

西南策略图集—2023年4月

摘要

- **美国银行业风波后暂未出现信贷加速收紧，但信贷需求有所回落**:市场对信贷标准松紧的观察普遍基于美联储季度开展的 Senior Loan Officer Opinion Survey (SLOOS)，其最新的信贷标准是基于22年12月下旬的样本汇总而成，尚未反映出近期银行业风波对信贷的影响。达拉斯联储每六周进行一次的 Banking Condition Survey 则是一个很好的补充，该调查主要针对德克萨斯州和路易斯安娜州的银行经营状况。昨日公布的最新调查数据采集时间为今年3月21日至29日，能体现出SVB风波后对银行业经营的影响。调查显示，德克萨斯州和路易斯安娜州最新的放贷标准开始出现边际收紧（-35.9，前值-29.8；Banking Condition Survey 中数值越低表明银行放贷标准越严格），但仍低于去年11月的最低点-37.5，这意味着本轮加息周期中信贷供给最紧张时刻依旧是去年11月份，市场近期担心银行业风波后信贷条件的加速收紧暂未出现，信贷供给暂未大幅收缩。
- **BEA 高频信用卡消费数据在3月快速下行，指向美国消费数据承压**:美国商务部经济分析局 BEA 基于 Fiserv（美国最大的信用卡消费中介机构之一）的信用卡消费数据，来对美国不同种类的消费细项数据进行周度跟踪。2021年以来，该高频信用卡消费数据对月度正式披露的零售消费数据有较强的同步性。最新的信用卡支出同比已经连续4周同比负增，并创下2021年以来最低增速。
- **3月红皮书销售同比加速下滑，美国零售消费或承压**:最新的3月红皮书销售同比快速回落至0.4%（前值4.6%），预测美国3月官方零售同比-1.7%，这远低于当前市场预期的5.7%。SVB 银行业风波后美国居民零售消费出现加速下滑迹象，前期弱于预期的 JOLTS 职位空缺数已经引发市场一轮担忧情绪，警惕美国最新零售消费不及预期带来的风险偏好下滑风险。更高的终端利率使得无论是即期10年减2年利差，还是预期1年或2年后的远期10年减2年利差，均出现进一步倒挂。
- **美国主权债 CDS 继续飙升**:美国一年期主权债 CDS 继续向上飙升，高于09、11、13 三次高点；联邦政府税收收入疲软导致交易员正在对债务上限 X-date 提前到来进行押注；VIX futures 期限结构呈现陡峭态势，近两个月合约价差达到历史同期限价差较高分位数；
- **基金经理对国内经济弱复苏逐步形成一致预期**:基金经理通常在基金季度报告里面的展望部分透露自己对未来一段时间的经济和市场看法，统计2009年以来季报中展望部分的词频，我们发现提及“弱复苏”的报告占比在过去半年快速上升，表明基金经理对国内宏观比较谨慎，历史报告中提及“弱复苏”的最高占比发生在2013年一季报。
- **风险提示**:历史归纳模型失效的风险。

西南证券研究发展中心

分析师:常潇雅
执业证号:S1250517050002
电话:021-58351932
邮箱:cxya@swsc.com.cn

相关研究

1. 2023Q1 公募基金持仓分析:加仓 TMT, 减仓新能源、金融 (2023-05-02)
2. 2013 年 TMT 行情复盘——主升浪下依旧是产业景气优先 (2023-04-27)
3. 西南策略图集—2023年3月 (2023-04-11)
4. 【西南策略·论】银行风险揭露 higher for longer 的代价:美国债务发散风险逐步抬升 (2023-03-22)
5. 西南策略图集—2023年2月 (2023-03-07)
6. 从原材料扩产视角,看哪些制造行业有望出现“营收-成本”剪刀差 (2023-02-04)

目 录

1 本月核心图表关注	1
2 西南策略跟踪指标（定期更新）	6

图 目 录

图 1: 达拉斯联储银行业调查 (%)	2
图 2: BEA 高频信用卡消费数据在 3 月快速下行	3
图 3: 3 月红皮书销售同比加速下滑, 美国零售消费或承压	4
图 4: 美国主权债 CDS 继续飙升	5
图 5: 基金经理对国内经济弱复苏逐步形成一致预期	6
图 6: 中国经济短周期领先-同步指标	6
图 7: 中国经济短周期领先-同步指标	7
图 8: 产成品和原材料库存增速	7
图 9: 16 类下游商品周度加权开工率	8
图 10: 房价领先指标	8
图 11: 中国大类资产价格和全球制造业 PMI (左轴%)	9
图 12: EGI 和国内经济短周期同步指标 (左轴%)	9
图 13: 全球制造业 PMI 领先指标 (%)	10
图 14: 美国综合 PMI 和领先指标 (%)	10
图 15: 美国制造业 PMI 和 OECD 扩散指数 (%)	11
图 16: 美国制造业 PMI 和费城联储领先指数 (%)	11
图 17: 美国制造业 PMI 和利率综合指标 (%)	12
图 18: 美国制造业 PMI 和金融条件指数 (%)	12
图 19: 欧洲区制造业 PMI 和 EU ZEW 景气现状指数 (%)	13
图 20: 欧元区制造业 PMI 和 M1 增速 (%)	13
图 21: 欧元区消费者信心指数和失业率 (%)	14
图 22: 德国 IFO 预期指数和现状指数 (%)	14
图 23: FFR 拟合模型 (%)	15
图 24: 10 年期美债拟合模型 (%)	15
图 25: 美股拟合模型	16
图 26: 人民币拟合模型 (基于购买力平价的公允价值、加入经济不确定指数的拟合模型)	16
图 27: 沪深 300 拟合模型	17
图 28: 上证综指拟合模型	17
图 29: 中美周期相位差和美元指数	18
图 30: 中国十年期国债周期、趋势 vs 同步指标 (%)	18
图 31: 成长价值风格拟合模型	19
图 32: 2023 年 4 月份中信一级行业相关性矩阵 (基于过去三个月表现)	19
图 33: 2023 年 3 月中信一级行业相关性矩阵 (基于过去三个月表现)	19
图 34: 相关性变化	20
图 35: 中信一级行业聚类结果 (% , 根据过去三个月行业日度涨跌幅计算)	20
图 36: 中证 800 成分股收益率配对滚动相关性	20
图 37: 中证 800 市场宽度	21
图 38: 中证 800 成分股截面收益率分散度	21

1 本月核心图表关注

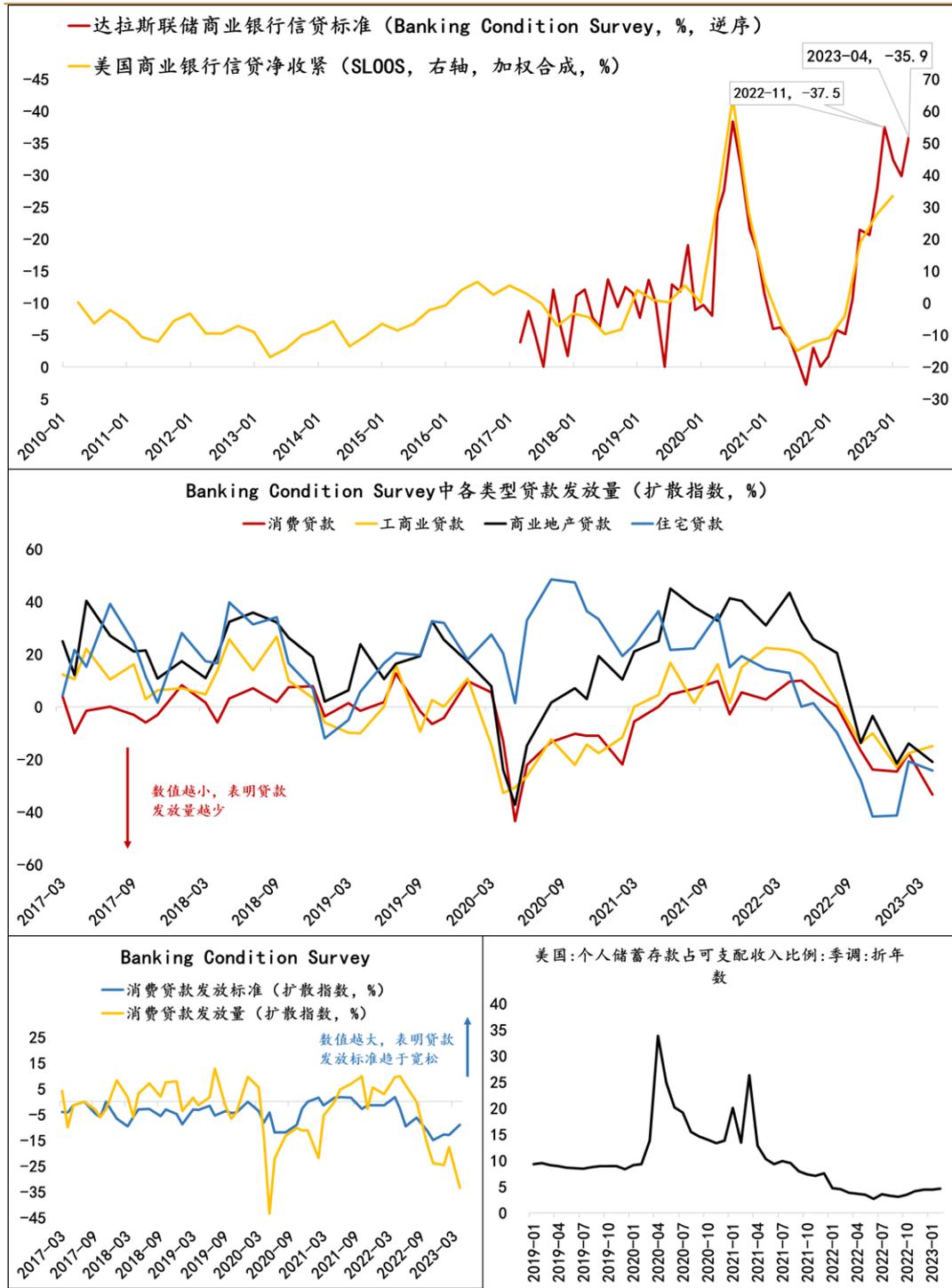
(1) 美国银行业风波后暂未出现信贷加速收紧，但信贷需求有所回落（20230404）

SVB 风波后投资者普遍关注美国银行信贷政策将会呈现几何的收紧，进而如何影响后续经济。市场对信贷标准松紧的观察普遍基于美联储季度开展的 Senior Loan Officer Opinion Survey (SLOOS)，其最新的信贷标准是基于 22 年 12 月下旬的样本汇总而成，尚未反映出近期银行业风波对信贷的影响。达拉斯联储每六周进行一次的 Banking Condition Survey 则是一个很好的补充，该调查主要针对德克萨斯州和路易斯安那州的银行经营状况。昨日公布的最新调查数据采集时间为今年 3 月 21 日至 29 日，能体现出 SVB 风波后对银行业经营的影响。

调查显示，德克萨斯州和路易斯安那州最新的放贷标准开始出现边际收紧（-35.9，前值 -29.8；Banking Condition Survey 中数值越低表明银行放贷标准越严格），但仍低于去年 11 月的最低点 -37.5，这意味着本轮加息周期中信贷供给最紧张时刻依旧是去年 11 月份，市场近期担心银行业风波后信贷条件的加速收紧暂未出现，信贷供给暂未大幅收缩。

但各类型贷款（除了工商业贷款外）的发放量均出现明显下滑，这表明 SVB 风波后企业和居民信心受损，资金需求回落。特别是最新一期的消费贷款发放标准趋于宽松，但最终发放量依旧大幅下探，这背后或许表明了高通胀下美国居民部门消费意愿相较于去年开始明显承压，结合过去半年家庭部门储蓄率停止回落，美国消费可能趋于疲软，后续紧密跟踪美国消费情况。

图 1：达拉斯联储银行业调查 (%)



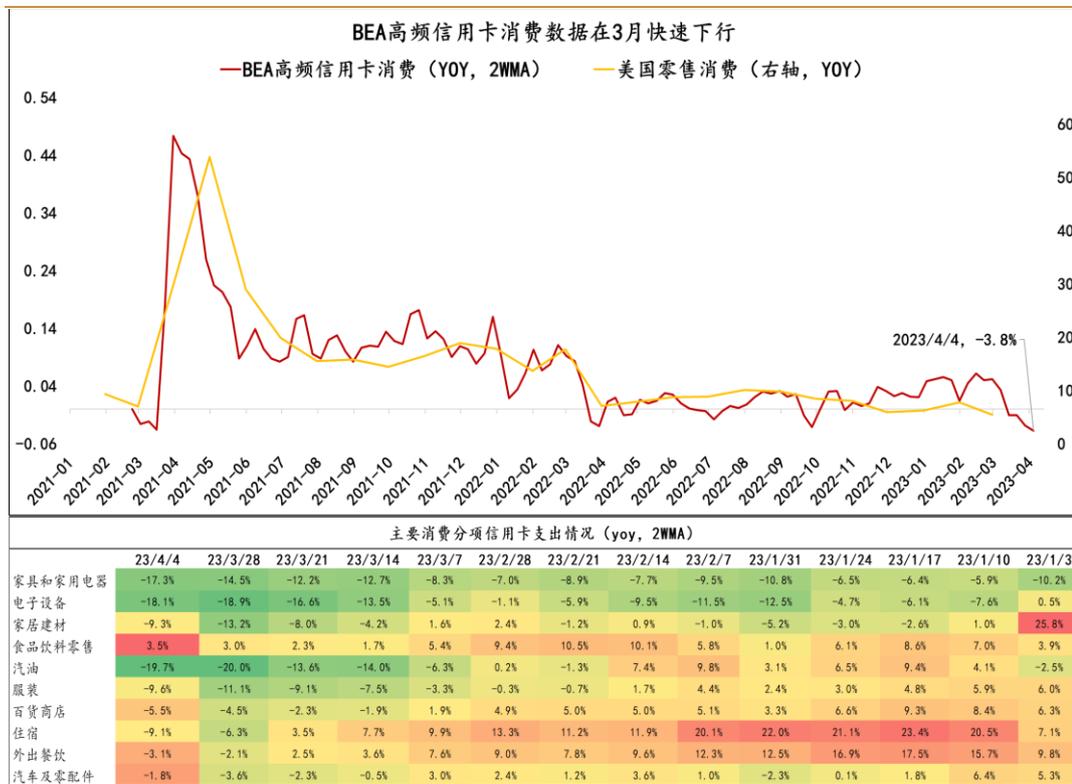
数据来源: Wind, 西南证券整理

(2) BEA 高频信用卡消费数据在 3 月快速下行，指向美国消费数据承压 (20230413)

美国商务部经济分析局 BEA 基于 Fiserv (美国最大的信用卡消费中介机构之一) 的信用卡消费数据，来对美国不同种类的消费细项数据进行周度跟踪。2021 年以来，该高频信用卡消费数据对月度正式披露的零售消费数据有较强的同步性。最新的信用卡支出同比已经连续 4 周同比负增，并创下 2021 年以来最低增速。

具体消费分项上看，食品饮料作为必需消费品支出韧性较强，而可选消费品——家具和家用电器、电子设备等则消费增速持续下滑。汽油和住宿消费亦处在快速回落通道中，这和市场上普遍预期的美国即将进入居民出行旺季相悖 (当然汽油消费下滑也叠加了去年俄乌战争推高油价所带来的高基数问题)。前期消费信贷条件收紧，加上 SVB 银行业风波或许使得居民消费意愿被压制，美国消费贷款发放量明显下滑，警惕美国后续消费不及预期的风险。

图 2: BEA 高频信用卡消费数据在 3 月快速下行

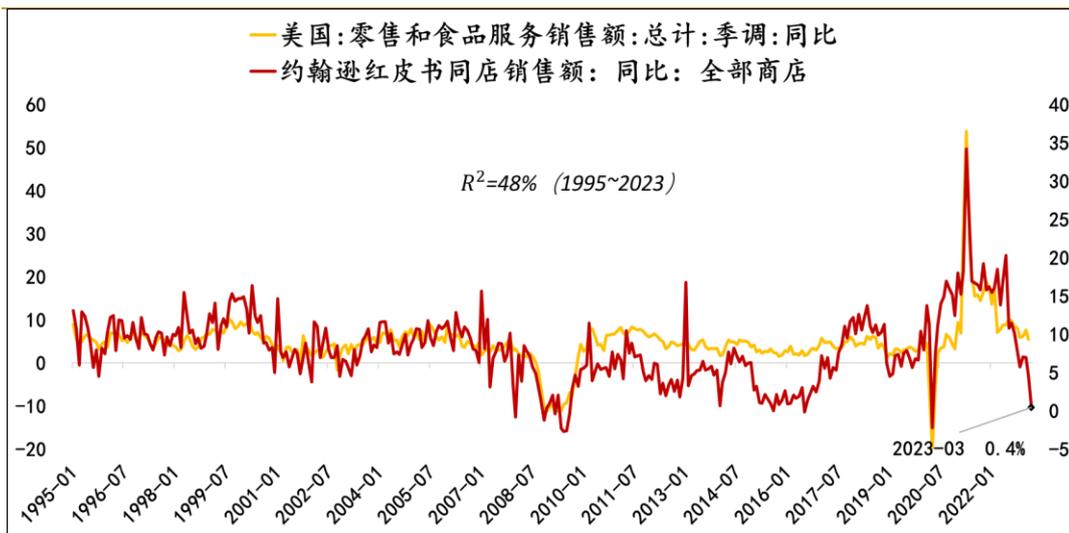


数据来源: Wind, 西南证券整理

(3) 3月红皮书销售同比加速下滑，美国零售消费或承压 (20230414)

红皮书月度零售同比和美国官方零售数据有较强的相关性，两者回归 R 方为 48%。最新的 3 月红皮书销售同比快速回落至 0.4% (前值 4.6%)，预测美国 3 月官方零售同比 -1.7%，这远低于当前市场预期的 5.7%。SVB 银行业风波后美国居民零售消费出现加速下滑迹象，前期弱于预期的 JOLTS 职位空缺数已经引发市场一轮担忧情绪，警惕美国最新零售消费不及预期带来的风险偏好下滑风险。更高的终端利率使得无论是即期 10 年减 2 年利差，还是预期 1 年或 2 年后的远期 10 年减 2 年利差，均出现进一步倒挂。

图 3：3 月红皮书销售同比加速下滑，美国零售消费或承压



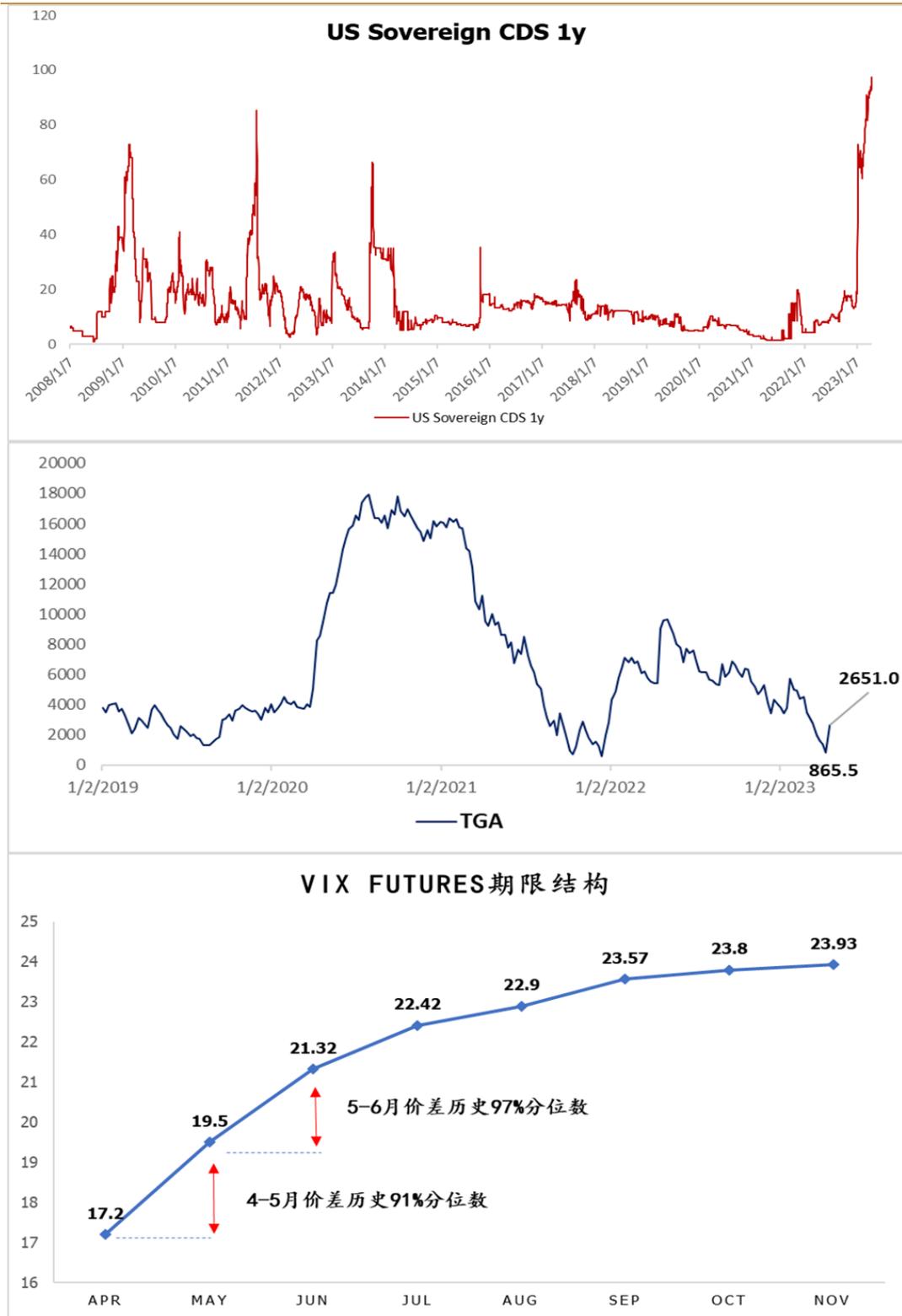
数据来源: Wind, 西南证券整理

(4) 美国主权债 CDS 继续飙升 (20230421)

美国一年期主权债 CDS 继续向上飙升，高于 09、11、13 三次高点；联邦政府税收收入疲软导致交易员正在对债务上限 X-date 提前到来进行押注；

VIX futures 期限结构呈现陡峭态势，近两个月合约价差达到历史同期期限价差较高分位数；

图 4：美国主权债 CDS 继续飙升

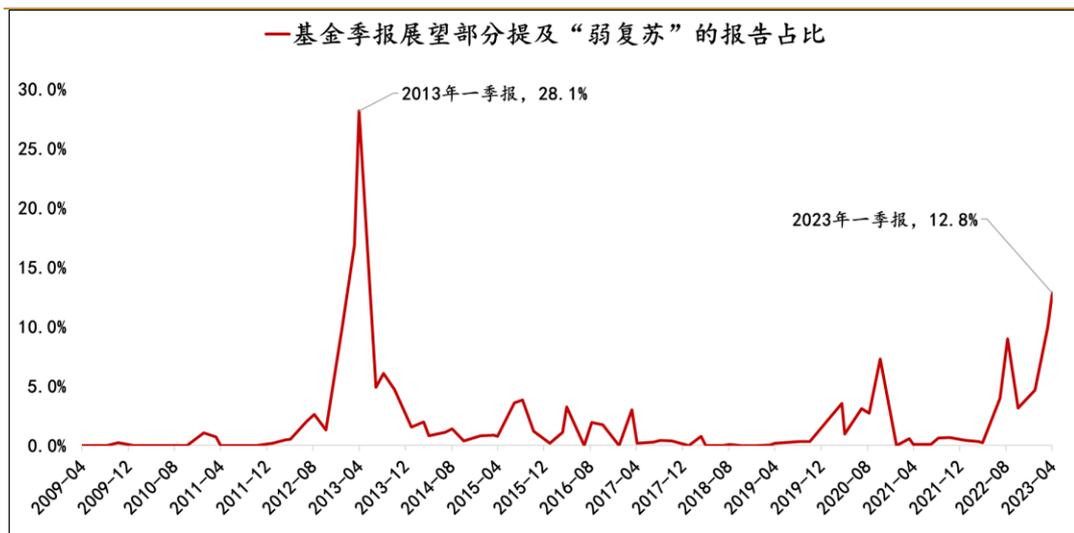


数据来源: Wind, 西南证券整理

(5) 基金经理对国内经济弱复苏逐步形成一致预期 (20230425)

基金经理通常在基金季度报告里面的展望部分透露自己对未来一段时间的经济和市场看法，统计 2009 年以来季报中展望部分的词频，我们发现提及“弱复苏”的报告占比在过去半年快速上升，表明基金经理对国内宏观比较谨慎，历史报告中提及“弱复苏”的最高占比发生在 2013 年一季度。

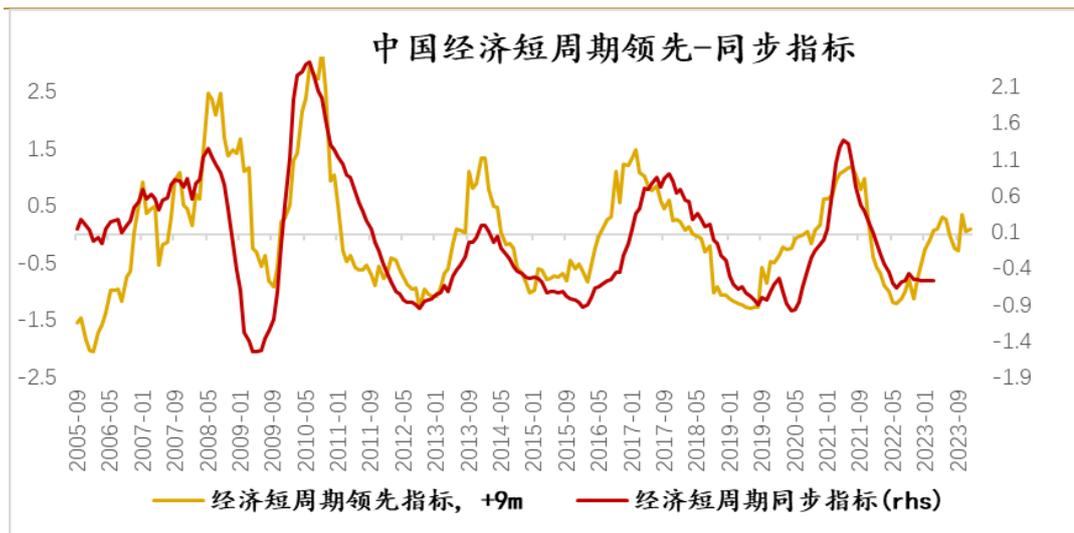
图 5：基金经理对国内经济弱复苏逐步形成一致预期



数据来源：Wind, 西南证券整理

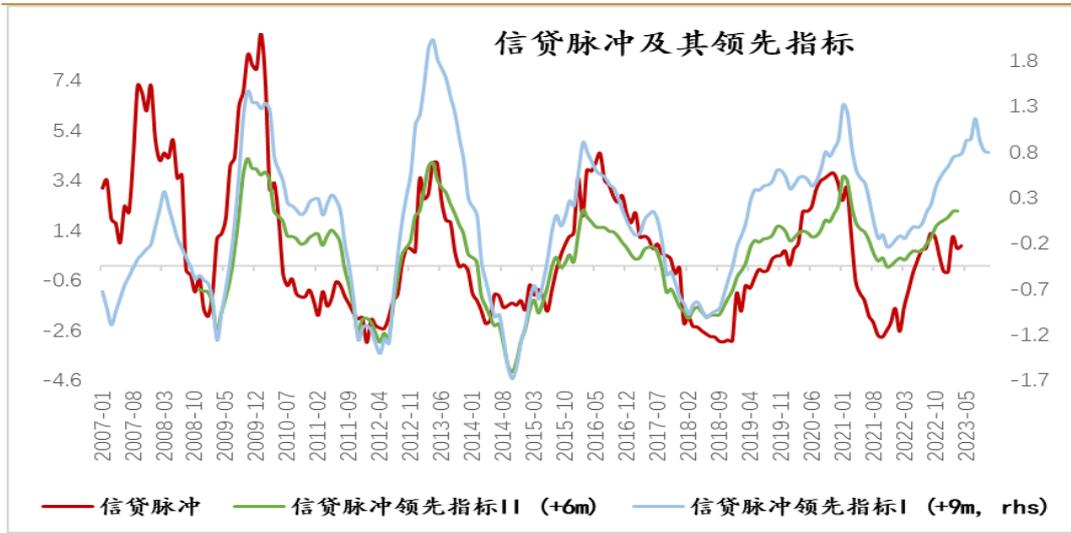
2 西南策略跟踪指标 (定期更新)

图 6：中国经济短周期领先-同步指标



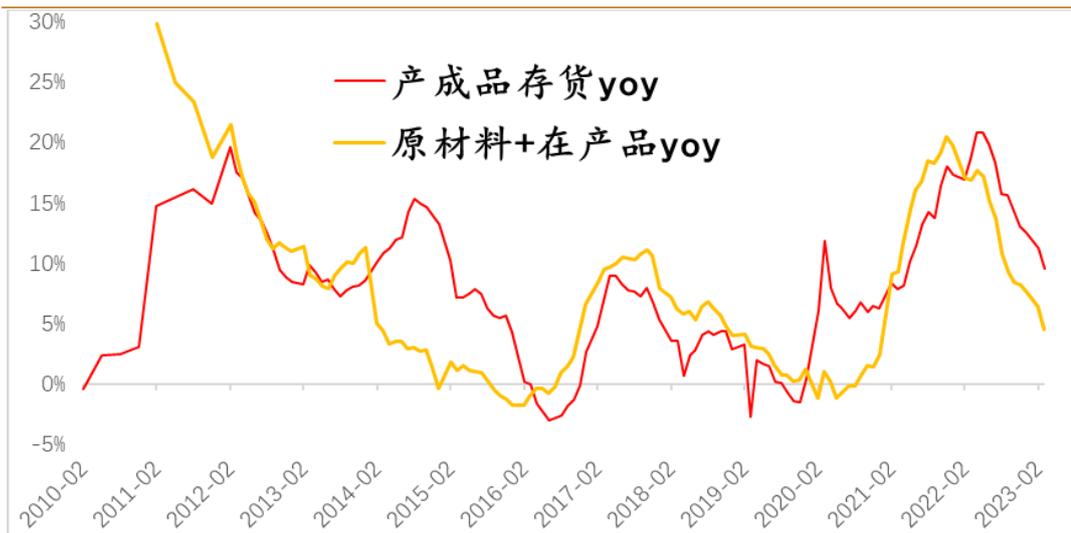
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 7：中国经济短周期领先-同步指标

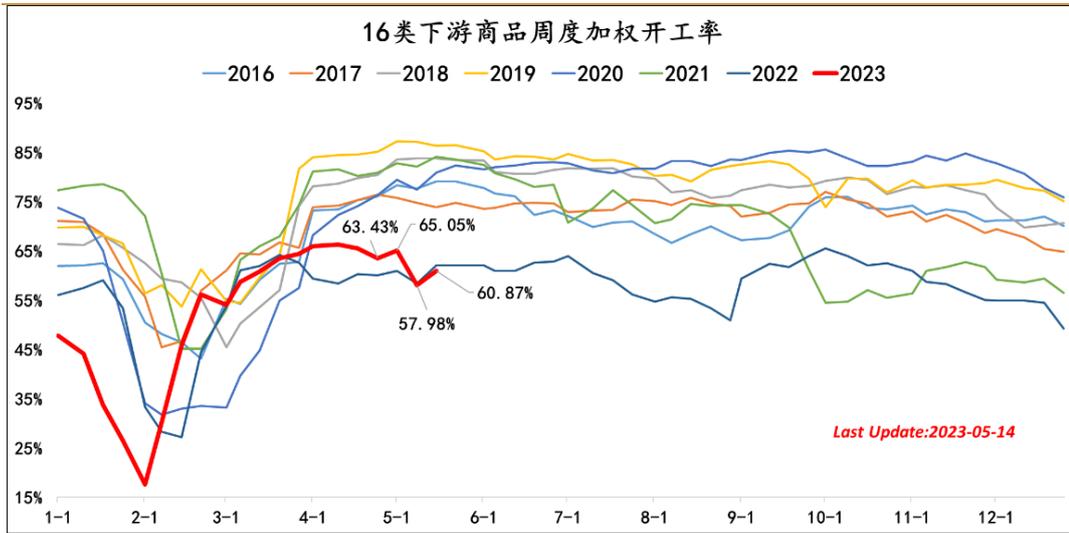


数据来源：Wind，西南证券整理

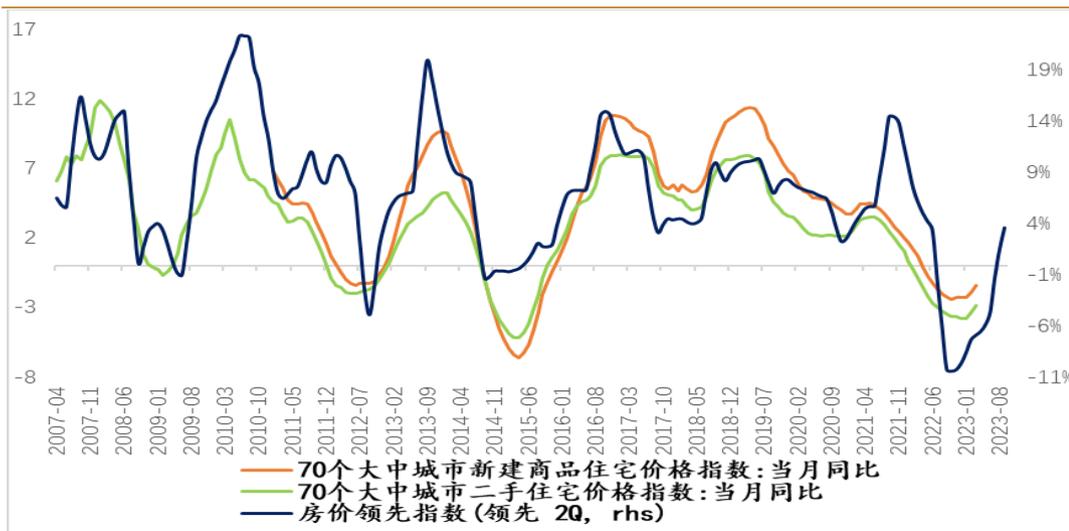
图 8：产成品和原材料库存增速



数据来源：Wind，西南证券整理

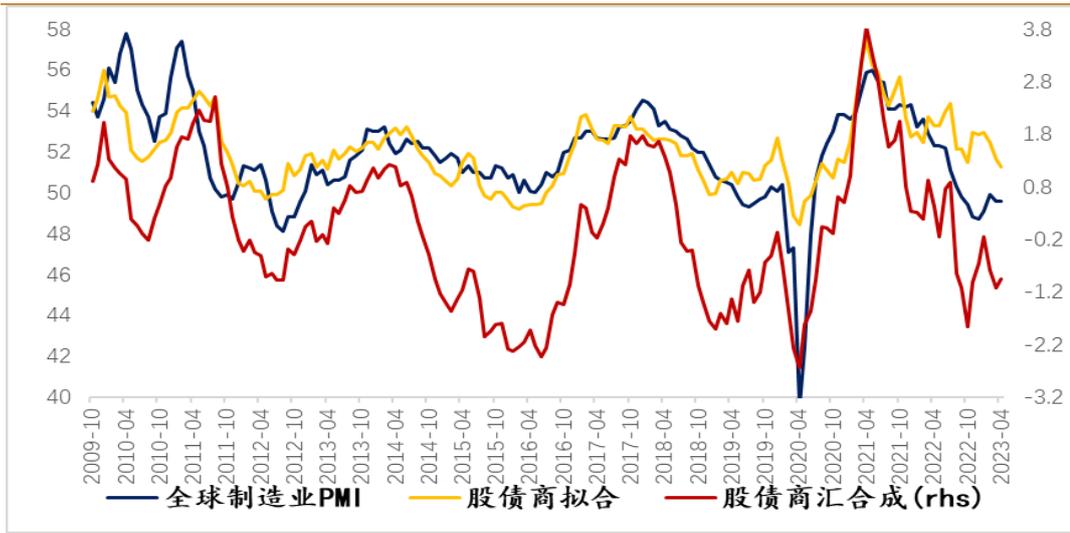
图 9：16 类下游商品周度加权开工率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：房价领先指标


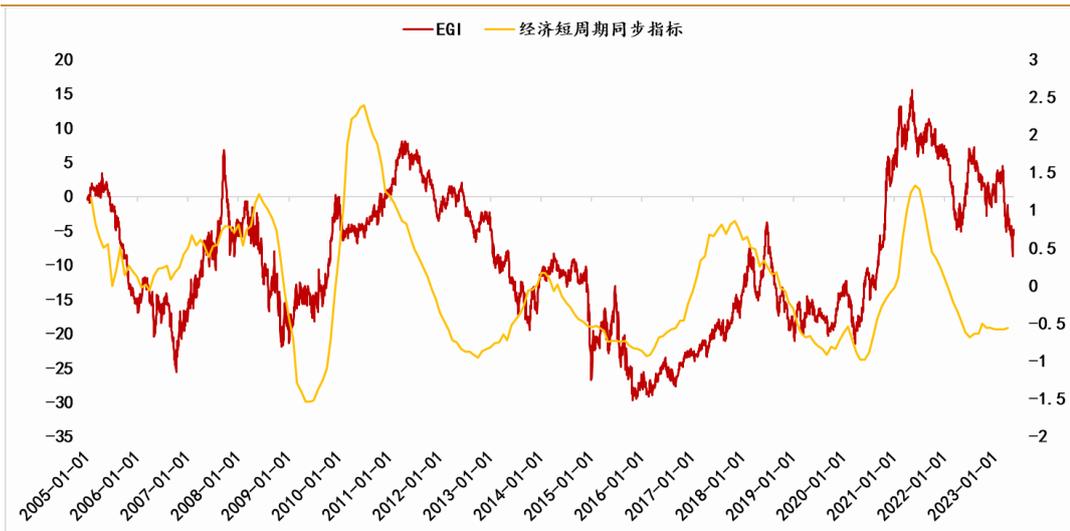
数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：中国大类资产价格和全球制造业 PMI（左轴%）



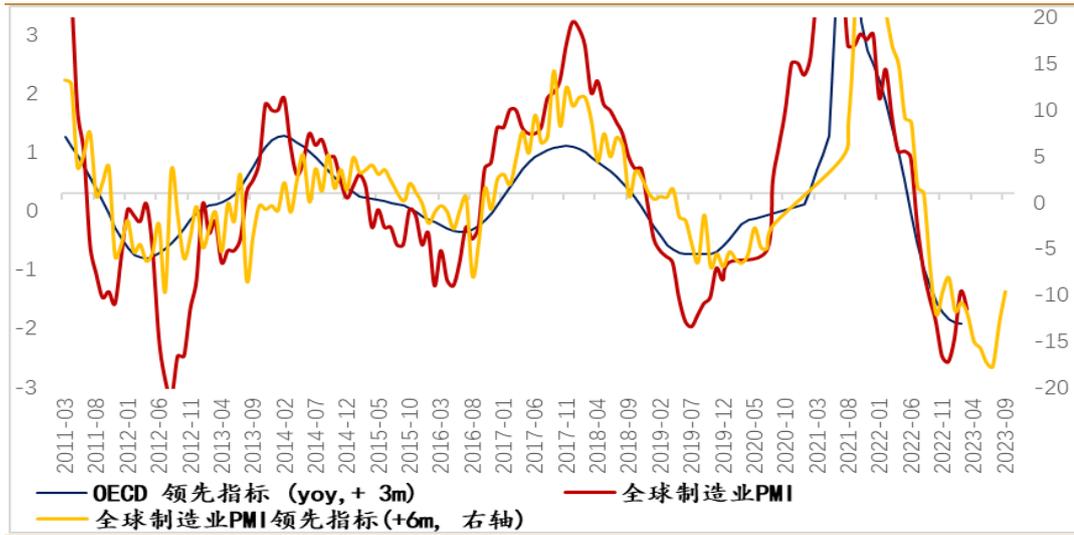
数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：EGI 和国内经济短周期同步指标（左轴%）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：全球制造业 PMI 领先指标 (%)



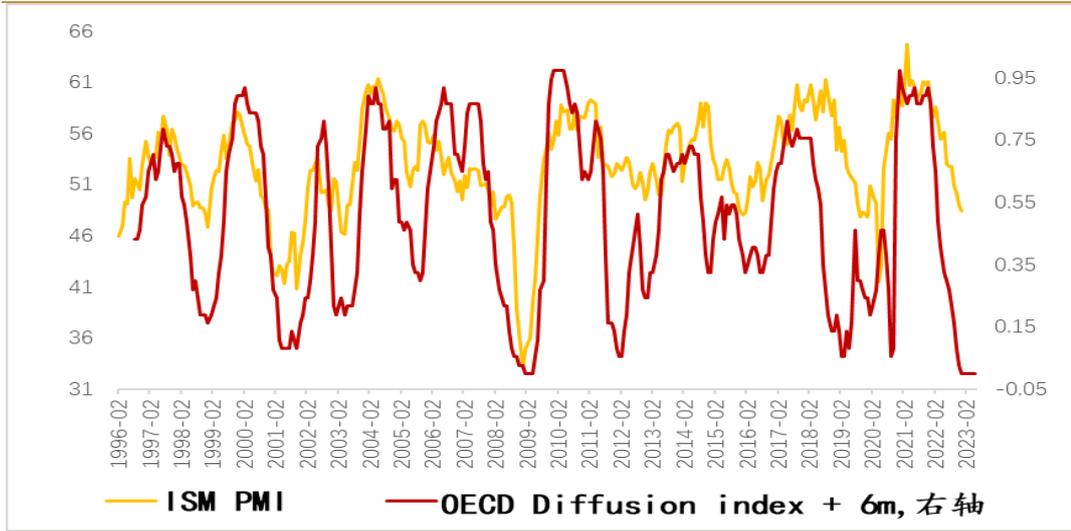
数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：美国综合 PMI 和领先指标 (%)



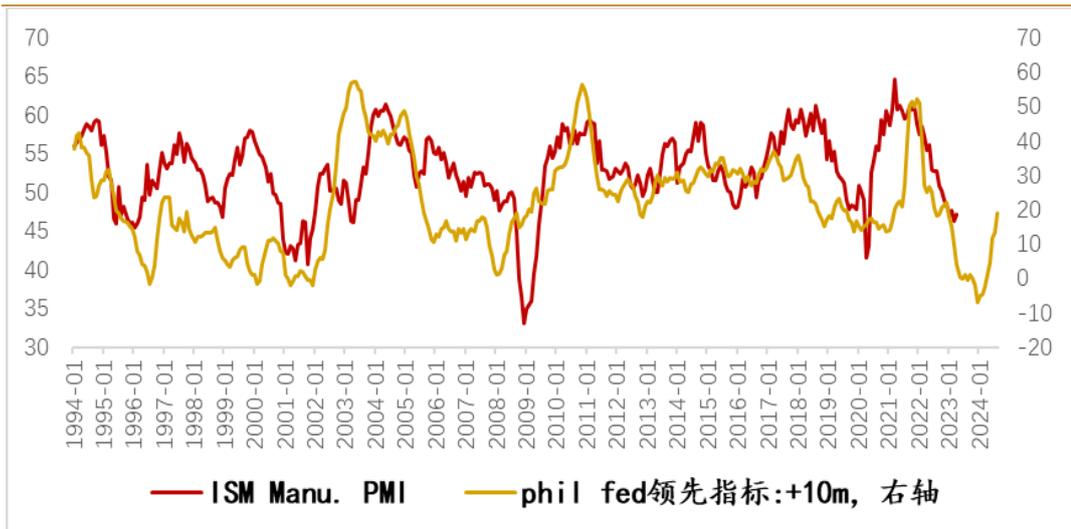
数据来源：Wind，西南证券整理

图 15: 美国制造业 PMI 和 OECD 扩散指数 (%)



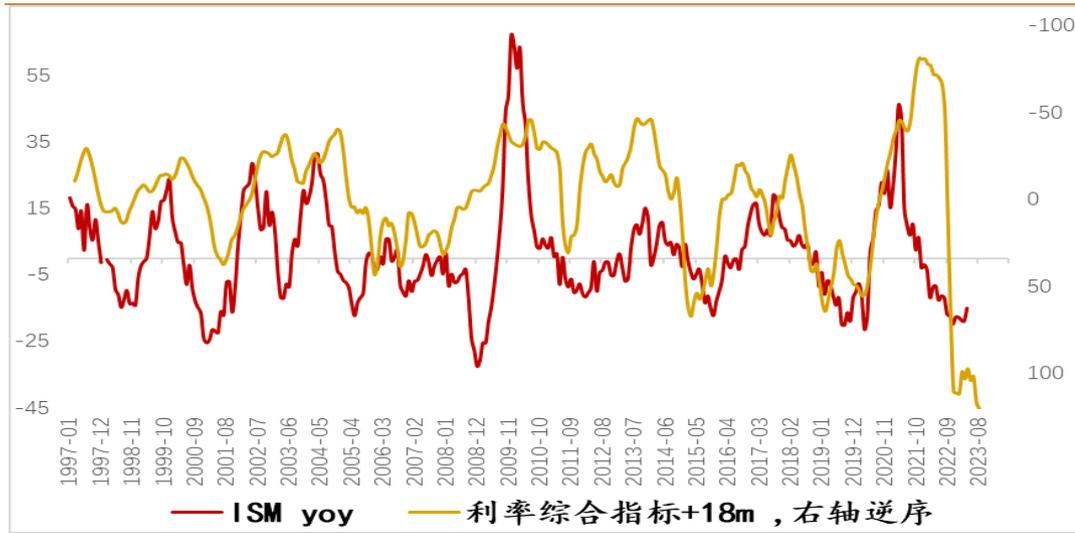
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 16: 美国制造业 PMI 和费城联储领先指数 (%)



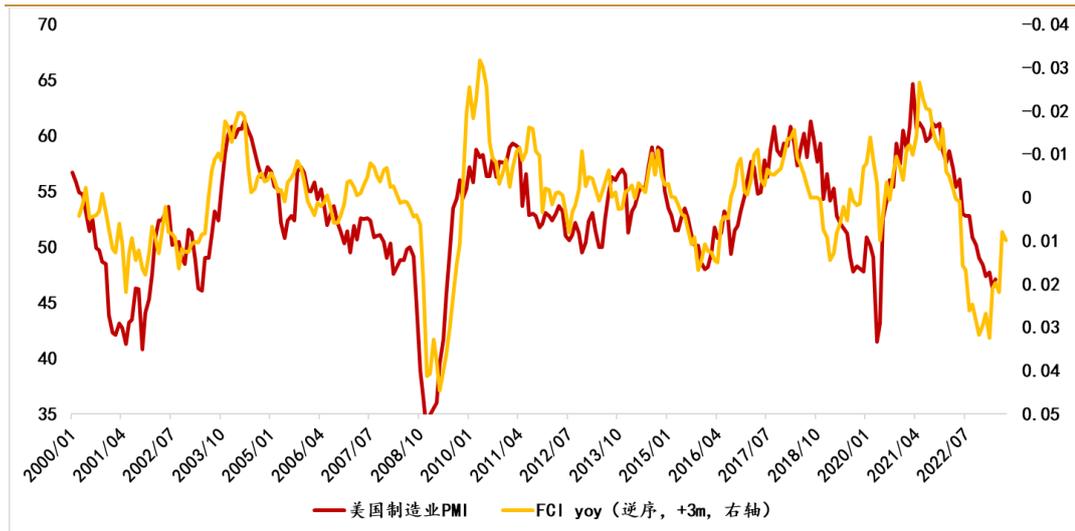
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 17：美国制造业 PMI 和利率综合指标 (%)



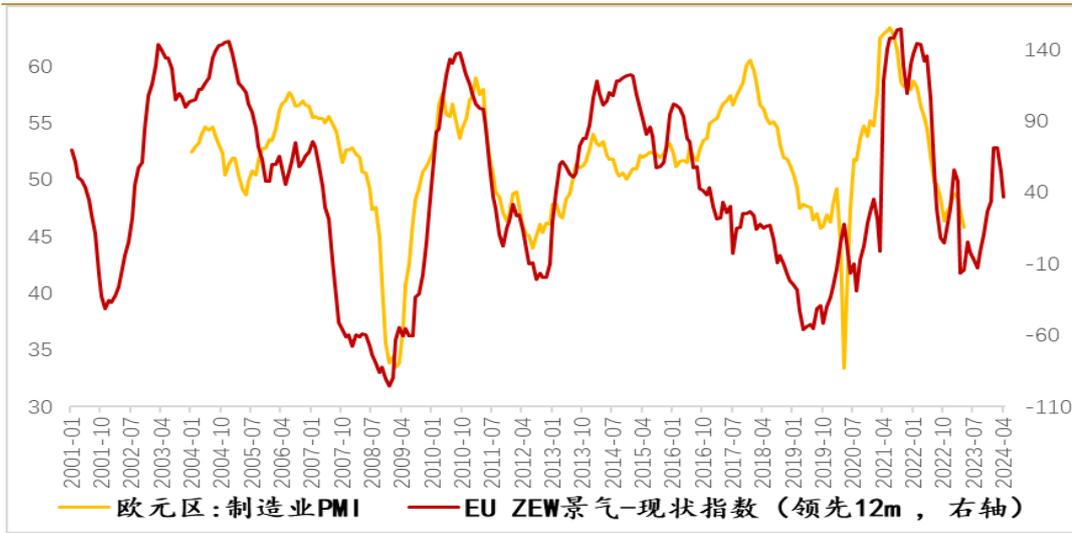
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 18：美国制造业 PMI 和金融条件指数 (%)



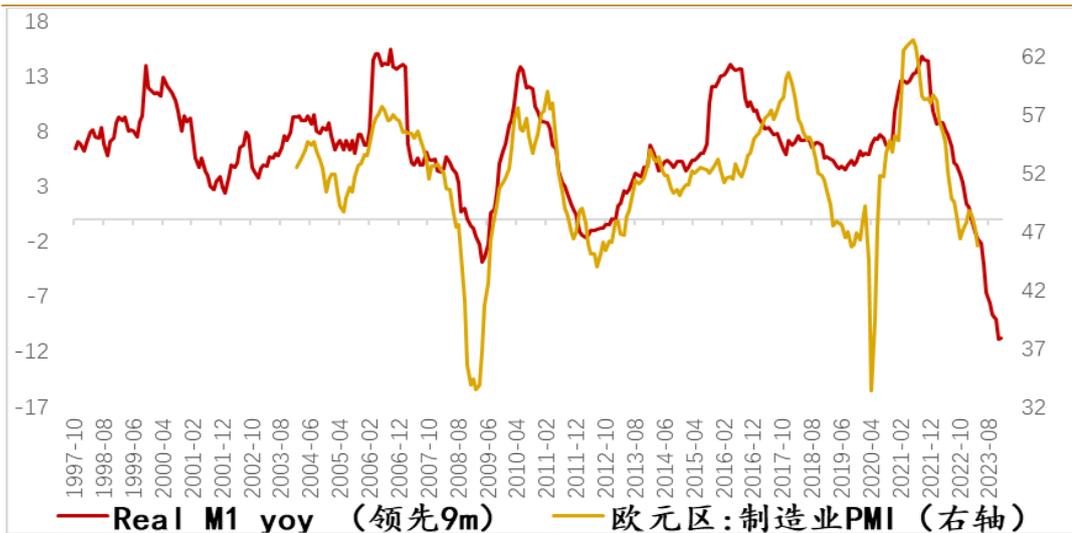
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 19：欧洲区制造业 PMI 和 EUZEW 景气现状指数 (%)



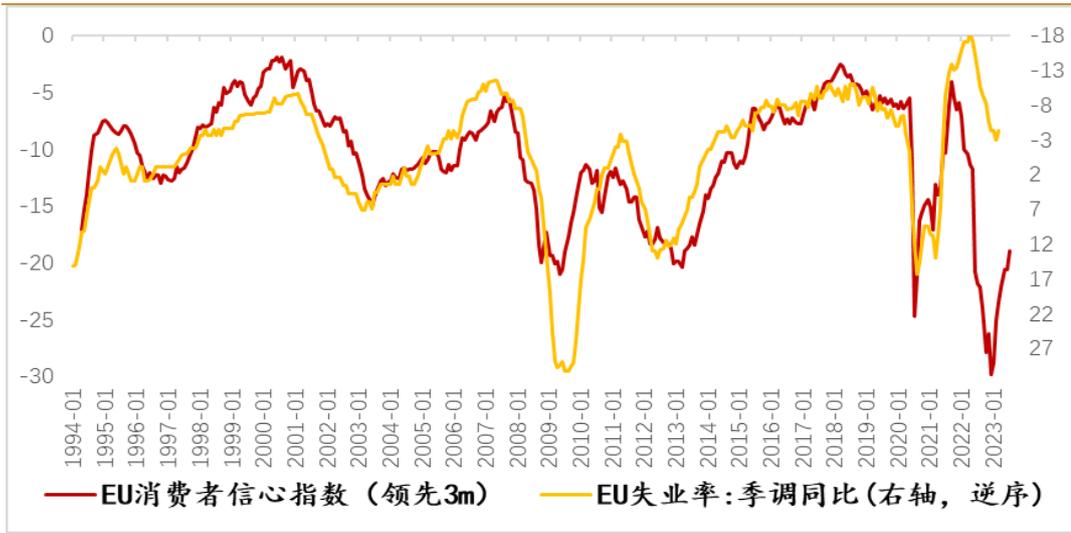
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 20：欧元区制造业 PMI 和 M1 增速 (%)



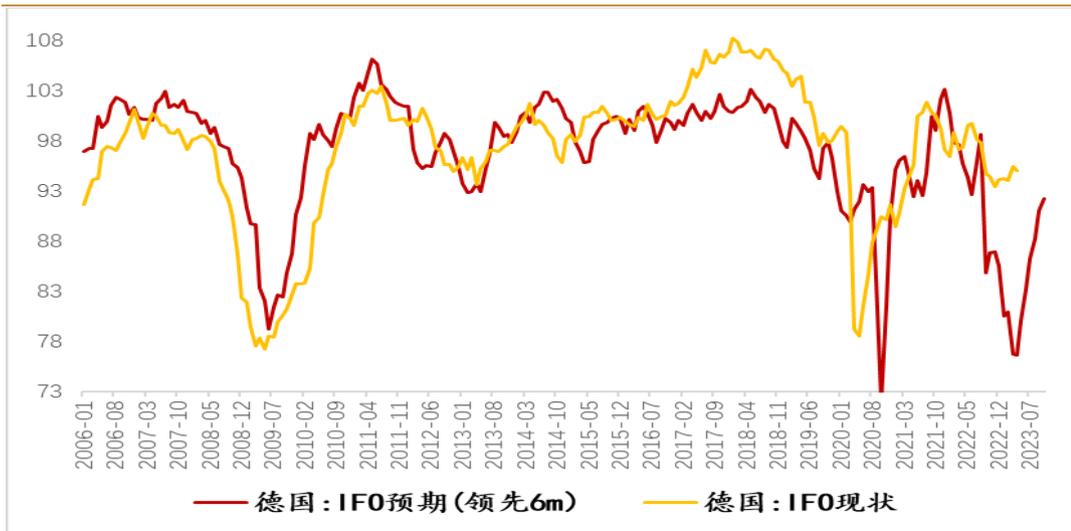
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 21：欧元区消费者信心指数和失业率 (%)



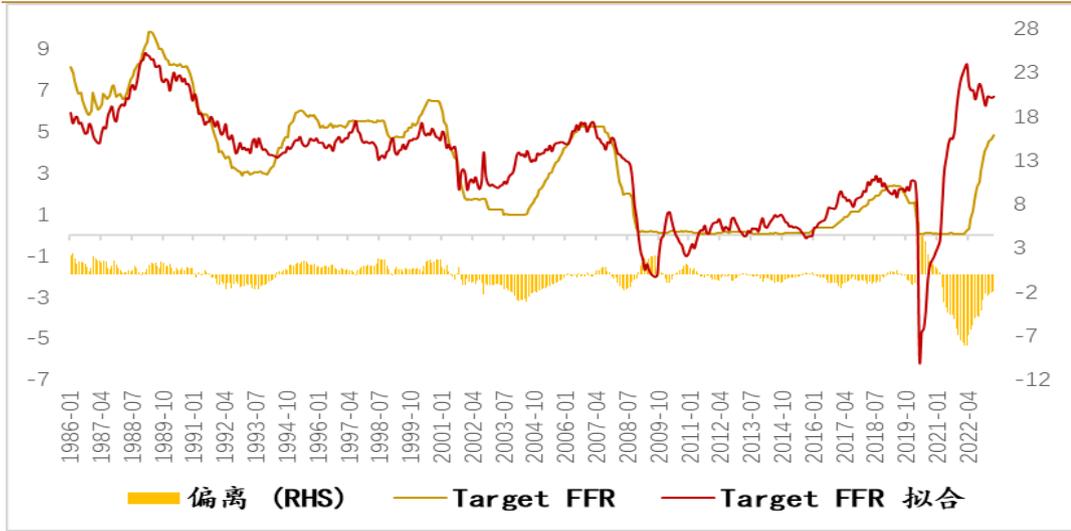
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 22：德国 IFO 预期指数和现状指数 (%)



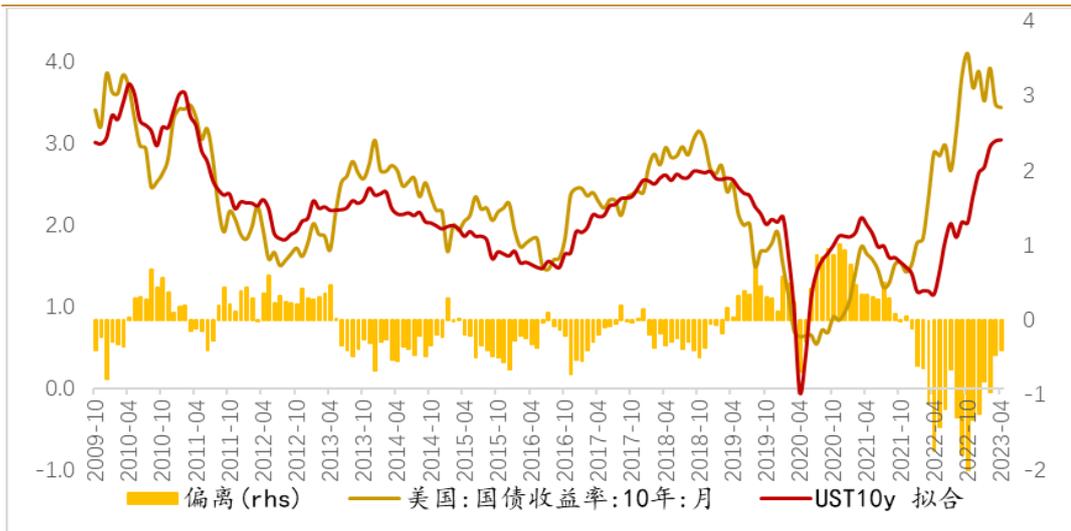
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 23: FFR 拟合模型 (%)



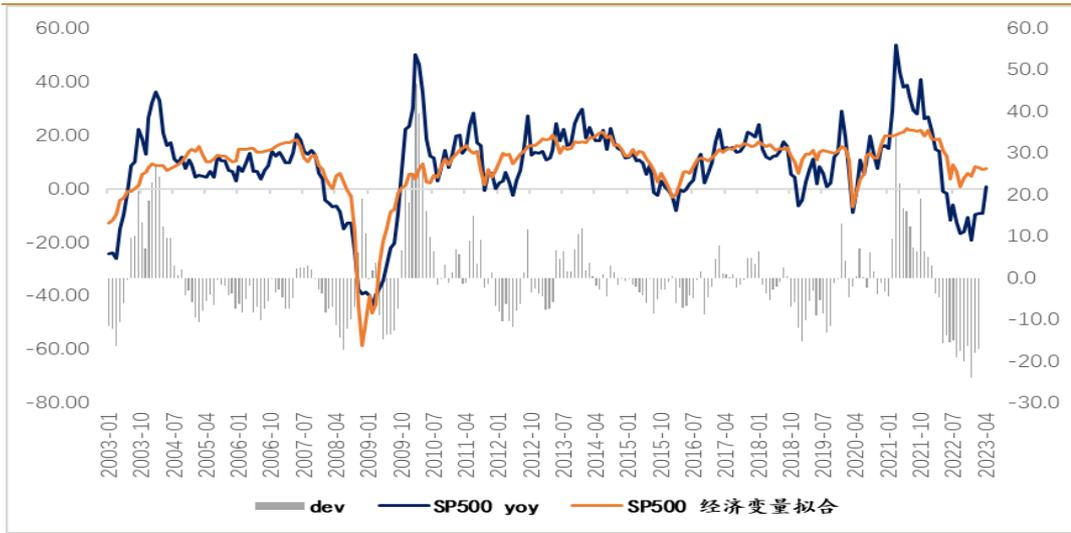
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 24: 10 年期美债拟合模型 (%)



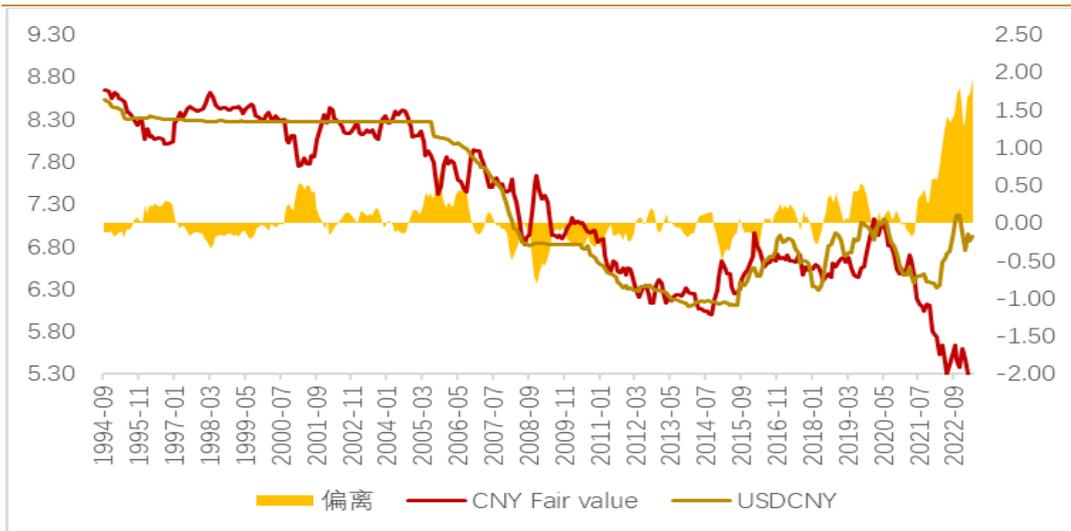
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 25：美股拟合模型



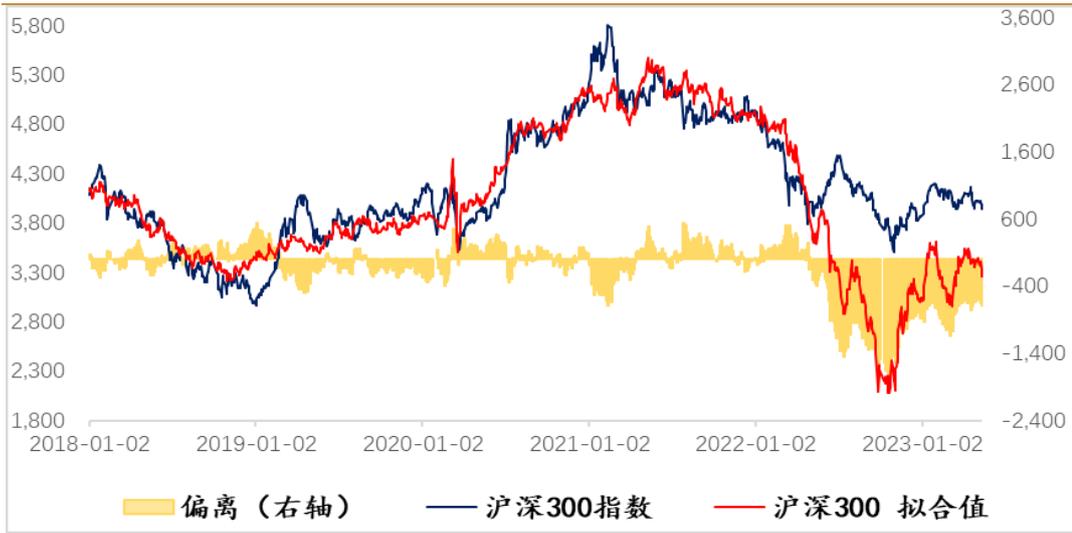
数据来源：Wind，西南证券整理

图 26：人民币拟合模型（基于购买力平价的公允价值、加入经济不确定指数的拟合模型）



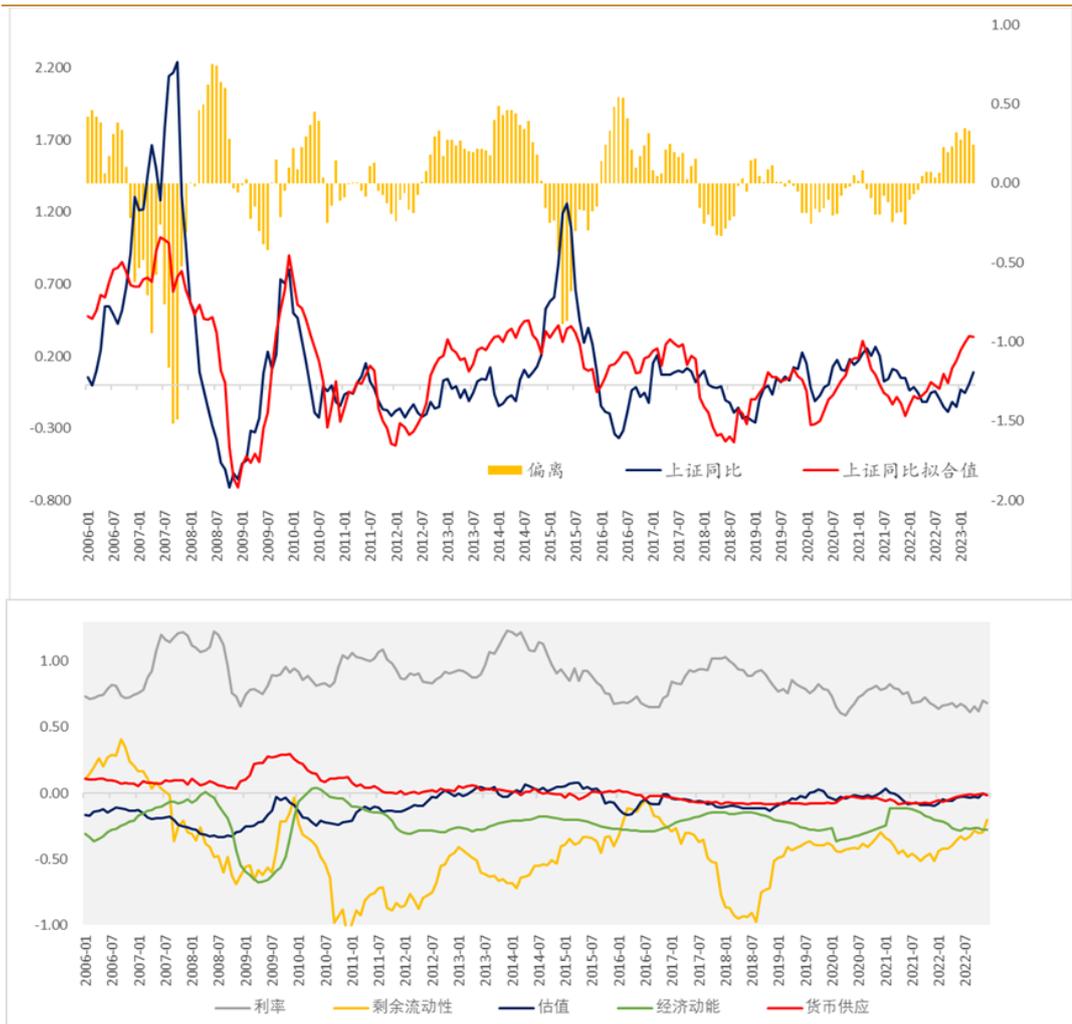
数据来源：Wind，西南证券整理

图 27：沪深 300 拟合模型



数据来源：Wind，西南证券整理

图 28：上证综指拟合模型



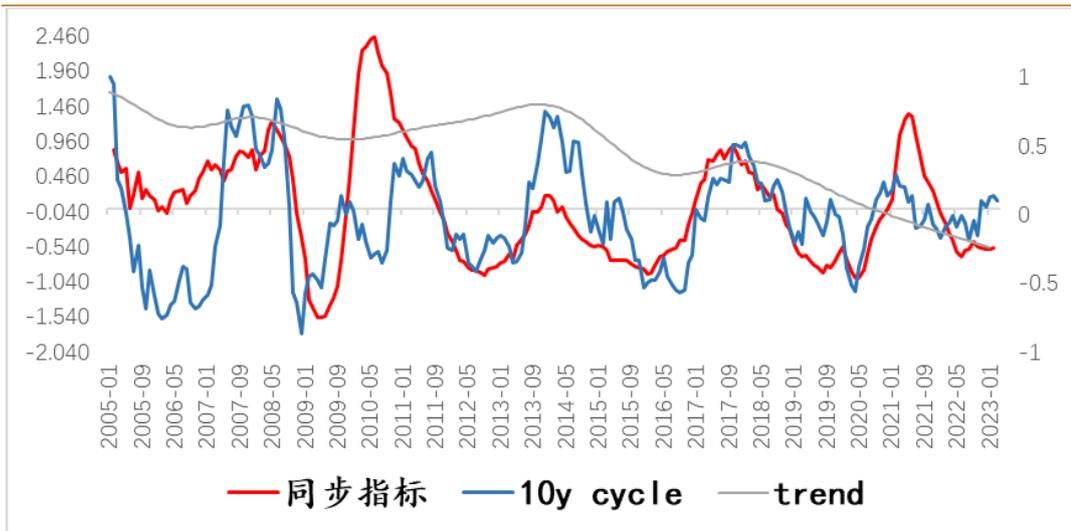
数据来源：Wind，西南证券整理

图 29：中美周期相位差和美元指数



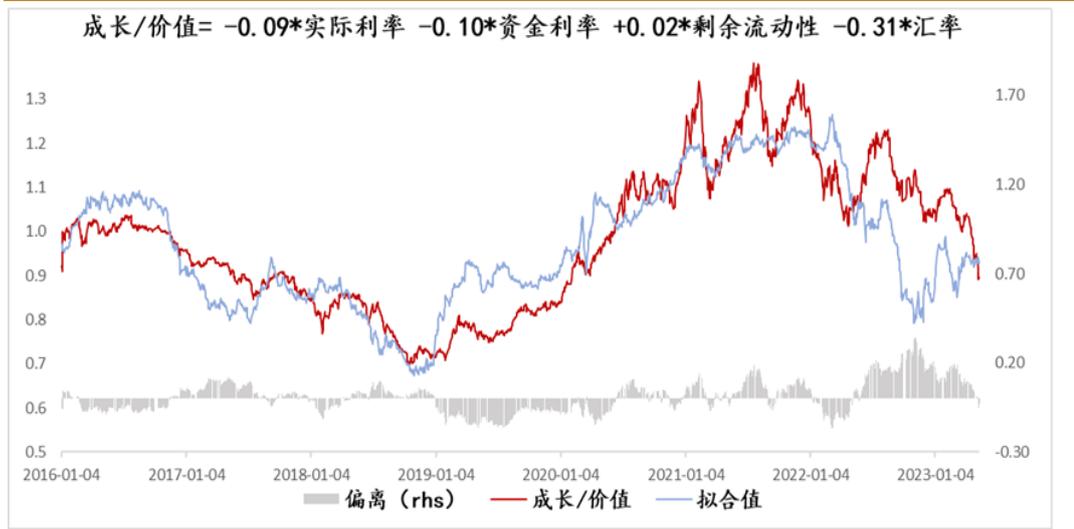
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 30：中国十年期国债周期、趋势 vs 同步指标 (%)



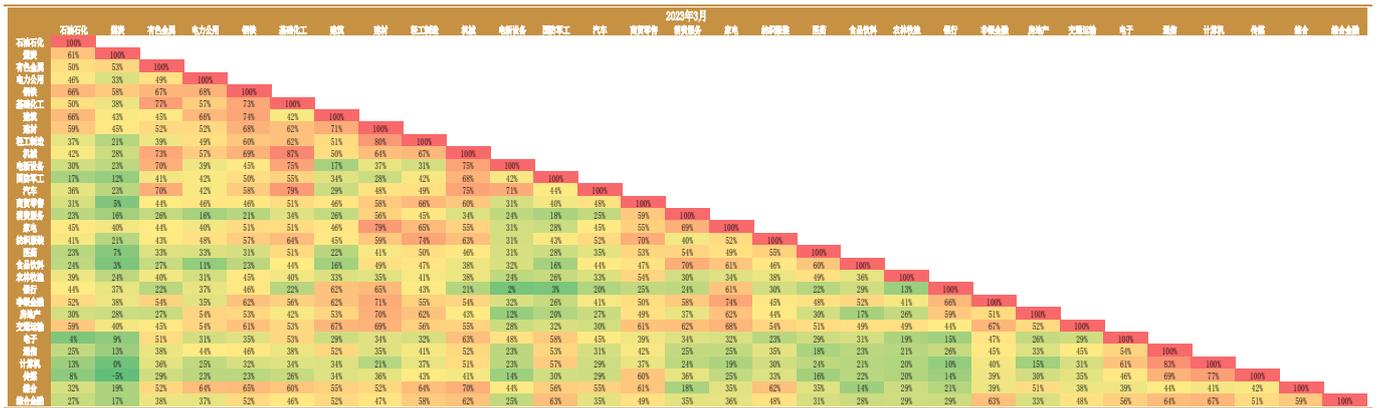
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 31：成长价值风格拟合模型



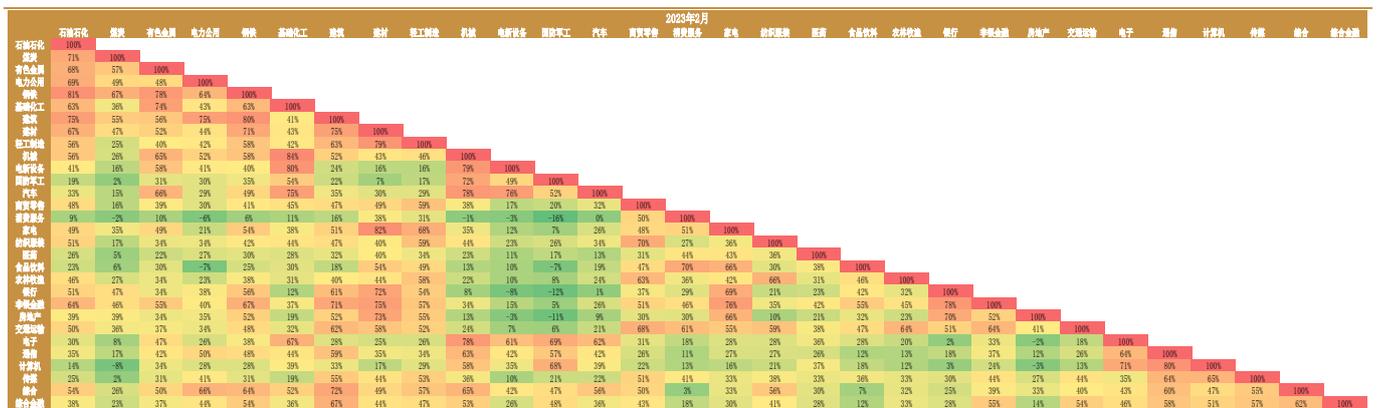
数据来源：Wind，西南证券整理

图 32：2023 年 4 月份中信一级行业相关性矩阵（基于过去三个月表现）



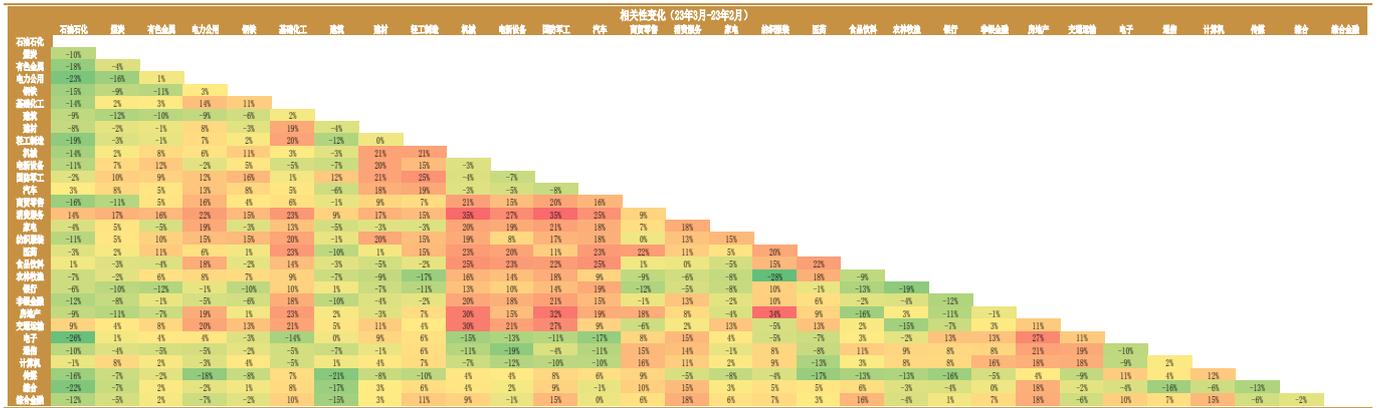
数据来源：Wind，西南证券整理

图 33：2023 年 3 月中信一级行业相关性矩阵（基于过去三个月表现）



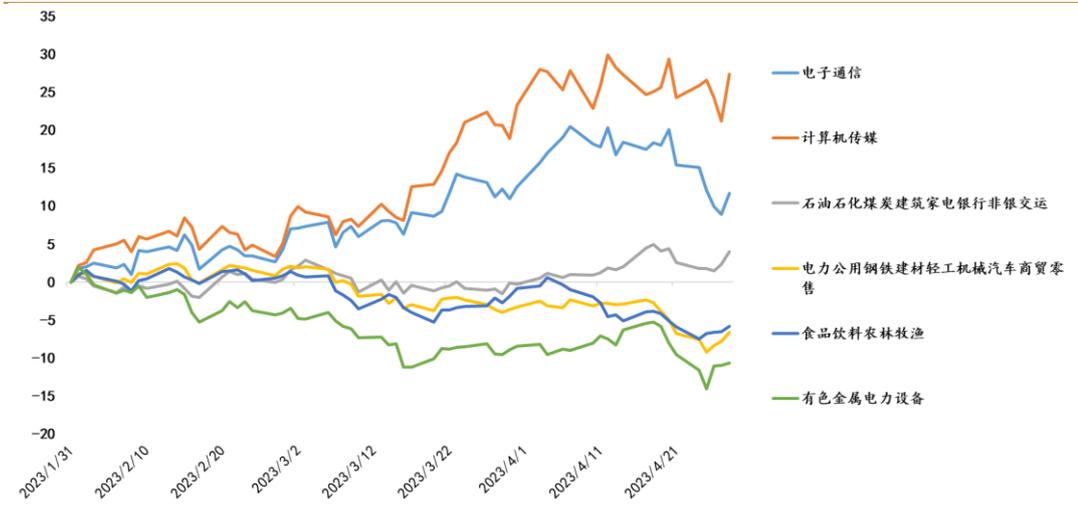
数据来源：Wind，西南证券整理

图 34：相关性变化



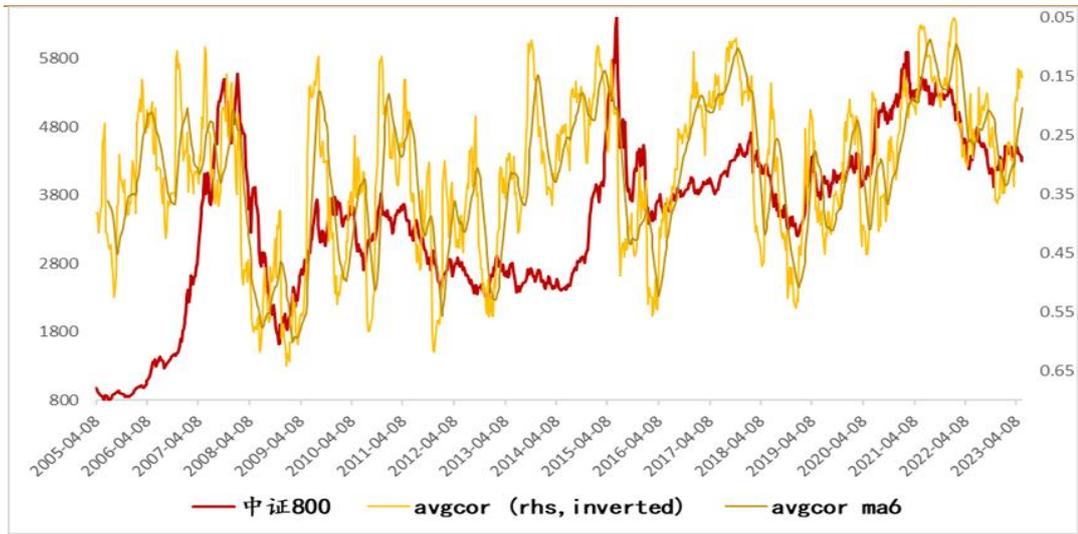
数据来源：Wind，西南证券整理

图 35：中信一级行业聚类结果（%，根据过去三个月行业日度涨跌幅计算）



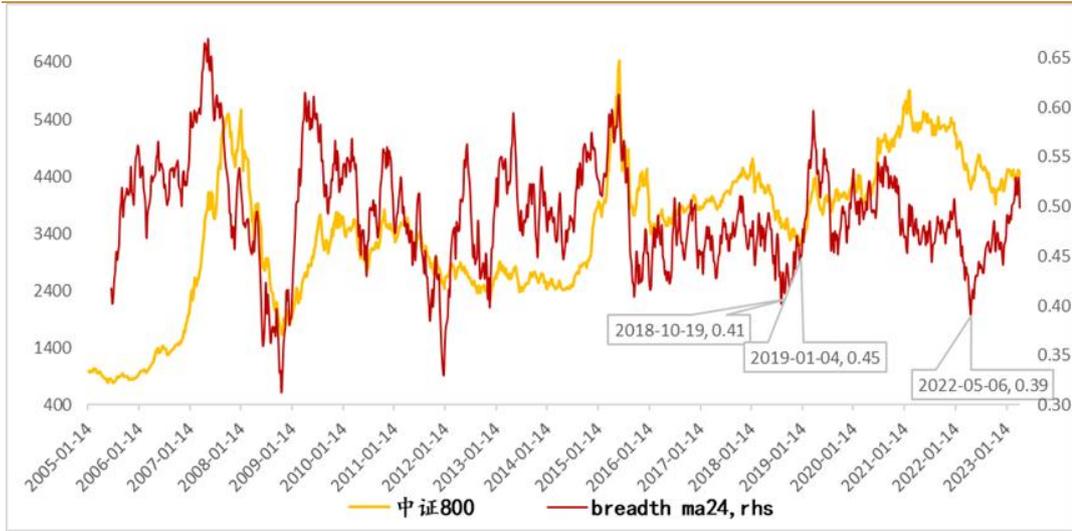
数据来源：Wind，西南证券整理

图 36：中证 800 成分股收益率配对滚动相关性



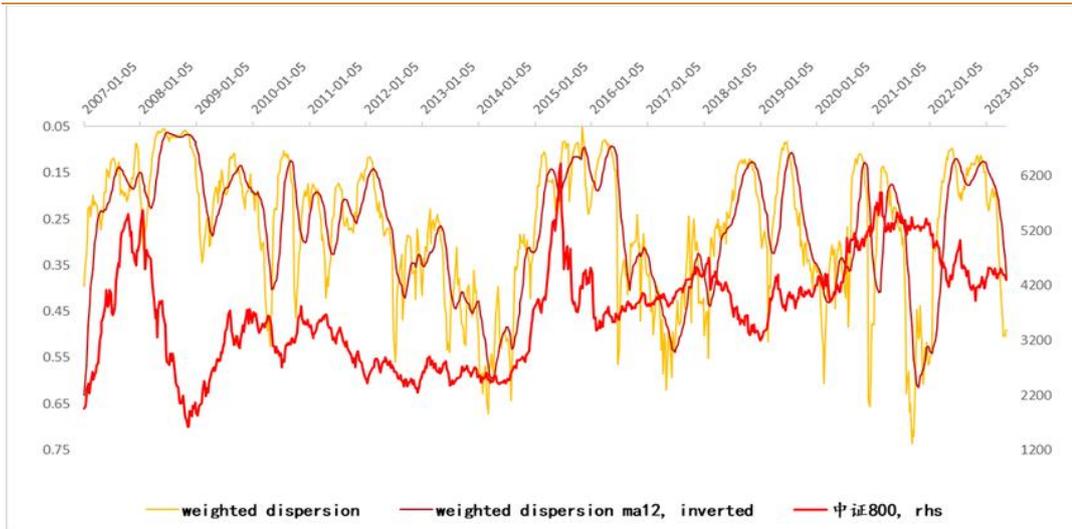
数据来源：Wind，西南证券整理

图 37：中证 800 市场宽度



数据来源：Wind，西南证券整理

图 38：中证 800 成分股截面收益率分散度



数据来源：Wind，西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn	