



海外周度观察

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

“特朗普冲击”与中美贸易格局的演变

2018年美国发起对中国的贸易冲突以来,中美双边贸易开始收缩。2020年公共卫生事件干扰了这一进程,但2022年全球经济重启后,该进程得以继续。但是,美国压缩贸易逆差的初衷并未如愿,中美贸易“藕断丝连”。如果2024年特朗普再次赢得大选,中美贸易又该向何处去?全球价值链和贸易格局会如何演变?

热点思考:“特朗普冲击”与中美贸易格局的演变

2018年“特朗普冲击”改变了中美双边贸易格局,2020年公共卫生事件暂时中断了这一转变,但实质上或成为“催化剂”。贸易摩擦使美国从中国的进口和对中国的出口规模和份额双双下降,美国对中国的贸易逆差持续收窄,但与其他国家和地区的货物贸易规模基本保持不变,然而2020年卫生事件的冲击,暂时加深了美国对中国的贸易依赖。

2022年全球经济重启后,中美双边贸易重回收缩趋势。2022年初以来,美国对华贸易逆差持续收窄,2022年1季度为899.2亿美元,2023年4季度降至679.3亿美元,占名义GDP的比例从1.9%降至1.0%。同时,美国从中国的进口份额从17.8%降至13.8%,对中国的出口份额从8.4%降至7.3%。

中美双边贸易的收缩主要发生在“关税清单”领域。美国先后对中国出口的商品加征过三轮关税,加征关税前后,美国自中国进口的非关税商品的规模变化甚微(从2769.3亿美元略降至2739.5亿美元,略减少29.8亿美元),而关税商品的规模却大幅下降(从2480.3亿美元大幅下降至1751.6亿美元,下降了728.7亿美元)。

分商品看,除了贵金属之外,美国自中国进口的各行业关税商品的总规模均有所下降。其中,规模绝对值下降较多的是机械设备(-452.0亿美元)、杂项制品(-69.6亿美元)、贱金属(-24.5亿美元)、运输设备(-24.2亿美元)、塑料橡胶、精密仪器等。此外,规模降幅尤为明显的商品包括矿产品、动植物油、木制品、食品饮料等。

中美贸易关系“藕断丝连”,中美双边贸易所表现出来的“脱钩”,实际上只是发生了转移。从贸易差额来看,贸易冲突之后,美国对其他地区的贸易逆差与中国对其他地区的贸易顺差同步走扩。从美国进口和中国出口来看,贸易冲突之后,美国从其他地区进口和中国对其他地区出口走势一致。

中美贸易“新模式”已经形成,但全球贸易失衡状况并未根本改变。2018年贸易冲突以来,中美双方都加大了与其他贸易伙伴的合作。美国主要从北美、亚洲等地区寻求替代,而中国则更多地转向欧盟、东盟等地区。分地区看,中美双方在机电、杂项、运输设备、贱金属、塑料、化学产品等领域的贸易都不同程度地被其他国家所替代。

海外事件&数据:美国2024财年赤字率预计降至5.9%,美国2月PCE通胀符合预期,核心通胀放缓

美国2024财年预算基本敲定,赤字率预计由6.3%降至5.9%。3月23日,美国参议院通过1.2万亿美元的一揽子预算案,政府关门得以避免。至此,美国2024财年财政预算基本敲定。美国2024财年赤字率预计由去年的6.3%降至5.9%。财政收入预计增11%,前值-9%;支出增速预计7%,前值-2%。

美国2月PCE通胀符合预期,核心通胀放缓。美国2月PCE物价指数同比2.45%,预期2.5%,前值2.43%。美国2月PCE物价指数环比0.3%,预期0.4%,前值0.4%。美国2月核心PCE物价指数同比2.8%,预期2.8%,前值2.9%,为2021年4月以来新低。美国2月核心PCE物价指数环比0.3%,预期0.3%,前值0.5%。

美国新房销售不及预期。美国2月新屋销售折年66.2万套,前值66.4万套,环比跌0.3%,预期环比涨2.1%,前值环比1.5%。美国房价环比增速低于预期。美国1月FHFA房价指数同比6.4%,前值6.7%,环比-0.1%,前值0.1%。美国1月20大城市房价同比6.6%,前值6.2%,环比-0.1%,前值-0.3%。

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：“特朗普冲击”与中美贸易格局的演变	4
(一) 贸易规模与差额：美国贸易规模收缩了吗？中美双边贸易状况有何变化？	4
(二) 关税与非关税货物贸易的比较：中美双边贸易的收缩主要发生在“关税清单”中	6
(三) 贸易转移效应：中美贸易“藕断丝连”，谁是中美贸易冲突的“最大赢家”？	8
二、海外基本面&重要事件	10
(一) 美国流动性：市场定价美联储6月首次降息的概率为61%	10
(二) 美国财政：2024财年预算敲定，赤字率预计由6.3%降至5.9%	12
(三) 美国大选：特朗普摇摆州延续领先	12
(四) 美国通胀：美国2月PCE通胀符合预期，核心通胀放缓	13
(五) 美国就业：美国初请失业人数低于预期	14
(六) 美国地产：美国新房销售、房价增速不及预期	15
风险提示	15

图表目录

图表 1：贸易冲突使得美国对中国贸易规模收缩	4
图表 2：美国贸易规模指数走势	4
图表 3：贸易冲突使得中美货物贸易规模收缩 1/4	4
图表 4：美国货物贸易规模指数走势	4
图表 5：服务贸易规模主要受卫生事件影响	5
图表 6：美国服务贸易规模指数走势	5
图表 7：贸易冲突使得美国对中国贸易逆差迅速收窄	5
图表 8：美国贸易逆差结构	5
图表 9：贸易冲突使美国对中国货物贸易逆差收窄近 3 成	5
图表 10：美国货物贸易逆差结构	5
图表 11：服务贸易顺差主要受卫生事件影响	6
图表 12：美国服务贸易顺差结构	6
图表 13：贸易摩擦使美国与中国的贸易规模下降	6
图表 14：中美货物贸易份额在贸易冲突后下降	6
图表 15：三批关税清单涉及的部门	7
图表 16：中美贸易的收缩主要发生在“关税清单”领域	7
图表 17：关税的影响：几乎所有行业都有受到了不同程度的影响	8
图表 18：冲突后中美与其他地区的贸易差额同步扩大	8



图表 19:	中国通过其他地区向美国间接出口	8
图表 20:	美国商品进口变化	9
图表 21:	中国商品出口变化	9
图表 22:	美国进口中国非关税商品的变化:分地区	9
图表 23:	美国进口中国关税商品的变化:分地区	9
图表 24:	贸易冲突和供应链扰动造成的转移效应:对谁收缩了,对谁增加了?	10
图表 25:	美国流动性量价跟踪	11
图表 26:	美联储减持美债规模	11
图表 27:	美联储逆回购规模当周回升	11
图表 28:	截至 3 月 30 日,美联储降息概率	12
图表 29:	OIS 隐含 FFR 利率	12
图表 30:	美国 2024 财年赤字率预计降至 5.9%	12
图表 31:	美国 2024 财年赤字规模预计降至 1.6 万亿美元	12
图表 32:	美国大选,特朗普民调支持率领先拜登	13
图表 33:	美国民众对拜登的认可度下降	13
图表 34:	截至 3 月 28 日,特朗普摇摆州民调领先	13
图表 35:	与上周相比,摇摆州民调无明显变动	13
图表 36:	美国 2 月 PCE 通胀分项增速	14
图表 37:	美国 2 月 PCE 通胀同比结构	14
图表 38:	美国 2 月 PCE 通胀环比结构	14
图表 39:	美国至 3 月 23 日当周初请失业 21.0 万人	15
图表 40:	美国 3 月 18 日当周专业服务业职位数量下降	15
图表 41:	美国新房销售环比下跌	15
图表 42:	美国房价环比增速下跌	15



2018年美国发起对中国的贸易冲突以来，中美双边贸易开始收缩。2020年公共卫生事件干扰了这一进程，但2022年全球经济重启后，该进程得以继续。但是，美国压缩贸易逆差的初衷并未如愿，中美贸易“藕断丝连”。如果2024年特朗普再次赢得大选，中美贸易又该向何处去？全球价值链和贸易格局会如何演变？

一、热点思考：“特朗普冲击”与中美贸易格局的演变

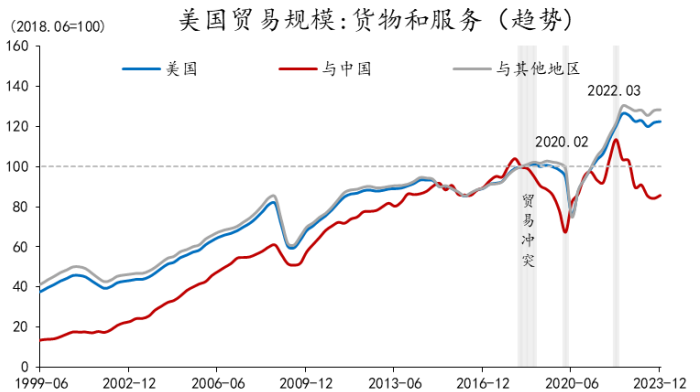
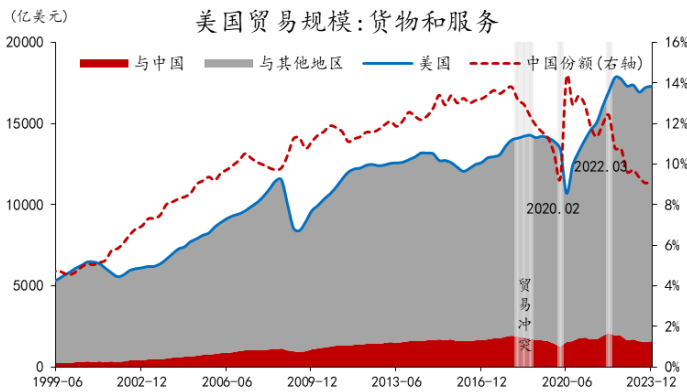
(一) 贸易规模与差额：美国贸易规模收缩了吗？中美双边贸易状况有何变化？

全球贸易格局和价值链重构正在加速推进。2018年中美贸易摩擦、2020年公共卫生事件冲击和2022年经济重启与价值链重构是影响近年来全球贸易格局的3个时间节点。

2018年贸易冲突至2019年底，中美双边货物贸易规模和份额双双下降，但美国对其他地区（与地区）的货物贸易规模保持不变。2018年2季度至2019年4季度，中美货物贸易规模收缩了1/4，中美双边货物贸易份额从16.6%下降到了12.4%。同期，美国对其他地区（或地区）贸易指数保持不变（+0.3%）。

图表1：贸易冲突使得美国对中国贸易规模收缩

图表2：美国贸易规模指数走势

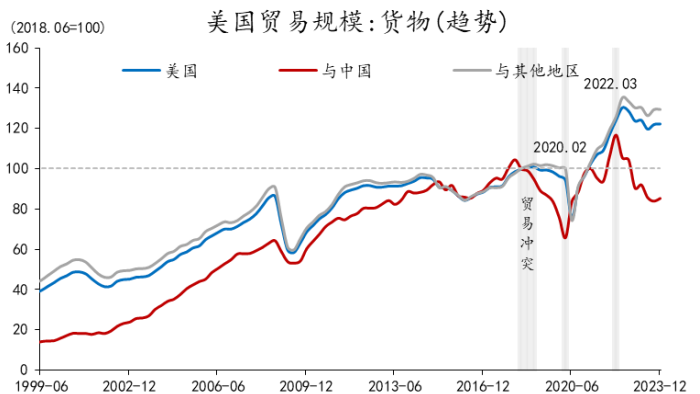
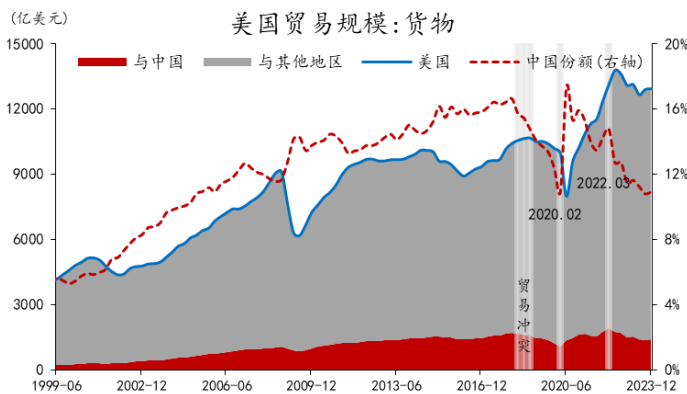


来源：CEIC、国金证券研究所

来源：CEIC、国金证券研究所

图表3：贸易冲突使得中美货物贸易规模收缩1/4

图表4：美国货物贸易规模指数走势



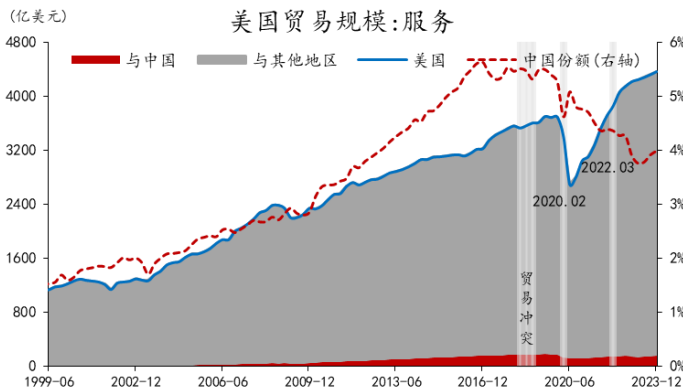
来源：CEIC、国金证券研究所

来源：CEIC、国金证券研究所

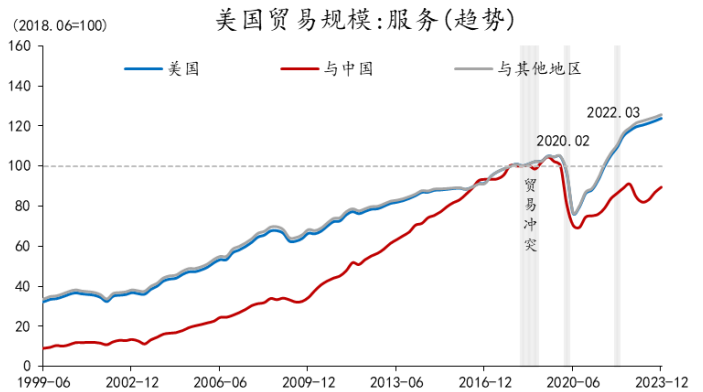
2020年公共卫生事件冲击后，中美贸易经历了“过山车”式的起伏。冲击之初，2020年1季度中美货物贸易规模指数进一步下降至65.9（相比2018年2季度收缩34.1%），中国占美国货物进口的份额下降至11.0%。但从2季度开始，得益于中国及时的防控措施，中国对美出口快速恢复并实现逆势增长，2020年2季度中国在美国中的份额占比为17.4%，至年底已经收复2018年贸易冲突以来的“失地”。



图表5: 服务贸易规模主要受卫生事件影响



图表6: 美国服务贸易规模指数走势

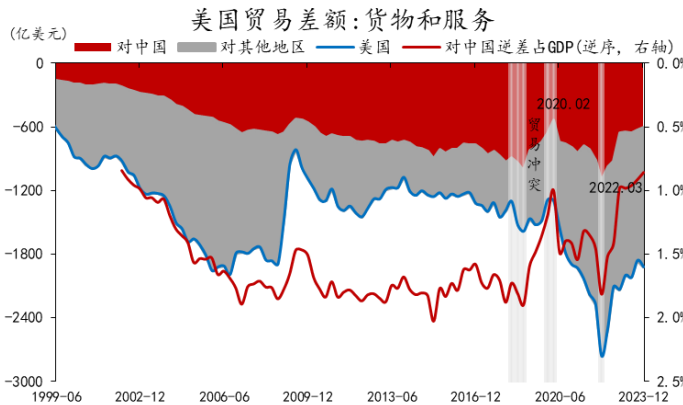


来源: CEIC、国金证券研究所

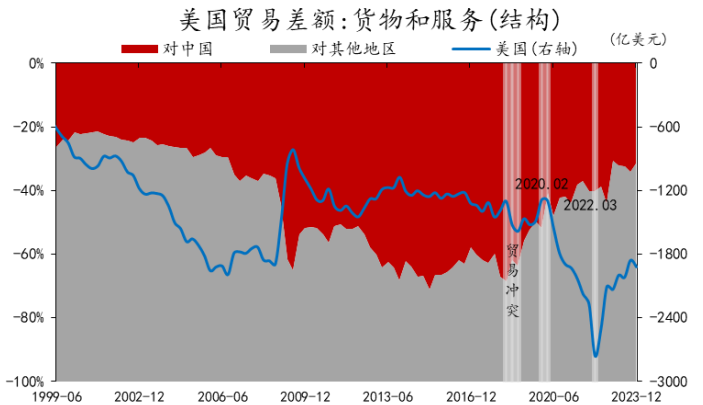
来源: CEIC、国金证券研究所

贸易逆差方面, 2018 年贸易冲突以来, 美国对中国的贸易逆差持续收窄, 2020 年公共卫生事件冲击中断了这一进程、加深了美国对中国的贸易依赖, 但 2022 年以来, 该进程得以延续。2018 年 1 季度, 美国对中国的货物贸易逆差为 1034.6 亿美元、占名义 GDP 的 2.1%。2019 年 4 季度, 逆差收窄至 764.1 亿美元, 占名义 GDP 的比例降至 1.4%。2020 年公共卫生事件使得逆差从 2020 年 1 季度的 605.7 亿美元扩大至 2022 年 1 季度的 899.2 亿美元, 相应地, 占名义 GDP 的比例从 1.1% 提升至 1.9%。2022 年经济重启与价值链重构之后, 逆差又降至 2023 年 4 季度的 679.3 亿美元, 占名义 GDP 的比例降至 1.0%。

图表7: 贸易冲突使得美国对中国贸易逆差迅速收窄



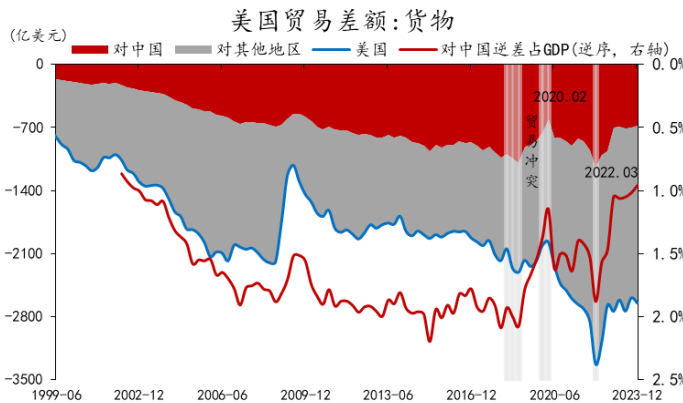
图表8: 美国贸易逆差结构



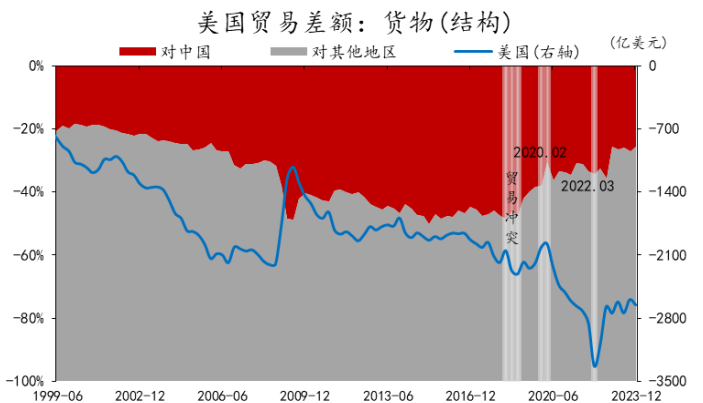
来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

图表9: 贸易冲突使美国对中国货物贸易逆差收窄近3成



图表10: 美国货物贸易逆差结构



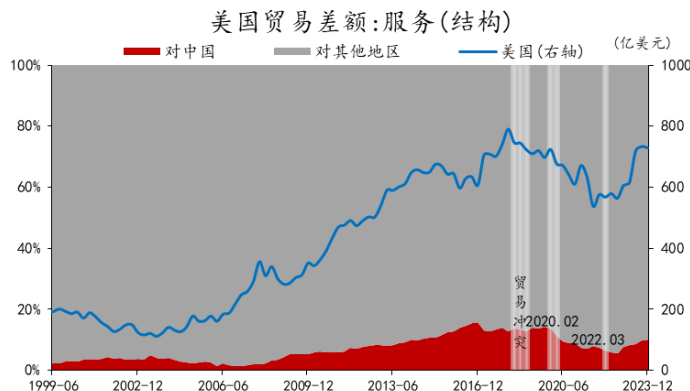
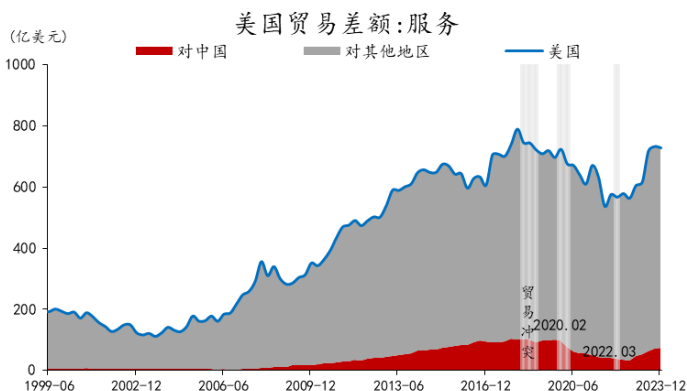
来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所



图表11: 服务贸易顺差主要受卫生事件影响

图表12: 美国服务贸易顺差结构



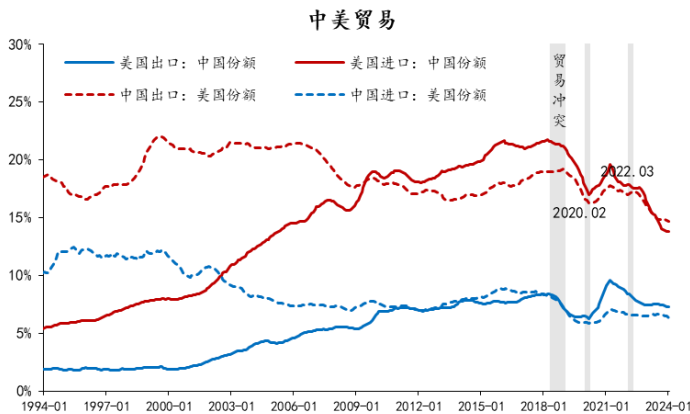
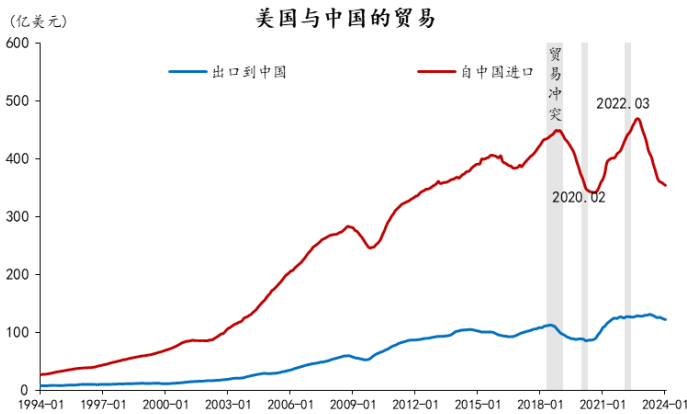
来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

总结而言, 2018 年贸易冲突改变了中美双边贸易格局, 2020 年公共卫生事件暂时中断了这一转变, 但实质上或成为“催化剂”。贸易摩擦使美国从中国的进口和对中国的出口规模和份额双双下降。从 2018 年 3 月到 2020 年 3 月, 美国从中国的进口份额从 21.8% 下降到 17.0%, 美国对中国的出口份额从 8.4% 降到了 6.3%; 中国出口到美国的份额从 19.2% 下降到了 16.3%, 中国从美国的进口份额从 8.1% 下降 5.9%。2020 年公共卫生事件以来至 2021 年 3 月, 美国从中国的进口份额回升至 19.6%, 美国对中国的出口份额回升至 9.6%; 中国出口到美国的份额略回升至 17.8%, 中国从美国的进口份额略回升至 7.0%。2022 年 3 月供应链重构以来至 2024 年 1 月, 美国从中国的进口份额从 17.8% 降至 13.8%, 美国对中国的出口份额从 8.4% 降至 7.3%; 中国出口到美国的份额从 17.1% 降至 14.7%, 中国从美国的进口份额从 6.6% 略降至 6.4%。

图表13: 贸易摩擦使美国与中国的贸易规模下降

图表14: 中美货物贸易份额在贸易冲突后下降



来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

(二) 关税与非关税货物贸易的比较: 中美双边贸易的收缩主要发生在“关税清单”中

美国先后对中国出口的商品加征过三轮关税。2018 年 6 月 15 日, 美国贸易代表办公室 (USTR) 宣布对价值约 500 亿美元的中国进口产品征收 25% 的附加关税, 主要针对中间投入品或资本品, 受影响最大的行业是机械器具和电气设备。关税分三轮实施: 第一轮于 2018 年 7 月 6 日实施, 涉及从中国进口的 818 项、价值约 340 亿美元商品; 第二轮于 2018 年 8 月 23 日执行, 涉及 279 项、价值约 160 亿美元商品。第三轮于 2018 年 9 月 24 日生效, 涉及 5745 项、价值约 2000 亿美元商品, 除中间产品 (如电脑和汽车零部件) 之外, 还涵盖电话、家具、灯具和行李箱等消费品, 初始税率为 10%, 自 2019 年 1 月 1 日起, 附加关税水平全部提高至 25%。

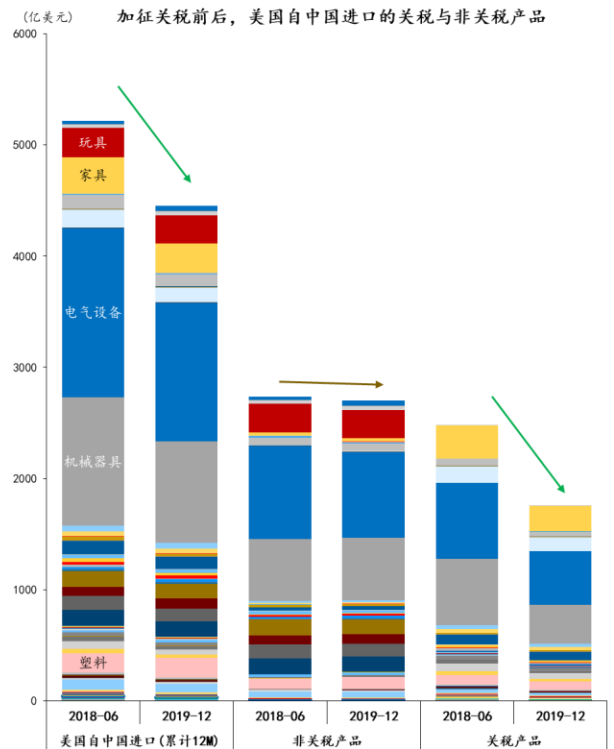
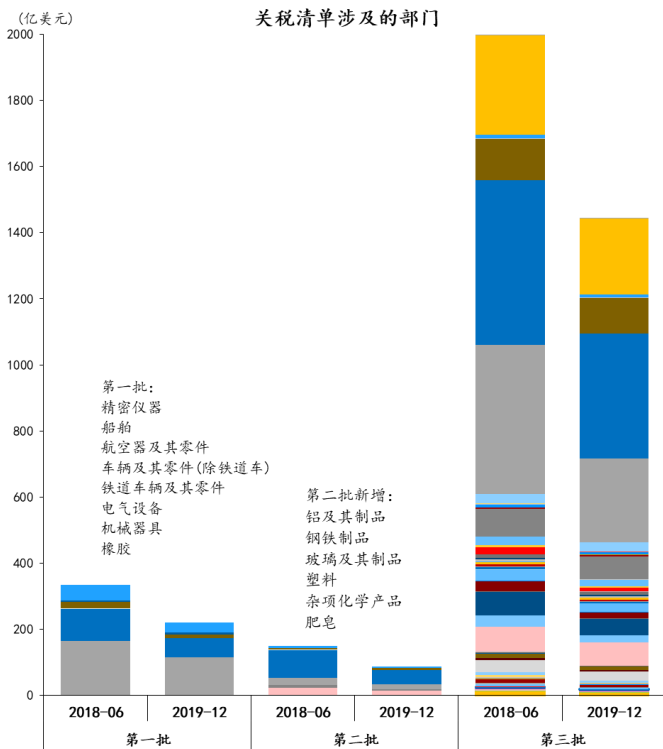
中美双边贸易的收缩主要发生在“关税清单”领域。美国自中国进口商品的规模从 2018 年 6 月 (之前 12 个月累加, 下同) 的 5249.6 亿美元下降至 2019 年 12 月的 4491.1 亿美元, 总规模下降了 758.4 亿美元, 其中, 关税商品的规模从 2480.3 亿美元大幅下降至 1751.6 亿美元, 下降了 728.7 亿美元, 非关税商品的规模从 2769.3 亿美元略降至 2739.5



亿美元，略下降 29.8 亿美元。可见，加征关税前后，非关税商品的规模变化甚微，而关税商品的规模却大幅下降。从时间序列来看，结论一致，即中美之间的关税激增主要影响关税商品。

图表15: 三批关税清单涉及的部门

图表16: 中美贸易的收缩主要发生在“关税清单”领域



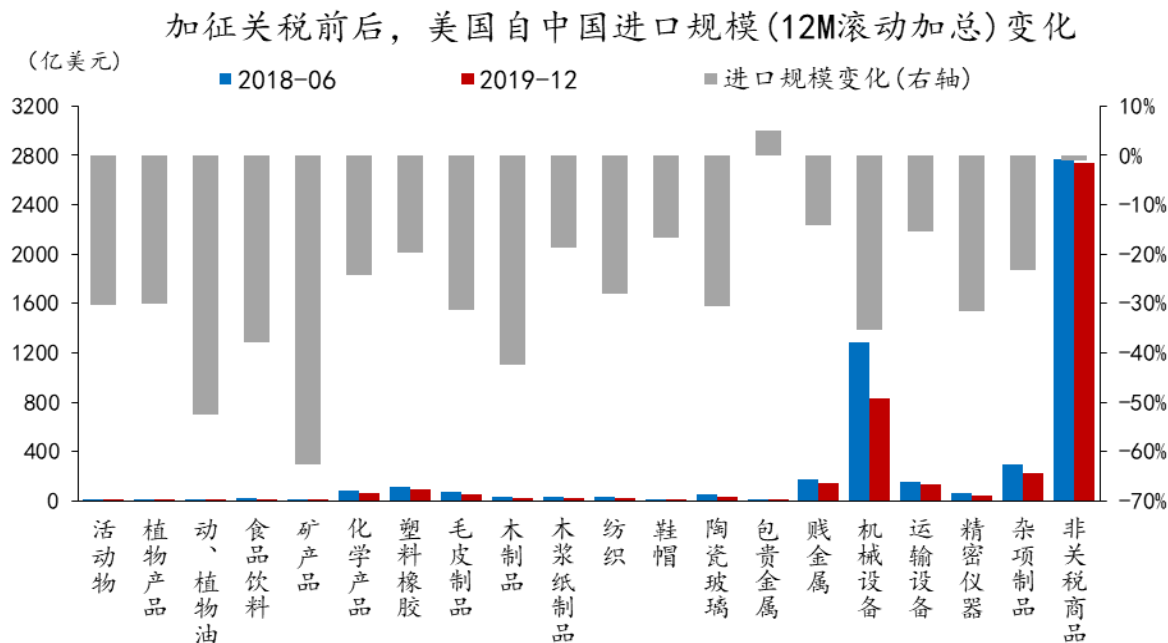
来源: U. S. Census Bureau: USA Trade Online、USTR、CEIC、国金证券研究所

来源: U. S. Census Bureau: USA Trade Online、CEIC、国金证券研究所

分部门来看，中美贸易冲突几乎对美国所有行业的进口总值造成了不同程度的影响。统计加征关税前后（从 2018 年 6 月至 2019 年 12 月），美国自中国进口的各行业商品的规模变化，结果显示，除了贵金属之外，其余行业的关税商品的进口规模均有所下降，其中，下降规模较大的是机械设备、杂项制品、贱金属、运输设备、塑料橡胶、精密仪器等。具体来看，机械设备从 1283.4 亿美元下降至 831.3 亿美元，下降了 452.0 亿美元（-35.2%）；杂项制品从 300.0 亿美元下降至 230.4 亿美元，下降了 69.6 亿美元（-23.2%）；贱金属从 172.7 亿美元下降至 148.2 亿美元，下降了 24.5 亿美元（-14.2%）；运输设备从 156.9 亿美元下降至 132.7 亿美元，下降了 24.2 亿美元（-15.4%）。



图表17: 关税的影响: 几乎所有行业都有受到了不同程度的影响



来源: U. S. Census Bureau; USA Trade Online、CEIC、国金证券研究所

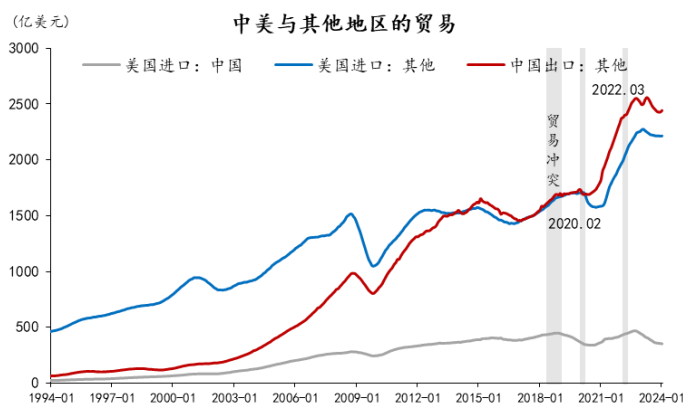
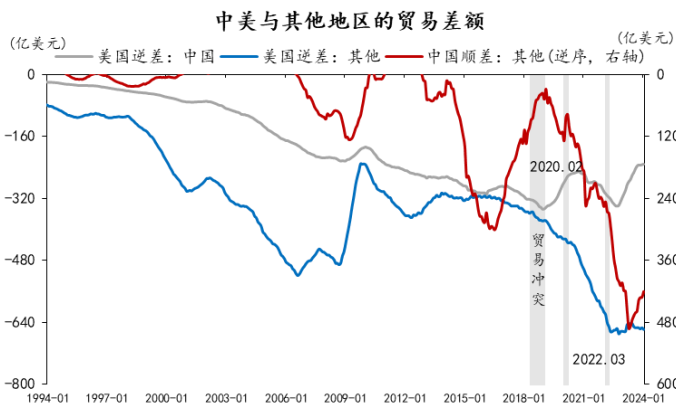
(三) 贸易转移效应: 中美贸易“藕断丝连”, 谁是中美贸易冲突的“最大赢家”?

中美经贸关系“藕断丝连”, 中美双边贸易所表现出来的“脱钩”, 实际上只是发生了转移。一方面, 美国增加了自欧盟、加拿大、越南、墨西哥等其他地区的进口, 以替代部分自中国的进口, 特别是在钢铝、汽车等领域。另一方面, 中国加大了与欧盟、东盟等地区的经贸合作, 以应对美国市场的不确定性, RCEP的签署助力中国将部分产能转移至周边国家, 推动区域价值链和供应链的整合。

从贸易差额来看, 贸易冲突之后, 美国对其他地区的贸易逆差与中国对其他地区的贸易顺差同步走扩。从美国进口和中国出口来看, 贸易冲突之后, 美国从其他地区进口和中国对其他地区出口走势一致。关税的激增虽然使得美国自中国进口减少, 但是中国能够通过对其他地区出口来完全弥补损失(出口模式重新分配下的贸易转移)。

图表18: 冲突后中美与其他地区的贸易差额同步扩大

图表19: 中国通过其他地区向美国间接出口



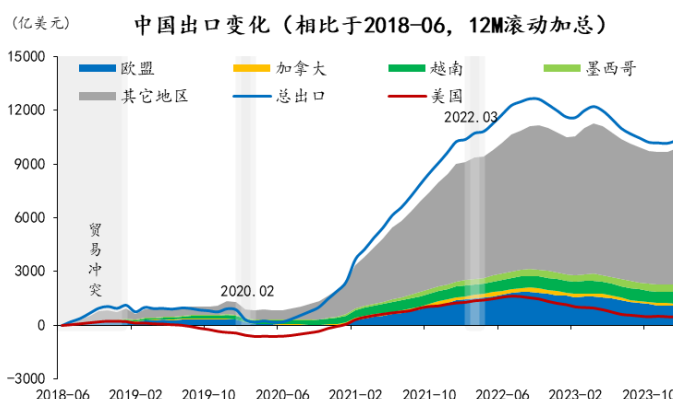
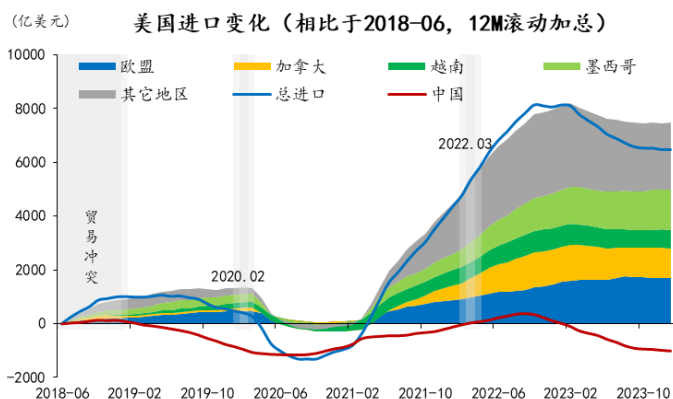
来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所



图表20: 美国商品进口变化

图表21: 中国商品出口变化

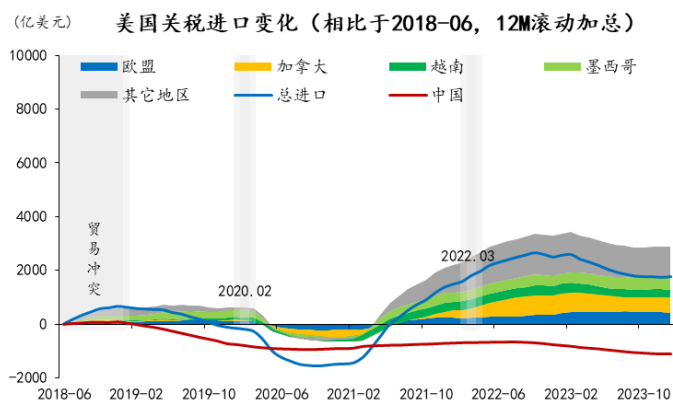
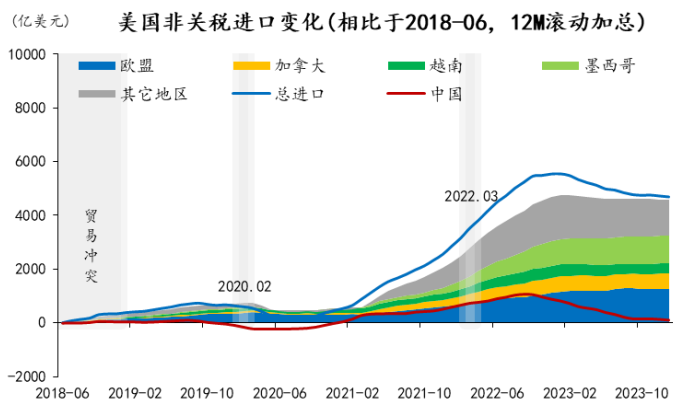


来源: U. S. Census Bureau: USA Trade Online、CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

图表22: 美国进口中国非关税商品的变化: 分地区

图表23: 美国进口中国关税商品的变化: 分地区



来源: U. S. Census Bureau: USA Trade Online、CEIC、国金证券研究所

来源: U. S. Census Bureau: USA Trade Online、CEIC、国金证券研究所

分商品看,绝大多数商品均出现了贸易转移现象。在贸易冲突和供应链扰动背景下,双方都加大了与其他贸易伙伴的合作,在各自优势领域寻求替代市场。美国主要从北美、亚洲等地区寻求替代,而中国则更多地转向欧盟、东盟等地区。区间I是以美国对中国加征关税前、后为分界点,统计2018年6月和2019年12月,美国自中国和其他地区进口的所有关税商品(分行业)的份额(占比)的变化,区间II是以2022年供应链扰动为分界点,统计2022年1月和2024年1月,美国自中国和其他地区进口的所有关税商品(分行业)的份额的变化,最后两行统计所有非关税商品的区间I、II的份额的变化。

分地区来看,中美双方在机电、杂项、运输设备、贱金属、塑料、化工产品等领域的贸易都不同程度地被其他国家所替代:美国增加了从欧盟、墨西哥等地区的机电产品、陶瓷玻璃、贱金属进口,增加了从越南、加拿大等地区的杂项制品进口,增加了从越南、墨西哥等地区的塑料制品、毛皮制品、鞋帽进口,增加了从欧盟等地区的化工产品进口。



图表24: 贸易冲突和供应链扰动造成的转移效应: 对谁收缩了, 对谁增加了?

份额变化		中国	欧盟	加拿大	越南	墨西哥	其他地区
活动物	区间I	-2.86%	0.03%	0.36%	-0.49%	0.08%	2.88%
	区间II	-0.31%	2.10%	-2.90%	-0.75%	0.22%	1.63%
植物产品	区间I	-1.23%	0.32%	-1.40%	-1.58%	3.28%	0.61%
	区间II	-0.34%	-0.34%	2.42%	-1.40%	-1.09%	0.74%
动、植物油	区间I	-3.70%	-2.31%	0.06%	0.00%	0.34%	5.61%
	区间II	-0.82%	-0.82%	0.45%	31.63%	-1.63%	-28.81%
食品饮料	区间I	-2.65%	0.80%	0.65%	-0.02%	1.28%	-0.05%
	区间II	-0.52%	-2.16%	3.04%	-0.17%	2.35%	-2.54%
矿产品	区间I	-0.24%	0.95%	5.18%	-0.07%	0.52%	6.34%
	区间II	0.03%	-0.11%	1.35%	0.04%	2.04%	-3.36%
化学产品	区间I	-2.83%	1.15%	0.03%	0.05%	0.63%	0.97%
	区间II	-2.29%	2.17%	1.37%	0.00%	0.09%	-1.33%
塑料橡胶	区间I	-3.87%	0.24%	-0.65%	0.64%	0.40%	3.25%
	区间II	-3.38%	0.80%	0.20%	0.95%	2.67%	-0.83%
毛皮制品	区间I	-14.64%	3.57%	0.04%	1.78%	-0.20%	9.45%
	区间II	-3.52%	-2.82%	0.25%	1.22%	0.59%	4.28%
木制品	区间I	1.49%	2.80%	-16.29%	0.68%	1.89%	9.44%
	区间II	-4.05%	4.21%	-3.37%	2.03%	-0.80%	1.98%
木浆纸制品	区间I	-3.05%	0.81%	-1.14%	0.61%	-0.05%	2.82%
	区间II	-0.51%	-1.32%	-0.60%	0.77%	1.01%	0.65%
纺织	区间I	-6.70%	1.08%	-0.84%	1.05%	0.23%	5.19%
	区间II	-3.04%	1.11%	0.86%	-0.14%	1.64%	-0.44%
鞋帽	区间I	-11.41%	0.83%	0.35%	1.57%	5.80%	2.86%
	区间II	-7.86%	-0.54%	-0.40%	3.79%	2.92%	2.10%
陶瓷玻璃	区间I	-8.50%	1.29%	0.56%	0.65%	1.53%	4.47%
	区间II	-2.89%	1.96%	-0.25%	0.54%	1.69%	-1.05%
包贵金属	区间I	-0.01%	1.41%	3.22%	-0.01%	-2.53%	-2.07%
	区间II	-0.05%	-5.99%	12.74%	0.00%	0.46%	-7.17%
贱金属	区间I	-2.90%	0.77%	-0.22%	0.64%	1.47%	0.24%
	区间II	-4.32%	2.61%	0.90%	0.49%	0.88%	-0.56%
机械设备	区间I	-8.57%	1.86%	0.28%	1.05%	1.49%	3.88%
	区间II	-2.90%	0.86%	0.77%	-0.80%	1.38%	0.19%
运输设备	区间I	-0.94%	-1.22%	-0.54%	0.04%	3.38%	0.71%
	区间II	-0.80%	1.95%	0.43%	-0.02%	-6.20%	4.65%
精密仪器	区间I	-4.37%	1.87%	0.07%	0.12%	0.30%	2.02%
	区间II	-1.95%	-0.63%	0.37%	0.18%	2.42%	-0.39%
杂项制品	区间I	-11.39%	0.50%	1.28%	5.30%	0.80%	3.51%
	区间II	-9.44%	1.56%	2.65%	4.08%	0.36%	0.79%
非关税商品	区间I	-2.47%	2.14%	0.17%	0.90%	-0.11%	-0.64%
	区间II	-7.42%	1.75%	0.97%	0.38%	4.91%	-0.59%

来源: U.S. Census Bureau; USA Trade Online; CEIC; 国金证券研究所; 注: 各行业单独设置条件格式

二、海外基本面&重要事件

(一) 美国流动性: 市场定价美联储6月首次降息的概率为61%

3月27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, 逆回购规模回升, 准备金规模有所下降, TGA 存款下降 400 亿美元。货币市场基金规模略降 60 亿美元。3月20日当周, 美国商业银行存款下降 400 亿美元, 大型银行存款下降 50 亿美元。



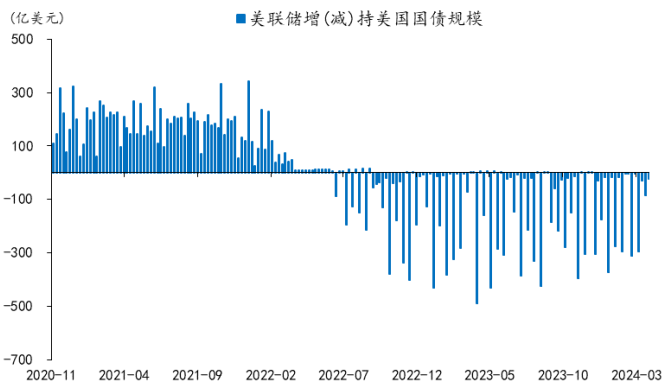
CME FedWatch 显示,截至3月30日,市场定价美联储5月不降息的概率为96%,6月首次降息25BP的概率为61%。

图表25: 美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	03-27	03-20	03-13	03-06	02-28	02-21	02-14
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↓ -30	7484.7	7514.3	7542.0	7538.9	7567.8	7581.7	7633.9
	其他贷款	十亿美元	↓ -14	142.1	156.0	172.5	169.2	168.8	169.9	170.4
	一级信贷	十亿美元	↑ 3.6	6.3	2.7	1.8	1.9	2.1	2.4	2.4
	银行定期融资计划	十亿美元	↓ -17	132.8	150.2	167.5	164.0	163.5	164.2	164.8
	其他信贷工具	十亿美元	→ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	逆回购	十亿美元	↑ 27	872.7	845.5	854.7	793.4	908.8	914.6	905.6
	准备金	十亿美元	↓ -17	3472.4	3489.6	3573.2	3620.7	3541.0	3523.1	3537.5
	TGA	十亿美元	↓ -40	772.3	812.6	748.4	760.6	767.7	788.8	831.9
	商业银行									
	现金	十亿美元	↓ -94		3498.4	3592.8	3646.7	3612.6	3591.0	3605.0
	消费贷	十亿美元	↓ -4		1883.9	1888.1	1891.0	1903.8	1900.1	1902.1
	住房贷款	十亿美元	↓ 0		2576.3	2576.4	2576.9	2578.3	2575.8	2576.1
	商业地产贷款	十亿美元	↓ 0		2985.0	2985.5	2978.7	2977.8	2975.7	2977.2
工商业贷款	十亿美元	↑ 7		2762.8	2755.9	2759.6	2774.1	2767.2	2770.2	
存款	十亿美元	↓ -40		17583.8	17624.1	17579.4	17498.2	17412.3	17487.0	
大银行存款	十亿美元	↓ -5		10913.2	10918.7	10871.3	10798.3	10763.6	10826.2	
小银行存款	十亿美元	↓ -6		5360.2	5366.0	5359.8	5339.0	5313.1	5320.4	
货币市场基金	十亿美元	↓ -6	6040.9	6046.5	6108.4	6077.1	6058.4	6008.8	6014.1	
流动性价格型指标	隔夜融资市场									
	SOFR-IORB	BP	↑ 2.0	-7.0	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0	-10.0	-10.0
	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	↓ -0.7	11.4	12.0	11.1	11.6	15.3	14.4	15.7
	票据与信用债市场									
	Master企业债利差	BP	↑ 2.0	94.0	92.0	95.0	101.0	98.0	94.0	98.0
	票据利差	BP	↑ 5.0	8.0	3.0	3.0	5.0	19.0	7.0	13.0
	离岸市场									
	欧元兑美元互换基差	BP	↓ -1.0	-4.4	-3.4	-4.9	-5.3	-5.0	-5.3	-6.0
日元兑美元互换基差	BP	↑ 0.8	-26.5	-27.3	-31.3	-29.0	-31.4	-31.0	-31.4	

来源: FRED、Bloomberg、WIND、国金证券研究所

图表26: 美联储减持美债规模



来源: WIND、国金证券研究所

图表27: 美联储逆回购规模当周回升



来源: WIND、国金证券研究所

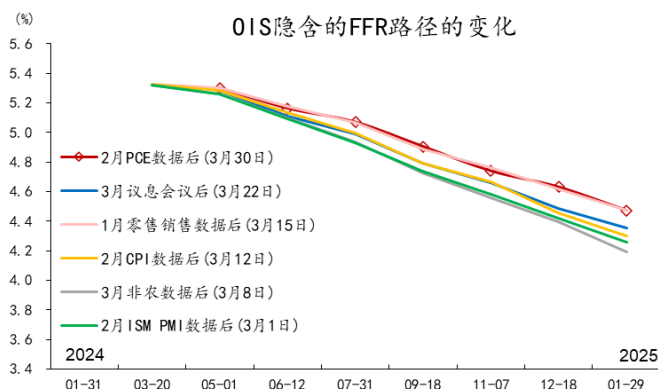


图表28: 截至3月30日, 美联储降息概率

区间/日期	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12	25-01	25-03	25-04
525-550	96	36	22	0	17	0	0	0	0
500-525	4	61	51	20	44	5	3	1	1
475-500	0	3	26	48	31	25	17	9	6
450-475	0	0	1	28	8	40	34	24	18
425-450	0	0	0	4	1	24	31	33	29
400-425	0	0	0	0	0	5	13	23	27
375-400	0	0	0	0	0	1	3	9	15
350-375	0	0	0	0	0	0	0	2	5
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	1

来源: FedWatch、国金证券研究所

图表29: OIS 隐含FFR利率

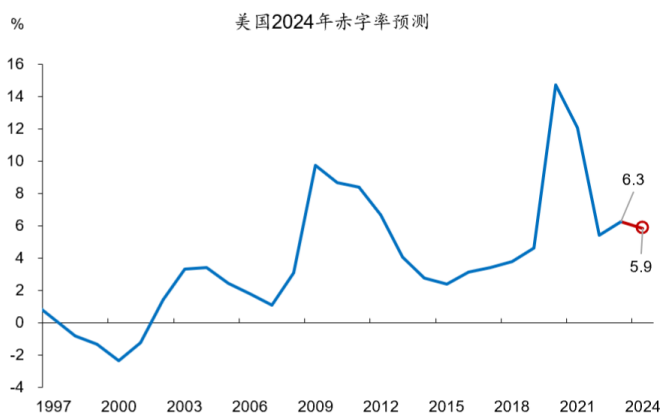


来源: Bloomberg、国金证券研究所

(二) 美国财政: 2024 财年预算敲定, 赤字率预计由 6.3% 降至 5.9%

美国 2024 财年预算基本敲定, 赤字率预计由 6.3% 降至 5.9%。3 月 23 日, 美国政府六项临时支出法案到期, 参议院通过支出总额 1.2 万亿美元的一揽子预算案, 政府关门得以避免。至此, 美国 2024 财年财政预算得以基本敲定。根据预算, 美国 2024 财年赤字率预计由去年的 6.3% 降至 5.9%。2024 财年美国财政收入预计增长 11%, 前值-9%; 支出增速 7%, 前值-2%。财政支出中, 自主性支出预计增长 4.2%, 去年 3.6%, 国防支出增速 4.7%, 非国防支出增 3.7%。法定支出增长 8.3%, 去年 6.7%。

图表30: 美国 2024 财年赤字率预计降至 5.9%



来源: FedWatch、国金证券研究所

图表31: 美国 2024 财年赤字规模预计降至 1.6 万亿美元

财政项目 (单位: 十亿美元)	2021 实值	2022 实际	2023 实际	2024 预测
财政收入	4047	4896	4439	4935
财政支出	6822	6272	6134	6572
法定支出	5186	4609	4412	4778
自主性支出	1636	1664	1722	1794
国防支出	742	751	805	843
非国防支出	895	910	917	951
财政赤字	2775	1375	1695	1637

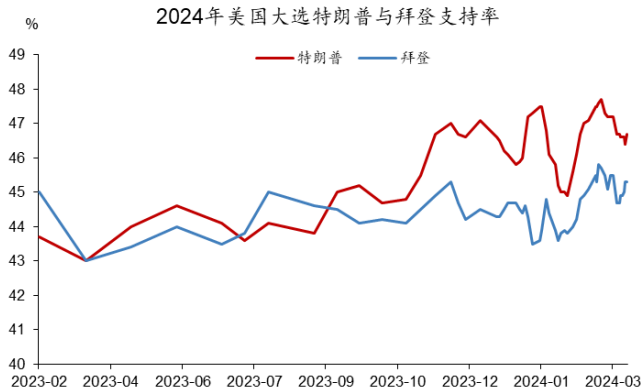
来源: Bloomberg、国金证券研究所

(三) 美国大选: 特朗普摇摆州延续领先

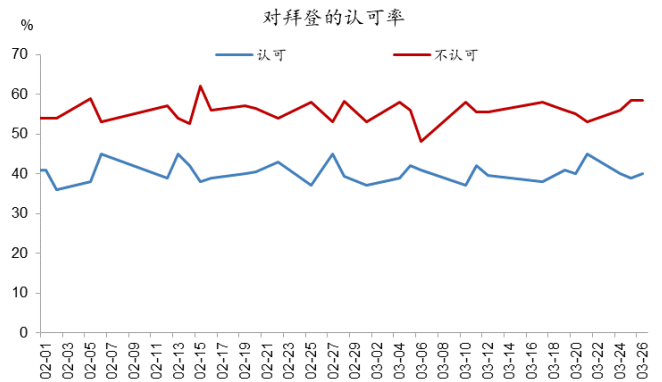
特朗普摇摆州延续领先。截至 3 月 27 日, 特朗普支持率 46.7%, 拜登 45.3%, 特朗普支持率领先 1.4 个百分点, 与上周相比无明显波动。摇摆州支持率方面, 特朗普继续保持领先优势, 在七个摇摆州的民调均领先拜登, 相比 3 月 22 日, 摇摆州民调无明显变动。



图表32: 美国大选, 特朗普民调支持率领先拜登



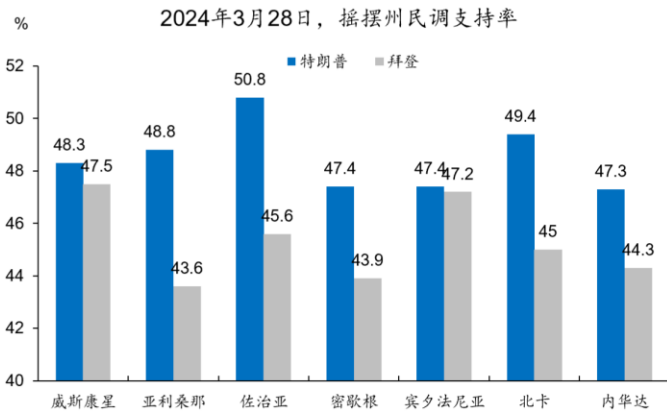
图表33: 美国民众对拜登的认可度下降



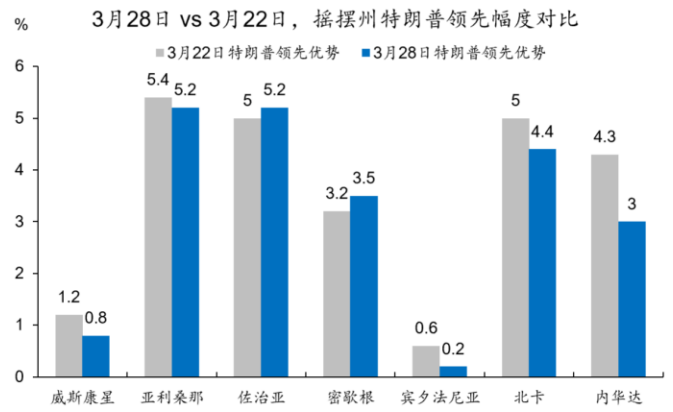
来源: RCP、国金证券研究所

来源: RCP、国金证券研究所

图表34: 截至3月28日, 特朗普摇摆州民调领先



图表35: 与上周相比, 摇摆州民调无明显变动



来源: RCP、国金证券研究所

来源: RCP、国金证券研究所

(四) 美国通胀: 美国2月PCE通胀符合预期, 核心通胀放缓

美国2月PCE物价指数同比2.45%, 预期2.5%, 前值2.43%。美国2月PCE物价指数环比0.3%, 预期0.4%, 前值0.4%。美国2月核心PCE物价指数同比2.8%, 预期2.8%, 前值2.9%, 为2021年4月以来新低。美国2月核心PCE物价指数环比0.3%, 预期0.3%, 前值0.5%。

美国2月实际个人消费支出环比0.4%、预期0.1%、前值-0.1%下修至-0.2%, 其中, 商品支出环比0.1%, 服务支出环比0.6%。在商品支出中, 耐用品支出大多有所回升, 其中以汽车及零部件(环比3.8%, 主要是新型机动车环比6.6%)为首; 在服务支出中, 交通支出(环比2.6%, 以公共交通环比4.6%为首)增长最大。

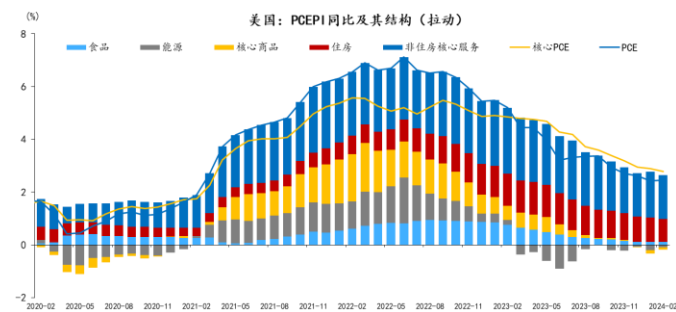


图表36: 美国 2 月 PCE 通胀分项增速

PCE分級	项目	权重(%)	预期值	季调_同比(%)					预期值	季调_环比(%)						
				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	PCE价格指数(PCEPI)	100.0	2.5 →	2.5	2.4	2.6	2.7	2.9	3.4	0.4 ↓	0.3	0.4	0.1	0.0	0.0	0.4
核心	核心PCE价格指数(不包括食品和能源)	88.4	2.8 →	2.8	2.9	2.9	3.2	3.4	3.6	0.3 →	0.3	0.5	0.2	0.1	0.1	0.3
I_核心	核心商品(不包括食品和能源)	22.5		-0.4	-0.6	-0.1	0.2	0.3	0.2		0.3	-0.1	-0.3	-0.3	0.0	-0.1
I_核心	核心服务(不包括能源)	65.9		3.9	4.1	4.0	4.3	4.5	4.9		0.2	0.6	0.3	0.2	0.2	0.5
I	商品	32.4		-0.2	-0.5	0.2	-0.1	0.2	0.9		0.5	-0.2	-0.2	-0.6	-0.3	0.2
II	耐用消费品(DG)	11.4		-2.0	-2.4	-2.3	-2.1	-2.2	-2.3		0.2	0.2	-0.5	-0.5	-0.2	-0.1
III	DG: 机动车和零部件	3.9		0.6	-0.4	0.1	-0.5	-1.4	-1.4		0.1	-0.9	0.1	0.7	-0.3	-0.8
III	DG: 家具及家用设备	2.5		-3.7	-3.3	-3.1	-2.8	-2.0	-2.7		-0.3	0.5	-0.2	-1.3	0.0	-0.4
III	DG: 休闲商品和汽车	3.6		-3.4	-4.2	-5.1	-4.2	-4.4	-4.3		1.2	1.6	-1.8	-1.2	-0.4	1.2
III	DG: 其他耐用品	1.4		-3.2	-1.7	-0.5	-0.1	1.0	0.6		-1.4	-0.7	0.7	-0.6	-0.2	-0.8
II	非耐用品(NG)	21.0		0.8	0.5	1.6	1.0	1.6	2.7		0.7	-0.4	-0.1	-0.6	-0.3	0.3
III	NG: 为场外消费购买的食品和饮料	7.6		1.3	1.4	1.4	1.7	2.4	2.7		0.1	0.5	0.0	-0.1	0.2	0.3
III	NG: 服装和鞋类	2.7		0.4	0.1	1.6	1.8	2.5	2.4		1.0	-0.7	-0.1	-0.7	-0.1	-0.6
III	NG: 汽油及其他能源货物	2.4		-3.5	-6.3	-1.3	-7.7	-6.1	2.2		3.4	-3.3	-0.7	-3.7	-4.2	2.4
III	NG: 其他非耐用品	8.3		1.7	1.8	2.6	2.9	3.1	3.0		0.3	-0.2	-0.1	0.0	0.4	0.0
I	服务业	67.6		3.8	3.9	3.9	4.1	4.3	4.6		0.3	0.6	0.3	0.3	0.2	0.5
II	家庭消费支出(HC)	64.5		3.8	4.0	3.8	4.1	4.2	4.5		0.2	0.7	0.3	0.3	0.2	0.4
III	HC: 住房和公用事业	17.8		5.2	5.2	5.4	5.9	5.9	6.0		0.5	0.6	0.4	0.5	0.4	0.5
IV	房屋	15.5		5.8	6.1	6.3	6.7	6.9	7.2		0.4	0.5	0.4	0.5	0.4	0.5
IV	家庭公用事业	2.4		1.2	-0.5	-0.1	1.0	-0.1	-0.9		0.7	1.3	0.3	0.8	0.3	0.5
III	HC: 医疗保健	16.4		3.1	3.1	2.5	2.4	2.3	2.1		0.2	0.6	0.2	0.1	0.5	0.0
III	HC: 交通	3.4		2.1	2.6	3.6	5.7	4.1	5.0		0.1	0.0	-0.3	1.0	0.2	1.4
III	HC: 娱乐	3.9		4.2	4.6	4.9	4.5	5.4	5.8		0.5	0.4	0.9	0.2	0.2	0.6
III	HC: 餐饮业和住宿	7.4		3.7	4.4	4.5	4.7	4.7	6.0		0.0	0.7	0.3	0.3	0.0	0.8
III	HC: 金融和保险	7.4		3.9	3.7	3.1	2.9	3.9	4.3		0.4	1.4	0.8	-0.2	-0.3	0.5
III	HC: 其他	8.3		2.5	3.0	2.8	3.0	3.4	3.7		-0.2	0.7	0.1	0.0	0.0	0.1
IV	通信公司	1.6		-0.6	-1.1	-1.1	-0.9	0.6	0.2		0.5	0.4	0.1	-0.3	-0.2	-0.1
IV	教育服务	1.8		2.1	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3		0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
IV	专业及其他服务	1.5		6.5	10.7	10.1	9.8	9.7	9.8		-2.5	1.3	-0.1	0.1	0.2	1.9
IV	个人护理和服装服务	1.0		4.4	5.1	4.4	5.4	5.6	6.7		0.1	1.1	0.1	0.5	-0.2	-0.5
IV	社会服务和宗教活动	1.6		4.5	4.6	4.5	4.3	4.1	4.3		0.2	0.5	0.7	0.6	0.1	0.6
IV	家庭日常维护	0.6		7.4	6.1	5.5	6.9	5.2	5.8		0.8	0.6	-0.4	0.3	0.0	0.5
II	家庭服务型非盈利机构最终消费支出(NPISHs)	3.1		4.5	3.5	4.5	5.8	7.1	8.3		0.6	0.1	-0.1	0.1	-0.7	1.9

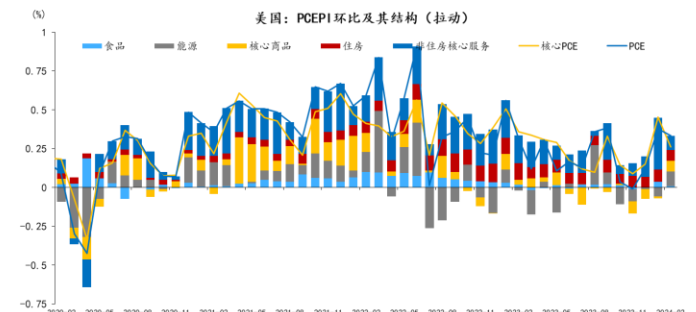
来源: CEIC、国金证券研究所

图表37: 美国 2 月 PCE 通胀同比结构



来源: CEIC、国金证券研究所

图表38: 美国 2 月 PCE 通胀环比结构



来源: CEIC、国金证券研究所

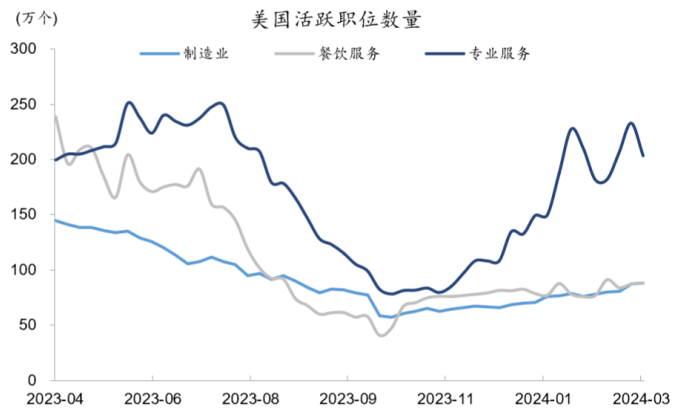
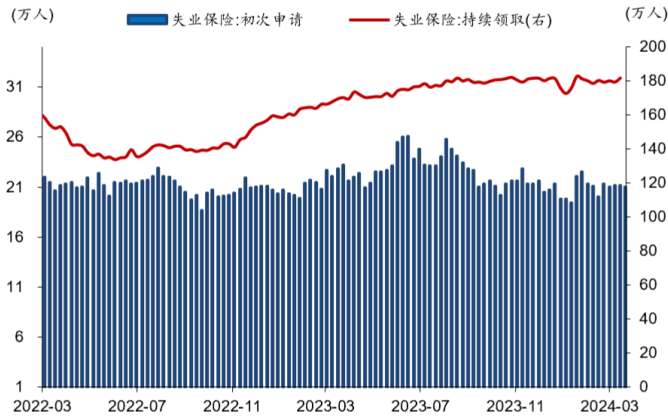
(五) 美国就业: 美国初请失业人数低于预期

美国至 3 月 23 日当周初请失业金人数 21.0 万人, 预期 21.2 万人, 前值 21.2 万人。美国至 3 月 16 日当周续请失业人数 181.9 万人, 前值 179.5 万人。美国 3 月 18 日当周, 制造业活跃职位数量 88 万, 前值 87 万, 专业服务业活跃职位数量 203 万, 前值 233 万。



图表39: 美国至3月23日当周初请失业21.0万人

图表40: 美国3月18日当周专业服务业职位数量下降



来源: CEIC、国金证券研究所

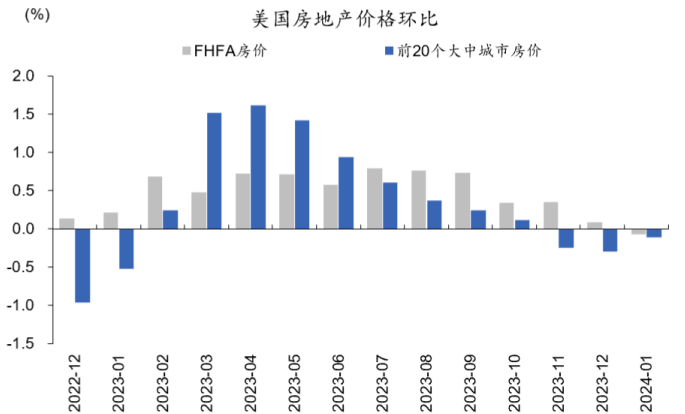
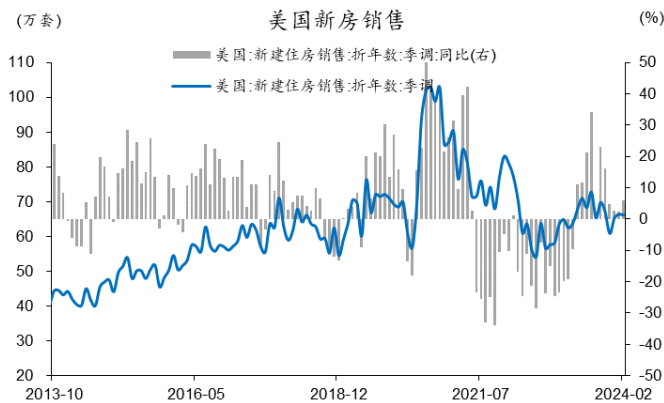
来源: CEIC、国金证券研究所

(六) 美国地产: 美国新房销售、房价增速不及预期

美国新房销售不及预期。美国2月新屋销售折年66.2万套,前值66.4万套,环比跌0.3%,预期环比涨2.1%,前值环比1.5%。美国房价环比增速低于预期。美国1月FHFA房价指数同比6.4%,前值6.7%,环比-0.1%,前值0.1%。美国1月20大城市房价同比6.6%,前值6.2%,环比-0.1%,前值-0.3%。

图表41: 美国新房销售环比下跌

图表42: 美国房价环比增速下跌



来源: Bloomberg、国金证券研究所

来源: Bloomberg、国金证券研究所

风险提示

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



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

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