

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

置身之外：美联储的政治立场与宽松倾向

2023 年底以来，鲍威尔的“意外”转向和偏鸽的政策立场是否是对政治的一种“媾和”？2024 年美联储会“提前”降息吗？拜登与特朗普的较量，美联储能否“置身事外”？

置身事外：美联储的政治立场与宽松倾向

大选年，美联储政策是否存在“宽松主义”倾向？经验并不支持这一“常识”。在 1955 年以来的 17 个大选年中，美联储货币政策利率有升有降。与常识相悖的是，无论从加息与降息的频次看，还是从宽松与紧缩的次数看，大选年甚至存在“紧缩主义”倾向。上世纪 80 年代以来，与非大选年相比，大选年美联储货币政策似乎没有什么不一样。法律意义上，美联储仅需对国会负责，但美联储不是在“政治真空”中做决策。在既定的政策方向上，美联储确有可能面临“择时”的政治约束，即尽可能地避免在大选投票（11 月）前后突然转向。所以，白宫对美联储政策的影响虽不能说忽略不计，但也不宜被夸大。可以说，白宫与美联储在“距离产生美”方面形成了默契。

或者说，不能将大选年美联储的宽松倾向纯粹归因于政治影响。大选年政治与政策不确定性地抬升是客观存在的，这一不确定性必然会增加经济的不确定性、加剧金融市场的震荡，从而要求美联储政策做出反应。美国的经验是，在政治极化和候选人势均力敌的状况下，经济政策不确定指数（EPU）会上升了 28%。

本世纪初以来，美联储的“宽松主义”倾向是客观存在的。这体现了货币政策的分配效应。无论从政策利率的趋势、相对于中性利率的水平，还是从“落后于曲线”的程度上看，美联储货币政策似乎都有一种“宽松主义”倾向。因为，不同群体在经济衰退中受到的负面影响和在经济繁荣中获得的收益有较大差异，延长复苏周期有助于降低贫富分化。这次有何不同？通胀仍是主要矛盾。开年以来，美国“去通胀”进程慢于预期，CPI 通胀已经连续两个月超预期。结构上看，原油是整体 CPI 反弹的主要动力之一，考虑到低基数效应，3 月或进一步向上拉动 CPI 同比。核心通胀同比下行趋势仍在延续，但已经放缓，因为非租金核心服务通胀已经开始反弹。租金通胀或在 8 月前后见底反弹。

2024 年，适时降息仍是美联储政策的基准假设。综合考虑经济与政治因素，6 月或 7 月首次降息或是美联储的最优选择，全年降息 2-3 次。但这并不是没有条件的，过度宽松的金融条件将增加后续通胀的不确定性。实际操作中，上半年需关注原油和超级核心服务通胀，下半年需关注租金通胀，需预防阶段性的再通胀交易和 10 年美债利率向上超调。

海外事件&数据：美国 2 月通胀数据双超预期，日本“春斗”首轮薪资谈判 5.28%

美国 2 月 CPI 同比 3.2%，预期 3.1%，前值 3.1%；CPI 环比 0.4%，预期 0.4%，前值 0.3%。核心 CPI 同比 3.8%，预期 3.7%，前值 3.9%；核心 CPI 环比 0.36%，预期 0.3%，前值 0.39%，环比年化 4.4%。整体 CPI 反弹的原因主要是能源、二手车和卡车的贡献。核心 CPI 继续超预期的主要原因是核心服务保持粘性。

2024 年“春斗”工会要求涨幅为 5.85%，去年为 4.49%，日本最大工会 Rengo 于 3 月 15 日公布首轮薪资谈判结果：5.28%总工资涨幅，这是自 1991 年(5.66%)以来 33 年来首次超过 5%，去年同期为 3.8%、最终答复为 3.58%。不断加剧的不平等、通胀和劳动力短缺等都是推动工资大幅上涨的因素。

截至美国时间 3 月 15 日，市场定价美联储 6 月首次降息的概率为 55%，2024 年降息 3 次。3 月 13 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，准备金规模上升，TGA 存款下降 70 亿美元。货币市场基金规模上升 310 亿美元。3 月 6 日当周，美国商业银行存款上升 820 亿美元。

风险提示

地缘政治冲突升级；美联储上调长期中性利率水平；金融条件边际收缩；

内容目录

一、置身事外：美联储的政治立场与宽松倾向.....	4
（一）内嵌于政府的独立性：大选年，美联储更倾向于宽松吗？证据不充分，需具体分析.....	4
（二）货币政策的分配效应：后危机时代，美联储奉行“宽松主义”的空间和经济学逻辑.....	7
（三）这次有何不同？通胀仍是降息的主要矛盾，过于宽松的金融条件或增强再通胀风险.....	10
二、海外基本面&重要事件.....	12
（一）货币与财政：市场定价美联储 2024 年降息 3 次.....	12
（二）通胀：CPI、PPI 数据双超预期，核心服务保持粘性.....	14
（三）零售销售：数据反弹，但不及预期，今年以来经济活动较为疲软.....	17
（四）失业金：初请人数仍处历史低位.....	17
（五）日本“春斗”：首轮薪资谈判结果 5.28%.....	18
风险提示.....	18

图表目录

图表 1：大选年与非大选年，美联储政策利率的变化.....	4
图表 2：大选年，货币政策利率水平（含 2024 年）.....	4
图表 3：大选年，货币政策利率的变化（含 2024 年）.....	4
图表 4：大选年与非大选年，货币政策利率的变化.....	5
图表 5：大选年与非大选年，货币政策立场的比较.....	6
图表 6：大选年与非大选年，货币政策利率的变化.....	6
图表 7：美国总统与美联储互动的频次（1993-2016）.....	7
图表 8：美国总统与美联储互动的频次（按总统排序）.....	7
图表 9：美国经济政策不确定性指数（EPU）.....	7
图表 10：大选年 11 月前后 EPU 的变化.....	7
图表 11：正常化过程中，政策利率倾向于宽松.....	8
图表 12：货币政策利率或不具备“足够限制”性.....	8
图表 13：2008 年衰退，不同群里失业率及其变化.....	8
图表 14：2020 年衰退，不同群里失业率及其变化.....	8
图表 15：美国不同收入群体的收入结构（2019）.....	9
图表 16：复苏期，低工资劳动者工资增长更滞后.....	9
图表 17：复苏期，低工资劳动者失业率修复更慢.....	9
图表 18：美债利率与美联储货币政策目标利率（区间）.....	10
图表 19：OIS 隐含的 FFR 路径.....	10

图表 20: 6 月降息的概率仅小幅占优 (55%)	10
图表 21: GDPNow 预测美国 Q1GDP 环比增速 2.3%	11
图表 22: 美国每周经济指数显示增速小幅放缓	11
图表 23: 金融压力下行, 或推升制造业景气回升	11
图表 24: 制造业库存与 CPI、PPI 高度正相关	11
图表 25: 整体 CPI 同比持续横盘震荡	12
图表 26: 核心 CPI 同比下行趋势放缓	12
图表 27: 美国 PCE 同比及其拉动	12
图表 28: 租金通胀或在 8 月前后见底	12
图表 29: 美国流动性量价跟踪	13
图表 30: 美联储减持美债规模	13
图表 31: 美联储逆回购规模当周略升	13
图表 32: 截至 3 月 15 日, 美联储降息概率	14
图表 33: OIS 隐含 FFR 利率	14
图表 34: 美国 2 月 CPI 同比、环比及其结构	15
图表 35: 核心服务保持韧性	15
图表 36: 能源、二手车、交通环比大幅反弹	15
图表 37: 房价指数对住房 CPI 影响的滞后性	16
图表 38: 工资增速与超级核心服务通胀	16
图表 39: 美国 2 月 PPI 同比、环比及其结构	16
图表 40: 美国 2 月 PPI 同比贡献	16
图表 41: 能源商品环比大幅反弹	16
图表 42: 美国 2 月零售销售同比、环比及其结构	17
图表 43: 美国 2 月零售销售同比贡献	17
图表 44: 美国 2 月零售销售环比贡献	17
图表 45: 美国至 3 月 9 日当周初请失业 20.9 万人	18
图表 46: 美国 3 月 4 日当周新增职位数量下降	18
图表 47: “春斗”最终答复与第一轮答复结果相差甚微	18
图表 48: 日本核心-核心 CPI 与“春斗”加薪正相关	18

当“Higher for Longer”叙事遇上2024年总统选举，美联储需要权衡的不只是经济领域的增长、通胀和金融风险问题，还要加上政治维度。2023年底以来，鲍威尔的“意外”转向和偏鸽的政策立场是否是对政治的一种“媾和”？2024年美联储会“提前”降息吗？拜登与特朗普的较量，美联储能否“置身事外”？

一、置身事外：美联储的政治立场与宽松倾向

（一）内嵌于政府的独立性：大选年，美联储更倾向于宽松吗？证据不充分，需具体分析

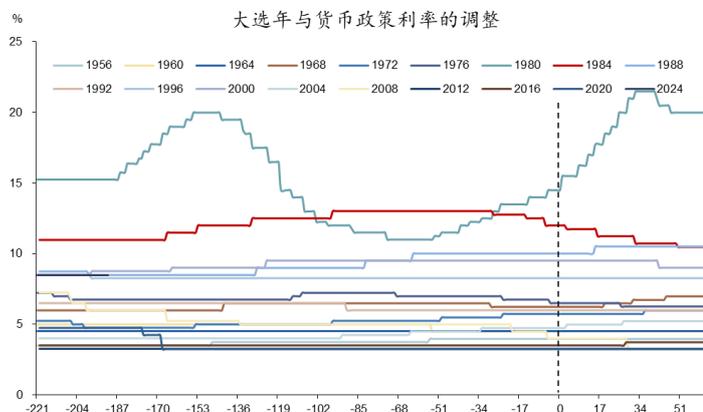
法律意义上，美联储仅对国会负责。但美联储不是在“政治真空”中做决策，白宫对美联储的影响是客观存在的，例如通过提名美联储主席或FOMC成员的方式。但退一步说，美联储政策的有效性也依赖于财政等政策的协同。按照伯南克的描述，美联储的独立性是一种“内嵌于政府的独立性”¹。

图表1：大选年与非大选年，美联储政策利率的变化



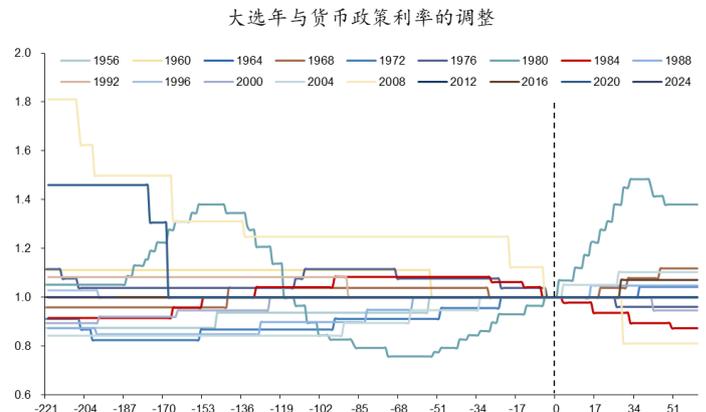
来源：美联储、CEIC、国金证券研究所（政策利率代表变量为最优贷款利率，蓝色序号表示连任选举，黄色表示非连任）

图表2：大选年，货币政策利率水平（含2024年）



来源：美联储、CEIC、国金证券研究所

图表3：大选年，货币政策利率的变化（含2024年）



来源：美联储、CEIC、国金证券研究所

¹ 参考伯南克：《行动的勇气》，原文“政府内部的独立”。

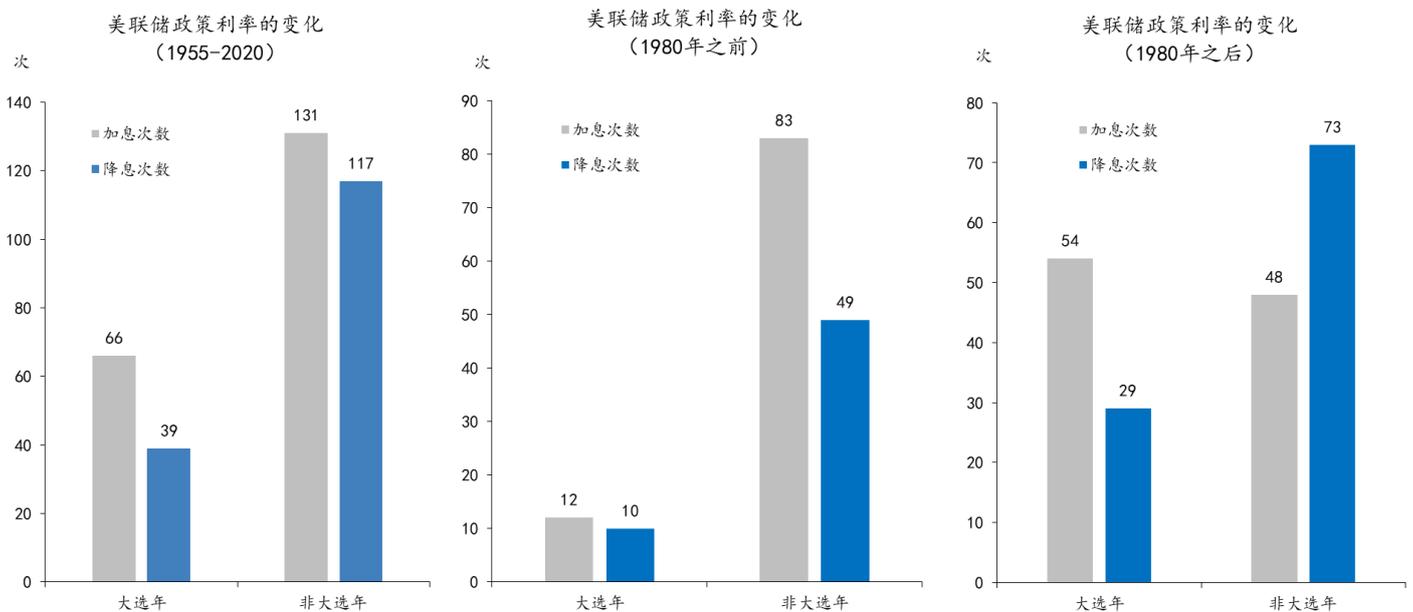
大选年美联储政策是否存在“宽松主义”倾向？经验并不支持这一“常识”。在1955年以来的17个大选年份中，美联储货币政策利率有升有降。与常识相悖的是，无论从加息与降息的频次看，还是从宽松与紧缩的次数看，大选年美联储政策甚至存在“紧缩主义”倾向。与非大选年相比，大选年似乎也并没有什么不一样。所以，是否为“大选年”或非判断美联储货币政策立场的有效解释变量：

第一，大选年美联储加息的次数多于降息次数。在17个大选年份中，美联储共计加息66次，降息39次，比值1.7；以1980年为界，分两个时间段而言，在1980年之前的6个大选年中，共计加息12次，降息10次，比值1.2；1980年之后的11个大选年中，加息54次，降息29次，比值1.9；

第二，17个大选年中，货币政策利率上行的频次多于下行，但1980年以来两者相等。比较大选年年初和11月大选前的利率，上行为紧缩，下行为宽松，不变为中性。在17个大选年中，货币政策立场宽松、紧缩和中性的频次分别为7次、8次和2次，1980年之前为2次、3次和1次，1980年后为5次、5次和1次；

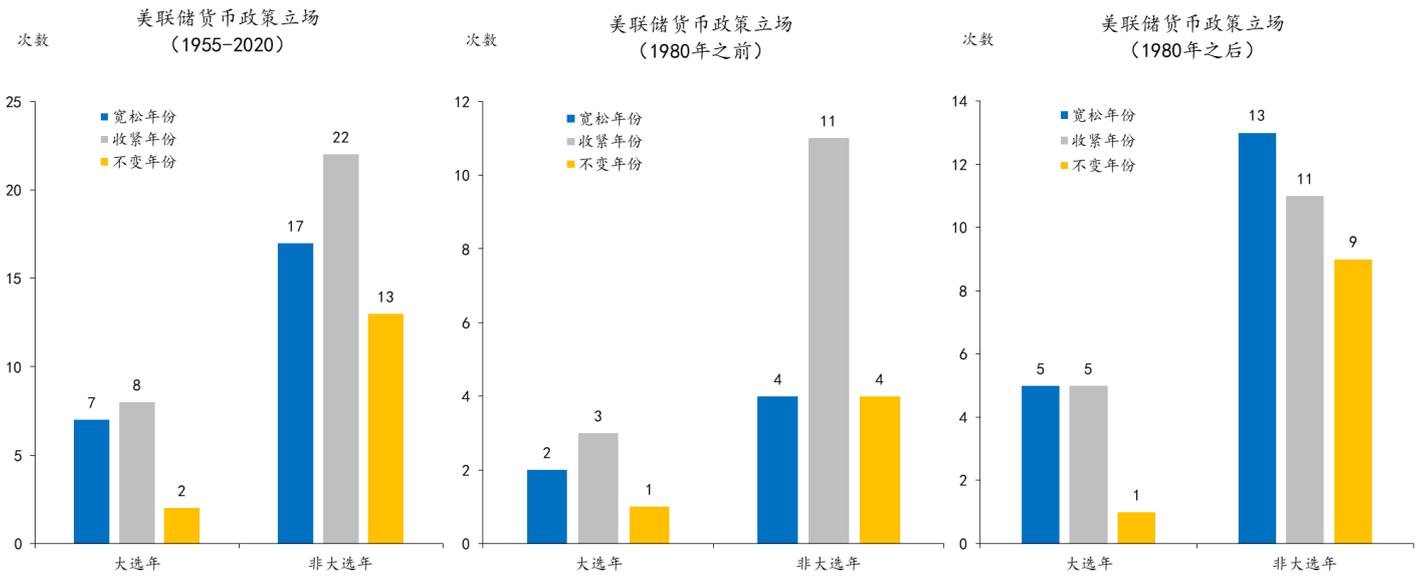
第三，在1955年以来的全样本中，大选年与非大选年都存在“紧缩主义”倾向。非大选年加息与降息的次数共计131次和117次，货币政策立场宽松、紧缩和中性的频次为17次、22次和13次。并且，1980年以来，非大选年的“宽松倾向”更为显著，加息和降息的次数分别为48次和73次；宽松和紧缩的年数计数分别为13次和11次。

图表4：大选年与非大选年，货币政策利率的变化



来源：美联储、CEIC、国金证券研究所（政策利率代表变量为最优贷款利率）

图表5: 大选年与非大选年, 货币政策立场的比较



来源: 美联储、CEIC、国金证券研究所 (“宽松”: 从年初到大选之前, 利率下行; “收紧”: 从年初到大选之前, 利率上行;)

在既定的政策方向上, 美联储确有可能面临“择时”的政治约束, 即在经济逻辑不成立的情况下, 美联储会尽可能地避免在大选投票(11月)前后突然转向, 例如2016年12月加息就是一次“被推迟的加息”。在2008年大危机之后的正常化周期中, 美联储于2015年12月开启加息周期, 但迟至2016年12月才第二次加息, 主要原因是外部环境的不确定性。在2016年11月例会中(大选前6天), 时任纽约联储行长达德利(Dudley)就反对加息。他表示, 这样做会给人一种不必要的紧迫感。当然, 如果已经转向, 大选的扰动就极为次要了。历史上, 11月投票前后进一步宽松或紧缩的案例都不胜枚举。

图表6: 大选年与非大选年, 货币政策利率的变化

大选年份	加息次数	降息次数	加息幅度	降息幅度	累计变化	方向	最后一次操作	最后一次操作幅度	胜选方	胜选方党派	败选方	败选方党派	是否连任竞选	连任是否成功
1956	2	0	0.5	0.0	0.5	收紧	1956/8/21	0.25	艾森豪威尔	共和党	史蒂文森	民主党	是	是
1960	0	1	0.0	-0.5	-0.5	放松	1960/8/23	-0.50	肯尼迪	民主党	尼克松	共和党	否	不适用
1964	0	0	0.0	0.0	0.0	不变	无	无	林登·约翰逊	民主党	戈德华特	共和党	是	是
1968	3	1	1.0	-0.3	0.8	收紧	1968/12/18	0.25	尼克松	共和党	汉弗莱	民主党	否	不适用
1972	5	2	1.3	-0.5	0.8	收紧	1972/12/27	0.25	尼克松	共和党	麦义文	民主党	是	是
1976	2	6	0.5	-1.5	-1.0	放松	1976/12/13	-0.25	吉米·卡特	民主党	福特	共和党	是	否
1980	27	11	15.3	-9.0	6.3	收紧	1980/12/19	0.50	里根	共和党	吉米·卡特	民主党	是	否
1984	6	7	3.0	-3.3	-0.3	放松	1984/12/20	-0.50	里根	共和党	蒙代尔	民主党	是	是
1988	5	1	2.0	-0.3	1.8	收紧	1988/11/29	0.50	乔治·布什	共和党	杜卡基斯	民主党	否	不适用
1992	1	1	0.0	-0.5	-0.5	放松	1992/7/2	-0.50	克林顿	民主党	乔治·布什	共和党	是	是
1996	1	1	0.0	-0.3	-0.3	放松	1996/2/1	-0.25	克林顿	民主党	鲍勃·多尔	共和党	是	是
2000	3	0	1.0	0.0	1.0	收紧	2000/5/17	0.50	布什	共和党	阿尔·戈尔	民主党	否	不适用
2004	6	0	1.3	0.0	1.3	收紧	2004/12/14	0.25	布什	共和党	约翰·克里	民主党	是	是
2008	1	6	0.0	-4.0	-4.0	放松	2008/12/16	-0.75	奥巴马	民主党	麦凯恩	共和党	否	不适用
2012	1	0	0.0	0.0	0.0	不变	无	无	奥巴马	民主党	罗姆尼	共和党	是	是
2016	2	0	0.3	0.0	0.3	收紧	2016/12/15	0.25	特朗普	共和党	希拉里	民主党	否	不适用
2020	1	2	0.0	-1.5	-1.5	放松	2020/3/16	-1.00	拜登	民主党	特朗普	共和党	是	否

来源: 美联储、CEIC、国金证券研究所 (政策利率代表变量为最优贷款利率)

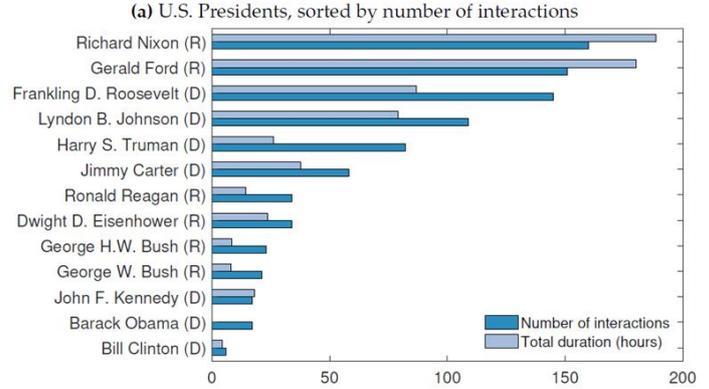
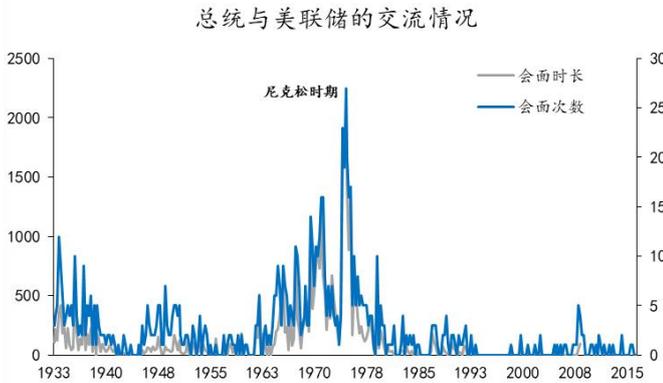
所以, 白宫对美联储政策的影响虽不能说忽略不计, 但也不宜被夸大。格林斯潘以来, 白宫与美联储在“距离产生美”方面形成了默契。学术界常用白宫与美联储的“互动”来刻画美联储的政治压力。根据美国总统的日程安排(Drechsel, 2024), 可知1933年富兰克林·罗斯福上任至2016年的奥巴马任期结束期间, 总统与联储官员共有800多次互动的记录, 每次互动的平均时间53分钟, 36%是1对1, 92%是与美联储主席进行。从频率分布上看, 美联储的政治压力在20世纪70年代达到峰值(尼克松和福特任期), 例如尼克

松总统与美联储官员进行了 160 次互动，而克林顿时代总共只有 6 次。

美联储独立性的增强起源于“大滞胀”时代的教训。学术研究认为²，在当时的政治与财政主导的环境下，失去独立性的美联储对通胀的持续性负有不可推卸的责任。1972 年，在位的尼克松总统寻求连任，便向美联储主席伯恩斯坦施压，要求并成功迫使其降息，为 1973 年“第一次石油危机”之后的大通胀奠定了宽松的货币环境。

图表7：美国总统与美联储互动的频次（1993-2016）

图表8：美国总统与美联储互动的频次（按总统排序）



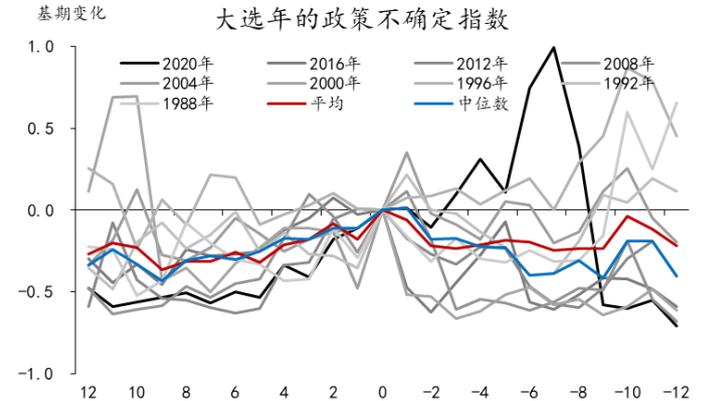
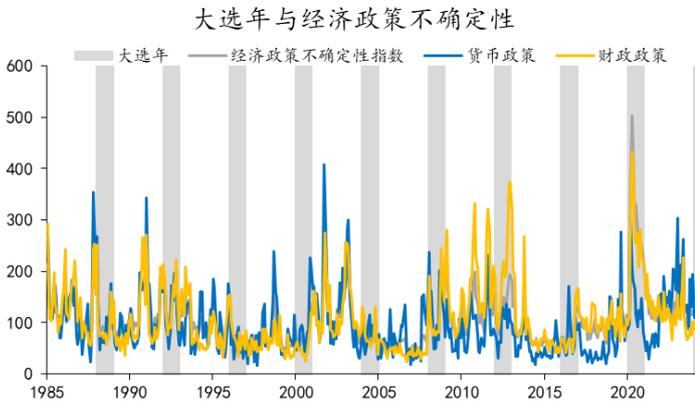
来源：Drechsel, 2024；国金证券研究所

来源：Drechsel, 2024；国金证券研究所

80 年代中期以来，也并不能将大选年美联储的宽松行为纯粹归因于政治影响。大选年政治与政策不确定性地抬升是客观存在的，这一不确定性必然会增加经济的不确定性、加剧金融市场的震荡，从而要求美联储政策做出反应。美国的经验是，在政治极化和候选人势均力敌的状况下，经济政策不确定指数 (EPU) 会上升了 28%。

图表9：美国经济政策不确定性指数 (EPU)

图表10：大选年 11 月前后 EPU 的变化



来源：美联储、CEIC、国金证券研究所

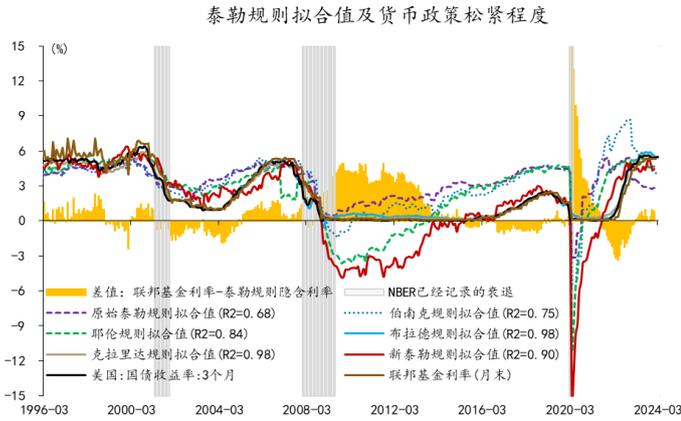
来源：美联储、CEIC、国金证券研究所

（二）货币政策的分配效应：后危机时代，美联储奉行“宽松主义”的空间和经济学逻辑

即使不是政治原因，也不可否认美联储的“宽松主义”倾向也是客观存在的。无论从政策利率的趋势、相对于中性利率的水平，还是从“落后于曲线”的程度上看，美联储货币政策似乎都有一种“宽松主义” (accommodation) 倾向。这不同于马丁-沃尔克-格林斯潘传统——“逆风而行” (lean against the wind)。基于泰勒规则拟合得到的中性利率水平可知，在大衰退以来两次利率正常化进程中，货币政策利率都偏低，尤其是上一次 (2015-2018 年加息周期)，本次的“限制性水平”也有限。

² Drechsel, 2024. Estimating the Effects of Political Pressure on the Fed: A Narrative Approach with New Data, CEPR Discussion Paper No. 18612. Baker et al., 2020. Elections, Political Polarization, and Economic Uncertainty, NBER WP.

图表11: 正常化过程中, 政策利率倾向于宽松



来源: 美联储、CEIC、笔者测算、国金证券研究所

图表12: 货币政策利率或不具备“足够限制”性

当前中性货币政策利率水平

	Fed SEP-LR	Measure of Gap (CBO Consistent)				
		U-3 Gap	U-3	ZPOP	U-6	Emp-Pop
2%	6.08	6.45	6.61	6.38	6.42	6.15
FOMC Longer-run	4.58	4.95	5.11	4.88	4.92	4.65
HLW 2017 model	4.81	5.18	5.34	5.12	5.16	4.88
LW 2003 model	5.20	5.57	5.73	5.50	5.54	5.27
LM 2015 model	6.31	6.67	6.83	6.61	6.65	6.38

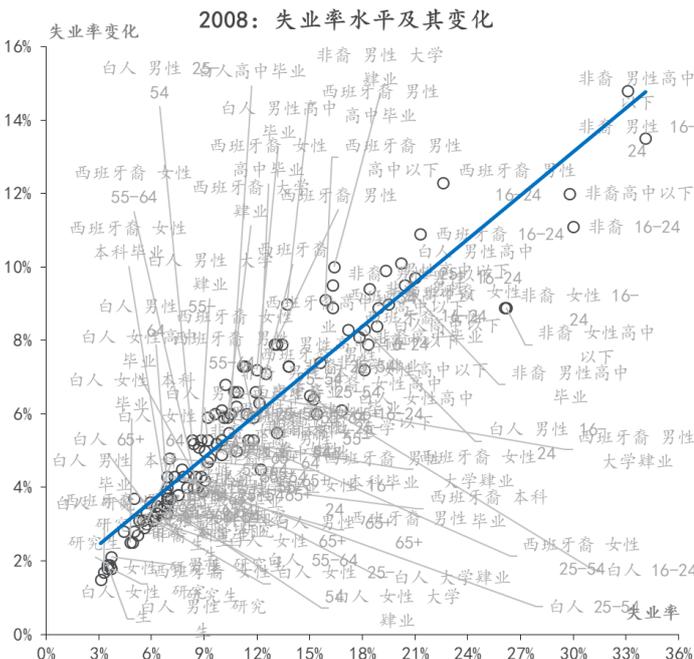
来源: 美联储、CEIC、笔者测算、国金证券研究所

菲利普斯曲线的平坦化使通胀成为货币政策的软约束, 这为宽松主义打开了空间, 也切实有助于改善收入分配。20 世纪 70 年代中期以来, 美国贫富分化问题日渐突出, 其原因主要是结构性的——技能偏好性技术进步、经济的全球化和金融化、市场集中度和企业议价能力的提升、数字经济的“赢家通吃”特征等。

长期以来, 美联储政策目标并未明确包含分配的维度, 但越来越多的证据显示, 分配格局的恶化却直接影响到“物价稳定”和“最大就业”目标的实现, 因为贫富分化是导致经济长期停滞、压抑自然利率和物价水平的重要原因。所以, 如何更好的调节收入分配已经成为美联储货币政策的题中之意 (Powell, 2021)。

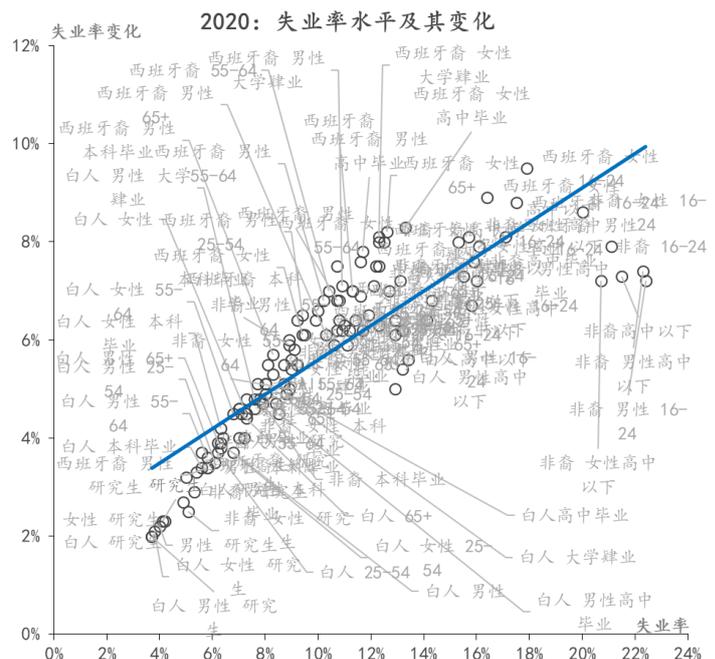
经济周期的一个特征事实是, 不同群体在经济衰退中受到的负面影响和在经济繁荣中获得的收益有较大差异。一般而言, 弱势群体具有高贝塔特征, 在经济衰退中受到的负面冲击更显著, 却只能在经济繁荣持续一段时间后才能收益。2008 年大危机之后, 非裔群体的失业率下降明显高于其他族裔, 其中, “非裔/男性/高中以下”群体的失业率增加了 14.8 个百分点, 峰值时失业率高达 33.10%。2020 衰退期间, 西班牙裔失业率上升幅度最大, 其中, “西班牙裔/女性/16-24 岁”群体的失业率上升了 9.5 个百分点, 峰值时失业率达到了 17.9%。弱势群体与优势群体失业率的差距几乎在每一次经济衰退中都会扩大。

图表13: 2008 年衰退, 不同群里失业率及其变化



来源: CEIC、国金证券研究所

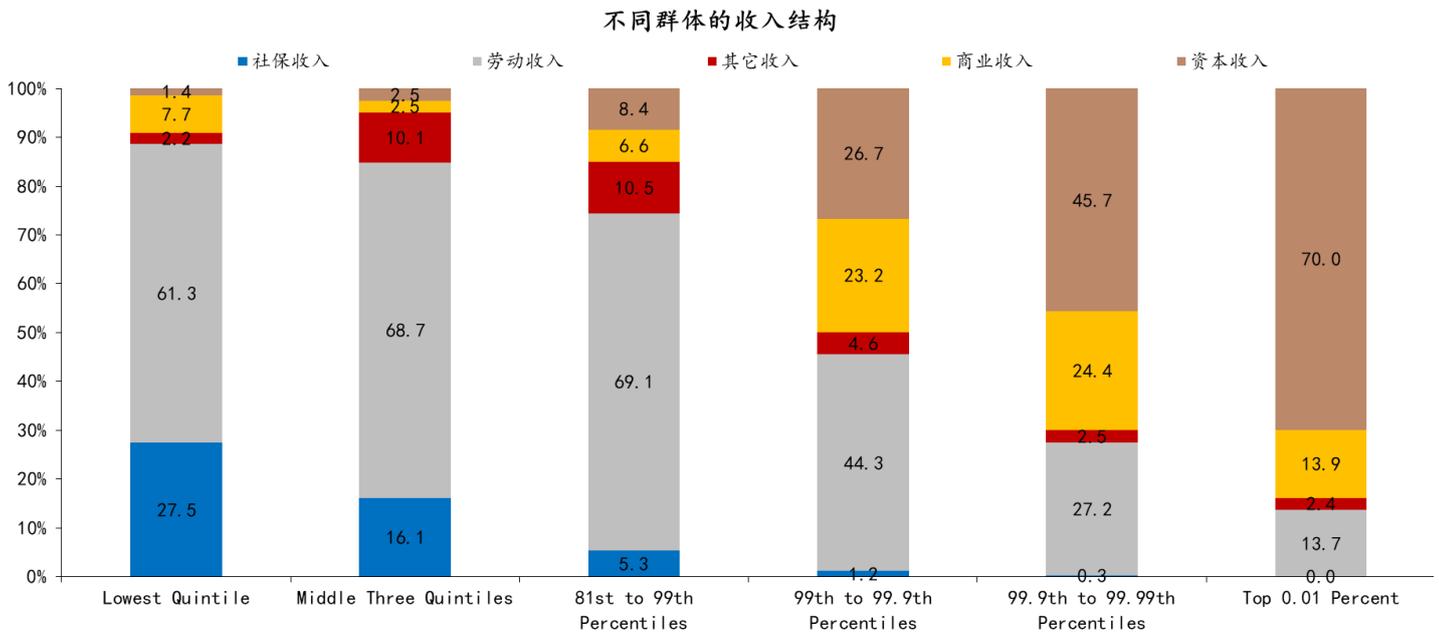
图表14: 2020 年衰退, 不同群里失业率及其变化



来源: CEIC、国金证券研究所

货币政策天然具有分配效果³。因为，不同群体的收入结构有明显差异，而不同收入来源具有不同的周期敏感性和利率敏感性。一方面，收入水平越低，劳动收入占比越高，资本利得收入占比越低；另一方面，与之相对应，财富水平越高，权益和固定收益类资产占比越高，住房资产占比越低。40多年来，中低收入者的真实工资水平基本处于停滞，甚至是下降状态，他们也很少能从美国繁荣的资本市场中获益；反之，高收入人群不仅工资涨幅可观，同时还能从资本市场获得更多资本利得收益。即使是大衰退时代，由于量化宽松政策带来了资本市场大繁荣，富裕阶层也是受益者（迈恩和苏非，《债居时代》）。预防再次出现大萧条或“日本式”通缩的货币政策间接加剧了贫富分化，进而压缩了货币政策空间。

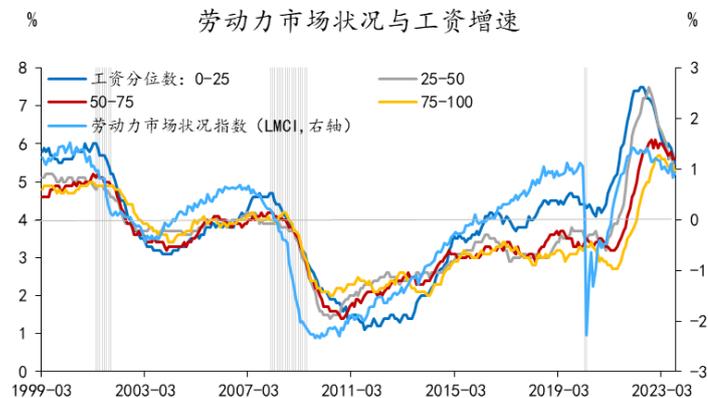
图表15：美国不同收入群体的收入结构（2019）



来源：CBO、国金证券研究所

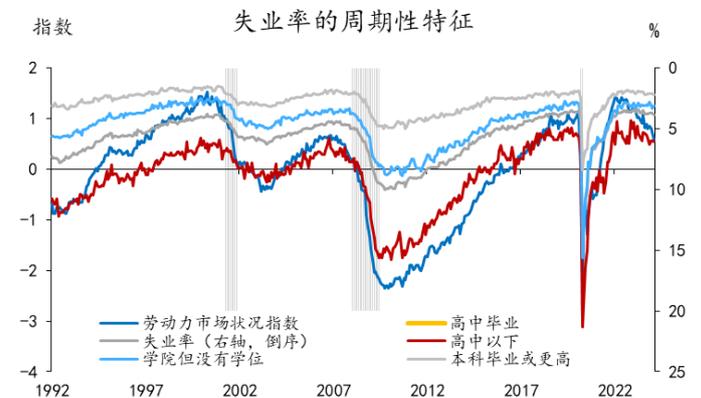
贫富分化主要是在经济波动中实现的，尤其是在经济衰退时期。实证研究表明，在经济衰退中，最富有家庭的总失业成本相当于一生消费的2%，而低收入家庭的这一比例高达5%（Krueger et al., 2016）。所以，降低经济衰退程度和频率的货币政策策略可能会降低经济不平等（Feiveson et al., 2020），反之则有助于降低货币政策面临“零利率下限”约束的风险。美联储2020年修订的新货币政策框架就考虑到了货币政策的分配效应。如果考虑新货币政策框架，美联储奉行“宽松主义”的经济逻辑也是充分的。

图表16：复苏期，低工资劳动者工资增长更滞后



来源：美联储、CEIC、国金证券研究所

图表17：复苏期，低工资劳动者失业率修复更慢



来源：美联储、CEIC、国金证券研究所

³ Feiveson et al., 2020. Distributional Considerations for Monetary Policy Strategy. Finance and Economics Discussion Series 2020-073. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

(三) 这次有何不同？通胀仍是降息的主要矛盾，过于宽松的金融条件或增强再通胀风险

2024年初以来，期货市场逐步修正对美联储2024全年降息的预期——从最激进的6次下修至3次左右（若考虑概率，期望值小于3次），10年美债利率随之从最低的3.8%以下上行至最高的4.35%，再次回到2022年10月和2023年8月中旬的位置。4.3%的10年美债利率可以被认为是今年上半年的一个中枢位置，上下震荡区间20-30bp。短期内，考虑美国通胀、增长和日央行正常化问题，我们倾向于认为10年美债利率将位于中枢以上区间震荡，4.4%以上可被视为超调部分——4.4%对应全年2次降息。

图表18：美债利率与美联储货币政策目标利率（区间）



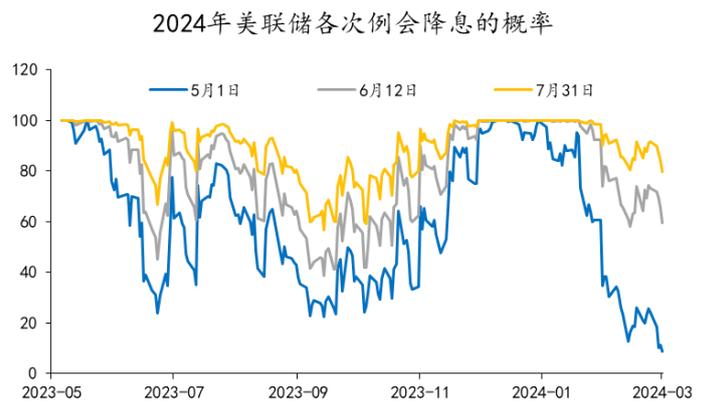
来源：CEIC、国金证券研究所

图表19：OIS 隐含的FFR路径

CME FedWatch	24-01	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12
575-600	0	0	0	0	0	0	0	0
550-575	0	0	0	0	0	0	0	0
525-550	97	98	91	41	20	6	3	1
500-525	3	2	8	55	48	28	17	8
475-500	0	0	0	5	30	43	36	23
450-475	0	0	0	0	2	22	32	34
425-450	0	0	0	0	0	2	11	25
400-425	0	0	0	0	0	0	1	8
375-400	0	0	0	0	0	0	0	1
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0

来源：CME、Bloomberg、国金证券研究所

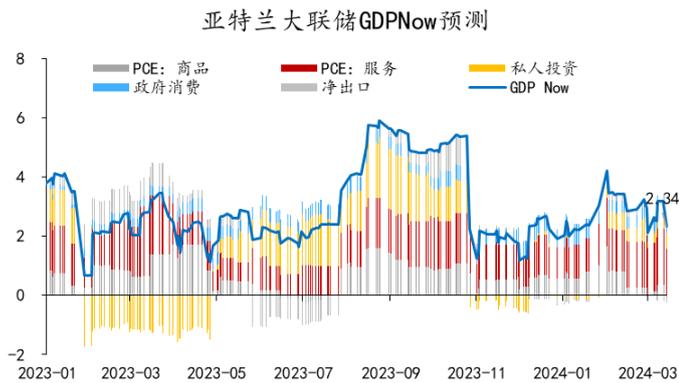
图表20：6月降息的概率仅小幅占优（55%）



来源：CME、Bloomberg、国金证券研究所

开年以来，美国经济数据强弱不一，但与整体CPI通胀相关性更高的部分或已确认景气上行。亚特兰大联储GDPNow预测，美国1季度GDP增速（环比折年）为2.3%，每周经济指数开年以来中枢小幅下行，但仍显示经济有韧性。

图表21: GDPNow 预测美国 Q1GDP 环比增速 2.3%



来源: CEIC、国金证券研究所

图表22: 美国每周经济指数显示增速小幅放缓



来源: CEIC、国金证券研究所

在 2024 年展望《脆弱与反脆弱》中，我们曾强调海外补库周期的启动和全球贸易景气改善的机会。美国或扮演“领头羊”的角色。一方面，2022 年下半年至 2023 年底，美国制造业经历了一个较为完整、甚至是延长的去库存周期，2023 年下半年处于磨底状态；另一方面，制造业景气度与金融条件高度相关，且后者是前者的逻辑因。

受益于 2023 年底金融条件的改善，制造业景气的抬升或强于预期（2 月美国 ISM 制造业 PMI 回调至 47.8，预期 49.5⁴）。但是，制造业库存同比与 PPI、商品 CPI、CPI 同比的相关系数分别为 0.71、0.69 和 0.64。与 2023 年“去通胀”不同的是，当经济运行的逻辑切换到需求主导区间，美联储政策也将陷入“两难全”的境地。

图表23: 金融压力下行，或推升制造业景气回升



来源: CEIC、国金证券研究所

图表24: 制造业库存与CPI、PPI 高度正相关

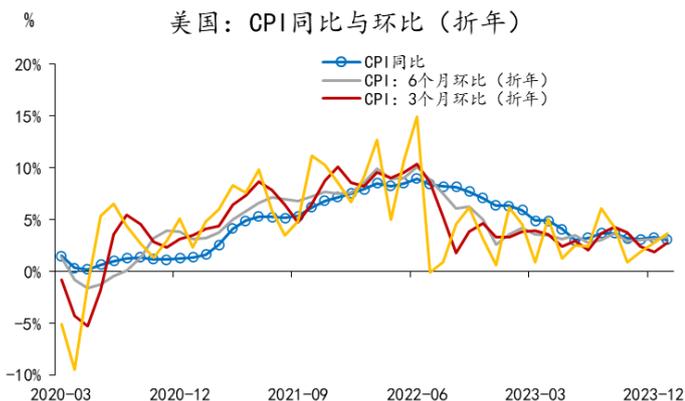


来源: CEIC、国金证券研究所

开年以来，美国“去通胀”进程慢于预期，CPI 通胀已经连续两个月超预期。从 3 个月和 6 个月环比折年看，CPI 或核心 CPI 均面临一定的反弹压力。结构上看，原油是整体 CPI 反弹的主要动力，考虑到低基数效应，今年 3-4 月或进一步向上拉动 CPI 同比。核心通胀同比下行的趋势仍在延续，但已经放缓，主要原因是租金仍主导核心通胀的趋势，但非租金核心服务通胀的反弹已经形成对冲。从房价与租金的滞后关系看，租金通胀或在 8 月前后再见底反弹（弹性或弱于房价）。基于核心通胀的环境，在此之前降息的条件或更为充分。

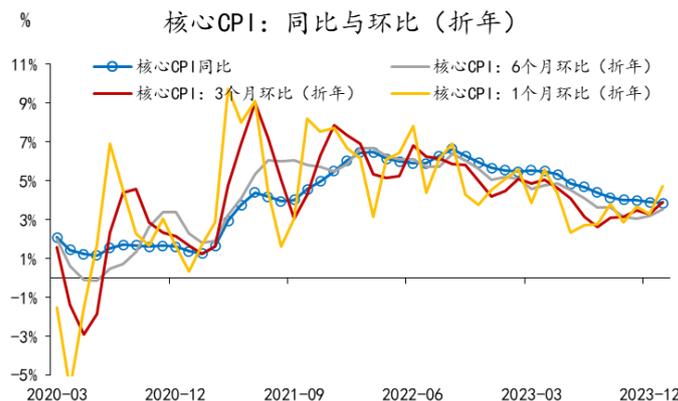
⁴ 参见报告：《美国大选，特朗普的“八十一难”！》（2024 年 3 月 3 日，海外高频跟踪部分）。

图表25: 整体 CPI 同比持续横盘震荡



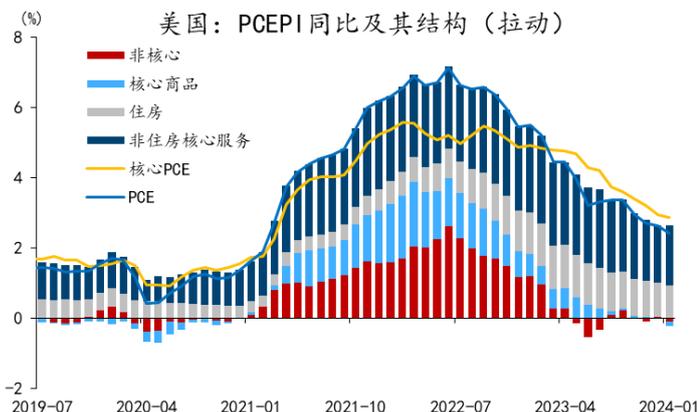
来源: CEIC、国金证券研究所

图表26: 核心 CPI 同比下行趋势放缓



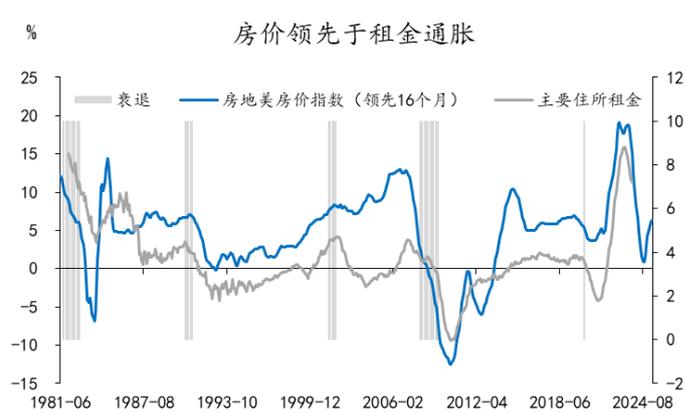
来源: CEIC、国金证券研究所

图表27: 美国 PCE 同比及其拉动



来源: CEIC、国金证券研究所

图表28: 租金通胀或在 8 月前后见底



来源: CEIC、国金证券研究所

综合而言，通过对二战结束以来大选年美联储行为的分析，报告认为，沃尔克时代伊始，美联储的政策独立性和透明度明显增强，白宫对美联储的干预明显弱化，双方逐渐认同了这种“距离之美”。比较而言，经济、金融在美联储决策中占主导地位。在既定的货币宽松或紧缩周期中，以大选为代表的政治事件确有可能影响美联储决策的节奏。

2024 年，适时降息仍是美联储政策的基准假设。综合考虑经济与政治因素，若不考虑突发事件，6 月或 7 月首次降息或是美联储的最优选择，全年降息 2-3 次。但这并不是没有条件的，过度宽松的金融条件将增加后续通胀的不确定性，进而压缩美联储降息的空间。实际操作中，上半年需关注原油和超级核心服务通胀，下半年需关注租金通胀，需预防阶段性的再通胀交易和 10 年美债利率向上超调。

二、海外基本面&重要事件

(一) 货币与财政: 市场定价美联储 2024 年降息 3 次

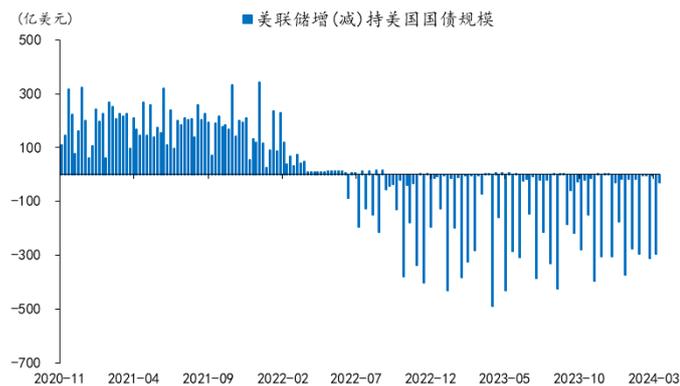
3 月 13 日当周，美联储总资产规模下降，美联储 BTFP 工具使用量微升。负债端，逆回购规模下降，准备金规模上升，TGA 存款下降 70 亿美元。货币市场基金规模上升 310 亿美元。3 月 6 日当周，美国商业银行存款上升 820 亿美元，大型银行存款上升 730 亿美元。CME FedWatch 显示，截至美国时间 3 月 15 日，市场定价美联储 6 月首次降息的概率为 55%，2024 年降息 3 次。

图表29: 美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	03-13	03-06	02-28	02-21	02-14	02-07	01-31
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↓ -29	7538.9	7567.8	7581.7	7633.9	7631.3	7630.1	7677.2
	其他贷款	十亿美元	↑ 3	172.5	169.2	168.8	169.9	170.4	170.5	171.7
	一级信贷	十亿美元	↓ -0.1	1.8	1.9	2.1	2.4	2.4	2.3	3.2
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 3	167.5	164.0	163.5	164.2	164.8	164.9	165.2
	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	↓ -115	793.4	908.8	914.6	905.6	890.2	977.6	980.1
	准备金	十亿美元	↑ 80	3620.7	3541.0	3523.1	3537.5	3555.7	3411.7	3489.7
	TGA	十亿美元	↓ -7	760.6	767.7	788.8	831.9	821.6	865.5	815.2
	商业银行									
	现金	十亿美元	↑ 45		3621.1	3576.2	3555.0	3569.5	3568.3	3475.0
	消费贷	十亿美元	↓ -15		1891.7	1906.9	1903.0	1904.4	1905.5	1915.5
	住房贷款	十亿美元	↓ -2		2571.0	2572.8	2570.3	2570.7	2571.9	2573.7
	商业地产贷款	十亿美元	↓ 0		2979.0	2979.2	2977.1	2978.7	2972.9	2973.2
	工商业贷款	十亿美元	↓ -15		2765.6	2780.5	2773.7	2776.6	2772.5	2769.2
存款	十亿美元	↑ 82		17573.7	17491.5	17405.7	17480.3	17426.2	17482.7	
大银行存款	十亿美元	↑ 73		10871.3	10798.3	10763.6	10826.2	10783.2	10840.2	
小银行存款	十亿美元	↑ 21		5356.9	5336.0	5310.1	5317.2	5313.6	5321.0	
货币市场基金	十亿美元	↑ 31	6108.4	6077.1	6058.4	6008.8	6014.1	6018.4	6001.7	
流动性价格型指标	隔夜融资市场									
	SOFR-IORB	BP	→ 0.0	-9.0	-9.0	-9.0	-10.0	-10.0	-9.0	-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	↓ -0.5	11.1	11.6	15.3	14.4	15.7	14.6	15.7
	票据与信用债市场									
	Master企业债利差	BP	↓ -6.0	95.0	101.0	98.0	94.0	98.0	100.0	102.0
	票据利差	BP	↓ -2.0	3.0	5.0	19.0	7.0	13.0	8.0	10.0
	离岸市场									
	欧元兑美元互换基差	BP	↑ 0.4	-4.9	-5.3	-5.0	-5.3	-6.0	-6.5	-9.5
日元兑美元互换基差	BP	↓ -2.3	-31.3	-29.0	-31.4	-31.0	-31.4	-31.3	-36.0	

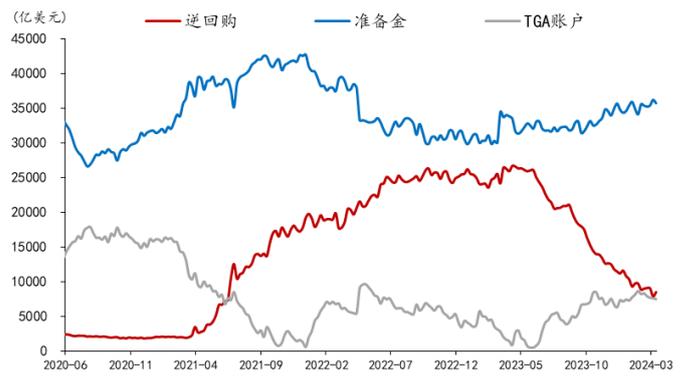
来源: FRED、Bloomberg、WIND、国金证券研究所

图表30: 美联储减持美债规模



来源: WIND、国金证券研究所

图表31: 美联储逆回购规模当周略升



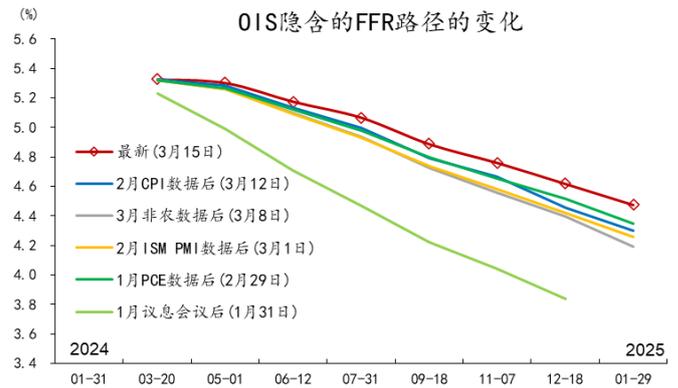
来源: WIND、国金证券研究所

图表32: 截至3月15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	25-01	25-03
525-550	98	94	41	22	7	3	1	1	0
500-525	2	6	55	49	30	19	9	5	3
475-500	0	0	4	27	42	36	25	17	11
450-475	0	0	0	2	19	31	34	30	23
425-450	0	0	0	0	1	10	23	29	29
400-425	0	0	0	0	0	1	7	15	22
375-400	0	0	0	0	0	0	0	4	10
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	2
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0

来源: FedWatch、国金证券研究所

图表33: OIS 隐含FFR利率



来源: Bloomberg、国金证券研究所

(二) 通胀: CPI、PPI 数据双超预期, 核心服务保持粘性

美国2月CPI(季调后,下同)同比3.2%,预期3.1%,前值3.1%;CPI环比0.4%,预期0.4%,前值0.3%,为2023年9月以来最大升幅。扣除食品和能源后,核心CPI同比3.8%,预期3.7%,前值3.9%,为2021年5月以来新低,但连续第二个月超预期;核心CPI环比0.36%,预期0.3%,前值0.39%,环比年化4.4%。整体CPI反弹的原因主要是能源、核心商品下的二手车和卡车的贡献,2月能源比1月多拉动CPI同比0.19%,2月二手车和卡车比1月多拉动CPI同比0.05%。核心CPI继续超预期的主要原因是核心服务保持粘性,2月核心服务拉动CPI同比3%,其中住所拉动2%。

长期通胀(同比)压力持续好转,但短期通胀(6M环比年化)继续反弹。从扩散指数来看,同比通胀超过3%、5%和10%的细分科目数量继续减少,但6M环比年化通胀的细分科目数量相比1月有所增加。住房和超级核心服务通胀放缓有助于核心通胀下行。一方面,在租金边际变化下,住房(主要是租金和OER)通胀自2023年3月以来一直处于下行趋势中,今年大概率会继续放缓;另一方面,劳动力市场的再平衡和薪资增速放缓,往往会对通胀产生抑制作用,后续随着薪资增速的进一步放缓,“工资-通胀”链条下、超级核心服务通胀有望继续下行。

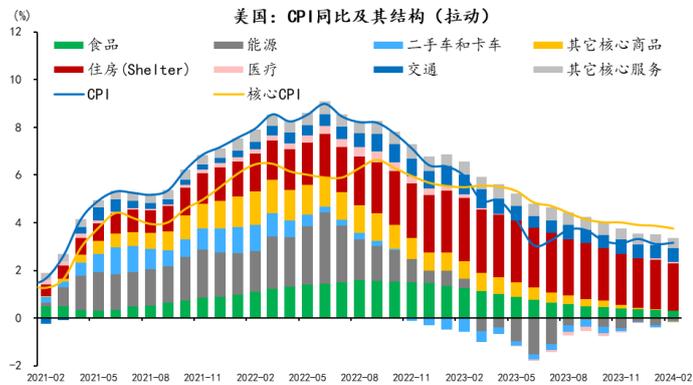
美国2月PPI同比1.6%,预期1.1%,前值0.9%上修至1.0%;环比0.6%,预期0.3%,前值0.3%,为2023年9月以来最大增幅。扣除食品和能源商品后,核心PPI同比2.0%,预期1.9%,前值2.0%;环比0.3%,预期0.2%,前值0.5%。PPI走高的原因是食品和能源商品价格上涨。

图表34：美国2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 (%)						季调_环比 (%)						
				24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	预期值	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09
整体	CPI	100.0	3.1 ↑	3.2	3.1	3.3	3.1	3.2	3.7	0.4 →	0.4	0.3	0.2	0.2	0.1	0.4
核心	核心CPI	79.8	3.7 ↑	3.8	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1	0.3 ↑	0.4	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3
I	食品	13.6		2.2	2.6	2.7	2.9	3.3	3.7		0.0	0.4	0.2	0.2	0.3	0.2
I	能源	6.6		-1.7	-4.3	-1.8	-5.3	-4.4	-0.6		2.3	-0.9	-0.2	-1.6	-2.1	1.2
II	能源商品	3.5		-4.1	-6.8	-2.6	-9.6	-6.1	2.0		3.6	-3.2	-0.7	-3.8	-4.3	1.8
II	能源服务	3.2		0.5	-1.8	-0.9	0.0	-2.2	-3.5		0.8	1.4	0.3	1.0	0.4	0.3
I	核心商品 (即商品, 扣除食品和能源商品)	18.8		-0.3	-0.3	0.1	0.0	0.0	0.0		0.1	-0.3	-0.1	-0.2	0.0	-0.2
II	服装	2.5		0.0	0.0	1.2	1.4	2.7	2.4		0.6	-0.7	0.0	-0.6	0.0	-0.3
II	新车	3.7		0.4	0.7	1.0	1.4	1.9	2.5		-0.1	0.0	0.2	0.0	-0.1	0.2
II	二手车和卡车	1.9		-1.4	-3.3	-1.3	-3.7	-7.1	-8.0		0.5	-3.4	0.6	1.4	-0.4	-1.8
II	医疗商品	1.5		2.9	3.0	4.7	5.0	4.7	4.2		0.1	-0.6	-0.1	0.5	0.4	-0.3
II	酒精饮料	0.9		2.4	2.3	2.5	2.9	3.7	4.2		0.0	0.3	0.1	-0.1	0.3	0.6
II	烟草和香烟产品	0.5		7.1	7.4	7.8	7.7	7.2	5.6		0.8	0.3	-0.1	1.1	1.9	0.2
II	其它核心商品	7.8		-1.7	-1.2	-1.7	-1.1	-0.1	0.2		-0.1	0.5	-0.4	-0.9	-0.1	0.0
I	核心服务 (服务, 扣除能源服务)	61.0		5.2	5.4	5.3	5.5	5.5	5.7		0.5	0.7	0.4	0.5	0.3	0.5
II	住所 (Shelter)	36.2		5.8	6.1	6.2	6.5	6.7	7.2		0.4	0.6	0.4	0.4	0.3	0.6
III	主要住所租金	7.7		5.8	6.1	6.5	6.9	7.2	7.4		0.5	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
III	业主等值房租	26.8		6.0	6.2	6.3	6.7	6.9	7.1		0.4	0.6	0.4	0.5	0.4	0.5
II	医疗服务	6.5		1.1	0.6	-0.5	-0.9	-2.0	-2.7		-0.1	0.7	0.5	0.5	0.2	0.2
III	医师服务	1.8		0.4	0.1	-0.6	-0.7	-1.2	-0.2		-0.2	0.6	0.2	0.6	-1.0	0.0
III	医院服务	2.0		6.1	6.7	5.5	6.3		4.5		-0.6	1.6	0.5	0.1	1.1	1.5
II	交通	6.3		10.0	9.7	9.6	10.1	9.2	9.0		1.4	1.0	0.1	1.0	0.9	0.7
III	机动车维护与修理	1.2		6.7	6.5	7.1	8.5	9.6	10.2		0.4	0.8	-0.3	0.3	0.2	0.2
III	机动车保险	2.8		20.6	20.6	20.3	19.2	19.2	18.8		0.9	1.4	1.7	1.2	1.9	1.4
III	机票	0.8		-6.1	-6.4	-9.4	-12.2	-13.2	-13.4		3.6	1.4	0.9	-0.2	0.7	0.2
III	其它核心服务	11.9		3.6	4.0	4.0	3.9	4.5	4.8		0.3	0.6	0.4	0.2	0.1	0.4

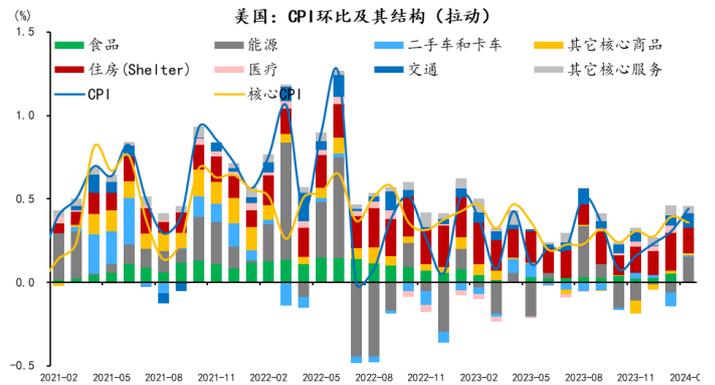
来源: CEIC、国金证券研究所

图表35：核心服务保持韧性



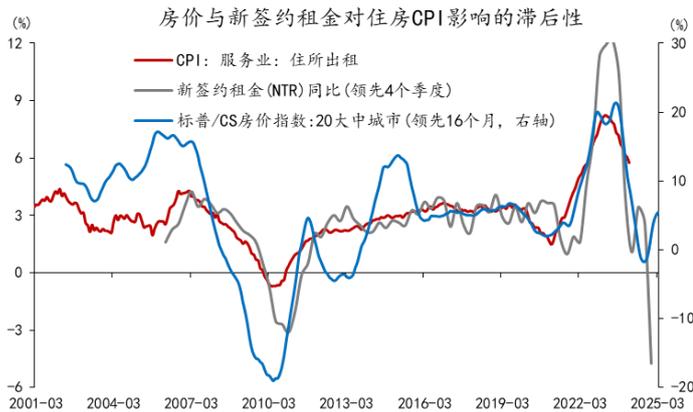
来源: CEIC、国金证券研究所

图表36：能源、二手车、交通环比大幅反弹



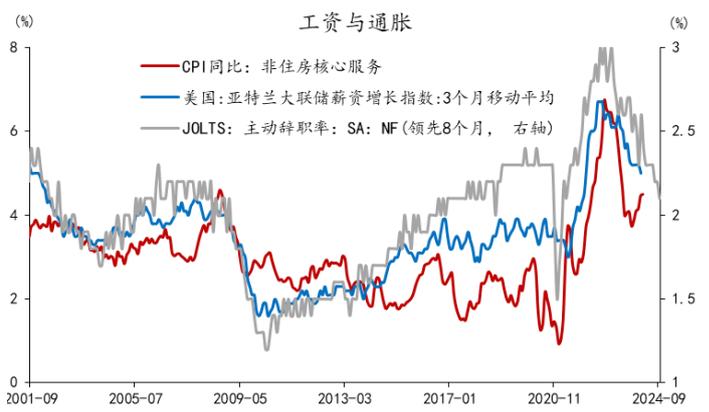
来源: CEIC、国金证券研究所

图表37: 房价指数对住房CPI影响的滞后性



来源: CEIC、国金证券研究所

图表38: 工资增速与超级核心服务通胀



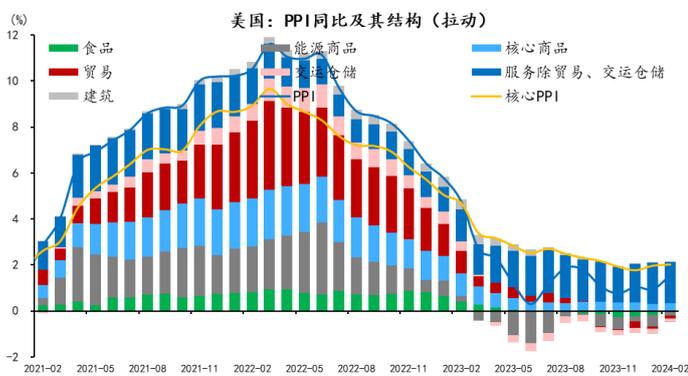
来源: CEIC、WIND、国金证券研究所

图表39: 美国2月PPI同比、环比及其结构

PPI分级	支出项目	权重(%)	预期值	季调_同比(%)						预期值	季调_环比(%)					
				24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09		24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09
整体	PPI	100.0	1.1 ↑	1.6	1.0	1.1	0.8	1.1	1.8	0.3 ↑	0.6	0.3	-0.1	0.0	-0.3	0.2
核心	核心PPI	88.9	1.9 ↑	2.0	2.0	1.8	1.9	2.2	2.3	0.2 ↑	0.3	0.5	0.0	0.1	0.1	0.0
I	商品	30.1		0.2	-1.6	-0.3	-1.5	-1.1	0.7		1.2	-0.1	-0.1	-0.2	-1.2	0.9
II	食品	5.6		0.4	-2.9	-4.0	-4.6	-2.3	-1.6		1.0	-0.3	0.0	0.7	0.2	0.4
II	能源商品	5.5		-3.8	-9.4	-4.0	-9.2	-9.4	-1.4		4.4	-1.1	-0.8	-2.0	-6.4	3.2
II	核心商品	19.0		1.6	1.5	1.9	2.0	2.1	2.1		0.3	0.3	0.1	0.1	0.1	0.3
III	非耐用品	3.5		2.7	2.8	3.5	3.4	3.9	4.0		0.6	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1
III	耐用品	2.3		0.9	0.9	1.1	1.5	1.6	1.9		0.1	0.2	0.0	0.2	-0.1	0.2
I	服务	67.2		2.3	2.2	1.8	2.0	2.2	2.4		0.3	0.5	0.0	0.2	0.1	-0.1
II	贸易	19.3		-0.6	-0.4	-1.4	-0.1	0.0	0.3		-0.3	0.1	-1.0	0.5	0.0	-1.1
II	交运仓储	4.9		-2.6	-4.0	-4.4	-4.2	-4.5	-5.1		0.9	-0.2	-0.2	-0.2	0.5	0.4
II	服务除贸易、交运仓储	43.0		4.2	4.2	4.0	3.7	4.1	4.3		0.5	0.8	0.4	0.1	0.1	0.3
I	建筑	2.7		-1.1	-1.0	0.6	0.6	0.8	3.7		0.0	0.2	0.0	-0.1	-0.2	0.1
II	私人投资	1.8		-1.2	-1.2	0.5	0.5	0.7	3.7		0.0	0.2	0.1	-0.2	-0.3	0.1
II	政府	0.8		-0.8	-0.7	0.7	0.7	0.8	3.6		0.0	0.4	0.0	-0.1	-0.2	0.0

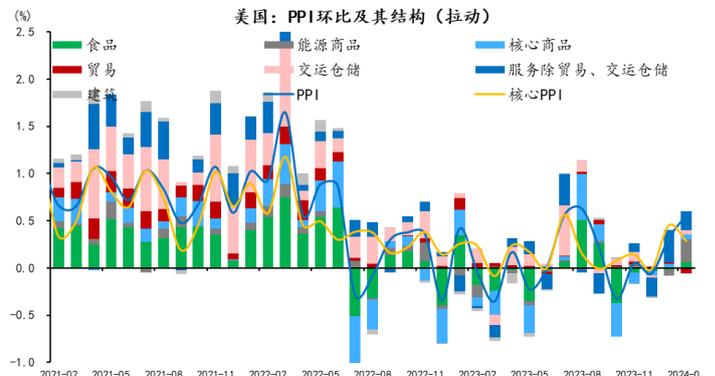
来源: CEIC、国金证券研究所

图表40: 美国2月PPI同比贡献



来源: CEIC、国金证券研究所

图表41: 能源商品环比大幅反弹



来源: CEIC、国金证券研究所

(三) 零售销售：数据反弹，但不及预期，今年以来经济活动较为疲软

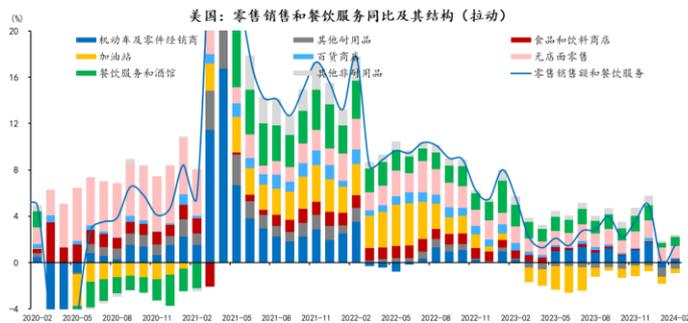
美国2月零售销售环比0.6%，预期0.8%，前值-0.8%下修至-1.1%；核心零售销售环比0.3%，预期0.5%，前值-0.6%下修至-0.8%；控制组（纳入GDP计算）环比0%，预期0.4%，前值-0.4%上修至-0.3%，表明今年以来经济活动较为疲软。13个细分项中有，8个环比上升，其中，建材店(2.2%)和汽车经销商(1.6%)增幅最大，分别为2022年4月和2023年6月以来最大增幅；家具、服装、健康个护、线上商店的支出环比下降。受非GDP项（汽车经销商，建材、园艺设备和用品商店，餐饮服务，加油站）销售增长的推动，美国2月零售销售反弹。

图表42：美国2月零售销售同比、环比及其结构

细分项目	占比(%)	月度变化	季调_同比(%)						月度变化	季调_环比(%)					
			24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09		24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09
零售销售额和餐饮服务	100.0	1.5 ↑	1.5	0.0	5.0	3.6	2.2	4.0	1.6 ↑	0.6	-1.1	0.1	0.0	-0.3	0.8
核心(除机动车及零件)	80.9	1.0 ↑	1.5	0.6	4.0	3.1	2.0	3.4	1.2 ↑	0.3	-0.8	0.1	-0.1	-0.1	0.8
除加油站	92.4	1.3 ↑	2.0	0.7	6.0	4.9	3.3	4.7	1.6 ↑	0.6	-1.0	0.2	0.3	-0.1	0.8
除机动车、零件和加油站	73.3	0.7 ↑	2.2	1.5	5.2	4.7	3.3	4.2	1.0 ↑	0.3	-0.8	0.2	0.3	0.1	0.7
零售销售额(除餐饮)	86.7	1.2 ↑	0.8	-0.4	4.2	2.6	1.3	3.1	1.7 ↑	0.6	-1.1	0.2	-0.2	-0.3	0.7
控制组(除机动车、加油站、餐饮、建材)	54.2	-0.1 ↓	2.2	2.2	4.9	4.3	3.1	3.8	0.4 ↑	0.0	-0.3	0.3	0.2	0.0	0.6
耐用品	27.5														
机动车及零件经销商	19.1	3.5 ↑	1.4	-2.1	9.4	5.8	3.2	6.5	3.7 ↑	1.6	-2.1	0.2	0.3	-1.0	1.1
家具和家居用品	1.5	3.7 ↑	-10.1	-13.8	-6.5	-5.1	-12.0	-6.5	-1.4 ↓	-1.1	0.2	-2.2	2.7	-2.2	-0.3
电子产品和电器	1.1	2.8 ↑	1.9	-0.9	5.4	6.2	1.0	-0.9	-1.3 ↓	1.5	2.8	0.2	-5.2	0.6	0.1
建材、园艺设备和用品商店	5.8	2.6 ↑	-6.1	-8.7	-2.9	-3.6	-5.2	-4.1	6.5 ↑	2.2	-4.3	0.9	-1.4	0.1	-0.3
非耐用品	72.5														
食品和饮料商店	11.8	0.5 ↓	0.4	0.9	0.8	0.7	0.7	1.6	0.5 ↑	0.1	-0.3	-0.3	0.3	0.1	0.4
健康与个人护理商店	5.1	2.3 ↓	1.7	4.0	10.5	9.9	10.3	8.6	1.1 ↑	-0.3	-1.4	-2.2	0.2	1.3	0.9
加油站	7.6	2.8 ↓	-4.5	-7.4	-6.1	-10.3	-8.7	-3.4	2.3 ↑	0.9	-1.4	-0.8	-3.7	-1.7	1.0
服装及其配饰商店	3.8	1.8 ↑	1.3	-0.5	4.9	1.6	-0.2	0.1	0.3 ↑	-0.5	-0.8	1.4	1.2	-0.1	-1.2
体育用品、文娱爱好、书影音店	1.2	0.5 ↑	-3.0	-3.5	-2.5	0.1	-2.3	-1.4	0.4 ↑	0.0	-0.4	-0.8	0.2	0.0	0.5
百货商店	10.5	0.5 ↑	0.7	0.2	2.8	1.0	1.4	1.3	0.4 ↑	0.4	0.0	0.7	-0.2	0.0	-0.3
杂货商店零售	2.3	2.9 ↑	3.2	0.3	5.8	7.0	4.3	2.9	0.4 ↑	0.6	0.2	-0.4	0.1	0.9	4.9
无店面零售(线上)	16.9	1.0 ↓	6.4	7.4	9.3	8.9	6.6	8.6	0.3 ↑	-0.1	-0.3	1.3	0.4	-0.3	1.3
餐饮服务和酒馆	13.3	3.2 ↑	6.3	3.1	10.4	10.7	8.4	10.2	1.4 ↑	0.4	-1.0	-0.5	1.4	0.3	1.7

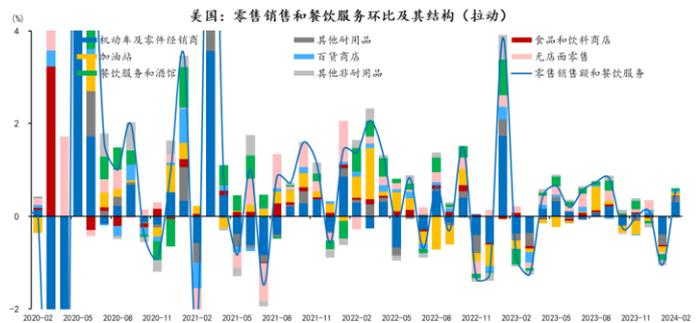
来源：CEIC、国金证券研究所

图表43：美国2月零售销售同比贡献



来源：CEIC、国金证券研究所

图表44：美国2月零售销售环比贡献

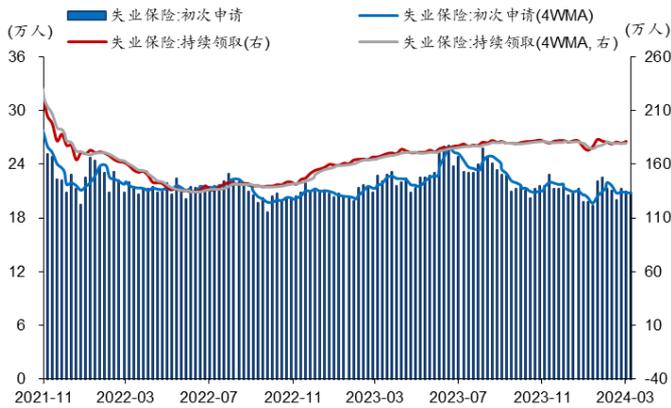


来源：CEIC、国金证券研究所

(四) 失业金：初请人数仍处历史低位

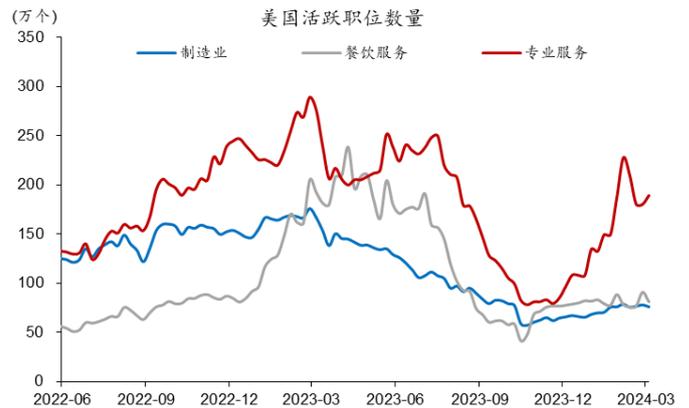
美国至3月9日当周初请失业金人数20.9万人，位于1967年以来最低5.1%分位，预期21.8万人，前值21.7下修至21万人。美国至3月2日当周续请失业人数181.1万人，预期190万人，前值190.6下修至179.4万人。美国3月4日当周活跃职位数量下降至1094.6万，前值1124.9万。

图表45: 美国至3月9日当周初请失业20.9万人



来源: CEIC、国金证券研究所

图表46: 美国3月4日当周新增职位数量下降



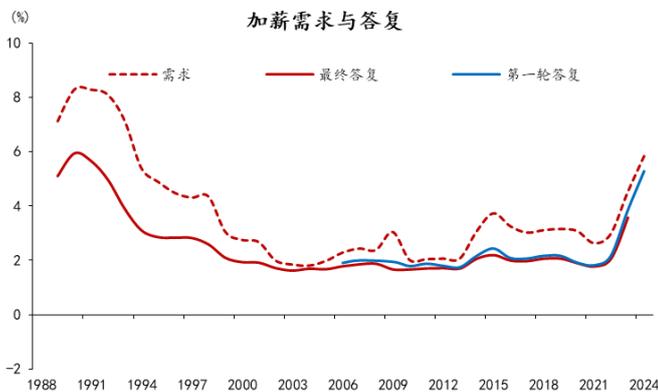
来源: CEIC、国金证券研究所

(五) 日本“春斗”: 首轮薪资谈判结果 5.28%

每年2-3月,日本工会就下一财年(4月1日至次年3月31日)的工资增长和工作条件集体提出要求并进行谈判,工会和公司之间会进行7轮谈判,在7月公布最终答复结果。2024年“春斗”工会要求涨幅为5.85%,2023年为4.49%。3月15日,日本最大工会Rengo公布首轮薪资谈判结果:5.28%总工资涨幅,这是自1991年(5.66%)以来33年来首次超过5%。不断加剧的不平等、通胀和劳动力短缺等都是推动工资大幅上涨的因素。接下来,Rengo将于3月22日公布第二轮谈判结果,4月4日公布第三轮谈判结果。

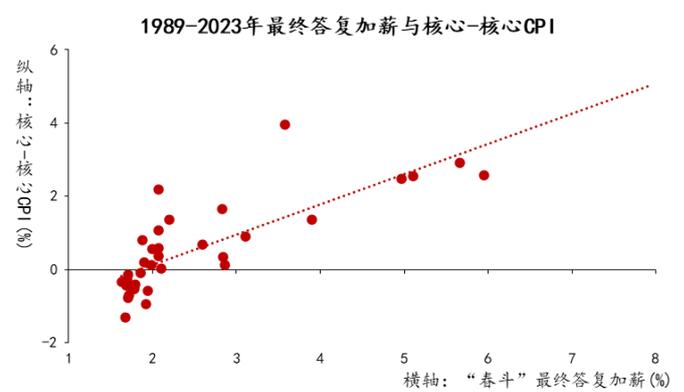
在首轮谈判中,平均工资方式的调查结果显示,771个工会的加权平均为16469日元,增长了5.28%,去年同期为3.8%、最终答复为3.58%;654个工会的明确加薪部分为11507日元,增长了3.7%,去年同期为2.33%。

图表47: “春斗”最终答复与第一轮答复结果相差甚微



来源: Rengo、国金证券研究所

图表48: 日本核心-核心CPI与“春斗”加薪正相关



来源: CEIC、Rengo、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、美联储上调长期中性利率水平。美联储经济预测摘要显示长期中性利率为2.5%,但点阵图的分布已经开始右移,且仅需2位成员上修就能改变中位数估计。
- 3、金融条件边际收缩。2023年10月以来,随着10y美债利率的大幅下行,金融条件大幅放宽,但近期经济与通胀形式的变化,或引起金融条件边际收紧。

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