



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

美债利率突破前高的“缺环”——美国财政部二季度例会点评

美国财政部再融资会议中性偏鸽，如期暂停美债拍卖增发。今年美国财政收支均改善，赤字或小幅回落，美债供给矛盾延续缓和。美债利率的主要矛盾回归基本面及美联储政策，重点关注通胀粘性对美联储降息节奏的扰动。

热点思考：美债利率突破前高的“缺环”——美国财政部二季度例会点评

(一) 二季度再融资会议的增量信息？中性偏鸽派，启动回购，未来暂无增发计划

美国财政部二季度再融资会议基调中性偏“鸽”。本次会议如期暂停了美债拍卖增发，财政部表示未来几个季度内不再增加付息债拍卖规模，并宣布5月底启动回购操作。与一季度类似，财政部对经济的观点较为乐观，但其对消费的担忧上升，考虑到居民储蓄率已处于历史低位，财政部认为美国的消费增长可能难以持续。

财政部上调二季度国债净发行规模，三季度净发债或低于去年同期水平。财政部二季度计划净借款2430亿国债，较今年1月上调410亿美元，上调主因是税收收入低于财政部的预期水平。三季度计划净借款回升至8470亿，三季度为发债季节性高点，但预计今年三季度净发行规模仍低于去年，供给端压力或难以达到去年同期水平。

(二) 美债供给压力能否缓和？2024 财政赤字小幅下降，QT 放缓，启动回购缓解压力

收入端，美国2024年财政收入或将明显好转。财政总收入预计上升至4.9万亿美元，增速约11%，美国财政收入改善主因有：其一，美国国税局将加州等受灾害影响地区的纳税申报延期至2024年；其二，2023年美股大幅上涨40%，有望提振今年居民资本利得税；其三，由于通胀回落，2024年个税起征点涨幅低于去年。

支出与赤字端，美国赤字率预计由6.3%降至5.9%。根据2024年正式财政拨款及对外援助法案，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。预计自主性支出上升至1.8万亿，法定支出升高至4.8万亿。由于收入端改善幅度更高，我们预计2024财年赤字率小幅下降至5.9%，赤字规模为1.69万亿美元，小幅低于去年水平。

(三) 美债需求及定价表现如何？需求端未明显恶化，再度冲高风险相对有限

美债需求端较为平稳，境内机构净买入规模上升。去年下半年以来，美国货币市场基金、海外部门净买入美债规模上升，总净流入量在美债收益率高位时期未出现明显回落。截至4月，美债拍卖需求情况同样较为稳定，投标倍数未大幅下滑，间接竞标者与直接竞标者获配比例分别为62%及14%，二者均高于2008年以来的均值55%及13.6%。

今年美债收益率上涨主要受基本面驱动，期限溢价贡献较低，与去年三季度有显著差异。今年以来，10年美债收益率由1月初的3.9%上升至4月底的4.7%，上升约80BP，但期限溢价仍为负，短期利率预期是美债利率上升的主要拉动项，表明经济基本面（实际增速及通胀预期）是今年影响美债定价的关键变量。

向后看，加息仍是小概率事件，美国经济修复面临高利率挑战，美债收益率突破去年3季度高点仍有较大阻力。今年5月美联储议息会议上，鲍威尔暗示联储不太可能再次加息，缓解了市场对美联储再度加息的担忧。但降息时点推迟，可能导致全年经济修复面临高利率挑战，美国PMI、就业等部分重要指标出现阶段性转弱迹象。

海外事件&数据：美国4月非农就业低于预期，美国4月ISM制造业PMI重新陷入收缩

美国4月非农就业低于预期。4月新增非农就业人数17.5万(季调后，下同)，低于预期(24.3万)，失业率升至3.9%。平均时薪同比3.9%，预期4.0%，前值4.1%，为2021年7月以来首次低于4%，职位空缺降至三年来的最低点。

日元大幅波动，日央行或入场干预。4月29日，日元一度跌破160，随后升至156左右。日央行4月30日称，其经常账户可能将减少7.56万亿日元，明显高于市场预期值，表明日央行可能进行了约5.5万亿日元的汇率干预。

韩国4月出口超市场预期，半导体出口高增长。韩国4月出口同比13.8%，前值3.1%，连续7个月正增长。两大主要商品，半导体4月出口同比56.1%，前值35.8%，连续6个月保持正增长；汽车出口同比10.3%，前值-5%。

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：美债利率突破前高的“缺环”——美国财政部二季度例会点评.....	4
(一) 二季度再融资会议的增量信息？中性偏鸽派，启动回购，未来暂无增发计划.....	4
(二) 美债供给压力能否缓和？2024 财政赤字小幅下降，QT 放缓，启动回购缓解压力.....	6
(三) 美债需求及定价表现如何？需求端未明显恶化，再度冲高风险相对有限.....	8
二、海外基本面&重要事件.....	10
(一) 美国 4 月新增非农就业全面低于预期，工资增长放缓.....	10
(二) 美国 4 月 ISM 制造业 PMI 重新陷入收缩，服务业 PMI 放缓.....	13
(三) 欧元区一季度 GDP 超市场预期，核心通胀回落.....	13
(四) 日元先跌后涨，日央行或入场干预.....	14
(五) 韩国 4 月出口超市场预期，半导体出口高增长.....	15
风险提示.....	16

图表目录

图表 1： 财政部二季度再融资会议经济与发债声明.....	4
图表 2： 美国财政部二季度计划净发债规模上调.....	5
图表 3： 三季度末 TGA 账户余额预计为 8500 亿美元.....	5
图表 4： 财政部实际发债规模与计划发债规模.....	5
图表 5： 预计今年 3 季度国债净发行规模低于去年同期.....	5
图表 6： 近期，美债发行以短债为主.....	5
图表 7： 今年二、三季度，预计中期国债发行规模上升.....	5
图表 8： 美国财政部国债拍卖计划，5 月份后暂停拍卖增发.....	6
图表 9： 三季度美债拍卖规模可能维持不变.....	6
图表 10： 二季度后，美债拍卖停止增发.....	6
图表 11： 预计 2024 年财政收入明显改善.....	7
图表 12： 2024 财年收入增速或高于支出增速.....	7
图表 13： 2024 财年，美国财政收支预测.....	7
图表 14： 2024 财年，美国赤字率、赤字规模或小幅回落.....	7
图表 15： 美联储缩表规模.....	8
图表 16： 5 月美国财政部启动国债回购.....	8
图表 17： 2023 年以来，美债净买入量未出现显著下滑.....	8
图表 18： 美债投标倍数未明显回落.....	8
图表 19： 直接竞标者获配比例较去年年底小幅下降.....	8



图表 20:	10 年债间接竞标者获配比例持平于去年.....	8
图表 21:	年初以来, 10Y 美债上涨主要由实际利率拉动	9
图表 22:	今年以来期限溢价仍为负	9
图表 23:	市场预期美联储降息时间推迟至 11 月	9
图表 24:	美国 4 月新增非农就业降至 17.5 万人.....	9
图表 25:	美国 4 月 ISM 制造业 PMI 重新陷入收缩	10
图表 26:	美国 4 月就业增长放缓, 新增非农主要来自教育及健康服务.....	11
图表 27:	美国 4 月非农私人部门薪资增长继续放缓.....	11
图表 28:	美国 4 月失业率升至 3.9%	12
图表 29:	美国非农私人部门平均时薪同比.....	12
图表 30:	美国非农私人部门平均时薪环比.....	12
图表 31:	职位空缺率下行推动失业率走高.....	12
图表 32:	美国劳动力市场有所降温	12
图表 33:	美国 4 月 ISM 制造业 PMI 重新陷入收缩	13
图表 34:	美国 4 月 ISM 服务业 PMI 放缓.....	13
图表 35:	欧洲主要经济体 GDP 增速.....	14
图表 36:	欧元区 4 月核心通胀回落.....	14
图表 37:	欧元区核心通胀压力低于美国	14
图表 38:	日元汇率今年以来贬值.....	15
图表 39:	市场与日央行利率预期.....	15
图表 40:	韩国出口整体向好	15
图表 41:	半导体、汽车等主要商品出口同比正增长	15
图表 42:	美国强劲需求拉动韩国出口同比上升	16
图表 43:	韩国对中国贸易逆差持续扩大.....	16



美国财政部再融资会议中性偏鸽，如期暂停美债拍卖增发。今年美国财政收支均改善，赤字或小幅回落，美债供给矛盾延续缓和，今年定价主要受基本面驱动，在经济修复尚存波折的情况下，10年美债收益率再次冲高风险相对有限。

一、热点思考：美债利率突破前高的“缺环”——美国财政部二季度例会点评

(一) 二季度再融资会议的增量信息？中性偏鸽派，启动回购，未来暂无增发计划

美国财政部二季度再融资会议基调中性偏“鸽”。本次会议如期暂停了美债拍卖增发，财政部表示未来几个季度内不再增加付息债拍卖规模，并宣布5月底启动回购操作。与一季度类似，财政部对经济的观点较为乐观，认为美国经济总体依然强劲，劳动力市场健康。但其对消费的担忧上升，考虑到居民储蓄率已处于历史低位，财政部认为美国的消费增长可能难以持续，本次会议也提及了对地缘风险及住房租金可能带来的通胀风险。

图表1：财政部二季度再融资会议经济与发债声明

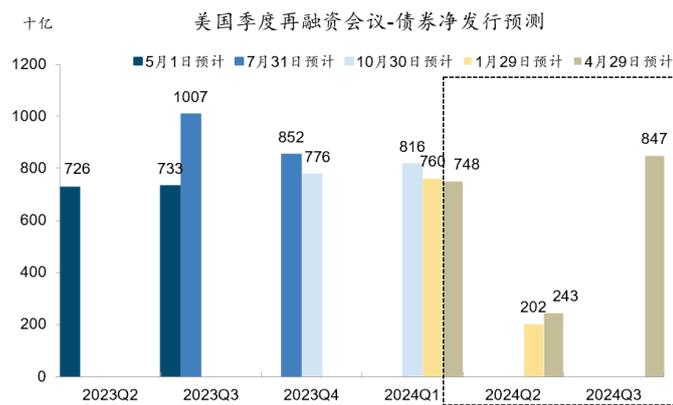
类别	项目	二季度 2024年4月29日	一季度 2024年1月31日
经济	总体经济观点	①美国经济依然强劲，劳动力市场健康，通胀远低于2022年峰值	①美国经济依然强劲，收入不断增加，劳动力市场健康，通胀有所缓解
	劳动力市场	①一季度，创造就业岗位的平均速度加快； ②移民增长使失业率得以保持稳定	①2023年四季度，美国劳动力市场表现出强劲的就业增长 ②劳动力供应保持在或接近疫情后的高位 ③劳动力需求继续放缓
	通胀与工资	①能源价格在一季度转正； ②核心商品价格连续第三个季度下降； ③非住房核心服务一季度显著加速	①四季度总体通胀大幅放缓 ②2023年下半年核心CPI保持稳定
	房地产	①一季度房价高企，供应有限，抵押贷款利率上升； ②一季度新建住宅建设增长率全面下降 ③一季度成屋和新房销售均有所增长	①新建住宅建设支撑了四季度经济活动 ②住房负担能力继续限制存屋销售 ③房价较快增长，但部分指标明显放缓
	可能风险	①通胀高于美联储目标，地缘风险可能推高通胀，住房租金通胀仍远高于历史正常水平 ②储蓄率处于历史低位，表明近期的消费增长可能不可持续	①通胀高于一致预期 ②地缘政治不稳定和供应链中断 ③劳动力市场降温
债券发行	总体融资需求和发行计划	①未提及增加付息债拍卖规模	①2024年2月至2024年4月继续逐步增加付息债拍卖规模
	付息债券和FRN发行计划	①预计至少在接下来的几个季度内不需要增加付息债或FRN拍卖规模	①不需要进一步增加付息债和FRN拍卖规模
	TIPS发行计划	①继续逐步增加TIPS拍卖规模以保持TIPS份额稳定	①继续逐步增加TIPS拍卖规模以保持TIPS份额稳定
	票据发行计划	①预计将在未来几天增加4周、6周和8周票据拍卖规模，以确保有足够的流动性来满足5月底左右现金需求	①在3月底之前将Bills拍卖规模维持在当前水平 ②到4月初，财政部将在进入报税季时适度削减Bills拍卖规模
	回购	①宣布启动回购计划，首次操作计划于5月29日 ②到2024年7月，财政部计划每周进行流动性支持回购，每次操作付息债最多20亿美元，TIPS最多5亿美元	①今年晚些时候实施回购计划 ②5月份再融资会议时宣布首次回购操作的日期

来源：US Department of the Treasury、国金证券研究所

财政部上调二季度国债净发行规模，三季度净发债或低于去年同期水平。财政部二季度计划净借款 2430 亿国债，较今年 1 月上调 410 亿美元，上调主因是税收收入低于财政部的预期水平。财政部预计到 2 季度末，TGA 账户余额保持不变，仍为 7500 亿美元，三季度末扩大至 8500 亿美元，或是为 2025 年 1 月 1 日债务上限重启作准备。三季度计划净借款回升至 8470 亿，三季度为发债季节性高点，但预计今年三季度净发行规模仍低于去年，供给端压力或难以达到去年同期水平。

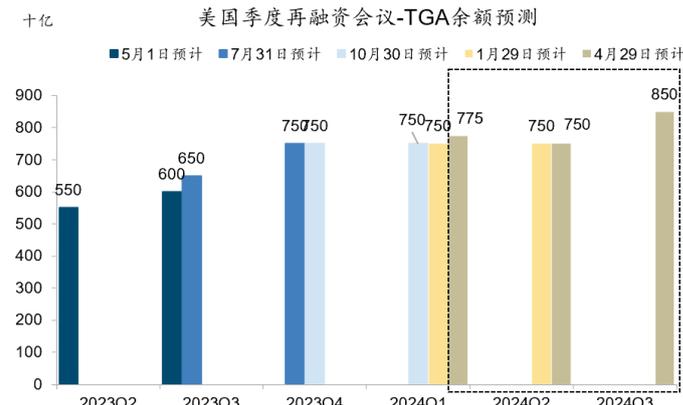


图表2: 美国财政部二季度计划净发债规模上调



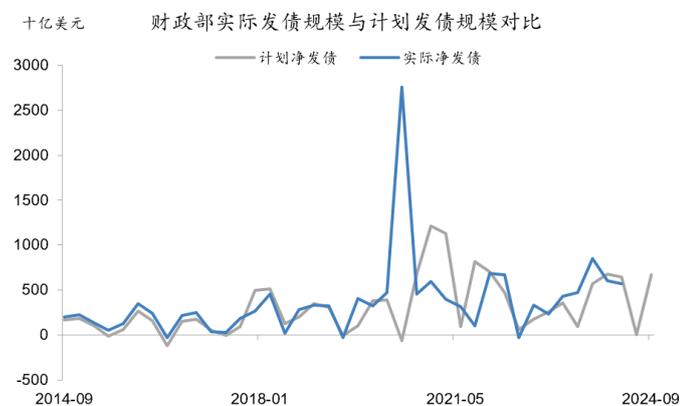
来源: US Department of the Treasury、国金证券研究所

图表3: 三季度末 TGA 账户余额预计为 8500 亿美元



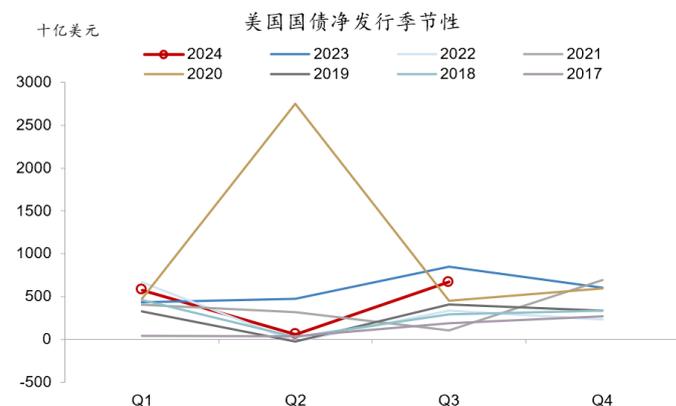
来源: US Department of the Treasury、国金证券研究所

图表4: 财政部实际发债规模与计划发债规模



来源: US Department of the Treasury、国金证券研究所

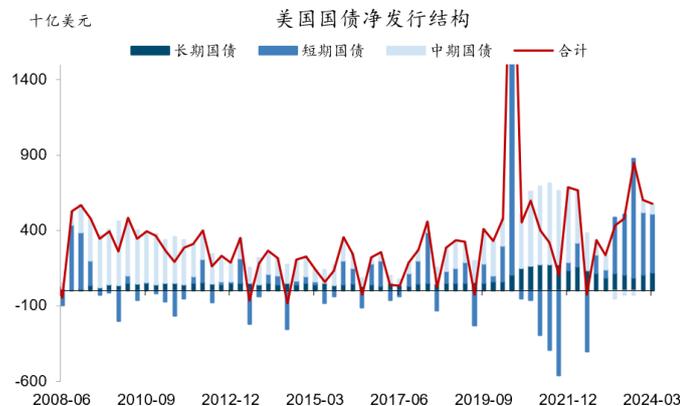
图表5: 预计今年3季度国债净发行规模低于去年同期



来源: CEIC、国金证券研究所

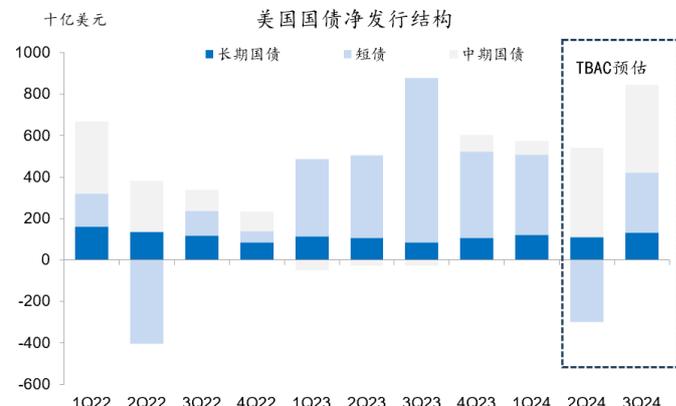
未来中长期国债发行量或进一步增加,短债发行减少。今年一季度仍以短债为主,短债净发行 3870 亿,中期国债 670 亿,长期国债 1219 亿美元。二季度为短债发行季节性低点,预计净发行降至-2980 亿,二季度中长期国债净发行量上升,预计中期及长期国债分别净发行 4300 亿及 1110 亿美元,到今年三季度,三者发行结构比重有望改善,难以重演去年 3 季度短债占比畸高的局面。

图表6: 近期,美债发行以短债为主



来源: CEIC、国金证券研究所

图表7: 今年二、三季度,预计中期国债发行规模上升



来源: US Department of the Treasury、国金证券研究所

5 月份后财政部暂停国债拍卖增发计划。今年四月,财政部完成本轮美债拍卖最后一次增发,5 月开始,各期限国债将暂停增加拍卖规模,每月拍卖额维持在已有水平不变,其中 2 年期国债拍卖规模维持在每季度 2070 亿,10 年期国债为 1070 亿,且财政部表示未来几个季度内不再增加付息债拍卖规模,年内再次增发的可能性已降低。

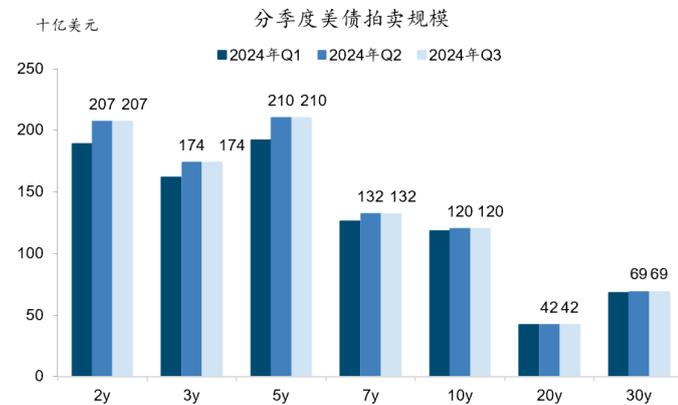


图表8: 美国财政部国债拍卖计划, 5月份后暂停拍卖增发

类型	时间	中期国债拍卖规模(NOTES) (单位: 十亿美元)					长期国债拍卖规模(BONDS) (单位: 十亿美元)		FRN拍卖规模 (单位: 十亿美元)
		2年	3年	5年	7年	10年	20年	30年	2年FRN
实际规模	2023年1月	42	40	43	35	32	12	18	24
	2023年2月	42	40	43	35	35	15	21	22
	2023年3月	42	40	43	35	32	12	18	22
	2023年4月	42	40	43	35	32	12	18	24
	2023年5月	42	40	43	35	35	15	21	22
	2023年6月	42	40	43	35	32	12	18	22
	2023年7月	42	40	43	35	32	12	18	24
	2023年8月	45	42	46	36	38	16	23	24
	2023年9月	48	44	49	37	35	13	20	24
	2023年10月	51	46	52	38	35	13	20	26
	2023年11月	54	48	55	39	40	16	24	26
	2023年12月	57	50	58	40	37	13	21	26
	2024年1月	60	52	61	41	37	13	21	28
	2024年2月	63	54	64	42	42	16	25	28
	2024年3月	66	56	67	43	39	13	22	28
	2024年4月	69	58	70	44	39	13	22	30
5月再融资会议计划规模	2024年5月	69	58	70	44	42	16	25	28
	2024年6月	69	58	70	44	39	13	22	28
	2024年7月	69	58	70	44	39	13	22	30
TBAC建议规模	2024年8月	69	58	70	44	42	16	25	28
	2024年9月	69	58	70	44	39	13	22	28
	2024年10月	69	58	70	44	39	13	22	30

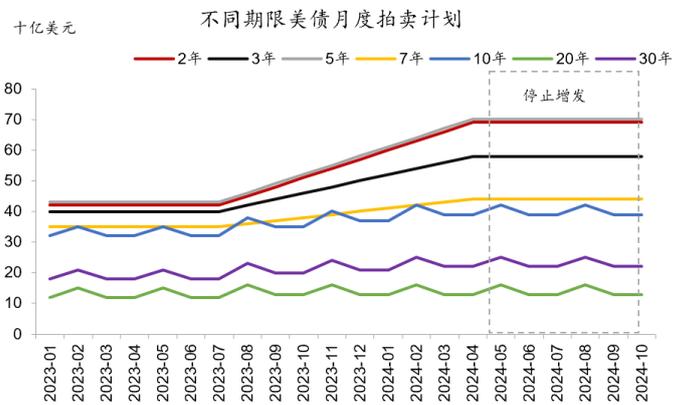
来源: US Department of the Treasury、国金证券研究所

图表9: 三季度美债拍卖规模可能维持不变



来源: US Department of the Treasury、国金证券研究所

图表10: 二季度后, 美债拍卖停止增发



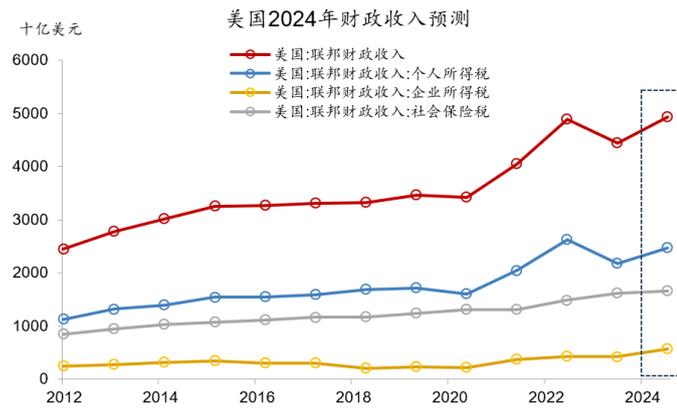
来源: US Department of the Treasury、国金证券研究所

(二) 美债供给压力能否缓和? 2024 财政赤字小幅下降, QT 放缓, 启动回购缓解压力

受益于股市上涨及去年纳税推迟, 美国 2024 年财政收入或将明显好转。财政总收入预计上升至 4.9 万亿美元, 增速约 11%, 个人所得税收入预计由去年的 2.2 万亿升至 2.5 万亿, 企业所得税预计由去年的 4200 亿提升至 5690 亿美元。今年美国财政收入改善主要有以下原因: 其一, 美国国税局将加州等受灾害影响地区的纳税申报延期至 2024 年; 其二, 2023 年美股大幅上涨 40%, 有望提振今年居民资本利得税; 其三, 由于通胀回落, 2024 年个税起征点涨幅低于去年。



图表11: 预计 2024 年财政收入明显改善



来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 2024 财年收入增速或高于支出增速



来源: Wind、国金证券研究所

美国赤字率预计由 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, 美国 2024 财年财政预算得以基本敲定。4 月 23 日, 美国新通过了 950 亿美元的对外援助法案。根据正式财政拨款及对外援助法案, 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。预计自主性支出上升至 1.8 万亿, 法定支出升高至 4.8 万亿。由于收入端改善幅度更高, 我们预计 2024 财年赤字率小幅下降至 5.9%, 赤字规模为 1.69 万亿美元, 小幅低于去年水平。

图表13: 2024 财年, 美国财政收支预测

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	6626
法定支出	5186	4609	4412	4778
自主性支出	1636	1664	1722	1848
国防支出	742	751	805	911
非国防支出	895	910	917	937
财政赤字	2775	1375	1695	1691

来源: Wind、CBO、国金证券研究所

图表14: 2024 财年, 美国赤字率、赤字规模或小幅回落

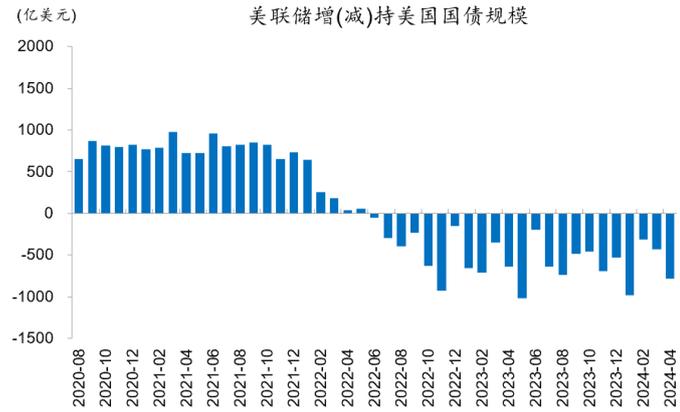


来源: Wind、国金证券研究所

财政部重启回购, 美联储暂缓缩表, 有助于缓和今年美债供需压力。5 月至 7 月, 美国财政部开启首批国债常规回购计划 (Regular Buyback Program), 回购类型均为流动性支持, 单次最大回购规模为 20 亿美元, 回购体量较低, 但有助于改善流动性较差的券种交易情况。美联储 5 月的议息会议决定, 从 6 月开始放缓缩表 (QT taper), 缩表总上限从 950 亿/月缩减至 600 亿美元/月, 其中国债减持上限从 600 亿/月降至 250 亿/月; 机构债或 MBS 减持上限保持 350 亿美元/月。2023 财年美联储 SOMA 账户赎回规模达 6980 亿, 为近十年来高点。参考一级交易商预测, 2024 财年美联储赎回规模预计降至 6000 亿美元, 或有助于缓和美债供给压力。



图表15: 美联储缩表规模



来源: Wind、国金证券研究所

图表16: 5月美国财政部启动国债回购

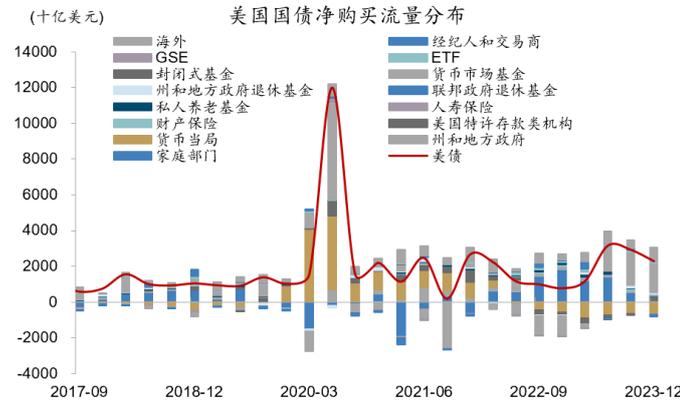
操作日期	操作类型	证券类型与到期范围	最低购买金额	最高购买金额(美元)	最大符合债券数
2024年5月29日	流动性支持	1个月至2年到期的附息债	0	20亿	20
2024年6月5日	流动性支持	20年至30年到期的附息债	0	20亿	20
2024年6月11日	流动性支持	1年至7.5年到期的TIPS	0	5亿	20
2024年6月20日	流动性支持	5年至7年到期的附息债	0	20亿	20
2024年6月26日	流动性支持	2年至3年到期的附息债	0	20亿	20
2024年7月2日	流动性支持	10年至20年到期的附息债	0	20亿	20
2024年7月10日	流动性支持	7.5年至30年TIPS	0	5亿	20
2024年7月17日	流动性支持	3年至5年到期的附息债	0	20亿	20
2024年7月24日	流动性支持	7年至10年到期的附息债	0	20亿	20

来源: US Department of the Treasury、国金证券研究所

(三) 美债需求及定价表现如何? 需求端未明显恶化, 再度冲高风险相对有限

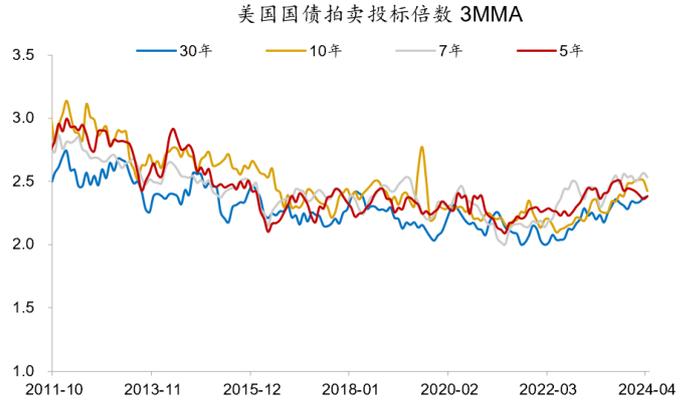
美债需求端较为平稳, 境内机构净买入规模上升。去年下半年以来, 美国货币市场基金、海外部门净买入美债规模上升, 其中, 货币市场基金去年四季度净买入 1.7 万亿元(折年季调), 海外部门净买入 7900 亿美元, 总净流入量在美债收益率高位时期未出现明显回落。美债拍卖需求情况同样较为稳定, 投标倍数未大幅下滑, 截至 4 月, 10 年美债投标倍数为 2.3 倍, 略低于 2008 年以来的均值 2.5 倍。间接竞标者与直接竞标者获配比例分别为 62%及 14%, 二者均高于 2008 年以来的均值 55%及 13.6%, 表明拍卖需求未明显恶化。

图表17: 2023年以来, 美债净买入量未出现显著下滑



来源: CEIC、国金证券研究所

图表18: 美债投标倍数未明显回落



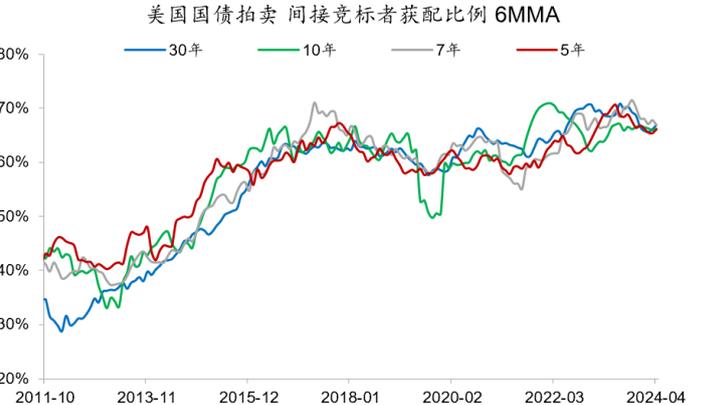
来源: CEIC、国金证券研究所

图表19: 直接竞标者获配比例较去年底小幅下降



来源: CEIC、国金证券研究所

图表20: 10年债间接竞标者获配比例持平于去年



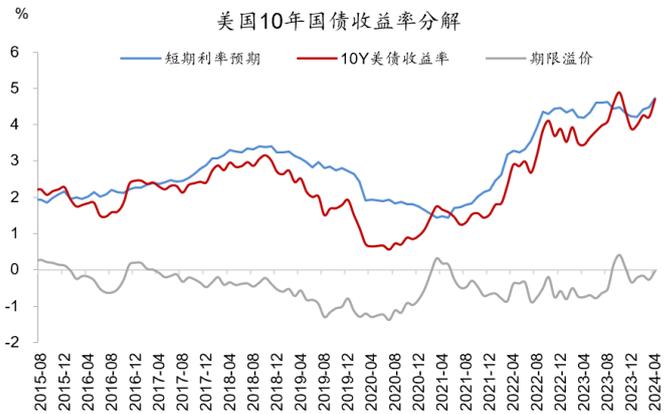
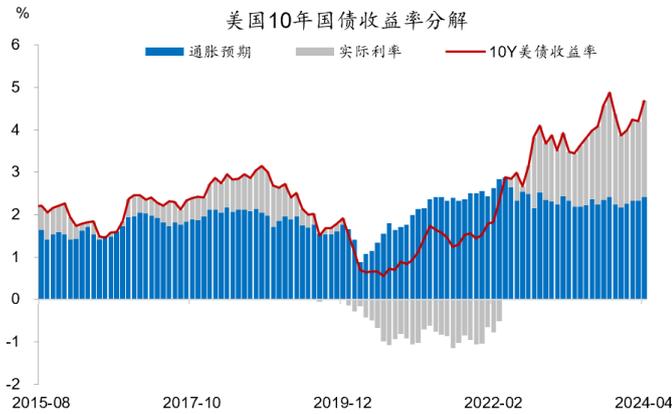
来源: CEIC、国金证券研究所



今年美债收益率上涨主要受基本面驱动，期限溢价贡献较低，与去年三季度有显著差异。今年以来，10年美债收益率由1月初的3.9%上升至4月底的4.7%，上升约80BP，但期限溢价仍为负，短期利率预期是美债利率上升的主要拉动项。今年美国通胀预期上浮较低，年初以来至4月上升25BP，实际利率上涨56BP，表明经济基本面(实际增速及通胀预期)是今年影响美债定价的关键变量。

图表21: 年初以来, 10Y美债上涨主要由实际利率拉动

图表22: 今年以来期限溢价仍为负



来源: Wind、国金证券研究所

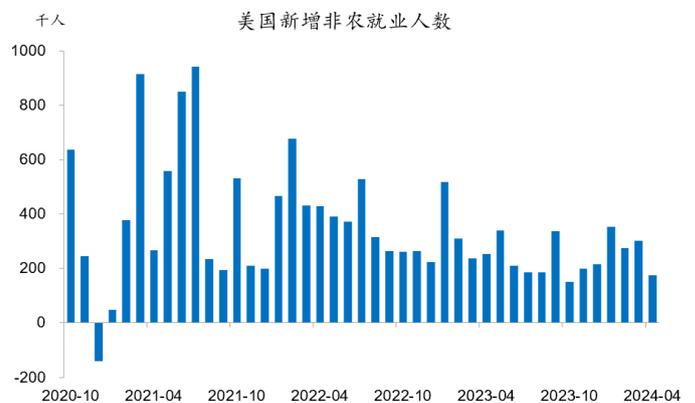
来源: Wind、Bloomberg、国金证券研究所

向后看，联储加息概率下降，美国经济修复面临高利率挑战，美债收益率再度冲高风险相对有限。今年5月美联储议息会议上，鲍威尔暗示联储不太可能再次加息，缓解了市场对美联储再度加息的担忧。但降息时点推迟，可能导致全年经济修复面临高利率挑战，美国部分重要指标出现阶段性转弱迹象。美国4月非农就业低于预期，4月新增非农就业人数仅17.5万，失业率升至3.9%。美国4月ISM制造业PMI降至49.2，不及预期50，前值50.3。

图表23: 市场预期美联储降息时间推迟至11月

图表24: 美国4月新增非农就业降至17.5万人

区间/日期	24-03	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12	25-01	25-03	25-04
550-575	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0
525-550	98	88	91	72	47	35	20	13	8	5
500-525	2	12	9	26	42	43	40	33	25	20
475-500	0	0	0	2	10	19	30	33	33	31
450-475	0	0	0	0	1	3	10	16	23	26
425-450	0	0	0	0	0	0	2	4	9	13
400-425	0	0	0	0	0	0	0	1	2	4
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
350-375	0	0	0	0	0	0	0	1	4	8
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
300-325	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
275-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0



来源: CME、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所



图表25: 美国4月ISM制造业PMI重新陷入收缩

PMI项目	月度变化	24-04	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04
ISM制造业PMI	↓ -1.1	49.2	50.3	47.8	49.1	47.1	46.6	46.9	48.6	47.6	46.5	46.4	46.6	47.0
新订单	↓ -2.3	49.1	51.4	49.2	52.5	47.0	47.8	46.2	48.6	46.4	47.0	45.7	42.9	45.5
新出口订单	↓ -2.9	48.7	51.6	51.6	45.2	49.9	46.0	49.4	47.4	46.5	46.2	47.3	50.0	49.8
库存订单	↓ -0.9	45.4	46.3	46.3	44.7	45.3	39.3	42.2	42.4	44.1	42.8	38.7	37.5	43.1
生产	↓ -3.3	51.3	54.6	48.4	50.4	49.9	48.8	50.0	51.9	49.9	48.4	47.1	50.5	48.7
就业	↑ 1.2	48.6	47.4	45.9	47.1	47.5	46.1	47.1	50.9	48.6	45.0	49.1	50.3	49.4
供应商交付	↓ -1.0	48.9	49.9	50.1	49.1	47.0	46.2	47.7	46.4	48.6	46.1	45.7	43.5	44.6
自有库存	→ 0.0	48.2	48.2	45.3	46.2	43.9	44.3	43.6	45.4	44.3	45.8	44.5	45.8	46.6
客户库存	↑ 3.8	47.8	44.0	45.8	43.7	48.1	50.8	48.6	47.1	48.7	48.7	46.2	51.4	51.3
物价	↑ 5.1	60.9	55.8	52.5	52.9	45.2	49.9	45.1	43.8	48.4	42.6	41.8	44.2	53.2
进口	↓ -1.1	51.9	53.0	53.0	50.1	46.4	46.2	47.9	48.2	48.0	49.6	49.3	47.3	49.9

来源: CEIC、国金证券研究所

二、海外基本面&重要事件

(一) 美国4月新增非农就业全面低于预期, 工资增长放缓

美国4月新增非农就业全面低于预期。美国4月新增非农就业人数17.5万(季调后,下同), 低于预期(24.3万), 也低于过去12个月均值(24.2万), 为2023年11月以来最低增幅。行业结构上, 教育及健康服务(+9.5万)、交运仓储(+2.2万)、零售(+2.0万)等行业的就业岗位继续增加。2月、3月新增非农就业人数分别从27.0万下修至23.6万、从30.3万上修至31.5万, 1月和2月合计较修正前减少2.2万。

工资增长放缓, 失业率升至3.9%。美国4月非农私人部门平均时薪为34.75美元, 同比3.9%, 预期4.0%, 前值4.1%, 为2021年7月以来首次低于4%, 过去12个月的平均值为4.4%; 环比0.2%, 预期0.3%, 前值0.3%。美国4月失业率略升至3.9%, 预期3.8%, 前值3.8%; 劳动参与率62.7%, 预期62.7%, 前值62.7%; 就业率60.2%, 前值60.3%。

此前公布的职位空缺降至三年来的最低点。美国3月职位空缺数848.8万, 预期868.6万, 前值875.6万上修至881.3万, 为2021年3月以来新低; 招聘数和离职数分别为550万(前值578.1)和520万(前值553.9)。3月, 职位空缺率降至5.1%, 前值5.3%, 为2021年2月以来最低水平; 聘用率3.5%、前值3.7%; 离职率3.3%、前值3.5%, 其中, 主动辞职率2.1%、前值2.2%, 裁员率1%、前值1.1%。3月, 每位失业工人对应的职位空缺为1.32个, 为2021年9月以来最低。



图表26: 美国4月就业增长放缓, 新增非农主要来自教育及健康服务

行业	就业总人数占比(%)	新增非农就业人数_季调(千人)																			
		24-04	预期值	环比变化(1M)	过去3M均值	过去6M均值	过去12M均值	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04		
非农	100.0%	175.0	243.0	↓	-140.0	↓	269.0	240.7	242.1	315.0	236.0	256.0	290.0	182.0	165.0	246.0	210.0	184.0	240.0	303.0	278.0
私人部门	85.3%	167.0	190.0	↓	-76.0	↓	206.7	180.7	187.3	243.0	181.0	196.0	214.0	152.0	98.0	196.0	150.0	148.0	185.0	254.0	231.0
商品生产	13.8%	14.0			-25.0	↓	28.0	23.8	24.9	39.0	15.0	30.0	33.0	36.0	-10.0	27.0	33.0	7.0	42.0	14.0	33.0
自然资源和采矿业	0.4%	-3.0			-6.0	↓	0.3	-0.2	0.8	3.0	0.0	-2.0	3.0	-4.0	-1.0	1.0	0.0	2.0	0.0	3.0	4.0
建筑业	5.2%	9.0			-31.0	↓	30.0	24.2	22.4	40.0	24.0	26.0	18.0	15.0	22.0	13.0	31.0	11.0	33.0	16.0	20.0
制造业	8.2%	8.0	5.0	↑	12.0	↑	-2.3	-0.2	1.8	-4.0	-9.0	6.0	12.0	25.0	-31.0	13.0	2.0	-6.0	9.0	-5.0	9.0
耐用消费品	5.1%	1.0			-1.0	↓	-1.7	3.0	5.8	2.0	-3.0	-4.0	19.0	37.0	-33.0	9.0	3.0	9.0	19.0	1.0	10.0
非耐用消费品	3.0%	7.0			13.0	↑	-0.7	-3.2	-4.0	-6.0	-6.0	10.0	-7.0	-12.0	2.0	4.0	-1.0	-15.0	-10.0	-6.0	-1.0
服务业	71.5%	153.0			-51.0	↓	178.7	156.8	162.4	204.0	166.0	166.0	181.0	116.0	108.0	169.0	117.0	141.0	143.0	240.0	198.0
批发贸易	3.9%	10.1			-0.3	↓	0.0	4.4	5.3	10.4	-3.6	-6.7	7.4	6.9	11.9	11.7	1.5	16.3	1.4	7.2	-1.0
零售贸易	9.9%	20.1			5.0	↑	18.4	7.6	6.5	15.1	23.4	16.6	32.3	-42.9	1.3	18.2	-5.6	5.6	-5.5	13.3	6.4
交通运输和仓储	4.2%	21.8			15.9	↑	11.1	-0.6	-1.5	5.9	31.3	-3.8	-18.3	-10.5	-8.5	9.2	-27.5	-10.7	-12.1	19.9	7.2
公用事业	0.4%	0.0			0.9	↑	1.2	1.5	1.3	-0.9	3.0	1.5	2.4	1.6	1.5	2.0	2.8	-1.7	0.9	0.8	1.9
信息	1.9%	-8.0			-12.0	↓	3.0	2.2	-2.8	4.0	-3.0	8.0	13.0	17.0	-26.0	11.0	-18.0	-28.0	-7.0	-3.0	-1.0
金融活动	5.8%	6.0			1.0	↑	-2.0	0.7	6.4	5.0	-7.0	-4.0	6.0	4.0	0.0	0.0	4.0	18.0	9.0	13.0	29.0
专业及商业服务	14.5%	-4.0			-14.0	↓	21.3	13.7	12.4	10.0	6.0	48.0	13.0	10.0	-5.0	-1.0	-1.0	-17.0	7.0	49.0	30.0
教育及健康服务	16.5%	95.0			7.0	↑	89.3	89.8	89.1	88.0	80.0	100.0	84.0	110.0	77.0	81.0	93.0	109.0	77.0	91.0	79.0
休闲和酒店业	10.7%	5.0			-48.0	↓	25.3	30.7	37.1	53.0	26.0	-3.0	41.0	10.0	57.0	27.0	52.0	41.0	60.0	39.0	42.0
其他服务	3.7%	7.0			-6.0	↓	11.0	7.0	8.5	13.0	10.0	10.0	0.0	10.0	-1.0	9.0	16.0	9.0	12.0	10.0	4.0
政府	14.7%	8.0			-64.0	↓	62.3	60.0	54.8	72.0	55.0	60.0	76.0	30.0	67.0	50.0	60.0	36.0	55.0	49.0	47.0

来源: CEIC、国金证券研究所

图表27: 美国4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(%)										
	24-04	预期值	环比变化(1M)	过去12M均值	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	24-04	预期值	环比变化(1M)	过去12M均值	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	
私人部门	3.9	4.0	↓	0.2	4.4	4.1	4.3	4.4	4.3	4.3	0.2	0.3	↓	-0.1	0.3	0.3	0.1	0.5	0.3	0.4	0.3
商品生产	5.1			-0.3	5.2	5.4	5.3	5.4	5.3	5.1	0.2			-0.4	0.4	0.6	0.2	0.5	0.4	0.6	0.3
自然资源和采矿业	5.4			0.2	6.0	5.2	6.1	5.8	5.6	5.9	1.3			1.7	0.4	-0.4	0.7	0.9	0.3	0.0	-0.2
建筑业	5.2			0.2	5.1	5.0	4.8	5.3	4.7	5.0	0.6			0.0	0.4	0.6	-0.1	0.8	0.3	0.5	0.5
制造业	4.8			-0.6	5.1	5.5	5.5	5.3	5.5	5.3	-0.1			-0.7	0.4	0.6	0.3	0.4	0.5	0.6	0.2
耐用消费品	5.6			-0.6	5.1	6.2	6.2	6.0	5.9	5.1	4.8			-0.9	0.5	0.7	0.3	0.6	0.7	0.7	0.4
非耐用消费品	3.3			-0.4	4.8	3.7	3.8	3.7	4.6	5.2	5.0			-0.3	0.3	0.4	0.1	-0.1	0.1	0.5	0.0
服务业	3.7			-0.1	4.2	3.8	4.0	4.2	4.0	4.0	0.2			0.0	0.3	0.3	0.1	0.5	0.3	0.4	0.2
批发贸易	3.3			0.1	4.3	3.3	3.2	2.8	3.8	4.4	3.6			-0.1	0.3	0.5	0.2	0.2	0.2	0.1	-0.2
零售贸易	1.9			-0.8	3.5	2.7	2.3	2.9	3.3	2.6	3.1			-0.2	0.2	0.0	0.3	0.0	0.6	0.1	-0.1
交通运输和仓储	5.2			-0.7	5.9	5.9	6.3	6.9	6.7	6.0	5.7			-0.2	0.5	0.2	0.0	0.7	0.8	0.7	0.6
公用事业	2.9			0.0	4.5	2.9	3.6	3.9	3.9	4.5	4.1			0.3	0.2	0.0	0.0	0.7	0.0	0.4	0.3
信息	3.4			0.0	3.0	2.4	2.5	2.9	2.8	3.3	2.2			-0.2	0.2	0.4	0.1	0.1	-0.1	0.9	0.6
金融活动	6.0			0.4	4.9	5.6	5.6	5.4	5.1	5.4	5.1			-0.1	0.5	0.4	0.4	0.6	0.3	0.5	0.1
专业及商业服务	4.0			-0.2	4.4	4.2	4.2	4.3	4.2	4.2	4.3			0.0	0.3	0.4	0.2	0.5	0.3	0.5	0.3
教育及健康服务	2.8			-0.1	3.8	2.9	3.5	3.5	3.3	3.5	3.9			0.1	0.2	0.0	0.1	0.4	0.2	0.1	0.2
休闲和酒店业	4.0			-0.3	4.9	4.3	4.6	4.3	4.1	4.5	4.8			-0.4	0.4	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3	0.6
其他服务	3.6			-0.1	5.2	3.7	5.0	5.4	5.8	5.1	5.5			0.7	0.3	-0.4	0.1	0.3	0.6	0.3	0.4

来源: CEIC、国金证券研究所



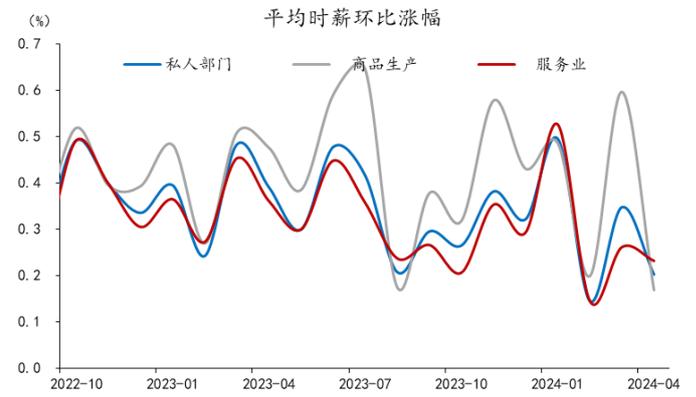
图表28: 美国4月失业率升至3.9%

指标	失业/就业_季调(%)															
	24-04	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	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	
失业率(U3)	3.9	3.8	↑	0.1	0.2	0.1	59.3	36.9	3.8	3.9	3.7	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8
U3: 全职	3.8			0.1	0.2	0.1	55.9	36.1	3.7	3.9	3.6	3.8	3.7	3.7	3.6	3.7
U3: 兼职	4.2			-0.2	0.0	-0.4	38.9	21.8	4.4	3.9	4.2	3.8	3.9	4.6	4.3	4.4
U1	1.3			0.0	0.0	0.1	32.2	16.8	1.3	1.3	1.3	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
U2	1.9			0.1	0.1	0.0	57.6	36.9	1.8	1.9	1.8	1.8	1.8	1.9	1.7	1.8
U4	4.1			0.1	0.2	0.0	55.9	31.0	4.0	4.1	3.9	3.9	4.0	4.1	4.0	4.0
U5	4.8			0.1	0.2	0.2	61.0	37.8	4.7	4.7	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
U6	7.4			0.1	0.2	0.2	64.4	32.7	7.3	7.3	7.2	7.1	7.0	7.2	7.0	7.1
劳动参与率	62.7	62.7	→	0.0	0.2	0.0	74.5	42.8	62.7	62.5	62.5	62.5	62.8	62.7	62.8	62.8
男性	67.9			-0.1	0.0	-0.1	38.9	19.3	68.0	67.7	67.9	68.1	68.4	68.0	68.3	68.2
女性	57.7			0.1	0.2	0.1	93.2	96.6	57.6	57.6	57.5	57.1	57.4	57.6	57.5	57.6
就业率	60.2			-0.1	0.0	-0.1	61.0	64.7	60.3	60.1	60.2	60.1	60.4	60.3	60.4	60.4
男性	65.2			-0.3	0.0	0.0	38.9	23.5	65.5	65.1	65.2	65.5	65.7	65.2	65.5	65.5
女性(美国)	55.5			0.2	0.0	0.0	81.3	90.7	55.3	55.4	55.5	55.0	55.4	55.5	55.5	55.6

来源: CEIC、国金证券研究所

图表29: 美国非农私人部门平均时薪同比

图表30: 美国非农私人部门平均时薪环比

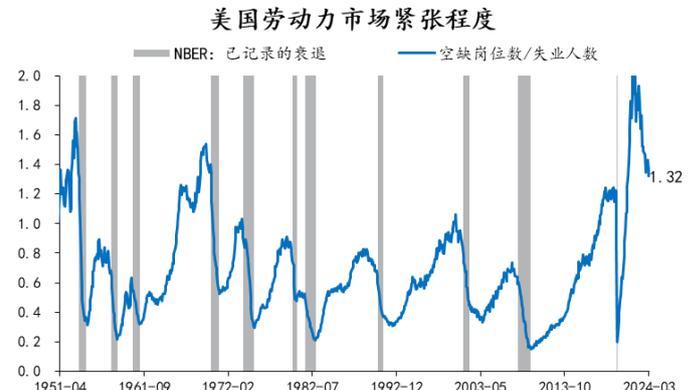


来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

图表31: 职位空缺率下行推动失业率走高

图表32: 美国劳动力市场有所降温



来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所



(二) 美国 4 月 ISM 制造业 PMI 重新陷入收缩, 服务业 PMI 放缓

美国 4 月制造业活动重新陷入萎缩, 服务业活动近 16 个月以来首次出现萎缩。美国 4 月 ISM 制造业 PMI 降至 49.2, 不及预期 50, 前值 50.3。制造业重新陷入萎缩主因需求下降, 但物价指数创 2022 年 7 月以来新高, 凸显当前美国通胀压力重燃。美国 4 月 ISM 非制造业 PMI 降至 49.4, 预期 52, 前值 51.4, 为 2023 年 1 月以来新低, 结束了连续 15 个月的扩张。服务业活动放缓主因商业活动减少、新订单增长放缓、供应商交付加快以及就业连续 3 个月萎缩。

图表33: 美国 4 月 ISM 制造业 PMI 重新陷入收缩

PMI项目	月度变化	24-04	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04
ISM制造业PMI	↓ -1.1	49.2	50.3	47.8	49.1	47.1	46.6	46.9	48.6	47.6	46.5	46.4	46.6	47.0
新订单	↓ -2.3	49.1	51.4	49.2	52.5	47.0	47.8	46.2	48.6	46.4	47.0	45.7	42.9	45.5
新出口订单	↓ -2.9	48.7	51.6	51.6	45.2	49.9	46.0	49.4	47.4	46.5	46.2	47.3	50.0	49.8
库存订单	↓ -0.9	45.4	46.3	46.3	44.7	45.3	39.3	42.2	42.4	44.1	42.8	38.7	37.5	43.1
生产	↓ -3.3	51.3	54.6	48.4	50.4	49.9	48.8	50.0	51.9	49.9	48.4	47.1	50.5	48.7
就业	↑ 1.2	48.6	47.4	45.9	47.1	47.5	46.1	47.1	50.9	48.6	45.0	49.1	50.3	49.4
供应商交付	↓ -1.0	48.9	49.9	50.1	49.1	47.0	46.2	47.7	46.4	48.6	46.1	45.7	43.5	44.6
自有库存	→ 0.0	48.2	48.2	45.3	46.2	43.9	44.3	43.6	45.4	44.3	45.8	44.5	45.8	46.6
客户库存	↑ 3.8	47.8	44.0	45.8	43.7	48.1	50.8	48.6	47.1	48.7	48.7	46.2	51.4	51.3
物价	↑ 5.1	60.9	55.8	52.5	52.9	45.2	49.9	45.1	43.8	48.4	42.6	41.8	44.2	53.2
进口	↓ -1.1	51.9	53.0	53.0	50.1	46.4	46.2	47.9	48.2	48.0	49.6	49.3	47.3	49.9

来源: CEIC、国金证券研究所

图表34: 美国 4 月 ISM 服务业 PMI 放缓

PMI项目	月度变化	24-04	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	23-10	23-09	23-08	23-07	23-06	23-05	23-04
ISM非制造业PMI	↓ -2.0	49.4	51.4	52.6	53.4	50.5	52.5	51.9	53.4	54.1	52.8	53.6	51.0	52.3
商业活动	↓ -6.5	50.9	57.4	57.2	55.8	55.8	54.9	54.5	58.1	57.1	57.0	58.2	52.9	53.3
新订单	↓ -2.2	52.2	54.4	56.1	55.0	52.8	54.8	55.1	52.7	56.6	55.1	55.6	54.0	56.1
订单库存	↑ 6.3	51.1	44.8	50.3	51.4	49.4	49.1	50.9	48.6	41.8	52.1	43.9	40.9	49.7
供应商交付	↑ 3.1	48.5	45.4	48.9	52.4	49.5	49.6	47.5	50.4	48.5	48.1	47.6	47.7	48.6
新出口订单	↓ -4.8	47.9	52.7	51.6	56.1	50.4	53.6	48.8	63.7	62.1	61.1	61.5	59.0	60.9
进口	↑ 1.2	53.6	52.4	54.3	59.9	49.3	53.7	60.0	50.6	52.3	52.3	54.6	50.0	51.3
库存变化	↑ 8.1	53.7	45.6	47.1	49.1	49.6	55.4	49.5	54.2	57.7	50.4	55.9	58.3	47.2
库存景气	↑ 7.2	62.9	55.7	56.7	59.3	55.3	62.2	54.4	54.8	61.5	56.6	54.0	61.0	48.9
物价	↑ 5.8	59.2	53.4	58.6	64.0	56.7	57.6	58.0	58.6	58.7	57.6	54.8	57.2	60.0
就业	↓ -2.6	45.9	48.5	48.0	50.5	43.8	50.6	50.4	52.5	54.1	50.9	52.9	49.7	51.2

来源: CEIC、国金证券研究所

(三) 欧元区一季度 GDP 超市场预期, 核心通胀回落

欧元区一季度 GDP 超市场预期, 核心通胀回落。欧元区一季度季调同比 0.4%, 超出预期值 0.2%, 前值 0.1%; 一季度 GDP 季调环比 0.3%, 预期值 0.1%, 前值 0%。分国别来看, 德国、法国、意大利一季度 GDP 环比增速均有所改善, 德国环比提高 0.7 个百分点达 0.2%, 爱尔兰一季度 GDP 的环比 1.1%, 单季度提升 4.5 个百分点。欧元区核心通胀回落。4 月, 欧元区 CPI 同比增长 2.4%, 预期 2.4%, 前值 2.4%, 剔除食品和能源价格波动的核心 CPI 同比增长 2.7%, 预期 2.6%, 前值 2.9%。欧元区核心通胀压力低于美国, 美国 3 月核心通胀同比 3.8%, 降幅放缓。

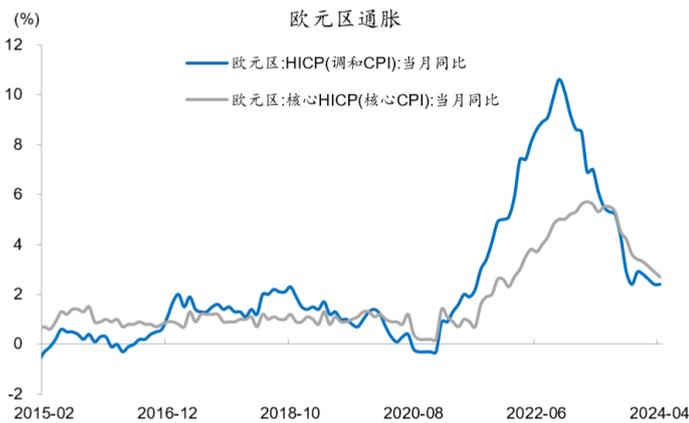


图表35: 欧洲主要经济体 GDP 增速

欧洲国家GDP季调增速		2024-03	2023-12	2023-09	2023-06	2023-03	2022-12	2022-09	2022-06	2022-03	2021-12	2021-09	2021-06	
GDP季调同比														
欧元区	↑	0.3	0.4	0.1	0.1	0.6	1.3	1.9	2.5	4.1	5.4	5.2	4.6	14.8
德国	↓	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	0.2	0.1	0.8	1.2	1.6	4.0	1.6	2.4	10.8
法国	↑	0.3	1.1	0.8	0.7	1.1	0.8	0.7	1.4	3.8	4.3	4.5	3.2	17.9
意大利	↓	-0.1	0.6	0.7	0.6	0.6	2.2	1.9	2.8	5.3	6.6	8.0	6.6	18.1
西班牙	↑	0.3	2.4	2.1	1.9	2.0	4.0	3.8	5.4	7.2	6.8	7.0	5.1	19.4
爱尔兰	↑	4.2	-4.9	-9.1	-5.7	-0.4	2.4	11.1	9.0	9.0	9.1	14.4	11.6	21.7
比利时	↓	0.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.6	1.4	1.9	3.8	5.1	6.9	5.7	15.6
英国				-0.3	0.2	0.2	0.3	0.6	2.1	3.9	11.4	9.7	9.5	25.7
GDP季调环比														
欧元区	↑	0.4	0.3	-0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.5	0.8	0.6	0.6	2.1	2.1
德国	↑	0.7	0.2	-0.5	0.1	-0.1	0.3	-0.4	0.4	-0.1	1.0	0.0	0.7	2.2
法国	↑	0.1	0.2	0.1	0.1	0.6	0.0	0.0	0.5	0.4	-0.1	0.6	3.0	0.9
意大利	↑	0.1	0.3	0.2	0.2	-0.3	0.5	0.0	0.3	1.4	0.1	0.9	2.8	2.6
西班牙	↓	0.0	0.7	0.7	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5	2.5	0.3	2.0	2.3	2.1
爱尔兰	↑	4.5	1.1	-3.4	-2.5	-0.1	-3.4	0.2	3.0	2.8	4.8	-1.7	2.9	2.9
比利时	↓	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.2	0.3	0.7	0.1	0.8	2.2	1.9
英国				-0.3	-0.1	0.0	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.5	1.5	1.7	7.3

来源: Wind、国金证券研究所

图表36: 欧元区4月核心通胀回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表37: 欧元区核心通胀压力低于美国



来源: Wind、国金证券研究所

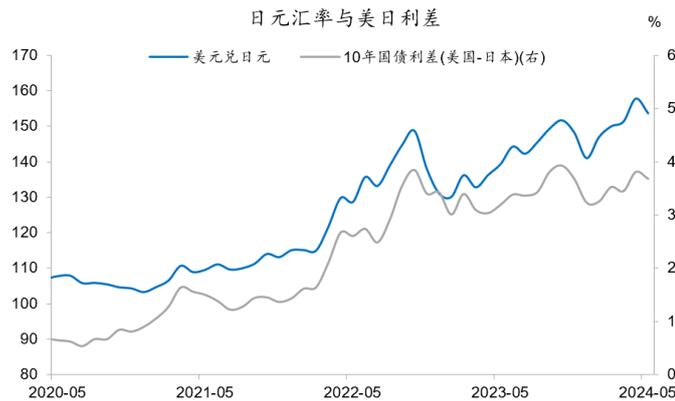
(四) 日元先跌后涨，日央行或入场干预

日元先跌后涨，日央行疑似入场干预。4月29日，美元兑日元一度跌破160，创下1990年4月以来的最高水平，随后大幅升值至156左右。4月26日的议息会议上，日央行仍“按兵不动”，并称“预计目前宽松的金融环境将继续”，市场预期日央行短期内不会因日元贬值而上调利率。

日本央行4月30日周二报告称，由于包括政府债券发行和周三纳税在内的财政因素，其经常账户可能将减少7.56万亿日元（482亿美元），明显高于市场估计的2.1万亿日元跌幅，表明4月29日当天日央行可能进行了约5.5万亿日元的汇率干预操作。

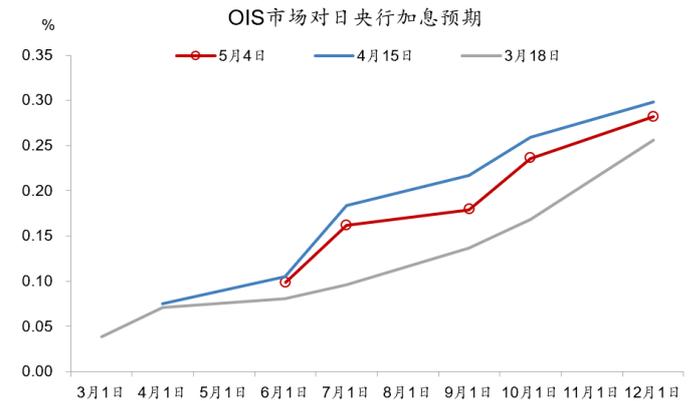


图表38: 日元汇率今年以来贬值



来源: Wind、国金证券研究所

图表39: 市场与日央行利率预期

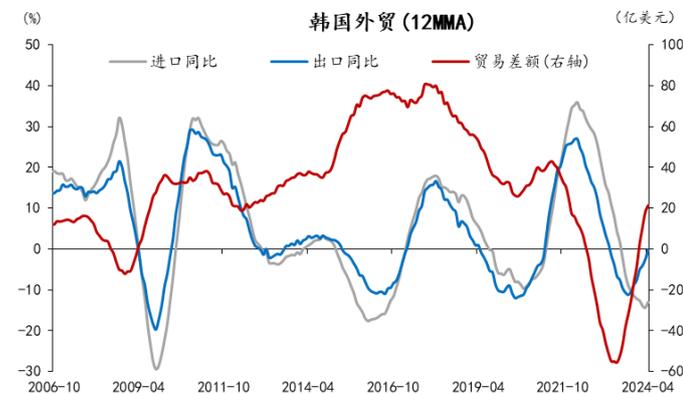


来源: Bloomberg、国金证券研究所

(五) 韩国4月出口超市场预期, 半导体出口高增长

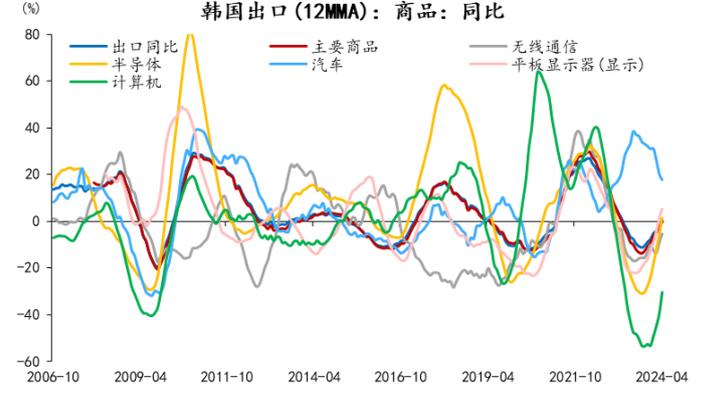
韩国出口整体向好。韩国4月出口562.6亿美元, 同比13.8%, 预期13.7%, 前值3.1%, 连续7个月正增长; 进口547.3亿美元, 同比5.4%, 前值-12.3%; 贸易顺差15.3亿美元, 连续11个月保持顺差。从出口商品看, 两大主要商品, 半导体4月出口99.6亿美元, 同比56.1%, 前值35.8%, 连续6个月保持正增长; 汽车出口67.9亿美元, 同比10.3%, 前值-5%, 出口金额创历史新高; 此外, 显示器、无线通信、计算机等IT领域出口额均实现增长。从出口目的地看, 韩国对美国4月出口114.1亿美元, 创历史新高, 同比24.3%, 前值11.6%, 连续9个月正增长, 拉动出口同比4.5%、前值2.1%; 韩国对中国4月出口104.6亿美元, 同比9.9%, 前值0.4%, 拉动出口同比1.9%、前值0.1%。韩国对中国4月贸易逆差19.6亿美元, 为2023年5月以来新高。

图表40: 韩国出口整体向好



来源: CEIC、国金证券研究所

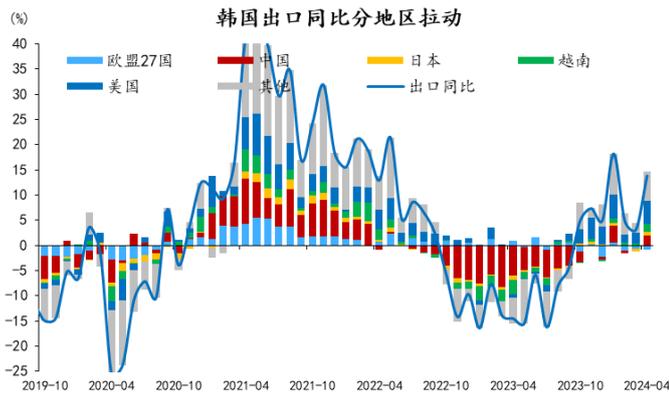
图表41: 半导体、汽车等主要商品出口同比正增长



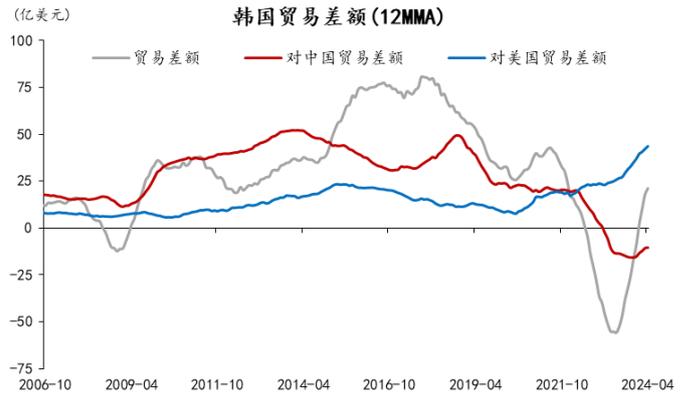
来源: CEIC、国金证券研究所



图表42: 美国强劲需求拉动韩国出口同比上升



图表43: 韩国对中国贸易逆差持续扩大



来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、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。

何

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	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