



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

三个季度前，美国经济已经“着陆”！

美国经济“不着陆”已成为共识，“二次通胀”随之成为市场交易的主线。当经济从供给侧叙事转向需求侧叙事，美联储更难兼顾增长与通胀。但交易与美联储决策是“两码事”：市场越交易不降息，美联储越可能降息。

热点思考：三个季度前，美国经济已经“着陆”！

滞是假的，胀是真的。美国一季度 GDP 增速低于预期，但主要是净出口、库存拖累，内需整体依然稳定。内外温差是净出口出现拖累的主因，考虑到一季度处于去库尾声、补库早期，后续库存变化或仍有提振作用。GDP 数据公布后，美债收益率、美元指数均上涨，但美股开盘下跌后全天低开高走，不符合“滞胀”交易情形。

被忽视的因素是美国 2024 年财政支出或将超预期，提振全年 GDP 及居民收入增速。一季度美国财政支出下滑幅度较大，主要源自政府关门风险、临时拨款制约等短期因素。根据正式拨款法案，2024 财政支出总额或由去年的 6.1 万亿美元升至 6.6 万亿美元。我们预计美国全年财政总支出增速升至 8%，剔除利息支出后，有效财政支出也达到 5.1%。

美国经济或在三个季度前顺利“软着陆”。住宅投资是 GDP 负增长的主要贡献，是经济对金融条件是否脱敏的“指示器”。在历史上的 8 次衰退中，实际 GDP 平均回撤 1.7 个百分点（季度年化），私人固定投资平均贡献 1.6 个百分点。其中，住宅投资出现了 7 次负增长，平均拖累实际 GDP 增长 0.8 个百分点；非住宅投资仅出现过 2 次负增长。

在本轮美联储加息周期中，住宅投资经历了一个完整的衰退周期，但目前已经连续 3 个季度正增长，说明美国经济已经走出了利率敏感期。并且，企业资本开支意愿已经开始回升，银行信贷供求均明显改善，这意味着私人固定投资回暖的趋势短期内仍可持续。同时，在劳动力市场运行良好的状态下，消费大概率不会出现毫无预兆的“坍塌”。

去通胀“最后一公里”，美联储“两难全”。基于菲利普斯曲线框架，只有在供给侧修复占主导的叙事里，美联储才能兼顾增长与通胀。否则，当经济进入需求侧主导的区间，经济要么过热、要么放缓/衰退。基于对 PCE 通胀的分解可知，2024 年 1-3 月核心 PCE 通胀粘性的来源，既有供给侧，又有需求侧。

美联储的政策立场可被归纳为一个“四象限”：经济差→降息；经济好、通胀下→降息；经济好、通胀平→Longer；经济好、通胀上→Higher；美联储已经“落后于曲线”。6 月例会中，美联储大概率会调降后续降息指引。跟踪中需要关注美联储对通胀风险的表述：当其强调通胀上行风险占优时，则会显著导致期限溢价上行和金融条件收紧。

我们认为，再通胀恐慌引发的紧缩交易尚未结束。所以，不应固化美联储降息的时点，也不轻言美债利率见顶。只有当其上升到某一位置、进而带动金融条件转紧时，才算进入负反馈。大宗商品或是负反馈的“最后一环”。但交易与美联储决策是“两码事”：市场越交易不降息，美联储越可能降息。

海外事件&数据：特朗普领先优势被抹平，美国 3 月 PCE 通胀反弹

特朗普领先优势被抹平。截至 4 月 26 日，特朗普民调支持率 44.8%，拜登支持率 44.5%，特朗普领先优势被缩小到 0.3%。特朗普优势缩小可能与三个因素相关：一是特朗普刑事案件开始审理；二是拜登在宾夕法尼亚、威斯康星等摇摆州加强了竞选活动；三是特朗普针对堕胎问题发表了争议性言论。

美国 3 月 PCE 物价指数同比 2.7%，预期 2.6%，前值 2.5%；环比 0.3%，预期 0.3%，前值 0.3%。美国 3 月核心 PCE 物价指数同比 2.8%，预期 2.7%，前值 2.8%，连续两个月保持不变；环比 0.3%，预期 0.3%，前值 0.3%。美国 3 月实际个人消费支出环比 0.5%、预期 0.3%、前值 0.5%。

美国 4 月制造业 PMI 初值跌破荣枯线，欧元区 4 月制造业 PMI 意外下滑。美国 4 月标普全球制造业 PMI 初值 49.9，预期 52，前值 51.9，录得近 4 个月来新低；欧元区 4 月制造业 PMI 初值 45.6，预期 46.6，前值 46.1。美国 4 月标普全球服务业 PMI 初值 50.9，预期 52，前值 51.7，录得近 5 个月来新低。欧元区服务业 PMI 强劲。

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、热点思考：三个季度前，美国经济已经“着陆”！ | 4 |
| (一) 滞是假的，胀是真的：从美国 2024 年一季度的 GDP 数据说起 | 4 |
| (二) 美国经济，早已“着陆”：住宅投资企稳，是美国经济“着陆”的信号 | 8 |
| (三) 从供给侧叙事到需求侧叙事：去通胀“最后一公里”，美联储“两难全” | 11 |
| 二、海外基本面&重要事件 | 14 |
| (一) 美国大选：特朗普领先优势被抹平 | 14 |
| (二) 美国流动性：市场定价美联储今年年底前维持利率不变的概率为 20% | 15 |
| (三) 生产：发达经济体制造业 PMI 仍偏弱 | 17 |
| (四) 通胀：美国 3 月 PCE 通胀保持坚挺 | 18 |
| (五) 地产：美国 3 月新屋销售反弹 | 18 |
| 风险提示 | 19 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图表 1：一季度美国 GDP 同环比均下跌 | 4 |
| 图表 2：一季度美国 GDP 环比明显低于市场预期值 | 4 |
| 图表 3：GDP 公布后，美股低开高走 | 4 |
| 图表 4：GDP 数据公布后，美债收益率、美元上涨 | 4 |
| 图表 5：美国 GDP 环比及拉动结构，一季度消费、投资表现较好，净出口、政府支出拖累 | 5 |
| 图表 6：一季度净出口拖累幅度最大 | 5 |
| 图表 7：美国内需表现好于外需 | 5 |
| 图表 8：美国一季度净出口中，商品进口拖累最大 | 6 |
| 图表 9：美国进口主要反映了国内需求 | 6 |
| 图表 10：部分新兴市场经济体提前进入降息周期 | 6 |
| 图表 11：全球需求改善领先美国出口增速 | 6 |
| 图表 12：住宅、知识产权投资对私人投资贡献较高 | 6 |
| 图表 13：一季度私人消费主要由服务类消费拉动 | 6 |
| 图表 14：一季度美国处于去库尾声，补库早期 | 7 |
| 图表 15：美国一季度个人收入增速回落 | 7 |
| 图表 16：一季度美国财政支出下滑幅度较大 | 7 |
| 图表 17：2024 年美国财政支出仍可能上涨 | 7 |
| 图表 18：2024 财政支出上涨，对 GDP 贡献仍可能扩张 | 7 |
| 图表 19：美国财政支出增速扩张或提振 2024 年居民收入 | 7 |



| | | |
|--------|---|----|
| 图表 20: | 历史上的 12 次美联储加息周期与美国经济的 9 次衰退..... | 8 |
| 图表 21: | 在历史上的 8 次经济衰退中, 导致 GDP 下降的主要因素是投资, 而不是消费..... | 9 |
| 图表 22: | 住宅投资支出是经济对金融条件是否脱敏的“指示器”..... | 9 |
| 图表 23: | 美国 GDP 环比增速及其结构..... | 10 |
| 图表 24: | 美国私人投资增速及其结构..... | 10 |
| 图表 25: | 企业资本开支意愿已经开始企稳回升..... | 10 |
| 图表 26: | 银行信贷供给约束已经开始边际转松..... | 10 |
| 图表 27: | 美国居民收入结构, 员工薪酬占比约 6 成..... | 11 |
| 图表 28: | 衰退区间, 是失业率上行的一个“子集”..... | 11 |
| 图表 29: | 失业率上行, 是周期顶点的一个参照系..... | 11 |
| 图表 30: | 供给与需求对核心 PCE 通胀粘性都有贡献..... | 12 |
| 图表 31: | 需求对核心 PCE 通胀的贡献率有所抬升..... | 12 |
| 图表 32: | 供给与需求对核心 PCE 通胀粘性都有贡献..... | 12 |
| 图表 33: | 需求对核心 PCE 通胀的贡献率有所抬升..... | 12 |
| 图表 34: | 美联储决策四象限: 从 Lower 到 Longer, 再到 Higher..... | 13 |
| 图表 35: | 6 月 SEP 或调降降息指引: 市场明显“抢跑”, 联储显著“落后于曲线”..... | 13 |
| 图表 36: | 政策利率 Longer 区间的大类资产表现..... | 14 |
| 图表 37: | 政策利率 Longer 区间的油价与金融条件..... | 14 |
| 图表 38: | 美国大选, 特朗普与拜登支持率..... | 15 |
| 图表 39: | 特朗普与拜登摇摆州支持率..... | 15 |
| 图表 40: | 众议院选举预测, 共和党占优..... | 15 |
| 图表 41: | 参议院选举预测, 共和党占优..... | 15 |
| 图表 42: | 美国流动性量价跟踪..... | 16 |
| 图表 43: | 美联储增持美债规模..... | 16 |
| 图表 44: | 美联储逆回购规模当周略降升..... | 16 |
| 图表 45: | 截至 4 月 12 日, 美联储降息概率..... | 17 |
| 图表 46: | OIS 隐含 FFR 利率..... | 17 |
| 图表 47: | 发达经济体制造业 PMI 仍偏弱..... | 17 |
| 图表 48: | 欧元区服务业 PMI 不断上升..... | 17 |
| 图表 49: | 美国 3 月 PCE 通胀同比、环比及其结构..... | 18 |
| 图表 50: | 美国 3 月核心服务通胀保持坚挺..... | 18 |
| 图表 51: | 美国 3 月环比受非住房核心服务拉动较多..... | 18 |
| 图表 52: | 美国 3 月新屋销售反弹..... | 19 |
| 图表 53: | 4 月 25 日 30 年期抵押贷款固定利率继续攀升..... | 19 |



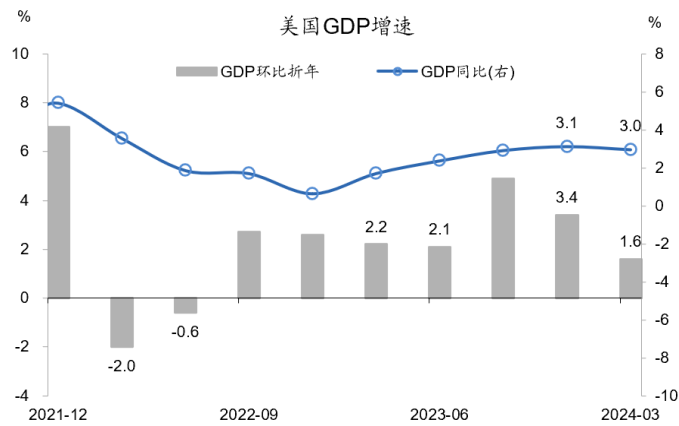
美国经济“不着陆”已成为共识，“二次通胀”随之成为交易的主线。当经济从供给侧叙事转向需求侧叙事，在去通胀的“最后一公里”，美联储更难兼顾增长与通胀。但交易与美联储决策是“两码事”：市场越交易不降息，美联储越可能降息。

一、热点思考：三个季度前，美国经济已经“着陆”！

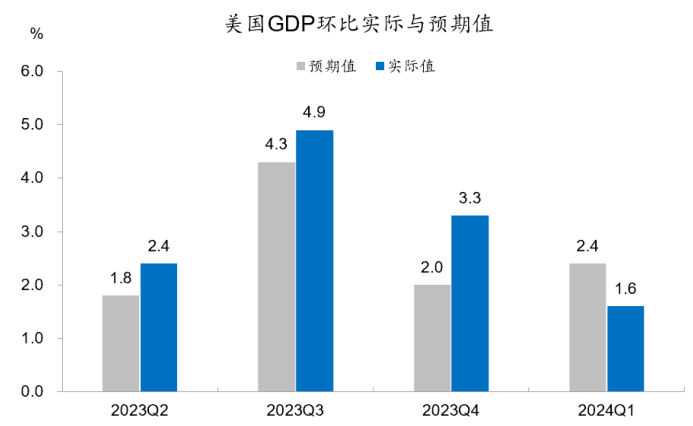
（一）滞是假的，胀是真的：从美国 2024 年一季度的 GDP 数据说起

美国一季度 GDP 增速低于预期，但美股低开高走，经济修复逻辑未被证伪。4 月 25 日，美国公布一季度实际 GDP 数据，同环比增速双双下滑，一季度 GDP 环比折年增 1.6%，明显低于市场一致预期值 2.4%，较去年四季度的 3.4% 大幅放缓，GDP 同比增速同样由去年的 3.1% 放缓至 3.0%。数据公布后，美债收益率上冲至 4.7%，美元指数短期涨至 106，标普 500 开盘大幅下跌 1.3%，但股市全天低开高走，在经济低于预期、通胀超预期的情形下，仍交易经济修复逻辑。

图表1：一季度美国 GDP 同环比均下跌



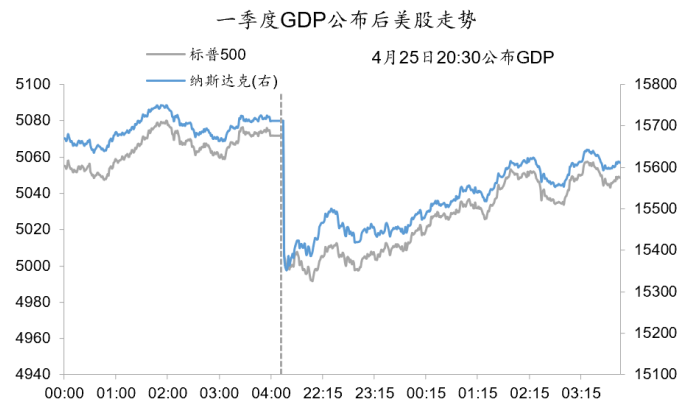
图表2：一季度美国 GDP 环比明显低于市场预期值



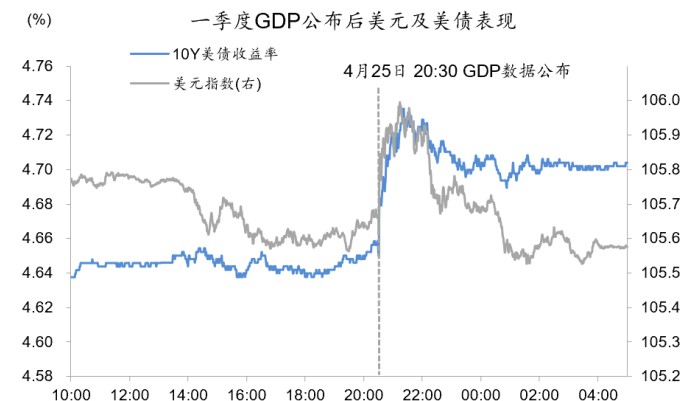
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表3：GDP 公布后，美股低开高走



图表4：GDP 数据公布后，美债收益率、美元上涨



来源：Bloomberg、国金证券研究所

来源：Bloomberg、国金证券研究所

一季度 GDP 主要贡献项为消费、投资，拖累项为净出口，内需表现稳定，外需回落。美国内需依然稳定，一季度国内购买最终销售环比增 2.8%，外需波动较大，出口环比增速由去年四季度的 5.1% 下降至一季度的 0.9%。内需当中，消费支出环比增 2.5%，拉动 GDP 增长 1.7 个百分点，对 GDP 贡献最大。私人投资环比增速 3.2%，拉动 GDP 增速 0.6 个点。政府支出环比增 1.2%，拉动 GDP 增长 0.2 个点。出口环比仅增 0.9%，进口环比大幅上涨至 7.2%，导致进出口拖累 0.9 个点，拖累幅度最高。

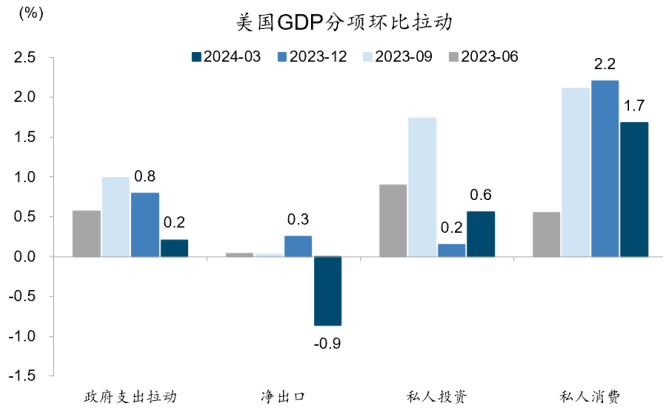


图5: 美国 GDP 环比及拉动结构, 一季度消费、投资表现较好, 净出口、政府支出拖累

| GDP项目 | 权重 | 环比增速 | | | | | | 环比拉动率 | | | | | |
|---------|------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | 环比变化 | 2024-03 | 2023-12 | 2023-09 | 2023-06 | 2023-03 | 环比变化 | 2024-03 | 2023-12 | 2023-09 | 2023-06 | 2023-03 |
| 实际GDP | 100% | ↓ -1.8 | 1.6 | 3.4 | 4.9 | 2.1 | 2.2 | ↓ -1.8 | 1.6 | 3.4 | 4.9 | 2.1 | 2.2 |
| 个人消费支出 | 69% | ↓ -0.8 | 2.5 | 3.3 | 3.1 | 0.8 | 3.8 | ↓ -0.5 | 1.7 | 2.2 | 2.1 | 0.6 | 2.5 |
| 商品消费 | 24% | ↓ -3.4 | -0.4 | 3.0 | 4.9 | 0.5 | 5.1 | ↓ -0.8 | -0.1 | 0.7 | 1.1 | 0.1 | 1.1 |
| 耐用品消费 | 9% | ↓ -4.4 | -1.2 | 3.2 | 6.7 | -0.3 | 14.0 | ↓ -0.3 | -0.1 | 0.3 | 0.5 | 0.0 | 1.1 |
| 非耐用品消费 | 15% | ↓ -2.9 | 0.0 | 2.9 | 3.9 | 0.9 | 0.5 | ↓ -0.4 | 0.0 | 0.4 | 0.6 | 0.1 | 0.1 |
| 服务消费 | 45% | ↑ 0.6 | 4.0 | 3.4 | 2.2 | 1.0 | 3.1 | ↑ 0.2 | 1.8 | 1.5 | 1.0 | 0.4 | 1.4 |
| 私人投资 | 18% | ↑ 2.5 | 3.2 | 0.7 | 10.0 | 5.2 | -9.0 | ↑ 0.4 | 0.6 | 0.2 | 1.7 | 0.9 | -1.7 |
| 固定资产 | 18% | ↑ 1.8 | 5.3 | 3.5 | 2.6 | 5.2 | 3.1 | ↑ 0.3 | 0.9 | 0.6 | 0.5 | 0.9 | 0.5 |
| 非住宅投资 | 15% | ↓ -0.8 | 2.9 | 3.7 | 1.4 | 7.4 | 5.7 | ↓ -0.1 | 0.4 | 0.5 | 0.2 | 1.0 | 0.8 |
| 建筑投资 | 3% | ↓ -11.0 | -0.1 | 10.9 | 11.2 | 16.1 | 30.3 | ↓ -0.3 | 0.0 | 0.3 | 0.3 | 0.5 | 0.8 |
| 设备投资 | 6% | ↑ 3.2 | 2.1 | -1.1 | -4.4 | 7.7 | -4.1 | ↑ 0.2 | 0.1 | -0.1 | -0.2 | 0.4 | -0.2 |
| 知识产权投资 | 6% | ↑ 1.1 | 5.4 | 4.3 | 1.8 | 2.7 | 3.8 | ↑ 0.1 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| 住宅投资 | 3% | ↑ 11.1 | 13.9 | 2.8 | 6.7 | -2.2 | -5.3 | ↑ 0.4 | 0.5 | 0.1 | 0.3 | -0.1 | -0.2 |
| 私人库存变动 | 0% | | | | | | | ↑ 0.1 | -0.4 | -0.5 | 1.3 | 0.0 | -2.2 |
| 净出口 | -4% | | | | | | | ↓ -1.1 | -0.9 | 0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.6 |
| 商品和服务出口 | 11% | ↓ -4.2 | 0.9 | 5.1 | 5.4 | -9.3 | 6.8 | ↓ -0.5 | 0.1 | 0.6 | 0.6 | -1.1 | 0.8 |
| 商品出口 | 8% | ↓ -5.3 | 0.9 | 6.2 | 7.7 | -16.0 | 12.0 | ↓ -0.4 | 0.1 | 0.5 | 0.6 | -1.3 | 0.9 |
| 服务出口 | 4% | ↓ -1.8 | 1.0 | 2.8 | 1.0 | 6.2 | -3.5 | ↓ -0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.0 | 0.2 | -0.1 |
| 商品和服务进口 | 15% | ↑ 5.0 | 7.2 | 2.2 | 4.2 | -7.6 | 1.3 | ↓ -0.7 | -1.0 | -0.3 | -0.6 | 1.1 | -0.2 |
| 商品进口 | 13% | ↑ 5.5 | 6.8 | 1.3 | 5.9 | -6.5 | 1.9 | ↓ -0.6 | -0.7 | -0.1 | -0.6 | 0.8 | -0.2 |
| 服务进口 | 3% | ↑ 2.8 | 9.0 | 6.2 | -2.8 | -12.2 | -1.2 | ↓ -0.1 | -0.2 | -0.2 | 0.1 | 0.4 | 0.0 |
| 政府消费和投资 | 17% | ↓ -3.4 | 1.2 | 4.6 | 5.8 | 3.3 | 4.8 | ↓ -0.6 | 0.2 | 0.8 | 1.0 | 0.6 | 0.8 |
| 联邦政府 | 7% | ↓ -2.6 | -0.2 | 2.4 | 7.1 | 1.1 | 5.2 | ↓ -0.2 | 0.0 | 0.2 | 0.5 | 0.1 | 0.3 |
| 州政府 | 10% | ↓ -4.0 | 2.0 | 6.0 | 5.0 | 4.7 | 4.6 | ↓ -0.4 | 0.2 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |

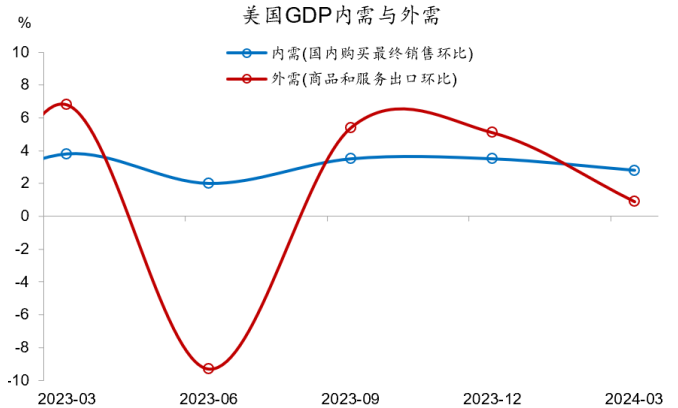
来源: Wind、国金证券研究所

图6: 一季度净出口拖累幅度最大



来源: Wind、国金证券研究所

图7: 美国内需表现好于外需

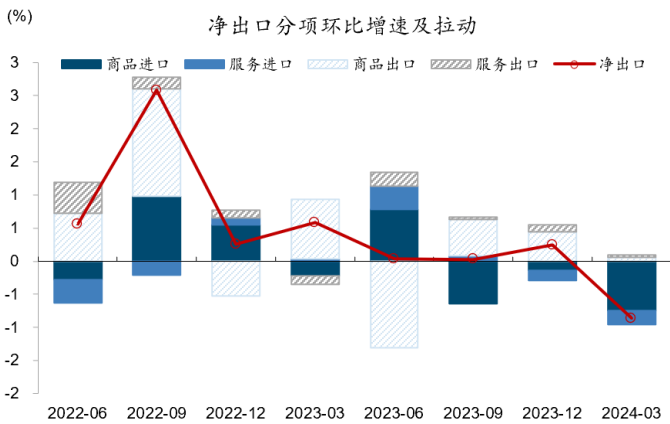


来源: Wind、国金证券研究所

美国经济内外温差, 导致净出口拖累幅度较大。一季度美国商品、服务进口增速均大幅好转, 但出口增速均回落, 净出口分项中, 商品进口细项拖累幅度最高, 达-0.7个点。美国商品进口增速与国内销售增速较为同步, 反映了国内需求状态, 后者2023年年中以来已连续回升。美国出口增速反映海外需求状态, 滞后于全球PMI订单, 当前出口虽处于低位, 但巴西、墨西哥等经济体已提前降息, 2023年年中以来, 全球需求已开启回升。

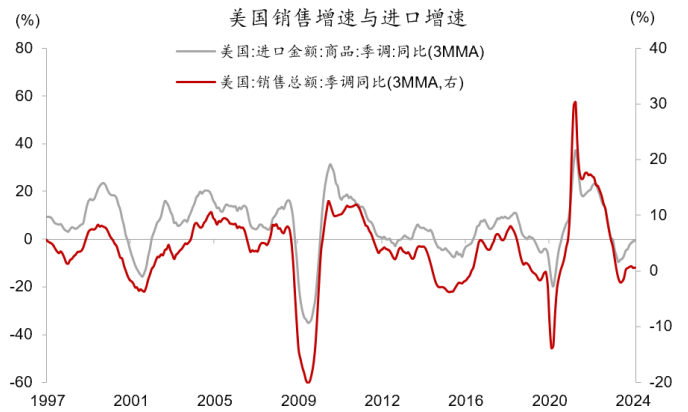


图表8: 美国一季度净出口中, 商品进口拖累最大



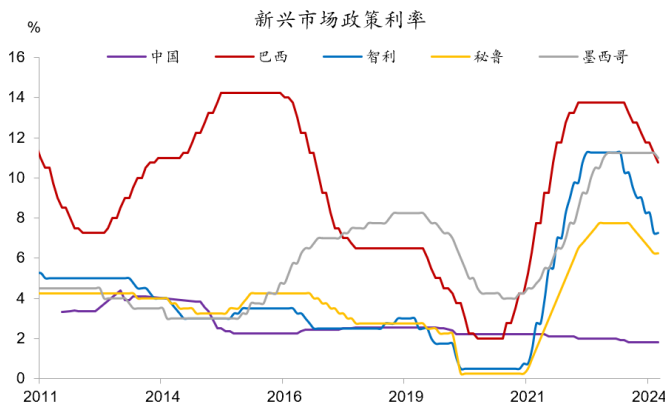
来源: Wind、国金证券研究所

图表9: 美国进口主要反映了国内需求



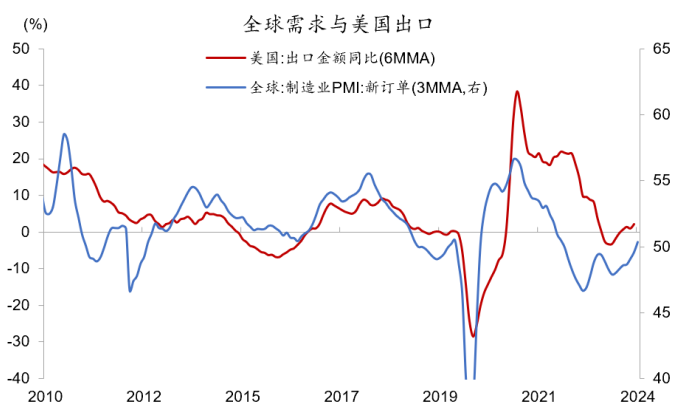
来源: CEIC、国金证券研究所

图表10: 部分新兴市场经济体提前进入降息周期



来源: CEIC、国金证券研究所

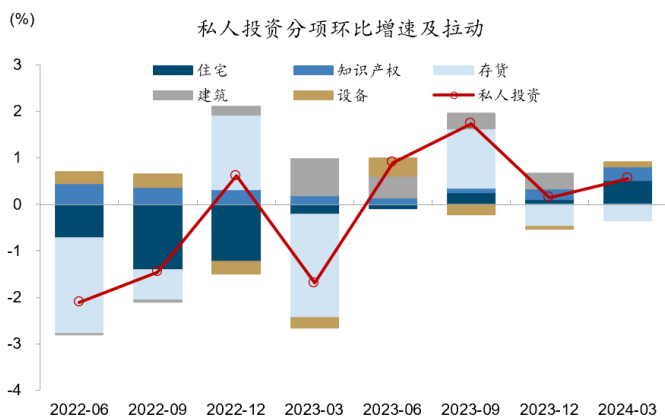
图表11: 全球需求改善领先美国出口增速



来源: Wind、国金证券研究所

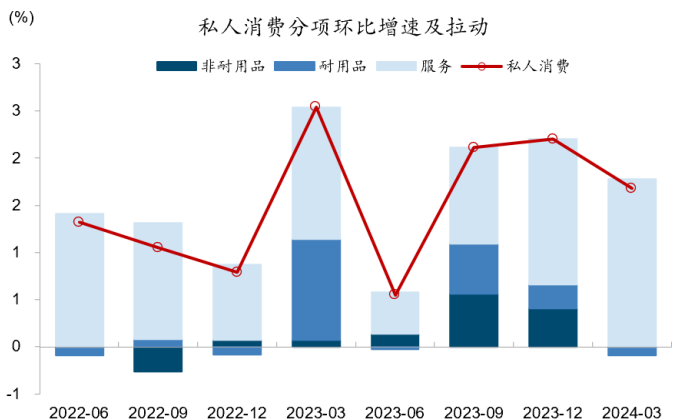
消费及投资增速稳定, 耐用品消费增速回落或与短期内居民收入增速下降相关。一季度消费各项中, 耐用品消费环比下滑1.2%, 非耐用品消费增速降至0%, 服务消费由去年四季度的3.4%上升至4%, 连续三个季度回升。其中耐用品消费下滑或与一、二月居民收入短期下降有关。私人投资在住宅及设备投资的带动下明显回升, 住宅投资环比增速达13.9%, 相比去年四季度大幅提升11个点, 设备投资增速扩大3.2个点至2.1%, 库存拖累0.4个百分点, 考虑到一季度处于去库尾声, 补库早期, 后续补库或仍有提振作用。

图表12: 住宅、知识产权投资对私人投资贡献较高



来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 一季度私人消费主要由服务类消费拉动



来源: Wind、国金证券研究所

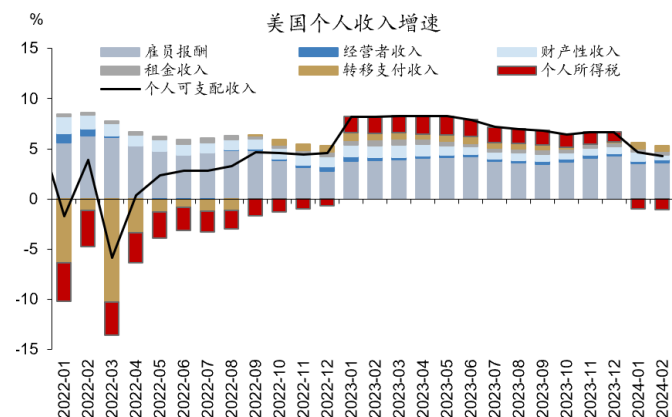


图14: 一季度美国处于去库尾声, 补库早期



来源: Wind、国金证券研究所

图15: 美国一季度个人收入增速回落

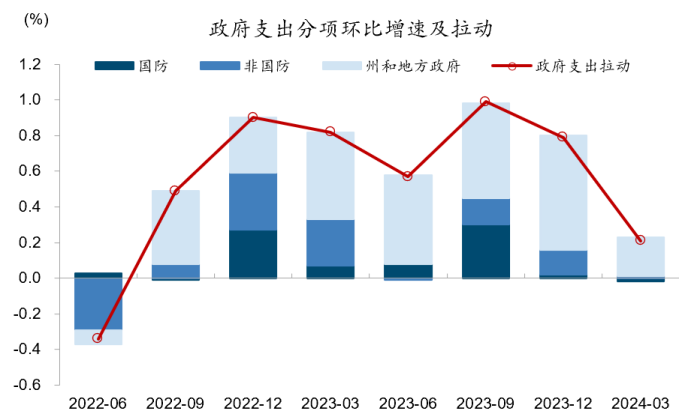


来源: Wind、国金证券研究所

美国 2024 年财政支出或将超预期, 从而拉动全年 GDP 增速和居民收入。一季度美国财政支出下滑幅度较大, 主要源自短期因素的干扰。美国 2024 财年正式财政拨款在 3 月 23 日才得以通过, 此前, 财政支出始终受到政府关门、临时拨款的限制。根据正式拨款法案, 2024 财政支出总额或由去年的 6.1 万亿美元升至 6.6 万亿美元, 考虑到 4 月 23 日, 美国新通过了 950 亿美元的援助法案, 综合来看, 2024 全年美国财政支出或将超出市场预期。

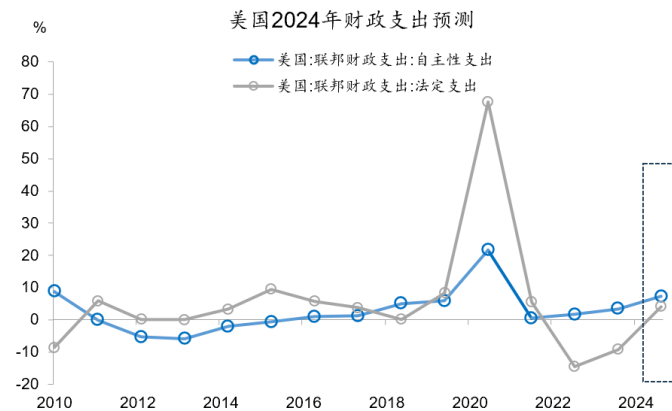
我们预计美国全年财政总支出增速升至 8%, 其中自主性支出增速为 7.3%, 法定支出增速 4%。剔除利息支出后, 有效财政支出也达到 5.1%, 增速均超出去年水平。财政支出增速上涨一方面将拉动 GDP 增长, 另一方面, 财政支出或也将提振全年居民收入。

图16: 一季度美国财政支出下滑幅度较大



来源: Wind、国金证券研究所

图17: 2024 年美国财政支出仍可能上涨



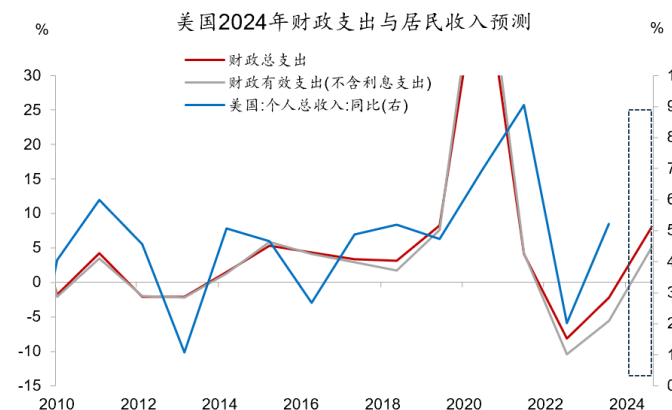
来源: Wind、国金证券研究所

图18: 2024 财政支出上涨, 对 GDP 贡献仍可能扩张



来源: Wind、国金证券研究所

图19: 美国财政支出增速扩张或提振 2024 年居民收入



来源: Wind、国金证券研究所



(二) 美国经济，早已“着陆”：住宅投资企稳，是美国经济“着陆”的信号

时至今日，关于美国经济的“硬着陆与软着陆”之争已经告一段落。但美国经济为什么可以逃逸衰退，最核心的解释是什么？答案众说纷纭。在 2023 年“周期的力量”系列深度报告中，我们持续跟踪这一讨论。从美联储加息与经济衰退的经验关系中，这次美国经济能够逃逸衰退，是超越历史的。

在系列之五《历史的“组合解”：美国经济，这次如何“着陆”？》中，我们总结了 6 个主流解释：1) 超额储蓄；2) 三个“错位”：不同经济体、美国国内不同部门之间，以及货币与财政；3) 劳动力市场的供给冲击；4) 美联储加息节奏的“前置”；5) 2008 年全球金融危机后居民资产负债表修复；和 6) 宏观审慎和金融监管体系的重构，归根到底，直接原因是未出现系统性金融风险。或者说，当 2023 年 3 月 SVB 破产风波发生时，一切都是按照历史剧本演绎的，但美联储等金融监管部门的“极速应对¹”，终结了金融恐慌的蔓延，挽救美国经济于衰退边缘。

图表20：历史上的 12 次美联储加息周期与美国经济的 9 次衰退

| 序号 | 加息周期 | 周期长度(月) | 起息利率(%) | 终点利率(%) | 加息幅度(bps) | 维持高位的时间(月) | 衰退的起点 | 衰退的终点 | 衰退周期长度(月) | 实际GDP降幅(%) | GDP负增长(季) | 加息起点至衰退(月) | 降息起点到衰退(月) | 降息至GPI拐点(月) | 降息前GPI水平(%) | GPI是否处于下行区间 |
|----|-----------------|---------|---------|---------|-----------|------------|---------------|-------------|-----------|------------|-----------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 1 | 1958.09-1960.08 | 24 | 3.50 | 5.00 | 150 | 12 | 1960.05(Q3) | 1961.02(Q1) | 10 | -1.34 | 2/3 | 24 | 3 | 4 | 1.4 | √ |
| 2 | 1965.12-1967.01 | 14 | 4.50 | 6.00 | 150 | 5 | - | - | - | - | 软着陆 | - | - | 3 | 3.4 | √ |
| 3 | 1967.11-1970.03 | 29 | 5.50 | 8.50 | 300 | 9 | 1970.01(Q1) | 1970.11(Q4) | 11 | -0.66 | 3/5 | 29 | 2 | 1 | 6.4 | X |
| 4 | 1972.04-1974.10 | 31 | 4.75 | 12.00 | 725 | 3 | 1973.12(74Q1) | 1975.03(Q1) | 16 | -3.14 | 4/5 | 22 | 10 | -1 | 12 | X |
| 5 | 1977.05-1980.04 | 36 | 6.25 | 20.00 | 1375 | 3 | 1980.02(Q2) | 1980.07(Q3) | 6 | -2.18 | 2/2 | 34 | 2 | 0 | 14.6 | X |
| 6 | 1980.08-1981.09 | 14 | 11.00 | 21.50 | 1050 | 4 | 1981.08(Q4) | 1982.11(Q4) | 16 | -2.63 | 3/5 | 12 | 2 | 18 | 10.9 | √ |
| 7 | 1983.08-1984.09 | 14 | 10.50 | 13.00 | 250 | 3 | - | - | - | - | 软着陆 | - | - | 6 | 4.3 | √ |
| 8 | 1988.05-1989.06 | 14 | 8.50 | 11.50 | 300 | 4 | 1990.08(Q4) | 1991.03(Q1) | 8 | -1.37 | 2/2 | 19 | -14 | 1 | 5.3 | X |
| 9 | 1994.03-1995.07 | 17 | 6.00 | 9.00 | 300 | 5 | - | - | - | - | 软着陆 | - | - | 3 | 3 | √ |
| 10 | 1999.07-2000.12 | 17 | 7.75 | 9.50 | 175 | 8 | 2001.04(Q2) | 2001.11(Q4) | 8 | -0.33 | 2/3 | 27 | -3 | 5 | 3.4 | √ |
| 11 | 2004.07-2007.09 | 39 | 4.00 | 8.25 | 425 | 15 | 2008.01(Q1) | 2009.06(Q2) | 18 | -4.00 | 5/6 | 43 | -4 | 5 | 2.8 | √ |
| 12 | 2015.12-2019.07 | 44 | 3.25 | 5.50 | 225 | 7 | 2020.03(Q1) | 2020.04(Q2) | 2 | -9.56 | 2/2 | 51 | -8 | 13 | 1.7 | √ |
| 13 | 2022.03- | 28 | 3.25 | 8.50 | 525 | 21 | | | | | | | | ? | ? | √ |

来源：NBER、CEIC、国金证券研究所

说明：在序号 13 中，假设美联储 2024 年 12 月首次降息，故利率维持高位的时间为 21 个月，为历史之最。

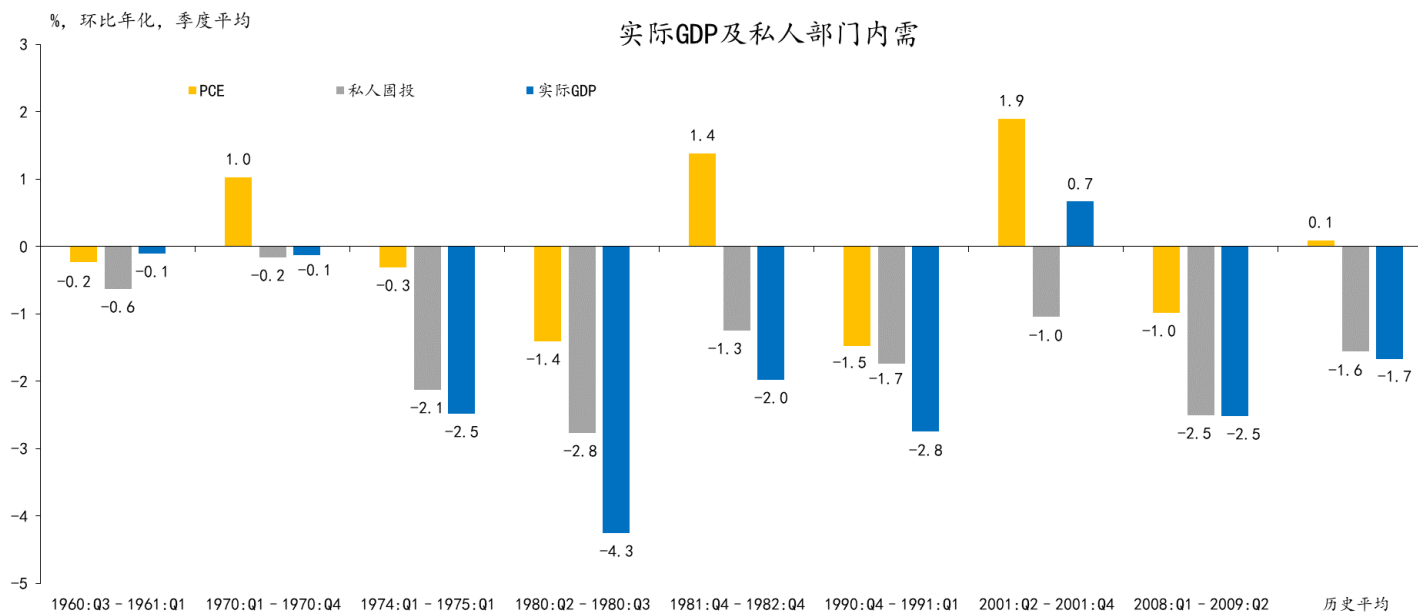
从定义出发，实际 GDP（或 GDI）连续或间隔地出现 2 个季度或以上时间的负增长，是衰退的必要条件²。仅从私人部门国内需求角度看，虽然 PCE 在 GDP 中的占比接近 7 成，但它并非 GDP 负增长的主要贡献项，而是私人投资。在历史上的 8 次与美联储加息有一定关联的衰退中，实际 GDP 平均回撤 1.7 个百分点（年化），私人固定投资平均贡献 1.6 个百分点，消费则仍然保持 0.1 个百分点的正贡献——只有在相对较深的衰退中，例如大滞胀时期，或者 2008 年大危机，消费才会出现负增长。引申而言，在美联储加息背景下讨论美国经济能否逃逸衰退，首先需要密切关注利率敏感的投资分项。

¹ 伯南克等：《极速应对》，中信出版社 2023 年版。

² 在历史上的 9 次衰退中，除了 2001 年是实际 GDI 意义上的衰退，其它 8 次均是实际 GDP 意义上的衰退。



图表21: 在历史上的8次经济衰退中, 导致GDP下降的主要因素是投资, 而不是消费

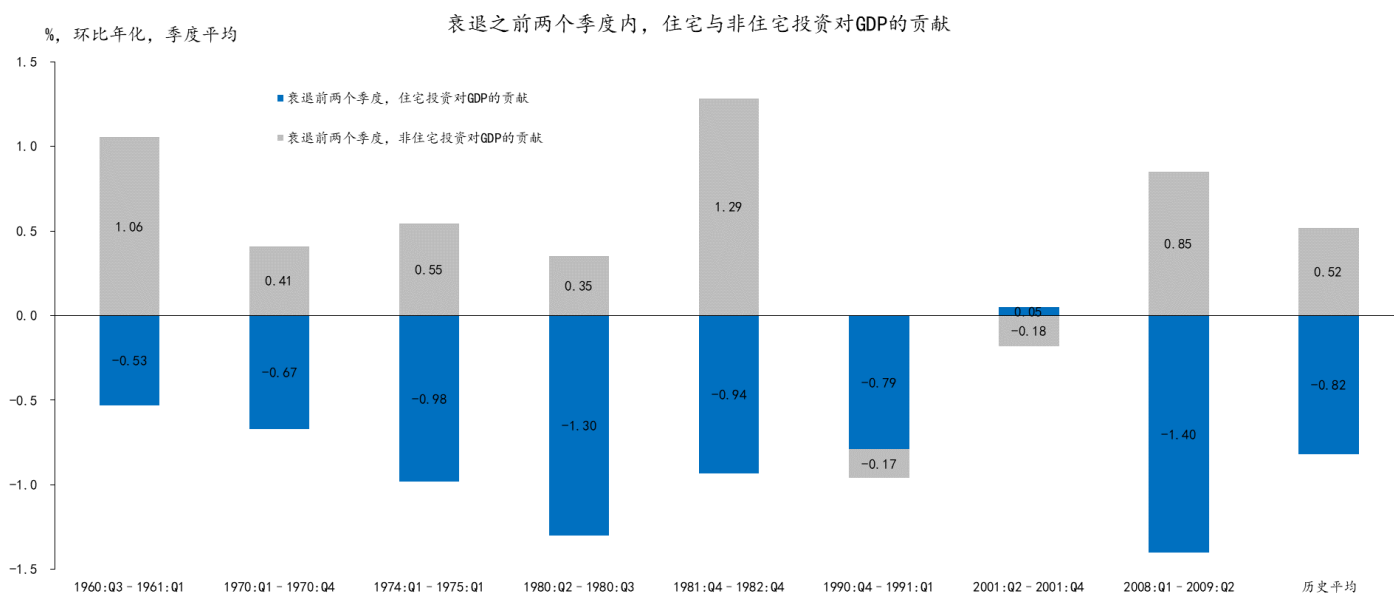


来源: DallasFed, NBER, CEIC, 国金证券研究所

说明: 未包含2020年衰退(与美联储加息无关)。

更进一步, 在固定投资分项中, 住宅投资比非住宅投资对利率更为敏感, 可视之为经济周期对金融条件是否脱敏的“指示器”。在历史上的8次衰退的前两个季度内, 住宅投资7次出现了负增长, 平均拖累实际GDP增长0.8个百分点; 非住宅投资仅出现过2次负增长, 平均而言维持正贡献(0.5个百分点)。所以, 事后观之, 2023年上半年以来住宅投资的企稳, 或是美国经济已经“着陆”的信号。

图表22: 住宅投资支出是经济对金融条件是否脱敏的“指示器”



来源: DallasFed, NBER, CEIC, 国金证券研究所

说明: 未包含2020年衰退(与美联储加息无关)。

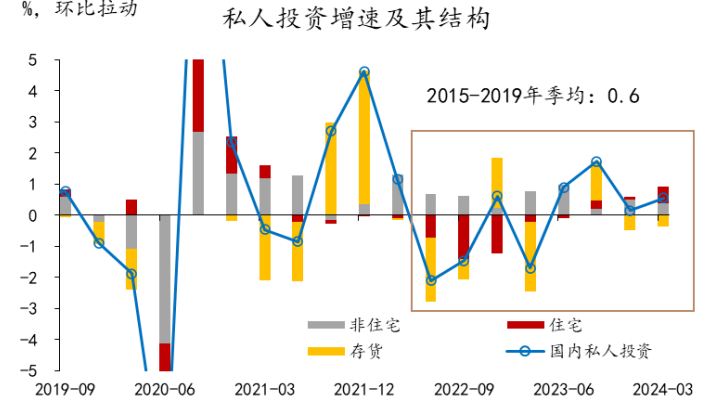
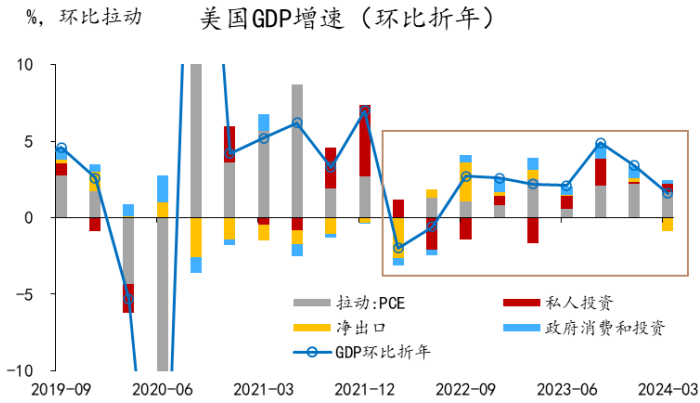
在本轮美联储加息周期中, 住宅投资经历了一个完整的衰退周期, 但目前已经连续3个季度正增长, 说明美国经济已经走出了利率敏感期。在2022年2季度-2023年2季度, 美国住宅投资连续5个季度环比负增, 其中, 前3个季度平均拖累实际GDP增速1.1个百分



点(折年率,分别为-0.7、-1.4和-1.2),高于历史平均水平0.3个百分点。但是,非住宅投资始终保持正增长,且私人消费、政府支出等分项正好迎来高增长,从而使美国经济逃逸了衰退。2023年3季度至今,住宅投资已经连续3个季度环比正增长。从这个角度看,美国经济已经在三个季度前实现了“软着陆”。

图表23: 美国 GDP 环比增速及其结构

图表24: 美国私人投资增速及其结构



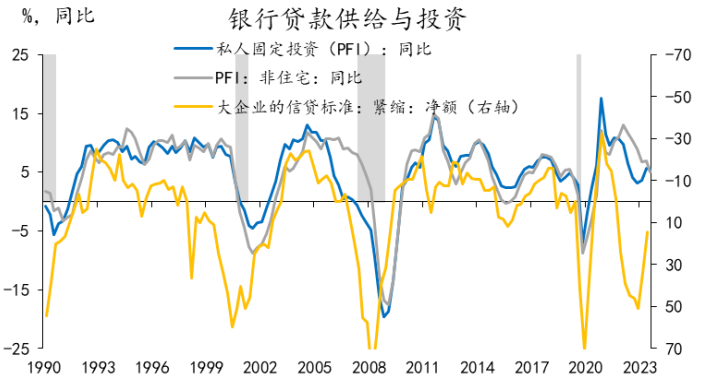
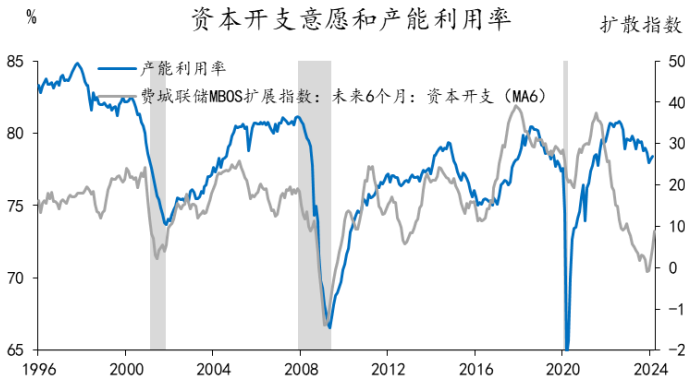
来源: CEIC、Wind、国金证券研究所

来源: CEIC、Wind、国金证券研究所

并且,企业资本开支意愿已经开始回升,银行信贷供求均明显改善,这意味着私人固定资产投资回暖的趋势短期内仍可持续。与此同时,在劳动力市场运行良好(实际工资转正、新增就业人数保持高位等)的状态下,员工薪酬和个人消费支出大概率不会出现毫无预兆的“坍塌”。内需仍可保障美国经济平稳运行。

图表25: 企业资本开支意愿已经开始企稳回升

图表26: 银行信贷供给约束已经开始边际转松



来源: CEIC、Wind、国金证券研究所

来源: CEIC、Wind、国金证券研究所



图表27: 美国居民收入结构, 员工薪酬占比约6成

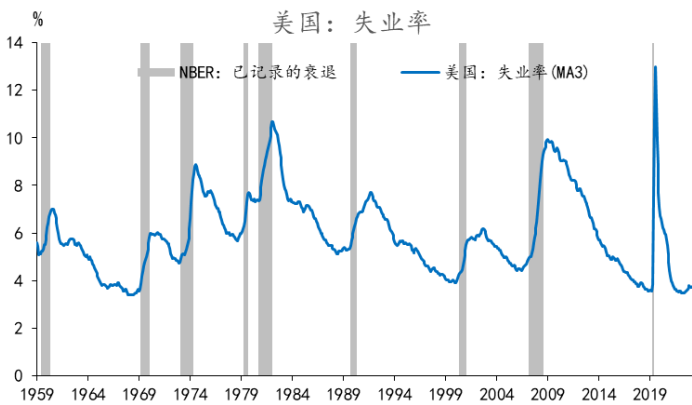
| 美国居民收入结构(十亿美元) | 权重(%) | 同比(%) | 增减 | 2023 | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 | 2017 |
|----------------|-------|--------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 个人收入 | 100 | 5.21 | 13651.24 | 275740.44 | 262089.20 | 256891.95 | 235548.26 | 220274.97 | 210338.32 | 199953.07 |
| 员工薪酬 | 62.03 | 6.06 | 9772.28 | 171042.52 | 161270.24 | 150550.50 | 139136.19 | 137374.97 | 131488.86 | 125092.46 |
| 工资与薪酬 | 51.42 | 6.30 | 8403.36 | 141795.68 | 133392.32 | 123751.54 | 113575.73 | 111899.52 | 106797.89 | 101692.92 |
| 私人部门 | 43.88 | 6.20 | 7060.41 | 120983.09 | 113922.68 | 105196.38 | 95643.67 | 94491.70 | 89975.40 | 85514.48 |
| 政府部门 | 7.55 | 6.90 | 1342.95 | 20812.59 | 19469.65 | 18555.16 | 17932.06 | 17407.81 | 16822.49 | 16178.44 |
| 薪资补充 | 10.61 | 4.91 | 1368.92 | 29246.84 | 27877.92 | 26798.96 | 25560.45 | 25475.46 | 24690.97 | 23399.54 |
| 员工退休&保险金 | 7.05 | 3.95 | 738.66 | 19448.24 | 18709.58 | 18322.03 | 17657.82 | 17668.68 | 17193.50 | 16143.68 |
| 政府社保基金 | 3.55 | 6.87 | 630.26 | 9798.60 | 9168.34 | 8476.93 | 7902.64 | 7806.77 | 7497.48 | 7255.86 |
| 经营收入 | 8.04 | 3.21 | 690.64 | 22181.15 | 21490.51 | 20988.95 | 19005.68 | 18649.80 | 17943.97 | 17143.61 |
| 农业 | 0.24 | -33.50 | -328.53 | 652.19 | 980.72 | 866.90 | 532.46 | 384.81 | 385.57 | 492.07 |
| 非农 | 7.81 | 4.97 | 1019.17 | 21528.96 | 20509.79 | 20122.05 | 18473.22 | 18264.99 | 17558.40 | 16651.55 |
| 租金收入 | 4.21 | 10.14 | 1068.85 | 11608.09 | 10539.24 | 9770.12 | 9073.74 | 8213.79 | 8057.86 | 7704.34 |
| 资产收入 | 15.73 | 5.28 | 2176.24 | 43360.26 | 41184.02 | 38576.09 | 34964.66 | 35399.17 | 33472.51 | 31331.60 |
| 利息收入 | 7.71 | 8.93 | 1743.67 | 21273.15 | 19529.48 | 18185.91 | 18123.02 | 19241.29 | 18653.68 | 17600.07 |
| 股利收入 | 8.01 | 2.00 | 432.57 | 22087.11 | 21654.54 | 20390.19 | 16841.63 | 16157.87 | 14818.83 | 13731.53 |
| 转移收入 | 17.85 | 2.46 | 1183.48 | 49208.83 | 48025.35 | 55702.27 | 50759.25 | 37732.11 | 35715.31 | 34268.22 |
| 政府对个人的社会福利 | 17.39 | 2.40 | 1121.72 | 47957.38 | 46835.66 | 54649.57 | 50192.56 | 37062.30 | 35111.68 | 33689.18 |
| 社保 | 5.91 | 12.04 | 1749.76 | 16287.80 | 14538.04 | 13375.20 | 12935.14 | 12368.92 | 11668.94 | 11112.86 |
| 医保 | 4.11 | 1.98 | 220.08 | 11333.13 | 11113.05 | 10493.52 | 9801.39 | 9446.84 | 8802.83 | 8301.94 |
| 医疗补助 | 3.84 | 8.42 | 822.79 | 10595.19 | 9772.39 | 8838.25 | 7891.26 | 7368.42 | 7077.20 | 6884.78 |
| 失业保险 | 0.10 | -1.56 | -4.19 | 263.80 | 267.99 | 388.91 | 6354.28 | 329.73 | 331.42 | 362.23 |
| 退伍军人福利 | 0.75 | 1.44 | 29.48 | 2075.60 | 2046.13 | 1848.77 | 1744.99 | 1570.82 | 1436.46 | 1336.90 |
| 其他 | 2.68 | -18.64 | -1696.20 | 7401.86 | 9098.05 | 16205.93 | 11465.52 | 5977.58 | 5794.83 | 5690.47 |
| 其他个人经常转移收入 | 0.45 | 5.19 | 61.76 | 1251.45 | 1189.69 | 1052.70 | 566.69 | 669.81 | 603.63 | 579.04 |
| (减)对国家社保缴款 | 7.86 | 6.07 | 1240.25 | 21660.41 | 20420.16 | 18695.98 | 17391.25 | 17094.86 | 16340.19 | 15587.15 |
| 个人当期税负 | 12.01 | -12.07 | -4545.96 | 33113.80 | 37659.77 | 32919.12 | 27077.76 | 26391.49 | 24889.84 | 24585.94 |
| 个人可支配收入 | 87.99 | 8.11 | 18197.20 | 242626.64 | 224429.44 | 223972.83 | 208470.50 | 193883.48 | 185448.47 | 175367.13 |

来源: CEIC; 国金证券研究所

实践中, 可通过“两步走”法辨别真假衰退: 1) 资本市场是否在交易衰退, 基本风格是风险资产跌、安全资产涨, 例如股票跌、债券涨。因为经验上, 资本市场总会提前交易宏观的边际变化; 2) 衰退交易能否持续, 取决于衰退的真假。如果选一个指标来界定, 我们倾向于推荐失业率指标。这或许是劳动力市场中反应经济“温度”的最滞后的指标, 但只有出现失业率的显著上行, 经济才有可能真的衰退——相当于“寒意”传导到了最后一个环节, 如同足球场上的“守门员”角色。

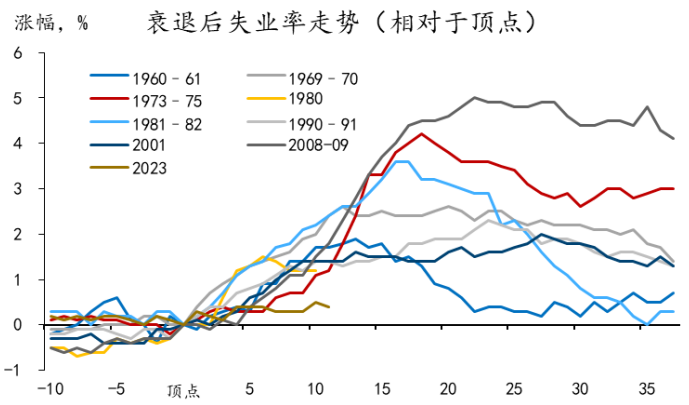
换言之, 如果失业率一直维持低位, 那么大概率是“假衰”。因为消费大概率可以对冲其它分项对 GDP 的拖累, 避免实际 GDP 陷入负增长。在历史上的 9 次衰退中, 失业率最少上行 1.5 个百分点(1980 年)。对应本次, 失业率或至少需要上行至 5% (失业率最低点为 3.4%)。这只有在出现外生冲击的情况下才会出现。

图表28: 衰退区间, 是失业率上行的一个“子集”



来源: CEIC; Wind; 国金证券研究所

图表29: 失业率上行, 是周期顶点的一个参照系



来源: CEIC; Wind; 国金证券研究所

说明: 本次假设 2023 年 4 月为周期顶点, 当月失业率为 3.4% 低点。

(三) 从供给侧叙事到需求侧叙事: 去通胀“最后一公里”, 美联储“两难全”

在 2023 年 7 月的报告《美国“去通胀”的三个阶段》³中, 我们认为: 去通胀下半场, 美联储两难全。基于菲利普斯曲线框架, 只有在供给侧修复占主导的叙事里——例如价值链修复、资源品价格下行或劳动参与率抬升, 美联储才能兼顾增长与通胀。否则, 当经济进

³ 参考报告: 《美国“去通胀”的三个阶段》(2023 年 7 月 23 日)。

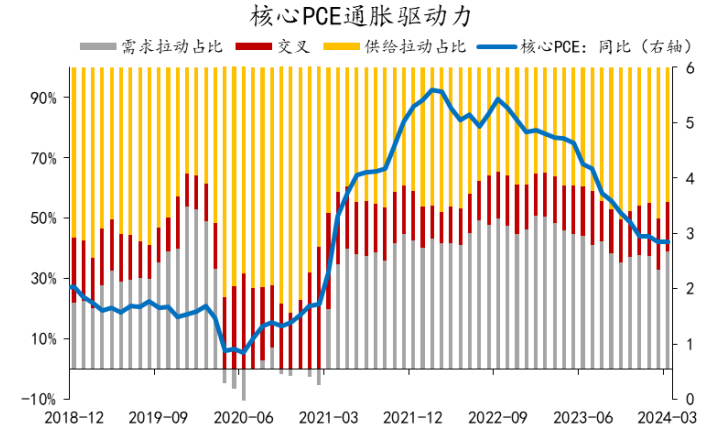
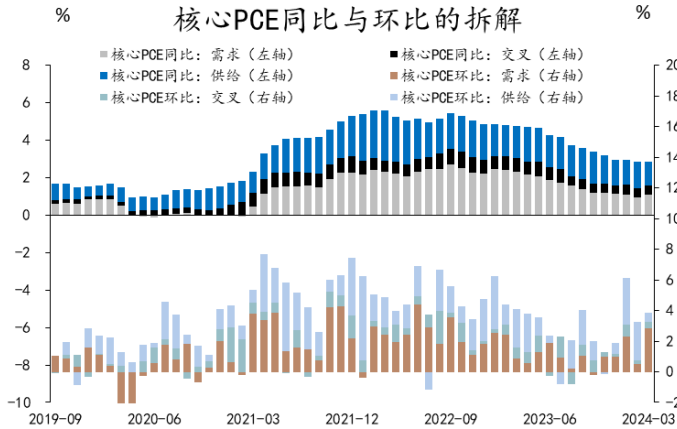


入需求侧主导的区间，经济要么过热、要么放缓/衰退。

基于对 PCE 消费量和价格指数的配对，可区分了供给侧通胀与需求侧通胀（量价同向变化即为需求驱动，反向变化即为供给驱动，变化幅度未超过阈值则为交叉项）。分拆结果显示，2024 年 1-3 月核心 PCE 通胀粘性的来源，既有供给侧，又有需求侧。环比而言，1 月和 3 月需求环比拉动 2.3 和 2.8 个百分点，1-3 月平均拉动 1.9 个百分点，高出 2023 年下半年 1.1 个百分点。截止到 3 月，需求的贡献率已经从去年 10 月的 35% 回升至 40%。

图表30: 供给与需求对核心 PCE 通胀粘性都有贡献

图表31: 需求对核心 PCE 通胀的贡献率有所抬升



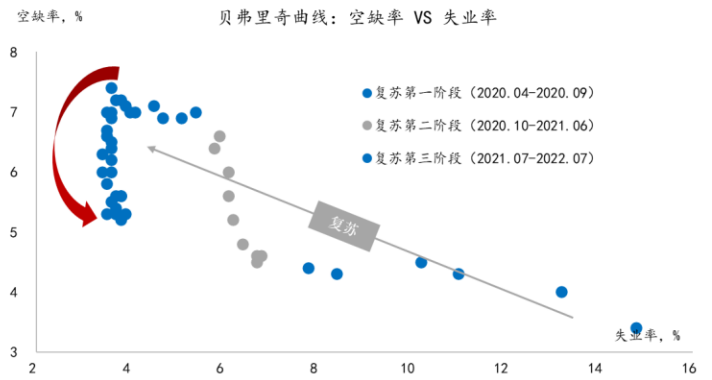
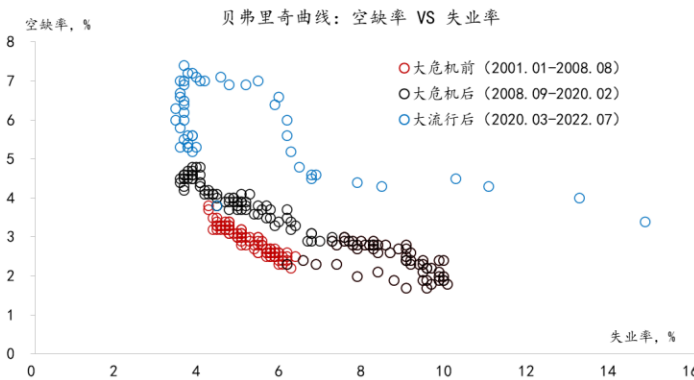
来源: 旧金山联储、国金证券研究所

来源: 旧金山联储、国金证券研究所

较为乐观的是，劳动力市场暂且还符合供给侧叙事，这是美联储的“舒适区”。但供给侧叙事还能讲多久？由于移民（合法与非法）人数的大增，强劲的劳动力需求和劳动供需缺口的存在暂未扭转工资增速的下行态势。但是，工资增速在下行到 4.2% 左右后速度也明显放缓——2015-2019 年的平均值为 2.7 左右。按照工资增速与通胀的相关关系，隐含的 CPI 的区间为 3.5%-4%，隐含的核心 PCE 区间为 3-3.5%。

图表32: 供给与需求对核心 PCE 通胀粘性都有贡献

图表33: 需求对核心 PCE 通胀的贡献率有所抬升



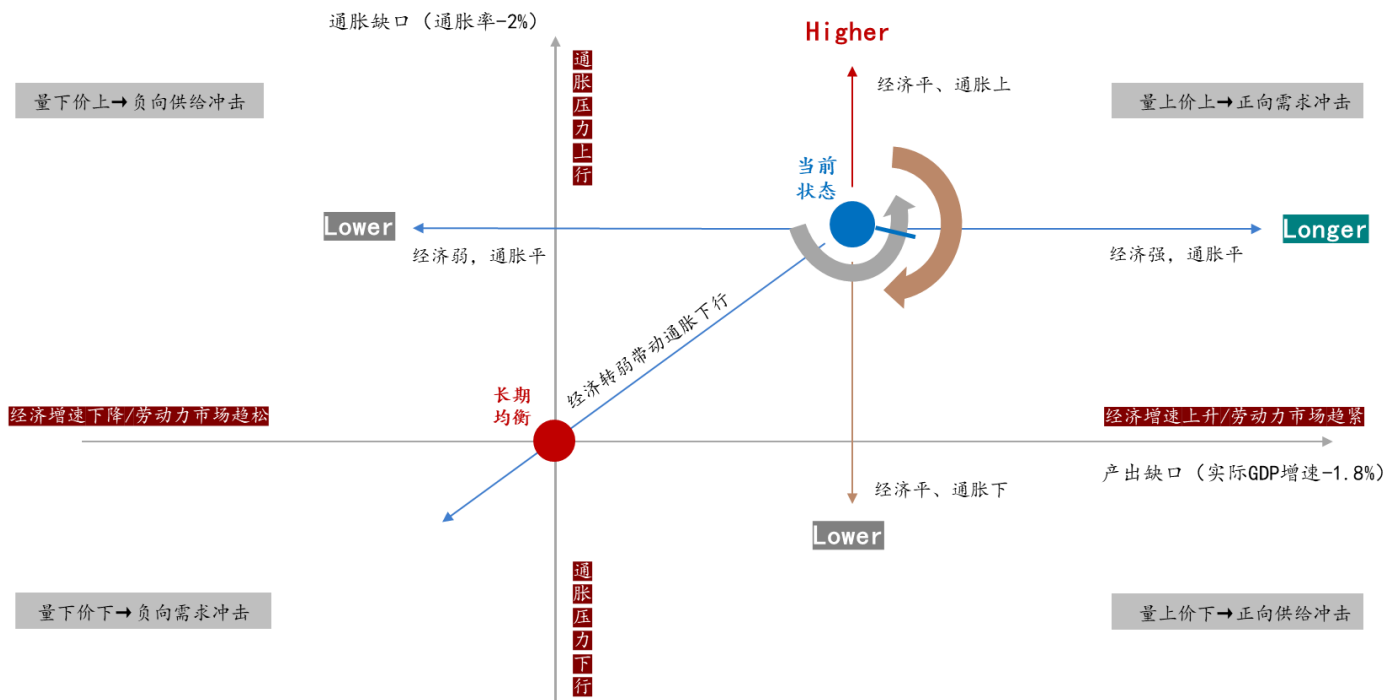
来源: 旧金山联储、国金证券研究所

来源: 旧金山联储、国金证券研究所

在菲利普斯曲线的思维框架下，可将美联储的政策立场可归纳为如下四象限：经济差→降息；经济好、通胀下→降息；经济好、通胀平→Longer；经济好、通胀上→Higher；即在通胀反弹之前，美联储的基准情形都是“longer”，而非“higher”。当然，市场已经“抢跑”，联储已经显著“落后于曲线”。6月例会中，美联储大概率会调降后续降息指引。跟踪中需要关注美联储对通胀风险的表述：当其强调通胀上行风险占优时，则会显著导致期限溢价上行和金融条件收紧。

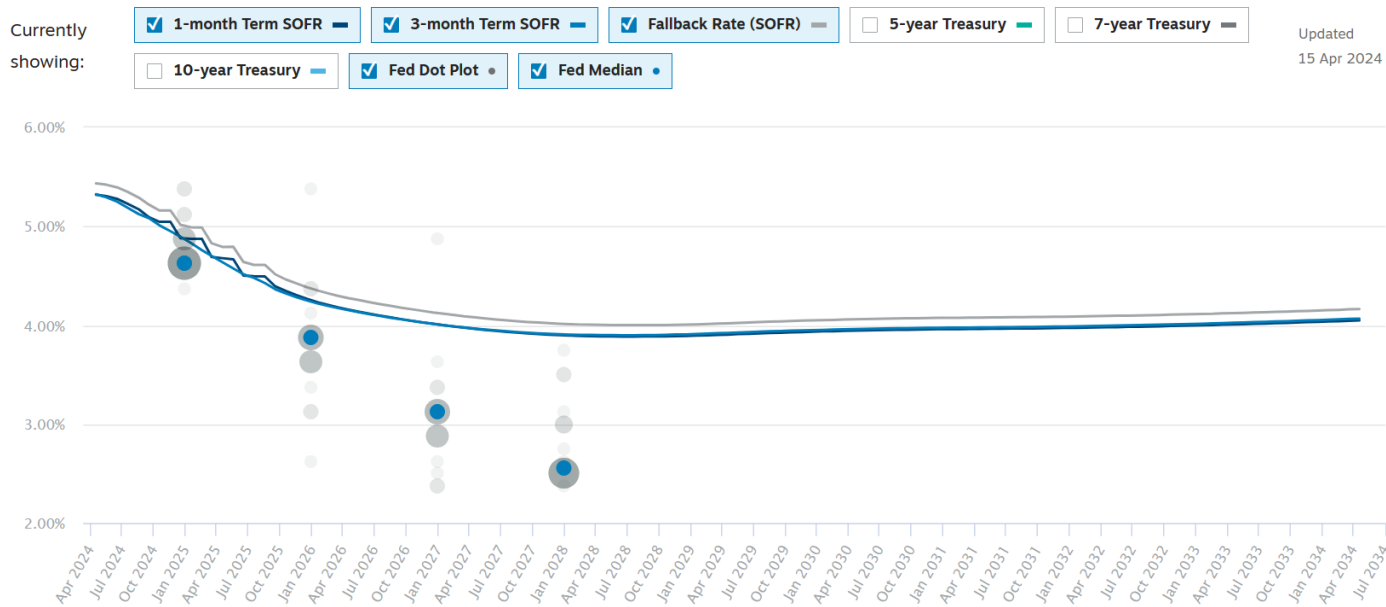


图表34: 美联储决策四象限: 从 Lower 到 Longer, 再到 Higher



来源: 笔者绘制; 国金证券研究所

图表35: 6月 SEP 或调降降息指引: 市场明显“抢跑”, 联储显著“落后于曲线”



来源: Chatham、国金证券研究所

我们倾向于认为, 再通胀恐慌引发的紧缩交易尚未结束。所以, 不应固化美联储降息的时点, 也不轻言美债利率见顶。因为, 当美债利率反弹至 4.1% 时, 4.4% 或被认为是顶部; 当反弹至 4.4% 时, 4.6% 或被认为是顶部。但综合而言, 只有当其上升到某一位置、进而带动金融条件转紧时, 才算进入负反馈——市场越交易不降息, 美联储越可能降息, 以对冲经济下行压力。在负反馈形成之中, 大宗商品或是紧缩交易的“最后一站”。

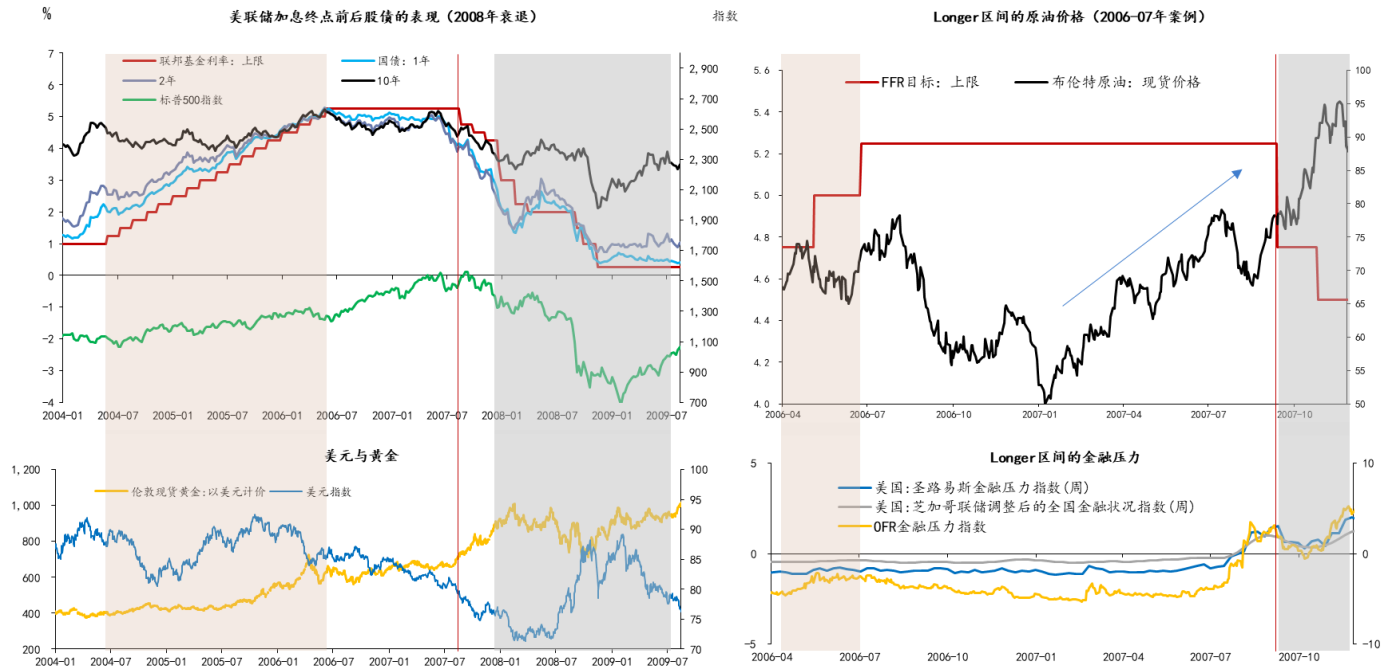
在政策利率维持“Longer”区间, 我们建议参考 2006-2007 年案例, 10 年美债利率的形态为“W 型”, 当前是否为“最后一次上冲”仍不确定, 关键在于其是否会扭转金融条件转松的趋势。就驱动力而言, 2007 年初, 美债利率上行 100bp 的原因是, 在全球总需求旺盛的



条件下(2001年中国加入WTO之后,全球化进入“高光时代”),能源价格从50美元/桶持续上行(最终升至140+),引发美联储关于通胀上行风险的担忧。近期,如同2023年3季度美债大幅增发引至期限溢价走扩一样,美债需求再度走弱也值得关注。

图表36: 政策利率 Longer 区间的大类资产表现

图表37: 政策利率 Longer 区间的油价与金融条件



来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

总结而言,美债利率能否进一步上行,制造业复苏持续性、大宗商品和美债供求关系是3个重要变量,直到“分母”成为大类资产交易的主线(紧缩交易),就表明金融条件与经济进入了负反馈——市场越交易不降息,离美联储降息落地的时点可能越来越远。

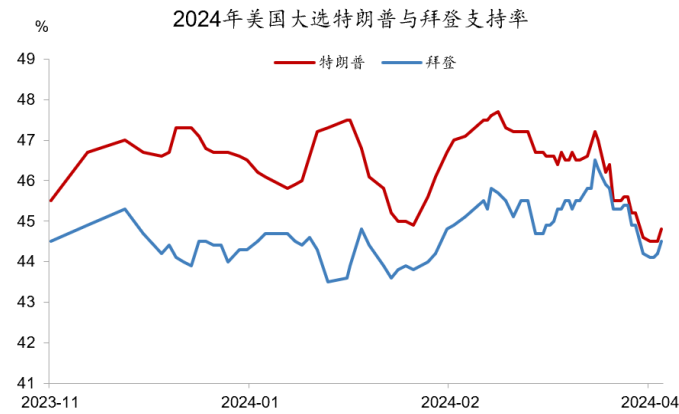
二、海外基本面&重要事件

(一) 美国大选: 特朗普领先优势被抹平

特朗普领先优势被抹平。截至4月26日,特朗普民调支持率44.8%,拜登支持率44.5%,特朗普领先优势被缩小到0.3%。特朗普领先优势缩小可能与三个因素相关:一是特朗普刑事案件开始审理,4月15日,特朗普“封口费”案开庭,特朗普必须出席,且持续六到八周,或影响特朗普竞选活动;二是拜登在宾夕法尼亚、威斯康星等摇摆州加强了竞选活动;三是特朗普4月8日针对堕胎问题发表了争议性言论。但在摇摆州,特朗普支持率依然保持领先,拜登当前仅在宾夕法尼亚州略领先特朗普。参议院及众议院选举方面,预计共和党仍然占据优势。

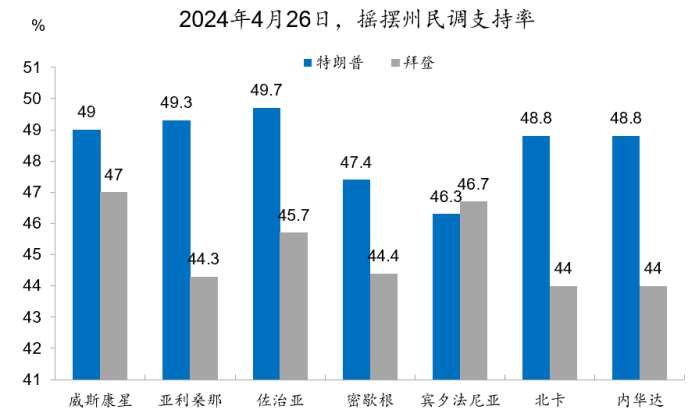


图表38: 美国大选, 特朗普与拜登支持率



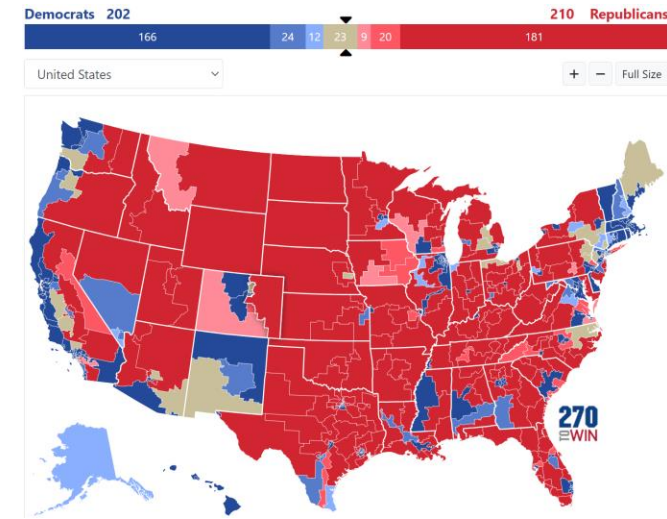
来源: RCP、国金证券研究所

图表39: 特朗普与拜登摇摆州支持率



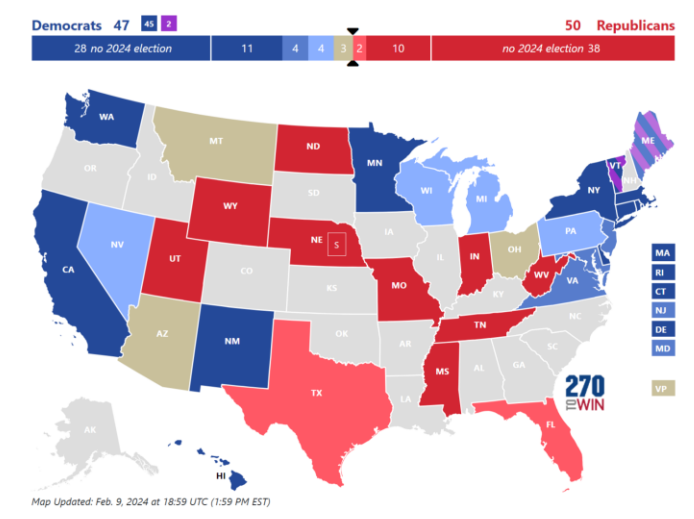
来源: RCP、国金证券研究所

图表40: 众议院选举预测, 共和党占优



来源: 270toWIN、国金证券研究所

图表41: 参议院选举预测, 共和党占优



来源: 270toWIN、国金证券研究所

(二) 美国流动性: 市场定价美联储今年年底前维持利率不变的概率为 20%

4月24日当周, 美联储总资产规模略降30亿美元, 美联储BTFP工具使用量基本不变。负债端, 逆回购规模上升, 准备金规模下降580亿美元, TGA存款略降10亿美元。货币市场基金规模上升90亿美元。4月17日当周, 美国商业银行存款下降2590亿美元, 大型银行存款下降1880亿美元。CME FedWatch显示, 截至4月27日, 市场定价美联储今年降息1次(降息时点为9月, 概率为44%), 今年年底前维持利率不变的概率为20%。

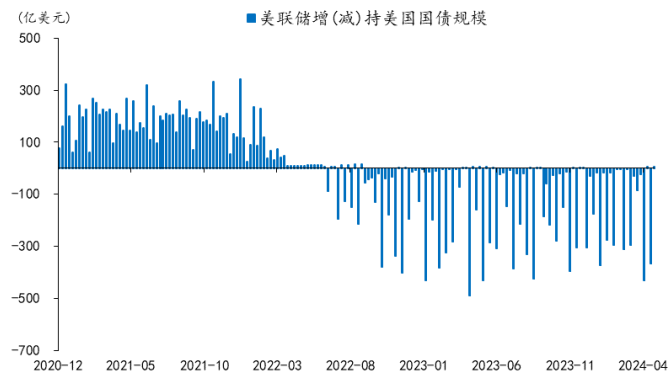


图表42: 美国流动性量价跟踪

| 美国流动性量价跟踪 | | 单位 | 周度变动 | 04-24 | 04-17 | 04-10 | 04-03 | 03-27 | 03-20 | 03-13 |
|---------------|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 流动性数量型指标 | 美联储 | | | | | | | | | |
| | 总资产 | 十亿美元 | ↓ -3 | 7402.4 | 7405.5 | 7438.2 | 7439.6 | 7484.7 | 7514.3 | 7542.0 |
| | 其他贷款 | 十亿美元 | ↓ -2 | 135.7 | 137.3 | 134.4 | 139.0 | 142.1 | 156.0 | 172.5 |
| | 一级信贷 | 十亿美元 | ↓ -1.5 | 7.0 | 8.6 | 5.1 | 5.5 | 6.3 | 2.7 | 1.8 |
| | 银行定期融资计划 | 十亿美元 | ↓ 0 | 125.5 | 125.7 | 126.3 | 130.5 | 132.8 | 150.2 | 167.5 |
| | 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 | ↑ 14 | 809.3 | 795.6 | 799.2 | 801.6 | 872.7 | 845.5 | 854.7 |
| | 准备金 | 十亿美元 | ↓ -58 | 3271.7 | 3329.5 | 3615.7 | 3541.2 | 3472.4 | 3489.6 | 3573.2 |
| | TGA | 十亿美元 | ↓ -1 | 929.4 | 929.9 | 672.5 | 732.8 | 772.3 | 812.6 | 748.4 |
| | 商业银行 | | | | | | | | | |
| | 现金 | 十亿美元 | ↓ -271 | | 3345.0 | 3616.3 | 3507.3 | 3501.3 | 3503.9 | 3592.8 |
| | 消费贷 | 十亿美元 | ↑ 4 | | 1886.6 | 1883.0 | 1883.5 | 1889.4 | 1878.2 | 1886.2 |
| | 住房贷款 | 十亿美元 | ↑ 2 | | 2583.2 | 2581.5 | 2578.4 | 2576.4 | 2576.3 | 2576.4 |
| | 商业地产贷款 | 十亿美元 | ↑ 1 | | 2991.0 | 2990.3 | 2987.9 | 2989.2 | 2985.2 | 2985.9 |
| | 工商业贷款 | 十亿美元 | ↑ 11 | | 2772.5 | 2762.0 | 2772.8 | 2769.5 | 2762.8 | 2755.9 |
| 存款 | 十亿美元 | ↓ -259 | | 17471.6 | 17730.2 | 17713.9 | 17697.0 | 17583.9 | 17622.1 | |
| 大银行存款 | 十亿美元 | ↓ -188 | | 10797.8 | 10986.2 | 11010.0 | 11016.8 | 10913.2 | 10916.7 | |
| 小银行存款 | 十亿美元 | ↓ -53 | | 5365.6 | 5419.0 | 5407.1 | 5386.7 | 5360.3 | 5366.0 | |
| 货币市场基金 | 十亿美元 | ↑ 9 | 5977.5 | 5968.4 | 6080.4 | 6111.8 | 6041.3 | 6046.7 | 6108.4 | |
| 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 | -8.0 | -7.0 | -9.0 | -9.0 |
| | EFFR-IORB | BP | → 0.0 | -7.0 | -7.0 | -7.0 | -7.0 | -7.0 | -7.0 | -7.0 |
| | 美元融资市场 | | | | | | | | | |
| | TED利差 | BP | ↓ -1.2 | 12.6 | 13.8 | 11.1 | 14.8 | 11.4 | 12.0 | 11.1 |
| | 票据与信用债市场 | | | | | | | | | |
| | Master企业债利差 | BP | ↓ -3.0 | 92.0 | 95.0 | 89.0 | 92.0 | 94.0 | 92.0 | 95.0 |
| | 票据利差 | BP | ↓ -13.0 | 8.0 | 21.0 | 8.0 | 17.0 | 8.0 | 3.0 | 3.0 |
| 离岸市场 | | | | | | | | | | |
| 欧元兑美元互换基差 | BP | ↓ 0.0 | -4.5 | -4.5 | -3.5 | -3.5 | -4.4 | -3.4 | -4.9 | |
| 日元兑美元互换基差 | BP | ↓ -3.1 | -28.4 | -25.3 | -25.9 | -24.0 | -26.5 | -27.3 | -31.3 | |

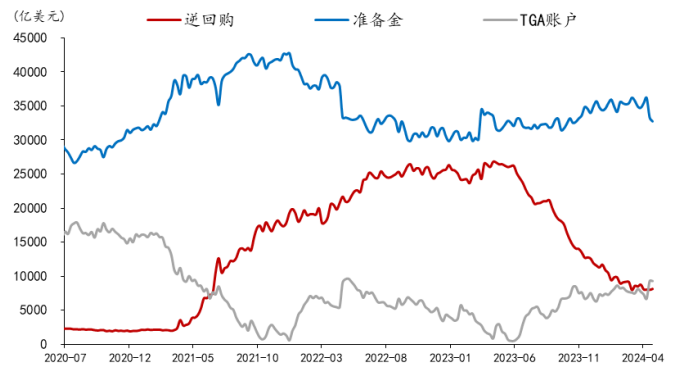
来源: FRED、Bloomberg、WIND、国金证券研究所

图表43: 美联储增持美债规模



来源: WIND、国金证券研究所

图表44: 美联储逆回购规模当周略降升



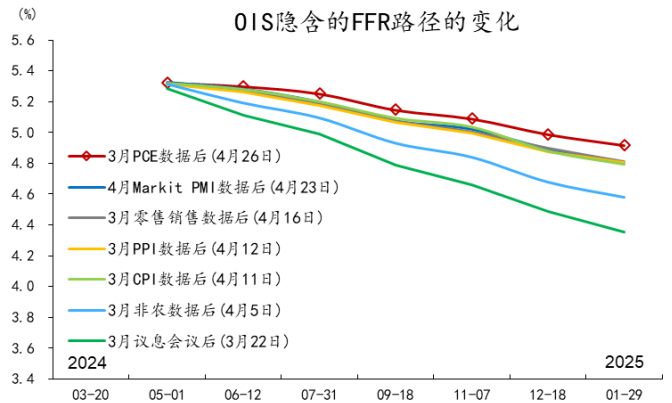
来源: WIND、国金证券研究所



图表45: 截至4月12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 | 98 | 89 | 69 | 43 | 33 | 20 | 14 | 9 | 7 |
| 500-525 | 2 | 11 | 29 | 44 | 44 | 40 | 34 | 27 | 22 |
| 475-500 | 0 | 0 | 3 | 13 | 20 | 29 | 32 | 33 | 31 |
| 450-475 | 0 | 0 | 0 | 1 | 4 | 10 | 15 | 21 | 25 |
| 425-450 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 4 | 8 | 12 |
| 400-425 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 | 4 |
| 375-400 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 350-375 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

图表46: 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

(三) 生产: 发达经济体制造业 PMI 仍偏弱

美国4月制造业PMI初值跌破荣枯线, 欧元区4月制造业PMI意外下滑。美国4月标普全球制造业PMI初值49.9, 预期52, 前值51.9, 录得近4个月来新低。欧元区4月制造业PMI初值45.6, 预期46.6, 前值46.1。德国4月制造业PMI初值42.2, 预期42.8, 前值41.9, 仍处于萎缩状态。美国4月服务业PMI录得近5个月来新低, 欧元区服务业PMI强劲。美国4月标普全球服务业PMI初值50.9, 预期52, 前值51.7。欧元区4月服务业PMI初值52.9, 预期51.8, 前值51.5。德国4月服务业PMI升至53.3, 预期50.5, 为近10个月以来的最高值。

图表47: 发达经济体制造业 PMI 仍偏弱

| 制造业PMI | 3月 月度变化 | 2月 月度变化 | 2024-04 | 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 | |
|----------|------------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------|
| 全球 | | 0.3 ↑ | | 50.6 | 50.3 | 50.0 | 49.0 | 49.3 | 48.8 | 49.2 | 49.0 | 48.6 | 48.7 | 49.6 | 49.6 | 49.9 | 49.1 | 48.7 | | |
| 发达经济体 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 美国ISM | | 2.5 ↑ | | 50.3 | 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 | |
| 美国Markit | -2.0 ↓ | -0.3 ↓ | | 49.9 | 51.9 | 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 |
| 欧元区 | -0.5 ↓ | -0.4 ↓ | | 45.6 | 46.1 | 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 |
| 德国 | 0.3 ↑ | -0.6 ↓ | | 42.2 | 41.9 | 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 |
| 法国 | -1.3 ↓ | -0.9 ↓ | | 44.9 | 46.2 | 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 |
| 意大利 | 1.7 ↑ | | | 50.4 | 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 | |
| 西班牙 | -0.1 ↓ | | | 51.4 | 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 | |
| 荷兰 | 0.4 ↑ | | | 49.7 | 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 | |
| 希腊 | 1.2 ↑ | | | 56.9 | 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 | |
| 日本 | 1.0 ↑ | | | 48.2 | 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 | |
| 韩国 | -0.9 ↓ | | | 49.8 | 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 | |
| 英国 | -1.6 ↓ | 2.8 ↑ | | 48.7 | 50.3 | 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 | |
| 加拿大 | 0.1 ↑ | | | 49.8 | 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 | |
| 新兴市场 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 中国 | | 1.7 ↑ | | 50.8 | 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 | |
| 印度 | 0.0 ↓ | 2.2 ↑ | | 59.1 | 59.1 | 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 |
| 越南 | -0.5 ↓ | | | 49.9 | 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 | |
| 巴西 | -0.5 ↓ | | | 53.6 | 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 | |
| 墨西哥 | -0.1 ↓ | | | 52.2 | 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 | |

来源: WIND、国金证券研究所

图表48: 欧元区服务业 PMI 不断上升

| 服务业PMI | 3月 月度变化 | 2月 月度变化 | 2024-04 | 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 | |
|----------|------------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------|
| 全球 | | 0.1 ↑ | | 52.5 | 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 | |
| 发达经济体 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 美国ISM | | -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 | 55.2 | 49.2 | |
| 美国Markit | -0.8 ↓ | -0.6 ↓ | | 50.9 | 51.7 | 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 |
| 欧元区 | 1.4 ↑ | 1.3 ↑ | | 52.9 | 51.5 | 50.2 | 48.4 | 48.8 | 48.7 | 47.8 | 47.9 | 50.9 | 52.0 | 55.1 | 56.2 | 55.0 | 52.7 | 50.8 | 49.8 | |
| 德国 | 3.2 ↑ | 1.8 ↑ | | 53.3 | 50.1 | 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 | |
| 法国 | 2.2 ↑ | -0.1 ↓ | | 50.5 | 48.3 | 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 | |
| 意大利 | | 2.4 ↑ | | 54.6 | 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 | |
| 西班牙 | | 1.4 ↑ | | 56.1 | 54.7 | 52.1 | 51.5 | 51.0 | 51.1 | 50.5 | 49.3 | 52.8 | 53.4 | 56.7 | 57.9 | 59.4 | 56.7 | 52.7 | 51.6 | |
| 日本 | 0.5 ↑ | 1.2 ↑ | | 54.6 | 54.1 | 52.9 | 53.1 | 51.5 | 50.8 | 51.6 | 53.8 | 54.3 | 53.8 | 54.0 | 55.9 | 55.4 | 54.0 | 52.3 | 51.1 | |
| 英国 | 1.8 ↑ | -0.7 ↓ | | 54.9 | 53.1 | 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 | |
| 新兴市场 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 中国 | | 1.4 ↑ | | 52.4 | 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 | |
| 印度 | 0.5 ↑ | 0.6 ↑ | | 61.7 | 60.6 | 61.8 | 59.0 | 56.9 | 58.4 | 61.0 | 60.1 | 62.3 | 58.5 | 61.2 | 62.0 | 57.8 | 59.4 | 57.2 | 58.5 | |
| 俄罗斯 | | 0.3 ↑ | | 51.4 | 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 | |
| 巴西 | | 0.2 ↑ | | 54.8 | 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 | |

来源: WIND、国金证券研究所



(四) 通胀：美国 3 月 PCE 通胀保持坚挺

美国 3 月 PCE 物价指数同比 2.7%，预期 2.6%，前值 2.5%。美国 3 月 PCE 物价指数环比 0.3%，预期 0.3%，前值 0.3%。美国 3 月核心 PCE 物价指数同比 2.8%，预期 2.7%，前值 2.8%，连续两个月保持不变。美国 3 月核心 PCE 物价指数环比 0.3%，预期 0.3%，前值 0.3%。

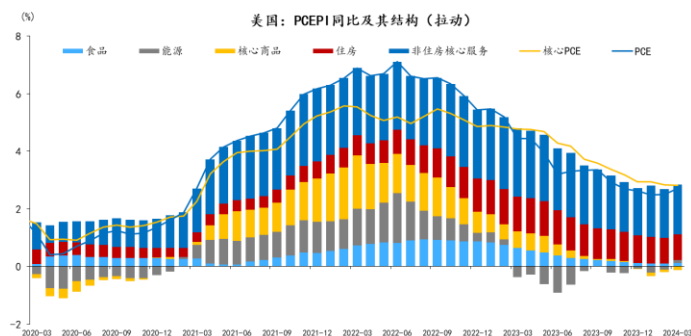
美国 3 月实际个人消费支出环比 0.5%、预期 0.3%、前值 0.4%上修至 0.5%，其中，商品支出环比 1.1%，服务支出环比 0.2%。在商品支出中，耐用品支出环比 0.9%、前值 1.4%，主因汽车及零部件（环比 0.8%、前值 2.8%）支出环比增幅收窄，非耐用品支出环比 1.3%、前值-0.3%，主因汽油等能源商品（环比 4.4%、前值-3.3%）支出环比大幅上涨；在服务支出中，交通支出（环比-0.7%、前值 1.9%）环比转负。

图表49：美国 3 月 PCE 通胀同比、环比及其结构

| PCE分級 | 项目 | 权重(%) | 预期值 | 季调_同比(%) | | | | | | 预期值 | 季调_环比(%) | | | | | |
|-------|--------------------------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 24-03 | 24-02 | 24-01 | 23-12 | 23-11 | 23-10 | | 24-03 | 24-02 | 24-01 | 23-12 | 23-11 | 23-10 |
| 整体 | PCE价格指数(PCEPI) | 100.0 | 2.6 ↑ | 2.7 | 2.5 | 2.5 | 2.6 | 2.7 | 2.9 | 0.3 → | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 0.1 | 0.0 | 0.0 |
| 核心 | 核心PCE价格指数(不包括食品和能源) | 88.4 | 2.7 ↑ | 2.8 | 2.8 | 2.9 | 2.9 | 3.2 | 3.4 | 0.3 → | 0.3 | 0.3 | 0.5 | 0.2 | 0.1 | 0.1 |
| I_核心 | 核心商品(不包括食品和能源) | 22.5 | | -0.6 | -0.4 | -0.6 | -0.1 | 0.2 | 0.3 | | 0.1 | 0.3 | -0.1 | -0.3 | -0.3 | 0.0 |
| I_核心 | 核心服务(不包括能源) | 65.9 | | 4.0 | 4.0 | 4.2 | 4.0 | 4.3 | 4.5 | | 0.4 | 0.3 | 0.7 | 0.3 | 0.2 | 0.2 |
| I | 商品 | 32.4 | | 0.1 | -0.2 | -0.5 | 0.2 | -0.1 | 0.2 | | 0.1 | 0.5 | -0.2 | -0.2 | -0.6 | -0.3 |
| II | 耐用消费品(DG) | 11.4 | | -1.9 | -2.0 | -2.4 | -2.3 | -2.1 | -2.2 | | 0.1 | 0.2 | 0.2 | -0.5 | -0.5 | -0.2 |
| III | DG: 机动车和零部件 | 3.9 | | 0.1 | 0.6 | -0.4 | 0.1 | -0.5 | -1.4 | | -0.6 | 0.1 | -0.9 | 0.1 | 0.7 | -0.3 |
| III | DG: 家具及家用设备 | 2.5 | | -3.4 | -3.7 | -3.3 | -3.1 | -2.8 | -2.0 | | 0.2 | -0.3 | 0.5 | -0.2 | -1.3 | 0.0 |
| III | DG: 休闲商品和汽车 | 3.6 | | -2.7 | -3.4 | -4.2 | -5.1 | -4.2 | -4.4 | | 0.4 | 1.2 | 1.6 | -1.8 | -1.2 | -0.4 |
| III | DG: 其他耐用品 | 1.4 | | -2.7 | -3.1 | -1.7 | -0.5 | -0.1 | 1.0 | | 0.6 | -1.4 | -0.7 | 0.7 | -0.6 | -0.2 |
| II | 非耐用品(NG) | 21.0 | | 1.3 | 0.8 | 0.5 | 1.6 | 1.0 | 1.6 | | 0.2 | 0.7 | -0.4 | -0.1 | -0.6 | -0.3 |
| III | NG: 为场外消费购买的食品和饮料 | 7.6 | | 1.5 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.7 | 2.4 | | 0.0 | 0.1 | 0.5 | 0.0 | -0.1 | 0.2 |
| III | NG: 服装和鞋类 | 2.7 | | 0.6 | 0.4 | 0.1 | 1.6 | 1.8 | 2.5 | | 0.6 | 1.0 | -0.7 | -0.1 | -0.7 | -0.1 |
| III | NG: 汽油及其他能源货物 | 2.4 | | 2.5 | -3.5 | -6.3 | -1.3 | -7.7 | -6.1 | | 1.4 | 3.4 | -3.3 | -0.7 | -3.7 | -4.2 |
| III | NG: 其他非耐用品 | 8.3 | | 0.9 | 1.7 | 1.8 | 2.6 | 2.9 | 3.1 | | -0.1 | 0.3 | -0.2 | -0.1 | 0.0 | 0.4 |
| I | 服务业 | 67.6 | | 4.0 | 3.9 | 4.0 | 3.9 | 4.1 | 4.3 | | 0.4 | 0.3 | 0.7 | 0.3 | 0.3 | 0.2 |
| II | 家庭消费支出(HC) | 64.5 | | 4.0 | 3.9 | 4.0 | 3.8 | 4.1 | 4.2 | | 0.4 | 0.2 | 0.7 | 0.3 | 0.3 | 0.2 |
| III | HC: 住房和公用事业 | 17.8 | | 5.5 | 5.2 | 5.2 | 5.4 | 5.9 | 5.9 | | 0.5 | 0.5 | 0.6 | 0.4 | 0.5 | 0.4 |
| IV | 房屋 | 15.5 | | 5.8 | 5.8 | 6.1 | 6.3 | 6.7 | 6.9 | | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.4 |
| IV | 家庭公用事业 | 2.4 | | 3.4 | 1.2 | -0.5 | -0.1 | 1.0 | -0.1 | | 0.6 | 0.7 | 1.3 | 0.3 | 0.8 | 0.3 |
| III | HC: 医疗保健 | 16.4 | | 2.9 | 3.1 | 3.1 | 2.5 | 2.4 | 2.3 | | 0.1 | 0.2 | 0.6 | 0.2 | 0.1 | 0.5 |
| III | HC: 交通 | 3.4 | | 3.1 | 2.1 | 2.6 | 3.6 | 5.7 | 4.1 | | 1.6 | 0.2 | 0.0 | -0.3 | 1.0 | 0.2 |
| III | HC: 娱乐 | 3.9 | | 4.1 | 4.2 | 4.6 | 4.9 | 4.5 | 5.4 | | -0.1 | 0.5 | 0.4 | 0.9 | 0.2 | 0.2 |
| III | HC: 餐饮业和住宿 | 7.4 | | 3.1 | 3.7 | 4.4 | 4.5 | 4.7 | 4.7 | | 0.2 | 0.0 | 0.7 | 0.3 | 0.3 | 0.0 |
| III | HC: 金融和保险 | 7.4 | | 5.0 | 4.2 | 4.1 | 3.1 | 2.9 | 3.9 | | 0.5 | 0.4 | 1.7 | 0.8 | -0.2 | -0.3 |
| III | HC: 其他 | 8.3 | | 3.4 | 2.7 | 3.2 | 2.8 | 3.0 | 3.4 | | 1.0 | -0.2 | 0.9 | 0.1 | 0.0 | 0.0 |
| IV | 通信公司 | 1.6 | | -0.2 | -0.6 | -1.1 | -1.1 | -0.9 | 0.6 | | 0.2 | 0.5 | 0.4 | 0.1 | -0.3 | -0.2 |
| IV | 教育服务 | 1.8 | | 2.0 | 2.1 | 2.0 | 2.1 | 2.2 | 2.3 | | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 |
| IV | 专业及其他服务 | 1.5 | | 7.5 | 6.4 | 10.7 | 10.1 | 9.8 | 9.7 | | 1.7 | -2.6 | 1.3 | -0.1 | 0.1 | 0.2 |
| IV | 个人护理和服装服务 | 1.0 | | 5.4 | 4.4 | 5.1 | 4.4 | 5.4 | 5.6 | | 1.2 | 0.1 | 1.1 | 0.1 | 0.5 | -0.2 |
| IV | 社会服务和宗教活动 | 1.6 | | 4.5 | 4.7 | 4.6 | 4.5 | 4.3 | 4.1 | | 0.2 | 0.3 | 0.6 | 0.7 | 0.6 | 0.1 |
| IV | 家庭日常维护 | 0.6 | | 8.0 | 7.4 | 6.1 | 5.5 | 6.9 | 5.2 | | 0.8 | 0.8 | 0.6 | -0.4 | 0.3 | 0.0 |
| II | 家庭服务型非盈利机构最终消费支出(NPISHs) | 3.1 | | 3.6 | 4.6 | 3.5 | 4.5 | 5.8 | 7.1 | | -0.1 | 0.7 | 0.1 | -0.1 | 0.1 | -0.7 |

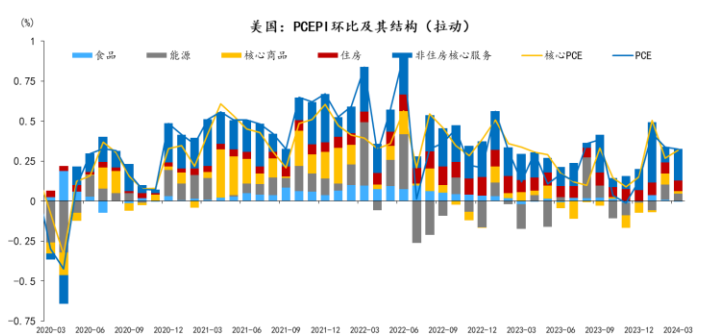
来源：CEIC、国金证券研究所

图表50：美国 3 月核心服务通胀保持坚挺



来源：CEIC、国金证券研究所

图表51：美国 3 月环比受非住房核心服务拉动较多



来源：CEIC、国金证券研究所

(五) 地产：美国 3 月新屋销售反弹

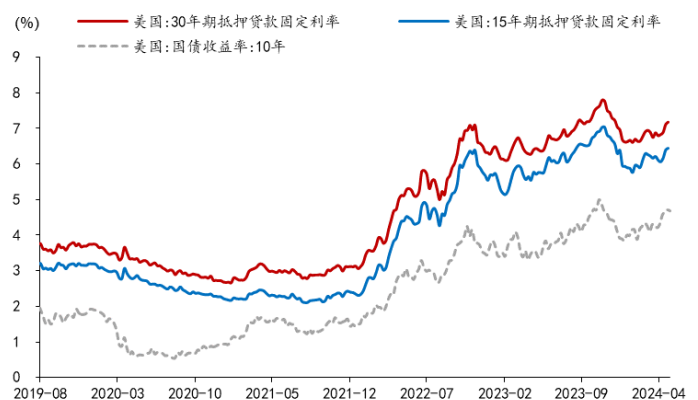
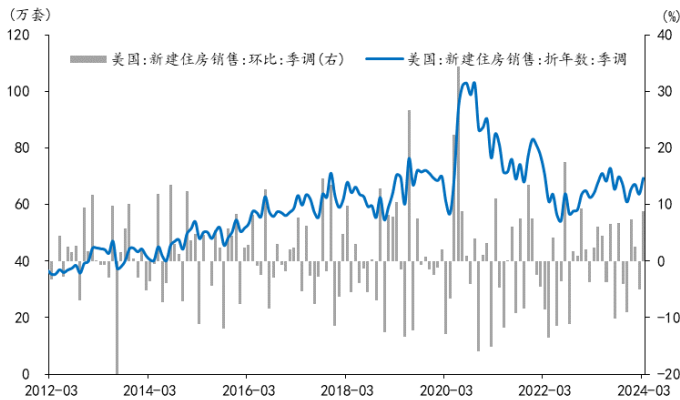
美国 3 月新屋销售反弹。美国 3 月新屋销售总数年化 69.3 万套，预期 67 万套，前值 66.2 万套下修至 63.7 万套，跳升至 2023 年 10 月以来最高水平。美国 3 月新屋销售年化月率 8.8%，预期 1.1%，前值-0.3%下修至-5.1%。美国 3 月新屋销售反弹的原因是潜在需求依然强劲，抵消了抵押贷款利率高企（4 月 25 日 30 年期继续攀升至 7.17%）的影响。近期二手房销



售落后于新屋销售,因为美国住宅建筑商压低了客户的利率或提供了其他优惠条件以促成交易,与此同时,二手房市场的供应量远低于2020年前的水平。

图表52: 美国3月新屋销售反弹

图表53: 4月25日30年期抵押贷款固定利率继续攀升



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。

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: 北京市东城区建国门内大街 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