

# 海外周度观察

## 宏观专题研究报告

证券研究报告

### 宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

联系人：李欣越

lixinyue@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

## 美国经济演绎的三个场景——2015、2019 和 2023 年的比较

海外经济自 2022 年初全面重启以来，经济的韧性远超预期。弱预期与强现实之间的对比与国内经济形成了鲜明的对比。硅谷银行和瑞信事件后，美欧经济向何处去，能否逃逸衰退，衰退何时到来，抑或是否具备不衰退的条件？

### 热点思考：美国经济演绎的三个场景——2015、2019 和 2023 年的比较

美国经济周期的“坐标”：或已处在从放缓到衰退的“十字路口”，疫后复苏周期的顶点渐行渐近。NBER 周期顶点的特征是：6 个底层指标中至少有 3 个出现高点，且持续下行一段时间（一般不少于 6 个月）。截止到 2 月，NBER 周期分析框架中的 6 个指标中已有 4 个指标出现了回撤：非农薪资就业（-0.1%）、实际个人消费支出（-0.1%）、批发与零售实际销售额（-3.7%）和工业生产指数（-1.4%）。3 月非农薪资就业继续创新高。所以，只能说顶点渐行渐近。

2023 与 2015 的比较：有没有可能是一次“假衰”？这次不一样：（1）经济周期的阶段不同：2015-2016 年为复苏中期，2023 年已处在复苏尾声；（2）美联储紧缩周期的阶段不同：2015-2016 年为紧缩初期，2023 年为紧缩尾声；（3）信用周期的阶段不同：2015-2016 年银行信贷供给小幅收缩，2023 年则显著收缩；（4）期限利差方面，2015-2016 年期限利差始终为正，而这一次，10 年-2 年和 10 年-1 年利差早在 2022 年 7 月已经出现倒挂，最高时均达到了 120bp。

2023 与 2019 年的比较：有没有可能是一次“软着陆”？2023 年与 2019 年有诸多相似之处，但结果或不一样：（1）产出缺口或失业缺口都为正；（2）货币政策都处于紧缩尾声；（3）银行信用边际收紧；（4）期限利差均出现倒挂；但是，2023 年的产出缺口更大、货币政策更紧、信用紧缩程度更高、期限利差倒挂更大。更重要地是，2019 年美国通胀压力较小，美联储的政策空间更大。这一次，美联储或难以兼顾“去通胀”和“软着陆”。

### 海外基本面&重要事件：欧洲经济分化加大，美国债务风险上升

欧洲服务业 PMI 改善，带动综合 PMI 回升，制造业仍走弱，反映经济分化加大。欧元区 4 月服务业 PMI 录得 57，前值 55；英国升至 55，前值 53；德国升至 56，前值 54；法国 56，前值 54。服务业的普遍改善带动欧元区综合 PMI 升至 54，但制造业 PMI 继续走弱，欧元区 4 月制造业 PMI 降至 46，前值 47，德、法分别下行至 44 及 46。

美国税收缴款不及预期，债务风险上升。收入端，4 月美国税收缴款大幅低于去年同期，导致 TGA 余额回升幅度低于预期，占比较高的个税增速回落幅度较大；支出端，联邦政府支出增速 3 月仍扩大至 36%，财政赤字进一步扩大。1 月美国突破债务上限后，财政融资方式主要依赖于节省开支，收入回落加速可能引起债务上限到期日提前至 6 月。

全球高频数据显示美国商品消费回落，全球出行情况改善。美国新增职位数回落，初请失业增加；欧美通胀回落，能源价格上涨；全球航班流量回升，美国国内地铁客流量增加；美国抵押贷款购买指数回落；美国商业原油库存回落；美国港口集装箱轮船数量减少，发达国家进口增速回落。

### 大类资产高频跟踪：欧美股指分化，10 年期国债利率普遍上行，美元走强，商品回落

全球主要股票指数涨跌分化，港股领跌。发达国家股指中，澳大利亚普通股股指、纳斯达克指数和道琼斯工业指数领跌，分别下跌 0.5%、0.4% 和 0.2%；法国 CAC40、英国富时 100 和德国 DAX 领涨，分别上涨 0.8%、0.5% 和 0.5%。

发达国家 10 年期国债收益率全线上行。美国 10Y 国债收益率上行 5.00bp 至 3.57%，德国 10Y 国债收益率上行 7.00bp 至 2.44%；英国、意大利、法国和日本分别上行 20.15bp、6.00bp、4.60bp 和 1.50bp。

美元指数走强，英镑、欧元兑美元涨跌不一，人民币贬值。挪威克朗、加元、日元和欧元兑美元分别贬值 1.9%、1.3%、0.3% 和 0.03%，仅英镑兑美元升值 0.20%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值 0.35%、0.41% 至 6.8920、6.9005。

大宗商品价格多数下跌，原油和贵金属价格下跌，有色、黑色和农产品涨跌分化。对欧美持续收紧货币政策和衰退的担忧加剧原油下跌；由于煤炭一季度产量高企且进口高位、叠加焦钢企业低库存策略，焦价短期内或维持弱势。

### 风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期

## 内容目录

一、热点思考：美国经济演绎的三个场景——2015、2019 和 2023 年的比较.....	6
(一) 美国经济周期的“坐标”：或已处在从放缓到衰退的“十字路口”.....	6
(二) 2023 与 2015 的比较：有没有可能是另一次“假衰”？.....	8
(三) 2023 与 2019 年的比较：有没有可能是一次“软着陆”？.....	11
二、海外基本面&重要事件.....	14
(一) 货币与财政：流动性冲击缓和，财政收入放缓.....	14
(二) 景气与领先：欧洲服务业 PMI 改善、制造业走弱，经济分化加大.....	17
(三) 生产与就业：美国新增职位数回落，初请失业增加.....	18
(四) 消费与出行：美国商品消费回落、欧美出行回升.....	20
(五) 通胀与能源：欧美通胀回落，能源价格上涨.....	22
(六) 地产：美国新屋开工回落.....	23
(七) 库存与供应：美国库存周期回落.....	23
(八) 贸易与海运：发达国家进口增速回落.....	25
三、大类资产高频跟踪（2023/04/15-2023/04/22）.....	27
(一) 权益市场追踪：全球资本市场涨跌分化.....	27
(二) 债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率全线上涨.....	28
(三) 外汇市场追踪：美元指数走强，人民币兑美元贬值、兑欧元和英镑均贬值.....	29
(四) 大宗商品市场追踪：原油和贵金属价格下跌，黑色、有色和农产品价格涨跌分化.....	30
风险提示.....	32

## 图表目录

图表 1：1958 年以来美联储 13 次加息周期的细节.....	6
图表 2：NBER 周期顶点的特征.....	7
图表 3：美国经济疫后复苏周期的顶点渐行渐近（相对于前期高点的回撤）.....	7
图表 4：美国经济疫后复苏周期的顶点渐行渐近（同比）.....	8
图表 5：谘商会对美国经济的预测（2023 年 4 月）.....	8
图表 6：NBER 周期 6 个底层指标的回撤.....	9
图表 7：NBER 周期 6 个底层指标的同比变动.....	9
图表 8：美国失业率.....	9
图表 9：美国劳动力供求.....	9
图表 10：2015 和 2023 年实际 GDP 路径的比较.....	10
图表 11：2015 和 2023 年产出缺口和产能利用率的比较.....	10
图表 12：货币政策的比较：联邦基金利率的.....	10
图表 13：货币政策的比较：实际利率.....	10
图表 14：美国银行信用周期.....	11
图表 15：银行信贷供求意愿.....	11
图表 16：银行信用与经济周期.....	11

图表 17:	期限利差倒挂与美国经济衰退	12
图表 18:	银行倒闭和救援数量	12
图表 19:	美国商业银行存款和 M2 增速进入负区间	12
图表 20:	小企业信心指数与失业率	13
图表 21:	小企业信心信贷可得性与失业率	13
图表 22:	房地产市场出清之前, 慎言美国经济“安全着陆”	13
图表 23:	外生冲击往往是劳动力市场转弱的条件	14
图表 24:	美国金融条件处于宽松区间	14
图表 25:	OFR 金融压力回落	14
图表 26:	美国企业债信用利差有所降低	15
图表 27:	美国 TED 利差本周继续收窄	15
图表 28:	美国 SOFR99% 升至 4.9%, SOFR 升至 4.8%	15
图表 29:	美国 SOFR 成交量缩小	15
图表 30:	美联储正回购协议及其他贷款使用量增长	15
图表 31:	美联储资产负债表规模下降	15
图表 32:	美国 FRA-01S 利差缩小	16
图表 33:	欧元、日元兑美国交叉货币基差回升	16
图表 34:	3 月美国财政赤字扩大	16
图表 35:	美国 TGA 账户余额回落	16
图表 36:	美国国债总额 1 月已突破债务上限	16
图表 37:	美国政府目前通过减少支出进行融资	16
图表 38:	美国联邦政府收入增速。年初个人所得税增速回落幅度较大	17
图表 39:	美国联邦政府支出增速。社会保障类支出增速较高, 信贷增速大幅回落	17
图表 40:	欧洲 ZEW 现状指数领先 GDP 增速	17
图表 41:	欧洲 ZEW 经济景气指数回落	17
图表 42:	美国费城联储制造业指数回落	18
图表 43:	美国 Markit PMI 回升	18
图表 44:	全球主要国家制造业 PMI, 3 月欧洲国家制造业 PMI 普遍回落	18
图表 45:	全球主要国家服务业 PMI, 欧洲服务业延续改善	18
图表 46:	上周纽约联储 WEI 指数 1%, 前值 1%	19
图表 47:	欧元区周度 GDP 跟踪 2.3%, 前值 1.1%	19
图表 48:	上周美国粗钢产量 169 万短吨, 前值 168 万	19
图表 49:	上周美国粗钢产能利用率 75%, 前值 74%	19
图表 50:	美国当周初请失业人数 25 万	19
图表 51:	持有失业保险人群的失业率 1.3%	19
图表 52:	美国新增职位发布数量回落	20
图表 53:	美国制造、餐饮、服务业活跃职位数均回落	20
图表 54:	美国红皮书零售增速 1.1%, 前值 1.5%	20
图表 55:	美国红皮书零售增速弱于季节性	20
图表 56:	美国旅行社休闲类购票量回落	20
图表 57:	美国旅行社购票量、销售量回落	20

图表 58: 欧洲航班飞行次数季节性回升 .....	21
图表 59: 美国主要城市机场乘客流量回落 .....	21
图表 60: 纽约地铁载客量延续回升 .....	21
图表 61: 美国 TSA 安检人数持平 2019 年 .....	21
图表 62: 美国零售增速同比全面回落 .....	21
图表 63: 美国零售增速环比多数回落 .....	22
图表 64: 全球主要国家 CPI 热力图, 美国、德国、法国、意大利 3 月 CPI 均回落 .....	22
图表 65: 本周原油价格上涨 .....	22
图表 66: 上周美国汽油价格上涨 .....	22
图表 67: 本周天然气价格上涨 .....	23
图表 68: 本周 10 年盈亏平衡通胀率回落 .....	23
图表 69: 美国 MBA 综合指数回落 .....	23
图表 70: 上周 REALTOR 房屋挂牌价增速回落 .....	23
图表 71: 本周美 30 年贷款利率降至 6.4%, 十债 3.5% .....	23
图表 72: 美国抵押贷款购买指数领先住房销售 .....	23
图表 73: 美国库存周期回落 .....	24
图表 74: 美国销售库存比回落, 工业产值回落 .....	24
图表 75: 上周美国原油库存减少 458 万桶 .....	24
图表 76: 上周美国战略原油储备减少 161 万桶 .....	24
图表 77: 美国原油库存低于 2021 年同期 .....	24
图表 78: 美国天然气库存处于同期较高位置 .....	24
图表 79: 美国零售业库存分位数。汽车库存增速较高, 食品饮料库存分位较高 .....	25
图表 80: 美国制造业库存分位数。服装、皮革库存增速较高, 分位数较高 .....	25
图表 81: 本周 BDI 指数小幅回落 .....	26
图表 82: 本周 CCFI 海运价格延续回落 .....	26
图表 83: 美国港口等待泊位集装箱船只数量上升 .....	26
图表 84: 原油运输、成品油运输指数回落 .....	26
图表 85: 全球主要国家进口同比增速, 发达国家进口增速回落 .....	26
图表 86: 全球主要国家出口同比增速, 新兴市场出口增速涨跌不一 .....	27
图表 87: 当周, 发达国家股指涨跌分化 .....	27
图表 88: 当周, 新兴市场股指全线下跌 .....	27
图表 89: 当周, 美股行业涨跌分化 .....	28
图表 90: 当周, 欧元区行业多数上涨 .....	28
图表 91: 当周, 恒生指数全线下跌 .....	28
图表 92: 当周, 恒生行业全线下跌 .....	28
图表 93: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率全线上涨 .....	28
图表 94: 当周, 美德英 10Y 收益率均上行 .....	28
图表 95: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌不一 .....	29
图表 96: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率分别下行、上行 .....	29
图表 97: 当周, 美元指数上涨, 仅英镑兑美元升值 .....	29
图表 98: 当周, 英镑、欧元兑美元分别升值、贬值 .....	29

图表 99: 当周, 主要新兴市场兑美元全线下跌.....	29
图表 100: 土耳其里拉、雷亚尔和韩元兑美元贬值.....	29
图表 101: 当周, 美元、英镑和欧元兑人民币升值.....	30
图表 102: 当周, 人民币兑美元贬值.....	30
图表 103: 当周, 商品价格走势多数下跌.....	30
图表 104: WTI 原油、布伦特原油价格下跌.....	31
图表 105: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格下跌.....	31
图表 106: 当周, 铝价上涨, 铜价下跌.....	31
图表 107: 当周, 通胀预期降温.....	31
图表 108: 当周, 黄金、白银价格均下跌.....	31
图表 109: 当周, 10Y 美债实际收益率上行.....	31

海外经济自 2022 年初全面重启以来，经济的韧性远超预期。弱预期与强现实之间的对比与国内经济形成了鲜明的对比。硅谷银行和瑞信事件后，美欧经济向何处去，能否逃逸衰退，衰退何时到来，抑或是否具备不衰退的条件？

## 一、热点思考：美国经济演绎的三个场景——2015、2019 和 2023 年的比较

### （一）美国经济周期的“坐标”：或已处在从放缓到衰退的“十字路口”

在《证伪“不衰退”：美国经济，这次不一样？》一文中，我们提示，在上世纪 50 年代末以来的 12 次美联储加息周期中，美国经济虽然有 3 次“软着陆”（soft landing）的经验，但不宜简单地认为任意一次加息周期后经济软着陆的概率都是 25%，而应该区别对待每一次加息周期。2022 年 3 月以来的新一轮加息周期（第 13 次）在诸多方面与 3 次“软着陆”的经验不可比。这一次，美国经济或不具备“软着陆”的条件。

图表 1：1958 年以来美联储 13 次加息周期的细节

序号	加息周期	周期长度 (月)	起息利率 (%)	终息利率 (%)	加息幅度 (bps)	维持高位的时间 (月)	衰退的起点	衰退的终点	加息起点到衰退 (月)	降息起点到衰退 (月)	衰退周期长度 (月)	实际 GDP 降幅 (%)	GDP 负增长 (季)
1	1958.09-1960.08	24	3.50	5.00	150	12	1960.05 (Q3)	1961.02 (Q1)	24	3	10	-1.34	2/3
2	1965.12-1967.01	14	4.50	6.00	150	5	-	-	-	-	-	-	软着陆
3	1967.11-1970.03	29	5.50	8.50	300	9	1970.01 (Q1)	1970.11 (Q4)	29	2	11	-0.66	3/5
4	1972.04-1974.10	31	4.75	12.00	725	3	1973.12 (74Q1)	1975.03 (Q1)	22	10	16	-3.14	4/5
5	1977.05-1980.04	36	6.25	20.00	1375	3	1980.02 (Q2)	1980.07 (Q3)	34	2	6	-2.18	2/2
6	1980.08-1981.09	14	11.00	21.50	1050	4	1981.08 (Q4)	1982.11 (Q4)	12	2	16	-2.63	3/5
7	1983.08-1984.09	14	10.50	13.00	250	3	-	-	-	-	-	-	软着陆
8	1988.05-1989.06	14	8.50	11.50	300	4	1990.08 (Q4)	1991.03 (Q1)	19	-14	8	-1.37	2/2
9	1994.03-1995.07	17	6.00	9.00	300	5	-	-	-	-	-	-	软着陆
10	1999.07-2000.12	17	7.75	9.50	175	8	2001.04 (Q2)	2001.11 (Q4)	27	-3	8	-0.33	2/3
11	2004.07-2007.09	39	4.00	8.25	425	15	2008.01 (Q1)	2009.06 (Q2)	43	-4	18	-4.00	5/6
12	2015.12-2019.07	44	3.25	5.50	225	7	2020.03 (Q1)	2020.04 (Q2)	51	-8	2	-9.56	2/2
13	2022.03-	20	3.25	8.50	525	?							
	均值 (前12次)	24.4	6.3	10.8	452.1	6.5			29.0	-1	11	-1.96	68.8%
	中位数 (前12次)	20.5	5.8	9.3	300.0	5.0			27.0	2.0	10	-1.78	
	软着陆	15.0	7.0	9.3	233.3								
	浅衰退	21.0	6.3	8.6	231.3				24.8	-3.0			
	深衰退	30.0	6.5	15.4	893.8				27.8	2.5			

来源：美联储、国金证券研究所

说明：1. 关于加息周期的统计，参照“优惠贷款利率”（prime loan rate）；2. 序号填充色为“绿色”表示“软着陆”；“灰色”为浅衰退，“蓝色”为深衰退。3. 第 13 次加息周期的统计，假设：5 月加息 25bp，2023 年 12 月降息。

美国经济周期当前处于哪个阶段？在《美国经济能否逃逸“衰退”》中，我们归纳了 NBER 周期顶点（Peak）特征：第一，6 个底层指标至少有 3 个出现高点，并且持续下行一段时间（一般不少于 6 个月）；第二，批发与零售实际销售额和工业生产指数对周期拐点较为敏感，且具有一定的领先性，平均领先分别为 2 个月和 1 个月；第三，工业生产指数的平均偏离度最小（1.8 个月），是最佳同步指标。

图表2: NBER 周期顶点的特征

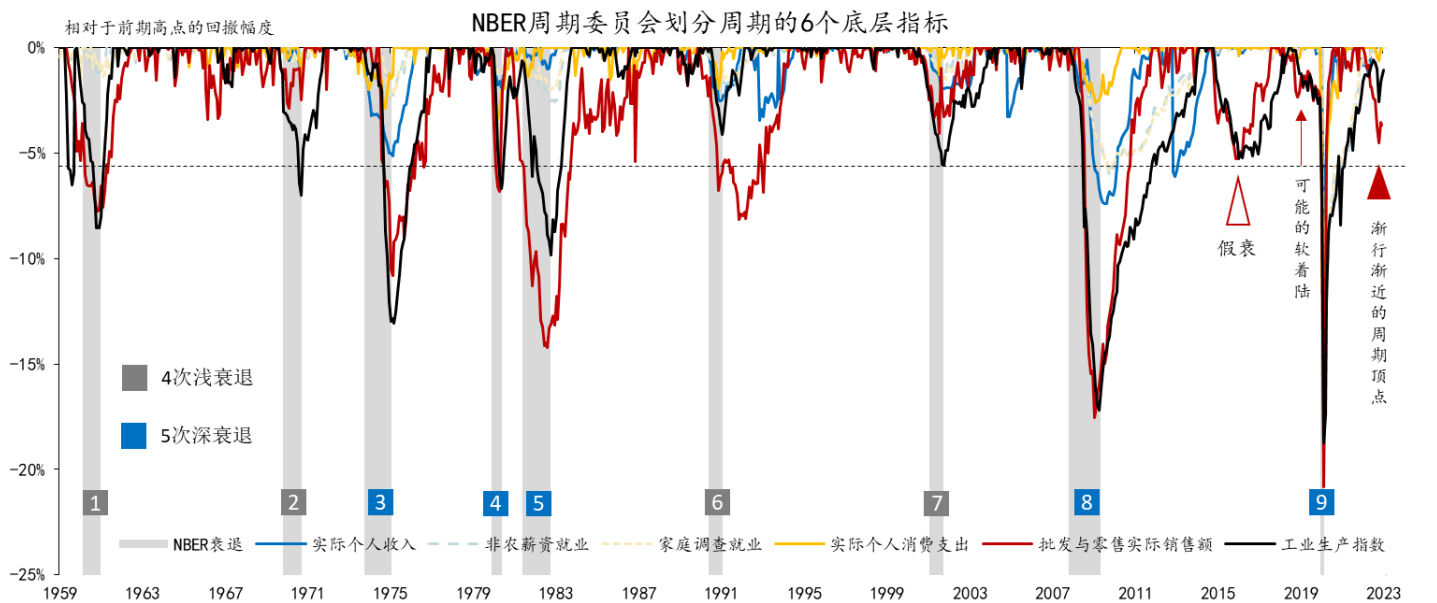
周期顶点	2020年	2008-09年	2001年	1990-91年	1981-82年	1980年	1973-75年	1970年	1960-61年	平均值	领先的频次	同步的频次	滞后的频次	平均偏离度
实际个人收入	0	0	0	0	10	-1	0	#N/A	6	2	1	5	2	2.1
非农薪资就业	0	-1	-2	-4	-2	-1	9	4	1	0	5	1	3	2.5
家庭调查就业	0	-1	0	-4	0	-1	8	5	5	1	4	3	2	2.4
实际个人消费支出	0	5	5	1	1	0	-4	#N/A	0	1	1	3	4	2.0
批发与零售实际销售额	0	6	-6	-6	-6	0	9	-2	-10	-2	5	2	2	5.4
工业生产指数	0	-1	-6	2	0	1	0	-2	-3	-1	4	3	2	1.8
6指标均值	0	-1	-3	-1	1	0	0	-2	0	-1	4	4	1	0.8
分项拐点数量	6/6	4/6	5/6	4/6	4/6	5/6	3/6	3/4	3/6	2/6				
周期低谷	2020年	2008-09年	2001年	1990-91年	1981-82年	1980年	1973-75年	1970年	1960-61年	平均值	领先的频次	同步的频次	同步的频次	平均偏离度
实际个人收入	0	4	0	-1	-1	0	1	#N/A	-2	0	3	3	2	1.1
非农薪资就业	0	6	2	5	3	0	1	-5	-2	1	2	2	5	2.4
家庭调查就业	0	6	2	2	-4	0	-1	-5	2	0	6	2	1	1.1
实际个人消费支出	0	-2	-2	-2	-12	-2	-3	#N/A	-2	-3	7	1	0	3.1
批发与零售实际销售额	0	-3	-2	-2	-1	-1	1	-7	-1	-2	7	1	1	2.3
工业生产指数	0	0	1	0	1	0	2	0	0	0	0	6	3	0.5
6指标均值	0	0	2	-2	-1	-1	0	0	-2	0	4	4	1	1.0
分项拐点数量	6/6	3/6	3/6	5/6	4/6	6/6	2/6	4/4	6/6	3/6				

来源: Wind、国金证券研究所

说明: 1. 以 NBER 周期的拐点(顶点和低谷)所在的月份为参照, 小于零表示该指标的拐点领先于周期拐点, 大于零表示滞后, 等于零表示同步。数值表示月数。最大领先月数设定为 12 个月(不包含顶点); 2. “平均偏离度”为 9 次(或 8 次)偏离取绝对值后的平均值;

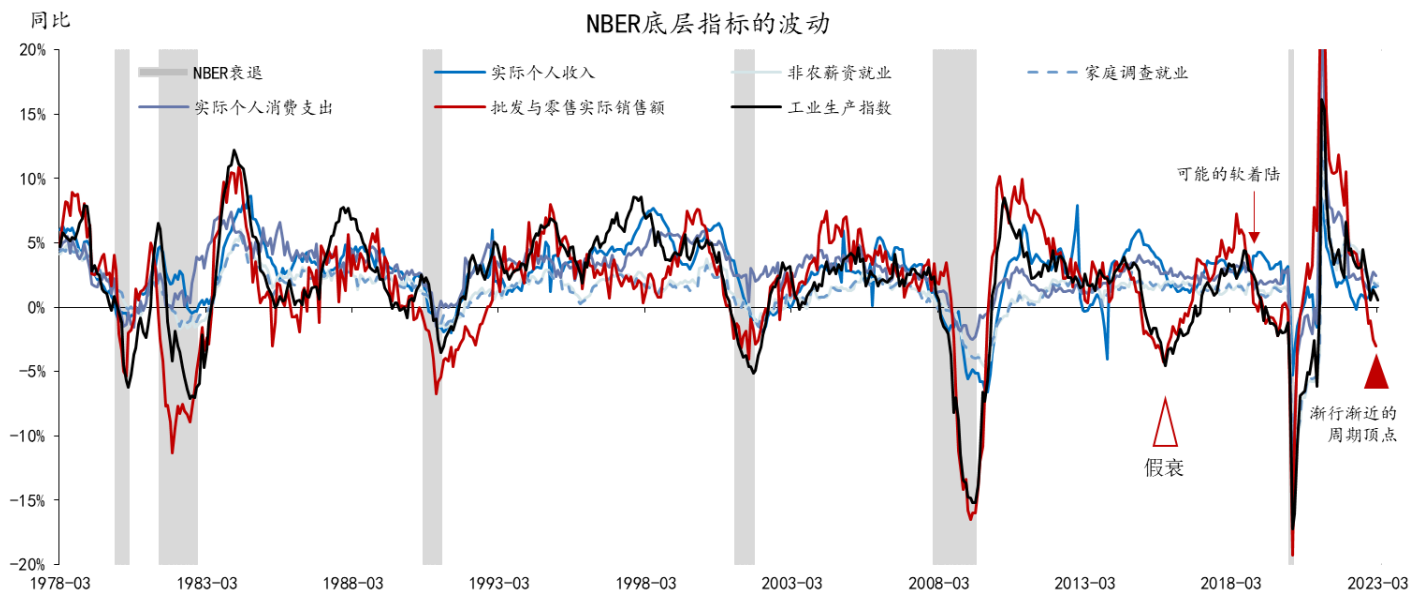
基于 NBER 的周期分析框架, 美国经济已处在从放缓到衰退的“十字路口”, 疫后复苏周期的顶点渐行渐近。截止到 2023 年 2 月, 6 个指标中已有 4 个指标出现了回撤: 非农薪资就业(-0.1%, 高点为 2023 年 1 月)、实际个人消费支出(-0.1%, 高点为 2023 年 1 月)、批发与零售实际销售额(-3.7%, 高点为 2022 年 4 月)和工业生产指数(-1.4%, 高点为 2022 年 9 月)。但是, 3 月非农薪资就业又创了新高, 工业生产指数的回撤幅度有所收敛(-1.0%)。故可以说, 美国经济已处在从放缓到衰退的“十字路口”。

图表3: 美国经济疫后复苏周期的顶点渐行渐近(相对于前期高点的回撤)



来源: Wind、国金证券研究所

图表4: 美国经济疫后复苏周期的顶点渐行渐近 (同比)



来源: Wind、国金证券研究所

值得强调的是, 周期的顶点都是事后确定的。2023Q1 能否成为衰退周期的顶点, 关键在于各指标在未来一段时间内的走势及其持续性。根据亚特兰大联储 GDPNow 预测, 1 季度美国 GDP 环比增速 (折年率) 或高达 2.5%, 较 2022 年 4 季度 (2.7%) 略有放缓, 但仍高于长期潜在增速水平 (1.8%<sup>①</sup>)。分季度而言, 根据 Conference Board 的最新预测, 由于 1 季度的高基数, 美国实际 GDP 环比增速在今年 2 季度或陷入负增长, 下半年仍位于负增长区间。如此一来, 2023 年 Q2-Q4 或被 NBER 定义为“衰退”。从分项看, 实际消费支出、住宅和非住宅投资和存货投资是主要拖累项。

图表5: 谘商会对美国经济的预测 (2023 年 4 月)

	2022				2023				2024				2020*	2021*	2022*	2023	2024
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4					
实际GDP (环比)	-1.6	-0.6	3.2	2.6	2.0	-1.8	-1.8	-0.6	1.4	2.7	2.2	2.3	-2.8	5.9	2.1	0.7	0.8
实际GDP (同比)	3.7	1.8	1.9	0.9	1.8	1.5	0.2	-0.6	-0.7	0.4	1.4	2.2	-2.8	5.9	2.1	0.7	0.8
实际可支配收入	-10.6	-2.3	3.2	5.0	7.5	0.5	0.3	0.6	1.0	1.7	1.8	1.9	6.2	1.9	-6.1	3.2	1.0
实际消费支出	1.3	2.0	2.3	1.0	3.7	-1.6	-1.6	-0.8	0.9	2.4	2.0	1.8	-3.0	8.3	2.7	0.9	0.6
住宅投资	-3.1	-17.8	-27.1	-25.1	-10.0	-10.0	-10.0	-5.0	1.0	2.0	3.0	4.0	7.2	10.7	-10.6	-15.7	-1.7
非住宅投资	7.9	0.1	6.2	4.0	1.6	-0.8	-2.0	-1.5	2.3	4.1	4.5	5.0	-4.9	6.4	3.9	1.4	1.6
存货变动(2012年10亿元)	215.0	110.0	39.0	137.0	65.0	0.0	-20.0	-10.0	0.0	5.0	0.0	0.0	-55.0	-19.0	125.0	9.0	1.3
政府总支出	-2.3	-1.6	3.7	3.8	3.0	3.2	2.3	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.6	0.6	-0.6	2.9	2.5
出口	-4.6	13.8	14.6	-3.7	4.5	2.0	0.0	1.0	1.5	2.0	2.0	2.0	-13.2	6.1	7.1	3.4	1.4
进口	18.4	2.3	-7.3	-5.5	1.0	-1.5	0.4	2.5	2.0	2.0	2.5	2.5	-9.0	14.1	8.1	-1.7	1.8
失业率(%)	3.8	3.6	3.6	3.6	3.5	3.6	3.7	4.2	4.5	4.5	4.4	4.3	8.1	5.4	3.6	3.8	4.4
劳动力参与率(%)	62.3	62.2	62.2	62.2	62.5	62.6	62.5	62.4	62.3	62.3	62.3	62.4	61.7	61.7	62.2	62.5	62.3
PCE通胀(年率百分比)	6.4	6.6	6.3	5.7	4.9	3.9	3.4	3.0	2.5	2.3	2.1	2.0	1.1	4.0	6.3	3.8	2.2
核心PCE通胀(年率百分比)	5.3	5.0	4.9	4.8	4.6	4.2	3.7	3.1	2.5	2.3	2.1	2.0	1.3	3.5	5.0	3.9	2.2
联邦基金利率	0.4	1.6	3.1	4.4	4.9	5.4	5.4	5.4	5.4	4.6	4.1	3.9	0.1	0.1	4.4	5.4	3.9

来源: Conference Board、国金证券研究所

(二) 2023 与 2015 的比较: 有没有可能是另一次“假衰”?

2015-2016 年, 美国经济经历了一次“假衰”(fake landing), 2023 年是否会重演? 2015-2016 年, 在 NBER 周期委员会跟踪的 6 个指标中, 工业生产指数和批发与零售实际销售额均显著回撤 (5%), 同比跌入负增长区间, 但其它 4 个指标却在持续创新高。这是美国在“内循环”强劲, 但“外循环”疲弱时的常见特征——欧洲经济仍困扰在欧债危机的“阴霾”之中; 中国经济在 2015 年夏季股票市场崩盘和 2015 年“811 汇

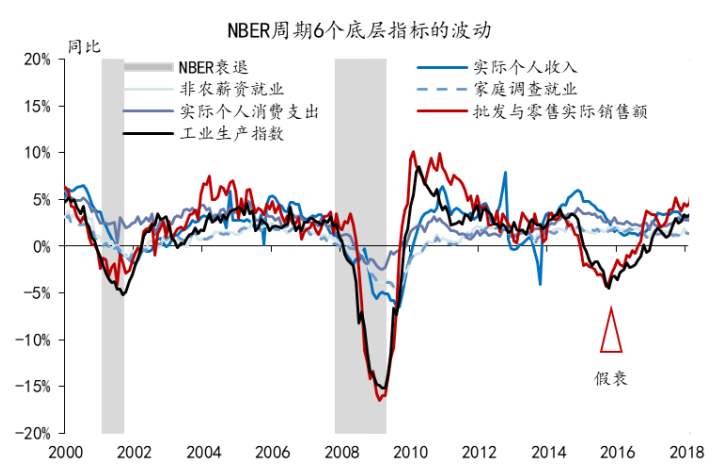
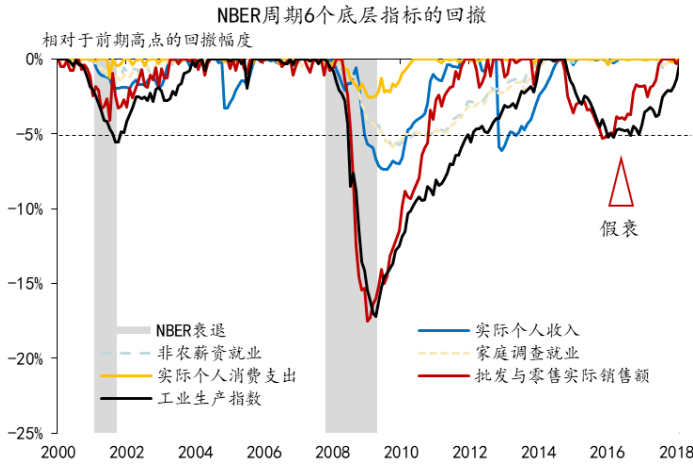
① 美联储经济预测摘要中的长期增速预期。



改”之后面临较大压力；其它新兴市场经济体在美联储加息和美元升值中面临较大的资本外流压力，国内被迫紧缩货币。美国工业生产和批发与零售受全球贸易的影响较为显著，故出现明显回调。

图表6: NBER周期6个底层指标的回撤

图表7: NBER周期6个底层指标的同比变动

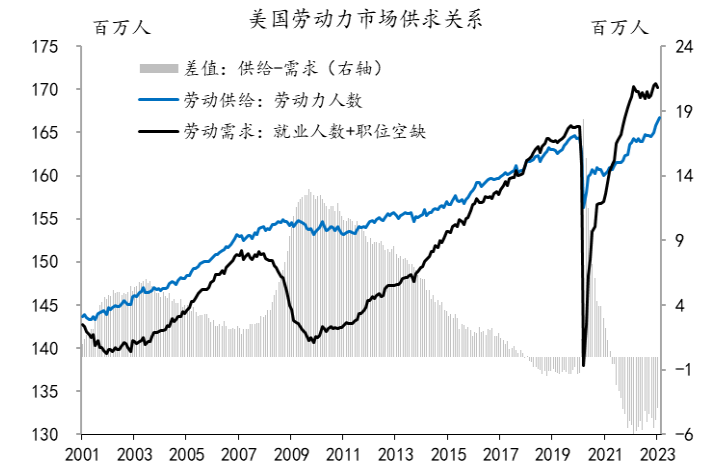
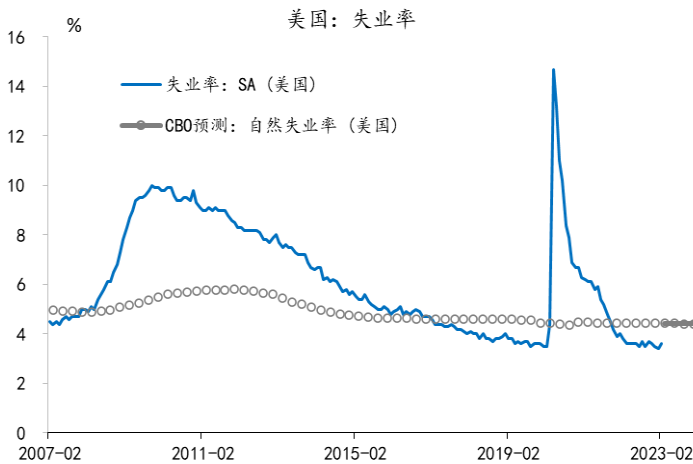


来源: bloomberg、国金证券研究所

这次或许不一样。第一，经济周期阶段不同：2015-2016年为复苏中期，2023年已处在复苏尾声。截至2014年12月，美国失业率已降至5.6%，相比2009年10月的10%高位明显下降，但仍高于自然失业率水平，失业缺口仍为负，劳动供给大于需求（过剩劳动力约350万人）。然而，当前美国失业率位于历史低位，失业缺口为正，劳动缺口超过400万（峰值时约600万）。再结合产出缺口和产能利用率进行交叉验证可知，2015年处于复苏期（或复苏早期），2023年已处于扩张期（或复苏晚期）。按照周期律，复苏尾声与衰退的距离更近，因为经济中“剩余产能”已所剩无几，应对外生冲击的空间更小。

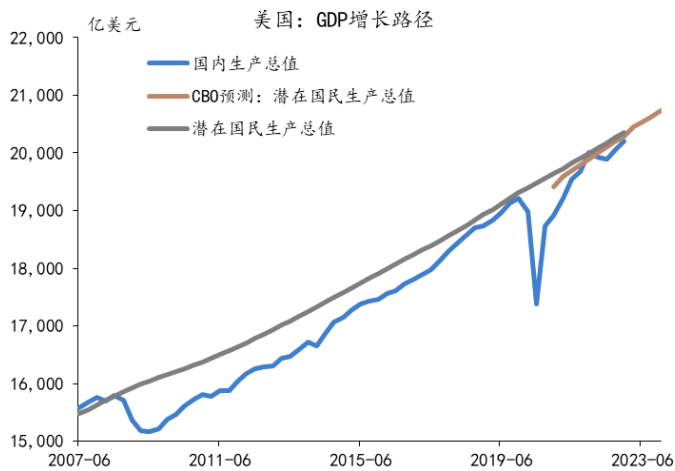
图表8: 美国失业率

图表9: 美国劳动力供求



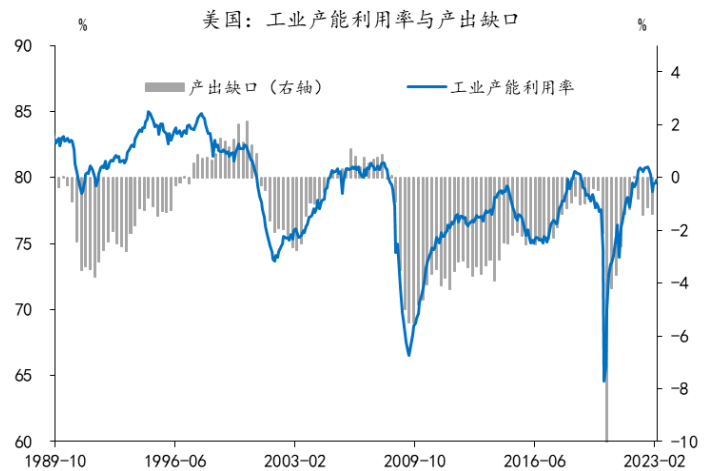
来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 2015和2023年实际GDP路径的比较



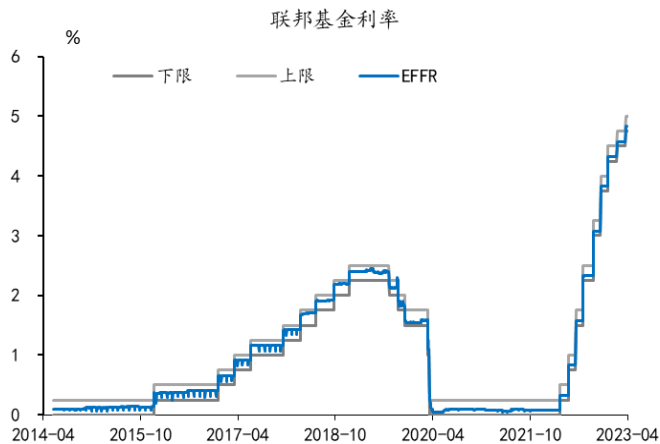
来源: Wind、国金证券研究所

图表11: 2015和2023年产出缺口和产能利用率的比较



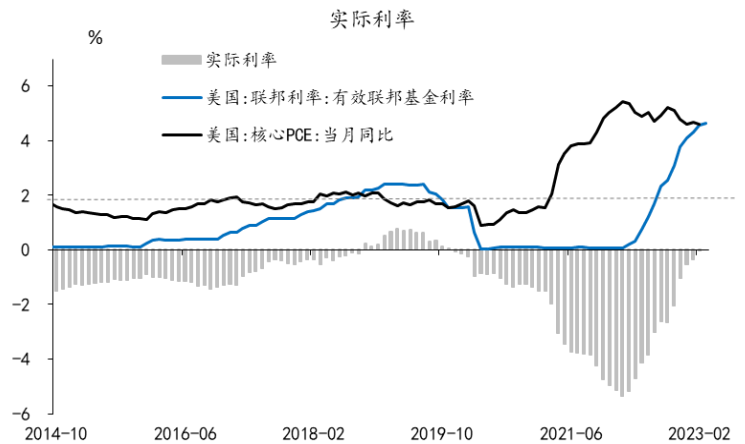
第二, 美联储货币紧缩周期的阶段不同: 2015-2016年为紧缩初期, 2023年为紧缩尾声。2013年12月-2014年10月, 美联储完成缩减资产购买计划(Taper), 不再继续扩表, 酝酿首次加息。2015年12月首次加息, 表明货币政策进入紧缩周期。但在国际经济不确定性增加时, 美联储放缓了加息的节奏, 直到经济企稳, 2016年12月才第二次加息, 并在2017年-2018年加快加息节奏(分别为3次和4次)。从实际利率的角度看, 2015-2016年仍处在实际负利率时期, 货币政策立场是偏宽松的。反之, 2023年货币政策已进入紧缩尾声, 名义EFFR远高于2015-2016年, 实际利率已接近转正, 后续还将上行。

图表12: 货币政策的比较: 联邦基金利率的



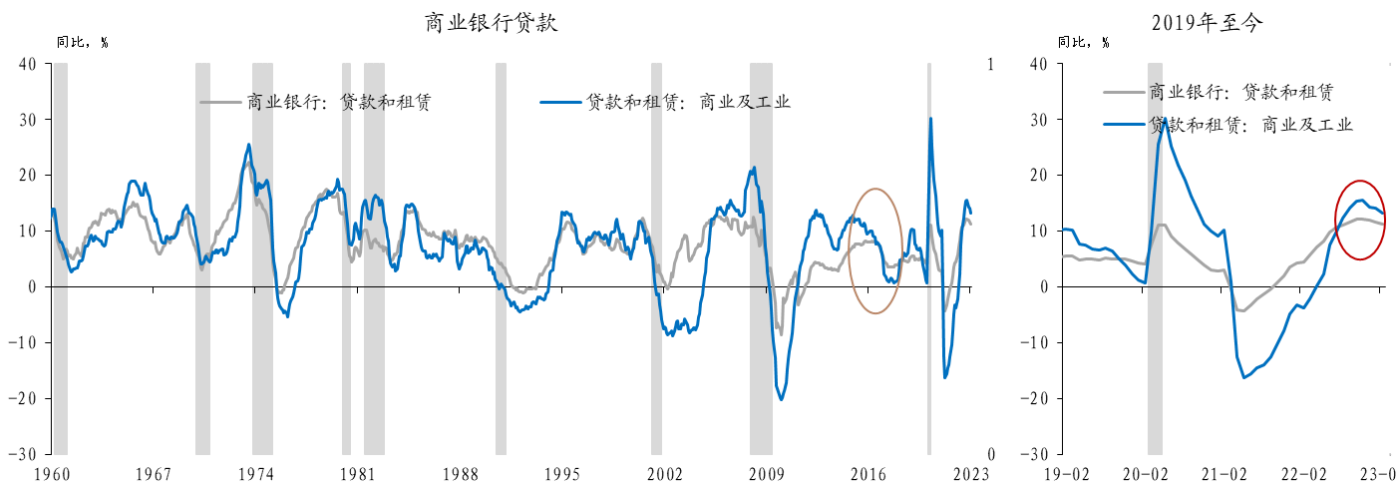
来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 货币政策的比较: 实际利率



第三, 信用周期所处的阶段不同: 2015-2016年银行信贷供给小幅收缩, 2023年则显著收缩, 且仍将进一步紧缩。受全球经济不确定性和经济增速放缓的影响, 2015-2016年美国商业银行也收紧了贷款标准(企业贷款需求也有所收缩), 但收紧信贷标准的银行数量非常有限, 持续时间也比较短, 总信贷同比增速只是略有下降(未落入负增长区间)。2023年处于银行信用周期下行的早期, 大量银行正在收紧信贷标准, 企业贷款需求显著下行。历史经验显示, 银行大幅收紧信用时, 美国经济往往难以逃逸衰退——银行紧信用的行为往往是经济衰退风险上升的反映, 又进一步抬升了经济下行的风险。

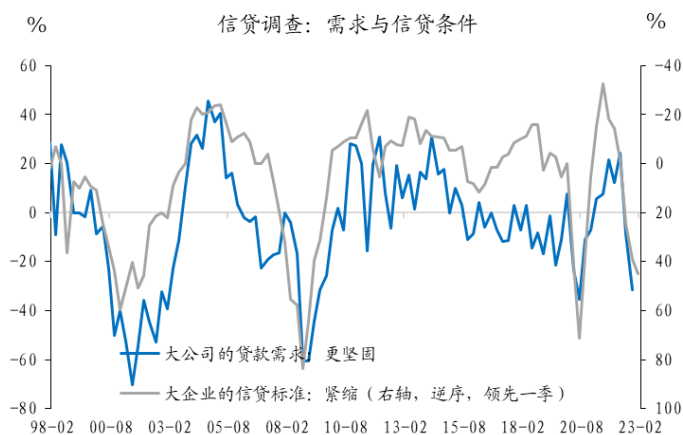
图表14: 美国银行信用周期



来源: Fed、Wind、国金证券研究所

第四, 从期限利差及其隐含的经济衰退的概率(未来 12 个月)看, 2015-2016 年期限利差始终为正, 隐含的经济衰退的概率最高时为 10% (2017 年 7 月)。这次不一样。10 年-2 年和 10 年-1 年利差早在 2022 年 7 月已经出现倒挂, 最高时均达到了 120bp, 为近 40 年来之最。10 年-3 年利差在 2022 年 11 月出现倒挂, 隐含的经济衰退的概率已经上升至 58% (2024 年 3 月)。

图表15: 银行信贷供求意愿



来源: Fed、Wind、国金证券研究所

图表16: 银行信用与经济周期



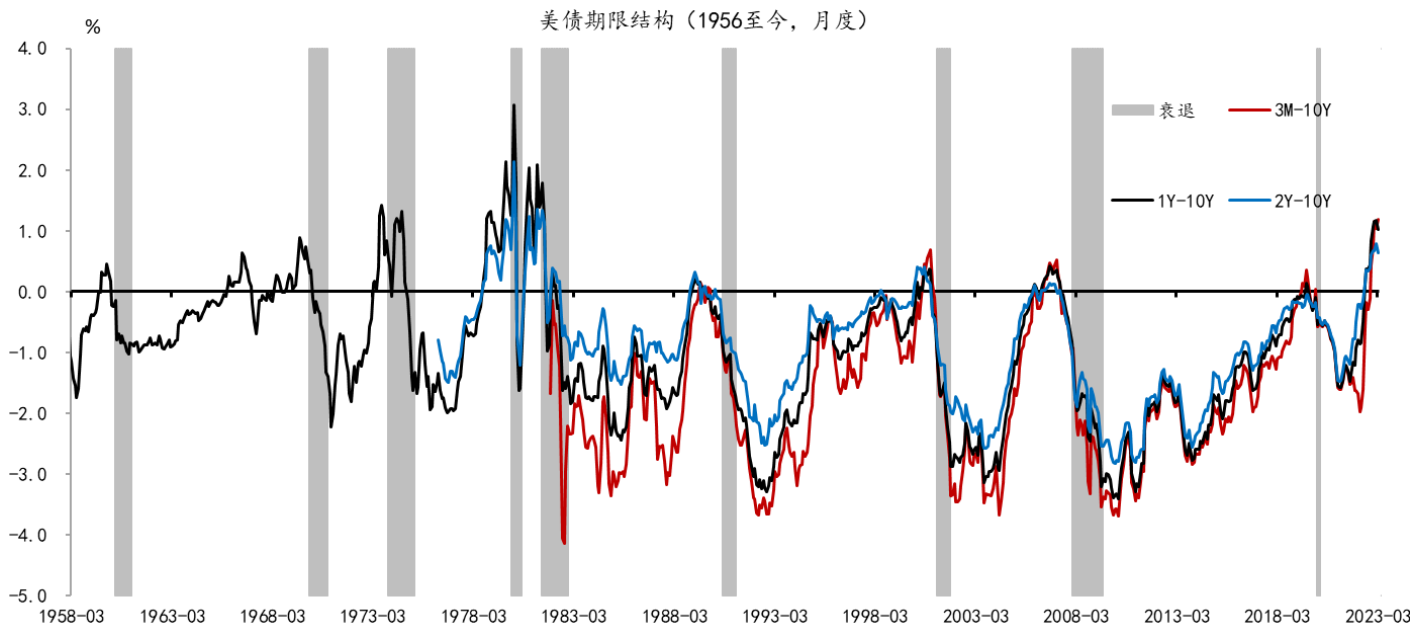
综上所述, 由于经济周期、货币紧缩周期、银行信用周期的位置 and 期限利差隐含的经济衰退的概率的显著不同, 2023 年或不同于 2015 年, 虽然工业生产指数和批发与零售实际销售额的下降都伴随着其它 4 个指标的韧性, 但这次美国经济或不是一次“假衰”。

### (三) 2023 与 2019 年的比较: 有没有可能是一次“软着陆”?

从经济、金融条件而言, 如果说 2023 和 2015 年相比是“天壤之别”, 那么 2023 年与 2019 年相比则属于“伯仲之间”: (1) 产出缺口或失业缺口都为正, 即经济周期都处于复苏尾声(或过热阶段), 只是 2023 年的缺口更大; (2) 货币政策都处于紧缩尾声, 只是 2023 年紧缩程度更高; (3) 银行信用边际收紧, 只是 2023 年紧缩程度更高; (4) 期限利差均出现倒挂, 只是 2023 年倒挂程度更显著。

如果没有出现新冠疫情, 2015-2019 年美联储紧缩周期之后, 美国经济实现“软着陆”的概率应该不低。那么, 如果不发生新的外生冲击(经济、金融系统以外), 这次美国经济能否实现“软着陆”? 由于两个时期在这 4 个方面都存在明显的差距, 这一次美国经济软着陆的概率明显更低。

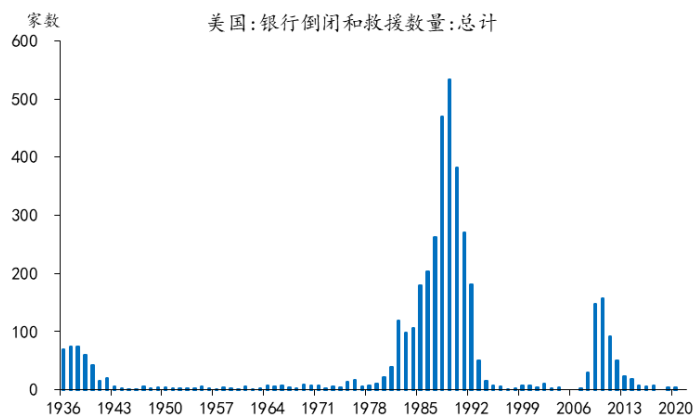
图表17: 期限利差倒挂与美国经济衰退



来源: Wind、国金证券研究所

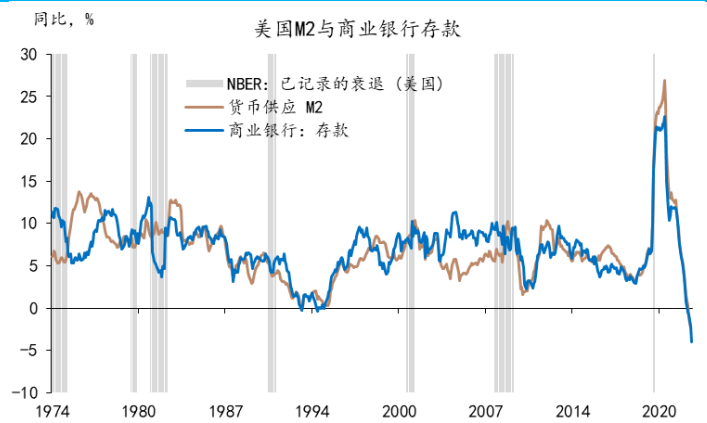
就货币政策而言，在 2018 年 12 月美联储最后一次加息时，国债期限利差尚未倒挂，而 2023 年，即使期限利差已经全面且大幅度地倒挂，美联储却尚未停止加息。更加重要的区别是，2019 年美国通胀压力较小（核心 CPI 通胀位于 2.5% 以下），故美联储可以在 2019 年 7 月果断地降息，以对冲特朗普政府发起的“贸易战”所引发的经济下行风险。而这一次，在 3 月的例会上，美联储虽然承认美国经济在 2023 年底或面临“温和衰退”（mild recession）风险，却依旧认为 2023 年不降息才是基准情景。

图表18: 银行倒闭和救援数量



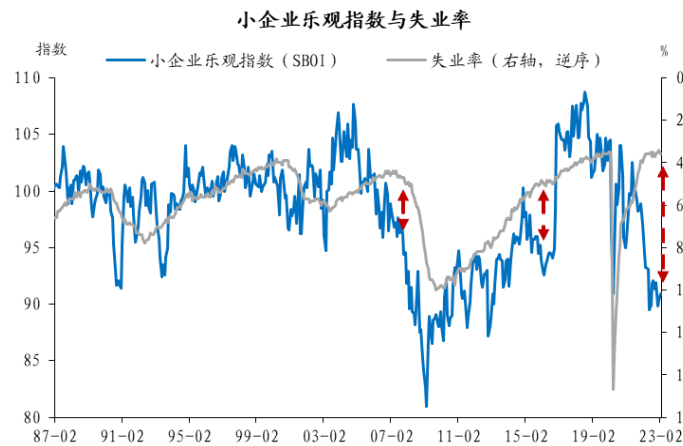
来源: Wind、国金证券研究所

图表19: 美国商业银行存款和 M2 增速进入负区间

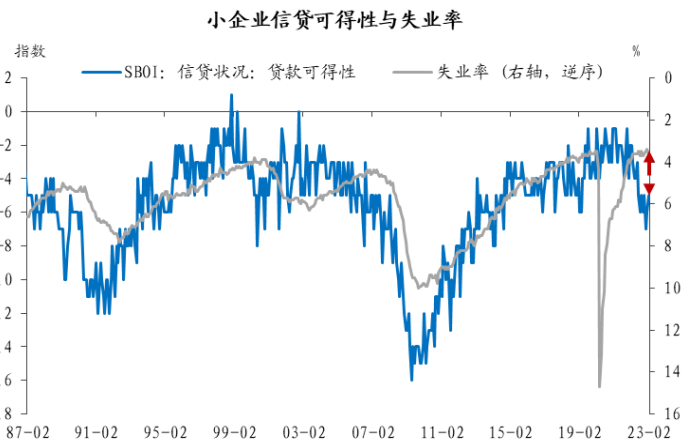


所有的可能性都建立在特定的条件之上。假定银行不再收紧信用；假定在美国经济去库存阶段（至 2023 年底）和美联储降息之前，美国（及欧洲）金融市场不发生较大的金融风险；假定中小企业信心指数、信贷可得性等“软指标”企稳回升；假定房地产市场持续反弹……美国经济软着陆的概率依然不低。然而，这些“假定”均不符合当下的事实。

图表20: 小企业信心指数与失业率

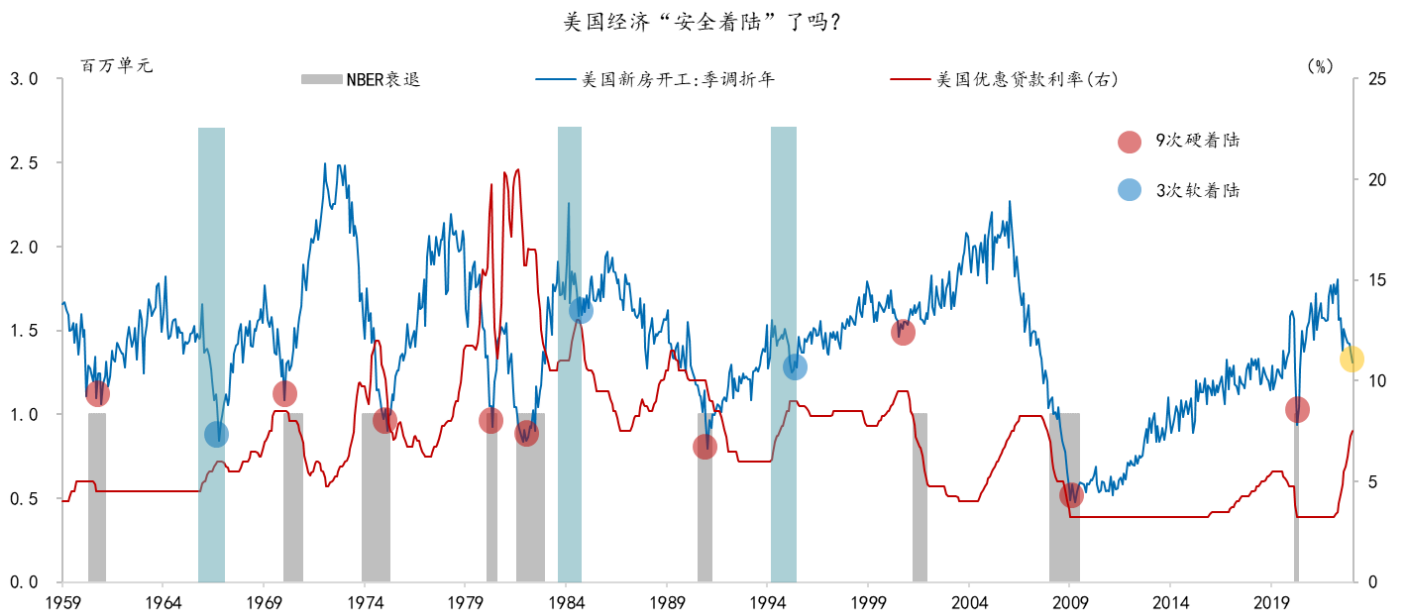


图表21: 小企业信心信贷可得性与失业率



来源: Wind、国金证券研究所

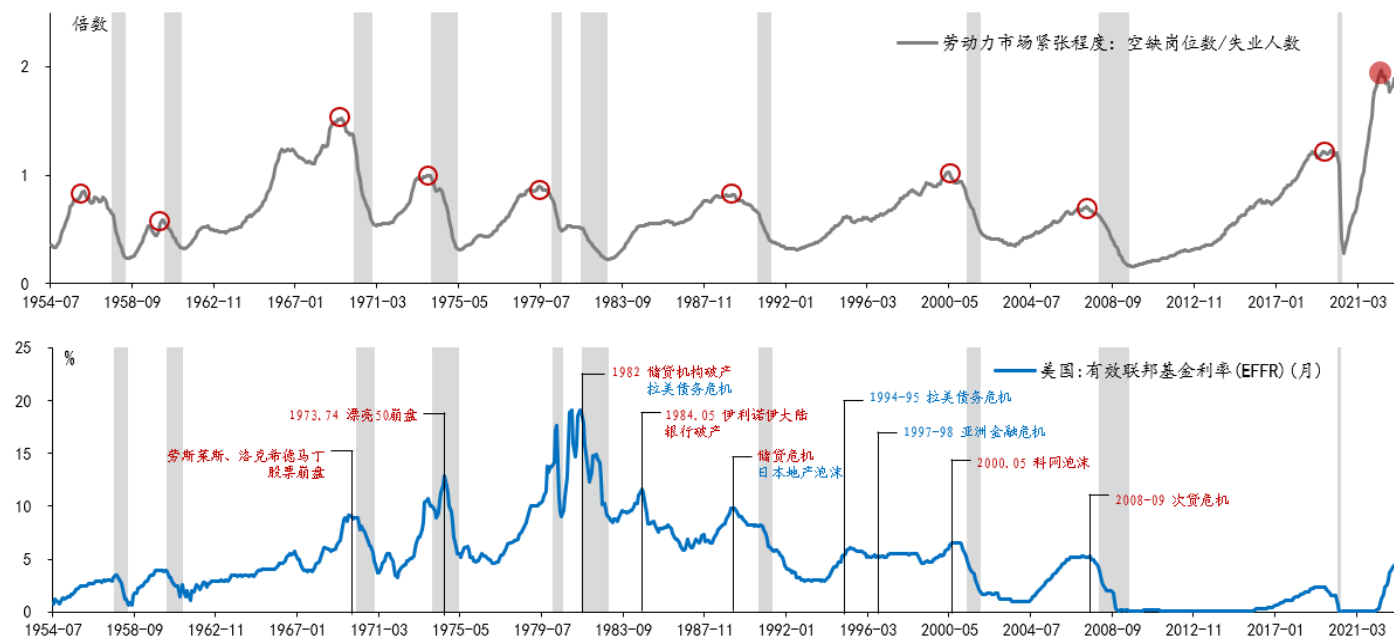
图表22: 房地产市场出清之前, 慎言美国经济“安全着陆”



来源: Wind、国金证券研究所

所以, 2023年或不同于2015年和2019年, 既不是“假衰”的重演, 也较难实现“软着陆”。当前, 美国经济正处在从放缓到衰退的“十字路口”, 劳动力市场的韧性是“最后的堡垒”。在《美国劳动力市场“转弱”的条件和信号》一文中, 我们已经提示, 美国劳动力市场转弱的信号越来越多, 金融市场的外生冲击或是“临门一脚”。SVB事件后, 衰退叙事的“最后一块拼图”似乎已经补齐。这一次, 美国经济或难以逃逸衰退!

图表23: 外生冲击往往是劳动力市场转弱的条件



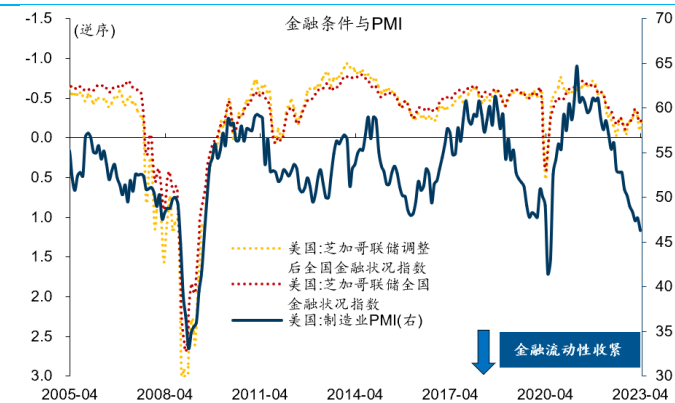
来源: Wind、国金证券研究所

## 二、海外基本面&重要事件

### (一) 货币与财政: 流动性冲击缓和, 财政收入放缓

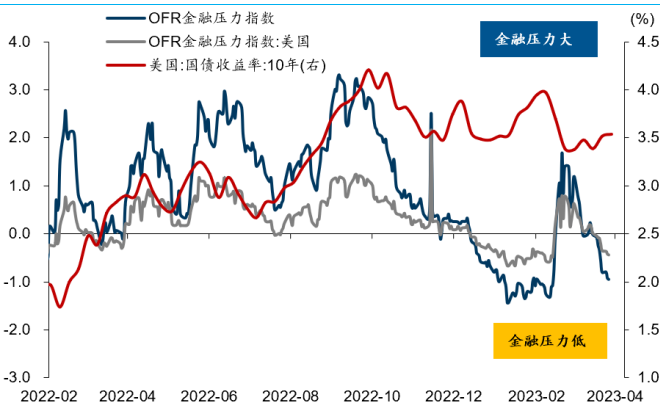
美国银行业流动性的冲击缓和, 财政收入放缓。4月美国金融条件仍处于宽松区间; 在岸美元流动性缓和, 美联储工具使用量变动较低, OFR金融压力回落, SOFR99%-SOFR价差未明显扩大; 离岸市场流动性紧张情况同样缓和, FRA-OIS利差缩小、欧元、日元货币互换基差回升。美国4月税收缴款不及预期, TGA账户上涨幅度较低, 可能引起债务上限到期日提前至6月。

图表24: 美国金融条件处于宽松区间

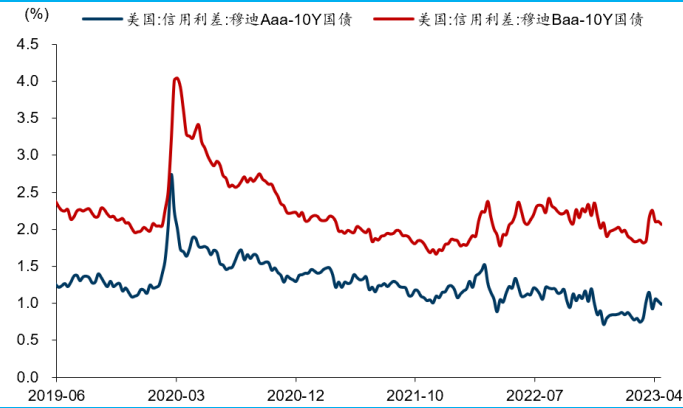


来源: wind、国金证券研究所

图表25: OFR金融压力回落



图表26: 美国企业债信用利差有所降低



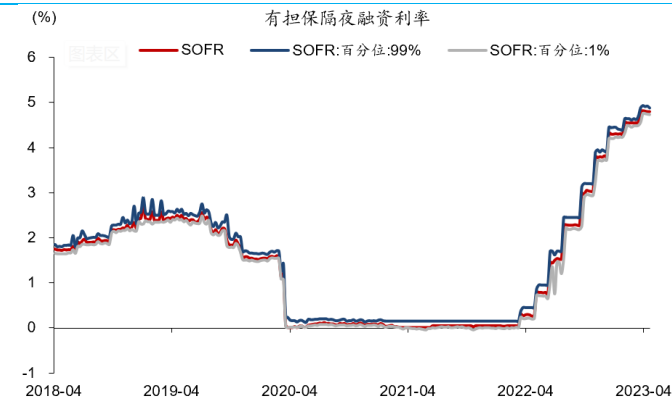
来源: Wind、国金证券研究所

图表27: 美国 TED 利差本周继续收窄



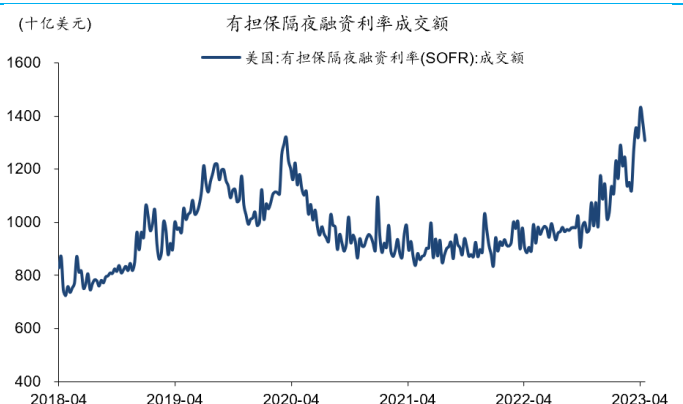
来源: Wind、国金证券研究所

图表28: 美国 SOFR99%升至 4.9%, SOFR 升至 4.8%



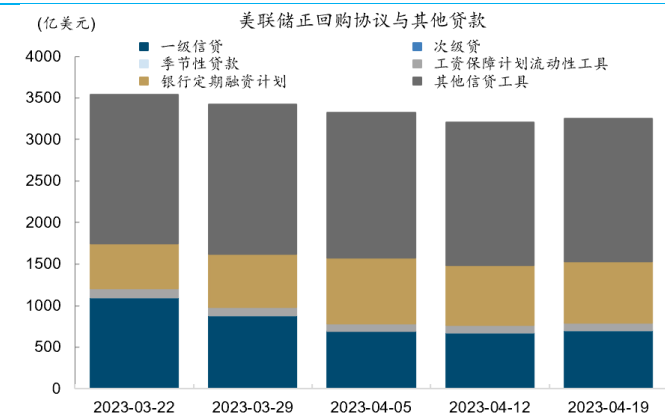
来源: WIND、国金证券研究所

图表29: 美国 SOFR 成交量缩小



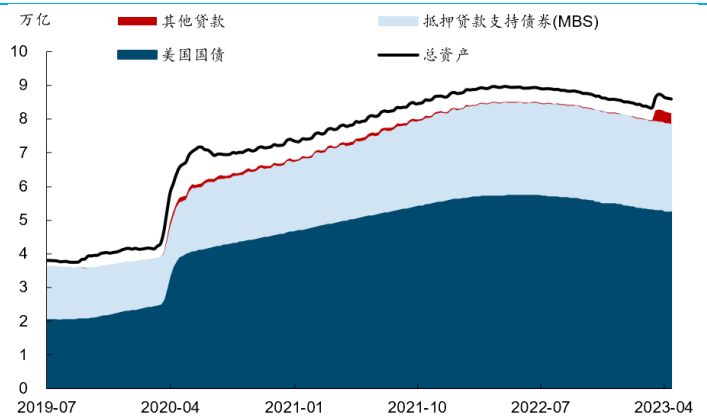
来源: Wind、国金证券研究所

图表30: 美联储正回购协议及其他贷款使用量增长



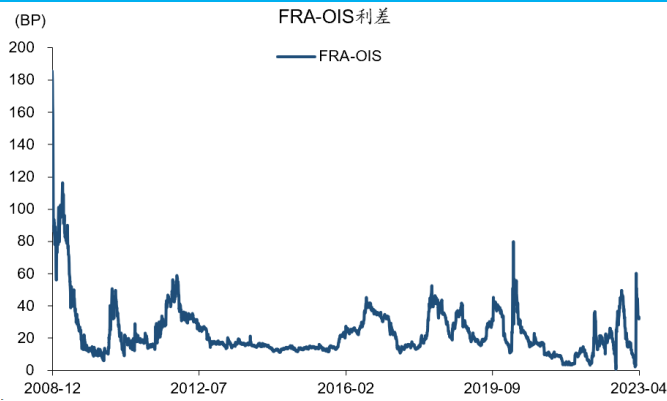
来源: Fred、国金证券研究所

图表31: 美联储资产负债表规模下降



来源: Fred、国金证券研究所

图表32: 美国 FRA-OIS 利差缩小



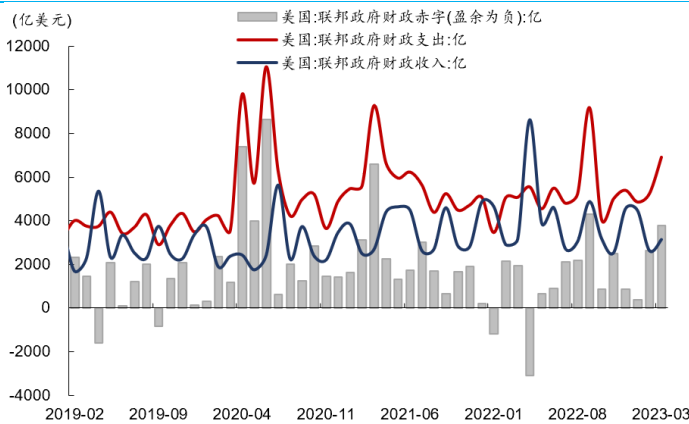
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表33: 欧元、日元兑美国交叉货币基差回升



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表34: 3月美国财政赤字扩大



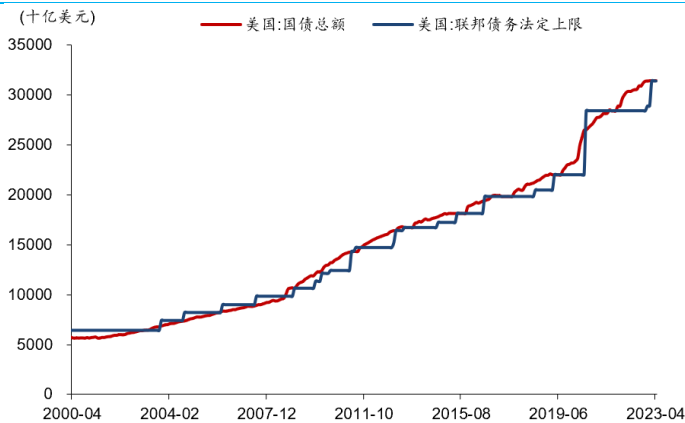
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表35: 美国 TGA 账户余额回落



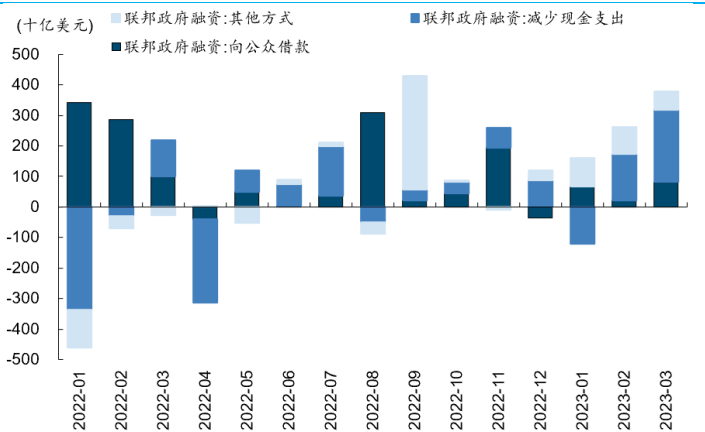
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表36: 美国国债总额1月已突破债务上限



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表37: 美国政府目前通过减少支出进行融资



来源: Bloomberg、国金证券研究所



图表38: 美国联邦政府收入增速。年初个人所得税增速回落幅度较大

美国联邦政府收入同比	2023-3月 金额(十亿美元)	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
个人所得税	151	0.0	-25.0	-9.3	-14.9	-17.7	21.8	6.0	13.8	11.2	-24.2	-29.2		25.2
预扣缴	193	2.1	-3.0	-0.3	-13.4	-12.3	17.8	-0.9	9.2	7.4	-39.6	26.8	7.4	5.1
其他	30	-5.1	-7.5	-6.9	7.1	15.4	37.8	13.0	16.6	0.4	-7.2	-54.3		44.5
企业所得税	11	12.8	-52.6	53.4	5.4		-6.9	22.2	52.9	-51.4	11.3	-44.2	21.7	-33.2
社会保险与退休金	133	10.4	13.5	10.4	11.6	-1.2	8.5	2.8	14.9	5.2	83.5	13.8	3.9	12.5
就业及一般退休	131	13.8	14.4	9.3	12.6	6.9	7.4	7.2	13.0	7.1	85.2	7.6	7.9	9.7
预算内	28	9.0	9.5	11.4	13.3	9.6	10.1	7.8	17.4	9.6	91.2	10.2	9.6	12.4
预算外	103	15.2	15.8	8.6	12.4	5.9	6.4	7.0	11.7	6.4	83.1	6.9	7.4	9.0
失业保险	1	-86.5	-16.6	44.6	-65.8	-74.0	53.8	-92.9	47.1	-35.6	19.5	63.7	-49.1	
其他退休	1	44.6	14.6	10.7	10.1	-6.0	-4.9	38.2	7.3	3.2	1.6	26.9	9.0	9.3
消费税	8	4.2	14.1	-2.5	-0.7	3.4	4.0	9.9	14.9	-5.3	7.8	16.7	12.5	15.4
遗产和赠与税	2	-36.5		-10.1	-31.5	45.1	14.2	42.3	40.4	75.0	0.6	4.5	-8.6	47.7
关税	6	-24.5	-21.1	-20.4	-20.0	-8.3	5.1	11.3	16.3	13.6	17.0	25.8	28.5	29.9
其他收入	2	-83.5	-77.3	-83.9	-73.6	-75.1	-58.2	-75.9	-12.7	-35.8	-9.0	18.1	19.7	48.6

来源: WIND、国金证券研究所

图表39: 美国联邦政府支出增速。社会保障类支出增速较高, 信贷增速大幅回落

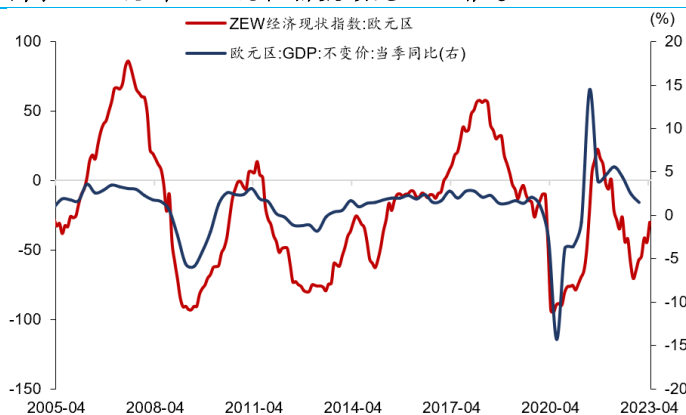
美国联邦政府支出同比	2023-3月 金额(十亿美元)	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03
国防	84	28.2	2.7	5.4	2.9	-3.1	11.3	20.8	21.7	-5.2	-1.5	10.2	-13.6	-7.3
国际事务	6	8.7	73.8	-68.9	172.7	7.9	47.3	22.9	113.0	1.1	-216.3	131.0	99.4	-16.8
一般科学、空间和技术	4	15.7	9.5	20.1	18.9	-12.8	15.3	15.4	8.5	11.2	9.6	7.5	2.1	-1.8
能源	1	-368.5	83.8	-173.7	-252.3	-1162.9	-61.8	-210.4	-630.7		-336.0		-172.6	-141.7
自然资源及环境	4	13.6	21.2	9.9	-0.6	-0.7	-1.9	-11.8	3.5	-8.4	-16.7	14.3	-13.9	-5.3
农业	2	54.9	64.9	78.8	17.5	34.5	15.6	64.1	182.6	249.4	222.9	85.7	-81.0	5.9
商业和住房信贷	26	-1057.3	54.2	-102.6	-9.6	-61.7	18.1	-61.3	-128.8		-180.4	-97.0	-94.9	-103.3
交通	9	-31.2	6.6	-29.1	-2.5	8.2	1.7	-4.5	28.0	-9.2	-26.1	1.9	-54.4	-15.8
社区及地区发展	6	3.5	-19.4	-33.2	-5.2	-39.3	-13.2	-26.5	-140.6	-13.3	10.9	86.7	14.8	17.5
教育、培训、就业和社会福利	42	487.0	6.2	15.8	31.2	78.0	1.6	303.6	116.0	-16.1	-3.2	24.8	34.1	-54.4
医疗保健	86	0.4	-3.7	-6.8	-8.1	1.0	1.3	8.0	9.7	1.3	15.5	17.5	6.4	21.9
医疗保险	115	104.9	18.7	10.1	12.7	17.0	-65.3	74.3	206.3	-31.1	-0.3	-19.0	6.3	-3.1
收入保障	87	-9.6	-18.9	72.4	-5.1	-27.5	-39.1	-27.1	-39.7	-50.9	-48.7	-41.2	-40.0	-78.8
社会保障	115	11.8	11.9	11.6	8.8	8.9	8.4	9.1	8.6	8.7	8.7	8.9	8.7	8.7
退伍军人福利和服务	40	80.1	15.1	16.0	14.5	11.4	-48.0	68.0	104.6	-22.9	20.1	17.6	15.1	11.0
司法	7	13.6	17.5	9.4	8.9	-11.6	36.6	4.6	6.7	3.7	-19.8	22.7	2.9	0.1
一般政府	3	-9.5	68.2	-37.0	-126.1	470.4	-35.4	-63.1	-78.6	-36.2	-13.4	-75.6	46.5	467.8
利息	67	54.0	26.2	44.8	29.5	56.9	43.8	-161.1	49.9	46.0	10.4	51.9	28.8	38.2
未分配补偿收入	-10	15.8	11.6	-89.8	-5.3	-11.2	10.3	157.4	4.9	6.4	7.0	35.8	56.1	6.7

来源: WIND、国金证券研究所

## (二) 景气与领先: 欧洲服务业PMI改善、制造业走弱, 经济分化加大

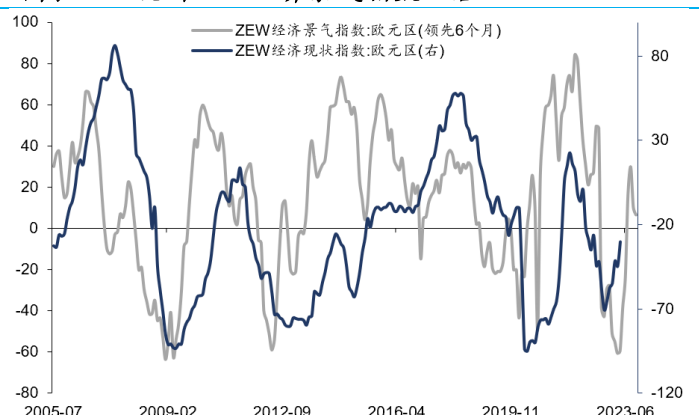
欧洲服务业 PMI 改善, 带动综合 PMI 回升, 制造业仍走弱, 反映经济分化加大。美国 Markit 制造业、服务业 PMI 共同改善。欧元区 4 月服务业 PMI 录得 57, 前值 55; 英国升至 55, 前值 53; 德国升至 56, 前值 54; 法国 56, 前值 54。服务业的普遍改善带动欧元区综合 PMI 升至 54, 但制造业 PMI 继续走弱。欧元区 4 月制造业 PMI 录得 46, 前值 47, 英国制造业 PMI 录得 47, 前值 48, 德、法分别下行至 44 及 46。

图表40: 欧洲 ZEW 现状指数领先 GDP 增速



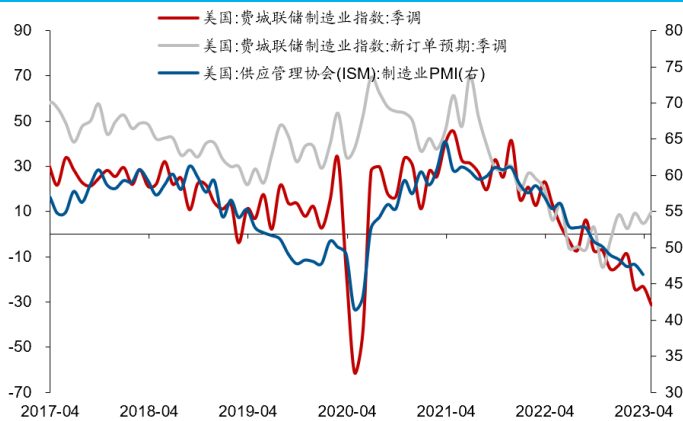
来源: WIND、国金证券研究所

图表41: 欧洲 ZEW 经济景气指数回落



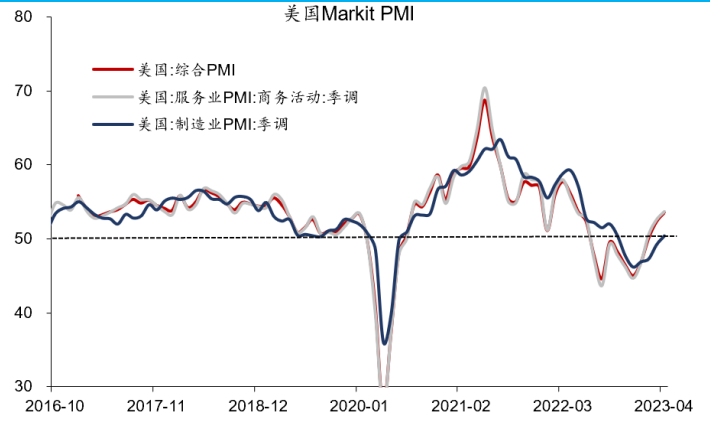
来源: Wind、国金证券研究所

图表42: 美国费城联储制造业指数回落



来源: WIND、国金证券研究所

图表43: 美国 Markit PMI 回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表44: 全球主要国家制造业 PMI, 3月欧洲国家制造业 PMI 普遍回落

	月度变化	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06
全球	↓ -0.3		49.6	49.9	49.1	48.7	48.8	49.4	49.8	50.3	51.1	52.2
发达国家												
美国	↓ -1.4		46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.2	50.9	52.8	52.8	53.0
欧元区	↓ -1.8	45.5	47.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1
英国	↓ -1.3	46.6	47.9	49.3	47.0	45.3	46.5	46.2	48.4	47.3	52.1	52.8
日本	↑ 1.5		49.2	47.7	48.9	48.9	49.0	50.7	50.8	51.5	52.1	52.7
德国	↓ -0.7	44.0	44.7	46.3	47.3	47.1	46.2	45.1	47.8	49.1	49.3	52.0
法国	↓ -1.8	45.5	47.3	47.4	50.5	49.2	48.3	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4
意大利	↓ -0.9		51.1	52.0	50.4	48.5	48.4	46.5	48.3	48.0	48.5	50.9
希腊	↑ 1.1		52.8	51.7	49.2	47.2	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1
西班牙	↑ 0.6		51.3	50.7	48.4	46.4	45.7	44.7	49.0	49.9	48.7	52.6
荷兰	↓ -2.3		46.4	48.7	49.6	48.6	46.0	47.9	49.0	52.6	54.5	55.9
新兴市场												
中国	↓ -0.7		51.9	52.6	50.1	47.0	48.0	49.2	50.1	49.4	49.0	50.2
印度	↑ 1.1		56.4	55.3	55.4	57.8	55.7	55.3	55.1	56.2	56.4	53.9
韩国	↓ -0.9		47.6	48.5	48.5	48.2	49.0	48.2	47.3	47.6	49.8	51.3
越南	↓ -3.5		47.7	51.2	47.4	46.4	47.4	50.6	52.5	52.7	51.2	54.0
巴西	↓ -2.2		47.0	49.2	47.5	44.2	44.3	50.8	51.1	51.9	54.0	54.1

来源: Wind、国金证券研究所

图表45: 全球主要国家服务业 PMI, 欧洲服务业延续改善

	月度变化	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06
全球	↑ 1.8		54.40	52.60	50.00	48.10	48.10	49.20	50.00	49.30	51.10	53.90
发达国家												
美国	↓ -3.9		51.2	55.1	55.2	49.2	56.5	54.4	56.7	56.9	56.7	55.3
欧元区	↑ 1.6	56.6	55.0	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8	51.2	53.0
英国	↑ 2.0	54.9	52.9	53.5	48.7	49.9	48.8	48.8	50.0	50.9	52.6	54.3
日本	↓ -0.1	54.9	55.0	54.0	52.3	51.1	50.3	53.2	52.2	49.5	50.3	54.0
德国	↑ 2.0	55.7	53.7	50.9	50.7	49.2	46.1	46.5	45.0	47.7	49.7	52.4
法国	↑ 2.4	56.3	53.9	53.1	49.4	49.5	49.3	51.7	52.9	51.2	53.2	53.9
意大利	↑ 4.1		55.7	51.6	51.2	49.9	49.5	46.4	48.8	50.5	48.4	51.6
西班牙	↑ 2.7		59.4	56.7	52.7	51.6	51.2	49.7	48.5	50.6	53.8	54.0
瑞士	↓ -1.1		54.2	55.3	56.7	49.5	53.4	53.8	52.8	56.6	55.6	58.1
瑞典	↑ 3.0		48.6	45.6	50.9	52.9	54.3	56.3	55.1	58.1	58.3	61.5
新兴市场												
中国	↑ 1.3		56.9	55.6	54.0	39.4	45.1	47.0	48.9	51.9	52.8	54.3
印度	↓ -1.6		57.8	59.4	57.2	58.5	56.4	55.1	54.3	57.2	55.5	59.2
俄罗斯	↑ 5.0		58.1	53.1	48.7	45.9	48.3	43.7	51.1	49.9	54.7	51.7
巴西	↑ 2.0		51.8	49.8	50.7	51.0	51.6	54.0	51.9	53.9	55.8	60.8

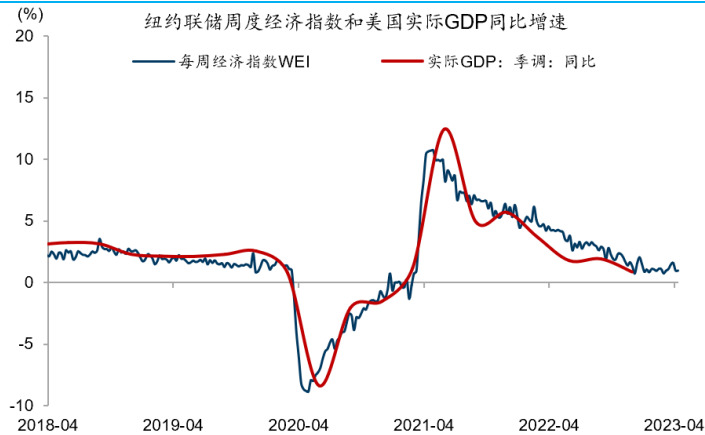
来源: Wind、国金证券研究所

### (三) 生产与就业: 美国新增职位数回落, 初请失业增加

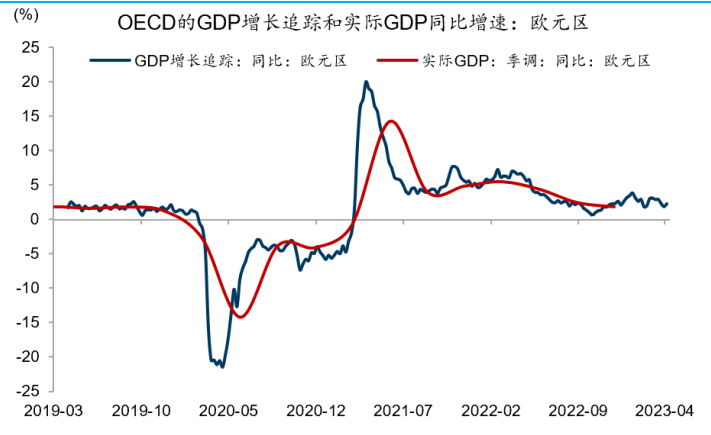
美国当周初请失业人数上升至 25 万人, 前值 24 万, 新增职位发布数量回落至 240 万个,

纽约联储 WEI 指数 1%，前值 1%。欧元区周度 GDP 跟踪 2.3%，前值 1.9%。

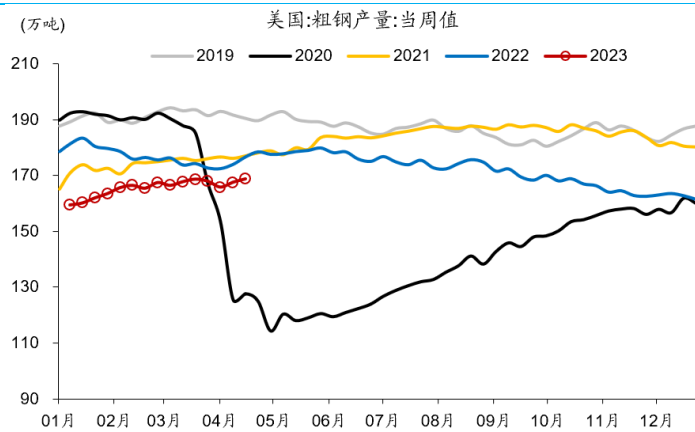
图表 46: 上周纽约联储 WEI 指数 1%，前值 1%



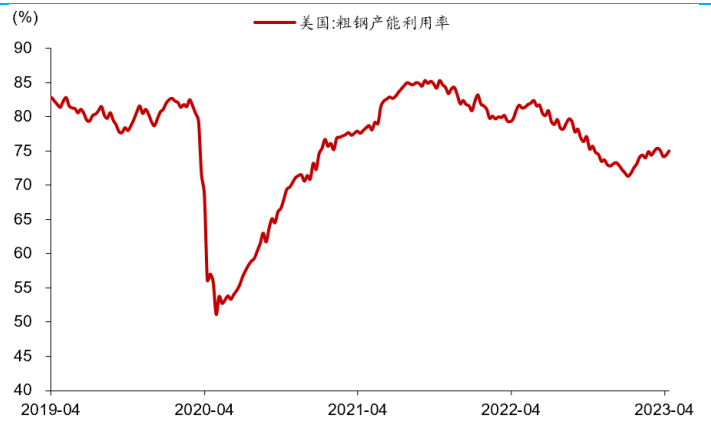
图表 47: 欧元区周度 GDP 跟踪 2.3%，前值 1.1%



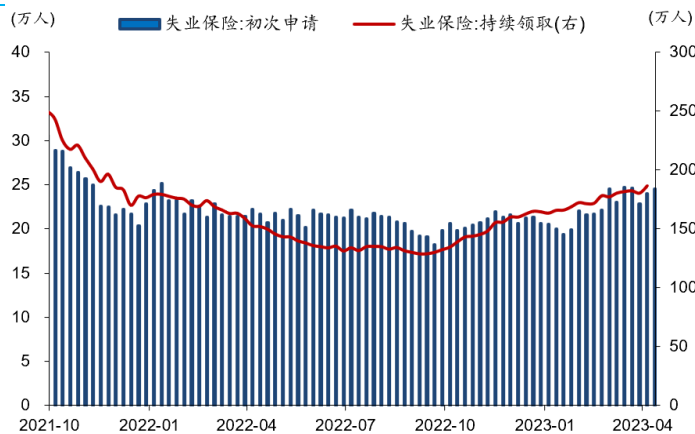
图表 48: 上周美国粗钢产量 169 万短吨，前值 168 万



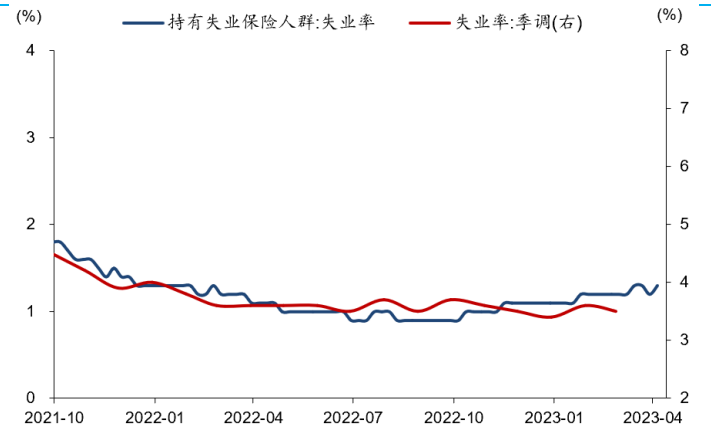
图表 49: 上周美国粗钢产能利用率 75%，前值 74%



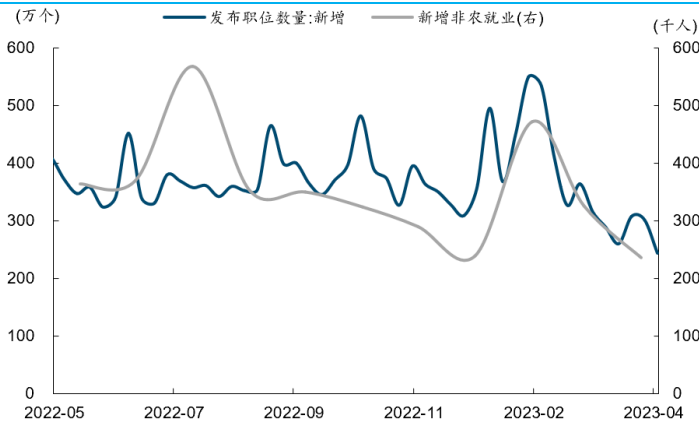
图表 50: 美国当周初请失业人数 25 万



图表 51: 持有失业保险人群的失业率 1.3%

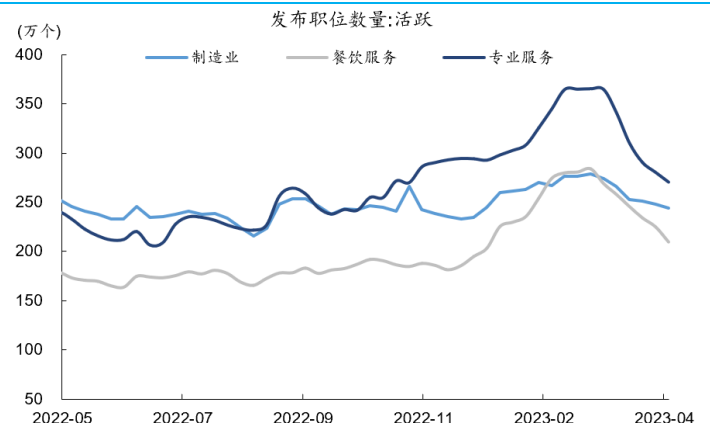


图表52: 美国新增职位发布数量回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表53: 美国制造、餐饮、服务业活跃职位数均回落

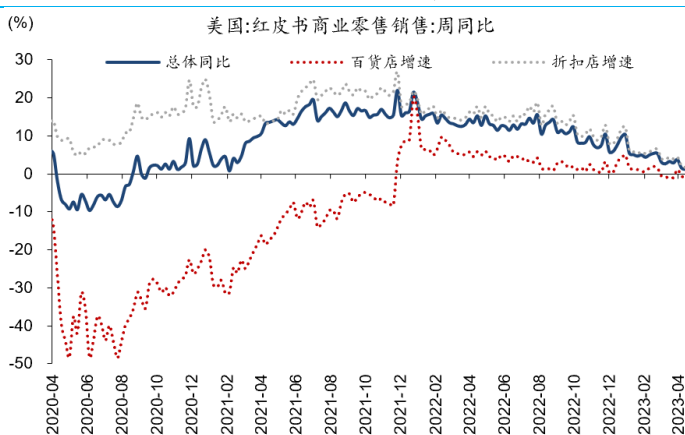


来源: Wind、国金证券研究所

(四) 消费与出行: 美国商品消费回落、欧美出行回升

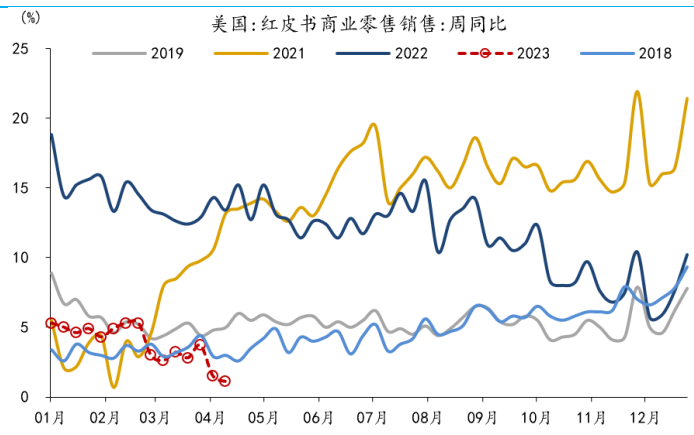
美国商品消费回落、欧美出行季节性回落。4月, 美国红皮书零售增速回落, 旅行社购票量、销售量回落; 欧美出行情况延续回升, 美国主要城市机场乘客流量上升, 纽约地铁载客量延续上升, 美国TSA安检人数持平于2019年。

图表54: 美国红皮书零售增速1.1%, 前值1.5%



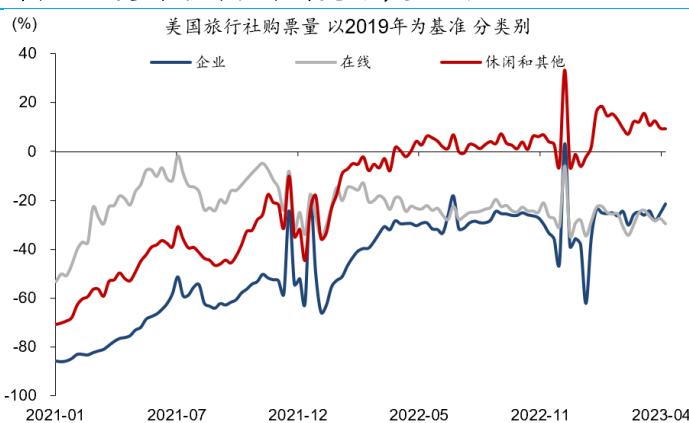
来源: WIND、国金证券研究所

图表55: 美国红皮书零售增速弱于季节性



来源: WIND、国金证券研究所

图表56: 美国旅行社休闲类购票量回落



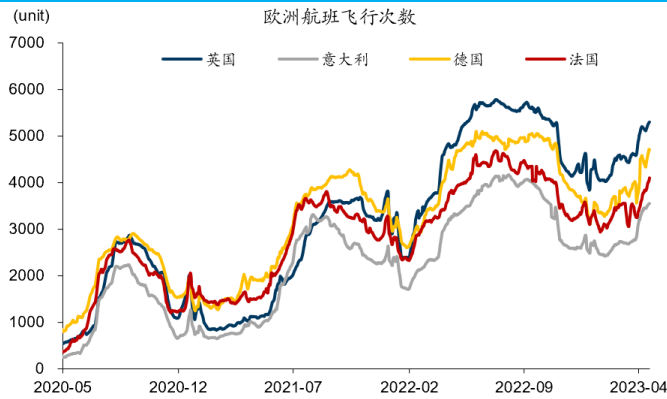
来源: WIND、国金证券研究所

图表57: 美国旅行社购票量、销售量回落



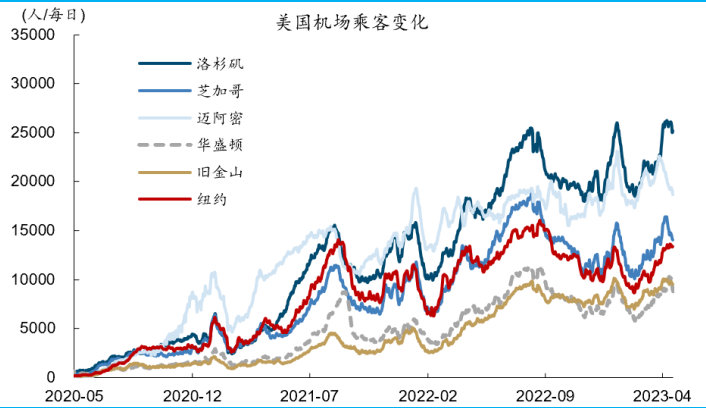
来源: WIND、国金证券研究所

图表58: 欧洲航班飞行次数季节性回升



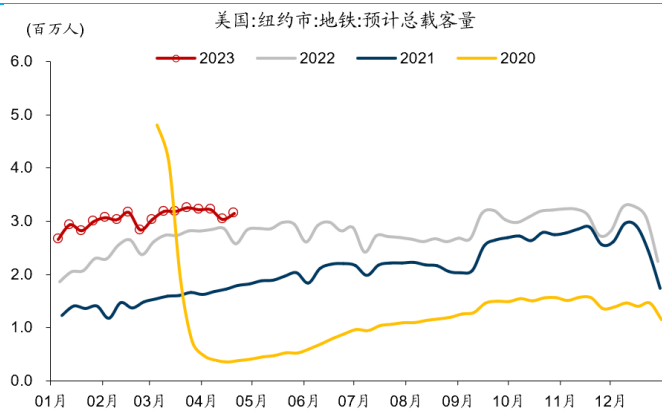
来源: Wind、国金证券研究所

图表59: 美国主要城市机场乘客流量回落



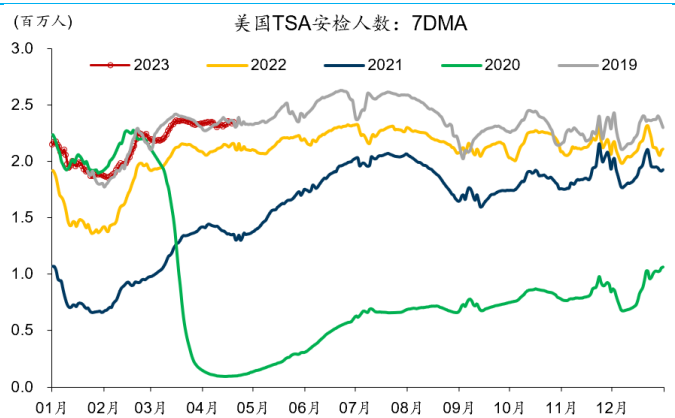
来源: Wind、国金证券研究所

图表60: 纽约地铁载客量延续回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表61: 美国 TSA 安检人数持平 2019 年



来源: Wind、国金证券研究所

图表62: 美国零售增速同比全面回落

美国消费同比增速	月度变化	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06
零售和食品服务总计	↓ -2.94	2.94	5.88	7.59	6.19	5.92	8.01	8.39	9.72	10.03	8.78
零售总计	↓ -2.95	1.54	4.49	5.42	5.03	4.97	7.21	7.78	9.31	10.00	8.16
机动车辆及零部件	↓ -0.72	0.11	0.83	3.53	0.95	1.49	5.47	5.25	7.13	1.82	0.02
家具和家用装饰	↓ -2.28	-2.36	-0.08	5.32	0.15	-0.63	0.40	-1.10	1.86	1.25	0.72
电子和家用电器	↓ -5.84	-10.29	-4.45	-2.19	-10.86	-8.40	-13.44	-9.85	-7.92	-10.75	-11.49
建筑材料、园林设备及物料	↓ -4.36	-3.48	0.88	0.87	2.73	2.35	9.08	9.52	11.31	9.65	7.34
食品和饮料店	↓ -1.07	5.02	6.09	5.45	6.38	7.71	7.47	7.08	7.06	8.31	8.05
保健和个人护理	↓ -1.14	7.06	8.20	5.25	1.84	4.12	4.39	4.05	2.59	3.47	2.17
加油站	↓ -13.00	-14.25	-1.25	4.96	4.39	13.90	17.12	18.59	28.28	40.58	47.37
服装及服装配饰	↓ -5.21	-1.80	3.41	8.73	3.28	0.39	3.50	4.51	5.11	1.94	0.79
运动商品、业余爱好物品、书及音乐	↓ -0.62	3.01	3.63	7.95	4.31	1.43	4.47	4.39	6.07	3.64	3.08
日用品商场	↓ -8.17	2.42	10.59	6.81	5.17	2.82	2.64	4.15	3.33	4.04	4.09
杂货店零售业	↓ -1.92	1.93	3.85	10.08	4.67	3.35	8.35	11.03	13.22	14.93	18.56
食品服务和饮吧	↓ -2.92	12.98	15.90	23.94	14.47	12.81	13.78	12.66	12.56	10.25	13.32

来源: WIND、国金证券研究所

图表63: 美国零售增速环比多数回落

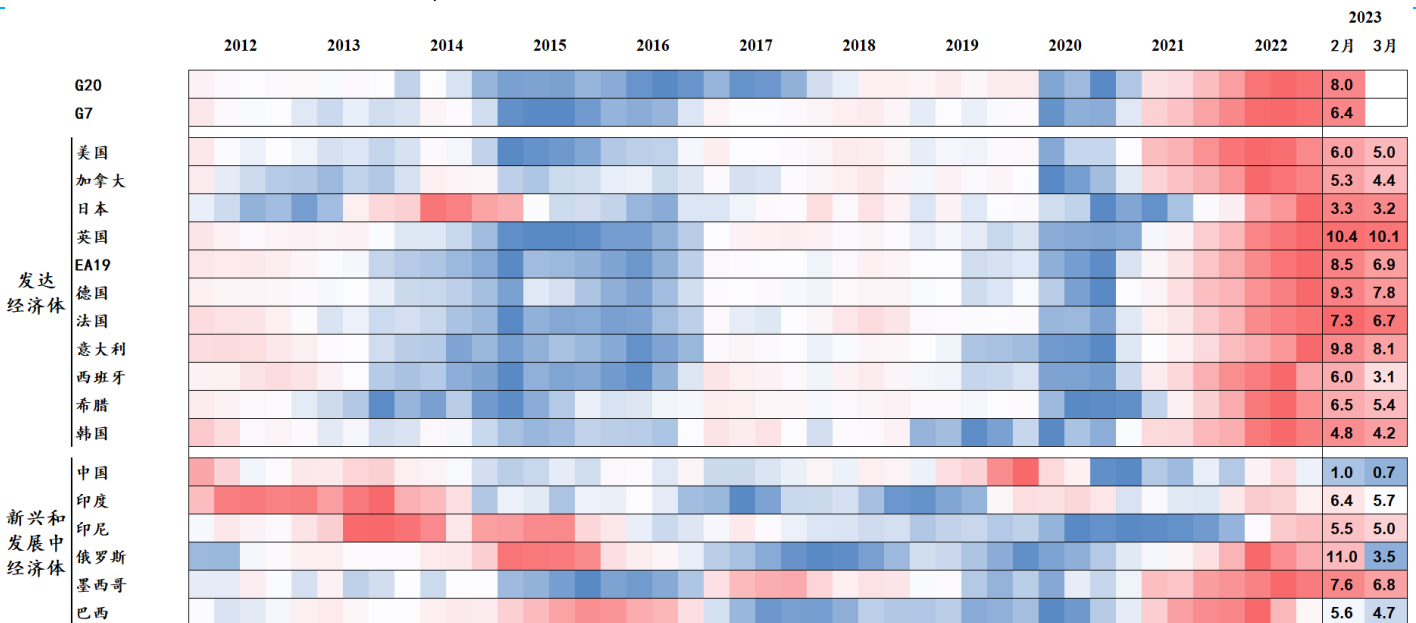
美国消费环比增速	月度变化	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06
零售和食品服务总计	↓ -0.78	-0.99	-0.21	3.13	-0.82	-1.07	1.07	-0.17	0.67	-0.44	1.03
零售总计	↓ -1.17	-1.16	0.01	2.81	-1.06	-1.20	1.05	-0.34	0.42	-0.38	1.07
机动车辆及零部件	↓ -0.36	-1.64	-1.28	6.83	-1.84	-2.21	1.54	-0.54	2.89	-2.01	0.56
家具和家用装饰	↑ 1.51	-1.23	-2.74	5.38	-1.98	-1.14	1.97	-2.12	0.65	0.12	-1.23
电子和家用电器	↓ -0.61	-2.13	-1.52	5.89	-0.32	-5.85	-1.24	-1.38	-1.96	-0.32	-0.49
建筑材料、园林设备及物料	↓ -2.24	-2.13	0.11	-0.20	0.96	-3.31	1.20	-0.72	1.68	1.11	-0.30
食品和饮料店	↓ -0.90	-0.10	0.80	-0.26	-0.54	0.48	1.22	0.84	0.44	-0.04	1.14
保健和个人护理	↓ -0.82	0.27	1.09	3.22	-1.50	0.30	-0.19	0.84	0.02	0.64	1.34
加油站	↓ -5.43	-5.46	-0.03	-1.62	-5.16	-1.44	3.34	-3.96	-4.96	-2.21	2.71
服装及服装配饰	↑ 0.30	-1.72	-2.02	2.83	-0.38	-0.24	-0.35	0.99	0.99	-0.44	0.74
运动商品、业余爱好物品、书及音乐	↑ 0.87	0.19	-0.68	0.49	0.20	0.15	0.63	-0.43	1.07	0.03	0.87
日用品商场	↓ -3.91	-3.04	0.87	3.71	0.49	-0.31	-0.31	1.13	0.31	-0.39	2.30
杂货店零售业	↑ 2.36	0.25	-2.11	5.46	1.47	-4.83	-0.97	0.36	0.23	-1.32	3.83
食品服务和饮吧	↑ 1.76	0.15	-1.61	5.21	0.79	-0.20	1.21	1.02	2.45	-0.84	0.72

来源: WIND、国金证券研究所

(五) 通胀与能源: 欧美通胀回落, 能源价格上涨

欧美通胀回落, 能源价格上涨。美国、德国、法国、意大利 3 月 CPI 增速均回落, 本周原油价格上涨, 上周美国汽油价格上涨, 10 年通胀预期上涨, 克利夫兰联储预测美国 CPI 回落至 5.1%, 核心 CPI 回升至 5.6%。

图表64: 全球主要国家 CPI 热力图, 美国、德国、法国、意大利 3 月 CPI 均回落



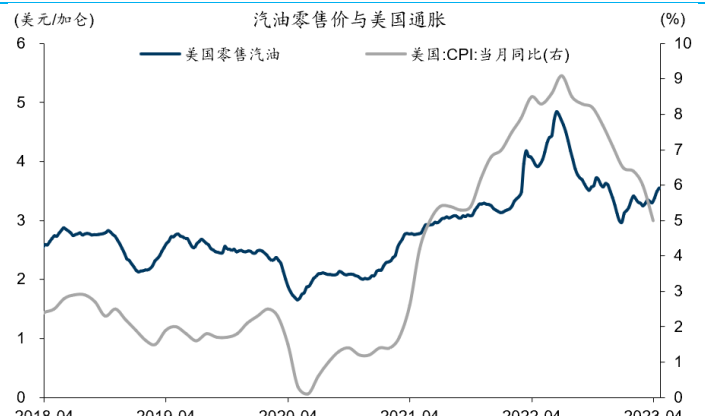
来源: WIND、国金证券研究所

图表65: 本周原油价格上涨

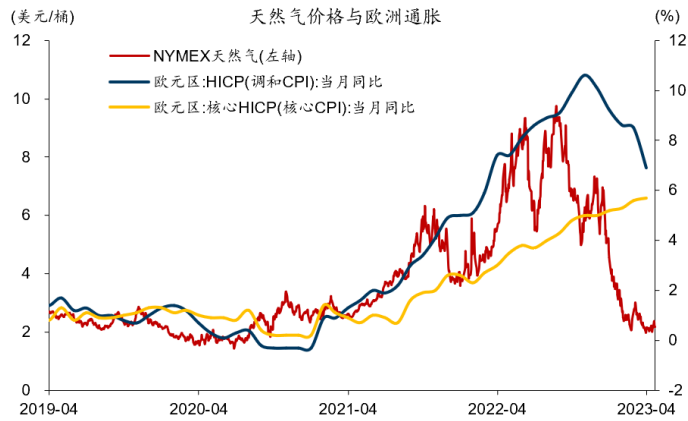


来源: wind、国金证券研究所

图表66: 上周美国汽油价格上涨

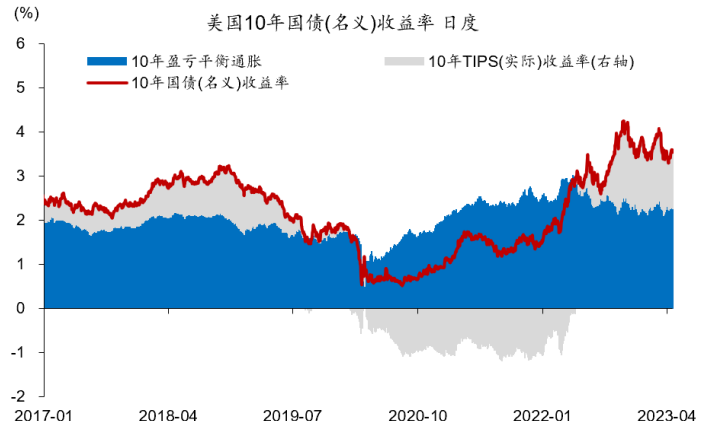


图表67: 本周天然气价格上涨



来源: Wind、国金证券研究所

图表68: 本周10年盈亏平衡通胀率回落

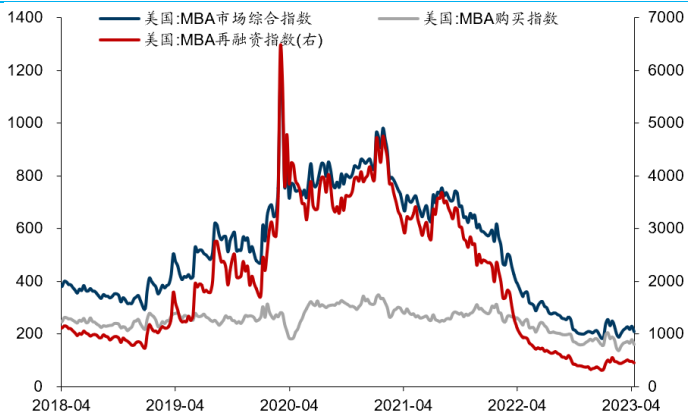


来源: Wind、国金证券研究所

(六) 地产: 美国新屋开工回落

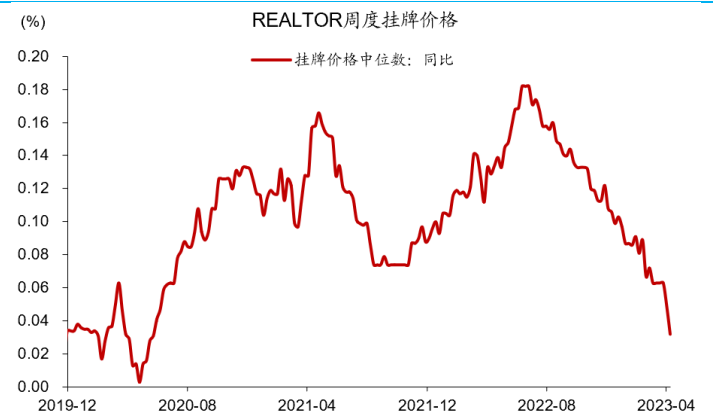
美国3月新屋开工折年数回落至142万套, 前值143万套, 同比增速-17%; 美国MBA抵押贷款综合指数、再融资指数、购买指数上周回落; REALTOR房屋挂牌格中位数同比回落, 30年抵押贷款利率上升至6.4%。

图表69: 美国MBA综合指数回落



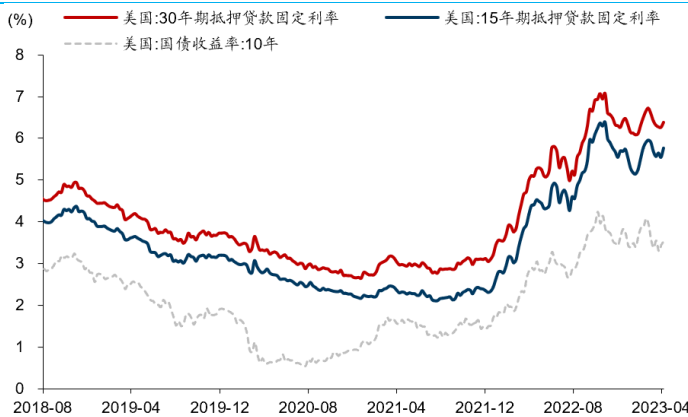
来源: WIND、国金证券研究所

图表70: 上周REALTOR房屋挂牌价增速回落



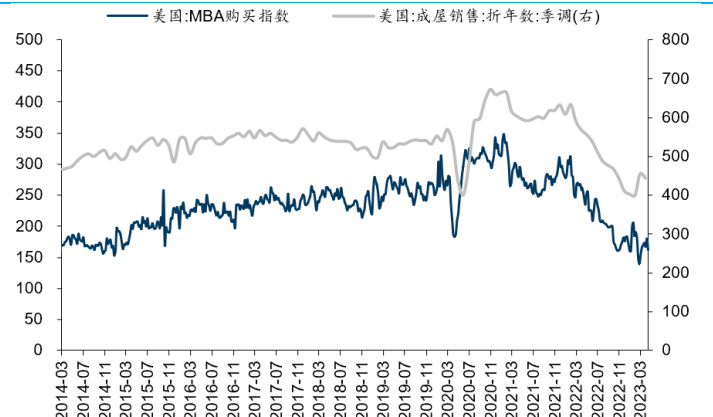
来源: WIND、国金证券研究所

图表71: 本周美30年贷款利率降至6.4%, 十债3.5%



来源: Wind、国金证券研究所

图表72: 美国抵押贷款购买指数领先住房销售



来源: Wind、国金证券研究所

(七) 库存与供应: 美国库存周期回落

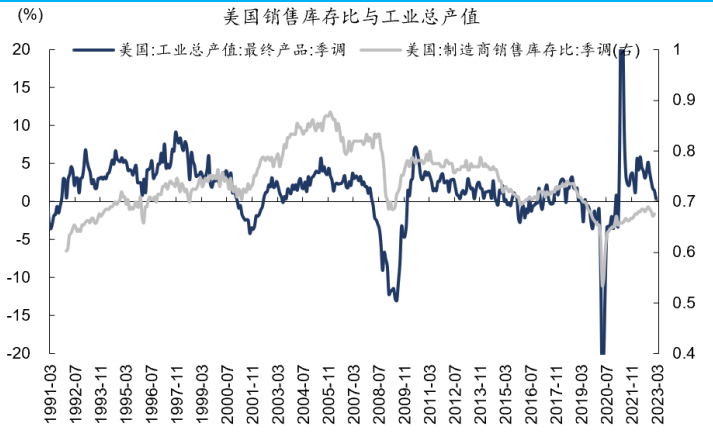
美国库存周期回落, 3月美国制造、零售、批发库存增速均下降, 销售库存比回落。美国原油库存减少458万桶, 前值上升60万桶。原油库存量降至4.7亿桶, 高于去年同期, 低于2020年同期, 战略原油储备减少, 美国天然气库存处于同期较高位置。

图表73: 美国库存周期回落



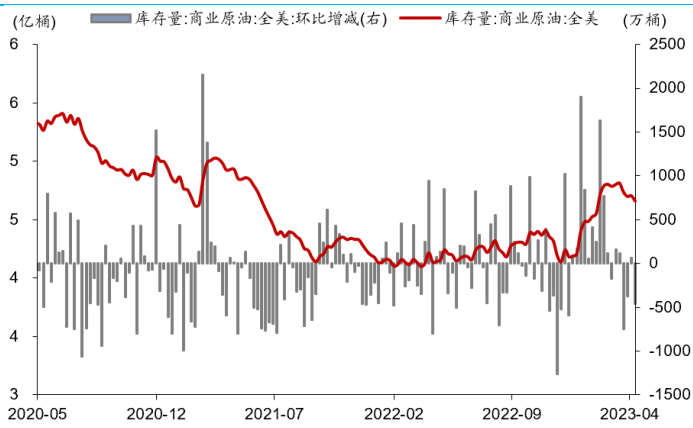
来源: Wind、国金证券研究所

图表74: 美国销售库存比回落, 工业产值回落



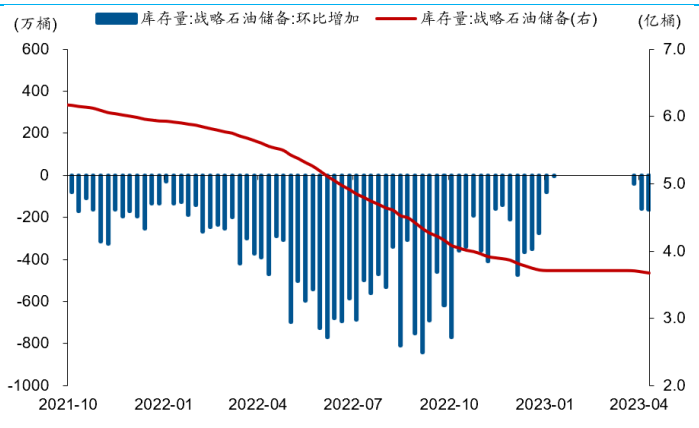
来源: Wind、国金证券研究所

图表75: 上周美国原油库存减少458万桶



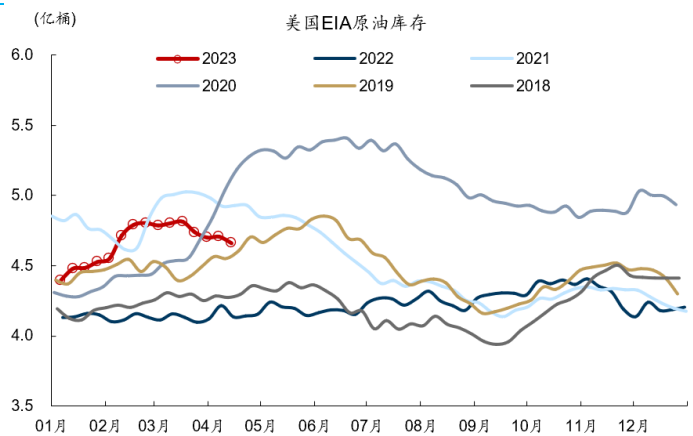
来源: Wind、国金证券研究所

图表76: 上周美国战略原油储备减少161万桶



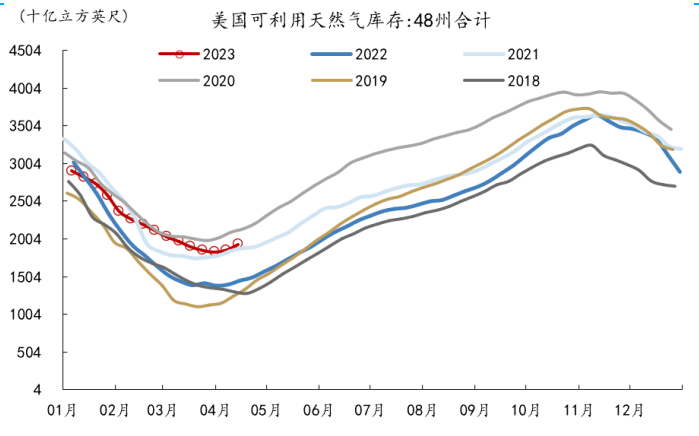
来源: Wind、国金证券研究所

图表77: 美国原油库存低于2021年同期



来源: Wind、国金证券研究所

图表78: 美国天然气库存处于同期较高位置



来源: Wind、国金证券研究所



图表79：美国零售业库存分位数。汽车库存增速较高，食品饮料库存分位较高

美国零售业库存			库存增速			库存销售比				
指标名称	单位	分位数	2023-02	2023-01	2022-12	分位数	2023-02	2023-01	2022-12	
总体	零售库存：SA：共计	%	92	10.63	11.67	13.72	13	1.23	1.22	1.26
	零售库存：SA：合计，不包括汽车	%	83	7.16	8.65	10.63	13	1.14	1.14	1.16
按行业划分	机动车及零件经销商	%	96	21.09	20.73	23.05	16	1.55	1.51	1.61
	家具、家居用品、电子产品和电	%	83	1.44	4.60	6.91	42	1.64	1.58	1.66
	建筑材料，园艺设备，用品经销	%	79	6.28	8.21	12.26	98	1.94	1.96	1.97
	食品和饮料店	%	98	10.02	13.30	12.65	29	0.78	0.78	0.77
	服装和服装配饰店	%	91	11.99	13.17	17.76	11	2.18	2.12	2.18
	杂货店	%	79	2.69	4.28	9.35	32	1.38	1.39	1.44
	百货商店	%	75	-3.42	-0.18	5.12	9	1.93	1.86	2.21

来源：WIND、国金证券研究所

图表80：美国制造业库存分位数。服装、皮革库存增速较高，分位数较高

美国制造业库存			库存增速			库存占交货比					
指标名称	单位	分位数(10Y)	2023-02	2023-01	2022-12	分位数(10Y)	2023-02	2023-01	2022-12	分位数(10Y)	
总体	制造业：库存	%	83	4.59	5.46	6.40	77	1.49	1.48	1.49	53
	制造业库存：不包括运输	%	74	4.96	6.12	7.25					55
	制造业库存：不包括国防	%	77	4.55	5.49	6.46					53
	制造业库存：与未发货订单	%	70	4.68	5.09	5.70					43
按行业划分	耐用品	%	68	4.75	5.09	5.75	72	1.80	1.78	1.78	53
	木制品	%	18	-0.44	1.05	2.47	12	1.13	1.13	1.14	
	非金属矿产	%	91	8.76	9.50	9.56	38	1.30	1.30	1.32	
	初级金属	%	49	0.90	1.73	2.36	80	1.90	1.90	1.93	46
	金属加工制品	%	41	1.66	2.09	3.08	76	1.71	1.72	1.71	28
	机械	%	88	12.28	13.22	13.76	92	2.31	2.30	2.31	53
	计算机和电子产品	%	70	3.62	3.59	4.33	63	1.79	1.79	1.80	70
	电气设备及其他设备	%	88	8.36	9.17	11.67	55	1.70	1.67	1.74	81
	交通运输设备	%	37	3.12	2.87	3.04	70	1.76	1.73	1.69	52
	家具及相关产品	%	66	5.58	7.18	10.58	94	1.60	1.58	1.60	70
	其他耐用品	%	66	3.70	4.00	4.82	92	1.95	1.94	1.92	
	非耐用品	%	68	4.34	6.06	7.42	79	1.17	1.17	1.18	
	食品	%	90	4.99	5.98	6.33	60	0.84	0.85	0.85	
	饮料和烟草	%	27	2.79	3.17	3.71	12	1.67	1.66	1.63	
	纺织厂	%	81	3.95	5.60	9.13	95	1.59	1.59	1.62	
	纺织制品	%	21	-0.74	0.63	2.42	68	2.12	2.14	2.16	
	服装	%	93	19.41	22.99	24.02	98	3.18	3.14	3.11	
	皮革及相关制品	%	93	23.38	27.85	38.43	76	2.45	2.36	2.44	
	纸制品	%	68	2.93	3.36	4.25	61	1.01	1.00	1.02	
	印刷	%	68	3.47	4.44	5.67	68	0.91	0.92	0.93	
石油及煤产品	%	63	8.16	16.95	24.51	84	0.89	0.89	0.92		
基础化学品	%	52	2.63	3.01	2.98	64	1.54	1.55	1.57		
橡胶和塑料制品	%	66	4.50	4.12	5.01	93	1.43	1.42	1.43		

来源：WIND、国金证券研究所

### (八) 贸易与海运：发达国家进口增速回落

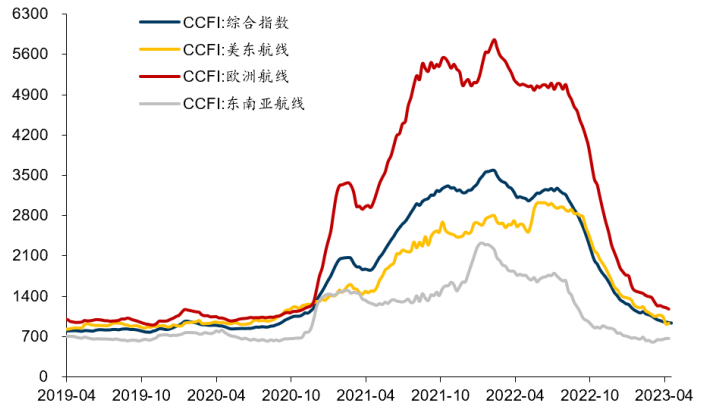
发达国家进口增速回落。3月日本进口同比增速降至7%，新兴市场出口增速涨跌不一。本周波罗的海干散货指数回落至1432点，CCFI综合指数回落至934点，美国港口等待泊位集装箱船只数量回升，原油运输、成品油运输指数回落。

图表81: 本周BDI指数小幅回落



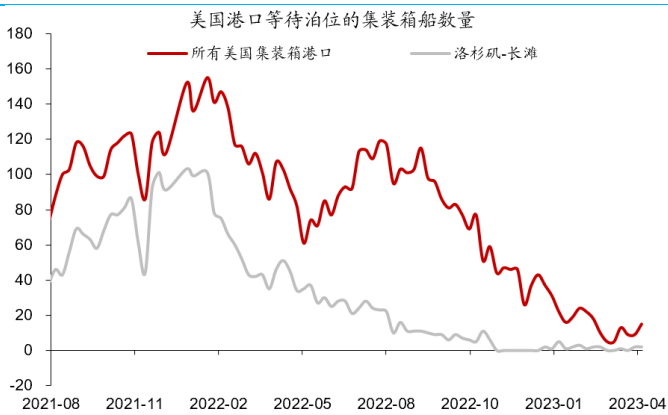
来源: Wind、国金证券研究所

图表82: 本周CCFI海运价格延续回落



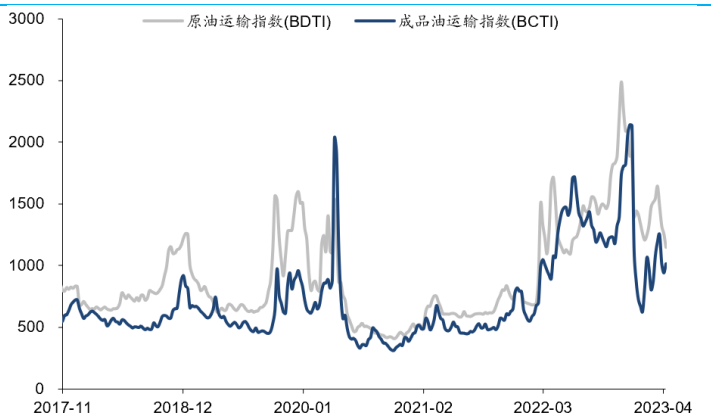
来源: Wind、国金证券研究所

图表83: 美国港口等待泊位集装箱船只数量上升



来源: Wind、国金证券研究所

图表84: 原油运输、成品油运输指数回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表85: 全球主要国家进口同比增速, 发达国家进口增速回落

进口同比增速	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	
<b>发达经济体</b>														
美国	↓ -3.1		0.7	3.8	1.6	2.1	13.5	14.4	13.8	16.8	20.0	23.1	23.9	27.2
欧元区20国	↓ -8.9		1.1	10.0	9.1	20.9	31.4	45.3	54.0	43.7	43.8	52.6	40.2	37.2
英国	↓ -0.4		3.1	3.5	18.5	20.1	23.5	29.1	40.6	32.6	36.9	43.0	38.8	39.3
德国	↓ -6.5		2.6	9.1	2.9	15.4	20.0	31.7	38.1	26.6	25.1	34.9	26.1	22.8
法国	↓ -7.8		5.0	12.8	13.9	20.0	22.1	42.4	43.8	31.5	30.1	40.3	25.6	29.1
日本	↓ -0.9	7.3	8.3	17.6	20.8	30.3	53.6	45.8	49.3	46.9	45.6	48.5	28.3	31.9
意大利	↓ -5.3		3.1	8.4	7.3	20.9	28.3	40.9	54.8	41.0	41.9	46.7	40.8	39.0
<b>新兴市场</b>														
韩国	↓ -9.9	-6.4	3.5	-2.8	-2.5	2.6	9.9	18.2	28.0	21.6	19.3	31.8	18.3	28.3
巴西	↑ 7.6	1.4	-6.3	3.5	6.8	-0.7	14.3	24.6	36.4	35.1	33.7	39.7	28.9	22.1
印尼	↓ -1.9	-6.3	-4.3	1.3	-7.0	-1.9	17.4	22.0	32.8	39.9	22.0	30.7	21.9	30.8
越南	↓ -4.8	-11.5	-6.7	-27.2	-8.8	0.7	6.9	8.7	12.6	5.6	17.7	15.0	19.2	15.9
中国	↓ -5.6	-1.4	4.2	-21.3	-7.4	-10.6	-0.7	0.1	-0.3	1.4	-0.1	3.5	0.1	0.7

来源: WIND、国金证券研究所

图表86: 全球主要国家出口同比增速, 新兴市场出口增速涨跌不一

出口同比增速	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04	2022-03	
<b>发达经济体</b>														
美国	↓ -5.4	8.1	13.5	7.1	10.5	13.6	22.5	21.5	22.0	22.3	21.5	21.7	17.6	
欧元区20国	↓ -3.1	7.7	10.8	9.0	17.5	18.2	23.8	24.1	13.0	19.9	28.2	12.9	14.5	
英国	↓ -9.1	14.4	23.5	15.4	21.4	25.2	42.9	46.1	34.3	21.7	20.2	18.8	13.6	
德国	↓ -6.5	6.3	12.8	6.5	14.4	11.7	20.3	23.5	10.9	14.7	23.3	10.3	9.2	
法国	↑ 2.6	11.0	8.4	12.3	15.8	17.9	24.4	26.9	17.4	16.5	29.6	12.8	16.4	
日本	↓ -2.2	4.3	6.5	3.5	11.5	20.0	25.3	28.9	22.0	19.0	19.2	15.8	14.7	
意大利	↓ -4.6	10.8	15.4	13.8	18.3	17.7	21.9	24.4	16.9	20.1	28.7	14.2	22.8	
<b>新兴市场</b>														
韩国	↓ -6.0	-13.6	-7.6	-16.4	-9.7	-14.2	-5.8	2.3	6.5	8.6	5.3	21.4	12.9	18.8
巴西	↑ 25.9	12.3	-13.6	15.3	7.8	34.9	18.8	17.3	13.1	17.0	15.9	13.1	11.2	20.9
印尼	↓ -15.8	-11.3	4.4	16.4	6.6	5.5	12.3	20.2	30.0	31.9	41.0	27.0	47.8	44.4
越南	↓ -26.0	-13.2	12.8	-13.5	-14.1	-2.4	10.9	10.9	27.4	12.3	23.2	17.2	30.4	19.1
中国	↑ 16.1	14.8	-1.3	-10.5	-10.0	-9.0	-0.4	5.5	7.4	18.1	17.0	16.4	3.5	14.3

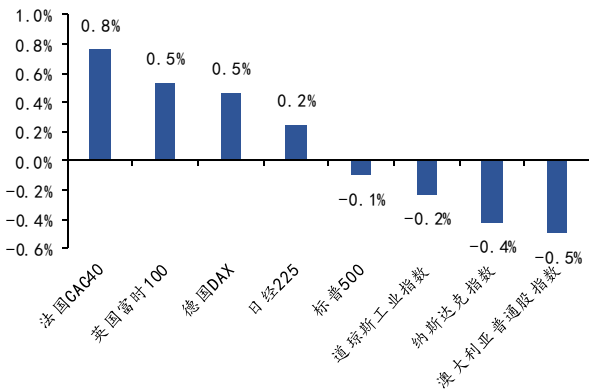
来源: WIND、国金证券研究所

### 三、大类资产高频跟踪 (2023/04/15-2023/04/22)

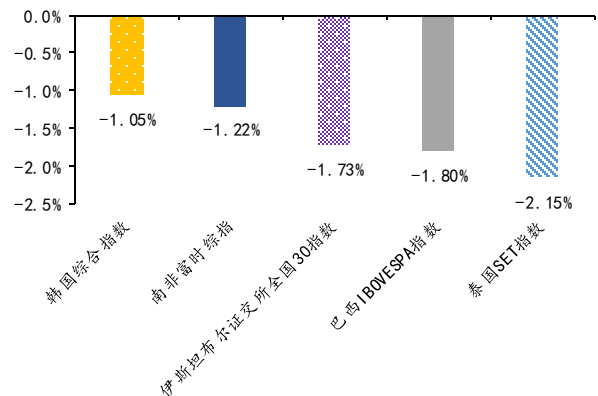
#### (一) 权益市场追踪: 全球资本市场涨跌分化

发达国家股指涨跌分化, 新兴市场股指全线下跌。澳大利亚普通股股指、纳斯达克指数、道琼斯工业指数和标普 500 分别下跌 0.5%、0.4%、0.2%和 0.1%; 法国 CAC40、英国富时 100、德国 DAX 和日经 225 分别上涨 0.8%、0.5%、0.5%和 0.2%。泰国 SET 指数、巴西 IBOVESPA 指数、伊斯坦布尔证交所全国 30 指数、南非富时综指和韩国综合指数分别下跌 2.15%、1.80%、1.73%、1.22%和 1.05%。

图表87: 当周, 发达国家股指涨跌分化



图表88: 当周, 新兴市场股指全线下跌

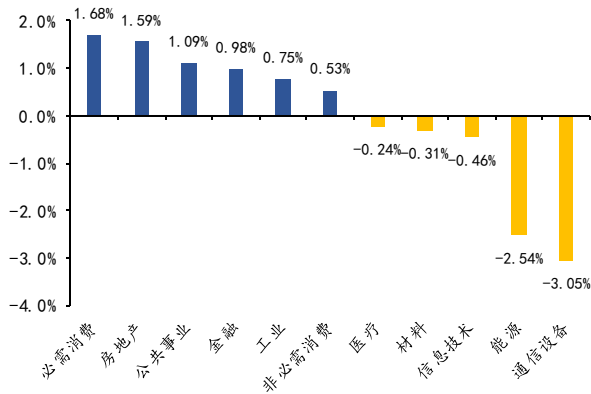


来源: Wind, 国金证券研究所

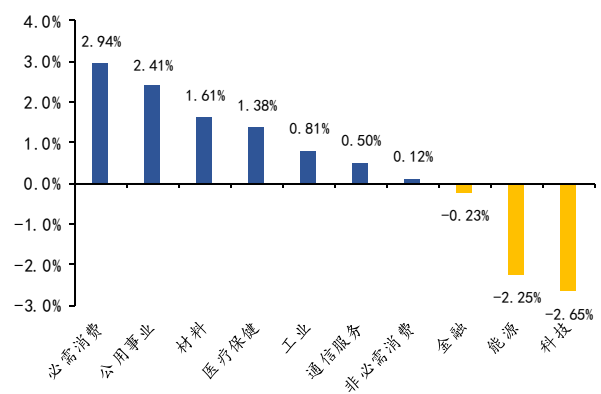
来源: Wind, 国金证券研究所

从美国标普 500 的行业涨跌幅来看, 本周美股行业涨跌分化。其中必需消费、房地产和公共事业领涨, 分别上涨 1.68%、1.59%和 1.09%; 通信设备、能源和信息技术领跌, 分别下跌 3.05%、2.54%和 0.46%。从欧元区行业板块来看, 本周欧元区行业多数上涨。其中必需消费、公用事业、材料和医疗保健领涨, 分别上涨 2.94%、2.41%、1.61%和 1.38%; 仅材料、能源和金融下跌, 分别下跌 2.65%、2.25%和 0.23%。

图表89: 当周, 美股行业涨跌分化



图表90: 当周, 欧元区行业多数上涨

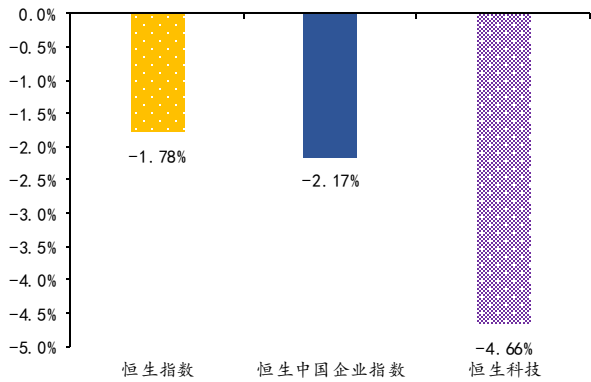


来源: Wind, 国金证券研究所

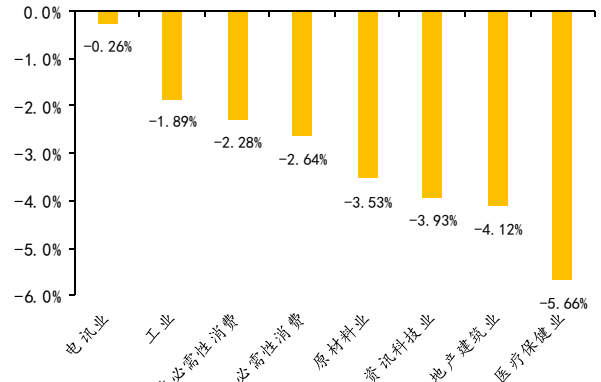
来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场全线下跌, 恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数分别下跌 4.66%、2.17% 和 1.78%。行业方面, 恒生行业全线下跌, 其中医疗保健业、地产建筑业、资讯科技业和原材料业领涨, 分别下跌 5.66%、4.12%、3.93%和 3.53%。

图表91: 当周, 恒生指数全线下跌



图表92: 当周, 恒生行业全线下跌



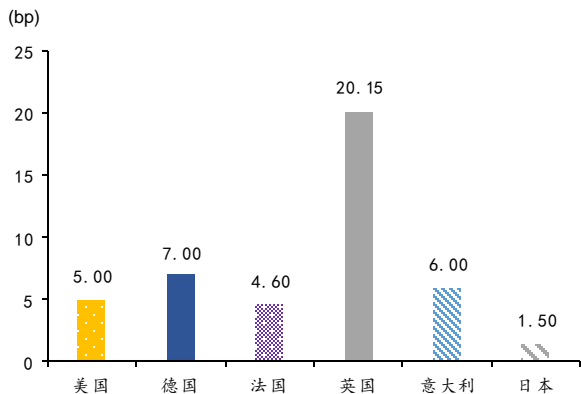
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

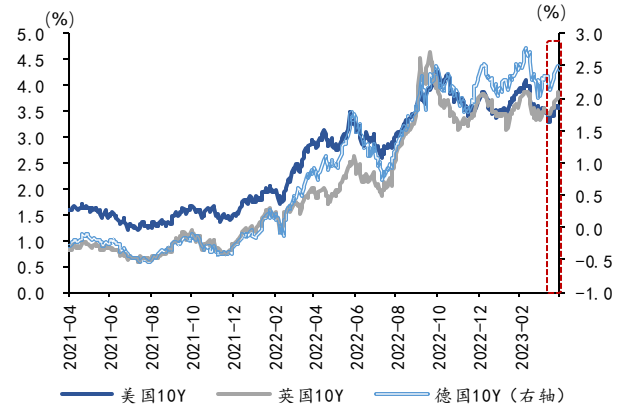
(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率全线上涨

发达国家 10 年期国债收益率全线上行。美国 10Y 国债收益率上行 5.00bp 至 3.57%, 德国 10Y 国债收益率上行 7.00bp 至 2.44%; 英国、意大利、法国和日本分别上行 20.15bp、6.00bp、4.60bp 和 1.50bp。

图表93: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率全线上涨



图表94: 当周, 美德英 10Y 收益率均上行

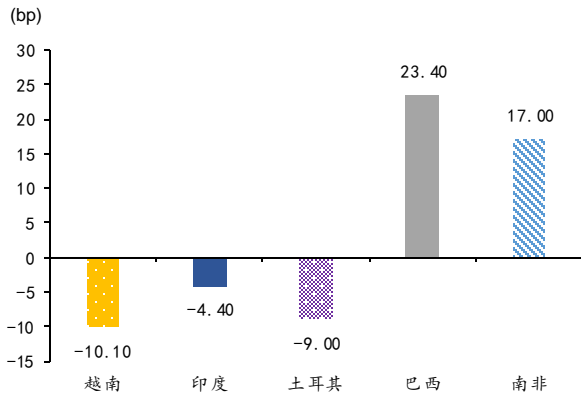


来源: Wind, 国金证券研究所

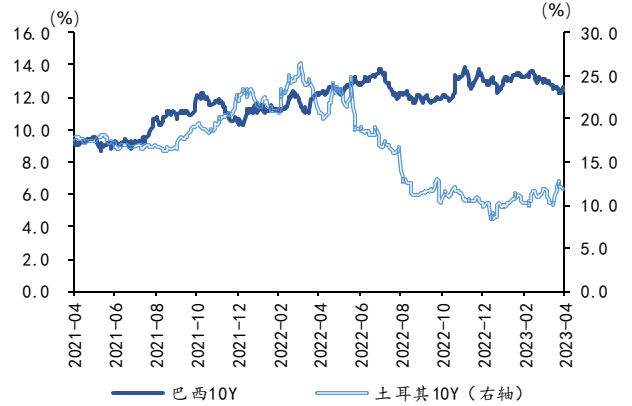
来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率涨跌分化。土耳其 10Y 国债收益率下行 9.00bp 至 11.92%, 巴西 10Y 国债收益率上行 12.60bp 至 23.40%; 南非 10Y 国债收益率上行 17.00bp, 越南和印度 10Y 国债收益率分别下行 10.10bp 和 4.40bp。

图表95: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌不一



图表96: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率分别下行、上行



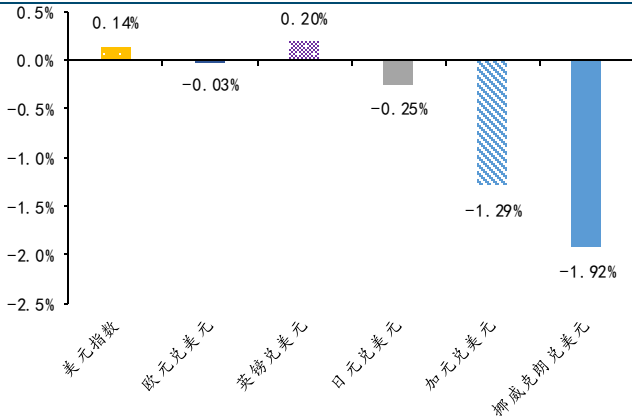
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

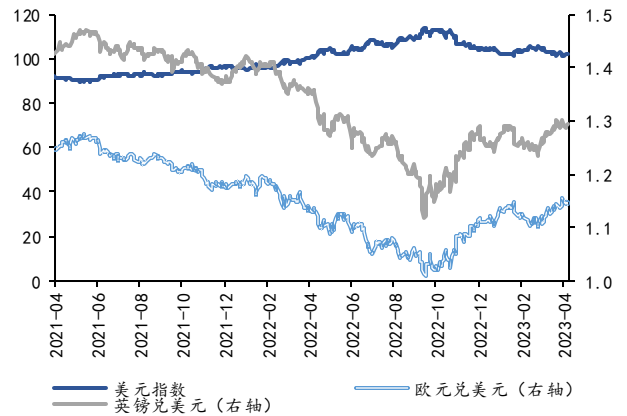
(三) 外汇市场追踪: 美元指数走强, 人民币兑美元贬值、兑欧元和英镑均贬值

美元指数走强, 本周上涨 0.14% 至 101.72。挪威克朗、加元、日元和欧元兑美元分别贬值 1.92%、1.29%、0.25% 和 0.03%, 仅英镑兑美元升值 0.20%。主要新兴市场兑美元汇率悉数下跌, 雷亚尔、韩元、菲律宾比索、印尼卢比和土耳其里拉兑美元分别贬值 2.78%、1.89%、0.95%、0.91% 和 0.22%。

图表97: 当周, 美元指数上涨, 仅英镑兑美元升值



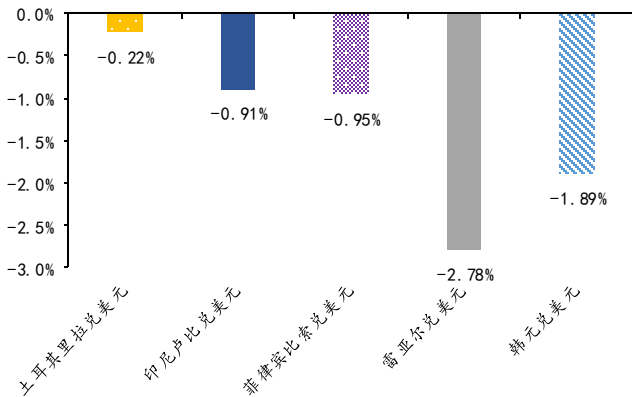
图表98: 当周, 英镑、欧元兑美元分别升值、贬值



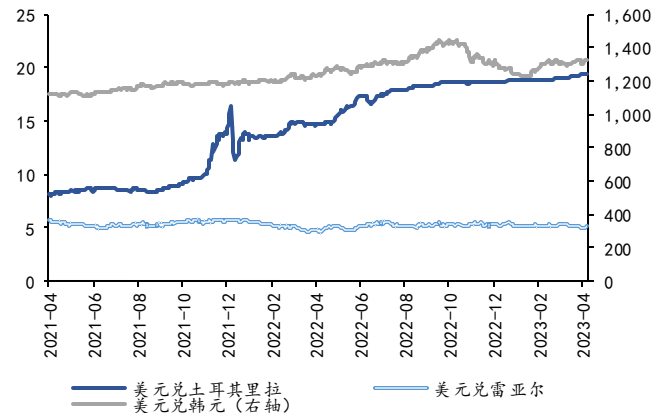
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表99: 当周, 主要新兴市场兑美元全线下跌



图表100: 土耳其里拉、雷亚尔和韩元兑美元贬值

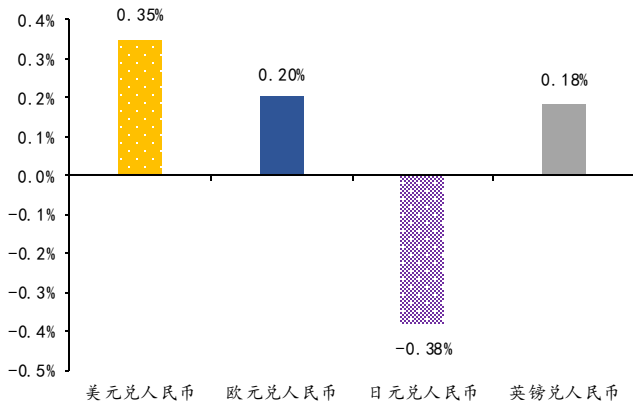


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元贬值 0.35%, 兑欧元和英镑分别贬值 0.20% 和 0.18%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 240bp 至 6.8920, 美元兑离岸人民币汇率上行 285bp 至 6.9005。

图表101: 当周, 美元、英镑和欧元兑人民币升值



图表102: 当周, 人民币兑美元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

(四) 大宗商品市场追踪: 原油和贵金属价格下跌, 黑色、有色和农产品价格涨跌分化

原油、贵金属价格均下跌, 黑色、有色和农产品价格涨跌分化。其中, 仅玻璃、生猪、LME 镍、LME 铝和棉花上涨, 分别上涨 11.43%、3.24%、0.78%、0.46%和 0.44%; 跌幅最大的是焦煤、铁矿石和 WTI 原油, 分别下跌 13.22%、9.21%和 5.63%。对欧美持续收紧货币政策和经济衰退的担忧, 加剧原油下跌; 由于煤炭一季度产量高企且进口高位, 叠加焦钢企业低库存策略, 焦价短期内或维持弱势。

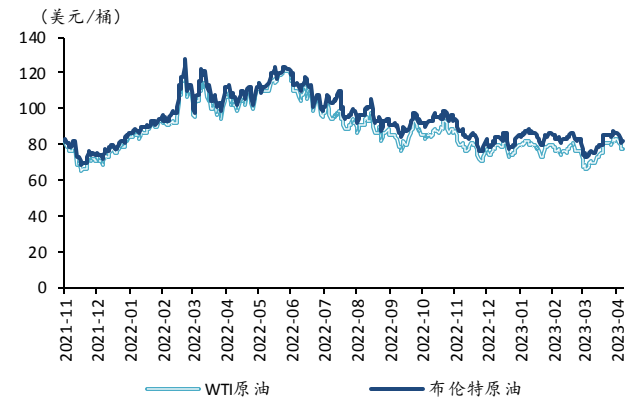
图表103: 当周, 商品价格走势多数下跌

类别	品种	2023-04-21	2023-04-14	2023-04-07	2023-03-31	2023-03-24
原油	WTI原油	-5.63%	2.26%	6.65%	9.25%	3.78%
	布伦特原油	-5.39%	1.40%	6.71%	6.37%	2.77%
贵金属	COMEX黄金	-1.04%	-0.28%	2.01%	-0.79%	0.02%
	COMEX银	-1.25%	1.88%	3.58%	4.77%	4.53%
有色	LME铜	-2.86%	2.82%	-1.09%	0.03%	3.60%
	LME铝	0.46%	2.01%	-1.47%	2.72%	1.45%
	LME镍	0.78%	7.43%	-2.81%	0.78%	-1.89%
	LME锌	-4.74%	3.08%	-3.15%	0.03%	-0.65%
黑色	玻璃	11.43%	1.19%	2.44%	0.18%	4.54%
	焦煤	-13.22%	-4.32%	4.76%	-0.51%	2.63%
	沥青	-1.25%	2.72%	2.85%	1.96%	-1.27%
	铁矿石	-9.21%	1.83%	-3.63%	5.77%	-4.66%
	螺纹钢	-1.34%	-2.07%	-3.72%	0.61%	-3.81%
农产品	生猪	3.24%	-2.14%	-0.73%	9.24%	0.00%
	棉花	0.44%	-0.44%	2.48%	3.09%	-0.04%
	豆粕	-2.40%	1.74%	1.45%	0.11%	-5.24%
	豆油	-2.66%	-1.98%	1.67%	3.70%	-4.08%

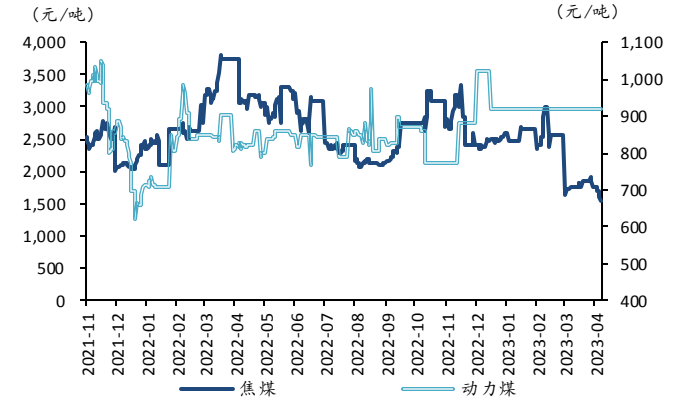
来源: Wind, 国金证券研究所

原油价格均下跌, 黑色价格多数下跌。WTI 原油价格下跌 5.63%至 77.87 美元/桶, 布伦特原油价格下跌 5.39%至 81.66 元/桶。动力煤价格持平在 921 元/吨, 焦煤价格下跌 13.22%至 1536 元/吨; 铁矿石、螺纹钢和沥青价格分别下跌 9.21%至 858 元/吨、1.34%至 3828 元/吨和 1.25%至 3801 元/吨; 仅玻璃价格大涨, 涨幅为 11.43%。

图表104: WTI 原油、布伦特原油价格下跌



图表105: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格下跌

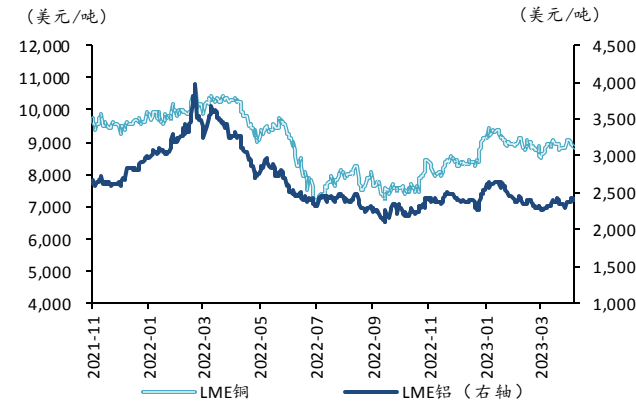


来源: Wind, 国金证券研究所

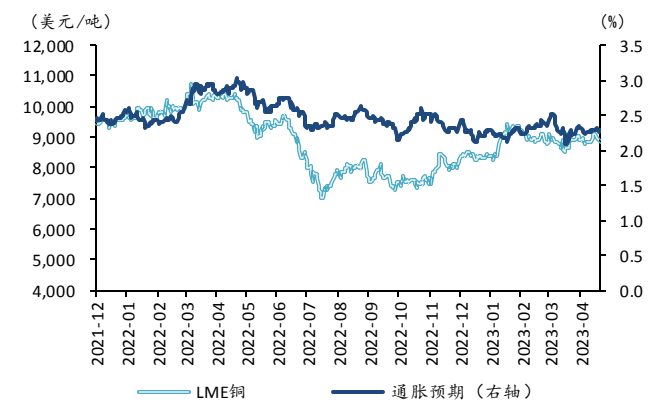
来源: Wind, 国金证券研究所

铜铝价格涨跌分化, 贵金属价格均下跌。LME 铜下跌 2.86%至 8826 美元/吨, LME 铝上涨 0.46%至 2398 美元/吨。通胀预期从前值的 2.30%下降至 2.28%。COMEX 黄金下跌 1.04%至 1982.90 美元/盎司, COMEX 银上涨 1.25%至 25.18 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.22%上行至 1.29%。

图表106: 当周, 铝价上涨, 铜价下跌



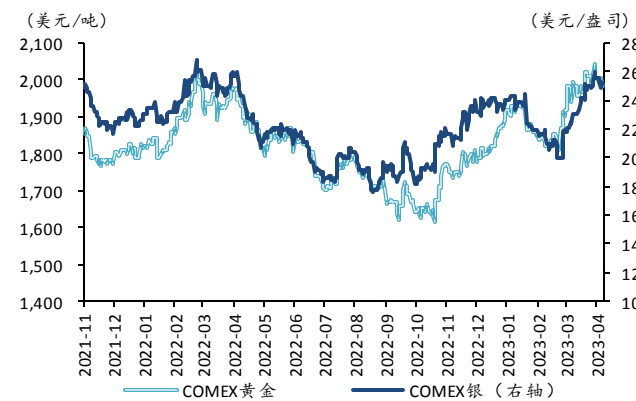
图表107: 当周, 通胀预期降温



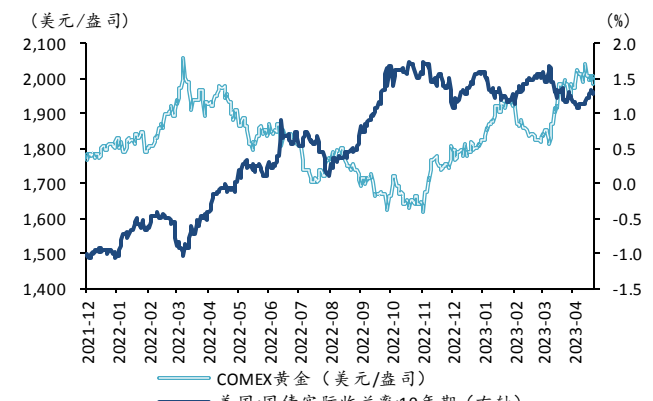
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表108: 当周, 黄金、白银价格均下跌



图表109: 当周, 10Y 美债实际收益率上行



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. 俄乌冲突再起波澜：2023年1月，美德继续向乌克兰提供军事装备，俄罗斯称，视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹：近半年来，海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期：与2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%，在全球性劳动短缺的情况下，美欧2023年仍面临超额工资通胀压力。



**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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402