



# “美国大选”系列之五

**宏观专题研究报告(深度)**

证券研究报告

**宏观经济组**

 分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)  
 zhaow@gjzq.com.cn

 联系人: 陈达飞 (执业 S1130522120002)  
 chendafei@gjzq.com.cn

 联系人: 赵宇 (执业 S1130523020002)  
 zhaoyu2@gjzq.com.cn

## 特朗普 2.0: 政策组合, 有何不同?

特朗普在全国和 7 个摇摆州的民调支持率均领先于拜登。特朗普 2.0 时代, 政策组合有何不同? 一方面, 或撤销拜登任内推出的气候、新能源、移民等重要措施; 另一方面, 或推动政府改革, 扩大关税措施, 重点扶持美国汽车产业。

### 特朗普 2.0: 政策组合, 有何不同?

特朗普 1.0 时代竞选承诺兑现率偏低, 但在贸易领域兑现率较高。2016 年大选, 特朗普提出近百项承诺, 但仅兑现了其中的 23%, 低于奥巴马的 47%、拜登的 27%。特朗普在经济领域的竞选承诺多数未能实现, 但在贸易领域的兑现率最高, 包括退出 TPP、重新谈判北美自贸协定、征收关税等承诺均成功实施。

特朗普任内的主要政策包括减税、放松监管、发展传统能源, 对外发起贸易摩擦等。《减税和就业法案》是特朗普标志性立法, 将企业所得税率从 35% 降至 21%。特朗普放松了中小银行监管, 强调美国能源独立, 鼓励传统化石能源, 废除多项环境法规, 放松大型基础设施项目的环境审查, 退出《巴黎气候协定》, 在全球范围内实施惩罚性关税。

特朗普偏好财政、货币双宽松, 任内打破传统公开向美联储施压。共和党虽主张限制政府支出, 但在特朗普任内, 由于减税及大规模财政刺激政策的实施, 美国赤字率仍创下新高, 2020 年赤字率扩大至 15%。货币方面, 2017 年 3 月至 2018 年底, 美联储 7 次加息, 2019 年全年降息 3 次, 特朗普任内曾多次公开施压, 要求美联储尽快降息。

拜登在气候及环境领域竞选承诺兑现率更高。2020 年大选, 拜登提出“重建美好未来 (Build Back Better)”的纲领, 主要议题集中在医疗防护、经济、司法、气候能源等问题, 并着力突出“反特朗普主义”。拜登在气候问题上竞选承诺兑现情况最好, 兑现率达到 60%, 包括扭转特朗普环保倒退、扩大清洁能源投资等措施目前均已落地。

拜登任内主要政策路径是通过三大法案实施“拜登经济学”。三大法案总支出规模约 1.2 万亿, 其中《基建法案》规模约 5500 亿美元, 主要投向道路、桥梁、铁路等基础设施领域。《芯片法案》规模 2500 亿美元, 主要投向半导体领域。《通胀削减法案》规模约 4330 亿, 主要投向清洁能源与环境领域。

特朗普 2.0 的政策组合分别聚焦于对内改革及对外贸易。截至 2024 年 3 月, 特朗普已公布 46 项初步政策纲领。2016 年大选, 特朗普竞选议题集中在经济、移民等问题, 经济议题尤为重要。但今年, 特朗普四大政策为: 教育、政府改革、社会保障、贸易, 国内经济依然重要, 但份量有所降低, 此举或是为规避拜登任内, 美国经济韧性较强的现实。

若特朗普成功当选, 或首先撤销拜登任内推出的重要政策。特朗普或再次退出《巴黎气候协定》、撤销拜登实施的环保法规, 加快授予石油、天然气钻探许可证, 限制新能源发展。移民方面, 特朗普或重新实施更严格的移民控制措施, 或将立法禁止非法移民子女获取公民身份。外交方面, 特朗普或取消对乌克兰援助, 寻求尽快结束俄乌冲突。

核心议题方面, 特朗普或推动政府改革, 扩大关税措施, 重点扶持汽车产业。特朗普已多次提及打破“深层政府”, 但难度较大。贸易领域, 特朗普明确提出将制定《特朗普互惠贸易法案》; 考虑对美国所有进口商品征收“普遍基准关税”, 但未提及具体税率和产品范围; 提出摆脱中国依赖, 但未明确提及对中国产品征收 60% 的关税。

### 海外事件&数据: 3 月 FOMC 维持利率不变, 日央行退出负利率及 YCC 政策

2024 年 3 月 FOMC 例会维持利率不变, 继续按计划缩表, 保持政策的连续性和弹性。3 月声明认为, 经济活动以稳健的速度扩张, 新增就业保持强劲失业率保持低位; 通胀放缓, 但仍在高位。风险方面, 认为就业和通胀的风险更加平衡, 经济前景具有不确定性; 在考虑政策转向时, 仍未提及货币政策的累积效应和滞后效应。

3 月 19 日, 日央行公布利率决议, 宣布退出负利率及 YCC 政策。基准利率由 -0.1% 上调至 0-0.1%, 为 2007 年以来首次加息, 符合市场预期; 取消收益率曲线控制 (YCC) 政策; 取消日股 ETF 和 REIT 的购买计划, 继续购买日本国债, 若长期利率快速上升, 日央行将灵活应对, 扩大购债规模。

美国待售现房数量有限, 以及抵押贷款利率较峰值回落, 刺激了房地产的需求。美国 3 月建筑商信心攀升。美国 2 月新屋开工总数年化环比 10.7%, 为去年 6 月以来最大增幅。美国 2 月营建许可总数 151.8 万户, 为去年 9 月以来最高水平。美国 2 月成屋销售年化总数 438 万户, 预期 394 万户, 前值 400 万户, 成屋销售飙升。

### 风险提示

地缘政治冲突升级; 美联储再次转“鹰”; 金融条件加速收缩



## 内容目录

一、热点思考：特朗普 2.0，政策组合，有何不同？	4
(一) 特朗普第一任期有何施政特征？	4
(二) 拜登任内采取哪些政策，有何差异？	6
(三) 若特朗普成功当选，或采取哪些新政策？	9
二、海外基本面&重要事件	11
(一) 货币与财政：维持利率和缩表参数不变，保持政策的连续性和弹性	11
(二) 生产：美国拉动下，全球制造业 PMI 回升，服务业 PMI 小幅回落	13
(三) 美国地产：建筑商信心攀升，成屋销售飙升	14
(四) 失业金：初请人数小幅下降	15
(五) 日央行利率决议：退出负利率及 YCC 政策	15
风险提示	16

## 图表目录

图表 1：特朗普 2016 年竞选承诺兑现情况	4
图表 2：从竞选承诺兑现率看，特朗普低于拜登、奥巴马	4
图表 3：特朗普在贸易领域竞选承诺兑现最好	4
图表 4：特朗普第一任期内主要政策措施	5
图表 5：特朗普上任后颁布的新法规数量更少	5
图表 6：特朗普任内，美国企业所得税下降	5
图表 7：特朗普任内美国赤字率抬升	6
图表 8：特朗普任内，美联储先收紧后宽松	6
图表 9：特朗普任内打破传统，多次公开施压要求美联储降息	6
图表 10：拜登 2020 年竞选承诺实施情况对比	7
图表 11：拜登第一任期主要关注医疗、经济等问题	7
图表 12：拜登在气候领域兑现情况更好	7
图表 13：拜登《芯片法案》主要内容	8
图表 14：拜登《通胀削减法案》主要内容	8
图表 15：拜登《基建法案》主要内容	8
图表 16：拜登三大法案带动财政赤字扩张	9
图表 17：拜登任内，美联储大幅加息	9
图表 18：2016 年，特朗普更关注经济、移民等问题	9
图表 19：今年特朗普政策或更关注对内改革、对外贸易	9



图表 20: 若特朗普当选, 或首先撤销拜登推出的政策.....	10
图表 21: 美国以充电桩为代表的新能源基建已大幅扩张.....	10
图表 22: 若特朗普当选, 核心事项为贸易、改革、汽车.....	10
图表 23: 美国目前仍保留额外关税措施.....	10
图表 24: 以汽车为代表的交运行业在美国制造业占比大.....	10
图表 25: 美国当前对中国加征额外关税的产品.....	10
图表 26: 2024 年 3 月 FOMC 例会.....	11
图表 27: 美国流动性量价跟踪.....	12
图表 28: 美联储减持美债规模.....	12
图表 29: 美联储逆回购规模当周略降.....	12
图表 30: 截至 3 月 22 日, 美联储降息概率.....	13
图表 31: OIS 隐含 FFR 利率.....	13
图表 32: 全球制造业 PMI.....	13
图表 33: 全球服务业 PMI.....	14
图表 34: 制造业 PMI 回升.....	14
图表 35: 服务业 PMI 小幅回落.....	14
图表 36: 美国 3 月建筑商信心攀升至近 8 个月以来高点.....	14
图表 37: 美国 2 月新屋开工与营建许可.....	14
图表 38: 美国 2 月成屋销售创去年 3 月以来新高.....	15
图表 39: 美国 30 年期抵押贷款利率较峰值回落.....	15
图表 40: 美国至 3 月 16 日当周初请失业 21.0 万人.....	15
图表 41: 美国 3 月 11 日当周新增职位数量上升.....	15



特朗普在全国和7个摇摆州的民调支持率均领先于拜登。特朗普2.0时代，政策组合有何不同？一方面，或撤销拜登任内推出的气候、新能源、移民等重要措施；另一方面，或推动政府改革，扩大关税措施，重点扶持美国汽车产业。

## 一、热点思考：特朗普2.0，政策组合，有何不同？

### (一) 特朗普第一任期有何施政特征？

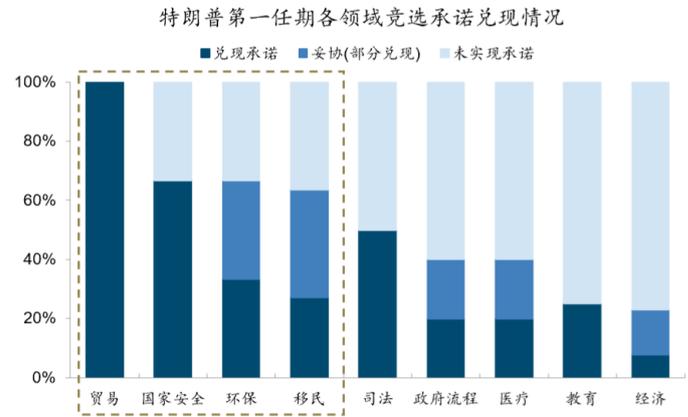
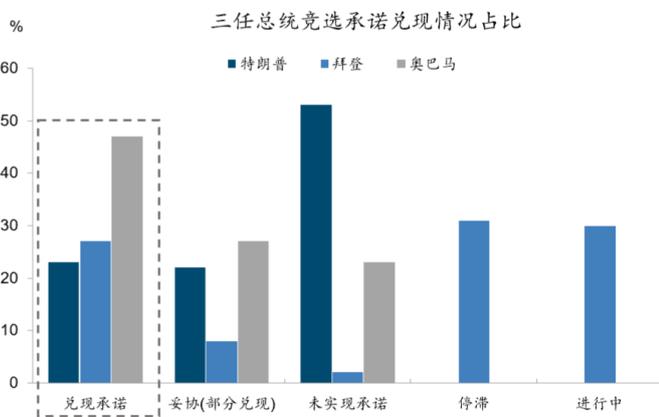
第一任期内，特朗普贸易领域承诺兑现率较高。2016年大选，特朗普首次参选，提出“让美国再次伟大(Make America Great Again)”的竞选纲领。在贸易、移民、经济等领域，特朗普提出近百项竞选承诺。总体而言，特朗普竞选承诺兑现率较拜登及奥巴马更差，奥巴马任内兑现了47%的承诺，拜登27%，特朗普仅为23%。特朗普经济领域的竞选承诺多数未能实现，但在贸易领域的兑现率更高，包括退出跨太平洋伙伴关系协定(TPP)、重新谈判北美自贸协定、对进口商品征收关税等竞选承诺，后续均成功实施。

图表1：特朗普2016年竞选承诺兑现情况

涉及领域	竞选承诺内容	实现情况	是否兑现承诺
税收	为所有美国人减税，将企业税率降低至15%，将个人所得税降低至12%、25%和33%	2017年通过税收改革法案，将企业所得税从35%降至21%，多数美国人获得了税收减免，但主要受益者为高收入者	部分兑现
气候	退出巴黎气候协定	2017年宣布美国退出巴黎气候协定	是
军事	承诺扭转奥巴马2013年提出的国防削减计划，扩大军费开支，增加对退伍军人的支出	任期内，国防开支稳步增长，2018和2019年废除国防自动减支，扩大退伍军人医疗服务	是
	撤回海外美国军队	2018年12月，特朗普撤出在叙利亚的所有美军，2020年的春季和夏季，美军在阿富汗的人数已经从13000人减至8600人	基本兑现
贸易	对进口商品征收关税	对来自多个国家的进口商品征收了关税，特别是针对中国	是
	重新谈判北美自由贸易协定	签署了北美自由贸易协定的替代协议——美国-墨西哥-加拿大协议	是
	退出跨太平洋伙伴关系协定TPP	上任第一天签署行政备忘录，将美国从TPP中撤出，并宣布结束多边贸易协定的时代	是
司法	承诺任命保守派最高法院大法官	成功任命了三名最高法院大法官，包括尼尔·戈萨奇	是
外交	将美国大使馆从特拉维夫移至耶路撒冷	在2018年成功将美国大使馆迁至耶路撒冷	是
移民	减少非法移民	特朗普将难民上限从上任第一年的50000人逐年降低至2020年的18000人	是
	终止奥巴马的移民行政命令(如DACA)	尽管努力终止DACA，但由于法律挑战和法院裁决，DACA依然有效	否
	在美墨边境建墙并让墨西哥支付费用	建造了部分边境墙，但墨西哥并未支付费用	部分兑现
医疗	减少FDA的繁文缛节以加快新药审批速度	2017年4月12日，特朗普签署了第13789号行政命令，旨在减轻监管负担，包括食品和药物管理局的监管负担。政府表示，已批准的仿制药数量创历史新高	是
	承诺废除并替换奥巴马医改法案《平价医疗法案》，用健康储蓄账户取代奥巴马医改	奥巴马医改(ACA)未能被完全废除，特朗普对法案进行修改，例如取消未购买健康保险的罚款，但法案核心内容保留	否
经济	经济每年增长4%	特朗普任内的经济未能实现4%的增速	否
	承诺重建基础设施	任内几乎没有采取行动。2018年3月，国会拨款210亿美元用于基础设施支出，远低于特朗普所呼吁的1.5万亿美元	否
	提议是将非国防可自由支配支出每年缩减1%，承诺偿还19万亿国债	《2018年两党预算法案》将2017年至2019年间的NDD支出增加了16%。《2019年两党预算法案》到2021年又将NDD支出增加了4%。特朗普在2017年提高了国债上限，在2019年7月的2020年大选之后暂停了这一上限	否

来源：White House、Politifact、国金证券研究所

图表2：从竞选承诺兑现率看，特朗普低于拜登、奥巴马 图表3：特朗普在贸易领域竞选承诺兑现最好



来源：Politifact、国金证券研究所

来源：Washington post、国金证券研究所

特朗普任内主要政策包括减税、放松监管、发展传统能源，对外发起贸易摩擦等。《减税和就业法案》是特朗普标志性立法，该法案将个人所得税最高税率由39.6%降低至37%，企业所得税率从35%降至21%。监管方面，特朗普大幅放松政府监管，其就任前两年出台的法规数量明显低于前两任总统，在金融领域放松了中小银行的监管要求(资产规模低于



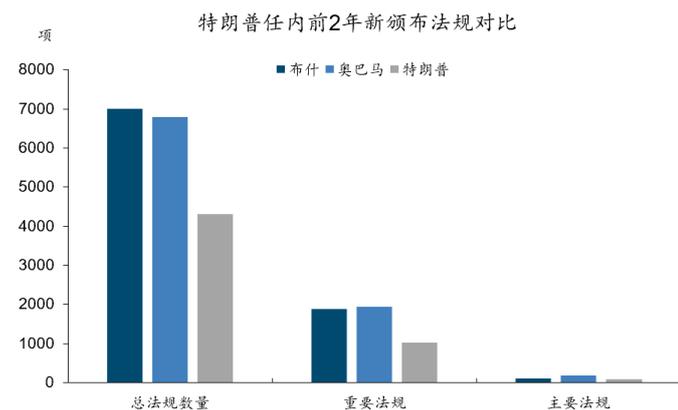
2500 亿美元的银行), 免除了 2010 年多德-弗兰克法案对小型社区银行的监管限制。能源方面, 特朗普强调能源独立, 鼓励传统化石能源, 废除《清洁水规则》等环境法规, 放松基建项目的环境审查, 退出《巴黎气候协定》。贸易领域, 特朗普在全球范围内实施惩罚性关税, 主要关税手段仍被拜登政府继续实施。

图表4: 特朗普第一任期内主要政策措施

领域	涉及法规法案	涉及项目	主要内容
税收	颁布《2017年减税和就业法案》	降低个人所得税率	降低个人所得税的税率和税级, 最高税率从39.6%降低到了37%。大幅提高标准扣除额, 单身和已婚申报者的标准扣除额度翻倍, 分别从6350美元和12700美元增至12000美元和24000美元
		降低企业所得税	将企业所得税率从35%降至21%。引入了新的通行税制抵免, 允许小型企业和个体经营者在其收入上减少20%的税收
		降低遗产税及赠与税	将单一申报者的遗产税免税额从 2018 年的 560 万美元提高到 1120 万美元
		国际税收	改革了对美国公司海外利润的征税方式, 旨在鼓励企业将海外利润汇回国内
		房地产抵押贷款利息扣除	对新的抵押贷款债务, 限制了房地产抵押贷款利息的扣除额度, 最高扣除额度为75万美元的贷款
		州及地方税收扣除	限制了州和地方税(包括财产税和收入税或销售税)的扣除额度, 总额不得超过10000美元(5000, 如果是已婚单独报税的情况)
监管	《经济增长、监管放松和消费者保护法》	放松金融业监管	2018年, 特朗普签署法律, 放松了对资产规模低于2500亿美元的银行的监管, 并免除了2010年多德-弗兰克法案对小型社区银行的一系列更严格规定和监管限制
	《1990年首席财务官法案》	加强国防资金审计	2018年, 特朗普政府首次在国防部内进行审计
气候能源	《可负担清洁能源规则》	推翻奥巴马颁布的《清洁电力计划》, 以环保要求更低的《可负担清洁能源规则》替代	《可负担清洁能源规则》新规对电力行业温室气体排放的限制大幅减弱, 允许各州灵活制定排放标准, 而非像《清洁电力计划》那样设定全国统一的减排目标
	《国家环境政策法》	修改《国家环境政策法》, 放松环保要求	放松大型基础设施项目的环境审查, 缩短环境评估的时间限制, 加快基础设施投资
	《巴黎气候协议》	退出《巴黎气候协议》	美国成为全球唯一一个不参与协定的主要排放国, 理由是认为该协议对美国不利, 特别是对制造业和化石燃料行业
	《清洁水规则》等	废除《清洁水规则》等废除多项环境法规, 放松多项环保控制政策	到特朗普任期结束时, 已经撤销了 98 项环境规则和法规, 环保规则废除有利于化学行业; 取消了石油天然气的开采禁令; 废除了针对油气行业甲烷排放的严格监管; 放宽了奥巴马时期设定的汽车尾气排放标准, 近70年来, 美国首次成为能源净出口国
司法	《第一步法案》	推动美国刑事司法改革	提升监狱管理质量; 改革量刑制度; 为监狱工作人员提供培训机会; 扩大释放绝症犯人的适用范围; 被视为几十年来美国最重要的监狱改革法案
贸易	《1962年贸易扩展法》第232条款	若进口商品被认为威胁到国家安全, 总统有权采取限制措施	对全球进口钢铁征收25%的关税, 对进口铝征收10%的关税, 澳大利亚、加拿大、墨西哥等豁免
	《1974年贸易法》第201条款	允许美国国际贸易委员会(USITC)对进口商品进行调查	特朗普政府将开始对洗衣机进口征收关税, 为期三年, 对太阳能电池和组件进口征收关税, 为期四年
	《1974年贸易法》第301条款	授权总统采取一切适当行动, 对付任何被认为对美国商业利益不公平或不合理的外国政府行为	对价值约2500亿美元的中国进口商品征收25%的关税, 对价值约1120亿美元的中国进口商品征收7.5%的关税
军事	《国防授权法》	调整《国防授权法》, 取消国防自动削减开支机制, 扩大军事支出	2017年, 特朗普, 为新设备和核武器提供资金, 取消国防减支, 增加2018年和2019年的军事经费; 成立了美国太空军

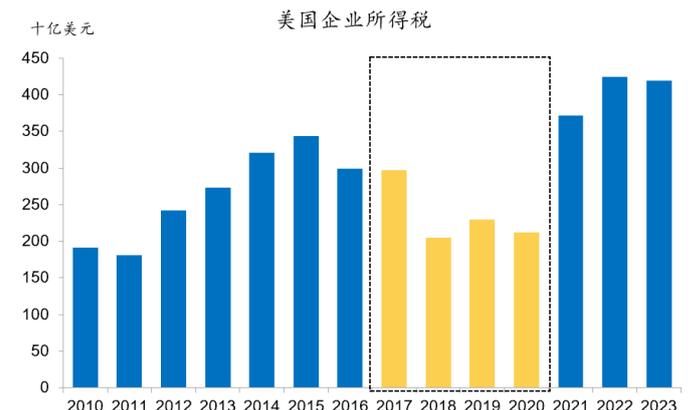
来源: White House、Wiki、国金证券研究所

图表5: 特朗普上任后颁布的新法规数量更少



来源: Cato、国金证券研究所

图表6: 特朗普任内, 美国企业所得税下降

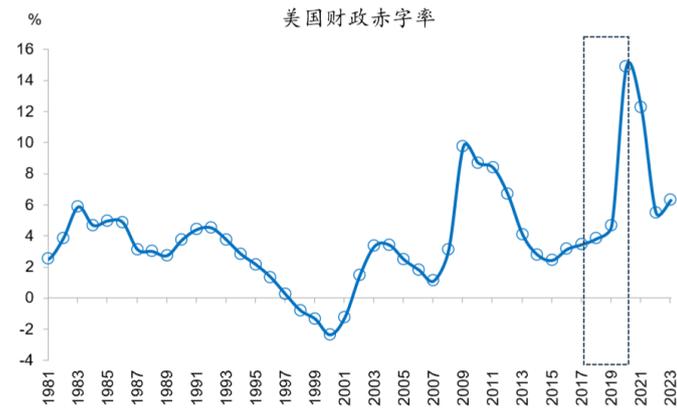


来源: Wind、国金证券研究所

特朗普任内偏好财政、货币双宽松, 打破传统公开施压美联储。共和党虽主张限制政府支出, 但在特朗普任内, 由于减税及大规模财政刺激的实施, 美国赤字率仍创下新高。即使在 2020 年之前, 赤字率就已呈现抬升趋势, 2017 至 2019 年, 美国赤字率由 3.5% 升至 4.6%, 2020 年进一步扩大至 15%。货币方面, 2017 年 3 月至 2018 年底, 美联储 7 次加息, 2019 年全年降息三次。特朗普任内打破传统, 多次公开施压要求美联储尽快降息。

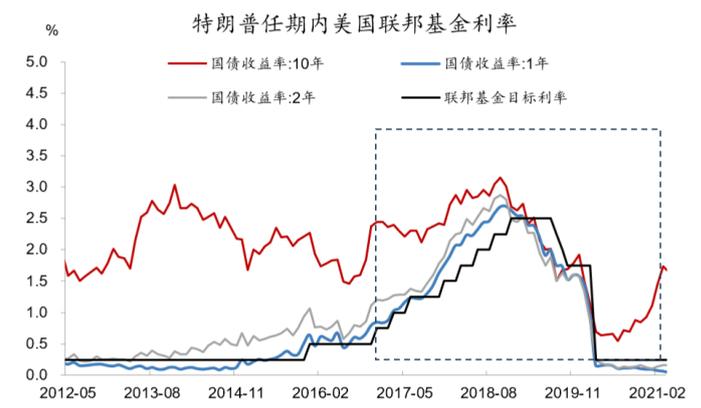


图表7: 特朗普任内美国赤字率抬升



来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 特朗普任内, 美联储先收紧后宽松



来源: Wind、国金证券研究所

图表9: 特朗普任内打破传统, 多次公开施压要求美联储降息

时间	特朗普批评美联储主要言论	美联储实施的措施
2019年10月	“人们对美联储主席非常失望”。“中国不是我们的问题, 美联储才是”, 特朗普要求美联储将利率降至零甚至负值	2019年10月, 美联储降息, 基准利率下调25个基点至1.5%至1.75%的区间
2019年9月	“美联储及其主席杰罗姆·鲍威尔“没有‘胆量’, 没有理智, 没有远见”, 特朗普呼吁美联储将利率“降至零或更低”	2019年9月, 美联储投票决定将利率下调25个基点至1.75%至2%的目标区间, 并将超额准备金利率削减30个基点
2019年8月	“在相当短的时间内, 美联储的利率应该降低至少100个基点, 也许还可以实施一些量化宽松”	在2019年7月议息会议上, 美联储将基准借款利率下调了0.25个百分点, 鲍威尔指出, 此举并非出于任何“政治考虑”
2018年7月	特朗普打破传统批评美联储加息, 不同意美联储及鲍威尔所采取的方针	在担任美联储主席的头五个月里, 鲍威尔两次将基准利率提高四分之一个百分点, 并预计在年底前再加息两次
2017年3月	特朗普批评耶伦维持货币宽松, 制造泡沫	特朗普决定辞去耶伦的美联储主席职务, 打破了新总统通常重新提名继承的美联储主席的历史先例

来源: White House、Politifact、国金证券研究所

## (二) 拜登任内采取哪些政策, 有何差异?

拜登在气候环境领域竞选承诺兑现率较高。2020年大选, 拜登提出“重建美好未来”的竞选纲领, 主要议题集中在医疗防护、经济、司法、气候能源等领域, 并着力突出“反特朗普主义”。拜登在气候与环境领域的竞选承诺兑现情况最好, 兑现率达到60%, 包括扭转特朗普环保倒退、扩大新能源投资等措施均已成功落地, 向贫困社区提供清洁能源补贴也正在实施。但另一方面, 拜登在经济、教育领域的政策执行较差, 竞选期间承诺的提高最低工资、提供住房补贴、结束薪酬歧视、提供免费社区大学等仍未实现。

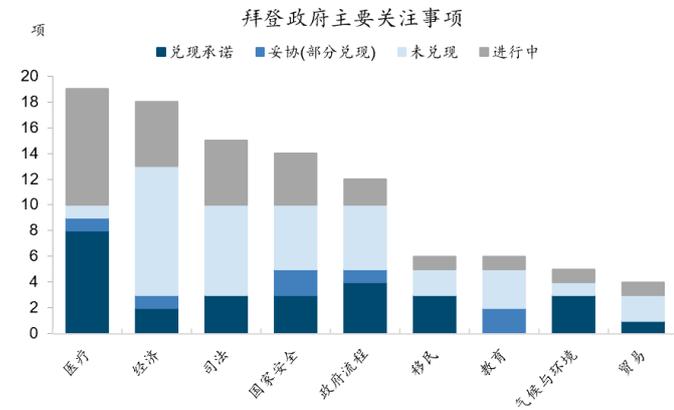


图表10: 拜登 2020 年竞选承诺实施情况对比

涉及领域	竞选承诺内容	实现情况	是否兑现承诺
税收	取消特朗普的减税政策, 提高个人与企业税率, 提议将公司税率从21%提高到28%, 增加富人税负	拜登未能废除特朗普的减税政策, 将企业税率提高到29%未能获得足够支持, 企业所得税率仍然维持在21%, 未能通过富人税改革, 2023年个人所得税大幅下降	否
	重返《巴黎气候协定》	拜登于2021年2月19日正式回归《巴黎协定》缔约方	是
气候	承诺扭转特朗普环保倒退	推翻了特朗普的29项环境政策, 确定了自己的19项政策	进行中
	不再发放新的石油和天然气许可证	拜登批准了公共土地上最大的石油项目之一的柳树项目	否
	拜登竞选公布绿色新政的框架, 计划10年内花费3690亿美元, 扩大新能源投资	拜登政府颁布《通胀削减法案》, 根据CBO估算, 未来十年该法案在气候和新能源领域的支出约为3910亿美元	是
军事	撤回驻阿富汗的美国作战部队	拜登于2021年8月从阿富汗撤军, 结束了阿富汗战争	是
贸易	结束特朗普的“人为贸易战”, 改善与欧盟的经济关系, 在现有的贸易法框架下处理中美贸易问题	拜登仍然延续了特朗普实施的关税措施	否
	提出“购买美国货”计划, 鼓励联邦政府采购美国本土制造产品	2021年1月, 拜登推出行政命令, 敦促政府采购美国制造产品, 收紧美国货的标准, 要求本土生产比例需达到55%, 使联邦机构更难购买进口产品	是
司法	保障堕胎权, 将罗伊诉韦德案编纂成法	最高法院推翻了宪法上的堕胎权, 拜登未能获得足够的支持来实现这一目标	否
	拜登承诺废除死刑	拜登目前仍未立法废除死刑, 但2021年7月, 司法部长梅里克·加兰下令暂停联邦处决	进行中
外交	重返伊朗核协议	美国、欧洲和伊朗之间长达数月的谈判陷入僵局	进行中, 陷入停滞
移民	取消穆斯林禁令	拜登上任第一天即废除特朗普的“穆斯林禁令”	是
	不再建造边境墙	上任第一天, 拜登结束了修建隔离墙的国家紧急状态声明	是
	承诺保留儿童入境暂缓遣返(DACA)计划	拜登政府发布行政命令, 强化了该计划, 该计划保护年轻移民不被驱逐出境, 并为他们提供临时工作许可证	是
	恢复美国作为难民和寻求庇护者的避风港	拜登维持了特朗普时代允许快速驱逐移民的政策, 而一项新政策使移民很难在南部边境申请庇护	否
医疗	重新加入世界卫生组织(WHO)	2020年4月, 时任总统特朗普宣布美国将停止对世界卫生组织的财政支持。拜登就任第一天即宣布重新加入WHO	是
	恢复奥巴马医改, 扩大医疗保障	通过了去年的《通胀削减法案》, 扩大了奥巴马医改补贴, 并对药品价格实施了新的限制	是
经济	承诺投资基础设施	2021年, 拜登签署1.2万亿美元的《基建法案》, 投资道路、桥梁、铁路、互联网等基础设施	是
	实施1.9万亿美元经济救援计划	成功通过该法案, 包括为州和地方政府提供资金, 为学校提供重新开放的资金	是

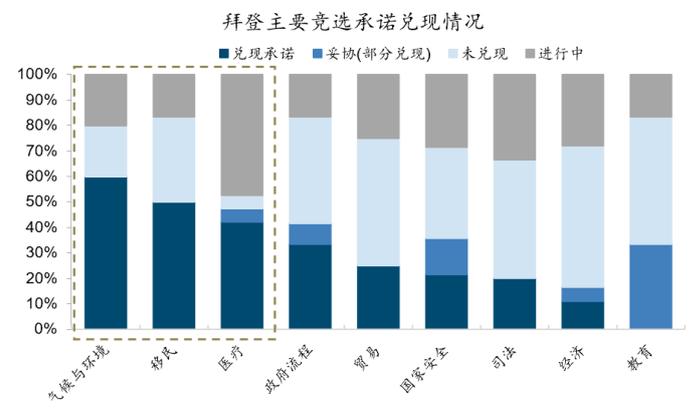
来源: White House、Wiki、国金证券研究所

图表11: 拜登第一任期主要关注医疗、经济等问题



来源: Politifact、国金证券研究所

图表12: 拜登在气候领域兑现情况更好



来源: Politifact、国金证券研究所

拜登任内主要政策路径是通过三大法案实施“拜登经济学”。拜登就任后, 首先贯彻“反特朗普主义”, 立即重返《巴黎气候协定》、重新加入 WHO、推翻特朗普出台的环保法规等。随后实施自身的政策主张, 2021 至 2022 年, 拜登政府主导的《基建法案》、《芯片法案》及《通胀削减法案》先后通过。三大法案总支出规模约 1.2 万亿, 其中《基建法案》支出规模约 5500 亿美元, 主要投向道路、桥梁、铁路、宽带、电力设施等基础设施领域。《芯片法案》支出规模 2500 亿美元, 主要投向半导体领域。《通胀削减法案》支出规模约 4330 亿, 主要投向清洁能源与环境领域。



图表13: 拜登《芯片法案》主要内容

法案	基金名称/规定内容	金额(亿美元)	目标	主要措施
Divison A: 《芯片法案》 芯片和无线技术 投资	美国芯片基金	500	促进美国的芯片生产	•390亿美元用于实施半导体制造激励计划, 分别用于成熟制程的芯片(20亿美元)和先进制程的芯片(370亿美元) •110亿美元用于商业研发和劳动力发展计划, 拨给美国国家半导体技术中心、美国国家先进封装计划、美国国家标准和技术研究所的微电子研究和美国半导体制造研究所的建设
	美国芯片国防基金	20	促进对美国国家安全、情报和关键基础设施应用至关重要的安全半导体生产	主要用于为美国国防部在半导体方面的科研活动需求提供支持, 包括研发、测试评估、人力和其他相关活动, 促进实验室成果转化成为军事用途。在与美国商务部、能源部、国土安全部和国家情报局局长的协调下, 国防部将建立一个或多个私营公司联盟
	美国芯片国际科技安全和创新基金	5	建立国际间安全可靠的半导体供应链	投入5亿美元, 通过美国国务院、美国国际开发署、进出口银行和美国国际发展金融公司协调, 与外国政府达成发展半导体、电信和其他新兴技术及其供应链的合作
	美国芯片劳动力和教育基金	2	促进半导体行业劳动力增长	拨款2亿美元用于解决美国半导体产业劳动力和技能短缺问题。
	公共无线供应链创新基金	15	为更多的美国供应商提供5G市准入门, 使美国国内供应链多样化, 减少对国外供应的依赖。	立法为美国商务部提供了另外15亿美元, 助5G无线部署, 该基金也是在21财年国家发展法中创建的
	税收抵免	240	设立半导体制造业投资税收抵免	纳税实体在半导体制造和处理设备的投资可以获得25%的先进制造投资税收抵免。这一投资预计在五年内将花费240亿美元
护栏条款	-	禁止受益企业扩大在华制造业务	获得美国政府补助的覆盖实体不得参与在中国或其他受关注国家的实质性扩大半导体产能的重大交易(自资助之日起10年内)	
Divison B: 《研究与创新法案》 研究及创新项目	美国国家科学基金会(NSF)	810	加速美国能源、人工智能、量子计算和先进制造等关键技术的商业化	200亿用于国家科学基金会科技董事会 610亿用于国家科学基金会核心活动
	美国商务部(DOC)	110	创造就业机会, 刺激区域经济发展	100亿用于区域技术中心 10亿用于贫困社区振兴试点项目
	美国国家标准和技术研究院(NIST)	100	气候、环境和生物科学研究, 制造推广合作伙伴关系, 支持制造业的地理多样性	69亿用于国家标准与技术研究院 8.29亿用于美国制造项目 22.3亿制造业扩展伙伴计划
	美国能源部(DOE)	679	能源创新研究、基础能源科学研究	503亿用于能源部科学办公室 176亿用于能源部其他科学创新

来源: Bloomberg、White House、国金证券研究所。

图表14: 拜登《通胀削减法案》主要内容

项目	领域	金额(亿美元)	主要措施
收入端 (7370亿美元)	税收	2220	对年收入超过10亿美元的企业征收15%的最低企业税
	医疗改革	2650	处方药价格改革的增收
	税收	1240	美国国税局增加执法力度减少的偷税漏税
	税收	740	征收1%股票回购税
	税收	520	限制超额业务亏损税务申报的增收
支出端 (4330亿美元)	新增投资	3690	气候与能源投资
	卫生保健	640	《平价医疗法案》补贴延长三年
减少赤字 (3000亿美元)	财政	3000	未来十年削减约3000亿美元政府赤字

来源: Bloomberg、White House、国金证券研究所

图表15: 拜登《基建法案》主要内容

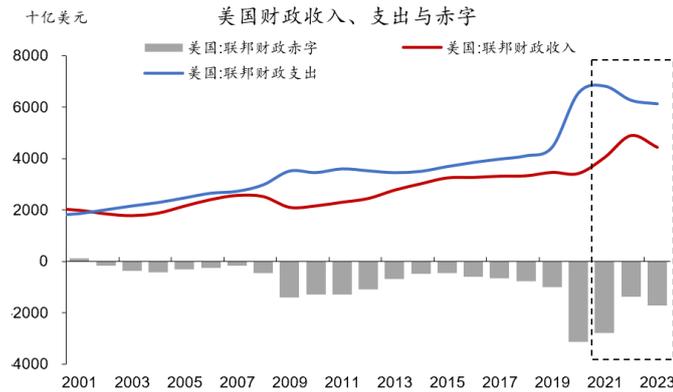
领域	项目	金额(亿美元)	主要措施
基础设施投资 (5500亿美元)	改善道路和桥梁状况	1100	投资道路、桥梁大型基础设施项目, 重点将关注气候变化带来的影响、基础设施体系的韧性、公平性和安全性
	投资铁路基础设施	660	帮助美铁完成长期积压的维修任务, 对美国东北走廊进行现代化升级, 改善和延伸现有铁路走廊, 建立安全、高效和气候友好型的铁路运输系统
	投资机场和港口设施	420	建立现代化及可持续的机场和港口基础设施, 以加强供应链管理, 减少港口和机场附近的拥堵和排放问题, 并推动电气化和低碳技术的应用
	改善公共交通系统	390	改善老年人和残疾人的出行现状, 维修约24,000辆公共汽车、5000辆轨道车和数千英里的火车轨道
	推动电动汽车发展	150	建设一个全国性的电动汽车充电网络, 向全国提供数千辆电动汽车
	提升道路安全水平	110	建立道路安全项目, 以帮助各州和地方减少交通事故, 为所有人提供安全的出行环境
	清洁能源和电网升级	1150	清洁能源转型和电力基础设施升级改造
	饮用水和废水基础设施	1520	改善环境污染问题、提供清洁水资源及改造宽带设施

来源: Bloomberg、White House、国金证券研究所

拜登任内偏向宽财政, 遵循了总统不干预货币政策的传统。财政方面, 拜登就任总统初期, 美国财政赤字已开始回落, 但随着2022年三大法案陆续生效, 财政赤字重新扩张, 2023年赤字率由5.5%反弹至6.3%, 财政赤字由1.4万亿美元反弹至1.7万亿美元, 使得美国重回宽财政。货币方面, 2022年3月以来, 为对抗通胀, 美联储11次加息, 10年美债利率达到金融危机以来的高点。拜登遵循了总统不干预美联储的传统, 2021年, 拜登提名鲍威尔连任美联储主席, 在媒体上, 拜登也公开表示尊重美联储的独立性, 但此举或与美联储抗通胀行为与拜登利益一致有关。



图表16: 拜登三大法案带动财政赤字扩张



来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 拜登任内, 美联储大幅加息

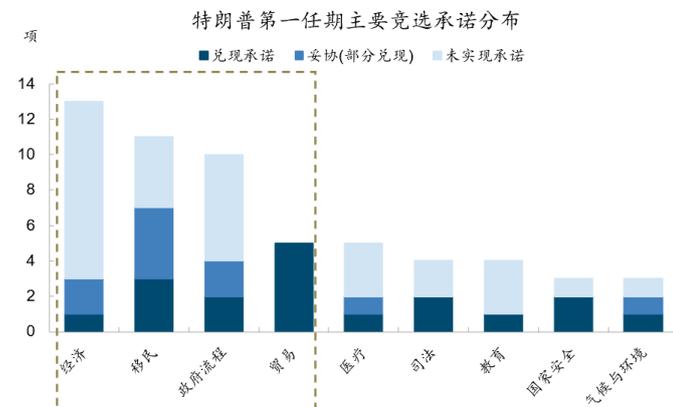


来源: Wind、国金证券研究所

(三) 若特朗普成功当选, 或采取哪些新政策?

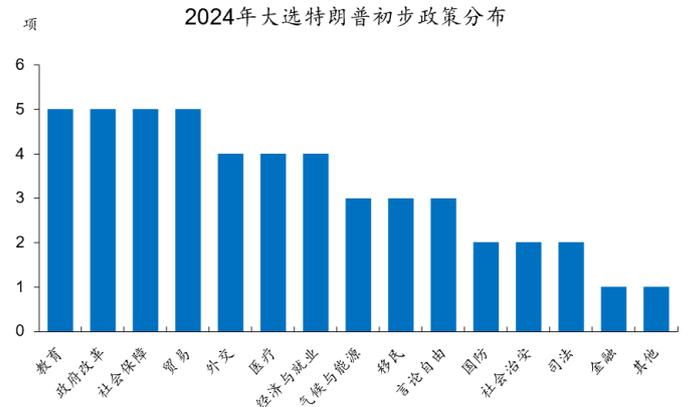
特朗普今年政策纲领或转移到政府改革、社保、教育及对外贸易上。总统候选人施政纲领往往在7至8月份全国代表大会后正式提出, 但截至目前(2024年3月), 特朗普在竞选官网已陆续公布了46项初步政策纲领, 涉及经济、就业、贸易、移民等多个领域。2016年首次参选时, 特朗普的政策纲领集中在经济、移民、政府流程等领域, 经济议题尤为重要。但今年, 初步政策纲领显示, 特朗普四大政策议题为: 教育、政府改革、社会保障、贸易, 国内经济与就业依然重要, 但份量有所降低, 此举或是为规避拜登任内, 美国经济韧性较强的现实。

图表18: 2016年, 特朗普更关注经济、移民等问题



来源: Washington post、国金证券研究所

图表19: 今年特朗普政策或更关注对内改革、对外贸易



来源: Trump Agenda、国金证券研究所

若特朗普成功当选, 或将首先撤销拜登任内推出的重要政策措施。在气候及能源领域, 特朗普或再次退出《巴黎气候协定》、禁止ESG投资、撤销拜登政府实施的环保法规, 加快授予石油、天然气钻探许可证, 鼓励旧能源生产, 限制新能源发展。但目前, 美国以充电桩为代表的新能源投资规模已大幅扩张, 2024年充电桩数量已是2016年的三倍以上, 限制新能源发展的难度已增大。移民方面, 特朗普或重新实施更严格的移民控制措施, 或将立法禁止非法移民子女获取公民身份, 禁止非法移民获取福利保障。外交方面, 特朗普或取消对乌克兰援助, 寻求尽快结束俄乌冲突。

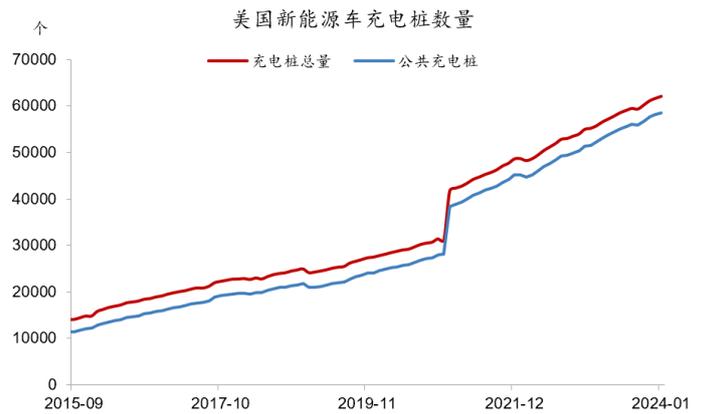


图表20: 若特朗普当选, 或首先撤销拜登推出的政策

领域	特朗普2024年大选初步拟定政策措施	拜登政府现行措施
气候与能源	禁止ESG投资	拜登允许退休基金管理在选择投资时考虑ESG标准
	加快授予美国石油和天然气生产联邦钻探许可证	拜登采取了限制钻探的措施
	再次退出《巴黎气候协定》	拜登任内重新加入《巴黎气候协定》
	再次实现能源独立, 取消民主党实施的阻碍能源生产的法规	推动新能源发展, 推翻特朗普时代的多项环保法规
经济	结束拜登的郊区公共住房计划	2023年, 拜登推出公平住房计划, 在郊区修建公寓楼
移民	重新实施严格的移民控制措施, 考虑终止非法移民子女公民身份, 禁止非法外国人获取福利保障	缩减特朗普政府的移民执法行动
外交	和平结束乌克兰战争, 不支持援助乌克兰	同样希望结束俄乌战争, 但支持援助乌克兰

来源: White House、Trump Agenda、国金证券研究所

图表21: 美国以充电桩为代表的的新能源基建已大幅扩张



来源: Bloomberg、国金证券研究所

核心议题上, 若特朗普当选, 或推动政府改革, 扩大关税措施, 重点扶持汽车产业。政府改革方面, 特朗普已多次提及打破“深层政府”, 打击政府官僚腐败, 建立独立审计系统。贸易领域, 特朗普明确提出将制定《特朗普互惠贸易法案》, 赋予总统对外国商品征收互惠关税的权力; 考虑对美国所有进口商品征收“普遍基准关税”, 但未提及具体税率和产品范围; 提出摆脱中国依赖, 未明确提及对中国产品征收60%的关税。经济层面, 特朗普特别强调“拯救汽车产业”, 尤其是发展传统燃油汽车, 取消汽车尾气排放限制。现阶段, 美国对中国出口产品平均征收19.3%的关税税率, 其中汽车零部件为25%, 汽车产业在美国制造业中体量大, 或成为特朗普后续贸易政策的主要抓手。

图表22: 若特朗普当选, 核心事项为贸易、改革、汽车

图表23: 美国目前仍保留额外关税措施

领域	特朗普2024年大选初步拟定政策措施	主要内容
贸易	制定《特朗普互惠贸易法案》巩固公平互惠贸易	制定《特朗普互惠贸易法案》来阻止美国就业机会流向海外, 外国对美国商品征收的关税高于美国征收的关税时, 特朗普将有权对该国的商品征收互惠关税
	“美国优先”贸易计划, 实施普遍基准关税	对大多数外国产品征收普遍基准关税, 奖励国内生产, 同时对外国公司征税。具体税率和产品范围尚未明确
	取消中国的最惠国待遇, 结束对中国依赖	阻止美国公司在华投资; 制定四年计划, 逐步停止从中国进口所有必需品; 禁止任何向中国外包的公司签订联邦合同
政府改革	粉碎深层政府	压缩联邦官僚机构数量, 削减政府支出, 打击政府腐败, 建立独立审计系统, 对国会议员实行任期限制
经济	拯救汽车产业	取消汽车尾气排放限制法规; 终止拜登CAFE燃油经济性标准; 对外国汽车或汽车零部件征收关税; 降低石油、天然气等能源价格

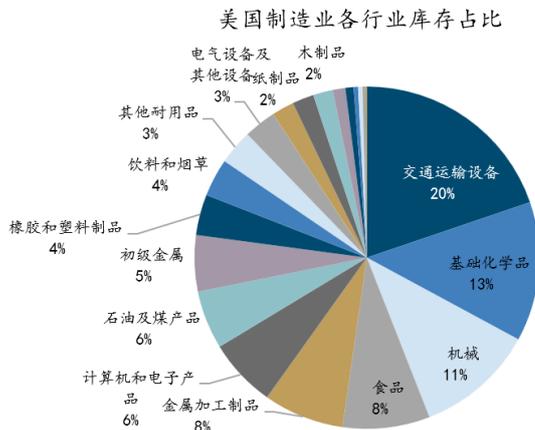
来源: White House、Trump Agenda、国金证券研究所



来源: PIIE、国金证券研究所

图表24: 以汽车为代表的交运行业在美国制造业占比大

图表25: 美国当前对中国加征额外关税的产品



来源: Bloomberg、国金证券研究所

美国从中国进口各项产品份额 (占从中国进口总额的百分比)	贸易摩擦前一年 (2017年7月-2018年6月)		2021-2022年 (2021年9月-2022年8月)	
	贸易摩擦前一年 (2017年7月-2018年6月)	2021-2022年 (2021年9月-2022年8月)	贸易摩擦前一年 (2017年7月-2018年6月)	2021-2022年 (2021年9月-2022年8月)
不受关税影响产品				
全体产品	33.0	47.0		
精选IT硬件和显示器	8.0	11.0		
电话 (包括智能手机)	9.0	9.0		
视频游戏机	1.0	2.0		
玩具	3.0	5.0		
其他不征收关税产品	12.0	20.0		
征收25%关税产品 (清单1、2或3)				
全体产品	47.0	34.0		
精选IT硬件和消费电子产品	5.0	2.0		
汽车零部件	2.0	2.0		
家具	6.0	4.0		
半导体	1.0	1.0		
列表1、2或3中的其他内容	33.0	26.0		
征收7.5%关税产品 (清单4A)				
全体产品	20.0	19.0		
服装鞋类	7.0	6.0		
个人防护装备(PPE)和卫生防护用品	1.0	2.0		
健身器材	1.0	1.0		
锂电池, 包括电动汽车用锂电池	0.0	1.0		
其他	11.0	9.0		

来源: PIIE、国金证券研究所



## 二、海外基本面&重要事件

### (一) 货币与财政：维持利率和缩表参数不变，保持政策的连续性和弹性

2024年3月FOMC例会维持利率不变，继续按计划缩表。3月声明认为，经济活动以稳健的速度扩张，新增就业保持强劲失业率保持低位；通胀放缓，但仍在高位。风险方面，认为就业和通胀的风险更加平衡，经济前景具有不确定性；在考虑政策转向时，仍未提及货币政策的累积效应和滞后效应，而是笼统的强调数据依赖、经济不确定性和风险之间的平衡，以淡化“higher for longer”叙事、保持政策的弹性。

3月20日当周，美联储总资产规模下降，美联储BTFP工具使用量下降。负债端，逆回购规模下降，准备金规模下降，TGA存款上升640亿美元。货币市场基金规模下降620亿美元。3月13日当周，美国商业银行存款上升410亿美元，大型银行存款上升470亿美元。CME FedWatch显示，截至美国时间3月22日，市场定价美联储6月首次降息的概率为67%，2024年降息3次。

图表26：2024年3月FOMC例会

段落	模块	具体内容	2024年3月	2024年1月
一	宏观经济与金融状况	增长	稳健 (solid)	稳健 (solid)
		物价	通胀放缓 (eased)，虽保持高位。	通胀放缓 (eased)，虽保持高位。
		就业	新增就业强劲、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	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。	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。
二	政策决定	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%，日度总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率维持5.3%，日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%，日度总规模上限5,000亿； 3. 隔夜逆回购利率维持5.3%，日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350亿美元/月；
三	前瞻指引	利率	在调整政策利率时，将仔细评估： <b>1. 未来的数据；2. 不断变化的前景；和3. 不同风险的平衡。</b> 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。	在调整政策利率时，将仔细评估： <b>1. 未来的数据；2. 不断变化的前景；和3. 不同风险的平衡。</b> 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。
		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、国金证券研究所

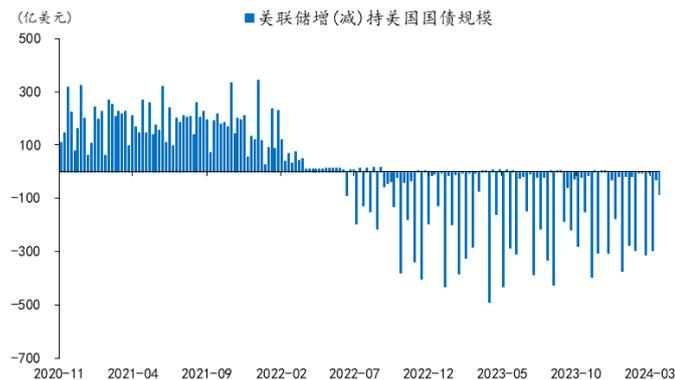


图表27: 美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪			单位	周度变动	03-20	03-13	03-06	02-28	02-21	02-14	02-07
流动性数量型指标	<b>美联储</b>										
	总资产	十亿美元	↓	-28	7514.3	7542.0	7538.9	7567.8	7581.7	7633.9	7631.3
	其他贷款	十亿美元	↓	-17	156.0	172.5	169.2	168.8	169.9	170.4	170.5
	一级信贷	十亿美元	↑	0.8	2.7	1.8	1.9	2.1	2.4	2.4	2.3
	银行定期融资计划	十亿美元	↓	-17	150.2	167.5	164.0	163.5	164.2	164.8	164.9
	其他信贷工具	十亿美元	→	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	逆回购	十亿美元	↓	-9	845.5	854.7	793.4	908.8	914.6	905.6	890.2
	准备金	十亿美元	↓	-84	3489.6	3573.2	3620.7	3541.0	3523.1	3537.5	3555.7
	TGA	十亿美元	↑	64	812.6	748.4	760.6	767.7	788.8	831.9	821.6
	<b>商业银行</b>										
	现金	十亿美元	↓	-53		3557.9	3610.7	3576.2	3554.9	3569.4	3568.1
	消费贷	十亿美元	↓	-3		1891.2	1894.0	1907.0	1903.0	1904.9	1906.0
	住房贷款	十亿美元	↓	-1		2570.5	2571.4	2572.8	2570.4	2570.7	2572.0
	商业地产贷款	十亿美元	↑	5		2984.8	2980.1	2979.1	2977.1	2978.6	2972.6
	工商业贷款	十亿美元	↓	-5		2761.0	2766.1	2780.5	2773.7	2776.6	2772.5
存款	十亿美元	↑	41		17613.9	17572.6	17491.4	17405.6	17480.3	17426.4	
大银行存款	十亿美元	↑	47		10918.7	10871.3	10798.3	10763.6	10826.2	10783.2	
小银行存款	十亿美元	↑	3		5359.4	5356.8	5335.9	5310.0	5317.1	5313.8	
<b>货币市场基金</b>					6046.5	6108.4	6077.1	6058.4	6008.8	6014.1	6018.4
流动性价格型指标	<b>隔夜融资市场</b>										
	SOFR-IORB	BP	→	0.0	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0	-10.0	-10.0	-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	↑	0.9	12.0	11.1	11.6	15.3	14.4	15.7	14.6
	<b>票据与信用债市场</b>										
	Master企业债利差	BP	↓	-3.0	92.0	95.0	101.0	98.0	94.0	98.0	100.0
	票据利差	BP	↑	0.0	3.0	3.0	5.0	19.0	7.0	13.0	8.0
	<b>离岸市场</b>										
	欧元兑美元互换基差	BP	↑	1.5	-3.4	-4.9	-5.3	-5.0	-5.3	-6.0	-6.5
日元兑美元互换基差	BP	↑	4.0	-27.3	-31.3	-29.0	-31.4	-31.0	-31.4	-31.3	

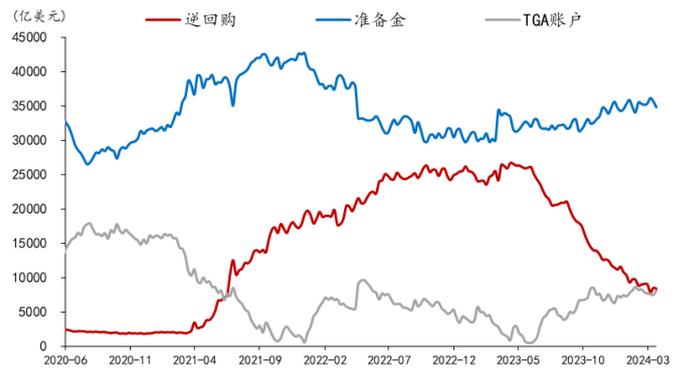
来源: FRED、Bloomberg、WIND、国金证券研究所

图表28: 美联储减持美债规模



来源: WIND、国金证券研究所

图表29: 美联储逆回购规模当周略降



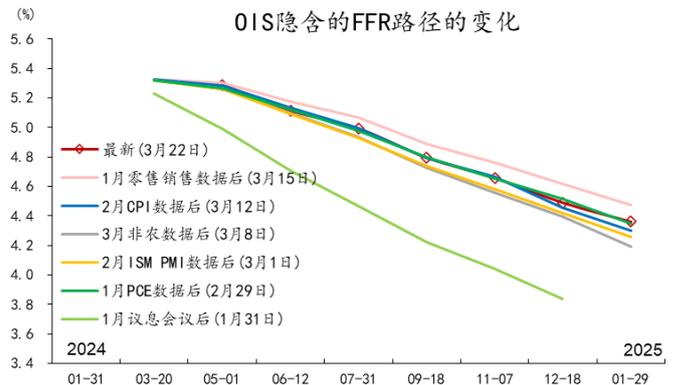
来源: WIND、国金证券研究所



图表30: 截至3月22日, 美联储降息概率

区间/日期	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12	25-01	25-03	25-04
525-550	88	25	12	3	1	0	0	0	0
500-525	12	67	46	20	11	4	2	1	1
475-500	0	9	38	44	32	17	11	6	4
450-475	0	0	4	30	37	33	25	17	12
425-450	0	0	0	4	17	31	32	28	24
400-425	0	0	0	0	2	13	22	28	28
375-400	0	0	0	0	0	1	7	15	21
350-375	0	0	0	0	0	0	1	4	9
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	2
300-325	0	0	0	0	0	0	0	0	0

图表31: OIS 隐含FFR利率



来源: FedWatch、国金证券研究所

来源: Bloomberg、国金证券研究所

(二) 生产: 美国拉动下, 全球制造业 PMI 回升, 服务业 PMI 小幅回落

3月标普全球制造业 PMI 初值为 52.5, 预期 51.7, 前值 52.2。美国 3月 Markit 制造业 PMI 初值 52.5, 为 21 个月以来新高, 预期 51.7, 前值 52.2。欧元区制造业 PMI 回落, 欧元区 3月制造业 PMI 初值为 45.7, 预期 47, 前值 46.5。日本制造业 PMI 回升, 日本 3月制造业 PMI 初值为 48.2, 2月初值及终值均为 47.2。

3月标普全球服务业 PMI 初值为 51.7, 预期 52, 前值 52.3。美国 3月 Markit 服务业 PMI 初值 51.7, 连续第二个月下滑, 预期 52, 前值 52.3。欧元区服务业 PMI 回升, 3月服务业 PMI 初值为 51.1, 预期 50.5, 前值 50.2。日本 3月 Markit 服务业 PMI 为 54.9, 前值 52.9。

图表32: 全球制造业 PMI

制造业 PMI	3月 月度变化	2月 月度变化	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11
全球	0.3 ↑			50.3	50.0	49.0	49.3	48.8	49.2	49.0	48.6	48.7	49.6	49.6	49.6	49.9	49.1	48.7	48.8
发达经济体																			
美国 ISM	-1.3 ↓			47.8	49.1	47.1	46.7	46.7	49.0	47.6	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0
美国 Markit	0.3 ↑	1.5 ↑	52.5	52.2	50.7	47.9	49.4	50.0	49.8	47.9	49.0	46.3	48.4	50.2	49.2	47.3	46.9	46.2	47.7
欧元区	-0.8 ↓	-0.1 ↓	45.7	46.5	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5	48.8	47.8	47.1
德国	-0.9 ↓	-3.0 ↓	41.6	42.5	45.5	43.3	42.6	40.8	39.6	39.1	38.8	40.6	43.2	44.5	44.7	46.3	47.3	47.1	46.2
法国	-1.3 ↓	4.0 ↑	45.8	47.1	43.1	42.1	42.9	42.8	44.2	46.0	45.1	46.0	45.7	45.6	47.3	47.4	50.5	49.2	48.3
意大利		0.2 ↑		48.7	48.5	45.3	44.4	44.9	46.8	45.4	44.5	43.8	45.9	46.8	51.1	52.0	50.4	48.5	48.4
西班牙		2.3 ↑		51.5	49.2	46.2	46.3	45.1	47.7	46.5	47.8	48.0	48.4	49.0	51.3	50.7	48.4	46.4	45.7
荷兰		0.4 ↑		49.3	48.9	44.8	44.9	43.8	43.6	45.9	45.3	43.8	44.2	44.9	46.4	48.7	49.6	48.6	46.0
希腊		1.0 ↑		55.7	54.7	51.3	50.9	50.8	50.3	52.9	53.5	51.8	51.5	52.4	52.8	51.7	49.2	47.2	48.4
日本		-0.8 ↓		47.2	48.0	47.9	48.3	48.7	48.5	49.6	49.6	49.8	50.6	49.5	49.2	47.7	48.9	48.9	49.0
韩国		-0.5 ↓		50.7	51.2	49.9	50.0	49.8	49.9	48.9	49.4	47.8	48.4	48.1	47.6	48.5	48.5	48.2	49.0
英国	2.4 ↑	0.2 ↑	49.9	47.5	47.3	46.2	47.2	44.8	44.3	43.0	45.3	46.5	47.1	47.8	47.9	49.3	47.0	45.3	46.5
加拿大		1.4 ↑		49.7	48.3	45.4	47.7	48.6	47.5	48.0	49.6	48.8	49.0	50.2	48.6	52.4	51.0	49.2	49.6
新兴市场																			
中国		-0.1 ↓		49.1	49.2	49.0	49.4	49.5	50.2	49.7	49.3	49.0	48.8	49.2	51.9	52.6	50.1	47.0	48.0
印度	2.3 ↑	0.4 ↑	59.2	56.9	56.5	54.9	56.0	55.5	57.5	58.6	57.7	57.8	58.7	57.2	56.4	55.3	55.4	57.8	55.7
越南		0.1 ↑		50.4	50.3	48.9	47.3	49.6	49.7	50.5	48.7	46.2	45.3	46.7	47.7	51.2	47.4	46.4	47.4
巴西		1.3 ↑		54.1	52.8	48.4	49.4	48.6	49.0	50.1	47.8	46.6	47.1	44.3	47.0	49.2	47.5	44.2	44.3
墨西哥		2.1 ↑		52.3	50.2	52.0	52.5	52.1	49.8	51.2	53.2	50.9	50.5	51.1	51.0	51.0	48.9	51.3	50.6

来源: WIND、国金证券研究所

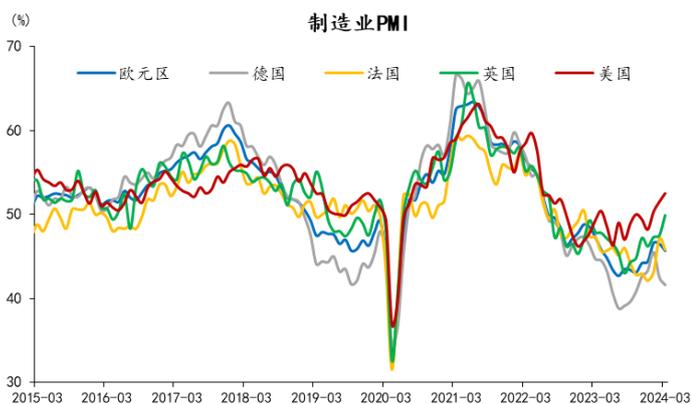


图表33: 全球服务业PMI

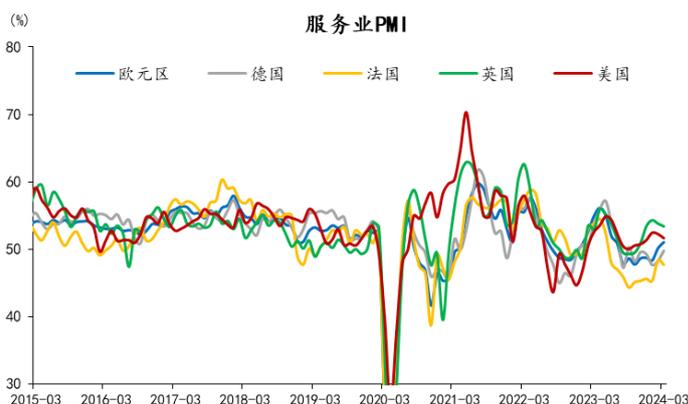
服务业PMI	3月	2月	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11
全球	0.1	↑	52.4	52.3	51.6	50.6	50.4	50.7	51.1	52.7	53.9	55.5	55.4	54.4	52.6	50.0	48.1	48.1	
<b>发达经济体</b>																			
美国ISM	-0.8	↓	51.7	52.6	53.4	50.5	52.7	51.8	53.6	54.5	52.7	53.9	50.3	51.9	51.2	55.1	55.2	49.2	56.5
美国Markit	-0.6	↓	51.1	52.3	52.5	51.4	50.8	50.6	50.1	50.5	52.3	54.4	54.9	53.6	52.6	50.6	46.8	44.7	46.2
欧元区	0.9	↑	49.8	50.2	48.4	48.8	48.7	47.8	48.7	47.9	50.9	52.0	55.1	56.2	55.0	52.7	50.8	49.8	48.5
德国	1.5	↑	47.8	48.3	47.7	49.3	49.6	48.2	50.3	47.3	52.3	54.1	57.2	56.0	53.7	50.9	50.7	49.2	46.1
法国	-0.6	↓	47.8	48.4	45.4	45.7	45.4	45.2	44.4	46.0	47.1	48.0	52.5	54.6	53.9	53.1	49.4	49.5	49.3
意大利	1.0	↑	52.2	51.2	49.8	49.5	47.7	49.9	49.8	51.5	52.2	54.0	57.6	55.7	51.6	51.2	49.9	49.5	49.5
西班牙	2.6	↑	54.9	52.9	53.1	51.5	50.8	51.6	53.8	54.3	53.8	54.0	55.9	55.4	55.0	54.0	52.3	51.1	50.3
日本	2.0	↑	53.4	53.8	54.3	53.4	50.9	49.5	49.3	49.5	51.5	53.7	55.2	55.9	52.9	53.5	48.7	49.9	48.8
英国	-0.4	↓	51.0	50.1	49.3	49.3	50.1	50.9	50.5	51.5	52.8	53.8	55.1	56.9	55.6	54.0	39.4	45.1	45.1
<b>新兴市场</b>																			
中国	-0.3	↓	60.3	60.6	61.8	59.0	56.9	58.4	61.0	62.3	58.5	61.2	62.0	57.8	59.4	57.2	58.5	56.4	56.4
印度	-1.2	↓	51.1	55.8	56.2	52.2	53.6	55.4	57.6	54.0	56.8	54.3	55.9	58.1	53.1	48.7	45.9	48.3	48.3
俄罗斯	-4.7	↓	54.6	53.1	50.5	51.2	51.0	48.7	50.6	50.2	53.3	54.1	50.0	51.8	49.8	50.7	51.0	51.6	51.6
巴西	1.5	↑																	

来源: WIND、国金证券研究所

图表34: 制造业PMI回升



图表35: 服务业PMI小幅回落



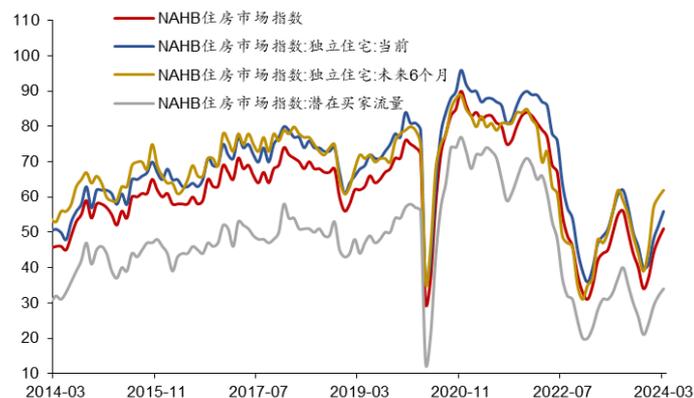
来源: WIND、国金证券研究所

来源: WIND、国金证券研究所

(三) 美国地产: 建筑商信心攀升, 成屋销售飙升

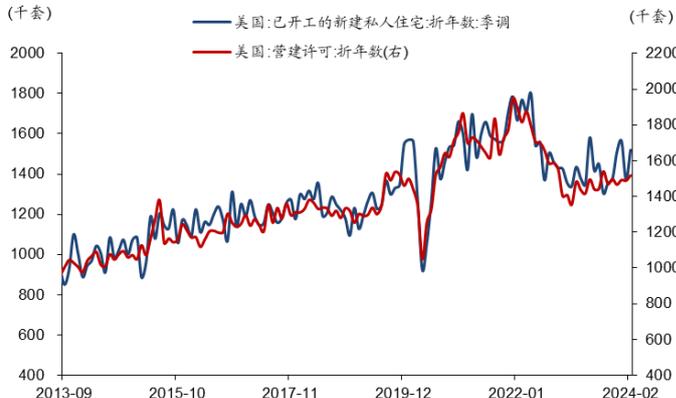
待售现房数量有限, 以及抵押贷款利率较峰值回落, 刺激了房地产的需求。美国3月NAHB房地产市场指数51, 预期48, 前值48, 为2023年8月以来新高。美国2月新屋开工总数年化152.1万户, 预期142.5万户, 前值133.1上修至137.4万户; 环比10.7%, 预期8.2%, 前值-14.8%上修至-12.3%, 为去年6月以来最大增幅。美国2月营建许可总数151.8万户, 预期149.5万户, 前值148.9万户, 为去年9月以来最高水平; 环比1.9%, 预期0.5%, 前值-1.50%上修至-0.3%。美国2月成屋销售年化总数438万户, 预期394万户, 前值400万户, 为去年3月以来新高; 环比9.5%, 预期-1.3%, 前值3.1%。

图表36: 美国3月建筑商信心攀升至近8个月以来高点



来源: CEIC、国金证券研究所

图表37: 美国2月新屋开工与营建许可



来源: WIND、国金证券研究所

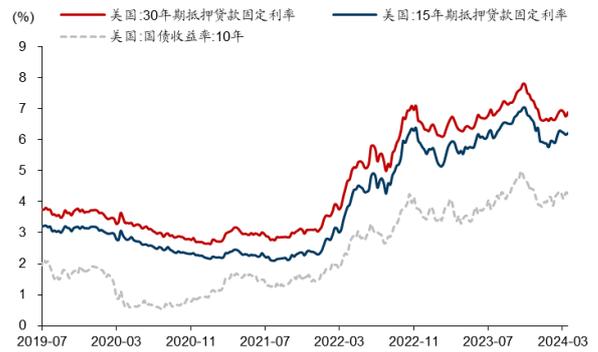


图表38: 美国2月成屋销售创去年3月以来新高



来源: WIND、国金证券研究所

图表39: 美国30年期抵押贷款利率较峰值回落

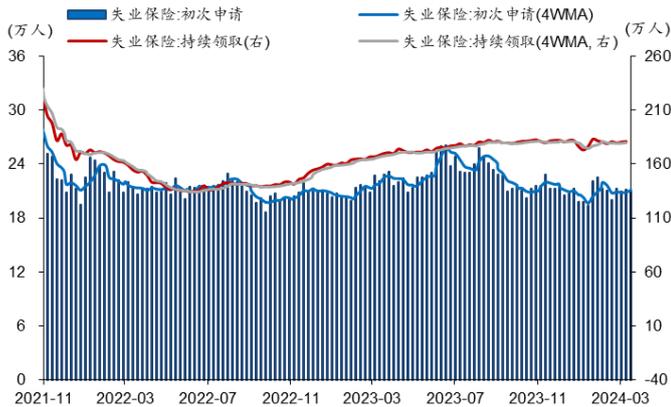


来源: WIND、国金证券研究所

#### (四) 失业金: 初请人数小幅下降

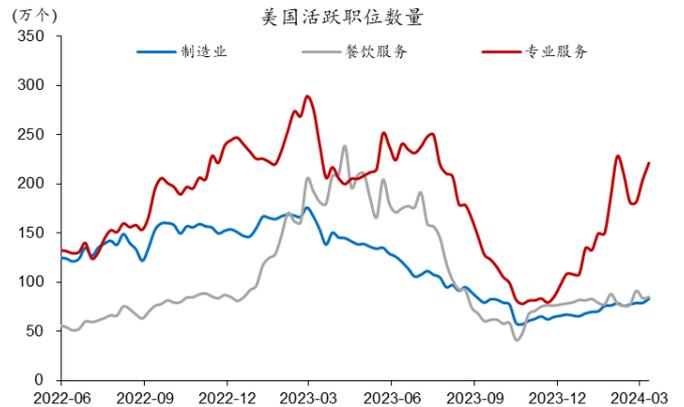
美国至3月16日当周初请失业金人数21.0万人, 预期21.5万人, 前值20.9上修至21.2万人。美国至3月9日当周续请失业人数180.7万人, 预期182万人, 前值181.1下修至180.3万人。美国3月11日当周活跃职位数量下降至1246.0万, 前值1162.5万。

图表40: 美国至3月16日当周初请失业21.0万人



来源: CEIC、国金证券研究所

图表41: 美国3月11日当周新增职位数量上升



来源: CEIC、国金证券研究所

#### (五) 日央行利率决议: 退出负利率及YCC政策

3月19日, 日央行公布利率决议, 宣布退出负利率及YCC政策。基准利率由-0.1%上调至0-0.1%, 为2007年以来首次加息, 符合市场预期; 取消收益率曲线控制(YCC)政策; 取消日股ETF和REIT的购买计划, 继续购买日本国债, 若长期利率快速上升, 日央行将灵活应对, 扩大购债规模。日央行退出YCC, 背景是日本经济温和复苏, “春斗”涨薪首轮谈判远超预期。平衡利弊和放缓日元升值斜率的一个可选路径或是在美联储降息之前先退出零利率, 日央行的正常化或成为日元升值的触发因素, 后续能否进一步回到正利率区间仍需要走一步看一步。



## 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。

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: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究