件会抑制经济活动, 就业和通胀, 程度尚不确定, 但强调: 高度关注通胀风险
二	利率	FFR 保持不变, 目标利率区间维持在【5.25-5.5%】 1. IORB 维持 5.4%; 2. 隔夜回购利率维持5.5%, 月度总规模上限5,000亿; 3. 隔夜逆回购利率维持5.3%, 月度每交易方规模上限1,600亿/日	FFR 保持不变, 目标利率区间维持在【5.25-5.5%】 1. IORB 维持 5.4%; 2. 隔夜回购利率维持5.5%, 月度总规模上限5,000亿; 3. 隔夜逆回购利率维持5.3%, 月度每交易方规模上限1,600亿/日	
	QT	总上限950亿美元/月; 1. 国债减持上限为600亿/月; 2. 政府机构债或MBS减持上限为350亿美元/月;	总上限950亿美元/月; 1. 国债减持上限为600亿/月; 2. 政府机构债或MBS减持上限为300亿美元/月;	
三	利率	在调整政策利率时, 将仔细评估: 1. 未来的数据; 2. 不断变化的前景; 和3. 不同风险的平衡。委员会认为, 在对通胀持续向2%迈进有更大信心之前, 降低目标区间是不合适的。	在决定是否需要进一步紧缩时, 会考虑: 1. 紧缩政策的累计效应; 2. 货币政策的滞后效应; 3. 经济、金融市场的运行	
	QT	继续按计划缩表	继续按计划缩表	
	转向的条件	1. 任何影响货币政策目标实现的风险; 2. 广泛的信息: 劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境。	1. 任何影响货币政策目标实现的风险; 2. 广泛的信息: 劳动力市场条件、通胀压力和通胀预期、金融市场和海外环境。	
四	投票结果	支持/反对	全票通过	全票通过

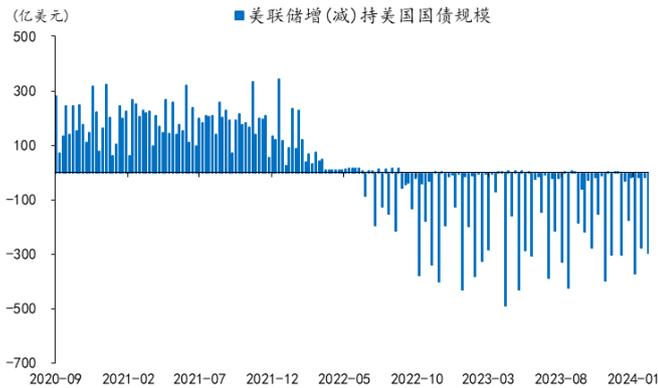
来源: 美联储、Bloomberg、WIND、国金证券研究所

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	01-31	01-24	01-17	01-10	01-03	12-27	12-20	
流动性数量型指标	<b>美联储</b>										
	总资产	十亿美元	↓ -47	7630.1	7677.2	7673.7	7686.7	7681.0	7712.8	7724.1	
	其他贷款	十亿美元	↓ -2	171.7	173.9	167.2	152.7	146.8	141.8	137.3	
	一级信贷	十亿美元	↑ 0.4	3.2	2.8	2.3	2.1	2.2	2.5	2.4	
	银行定期融资计划	十亿美元	↓ -3	165.2	167.8	161.5	147.2	141.2	135.8	131.3	
	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	↓ -2	977.6	980.1	936.3	1041.1	1086.0	1165.6	1124.2	
	准备金	十亿美元	↓ -78	3411.7	3489.7	3592.3	3537.4	3459.4	3434.2	3477.3	
	TGA	十亿美元	↑ 50	865.5	815.2	773.5	727.9	743.5	713.1	732.7	
	<b>商业银行</b>										
	现金	十亿美元	↓ -86		3527.4	3613.1	3563.4	3498.4	3485.2	3512.0	
	消费贷	十亿美元	↓ -1		1913.4	1914.4	1921.8	1929.3	1941.9	1931.2	
住房贷款	十亿美元	↓ 0		2575.3	2575.4	2575.9	2574.6	2575.9	2573.9		
商业地产贷款	十亿美元	↑ 5		2976.8	2972.0	2968.6	2966.6	2967.2	2967.8		
工商业贷款	十亿美元	↓ -4		2753.7	2758.0	2756.9	2772.0	2788.1	2779.6		
存款	十亿美元	↓ -169		17341.0	17509.7	17500.5	17578.3	17611.0	17590.5		
大银行存款	十亿美元	↓ -141		10736.6	10877.6	10872.7	10960.0	11001.5	10971.5		
小银行存款	十亿美元	↓ -19		5300.8	5319.4	5326.7	5347.2	5348.3	5339.3		
<b>货币市场基金</b>											
隔夜融资市场				6001.2	5959.5	5960.9	5975.1	5965.1	5886.4	5870.1	
SOFI-IORB	BP	↑ 1.0	-8.0	-9.0	-8.0	-9.0	-1.0	-1.0	-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	↑ 1.1	15.7	14.6	10.1	12.8	11.2	17.0	19.3		
票据与信用债市场											
Master企业债利差	BP	↑ 3.0	102.0	99.0	102.0	104.0	109.0	105.0	106.0		
票据利差	BP	↑ 10.0	10.0	0.0	1.0	12.0	10.0	16.0	15.0		
离岸市场											
欧元兑美元互换基差	BP	↓ -5.4	-9.5	-4.1	-4.9	-4.1	-2.4	-4.4	-3.4		
日元兑美元互换基差	BP	↓ -7.3	-36.0	-28.8	-31.9	-32.0	-34.8	-41.3	-45.1		

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: 美联储逆回购规模当周略降



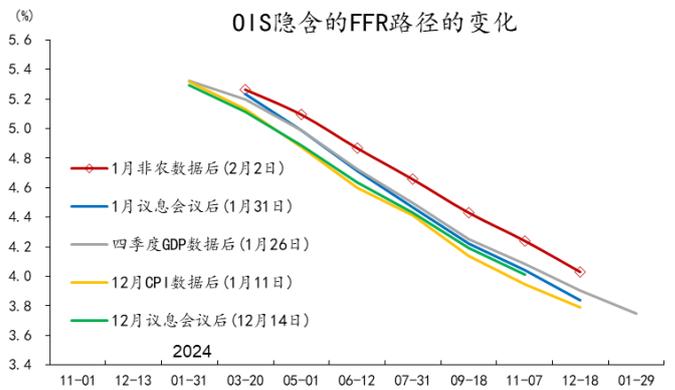
来源: WIND、国金证券研究所

图表31: 截至2月3日, 美联储降息概率

区间/日期	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12
525-550	62	6	0	0	0	0	0
500-525	38	60	5	0	0	0	0
475-500	0	34	51	6	0	0	0
450-475	0	0	39	51	5	2	0
425-450	0	0	6	38	50	23	5
400-425	0	0	0	6	39	45	26
375-400	0	0	0	0	6	26	43
350-375	0	0	0	0	0	4	23
325-350	0	0	0	0	0	0	3

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) 生产: 美国1月制造业PMI改善, 后续动能仍需观察

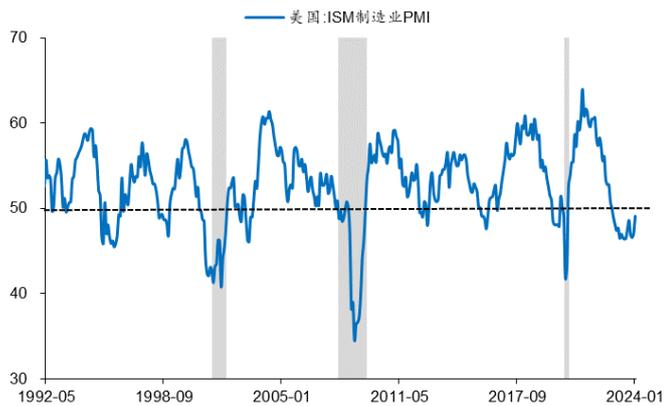
美国1月ISM制造业PMI 49.1, 高于预期47, 前值47.4下修至47.1。其中, 新订单上升5.5至52.5%, 是2022年6月以来首次站上荣枯线, 显示岁末年初, 美国终端消费提振下, 制造业需求明显改善。新出口订单指数处于逆风状态, 库存订单指数保持在40%以上, 但仍处于相当强劲的收缩区间、为44.7%。需求回升, 补库驱动, 美国制造业PMI有改善迹象, 制造业PMI磨底已有半年以上, 当前降息操纵可能慢于预期, 信贷条件仍未明显放松, 财政刺激受两党斗争约束, PMI向上突破的动能还需继续观察。此外, 美国1月Markit制造业PMI终值50.7, 预期50.3, 前值50.3。

图表33: 美国1月ISM制造业PMI及分项

PMI项目	月度变化	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01
ISM: 制造业PMI	↑ 2.0	49.1	47.1	46.6	46.9	48.6	47.6	46.5	46.4	46.6	47.0	46.5	47.7	47.4
新订单	↑ 5.5	52.5	47.0	47.8	46.2	48.6	46.4	47.0	45.7	42.9	45.5	44.6	47.0	42.8
新出口订单	↓ -4.7	45.2	49.9	46.0	49.4	47.4	46.5	46.2	47.3	50.0	49.8	47.6	49.9	49.4
库存订单	↓ -0.6	44.7	45.3	39.3	42.2	42.4	44.1	42.8	38.7	37.5	43.1	43.9	45.1	43.4
生产	↑ 0.5	50.4	49.9	48.8	50.0	51.9	49.9	48.4	47.1	50.5	48.7	48.0	47.6	48.3
就业	↓ -0.4	47.1	47.5	46.1	47.1	50.9	48.6	45.0	49.1	50.3	49.4	47.8	48.8	50.0
供应商交付	↑ 2.1	49.1	47.0	46.2	47.7	46.4	48.6	46.1	45.7	43.5	44.6	44.8	45.2	45.6
自有库存	↑ 2.3	46.2	43.9	44.3	43.6	45.4	44.3	45.8	44.5	45.8	46.6	47.6	49.9	50.4
客户库存	↓ -4.4	43.7	48.1	50.8	48.6	47.1	48.7	48.7	46.2	51.4	51.3	48.9	46.9	47.4
物价	↑ 7.7	52.9	45.2	49.9	45.1	43.8	48.4	42.6	41.8	44.2	53.2	49.2	51.3	44.5
进口	↑ 3.7	50.1	46.4	46.2	47.9	48.2	48.0	49.6	49.3	47.3	49.9	47.9	49.9	47.8

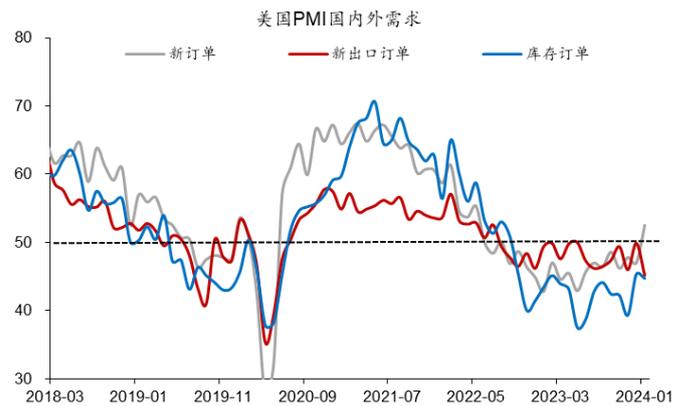
来源: WIND、国金证券研究所

图表34: 1月ISM制造业PMI改善



来源: WIND、国金证券研究所

图表35: 1月新订单自2022年6月以来首次站上荣枯线



来源: WIND、国金证券研究所

### (三) 就业: 美国2023年四季度劳工成本指数增速回落, 而1月非农就业超预期强劲

美国2023年四季度劳工成本指数(ECI)总报酬季环比0.9%(市场预期1.0%),前值1.1%,为2021Q3以来最小涨幅;同比4.2%,前值4.4%。ECI工资分项季环比0.9%,前值1.2%;同比4.3%,前值4.6%。ECI福利分项季环比0.7%,前值0.9%;同比3.8%,前值4.1%。近三个季度,ECI细分项中同比、环比回落的数量较多。

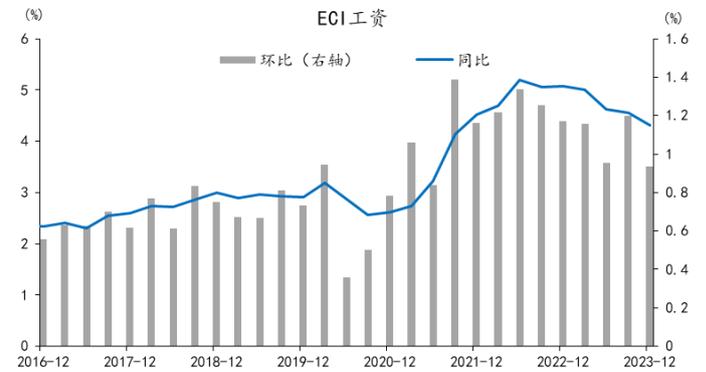
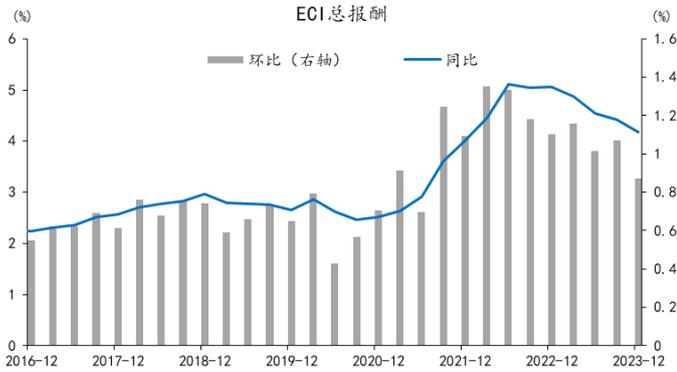
12月,美国职位空缺数902.6万,预期875万,前值879万上修至892.5万,意外上升,为2023年10月以来新高。12月,职位空缺率5.4%,前值5.3%,劳动力市场不断平衡,但供应依然不足。12月,专业和商业服务(+23.9万)的职位空缺增加,但休闲和餐饮(-13.1万)、批发贸易(-8.3万)的职位空缺减少。美国1月Challenger企业裁员人数8.2万人,前值3.5万人。1月,美国ADP就业新增10.7万,预期14.5万,前值16.4万下修至15.8万,其中,休闲和酒店(+2.8万)、贸易、交通和公用事业(+2.3万)、建筑业(+2.2万)行业领涨。

美国1月新增非农就业人数35.3万(季调后),远超预期18万,为2023年2月以来最大增幅,2023年平均每月新增25.5万。其中,教育及健康服务(+11.2万)、专业及商业服务(+7.4万)、零售贸易(+4.5万)和政府(+3.6万)等行业的就业岗位继续增加,而自然资源和采矿业(-0.6万)的就业岗位有所减少。美国1月非农私人部门平均时薪为34.6美元,同比4.5%,预期4.1%,前值4.1%上修至4.3%;环比0.6%,预期0.3%,前值0.4%,增幅创2022年4月以来最高。1月失业率连续第三个月为3.7%,预期3.8%;劳动参与率持平前值62.5%,预期62.6%;就业率60.2%,前值60.1%。

美国至1月27日当周初请失业金人数22.4万人，预期21.2万人，前值21.4上修至21.5万人。美国至1月20日当周续请失业人数189.8万人，预期184万人，前值183.3下修至182.8万人。

图表36: ECI总报酬季环比0.9%

图表37: ECI工资分项季环比0.9%



来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

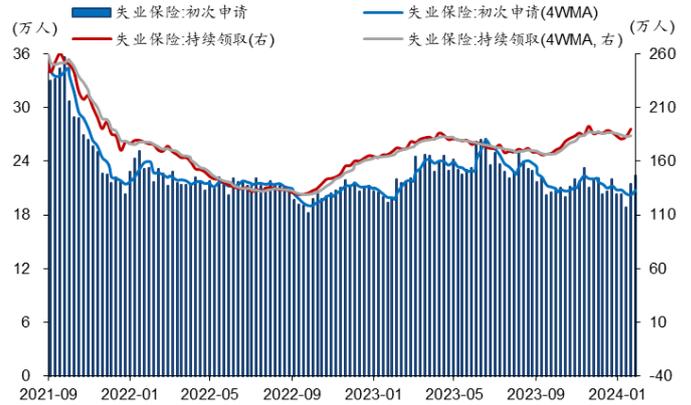
图表38: 近三个季度, ECI细分项中同比、环比回落的数量较多

分项	同比(%)						环比(%)						
	23-12	23-09	23-06	23-03	22-12	22-09	23-12	23-09	23-06	23-03	22-12	22-09	
总报酬	居民	4.2	4.4	4.5	4.9	5.1	5.1	0.9	1.1	1.0	1.2	1.1	1.2
	企业	4.1	4.4	4.5	4.8	5.1	5.1	0.9	1.0	1.0	1.2	1.1	1.1
	货物生产	3.8	3.8	3.9	4.4	4.5	4.6	1.0	0.8	0.7	1.3	0.9	0.9
	建筑业	4.2	4.1	4.1	4.9	4.3	4.3	1.0	1.1	0.5	1.5	1.0	1.1
	制造业	3.7	3.6	3.9	4.1	4.7	4.7	1.0	0.7	0.9	1.1	0.9	0.9
	提供服务	4.1	4.4	4.5	5.0	5.2	5.3	0.9	1.0	1.0	1.2	1.1	1.1
	贸易、交通和公用事业	4.6	4.3	4.4	4.4	4.8	5.8	1.3	0.9	1.3	1.1	0.9	1.0
	信息	3.4	3.8	4.8	5.0	5.2	4.7	0.9	0.3	1.0	1.1	1.3	1.2
	金融活动	3.4	4.0	3.6	4.4	5.4	3.7	0.7	1.4	1.0	0.2	1.3	1.0
	专业及商业服务	3.7	4.2	4.5	5.1	4.9	5.1	0.5	0.9	0.8	1.5	1.0	1.1
	教育和卫生服务	4.5	5.0	5.0	5.2	5.5	5.5	0.9	1.3	1.1	1.2	1.3	1.3
	休闲和酒店业	4.0	4.4	5.4	5.9	6.5	7.1	0.8	0.6	1.1	1.4	1.2	1.6
	其他人(不包括公共管理员)	5.1	4.9	4.8	4.6	4.2	5.0	1.0	1.1	1.2	1.7	0.8	1.0
政府	4.6	4.7	4.9	4.9	4.9	4.6	1.0	1.5	1.0	1.1	1.1	1.7	
工资	居民	4.3	4.6	4.6	5.0	5.1	5.1	0.9	1.2	1.0	1.2	1.2	1.3
	企业	4.3	4.5	4.6	5.1	5.1	5.3	0.9	1.1	1.0	1.2	1.2	1.2
	货物生产	4.1	4.1	4.5	5.3	4.9	5.0	1.1	0.8	0.6	1.5	1.1	1.2
	建筑业	4.5	4.5	4.6	5.7	4.8	4.7	1.2	1.1	0.4	1.8	1.2	1.2
	制造业	3.8	3.9	4.6	4.9	5.1	5.1	1.0	0.6	0.9	1.2	1.1	1.3
	提供服务	4.4	4.5	4.6	5.0	5.2	5.3	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
	贸易、交通和公用事业	4.9	4.4	4.4	4.6	4.8	5.9	1.4	1.0	1.3	1.1	1.0	0.9
	信息	3.3	3.9	5.0	4.8	4.9	4.2	0.8	0.2	1.0	1.3	1.4	1.3
	金融活动	3.5	4.4	3.4	3.9	5.1	2.3	0.7	1.8	1.3	-0.4	1.6	0.9
	专业及商业服务	3.8	4.2	4.4	5.1	5.0	5.1	0.6	0.9	0.8	1.5	1.0	1.1
	教育和卫生服务	4.9	5.4	5.4	5.6	5.7	5.7	0.9	1.4	1.1	1.4	1.4	1.4
	休闲和酒店业	4.1	4.5	5.5	6.0	6.6	7.4	0.9	0.7	1.1	1.4	1.3	1.6
	其他人(不包括公共管理员)	5.4	5.0	5.1	4.7	4.3	5.2	1.1	1.0	1.4	1.8	0.8	1.1
政府	4.7	4.7	4.7	4.7	4.8	4.4	1.1	1.8	0.8	0.9	1.1	1.8	
福利	居民	3.8	4.1	4.2	4.5	4.9	4.9	0.7	0.9	0.9	1.2	1.0	1.0
	企业	3.6	3.9	3.9	4.3	4.9	5.0	0.6	0.8	0.9	1.1	0.9	0.9
	货物生产	3.3	3.2	2.7	2.6	3.7	3.7	0.7	1.0	0.9	0.7	0.6	0.4
	制造业	3.3	3.1	2.6	2.4	3.9	3.8	0.7	0.8	1.0	0.8	0.6	0.3
	提供服务	3.7	4.0	4.3	4.7	5.2	5.4	0.6	0.8	1.0	1.2	0.9	1.1
政府	4.6	4.7	5.2	5.1	5.1	4.9	0.9	1.2	1.0	1.5	1.0	1.6	

来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

图表39: 职位空缺率进一步下行才会推动失业率走高

图表40: 美国至1月27日当周初请失业22.4万人



来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

图表41: 美国1月非农就业超预期激增

行业	就业总人数占比(%)	新增非农就业人数_季调(千人)																			
		24-01	预期值	环比变化(1M)	过去3M均值	过去6M均值	过去12M均值	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01		
非农	100.0%	353.0	180.0	↑	20.0	↑	226.7	220.0	254.7	333.0	182.0	165.0	246.0	210.0	184.0	240.0	303.0	278.0	146.0	287.0	482.0
私人部门	85.4%	317.0	155.0	↑	39.0	↑	176.0	170.3	197.3	278.0	152.0	98.0	196.0	150.0	148.0	185.0	254.0	231.0	91.0	226.0	359.0
商品生产	13.8%	28.0			-5.0	↓	19.7	21.0	22.9	33.0	36.0	-10.0	27.0	33.0	7.0	42.0	14.0	33.0	-12.0	26.0	46.0
自然资源 and 采矿业	0.4%	-6.0			-7.0	↓	-1.3	-0.2	0.9	1.0	-4.0	-1.0	1.0	0.0	2.0	0.0	3.0	4.0	2.0	2.0	1.0
建筑业	5.2%	11.0			-13.0	↓	20.3	19.3	20.2	24.0	15.0	22.0	13.0	31.0	11.0	33.0	16.0	20.0	-6.0	26.0	37.0
制造业	8.2%	23.0	5.0	↑	15.0	↑	0.7	1.8	1.8	8.0	25.0	-31.0	13.0	2.0	-6.0	9.0	-5.0	9.0	-8.0	-2.0	8.0
耐用消费品	5.2%	4.0			-9.0	↓	5.7	6.3	5.6	13.0	37.0	-33.0	9.0	3.0	9.0	19.0	1.0	10.0	-1.0	0.0	0.0
非耐用消费品	3.1%	19.0			24.0	↑	-5.0	-4.5	-3.8	-5.0	-12.0	2.0	4.0	-1.0	-15.0	-10.0	-6.0	-1.0	-7.0	-2.0	8.0
服务业	71.6%	289.0			44.0	↑	156.3	149.3	174.4	245.0	116.0	108.0	169.0	117.0	141.0	143.0	240.0	198.0	103.0	200.0	313.0
批发贸易	3.9%	2.1			-8.6	↓	9.8	9.8	8.3	10.7	6.9	11.9	11.7	1.5	16.3	1.4	7.2	-1.0	9.2	12.5	11.2
零售贸易	9.9%	45.2			2.0	↑	0.5	3.3	10.7	43.2	-42.9	1.3	18.2	-5.6	5.6	-5.5	13.3	6.4	-27.2	88.5	33.6
交通运输和仓储	4.2%	15.5			13.9	↑	-5.8	-7.7	-4.1	1.6	-10.5	-8.5	9.2	-27.5	-10.7	-12.1	19.9	7.2	-16.1	-21.4	20.0
公用事业	0.4%	1.8			-0.5	↓	1.8	1.4	1.3	2.3	1.6	1.5	2.0	2.8	-1.7	0.9	0.8	1.9	2.5	0.7	0.1
信息	1.9%	15.0			-3.0	↓	3.0	-4.3	-6.5	18.0	17.0	-26.0	11.0	-18.0	-28.0	-7.0	-3.0	-1.0	5.0	-18.0	-28.0
金融活动	5.9%	8.0			-5.0	↓	5.7	6.5	7.9	13.0	4.0	0.0	0.0	4.0	18.0	9.0	13.0	29.0	4.0	1.0	0.0
专业及商业服务	14.6%	74.0			39.0	↑	13.3	3.5	14.3	35.0	10.0	-5.0	-1.0	-1.0	-17.0	7.0	49.0	30.0	18.0	8.0	38.0
教育及健康服务	16.5%	112.0			28.0	↑	90.3	92.3	88.2	84.0	110.0	77.0	81.0	93.0	109.0	77.0	91.0	79.0	62.0	62.0	133.0
休闲和酒店业	10.7%	11.0			-27.0	↓	35.0	37.5	46.5	38.0	10.0	57.0	27.0	52.0	41.0	60.0	39.0	42.0	35.0	67.0	90.0
其他服务	3.7%	5.0			6.0	↑	2.7	7.0	7.8	-1.0	10.0	-1.0	9.0	16.0	9.0	12.0	10.0	4.0	11.0	0.0	15.0
政府	14.6%	36.0			-19.0	↓	50.7	49.7	57.3	55.0	30.0	67.0	50.0	60.0	36.0	55.0	49.0	47.0	55.0	61.0	123.0

来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

图表42: 美国1月非农私人部门薪资增长快于预期

行业	平均时薪_季调_同比(%)										平均时薪_季调_环比(%)									
	24-01	预期值	环比变化(1M)	过去12M均值	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	24-01	预期值	环比变化(1M)	过去12M均值	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07
私人部门	4.5	4.1 ↑	0.3 ↑	4.5	4.3	4.3	4.3	4.5	4.5	4.7	0.6	0.3 ↑	0.2 ↑	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.4
商品生产	5.2		-0.3 ↓	5.0	5.5	5.3	5.1	5.4	5.3	5.4	0.2		-0.3 ↓	0.4	0.5	0.6	0.3	0.4	0.2	0.6
自然资源及采矿业	5.8		0.1 ↑	5.8	5.7	5.9	6.4	6.6	5.5	5.0	0.8		0.4 ↑	0.5	0.4	0.0	-0.2	1.2	0.2	0.4
建筑业	5.2		0.1 ↑	5.2	4.8	5.0	5.0	5.0	5.3	5.5	0.6		0.2 ↑	0.4	0.3	0.5	0.5	0.2	0.2	0.8
制造业	5.0		-0.6 ↓	4.7	5.6	5.3	4.9	5.2	5.0	5.3	0.0		-0.6 ↓	0.5	0.6	0.6	0.2	0.4	0.1	0.6
耐用消费品	5.4		-0.5 ↓	4.5	6.0	5.1	4.8	4.9	4.7	5.0	0.0		-0.7 ↓	0.5	0.7	0.7	0.4	0.5	0.1	0.5
非耐用消费品	4.0		-0.7 ↓	5.0	4.7	5.2	5.0	5.7	5.5	5.6	0.1		-0.2 ↓	0.4	0.3	0.5	0.0	0.4	0.0	0.6
服务业	4.4		0.3 ↑	4.4	4.1	4.0	4.0	4.3	4.4	4.5	0.6		0.3 ↑	0.3	0.4	0.4	0.2	0.3	0.2	0.4
批发贸易	2.8		-1.0 ↓	4.7	3.8	4.4	3.6	5.2	5.3	4.5	0.2		-1.1 ↓	0.3	0.3	0.1	-0.2	0.4	0.5	-0.1
零售贸易	3.1		-0.3 ↓	4.0	3.4	2.6	3.1	4.1	3.9	3.8	0.1		-0.6 ↓	0.3	0.7	0.1	-0.1	0.3	0.3	0.2
交通运输和仓储	6.6		0.1 ↑	5.4	6.5	6.0	5.7	5.3	5.4	5.8	0.6		0.0 →	0.5	0.6	0.7	0.6	0.5	0.3	0.2
公用事业	3.9		-0.2 ↓	5.1	4.0	4.5	4.1	4.2	5.0	5.9	0.5		0.4 ↑	0.3	0.1	0.4	0.3	0.2	-0.6	0.7
信息	3.1		0.0 →	3.9	3.1	3.3	2.2	1.4	2.3	3.6	0.0		-1.1 ↓	0.3	0.2	0.9	0.6	0.0	0.3	0.2
金融活动	5.3		0.5 ↑	4.6	5.1	5.4	5.1	5.1	5.3	4.6	0.6		0.2 ↑	0.4	0.4	0.5	0.1	0.5	0.8	0.6
专业及商业服务	4.6		0.3 ↑	4.5	4.3	4.2	4.3	4.4	4.4	4.7	0.7		0.2 ↑	0.4	0.4	0.5	0.3	0.2	0.0	0.5
教育及健康服务	3.7		0.1 ↑	4.1	3.3	3.5	3.9	4.2	3.8	3.8	0.7		0.5 ↑	0.3	0.1	0.1	0.2	0.5	0.2	0.3
休闲和酒店业	4.4		0.1 ↑	5.5	4.1	4.5	4.8	4.7	5.0	5.2	0.4		0.1 ↑	0.3	0.3	0.3	0.6	0.0	0.2	0.2
其他服务	5.6		-0.1 ↓	5.2	5.8	5.1	5.5	5.4	5.8	5.4	0.5		0.0 →	0.5	0.6	0.3	0.4	0.2	0.5	0.4

来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

图表43: 美国1月失业率和劳动参与率持平前值

指标	失业/就业_季调(%)														
	24-01	预期	环比变化(1M)	环比变化(3M)	环比变化(6M)	5年分位数	10年分位数	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05
失业率(U3)	3.7	3.8 ↓	0.0	-0.1	0.2	40.6	20.1	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.5	3.6	3.7
U3: 全职	3.6		-0.2	-0.1	0.2	37.2	18.4	3.8	3.7	3.7	3.6	3.7	3.4	3.5	3.6
U3: 兼职	4.2		0.4	-0.4	0.1	38.9	21.0	3.8	3.9	4.6	4.3	4.4	4.1	4.0	4.0
U1	1.3		-0.1	-0.1	0.0	33.8	16.8	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2
U2	1.8		0.0	-0.1	0.2	49.1	26.0	1.8	1.8	1.9	1.7	1.8	1.6	1.7	1.8
U4	3.9		0.0	-0.2	0.2	28.8	14.2	3.9	4.0	4.1	4.0	4.0	3.7	3.8	3.9
U5	4.6		0.0	0.0	0.3	45.7	22.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.3	4.4	4.5
U6	7.2		0.1	0.0	0.5	49.1	24.3	7.1	7.0	7.2	7.0	7.1	6.7	6.9	6.8
劳动参与率	62.5	62.6 ↓	0.0	-0.2	-0.1	57.6	29.4	62.5	62.8	62.7	62.8	62.8	62.6	62.6	62.6
男性	67.9		-0.2	-0.1	-0.1	37.2	18.4	68.1	68.4	68.0	68.3	68.2	68.0	68.1	68.1
女性	57.5		0.4	-0.1	0.1	83.0	90.7	57.1	57.4	57.6	57.5	57.6	57.4	57.3	57.3
就业率	60.2		0.1	-0.1	-0.2	59.3	66.3	60.1	60.4	60.3	60.4	60.4	60.4	60.3	60.3
男性	65.2		-0.3	0.0	-0.3	37.2	25.2	65.5	65.7	65.2	65.5	65.5	65.5	65.6	65.5
女性(美国)	55.5		0.5	0.0	0.0	83.0	91.5	55.0	55.4	55.5	55.5	55.6	55.5	55.3	55.3

来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

#### (四) 消费与出行: 美国至1月27日当周红皮书零售增速5.0%

至1月27日当周, 美国红皮书零售增速5.0%, 前值5.2%, 其中百货店增速-0.7%, 前值0.0%, 折扣店增速6.4%, 前值6.5%。德国外出用餐人数2月1日当周同比-7.1%。美国纽约地铁载客量2024年初基本持平去年年初。美国TSA安检人数2024年初强于季节性。

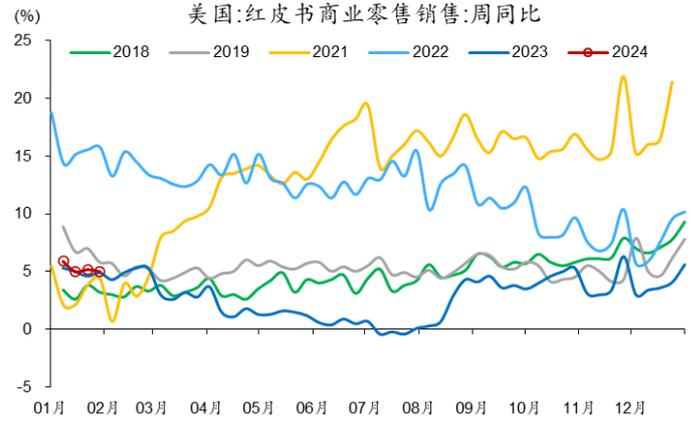
美国1月密歇根大学消费者信心指数终值79, 预期78.9, 前值78.8, 为2021年7月以来的最高水平。美国1月一年期通胀率预期为2.9%, 预期2.9%, 前值2.9%。

图表44: 美国红皮书零售同比 5.0%, 前值 5.2%



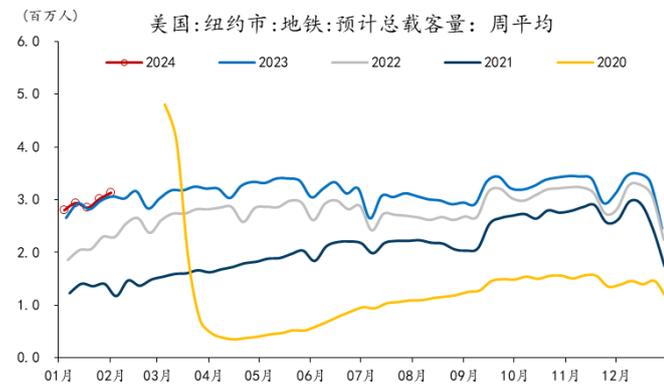
来源: CEIC、国金证券研究所

图表45: 美国红皮书零售增速与 2023 年初相似



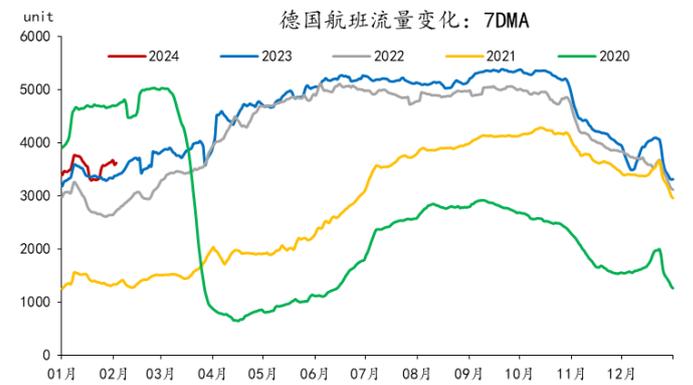
来源: CEIC、国金证券研究所

图表46: 美国纽约地铁载客量 2024 年初基本持平去年初



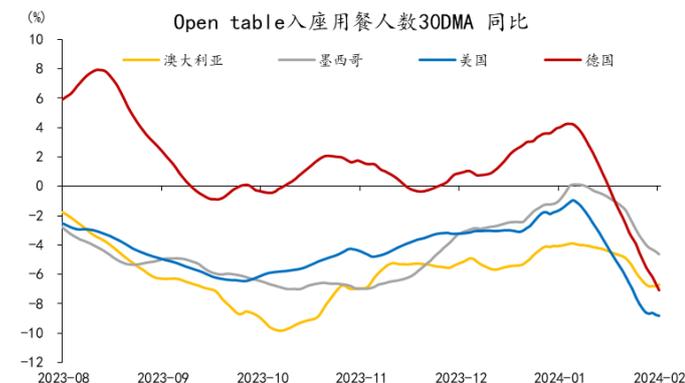
来源: WIND、国金证券研究所

图表47: 德国航班飞行次数 2024 年初基本持平去年初



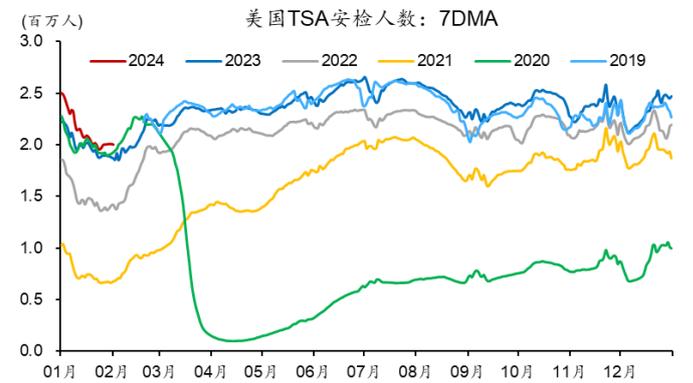
来源: CEIC、国金证券研究所

图表48: 德国 2024 年 2 月初外出用餐人数同比大幅回落



来源: CEIC、国金证券研究所

图表49: 美国 TSA 安检人数 2024 年初强于季节性



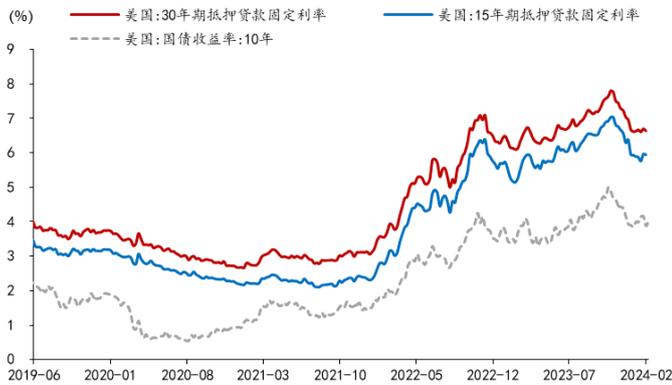
来源: CEIC、国金证券研究所

(五) 地产与信贷: 截至 2 月 1 日, 美国 30 年期抵押贷款利率为 6.6%

截至 2 月 1 日, 美国 30 年期抵押贷款利率为 6.6%, 较 2023 年 11 月底的 7.2% 下降 59BP。15 年期抵押贷款利率为 5.9%, 较 2023 年 11 月底的 6.6% 下降 62BP。截至 1 月 27 日, 美国 REALTOR 二手房挂牌价增速回落至 0。

图表50: 美国 30 年期抵押贷款利率略回落至 6.6%

图表51: 美国二手房挂牌价增速回落至 0



来源: WIND、国金证券研究所

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