

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

 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

美国经济对亚洲的“外溢效应”——谁从美国经济韧性中受益了？

年初以来，美国经济韧性持续超预期，但东亚经济体对美出口却普遍回落。相比以往，美国经济的“外溢效应”明显弱化。那么，后疫情时代，美国进口需求结构有哪些变化，谁又从美国经济的韧性中受益了？

热点思考：美国经济对亚洲的“外溢效应”——谁从美国经济韧性中受益了？

今年以来，海外经济的典型事实之一是美国经济的韧性，但其对新兴国家的贸易拉动效应有所弱化。一季度美国 GDP 增速有所放缓，但消费增速仍有反弹，商品消费增速由去年四季度的-1%升至 6.5%，综合 PMI 连续 5 个月回升，但印尼、越南、韩国等新兴经济体出口增速却接连走弱，越南对美国出口 3 月份降至-20%，印尼则下滑至-35%。中国总出口增速虽然维持高位，但对美国出口增速连续 9 个月负增长。

哪些国家和地区从美国经济韧性中受益了？后疫情时代，美国进口需求更多地转移到了欧洲和北美（加拿大、墨西哥）。欧洲主要受益于美国耐用品消费需求的激增，其中德国份额抬升幅度最大，主要集中在高科技产品、资本品、汽车等高值消费品等；北美则受益于美国石油进口的转移，主因是疫情后美国能源进口由欧佩克等远洋海运地区转移至美国近岸，俄乌冲突后，加拿大、墨西哥两国进一步替代了俄罗斯原油的份额。

展望未来，美国的需求结构决定了哪些经济体能从美国经济韧性中受益。随着美国消费结构转向非耐用品，结合库存周期的位置看，美国经济韧性的受益对象将可能从欧洲发达国家转移到轻工业和日用品出口国。从美国消费来看，美国耐用品消费需求正在回落，必选消费仍有增长；从库存视角看，美国总库存虽高，但服装、食品、杂货等日用品去库存压力已明显降低，同样指向非耐用品的进口需求。

中国还能从美国经济韧性中受益吗？中国的受益产品集中在两个领域，一是中国出口份额依然较高的低值日用商品；二是疫情后，中国份额快速上升，且其他新兴市场难以替代的产品。从前者来看，美国对中国依赖度较高的非耐用产品有：雨伞（中国出口占比超 90%）、羽毛制品（68%）、玩具（67%）、纺织品（43%）等。从后者看，疫情后，中国对美出口份额快速上涨的产品集中在铁路、有轨电车机车（份额上升 16%）、爆破器材及焰火产品、铅制品等。

海外基本面&重要事件：美国达成债务上限协议，制造业 PMI 收缩，劳动市场仍紧张

美国达成暂停债务上限协议，违约风险解除。本周五（6月2日），美国两党债务法案《2023 财政责任法》顺利通过众议院、参议院投票程序，最快将于美国时间 6 月 3 日签字生效，美国债务风险基本得以解除。另一方面，美国财政部资金余额仍减少，截至 5 月 31 日，TGA 账户余额减少至 485 亿，明显低于季节性水平，美国主要流动性指标仍处于宽松区间，银行贷款有所回升。

美国制造业 PMI 延续收缩。5 月，美国 ISM 制造业 PMI 录得 46.9%，低于市场预期值 47%，前值 47.1%，回落 0.2 个点，连续第七个月萎缩。Markit 制造业 PMI 同样回落，5 月终值 48.5%，前值 50.2%。5 月，ISM 制造业 PMI 的五个子项中，生产和就业上升且均高于荣枯线，新订单、供应商交付和库存回落，制造业总体走弱的特征依然较明显。向后看，供给侧修复的空间已经较为有限。制造业 PMI 仍可能承压。

美国非农就业大幅超预期。美国 5 月新增非农就业人数 33.9 万，预期 19 万，前值 29.4 万，与前 12 个月平均增幅（34.1 万）一致。其中，私人部门新增 28.3 万，预期 16.5 万，前值 25.3 万；制造业减少 0.2 万，预期 0.6 万，前值 1.0 万；服务业新增 25.7 万，前值 22.5 万。新增就业主要分布在教育及健康服务、专业及商业服务、政府、休闲和酒店、建筑业、交通运输和仓储等行业。

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：谁从美国经济韧性中获益了？ | 4 |
| (一) 美国经济有韧性，但起到贸易拉动作用了吗？ | 4 |
| (二) 哪些国家和地区从美国经济韧性中获益？ | 5 |
| (三) 展望未来，美国经济韧性的受益对象会变化吗？ | 9 |
| 二、海外基本面&重要事件 | 11 |
| (一) 财政：美国达成暂停债务上限协议，违约风险解除 | 11 |
| (二) 生产：美国制造业 PMI 延续收缩 | 12 |
| (三) 就业：美国非农就业大幅超预期 | 14 |
| (四) 消费：美国商品消费增速回落，欧美出行改善 | 17 |
| (五) 地产：美国前 20 城房价降至负增长 | 18 |
| (六) 库存：美国原油库存增长 | 18 |
| 风险提示 | 19 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图表 1：美国消费韧性较高，今年一季度消费拉动率反弹 | 4 |
| 图表 2：美欧综合 PMI 回升，美国 5 月升至 55 | 4 |
| 图表 3：美国进口量份额占比最高 | 4 |
| 图表 4：疫情前，美国经济领先亚洲经济出口 | 4 |
| 图表 5：美国修复的同时，韩国、越南、印尼出口均走弱 | 5 |
| 图表 6：今年前三个月，中国对美出口增速较弱 | 5 |
| 图表 7：今年发达经济体的出口贸易增速普遍好于新兴市场 | 5 |
| 图表 8：美国 2022 年进口金额分布 | 6 |
| 图表 9：美国自各国进口份额变化（当月占比 6MMA 减 19 和 18 年平均占比），美国自欧洲、北美进口占比上升 | 6 |
| 图表 10：疫情后美国从欧洲进口占比上升 | 7 |
| 图表 11：美国从欧洲进口额上升 | 7 |
| 图表 12：美国主要从德国进口设备、汽车、高科技产品等 | 7 |
| 图表 13：美国进口德国汽车等占比上升幅度更大 | 7 |
| 图表 14：美国自德国进口产品增速 | 7 |
| 图表 15：美国从加拿大、墨西哥进口金额大幅上升 | 8 |
| 图表 16：美国从北美地区进口占比提高 | 8 |
| 图表 17：美国从墨西哥进口产品类型占比 | 8 |
| 图表 18：美国从加拿大进口产品类型占比，原油占比大 | 8 |
| 图表 19：美国从加拿大进口比重变化 | 8 |
| 图表 20：美国从墨西哥进口比重变化 | 8 |
| 图表 21：美国原油进口变化（当月占比 6MMA 减 19 年平均占比），美国原油进口从远洋转移至近岸 | 9 |
| 图表 22：汽车、电子等耐用品消费增速回落速度加快 | 9 |
| 图表 23：美国超额储蓄正在回落，降至 5000 亿美元 | 9 |

| | |
|--|----|
| 图表 24: 美国以汽车为代表的耐用品消费趋势性回落..... | 10 |
| 图表 25: 美国日用、等非耐用消费品仍然有韧性..... | 10 |
| 图表 26: 美国总体库存增速依然较高..... | 10 |
| 图表 27: 非耐用品去库速度更快..... | 10 |
| 图表 28: 美国零售业杂货、服装等产品库存压力已明显降低..... | 10 |
| 图表 29: 疫情后, 美国对中国依赖度最高的产品, 依赖度等于美国进口中国产品金额/对应产品美国进口总额..... | 11 |
| 图表 30: 疫情后, 美国进口中国产品份额抬升最高的项目, 数字为相比疫情前份额抬升百分比..... | 11 |
| 图表 31: 美国财政部账户余额大幅减少..... | 12 |
| 图表 32: 美国 TGA 账户余额明显低于一般季节性水平..... | 12 |
| 图表 33: 美国流动性量价跟踪指标。流动性平稳, 银行存款减少..... | 12 |
| 图表 34: 5月美国制造业 PMI 录得 46.9%, 延续走弱..... | 13 |
| 图表 35: ISM 与 Markit 制造业 PMI 均走弱..... | 13 |
| 图表 36: 美国制造业 PMI 分项, 需求走弱, 生产回升..... | 13 |
| 图表 37: 制造业 PMI 生产与就业分项 5 月均回升..... | 14 |
| 图表 38: 美国 5 月制造业新增职位数量减少..... | 14 |
| 图表 39: 美国 PMI 自有库存回落, 客户库存积压..... | 14 |
| 图表 40: 客户库存上升可能抑制需求的释放..... | 14 |
| 图表 41: 美国 5 月新增非农就业人数激增、远超预期..... | 15 |
| 图表 42: 美国新增非农就业人数..... | 15 |
| 图表 43: 美国新增非农就业人数 (分行业)..... | 15 |
| 图表 44: 美国 5 月非农工资增长放缓..... | 16 |
| 图表 45: 平均时薪同比涨幅..... | 16 |
| 图表 46: 平均时薪环比涨幅..... | 16 |
| 图表 47: 美国 5 月失业率意外上升..... | 17 |
| 图表 48: 近一年失业率一直处于 3.4% 至 3.7% 之间..... | 17 |
| 图表 49: 女性就业率相比上月下降 0.2%..... | 17 |
| 图表 50: 美国红皮书零售增速 1.2%, 前值 1.5%..... | 17 |
| 图表 51: 美国红皮书零售增速弱于季节性..... | 17 |
| 图表 52: 美国纽约交通拥堵情况回升..... | 18 |
| 图表 53: 欧洲巴黎、伦敦城市拥堵情况上升..... | 18 |
| 图表 54: 英国航班飞行流量强于季节性表现..... | 18 |
| 图表 55: 德国航班飞行流量强于季节性表现..... | 18 |
| 图表 56: 美国 3 月前 20 城房价增速-1.2%..... | 18 |
| 图表 57: 美国 3 月 FHFA 房价增速 3.6%..... | 18 |
| 图表 58: 上周美国原油库存增加 449 万桶..... | 19 |
| 图表 59: 上周美国战略原油储备减少 252 万桶..... | 19 |
| 图表 60: 美国原油库存低于 2019 年同期水平..... | 19 |
| 图表 61: 美国天然气库存处于季节性高位..... | 19 |

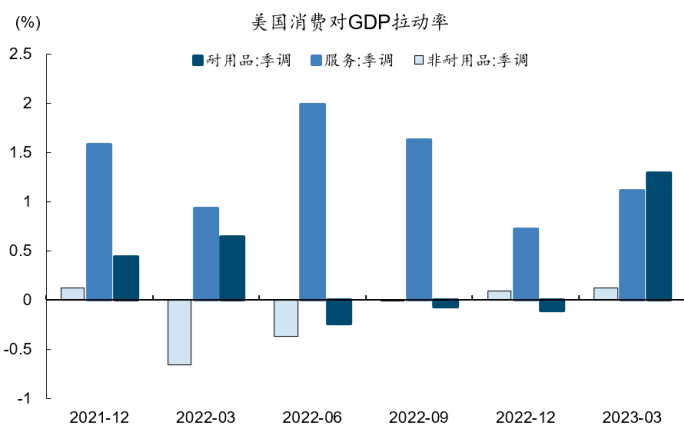
今年以来海外经济体最显著的特征是美国韧性超预期，美国一季度消费增速反弹的同时，综合 PMI 回升，但东亚等新兴经济体对美出口却普遍回落，美国以往对全球的贸易拉动作用似乎较弱，美国需求结构有哪些变化，谁从美国经济需求的韧性中获益了？

一、热点思考：谁从美国经济韧性中获益了？

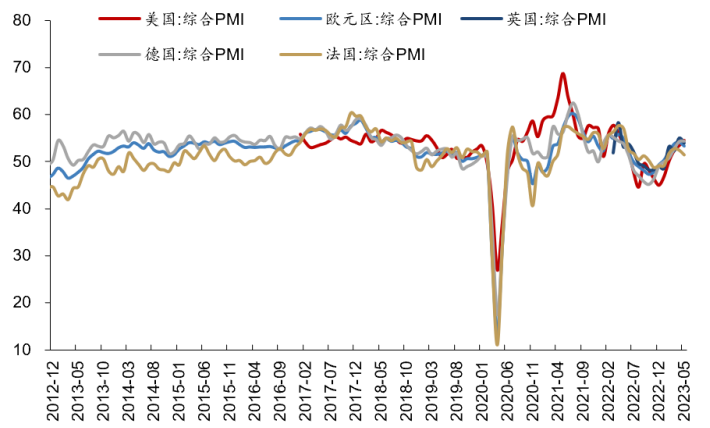
（一）美国经济有韧性，但起到贸易拉动作用了吗？

今年以来，海外发达经济体最突出的特征是美国经济韧性较强，多项数据表现超出市场预期。消费上，美国国内需求表现稳定，一季度消费增速仍有反弹，商品消费增速由去年四季度的-1%升至 6.5%，其中耐用品消费较好，一季度增 16.9%，非耐用品略弱，但环比也出现改善，服务消费在一季度同样回升至 2.3%，消费拉动 GDP 环比增长 2.5 个点；美国一季度 GDP 增速虽回落，但终值由 1.1% 上修至 1.3%；美国综合 PMI 连续 5 个月回升，5 月综合 PMI 录得 55；美国股市年初以来也明显反弹，纳指上涨 24%，标普上涨 9%。这些数据显示美国经济增速下降，但未明显失速，经济及需求仍然有较强的韧性。

图表1：美国消费韧性较高，今年一季度消费拉动率反弹



图表2：美欧综合 PMI 回升，美国 5 月升至 55

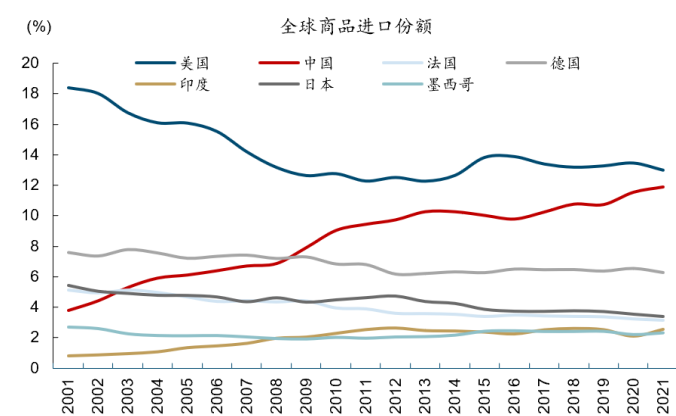


来源：Wind、国金证券研究所

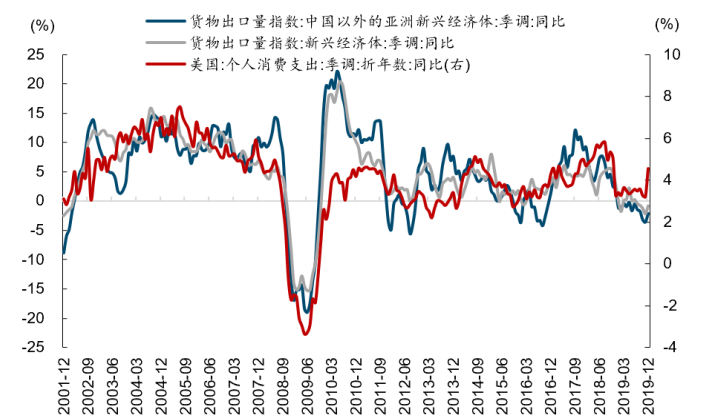
来源：Wind、国金证券研究所

在参考以往的经验，美国经济的韧性往往能起到贸易拉动作用，带动全球、东亚新兴工业国经济体的出口。从需求总量看，美国商品进口份额需求占全球总进口需求的 13%，占比最高，中国进口需求占 11%，德国占比 6%，法国 5%。美国进口产品类型也比较均衡，资本品进口占 27%、中间品占 23%、消费品占 25%，使得不同类型的出口国都能从美国经济需求中获益。以往的周期中，美国经济往往领先新兴市场出口，带动全球贸易增长。

图表3：美国进口量份额占比最高



图表4：疫情前，美国经济领先亚洲经济出口

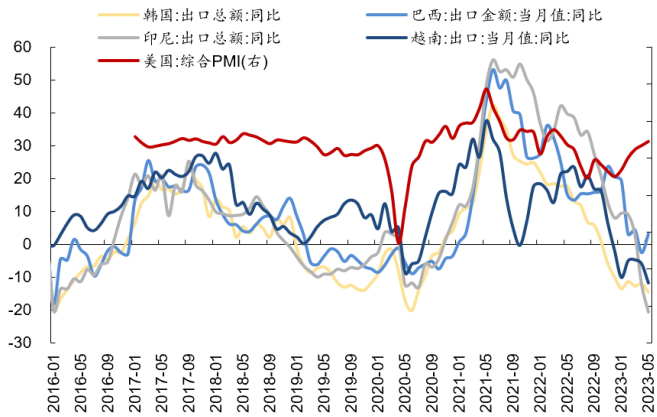


来源：Wind、国金证券研究所

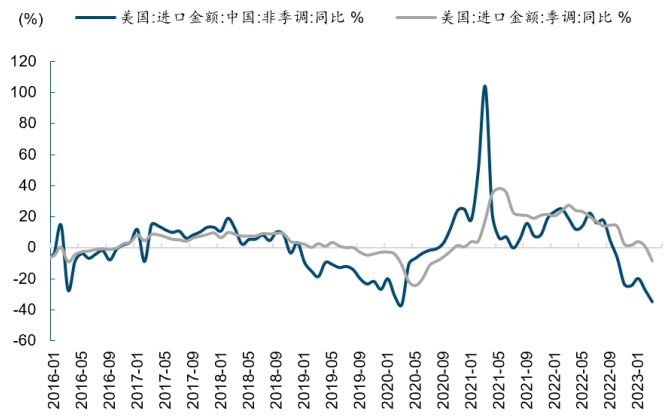
来源：Wind、国金证券研究所

这一轮美国经济虽具有韧性，但贸易拉动作用并不强，尤其是对于东亚经济体而言。今年以来，美国的消费虽然反弹，但 4 月韩国出口增速下滑至-14%，巴西 4 月出口增速降至-6%，越南对美国出口 3 月份降至-20%，印尼则下滑至-35%。中国出口增速虽然高增长，但主要拉动来源也并非美国，以美国为代表的发达国家出口贸易增速也普遍好于新兴市场。可见虽然美国韧性较高，但对东亚国家在内的新兴市场拉动作用并不高，那么哪些国家或地区从美国经济韧性中获益了，美国疫后进口需求结构是否出现了变化？

图表5: 美国修复的同时, 韩国、越南、印尼出口均走弱



图表6: 今年前三个月, 中国对美出口增速较弱



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 今年发达经济体的出口贸易增速普遍好于新兴市场

| 出口同比增速 | 2023-04 | 2023-03 | 2023-02 | 2023-01 | 2022-12 | 2022-11 | 2022-10 | 2022-09 | 2022-08 | 2022-07 | 2022-06 | 2022-05 |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 发达经济体 | | | | | | | | | | | | |
| 美国 | | 5.0 | 8.0 | 13.5 | 7.1 | 10.5 | 13.6 | 22.5 | 21.5 | 22.0 | 22.3 | 21.5 |
| 欧元区20国 | | 7.5 | 7.5 | 11.0 | 9.2 | 17.3 | 18.2 | 23.8 | 24.1 | 13.0 | 19.9 | 28.2 |
| 英国 | | 10.4 | 14.2 | 22.6 | 15.4 | 21.4 | 25.2 | 42.9 | 46.1 | 34.3 | 21.7 | 20.2 |
| 德国 | | 5.0 | 6.4 | 13.0 | 6.5 | 14.4 | 11.7 | 20.3 | 23.7 | 10.9 | 14.7 | 23.3 |
| 法国 | | 8.5 | 11.5 | 8.6 | 12.4 | 15.8 | 18.0 | 24.5 | 26.9 | 17.5 | 16.5 | 29.7 |
| 日本 | 2.6 | 4.3 | 6.5 | 3.5 | 11.5 | 20.0 | 25.3 | 28.9 | 22.0 | 19.0 | 19.2 | 15.8 |
| 意大利 | | 4.8 | 10.8 | 15.5 | 13.8 | 18.3 | 17.7 | 21.9 | 24.4 | 16.9 | 20.1 | 28.7 |
| 新兴市场 | | | | | | | | | | | | |
| 韩国 | -14.3 | -13.8 | -7.6 | -16.4 | -9.7 | -14.2 | -5.8 | 2.3 | 6.5 | 8.6 | 5.3 | 21.4 |
| 巴西 | -5.6 | 11.7 | -13.8 | 15.4 | 7.8 | 34.9 | 18.8 | 17.3 | 13.1 | 17.0 | 15.9 | 13.1 |
| 印尼 | -29.4 | -11.6 | 4.4 | 16.4 | 6.6 | 5.5 | 12.3 | 20.2 | 30.0 | 31.9 | 41.0 | 27.0 |
| 越南 | -17.2 | -13.2 | 12.8 | -13.5 | -14.1 | -2.4 | 10.9 | 10.9 | 27.4 | 12.3 | 23.2 | 17.2 |
| 中国 | 8.5 | 14.8 | -1.3 | -10.4 | -10.1 | -9.1 | -0.4 | 5.5 | 7.4 | 18.1 | 17.0 | 16.4 |
| 菲律宾 | 0.0 | -9.1 | -18.1 | -13.1 | -7.7 | 13.1 | 20.1 | 7.3 | -1.7 | -4.2 | 1.0 | 6.3 |
| 泰国 | -7.6 | -4.2 | -4.7 | -4.5 | -14.6 | -6.0 | -4.4 | 7.8 | 7.5 | 4.3 | 11.7 | 10.5 |

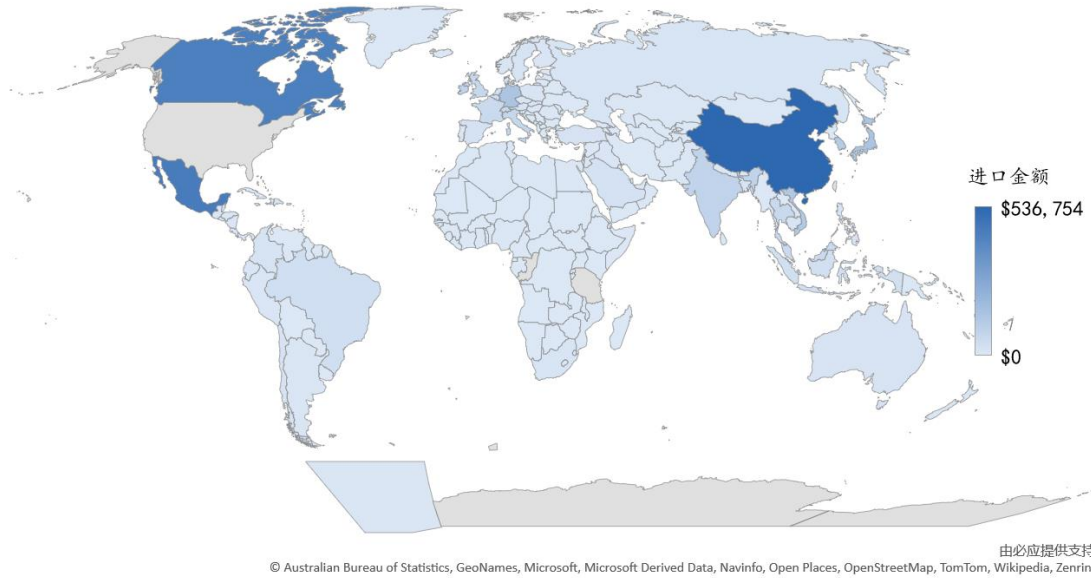
来源: Bloomberg、国金证券研究所

(二) 哪些国家和地区从美国经济韧性中获益?

整体来看, 疫情后美国进口需求更多地转移到了欧洲、北美(加拿大、墨西哥)、以及部分亚洲新兴市场, 欧洲受益于美国耐用品消费需求, 北美受益于美国能源进口转移。绝对量上, 中国、墨西哥、加拿大是美国的前三大贸易伙伴, 2022年, 美国从中国进口5367亿美元, 墨西哥4549亿美元, 加拿大4377亿。从产品的分析可以发现, 年初以来美国经济韧性主要的受益产品为高值耐用消费品、资本品等, 传统的劳动密集型出口国、资源型出口国获益不明显, 应当说美国的需求结构决定了谁能从美国经济韧性中获益, 美国的消费耐用品需求年初依然在起作用。

图表8: 美国 2022 年进口金额分布

美国2022年进口金额(百万美元) 按国家和地区划分



来源: 美国商务部、国金证券研究所

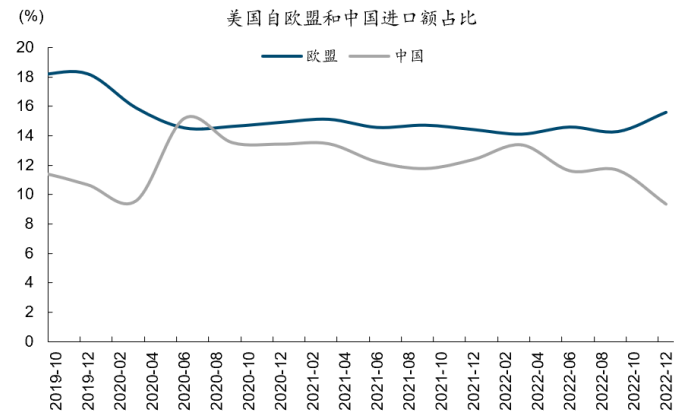
图表9: 美国自各国进口份额变化 (当月占比 6MMA 减 19 和 18 年平均占比), 美国自欧洲、北美进口占比上升

| 指标名称 | 单位 | 2023-03 | 2023-02 | 2023-01 | 2022-12 | 2022-11 | 2022-10 | 2022-09 | 2022-08 | 2022-07 | 2022-06 | 2021-12 | 2021-06 | 2020-12 | 2020-08 | 2020-04 |
|-------|----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 巴西 | % | 0.03 | 0.02 | 0.02 | 0.03 | 0.02 | -0.02 | -0.03 | -0.05 | -0.07 | -0.09 | -0.07 | -0.21 | -0.29 | -0.23 | -0.11 |
| 加拿大 | % | 0.77 | 0.69 | 0.80 | 0.93 | 1.00 | 1.02 | 1.14 | 1.12 | 0.89 | 0.68 | 0.29 | -0.36 | -0.92 | -1.89 | -0.27 |
| 中国 | % | -5.40 | -4.98 | -4.43 | -4.00 | -3.54 | -3.24 | -2.92 | -2.55 | -2.28 | -2.02 | -1.92 | -1.58 | -0.37 | -0.47 | -3.62 |
| 法国 | % | -0.30 | -0.29 | -0.30 | -0.32 | -0.36 | -0.39 | -0.42 | -0.47 | -0.49 | -0.51 | -0.47 | -0.34 | -0.32 | -0.28 | -0.20 |
| 德国 | % | 0.21 | 0.15 | -0.05 | -0.20 | -0.37 | -0.52 | -0.65 | -0.76 | -0.78 | -0.83 | -0.39 | -0.09 | -0.24 | -0.21 | 0.15 |
| 印度 | % | 0.49 | 0.47 | 0.42 | 0.39 | 0.45 | 0.47 | 0.48 | 0.44 | 0.46 | 0.44 | 0.48 | 0.22 | 0.09 | -0.30 | 0.07 |
| 日本 | % | -0.95 | -0.98 | -1.04 | -1.04 | -1.17 | -1.23 | -1.28 | -1.28 | -1.23 | -1.15 | -1.11 | -0.68 | -0.70 | -0.88 | -0.04 |
| 意大利 | % | 0.12 | 0.08 | 0.06 | 0.00 | -0.07 | -0.10 | -0.13 | -0.17 | -0.20 | -0.18 | -0.08 | -0.06 | -0.08 | -0.23 | 0.03 |
| 韩国 | % | 0.65 | 0.66 | 0.64 | 0.66 | 0.61 | 0.55 | 0.52 | 0.43 | 0.44 | 0.42 | 0.38 | 0.30 | 0.17 | 0.30 | 0.25 |
| 马来西亚 | % | 0.05 | 0.10 | 0.09 | 0.09 | 0.11 | 0.08 | 0.08 | 0.05 | 0.07 | 0.10 | 0.33 | 0.46 | 0.33 | 0.21 | 0.24 |
| 墨西哥 | % | 1.00 | 0.87 | 0.73 | 0.62 | 0.35 | 0.18 | 0.05 | -0.23 | -0.34 | -0.40 | -0.37 | -0.24 | 0.73 | -1.24 | 0.07 |
| 荷兰 | % | 0.19 | 0.10 | -0.03 | -0.08 | -0.05 | -0.07 | -0.05 | 0.02 | 0.06 | 0.06 | 0.29 | 0.03 | 0.02 | 0.11 | 0.20 |
| 瑞士 | % | -0.05 | -0.02 | -0.02 | -0.04 | -0.05 | -0.06 | -0.08 | 0.14 | 0.20 | 0.20 | 0.48 | 0.53 | 1.14 | 2.62 | 0.82 |
| 台湾 | % | 0.81 | 0.81 | 0.81 | 0.88 | 0.85 | 0.81 | 0.79 | 0.83 | 0.83 | 0.79 | 0.82 | 0.61 | 0.61 | 0.68 | 0.42 |
| 泰国 | % | 0.52 | 0.54 | 0.57 | 0.55 | 0.56 | 0.54 | 0.51 | 0.48 | 0.47 | 0.45 | 0.37 | 0.37 | 0.30 | 0.34 | 0.24 |
| 英国 | % | -0.32 | -0.31 | -0.37 | -0.38 | -0.42 | -0.47 | -0.50 | -0.54 | -0.58 | -0.59 | -0.50 | -0.43 | -0.44 | -0.34 | 0.03 |
| 越南 | % | 1.28 | 1.42 | 1.49 | 1.58 | 1.67 | 1.71 | 1.78 | 1.75 | 1.67 | 1.63 | 1.28 | 1.31 | 1.35 | 1.01 | 0.70 |
| 新加坡 | % | 0.08 | 0.05 | 0.01 | -0.03 | -0.07 | -0.10 | -0.15 | -0.13 | -0.15 | -0.14 | 0.01 | -0.03 | 0.17 | 0.39 | 0.21 |
| 沙特阿拉伯 | % | -0.07 | -0.06 | -0.06 | -0.03 | -0.01 | -0.01 | -0.01 | -0.01 | -0.01 | -0.01 | -0.17 | -0.37 | -0.47 | -0.30 | -0.28 |
| 欧盟 | % | 0.28 | -0.23 | -0.14 | -0.45 | -0.79 | -1.11 | -1.58 | -1.20 | -1.50 | -1.71 | 0.35 | 0.18 | 0.60 | 2.86 | 1.83 |

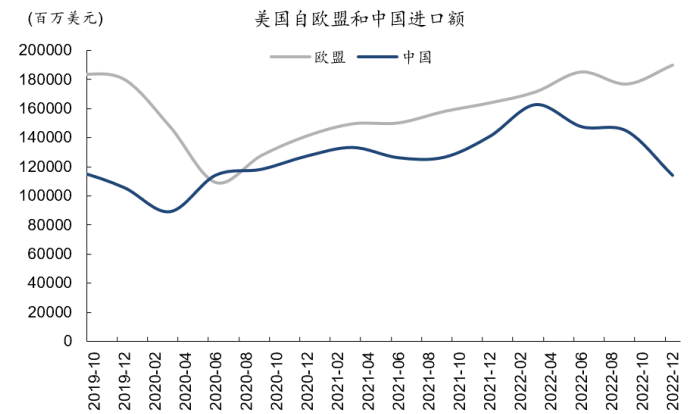
来源: Bloomberg、国金证券研究所

具体来看, 与以往不同的是, 这一次欧洲发达国家从美国经济韧性中受益较大。地域层面, 美欧之间的贸易紧密度疫情后有所上升, 截至去年四季度, 美国从欧盟进口货物占比由 2020 年的 14% 上升到 16%; 美国在欧洲的主要贸易对象有德国、意大利、荷兰、瑞士、英国等, 其中德国贸易比重最高。

图表10: 疫情后美国从欧洲进口占比上升



图表11: 美国从欧洲进口额上升



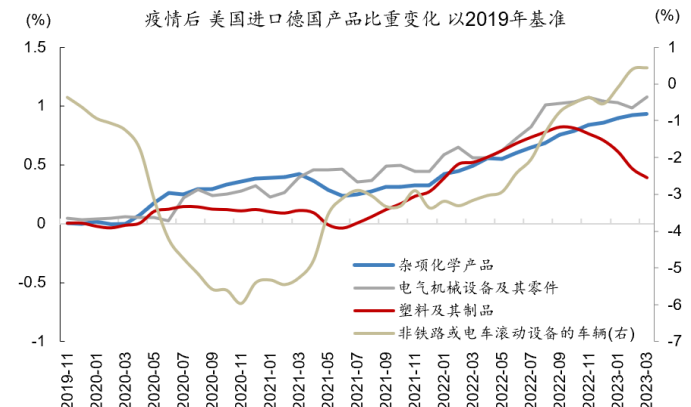
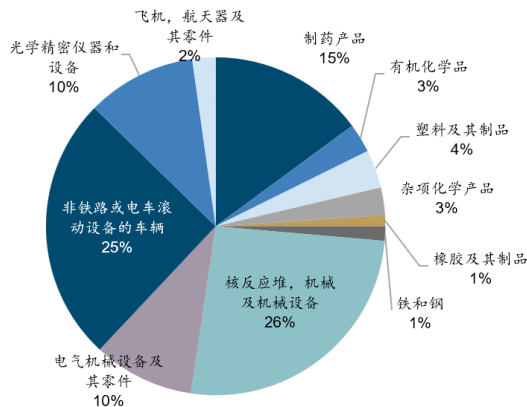
来源: Bloomberg、国金证券研究所

来源: Bloomberg、国金证券研究所

产品层面, 欧洲的主要受益产品集中在高科技产品、资本品、汽车等高值消费品等。以德国为例, 美国自德国进口产品中, 机械设备占比 26%, 汽车及零部件占比 25%, 精密仪器设备占比 10%。疫情后, 美国进口德国的汽车、化学品、电气机械设备占比明显上升, 汽车进口占比上升 0.4%、电气机械设备及其零件上升 1.1%。从单月增速看, 美国进口德国汽车, 电气机械设备, 核反应堆、锅炉设备的增速仍然在两位数以上。

图表12: 美国主要从德国进口设备、汽车、高科技产品等

图表13: 美国进口德国汽车等占比上升幅度更大



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

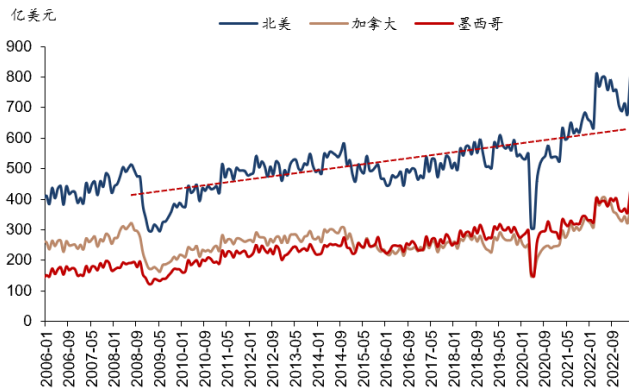
图表14: 美国自德国进口产品增速

| 美国从德国进口同比增速 | 3月金额(百万美元) | 2023-03 | 2023-02 | 2023-01 | 2022-12 | 2022-11 | 2022-10 | 2022-09 | 2022-08 | 2022-07 | 2022-06 | 2022-05 |
|-------------------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 制药产品 | 1736 | -16.1 | 41.3 | 19.4 | 63.5 | 6.2 | 23.7 | -25.0 | -54.3 | -37.4 | -52.5 | -29.2 |
| 有机化学品 | 276 | -3.8 | 26.5 | 10.0 | -4.2 | 14.5 | 17.5 | -0.7 | 5.0 | -1.0 | 18.4 | -20.4 |
| 塑料及其制品 | 318 | -17.6 | -13.3 | -1.3 | 1.2 | -4.5 | 25.6 | 32.4 | 12.9 | 18.1 | 16.5 | 26.1 |
| 杂项化学产品 | 306 | 13.5 | 56.4 | 61.2 | 34.8 | 45.7 | 53.8 | 64.9 | 17.7 | 29.3 | 25.7 | 3.7 |
| 橡胶及其制品 | 114 | 18.1 | 20.6 | 17.1 | 6.7 | 0.1 | 23.3 | 20.9 | 11.5 | 4.2 | 0.3 | 20.7 |
| 铁和钢 | 147 | 39.1 | 22.1 | 80.4 | -1.6 | 50.9 | 81.0 | 31.0 | 83.8 | 47.2 | 26.3 | 55.1 |
| 核反应堆, 锅炉, 机械设备及零件 | 3015 | 26.7 | 28.3 | 32.6 | 15.1 | 4.7 | 17.4 | 13.4 | 4.8 | 1.4 | 3.3 | 16.8 |
| 电气机械设备及其零件 | 1075 | 23.2 | 30.1 | 35.3 | 19.0 | 19.2 | 32.3 | 18.1 | 22.3 | 13.9 | 10.4 | 14.4 |
| 非铁路或电车滚动设备的车辆 | 2908 | 10.4 | 79.9 | 70.4 | 14.6 | 21.1 | 45.3 | 68.2 | 46.4 | 24.6 | 29.3 | 11.3 |
| 光学精密仪器和设备 | 1121 | 8.0 | 12.5 | 8.8 | 0.5 | 8.6 | 5.6 | 11.9 | -0.7 | -0.6 | -1.6 | 17.1 |
| 飞机, 航天器及其零件 | 180 | -4.1 | 44.8 | 223.6 | 452.4 | 114.2 | 320.9 | 214.9 | -59.5 | 129.3 | -17.1 | 30.2 |

来源: Bloomberg、国金证券研究所

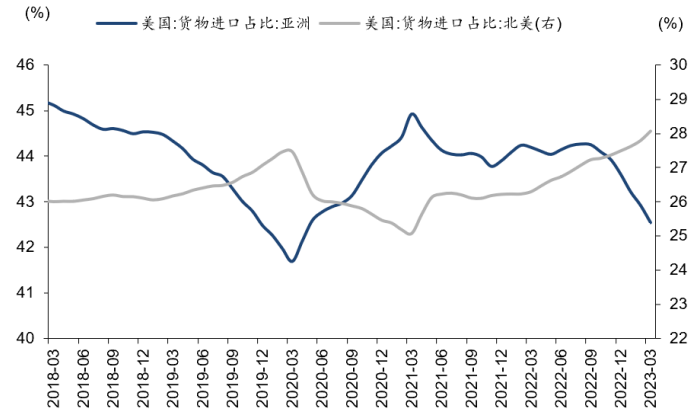
其次, 北美地区加拿大、墨西哥从美国经济韧性中明显获益。美国进口两国产品的比重从疫情前(2019年2月)的 26%提升到疫情后的 28%, 而从亚洲进口产品占比从疫情期间的 45%回落至 2023年3月的 42%。美国自北美两国的单月进口金额上升到 800 亿美元以上。以单月金额估算, 2023年, 墨西哥已超越中国, 成为美国第一大进口国。

图表15: 美国从加拿大、墨西哥进口金额大幅上升



来源: Wind、国金证券研究所

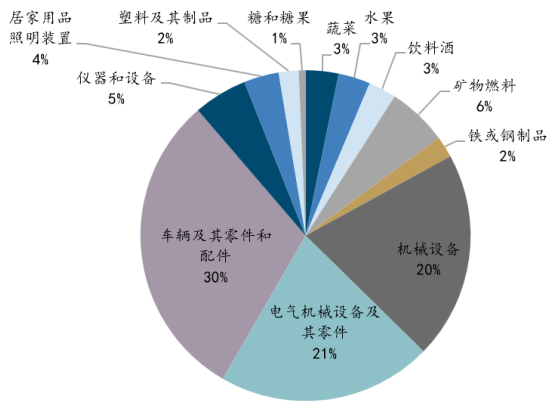
图表16: 美国从北美地区进口占比提高



来源: Wind、国金证券研究所

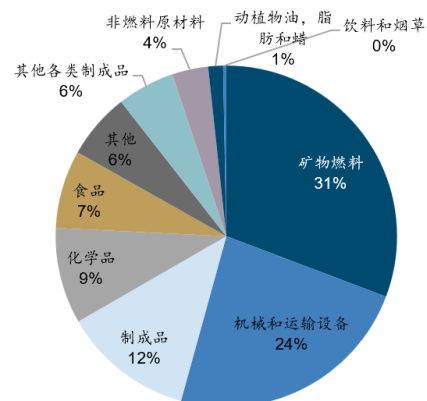
产品上, 加拿大、墨西哥的原油、工业原材料受益最明显。从进口结构看, 美国主要从墨西哥进口机械产品, 化学品(肥料、肥皂等), 动植物产品(咖啡、干果)等工业原材料和初级消费品, 其中车辆及零件占30%、电气机械设备占比21%。美国主要从加拿大进口原油、原材料等产品, 其中矿物燃料(原油等)占比最高, 达31%, 其次, 机械和运输设备占比24%。以2019年为基准计算, 疫情后, 美国进口加拿大的矿物燃料(原油)比重上升幅度最大, 相比疫情前提升了8%, 进口钢铁、铝、木材等原材料也大幅上升。美国进口墨西哥的原油、原材料比重同样明显上升, 矿物燃料比重提升约1.6%。

图表17: 美国从墨西哥进口产品类型占比



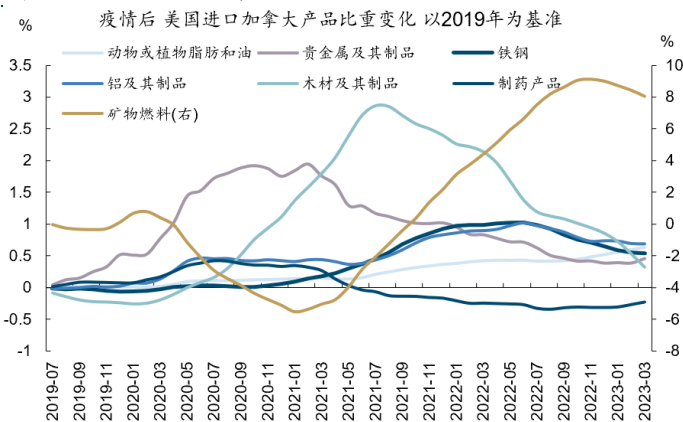
来源: Wind、国金证券研究所

图表18: 美国从加拿大进口产品类型占比, 原油占比大



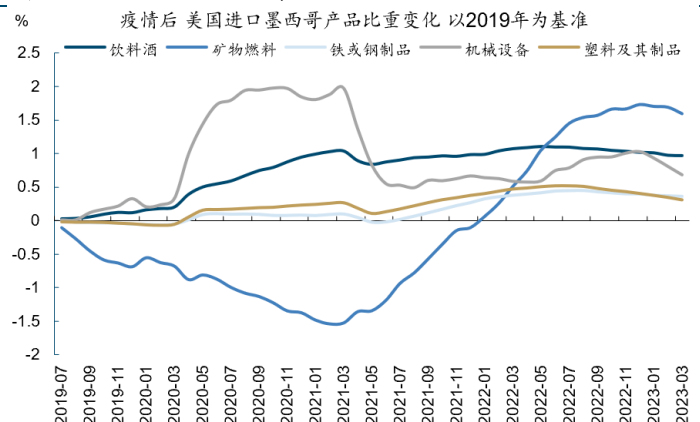
来源: Wind、国金证券研究所

图表19: 美国从加拿大进口比重变化



来源: Wind、国金证券研究所

图表20: 美国从墨西哥进口比重变化



来源: Wind、国金证券研究所

加拿大、墨西哥受益的主因是美国能源进口从远洋转移至近岸。疫情后, 受到海运价格攀升及地缘政治的影响, 美国大幅减少了欧佩克国家的原油进口量, 增加了加拿大、墨西哥的原油进口比重, 俄乌冲突后, 美国进口俄罗斯原油大幅减少, 2022年5月后, 美国已禁止从俄罗斯进口原油, 原油进口转移的趋势加快, 使得加、墨两国获益明显。

图表21: 美国原油进口变化 (当月占比6MMA减19年平均占比), 美国原油进口从远洋转移至近岸

| | 单位 | 2023-02 | 2023-01 | 2022-12 | 2022-11 | 2022-10 | 2022-09 | 2022-08 | 2022-07 | 2022-06 | 2021-12 | 2021-06 | 2020-12 | 2020-04 | 2020-01 |
|---------|----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 欧佩克国家 | % | -2.51 | -2.73 | -2.87 | -3.18 | -3.53 | -3.77 | -4.02 | -4.21 | -4.54 | -6.65 | -8.30 | -6.72 | -3.35 | -1.28 |
| 安哥拉 | % | 0.02 | 0.08 | 0.15 | 0.13 | 0.16 | 0.11 | 0.06 | 0.07 | 0.07 | 0.00 | -0.01 | -0.02 | 0.02 | 0.00 |
| 伊拉克 | % | 0.27 | 0.09 | -0.01 | -0.13 | -0.35 | -0.46 | -0.71 | -0.89 | -1.18 | -1.89 | -2.04 | -1.53 | -0.26 | -0.08 |
| 科威特 | % | 0.03 | -0.02 | 0.01 | -0.02 | -0.04 | -0.07 | -0.02 | -0.01 | 0.01 | -0.11 | -0.16 | -0.15 | -0.18 | 0.03 |
| 沙特阿拉伯 | % | 0.80 | 0.83 | 0.90 | 0.81 | 0.80 | 0.74 | 0.73 | 0.70 | 0.61 | -0.78 | -1.37 | 0.78 | -0.62 | -0.27 |
| 阿尔及利亚 | % | -0.07 | -0.09 | -0.13 | -0.14 | -0.22 | -0.24 | -0.27 | -0.30 | -0.37 | -0.36 | -0.46 | -0.65 | -0.31 | -0.07 |
| 厄瓜多尔 | % | -2.24 | -2.24 | -2.24 | -2.24 | -2.24 | -2.24 | -2.24 | -2.24 | -2.24 | -2.24 | -2.24 | -2.24 | -0.58 | -0.20 |
| 利比亚 | % | 0.21 | 0.24 | 0.26 | 0.21 | 0.22 | 0.23 | 0.25 | 0.29 | 0.33 | 0.38 | 0.17 | -0.59 | -0.09 | 0.01 |
| 尼日利亚 | % | -0.64 | -0.67 | -0.83 | -0.86 | -0.91 | -0.87 | -0.81 | -0.84 | -0.80 | -0.63 | -0.78 | -1.14 | -0.18 | -0.09 |
| 委内瑞拉 | % | -0.90 | -0.95 | -0.99 | -0.99 | -0.99 | -0.99 | -0.99 | -0.99 | -0.99 | -0.99 | -0.99 | -0.99 | -0.98 | -0.54 |
| 其他 | % | -2.38 | -2.39 | -2.38 | -2.37 | -2.38 | -2.41 | -2.44 | -2.47 | -2.46 | -2.42 | -2.33 | -2.38 | -0.71 | -0.26 |
| 非欧佩克国家 | % | 2.51 | 2.73 | 2.87 | 3.18 | 3.53 | 3.77 | 4.02 | 4.21 | 4.54 | 6.65 | 8.30 | 6.72 | 3.35 | 1.28 |
| 巴西 | % | 0.25 | 0.25 | 0.24 | 0.14 | 0.07 | 0.01 | 0.02 | -0.02 | -0.07 | -0.42 | -0.66 | -0.49 | -0.03 | -0.02 |
| 加拿大 | % | 3.62 | 3.63 | 3.81 | 4.13 | 4.28 | 4.14 | 3.54 | 3.20 | 2.99 | 2.80 | 4.32 | 3.97 | 1.87 | 0.42 |
| 哥伦比亚 | % | -1.20 | -1.17 | -1.17 | -1.18 | -1.19 | -1.23 | -1.28 | -1.33 | -1.46 | -1.65 | -1.11 | -0.48 | -0.22 | 0.00 |
| 墨西哥 | % | 2.79 | 2.66 | 2.54 | 2.38 | 2.41 | 2.18 | 2.12 | 2.00 | 1.96 | 1.23 | 1.58 | 2.37 | 0.71 | 0.34 |
| 荷兰 | % | -0.25 | -0.25 | -0.24 | -0.23 | -0.24 | -0.22 | -0.17 | -0.10 | -0.04 | 0.25 | 0.21 | -0.18 | -0.03 | -0.04 |
| 挪威 | % | -0.53 | -0.51 | -0.49 | -0.45 | -0.43 | -0.39 | -0.37 | -0.34 | -0.29 | -0.14 | -0.40 | -0.61 | -0.28 | -0.07 |
| 俄罗斯 | % | -4.77 | -4.19 | -3.90 | -3.51 | -2.92 | -2.27 | -1.68 | -0.92 | -0.20 | 2.21 | 2.15 | 1.17 | 0.95 | 0.29 |
| 英国 | % | -0.25 | -0.28 | -0.31 | -0.31 | -0.35 | -0.38 | -0.40 | -0.39 | -0.36 | -0.37 | -0.46 | -0.50 | -0.11 | 0.00 |
| 美属维尔京群岛 | % | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.01 | 0.01 | 0.27 | 0.26 | 0.01 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | % | 0.74 | 0.49 | 0.36 | 0.15 | -0.10 | -0.06 | 0.38 | 0.23 | 0.17 | 0.50 | 0.11 | -0.90 | -0.42 | 0.12 |

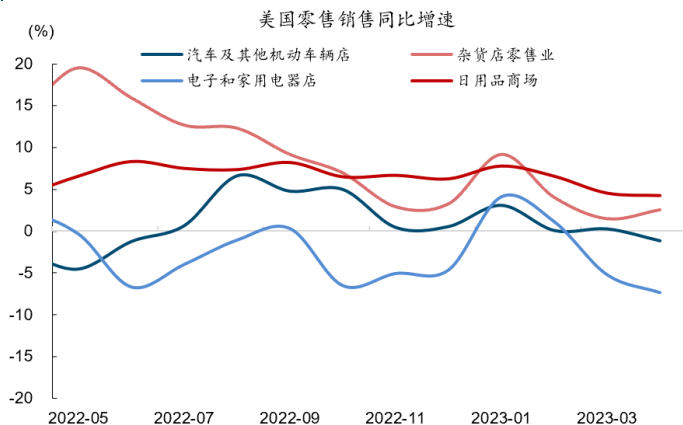
来源: Bloomberg、国金证券研究所

(三) 展望未来, 美国经济韧性的受益对象会变化吗?

美国的需求结构决定了谁能从美国经济韧性中获益。今年年初以来, 美国的消费耐用品需求依然在起作用, 但随着美国消费趋势和库存形势的变化, 美国经济韧性的受益对象可能会从欧洲发达国家转移到轻工业出口国。在此过程中, 中国的受益产品集中在两个领域, 一是中国出口占比依然较高的日用品类; 二是疫情后, 中国份额快速上升且其他新兴经济体难以替代的产品。

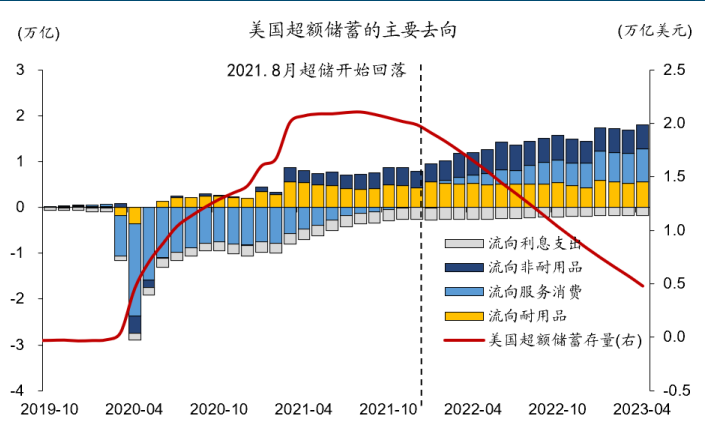
从美国消费来看, 美国耐用品消费需求正在回落, 必选消费仍在增长, 指向低值日用品的进口需求将可能增长。美国疫情后消费的特征体现在耐用品消费增速更高, 居民积累的超额储蓄及财政补贴支撑了汽车等大额耐用品的消费。但随着超额储蓄消耗, 财政补贴减弱, 耐用品的消费增速倾向于回落, 日用、杂货等非耐用品的增长仍然有韧性, 这可能将使美国的需求从耐用品类转向非耐用品类型。

图表22: 汽车、电子等耐用品消费增速回落速度加快



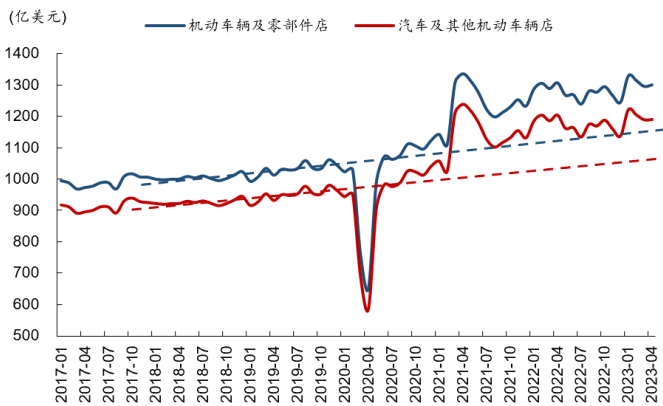
来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 美国超额储蓄正在回落, 降至5000亿美元

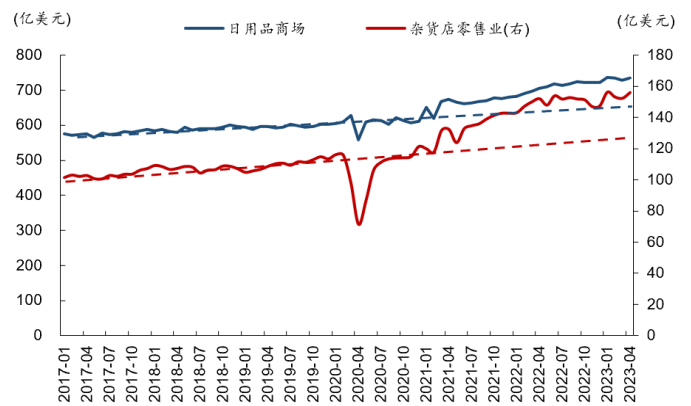


来源: Wind、国金证券研究所

图表24: 美国以汽车为代表的耐用品消费趋势性回落



图表25: 美国日用、等非耐用消费品仍然有韧性



来源: Wind、国金证券研究所

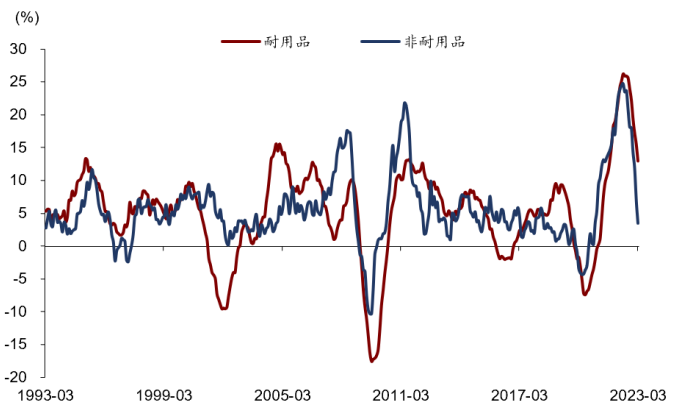
来源: Wind、国金证券研究所

从库存视角看,美国总库存虽高,但服装、食品、杂货等库存压力已明显降低,同样指向非耐用品的进口需求。疫情以来,美国库存增速大幅度上升,当前总体库存增速虽然仍高,但从具体产品来看,纺织制品、初级金属、杂货、服装等产品库销比已明显降低,非耐用品的去库进度更快,制造、批发环节的非耐用品库存增速已降至疫情前水平。

图表26: 美国总体库存增速依然较高



图表27: 非耐用品去库速度更快



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表28: 美国零售业杂货、服装等产品库存压力已明显降低

| 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 | 2023-03 | 2023-02 | 2023-01 | 分位数 | 2023-03 | 2023-02 | 2023-01 |
| 总体 | 零售库存: SA: 共计 | % | 90 | 8.18 | 10.29 | 11.88 | 26 | 1.3 | 1.28 | 1.27 |
| | 零售库存: SA: 合计, 不包括汽车 | % | 82 | 3.75 | 6.67 | 9.08 | 21 | 1.21 | 1.2 | 1.2 |
| 按行业划分 | 机动车及零件经销商 | % | 96 | 22.24 | 21.50 | 20.45 | 18 | 1.62 | 1.57 | 1.53 |
| | 家具、家居用品、电子产品和电 | % | 61 | -4.04 | 1.05 | 4.31 | 88 | 1.68 | 1.66 | 1.57 |
| | 建筑材料, 园艺设备, 用品经销 | % | 73 | 2.21 | 6.48 | 9.17 | 93 | 1.97 | 1.92 | 1.96 |
| | 食品和饮料店 | % | 91 | 8.74 | 10.37 | 13.34 | 33 | 0.78 | 0.78 | 0.78 |
| | 服装和服装配饰店 | % | 88 | 8.78 | 11.63 | 12.62 | 28 | 2.42 | 2.37 | 2.28 |
| | 杂货店 | % | 73 | -0.61 | 3.46 | 5.29 | 26 | 1.4 | 1.37 | 1.37 |
| | 百货商店 | % | 58 | -6.37 | -2.59 | 0.01 | 15 | 1.96 | 1.95 | 1.94 |

来源: Bloomberg、国金证券研究所

中国还能从中获益吗? 中国的受益产品集中在两个领域, 一是随着美国消费转向非耐用用品, 中国出口份额依然较高的日用品类将可能从中受益; 二是疫情后, 中国份额快速上升, 且其他新兴市场难以替代的产品。从前者来看, 美国对中国依赖度较高的非耐用产品有雨伞(中国出口占比超 90%)、羽毛制品(68%)、玩具(67%)、纺织品(43%)等。从后者看, 疫情后, 中国对美出口份额快速上涨的产品集中在铁路或有轨电车机车(份额上升 16%)、爆破器材及焰火产品(份额上升 9%)、铝制品等。

图表29: 疫情后, 美国对中国依赖度最高的产品, 依赖度等于美国进口中国产品金额/对应产品美国进口总额

| 美国对中国依赖度最高的产品 | 3月美国自中国进口金额(百万美元) | 2023-03 | 2023-02 | 2023-01 | 2022-12 | 2022-11 | 2022-10 | 2022-09 | 2022-08 | 2022-07 | 2022-06 | 2021-12 | 2021-06 | 2021-01 | 2020-10 | 2020-03 |
|---------------------------|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 伞, 阳伞, 手杖, 坐杖, 鞭子, 马鞭及其部分 | 63 | 92.2 | 93.0 | 91.9 | 91.9 | 89.6 | 86.6 | 83.7 | 85.3 | 88.6 | 90.7 | 93.4 | 92.2 | 94.7 | 82.4 | 89.8 |
| 加工过的羽毛和绒毛, 由羽毛或绒毛制成的物品 | 115 | 68.0 | 71.5 | 75.3 | 77.0 | 72.3 | 72.0 | 73.5 | 78.1 | 80.2 | 79.7 | 79.6 | 76.9 | 79.1 | 75.0 | 57.2 |
| 玩具, 游戏和运动用品, 其零件和附件 | 1749 | 67.1 | 69.4 | 73.3 | 73.0 | 76.3 | 78.3 | 81.3 | 81.0 | 79.4 | 78.5 | 78.0 | 70.9 | 73.8 | 83.3 | 48.4 |
| 各种制造物品 | 253 | 43.7 | 47.4 | 53.0 | 50.1 | 50.6 | 52.6 | 56.3 | 57.2 | 56.9 | 54.7 | 55.3 | 51.5 | 53.6 | 55.5 | 29.0 |
| 其他制成的纺织品, 套装, 旧衣服和旧纺织品 | 491 | 43.0 | 48.9 | 48.3 | 49.6 | 50.0 | 52.1 | 53.9 | 57.5 | 56.4 | 54.2 | 53.8 | 55.0 | 53.6 | 61.5 | 39.1 |
| 铁路或有轨电车机车, 滚动设备及其部分 | 93 | 37.8 | 31.4 | 45.0 | 50.5 | 44.0 | 54.2 | 47.0 | 49.9 | 50.6 | 40.5 | 53.3 | 31.2 | 28.7 | 34.7 | 16.4 |
| 爆破器材、焰火产品、火柴、自燃合金 | 32 | 36.7 | 42.3 | 41.8 | 35.1 | 24.2 | 26.5 | 35.3 | 40.8 | 44.8 | 66.9 | 37.1 | 55.3 | 28.1 | 14.2 | 4.9 |
| 头饰及其部分 | 81 | 32.9 | 36.9 | 36.5 | 39.2 | 36.2 | 40.6 | 48.0 | 49.8 | 50.4 | 42.0 | 45.5 | 44.6 | 47.3 | 52.1 | 28.0 |
| 印刷书籍, 报纸, 图片及其他印刷行业产品 | 107 | 30.7 | 38.5 | 40.9 | 35.5 | 36.3 | 44.6 | 44.2 | 49.3 | 47.5 | 47.4 | 48.7 | 45.8 | 49.4 | 51.2 | 27.1 |
| 鞋靴, 护腿及类似物, 以及这类物品的部分 | 537 | 28.8 | 40.7 | 43.9 | 34.4 | 29.7 | 29.4 | 36.3 | 41.5 | 41.3 | 40.9 | 46.1 | 35.5 | 40.8 | 45.1 | 29.2 |
| 特种织物, 绒毛织物, 蕾丝, 挂毯 | 14 | 25.9 | 29.6 | 32.6 | 33.8 | 28.5 | 27.4 | 27.8 | 29.3 | 31.0 | 33.0 | 37.1 | 34.4 | 39.7 | 36.0 | 20.1 |
| 基本金属的杂项制品 | 282 | 25.9 | 33.3 | 36.5 | 35.2 | 34.1 | 36.2 | 36.9 | 39.6 | 39.3 | 38.8 | 43.3 | 38.9 | 42.2 | 39.9 | 23.0 |
| 乐器, 乐器的部分和附件 | 33 | 25.3 | 29.1 | 35.8 | 33.9 | 33.3 | 40.3 | 44.0 | 43.3 | 43.9 | 36.4 | 40.4 | 36.7 | 46.3 | 48.4 | 18.9 |
| 家具, 寝具, 床垫, 床垫支架, 垫子 | 1209 | 25.0 | 31.0 | 31.5 | 30.9 | 28.7 | 27.4 | 28.8 | 30.9 | 32.6 | 32.8 | 41.5 | 35.1 | 38.6 | 36.9 | 21.0 |
| 由基本金属制造的工具, 实施工具, 餐具 | 199 | 23.0 | 28.9 | 30.5 | 27.3 | 29.9 | 31.4 | 32.5 | 33.7 | 31.4 | 32.5 | 35.3 | 34.0 | 38.4 | 41.3 | 19.6 |
| 草制品, 艾草或其他编织材料, 篮子和藤编制品 | 11 | 22.7 | 35.7 | 40.0 | 41.0 | 35.0 | 32.6 | 33.0 | 37.7 | 39.9 | 38.1 | 44.3 | 40.1 | 44.9 | 43.0 | 28.2 |
| 玻璃和玻璃器皿 | 156 | 22.6 | 26.7 | 27.3 | 27.2 | 27.6 | 27.6 | 29.9 | 30.9 | 33.6 | 31.1 | 36.3 | 32.6 | 34.6 | 34.2 | 20.1 |
| 电气机械和设备及其部分, 录音机和录音机 | 8276 | 22.2 | 24.4 | 30.6 | 30.2 | 27.6 | 31.2 | 33.3 | 28.2 | 28.5 | 29.8 | 36.5 | 29.6 | 34.9 | 35.3 | 23.4 |
| 塑料及其制品 | 1207 | 21.7 | 25.8 | 27.7 | 27.8 | 25.3 | 25.1 | 25.9 | 28.6 | 28.3 | 28.1 | 29.7 | 29.2 | 37.5 | 35.6 | 17.4 |

来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表30: 疫情后, 美国进口中国产品份额抬升最高的项目, 数字为相比疫情前份额抬升百分比

| 美国自中国进口份额抬升幅度较高的产品 | 3月美国自中国进口金额(百万美元) | 2023-03 | 2023-02 | 2023-01 | 2022-12 | 2022-11 | 2022-10 | 2022-09 | 2022-08 | 2022-07 | 2022-06 | 2021-12 | 2021-06 | 2021-01 | 2020-10 | 2020-03 |
|------------------------------------|-------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 铁路或有轨电车机车, 滚动设备及其部分, 轨道固定设备和配件及其部分 | 93 | 16.0 | 16.7 | 17.2 | 17.7 | 16.6 | 16.3 | 14.7 | 14.7 | 13.6 | 12.0 | 4.9 | -0.7 | -6.0 | -8.7 | -12.2 |
| 爆破器材、焰火产品、火柴、自燃合金以及某些易燃准备 | 32 | 8.8 | 10.9 | 10.3 | 10.2 | 10.9 | 12.1 | 10.4 | 10.0 | 12.5 | 12.8 | 8.8 | 3.0 | -0.1 | -0.3 | -8.1 |
| 铝及其制品 | 8 | 6.0 | 5.4 | 7.7 | 9.7 | 9.6 | 9.6 | 9.6 | 9.7 | 7.0 | 6.5 | 2.9 | 1.3 | 1.1 | 1.0 | 0.2 |
| 医药产品 | 1567 | 4.8 | 4.5 | 4.7 | 5.2 | 5.1 | 5.2 | 5.1 | 4.2 | 3.3 | 3.1 | 0.8 | 0.2 | 0.0 | -0.1 | -0.3 |
| 丝绸 | 1 | 4.2 | 3.6 | 4.5 | 3.5 | 1.7 | 1.5 | -0.3 | -2.3 | -3.7 | -4.9 | -10.4 | -0.7 | 3.5 | 2.7 | -12.7 |
| 烟草及其替代品 | 6 | 3.6 | 4.6 | 4.5 | 4.2 | 4.0 | 3.7 | 3.5 | 3.4 | 3.4 | 3.0 | -1.0 | -0.8 | -0.9 | -0.4 | -0.1 |
| 有机化学品 | 791 | 2.4 | 2.5 | 2.6 | 2.3 | 2.0 | 2.1 | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 1.0 | -2.0 | -3.2 | -2.3 | -1.6 | 0.6 |
| 摄影或电影用品 | 4 | 1.2 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.4 | 0.2 | 0.1 | -0.1 | -0.3 | -1.0 | -1.4 | -1.7 | -1.5 | -1.3 |
| 其他基本金属, 金属陶瓷, 金属陶瓷制品 | 41 | 1.0 | 1.1 | 1.4 | 1.3 | 0.5 | 0.1 | -0.3 | -0.4 | 0.0 | 0.0 | -1.1 | 0.9 | 0.1 | -0.2 | -1.2 |
| 其他化学产品 | 152 | 0.7 | 3.7 | 4.8 | 5.0 | 4.9 | 4.8 | 4.5 | 4.2 | 4.1 | 4.1 | 0.4 | 5.6 | 6.4 | 5.5 | 0.0 |
| 矿产, 渣和灰: 燃料、油井产品及其馏分, 含沥青物质, 矿蜡 | 2 | 0.6 | 1.0 | 0.9 | 0.8 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 0.4 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | -0.2 |
| 非铁路或有轨电车滚动设备的车辆, 及其零件和配件 | 1101 | 0.5 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.3 | 0.2 | -0.1 | 0.0 | 0.5 | 0.2 | -0.6 |

来源: Bloomberg、国金证券研究所

二、海外基本面&重要事件

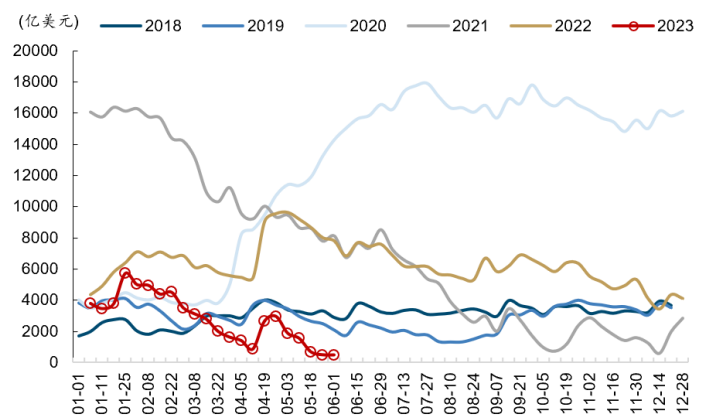
(一) 财政: 美国达成暂停债务上限协议, 违约风险解除

美国达成暂停债务上限协议, 违约风险解除。本周五(6月2日), 美国两党债务法案《2023 财政责任法》顺利通过众议院、参议院投票程序, 最快将于美国时间6月3日签字生效, 美国债务风险基本得以解除。另一方面, 美国财政部资金余额仍减少, 截至5月31日, TGA 账户余额减少至 485 亿, 明显低于季节性水平, 美国主要流动性指标仍处于宽松区间。

图表31: 美国财政部账户余额大幅减少



图表32: 美国 TGA 账户余额明显低于一般季节性水平



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表33: 美国流动性量价跟踪指标。流动性平稳, 银行存款减少

| 美国流动性量价跟踪 | | 单位 | 周度变动 | 05-31 | 05-24 | 05-17 | 05-10 | 05-03 | 04-26 | 04-19 |
|-----------|-------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 流动性数量型指标 | 美联储 | | | | | | | | | |
| | 总资产 | 十亿美元 | ↓ -50 | 8385.9 | 8436.3 | 8456.8 | 8503.0 | 8504.0 | 8562.8 | 8593.3 |
| | 其他贷款 | 十亿美元 | ↓ -3 | 293.6 | 296.9 | 312.8 | 313.4 | 317.8 | 334.1 | 325.5 |
| | 一级信贷 | 十亿美元 | ↓ 0 | 4.0 | 4.2 | 9.0 | 9.3 | 5.3 | 73.9 | 69.9 |
| | 银行定期融资计划 | 十亿美元 | ↑ 2 | 93.6 | 91.9 | 87.0 | 83.1 | 75.8 | 81.3 | 74.0 |
| | 其他信贷工具 | 十亿美元 | ↓ -5 | 188.1 | 192.6 | 208.5 | 212.5 | 228.2 | 170.4 | 172.6 |
| | 逆回购 | 十亿美元 | ↑ 5 | 2615.7 | 2611.0 | 2598.6 | 2618.2 | 2641.0 | 2638.8 | 2666.3 |
| | 准备金 | 十亿美元 | ↓ -45 | 3205.5 | 3250.8 | 3280.0 | 3225.3 | 3166.2 | 3132.1 | 3164.9 |
| | TGA | 十亿美元 | ↓ -1 | 48.5 | 49.5 | 68.3 | 154.8 | 188.3 | 296.2 | 265.1 |
| | 商业银行 | | | | | | | | | |
| | 现金 | 十亿美元 | ↓ -7 | | 3312.6 | 3319.6 | 3265.4 | 3199.0 | 3194.1 | 3195.5 |
| | 消费贷 | 十亿美元 | ↑ 5 | | 1872.7 | 1867.7 | 1864.4 | 1866.1 | 1875.1 | 1858.2 |
| | 住房贷款 | 十亿美元 | ↑ 4 | | 2535.3 | 2531.4 | 2530.9 | 2525.6 | 2522.7 | 2513.7 |
| | 商业地产贷款 | 十亿美元 | ↑ 4 | | 2916.1 | 2912.4 | 2908.5 | 2907.4 | 2904.2 | 2890.0 |
| 工商业贷款 | 十亿美元 | ↓ -10 | | 2777.0 | 2786.9 | 2790.1 | 2804.1 | 2801.6 | 2801.8 | |
| 存款 | 十亿美元 | ↓ -31 | | 17101.5 | 17132.6 | 17099.9 | 17156.3 | 17089.7 | 17213.0 | |
| 大银行存款 | 十亿美元 | ↓ -25 | | 10633.7 | 10658.7 | 10637.3 | 10689.3 | 10633.5 | 10710.9 | |
| 小银行存款 | 十亿美元 | ↓ -3 | | 5227.9 | 5231.2 | 5227.5 | 5233.4 | 5215.9 | 5245.5 | |
| 货币市场基金 | 十亿美元 | ↑ 32 | | 5420.0 | 5388.3 | 5341.6 | 5328.1 | 5309.7 | 5262.6 | 5208.8 |
| 流动性价格型指标 | 隔夜融资市场 | | | | | | | | | |
| | SOFR-10RB | % | ↑ 0.0 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 |
| | EFFR-10RB | % | ↓ 0.0 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 | -0.1 |
| | 美元融资市场 | | | | | | | | | |
| | LIBOR-OIS | % | ↓ 0.0 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.3 |
| | TED利差 | % | ↓ -0.1 | 0.0 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| | 票据与信用债市场 | | | | | | | | | |
| | Master企业债利差 | % | ↓ 0.0 | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 1.4 |
| | 票据利差 | % | ↓ -0.1 | -0.3 | -0.2 | -0.2 | -0.2 | -0.4 | -0.2 | |
| | 离岸市场 | | | | | | | | | |
| FRA-OIS利差 | % | ↓ -0.9 | 26.3 | 33.1 | 34.0 | 35.2 | 38.5 | 30.8 | 24.9 | |
| 欧元兑美元互换基差 | % | ↓ -1.0 | -21.5 | -20.5 | -20.9 | -19.3 | -23.4 | -22.8 | -15.4 | |
| 日元兑美元互换基差 | % | ↓ -1.1 | -41.1 | -40.0 | -39.5 | -39.9 | -43.1 | -42.0 | -36.5 | |

来源: Bloomberg、国金证券研究所

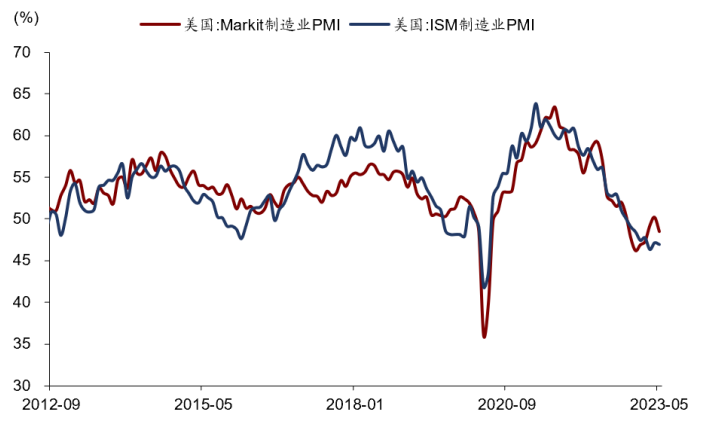
(二) 生产: 美国制造业 PMI 延续收缩

5月, 美国 ISM 制造业 PMI 录得 46.9%, 低于市场预期值 47%, 前值 47.1%, 回落 0.2 个百分点, 连续第七个月萎缩。Markit 制造业 PMI 同样回落, 5 月终值 48.5%, 前值 50.2%。5 月, ISM 制造业 PMI 的五个子项中, 生产和就业上升且均高于荣枯线, 新订单、供应商交付和库存回落, 制造业总体走弱的特征依然较明显。

图表34: 5月美国制造业PMI录得46.9%，延续走弱



图表35: ISM与Markit制造业PMI均走弱



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

从制造业 PMI 反映的特征看，当前美国的经济状态更符合主动去库存的特征，但表现并不典型。一方面，美国制造业 PMI 新订单反映的需求端仍然承压，自有库存回落，这与主动去库存相符；但另一方面是生产端却有改善，就业甚至是读数最高的分项之一。最近六个月里，就业项有五个月高于生产项，也始终高于新订单分项。这种非典型周期与美国就业市场的紧张状况相符，美国 4 月职位空缺达到 1010.3 万人，用工需求仍然强劲，形成了 PMI 就业读数的偏高状态。

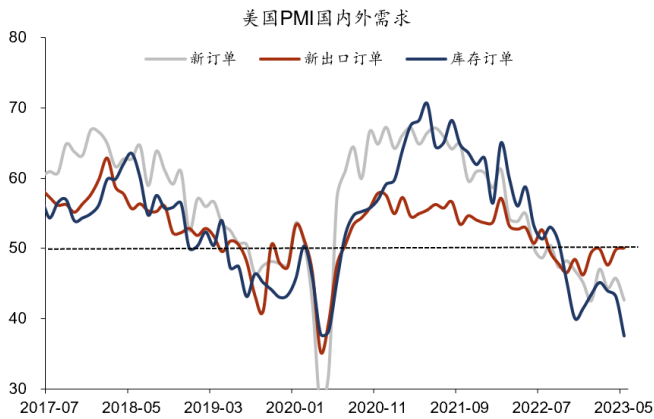
图表36: 美国制造业 PMI 分项，需求走弱，生产回升

| PMI项目 | 月度变化 | 23-05 | 23-04 | 23-03 | 23-02 | 23-01 | 22-12 | 22-11 | 22-10 | 22-09 | 22-08 | 22-07 | 22-06 | 22-05 |
|---------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ISM: 制造业 PMI | ↓ -0.2 | 46.9 | 47.1 | 46.3 | 47.7 | 47.4 | 48.4 | 49.0 | 50.0 | 51.0 | 52.9 | 52.7 | 53.1 | 56.1 |
| 新订单 | ↓ -3.1 | 42.6 | 45.7 | 44.3 | 47.0 | 42.5 | 45.1 | 46.8 | 48.2 | 47.3 | 50.4 | 48.6 | 50.0 | 54.9 |
| 新出口订单 | ↑ 0.2 | 50.0 | 49.8 | 47.6 | 49.9 | 49.4 | 46.2 | 48.4 | 46.5 | 47.8 | 49.4 | 52.6 | 50.7 | 52.9 |
| 库存订单 | ↓ -5.6 | 37.5 | 43.1 | 43.9 | 45.1 | 43.4 | 41.4 | 40.0 | 45.3 | 50.9 | 53.0 | 51.3 | 53.2 | 58.7 |
| 生产 | ↑ 2.2 | 51.1 | 48.9 | 47.8 | 47.3 | 48.0 | 48.6 | 50.9 | 51.9 | 51.0 | 51.1 | 53.3 | 54.4 | 54.7 |
| 就业 | ↑ 1.2 | 51.4 | 50.2 | 46.9 | 49.1 | 50.6 | 50.8 | 48.9 | 49.9 | 49.3 | 54.2 | 49.8 | 48.1 | 50.2 |
| 供应商交付 | ↓ -1.1 | 43.5 | 44.6 | 44.8 | 45.2 | 45.6 | 45.1 | 47.2 | 46.8 | 52.4 | 55.1 | 55.2 | 57.3 | 65.7 |
| 自有库存 | ↓ -0.5 | 45.8 | 46.3 | 47.5 | 50.1 | 50.2 | 52.3 | 51.1 | 53.0 | 55.1 | 53.8 | 56.6 | 55.7 | 55.0 |
| 客户库存 | ↑ 0.1 | 51.4 | 51.3 | 48.9 | 46.9 | 47.4 | 48.2 | 48.7 | 41.6 | 41.6 | 38.9 | 39.5 | 35.2 | 32.7 |
| 物价 | ↓ -9.0 | 44.2 | 53.2 | 49.2 | 51.3 | 44.5 | 39.4 | 43.0 | 46.6 | 51.7 | 52.5 | 60.0 | 78.5 | 82.2 |
| 进口 | ↓ -2.6 | 47.3 | 49.9 | 47.9 | 49.9 | 47.8 | 45.1 | 46.6 | 50.8 | 52.6 | 52.5 | 54.4 | 50.7 | 48.7 |

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

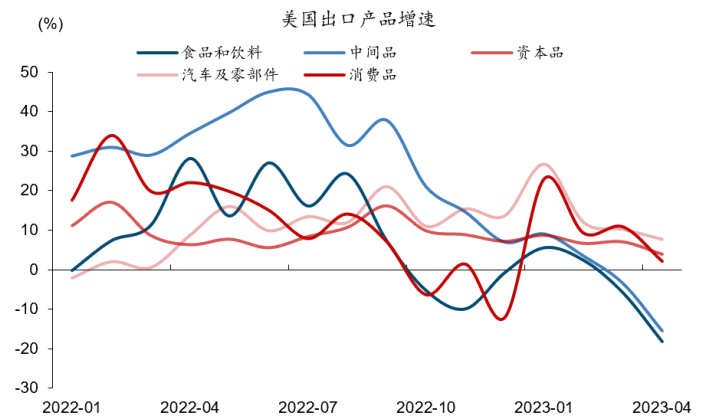
美国内需、外需出现分化，内需表现更差。5月，反映美国内需的新订单回落 3.1 个百分点至 42.6%，反映美国外需的新出口订单回升 0.2 个百分点至 50%，触及荣枯线。二者之间的分叉自 2 月以来一直在走阔，5 月二者分叉达到 7.4 个点。结合美国出口情况来看，今年以来美国外需的主要拉动力量集中在欧洲、英国、荷兰、德国、法国等，对荷兰、英国出口增速在 20%-30% 左右，对德国出口增速在 15% 左右；从产品来看，汽车及零部件、资本品、消费品的出口增速较高，近三个月增速在 8%-10% 之间。内需方面，库存订单降至金融危机以来的最低水平，客户库存仍上涨，反映美国需求仍未好转。

图表37: 制造业 PMI 生产与就业分项 5 月均回升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

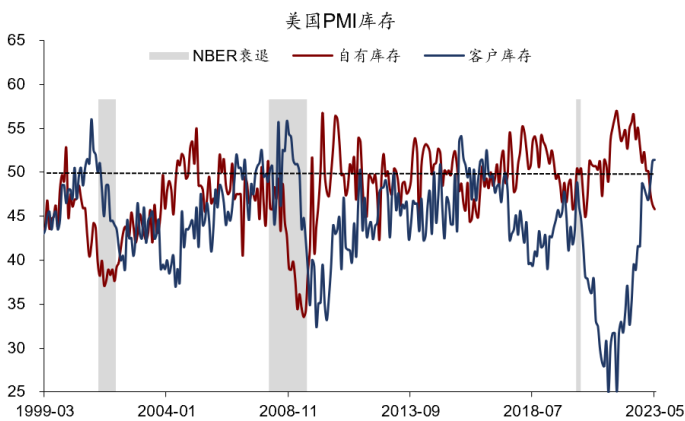
图表38: 美国 5 月制造业新增职位数量减少



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

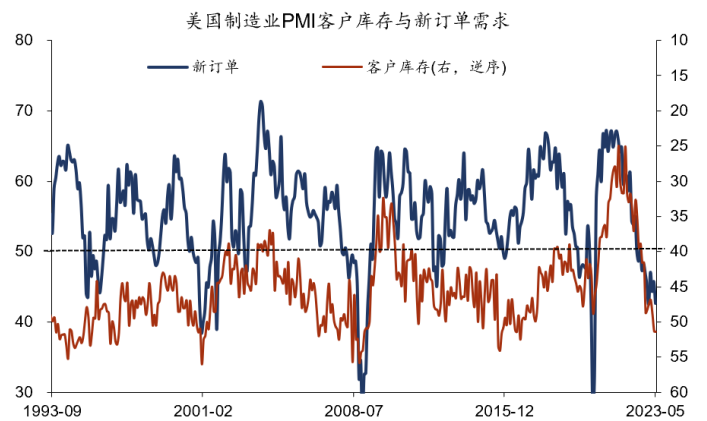
自有库存回落, 客户库存攀升, 二者分叉加大。5 月自有库存指数 45.8%, 较前值回落 0.5 个百分点, 5 月客户库存提高 0.1 个百分点至 51.4%, 说明制造业下游的库存积压问题仍未改善。客户库存反映了制造业厂商对自身下游客户库存情况的判断。如果客户的库存偏高, 需要先消耗过剩库存才能释放新需求, 那么制造业未来的新订单将可能减弱。

图表39: 美国 PMI 自有库存回落, 客户库存积压



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表40: 客户库存上升可能抑制需求的释放



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 就业: 美国非农就业大幅超预期

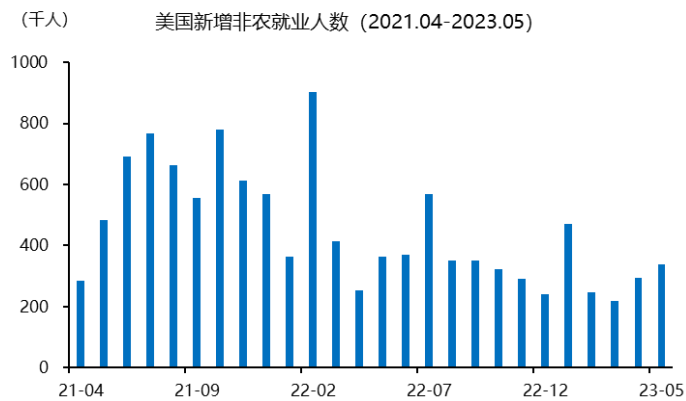
美国 5 月新增非农就业人数 33.9 万, 预期 19 万, 前值 29.4 万, 与前 12 个月平均增幅 (34.1 万) 一致。其中, 私人部门新增 28.3 万, 预期 16.5 万, 前值 25.3 万; 制造业减少 0.2 万, 预期 0.6 万, 前值 1.0 万; 服务业新增 25.7 万, 前值 22.5 万。新增就业主要分布在教育及健康服务、专业及商业服务、政府、休闲和酒店、建筑业、交通运输和仓储等行业。

图表41: 美国5月新增非农就业人数激增、远超预期

| 行业 | 新增非农就业人数(千人) | | | | |
|----------|--------------|---------|-----------|-----------|-----------|
| | 23-05 | 预期 | 环比变化(1个月) | 环比变化(3个月) | 环比变化(6个月) |
| 非农 | 339.0 | 190.0 ↑ | 45.0 | 91.0 | 49.0 |
| 私人部门 | 283.0 | 165.0 ↑ | 30.0 | 90.0 | 55.0 |
| 商品生产 | 26.0 | | 2.0 | 8.0 | 15.0 |
| 自然资源和采矿业 | 3.0 | | 2.0 | 2.0 | 5.0 |
| 建筑业 | 25.0 | | 2.0 | 1.0 | 0.0 |
| 制造业 | -2.0 | 6.0 ↓ | 2.0 | 5.0 | 16.0 |
| 耐用消费品 | 3.0 | | 8.0 | 2.0 | 11.0 |
| 非耐用消费品 | -5.0 | | 4.0 | 7.0 | 5.0 |
| 服务业 | 257.0 | | 32.0 | 82.0 | 70.0 |
| 批发贸易 | 1.1 | | 1.3 | 5.6 | 1.5 |
| 零售贸易 | 11.6 | | 1.6 | 36.4 | 7.2 |
| 交通运输和仓储 | 24.2 | | 20.5 | 41.9 | 61.3 |
| 公用事业 | 0.1 | | 1.4 | 1.2 | 1.0 |
| 信息 | -9.0 | | 10.0 | 1.0 | 22.0 |
| 金融活动 | 10.0 | | 5.0 | 10.0 | 1.0 |
| 专业及商业服务 | 64.0 | | 1.0 | 43.0 | 64.0 |
| 教育及健康服务 | 97.0 | | 2.0 | 33.0 | 2.0 |
| 休闲和酒店业 | 48.0 | | 8.0 | 9.0 | 75.0 |
| 其他服务 | 10.0 | | 8.0 | 0.0 | 19.0 |
| 政府 | 56.0 | | 15.0 | 1.0 | 16.0 |

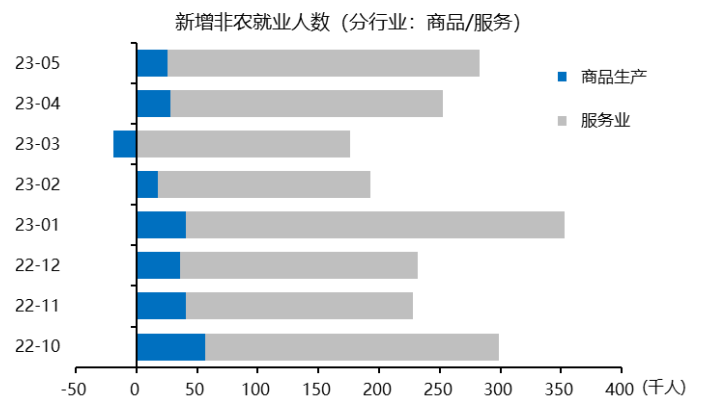
来源: Bloomberg、BLS、Wind、国金证券研究所

图表42: 美国新增非农就业人数



来源: Bloomberg、BLS、Wind、国金证券研究所

图表43: 美国新增非农就业人数(分行业)



来源: Bloomberg、BLS、Wind、国金证券研究所

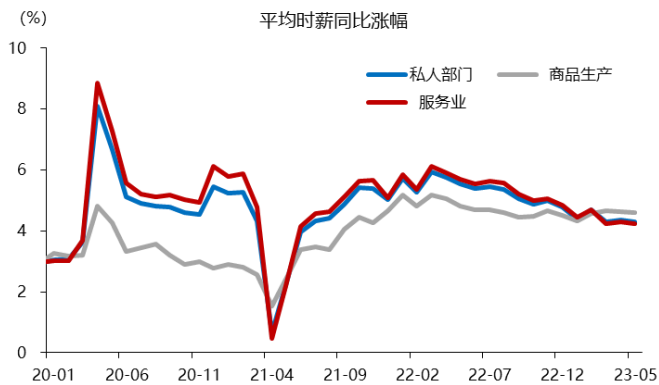
平均时薪增速放缓, 同比略低于预期。美国5月非农私人部门平均时薪同比4.3%, 预期4.4%, 前值4.4%, 10年分位72.9%。环比0.3%, 预期0.3%, 前值0.4%。分行业而言, 商品生产平均时薪同比4.6%, 前值4.6%; 服务业同比4.3%, 前值4.3%。

图表44: 美国5月非农工资增长放缓

| 行业 | 平均时薪(同比, %) | | | | 平均时薪(环比, %) | | | | |
|--------------|-------------|-----------|-----------|-----------|-------------|-----|-----------|-----------|-----------|
| | 23-05 | 环比变化(1个月) | 环比变化(3个月) | 环比变化(6个月) | 23-05 | 预期 | 环比变化(1个月) | 环比变化(3个月) | 环比变化(6个月) |
| 非农 | | | | | | | | | |
| 私人部门 | 4.3 | -0.05 | -0.37 | -0.69 | 0.3 | 0.3 | -0.1 | 0.1 | -0.1 |
| 商品生产 | 4.6 | -0.02 | 0.03 | 0.05 | 0.3 | | -0.2 | 0.1 | -0.1 |
| 自然资源 and 采矿业 | 6.3 | -0.69 | 1.91 | 3.30 | 0.3 | | -0.8 | 0.0 | -0.2 |
| 建筑业 | 5.1 | -0.18 | -0.41 | -0.82 | 0.4 | | 0.0 | 0.0 | -0.1 |
| 制造业 | 4.1 | 0.16 | 0.11 | 0.15 | 0.2 | | -0.2 | 0.2 | -0.1 |
| 耐用消费品 | 3.7 | 0.12 | -0.12 | -0.12 | 0.3 | | -0.2 | 0.3 | 0.1 |
| 非耐用消费品 | 4.4 | 0.04 | 0.55 | 0.50 | 0.0 | | -0.5 | 0.0 | -0.6 |
| 服务业 | 4.3 | -0.05 | -0.44 | -0.82 | 0.3 | | 0.0 | 0.1 | -0.1 |
| 批发贸易 | 5.4 | 0.33 | 0.42 | 1.24 | 0.1 | | -0.4 | -0.3 | -0.3 |
| 零售贸易 | 4.7 | -0.05 | -0.16 | -0.28 | 0.2 | | -0.2 | -0.9 | -0.9 |
| 交通运输和仓储 | 3.6 | -1.21 | -0.52 | -0.42 | 0.3 | | -0.6 | -0.5 | 0.4 |
| 公用事业 | 5.2 | -0.77 | -0.62 | -0.81 | 0.5 | | 0.0 | 0.3 | 0.6 |
| 信息 | 5.3 | 0.92 | 0.14 | 0.90 | 1.6 | | 2.4 | 1.3 | 2.1 |
| 金融活动 | 3.9 | 0.41 | -0.53 | 0.27 | 0.5 | | 0.9 | 0.4 | 0.4 |
| 专业及商业服务 | 4.4 | 0.10 | -0.44 | -0.85 | 0.2 | | -0.3 | 0.0 | -0.3 |
| 教育及健康服务 | 3.8 | -0.18 | -0.49 | -1.53 | 0.3 | | -0.1 | 0.5 | -0.2 |
| 休闲和酒店业 | 5.5 | -0.23 | -1.21 | -1.00 | 0.3 | | 0.0 | 0.3 | -0.5 |
| 其他服务 | 4.5 | 0.20 | 0.20 | 0.33 | 0.4 | | -0.4 | 0.2 | -0.5 |

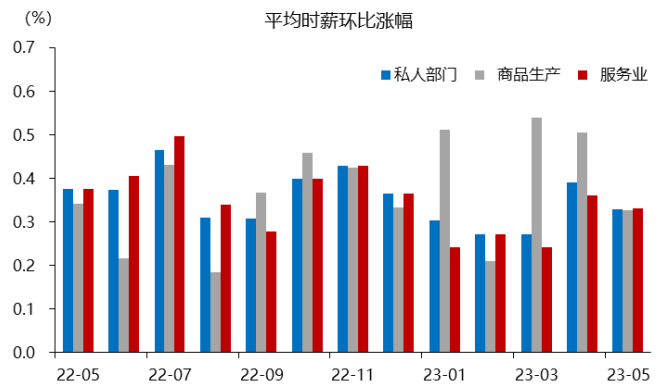
来源: Bloomberg、BLS、Wind、国金证券研究所

图表45: 平均时薪同比涨幅



来源: Bloomberg、BLS、Wind、国金证券研究所

图表46: 平均时薪环比涨幅



来源: Bloomberg、BLS、Wind、国金证券研究所

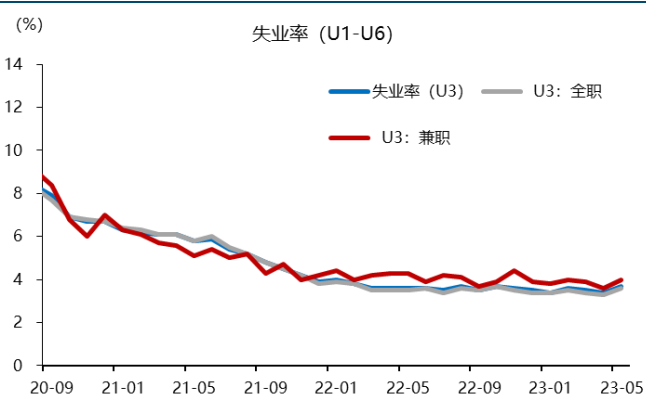
失业率环比上升0.3个百分点至3.7%，劳动参与率保持在62.6%。美国5月失业率3.7%，高于预期3.5%和前值3.4%，自2022年3月以来，失业率一直处于3.4%至3.7%之间。劳动参与率保持62.6%。就业率60.4%，女性就业率相比上月下降0.2%。

图表47: 美国5月失业率意外上升

| 失业/就业 | | | | | | | | | | | | | | | | |
|---------|-------|------|-----------|-----------|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| 指标 | 23-05 | 预期 | 环比变化(1个月) | 环比变化(3个月) | 环比变化(6个月) | 5年分位数 | 10年分位数 | 23-04 | 23-03 | 23-02 | 23-01 | 22-12 | 22-11 | 22-10 | 22-09 | |
| 失业率(U3) | 3.7 | 3.5 | ↑0.30 | ↓0.10 | ↓0.10 | 33.3 | 16.3 | 3.4 | 3.5 | 3.6 | 3.4 | 3.5 | 3.6 | 3.7 | 3.5 | |
| U3: 全职 | 3.6 | | ↓0.30 | ↓0.10 | ↓0.10 | 33.3 | 16.3 | 3.3 | 3.4 | 3.5 | 3.4 | 3.4 | 3.5 | 3.7 | 3.5 | |
| U3: 兼职 | 4.0 | | ↓0.40 | ↓0.00 | ↓0.40 | 18.3 | 9.0 | 3.6 | 3.9 | 4.0 | 3.8 | 3.9 | 4.4 | 3.9 | 3.7 | |
| U1 | 1.2 | | ↓0.10 | ↓0.10 | ↓0.00 | 11.6 | 5.7 | 1.1 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | |
| U2 | 1.8 | | ↓0.20 | ↓0.10 | ↓0.10 | 46.6 | 22.9 | 1.6 | 1.8 | 1.7 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | |
| U4 | 3.9 | | ↓0.30 | ↓0.10 | ↓0.00 | 23.3 | 11.4 | 3.6 | 3.7 | 3.8 | 3.6 | 3.7 | 3.9 | 3.9 | 3.8 | |
| U5 | 4.5 | | ↓0.30 | ↓0.10 | ↓0.00 | 23.3 | 11.4 | 4.2 | 4.2 | 4.4 | 4.2 | 4.2 | 4.5 | 4.5 | 4.4 | |
| U6 | 6.7 | | ↓0.10 | ↓0.10 | ↓0.00 | 5.0 | 2.4 | 6.6 | 6.7 | 6.8 | 6.6 | 6.5 | 6.7 | 6.7 | 6.7 | |
| 劳动参与率 | 62.6 | 62.6 | →0.00 | ↓0.10 | ↓0.40 | 58.3 | 31.1 | 62.6 | 62.6 | 62.5 | 62.4 | 62.3 | 62.2 | 62.2 | 62.3 | |
| 男性 | 68.1 | | ↓0.00 | ↓0.10 | ↓0.00 | 48.3 | 23.7 | 68.1 | 68.4 | 68.0 | 67.9 | 68.1 | 68.1 | 68.1 | 68.1 | |
| 女性 | 57.3 | | ↓0.00 | ↓0.10 | ↓0.80 | 73.3 | 82.7 | 57.3 | 57.1 | 57.2 | 57.0 | 56.8 | 56.5 | 56.7 | 56.8 | |
| 就业率 | 60.4 | | ↓0.10 | ↓0.40 | ↓0.40 | 63.3 | 78.6 | 60.5 | 60.4 | 60.0 | 59.7 | 60.0 | 60.0 | 60.2 | 60.1 | |
| 男性 | 65.7 | | ↓0.00 | ↓0.60 | ↓0.20 | 55.0 | 57.3 | 65.7 | 65.6 | 65.1 | 64.7 | 65.3 | 65.5 | 65.8 | 65.7 | |
| 女性(美国) | 55.3 | | ↓0.20 | ↓0.10 | ↓0.60 | 78.3 | 89.3 | 55.5 | 55.3 | 55.2 | 54.8 | 54.9 | 54.7 | 54.8 | 54.8 | |

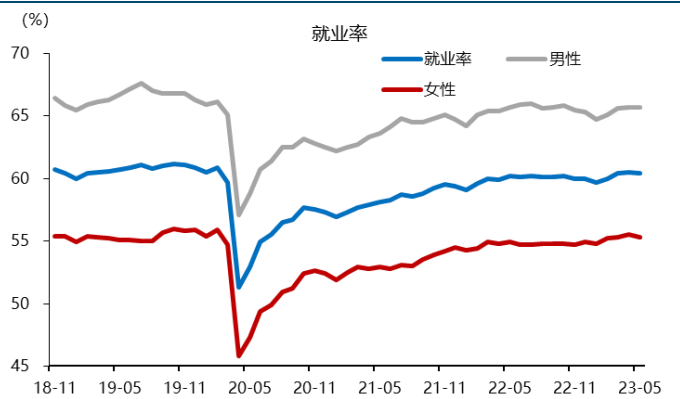
来源: Bloomberg、BLS、Wind、国金证券研究所

图表48: 近一年失业率一直处于3.4%至3.7%之间



来源: Bloomberg、BLS、Wind、国金证券研究所

图表49: 女性就业率相比上月下降0.2%

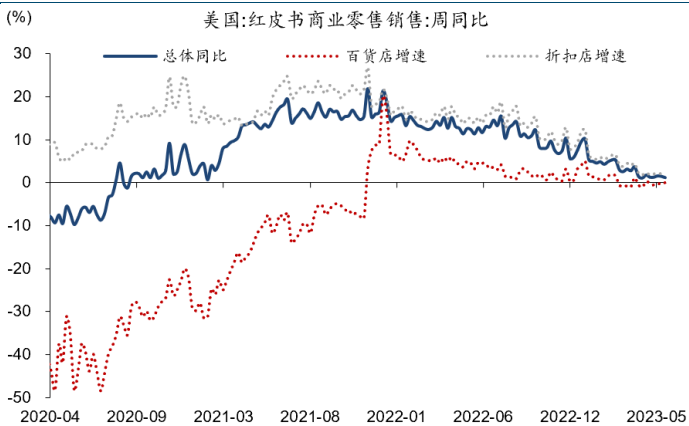


来源: Bloomberg、BLS、Wind、国金证券研究所

(四) 消费: 美国商品消费增速回落, 欧美出行改善

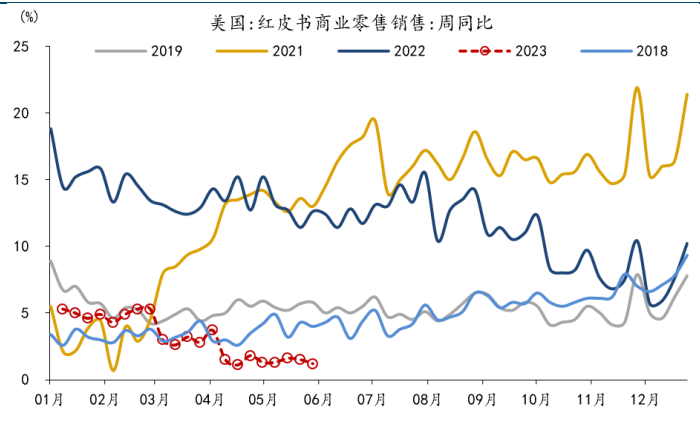
5月27日当周, 美国红皮书零售增速1.2%, 前值1.5%, 百货店销售增速0%, 前值-0.4%, 折扣店增速1.8%, 前值2%。欧美航班出行情况延续回升, 纽约拥堵指数延续上升, 英国、德国航班飞行流量强于季节性表现。

图表50: 美国红皮书零售增速1.2%, 前值1.5%



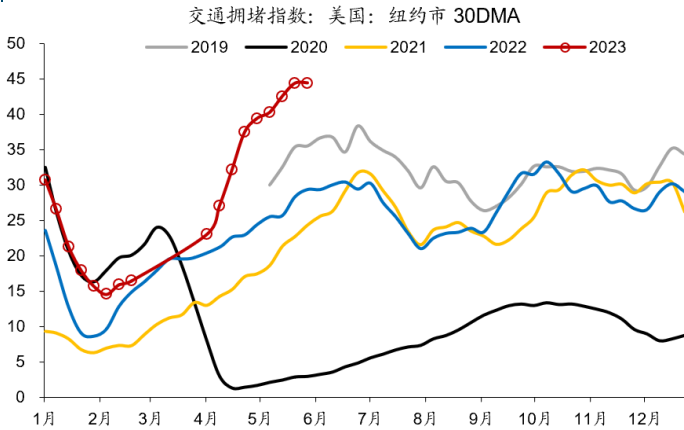
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表51: 美国红皮书零售增速弱于季节性



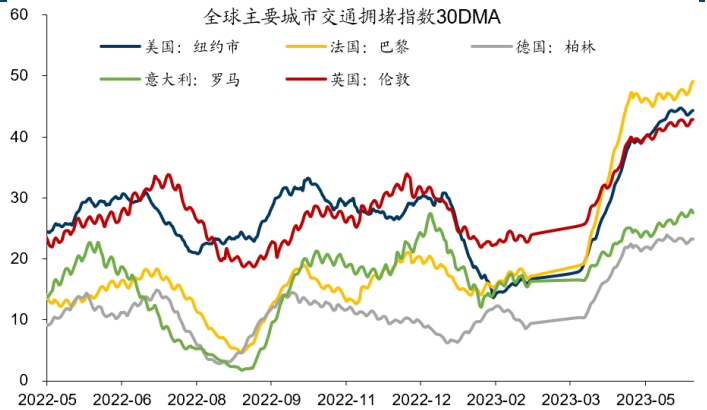
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表52: 美国纽约交通拥堵情况回升



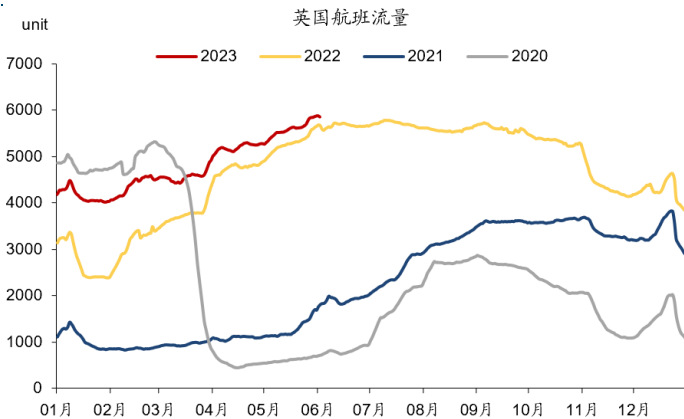
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表53: 欧洲巴黎、伦敦城市拥堵情况上升



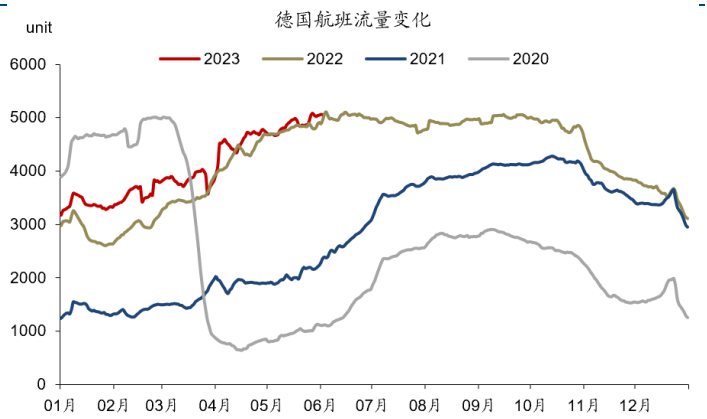
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表54: 英国航班飞行流量强于季节性表现



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表55: 德国航班飞行流量强于季节性表现

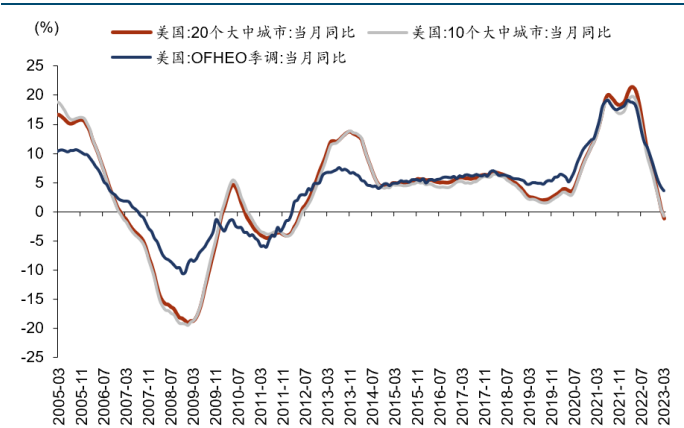


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(五) 地产: 美国前 20 城房价降至负增长

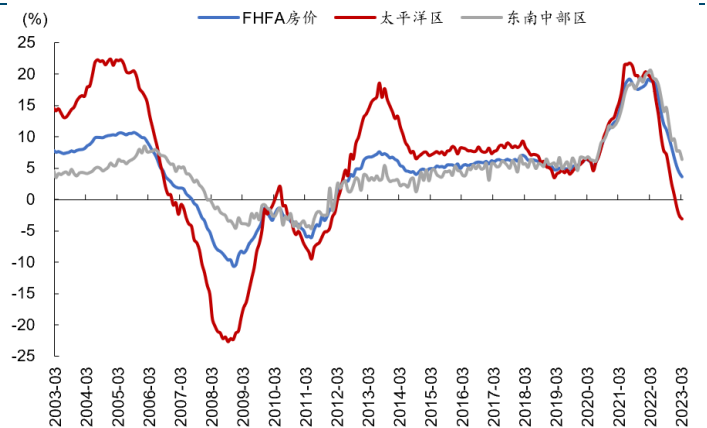
美国前 20 城房价降至负增长。美国 3 月前 20 城房价增速-1.2%，前值 0.4%；前 10 城 0.8%，前值 0.5%。3 月 FHFA 房价增速 3.6%，前值 4.3%，中西部地区降幅较大。

图表56: 美国 3 月前 20 城房价增速-1.2%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表57: 美国 3 月 FHFA 房价增速 3.6%

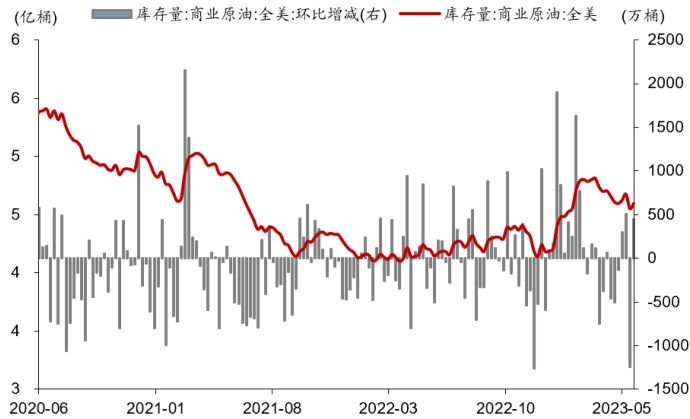


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(六) 库存: 美国原油库存增长

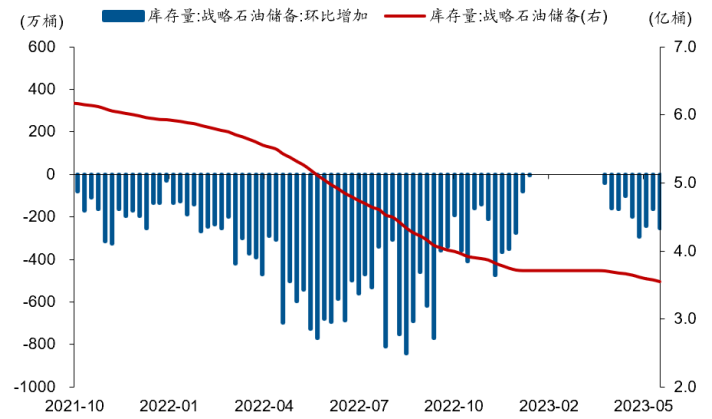
美国原油库存增长。上周美国原油库存增加 449 万桶，前值减少 1245 万桶。原油库存量升至 4.6 亿桶，低于 2019 年同期水平；战略原油储备减少 252 万桶，存量降至 3.6 亿桶。5 月 26 日当周原油产量 1220 万桶，美国天然气库存处于同期较高位置。

图表58: 上周美国原油库存增加 449 万桶



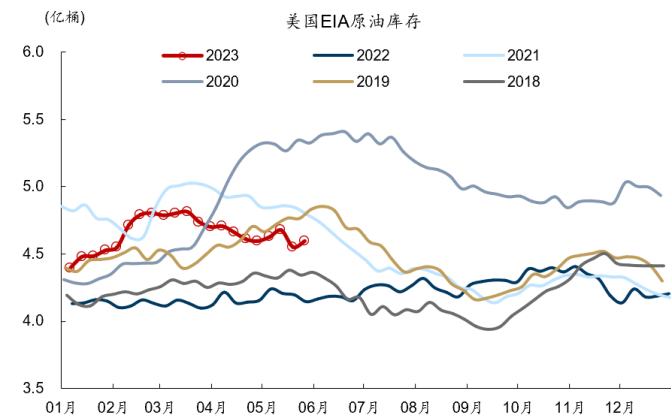
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表59: 上周美国战略原油储备减少 252 万桶



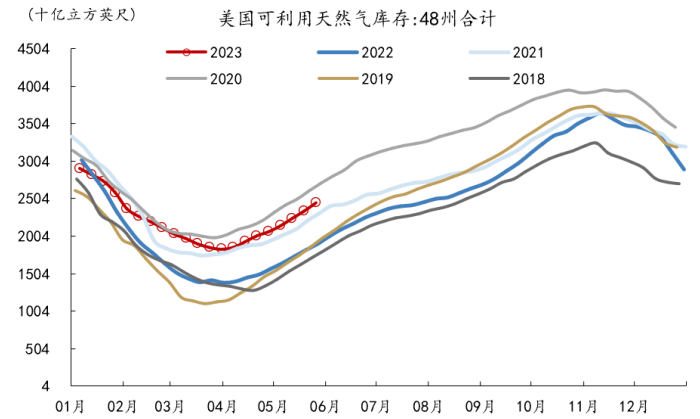
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表60: 美国原油库存低于 2019 年同期水平



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表61: 美国天然气库存处于季节性高位



来源: Bloomberg, 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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 |
| 紫竹国际大厦7楼 | | 18楼1806 |