



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

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

漫长的等待：高利率下的制造业复苏

今年以来，全球制造业出现复苏，资源国表现更好；美国金融条件边际转宽、补库意愿渐强，或是带动全球制造业修复的主因。向后看，美联储高利率或维持更久，美国上游、下游行业修复脱节，全球制造业修复前景仍需观察。

热点思考：漫长的等待，高利率下的全球制造业复苏

（一）全球制造业修复图景：美国领先修复，资源国好于生产国及消费国

去年下半年以来，全球制造业复苏态势逐渐增强。2024年3月，全球制造业PMI回升至50.6，近三个月连续站上荣枯线。本轮全球制造业修复的显著特征是，资源国好于生产国，生产国又好于消费国。近三个月，资源国制造业PMI均值为53.7，生产国为51.1，消费国仅为47。主要消费国中，美国制造业修复形势较强，欧元区、日本较差。

消费国上游行业修复较好，资源国上游生产偏弱，形成大宗商品供需差。消费国里，美国上游的化工、初级金属、金属加工、石油等行业需求修复较快；主要产油国里，沙特的下游非原油生产景气较高，上游原油生产却明显走弱；主要产铜国里，智利的金属矿生产修复偏弱。全球供应链呈现消费国上游行业需求修复，但资源国供给偏弱的格局。

（二）全球制造业修复的原因：新兴市场提前降息+美国金融条件转松+库存周期的力量

需求端，美国金融条件转向宽松，补库前景渐强，或拉动了全球制造业修复。2023年以来，美国金融条件FCI-G由紧缩转向宽松，主要贡献因素为股价上涨、抵押贷款利率从峰值回落以及美元指数高位回落。去年年中以来，美国库存周期的领先指标出现改善，PPI同比增速回升，销售总额增速回升，且美国上游产品库存分位更低。

供给端，部分新兴市场国家提前降息，提振了新兴市场制造业生产。全球央行加息潮临近终点，截至去年年底，全球加息央行占比已触顶回落，降息央行占比上升。巴西、墨西哥、智利、秘鲁等新兴市场领先降息，智利央行2023年7月开启降息；巴西于2023年8月启动降息，基准利率降低50个基点至13.25%；墨西哥2024年3月开启降息。

（三）本轮全球制造业修复的持续性如何？高利率、结构失衡或阻碍持续修复

向后看，本轮全球制造业修复持续性仍需观察。就业市场韧性、大宗商品价格上涨，美国通胀存在反弹压力。参考克利夫兰联储预测，美国3月CPI同比或升至3.3%，高于1月及2月CPI增速，美联储降息时点或被推迟。美国制造业的利率敏感性较高，高利率或持续压制制造业需求。今年1月，美国制造业销售增速已出现放缓，降至-1.7%。

结构层面，美国制造业上游、下游行业修复脱节，下游行业修复偏慢，或影响制造业修复持续性。截至今年1月，美国制造业仍处于被动去库阶段。细分行业中，制造业修复较好的领域集中在中上游行业，服装、皮革、饮料、纸制品、家具等下游行业修复较差。上游、下游行业修复脱节或使制造业回升持续性受拖累。

从库存稀缺性来看，美国库存分位处于中枢水平，制造业整体补库需求未必强烈。美国实际销售-库存比处于历史中枢水平，实际库存水平仍然充足；从名义库存来看，制造业库存处于近十年来的83%分位，其中耐用品库存分位已明显提升，非耐用品分位较低，因而本轮制造业修复或更多地表现为结构性修复，而非整体提振。

海外事件&数据：美联储官员集体放鹰，非农大幅超预期，美国3月制造业活动意外扩张

美联储官员集体放鹰，降息预期受阻。鲍威尔表示在对通胀有更多信心之前，会谨慎降息，最近的数据并没有实质性地改变整体形势，美联储有时间等待新数据指导政策决定。4日多位地方联储主席表示目前通胀仍然过高，首次降息前应谨慎行事，其中，卡什卡利表示如果通胀继续停滞，年底前可能不会降息。

美国3月新增非农就业大幅超预期，失业率回落。美国3月新增非农就业30.3万，大幅高于预期20万，为2023年6月以来最大增幅，新增就业集中于教育及健康服务、政府、休闲和酒店业等。3月薪资增速持续下行，同比4.1%，为2021年7月以来最小增幅；失业率微降至3.8%，劳动参与率意外升至62.7%，就业率60.3%。

美国3月制造业活动意外扩张，服务业连续第二个月放缓。美国3月ISM制造业PMI上升2.5至50.3，预期48.4，前值47.8，止住了连续16个月萎缩的势头。美国3月ISM服务业PMI录得51.4，为2024年1月以来新低，低于市场预期52.7，前值52.6，但该指数仍超过50荣枯线，服务业的经济活动连续第15个月扩张。

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：漫长的等待——高利率下的全球制造业复苏.....	4
(一) 全球制造业修复图景：美国领先修复，资源国好于生产国及消费国.....	4
(二) 全球制造业修复的原因：新兴市场提前降息+美国金融条件转松+库存周期的力量.....	5
(三) 本轮全球制造业修复的持续性如何？高利率、结构失衡或阻碍持续修复.....	7
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月首次降息的概率进一步降至51%.....	10
(二) 美联储：官员集体放鹰，降息预期或受阻.....	11
(三) 美国生产：3月ISM制造业PMI大超预期，非制造业PMI低于预期.....	11
(四) 美国就业：3月新增非农就业大幅超预期，失业率回落.....	12
(五) 欧元区通胀：3月通胀继续放缓，服务业通胀仍有粘性.....	15
(六) 日央行：行长发表偏鹰言论，日元走强，日债收益率上涨.....	16
风险提示.....	17

图表目录

图表 1：全球制造业 PMI 站上荣枯线.....	4
图表 2：全球制造业 PMI 供需两端均好转.....	4
图表 3：本轮制造业修复，资源国>制造国>消费国.....	4
图表 4：主要消费国中，仅美国修复较快，欧、日较差.....	4
图表 5：生产国中，制造业分化较大.....	5
图表 6：资源国制造业景气度普遍较高.....	5
图表 7：美国石油、化工等上游行业需求恢复较快.....	5
图表 8：代表性生产国中国，上游生产偏弱.....	5
图表 9：代表性产油资源国沙特，原油生产偏弱.....	5
图表 10：代表性产铜资源国智利，金属矿生产较弱.....	5
图表 11：美国金融条件领先制造业订单需求.....	6
图表 12：2023 年以来，美国金融条件边际放宽.....	6
图表 13：股市上涨对金融条件宽松贡献最高.....	6
图表 14：美国信贷标准收紧幅度降低.....	6
图表 15：全球央行加息潮临近终点.....	7
图表 16：巴西、智利等新兴市场领先降息.....	7
图表 17：PPI 同比上涨从成本端推升美国库存增速.....	7
图表 18：美国销售总额领先库存增速回升.....	7



图表 19: OECD 领先美国库存同比增速 6 到 12 个月左右.....	7
图表 20: 美国上游产品库存分位更低.....	7
图表 21: 美国 CPI 同比存在反弹压力.....	8
图表 22: 美国高利率或维持更久.....	8
图表 23: 美国制造业销售对利率较为敏感.....	8
图表 24: 美国实际利率领先制造业库存.....	8
图表 25: 美国制造业处于被动去库阶段.....	9
图表 26: 美国制造业名义、实际库存回落.....	9
图表 27: 美国制造业修复存在结构失衡, 上游较强, 下游偏弱.....	9
图表 28: 美国实际库存处于中枢水平, 库存并不稀缺.....	9
图表 29: 美国名义库存分位高于 2008-2019 中枢水平.....	9
图表 30: 美国流动性量价跟踪.....	10
图表 31: 美联储减持美债规模.....	10
图表 32: 美联储逆回购规模当周下降.....	10
图表 33: 截至 4 月 6 日, 美联储降息概率.....	11
图表 34: OIS 隐含 FFR 利率.....	11
图表 35: 美联储官员: 近期发言偏鹰派.....	11
图表 36: 美国 3 月制造业活动意外扩张, 服务业连续第二个月放缓.....	12
图表 37: 美国 3 月新增非农就业主要来自教育及健康服务、政府、休闲和酒店业、建筑业.....	13
图表 38: 美国 3 月非农私人部门薪资增长继续放缓.....	13
图表 39: 美国 3 月失业率微降至 3.8%.....	14
图表 40: 美国非农私人部门平均时薪同比.....	14
图表 41: 美国非农私人部门平均时薪环比.....	14
图表 42: 休闲和酒店业招聘领增.....	14
图表 43: 裁员人数创 2023 年 2 月以来的最高水平.....	14
图表 44: 2 月金融活动职位空缺有所增加.....	15
图表 45: 2 月零售贸易主动离职人数上升.....	15
图表 46: 美国至 3 月 30 日当周初请失业 22.1 万人.....	15
图表 47: 美国 3 月 25 日当周专业服务业职位数量回升.....	15
图表 48: 欧元区服务业通胀保持粘性.....	16
图表 49: 欧元区 3 月通胀环比主要受非能源工业品拉动.....	16
图表 50: 欧元区通胀 2 月同比扩散指数继续下行.....	16
图表 51: 欧元区通胀 2 月 6M 环比年化扩散指数有所反弹.....	16
图表 52: 日本国债收益率上升.....	16
图表 53: 日本 2 月通胀反弹.....	16



2024年初以来,全球制造业出现复苏,资源国表现更好;美国金融条件边际转宽、补库前景渐强,或是本轮修复的主因。向后看,美联储高利率或维持更久,上游、下游行业修复脱节,全球制造业修复持续性仍需观察。

一、热点思考:漫长的等待——高利率下的全球制造业复苏

(一) 全球制造业修复图景:美国领先修复,资源国好于生产国及消费国

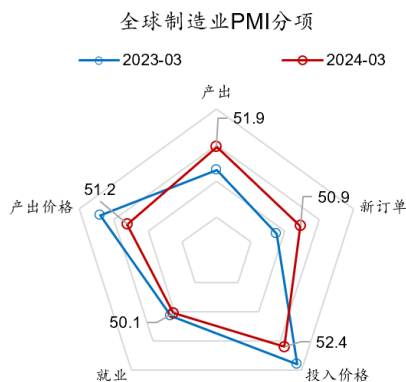
2023年下半年至今,全球制造业复苏态势逐步确立。2021年后,全球制造业经历长达两年之久的下行,2023年下半年以来,全球制造业触底回升,修复曲线逐渐明确,全球制造业PMI指数由2023年7月的48.6回升至2024年3月的50.6,近三个月连续站上荣枯线。从分项来看,全球制造业PMI供需两端均好转,产出指数升至51.9,新订单回升至50.9,投入及产出价格指数回落,就业指数维持韧性。

图表1:全球制造业PMI站上荣枯线

图表2:全球制造业PMI供需两端均好转



来源:Wind、国金证券研究所

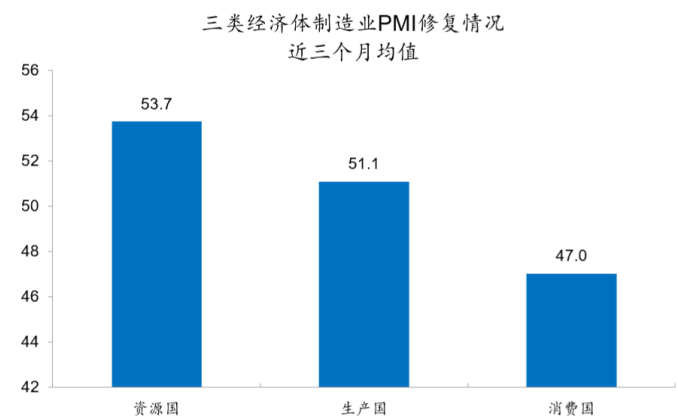


来源:Wind、国金证券研究所

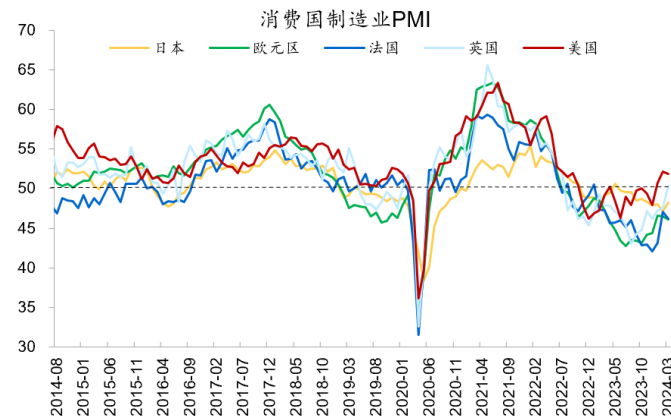
本轮全球制造业修复的国别特征是,资源国好于生产国,生产国又好于消费国。2024年1-3月,资源国制造业PMI均值为53.7,生产国为51.1,消费国仅为47.0。资源国制造业景气度普遍较高,沙特近半年制造业PMI平均达57.2%,阿联酋57.1%,俄罗斯54.2%,巴西52%;生产国制造业修复稍弱,除印度制造业维持高景气外,其他多数生产国制造业PMI维持在50%上下;主要消费国中,仅美国制造业修复趋势较为显著,3月美国Markit制造业PMI升至51.9%,ISM制造业PMI升至50.3%,欧元区、日本等国制造业修复仍较差。

图表3:本轮制造业修复,资源国>制造国>消费国

图表4:主要消费国中,仅美国修复较快,欧、日较差



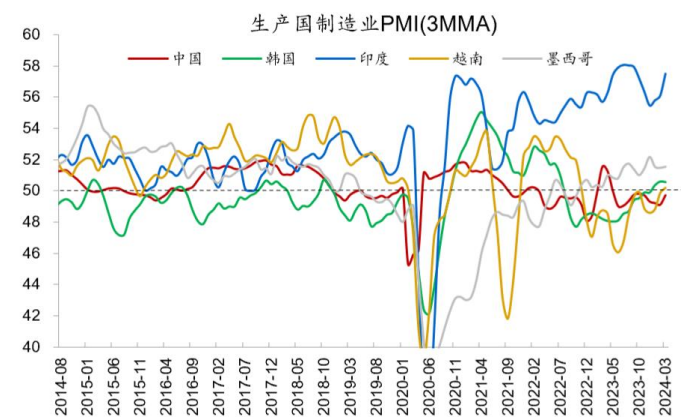
来源:Wind、国金证券研究所



来源:Wind、国金证券研究所

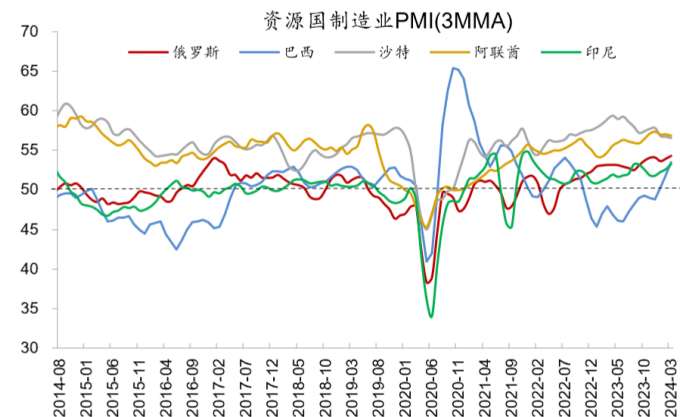


图表5: 生产国中, 制造业分化较大



来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 资源国制造业景气度普遍较高



来源: Wind、国金证券研究所

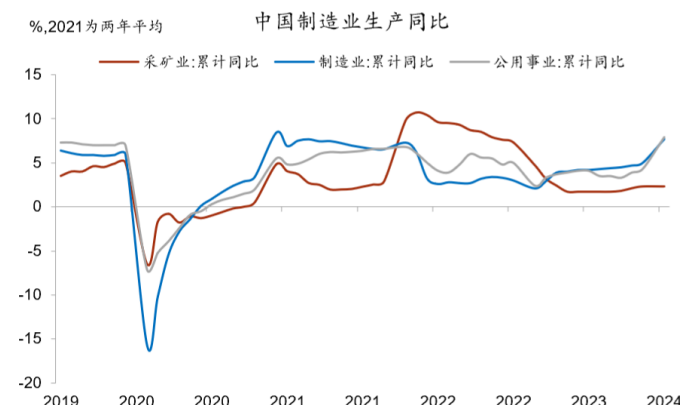
细分行业里,消费国上游行业修复较好,资源国上游生产偏弱,形成上游大宗商品供需差。消费国方面,美国的制造业中,上游的化工、初级金属、金属加工、石油等行业需求修复较快;主要生产国里,中国的上游采矿业修复偏弱,中游制造环节修复较快;主要产油国里,沙特的下游非原油生产景气较高,上游原油生产却明显走弱;主要产铜国智利,2023年年中以来,金属矿生产修复偏弱。全球供应链呈现出:消费国上游行业需求修复,生产国及资源国相应供给偏弱的格局。

图表7: 美国石油、化工等上游行业需求恢复较快



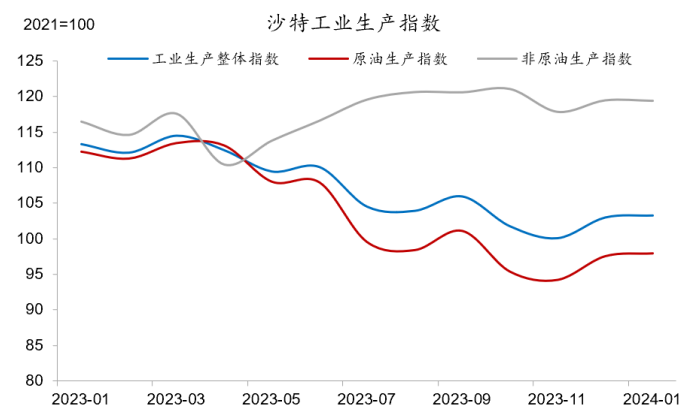
来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 代表性生产国中国, 上游生产偏弱



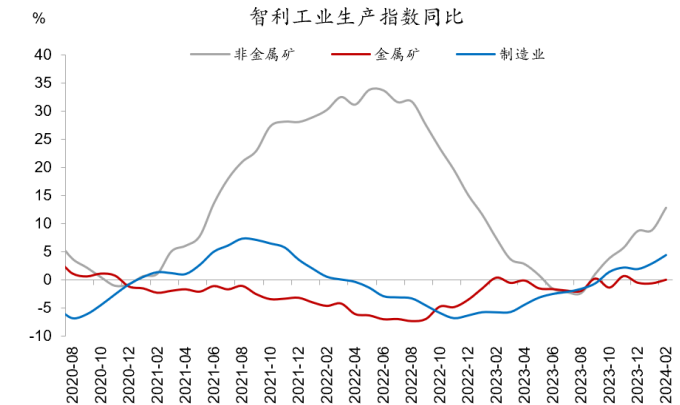
来源: Wind、国金证券研究所

图表9: 代表性产油资源国沙特, 原油生产偏弱



来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 代表性产铜资源国智利, 金属矿生产较弱



来源: Wind、国金证券研究所

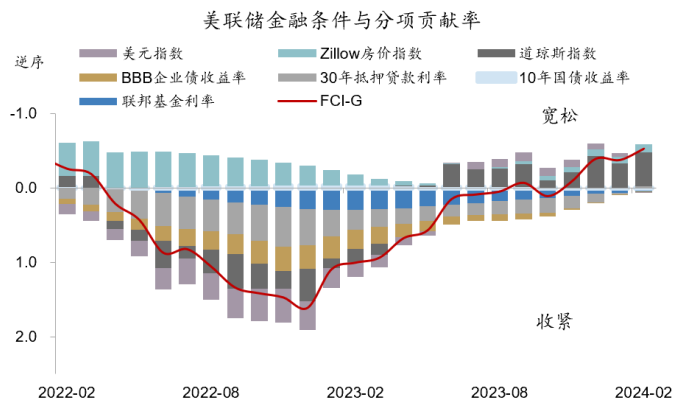
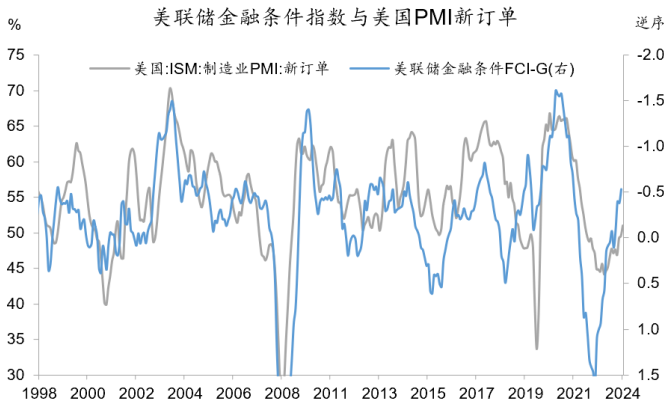
(二) 全球制造业修复的原因: 新兴市场提前降息+美国金融条件转松+库存周期的力量需求端, 美国金融条件边际转向宽松, 带动了制造业修复。美国金融条件领先制造业 PMI



及制造业 PMI 新订单。美联储金融条件指数 FCI-G 中包含 7 个分项，2023 年年初以来，美国金融条件 FCI-G 由紧缩转向宽松，主要贡献因素为股价上涨、抵押贷款利率从峰值回落以及美元指数从高位回落。其中股价上涨是贡献率最高的分项，解释了 41% 的 FCI 边际放宽。债权融资方面，2023 年三季度以来，美国银行业对中大型企业的信贷紧缩程度有所缓和，同样带动了制造业修复。

图表11: 美国金融条件领先制造业订单需求

图表12: 2023 年以来, 美国金融条件边际放宽

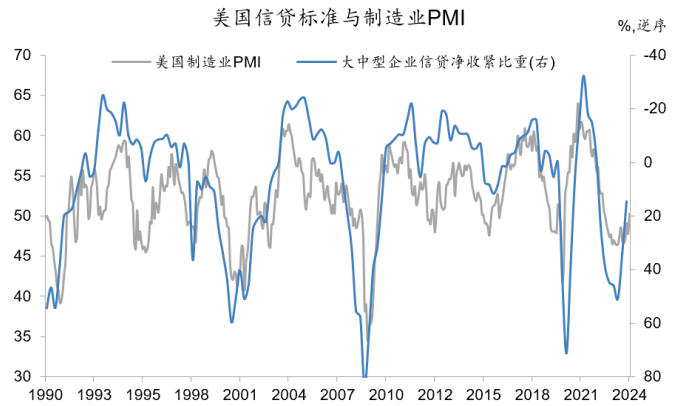
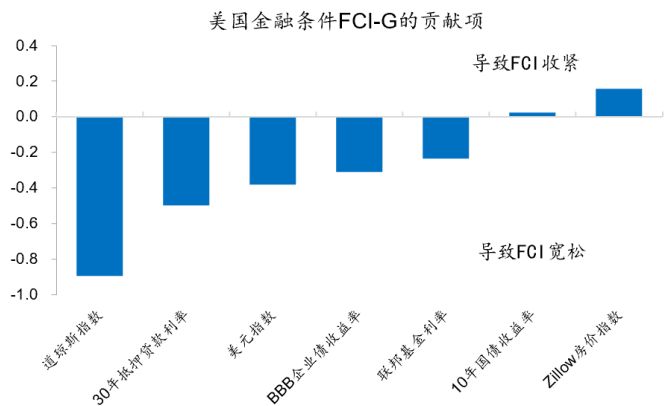


来源: Bloomberg、国金证券研究所

来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表13: 股市上涨对金融条件宽松贡献最高

图表14: 美国信贷标准收紧幅度降低



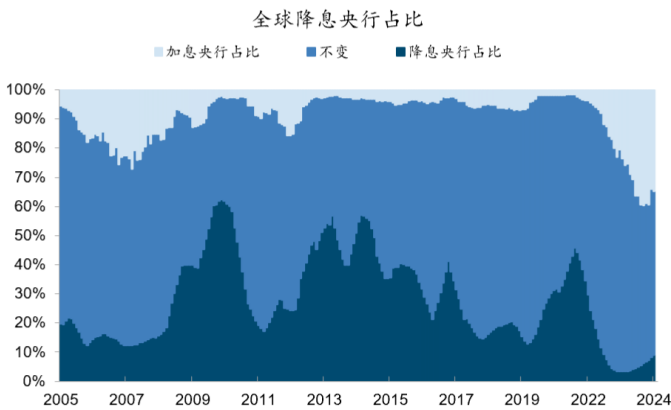
来源: FED、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

供给端，新兴市场部分资源国、生产国提前降息，提振了新兴市场制造业生产。全球央行加息潮临近终点，截至去年底，加息央行占比已触顶回落，降息央行占比上升。由于通胀压力缓和，巴西、墨西哥、智利、秘鲁等新兴市场领先降息，智利央行 2023 年 7 月降息 100 个基点至 10.25%；巴西于 2023 年 8 月启动降息，基准利率降低 50 个基点至 13.25%；墨西哥 2024 年 3 月开启降息，基准利率下调 25 个基点至 11%。2023 年 8 月，中国央行下调 7 天 OMO 利率至 1.8%；2024 年 2 月，央行下调 5 年期以上 LPR 利率至 3.95%。

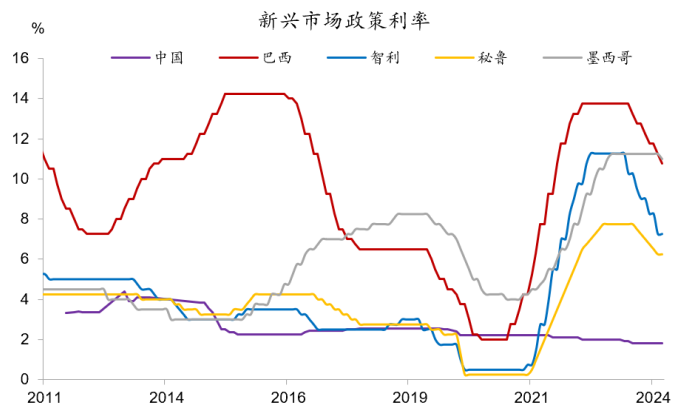


图表15: 全球央行加息潮临近终点



来源: CEIC、国金证券研究所

图表16: 巴西、智利等新兴市场领先降息

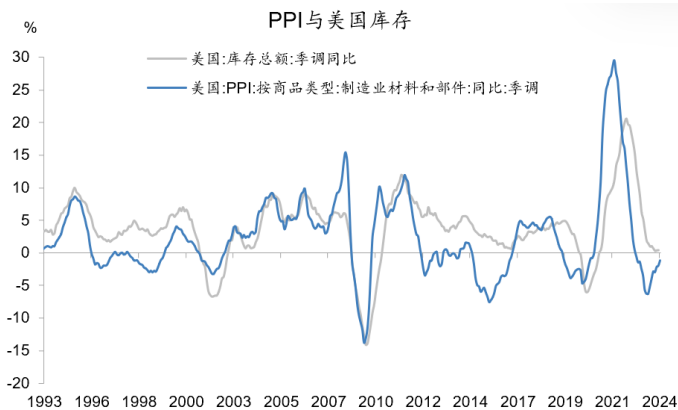


来源: CEIC、国金证券研究所

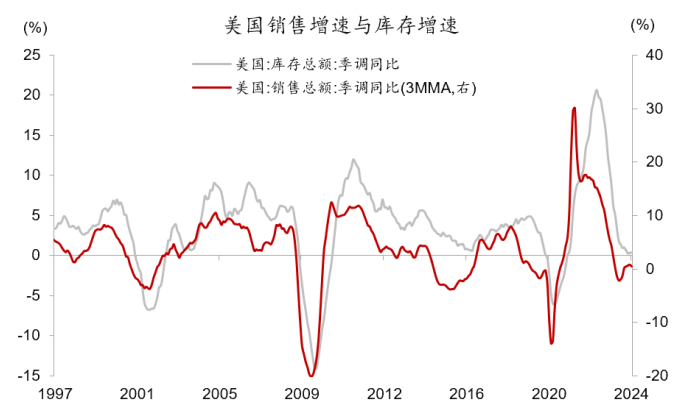
库存端, 美国补库前景渐强, 部分上游产品库存分位更低, 对全球制造业提到提振作用。去年年中以来, 美国库存周期的领先指标出现改善。成本端, PPI 同比增速于 2023 年三季度触底回升, 领先美国库存增速 6 个月左右。需求端, 销售总额增速领先美国库存增速 3 到 12 个月, 该指标于 2023 年中触底回升; OECD 综合领先指标领先美国库存增速 6 到 12 个月左右, 该指标于 2023 年 6 月触底回升。区分产品来看, 美国上游产品库存分位更低, 补库意愿或更高, 美国补库前景对全球制造业生产起到了提振作用。

图表17: PPI 同比上涨从成本端推升美国库存增速

图表18: 美国销售总额领先库存增速回升



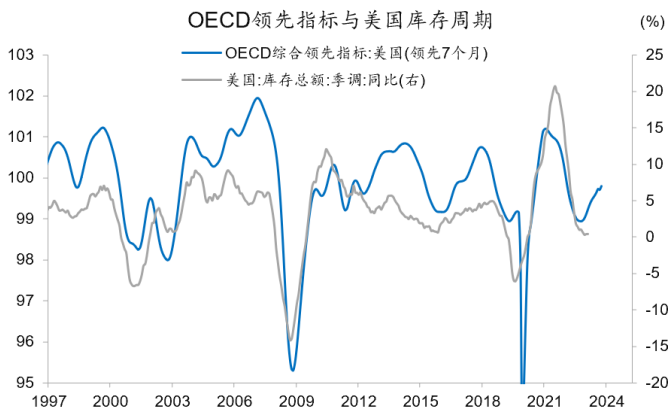
来源: Bloomberg、国金证券研究所



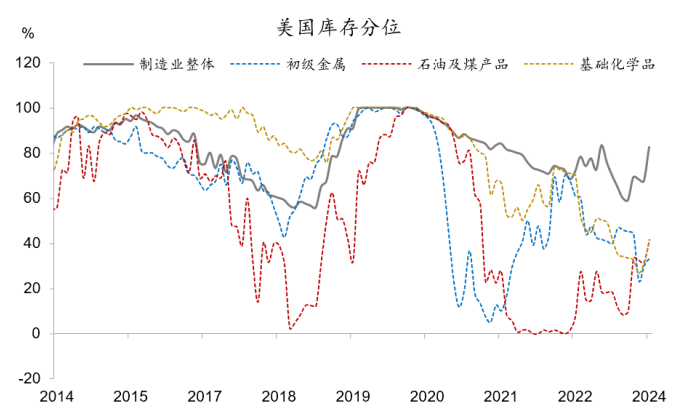
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表19: OECD 领先美国库存同比增速 6 到 12 个月左右

图表20: 美国上游产品库存分位更低



来源: Bloomberg、国金证券研究所



来源: Bloomberg、国金证券研究所

(三) 本轮全球制造业修复的持续性如何? 高利率、结构失衡或阻碍持续修复

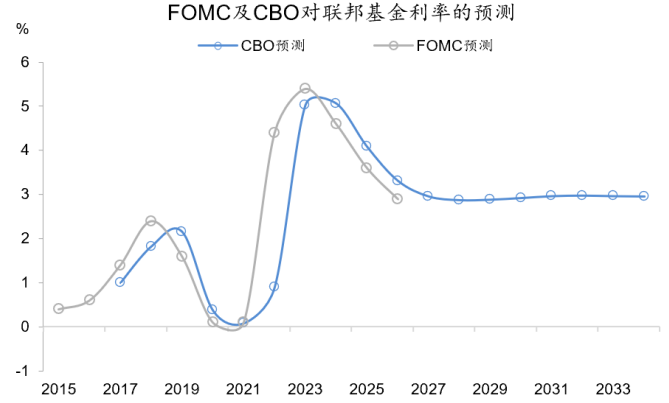
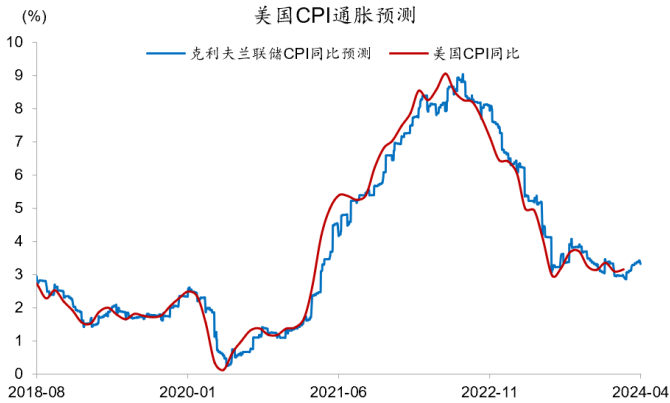
向后看, 本轮全球制造业修复持续性和弹性仍需观察。一方面, 美国就业市场韧性、大宗商品价格上涨, 美国通胀存在反弹压力。参考克利夫兰联储预测, 美国 3 月 CPI 同比或升



至 3.3%，市场一直预期为 3.5%，均高于 1 月及 2 月的 CPI 增速。4 月以来，美联储官员密集放出鹰派言论，今年降息时点可能被推后，高利率时间或维持更久。美国制造业的利率敏感性较高，高利率或持续压制造业需求。今年 1 月，美国制造业销售增速已出现放缓，由 12 月的 0% 降至 -1.7%，后续全球制造业修复力度仍有待观察。

图表21: 美国 CPI 同比存在反弹压力

图表22: 美国高利率或维持更久

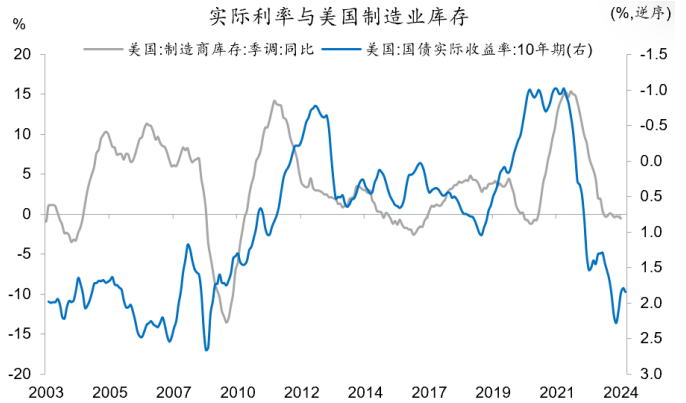
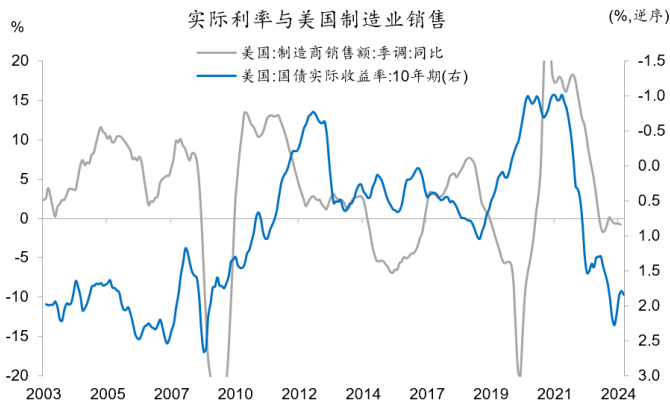


来源: CEIC、国金证券研究所

来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表23: 美国制造业销售对利率较为敏感

图表24: 美国实际利率领先制造业库存



来源: Bloomberg、国金证券研究所

来源: Bloomberg、国金证券研究所

结构层面，美国制造业上游、下游行业修复脱节，下游行业修复偏慢，或拖累制造业修复持续性。截至今年 1 月，美国制造业处于被动去库阶段，制造业销售增速略有回升，实际及名义库存增速均下降。细分行业中，美国制造业修复较好的领域集中在中上游的化工，金属、原油和交通运输业，饮料、纸制品、家具等下游行业修复较差。上游、下游行业修复脱节或使制造业回升持续性受拖累。

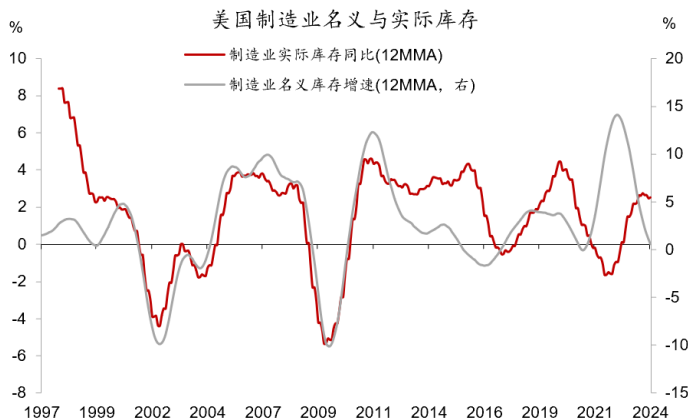


图表25: 美国制造业处于被动去库阶段



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表26: 美国制造业名义、实际库存回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

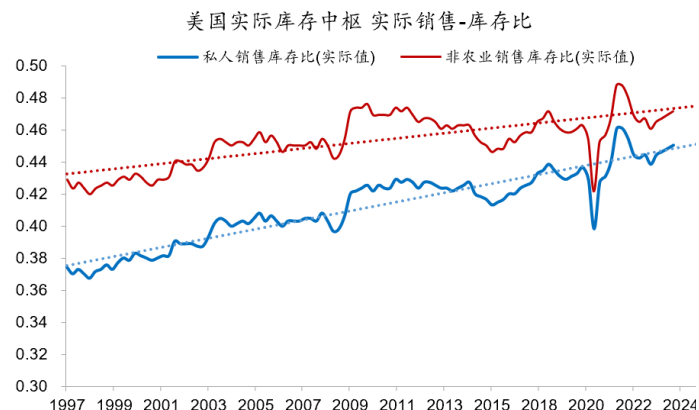
图表27: 美国制造业修复存在结构失衡, 上游较强, 下游偏弱

美国制造业库存		库存状态	分位数(10Y)	库存增速					交货增速					
环节	指标名称			单位	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	分位数(10Y)	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10
中游	交通运输设备	%	37	2.86	2.42	1.79	1.42	1.04	52	0.57	1.66	2.91	4.86	7.57
上游	基础化学品	%	12	-0.29	-0.69	-1.16	-1.31	-1.19	50	1.31	1.90	1.64	1.29	1.23
上游	金属加工制品	%	25	-0.42	-0.47	-0.58	-0.74	-0.76	56	2.88	2.44	2.03	1.16	0.41
上游	初级金属	%	34	-2.87	-3.17	-3.57	-3.87	-3.85	45	-0.10	0.26	-0.19	-1.37	-1.22
上游	木制品	%	8	-4.05	-4.21	-4.21	-4.42	-4.95	19	-1.08	-1.28	-1.46	-1.28	-1.28
上游	石油及煤产品	%	44	-6.22	-4.69	-2.37	-1.89	-4.60	40	-11.48	-13.11	-13.64	-12.32	-12.26
中游	纺织制品	%	15	-6.31	-7.04	-7.64	-8.04	-7.75	26	-3.30	-3.12	-3.71	-3.96	-4.62
下游	食品	%	4	-2.47	-1.73	-1.06	-0.24	0.45	25	0.19	0.33	0.29	0.12	-0.04
中游	纺织厂	%	9	-4.39	-4.89	-4.96	-4.38	-4.11	25	-5.36	-5.48	-5.91	-6.81	-7.26
中游	橡胶和塑料制品	%	4	-4.69	-4.62	-4.64	-4.59	-4.22	33	0.47	0.02	-0.63	-1.32	-1.74
上游	非金属矿产	%	54	3.08	3.08	3.50	4.08	4.64	10	-0.93	0.55	1.16	1.37	1.28
中游	机械	%	49	3.02	3.50	4.28	5.09	6.10	49	1.56	1.26	1.48	2.35	2.86
中游	电气设备及其他设备	%	39	1.97	2.83	3.67	4.14	4.61	67	3.28	5.00	6.30	7.44	8.05
中游	其他耐用品	%	24	1.13	1.09	1.04	1.06	1.32	44	0.34	0.53	0.80	0.40	0.88
下游	计算机和电子产品	%	19	-0.07	-0.08	-0.07	0.09	0.27	41	1.16	1.22	1.21	1.17	1.17
下游	饮料和烟草	%	4	-1.36	-1.45	-1.08	-0.69	0.05	79	9.31	9.37	10.25	9.72	9.93
下游	纸制品	%	13	-2.95	-3.06	-3.21	-3.19	-2.90	36	-0.88	0.02	0.37	0.44	0.62
下游	家具及相关产品	%	2	-4.46	-4.30	-3.79	-3.53	-3.16	20	-2.68	-2.73	-2.23	-2.39	-2.17
下游	服装	%	17	-6.19	-5.89	-5.10	-4.05	-2.59	36	-9.33	-7.22	-4.15	0.03	2.68
下游	皮革及相关制品	%	8	-6.71	-7.65	-7.01	-5.66	-3.34	63	4.23	4.21	1.76	1.08	2.56
中游	印刷	%	7	-8.72	-9.06	-9.08	-8.27	-6.66	28	-2.61	-3.00	-2.56	-1.88	-1.04

来源: CEIC、国金证券研究所

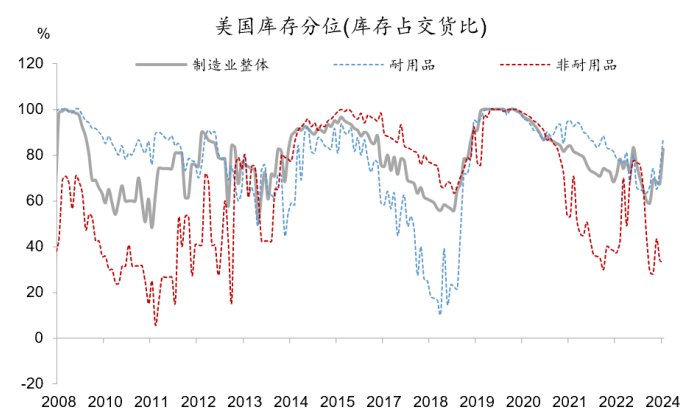
从库存稀缺性来看, 美国库存分位处于中枢水平, 制造业整体补库需求未必强烈。销售-库存比反映相对于需求, 库存位置是否合理。目前美国实际销售-库存比处于历史中枢水平, 实际库存水平仍然充足; 从名义库存来看, 制造业整体库存处于近十年来的 83%分位, 高于 2008 至 2019 年的中枢水平 75%。当前, 耐用品库存分位已明显提升, 非耐用品分位较低, 因而本轮制造业修复或更多地表现为结构性修复, 而非整体提振。

图表28: 美国实际库存处于中枢水平, 库存并不稀缺



来源: CEIC、国金证券研究所

图表29: 美国名义库存分位高于 2008-2019 中枢水平



来源: CEIC、国金证券研究所



二、海外基本面&重要事件

(一) 美国流动性：市场定价美联储6月首次降息的概率进一步降至51%

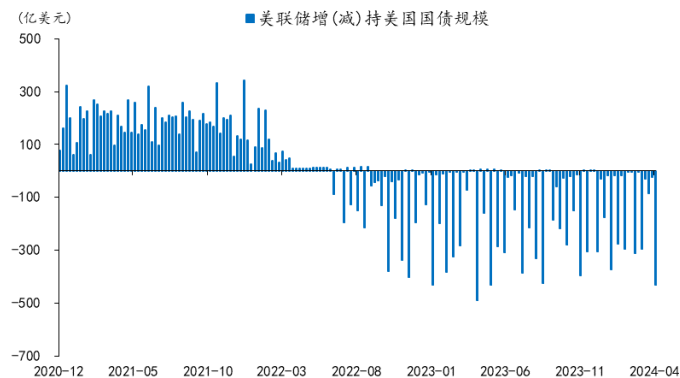
4月3日当周，美联储总资产规模下降，美联储BTFP工具使用量略降。负债端，逆回购规模下降，准备金规模上升，TGA存款下降390亿美元。货币市场基金规模上升710亿美元。3月27日当周，美国商业银行存款上升1140亿美元，大型银行存款上升1040亿美元。CME FedWatch显示，截至4月6日，市场定价美联储5月不降息的概率为95%，6月首次降息25BP的概率降至51%。

图表30：美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	04-03	03-27	03-20	03-13	03-06	02-28	02-21
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↓ -45	7439.6	7484.7	7514.3	7542.0	7538.9	7567.8	7581.7
	其他贷款	十亿美元	↓ -3	139.0	142.1	156.0	172.5	169.2	168.8	169.9
	一级信贷	十亿美元	↓ -0.8	5.5	6.3	2.7	1.8	1.9	2.1	2.4
	银行定期融资计划	十亿美元	↓ -2	130.5	132.8	150.2	167.5	164.0	163.5	164.2
	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	↓ -71	801.6	872.7	845.5	854.7	793.4	908.8	914.6
	准备金	十亿美元	↑ 69	3541.2	3472.4	3489.6	3573.2	3620.7	3541.0	3523.1
	TGA	十亿美元	↓ -39	732.8	772.3	812.6	748.4	760.6	767.7	788.8
	商业银行									
	现金	十亿美元	↓ -1		3503.3	3503.9	3592.8	3646.7	3612.6	3591.0
	消费贷	十亿美元	↑ 11		1889.4	1878.2	1886.2	1889.1	1903.8	1900.1
	住房贷款	十亿美元	↑ 0		2576.4	2576.3	2576.4	2576.9	2578.3	2575.8
	商业地产贷款	十亿美元	↑ 4		2989.1	2985.1	2985.5	2978.7	2977.8	2975.7
工商业贷款	十亿美元	↑ 7		2769.6	2762.8	2755.9	2759.6	2774.1	2767.2	
存款	十亿美元	↑ 114		17697.8	17583.9	17622.1	17577.4	17498.2	17412.3	
大银行存款	十亿美元	↑ 104		11016.8	10913.2	10916.7	10869.3	10798.3	10763.6	
小银行存款	十亿美元	↑ 27		5387.2	5360.3	5366.0	5359.8	5339.0	5313.1	
货币市场基金	十亿美元	↑ 71	6111.4	6040.9	6046.5	6108.4	6077.1	6058.4	6008.8	
流动性价格型指标	隔夜融资市场									
	SOFR-IORB	BP	↓ -1.0	-8.0	-7.0	-9.0	-9.0	-9.0	-9.0	-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	↑ 3.4	14.8	11.4	12.0	11.1	11.6	15.3	14.4
	票据与信用债市场									
	Master企业债利差	BP	↓ -2.0	92.0	94.0	92.0	95.0	101.0	98.0	94.0
	票据利差	BP	↑ 9.0	17.0	8.0	3.0	3.0	5.0	19.0	7.0
离岸市场										
欧元兑美元互换基差	BP	↑ 0.9	-3.5	-4.4	-3.4	-4.9	-5.3	-5.0	-5.3	
日元兑美元互换基差	BP	↑ 2.5	-24.0	-26.5	-27.3	-31.3	-29.0	-31.4	-31.0	

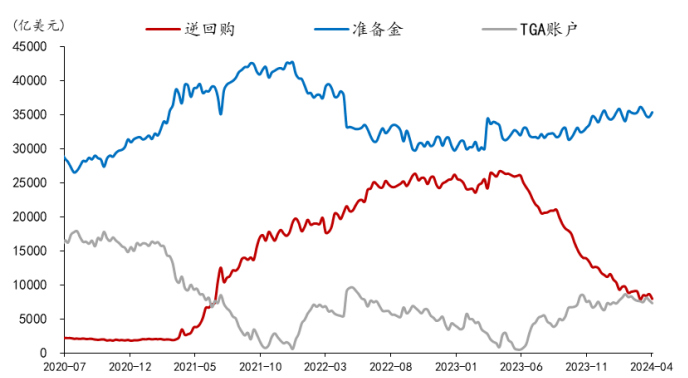
来源：FRED、Bloomberg、WIND、国金证券研究所

图表31：美联储减持美债规模



来源：WIND、国金证券研究所

图表32：美联储逆回购规模当周下降



来源：WIND、国金证券研究所

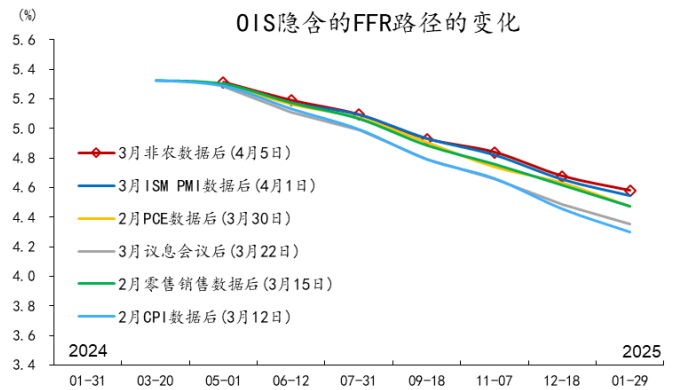


图表33: 截至4月6日, 美联储降息概率

区间/日期	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12	25-01	25-03	25-04
525-550	95	47	27	9	6	2	1	1	0
500-525	5	51	49	35	26	13	8	5	3
475-500	0	2	22	40	38	30	23	15	11
450-475	0	0	1	15	24	33	32	27	23
425-450	0	0	0	1	6	18	24	28	28
400-425	0	0	0	0	0	4	10	17	21
375-400	0	0	0	0	0	0	2	6	10
350-375	0	0	0	0	0	0	0	1	3
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0

来源: FedWatch、国金证券研究所

图表34: OIS 隐含 FFR 利率



来源: Bloomberg、国金证券研究所

(二) 美联储: 官员集体放鹰, 降息预期或受阻

美东时间4月3日, 美国强劲的ADP数据公布之后, 亚特兰大联储主席博斯蒂克在CNBC采访中表示经济保持了强劲的势头, 预测今年将降息1次, 如果经济发展如预期, 那么今年第四季度降息是合适的。同一天, 美联储主席鲍威尔在斯坦福商学院举办的2024年商业、政府与社会论坛上发表讲话, 鲍威尔表示在对通胀有更多信心之前, 会谨慎降息; 最近的数据并没有实质性地改变整体形势; 美联储有时间等待新数据指导政策决定。4月4日, 多位地方联储主席表示目前通胀仍然过高, 首次降息前应谨慎行事, 其中, 明尼阿波利斯联储主席卡什卡利表示如果通胀继续停滞, 年底前可能不会降息。

图表35: 美联储官员: 近期发言偏鹰派

官员名称	职位	演讲主题	发言内容	发言时间	态度倾向
玛丽·戴利	2024年FOMC票委, 旧金山联储主席	炉边谈话	经济正在改善, 有一条路径是在今年开始调整利率, 只是我们还未到达调整利率的那一点; 今年降息3次是合理的基准情景, 是预测并非承诺; 如果通胀比我们预期的更持久, 我们必须做好准备, 可能会考虑减少降息幅度。	2024年4月3日	鹰派
拉斐尔·博斯蒂克	2024年FOMC票委, 亚特兰大联储主席	CNBC采访	经济保持了强劲的势头, 经济需要放缓以实现长期潜力; 通胀将比预期下降得更慢; 预测今年将降息一次; 通胀将在2024年逐步下降。	2024年4月3日	鹰派
主席杰罗姆·鲍威尔	主席	开场白	已经取得了进展, 但任务尚未完成。在没有更大信心认为通胀正持续走向2%之前, 美联储认为降低利率是不合适的。考虑到当前经济的强劲和通胀取得的进展, 他们有时间让新入的数据指导政策决定。风险仍然存在两方面: 过早降低利率可能逆转通胀进程, 过晚放松可能会过度削弱经济和就业。鲍威尔对通胀下行路径表示谨慎乐观, 但强调政策将继续取决于数据。强烈捍卫美联储的独立性是其有效性的关键, 美联储必须通过技术能力、客观性、透明度和问责制不断赢得这种独立性。同时承认需要留在其任务的范围内。美联储在降息之前有时间评估即将公布的数据, 这表明政策制定者愿意等待更多通胀下降的证据来采取行动。	2024年4月3日	鹰派 偏谨慎
阿德里安娜·库格勒	美联储理事	美国经济和货币政策前景	今年展望: 随着需求降温 and 供应改善, 通胀将继续下行。但关注通胀上行风险: 大宗商品价格、运输中断和需求强于预期; 经济活动下行风险: 消费信贷问题和劳动力市场可能恶化。货币政策: 目前的政策是限制性的, 基本预期: 在经济不普遍放缓的情况下, 通货紧缩将持续下去——尽管这样的结果并不能保证。如果通货紧缩和劳动力市场状况按照目前的预期发展, 那么美联储在今年某个时候降息是合适的, 但她将继续依赖整体数据并在必要时调整自己的预期。	2024年4月3日	鸽派 偏谨慎
帕特里克·哈克	2026年FOMC票委, 费城联储主席	宾夕法尼亚大学沃顿商学院讨论	尽管经济一直保持弹性且就业增长依然强劲, 但通胀仍然过高。还没有达到需要达到的目标。	2024年4月4日	鹰派
托马斯·巴尔多	2024年FOMC票委, 里士满联储主席	里士满住宅建筑协会讲话	美联储降息前应“慎重行事”, 更清楚地了解通胀轨迹。“所有这些紧缩政策”将进一步放缓经济, 但不会出现痛苦的失业问题。希望看到通胀放缓趋势持续并扩大。保持一定程度的利率限制可以使通胀回到我们的目标。	2024年4月4日	鹰派
奥斯坦·古尔斯比	2025年FOMC票委, 芝加哥联储主席	伊利诺伊州奥克布鲁克活动讲话	通胀仍有望达到2%的目标。1月和2月通胀数据高于预期可能不会改变物价增长降温的大局。目前的经济活动并不像传统的需求过热。劳动力供应的增加可能会进一步降低服务价格, 住房通胀现在是近期未来最有价值的指标。“根据新租约租金的市场数据, 我一直预计其下降速度会比现在更快。”“如果它不下降, 我们将很难让整体通胀回到2%的目标。”	2024年4月4日	鹰派
洛雷塔·梅斯特	2024年FOMC票委, 克利夫兰联储主席	经济前景	预计通胀会下降, 今年晚些时候降低联邦基金利率, 但首次降息前希望看到更多几个月的数据。	2024年4月4日	鹰派
尼尔·卡什卡利	2026年FOMC票委, 明尼阿波利斯联储主席	美国经济	在3月的美联储会议上, 他预计今年将降息两次, 但如果通胀继续停滞, 年底前可能不会降息。如果继续看到通胀横盘整理, 将质疑是否需要降息。现在经济有很大的动力。	2024年4月4日	鹰派

来源: FRB、Bloomberg、Reuters、金十数据、国金证券研究所

(三) 美国生产: 3月ISM制造业PMI大超预期, 非制造业PMI低于预期

美国3月份制造业活动意外扩张, 为自2022年11月以来首次, 服务业连续第二个月放缓。美国3月ISM制造业PMI上升2.5至50.3, 预期48.4, 前值47.8, 尽管仅略高于50荣枯线, 但该指数止住了连续16个月萎缩的势头, 其中, 产出大幅反弹, 需求走强, 投入成本攀升。美国3月ISM服务业PMI录得51.4, 为2024年1月以来新低, 低于市场预期52.7, 前值52.6, 但该指数仍超过50荣枯线, 服务业的经济活动连续第15个月扩张, 其中, 物价指数下降5.2至53.4, 为2020年4月以来的最低水平。



图表36: 美国3月制造业活动意外扩张, 服务业连续第二个月放缓

PMI项目	环比变化	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02
ISM:制造业PMI	↑ 2.5	50.3	47.8	49.1	47.1	46.7	46.7	49	47.6	46.4	46	46.9	47.1	46.3	47.7
新订单	↑ 2.2	51.4	49.2	52.5	47	48.3	45.5	49.2	46.8	47.3	45.6	42.6	45.7	44.3	47
产出	↑ 6.2	54.6	48.4	50.4	49.9	48.5	50.4	52.5	50	48.3	46.7	51.1	48.9	47.8	47.3
就业	↑ 1.5	47.4	45.9	47.1	47.5	45.8	46.8	51.2	48.5	44.4	48.1	51.4	50.2	46.9	49.1
供应商交付	↓ -0.2	49.9	50.1	49.1	47	46.2	47.7	46.4	48.6	46.1	45.7	43.5	44.6	44.8	45.2
自有库存	↑ 2.9	48.2	45.3	46.2	43.9	44.8	43.3	45.8	44	46.1	44	45.8	46.3	47.5	50.1
客户库存	↓ -1.8	44	45.8	43.7	48.1	50.8	48.6	47.1	48.7	48.7	46.2	51.4	51.3	48.9	46.9
物价	↑ 3.3	55.8	52.5	52.9	45.2	49.9	45.1	43.8	48.4	42.6	41.8	44.2	53.2	49.2	51.3
订单库存	→ 0.0	46.3	46.3	44.7	45.3	39.3	42.2	42.4	44.1	42.8	38.7	37.5	43.1	43.9	45.1
新出口订单	→ 0.0	51.6	51.6	45.2	49.9	46	49.4	47.4	46.5	46.2	47.3	50	49.8	47.6	49.9
进口	→ 0.0	53	53	50.1	46.4	46.2	47.9	48.2	48	49.6	49.3	47.3	49.9	47.9	49.9
ISM:非制造业PMI	↓ -1.2	51.4	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
商业活动	↑ 0.2	57.4	57.2	55.8	55.8	55.1	54.1	58.8	57.3	57.1	59.2	51.5	52	55.4	56.3
新订单	↓ -1.7	54.4	56.1	55	52.8	55.5	55.5	51.8	57.5	55	55.5	52.9	56.1	52.2	62.6
物价	↓ -5.2	53.4	58.6	64	56.7	58.3	58.6	58.9	58.9	56.8	54.1	56.2	59.6	59.5	65.6

来源: WIND、国金证券研究所

(四) 美国就业: 3月新增非农就业大幅超预期, 失业率回落

美国3月新增非农就业人数30.3万(季调后,下同),高于预期(20万),也超过过去12个月均值(23.1万),为2023年6月以来最大增幅。行业结构上,教育及健康服务(+8.8万)、政府(+7.1万)、休闲和酒店业(+4.9万)、建筑业(+3.9万)等行业的就业岗位继续增加。1月、2月新增非农就业人数分别从22.9万上修至25.6万、从27.5万下修至27万,1月和2月合计较修正前增加2.2万。

非农薪资增速持续下行。美国3月非农私人部门平均时薪为34.7美元,同比4.1%,预期4.1%,前值4.3%,为2021年7月以来最小增幅,过去12个月的平均值为4.5%;环比0.3%,预期0.3%,前值0.1%上修至0.2%。失业率微降,劳动参与率和就业率上升。美国3月失业率微降至3.8%,预期3.9%,前值3.9%,连续26个月低于4%;劳动参与率62.7%,预期62.5%,前值62.5%;就业率60.3%,前值60.1%。

美国3月ADP就业人数18.4万人,预期14.8万人,前值14万人,在休闲和酒店业的带动下,美国私营企业出现了自2023年8月以来最大的招聘增幅。美国3月挑战者企业裁员9.03万人,较2月份的裁员8.46万人增加7%,与去年同期的裁员8.97万人基本持平,为自2023年2月(2023年1月裁员10.29万人)以来的最高单月总数。美国2月JOLTs职位空缺875.6万人,预期874万人,前值886.3万人。主动辞职率连续4个月保持在2.2%。

美国至3月30日当周初请失业金人数22.1万人,预期21.4万人,前值21万人,为2024年2月3日当周以来新高,与近期裁员人数上升的趋势一致。美国至3月23日当周续请失业人数179.1万人,预期181.3万人,前值181.9万人下修至181万人。美国3月25日当周,制造业活跃职位数量103.4万,前值96.0万,专业服务业活跃职位数量227.3万,前值225.2万。



图表37: 美国3月新增非农就业主要来自教育及健康服务、政府、休闲和酒店业、建筑业

行业	就业总人数占比(%)	新增非农就业人数_季调(千人)																			
		24-03	预期值	环比变化(1M)	过去3M均值	过去6M均值	过去12M均值	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03		
非农	100.0%	303.0	200.0	↑	3.0	↑	272.0	234.8	230.8	270.0	256.0	290.0	182.0	165.0	246.0	210.0	184.0	240.0	303.0	278.0	146.0
私人部门	85.3%	232.0	160.0	↑	25.0	↑	205.7	177.2	176.8	207.0	196.0	214.0	152.0	98.0	196.0	150.0	148.0	185.0	254.0	231.0	91.0
商品生产	13.8%	42.0			25.0	↑	26.7	22.2	20.8	17.0	30.0	33.0	36.0	-10.0	27.0	33.0	7.0	42.0	14.0	33.0	-12.0
自然资源和采矿业	0.4%	3.0			2.0	↑	0.7	-0.3	0.8	1.0	-2.0	3.0	-4.0	-1.0	1.0	0.0	2.0	0.0	3.0	4.0	2.0
建筑业	5.2%	39.0			3.0	↑	23.3	20.0	18.8	26.0	26.0	18.0	15.0	22.0	13.0	31.0	11.0	33.0	16.0	20.0	-6.0
制造业	8.2%	0.0	5.0	↓	0.0	↑	2.7	2.5	1.3	-10.0	6.0	12.0	25.0	-31.0	13.0	2.0	-6.0	9.0	-5.0	9.0	-8.0
耐用消费品	5.2%	4.0			7.0	↑	4.0	4.2	5.5	-3.0	-4.0	19.0	37.0	-33.0	9.0	3.0	9.0	19.0	1.0	10.0	-1.0
非耐用消费品	3.0%	-4.0			3.0	↑	-1.3	-1.7	-4.2	-7.0	10.0	-7.0	-12.0	2.0	4.0	-1.0	-15.0	-10.0	-6.0	-1.0	-7.0
服务业	71.5%	190.0			0.0	→	179.0	155.0	156.0	190.0	166.0	181.0	116.0	108.0	169.0	117.0	141.0	143.0	240.0	198.0	103.0
批发贸易	3.9%	8.5			1.4	→	-0.7	4.7	5.2	-2.9	-6.7	7.4	6.9	11.9	11.7	1.5	16.3	1.4	7.2	-1.0	9.2
零售贸易	9.9%	17.6			-5.4	↓	24.0	8.1	3.0	23.0	16.6	32.3	-42.9	1.3	18.2	-5.6	5.6	-5.5	13.3	6.4	-27.2
交通运输和仓储	4.1%	1.2			21.3	↓	0.1	-1.6	-4.1	22.5	-3.8	-18.3	-10.5	-8.5	9.2	-27.5	-10.7	-12.1	19.9	7.2	-16.1
公用事业	0.4%	-0.4			-3.5	↓	2.3	2.0	1.6	3.1	1.5	2.4	1.6	1.5	2.0	2.8	-1.7	0.9	0.8	1.9	2.5
信息	1.9%	0.0			3.0	↑	6.0	3.3	-2.7	-3.0	8.0	13.0	17.0	-26.0	11.0	-18.0	-28.0	-7.0	-3.0	-1.0	5.0
金融活动	5.8%	3.0			9.0	↑	-1.3	0.0	6.4	-6.0	-4.0	6.0	4.0	0.0	0.0	4.0	18.0	9.0	13.0	29.0	4.0
专业及商业服务	14.5%	7.0			3.0	↓	26.0	13.7	14.0	17.0	48.0	13.0	10.0	-5.0	-1.0	-1.0	-17.0	7.0	49.0	30.0	18.0
教育及健康服务	16.5%	88.0			6.0	↑	88.7	89.0	87.1	82.0	100.0	84.0	110.0	77.0	81.0	93.0	109.0	77.0	91.0	79.0	62.0
休闲和酒店业	10.7%	49.0			6.0	↑	27.0	29.2	37.0	43.0	-3.0	41.0	10.0	57.0	27.0	52.0	41.0	60.0	39.0	42.0	35.0
其他服务	3.7%	16.0			5.0	↑	7.0	6.5	8.4	11.0	10.0	0.0	10.0	-1.0	9.0	16.0	9.0	12.0	10.0	4.0	11.0
政府	14.7%	71.0			8.0	↑	66.3	57.7	54.0	63.0	60.0	76.0	30.0	67.0	50.0	60.0	36.0	55.0	49.0	47.0	55.0

来源: CEIC、国金证券研究所

图表38: 美国3月非农私人部门薪资增长继续放缓

行业	平均时薪_季调_同比(%)										平均时薪_季调_环比(%)															
	24-03	预期值	环比变化(1M)	过去12M均值	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	24-03	预期值	环比变化(1M)	过去12M均值	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09						
私人部门	4.1	4.1	→	-0.1	↓	4.5	4.3	4.4	4.3	4.3	4.5	0.3	0.3	→	0.2	↑	0.4	0.2	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3			
商品生产	5.4			0.1	↑	5.2	5.3	5.4	5.4	5.3	5.1	5.4	0.6				0.4	0.2	0.5	0.4	0.6	0.3	0.4			
自然资源和采矿业	4.9			-1.1	↓	6.0	6.0	5.8	5.6	5.9	6.4	6.6	-0.6				-1.2	↓	0.5	0.6	0.9	0.3	0.0	-0.2	1.2	
建筑业	5.0			0.2	↑	5.1	4.9	5.3	4.7	5.0	5.0	5.0	0.5				0.5	↑	0.4	0.0	0.8	0.3	0.5	0.5	0.2	
制造业	5.4			0.0	→	5.0	5.4	5.3	5.5	5.3	4.9	5.2	0.6				0.4	↑	0.4	0.2	0.4	0.5	0.6	0.2	0.4	
耐用消费品	6.1			0.0	→	4.9	6.1	6.0	5.9	5.1	4.8	4.9	0.7				0.4	↑	0.5	0.3	0.6	0.7	0.7	0.4	0.5	
非耐用消费品	3.8			-0.1	↓	4.9	3.8	3.7	4.6	5.2	5.0	5.7	0.5				0.4	↑	0.3	0.0	-0.1	0.1	0.5	0.0	0.4	
服务业	3.9			-0.2	↓	4.3	4.0	4.2	4.0	4.0	4.0	4.3	0.3				0.1	↑	0.3	0.2	0.5	0.3	0.4	0.2	0.3	
批发贸易	3.4			0.2	↑	4.4	3.2	2.8	3.8	4.4	3.6	5.2	0.6				0.4	↑	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	-0.2	0.4
零售贸易	2.9			0.5	↑	3.6	2.4	2.9	3.3	2.6	3.1	4.1	0.1				-0.3	↓	0.2	0.4	0.0	0.6	0.1	-0.1	0.3	
交通运输和仓储	6.0			-0.3	↓	5.8	6.3	6.9	6.7	6.0	5.7	5.3	0.2				0.2	↑	0.5	0.1	0.7	0.8	0.7	0.6	0.5	
公用事业	2.9			-0.7	↓	4.8	3.6	3.9	3.9	4.5	4.1	4.2	0.1				0.1	↑	0.3	0.0	0.7	0.0	0.4	0.3	0.2	
信息	2.6			0.0	→	3.4	2.6	2.9	2.8	3.3	2.2	1.4	0.5				0.2	↑	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.9	0.6	0.0	
金融活动	5.8			0.1	↑	4.8	5.7	5.4	5.1	5.4	5.1	5.1	0.5				0.1	↑	0.5	0.5	0.6	0.3	0.5	0.1	0.5	
专业及商业服务	4.2			0.0	→	4.4	4.2	4.3	4.2	4.2	4.3	4.4	0.4				0.2	↑	0.3	0.2	0.5	0.3	0.5	0.3	0.2	
教育及健康服务	2.9			-0.7	↓	3.9	3.5	3.5	3.3	3.5	3.9	4.2	0.0				-0.2	↓	0.3	0.2	0.4	0.2	0.1	0.2	0.5	
休闲和酒店业	4.4			-0.3	↓	5.1	4.7	4.3	4.1	4.5	4.8	4.7	0.5				0.0	→	0.4	0.6	0.4	0.3	0.3	0.6	0.0	
其他服务	3.8			-1.2	↓	5.4	5.0	5.4	5.8	5.1	5.5	5.4	-0.4				-0.5	↓	0.4	0.1	0.3	0.6	0.3	0.4	0.2	

来源: CEIC、国金证券研究所



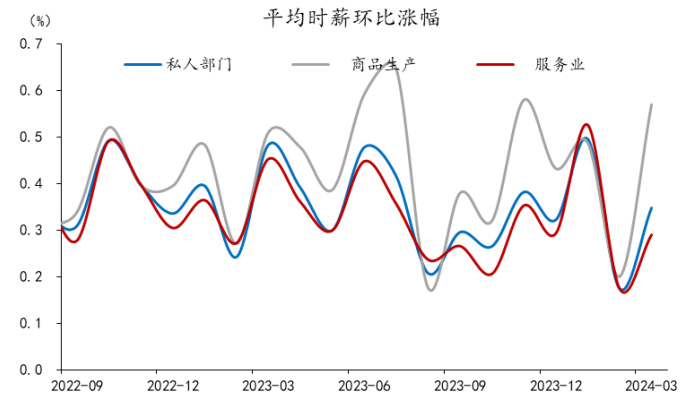
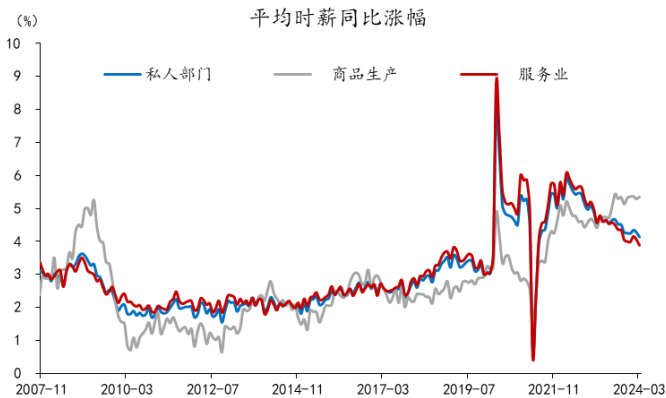
图表39: 美国3月失业率微降至3.8%

指标	失业/就业_季调(%)														
	24-03	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	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07
失业率(U3)	3.8	3.9 ↓	-0.1	0.1	0.0	52.5	26.8	3.9	3.7	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.5
U3: 全职	3.7		-0.2	-0.1	0.1	50.8	26.8	3.9	3.6	3.8	3.7	3.7	3.6	3.7	3.4
U3: 兼职	4.4		0.5	0.6	0.1	57.6	36.9	3.9	4.2	3.8	3.9	4.6	4.3	4.4	4.1
U1	1.3		0.0	-0.1	-0.1	33.8	16.8	1.3	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4	1.3
U2	1.8		-0.1	0.0	0.1	45.7	26.0	1.9	1.8	1.8	1.8	1.9	1.7	1.8	1.6
U4	4.0		-0.1	0.1	0.0	50.8	25.2	4.1	3.9	3.9	4.0	4.1	4.0	4.0	3.7
U5	4.7		0.0	0.1	0.1	57.6	29.4	4.7	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.3
U6	7.3		0.0	0.2	0.3	59.3	30.2	7.3	7.2	7.1	7.0	7.2	7.0	7.1	6.7
劳动参与率	62.7	62.5 ↑	0.2	0.2	-0.1	74.5	42.8	62.5	62.5	62.5	62.8	62.7	62.8	62.8	62.6
男性	68.0		0.3	-0.1	-0.3	49.1	24.3	67.7	67.9	68.1	68.4	68.0	68.3	68.2	68.0
女性	57.6		0.0	0.5	0.1	84.7	91.5	57.6	57.5	57.1	57.4	57.6	57.5	57.6	57.4
就业率	60.3		0.2	0.2	-0.1	66.1	70.5	60.1	60.2	60.1	60.4	60.3	60.4	60.4	60.4
男性	65.5		0.4	0.0	0.0	50.8	40.3	65.1	65.2	65.5	65.7	65.2	65.5	65.5	65.5
女性(美国)	55.3		-0.1	0.3	-0.2	71.1	84.8	55.4	55.5	55.0	55.4	55.5	55.5	55.6	55.5

来源: CEIC、国金证券研究所

图表40: 美国非农私人部门平均时薪同比

图表41: 美国非农私人部门平均时薪环比

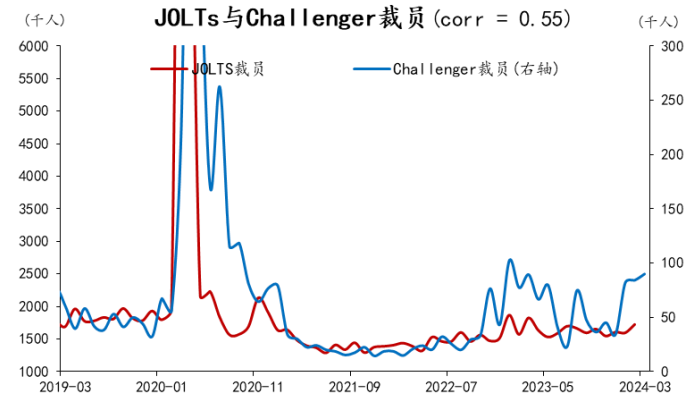
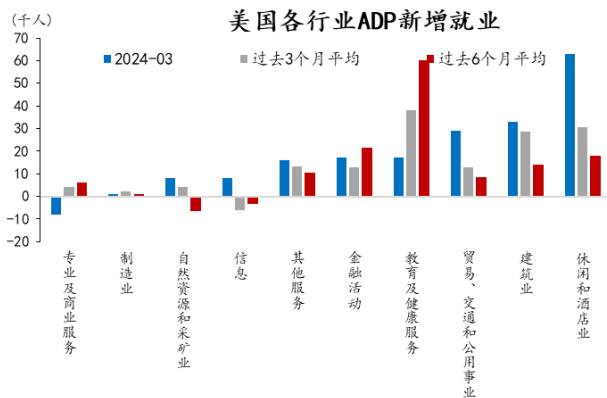


来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

图表42: 休闲和酒店业招聘领涨

图表43: 裁员人数创2023年2月以来的最高水平

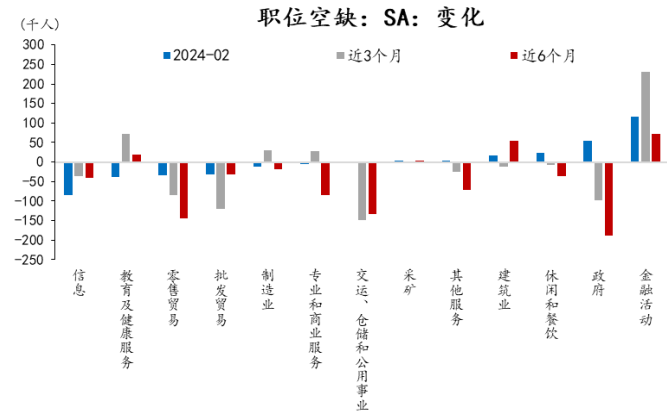


来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

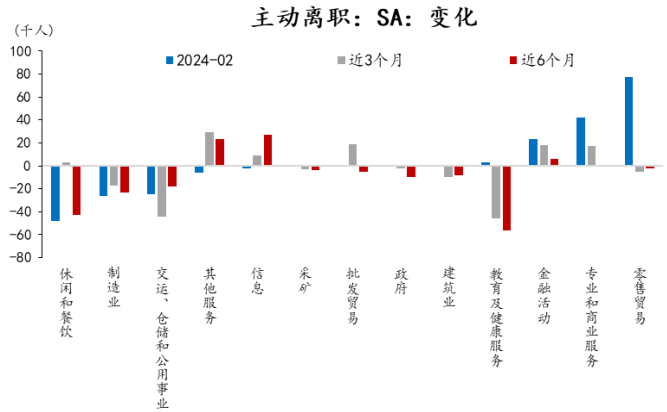


图表44: 2月金融活动职位空缺有所增加



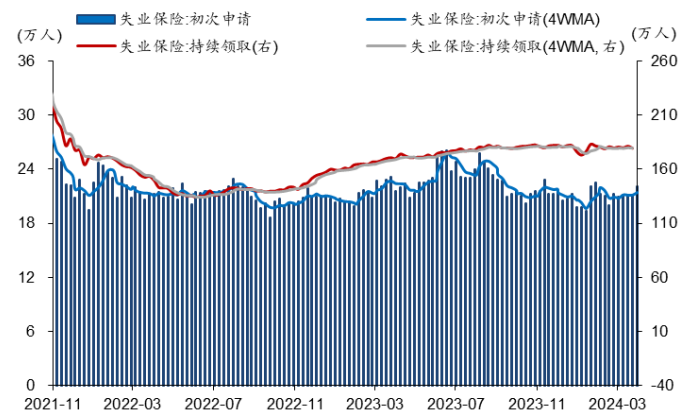
来源: CEIC、国金证券研究所

图表45: 2月零售贸易主动离职人数上升



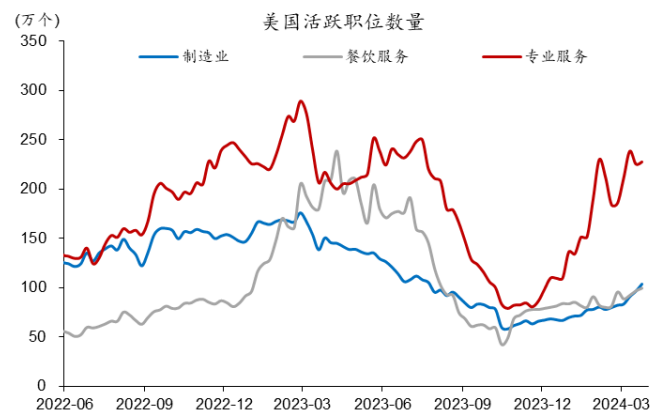
来源: CEIC、国金证券研究所

图表46: 美国至3月30日当周初请失业22.1万人



来源: CEIC、国金证券研究所

图表47: 美国3月25日当周专业服务业职位数量回升



来源: CEIC、国金证券研究所

(五) 欧元区通胀: 3月通胀继续放缓, 服务业通胀仍有粘性

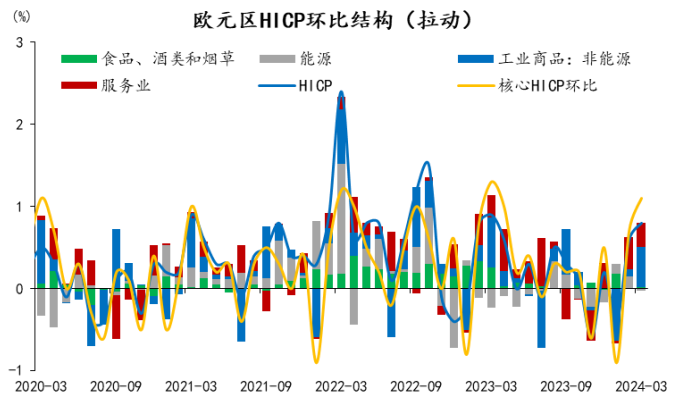
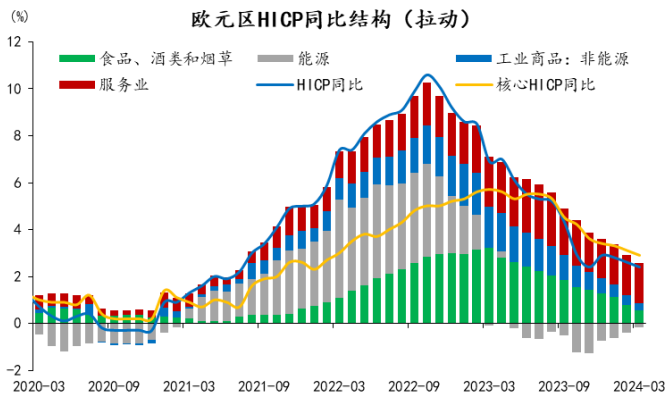
3月欧元区通胀低于预期, 同比继续放缓, 但服务业通胀保持粘性。3月欧元区HICP(调和消费者物价指数)同比2.4%, 预期2.6%, 前值2.6%; 环比0.8%, 预期0.9%, 前值0.6%, 为2023年4月以来最大增幅。核心HICP同比2.9%, 前值3.1%, 为2022年3月以来新低; 环比1.1%, 前值0.7%。分项来看, 服务业HICP同比4.0%, 前值4.0%, 拉动整体HICP1.7个百分点, 贡献整体HICP72.7%; 食品、酒类和烟草HICP同比2.7%, 前值3.9%, 拉动整体HICP0.5个百分点, 贡献整体HICP22.7%。

2月长期通胀(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, 在HICP的93个细分科目中, 同比增速 $\geq 3\%$ 、 $\geq 5\%$ 和 $\geq 10\%$ 的科目数占比2月读数分别为48.4%、18.3%、1.1%(1月分别为50.5%、21.5%、2.2%); 6M环比年化增速 $\geq 3\%$ 、 $\geq 5\%$ 和 $\geq 10\%$ 的科目数占比2月读数分别为40.9%、26.9%、3.2%(1月分别为37.6%、22.6%、5.4%)。



图表48: 欧元区服务业通胀保持粘性

图表49: 欧元区3月通胀环比主要受非能源工业品拉动

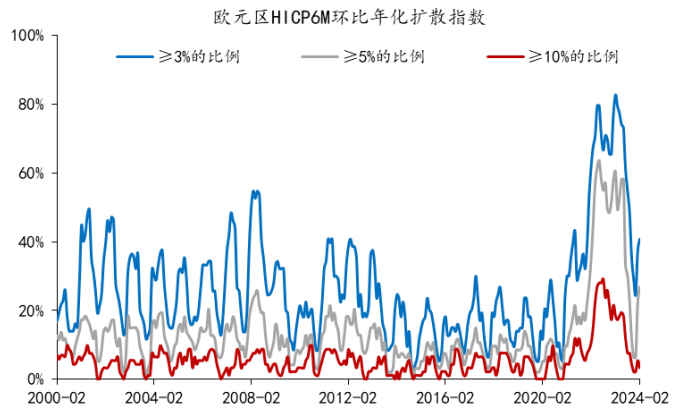
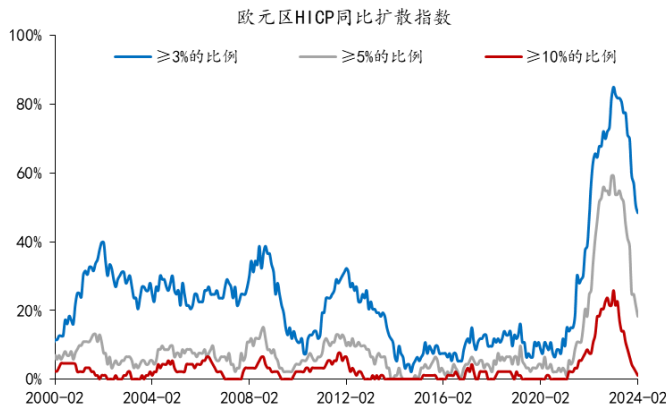


来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

图表50: 欧元区通胀2月同比扩散指数继续下行

图表51: 欧元区通胀2月6M环比年化扩散指数有所反弹



来源: CEIC、国金证券研究所

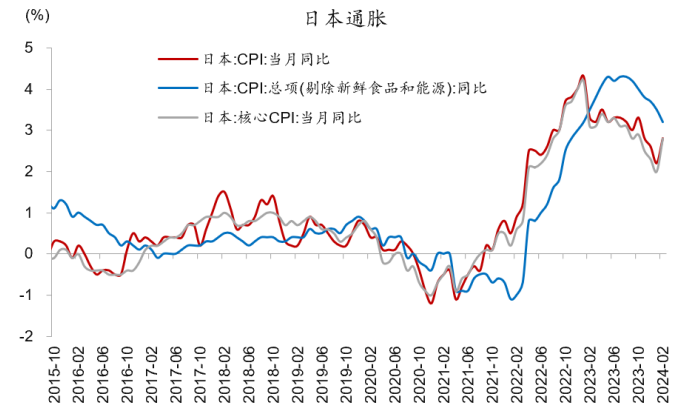
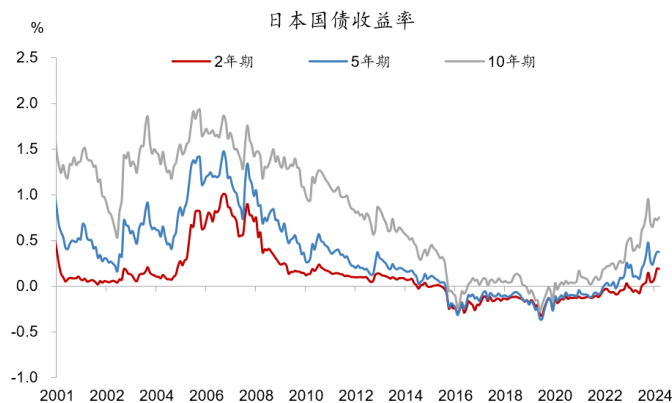
来源: CEIC、国金证券研究所

(六) 日央行: 行长发表偏鹰言论, 日元走强, 日债收益率上涨

4月5日, 日央行行长植田和男接受采访时表态, 由于薪资大幅上涨推高物价, 通胀可能在今年夏季至秋季加速。此前, 日本“春斗”谈判达成了5.28%涨薪的初步结果, 为1991年以来的最大涨幅。植田和男同时表示, 如果日元贬值以难以忽视的方式影响日本通胀和工资, 央行可能将“采取货币政策应对”。消息公布后, 日本两年期国债收益率上涨至0.21%, 日元走强, 市场预期日本10月份或再次加息。同日, 日本首相岸田文雄也表示, 不排除任何干预外汇市场的行动选项, 过度的外汇波动可能对经济和金融稳定产生不利影响。

图表52: 日本国债收益率上升

图表53: 日本2月通胀反弹



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所



风险提示

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



特别声明:

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

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