



“美国大选”系列之六

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

美国大选：得“摇摆州”者得白宫？

美国大选经验显示，得摇摆州者得白宫。2024 年大选，特朗普在 7 大摇摆州的民调显著领先。“封口费案”初步判决结果对其不利，是否具有实质性影响需观察摇摆州民调变化。拜登政府今年政策的优先性或围绕摇摆州展开。

热点思考：摇摆州如何影响美国大选？

（一）2024 年美国大选，七大摇摆州争夺情况：特朗普全面领先拜登，民调暂未受案件影响

今年美国大选，特朗普在摇摆州的支持率全面领先，相比 2020 年已明显逆转。特朗普虽有四项刑事诉讼在身，但民调支持率未受案件干扰，稳定领先拜登。年初以来，特朗普全国民调领先拜登 1.5 个百分点左右，7 大摇摆州支持率均领先拜登，亚利桑那、佐治亚、北卡、内华达领先优势达 4 个以上，特朗普仅需拿下三个摇摆州即可赢得大选。

今年美国大选的 7 大摇摆州集中在铁锈带、南部边境以及东南沿海，产业集中在制造业、半导体、钢铁、农业等领域。摇摆州之所以重要，在于其可以决定大选结果。1996 年至 2020 年，赢得摇摆州的一方，总能赢得大选。竞选双方的重心也集中在摇摆州，2016 年及 2020 年大选，特朗普和拜登都以微弱优势拿下摇摆州，才最终赢得了大选。

（二）失业率保持低位，拜登民调缘何落后？实际工资、人口结构的转变可提供部分解释

美国经济不差，但拜登支持率表现却不佳，首要原因是通胀。截至今年 3 月，多数摇摆州失业率好于全国整体，仅内华达州较高。但考虑通胀因素后可以发现，多数摇摆州工资涨幅低于全国涨幅，也低于 CPI 涨幅，实际 GDP 增速同样偏低。通胀更高、经济增速、工资涨幅更低，导致摇摆州消费者信心更低。与全国相比，摇摆州的经济体感更差。

人口结构的变化是第二个解释。拜登在高学历、中老年人、非白人群体中支持率更高，特朗普则相反。2020 年后，人口迁移导致摇摆州年轻人、低学历人口更多、保守派占比更高，人口结构对拜登相对不利。另一方面，由于未能兑现提高最低工资、放松移民限制等领域的竞选承诺，拜登在摇摆州选民群体中的支持率进一步下跌。

（三）摇摆州如何影响今年美国政策选择？拜登政府贸易、补贴措施仍将集中出台

为争取摇摆州支持，拜登政府今年明显加快了政策实施节奏。仅今年 4 月，拜登就推出多达 34 项的重要经济政策，明显高于历史平均水平。产业政策方面，公共投资大幅向摇摆州倾斜。补贴措施方面，拜登提出新一轮学生贷款减免及住房补贴等，主要针对收入较低的年轻选民。对外则重启贸易保护措施，以争取摇摆州产业工人群体的支持。

向后看，拜登今年或继续集中推行贸易保护措施，进一步加大年轻人群的补贴力度。拜登政府可能进一步扩大贸易保护措施范围，集中在摇摆州相关的高科技、制造业等产品领域，后续需关注船舶、变压器以及美国盟友的新增关税措施。对内方面，今年以来，拜登政府通不断提高支出计划，后续仍需关注美国财政扩张的可能性。

海外事件&数据：特朗普“封口费”案被定罪，入狱概率较低，美国核心 PCE 如期放缓

特朗普“封口费”案被定罪，入狱概率较低。美国东部时间 5 月 30 日，纽约曼哈顿法院陪审团一致认定特朗普在“封口费”案中有罪，量刑判决将在 7 月 11 日进行。特朗普判刑存在三种可能。一是监禁。但 2015 年以来，纽约州仅约 10% 的伪造商业记录案导致被告入狱，刑期约为 6 个月到 1 年左右；二是缓刑或有条件释放。考虑到特朗普没有犯罪前科，且为非暴力犯罪，主审法官可能将选择较轻的刑罚。三是支付罚款，免于入狱。

美国上月 PCE 通胀数据下修，4 月核心 PCE 环比低于预期，通胀继续降温。美国 4 月核心 PCE 物价指数同比 2.8%，预期 2.8%，前值 2.8%；环比 0.2%，预期 0.3%，前值 0.3%，为 2024 年 1 月以来新低。美国 4 月实际个人消费支出环比-0.1%，预期 0.1%，前值 0.5%下修至 0.4%，其中，商品支出环比-0.4%，服务支出环比 0.1%。

美债拍卖表现不佳，海外需求不足。两年期国债拍卖中，最终得标利率比预发行利率 4.907% 高出 1 个基点，这也是最近四次两年期美债拍卖中第三次出现尾部利差，凸显市场对短期债券的兴趣有限。间接竞标者获配比例仅为 57.9%，较上个月的 66.2% 大幅下滑，创下自去年 11 月以来的新低，2023 年 11 月该比例曾触及 57.4% 的低点。

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：摇摆州如何影响美国大选？	4
(一) 美国大选，七大摇摆州争夺情况：特朗普未受案件影响，全面领先拜登	4
(二) 美国经济不差，拜登摇摆州支持率为何更低：通胀、人口结构是核心原因	6
(三) 摇摆州如何影响今年美国政策选择？拜登政府贸易、补贴措施仍将集中出台	8
二、热点思考：	10
(一) 特朗普“封口费”案被定罪，入狱概率较低	10
(二) 美国流动性：市场定价美联储9月降息概率为47%	11
(三) 美联储官员：内部存在分歧	13
(四) 通胀：美国核心PCE通胀如期放缓	13
(五) 美债：美债拍卖表现不佳，海外需求不足	14
(六) 地产：美国高利率抑制了房地产市场	15
风险提示	16

图表目录

图表 1：美国大选特朗普支持率领先	4
图表 2：七大摇摆州，特朗普支持率均领先拜登	4
图表 3：相比 2020 年，特朗普今年领先优势已扩大	4
图表 4：特朗普至少还需赢得宾州、北卡、佐治亚三个州	4
图表 5：今年大选，美国的 7 大摇摆州	5
图表 6：美国大选历史上的安全州	5
图表 7：摇摆州并非始终不变	5
图表 8：今年摇摆州的产业特点	5
图表 9：1996 年至今，赢得多数摇摆州的一方，总能成功胜选	5
图表 10：多数摇摆州失业率表现相对较好	6
图表 11：多数摇摆州工资涨幅低于美国整体及 CPI	6
图表 12：拜登任内，多数摇摆州 GDP 增速更低	6
图表 13：工资低、通胀高、摇摆州消费者信心偏低	6
图表 14：高学历、中老年、非白人更支持拜登	7
图表 15：拜登在非白人、年轻群体中支持率明显下降	7
图表 16：摇摆州年轻人、少数族裔、低学历人口更多	7
图表 17：摇摆州选民政治立场，保守派多于自由派	7
图表 18：摇摆州在移民、经济、通胀问题上信任特朗普	7



图表 19: 拜登任期内在经济领域兑现情况更差	7
图表 20: 摇摆州选民关心经济、就业、通胀问题	8
图表 21: 摇摆州担忧拜登年龄偏高、能力不足	8
图表 22: 拜登加快推出新政策以争取选民支持	8
图表 23: 拜登政府公共投资金额向摇摆州倾斜	8
图表 24: 拜登的住房支持计划内容	9
图表 25: 拜登今年提出新一轮学生贷款减免	9
图表 26: 美国第五轮提议加征关税情况	9
图表 27: 密歇根、威斯康星、宾州制造业占比均较高	10
图表 28: 宾夕法尼亚州钢铁产业直接和间接经济效应	10
图表 29: 拜登政府今年自主性支出规模不断上涨	10
图表 30: 美国今年的已出台及可能出台的贸易措施	10
图表 31: 美国总统任职要求	11
图表 32: 美国大选民调	11
图表 33: 美国流动性量价跟踪	12
图表 34: 美联储增持美债规模	12
图表 35: 美联储逆回购规模当周略降	12
图表 36: 截至 6 月 1 日, 美联储降息概率	13
图表 37: OIS 隐含 FFR 利率	13
图表 38: 美联储官员: 内部存在分歧	13
图表 39: 美国 4 月 PCE 通胀同比、环比及其结构	14
图表 40: 美国 4 月 PCE 通胀符合预期	14
图表 41: 美国 4 月核心 PCE 通胀环比如期放缓	14
图表 42: 美国 2 年期美债拍卖海外需求表现疲软	15
图表 43: 美国 5 年期美债拍卖需求不足	15
图表 44: 美国 30 年期抵押贷款固定利率当周回升	15
图表 45: 美国 FHFA 房价增速 3 月大幅放缓	15
图表 46: 美国 4 月成屋签约销售指数环比大幅降幅	15
图表 47: 美国成屋销售连续第 2 个月下降	15



美国大选经验显示，得摇摆州者得白宫。2024 年大选，特朗普在 7 大摇摆州的民调显著领先。“封口费案”初步判决结果对其不利，是否具有实质性影响需观察摇摆州民调变化。拜登政府今年政策的优先性或围绕摇摆州展开。

一、美国大选：得“摇摆州”者得白宫？

(一) 2024 年美国大选，七大摇摆州争夺情况：特朗普全面领先拜登，民调暂未受案件影响

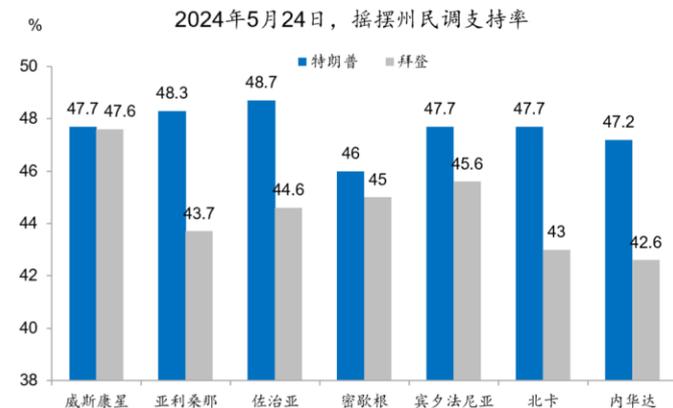
今年美国大选，特朗普摇摆州支持率全面领先，相比 2020 年已明显逆转。特朗普虽有四项刑事案件在身，但民调支持率未受案件干扰，稳定领先拜登。年初以来，特朗普全国民调领先拜登 1.5 个百分点左右，7 大摇摆州支持率均领先拜登，其中，亚利桑那、佐治亚、北卡、内华达的领先优势达 4 个点以上，密歇根、宾夕法尼亚州领先 1 个点，威斯康星州领先 0.1 个百分点左右。与 2020 年相比，今年特朗普民调已大幅逆转，今年只需拿下 7 个摇摆州中的宾州、北卡、佐治亚三个州即可获得 270 张选举人票，赢得大选。

图表1：美国大选特朗普支持率领先



来源：RCP、国金证券研究所

图表2：七大摇摆州，特朗普支持率均领先拜登



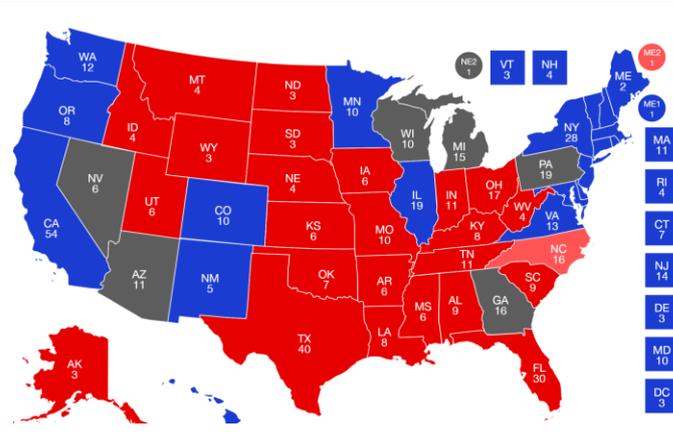
来源：RCP、国金证券研究所

图表3：相比 2020 年，特朗普今年领先优势已扩大

州名	人口(万人)	选举人票	2020年胜利者及票差	2024年平均民调情况
亚利桑那州	743	11	拜登 +0.3%	特朗普 +5.0%
佐治亚州	1103	16	拜登 +0.2%	特朗普 +4.0%
密歇根州	1004	16	拜登 +2.8%	特朗普 +1.3%
内华达州	319	6	拜登 +2.4%	特朗普 +4.8%
北卡罗来纳	1084	15	特朗普 +1.3%	特朗普 +5.4%
宾夕法尼亚	1296	20	拜登 +1.2%	特朗普 +0.6%
威斯康星州	591	10	拜登 +0.6%	特朗普 +1.8%
美国	33491	538	拜登 +4.5%	特朗普 +1.3%

来源：Barrons、国金证券研究所

图表4：特朗普至少还需赢得宾州、北卡、佐治亚三个州



来源：RCP、国金证券研究所

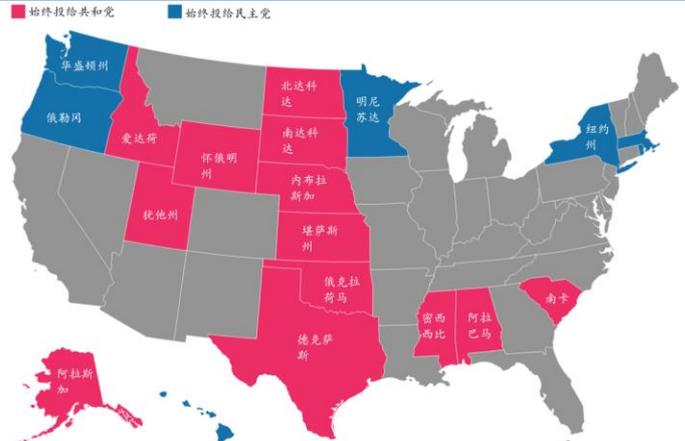
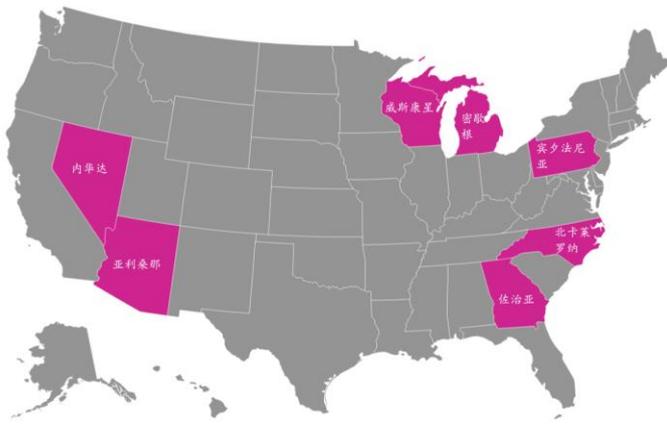
今年美国大选有 7 大摇摆州，集中在铁锈带、南部边境以及东南沿海，摇摆州产业集中在制造业、半导体、钢铁、农业等领域。美国摇摆州并非一成不变，会随着人口的迁移发生变化，如北卡罗来纳州 2010 年后净移民人数大幅增加，导致其转变为摇摆州。与摇摆州相对的是安全州，如 1988 年以来，德州始终支持共和党，纽约州则始终支持民主党。

今年的摇摆州当中，亚利桑那州以半导体产业为代表，英特尔、台积电在内的多家半导体公司在亚利桑那州设有大型生产设施；密歇根以汽车业为代表，是通用汽车、福特汽车总部所在地；宾夕法尼亚州以钢铁产业为代表；威斯康星州代表产业为农业和机械设备制造业；内华达州代表性产业为采矿、新能源等；北卡则为纺织、家具制造业；佐治亚则为汽车、农业等。



图表5: 今年大选, 美国的7大摇摆州

图表6: 美国大选历史上的安全州

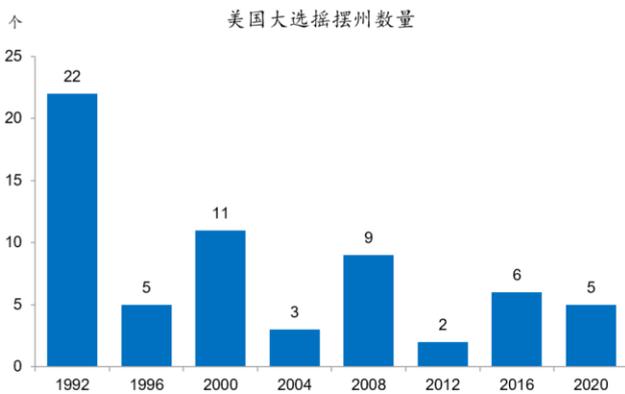


来源: USAFACTS、国金证券研究所

来源: USAFACTS、国金证券研究所

图表7: 摇摆州并非始终不变

图表8: 今年摇摆州的产业特点



州名	人口数量(万人)	人口结构	2023年GDP(亿美元)	主要产业	代表性企业
亚利桑那州	743.13	多样化, 有大量移民和退休人群	414.27	技术、航空、旅游业	霍尼韦尔航空、英特尔、美国航空
佐治亚州	1102.92	亚特兰大多样化, 外州移民多, 农村保守	675.98	金融服务、科技、农业	可口可乐公司、UPS、家得宝
密歇根州	1003.73	工会成员多, 工业城市和农村分化	547.89	汽车工业和制造业	通用汽车、福特汽车、克莱斯勒
内华达州	319.42	旅游业职工及其家庭, 少数族裔比例高	189.27	旅游业、博彩业、采矿业	米高梅度假村国际公司、拉斯维加斯金沙集团
北卡罗来纳州	1083.55	教育和科技中心聚集, 年轻人口, 农村较保守	684.35	科技、生物科技、金融服务	美国银行、杜克能源、红帽子
宾夕法尼亚州	1296.17	城市民主党强, 农村共和党强, 老年人口比例高	855.65	高科技、制药、金融服务、能源	康卡斯特、阿利根尼技术公司、默克公司
威斯康星州	591.10	工人阶级多, 白人人口占多数, 乡村地区保守	387.51	制造业、农业(奶酪和乳制品生产)	哈雷摩托车公司、约翰迪尔、克拉克夫特氏

来源: USAFACTS、国金证券研究所

来源: Mappr、国金证券研究所

摇摆州之所以重要, 在于其可以决定大选结果。1996年至2020年, 赢得摇摆州的一方, 总能赢得大选。竞选双方的重心也集中在摇摆州。2016年大选, 特朗普以微弱优势拿下宾夕法尼亚、密歇根、威斯康星、佛罗里达四个摇摆州, 成功当选总统。2020年大选, 拜登在威斯康星、亚利桑那、佐治亚州的领先优势仅不到1个点, 双方都凭借摇摆州险胜。

图表9: 1996年至今, 赢得多数摇摆州的一方, 总能成功胜选

项目	2020年	2016年	2012年	2008年	2004年	2000年	1996年																																																																																																																																																						
	选举人票	选举人票	选举人票	选举人票	选举人票	选举人票	选举人票																																																																																																																																																						
摇摆州	<table border="1"> <tr><td>密歇根州</td><td>16</td><td>民主党 +2.78%</td></tr> <tr><td>内华达州</td><td>6</td><td>民主党 +2.39%</td></tr> <tr><td>宾夕法尼亚</td><td>20</td><td>民主党 +1.16%</td></tr> <tr><td>威斯康星</td><td>10</td><td>民主党 +0.63%</td></tr> <tr><td>亚利桑那</td><td>11</td><td>民主党 +0.31%</td></tr> <tr><td>乔治亚州</td><td>16</td><td>民主党 +0.24%</td></tr> <tr><td>北卡罗来纳</td><td>15</td><td>共和党 +1.35%</td></tr> </table>	密歇根州	16	民主党 +2.78%	内华达州	6	民主党 +2.39%	宾夕法尼亚	20	民主党 +1.16%	威斯康星	10	民主党 +0.63%	亚利桑那	11	民主党 +0.31%	乔治亚州	16	民主党 +0.24%	北卡罗来纳	15	共和党 +1.35%	<table border="1"> <tr><td>缅因州</td><td>3</td><td>民主党 +2.96%</td></tr> <tr><td>内华达州</td><td>6</td><td>民主党 +2.42%</td></tr> <tr><td>明尼苏达</td><td>10</td><td>民主党 +1.52%</td></tr> <tr><td>新罕布什尔</td><td>4</td><td>民主党 +0.37%</td></tr> <tr><td>密歇根</td><td>16</td><td>共和党 +0.23%</td></tr> <tr><td>宾夕法尼亚</td><td>20</td><td>共和党 +0.72%</td></tr> <tr><td>威斯康星</td><td>10</td><td>共和党 +0.77%</td></tr> <tr><td>佛罗里达</td><td>29</td><td>共和党 +1.2%</td></tr> </table>	缅因州	3	民主党 +2.96%	内华达州	6	民主党 +2.42%	明尼苏达	10	民主党 +1.52%	新罕布什尔	4	民主党 +0.37%	密歇根	16	共和党 +0.23%	宾夕法尼亚	20	共和党 +0.72%	威斯康星	10	共和党 +0.77%	佛罗里达	29	共和党 +1.2%	<table border="1"> <tr><td>俄亥俄州</td><td>18</td><td>民主党 +2.98%</td></tr> <tr><td>佛罗里达</td><td>29</td><td>民主党 +0.88%</td></tr> <tr><td>印第安纳</td><td>11</td><td>民主党 +1.03%</td></tr> <tr><td>北卡</td><td>15</td><td>民主党 +0.33%</td></tr> <tr><td>北卡罗来纳</td><td>15</td><td>共和党 +2.04%</td></tr> </table>	俄亥俄州	18	民主党 +2.98%	佛罗里达	29	民主党 +0.88%	印第安纳	11	民主党 +1.03%	北卡	15	民主党 +0.33%	北卡罗来纳	15	共和党 +2.04%	<table border="1"> <tr><td>俄亥俄州</td><td>20</td><td>民主党 +4.59%</td></tr> <tr><td>佛罗里达</td><td>27</td><td>民主党 +2.82%</td></tr> <tr><td>印第安纳</td><td>11</td><td>民主党 +1.03%</td></tr> <tr><td>北卡</td><td>15</td><td>民主党 +0.33%</td></tr> <tr><td>密苏里</td><td>11</td><td>共和党 +0.01%</td></tr> </table>	俄亥俄州	20	民主党 +4.59%	佛罗里达	27	民主党 +2.82%	印第安纳	11	民主党 +1.03%	北卡	15	民主党 +0.33%	密苏里	11	共和党 +0.01%	<table border="1"> <tr><td>宾夕法尼亚</td><td>21</td><td>民主党 +2.5%</td></tr> <tr><td>新罕布什尔</td><td>4</td><td>民主党 +1.37%</td></tr> <tr><td>威斯康星</td><td>10</td><td>民主党 +0.38%</td></tr> <tr><td>爱荷华州</td><td>7</td><td>共和党 +0.67%</td></tr> <tr><td>新墨西哥</td><td>5</td><td>共和党 +0.79%</td></tr> <tr><td>俄亥俄州</td><td>20</td><td>共和党 +2.11%</td></tr> <tr><td>内华达州</td><td>5</td><td>共和党 +2.59%</td></tr> </table>	宾夕法尼亚	21	民主党 +2.5%	新罕布什尔	4	民主党 +1.37%	威斯康星	10	民主党 +0.38%	爱荷华州	7	共和党 +0.67%	新墨西哥	5	共和党 +0.79%	俄亥俄州	20	共和党 +2.11%	内华达州	5	共和党 +2.59%	<table border="1"> <tr><td>明尼苏达</td><td>10</td><td>民主党 +2.40%</td></tr> <tr><td>俄亥俄州</td><td>7</td><td>民主党 +0.44%</td></tr> <tr><td>爱荷华州</td><td>7</td><td>民主党 +0.31%</td></tr> <tr><td>威斯康星</td><td>11</td><td>民主党 +0.22%</td></tr> <tr><td>新墨西哥</td><td>5</td><td>民主党 +0.06%</td></tr> <tr><td>佛罗里达</td><td>25</td><td>共和党 +0.01%</td></tr> <tr><td>新罕布什尔</td><td>4</td><td>共和党 +1.27%</td></tr> <tr><td>密苏里州</td><td>11</td><td>共和党 +3.34%</td></tr> <tr><td>俄亥俄州</td><td>21</td><td>共和党 +3.51%</td></tr> </table>	明尼苏达	10	民主党 +2.40%	俄亥俄州	7	民主党 +0.44%	爱荷华州	7	民主党 +0.31%	威斯康星	11	民主党 +0.22%	新墨西哥	5	民主党 +0.06%	佛罗里达	25	共和党 +0.01%	新罕布什尔	4	共和党 +1.27%	密苏里州	11	共和党 +3.34%	俄亥俄州	21	共和党 +3.51%	<table border="1"> <tr><td>佛罗里达</td><td>25</td><td>民主党 +5.70%</td></tr> <tr><td>田纳西</td><td>11</td><td>民主党 +2.41%</td></tr> <tr><td>亚利桑那</td><td>8</td><td>民主党 +2.23%</td></tr> <tr><td>内华达</td><td>4</td><td>民主党 +1.02%</td></tr> <tr><td>肯塔基</td><td>8</td><td>民主党 +0.96%</td></tr> <tr><td>佐治亚</td><td>13</td><td>共和党 +1.17%</td></tr> <tr><td>科罗拉多</td><td>8</td><td>共和党 +1.37%</td></tr> <tr><td>佛吉尼亚</td><td>13</td><td>共和党 +1.95%</td></tr> <tr><td>蒙大拿</td><td>3</td><td>共和党 +2.88%</td></tr> </table>	佛罗里达	25	民主党 +5.70%	田纳西	11	民主党 +2.41%	亚利桑那	8	民主党 +2.23%	内华达	4	民主党 +1.02%	肯塔基	8	民主党 +0.96%	佐治亚	13	共和党 +1.17%	科罗拉多	8	共和党 +1.37%	佛吉尼亚	13	共和党 +1.95%	蒙大拿	3	共和党 +2.88%
密歇根州	16	民主党 +2.78%																																																																																																																																																											
内华达州	6	民主党 +2.39%																																																																																																																																																											
宾夕法尼亚	20	民主党 +1.16%																																																																																																																																																											
威斯康星	10	民主党 +0.63%																																																																																																																																																											
亚利桑那	11	民主党 +0.31%																																																																																																																																																											
乔治亚州	16	民主党 +0.24%																																																																																																																																																											
北卡罗来纳	15	共和党 +1.35%																																																																																																																																																											
缅因州	3	民主党 +2.96%																																																																																																																																																											
内华达州	6	民主党 +2.42%																																																																																																																																																											
明尼苏达	10	民主党 +1.52%																																																																																																																																																											
新罕布什尔	4	民主党 +0.37%																																																																																																																																																											
密歇根	16	共和党 +0.23%																																																																																																																																																											
宾夕法尼亚	20	共和党 +0.72%																																																																																																																																																											
威斯康星	10	共和党 +0.77%																																																																																																																																																											
佛罗里达	29	共和党 +1.2%																																																																																																																																																											
俄亥俄州	18	民主党 +2.98%																																																																																																																																																											
佛罗里达	29	民主党 +0.88%																																																																																																																																																											
印第安纳	11	民主党 +1.03%																																																																																																																																																											
北卡	15	民主党 +0.33%																																																																																																																																																											
北卡罗来纳	15	共和党 +2.04%																																																																																																																																																											
俄亥俄州	20	民主党 +4.59%																																																																																																																																																											
佛罗里达	27	民主党 +2.82%																																																																																																																																																											
印第安纳	11	民主党 +1.03%																																																																																																																																																											
北卡	15	民主党 +0.33%																																																																																																																																																											
密苏里	11	共和党 +0.01%																																																																																																																																																											
宾夕法尼亚	21	民主党 +2.5%																																																																																																																																																											
新罕布什尔	4	民主党 +1.37%																																																																																																																																																											
威斯康星	10	民主党 +0.38%																																																																																																																																																											
爱荷华州	7	共和党 +0.67%																																																																																																																																																											
新墨西哥	5	共和党 +0.79%																																																																																																																																																											
俄亥俄州	20	共和党 +2.11%																																																																																																																																																											
内华达州	5	共和党 +2.59%																																																																																																																																																											
明尼苏达	10	民主党 +2.40%																																																																																																																																																											
俄亥俄州	7	民主党 +0.44%																																																																																																																																																											
爱荷华州	7	民主党 +0.31%																																																																																																																																																											
威斯康星	11	民主党 +0.22%																																																																																																																																																											
新墨西哥	5	民主党 +0.06%																																																																																																																																																											
佛罗里达	25	共和党 +0.01%																																																																																																																																																											
新罕布什尔	4	共和党 +1.27%																																																																																																																																																											
密苏里州	11	共和党 +3.34%																																																																																																																																																											
俄亥俄州	21	共和党 +3.51%																																																																																																																																																											
佛罗里达	25	民主党 +5.70%																																																																																																																																																											
田纳西	11	民主党 +2.41%																																																																																																																																																											
亚利桑那	8	民主党 +2.23%																																																																																																																																																											
内华达	4	民主党 +1.02%																																																																																																																																																											
肯塔基	8	民主党 +0.96%																																																																																																																																																											
佐治亚	13	共和党 +1.17%																																																																																																																																																											
科罗拉多	8	共和党 +1.37%																																																																																																																																																											
佛吉尼亚	13	共和党 +1.95%																																																																																																																																																											
蒙大拿	3	共和党 +2.88%																																																																																																																																																											
民主党获票	79	23	47	73	35	40	56																																																																																																																																																						
共和党获票	15	75	15	11	37	61	37																																																																																																																																																						
摇摆州胜方	民主党	共和党	民主党	民主党	共和党	共和党	民主党																																																																																																																																																						
大选获胜方	民主党	共和党	民主党	民主党	共和党	共和党	民主党																																																																																																																																																						

来源: 270twin、国金证券研究所

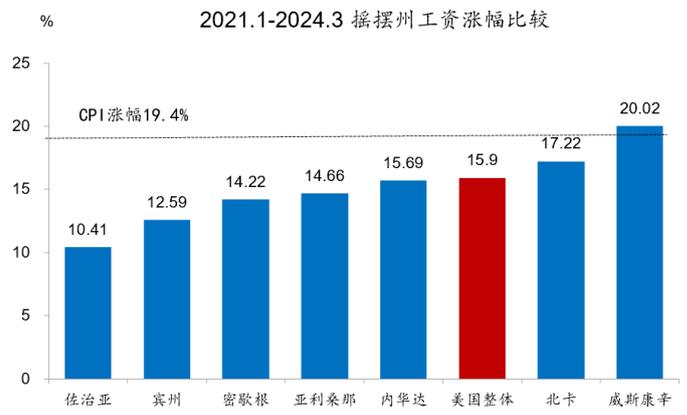
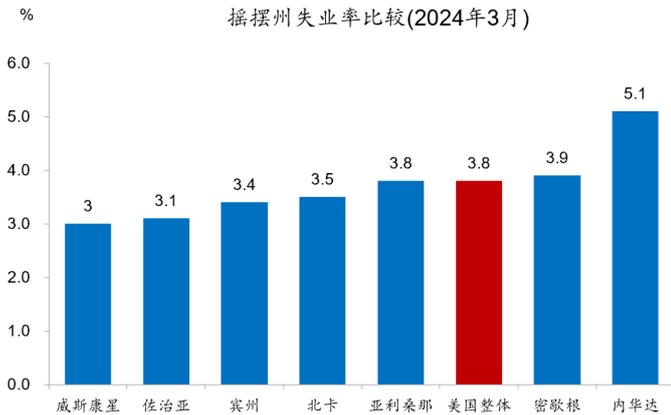


(二) 失业率保持低位, 拜登民调为何落后? 实际工资、人口结构的转变可提供部分解释

今年拜登摇摆州支持率更低, 核心原因在于通胀、人口结构。拜登任内, 美国经济整体表现较好, 2023 年美国成功避免衰退, GDP 增速达 2.5%, 失业率降至历史低位, 但拜登支持率表现却不佳, 首要原因是通胀。截至今年 3 月, 多数摇摆州失业率好于全国整体, 仅内华达州较高。但考虑通胀因素后可以发现, 拜登任期内, 多数摇摆州工资涨幅低于美国整体涨幅, 也低于 CPI 涨幅, 实际 GDP 增速同样偏低。通胀更高、经济增速、工资涨幅更低, 导致摇摆州消费者信心更低。与全国相比, 摇摆州的经济体感更差。

图表10: 多数摇摆州失业率表现相对较好

图表11: 多数摇摆州工资涨幅低于美国整体及 CPI

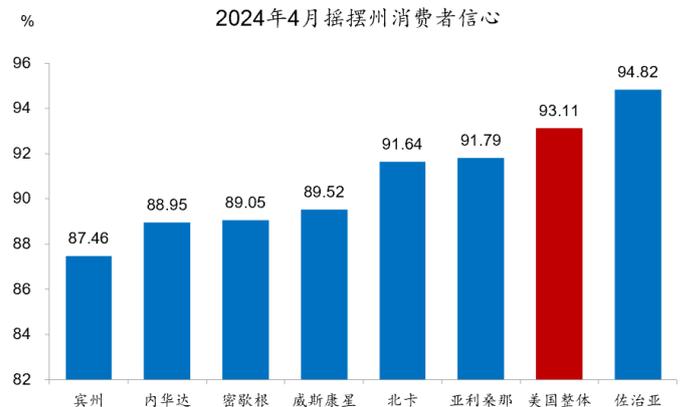
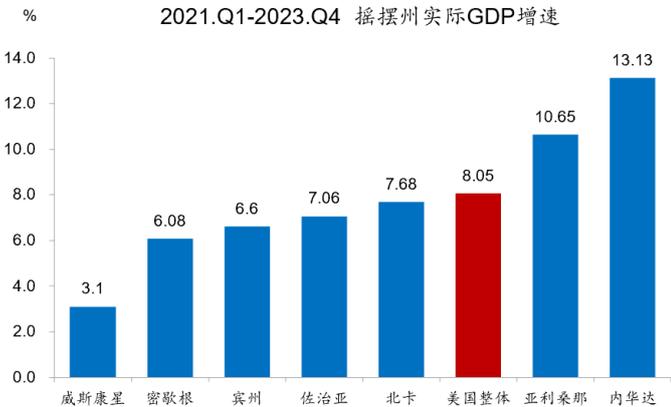


来源: Barrons、国金证券研究所

来源: Barrons、国金证券研究所

图表12: 拜登任内, 多数摇摆州 GDP 增速更低

图表13: 工资低、通胀高、摇摆州消费者信心偏低



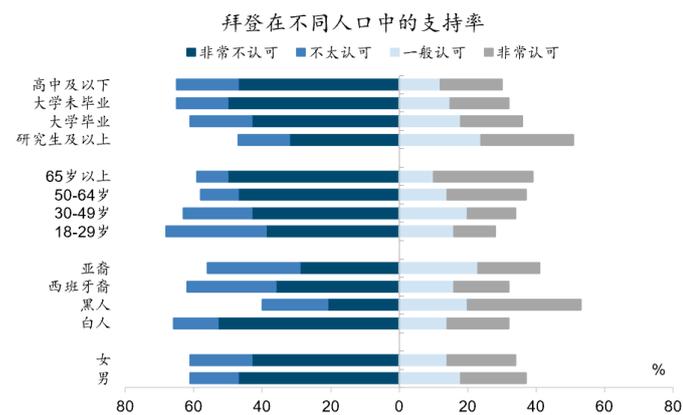
来源: Barrons、国金证券研究所

来源: Barrons、国金证券研究所

今年摇摆州人口结构对拜登更不利。拜登的基本盘是高学历、中老年人、非白人群体, 特朗普则相反, 在低学历, 年轻群体、白人群体中支持率更高。一方面, 2020 年后, 拜登在其基本盘中的支持率快速下降, 45 岁以下的非白人群体降幅最大。原因在于: 第一, 拜登未能履行在移民问题上的竞选承诺, 且经济、工资领域的承诺兑现度较差; 第二, 年轻选民对政治系统的失望程度更高; 第三, 拜登在加沙冲突期间, 支持以色列的立场不受少数族裔欢迎。另一方面, 人口的迁移导致今年摇摆州的人口结构对拜登相对不利, 摇摆州年轻人、低学历人口更多、保守派占比更高, 更加有利于特朗普。

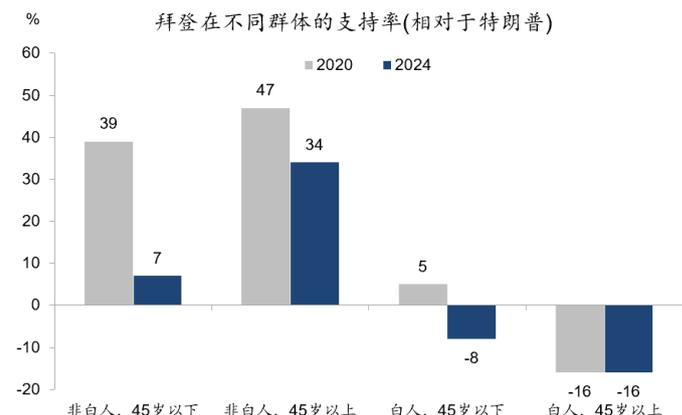


图表14: 高学历、中老年、非白人更支持拜登



来源: Pew、国金证券研究所

图表15: 拜登在非白人、年轻群体中支持率明显下降



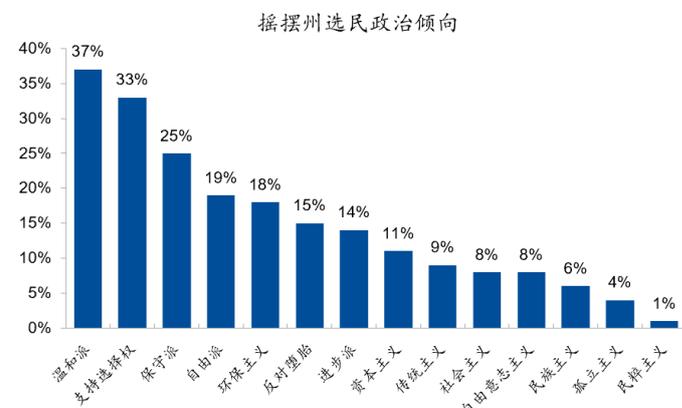
来源: New York Times、国金证券研究所

图表16: 摇摆州年轻人、少数族裔、低学历人口更多

人口特征	全体选民	摇摆州选民
女性	53%	60%
男性	47%	40%
45岁以下	33%	43%
45岁及以上	67%	57%
白人	71%	62%
西班牙裔或拉丁裔	13%	15%
黑人	11%	11%
亚裔	4%	7%
无大学学历	64%	67%
大学学历	36%	33%

来源: Data for Progress、国金证券研究所

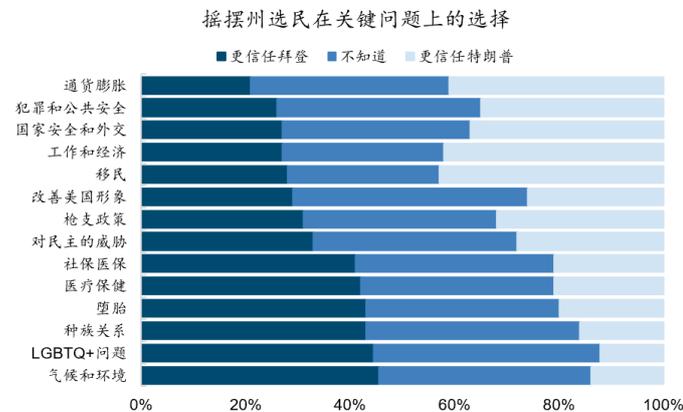
图表17: 摇摆州选民政治立场, 保守派多于自由派



来源: Data for Progress、国金证券研究所

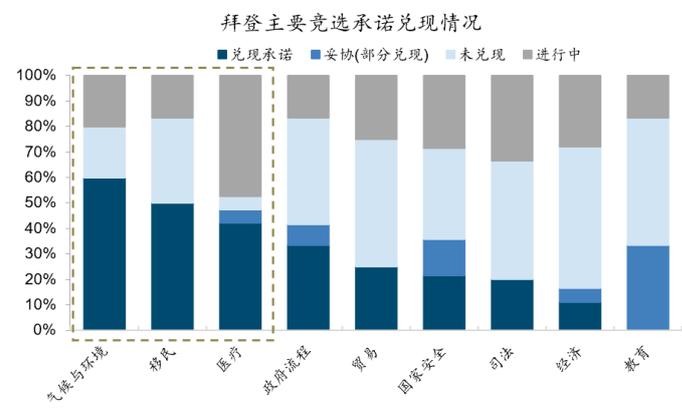
摇摆州关心的议题上, 拜登承诺完成度也较差。摇摆州选民主要关心经济、就业、通胀及移民等问题, 特朗普更受选民信任。在经济及移民问题上, 特朗普各有 15 个点的信任优势, 通胀问题上, 特朗普信任优势达 20 个点。拜登任期内, 其主推的气候、环境等政策并不在摇摆州选民的核心关注事项上。拜登在经济领域的政策兑现度也较差, 竞选期间承诺的提高最低工资、提供住房补贴、结束薪酬歧视、提供免费社区大学等均未实现。

图表18: 摇摆州在移民、经济、通胀问题上信任特朗普



来源: Data for Progress、国金证券研究所

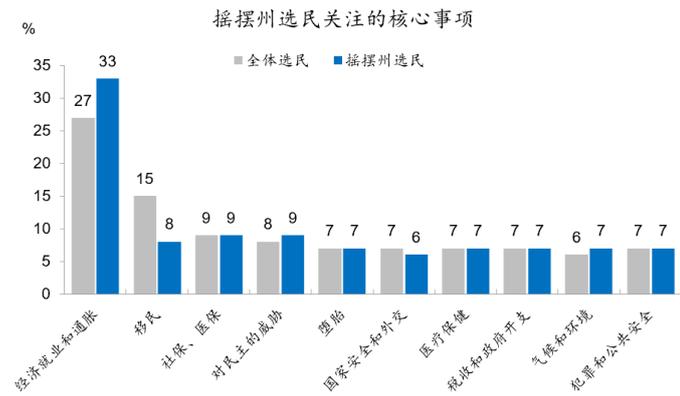
图表19: 拜登任期内在经济领域兑现情况更差



来源: Politifact、国金证券研究所

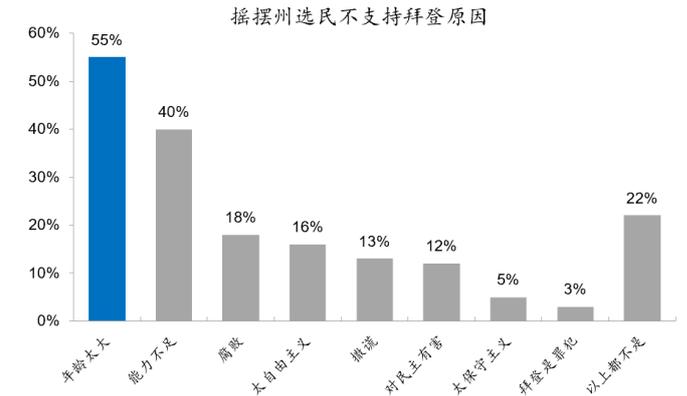


图表20: 摇摆州选民关心经济、就业、通胀问题



来源: Data for Progress、国金证券研究所

图表21: 摇摆州担忧拜登年龄偏高、能力不足



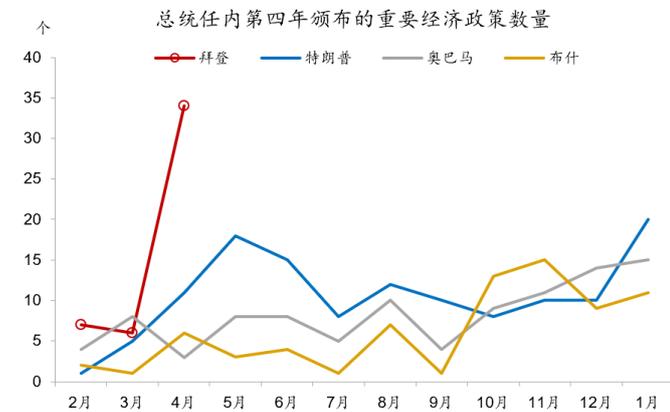
来源: Data for Progress、国金证券研究所

(三) 摇摆州如何影响今年美国政策选择? 拜登政府贸易、补贴措施仍将集中出台

历史上的大选年, 在任总统为提高支持率, 往往会出台针对性政策。如 2012 年, 奥巴马通过行政命令实施了“延缓遣返儿童时期入境者计划”(DACA), 在拉丁裔选民中获得了广泛支持。布什在 2004 年大选前, 推动了保护婚姻的政策, 以吸引保守选民支持。

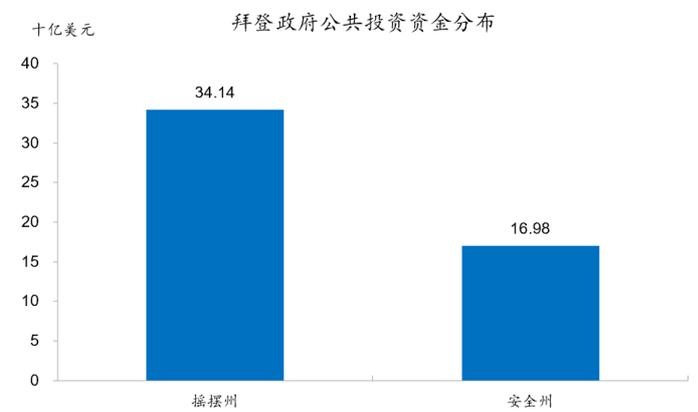
今年为争取摇摆州支持, 拜登政府明显加快了政策推进步伐。仅今年 4 月, 拜登就推出多达 34 项的重要经济政策法规, 明显高于历史平均水平。产业政策方面, 大幅向摇摆州倾斜, 2022 年至今, 七大摇摆州平均获得公共投资金额达 340 亿, 其中, 以半导体产业为代表的亚利桑那州获得了 1200 亿美元的投资额。相比之下, 安全州平均仅为 170 亿。补贴措施方面, 拜登今年陆续提出了新一轮 840 亿美元的学生贷款减免补贴及 200 亿美元的住房支持补贴等, 主要针对收入较低的年轻选民。

图表22: 拜登加快推出新政策以争取选民支持



来源: GWU Regulatory Studies Center、国金证券研究所

图表23: 拜登政府公共投资金额向摇摆州倾斜



来源: White House、国金证券研究所



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	提出新的社区住房税收抵免, 以建造或翻新40万套初级住房	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
		向出售初级住房的中产家庭提供一次性最高1万美元的税收抵免, 但买家必须是另一户业主而非投资者	1万美元
		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	2.5万美元
	降低购房和持有房屋的成本	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	1500美元

图表25: 拜登今年提出新一轮学生贷款减免

减免措施	具体内容	预计支出(亿美元)
免除累计利息	免除超过2300万借款人因未支付利息而累积的债务	577.5
消除偿还20年以上借款人的债务	对于还款已超过20年的借款人, 将免除其剩余债务	190.7
帮助遇到还款困难的借款人	政府将根据借款人的具体经济状况提供部分或全部的债务减免	72.4
自动债务取消 (已在SAVE计划中计算)	自动为符合条件但未能申请减免的借款人取消债务, 预计将惠及约200万借款人	-
帮助就读于低经济价值项目的借款人	对于就读于失去联邦资助资格或未能提供足够价值的项目的借款人, 将取消其相关贷款	<10
总成本		840.6

来源: White House、国金证券研究所

来源: White House、国金证券研究所

对外方面, 拜登今年重启贸易保护措施, 以争取摇摆州产业工人群体的支持。今年5月14日, 拜登重启贸易保护措施, 对来自中国的180亿美元进口商品提高关税, 涉及产品包括钢铁和铝、半导体、电动汽车、关键矿产、太阳能电池板等制造业领域。美国摇摆州中的密歇根、威斯康星、宾州、北卡的经济高度依赖制造业。多数加征关税产品与摇摆州代表性产业均有对应, 钢铁为宾夕法尼亚州重要产业, 半导体、太阳能电池板指向亚利桑那州、电动汽车、锂电池等指向密歇根州。考虑加征钢、铝等产品也也得到了工会群体的支持, 背后也意在以争取摇摆州产业工人的选票支持。

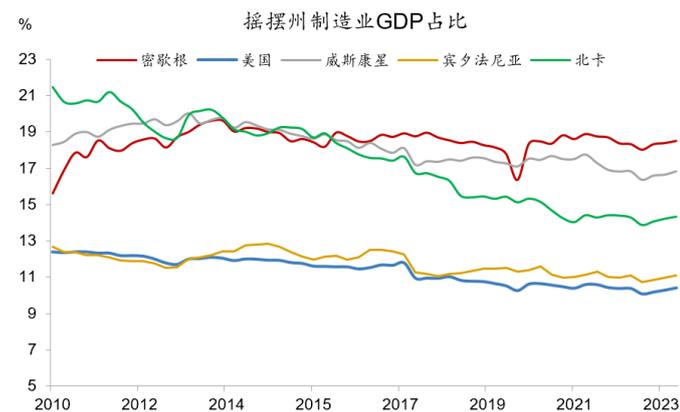
图表26: 美国第五轮提议加征关税情况

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27: 密歇根、威斯康星、宾州制造业占比均较高



图表28: 宾夕法尼亚州钢铁产业直接和间接经济效应

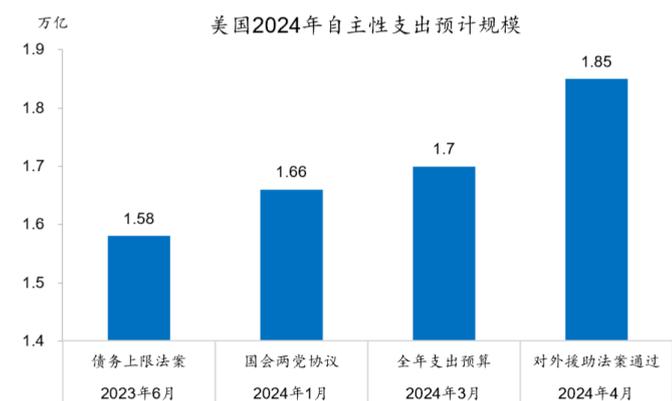
指标(百万美元)	直接	间接	总计	钢铁行业撬动系数
钢铁行业就业(人)	30978.0	51856.0	123761.0	4.00
产出	33092.1	14906.5	55320.1	1.67
总增加值	8522.1	7176.2	20021.9	2.35
劳动收入	3814.2	4480.3	10878.1	2.85
员工报酬	3787.8	3924.5	10001.6	2.64
其他财产类型收入	4444.8	2192.6	8094.1	1.82
生产和进口税	263.0	503.4	1049.6	3.99

来源: Wind、国金证券研究所

来源: Allegheny Conference、国金证券研究所

向后看,拜登今年对外或继续扩大贸易保护措施,对内或进一步加大补贴力度。对外,拜登政府可能进一步扩大贸易保护措施,集中在摇摆州相关的高科技、制造业等领域,后续需关注船舶、变压器以及美国盟友的新增关税措施。美国贸易代表办公室(USTR)已启动对中国在海事、物流和造船行业内的贸易调查。对内方面,今年以来,拜登政府通不断提高支出计划,截至4月,财政自主性支出规模已从去年计划的1.58万亿上升至1.85万亿,后续仍需关注美国财政扩张的可能性。

图表29: 拜登政府今年自主性支出规模不断上涨



来源: White House、国金证券研究所

图表30: 美国今年的已出台及可能出台的贸易措施

针对产品	措施类型	具体内容
船舶	301条款新增调查	2024年4月,美国贸易代表办公室(USTR)根据五个国家工会提交的请愿书,已经启动了对中国在海事、物流和造船行业内的行为、政策和做法的301条款调查
半导体	232条款关税和配额	根据《1962年贸易扩展法》第232条款,商务部可以实施国家安全关税或配额。目前正在研究针对包含中国来源芯片的组件实施关税或配额
变压器	缩减配电变压器的效率规则	4月,美国缩减配电变压器的效率规则,减少对进口高效电工钢的依赖,支持国内生产商。美国目前依赖从中国进口变压器,特别是大功率变压器
普遍产品	制定供应链“信任标准”	与盟友合作应对中国,预计在即将举行的G7峰会上,美国将与其他国家讨论供应链多样化和制定“信任标准”的问题

来源: White House、国金证券研究所

二、热点思考:

(一) 特朗普“封口费”案被定罪,入狱概率较低

美国东部时间5月30日,纽约曼哈顿法院12名陪审团成员一致认定特朗普在“封口费”案中有罪,全部34项伪造商业记录指控均成立。特朗普对指控均不认罪,并表态将上诉。根据美国法院审理程序,若陪审团裁定被告有罪,案件将进入判决阶段,由法官决定量刑,且裁量权较大。量刑判决将在7月11日进行,此案尚未进入最终环节。

特朗普判刑存在三种可能。一是监禁。每项伪造商业记录罪最高可判4年监禁。特朗普理论上面临最高136年的刑罚,但实际判决通常不会达到最高标准。2015年以来,纽约州仅约10%的伪造商业记录案导致被告入狱,刑期约为6个月到1年左右;二是缓刑或有条件释放。考虑到特朗普没有犯罪前科,且为非暴力犯罪,主审法官也可能将选择较轻的刑罚。三是支付罚款,免于入狱。7月11日判决前,特朗普的辩护团队可继续提交动议,影响最终的判决结果。

被定罪不影响特朗普参选。美国宪法规定,竞选总统只需满足三项条件,一是在美国出生;二是年龄满35岁;三是在美国居住至少14年。宪法未明确规定被刑事定罪不能竞选。一方面,有罪判决可能会让特朗普失去选民的部分支持。但另一方面,特朗普也在构建自己的受害者形象,根据ABC新闻的民调,46%的选民认为针对特朗普的诉讼存在政治操纵。

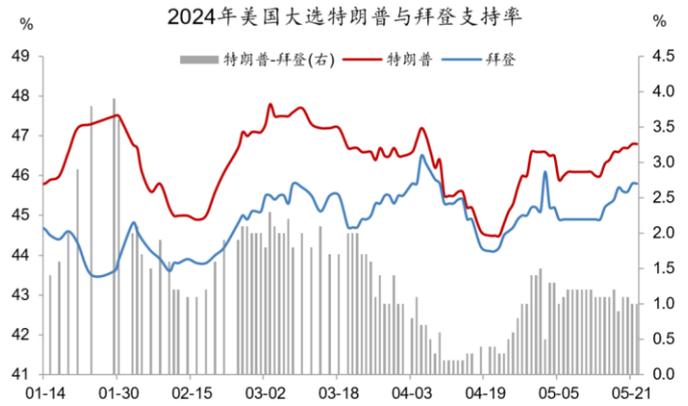


封口费案是否构成实质性影响，关键看摇摆州民调。截至5月底，特朗普民调支持率未受案件干扰，依然领先拜登。特朗普全国民调领先拜登1.5个百分点左右，7大摇摆州支持率均领先拜登，其中，亚利桑那、佐治亚、北卡、内华达的领先优势达4个点以上。但大选变数依然存在，特朗普仍有其他三大刑事案件悬而未决，分别是：国会大厦骚乱案，审判处于搁置状态；机密文件案，审判无限期推迟；佐治亚州选举操纵案，审判日期尚未确定。

图表31: 美国总统任职要求

条款	规定内容	案例
国籍要求	必须是美国的自然出生公民，或在《宪法》通过时是美国公民的人	奥巴马出生在夏威夷，出生地问题曾引发争议。
年龄要求	必须至少35岁	泰德·罗斯福在1901年就任总统时年仅42岁，成为美国历史上最年轻的总统。
居住要求	在竞选总统前至少14年在美国居住	乔治·华盛顿在美国独立后成为首任总统，尽管在独立前他已在英国领土上居住多年。
任期限制	根据第二十二条修正案，一人最多只能担任两届总统，最多不能超过10年	富兰克林·罗斯福是唯一一位超过两届的总统，赢得了四次总统选举。
是否被起诉	宪法没有明确规定被起诉的人不能竞选总统。被起诉并不妨碍一个人竞选或担任总统职务。	2016年，希拉里在竞选期间面临了私人电邮服务器的调查，但并未阻止参与竞选。
是否被定罪	宪法没有明确规定被定罪的人不能竞选总统。	尽管没有总统在任期内被定罪，尼克松在水门丑闻后面临可能的刑事指控，福特总统随后赦免了尼克松。

图表32: 美国大选民调



来源: USAGov、国金证券研究所

来源: RCP、国金证券研究所

(二) 美国流动性: 市场定价美联储9月降息概率为47%

5月29日当周，美联储总资产规模略降150亿美元，美联储BTFP工具使用量略降。负债端，逆回购规模下降400亿美元，准备金规模上升160亿美元，TGA存款略升50亿美元。货币市场基金规模上升40亿美元。5月22日当周，美国商业银行存款下降1100亿美元，大型银行存款上下降980亿美元。本周PCE通胀数据公布后，市场降息预期有所回升，CME FedWatch显示，截至6月1日，市场定价美联储今年降息1.47次，9月降息概率为47%。

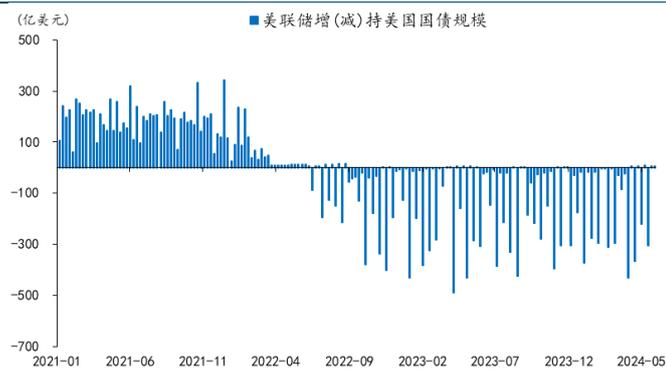


图表33: 美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪			单位	周度变动	05-29	05-22	05-15	05-08	05-01	04-24	04-17
流动性数量型指标	美联储										
	总资产	十亿美元	↓	-15	7284.3	7299.6	7304.3	7353.4	7362.5	7402.4	7405.5
	其他贷款	十亿美元	↓	-1	117.8	118.6	118.9	121.8	133.9	135.7	137.3
	一级信贷	十亿美元	↓	-0.1	6.6	6.7	6.4	6.2	6.8	7.0	8.6
	银行定期融资计划	十亿美元	↓	-1	108.2	109.0	109.6	112.7	124.1	125.5	125.7
	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	↓	-40	824.6	864.9	827.2	855.0	798.1	809.3	795.6
	准备金	十亿美元	↑	16	3391.1	3375.0	3416.4	3330.7	3317.0	3271.7	3329.5
	TGA	十亿美元	↑	5	716.0	710.9	706.1	816.8	890.4	929.4	929.9
	商业银行										
	现金	十亿美元	↓	-45		3410.4	3455.5	3349.5	3293.7	3306.8	3345.5
	消费贷	十亿美元	↑	3		1894.0	1890.7	1889.8	1894.4	1896.6	1890.6
	住房贷款	十亿美元	↑	0		2588.6	2588.2	2588.3	2585.5	2586.3	2584.0
	商业地产贷款	十亿美元	↓	-5		2990.2	2995.1	2996.6	2994.1	2993.0	2990.3
	工商业贷款	十亿美元	↓	-8		2778.2	2785.7	2791.0	2802.2	2782.7	2779.5
存款	十亿美元	↓	-110		17410.3	17519.9	17453.2	17523.1	17447.2	17471.5	
大银行存款	十亿美元	↓	-98		10716.2	10814.4	10761.0	10844.8	10790.5	10797.8	
小银行存款	十亿美元	↓	-23		5337.7	5360.8	5356.2	5352.7	5335.7	5365.0	
货币市场基金											
	十亿美元	↑	4	6069.5	6065.7	6048.6	6032.2	6001.1	5977.5	5968.4	
流动性价格型指标	隔夜融资市场										
	SOFR-IORB	BP	↑	2.0	-7.0	-9.0	-9.0	-9.0	-8.0	-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	↑	0.6	14.9	14.2	14.1	13.7	13.4	12.6	13.8
	票据与信用债市场										
	Master企业债利差	BP	↓	-1.0	88.0	89.0	90.0	89.0	91.0	92.0	95.0
	票据利差	BP	↑	6.0	14.0	8.0	2.0	9.0	8.0	8.0	21.0
离岸市场											
欧元兑美元互换基差	BP	↓	-0.6	-3.1	-2.5	-3.0	-3.9	-3.6	-4.5	-4.5	
日元兑美元互换基差	BP	↓	-0.6	-24.6	-24.0	-25.6	-25.1	-25.3	-28.4	-25.3	

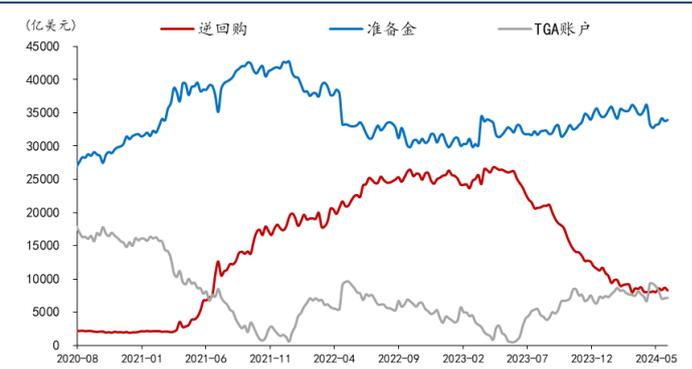
来源: FRED、Bloomberg、WIND、国金证券研究所

图表34: 美联储增持美债规模



来源: WIND、国金证券研究所

图表35: 美联储逆回购规模当周略降



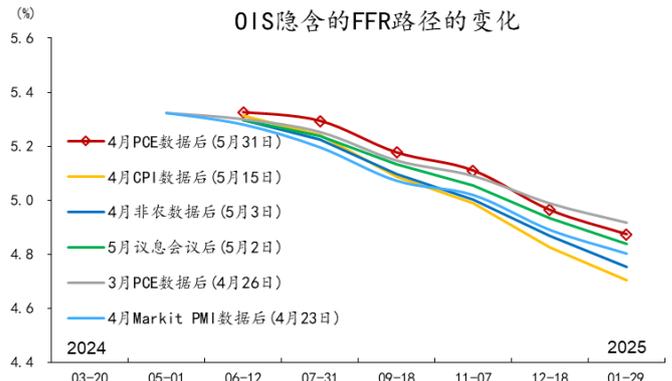
来源: WIND、国金证券研究所



图表36: 截至6月1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
525-550	96	84	45	34	15	10	5	4
500-525	4	16	47	47	40	31	21	16
475-500	0	1	8	17	34	36	34	30
450-475	0	0	0	2	11	18	26	29
425-450	0	0	0	0	1	4	11	16
400-425	0	0	0	0	0	0	2	5
375-400	0	0	0	0	0	0	0	1

图表37: OIS 隐含FFR利率



来源: FedWatch、国金证券研究所

来源: Bloomberg、国金证券研究所

(三) 美联储官员: 内部存在分歧

美联储官员内部对于货币政策的看法仍存在分歧。近一周, 美联储官员的发言态度呈现出鹰派和鸽派并存的局面。明尼阿波利斯联储主席卡什卡利在一场讲话中表示, 他认为目前没有必要急于降息, 还需要更多个月的正面通胀数据, 才能确信降息是合适的举措。他还强调, 如果通胀未能进一步下降, 甚至可能考虑加息。与之相对, 纽约联储主席威廉姆斯对通胀前景持乐观态度, 他相信通胀会继续下行, 并认为最近的数据并不意味着通胀趋势出现中断。威廉姆斯预计通胀将在 2024 年下半年恢复放缓, 他表示当前的货币政策是限制性的, 正在推动经济走向更加平衡的状态。此外, 他还指出, 通胀不一定要精确达到 2% 的目标才能考虑降息。

图表38: 美联储官员: 内部存在分歧

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
卡什卡利	2026年FOMC票委, 明尼阿波利斯联储主席	发表讲话	在政策路径上不应排除任何可能。 不认为有必要急于降息。 美联储应等到通胀取得重大进展后再降息。需要更多个月的正面通胀数据, 才能相信降息是合适的。 如果通胀未能进一步下降, 甚至可能加息。	2024年5月28日	中性偏鹰
威廉姆斯	FOMC永久票委、纽约联储主席	发表讲话	最近数据并不意味着通胀趋势的中断。 预计通胀将在2024年下半年恢复放缓。 2024年PCE通胀将放缓至2.5%, 2026年将回到2%。货币政策是限制性的, 并且正在使经济更加平衡。 并不需要(通胀)精确达到2%才降息。	2024年5月30日	中性偏鸽
博斯蒂克	2024年FOMC票委, 亚特兰大联储主席	发表讲话	通胀将缓慢下降, 不认为7月会降息, 会保持开放态度。不认为需要加息以达到2%通胀目标。 如果九月适合降息, 我们将会这么做, 但不是出于政治考虑。	2024年5月30日	中性
洛根	2026年FOMC票委, 达拉斯联储主席	发表讲话	已取得一些实质性通胀进展。有充分理由认为我们仍在通往2%通胀的道路上但道路并不平坦。 现在考虑降息为时尚早。 政策可能没有我们想象的那么具有限制性。	2024年5月30日	中性偏鹰

来源: FED、金十数据、国金证券研究所

(四) 通胀: 美国核心 PCE 通胀如期放缓

美国上月 PCE 通胀数据下修, 4 月核心 PCE 环比低于预期, 通胀继续降温。美国 4 月 PCE 物价指数同比 2.7%, 预期 2.7%, 前值 2.7%。美国 4 月 PCE 物价指数环比 0.3%, 预期 0.3%, 前值 0.3%。美国 4 月核心 PCE 物价指数同比 2.8%, 预期 2.8%, 前值 2.8%。美国 4 月核心 PCE 物价指数环比 0.2%, 预期 0.3%, 前值 0.3%, 为 2024 年 1 月以来新低。

美国 4 月实际个人消费支出环比-0.1%、预期 0.1%、前值 0.5%下修至 0.4%, 其中, 商品支出环比-0.4%、前值 0.9%, 服务支出环比 0.1%、前值 0.2%。在商品支出中, 耐用品支出环比-0.1%、前值 0.2%, 主因休闲商品和汽车(环比-1.3%、前值 1.5%)、其他耐用品(环比-1.1%、前值-0.0%)支出环比为负, 非耐用品支出环比-0.5%、前值 1.3%, 主因汽油等能源商品(环比-2.5%、前值 5.1%)支出环比大幅转负; 在服务支出中, 交通支出(环比-0.7%、前值-0.6%)环比继续为负。

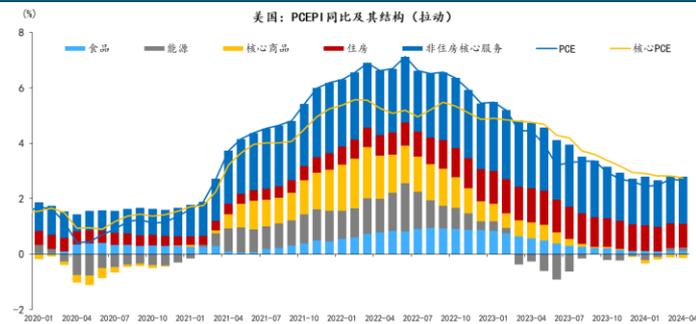


图表39: 美国4月PCE通胀同比、环比及其结构

PCE分级	项目	权重(%)	预期值	季调_同比(%)					预期值	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
整体	PCE价格指数(PCEPI)	100.0	2.7	2.65	2.70	2.48	2.46	2.62	2.70	0.3	0.26	0.34	0.34	0.40	0.13	-0.01
核心	核心PCE价格指数(不包括食品和能源)	88.3	2.8	2.75	2.81	2.81	2.91	2.94	3.18	0.3	0.25	0.33	0.27	0.48	0.15	0.09
I_核心	核心商品(不包括食品和能源)	22.3		-0.58	-0.56	-0.38	-0.57	-0.08	0.18		0.10	0.07	0.31	-0.05	-0.28	-0.34
I_核心	核心服务(不包括能源)	66.0		3.95	4.02	3.96	4.16	4.03	4.27		0.30	0.42	0.25	0.66	0.30	0.24
I	商品	32.4		0.10	0.15	-0.23	-0.54	0.16	-0.10		0.22	0.14	0.49	-0.17	-0.23	-0.55
II	耐用消费品(DG)	11.3		-2.20	-1.87	-2.03	-2.37	-2.33	-2.09		-0.23	0.06	0.18	0.20	-0.46	-0.47
III	DG: 机动车和零部件	3.8		-1.94	0.07	0.64	-0.45	0.07	-0.49		-0.58	-0.57	0.12	-0.91	0.13	0.70
III	DG: 家具及家用设备	2.4		-3.14	-3.42	-3.69	-3.25	-3.14	-2.77		-0.74	0.19	-0.31	0.47	-0.17	-1.25
III	DG: 休闲商品和汽车	3.6		-1.83	-2.71	-3.41	-4.18	-5.08	-4.17		0.15	0.44	1.23	1.59	-1.76	-1.17
III	DG: 其他耐用品	1.4		-2.47	-2.65	-3.15	-1.70	-0.53	-0.15		0.57	0.59	-1.36	-0.68	0.74	-0.57
II	非耐用品(NG)	21.1		1.38	1.27	0.78	0.48	1.56	1.01		0.46	0.19	0.66	-0.37	-0.11	-0.60
III	NG: 为场外消费购买的食品和饮料	7.6		1.34	1.50	1.34	1.45	1.39	1.74		-0.17	-0.04	0.13	0.47	0.05	-0.13
III	NG: 服装和鞋类	2.7		1.48	0.63	0.38	0.14	1.56	1.77		1.17	0.57	0.96	-0.74	-0.06	-0.70
III	NG: 汽油及其他能源货物	2.5		2.57	2.52	-3.51	-6.30	-1.30	-7.73		2.50	1.45	3.43	-3.27	-0.70	-3.68
III	NG: 其他非耐用品	8.3		1.03	0.90	1.71	1.80	2.61	2.93		0.22	-0.09	0.27	-0.17	-0.09	-0.04
I	服务业	67.6		3.94	3.99	3.85	3.98	3.87	4.14		0.27	0.43	0.26	0.67	0.30	0.26
II	家庭消费支出(HC)	64.6		3.88	3.96	3.81	4.00	3.84	4.06		0.27	0.42	0.23	0.70	0.32	0.27
III	HC: 住房和公用事业	17.8		5.44	5.48	5.21	5.21	5.42	5.92		0.30	0.45	0.47	0.62	0.40	0.52
IV	房屋	15.5		5.64	5.79	5.85	6.13	6.31	6.70		0.41	0.43	0.44	0.51	0.42	0.48
IV	家庭公用事业	2.3		4.13	3.44	1.19	-0.49	-0.11	1.00		-0.37	0.59	0.66	1.29	0.28	0.84
III	HC: 医疗保健	16.6		2.58	2.92	3.11	3.11	2.48	2.41		0.08	0.14	0.16	0.61	0.16	0.15
III	HC: 交通	3.3		3.00	3.12	2.34	2.60	3.60	5.74		-1.12	1.42	0.37	0.00	-0.29	1.00
III	HC: 娱乐	3.9		4.09	4.09	4.22	4.58	4.91	4.50		0.32	-0.15	0.52	0.38	0.86	0.21
III	HC: 餐饮业和住宿	7.3		3.38	3.09	3.69	4.44	4.51	4.69		0.28	0.24	0.02	0.66	0.31	0.28
III	HC: 金融和保险	7.3		5.03	4.65	3.85	3.89	3.13	2.89		0.84	0.47	0.28	1.51	0.78	-0.16
III	HC: 其他	8.3		2.82	3.21	2.66	3.18	2.79	2.98		0.60	0.88	-0.16	0.85	0.08	0.05
IV	通信公司	1.6		0.05	-0.21	-0.58	-1.11	-1.13	-0.93		0.20	0.16	0.50	0.42	0.09	-0.29
IV	教育服务	1.8		2.05	2.04	2.11	2.05	2.12	2.23		0.18	0.17	0.18	0.20	0.18	0.10
IV	专业及其他服务	1.4		4.35	7.52	6.41	10.70	10.13	9.77		0.41	1.70	-2.54	1.27	-0.11	0.13
IV	个人护理和服装服务	1.1		7.24	5.37	4.39	5.09	4.44	5.38		2.05	1.24	0.11	1.14	0.12	0.48
IV	社会服务和宗教活动	1.6		4.43	4.50	4.62	4.63	4.49	4.34		0.39	0.23	0.23	0.61	0.65	0.56
IV	家庭日常维护	0.6		3.40	8.05	7.39	6.10	5.50	6.94		-0.50	0.84	0.80	0.64	-0.38	0.32
II	家庭服务型非盈利机构最终消费支出(NPISHs)	3.1		5.30	4.68	4.80	3.45	4.46	5.78		0.37	0.70	0.89	0.07	-0.07	0.06

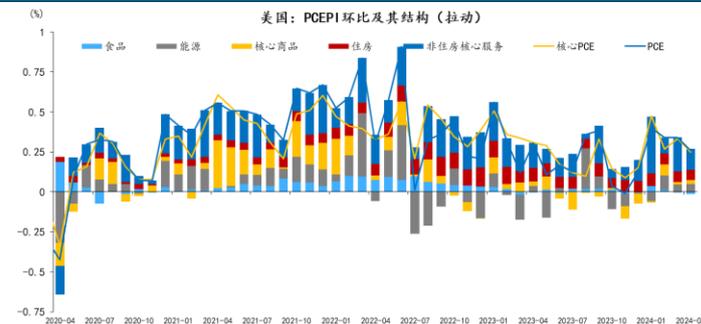
来源: CEIC、国金证券研究所

图表40: 美国4月PCE通胀符合预期



来源: CEIC、国金证券研究所

图表41: 美国4月核心PCE通胀环比如期放缓



来源: CEIC、国金证券研究所

(五) 美债: 美债拍卖表现不佳, 海外需求不足

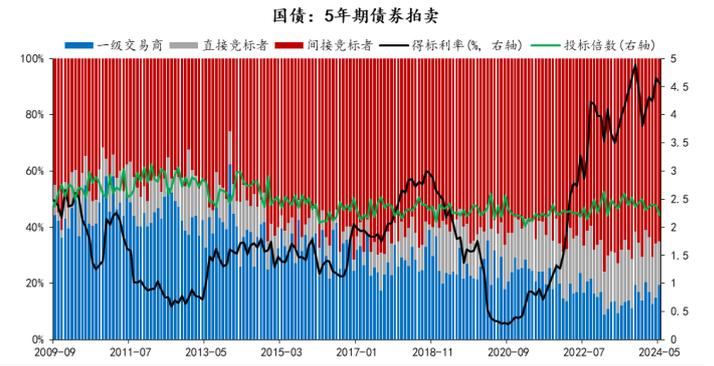
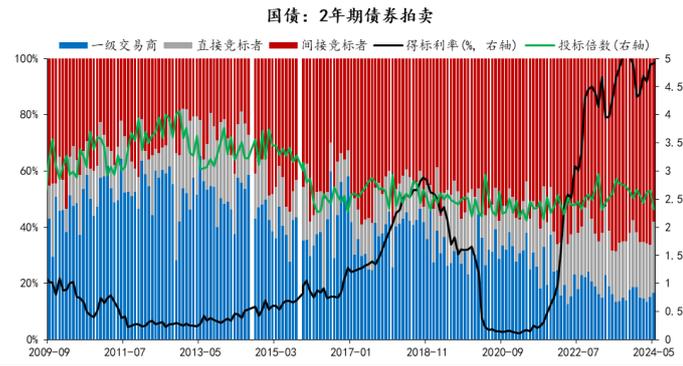
本周二, 美国财政部相继拍卖了 690 亿美元的两年期国债和 700 亿美元的五年期国债, 整体拍卖结果不尽如人意, 海外需求表现疲软。两年期国债拍卖中, 最终得标利率为 4.917%, 比预发行利率 4.907% 高出 1 个基点, 出现了反映需求不足的尾部利差, 这也是最近四次两年期美债拍卖中第三次出现尾部利差, 凸显市场对短期债券的兴趣有限。海外机构参与本次拍卖的热情极为低迷, 本次间接竞标者(Indirect Bidders)的获配比例仅为 57.9%, 较上个月的 66.2% 大幅下滑, 创下自去年 11 月以来的新低, 2023 年 11 月该比例曾触及 57.4% 的低点。

五年期国债拍卖规模与上个月持平, 均达到了 700 亿美元的历史最高水平。本次拍卖得标利率为 4.553%, 虽低于 4 月 24 日的 4.659%, 但仍高出预发行利率 4.540%, 尾部利为 1.3 个基点。



图表42: 美国2年期美债拍卖海外需求表现疲软

图表43: 美国5年期美债拍卖需求不足



来源: CEIC、国金证券研究所

来源: CEIC、国金证券研究所

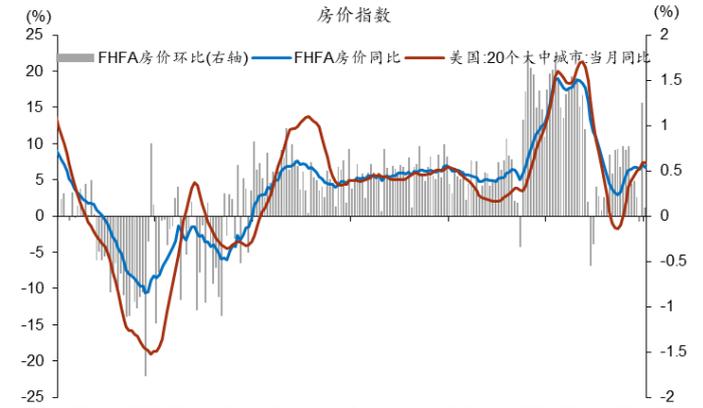
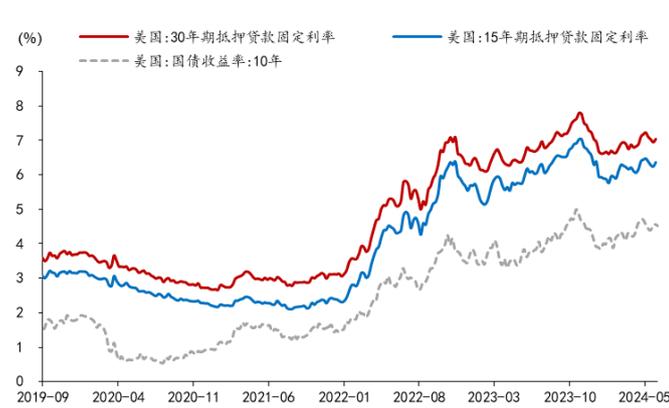
(六) 地产: 美国高利率抑制了房地产市场

美国30年期抵押贷款利率近一个月以来首次上升, 抑制了购房需求。5月30日, 美国30年期抵押贷款固定利率为7.03%, 前值6.94%。房价增速3月大幅放缓, 美国3月FHFA房价指数环比0.1%, 预期0.5%, 前值1.2%; 同比6.7%, 前值7.1%。不过20座大城市房价上涨加速, 美国3月S&P/CS20座大城市房价指数同比7.4%, 预期7.3%, 前值7.3%。

美国4月成屋签约销售指数环比遭遇近三年以来最大降幅。美国4月成屋签约销售指数72.3, 前值78.2上修至78.3; 环比-7.7%, 预期-0.6%, 前值3.6%, 为2021年3月以来新低; 同比-7.4%, 预期-2%, 前值0.3%。

图表44: 美国30年期抵押贷款固定利率当周回升

图表45: 美国FHFA房价增速3月大幅放缓

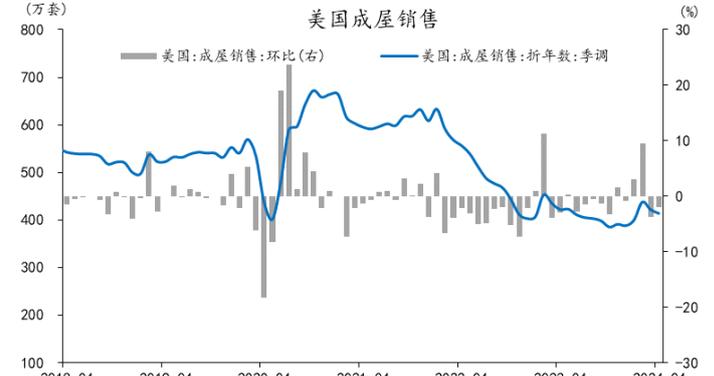


来源: WIND、国金证券研究所

来源: WIND、国金证券研究所

图表46: 美国4月成屋签约销售指数环比大幅降幅

图表47: 美国成屋销售连续第2个月下降



来源: WIND、国金证券研究所

来源: WIND、国金证券研究所



风险提示

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



特别声明:

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

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	地址: 北京市东城区建内大街 26 号	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 5 楼	新闻大厦 8 层南侧	18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究