



海外周度观察

宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)

zhaow@gjzq.com.cn

分析师: 陈达飞 (执业 S1130522120002)

chendafei@gjzq.com.cn

分析师: 赵宇 (执业 S1130523020002)

zhaoyu2@gjzq.com.cn

美国“移民悬崖”将至?

移民是加速美国劳动力市场均衡化的重要变量。随着大选日的临近,亲移民的拜登政府也不得不签署移民禁令。如果特朗普重新当选,限制移民政策将长期化。“移民悬崖”将如何影响美国就业、经济增长和通货膨胀、量级有多大?

热点思考: 美国“移民悬崖”将至?

(一) 美国移民现状: 2021年底以来净移民数量达400万, 边境冲突频发背景下, 拜登已签署行政令收紧庇护申请

2021年底reopen以来, 美国移民人数激增, 为非法移民数量超常增长。截止到2024年5月(CPS口径), 美国移民人口约为4831万(相比于2021年底的4417万增加了414万), 占总人口比重18%, 1970占比仅为4.7%。结构上看, 2021年美国移民总人口为4700万, 合法移民和非法移民分别为3650万和1050万, 占比分别为78%和22%。

移民激增产生的社会问题是2024年美国大选的焦点, 拜登政府已签署行政令、收紧移民的庇护申请。在公众压力和边境危机的推动下, 拜登政府开始调整移民政策, 采取更为严格的限制措施。一旦美墨边境入境口岸七天的日均过境人数达到2500人, 将关闭美墨边境非法移民的庇护申请, 并快速驱逐在入境口岸越境的外国公民。

(二) 美国移民趋势: 移民是美国劳动人口和新增就业增长的主要贡献, 近年来本土就业人数稳中有降

移民是2021年来美国劳动和就业人数超常增长的重要解释。CBO估计2023年美国净移民人数约为330万, 其中合法永久居民81万、非法移民240万、临时性非移民9万。非农就业与QCEW就业人数差值大致占总的非法移民人数的1/4。此外, 近年来CBP在边境遭遇的非法入境者数量也大幅上升, 间接印证了移民人数的增长态势。

移民导致劳动力人数激增, 新增岗位基本由移民贡献, 且主要来自非法移民, 近期本土劳动力就业稳中有降。从绝对值来看, 2024年5月相比于2020年1月, 移民就业人数增加了383万, 本土劳动力就业人数零增长。2023年实际新增岗位可能被高估了67万, 而这些“虚假”的就业增长很可能主要来自非法移民。

(三) 移民对经济的影响: 每年约拉动GDP 0.1个百分点, 有助于降低工资增速, 但对CPI的净影响是模糊的

移民的增长效应。根据CBO测算, 移民对实际GDP和消费约拉动0.1和0.2个百分点。移民的强劲势头对消费的拉动作用甚至超过了对GDP的影响。2023年移民增加导致个人收入(以2017年不变价格计算)增加了约480亿美元, 2024年将增加约760亿美元, 实际消费支出的增幅略低于这些数字, 因为移民会将部分收入用于储蓄。

移民的通胀效应。移民对整体通胀的影响是模糊的。一方面, 移民有助于劳动缺口的收敛, 缓解工资增长和服务业通胀的压力。另一方面, 由于移民对住房的旺盛需求, 他们的涌入往往推高了当地房价和租金, 移民对住房通胀可能起到了一定的推动作用。简单线性回归结果显示, 移民占美国人口比率增加1%会推动住房通胀上升1.6-1.7个百分点。

假定拜登收紧移民政策是有效的, “移民悬崖”将加速新增非农就业人数回归常态(每月20万), 对消费和GDP产生负面冲击, 有助于美国房地产供求缺口的收敛、缓解房价和租金通胀的上行压力, 但对整体CPI的短期影响或有限。中期而言, 考虑到工资增速与服务CPI高度正相关, “移民悬崖”或将增加服务通胀的粘性。

海外事件&数据: 拜登政府推动中东停火, 欧洲极右翼政党席位数量上升

拜登政府推动中东停火。6月10日, 联合国安理会表决通过拜登政府提出的中东停火协议, 表明拜登政府正逐步调整对以色列的支持态度。今年加沙战争期间, 拜登在关键摇摆州的阿拉伯裔选民中的支持率大幅下降。目前拜登在阿拉伯裔美国人中的支持率仅徘徊在20%以下。截至6月11日, 特朗普支持率45.2%, 拜登支持率44.8%。

美国5月超级核心服务CPI环比负增。美国5月CPI(季调后, 下同)同比3.25%, 预期3.4%, 前值3.36%; CPI环比0.01%, 预期0.1%, 前值0.31%, 为2022年8月以来新低。扣除食品和能源后, 核心CPI同比3.41%, 预期3.5%, 前值3.62%, 为2021年5月以来新低; 核心CPI环比0.16%, 预期0.3%, 前值0.29%, 环比年化1.97%。

欧洲议会选举, 极右翼政党席位数量上升。本次选举, 中右翼欧洲人民党党团继续保持欧洲议会最大党的地位, 但相比上届选举, 各国极右翼政党赢得大量席位, 中间派和中左翼政党则遭受重创。法国总统马克龙所处的复兴欧洲(RE)折损22席, 马克龙随后宣布解散法国国民议会, 提前选举。欧洲政局变动引起欧元贬值, 全周贬值1.7个点至1.07。

风险提示

地缘政治冲突升级; 美联储再次转“鹰”; 金融条件加速收缩



内容目录

一、热点思考：美国“移民悬崖”将至？	4
(一) 美国移民现状：2021 年底以来净移民数量达 400 万，边境冲突频发背景下，拜登已签署行政令收紧庇护申请	4
(二) 美国移民趋势：移民是美国劳动人口和新增就业增长的主要贡献，近年来本土就业人数稳中有降	5
(三) 移民对经济的影响：每年约拉动 GDP0.1 个百分点，有助于降低工资增速，但对 CPI 的净影响是模糊的	8
二、海外基本面&重要事件	11
(一) 美国大选：拜登政府推动中东停火	11
(二) 美国流动性：通胀回落，市场定价 9 月降息概率上升	11
(三) 通胀：美国 5 月超级核心服务 CPI 环比负增	13
(四) 日央行：日央行议息会议偏鸽，7 月或将公布缩减购债细节	14
(五) 欧洲选举：极右翼政党席位数量上升	14

图表目录

图表 1：2024 年 5 月移民人口(约 4831 万) 占总人口 18%	4
图表 2：拜登政府上台以来，移民人数激增	4
图表 3：近年来非法移民数量出现上升趋势	5
图表 4：2021 年美国的非法移民占移民人口 22%	5
图表 5：2023 财年美国 CBP 边境遭遇创历史新高	5
图表 6：拜登政府上台以来，美国 CBP 边境遭遇激增	5
图表 7：移民是全体选民关注的第二大核心事项	5
图表 8：美国 2021 年非法移民人口州分布	5
图表 9：2023-2024 年净移民人数约 300 万(CBO 估计)	6
图表 10：净移民是人口增长的主要推动因素	6
图表 11：2030-2040 年根据 2021 年 1 月以来趋势推断	7
图表 12：就业统计的差值与非法移民人数大致正相关	7
图表 13：每月移民签证签发数据显示移民猛增	7
图表 14：“执法接触”数据显示非法越境实际规模上升	7
图表 15：2024 年 5 月移民就业占美国就业人数比 19.1%	8
图表 16：2022 年以来工作签证发放量高于趋势水平	8
图表 17：2018 年 7 月以来就业增长都流向了移民	8
图表 18：2020 年以来本土劳动力就业几乎零增长	8



图表 19: 非农与 QCEW 之间的差值近年来有所走扩	8
图表 20: 2023 年实际新增岗位可能被高估了 67 万	8
图表 21: 移民的增长效应: 对就业的影响	9
图表 22: 移民的增长效应: 对实际 GDP 和消费的拉动	9
图表 23: 低工资行业劳动缺口因移民加入而快速平衡	9
图表 24: 移民更多承担了低薪或本土人不愿从事的工作	9
图表 25: 移民大多流入劳动力市场紧张的行业	10
图表 26: 移民促进了劳动力市场的再平衡	10
图表 27: 工资-核心商品通胀不相关	10
图表 28: 工资-核心服务通胀相关	10
图表 29: 移民对 CPI 住房通胀存在强显著影响	11
图表 30: 移民对 PCEPI 住房通胀存在强显著影响	11
图表 31: 特朗普民调领先拜登	11
图表 32: 美国大选摇摆州民调, 特朗普领先	11
图表 33: 美国流动性量价跟踪	12
图表 34: 美联储减持美债规模	12
图表 35: 美联储逆回购规模	12
图表 36: 截至 6 月 13 日, 美联储降息概率	13
图表 37: OIS 隐含 FFR 利率	13
图表 38: 美国 CPI 分项增速	13
图表 39: 美国 CPI 同比结构	14
图表 40: 美国 CPI 环比变化	14
图表 41: 日本通胀增速今年降温	14
图表 42: 日元汇率今年贬值压力较大	14
图表 43: 欧洲议会选举结果	15
图表 44: 美德利差与欧元汇率	15



移民是加速美国劳动力市场均衡化的重要变量。随着大选日的临近，亲移民的拜登政府也不得不签署移民禁令。如果特朗普重新当选，限制移民政策将长期化。“移民悬崖”将如何影响美国就业、经济增长和通货膨胀、量级有多大？

一、热点思考：美国“移民悬崖”将至？

(一) 美国移民现状：2021 年底以来净移民数量达 400 万，边境冲突频发背景下，拜登已签署行政令收紧庇护申请

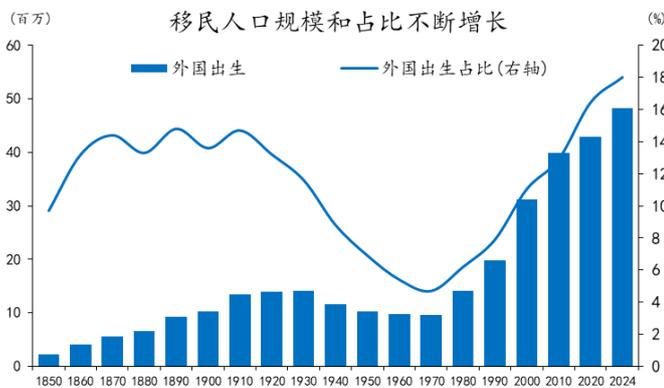
拜登政府上台以来，移民人数出现激增。根据美国人口普查局和劳工统计局的月度当前人口调查(Current Population Survey, CPS) (只公布 16 岁及以上人口数据)，2024 年 5 月美国的移民人口约为 4831 万 (相比于 2021 年底的 4417 万增加了 414 万)，占总人口比重为 18%，这一比例在过去 50 年中持续上升，从 1970 年的 4.7% 逐步提升至 2024 年的 18%。结构上看，根据 Pew 研究中心，2021 年美国移民总人口为 4700 万，其中合法移民、非法移民分别为 3650 万、1050 万，占比分别为 78%、22%，合法移民中包括入籍公民 2310 万 (49%)、合法永久居民 1160 万 (25%)、持临时合法居留身份者 180 万 (4%)。

近年来非法移民数量出现上升趋势。2022 年居住在美国的非法移民数量估计为 1099 万，仍低于 2007 年的峰值 (1178 万)，但自拜登政府上台以来，移民人数出现激增，其中非法移民同样逐步呈回升态势。2023 财年 (2022 年 10 月至 2023 年 9 月)，美国海关和边境保护局 (CBP) 记录了约 320 万次的边境遭遇 (Encounter)，创下历史新高，同比增长 15.7%。这一数字在 2024 财年继续攀升，仅前 5 个月就已超过 100 万，达到 148 万。激增的移民人数给边境管控和移民收容设施带来巨大压力，许多设施出现超员问题。

面对不断上升的移民数字和边境危机，移民问题成为美国社会关注的焦点。根据最新的民调，移民问题已跃升为仅次于经济就业和通货膨胀的第二大关注议题。越来越多的选民呼吁政府采取行动，加强边境管控，遏制非法移民。在公众压力和边境危机的推动下，拜登政府开始调整移民政策，采取更为严格的限制措施。6 月 4 日，拜登发布行政命令，签署非法移民限令，收紧移民政策。一旦美墨边境入境口岸七天的日均过境人数达到 2500 人，将关闭美墨边境非法移民的庇护申请，并快速驱逐在入境口岸越境的外国公民。

图表1：2024 年 5 月移民人口 (约 4831 万) 占总人口 18%

图表2：拜登政府上台以来，移民人数激增



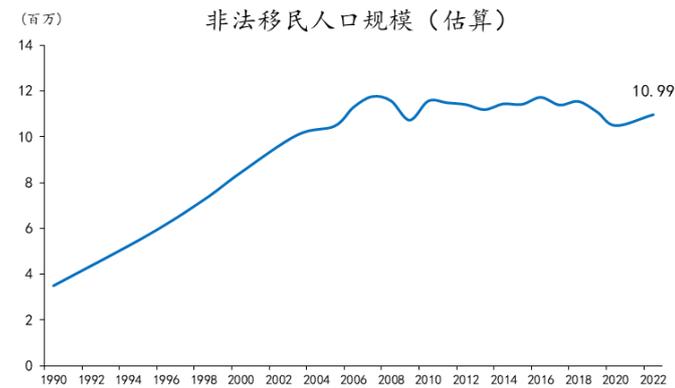
来源：US Census、CEIC、国金证券研究所



来源：CEIC、国金证券研究所

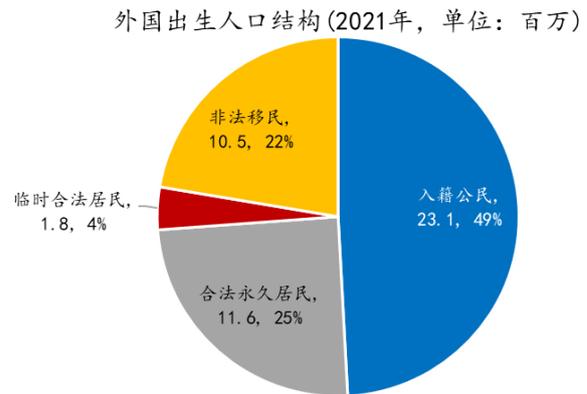


图表3: 近年来非法移民数量出现上升趋势



来源: U.S. Department of Homeland Security、国金证券研究所

图表4: 2021年美国的非法移民占移民人口22%



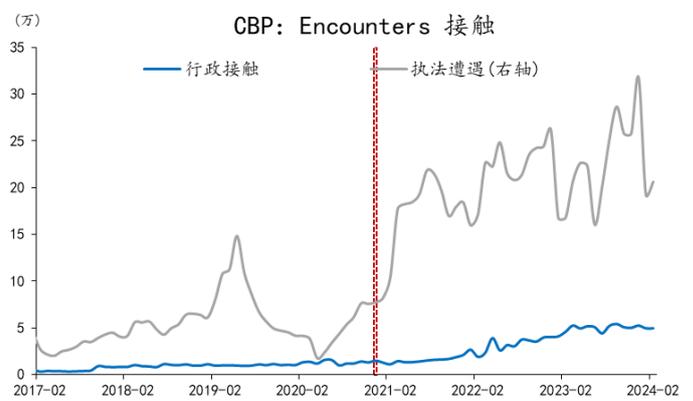
来源: Pew、国金证券研究所

图表5: 2023财年美国CBP边境遭遇创历史新高



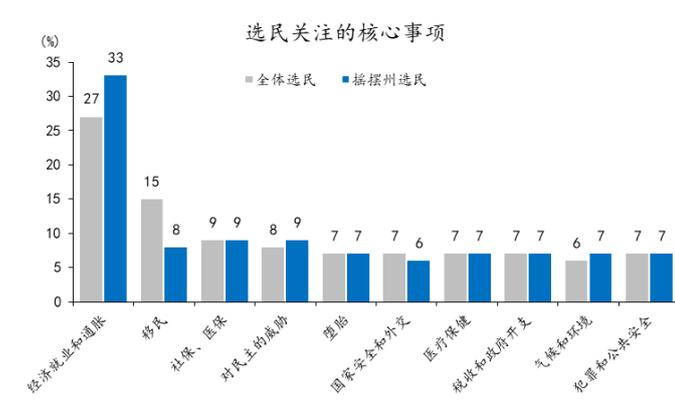
来源: U.S. Department of Homeland Security、国金证券研究所

图表6: 拜登政府上台以来, 美国CBP边境遭遇激增



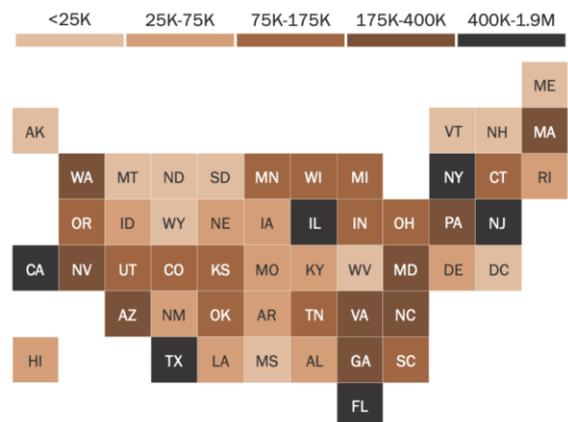
来源: U.S. Department of Homeland Security、国金证券研究所

图表7: 移民是全体选民关注的第二大核心事项



来源: White House、国金证券研究所

图表8: 美国2021年非法移民人口州分布



来源: Pew、国金证券研究所

(二) 美国移民趋势: 移民是美国劳动人口和新增就业增长的主要贡献, 近年来本土就业人数稳中有降

移民人数 (主要是非法移民人数) 的测算往往面临较大的复杂性和不确定性, 需要综合运用多种数据源和测算方法。非法移民群体由于其身份敏感性, 往往难以被常规的人口普查和抽样调查所精确覆盖。许多非法移民出于对遣返或遭受歧视的担忧, 可能不愿意向官方



机构披露其移民身份，导致普查和调查数据对非法移民人数的低估。即使是专门针对移民人口的调查，如美国社区调查(ACS)，也难以完全克服非法移民群体的身份隐蔽性。

移民的增加是过去几年人口增长大幅反弹的主要驱动力。美国国会预算办公室(CBO)和人口普查局会定期发布移民人数的估计数据。CBO 根据各种人口学和行政记录数据，估计 2023 年美国净移民人数约为 330 万，其中合法永久居民 81 万、INA 临时性非移民 9 万、非法移民 240 万。净移民是美国人口增长的主要推动因素，在未来几十年中维持着相对稳定的正值。2020 年之后，净移民占总人口增长的绝大部分，当时公共卫生事件严重影响了死亡人数，并在较小程度上影响了出生人数。到 2040 年左右，由于人口老龄化，死亡率将超过出生率，导致没有移民的人口会开始收缩。

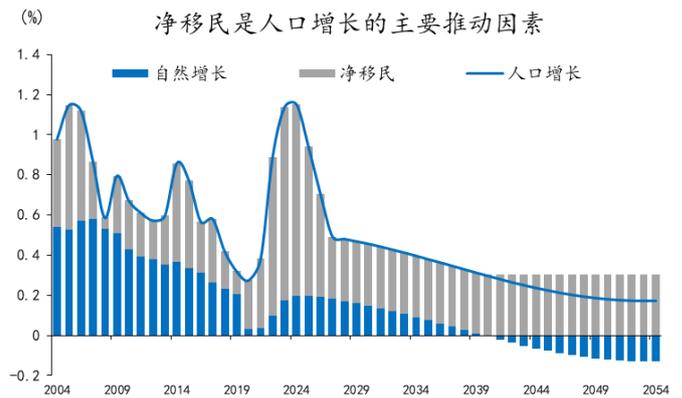
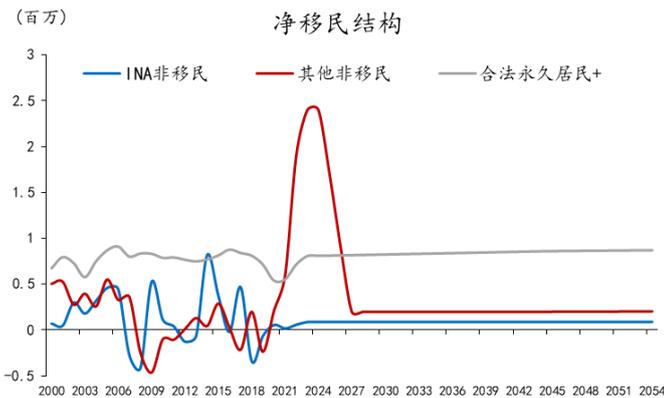
从数量上看，非农就业与 QCEW 就业人数差值大致占非法移民人数的 1/4。QCEW(Quarterly Census of Employment and Wages) 与非农就业(Nonfarm Payroll Employment) 数据之间的差异可以为理解移民，特别是非法移民的就业模式提供一个独特视角。QCEW 是基于失业保险(UI) 税表编制的就业和工资数据，覆盖了大部分雇主和就业人员。由于雇主需要为合法雇员缴纳 UI 税，QCEW 数据较好地反映了正规就业的情况。然而，非法移民通常无法获得合法工作授权，雇主也无需为其缴纳 UI 税，因此 QCEW 可能低估了非法移民的就业规模。

非农就业数据主要来源于企业调查(CES)，CES 调查覆盖了私营和公共部门的非农就业，但并不直接区分员工的移民身份，这意味着新增非农就业数据在一定程度上包含了合法和非法移民的就业。因此，如果 QCEW 和 CES 非农就业数据在某些行业或地区出现较大差异，这可能表明这些领域存在相当规模的非法移民就业。截至 2023 年四季度，最新 QCEW 数据显示，美国总就业人数约为 1.5485 亿人(季调后约为 1.5389 亿人)，比 CES 统计的 1.5827 亿人(季调后为 1.5730 亿人) 的非农就业人数大约低了 342 万人。历史数据来看，近些年两者的合理差距大约在 250 万人左右。

近年来美国海关及边境保护局(CBP) 在边境遭遇的非法入境者数量也大幅上升，间接印证了移民人数的增长态势。此外，一些替代性的经济数据也能够反映移民人数的变化，居住在美国的非法移民来自世界各地，其中最常见来源国是墨西哥，根据 Pew 研究中心，2021 年，墨西哥占美国非法移民的 39%，其次是萨尔瓦多、印度、危地马拉、洪都拉斯，北方三角(危地马拉、萨尔瓦多和洪都拉斯) 在美国非法移民总数达 200 万，占总数的近 20%。近年来墨西哥和北三角国家公布的来自美国的工人汇款数据显著上升，汇款的增长在一定程度上反映了在美工作的移民数量和收入水平提高。

图表9: 2023-2024 年净移民人数约 300 万(CBO 估计)

图表10: 净移民是人口增长的主要推动因素



来源: CBO、国金证券研究所

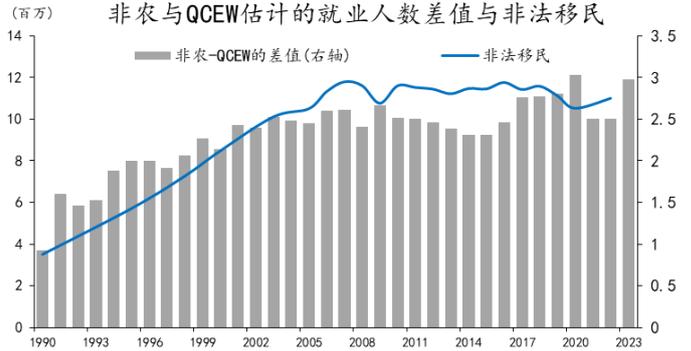
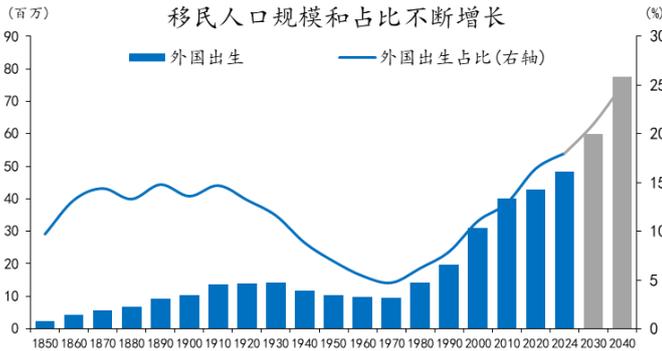
来源: CBO、国金证券研究所

注:“合法永久居民+”是指合法永久居民以及可申请永久居民身份的其他人群(如难民)，“INA 非移民”指依据《移民与国籍法》获得的临时性非移民身份(如学生和临时工人)，“其他非移民”则指处于非法或待定移民身份状态的人群。



图表11: 2030-2040 年根据 2021 年 1 月以来趋势推断

图表12: 就业统计的差值与非法移民人数大致正相关



来源: US Census、CEIC、国金证券研究所

来源: U. S. Department of Homeland Security、BLS、CEIC、国金证券研究所

图表13: 每月移民签证签发数据显示移民猛增

图表14: "执法接触"数据显示非法越境实际规模上升



来源: US Department of State、国金证券研究所

来源: U. S. Department of Homeland Security、国金证券研究所

移民导致劳动力市场激增, 新增岗位基本由移民承担。近年来, 移民(尤其是非法移民)正成为推动就业增长的主要力量, 而本土劳动力的就业岗位几乎零增长。从相对值来看, 以 2020 年 1 月为基期 100 点, 2024 年 5 月移民就业人数为 114 点, 本土劳动力就业人数为 100 点, 相比于 2018 年 7 月(移民就业人数和本土劳动力就业人数均为 100 点), 移民贡献了劳动力市场的增长, 本土劳动力就业人数零增长。从绝对值来看, 2024 年 5 月移民就业人数为 3089.6 万, 本土劳动力就业人数为 1.3 亿, 相比于 2020 年 1 月的 2706.6 万、1.3 亿, 移民就业人数增加了 383 万, 本土劳动力就业人数零增长。

移民新增岗位很可能来自非法移民。过去三年里, 大量非法移民涌入美国边境, 美国边境遭遇了前所未有的非法移民潮。CBP 等移民执法部门与非法移民的“执法遭遇”频繁上演, 这实际上意味着大量无证劳工正在进入美国就业市场。此外, 美国官方就业数据可能显著高估了就业增长的实际情况。BLS 数据显示, 2023 年平均每月新增非农岗位 25.1 万, 但 QCEW 事后修正数据显示, 真实的平均月度新增岗位仅为 19.5 万, 这意味着 2023 年实际新增岗位可能被高估了 67 万, 而这些“虚假”的就业增长很可能主要来自非法移民。



图表15: 2024年5月移民就业占美国就业人数比19.1%



来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

图表16: 2022年以来工作签证发放量高于趋势水平



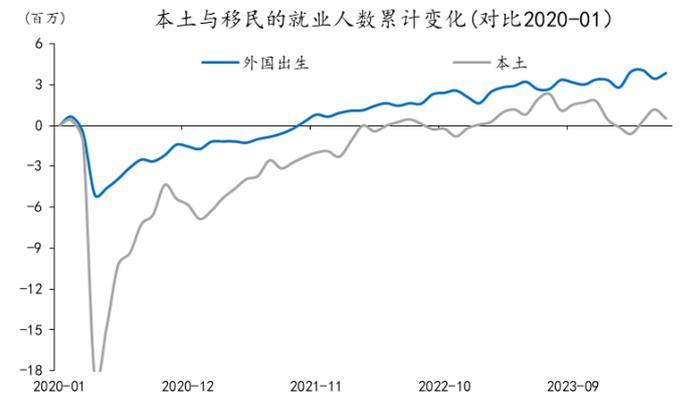
来源: US Department of State、国金证券研究所

图表17: 2018年7月以来就业增长都流向了移民



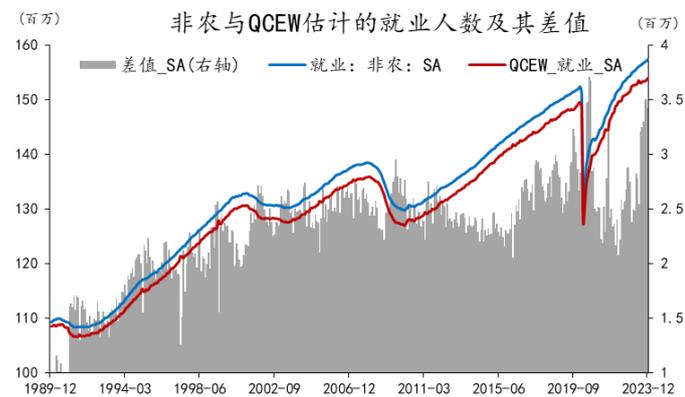
来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

图表18: 2020年以来本土劳动力就业几乎零增长



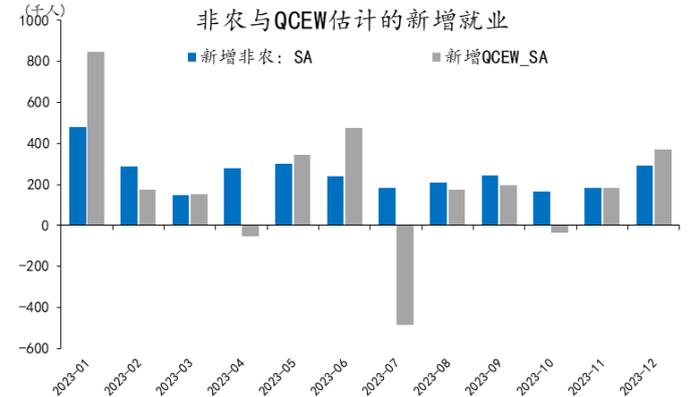
来源: BLS、CEIC、国金证券研究所

图表19: 非农与QCEW之间的差值近年来有所走扩



来源: CEIC、国金证券研究所

图表20: 2023年实际新增岗位可能被高估了67万



来源: Pew、国金证券研究所

(三) 移民对经济的影响: 每年约拉动GDP 0.1个百分点, 有助于降低工资增速, 但对CPI的净影响是模糊的

大量移民涌入对美国社会产生了复杂的影响。一方面, 移民为美国带来了文化多样性和经济活力。许多移民从事重要的工作, 如农业、建筑等, 为美国经济做出贡献。但另一方面, 大量低技能移民的涌入可能会对本地低技能工人的工资和就业产生负面影响。非法移民也可能加重公共服务系统的负担, 并引发社会融合方面的挑战。



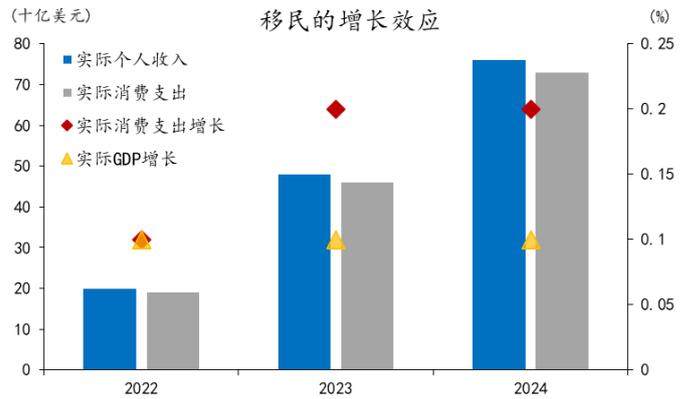
移民对美国经济增长的积极贡献。一方面，移民能够有效弥补劳动力市场的缺口。许多行业，尤其是农业、建筑业和服务业，常常面临着本地劳动力短缺的问题。移民劳工的加入，为这些行业提供了充足且相对廉价的劳动力，使企业得以维持正常运转，创造更多经济价值。另一方面，移民也是重要的消费者群体。他们在美国生活、工作，购买商品和服务，为当地经济注入活力。

CBO 的研究表明，移民对消费的拉动作用甚至超过了对 GDP 的影响。近期移民的强劲势头推动了 2022 年约 0.1 个百分点、2023 年 0.2 个百分点以及 2024 年预计 0.2 个百分点的实际消费支出增长。此外，通过移民增加直接导致的经济活动，估计实际 GDP 增长每年都提高了 0.1 个百分点。根据 CBO 估计，2023 年移民增加导致个人收入（以 2017 年不变价格计算）增加了约 480 亿美元，2024 年将增加约 760 亿美元，实际消费支出的增幅略低于这些数字，因为移民会将部分收入用于储蓄。虽然移民增加对支出的促进作用相对于总体增长而言较小，但该效应有助于解释消费支出的部分惊人强劲表现。

图表21: 移民的增长效应: 对就业的影响

图表22: 移民的增长效应: 对实际 GDP 和消费的拉动

每月潜在就业增长(万)	2022	2023	2024	2015-2019 年平均值	2010-2019 年平均值
2020年之前估计	6~14	6~13	6~10		
根据较高的移民人数 调整估计	13~21	16~23	16~20		
实际增长	37.7	25.1	24.8	19	18.3



来源: CBO、国金证券研究所; 注: 2024 年实际增长为 1-5 月数据。

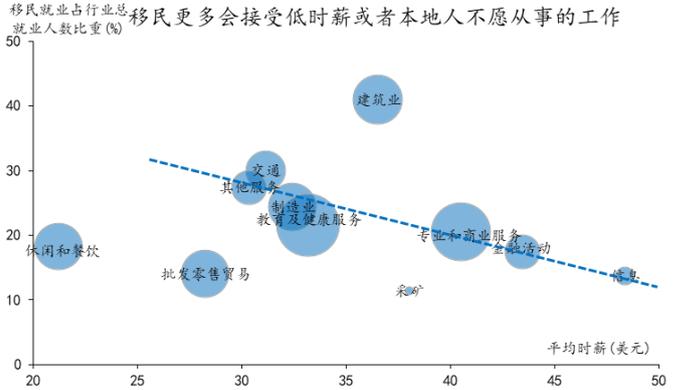
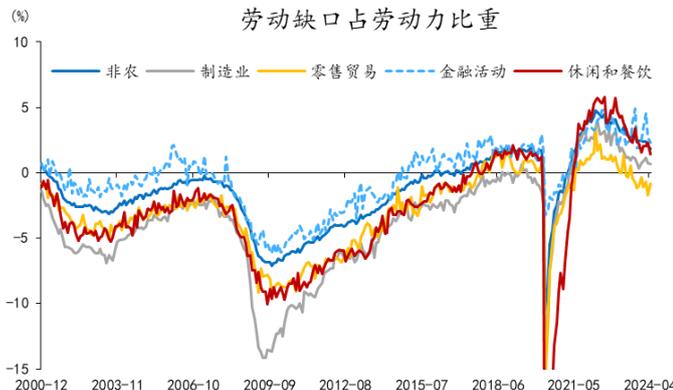
来源: CBO、国金证券研究所

移民(劳动力供应的增加)会对工资增长造成下行压力。一方面,大规模移民尤其是非法移民的涌入,显著增加了劳动力供给,尤其是低技能劳动力,这种供给冲击理论上导致整体工资下降,影响的具体程度取决于移民规模以及劳动力供给和需求对工资变化的响应度。另一方面,非法移民即使获得工作许可,也更多从事休闲和餐饮等服务业、建筑业、生产制造等低工资行业,这种就业结构也会拉低整体工资水平。Card(2001)研究表明,上世纪 80 年代的移民潮导致传统移民聚集城市的低技能本地工人工资下降了 1-3 个百分点。

然而,移民对工资的负面影响在实际数据中可能弱于理论预测。这是因为一些缓冲因素发挥了作用:移民与本地工人在技能上存在互补而非完全替代;移民通常流向人力短缺的繁荣地区,推动当地经济增长;企业也会因移民导致的劳动力成本下降而调整生产方式,使用更多劳动密集型工艺,从而创造就业;同时,移民本身作为消费者也在创造需求,高技能移民还直接创造就业机会。近年来,尽管非法移民对美国就业增长贡献巨大,但其对工资的负面影响可能是渐进的,在实际数据中不一定会立即显现。

图表23: 低工资行业劳动缺口因移民加入而快速平衡

图表24: 移民更多承担了低薪或本土人不愿从事的工作



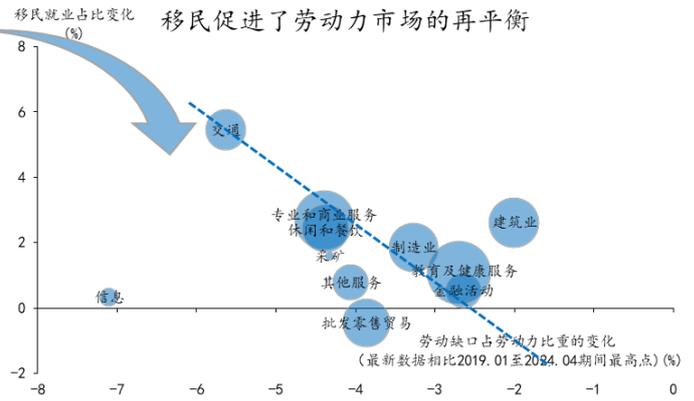
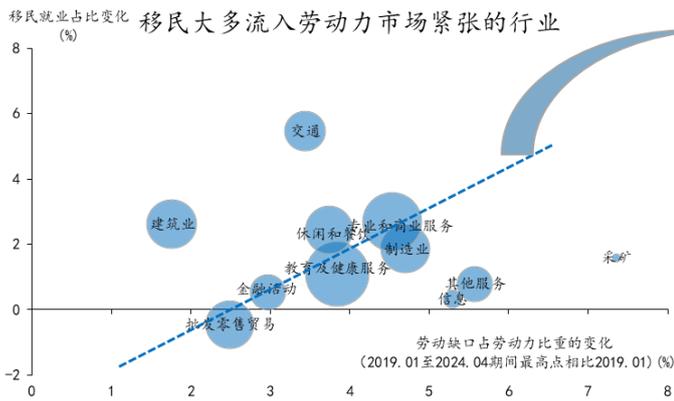
来源: CEIC、国金证券研究所

来源: US Census、BLS、CEIC、国金证券研究所



图表25: 移民大多流入劳动力市场紧张的行业

图表26: 移民促进了劳动力市场的再平衡



来源: US Census、CEIC、国金证券研究所

来源: US Census、CEIC、国金证券研究所

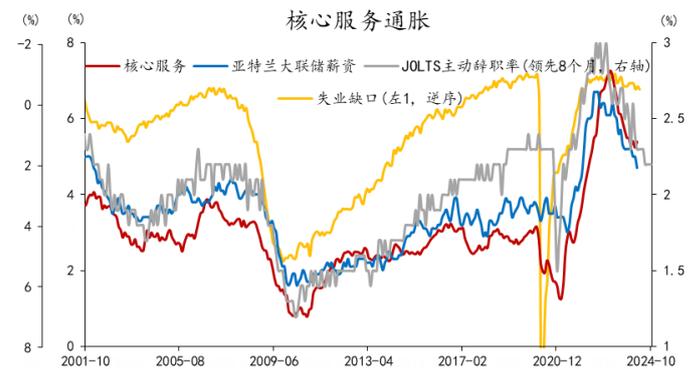
移民的涌入有助于防止通货膨胀失控。一方面,数百万非法移民的就业缓解了公共卫生事件后的劳动力短缺,抑制了工资的过快增长,从而在一定程度上缓解了通胀压力。这些移民工人往往从事低工资行业,他们的工资水平通常低于最低工资标准。此外,移民在技能层面与本地工人的互补性导致了更加专业化的分工,推动了生产效率和劳动生产率的提升,从而在总供给层面对物价上涨形成了一定的抑制。

移民对住房通胀可能起到了一定的推动作用。另一方面,移民对通胀各分项的影响并不一致。在住房领域,由于移民对住房的旺盛需求,他们的涌入往往推高了当地房价和租金。但在其他领域如消费品和服务业,移民实际上起到了一定的缓解通胀的作用,这可能是由于移民作为生产者,为市场提供了更多低成本的商品和服务,从而抑制了价格上涨。简单线性回归结果显示,移民占美国人口比率增加1%会推动住房通胀上升1.6-1.7个百分点。由于住房通胀贡献了大部分的核心服务与核心通胀,因此,移民对核心服务与核心通胀的影响也较为统计显著。

移民对整体通胀、核心商品和非住房核心服务的影响不强。简单线性回归结果显示,整体通胀、核心商品和非住房核心服务虽然统计上显著(P值小于0.01),但R方(Multiple R)很小,表明虽然自变量和因变量之间存在统计学上的显著关系,但这种关系可能并不强,移民只能解释通胀变异的一小部分,大部分变异仍然来自其他重要变量,但这些变量没有被纳入模型。

图表27: 工资-核心商品通胀不相关

图表28: 工资-核心服务通胀相关

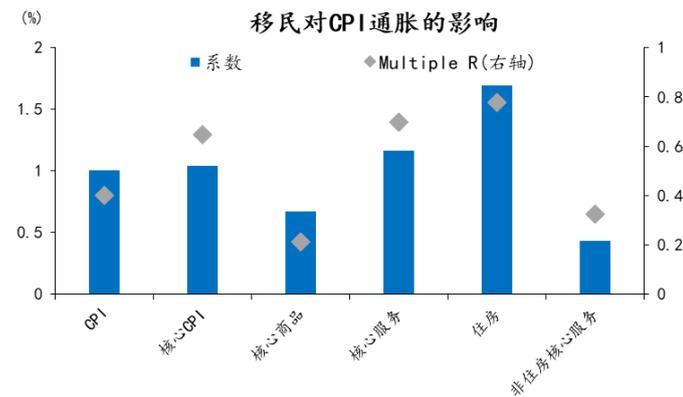


来源: CEIC、Wind、国金证券研究所

来源: CEIC、Wind、国金证券研究所

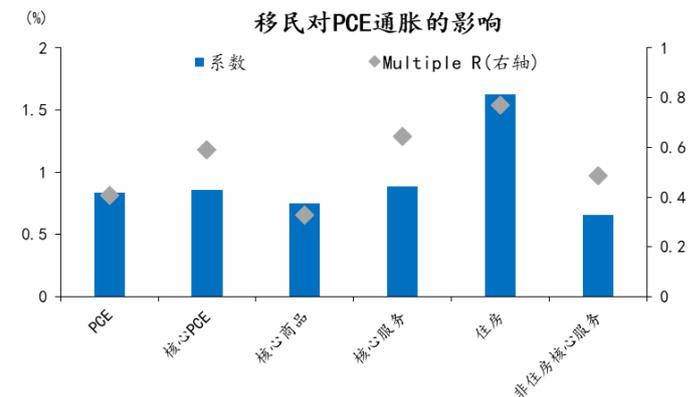


图表29: 移民对CPI住房通胀存在强显著影响



来源: CEIC、国金证券研究所

图表30: 移民对PCEPI住房通胀存在强显著影响



来源: CEIC、国金证券研究所

综上,本次移民从短缺到激增的急剧转变有助于抑制工资和物价压力,但大选后移民的潜在减少并不太可能会导致工资增长和通胀重新加速。移民潮的规模非常大,而且发生在劳动力市场历来过热的时候,尤其是在工资分布的低端,这有助于加速劳动力市场最紧张部分的再平衡。预计今年的净移民人数将有所放缓,2024年后可能会进一步下降,这取决于大选结果。随着劳动力市场现在恢复到更好的平衡状态,移民的适度波动对工资增长和通胀的总体影响可能较小。

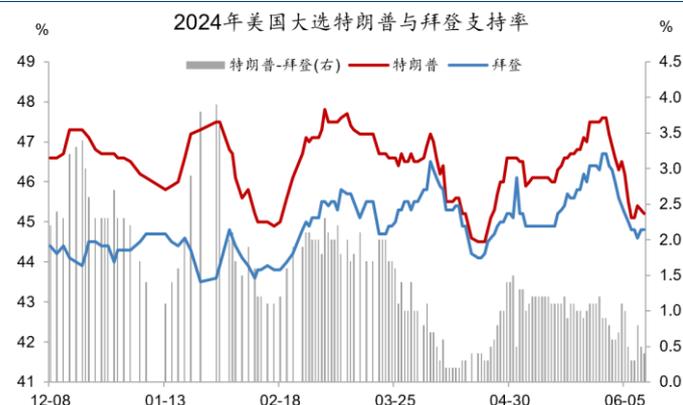
所以,假定拜登收紧移民政策是有效的,“移民悬崖”将加速新增非农就业人数回归常态(每月20万),对消费和GDP产生负面冲击,有助于美国房地产供求缺口的收敛、缓解房价和租金通胀的上行压力,但对整体CPI的短期影响或有限。中期而言,考虑到工资增速与服务CPI高度正相关,“移民悬崖”或将增加服务通胀的粘性。

二、海外基本面&重要事件

(一) 美国大选: 拜登政府推动中东停火

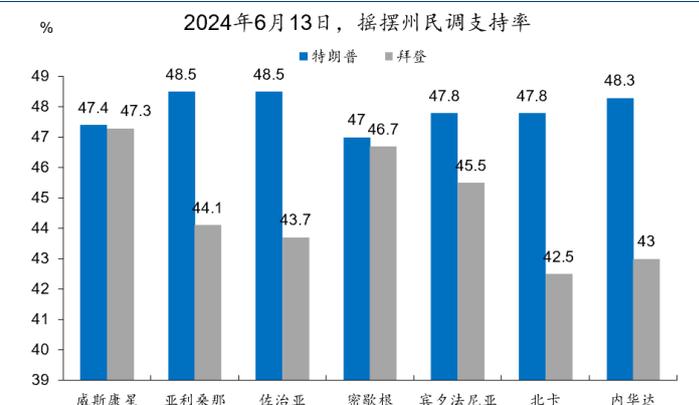
拜登政府推动中东停火。截至6月11日,特朗普民调支持率45.2%,拜登支持率44.8%。七大摇摆州里,特朗普支持率依然保持领先,亚利桑那、佐治亚、北卡、内华达领先率达4个百分点以上。6月10日,联合国安理会表决通过拜登政府提出的中东停火协议,表明拜登政府正逐步调整对以色列的支持态度。阿拉伯裔美国人研究所(AAI)公布的民意调查显示,今年加沙战争期间,拜登在关键摇摆州的阿拉伯裔选民中的支持率大幅下降。拜登在2020年大选中赢得了近60%的阿拉伯裔美国人选票,但目前拜登在阿拉伯裔美国人中的支持率仅徘徊在20%以下。

图表31: 特朗普民调领先拜登



来源: RCP、国金证券研究所

图表32: 美国大选摇摆州民调, 特朗普领先



来源: RCP、国金证券研究所

(二) 美国流动性: 通胀回落, 市场定价9月降息概率上升

6月12日当周,美联储总资产规模上升30亿美元,美联储BTFP工具使用量不变。负债端,逆回购规模上升870亿美元,准备金规模下降240亿美元,TGA存款下降530亿美元。货币市场基金规模上升280亿美元。6月5日当周,美国商业银行存款上升500亿美元,大型银行存款上升300亿美元。本周,CPI数据回落,6月美联储会议召开后,OIS隐含



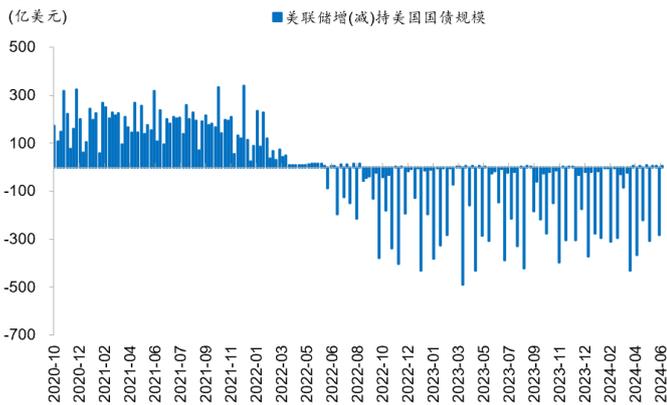
联邦基金利率较上周平均回落约 5BP。9 月降息概率相比上周抬升 10 个点至 57%。当前市场预期美联储全年降息 2 次，较 5 月会议时提高 1 次。

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	06-12	06-05	05-29	05-22	05-15	05-08	05-01
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↑ 3	7259.0	7255.7	7284.3	7299.6	7304.3	7353.4	7362.5
	其他贷款	十亿美元	↑ 0	117.1	117.0	117.8	118.6	118.9	121.8	133.9
	一级信贷	十亿美元	↑ 0	6.5	6.2	6.6	6.7	6.4	6.2	6.8
	银行定期融资计划	十亿美元	↓ 0	107.7	107.8	108.2	109.0	109.6	112.7	124.1
	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
	逆回购	十亿美元	↑ 87	832.8	745.8	824.6	864.9	827.2	855.0	798.1
	准备金	十亿美元	↓ -24	3434.0	3457.7	3391.1	3375.0	3416.4	3330.7	3317.0
	TGA	十亿美元	↓ -53	650.2	703.3	716.0	710.9	706.1	816.8	890.4
	商业银行									
	现金	十亿美元	↑ 52		3492.7	3440.6	3407.9	3436.8	3349.5	3293.7
	消费贷	十亿美元	↓ -8		1905.0	1913.4	1894.6	1890.8	1889.9	1894.4
	住房贷款	十亿美元	↑ 3		2592.1	2589.6	2588.5	2588.1	2588.2	2585.4
	商业地产贷款	十亿美元	↓ -2		2989.7	2991.9	2990.4	2995.1	2996.7	2994.1
工商业贷款	十亿美元	↑ 0		2786.6	2786.6	2778.2	2785.8	2791.0	2802.2	
存款	十亿美元	↑ 50		17549.2	17499.5	17409.8	17520.9	17453.4	17523.0	
大银行存款	十亿美元	↑ 30		10824.1	10794.0	10716.2	10814.4	10761.0	10844.8	
小银行存款	十亿美元	↑ 28		5387.5	5359.5	5337.3	5361.0	5356.4	5352.6	
货币市场基金	十亿美元	↑ 28		6120.7	6092.6	6069.5	6065.7	6048.6	6032.2	6001.1
流动性价格型指标	隔夜融资市场									
	SOFR-IORB	BP	↓ -2.0	-9.0	-7.0	-7.0	-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
	美元融资市场									
	TED利差	BP	↑ 0.9	9.8	8.9	14.9	14.2	14.1	13.7	13.4
	票据与信用债市场									
	Master企业债利差	BP	↓ -1.0	90.0	91.0	88.0	89.0	90.0	89.0	91.0
	票据利差	BP	↓ -13.0	-4.0	9.0	14.0	8.0	2.0	9.0	8.0
离岸市场										
欧元兑美元互换基差	BP	↓ -1.3	-3.0	-1.8	-3.1	-2.5	-3.0	-3.9	-3.6	
日元兑美元互换基差	BP	↓ -0.1	-24.4	-24.3	-24.6	-24.0	-25.6	-25.1	-25.3	

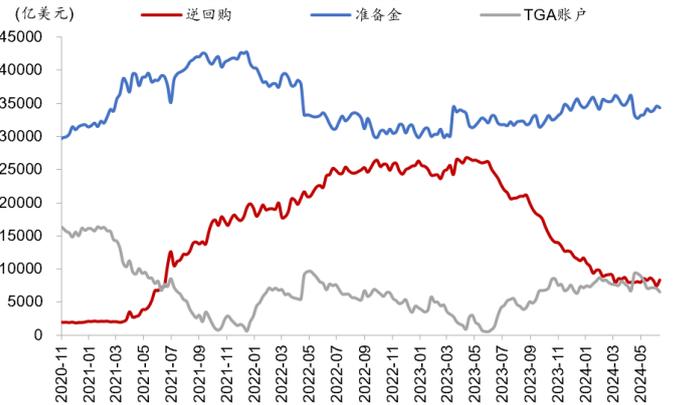
来源: FRED、Bloomberg、WIND、国金证券研究所

图表34: 美联储减持美债规模



来源: WIND、国金证券研究所

图表35: 美联储逆回购规模



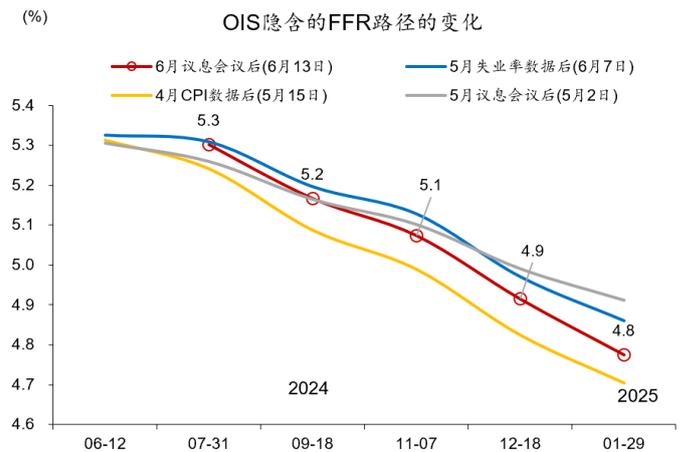
来源: WIND、国金证券研究所



图表36: 截至6月13日, 美联储降息概率

区间/日期	24-05	24-06	24-07	24-09	24-11	24-12	25-01	25-03	25-04	25-05
550-575	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0
525-550	88	91	92	39	25	7	3	1	1	0
500-525	12	9	8	57	50	32	19	10	6	3
475-500	0	0	0	5	23	42	37	26	19	11
450-475	0	0	0	0	2	17	30	34	31	23
425-450	0	0	0	0	0	1	10	22	28	30
400-425	0	0	0	0	0	0	1	6	14	22
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	3	9
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
300-325	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
275-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

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) 通胀: 美国5月超级核心服务CPI环比负增

美国5月CPI(季调后,下同)同比3.25%,预期3.4%,前值3.36%;CPI环比0.01%,预期0.1%,前值0.31%,为2022年8月以来新低。扣除食品和能源后,核心CPI同比3.41%,预期3.5%,前值3.62%,为2021年5月以来新低;核心CPI环比0.16%,预期0.3%,前值0.29%,环比年化1.97%。整体CPI同比继续下行的原因主要是二手车和卡车、机动车保险、住房的贡献,环比继续下行的原因主要是能源商品的贡献。超级核心服务(除住房)环比为-0.047%,这是自2021年10月以来首次出现负增长。

核心服务通胀的中枢与劳动力市场密切相关。美国劳动力市场整体仍处于供给侧改善主导的“叙事”当中,劳动力市场实际上比预期弱。5月非农就业超预期大增的背后,可能存在非法移民、兼职多个岗位以及BLS的“诞生-消亡”模型的滞后就业贡献。

整体来看,核心服务通胀或仍将下行。随着劳动力市场的再平衡和薪资增速进一步放缓,职位空缺率或有所下行(4月职位空缺下降至三年多以来的最低点,职位空缺率降至4.8%,为2021年1月以来最低水平)，“工资-通胀”链条下,核心服务通胀有望继续降温。

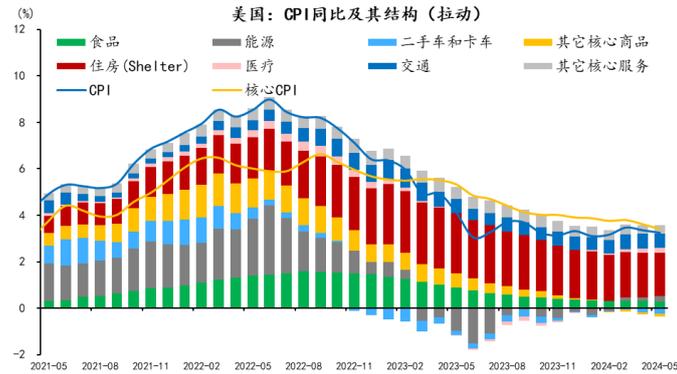
图表38: 美国CPI分项增速

CPI分组	支出项目	权重(%)	预期值	季调_同比(%)							预期值	季调_环比(%)						
				24-05	24-04	24-03	24-02	24-01	23-12	24-05		24-04	24-03	24-02	24-01	23-12		
整体	CPI	100.0	3.4 ↓	3.25	3.36	3.48	3.17	3.11	3.32	0.10 ↓	0.01	0.31	0.38	0.44	0.31	0.23		
核心	核心CPI	79.6	3.5 ↓	3.41	3.62	3.80	3.76	3.87	3.91	0.30 ↓	0.16	0.29	0.36	0.36	0.39	0.28		
I	食品	13.4		2.14	2.23	2.24	2.24	2.56	2.73		0.14	0.02	0.10	0.02	0.39	0.21		
I	能源	7.0		3.52	2.53	2.13	-1.74	-4.34	-1.84		-2.03	1.12	1.13	2.26	-0.91	-0.21		
II	能源商品	3.9		2.11	1.07	0.91	-4.10	-6.79	-2.60		-3.53	2.67	1.49	3.55	-3.21	-0.72		
II	能源服务	3.1		4.66	3.53	3.07	0.53	-1.84	-0.92		-0.16	-0.73	0.71	0.76	1.41	0.33		
I	核心商品(即商品,扣除食品和能源商品)	18.6		-1.67	-1.21	-0.67	-0.33	-0.31	0.12		-0.04	-0.11	-0.15	0.11	-0.32	-0.06		
I	服装	2.6		0.81	1.35	0.41	-0.01	0.04	1.17		-0.34	1.20	0.65	0.55	-0.70	0.00		
II	新车	3.6		-0.76	-0.36	-0.05	0.44	0.74	1.01		-0.49	-0.45	-0.17	-0.10	-0.04	0.18		
II	二手车和卡车	1.9		-8.64	-6.29	-1.92	-1.39	-3.29	-1.26		0.60	-1.38	-1.11	0.52	-3.37	0.59		
II	医疗商品	1.5		3.13	2.49	2.51	2.95	3.00	4.74		1.28	0.45	0.16	0.09	-0.61	-0.12		
II	酒精饮料	0.8		1.69	2.03	2.40	2.42	2.29	2.52		0.12	0.06	0.09	-0.05	0.27	0.12		
II	烟草和香烟产品	0.5		7.80	6.71	6.78	7.14	7.40	7.78		1.60	0.05	0.41	0.77	0.31	-0.06		
II	其它核心商品	7.7		-2.28	-2.18	-2.12	-1.66	-1.23	-1.68		-0.28	-0.21	-0.30	-0.05	0.50	-0.40		
I	核心服务(服务,扣除能源服务)	61.0		5.21	5.33	5.39	5.24	5.41	5.30		0.22	0.41	0.52	0.46	0.66	0.38		
I	住所(Shelter)	36.1		5.39	5.53	5.65	5.76	6.07	6.16		0.40	0.38	0.42	0.43	0.63	0.41		
III	主要住所租金	7.6		5.31	5.44	5.68	5.77	6.09	6.45		0.39	0.35	0.41	0.46	0.36	0.39		
III	业主等值房租	26.6		5.65	5.75	5.91	5.97	6.23	6.34		0.43	0.42	0.44	0.44	0.56	0.42		
II	医疗服务	6.5		3.06	2.66	2.15	1.07	0.62	-0.52		0.34	0.45	0.56	-0.05	0.70	0.50		
III	医师服务	1.8		1.39	0.90	0.73	0.40	0.06	-0.65		-0.02	0.13	0.10	-0.17	0.60	0.22		
III	医院服务	2.0		7.19	7.70	7.55	6.06	6.66	5.55		0.52	0.65	0.98	-0.57	1.55	0.54		
II	交通	6.5		10.28	11.13	10.74	10.04	9.70	9.59		-0.50	0.86	1.52	1.39	0.97	0.09		
III	机动车维护与修理	1.2		7.22	7.58	8.19	6.70	6.52	7.07		0.27	-0.02	1.74	0.39	0.79	-0.26		
III	机动车保险	2.9		20.26	22.64	22.20	20.58	20.60	20.33		-0.12	1.76	2.58	0.85	1.42	1.71		
III	机票	0.8		-5.87	-5.81	-7.09	-6.14	-6.43	-9.35		-3.56	-0.81	-0.37	3.57	1.40	0.86		
III	其它核心服务	11.8		3.22	3.21	3.72	3.62	4.02	4.05		-0.01	0.26	0.30	0.34	0.56	0.41		

来源: CEIC、国金证券研究所



图表39: 美国 CPI 同比结构



来源: CEIC、国金证券研究所

图表40: 美国 CPI 环比变化

CPI 分项	24-04 权重 (%)	24-05 环比 (%)	24-06 环比 (%)	24-03 权重 (%)	24-04 环比 (%)	24-05 环比 (%)	24-06 环比 (%)
CPI	100.0	0.0	—	100.0	0.3	—	-0.31
核心 CPI	79.6	0.2	0.1	79.7	0.3	0.2	-0.10
I 食品	13.4	0.1	0.0	13.4	0.0	0.0	0.02
II 能源	7.0	-2.0	-0.1	6.9	1.1	0.1	-0.22
III 耐用消费品	3.9	0.5	-0.1	3.8	2.7	0.1	-0.24
IV 非耐用消费品	3.1	0.2	0.0	3.1	-0.7	0.0	0.02
核心商品 (非食品, 扣除食品和能源商品)	18.6	0.0	0.0	18.7	-0.1	0.0	0.01
II 房屋	2.6	0.3	0.0	2.6	1.2	0.0	-0.04
III 新车	3.6	0.5	0.0	3.6	-0.4	0.0	0.00
IV 二手车和卡车	1.9	0.6	0.0	1.9	0.1	0.0	0.04
II 医疗用品	1.5	0.1	0.0	1.5	0.4	0.0	0.01
III 酒精饮料	0.8	0.1	0.0	0.8	0.1	0.0	0.00
IV 烟草和香烟产品	0.5	0.1	0.0	0.5	0.0	0.0	0.01
其它核心商品	7.7	0.3	0.0	7.7	-0.2	0.0	-0.01
I 核心服务 (服务, 扣除能源服务)	61.0	0.2	0.1	61.0	0.4	0.3	-0.12
II 住宿 (Shelter)	36.1	0.4	0.1	36.2	0.4	0.1	0.01
III 主要住所租金	7.6	0.4	0.0	7.6	0.4	0.0	0.00
IV 租金和物业费	28.6	0.4	0.1	28.6	0.4	0.1	0.00
II 医疗服务	6.5	0.3	0.0	6.5	0.4	0.0	-0.01
III 餐饮服务	1.8	0.0	0.0	1.8	0.1	0.0	0.00
IV 金融服务	2.0	0.5	0.0	2.0	0.6	0.0	0.00
II 交通	6.5	0.5	0.0	6.5	0.9	0.1	-0.09
III 机动车维护与维修	1.2	0.3	0.0	1.2	0.0	0.0	0.00
IV 机动车保险	2.9	-0.1	0.0	2.9	1.8	0.1	-0.05
II 教育	0.8	0.6	0.0	0.8	-0.8	0.0	-0.02
III 其它核心服务	11.8	0.0	0.0	11.8	0.3	0.0	-0.03

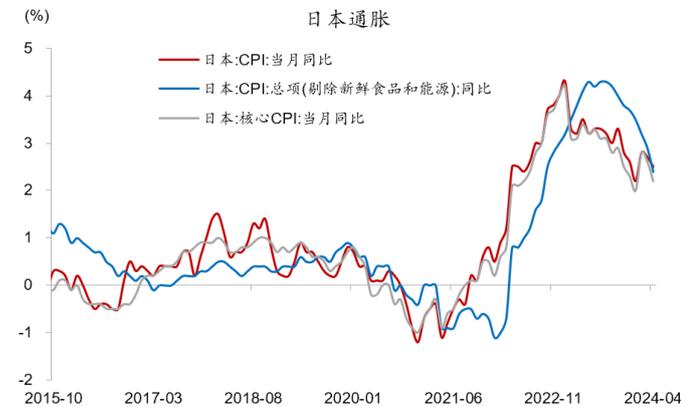
来源: CEIC、国金证券研究所

(四) 日央行: 日央行议息会议偏鸽, 7月或将公布缩减购债细节

日央行议息会议偏鸽。6月14日周五, 日央行公布6月利率决议。政策利率维持在0-0.1%的区间不变, 继续维持每月6万亿日元购债规模不变, 日央行将在7月议息会议上公布缩减购债具体计划。此前, 市场普遍预期日央行将从6月开始削减购债量。决议公布后, 市场作鸽派解读, 日元下探至158, 新闻发布会后, 日元有所回升。

经济方面, 日央行认为, 日本经济总体呈现温和复苏状态, 预计日本经济增速将继续高于潜在增速; 海外经济将继续温和增长; 受益于金融条件宽松, 收入到支出的良性循环将逐步强化。通胀方面, 日央行认为, 中长期通胀预期将上升, 主因是工资和价格之间的良性循环仍继续强化。

图表41: 日本通胀增速今年降温



来源: Wind、国金证券研究所

图表42: 日元汇率今年贬值压力较大



来源: Wind、国金证券研究所

(五) 欧洲选举: 极右翼政党席位数量上升

欧洲议会选举, 极右翼政党席位数量上升。2024年欧洲议会选举于6月6日至9日举行, 以选举出第10届欧洲议会议员。本次选举, 中右翼欧洲人民党党团(EPP)继续保持欧洲议会最大党的地位, 但欧洲联盟各国极右翼政党相比于上届选举赢得大量席位, 而中间派和中左翼政党则遭受重创。

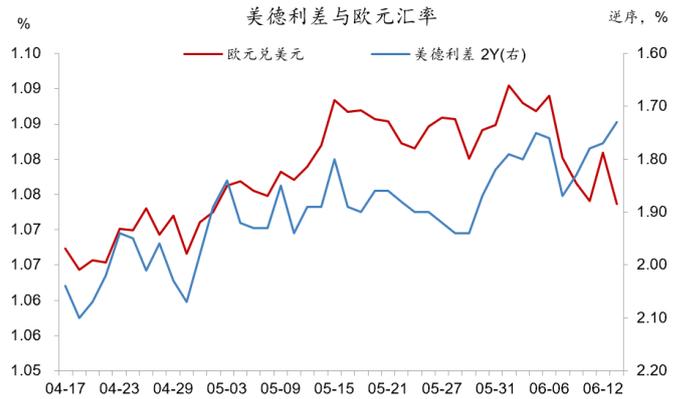
具体而言, 中右翼的欧洲人民党(EPP)在720个席位中预计将赢得190个席位。主要右翼政党中, 意大利总理梅洛尼所在的欧洲保守派和改革主义党团(ECR)增加7个席位至76席; 法国国民联盟领袖勒庞所在的身份与民主党团(ID), 增加9个席位至58席。但另一方面, 法国总统马克龙所处的复兴欧洲(RE)折损22席。马克龙随后宣布解散法国国民议会, 提前选举。欧洲政局变动引起欧元兑美元贬值, 全周贬值1.7个百分点至1.07。



图表43: 欧洲议会选举结果

政党团	政治倾向	获得的席位数	席位变化	代表性政治人物
欧洲人民党 (EPP)	中间偏右	190	14	冯德莱恩(现任欧盟委员会主席)
社会党与民主党进步联盟 (S&D)	中间偏左	136	-3	佩德罗·桑切斯(西班牙首相)
复兴欧洲 (Renew Europe)	中间派、自由主义	80	-22	马克龙(法国总统)
欧洲保守派和改革主义者 (ECR)	右翼保守主义	76	7	梅洛尼(意大利总理)
身份与民主 (ID)	极右翼、民族主义	58	9	马琳·勒庞(法国政党“国民联盟”领袖)
绿党/欧洲自由联盟 (Greens/EFA)	环保主义、进步主义	52	-19	
欧洲联合左翼/北欧绿色左翼 (GUE/NGL)	极左翼、社会主义	39	2	

图表44: 美德利差与欧元汇率



来源: European Parliament、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 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