



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

如果美国失业率升至 4%?

劳动力市场供给侧与需求侧叙事的切换, 决定了通胀上行风险与增长下行风险孰将占优, 以及美联储政策的走向。本报告解释了美国劳动力市场的增长和通胀含义, 指出了劳动力市场均衡化“最后一公里”可能的叙事及存在的变数。

如果美国失业率升至 4%: 美国劳动市场均衡化的“最后一公里”

(一) 就业与增长: 劳动力市场支撑着美国经济的“半边天”, 劳动报酬和消费增速仍有下行区间

劳动力市场是连接经济增长与通胀的枢纽。就增长而言, 在劳动力市场已经或可能出现显著降温之前, 美国经济的基本盘或都是平稳的——“硬着陆”的概率比较低。一个朴素的解释是, 美国是一个个人消费 (PCE) 主导的经济体。这种主导地位可用“两个 7 成”来概括: PCE 占 GDP 的 7 成, 服务占 PCE 的 7 成。

收入“决定”消费, 雇员报酬在收入中的占比超 6 成。截止到 2024 年 4 月, 雇员报酬增速已经下降至 5.6%, 就业人数贡献了其中的 1.6 个百分点, 占比 29%, 明显低于复苏早期的 5 成。展望未来, 由于新增就业人数和平均时薪增速双双放缓, 雇员报酬增速下行或将延续, 但这只是对 2020 年以前的正常水平的回归 (还有 1 个百分点的回归空间)。

(二) 就业与通胀: 劳动力市场韧性、通胀粘性与美联储的“平衡术”

劳动力市场松弛状况 (slackness) 是工资的领先指标, 工资增速与核心服务通胀高度正相关。中期而言, 工资或是核心通胀中枢最主要的影响因素。劳动力市场状况指数 (LMCI) 领先于工资增速 12 个月。工资增速与核心服务通胀的相关系数为 0.85。由于 LMCI 仍处于下行区间, 我们倾向于认为, 工资增速下行的趋势短期内较难被证伪。

宽松或紧缩交易已经进入僵持阶段。短期而言, 美联储政策立场边际转紧和 10 年美债利率上行的可能性占优, 但 10y 美债利率突破前高 4.7% 仍需原油价格等成本端或流动性因素的助推。6 月例会, 美联储大概率会抬升降息曲线, 2 次是基准场景, 更需关注点阵图的分布。9 月之前首次降息仍是我们的基准场景, 全年降息 1-2 次。

(三) 均衡化“最后一公里”: 劳动力市场仍符合“供给侧叙事”, 边际转弱近是均值回归

劳动力市场供给侧与需求侧叙事的切换, 决定了通胀上行风险与增长下行风险孰将占优, 以及美联储的政策走向。截至目前, 供给侧改善或已接近尾声, 需求边际走弱的信号仍在继续。趋势上看, 劳动力市场继续转松的概率更高。经验上, 当前 LMCI 隐含的失业率水平为 4.1% (官方 U3 失业率为 3.9%)。

供给改善与需求转弱都将导致的失业率上行, 两者对经济和资产的含义不同, 但对美联储降息的含义是一致的。如果失业率上行至 4% 以上, 降息将至, 此时应该交易软着陆还是交易衰退? 如果没有发生金融系统性风险, 就可以视之为“假衰”。在历史上的 9 次衰退中, 失业率最少上行 1.5 个百分点, 对应本次至少需上行至 5%。

海外事件&数据: 美联储缩表计划落地, 全球制造业 PMI 复苏势头增强

美联储公布 5 月会议纪要偏鹰, 缩表计划落地, 官员谨慎关注通胀。美联储官员指出今年第一季度的通胀数据令人失望, 纪要显示与会者对当前状况和经济前景的看法偏鹰。一些参与者强调, 如果通胀风险成为现实, 他们愿意进一步收紧政策。与会者还讨论了美联储每月缩表规模的调整策略, 由原先的 600 亿美元削减至 250 亿美元。

全球制造业 PMI 复苏势头增强。美国 5 月标普全球制造业 PMI 初值 50.9, 预期 50, 4 月终值 50; 服务业 PMI 初值 54.8, 预期 51.3, 4 月终值 51.3。欧元区 5 月标普全球制造业 PMI 初值 47.4, 预期 46.2, 4 月终值 45.7, 创近 15 个月以来新高, 经济复苏势头有所增强; 服务业 PMI 初值 53.3, 预期 53.5, 4 月终值 53.3。

美国 4 月地产销售下滑。利率和房价上升打压需求, 美国 4 月成屋销售总数年化 414 万套, 预期 421 万套, 前值 419 上修至 422 万套, 连续第 2 个月下降; 环比-1.9%, 预期 0.8%, 前值-4.3%上修至-3.7%; 同比-1.9%。美国 4 月新屋销售总数年化 63.4 万套, 预期 67.9 万套, 前值 66.5 万套; 环比-4.7%, 预期-2.2%, 前值 5.4%; 同比-7.7%。

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、如果美国失业率升至 4%：美国劳动市场均衡化的“最后一公里”	4
(一) 就业与增长：劳动力市场支撑着美国经济的“半边天”，边际放缓仅是均值回归	4
(二) 就业与通胀：劳动力市场韧性、通胀粘性与美联储的“平衡术”	8
(三) 均衡化“最后一公里”：劳动力市场仍符合“供给侧叙事”，边际转弱近是均值回归	10
二、海外基本面&重要事件	13
(一) 美国流动性：市场定价美联储今年降息 1.4 次	13
(二) 美联储：5 月会议纪要偏鹰，缩表计划落地，官员谨慎关注通胀	15
(三) 美债拍卖：10 年美债拍卖表现稳定	16
(四) 生产：全球制造业 PMI 复苏势头增强	16
(五) 地产：美国 4 月地产销售下滑	17
风险提示	17

图表目录

图表 1：美国 GDP 结构百年变迁：个人消费占 7 成	4
图表 2：美国个人消费百年变迁：服务占 7 成	4
图表 3：G20 国家中个人消费占比的比较	4
图表 4：人均收入与个人消费占比的关系	4
图表 5：实际 GDP 增速及 PCE 的拉动	5
图表 6：PCE 对 GDP 增长的贡献率	5
图表 7：就业、收入与支出高度正相关	5
图表 8：美国个人可支配收入的结构	5
图表 9：美国劳动报酬增速及其贡献	6
图表 10：美国居民收入结构，员工薪酬占比约 6 成	6
图表 11：消费增速放缓+住宅投资增速大幅负增长是美国经济“硬着陆”的典型结构特征	6
图表 12：住宅投资是经济对金融条件是否脱敏的“指示器”	7
图表 13：美国 GDP 环比增速及其结构	7
图表 14：美国私人投资增速及其结构	7
图表 15：企业资本开支意愿已经开始企稳回升	8
图表 16：银行信贷供给约束已经开始边际转松	8
图表 17：LMCI 领先薪资增速 12 个月	8
图表 18：中小企业乐观指数领先薪资增速 9 个月	8
图表 19：薪资增速与核心服务通胀高度正相关	9
图表 20：劳动力成本是通胀粘性的主要来源	9



图表 21: 不同工资水平隐含的通胀中枢: 当前隐含的 CPI 平均值为 3.6, 核心 PCE 均值为 3.3. 9

图表 22: 美联储决策四象限: 从 Lower 到 Longer, 再到 Higher 10

图表 23: 一个解释框架: 美联储之所能较好的平衡增长与通胀, 主要原因本轮复苏符合“供给侧叙事” ... 10

图表 24: LMCI 显示, 美国劳动力市场仍在均衡化 11

图表 25: LMCI 能解释 24 个底层指标变化的 80% 11

图表 26: 美国劳动力市场指标总览 (基于 LMCI 底层指标搭建的指标体系) 11

图表 27: 贝弗里奇曲线已经收敛至 2020 年之前的位置, 未来需观察其斜率的变化 12

图表 28: LMCI 显示, 失业率上行概率占优 12

图表 29: 失业率大于 4% 和 4.5% 的州的个数均在上行 12

图表 30: 失业率上行幅度超过 0.5% 的数量在增加 13

图表 31: 临时帮助服务业就业人数持续下行 13

图表 32: 衰退区间, 是失业率上行的一个“子集” 13

图表 33: 失业率上行, 是周期顶点的一个参照系 13

图表 34: 美国流动性量价跟踪 14

图表 35: 美联储增持美债规模 14

图表 36: 美联储逆回购规模当周略升 14

图表 37: 截至 5 月 25 日, 美联储降息概率 15

图表 38: OIS 隐含 FFR 利率 15

图表 39: 美联储官员: 谨慎和持续关注通胀趋势 15

图表 40: 美债拍卖投标倍数 16

图表 41: 美债拍卖间接竞标者获配比例 16

图表 42: 全球制造业 PMI 复苏势头增强 16

图表 43: 欧元区服务业 PMI 稳健扩张 17

图表 44: 美国成屋销售连续第 2 个月下降 17

图表 45: 美国 4 月新屋销售下滑 17

图表 46: 美国房价上升 17

图表 47: 美国 30 年期抵押贷款固定利率高企 17



劳动力市场供给侧与需求侧叙事的切换，决定了通胀上行风险与增长下行风险孰将占优，以及美联储的政策走向。本报告解释了美国劳动力市场的增长和通胀含义，指出了劳动力市场均衡化“最后一公里”可能的走向及存在的变数。

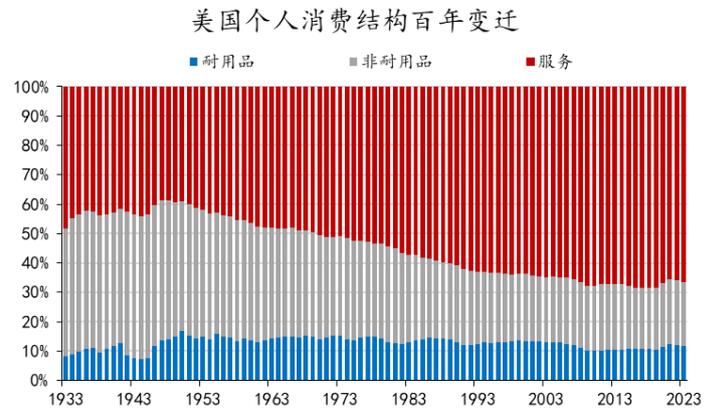
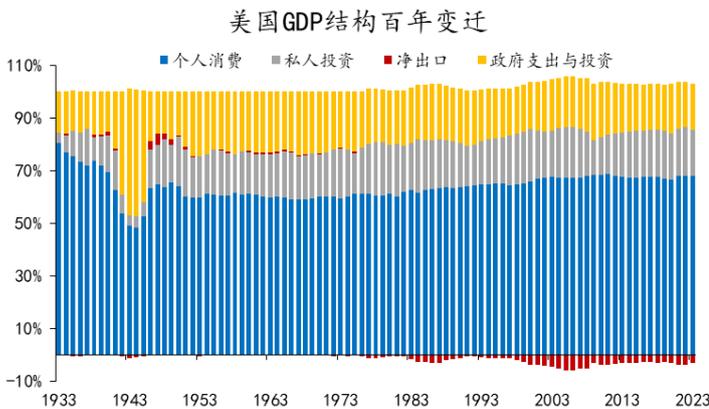
一、如果美国失业率升至 4%：美国劳动市场均衡化的“最后一公里”

(一) 就业与增长：劳动力市场支撑着美国经济的“半边天”，边际放缓仅是均值回归

基于菲利普斯曲线框架来理解，劳动力市场是连接增长与通胀的枢纽。就增长而言，在劳动力市场已经或可能出现显著降温之前，美国经济的基本盘或都是平稳的——“硬着陆”的概率比较低。一个朴素的解释是，美国是一个个人消费（PCE）主导的经济体。在 PCE 中，服务消费又占主导。这种主导地位可用“两个 7 成”来概括：PCE 占 GDP 的 7 成，服务占 PCE 的 7 成。上世纪 70 年代初以来，PCE 占比提升了接近 10 个百分点，服务占比提升了接近 20 个百分点。在 G20 中，美国个人消费占比也是明显高于其他经济体的，例如日本 54%、欧盟 53%。传统上，服务被认为是“不可贸易部门”¹，故又可以将美国经济理解为内循环主导的经济。

图表1：美国 GDP 结构百年变迁：个人消费占 7 成

图表2：美国个人消费百年变迁：服务占 7 成

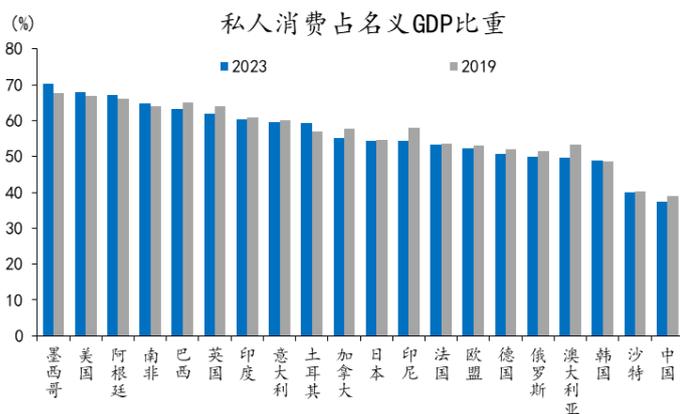


来源：CEIC、国金证券研究所

来源：CEIC、国金证券研究所

图表3：G20 国家中个人消费占比的比较

图表4：人均收入与个人消费占比的关系



来源：CEIC、国金证券研究所

来源：CEIC、国金证券研究所

就对经济增长的拉动和贡献率而言，PCE（或服务）的重要性越来越突出。从上世纪 50 年代至今，美国实际 GDP 增速也有明显的“换挡期”：50-60 年代增速为 4% 以上，70-90 年代略高于 2%，21 世纪以来略低于 2%。结构上，PCE 的换挡特征相对较弱，换言之，如果仅考虑私人内需，美国 GDP 增速降档的主要贡献是投资，这与长期以来美国制造业“空心

¹ 数字经济时代，服务的“可贸易属性”明显增强，但餐饮、法律、医疗等服务业的可贸易属性仍然偏低。

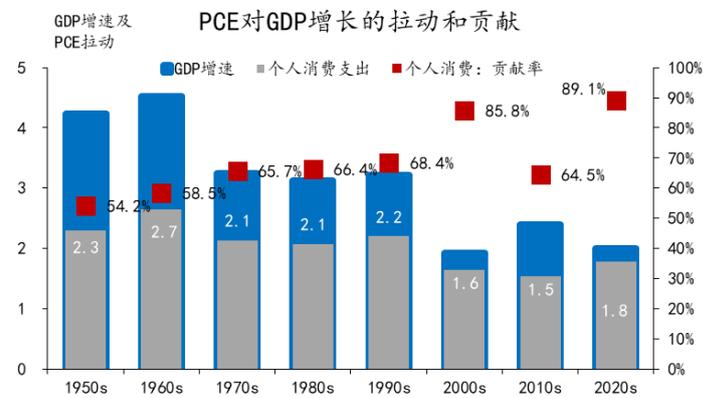
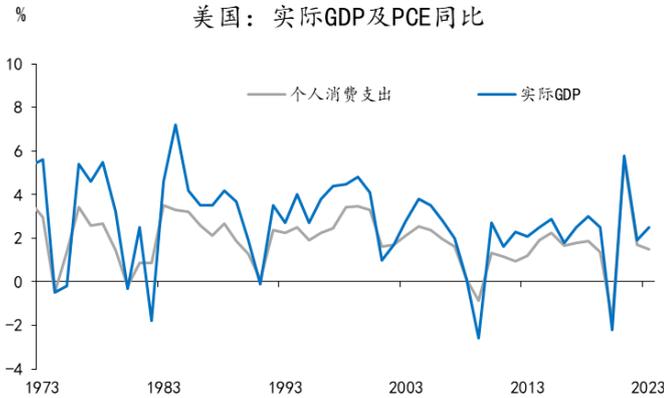


化”的特征是相匹配的。

就贡献率而言，PCE 对 GDP 增长的贡献率趋于上行。在经济衰退区间，其“稳定器”的作用会更加显著（COVID-19 冲击除外）。平均而言，本世纪以来，PCE 对实际 GDP 平均拉动 1.7 个百分点，贡献率 78%。

图表5: 实际 GDP 增速及 PCE 的拉动

图表6: PCE 对 GDP 增长的贡献率



来源: CEIC、国金证券研究所

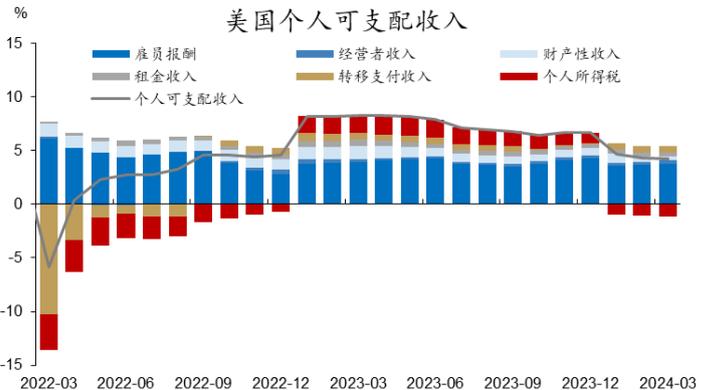
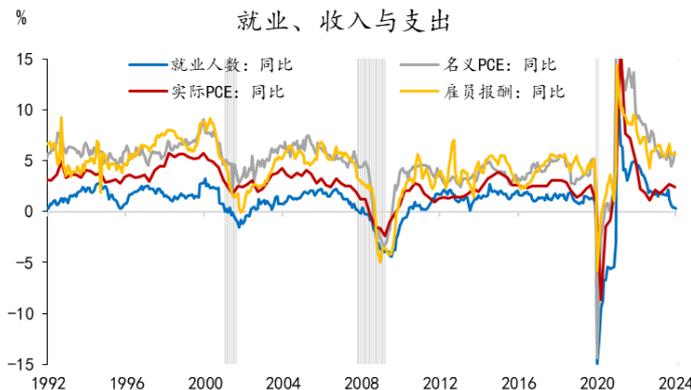
来源: CEIC、国金证券研究所

美国消费周期呈现出显著的收入决定消费的特征。美国名义 PCE 同比增速与雇员报酬同比高度正相关。在报告《消费之“源”》²中，我们从收入、储蓄和财富效应等方面（即流量与存量）拆解了美国私人消费韧性的“源头”，认为高新增就业、高收入增速、低储蓄倾向、超额储蓄和地产、股票等资产的优异表现，都对美国消费韧性有一定解释，但劳动力市场是主因。因为雇员报酬在个人收入中的占比超 6 成。截止到 2024 年 4 月，雇员报酬增速已经下降至 5.6%，就业人数贡献了其中的 1.6 个百分点，占比 29%，明显低于 Reopen 早期的 5 成。展望未来，由于新增就业人数和平均时薪增速双双放缓，消费继续放缓的趋势较为确定，但这只是回到 2020 年前的平均水平。

当然，在 2020 年以来的复苏周期中，财政及超额储蓄的贡献不容忽视。以 2023 年为例，与 17 万亿美元的个人收入规模相比，大约 4 千亿美元的超额储蓄（的消耗）对消费的拉动有限（假设超额储蓄全部转化成了消费），但如果仅算增量，超额储蓄相当于个人收入增量的近 4 成（2023 年个人收入增幅 0.98 万亿，同比增速 6%）。截至目前，美国的储蓄水平也已基本回到 2020 年前趋势水平，储蓄率则处于历史低位，或难以成为消费增量之源。

图表7: 就业、收入与支出高度正相关

图表8: 美国个人可支配收入的结构



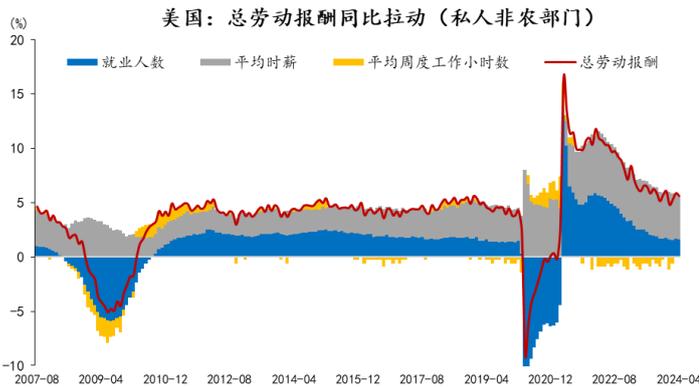
来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

² 参考报告:《消费之“源”: 美国消费韧性的 4 个解释》(2023 年 11 月 12 日)。



图表9: 美国劳动报酬增速及其贡献



来源: CEIC、国金证券研究所

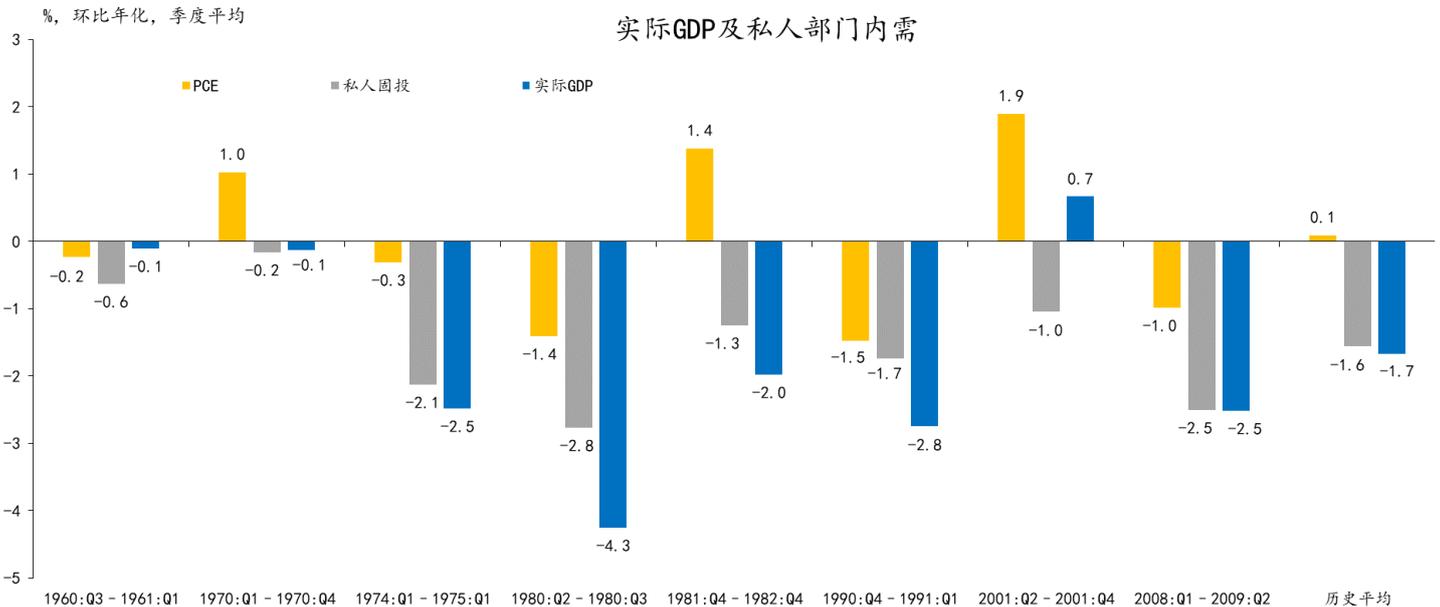
图表10: 美国居民收入结构, 员工薪酬占比约6成

美国居民收入结构(十亿美元)	权重(%)	同比增速(%)	环比变化(%)	环比变化(%)	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10
个人总收入	100	0.5	122.0	420.0	466.7	23,824.0	23,790.0	23,459.0	23,397.0	23,319.7
员工薪酬	60.32	0.6	95.7	228.8	407.7	14,367.8	14,750.1	14,621.1	14,589.0	14,525.8
工资和福利	57.75	0.7	94.9	201.5	348.1	13,224.5	13,239.6	13,206.6	13,102.9	13,046.8
私人部门	44.01	0.7	73.1	179.4	278.2	10,452.4	10,474.2	10,358.8	10,305.9	10,202.8
政府部门	7.72	0.8	33.7	42.1	70.6	1,839.1	1,825.4	1,811.8	1,797.0	1,786.0
养老金	10.59	0.4	10.8	37.3	61.9	2,523.3	2,512.5	2,501.5	2,486.0	2,477.0
员工退休福利	7.01	0.3	5.0	18.3	34.1	1,658.2	1,664.1	1,650.9	1,650.9	1,645.5
政府退休福利	3.58	0.7	5.8	19.0	27.8	854.2	846.4	842.2	835.1	831.4
股息收入	7.97	0.3	6.0	17.6	21.3	1,899.1	1,891.1	1,894.7	1,881.5	1,886.2
利息	0.16	2.2	1.9	2.6	4.0	39.2	37.2	35.3	33.4	32.0
租金	7.81	0.2	4.1	11.8	28.4	1,856.0	1,851.9	1,846.4	1,840.1	1,848.2
租金收入	4.37	1.6	16.2	50.0	59.5	1,041.0	1,024.8	1,007.8	991.0	988.1
资产收入	15.46	0.1	1.9	-1.1	64.6	1,612.5	1,600.6	1,594.8	1,603.0	1,612.7
利息收入	7.65	-0.2	-3.5	-12.4	31.1	1,817.7	1,821.2	1,825.6	1,830.2	1,835.5
股利收入	7.81	0.3	5.4	11.4	33.5	1,844.8	1,859.4	1,839.2	1,833.4	1,837.2
净利息收入	17.81	0.3	13.8	140.9	177.3	4,240.9	4,201.1	4,202.9	4,204.6	4,202.0
政府对个人和企业福利	17.35	0.3	13.3	140.9	166.1	4,154.0	4,120.7	4,087.7	4,057.7	4,021.1
捐赠	5.90	0.2	2.9	54.1	64.4	1,427.9	1,423.0	1,421.0	1,371.8	1,370.3
医疗补助	4.04	0.2	2.3	9.8	15.0	958.0	956.7	951.5	951.1	951.1
医疗补助	3.81	0.6	5.1	31.4	38.2	907.0	901.9	892.0	875.6	865.8
失业保险	0.10	0.4	0.1	0.0	2.1	22.8	22.8	22.8	22.9	23.1
退休福利	0.73	0.2	0.4	1.1	2.0	175.0	174.7	174.3	173.9	173.6
其他	2.68	0.4	2.6	50.0	34.5	686.2	687.7	681.6	680.3	681.1
其他个人和企业福利	0.44	0.4	0.5	2.8	1.0	108.9	109.4	122.2	105.9	109.9
(减)对政府转移支付	-7.93	0.6	11.6	45.7	63.7	-1,838.4	-1,876.7	-1,864.4	-1,842.7	-1,851.1
个人可支配收入	12.60	0.6	18.0	187.2	219.4	3,008.1	2,985.1	2,969.7	2,915.9	2,866.2
个人可支配收入	87.40	0.5	104.0	241.8	405.4	20,821.9	20,718.9	20,699.2	20,581.1	20,513.5

来源: CEIC、国金证券研究所

消费放缓显然不足以上升到经济“硬着陆”层面。基于对美国宏观经济周期波动中的结构性特征观察,我们认为,美国经济在三个季度前已经着陆³。经验上,消费增速放缓+住宅投资增速大幅负增长是美国经济“硬着陆”的典型结构特征。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。

图表11: 消费增速放缓+住宅投资增速大幅负增长是美国经济“硬着陆”的典型结构特征



来源: Dallas Fed, NBER, CEIC、国金证券研究所

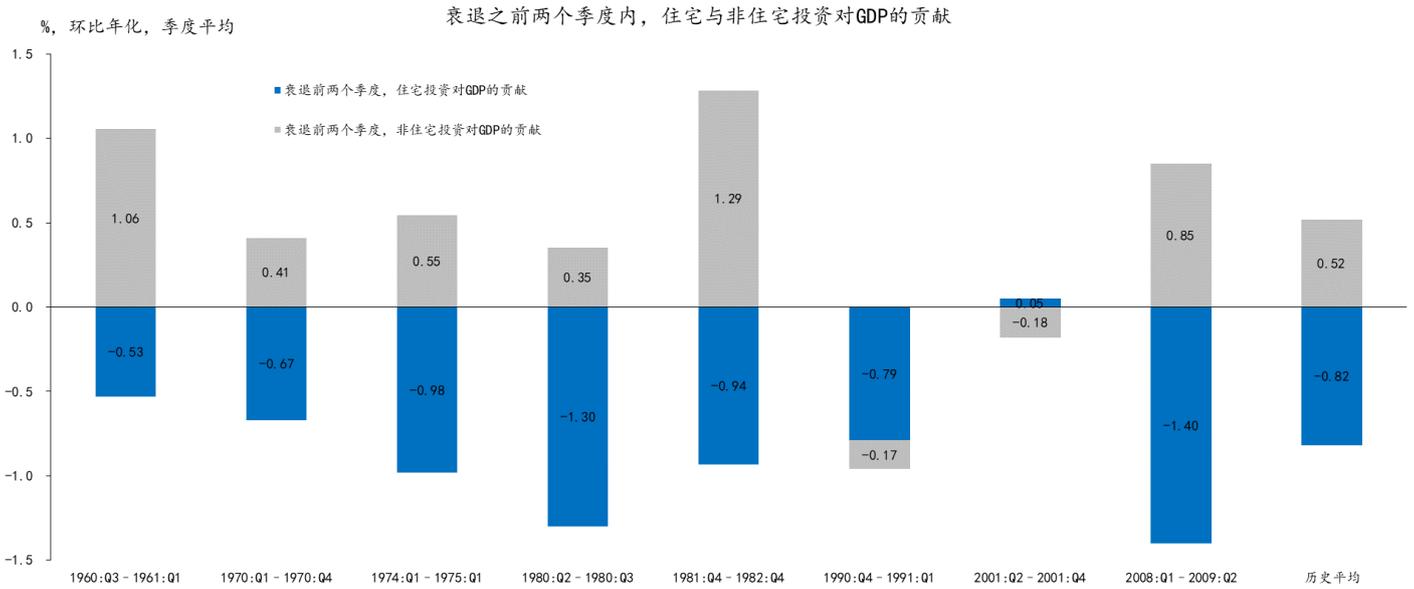
说明: 未包含2020年衰退(与美联储加息无关)。

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。

³ 参考报告《三个季度前,美国经济已经着陆》(2024年4月27日)。



图表12: 住宅投资是经济对金融条件是否脱敏的“指示器”



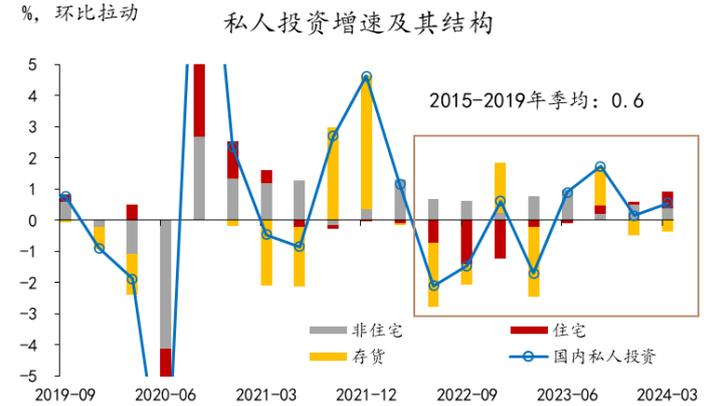
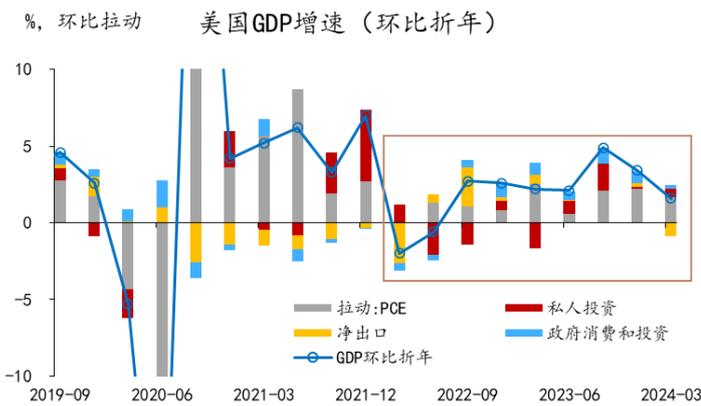
来源: Dallas Fed, NBER, CEIC、国金证券研究所

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13: 美国 GDP 环比增速及其结构

图表14: 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。

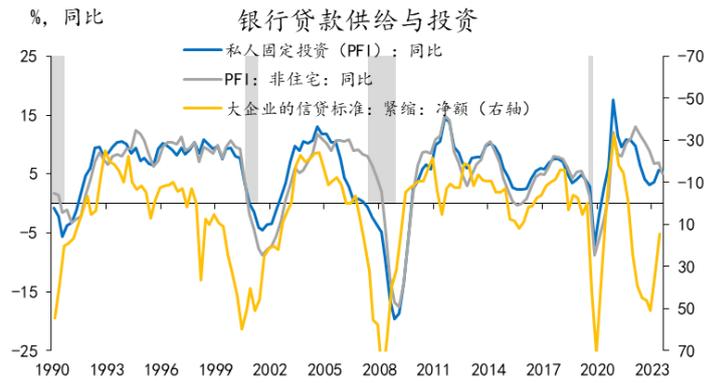


图表15: 企业资本开支意愿已经开始企稳回升

图表16: 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



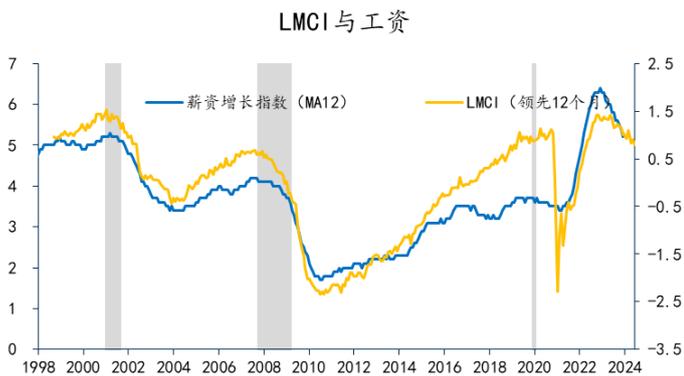
来源: CEIC、Wind、国金证券研究所

(二) 就业与通胀: 劳动力市场韧性、通胀粘性与美联储的“平衡术”

劳动力市场松弛状况 (slackness) 是工资的领先指标。经验上, 亚特兰大联储薪资增长指数滞后于劳动力市场状况指数 (LMCI) 12 个月、滞后中小企业信心指数-职位空缺数 9 个月。由于 LMCI 仍处于下行区间, 我们倾向于认为, 工资增速下行的趋势短期内较难被证伪。不过, 中小企业信心反弹的持续性值得关注。

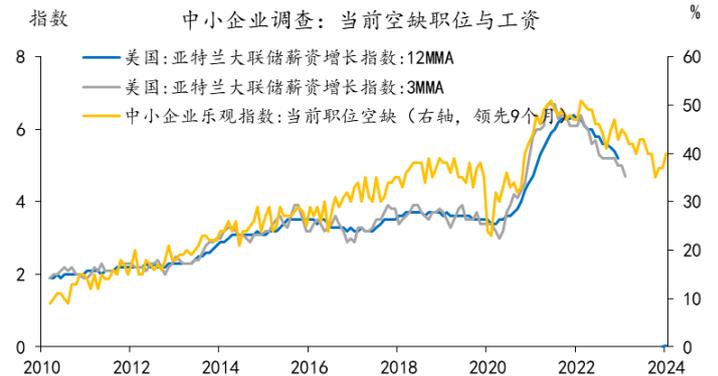
图表17: LMCI 领先薪资增速 12 个月

图表18: 中小企业乐观指数领先薪资增速 9 个月



来源: CEIC、国金证券研究所

说明: LMCI⁴为堪萨斯联储编制的劳动力市场状况指数, 涵盖了 24 个底层指标。



来源: CEIC、国金证券研究所

在西方主要经济体当中, 美国的通胀粘性相对较高, 结构上主要表现为核心服务通胀的粘性——住房通胀下行趋势放缓, 非住房核心服务通胀上行, 核心商品则处于通缩趋势当中⁵。在《美国服务通胀的压力有多大》中, 我们详解了美国的“二次通胀”压力, 认为短期内通胀粘性是客观存在的, 但不宜夸大二次通胀风险, 原因之一就是劳动力市场均衡化的趋势尚未扭转, 并且供给侧改善仍有正贡献。

在拆分通胀的结构时, 美联储通胀将核心服务通胀拆分为住房和非住房(即超级核心服务)两项, 并将前者与房价联系在一起, 将后者与工资联系在一起。市场目前也习惯于借鉴这种“分析范式”。实际上, 核心服务通胀与工资增速高度相关(相关系数为 0.85), 与超级核心通胀的相关性只有 0.63。商业调查显示, 相比非劳动力成本而言, 劳动力成本仍是价格刚性的主要解释变量。

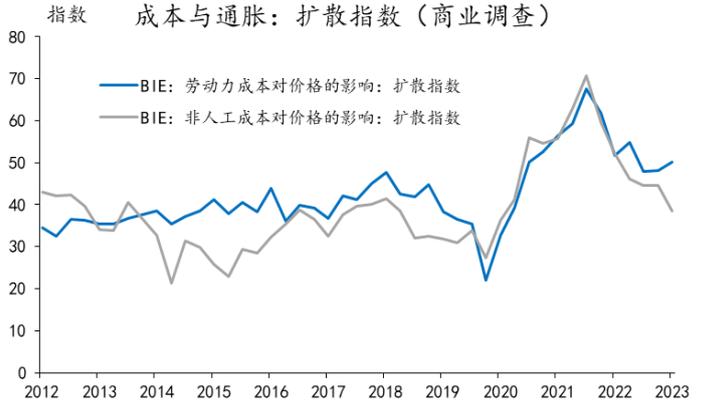
⁴ 参考: <https://www.kansascityfed.org/data-and-trends/labor-market-conditions-indicators/>

⁵ 参考报告《美国服务通胀的压力有多大?》(2024 年 5 月 12 日)。



图表19: 薪资增速与核心服务通胀高度正相关

图表20: 劳动力成本是通胀粘性的主要来源



来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

中期而言, 工资或是核心通胀中枢最主要的影响因素。基于工资与通胀的经验关系, 可估算不同工资水平隐含的通胀率。美国工资增速已经从峰值时的 6% 左右下降到 4% 左右, 其隐含的 CPI 通胀率平均为 3.6%, 隐含的核心 PCE 通胀率为 3.3%, 均显著高于美联储的 2% 通胀目标。相较于 2023 年以前, 年初以来美国去通胀的阻力更强, 但趋势尚未被扭转。

图表21: 不同工资水平隐含的通胀中枢: 当前隐含的 CPI 平均值为 3.6, 核心 PCE 均值为 3.3

工资指标	2015-2019年平均值	工资增速 (2022年6月)	隐含的CPI	差值	隐含的核心PCE	差值	工资增速 (2024Q3/2024Q1)	隐含的CPI	隐含的核心PCE
亚特兰大联储工资指数 (MA3)	3.4	6.7	5.3	1.4	5.1	1.6	4.7	3.3	3.1
ECI (全民)	2.5	5.2	4.8	0.4	4.5	0.7	4.2	3.8	3.5
ECI (全民, 激励除外)	2.5	5.1	4.7	0.4	4.5	0.6	4.3	3.9	3.7
ECI (私人工业生产)	2.5	5.7	5.4	0.3	5.0	0.7	3.8	3.5	3.1
ECI (私人工业生产, 激励除外)	2.5	5.6	5.2	0.4	4.9	0.7	4.1	3.7	3.4
平均时薪 (私人部门)	2.7	5.3	4.7	0.6	4.4	0.9	3.9	3.3	3.0
平均时薪 (生产与非管理工人)	2.7	6.7	6.5	0.2	5.9	0.8	4.0	3.8	3.2
均值	2.7	5.8	5.2	0.5	4.9	0.9	4.1	3.6	3.3

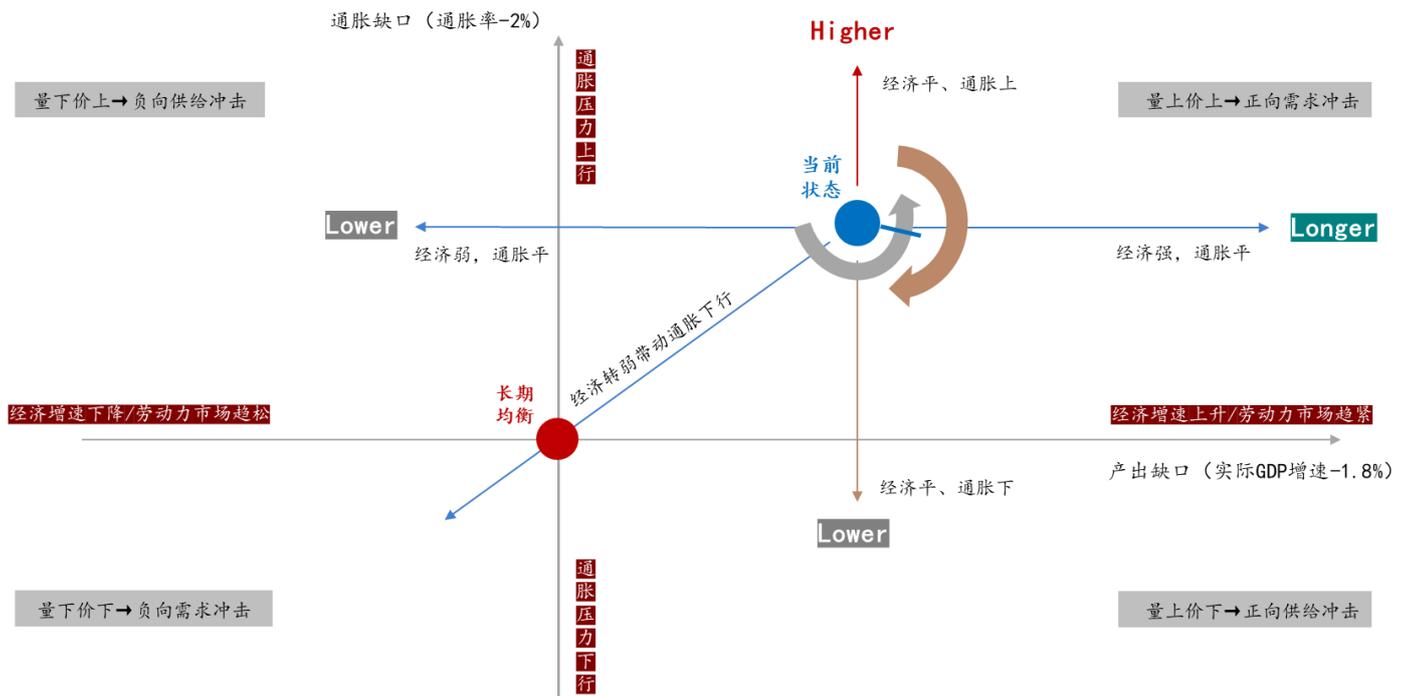
来源: CEIC、国金证券研究所

宽松或紧缩交易已经进入僵持阶段。短期而言, 美联储政策立场边际转紧和 10 年美债利率上行的可能性占优, 但突破前高 4.7% 或仍需原油价格助推。9 月之前首次降息仍是我们的基准场景, 全年降息 1-2 次。6 月例会中, 美联储大概率会调降后续降息指引。

在菲利普斯曲线的思维框架下, 可将美联储的政策立场归纳为如下四象限: 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”。当前, 市场已经“抢跑”, 联储已经显著“落后于曲线”。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22: 美联储决策四象限: 从 Lower 到 Longer, 再到 Higher

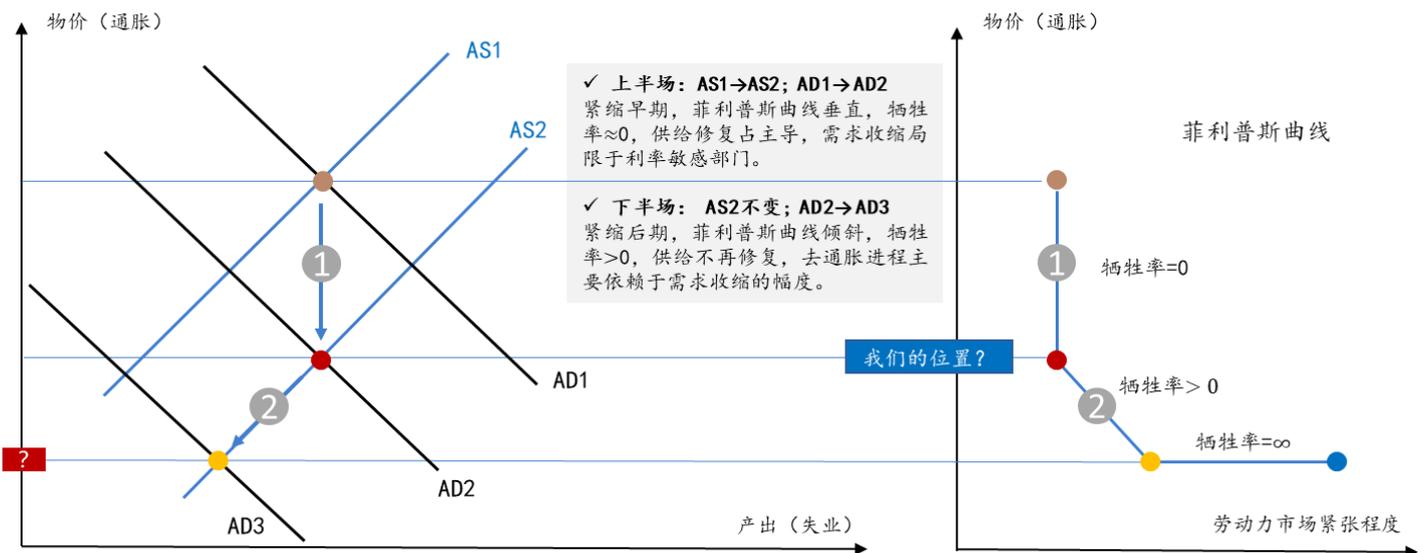


来源: 笔者绘制; 国金证券研究所

(三) 均衡化“最后一公里”: 劳动力市场仍符合“供给侧叙事”, 边际转弱近是均值回归

当需求主导经济运行时, 菲利普斯曲线仍是思考劳动力市场与通胀关系的经典框架。总需求-总供给框架有助于理解去通胀与充分就业并存的现象。供给冲击对量和价的影响的方向是相同的, 需求冲击是相反的。通胀下行与失业率保持不变, 意味着供给的改善 (AS1→AS2) 对冲了需求收缩 (AD1→AD2) 在增长和就业方面的影响, 但两者对物价的影响都是向下的。关键问题是: 未来能否继续沿着垂线去通胀? 这部分取决于劳动力市场。

图表23: 一个解释框架: 美联储之能够较好的平衡增长与通胀, 主要原因本轮复苏符合“供给侧叙事”

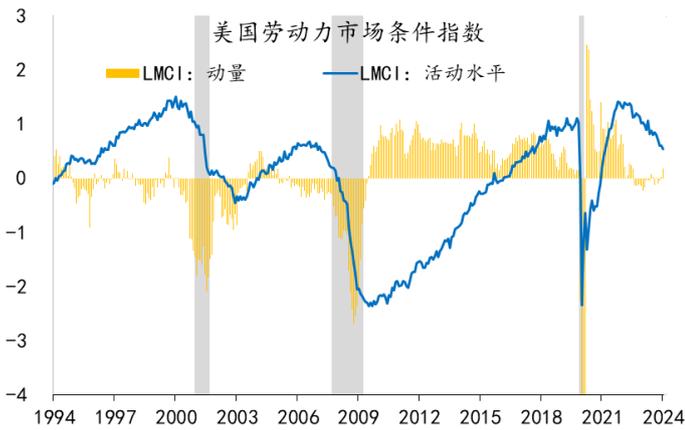


来源: 作者绘制、国金证券研究所

综合而言, 美国劳动力市场整体运行平稳, 均衡化进程仍在推进, 新增非农就业人数的下行和失业率的上行暂时可被认为均值回归。LMCI 水平值从峰值时的 1.4 下降到 0.5 (数值表示对历史均值的标准差偏离度); 空缺岗位数从峰值时的 1200 万下降到 850 万, 劳动力缺口从峰值时的 600 万下降至 200 万; 单位失业人数对应的空缺岗位数从 1.9 下降到 1.3。

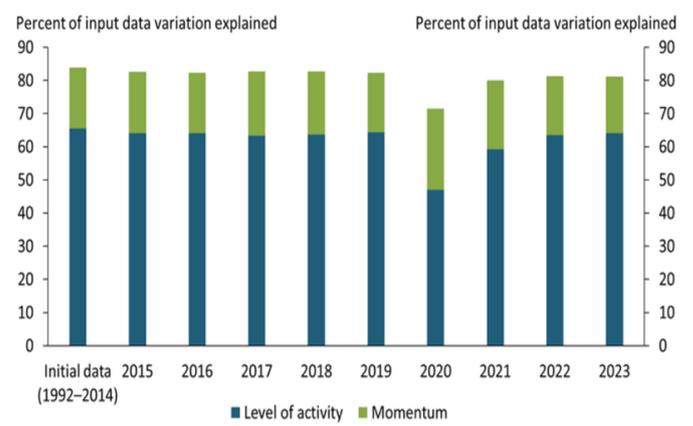


图表24: LMC1 显示, 美国劳动力市场仍在均衡化



来源: CEIC、国金证券研究所

图表25: LMC1 能解释 24 个底层指标变化的 80%



来源: 堪萨斯联储、国金证券研究所

图表26: 美国劳动力市场指标总览 (基于 LMC1 底层指标搭建的指标体系)

指标分类	指标名称/计算办法	单位/量纲	历史变化	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	2022-11
LMC1	上成分分析 (PCA)	LMC1 水平	-0.1	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9	0.8	0.9	0.8	1.1	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.1
	上成分分析 (PCA)	LMC1 动量	0.1	0.2	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
失业率 (整体)	%	失业率 (U3)	0.1	3.9	3.8	3.9	3.7	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.5	3.6	3.7	3.9	3.5	3.6	3.6	3.5	3.6
	%	失业率 (U6)	0.1	7.4	7.3	7.3	7.2	7.1	7.0	7.2	7.0	7.1	6.7	6.9	6.8	6.6	6.7	6.8	6.7	6.6	6.7
	% (除以劳动力人数)	长期失业救济金人数	-0.1	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.5	0.5	0.5	0.7	0.6
	% (除以总失业人数)	失业27周以上的人数	-0.1	19.3	19.4	18.6	20.9	19.9	19.5	20.0	20.5	20.5	20.4	18.6	18.5	19.1	17.9	17.4	18.8	19.4	20.6
就业 (整体)	%	私人非农就业人数	-0.2	-0.2	0.0	-0.3	0.0	-0.4	-0.2	-0.3	0.2	0.4	0.4	0.8	0.5	0.5	1.1	0.8	0.9	0.1	0.0
	%	就业年 (就业/人口)	-0.1	60.2	60.3	60.1	60.2	60.1	60.4	60.3	60.4	60.4	60.3	60.3	60.3	60.3	60.2	60.2	60.2	60.1	59.9
	%	劳动参与率	0.0	62.7	62.7	62.5	62.5	62.8	62.7	62.8	62.7	62.8	62.6	62.6	62.6	62.6	62.6	62.6	62.4	62.3	62.3
	% (除以非农业就业人数)	因经济原因而离职工作的人数	0.1	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6	2.5	2.7	2.5	2.6	2.5	2.6	2.5	2.4	2.5	2.5	2.5	2.4	2.3
劳动力参与率	% (除以总失业人数)	暂时解聘但愿意接受工作的人数	-0.9	-1.3	-1.4	-1.1	-1.0	-2.0	-2.0	-2.2	-2.4	-2.6	-2.9	-1.7	-1.2	-2.0	-1.4	-2.3	-2.5	-2.9	-1.5
	% (除以总失业人数)	长期失业工作的人	1.2	48.6	47.4	45.9	47.1	47.5	45.8	46.8	51.4	48.5	46.4	48.1	51.4	50.2	46.9	49.1	50.6	50.8	48.4
	% (除以劳动力人数)	生产和服务人员及工作人员小时数	0.3	0.3	0.0	0.0	-0.6	0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.3	-0.6	1.3	0.0	0.0	-0.6	-0.3
	% (除以总失业人数)	私人部门兼职率	N/A	N/A	5.8	4.0	3.9	4.0	3.9	4.1	4.1	4.1	4.0	4.1	4.0	4.2	4.2	4.3	4.5	4.3	4.3
劳动力参与率	% (除以总失业人数)	私人部门兼职率	N/A	N/A	4.6	2.5	2.4	2.4	2.5	2.6	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8
	% (除以总失业人数)	因裁员而失业工作的人	N/A	N/A	3.4	3.9	3.8	3.8	3.8	4.0	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1	3.9	4.2	4.2	4.3	4.2	4.2
	% (除以总失业人数)	长期失业工作的人	N/A	N/A	3.1	2.5	2.4	2.4	2.5	2.6	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	2.9	2.7	2.8	2.8	2.9	2.9
	% (除以劳动力人数)	被调查企业宣布的裁员数	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
通胀	% (除以总失业人数)	从失业向就业转换的人数	0.0	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
	% (过去3个月变化率)	劳动供给	0.4	0.3	-0.1	-0.2	-0.3	0.2	0.4	0.5	0.6	0.3	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	1.0	0.7	0.2	-0.2
	% (过去3个月变化率)	劳动需求	N/A	N/A	-0.1	-0.6	0.0	-0.5	0.0	0.0	0.4	0.5	-0.5	-0.2	-0.1	0.2	0.1	0.6	0.8	0.4	0.2
	% (过去3个月变化率)	供需缺口=劳动供给-劳动需求	N/A	N/A	-21.4	-11.8	-17.6	-11.5	-11.5	-22.7	-5.4	-5.5	-20.7	-18.7	-17.8	-11.0	-29.1	-18.1	2.8	5.4	14.7
劳动力参与率	此值	单位空缺数=空缺岗位/失业人数	N/A	N/A	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.7	1.6	1.7	1.8	1.8	
	此值	空缺岗位=空缺岗位/劳动力人数	N/A	N/A	4.9	5.1	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.7	6.0	6.4	6.4	6.0	6.1	5.9	6.1	6.0
	% 同比	私人非农企业生产和管理人员-平均时薪	-0.2	4.6	4.2	4.5	4.7	4.5	4.6	4.6	4.7	4.8	5.0	5.0	5.1	5.2	5.4	5.4	5.2	5.5	5.0
	%	中小企业利润率: 增利成本计划	1.0	12.0	11.0	12.0	10.6	16.0	18.0	17.0	18.0	17.0	17.0	17.0	15.0	19.1	17.0	15.0	17.0	17.0	18.0
景气指数	%	中小企业利润率: 当前职位空缺	3.0	40.0	37.0	37.0	35.0	40.0	40.0	43.0	43.0	40.0	42.0	42.0	44.0	45.0	43.0	42.0	45.0	45.0	44.0
	%	美联储制造业采购经理人指数: 就业预期	7.0	12.8	5.8	4.9	1.1	1.0	3.0	6.0	6.0	10.4	18.3	11.4	11.7	7.9	8.7	9.9	9.6	13.1	14.2
	指数	芝加哥联储制造业指数: 预期6个月	1.0	3.0	2.0	12.0	9.0	6.0	16.0	15.0	19.0	12.0	9.0	10.0	12.0	12.0	6.0	13.0	16.0	11.0	19.0

来源: CEIC、Wind、美联储、国金证券研究所

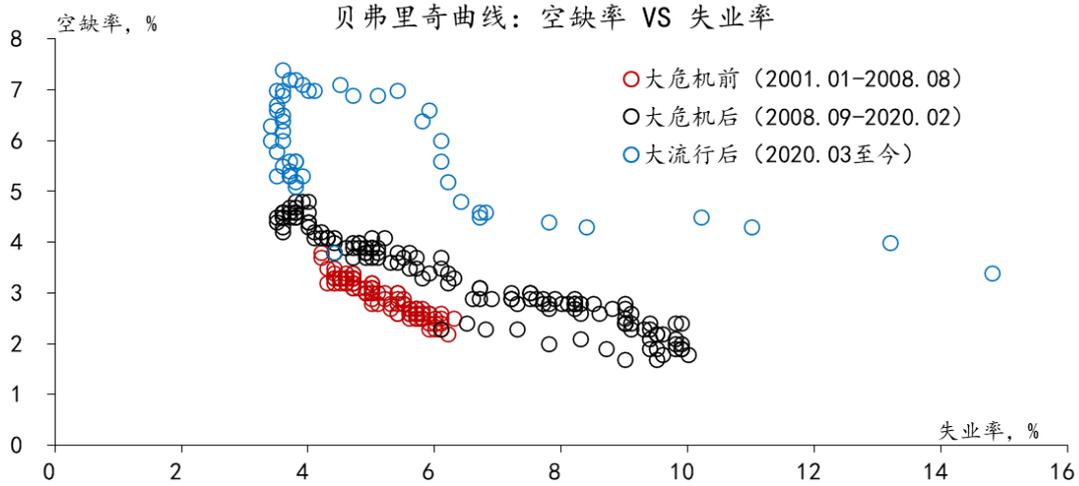
说明: “红色”表述紧张, “蓝色”表示变松, “白色”表述区间中枢。

劳动力市场供给侧与需求侧叙事的切换, 决定了通胀上行风险与增长下行风险孰将占优, 以及美联储的政策走向。截至目前, 供给侧改善或已接近尾声, 需求边际走弱的信号仍在继续。第一, 菲利普斯曲线尚未从垂直状态走向平坦化; 第二, 贝弗里奇曲线仍在向 2020 年之前的位置收敛; 第三, 移民是供给侧叙事“下半场”的主要内容 (上半场为劳动参与率的抬升), 在拜登任期内或仍可持续。结构上看, 美国失业率上行的主要贡献也是移民群体。所以, 供给侧主导的均衡化进程, 可兼顾稳增长与去通胀⁶。

⁶ 关于移民的宏观含义, 可参考 CBO 和布鲁金斯学会的研究: <https://www.cbo.gov/publication/59899>, 或 https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2024/03/20240307_ImmigrationEmployment_Paper.pdf。



图表27: 贝弗里奇曲线已经收敛至 2020 年之前的位置, 未来需观察其斜率的变化

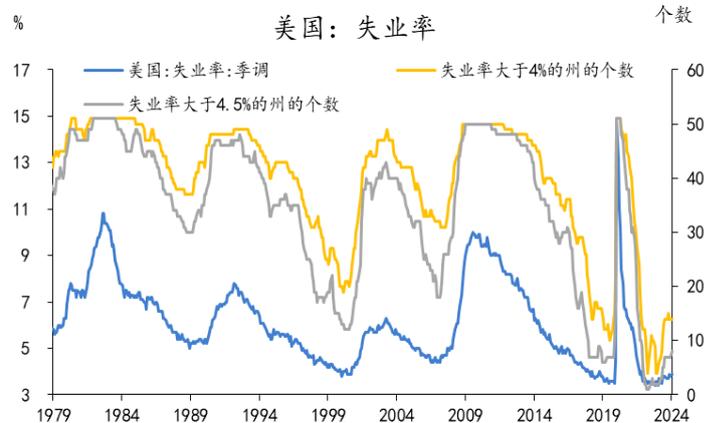
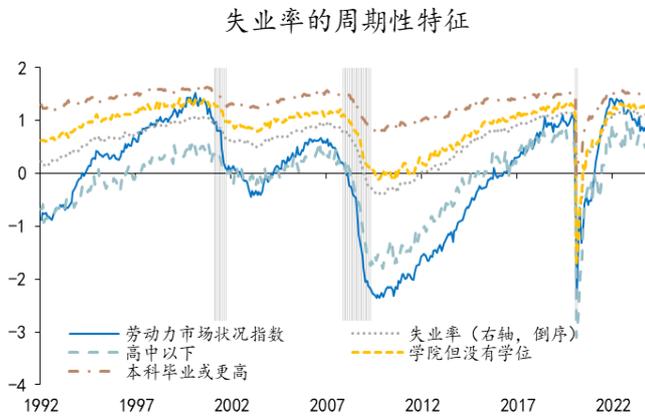


来源: CEIC、国金证券研究所

劳动力市场的未来走向决定了通胀上行风险与经济下行风险谁将占优。趋势上看, 劳动力市场继续转松的概率更高。第一, 经验上, LMC1 与失业率保持着较好的拟合关系, 其隐含的失业率水平为 4.1% (官方 U3 失业率为 3.9%), 并且还在下行趋势中; 第二, 美国失业率大于 4% 和 4.5% 的州的个数、失业率上行幅度超过过去 12 个月低点 0.5 个百分点的州的数量均在上行——均可以被看作全国失业率上行的领先指标; 第三, 临时帮助服务业就业人数持续下行。逻辑上而言, 在劳动力市场短缺时, 供给侧修复有助于恢复均衡, 但当劳动力市场恢复均衡后, 供给侧改善 (如移民人数的增加) 将表现为失业率的增加。

图表28: LMC1 显示, 失业率上行概率占优

图表29: 失业率大于 4% 和 4.5% 的州的个数均在上行



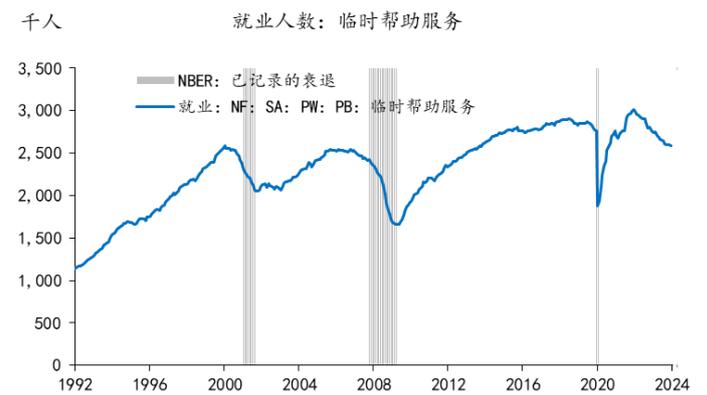
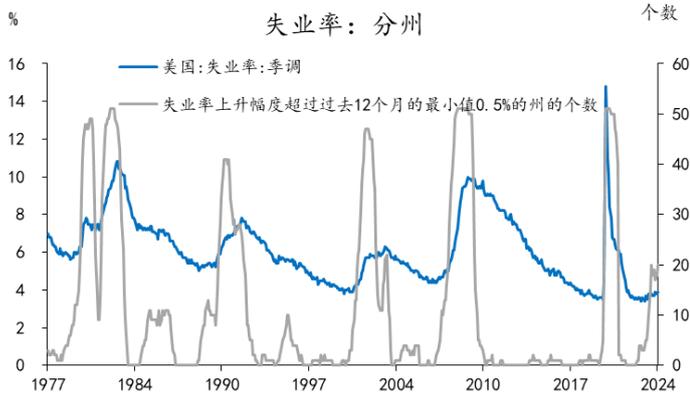
来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所



图表30: 失业率上行幅度超过0.5%的数量在增加

图表31: 临时帮助服务业就业人数持续下行



来源: CEIC、国金证券研究所

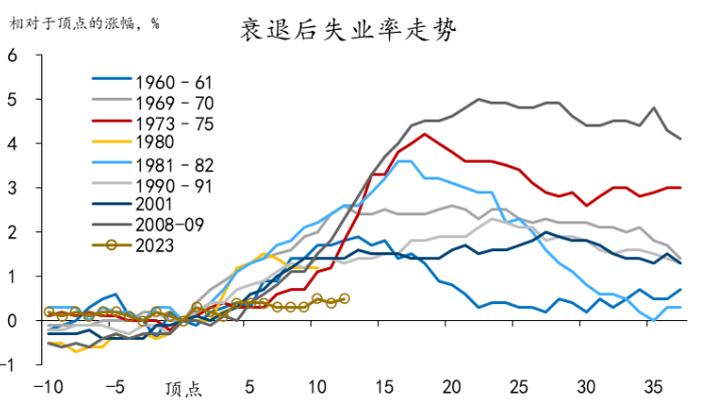
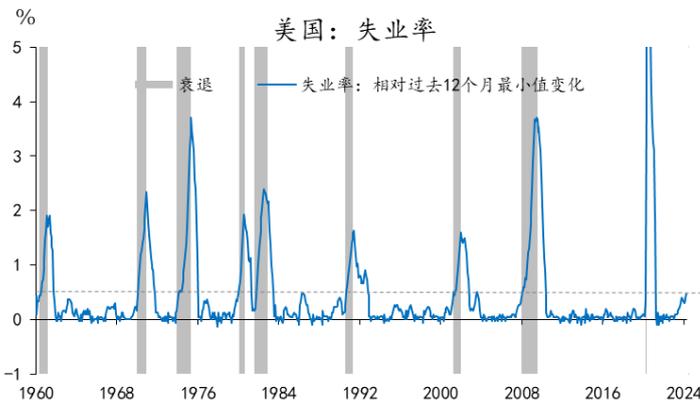
来源: CEIC、国金证券研究所

供给改善与需求转弱都将导致的失业率上行, 两者对经济和资产的含义不同, 但对美联储降息的含义是一致的——失业率上行至4%以上, 将显著提升美联储降息的概率。但是, 同时也需要辨别, 应该交易软着陆, 还是交易衰退。

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。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, 经济才有可能真的是衰退。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32: 衰退区间, 是失业率上行的一个“子集”

图表33: 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

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。

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1.4次

5月22日当周, 美联储总资产规模略降590亿美元, 美联储BTFP工具使用量略降。负债端, 逆回购规模上升380亿美元, 准备金规模下降410亿美元, TGA存款略升50亿美元。货币市场基金规模上升170亿美元。5月15日当周, 美国商业银行存款上升670亿美元, 大型银行存款上升530亿美元。本周美联储公布5月会议纪要, 美联储缩表计划落地, 市场加息预期微升, CME FedWatch显示, 截至5月25日, 市场定价美联储今年降息1.4次, 9月或11月降息概率分别为45%、46%(均为条件概率)。

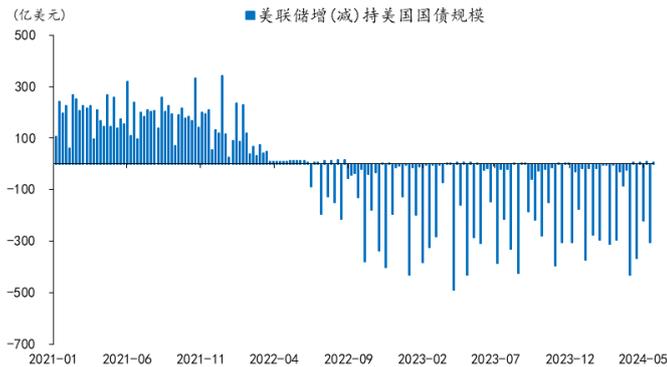


图表34: 美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	05-22	05-15	05-08	05-01	04-24	04-17	04-10
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↓ -5	7299.6	7304.3	7353.4	7362.5	7402.4	7405.5	7438.2
	其他贷款	十亿美元	↓ 0	118.6	118.9	121.8	133.9	135.7	137.3	134.4
	一级信贷	十亿美元	↑ 0.3	6.7	6.4	6.2	6.8	7.0	8.6	5.1
	银行定期融资计划	十亿美元	↓ -1	109.0	109.6	112.7	124.1	125.5	125.7	126.3
	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	↑ 38	864.9	827.2	855.0	798.1	809.3	795.6	799.2
	准备金	十亿美元	↓ -41	3375.0	3416.4	3330.7	3317.0	3271.7	3329.5	3615.7
	TGA	十亿美元	↑ 5	710.9	706.1	816.8	890.4	929.4	929.9	672.5
	商业银行									
	现金	十亿美元	↑ 106		3455.4	3349.4	3293.7	3306.8	3345.5	3612.1
	消费贷	十亿美元	↑ 1		1890.7	1889.8	1894.4	1896.5	1890.6	1887.6
	住房贷款	十亿美元	↓ 0		2588.2	2588.3	2585.5	2586.3	2584.0	2582.2
	商业地产贷款	十亿美元	↓ -2		2995.1	2996.6	2994.1	2992.9	2990.2	2989.3
	工商业贷款	十亿美元	↓ -5		2785.7	2791.0	2802.2	2782.7	2779.5	2767.9
存款	十亿美元	↑ 67		17519.7	17453.1	17523.1	17447.1	17471.5	17728.5	
大银行存款	十亿美元	↑ 53		10814.4	10761.0	10844.8	10790.5	10797.8	10986.2	
小银行存款	十亿美元	↑ 5		5360.7	5356.2	5352.7	5335.7	5365.0	5418.8	
货币市场基金	十亿美元	↑ 17	6065.7	6048.6	6032.2	6001.1	5977.5	5968.4	6080.4	
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	-9.0	-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	↑ 0.2	14.2	14.1	13.7	13.4	12.6	13.8	11.1
	票据与信用债市场									
	Master企业债利差	BP	↓ -1.0	89.0	90.0	89.0	91.0	92.0	95.0	89.0
	票据利差	BP	↑ 6.0	8.0	2.0	9.0	8.0	8.0	21.0	8.0
离岸市场										
欧元兑美元互换基差	BP	↑ 0.5	-2.5	-3.0	-3.9	-3.6	-4.5	-4.5	-3.5	
日元兑美元互换基差	BP	↑ 1.6	-24.0	-25.6	-25.1	-25.3	-28.4	-25.3	-25.9	

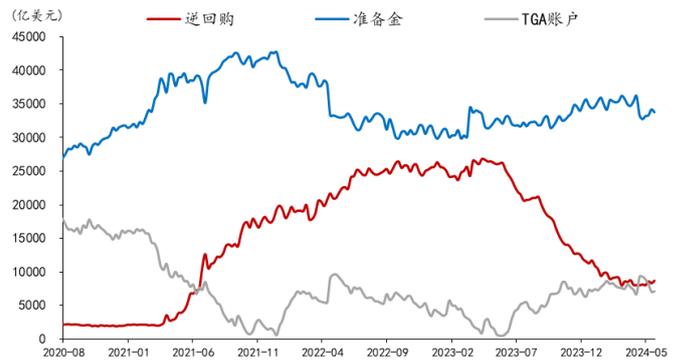
来源: FRED、Bloomberg、WIND、国金证券研究所

图表35: 美联储增持美债规模



来源: WIND、国金证券研究所

图表36: 美联储逆回购规模当周略升



来源: WIND、国金证券研究所

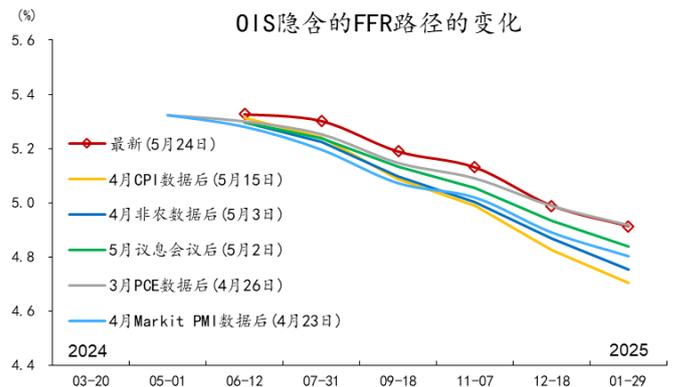


图表37: 截至5月25日, 美联储降息概率

区间/日期	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12	25-01	25-03	25-04
550-575	1	1	1	0	0	0	0	0
525-550	99	89	50	38	18	12	7	5
500-525	0	10	45	46	42	34	24	19
475-500	0	0	5	14	31	35	34	31
450-475	0	0	0	1	8	16	24	27
425-450	0	0	0	0	1	3	9	14
400-425	0	0	0	0	0	0	2	4
375-400	0	0	0	0	0	0	0	1

来源: FedWatch、国金证券研究所

图表38: OIS 隐含 FFR 利率



来源: Bloomberg、国金证券研究所

(二) 美联储: 5月会议纪要偏鹰, 缩表计划落地, 官员谨慎关注通胀

美东时间5月22日美联储公布5月会议纪要, 美联储官员指出今年第一季度的通胀数据令人失望, 纪要显示与会者对当前状况和经济前景的看法偏鹰。一些参与者强调, 最近通胀的增长相当广泛, 因此不应该被过度低估; 降息方面, 与会者指出, 若最近的数据并没有增加他们对通胀率向2%迈进的信心, 通货紧缩过程可能需要比之前预想的更长的时间; 如果通胀风险成为现实, 他们愿意进一步收紧政策。一些参与者注意到, 对当前金融条件限制程度存在不确定性, 担心这些条件可能无法足够限制总需求和通胀。

与会者还讨论了美联储每月缩表规模的调整策略, 几乎所有与会者都表示支持美联储6月开始将美国国债每月赎回上限从600亿美元降低至250亿美元, 维持机构债务和机构每月赎回上限抵押贷款支持证券(MBS)为350亿美元, 并将超过350亿美元上限的任何本金支付再投资于国债。但仍有一些与会者表示, 他们可能支持此时继续维持当前的资产负债表缩减速度, 或者支持比决定稍高的国债赎回上限。

美联储公布5月会议纪要前, 美联储理事巴尔谨慎看待通胀, 表示限制性政策需要更多一段时间财年继续发挥作用; 美联储副主席杰斐逊表示紧缩性货币政策对需要造成压力, 今年晚些时候支出增长将放缓, 将仔细评估后续数据再做判断。纪要公布后, 博斯蒂克表示在调整政策利率之前, 可能需要更加耐心并对通胀达到2%的路径保持确定, 不会陷入更加紧缩的环境。

图表39: 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
巴尔	美联储理事	构建弹性监管框架	今年第一季度的通胀数据令人失望。这些结果并没有给我带来希望通过降低联邦基金利率来支持宽松货币政策的信心。这意味着我们需要让我们的 限制性政策再多一段时间才能继续发挥作用 。我认为我们处于有利地位, 可以保持稳定并密切关注形势的发展。	2024年5月20日	鹰派
杰斐逊	副主席	美国经济前景和房价动态	确实, 过去几个季度消费者支出一直表现强劲。不过, 我预计 今年晚些时候支出增长将放缓, 因为紧缩性货币政策对需求造成压力, 尤其是对利率敏感的支出 。幸运的是, 预期数据表明, FOMC抗击通胀的可信度依然完好。我们的政策利率处于限制性区域, 因为我们继续看到劳动力市场趋于平衡, 通胀下降, 尽管速度远没有我希望的那么快。在判断未来适当的政策利率立场时, 我将仔细评估后续数据、不断变化的前景和风险平衡。房地产行业是经济中对利率最为敏感的部分之一。 我们已经看到抵押贷款利率和抵押贷款发放量的敏感性 。	2024年5月20日	中性偏鹰
沃勒	美联储理事	进展似乎正在一点一点地恢复	但最近的经济数据显示, 紧缩性货币政策有助于冷却总需求 , 4月份的通胀数据表明通胀率可能已恢复至2%。央行行长们永远不应该说永远不会, 但数据显示通胀并没有加速, 我认为 进一步提高政策利率可能是不必要的 。我确实认为经济活动会有所放缓。一个月并不构成趋势, 但这些数据表明政策正在发挥作用, 缓和总需求, 这将支持通胀在降低方面取得新进展。	2024年5月21日	中性偏鹰
梅斯特	2024年FOMC票委, 克利夫兰联储主席	发表讲话	预计今年经济增长将高于趋势水平。目前判断通胀走向为时尚早。通胀将会下降, 但需要更长时间。考虑到就业市场的强劲势头, 目前保持利率的限制性并没有那么大的风险。政策定位良好, 将需要监测数据。 在最新预测中上调了对长期中性利率预估, 目前的政策水平可能没有“预期的那么紧缩” 。需要再看几个月的通胀回落, 同时也在关注预期来自地区的轶事数据提供了前瞻性的视角。	2024年5月21日	中性偏鹰
博斯蒂克	2024年FOMC票委, 亚特兰大联储主席	发表讲话	对2023年通胀下降速度的快速降低感到惊讶。后疫情时期的经济可能对利率的敏感性降低。在通胀达到2%之前, 不会讨论调整美联储的通胀目标。预计将于2025年开始对美联储框架展开新的讨论。在调整政策利率之前, 可能需要更加耐心并对通胀达到2%的路径保持确定。我们不会陷入更加紧缩的环境。	2024年5月23日	中性

来源: FED、金十数据、国金证券研究所

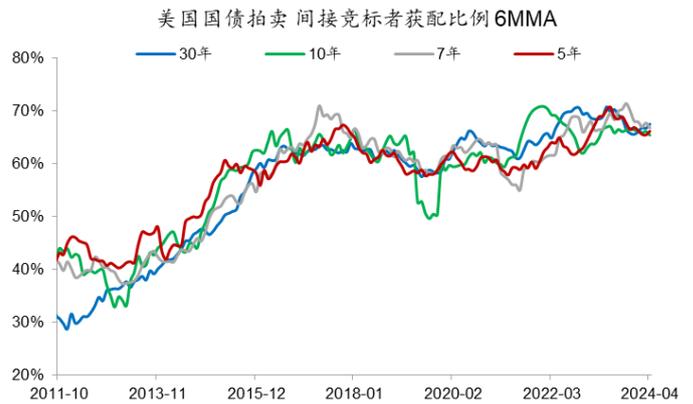
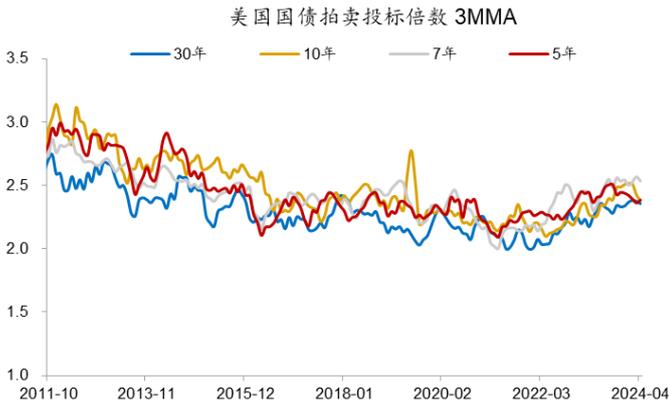


(三) 美债拍卖：10年美债拍卖表现稳定

5月24日，美国财政部拍卖10年期通胀保值国债(TIPS)，中标利率2.184%（3月22日为1.932%），投标倍数2.33（前次为2.35）。美国财政部拍卖四周期国库券，中标利率5.270%（5月16日为5.270%），投标倍数2.77（前次为2.73）。拍卖八周期国库券，中标利率5.275%（5月16日为5.270%），投标倍数2.63（前次为2.74）。美国财政部拍卖20年期国债，中标利率4.635%，投标倍数2.51（前次为2.82）。美国财政部拍卖四个月期国债，中标利率5.235%（5月15日为5.235%），投标倍数2.89（前次为2.98）。

图表40：美债拍卖投标倍数

图表41：美债拍卖间接竞标者获配比例



来源：CEIC、国金证券研究所

来源：CEIC、国金证券研究所

(四) 生产：全球制造业PMI复苏势头增强

美国5月制造业PMI初值为近20个月以来第三高水平，欧元区5月经济复苏步伐加快。美国5月标普全球制造业PMI初值50.9，预期50，4月终值50。欧元区5月标普全球制造业PMI初值47.4，预期46.2，4月终值45.7，创近15个月以来新高，经济复苏势头有所增强。不同地区的趋势各不相同，德国连续第二个月增长，增长速度不断加快；欧元区其他国家再次出现较强劲的扩张。

欧元区服务业PMI稳健扩张，连续第四个月增长。美国5月标普全球服务业PMI初值54.8，预期51.3，4月终值51.3。欧元区5月服务业PMI初值53.3，预期53.5，4月终值53.3。德国服务业活动复苏势头增强，德国5月服务业PMI升至53.9，预期53.5，4月终值53.2，为近11个月以来的最高值。法国的商业活动继上月增长后出现回落。

图表42：全球制造业PMI复苏势头增强

制造业PMI	5月	4月	2024-05	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
全球	0.3	-0.3	50.3	50.6	50.3	50.0	49.0	49.3	48.8	49.2	49.0	48.6	48.7	49.6	49.6	49.6	49.9	49.1	
发达经济体																			
美国ISM		-1.1	49.2	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	
美国Markit	0.9	-1.9	50.9	50.0	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
欧元区	1.7	-0.4	47.4	45.7	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
德国	2.9	0.6	45.4	42.5	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
法国	1.4	-0.9	46.7	45.3	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
意大利		-3.1	47.3	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	
西班牙		0.8	52.2	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	
荷兰		1.6	51.3	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	
希腊		-1.7	55.2	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	
日本		1.4	49.6	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	
韩国		-0.4	49.4	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	
英国	2.2	-1.2	51.3	49.1	50.3	47.5	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
加拿大		-0.4	49.4	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	
新兴市场																			
中国		-0.4	50.4	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	
印度	-0.4	-0.3	58.4	58.8	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
越南		0.4	50.3	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	
巴西		2.3	55.9	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	
墨西哥		-1.2	51.0	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	

来源：WIND、国金证券研究所



图表43: 欧元区服务业PMI 稳健扩张

服务业PMI	5月	4月	2024-05	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
全球	0.3	↑	52.7	52.4	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	
发达经济体																			
美国ISM	-2.0	↓	49.4	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	
美国Markit	3.5	↑	54.8	51.3	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
欧元区	0.0	↓	53.3	53.3	51.5	50.2	48.4	48.8	48.7	47.8	48.7	47.9	50.9	52.0	55.1	56.2	55.0	52.7	50.8
德国	0.7	↑	53.9	53.2	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	-1.9	↓	49.4	51.3	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	-0.3	↓	54.3	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	
西班牙	0.1	↑	56.2	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	
日本	-0.7	↓	53.6	54.3	54.1	52.9	53.1	51.5	50.8	51.6	53.8	54.3	53.8	54.0	55.9	55.4	55.0	54.0	52.3
英国	-2.1	↓	52.9	55.0	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	-2.1	↓	50.3	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	
印度	0.6	↑	61.4	60.8	61.2	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
俄罗斯	-0.4	↓	50.5	51.4	51.1	55.8	56.2	52.2	53.6	55.4	57.6	62.0	56.8	54.3	55.9	58.1	53.1	48.7	
巴西	-0.9	↓	53.7	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	

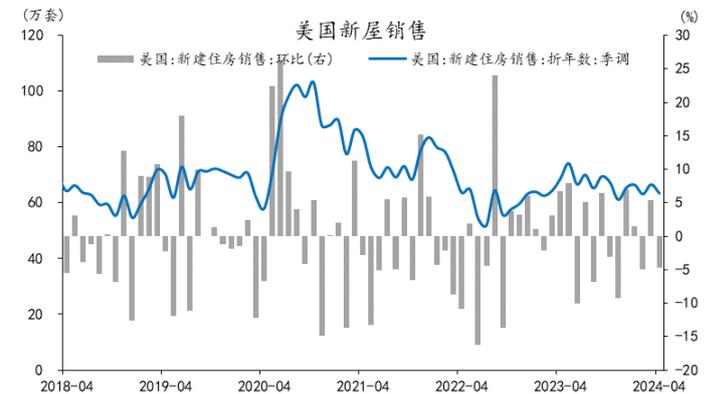
来源: WIND、国金证券研究所

(五) 地产: 美国4月地产销售下滑

利率和房价上升打压需求, 美国4月成屋销售连续第2个月下降。美国4月成屋销售总数年化414万套, 预期421万套, 前值419上修至422万套; 环比-1.9%, 预期0.8%, 前值-4.3%上修至-3.7%; 同比-1.9%。美国4月新屋销售总数年化63.4万套, 预期67.9万套, 前值69.3下修至66.5万套; 环比-4.7%, 预期-2.2%, 前值8.8%下修至5.4%; 同比-7.7%。

图表44: 美国成屋销售连续第2个月下降

图表45: 美国4月新屋销售下滑

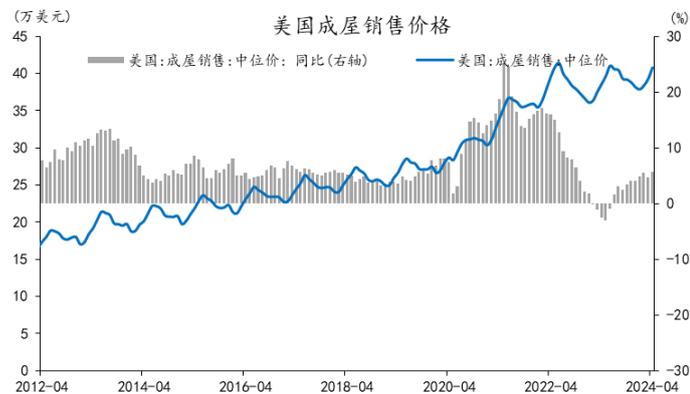


来源: WIND、国金证券研究所

来源: WIND、国金证券研究所

图表46: 美国房价上升

图表47: 美国30年期抵押贷款固定利率高企



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