



# 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

## 2024年, 美国财政是否会“拖后腿”?

一季度, 美国财政对 GDP 的正向拉动明显减弱。全年而言, 财政是否会成为拖累? 今年美国财政力度不及去年, 立场中性偏紧, 对消费的提振减弱, 但交通基建、能源类支出扩大。后续需重点关注拜登会否继续推出新的支出计划。

### 热点思考: 美国财政是否将拖累经济?

#### (一) 2024 美国财政收支: 债务上限法案约束基本失效, 收支均扩大, 赤字或收敛

受益于股市上涨及去年纳税推迟, 美国 2024 年财政收入预计上升至 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及个人所得税; 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, 今年赤字率预计由 6.3% 降至 5.9%。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, 自主性支出预计升至 1.85 万亿, 法定支出升至 4.8 万亿。由于收入端改善幅度更高, 预计 2024 年赤字率小幅下降至 5.9%, 赤字规模 1.69 万亿美元, 与去年基本持平, 但由于利息支出上涨, 基础赤字率预计将下降一个点至 2.9%。

#### (二) 今年财政的总体作用: 力度或不及去年, 财政基调中性偏紧

今年财政支撑作用或降低, 财政基调中性偏负面。截至 4 月, 美国财政赤字率已由去年 6 月的 8.5% 降至 5.8%, 美国财政脉冲领先财政赤字率, 反映了财政对经济的影响方向及大小, 截至今年 4 月, 财政脉冲已降至 -1.1%。从年度财政脉冲来看, 去年美国财政脉冲大幅上升, 今年预计将回落至 -0.04%, 表明财政对经济的影响或降至中性偏负面水平。

今年财政有效支出回落, 对 GDP 的贡献率或降至 25%, 低于去年的 34%。当前利息支出已成为美国财政支出的主要拉动项, 今年一季度财政支出同比 5.1%, 其中 2.4 个百分点由利息支出贡献, 考虑到全年利息支出增速和占比都处于高位, 或导致今年财政有效支出进一步回落, 预计全年财政对 GDP 的贡献率或由去年的 34% 降至 25%。

#### (三) 今年财政结构特征: 对消费的提振减弱, 交通基建、能源类支出扩大

今年财政对居民消费的提振作用或减弱。去年财政对消费的提振作用较强, 2023 年全年, 个人消费支出月均增速 7.4%, 财政平均每月贡献了 2.1 个百分点。今年由于个税上涨, 个人可支配收入增速已下一台阶, 导致今年财政对消费的贡献明显回落, 今年前三个月, 财政平均拖累消费支出 0.12 个百分点, 较去年大幅回落 2.2 个百分点。

但另一方面, 今年财政在交通运输、自然资源及环境领域的支出仍有扩张。今年 3 月, 美国 2024 年财政支出正式预算敲定, 按照 12 个拨款小组的划分, 今年的财政支出中, 交通运输类、自然资源及环境类支出或大幅增长, 交通类财政支出领先道琼斯运输业指数, 自然资源及环境支出则与美国清洁能源投资建造支出相关。

后续的不确定性在于, 拜登或继续推出新的支出计划。今年大选, 拜登民调支持率始终处于劣势地位, 且在摇摆州, 拜登民调均落后于特朗普。拜登为扩大支持率, 不断推出新的财政支出计划, 截至 5 月, 拜登已公开提出了住房支持计划及学生贷款减免计划, 虽未正式实施, 但后续仍需关注美国财政扩张的可能性。

### 海外事件&数据: 美国第五轮关税整体规模较小, 美国 4 月 CPI 环比低于预期

第五轮关税整体规模小, 锂电池的规模和进口依赖度最高。拜登加征关税是作为其在选举年支撑美国企业和吸引工人的一部分。贸易冲突以来中国在美国进口和对外投资中所占份额不断下降, 收缩主要发生在“关税清单”领域。此轮关税整体规模占比小, 但是锂电池和钢铝出口所受影响较大, 且锂电池、汽车零部件等美国对中国的依赖度较高。

美国 4 月 CPI 环比低于预期。美国 4 月 CPI 同比 3.4%, 预期 3.4%, 前值 3.5%; CPI 环比 0.3%, 预期 0.4%, 前值 0.4%。核心 CPI 同比 3.6%, 预期 3.6%, 前值 3.8%; 核心 CPI 环比 0.3%, 预期 0.3%, 前值 0.4。整体 CPI 环比低于预期主因能源服务环比由正转负、二手车和卡车环比跌幅进一步扩大。

美国 4 月零售销售数据表现疲态, 低于预期。美国 4 月零售销售环比 0.0%, 预期 0.4%, 前值 0.7% 下修至 0.6%; 核心零售销售环比 0.2%, 预期 0.2%, 前值 1.1% 下修至 0.9%; 控制组 (纳入 GDP 计算) 环比 -0.3%, 预期 0.1%, 前值 1.1% 下修至 1.0%。美国 4 月零售销售同比下行主要受无店面零售、机动车及零件经销商收入等同比下行拉动。

### 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：2024 年，美国财政是否会“拖后腿”？	4
(一) 2024 美国财政收支：债务上限法案约束基本失效，收支均扩大，赤字或收敛	4
(二) 今年财政的总体作用：力度或不及去年，财政基调中性偏负面	6
(三) 今年财政结构特征：对消费的提振减弱，交通基建、能源类支出扩大	7
二、海外基本面&重要事件	10
(一) 美国流动性：市场定价美联储今年降息 1-2 次	10
(二) 美联储：谨慎和持续关注通胀趋势	11
(三) 第五轮 180 亿美元关税：锂电池的规模和进口依赖度最高	12
(四) 通胀：美国 4 月 CPI 环比低于预期；能源商品拉动 4 月 PPI 同比上行	14
(五) 消费：美国 4 月零售销售数据表现疲态，低于预期	16
风险提示	17

## 图表目录

图表 1：美国 2024 年财政收入或明显改善	4
图表 2：美国 TGA 余额今年 4 月税季明显上升	4
图表 3：美股年收益率领先美国个人所得税一年左右	4
图表 4：缴税推迟导致今年个税、企业所得税表现较好	4
图表 5：拜登政府今年以来不断提高支出计划	5
图表 6：今年美国财政利息支出增速最高	5
图表 7：预计 2024 年美国财政支出上升	5
图表 8：美国通胀回落，今年社保支出增速或下降	5
图表 9：2024 财年，美国赤字率、赤字规模或小幅回落	5
图表 10：今年美国基础赤字率或由 3.8% 降至 2.9%	5
图表 11：2024 财年，美国财政收支分项预测	6
图表 12：2024 财年收入增速或高于支出增速	6
图表 13：2023 年财政支出明显上升	6
图表 14：2023 年，财政对 GDP 的拉动率存在较高水平	6
图表 15：截至今年 4 月，美国财政脉冲及赤字率均回落	7
图表 16：今年美国财政脉冲或降至中性水平	7
图表 17：今年利息支出占比大幅上涨	7
图表 18：今年财政对 GDP 的贡献或减弱	7
图表 19：今年一月以来，美国个税拖累收入增长	8



图表 20: 财政对消费的贡献已大幅降低.....	8
图表 21: 美国财政中的交通类支出领先道琼斯运输业.....	8
图表 22: 今年美国自然资源及环境支出扩大.....	8
图表 23: 2024 年, 美国财政自主性支出分项预测.....	9
图表 24: 拜登的住房支持计划内容.....	9
图表 25: 美国住宅投资存在长期缺口.....	9
图表 26: 拜登民调落后于特朗普.....	10
图表 27: 摇摆州, 拜登民调均落后.....	10
图表 28: 美国流动性量价跟踪.....	10
图表 29: 美联储减持美债规模.....	11
图表 30: 美联储逆回购规模当周略降.....	11
图表 31: 截至 5 月 18 日, 美联储降息概率.....	11
图表 32: OIS 隐含 FFR 利率.....	11
图表 33: 美联储官员: 谨慎和持续关注通胀趋势.....	11
图表 34: 各轮关税清单涉及的 HS98 章 (第五轮推断).....	12
图表 35: 中美贸易的收缩主要发生在“关税清单”领域.....	12
图表 36: 第五轮提议加征关税情况.....	13
图表 37: 美国进口对中国影响.....	13
图表 38: 中美贸易的转移效应.....	13
图表 39: 第五轮提议加征关税情况(根据推断的 HS 编码计算).....	14
图表 40: 美国 List5 商品自中国进口规模.....	14
图表 41: 美国 List5 商品自其他地区进口规模.....	14
图表 42: 美国 4 月 CPI 同比、环比及其结构.....	15
图表 43: 核心商品继续通缩.....	15
图表 44: 核心服务环比继续下行.....	15
图表 45: 美国 4 月 PPI 同比、环比及其结构.....	16
图表 46: 美国 4 月 PPI 同比继续上行.....	16
图表 47: 大宗商品、贸易等拉动环比上行.....	16
图表 48: 美国 4 月零售销售数据表现疲态.....	16
图表 49: 零售销售同比序列.....	16
图表 50: 美国 4 月零售销售同比、环比及其结构.....	17
图表 51: 同比下行主要受无店面零售、机动车等拉动.....	17
图表 52: 环比下行主要受无店面零售、百货商店等拉动.....	17



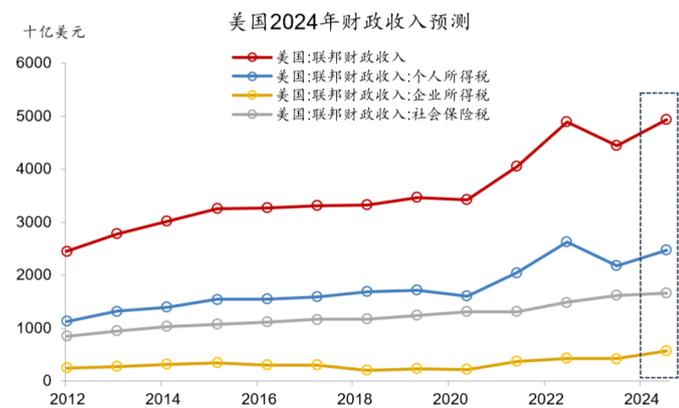
一季度，美国财政对 GDP 的正向拉动明显减弱。全年而言，财政是否会成为拖累？今年美国财政力度不及去年，立场中性偏紧，对消费的提振减弱，但交通基建、能源类支出扩大。后续需重点关注拜登会否继续推出新的支出计划。

## 一、热点思考：2024 年，美国财政是否会“拖后腿”？

### (一) 2024 美国财政收支：债务上限法案约束基本失效，收支均扩大，赤字或收敛

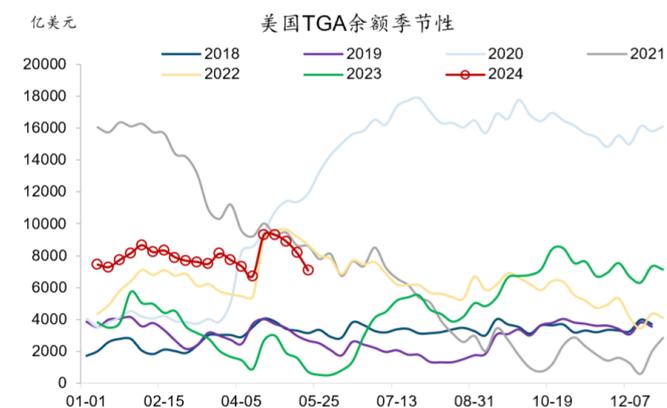
受益于股市上涨及去年纳税推迟，今年美国财政收入或明显好转。今年美国财政总收入预计上升至 4.9 万亿美元，增速约 11%，个人所得税收入预计由去年的 2.2 万亿升至 2.5 万亿，企业所得税预计由去年的 4200 亿提升至 5690 亿美元。今年财政收入改善主要有以下原因：其一，美国国税局将加州等受灾害影响地区的纳税申报延期至 2024 年，导致今年企业所得税、个人所得税均出现明显上涨。截至目前，企业所得税涨幅达 32%，TGA 余额在 4 月税季也出现大幅上升；其二，2023 年美股大幅上涨 40%，有望提振今年个人所得税，从历史上看，美股年度收益率领先美国个人所得税一年左右；其三，由于通胀回落，2024 年个税起征点涨幅低于去年。

图表1：美国 2024 年财政收入或明显改善



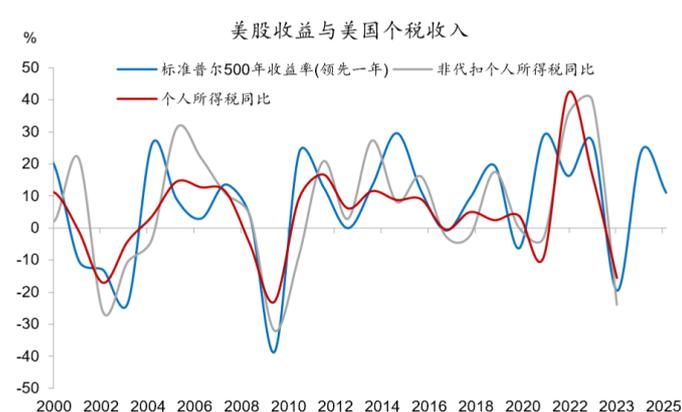
来源：Wind、国金证券研究所

图表2：美国 TGA 余额今年 4 月税季明显上升



来源：Wind、国金证券研究所

图表3：美股年收益率领先美国个人所得税一年左右



来源：Wind、国金证券研究所

图表4：缴税推迟导致今年个税、企业所得税表现较好

收入类别	年同比变化 截至FY24第二季度 (亿美元)	年同比增速 截至FY24第二季度 (%)	备注
代扣个人所得税	450	3%	代扣税和《联邦保险缴款法》(FICA) 税的增长归因于工资和就业的增加
非代扣个人所得税	340	12%	因自然灾害影响，加利福尼亚等州的纳税截止日期从2023延期至2024
企业所得税	510	32%	因自然灾害影响，加利福尼亚等州的纳税截止日期从2023延期至2024
个人退税	-260	-13%	个人退税的减少主要是由于 IRS 在 2023 年 1 月显著减少了积压的退税申请，这是一次性事件。此外，2024 年的退税季比 2023 年开始得更晚，导致财政年度早期处理的退税数量较少

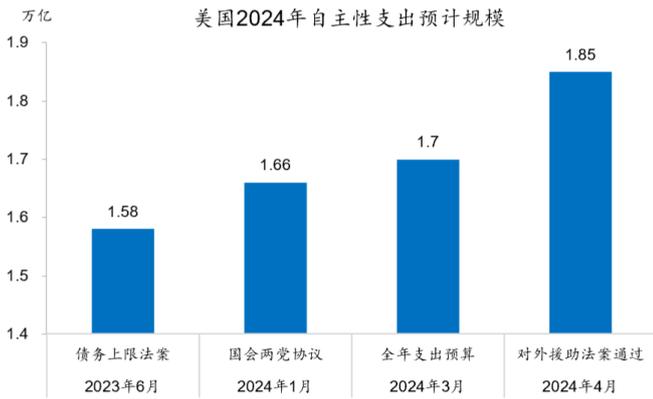
来源：US Department of the Treasury、国金证券研究所

今年美国财政支出规模或将扩张，债务上限法案的支出约束已基本失效。2023 年，美国债务上限法案规定今年的财政自主性支出上限为 1.58 万亿美元，现如今该约束已基本失效。今年以来，拜登政府通过握手协议、新增紧急支出的方式，绕过了 FRA 法案的约束，不断提高支出计划。今年 1 月初，国会两党领导人达成协议，将支出规模由 1.58 万亿提高至 1.66 万亿，3 月进一步提高至 1.7 万亿，4 月拜登新通过了 950 亿美元的对外援助法案，自主性支出规模已达到 1.85 万亿。

根据正式财政拨款及对外援助法案，预计 2024 年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。预计法定支出上升至 4.8 万亿，自主性支出为 1.85 万亿，各类支出中，利息支出增速最快，今年或达到 32%，去年为 39%。

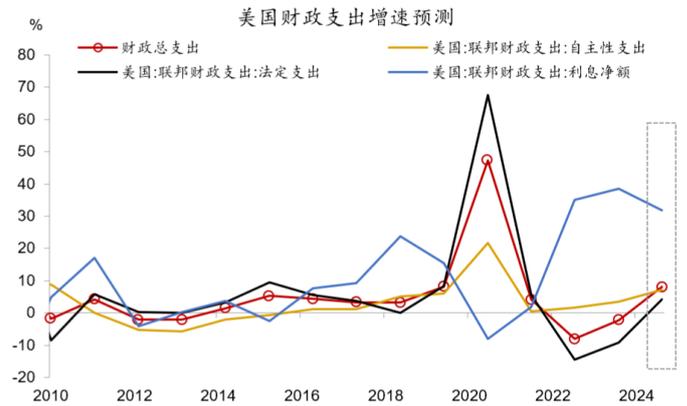


图表5: 拜登政府今年以来不断提高支出计划



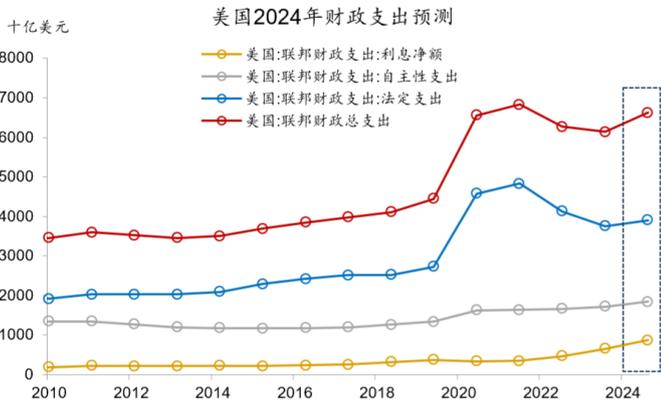
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表6: 今年美国财政利息支出增速最高



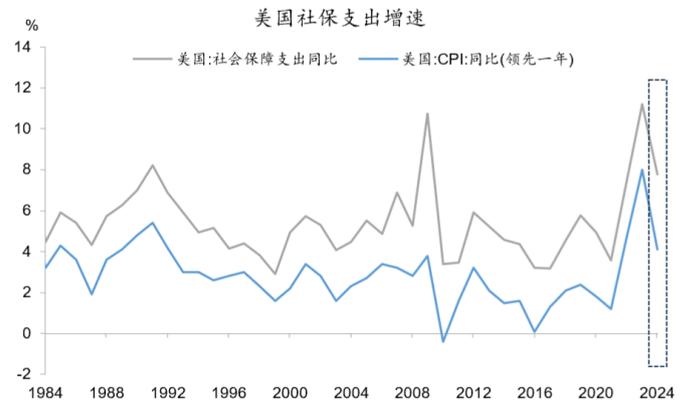
来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 预计 2024 年美国财政支出上升



来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 美国通胀回落, 今年社保支出增速或下降



来源: Wind、国金证券研究所

由于收入增速更高, 今年财政赤字率或有所收敛。赤字率预计由 6.3% 降至 5.9%, 基础赤字率预计由去年的 3.8% 降至 2.9%。今年美国财政收入改善幅度或好于支出端, 财政收入预计增长 11%, 财政支出增速预计为 8%。由于利息支出规模明显上涨, 由去年的 6600 亿美元上升至 8700 亿美元, 导致剔除利息支出后的基础赤字率下跌幅度更大, 较去年回落近一个点。今年总赤字规模预计为 1.69 万亿美元, 与去年基本持平, 基础赤字规模跌幅较大, 预计下跌 2140 亿至 8200 亿美元。

图表9: 2024 财年, 美国赤字率、赤字规模或小幅回落

图表10: 今年美国基础赤字率或由 3.8% 降至 2.9%



来源: Wind、国金证券研究所



来源: Wind、国金证券研究所



图表11: 2024 财年, 美国财政收支分项预测

财政项目 (单位: 十亿美元)	2021 实际	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

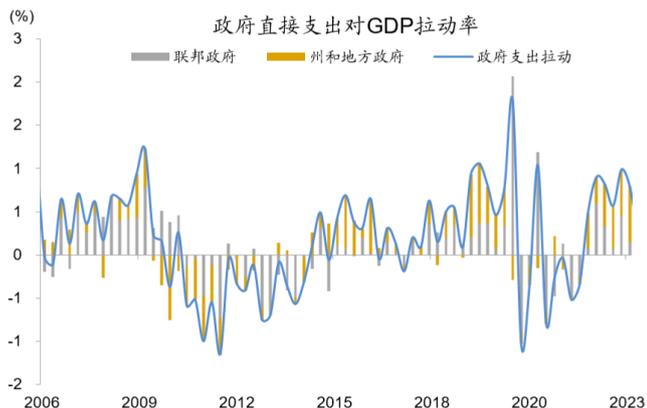


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 今年财政的总体作用: 力度或不及去年, 财政基调中性偏负面

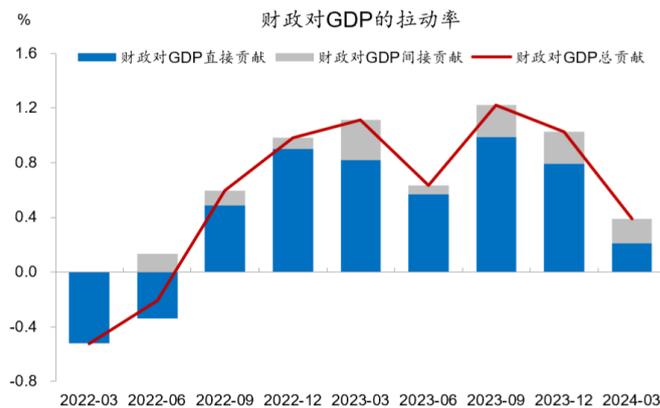
去年美国财政贡献了约 34% 的经济增速, 为近十年来的偏高水平。美国财政通过直接和间接两大渠道作用于经济, 其中直接渠道指政府消费与投资对经济直接构成的拉动作用, 间接渠道是指政府税收和转移支付对居民消费的拉动。去年美国 GDP 增速为 2.5%, 其中财政贡献了约 0.9%, 贡献率约 34%。直接渠道方面, 2023 年财政通过政府消费和投资平均每个季度拉动 GDP 环比增长 0.7 个点; 间接渠道方面, 财政平均每个季度拉动 GDP 环比增长 0.21 个点。去年财政对经济的贡献率, 是除 2020 年以外, 近十年来的偏高水平。

图表13: 2023 年财政支出明显上升



来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 2023 年, 财政对 GDP 的拉动率存在较高水平



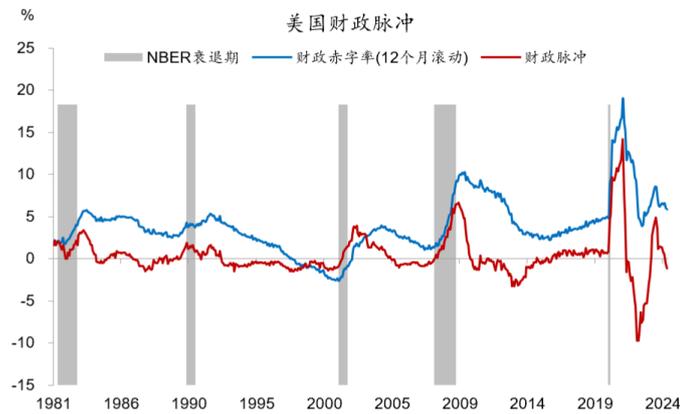
来源: Wind、国金证券研究所

今年财政支撑作用或降低, 财政基调中性偏负面。截至 4 月, 美国财政赤字率已由去年 6 月的 8.5% 降至 5.8%, 与全年 5.9% 的赤字率水平基本接近。美国财政脉冲领先财政赤字率, 反映了财政对经济的影响方向及大小, 截至今年 4 月, 财政脉冲已降至 -1.1%。从年度财政脉冲来看, 去年美国财政脉冲大幅上升, 今年预计将回落至 -0.04%, 表明财政对经济的影响或降至中性偏负面水平。

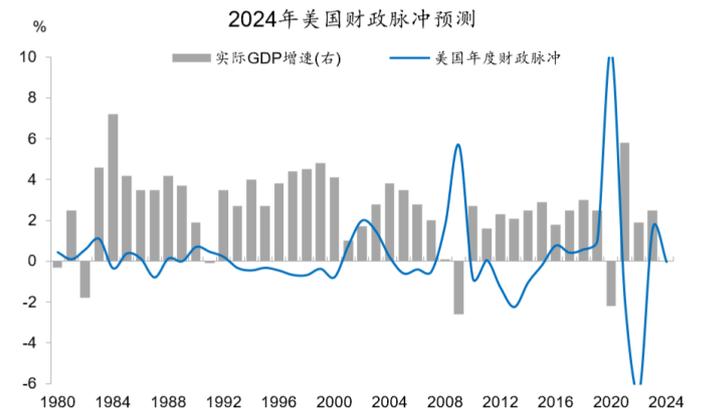


图表15: 截至今今年4月, 美国财政脉冲及赤字率均回落

图表16: 今年美国财政脉冲或降至中性水平



来源: Wind、国金证券研究所

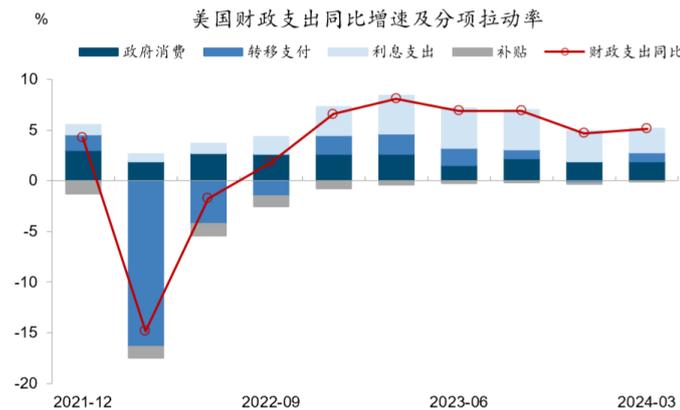


来源: Wind、国金证券研究所

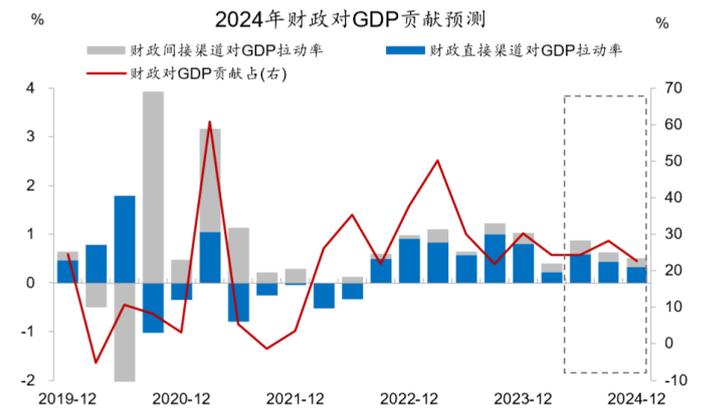
今年财政有效支出回落, 对 GDP 的贡献率或降至 25%。按照经济性质, 美国财政支出可分为政府消费支出、转移支付、利息支出以及补贴支出。利息支出由于不产生经济效益, 可被视为无效支出, 但当前利息支出已成为财政支出的主要拉动项。今年一季度财政支出同比 5.1%, 其中 2.4 个百分点由利息支出贡献, 考虑到全年利息支出增速和占比都将处于高位, 今年财政有效支出或延续回落, 预计全年财政对 GDP 的贡献率可能降至 25%。

图表17: 今年利息支出占比大幅上涨

图表18: 今年财政对 GDP 的贡献或减弱



来源: CEIC、国金证券研究所



来源: Wind、Blomberg、国金证券研究所

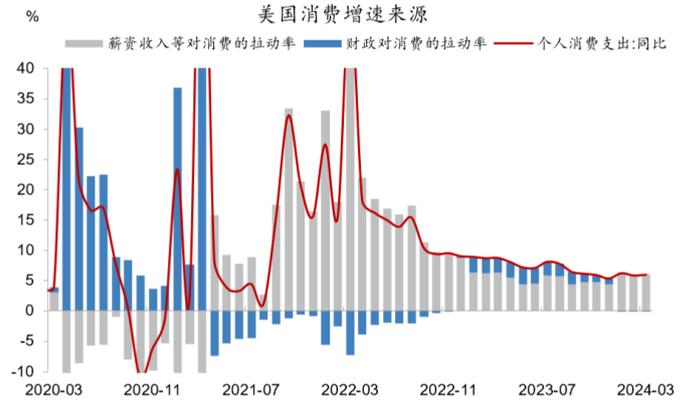
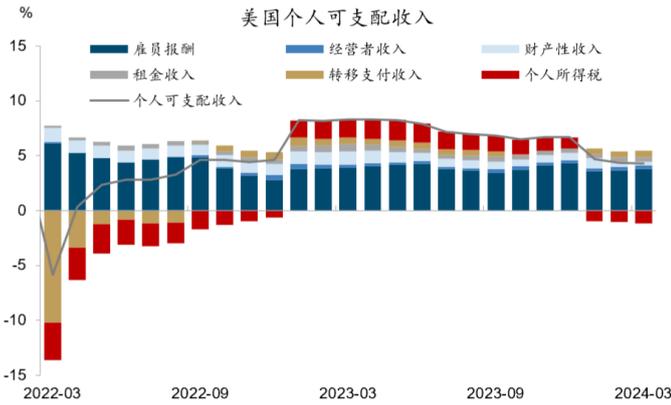
### (三) 今年财政结构特征: 对消费的提振减弱, 交通基建、能源类支出扩大

今年财政对美国居民消费的提振作用或将减弱。去年个人所得税扣减规模扩大, 个人所得税回落, 可支配收入扩大, 提振了美国消费。2023 年全年, 美国个人消费支出月均增速为 7.4%, 财政平均每月贡献了 2.1 个百分点。今年一月以来, 由于个税上涨, 美国居民可支配收入增速已下一台阶, 由去年的 6.7% 左右降至 4.7%, 导致财政对消费的贡献已降低, 今年前三个月, 财政平均拖累消费支出 0.12 个百分点, 较去年回落 2.2 个点。



图表19: 今年一月以来, 美国个税拖累收入增长

图表20: 财政对消费的贡献已大幅降低



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

但另一方面, 今年财政在交通运输、自然资源及环境领域的支出仍有扩张。今年 3 月 23 日, 美国政府临时支出法案到期, 美国国会顺利通过一揽子预算案, 政府关门得以避免, 至此, 美国 2024 年财政预算得以基本敲定。按照 12 个拨款小组的划分, 今年的财政支出中, 交通运输类、自然资源及环境类支出或明显增长, 交通类财政支出领先道琼斯运输业指数, 自然资源及环境财政支出则与美国清洁能源投资建造支出相关。

图表21: 美国财政中的交通类支出领先道琼斯运输业

图表22: 今年美国自然资源及环境支出扩大



来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所



图表23: 2024年, 美国财政自主性支出分项预测

财政自主性支出项目(单位: 百万美元)	类别	受FRA法定上限约束的支出									不受上限约束的紧急支出	合计
		受上限制约			对上限的调整					受上限约束的总支出		
		国防类支出	非国防类支出	合计	国防类支出	非国防类支出			野火扑救支出			
			紧急支出	紧急支出	救灾支出	稽查支出	野火扑救支出					
军事建设, 退伍军人事务	预算:	18,675.0	135,245.0	153,920.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	153,920.0	0.0	153,920.0
	预计支出:	15,350.0	139,081.0	154,431.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	154,431.0	0.0	154,431.0
农业	预算:	0.0	26,228.0	26,228.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	26,228.0	0.0	26,228.0
	预计支出:	0.0	28,493.0	28,493.0	0.0	36.0	0.0	0.0	0.0	28,529.0	0.0	28,529.0
商业, 司法, 科学	预算:	6,356.0	60,182.0	66,538.0	0.0	2,000.0	0.0	0.0	0.0	68,538.0	1,400.0	69,938.0
	预计支出:	6,361.0	79,292.0	85,653.0	0.0	1,061.0	0.0	0.0	0.0	86,714.0	246.0	86,960.0
能源和水资源	预算:	33,287.0	24,904.0	58,191.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	58,191.0	13,688.0	71,879.0
	预计支出:	31,491.0	32,511.0	64,002.0	0.0	0.0	1.0	0.0	0.0	64,003.0	519.0	64,522.0
内政与环境	预算:	0.0	38,550.0	38,550.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2,650.0	41,200.0	16,268.0	57,468.0
	预计支出:	0.0	47,495.0	47,495.0	0.0	0.0	0.0	0.0	910.0	48,405.0	1,341.0	49,746.0
交通运输, 住房与城市发展	预算:	362.0	89,122.0	89,484.0	0.0	8,000.0	0.0	0.0	0.0	97,484.0	36,811.0	134,295.0
	预计支出:	379.0	173,166.0	173,545.0	0.0	6,590.0	0.0	0.0	0.0	180,135.0	728.0	180,863.0
国防	预算:	824,298.0	187.0	824,485.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	824,485.0	0.0	824,485.0
	预计支出:	785,513.0	176.0	785,689.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	785,689.0	0.0	785,689.0
金融服务	预算:	45.0	13,689.0	13,734.0	0.0	0.0	143.0	0.0	0.0	13,877.0	1.0	13,878.0
	预计支出:	43.0	30,734.0	30,777.0	0.0	0.0	110.0	0.0	0.0	30,887.0	5.0	30,892.0
国土安全	预算:	3,326.0	58,514.0	61,840.0	0.0	0.0	20,261.0	0.0	0.0	82,101.0	1,320.0	83,421.0
	预计支出:	3,381.0	80,026.0	83,407.0	0.0	0.0	1,216.0	0.0	0.0	84,623.0	35.0	84,658.0
劳工, 卫生与公共服务, 教育	预算:	0.0	194,434.0	194,434.0	0.0	0.0	0.0	2,447.0	0.0	196,881.0	495.0	197,376.0
	预计支出:	0.0	253,035.0	253,035.0	0.0	0.0	0.0	1,974.0	0.0	255,009.0	82.0	255,091.0
立法机关	预算:	0.0	6,750.0	6,750.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6,750.0	0.0	6,750.0
	预计支出:	0.0	6,650.0	6,650.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6,650.0	0.0	6,650.0
国务院, 外交行动	预算:	0.0	55,846.0	55,846.0	0.0	2,500.0	0.0	0.0	0.0	58,346.0	1,000.0	59,346.0
	预计支出:	0.0	63,612.0	63,612.0	0.0	1,350.0	0.0	0.0	0.0	64,962.0	200.0	65,162.0
合计	预算:	886,349.0	703,651.0	1,590,000.0	0.0	12,500.0	20,404.0	2,447.0	2,650.0	1,628,001.0	70,983.0	1,698,984.0
	预计支出:	842,518.0	934,271.0	1,776,789.0	0.0	9,037.0	1,327.0	1,974.0	910.0	1,790,037.0	3,156.0	1,793,193.0

来源: CBO、国金证券研究所

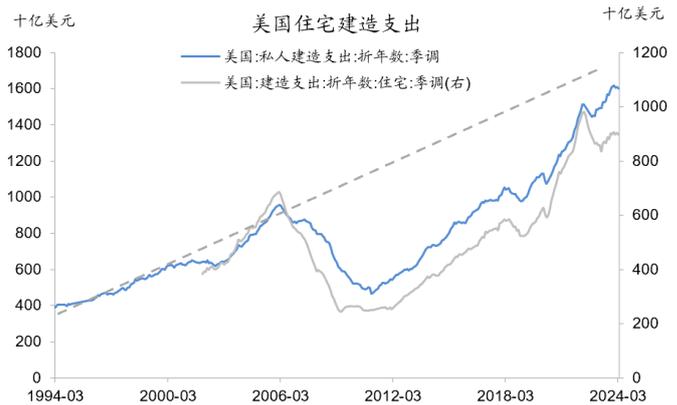
后续的不确定性在于, 拜登或继续推出新的支出计划。今年大选, 拜登民调支持率始终处于劣势地位, 截至5月17日, 特朗普支持率46%, 拜登44.9%, 特朗普支持率领先一个百分点, 且在摇摆州, 拜登民调均落后于特朗普。拜登为扩大支持率, 不断推出新的财政支出规划, 截至5月, 拜登已公开提出了住房支持计划及学生贷款减免计划, 其中住房支持计划涉及金额达200亿美元, 虽未正式实施, 但后续仍需关注美国财政扩张的可能性。

图表24: 拜登的住房支持计划内容

类别	措施	具体内容	涉及金额或数量
供给端	增加住房供应	建造和翻新超过200万套住房, 包括使用低收入住房税收抵免(LIHTC)建造或维护120万套可负担租赁单元	200万套住房
	商业地产改造为住宅用途	提出新的社区房产税减免, 以建造或翻新40万套初租住房	40万套住房
	住房建设创新基金	拨款200亿美元的竞争性拨款基金, 支持社区建设更多住房, 并降低租金和购房成本	200亿美元
需求端	改善住房负担能力	提供每年5000美元的首次购房者税收抵免, 为期两年	每年5000美元/首次购房者
		向出售初租住房的中产家庭提供一次性最高1万美元的税收抵免, 但买家必须是另一名业主而非投资者	1万美元
	降低购房和持有房屋的成本	提供最高2.5万美元的首付款援助, 专门针对第一代购房者 发布新的指导意见, 使部分再融资贷款无需支付标题保险, 节省1500美元的交易成本 消费者金融保护局(CFPB)将制定规则, 减少购房者和房东在交易过程中支付的不公平成本	2.5万美元 1500美元

来源: White House、国金证券研究所

图表25: 美国住宅投资存在长期缺口

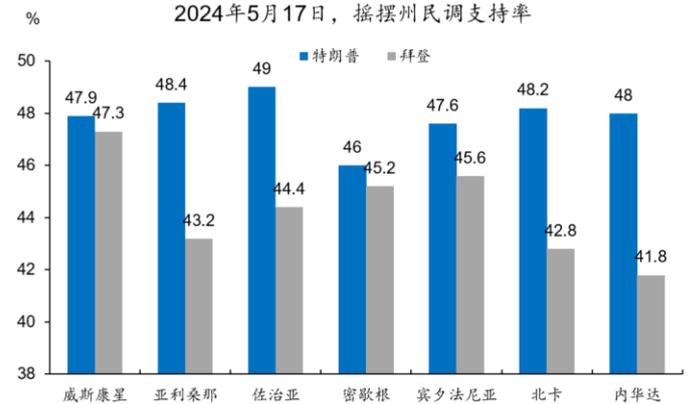
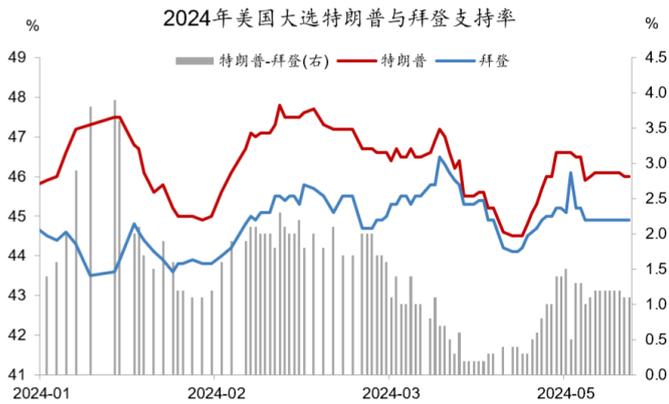


来源: Wind、国金证券研究所



图表26: 拜登民调落后于特朗普

图表27: 摇摆州, 拜登民调均落后



来源: RCP、国金证券研究所

来源: RCP、国金证券研究所

## 二、海外基本面&重要事件

### (一) 美国流动性: 市场定价美联储今年降息 1-2 次

5月15日当周, 美联储总资产规模略降 490 亿美元, 美联储 BTFP 工具使用量略降。负债端, 逆回购规模下降 280 亿美元, 准备金规模上升 860 亿美元, TGA 存款下降 1110 亿美元。货币市场基金规模上升 160 亿美元。5月8日当周, 美国商业银行存款下降 700 亿美元, 大型银行存款下降 840 亿美元。CME FedWatch 显示, 截至 5 月 18 日, 市场定价美联储今年降息 2 次(降息时点为 9、12 月, 概率分别为 49%、36%)。

图表28: 美国流动性量价跟踪

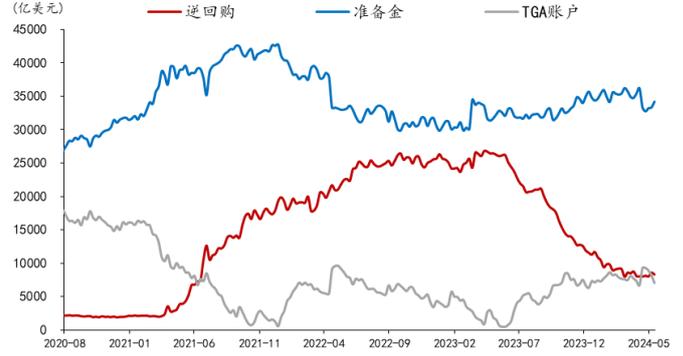
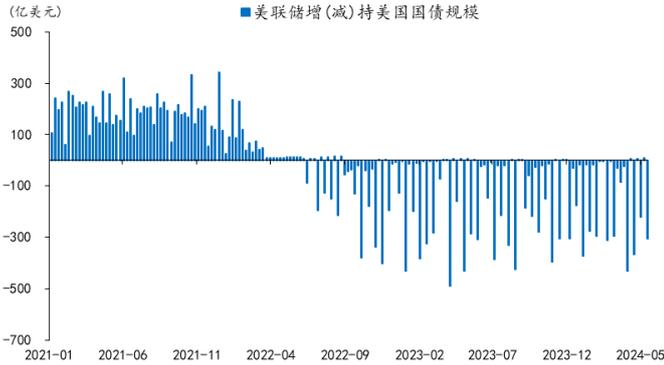
美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	05-15	05-08	05-01	04-24	04-17	04-10	04-03	
流动性数量型指标	<b>美联储</b>										
	总资产	十亿美元	↓ -49	7304.3	7353.4	7362.5	7402.4	7405.5	7438.2	7439.6	
	其他贷款	十亿美元	↓ -3	118.9	121.8	133.9	135.7	137.3	134.4	139.0	
	一级信贷	十亿美元	↑ 0.2	6.4	6.2	6.8	7.0	8.6	5.1	5.5	
	银行定期融资计划	十亿美元	↓ -3	109.6	112.7	124.1	125.5	125.7	126.3	130.5	
	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	↓ -28	827.2	855.0	798.1	809.3	795.6	799.2	801.6	
	准备金	十亿美元	↑ 86	3416.4	3330.7	3317.0	3271.7	3329.5	3615.7	3541.2	
	TGA	十亿美元	↓ -111	706.1	816.8	890.4	929.4	929.9	672.5	732.8	
	<b>商业银行</b>										
	现金	十亿美元	↑ 56		3349.2	3293.5	3306.7	3345.5	3611.9	3508.1	
	消费贷	十亿美元	↓ -5		1889.8	1894.3	1896.0	1889.7	1886.1	1886.6	
	住房贷款	十亿美元	↑ 3		2588.3	2585.7	2586.5	2584.1	2582.3	2579.2	
商业地产贷款	十亿美元	↑ 2		2997.3	2994.9	2993.9	2991.4	2990.6	2988.2		
工商业贷款	十亿美元	↓ -11		2791.1	2802.6	2783.6	2780.9	2769.9	2780.4		
存款	十亿美元	↓ -70		17452.3	17522.5	17446.6	17471.5	17728.0	17713.7		
大银行存款	十亿美元	↓ -84		10761.0	10844.8	10790.5	10797.8	10986.2	11010.0		
小银行存款	十亿美元	↑ 3		5355.9	5352.7	5335.7	5365.6	5418.8	5406.9		
<b>货币市场基金</b>	十亿美元	↑ 16		6048.6	6032.2	6001.1	5977.5	5968.4	6080.4	6111.8	
流动性价格型指标	<b>隔夜融资市场</b>										
	SOFR-IORB	BP	→ 0.0	-9.0	-9.0	-8.0	-9.0	-9.0	-9.0	-8.0	
	EFFR-IORB	BP	→ 0.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	-7.0	
	<b>美元融资市场</b>										
	TED利差	BP	↑ 0.4	14.1	13.7	13.4	12.6	13.8	11.1	14.8	
	<b>票据与信用债市场</b>										
	Master企业债利差	BP	↑ 1.0	90.0	89.0	91.0	92.0	95.0	89.0	92.0	
	票据利差	BP	↓ -7.0	2.0	9.0	8.0	8.0	21.0	8.0	17.0	
	<b>离岸市场</b>										
	欧元兑美元互换基差	BP	↑ 0.9	-3.0	-3.9	-3.6	-4.5	-4.5	-3.5	-3.5	
日元兑美元互换基差	BP	↓ -0.5	-25.6	-25.1	-25.3	-28.4	-25.3	-25.9	-24.0		

来源: FRED、Bloomberg、WIND、国金证券研究所



图表29: 美联储减持美债规模

图表30: 美联储逆回购规模当周略降



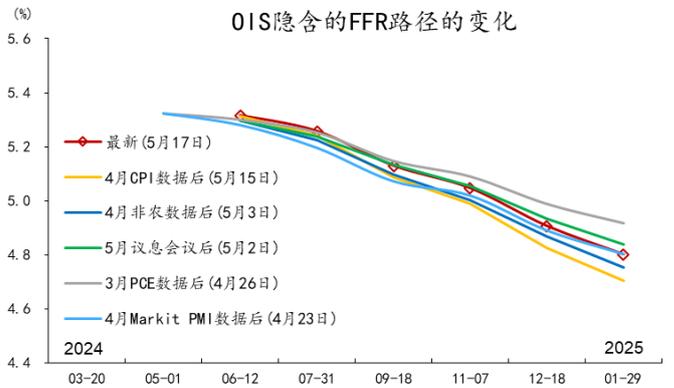
来源: WIND、国金证券研究所

来源: WIND、国金证券研究所

图表31: 截至5月18日, 美联储降息概率

图表32: OIS 隐含FFR利率

区间/日期	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12	25-01	25-03	25-04
525-550	91	70	35	23	10	6	3	2
500-525	9	28	49	44	32	24	14	10
475-500	0	2	15	27	36	35	29	23
450-475	0	0	1	6	17	25	30	30
425-450	0	0	0	0	3	9	18	23
400-425	0	0	0	0	0	2	6	10
375-400	0	0	0	0	0	0	1	3
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0



来源: FedWatch、国金证券研究所

来源: Bloomberg、国金证券研究所

## (二) 美联储: 谨慎和持续关注通胀趋势

美联储官员们近期的发言反映出一种谨慎和持续关注通胀趋势的态度。鲍威尔主席和多数官员强调在当前高通胀环境下, 维持高利率是必要的, 同时不急于考虑进一步加息。梅斯特、施密德和博斯蒂克等官员显示出较为鹰派的立场, 主张保持现有的紧缩政策以确保通胀回归目标, 而古尔斯基则表现出较为中性偏鸽派的态度, 对通胀的改善持乐观看法。

图表33: 美联储官员: 谨慎和持续关注通胀趋势

官员名称	职位	演讲主题	发言内容	发言时间(美国时间)	态度倾向
主席鲍威尔	主席	发表讲话	美联储需要保持耐心, 等待更多证据表明高利率正在抑制通胀、通胀继续降温, 因此需要在更长时间内保持利率在高位。他强调, 美联储的下一步行动不太可能是加息。	2024年5月14日	中性
梅斯特	2024年FOMC票委, 克利夫兰联储主席	发表讲话	现在断言通胀将逆转为时过早。在制定利率路径之前, 美联储处于研究经济的“非常有利的位置”。美联储维持利率不变是适当的, 因为其在等待价格压力进一步缓解的证据。我不急于考虑加息。	2024年5月14日	中性
施密德	2025年FOMC票委, 堪萨斯联储主席	发表讲话	美联储的政策目前处于正确位置, 并强调持续警惕和保持灵活性的重要性。尽管通胀预期相对较低且稳定, 但通胀仍然过高, 美联储还有更多工作要做。利率可能会在一段时间内保持高位, 并且劳动力市场已从历史高位回落。美联储必须预防通胀根深蒂固, 并且供应增加使抗击通胀的工作变得更容易。低利率环境“不一定”会回归。	2024年5月14日	鹰派
卡什卡利	2026年FOMC票委, 明尼阿波利斯联储主席	发表讲话	美国人的消费能力超出预期, 住房市场比预期更具韧性。美联储可能需要将利率在当前水平再维持一段时间, 以弄清通胀的走向。美联储致力于实现2%的通胀目标。	2024年5月15日	中性
古尔斯基	2025年FOMC票委, 芝加哥联储主席	发表讲话	我仍然持乐观态度, 我所看到的证据是, 房价通胀将大幅下降。通胀走势将取决于住房市场。通胀仍有改善空间。	2024年5月15日	鸽派
梅斯特	2024年FOMC票委, 克利夫兰联储主席	发表讲话	通胀目标面临的风险上升, 供应端今年对通胀帮助不大。当前的紧缩政策有助于降低通胀, 但需要更长时间才能达到2%的目标。强劲的经济和就业市场减少了美联储维持政策不变的风险。	2024年5月17日	鹰派
博斯蒂克	2024年FOMC票委, 亚特兰大联储主席	发表讲话	对四月份通胀进展感到满意, 但强调美联储尚未达到目标。美联储必须保持耐心和警惕, 经济中仍存在大量定价压力。年底前降息可能是合适的, 但没有任何确定的计划。美国经济依然具有韧性且强劲, 不认为会出现衰退。	2024年5月17日	鹰派

来源: 金十数据、国金证券研究所



### (三) 第五轮 180 亿美元关税：锂电池的规模和进口依赖度最高

2024 年 5 月 14 日，拜登总统指示他的贸易代表根据 1974 年贸易法第 301 条对来自中国的 180 亿美元进口商品提高关税，以保护美国工人和企业。重点针对美国正在进行历史性投资以创造和维持高薪工作的领域，如钢铁和铝、半导体、电动汽车、电池、关键矿产、太阳能电池板、港口起重机和医疗产品等。拜登提高关税的原因之一是作为其在选举年支撑美国企业和吸引工人的一系列措施的一部分。

中国在美国进口和对外投资中所占份额不断下降。2018 年中美贸易冲突以来，数据显示 301 条款关税降低了中国在美国进口中的市场份额：中国在美国进口中的总体份额从 2018 年 6 月的 21.6% 稳步下降至 2024 年 1 月的 13.8%，这是自 2005 年 4 月以来的最低水平。

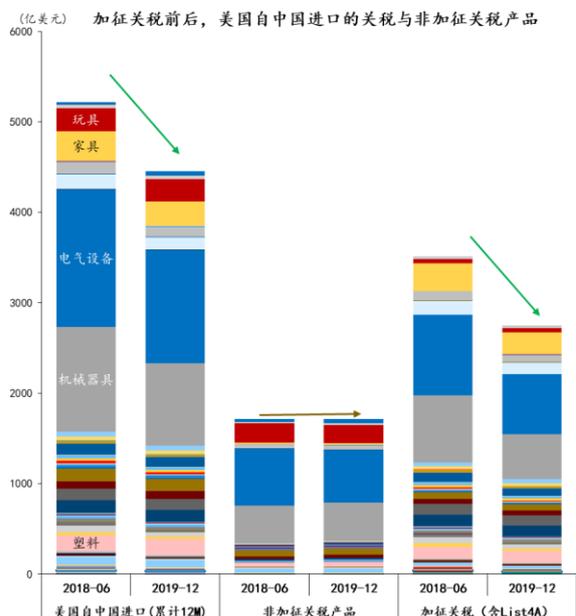
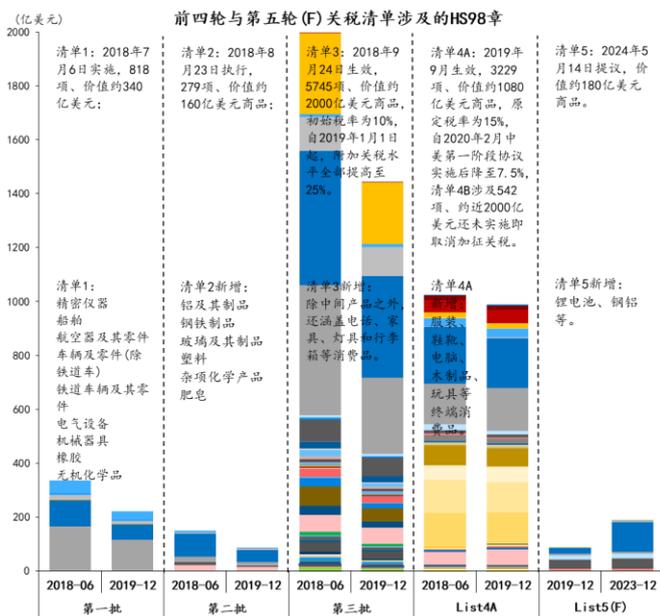
中美双边贸易的收缩主要发生在“关税清单”领域，且征收关税越高的商品贸易金额下降幅度更大。美国先后对中国出口的商品加征过三轮 25% 关税和第四轮 7.5% 关税，加征关税前后，美国自中国进口的非关税商品的规模变化甚微，而关税商品的规模却大幅下降。而且清单 1-3 产品（征收 25% 关税）相比于清单 4A 产品（征收 7.5% 关税）的下降幅度更大。

中美经贸关系“藕断丝连”，中美双边贸易所表现出来的“脱钩”，实际上只是发生了转移。从贸易差额来看，贸易冲突之后，美国对其他地区的贸易逆差与中国对其他地区的贸易顺差同步走扩。从美国进口和中国出口来看，贸易冲突之后，美国从其他地区进口和中国对其他地区出口走势一致。关税的激增虽然使得美国自中国进口减少，但是中国能够通过对其他地区出口来完全弥补损失。

此次第五轮 180 亿美元关税商品整体规模占比小，但是锂电池和钢铝出口所受影响较大。2023 年美国自中国进口 4272 亿美元（美国普查局数据），180 亿美元占比 4.2%。根据第五轮加征关税情况，可以推断此轮关税涉及的细分商品的 10 位 HS 编码，数据显示：180 亿美元规模中锂电池规模最大、为 107.8 亿美元，其次是钢铁和铝、为 62.3 亿美元，其余商品规模较小。从美国对中国的依赖度（中国在美国进口中所占份额）来看，此轮关税商品中锂电池、电池零部件、天然石墨永磁体和关键矿产依赖度较高。

图表34：各轮关税清单涉及的HS98章（第五轮推断）

图表35：中美贸易的收缩主要发生在“关税清单”领域



来源：USTR、U.S. Census、国金证券研究所

来源：U.S. Census、国金证券研究所

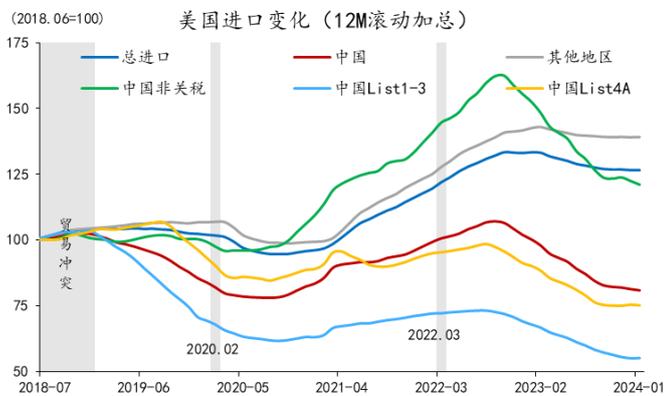


图表36: 第五轮提议加征关税情况

第五轮提议加征关税商品	此前加征关税	本轮提议加征关税(提高至)	加征时间	相比于前四批关税清单	2023年自中国进口(亿美元)	细分项HS编码(根据加征关税情况推断)
钢铁和铝	0-7.5%	25%	2024年	新征+提高	62.28	HS72, HS73, HS76除前三批25%关税之外; 8486.20.00, 8486.40.00, 8523.59.00,
半导体	25%	50%	2025年(1年缓冲期)	提高	4.65	8541.10.00, 8541.40.95, 8541.50.00, 9031.41.00;
电动汽车(EV)	25%	100%	2024年	提高	3.97	8702.20.31, 8702.20.61, 8702.30.31, 8702.30.61, 8702.40.31, 8702.40.61, 8703.40.00, 8703.50.00, 8703.60.00, 8703.70.00, 8703.80.00, 8709.11.00;
电动汽车锂离子电池 非电动汽车锂离子电池	7.50%	25%	2024年 2026年(2年缓冲期)	提高 提高	107.79	8507.60.00;
电池零部件	7.50%	25%	2024年	提高	3.55	8433.11.00, 8507.90.40, 8536.90.60, 9101.19.40, 9101.91.80, 9101.99.80, 9102.91.40, 9102.91.80, 9103.10.80, 9108.11.80, 9108.19.40, 9108.19.80, 9109.10.20, 9109.10.40, 9109.10.50, 9109.10.80;
天然石墨和永磁体	0%	25%	2026年(2年缓冲期)	新征	1.39	2504.10.10, 2504.10.50, 2504.90.00, 6815.10.00, 6815.19.00;
其他某些关键矿产	0%	25%	2024年	新征	0.18	2530.90.00, 2530.90.80, 2710.00.45, 2710.11.90, 3102.90.00, 3103.90.00, 3104.90.00;
太阳能电池(无论是否组装成组件)	25%	50%	2024年	提高	0.12	8541.40.60, 8541.42.00, 8541.43.00;
港口起重机	0%	25%	2024年	新征	0.03	8426.11.00, 8426.20.00;
注射器和针头	0%	50%	2024年	新征	2.00	9018.31.00, 9018.32.00;
个人防护装备(PPE), 包括某些呼吸器和口罩	0-7.5%	25%	2024年	新征+提高	0.68	3926.90.99, 4818.90.00, 6307.90.98, 9020.00.60, 9020.00.90, 6307.90.98;
橡胶医疗和外科手术手套	7.50%	25%	2026年(2年缓冲期)	提高	0.00	4015.19.05.
加总					186.63	

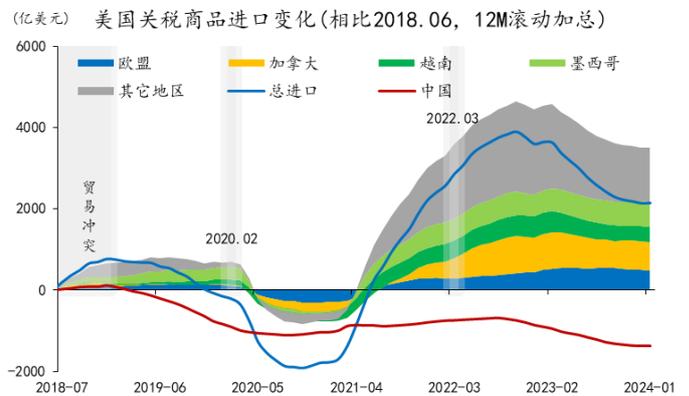
来源: USTR、U.S. Census、国金证券研究所;注:第五轮关税涉及商品的细项根据加征关税情况推断HS编码。

图表37: 美国进口对中国影响



来源: U.S. Census、国金证券研究所

图表38: 中美贸易的转移效应



来源: U.S. Census、国金证券研究所

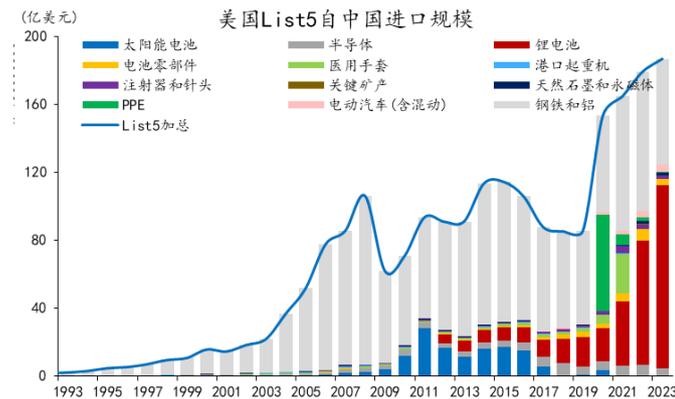


图表39: 第五轮提议加征关税情况(根据推断的HS编码计算)

商品	2023年总进口 (亿美元)	自中国进口 (亿美元) (↓)	自其他地区进口 (亿美元)	自中国进口	自其他地区进口
锂电池	150.33	107.79	42.54	71.70%	28.30%
钢铁和铝	624.21	62.28	561.93	9.98%	90.02%
半导体	70.89	4.65	66.24	6.55%	93.45%
电动汽车(含混动)	435.10	3.97	431.13	0.91%	99.09%
电池零部件	6.70	3.55	3.15	52.92%	47.08%
注射器和针头	20.20	2.00	18.21	9.88%	90.12%
天然石墨和永磁体	3.52	1.39	2.13	39.55%	60.45%
PPE	4.28	0.68	3.60	15.90%	84.10%
关键矿产	0.72	0.18	0.54	24.68%	75.32%
太阳能电池	193.29	0.12	193.17	0.06%	99.94%
港口起重机	1.97	0.03	1.94	1.66%	98.34%
医用手套	0.00	0.00	0.00	0.00%	0.00%
List5加总	1511.22	186.63	1324.58	12.35%	87.65%

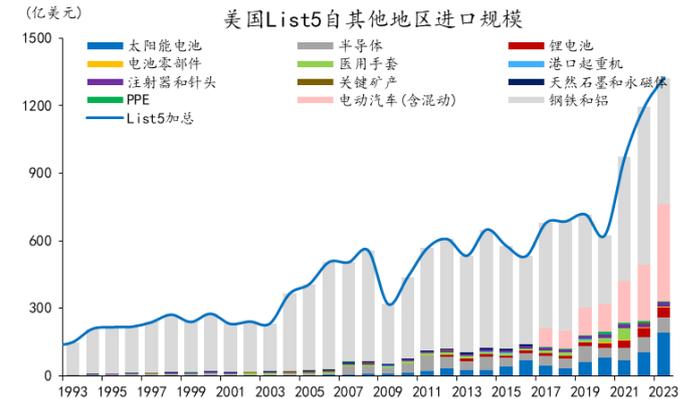
来源: U. S. Census、国金证券研究所

图表40: 美国List5商品自中国进口规模



来源: U. S. Census、国金证券研究所

图表41: 美国List5商品自其他地区进口规模



来源: U. S. Census、国金证券研究所

#### (四) 通胀: 美国4月CPI环比低于预期; 能源商品拉动4月PPI同比上行

美国4月CPI(季调后,下同)同比3.4%,预期3.4%,前值3.5%;CPI环比0.3%,预期0.4%,前值0.4%。扣除食品和能源后,核心CPI同比3.6%,预期3.6%,前值3.8%;核心CPI环比0.3%,预期0.3%,前值0.4%。整体CPI环比低于预期主因能源服务环比由正转负、二手车和卡车环比跌幅进一步扩大。

美国4月PPI同比2.2%,预期2.2%,前值2.1%下修至1.8%,为2023年5月以来最大增幅;环比0.5%,预期0.3%,前值0.2%下修至-0.1%。扣除食品和能源商品后,核心PPI同比2.4%,预期2.4%,前值2.4%下修至2.1%,连续4个月加快增长;环比0.5%,预期0.2%,前值0.2%下修至-0.1%。回升主要是因为3月数据下修,所以环比高于预期;主要支撑项是大宗商品价格和贸易。

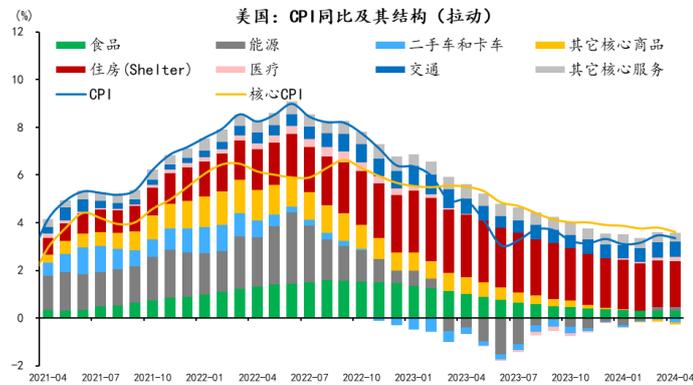


图表42: 美国4月CPI同比、环比及其结构

CPI分级	支出项目	权重(%)	预期值	季调_同比(%)						季调_环比(%)						
				24-04	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	预期值	24-04	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11
整体	CPI	100.0	3.4 →	3.4	3.5	3.2	3.1	3.3	3.1	0.4 ↓	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	0.2
核心	核心CPI	79.7	3.6 →	3.6	3.8	3.8	3.9	3.9	4.0	0.3 →	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
I	食品	13.4		2.2	2.2	2.2	2.6	2.7	2.9		0.0	0.1	0.0	0.4	0.2	0.2
I	能源	6.9		2.5	2.1	-1.7	-4.3	-1.8	-5.3		1.1	1.1	2.3	-0.9	-0.2	-1.6
II	能源商品	3.8		1.1	0.9	-4.1	-6.8	-2.6	-9.6		2.7	1.5	3.6	-3.2	-0.7	-3.8
II	能源服务	3.1		3.5	3.1	0.5	-1.8	-0.9	0.0		-0.7	0.7	0.8	1.4	0.3	1.0
I	核心商品(即商品, 扣除食品和能源商品)	18.7		-1.2	-0.7	-0.3	-0.3	0.1	0.0		-0.1	-0.2	0.1	-0.3	-0.1	-0.2
II	服装	2.6		1.4	0.4	0.0	0.0	1.2	1.4		1.2	0.7	0.6	-0.7	0.0	-0.6
II	新车	3.6		-0.4	-0.1	0.4	0.7	1.0	1.4		-0.4	-0.2	-0.1	0.0	0.2	0.0
II	二手车和卡车	1.9		-6.3	-1.9	-1.4	-3.3	-1.3	-3.7		-1.4	-1.1	0.5	-3.4	0.6	1.4
II	医疗商品	1.5		2.5	2.5	2.9	3.0	4.7	5.0		0.4	0.2	0.1	-0.6	-0.1	0.5
II	酒精饮料	0.8		2.0	2.4	2.4	2.3	2.5	2.9		0.1	0.1	0.0	0.3	0.1	-0.1
II	烟草和香烟产品	0.5		6.7	6.8	7.1	7.4	7.8	7.7		0.0	0.4	0.8	0.3	-0.1	1.1
II	其它核心商品	7.7		-2.2	-2.1	-1.7	-1.2	-1.7	-1.1		-0.2	-0.3	-0.1	0.5	-0.4	-0.9
I	核心服务(服务, 扣除能源服务)	61.0		5.3	5.4	5.2	5.4	5.3	5.5		0.4	0.5	0.5	0.7	0.4	0.5
II	住所(Shelter)	36.2		5.5	5.6	5.8	6.1	6.2	6.5		0.4	0.4	0.4	0.6	0.4	0.4
III	主要住所租金	7.6		5.4	5.7	5.8	6.1	6.5	6.9		0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
III	业主等值房租	26.6		5.8	5.9	6.0	6.2	6.3	6.7		0.4	0.4	0.4	0.6	0.4	0.5
II	医疗服务	6.5		2.7	2.1	1.1	0.6	-0.5	-0.9		0.4	0.6	-0.1	0.7	0.5	0.5
III	医师服务	1.8		0.9	0.7	0.4	0.1	-0.6	-0.7		0.1	0.1	-0.2	0.6	0.2	0.6
III	医院服务	2.0		7.7	7.5	6.1	6.7	5.5	6.3		0.6	1.0	-0.6	1.6	0.5	0.1
II	交通	6.5		11.1	10.7	10.0	9.7	9.6	10.1		0.9	1.5	1.4	1.0	0.1	1.0
III	机动车维护与修理	1.2		7.6	8.2	6.7	6.5	7.1	8.5		0.0	1.7	0.4	0.8	-0.3	0.3
III	机动车保险	2.9		22.6	22.2	20.6	20.6	20.3	19.2		1.8	2.6	0.9	1.4	1.7	1.2
III	机票	0.8		-5.8	-7.1	-6.1	-6.4	-9.4	-12.2		-0.8	-0.4	3.6	1.4	0.9	-0.2
III	其它核心服务	11.8		3.2	3.7	3.6	4.0	4.0	3.9		0.3	0.3	0.3	0.6	0.4	0.2

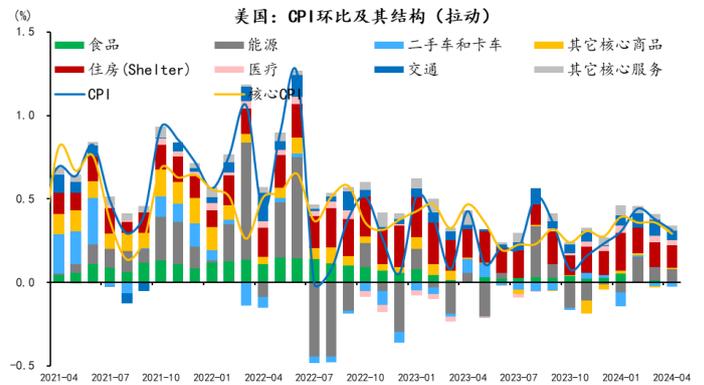
来源: CEIC、国金证券研究所

图表43: 核心商品继续通缩



来源: CEIC、国金证券研究所

图表44: 核心服务环比继续下行



来源: CEIC、国金证券研究所

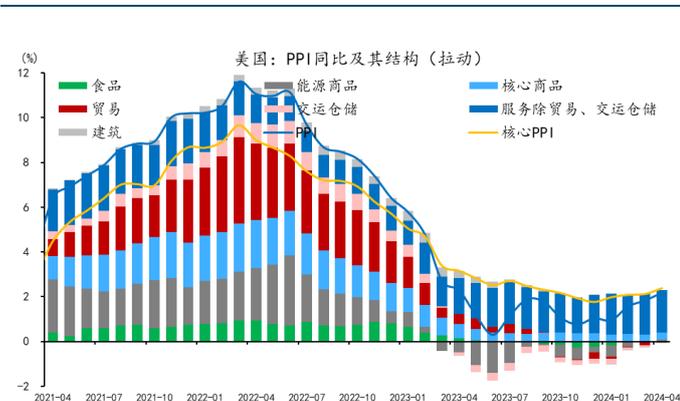


图表45: 美国4月PPI同比、环比及其结构

PPI分级	支出项目	权重(%)	预期值	季调_同比(%)						季调_环比(%)						
				24-04	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11	预期值	24-04	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11
整体	PPI	100.0	2.2 →	2.2	1.8	1.6	1.0	1.0	0.8	0.3 ↑	0.5	-0.1	0.6	0.3	-0.1	0.1
核心	核心PPI	88.9	2.4 →	2.4	2.1	2.1	2.0	1.8	1.9	0.2 ↑	0.5	-0.1	0.3	0.5	0.0	0.2
I	商品	30.1		1.3	0.8	0.1	-1.6	-0.3	-1.5		0.4	-0.2	1.1	-0.1	-0.1	-0.2
II	食品	5.6		0.5	0.5	0.4	-3.0	-4.0	-4.7		-0.7	0.4	1.0	-0.3	0.0	0.7
II	能源商品	5.5		1.0	-1.0	-4.4	-9.4	-4.0	-9.2		2.0	-1.3	3.8	-1.2	-0.8	-2.0
II	核心商品	19.0		1.6	1.5	1.6	1.5	1.9	2.0		0.3	0.0	0.4	0.2	0.1	0.1
III	非耐用品	3.5		2.4	2.4	2.6	2.8	3.5	3.4		0.1	0.0	0.5	0.1	0.1	0.3
III	耐用品	2.3		1.1	1.0	0.8	0.9	1.1	1.5		0.1	0.3	0.1	0.2	0.0	0.2
I	服务	67.2		2.7	2.4	2.4	2.2	1.8	2.0		0.6	-0.1	0.4	0.5	-0.1	0.2
II	贸易	19.3		-0.3	-0.5	-0.1	-0.5	-1.5	-0.1		0.8	-1.0	0.3	0.1	-1.2	0.4
II	交运仓储	4.9		0.3	-1.3	-2.2	-4.0	-4.3	-4.2		-0.6	0.2	1.3	-0.2	-0.2	-0.2
II	服务除贸易、交运仓储	43.0		4.4	4.2	4.1	4.3	4.1	3.7		0.6	0.3	0.3	0.8	0.5	0.1
I	建筑	2.7		-0.8	-1.1	-1.1	-1.1	0.5	0.5		0.1	0.1	0.0	0.3	0.0	-0.2
II	私人投资	1.8		-1.0	-1.2	-1.2	-1.2	0.5	0.5		0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	-0.2
II	政府	0.8		-0.5	-1.0	-0.8	-0.8	0.6	0.7		0.2	0.0	0.0	0.4	0.0	-0.1

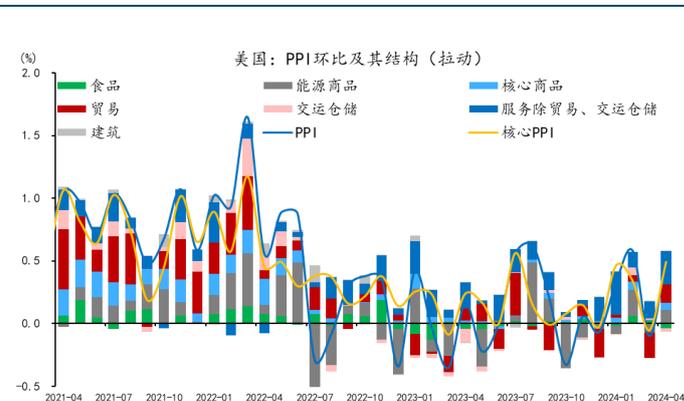
来源: CEIC、国金证券研究所

图表46: 美国4月PPI同比继续上行



来源: CEIC、国金证券研究所

图表47: 大宗商品、贸易等拉动环比上行



来源: CEIC、国金证券研究所

(五) 消费: 美国4月零售销售数据表现疲态, 低于预期

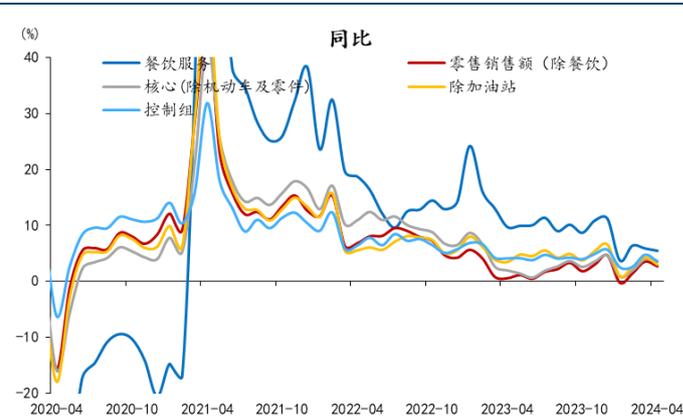
美国4月零售销售环比0.0%, 预期0.4%, 前值0.7%下修至0.6%; 核心零售销售环比0.2%, 预期0.2%, 前值1.1%下修至0.9%; 控制组(纳入GDP计算)环比-0.3%, 预期0.1%, 前值1.1%下修至1.0%。13个细分项中有, 同比、环比各有7、5个下降, 其中, 线上商店降幅最大, 汽车销量下降或因能源价格上涨、加油站收入增加有关。美国4月零售销售同比下行主要受无店面零售、机动车及零件经销商收入等同比下行拉动; 美国4月零售销售环比主要受无店面零售、百货商店等收入环比下行拉动。

图表48: 美国4月零售销售数据表现疲态



来源: CEIC、国金证券研究所

图表49: 零售销售同比序列



来源: CEIC、国金证券研究所



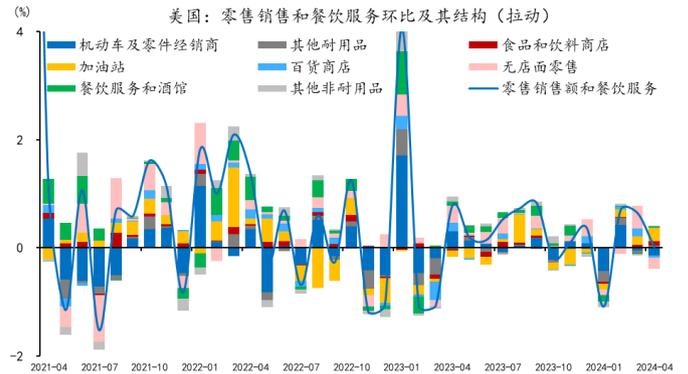
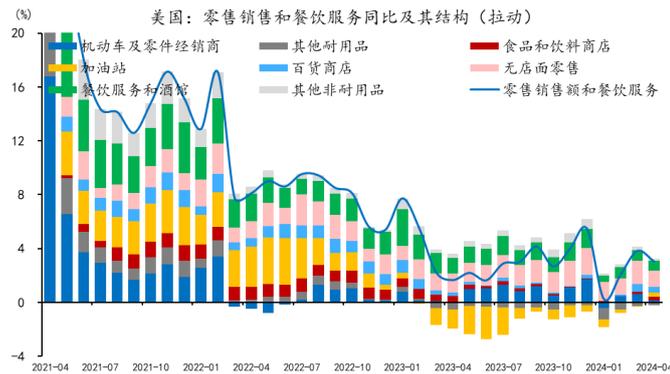
图表50: 美国4月零售销售同比、环比及其结构

细分项目	占比(%)	月度变化	季调_同比(%)						月度变化	季调_环比(%)					
			24-04	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11		24-04	24-03	24-02	24-01	23-12	23-11
零售销售额和餐饮服务	100.0	0.8 ↓	3.0	3.8	2.1	0.3	5.5	4.0	0.6 ↓	0.0	0.6	0.7	-1.1	0.4	0.1
核心(除机动车及零件)	81.2	0.4 ↓	3.6	4.0	2.0	0.9	4.6	3.6	0.7 ↓	0.2	0.9	0.3	-0.8	0.3	0.0
除加油站	92.0	1.3 ↓	3.0	4.2	2.5	0.9	6.5	5.4	0.8 ↓	-0.2	0.5	0.6	-1.1	0.5	0.4
除机动车、零件和加油站	73.3	1.0 ↓	3.5	4.5	2.5	1.8	5.9	5.3	0.8 ↓	-0.1	0.7	0.2	-0.8	0.5	0.4
零售销售额(除餐饮)	86.7	0.8 ↓	2.7	3.5	1.4	-0.3	4.6	3.0	0.8 ↓	0.0	0.8	0.8	-1.1	0.4	-0.1
控制组(除机动车、加油站、餐饮、建材)	54.2	1.2 ↓	3.5	4.7	2.6	2.5	5.6	4.9	1.2 ↓	-0.3	1.0	0.0	-0.4	0.6	0.2
耐用用品	27.1														
机动车及零件经销商	18.8	-2.4 ↓	0.8	3.2	2.4	-2.3	9.3	5.8	0.5 ↓	-0.8	-0.3	2.2	-2.2	0.5	0.6
家具和家居用品	1.5	1.0 ↑	-8.4	-9.4	-9.8	-13.5	-2.7	-4.1	1.8 ↑	-0.5	-2.3	-2.2	0.1	-1.1	2.4
电子产品和电器	1.1	3.6 ↑	0.8	-2.7	1.2	-5.4	3.9	4.6	4.5 ↑	1.5	-3.1	2.9	3.2	-1.9	-3.6
建材、园艺设备和用品商店	5.8	0.0 →	-1.0	-1.0	-5.6	-8.6	-3.1	-2.7	0.1 ↑	0.5	0.4	2.4	-3.9	0.3	-0.2
非耐用用品	72.9														
食品和饮料商店	11.8	1.0 ↑	2.2	1.2	0.1	0.6	0.7	0.5	0.2 ↑	0.8	0.5	0.2	-0.4	0.0	0.1
健康和护理商店	5.1	-1.8 ↓	-0.3	1.5	1.6	3.5	9.4	9.2	0.9 ↓	-0.6	0.2	-0.2	-1.6	-1.8	-0.4
加油站	8.0	4.6 ↑	4.0	-0.7	-3.3	-7.1	-6.1	-10.2	1.0 ↑	3.1	2.1	1.9	-1.4	-0.8	-3.7
服装及其配饰商店	3.7	2.5 ↑	2.7	0.2	1.5	-0.3	4.9	1.5	3.6 ↑	1.6	-2.0	0.0	-0.7	1.5	1.0
体育用品、文娱爱好、书影音店	1.2	-1.9 ↓	-4.7	-2.8	-1.5	-3.4	-3.9	-0.9	0.4 ↑	-0.9	-1.3	0.7	0.0	-1.6	0.7
百货商店	10.8	-1.8 ↓	3.7	5.6	1.0	0.2	2.4	0.6	1.6 ↓	-0.3	1.3	0.4	0.1	1.3	-0.2
杂货商店零售	2.2	-2.9 ↓	6.8	9.7	5.5	1.2	6.5	6.5	3.0 ↓	-0.4	2.5	2.1	0.3	0.0	-0.2
无店面零售(线上)	16.9	-3.5 ↓	7.5	11.0	7.5	8.9	12.3	12.1	3.7 ↓	-1.2	2.5	-0.7	-0.7	1.8	0.6
餐饮服务和酒馆	13.3	0.4 ↓	5.5	5.9	6.4	3.7	11.2	10.9	0.3 ↑	0.2	-0.1	0.1	-0.9	-0.2	1.4

来源: CEIC、国金证券研究所

图表51: 同比下行主要受无店面零售、机动车等拉动

图表52: 环比下行主要受无店面零售、百货商店等拉动



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