

# 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

## 美国经济重现“技术性衰退”

### ——GDP 和 GDI 的“背离”与“真相”

数据之间的“背离”是后疫情时代海外宏观经济运行的典型事实之一，这既表现在不同部门之间，也表现在同一部门内部。现实和预期的“鸿沟”久久不能弥合，增加了市场把握现实和展望未来的难度，资本市场交易层面也呈现出“分割”的特征。那么，哪些数据是真实的，谁又会向谁收敛？

#### 热点思考：美国经济再现“技术性衰退”？GDP 和 GDI 的“背离”与“真相”

2022 年 4 季度-2023 年 1 季度，美国经济再次陷入“技术性衰退”，但市场选择性忽视了这一信息。早在 2022 年上半年，美国实际 GDP 连续两个季度环比负增长，引发了市场对于美国经济衰退的讨论和定价。这在概念上被定义“技术性衰退”。2022Q4-2023Q1 又出现了国内总收入（GDI）意义上的“技术性衰退”，主要因为企业利润的收缩。

GDI 是收入法下的经济活动总量指标，即一个国家在特定时期内生产的所有商品和服务所赚取的所有钱。“总收入=总支出”是宏观经济核算的恒等式，所以理论上而言，GDI 恒等于 GDP，但统计层面，由于调查主体、统计方法、收支时间错位等方面的原因，两者常出现背离：上世纪 70 年代初到 90 年代末，GDP 系统性地高于 GDI，此后相反。

与 GDP 相比，GDI 识别 NBER 定义的“实质性衰退”的效率更高。技术性衰退与实质性衰退在多数情况下是重合的，但并非一一映射的关系。相比 GDP，无论是同比还是环比，GDI 意义上的技术性衰退对实质性衰退的指示性都更好。在单一指标中，从技术性衰退推断实质性衰退而言，GDI 环比最佳。实践中，多指标搭配使用的效果最好。

与 GDP 相比，GDI 对周期的“顶点”（peak）更敏感，也能更早提供经济衰退的信号。以 2001 年衰退和 2008-09 年大衰退为例，GDI 比 GDP 均更早显示出了衰退的信号。我们建立的 Probit 预测模型显示，截止到 2023 年 1 季度，GDI 模型显示的美国经济衰退的概率为 37%（2022Q4 的概率为 47%）——当概率上升到 47%时，美国经济从未逃逸衰退。

#### 海外事件&数据：澳大利亚、加拿大意外加息、美国服务业 PMI 回落

澳大利亚、加拿大意外加息。加拿大基准利率提高 0.25 个百分点，达到 4.75%；澳大利亚现金利率提高 0.25 个百分点至 4.1%。美国财政部资金余额回升，截至 6 月 7 日，TGA 账户余额回升至 775 亿，美国金融条件处于宽松区间，美国企业债信用利差缩小，银行存款回升，但美联储 BTFP 工具使用量上升，TED 利差扩大。

美国服务业 PMI 走弱，初请失业金人数上涨。5 月美国 ISM 非制造业 PMI 下滑 1.6 个点，录得 50.3，前值 51.9。需求端新订单指数下滑 3.2 个点至 52.9，订单库存下滑 8.8 个点至 40.9；生产端商务活动回落 0.5 个点至 51.5；；就业分项再次回落至荣枯线以下，初请失业人数大幅上涨至 26 万人。

欧洲消费回升，美国零售增速回落。欧元区 4 月零售贸易指数同比增 5%，前值 4.0%，其中食品消费增 8.6%，前值 8%；非食品消费增 2.5%，前值 1.5%。6 月 3 日当周，美国红皮书零售增速 0.6%，前值 1.2%，商品零售增速回落。欧美航班出行情况延续回升，增长好于季节性，但纽约交通拥堵指数回落。

#### 风险提示

俄乌战争持续时长超预期；稳增长效果不及预期；疫情反复。

## 内容目录

一、热点思考：美国经济再现“技术性衰退”？GDP 和 GDI 的背离与真相.....	4
(一) 美国实际国内总收入 (GDI) 连续两个季度环比负增，企业利润收缩是主要解释.....	4
(二) 技术性衰退与实质性衰退辨析：GDI 口径的技术性衰退与 NBER 衰退重叠度最高.....	5
(三) GDP 与 GDI 的比较：谁对周期的“顶点”更敏感，或更及时地提供衰退的信号？.....	8
二、海外基本面&重要事件.....	10
(一) 货币与财政：澳大利亚、加拿大意外加息.....	10
(二) 生产与就业：美国服务业 PMI 回落，初请失业金人数上涨.....	11
(三) 消费与出行：欧洲消费回升，美国零售回落.....	12
(四) 通胀与能源：欧洲通胀回落，能源价格降幅放缓.....	13
(五) 地产：英国房价增速下滑，美国抵押贷款指数回落.....	14
(六) 库存：美国原油库存回落.....	15
风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1：美国实际 GDP 同比与环比增速.....	4
图表 2：美国实际 GDI 同比与环比增速.....	4
图表 3：美国实际 GDP 与 GDI 的比较（1973 年以来）.....	4
图表 4：美国实际 GDP 与 GDI 的比较（2018 年以来）.....	4
图表 5：美国实际 GDI 走势.....	5
图表 6：美国实际 GDI 的结构.....	5
图表 7：劳动报酬与企业净营业盈余的比较.....	5
图表 8：公司利润走势.....	5
图表 9：实际 GDP 和实际 GDI 环比（折年率）增速的比较，及其与 NBER 实质性衰退的关系.....	6
图表 10：实际 GDP 增速和实际 GDI 同比增速的比较，及其与 NBER 实质性衰退的关系.....	6
图表 11：实际 GDP 同比与环比增速的比较，及其与 NBER 实质性衰退的关系.....	7
图表 12：实际 GDI 同比和环比增速的比较，及其与 NBER 实质性衰退的关系.....	7
图表 13：技术性衰退与实质性衰退的关系：一个总结（GDI 占优）.....	8
图表 14：实际 GDP 和 GDI 的比较（2001 年衰退）.....	8
图表 15：实际 GDP 和 GDI 环比的比较（2001 年衰退）.....	8
图表 16：实际 GDP 和 GDI 的比较（大衰退）.....	9
图表 17：实际 GDP 和 GDI 环比的比较（大衰退）.....	9
图表 18：基于 GDI 的衰退预测模型.....	9
图表 19：基于 GDP 的衰退预测模型.....	9
图表 20：GDP、广义 GDP 和 GDI 的比较.....	10
图表 21：美国财政部账户余额回升至 775 亿美元.....	10
图表 22：美国金融条件处于宽松区间.....	10
图表 23：美国企业债信用利差缩小，但高于去年.....	11
图表 24：美国 TED 利差扩大.....	11

图表 25:	美国流动性量价跟踪指标。美联储 BTFP 工具使用量上升.....	11
图表 26:	美国 ISM 非制造业 PMI 回落.....	12
图表 27:	美国当周初请失业人数上升至 26 万.....	12
图表 28:	持有失业保险人群的失业率 1.2%.....	12
图表 29:	美国 5 月 29 日当周新增职位数量降至 102 万.....	12
图表 30:	美国各行业活跃职位数量降低.....	12
图表 31:	欧元区 4 月零售增 5%，前值 4.0%.....	13
图表 32:	欧元区 4 月食品及非食品零售增速均提升.....	13
图表 33:	美国红皮书零售增速 1.2%，前值 0.6%.....	13
图表 34:	美国红皮书零售增速弱于季节性.....	13
图表 35:	美国纽约交通拥堵情况回落.....	13
图表 36:	欧洲航班飞行次数回升.....	13
图表 37:	全球 CPI 热力图.....	14
图表 38:	WTI 原油价格降至 70 美元.....	14
图表 39:	美国汽油价格维持在 3.4 美元/加仑左右.....	14
图表 40:	英国 5 月 Halifax 房价指数同比-1%.....	14
图表 41:	美国 6 月 MBA 购买指数回落.....	14
图表 42:	上周美国原油库存减少 45 万桶.....	15
图表 43:	上周美国战略原油储备减少 186 万桶.....	15
图表 44:	美国原油库存回升.....	15
图表 45:	美国天然气库存处于季节性高位.....	15

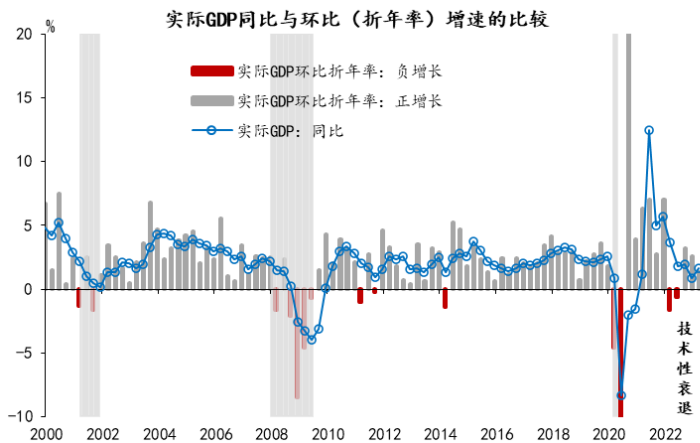
数据之间的“背离”是后疫情时代海外宏观经济运行的典型事实之一，这既表现在不同部门之间，也表现在同一部门内部。现实和预期的“鸿沟”久久不能弥合，增加了市场把握现实和展望未来的难度，资本市场交易层面也呈现出“分割”的特征。那么，哪些数据是真实的，谁又会向谁收敛？

## 一、热点思考：美国经济再现“技术性衰退”？GDP和GDI的背离与真相

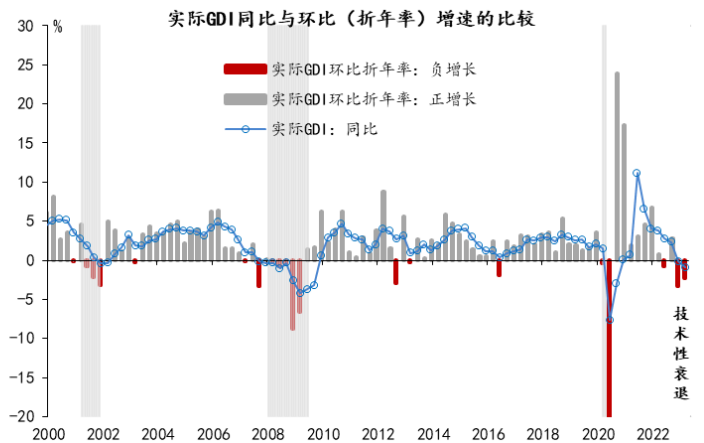
### （一）美国实际国内总收入（GDI）连续两个季度环比负增，企业利润收缩是主要解释

2022年4季度和2023年1季度，美国经济再次陷入“技术性衰退”，但市场选择性忽视了这一信息。2022年上半年，美国实际GDP连续两个季度环比负增长（Q1为-1.6%，Q2为-0.6%），累计下降-2.2%，引发了市场对于美国经济衰退的讨论和定价。这在概念上被定义“技术性衰退”，以区别于NBER意义上的“实质性衰退”。在当时，参考NBER周期的6个底层指标，以及实际国内总收入（GDI）的表现，我们认为，本次衰退只会是技术性的，而非实质性的，即大概率不会被NBER定义为衰退。时过境迁，2022Q4和2023Q1又出现了GDI意义上的“技术性衰退”（读数分别为-3.3%和-2.3%），累计降幅-5.6%，幅度为2022年上半年实际GDP回撤的2.5倍。

图表1：美国实际GDP同比与环比增速



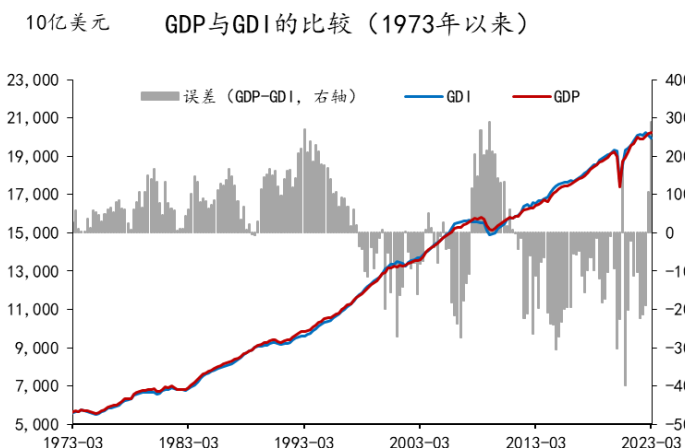
图表2：美国实际GDI同比与环比增速



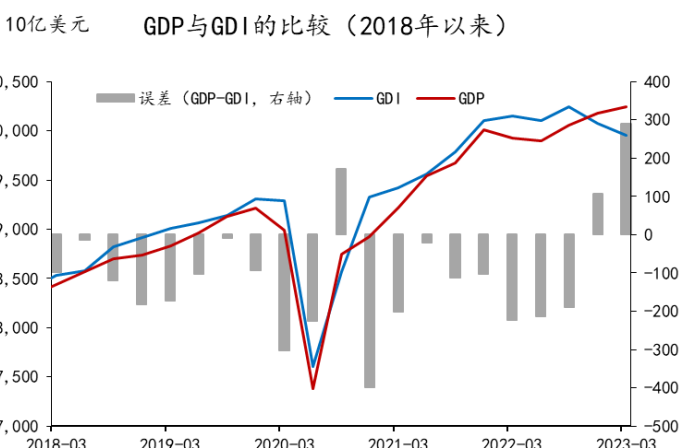
来源：Wind、国金证券研究所

GDI是收入法下的经济活动总量指标，即一个国家在特定时期内生产的所有商品和服务所赚取的所有钱。“总收入=总支出”（或总供给=总需求）是宏观经济核算的恒等式，所以理论上而言，GDI恒等于GDP，但统计层面，由于调查主体（覆盖面）、统计方法、收支时间错位等方面的原因，两者经常出现背离（即“统计误差”）：上世纪70年代初到90年代末，GDP系统性地高于GDI，90年代末至今，GDI系统性地高于GDP（2007-09年大危机期间）。但是，2022年4季度和2023年1季度，实际GDP分别高于实际GDI 1080亿美元和2890亿美元，分别占当期实际GDP的比率为0.5%和1.4%（1947年以来的均值为0.34%）。从统计误差的绝对值而言，2023年1季度为过去半个世纪以来的最大值。

图表3：美国实际GDP与GDI的比较（1973年以来）



图表4：美国实际GDP与GDI的比较（2018年以来）

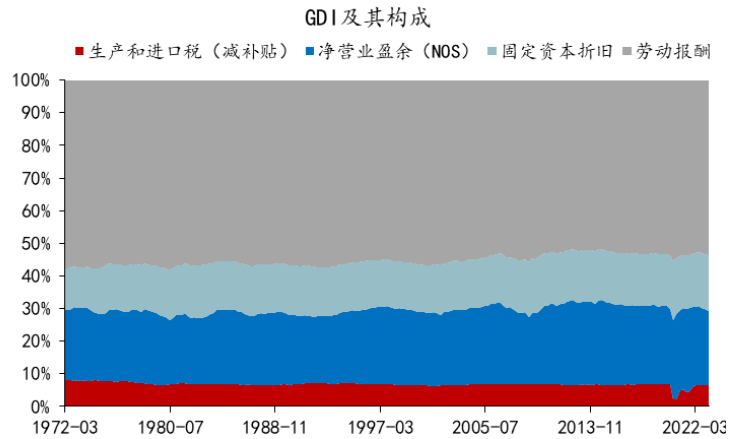
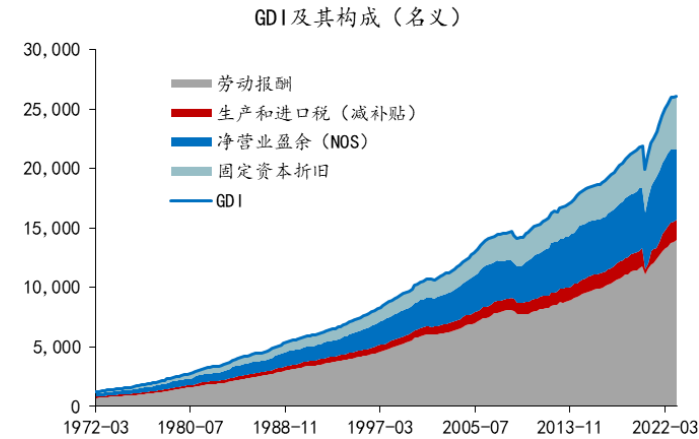


来源：Wind、国金证券研究所

在美国 GDI 中，劳动报酬占绝对主导地位。1971 年以来，劳动报酬在 GDI 中的比重分布在 50-60%之间，均值为 55.4%，2023 年 1 季度为 53.6%（2015 年以前占比下行，此后占比回升）。净营业盈余（含企业利润）的占比分布在 20-25%之间，均值为 22.8%，2023 年 1 季度为 22.7%。2022 年 4 季度和 2023 年 1 季度实际 GDI 回撤的主要解释是企业净营业盈余的下降，劳动报酬仍维持在正增长区间。相比 2022 年 2 季度的高点，净营业盈余已累计回撤 4.5%，其中，经库存估值和资本消耗调整前后的公司利润分别回撤 10%和 8%。

图表5：美国实际 GDI 走势

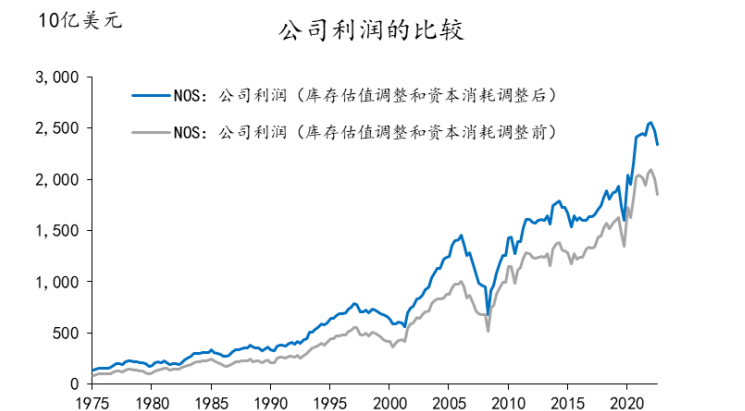
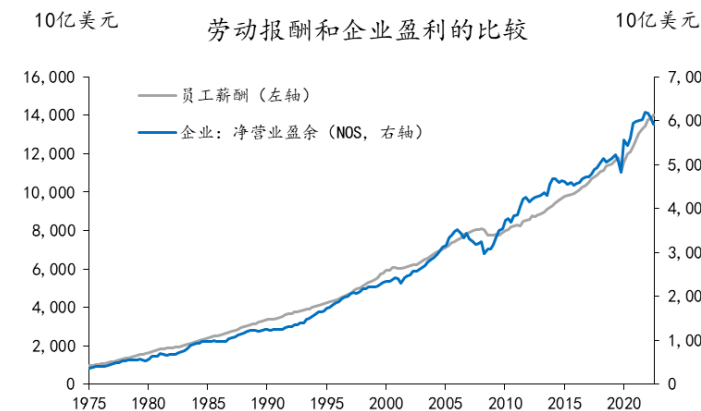
图表6：美国实际 GDI 的结构



来源：Wind、国金证券研究所

图表7：劳动报酬与企业净营业盈余的比较

图表8：公司利润走势

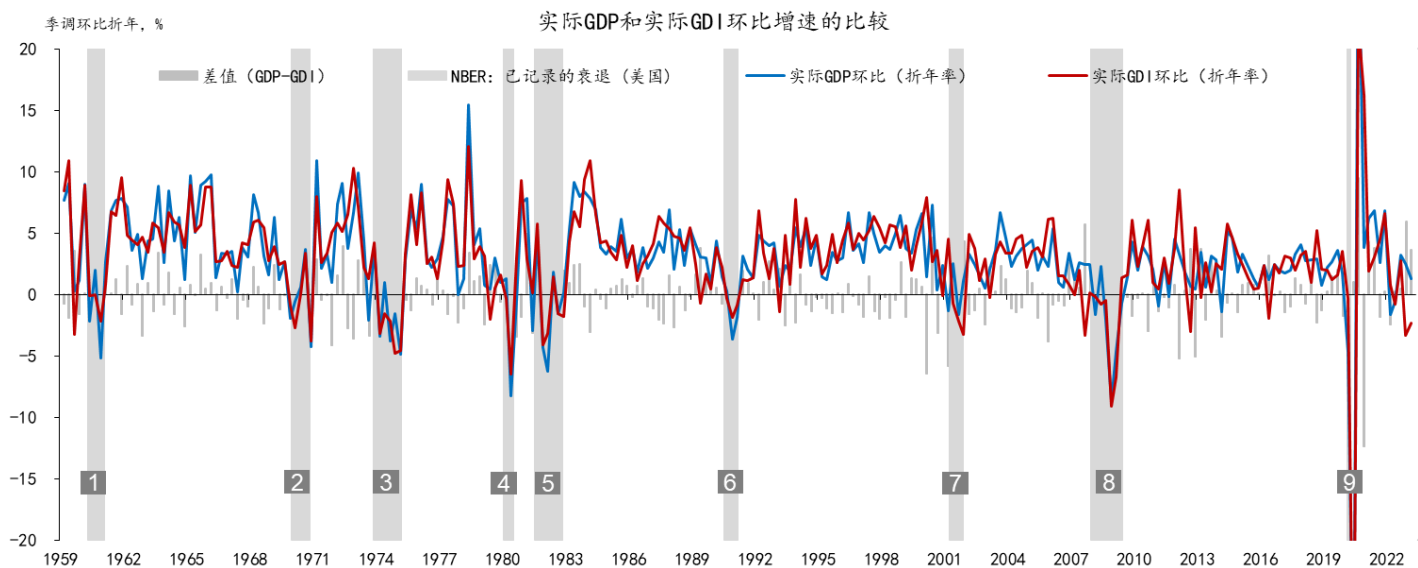


来源：Wind、国金证券研究所

## （二）技术性衰退与实质性衰退辨析：GDI 口径的技术性衰退与 NBER 衰退重叠度最高

从环比（折年率）口径看，GDP 和 GDI 的走势基本一致（1959Q1-2022Q3 的相关系数高达 0.87，1981Q1-2022Q3 的相关系数为 0.84），但 GDI 的波动性更大。1959 年初至 2022 年 3 季度（暂不考虑 2022Q4-2023Q1），GDP 共有 32 个季度出现负增长（32/255，12.5%），满足技术性衰退定义的有 8 次，其中 7 次与 NBER 衰退重叠（2022 年除外）。同一时期，GDI 口径也出现过 8 次技术性衰退，每一次都对应着 NBER 衰退。所以，GDI 口径的技术性衰退对 NBER 衰退的指向性更好（8/8 和 7/8）。

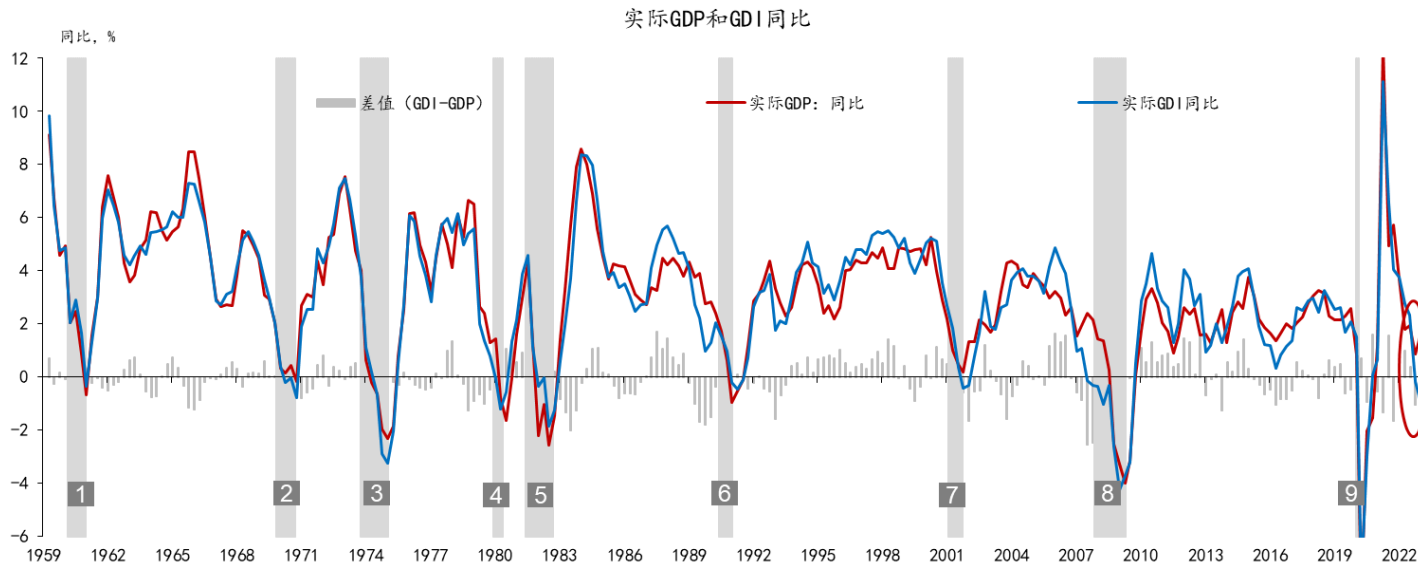
图表9：实际GDP和实际GDI环比（折年率）增速的比较，及其与NBER实质性衰退的关系



来源：美联储，Wind，国金证券研究所

作为比较，从同比角度看，GDP和GDI的走势更为一致：1959Q1-2022Q3的相关系数高达0.96，1981Q1-2022Q3的相关系数为0.93。1959Q1-2022Q3，GDP口径下共出现过6次技术性衰退，GDI为8次，其中6次与GDP口径重叠——都对应着NBER衰退，另外两次非重叠的情况分别为：1970Q2-Q4和2001Q4-2002Q1——也都对应着NBER衰退。唯一遗漏的是1960年衰退。从与NBER衰退的重合度看，GDI同比更佳（8/8和6/6）。所以，无论是环比还是同比，GDI都占优。

图表10：实际GDP增速和实际GDI同比增速的比较，及其与NBER实质性衰退的关系

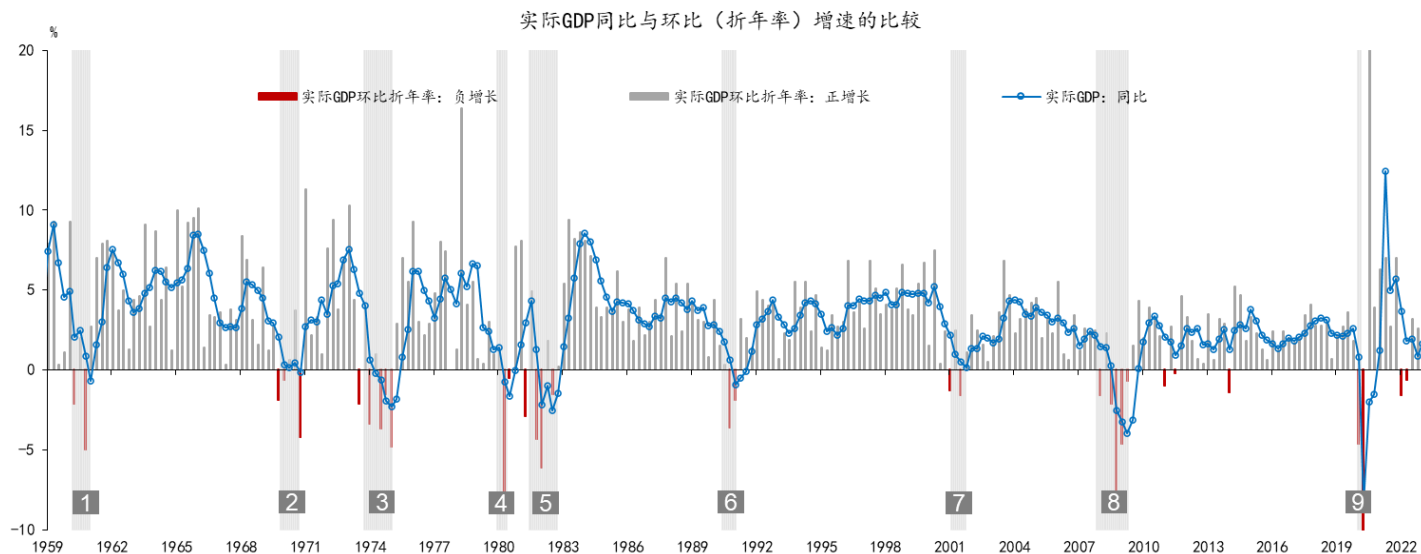


来源：美联储，Wind，国金证券研究所

在同一指标内部，同比和环比的参考价值如何？以实际GDP为例，同比和环比在中周期的走势上是一致的，但从短期的波动性上看，可近似地将同比看作环比的移动平均值——环比增速的波动率更高。1959Q1-2022Q3，6次GDP同比口径的技术性衰退都对应着NBER衰退。8次环比口径的技术性衰退有7次与NBER衰退重合（得分7/8）。仅从准确性看，GDP同比更占优，但它更容易犯统计上的“第二类错误”：排除NBER衰退。GDP同比遗漏了3次NBER衰退，环比遗漏了2次，误增了1次，两者难分优劣。如果考虑广义技术性衰退<sup>1</sup>（环比得分2/3，同比得分0/0）。综合而言，环比得分为9/11，完全覆盖NBER衰退，但误增了2次，同比得分6/6，遗漏了3次，环比略占优。

<sup>1</sup>在3个季度中，间隔出现了2次负增长。

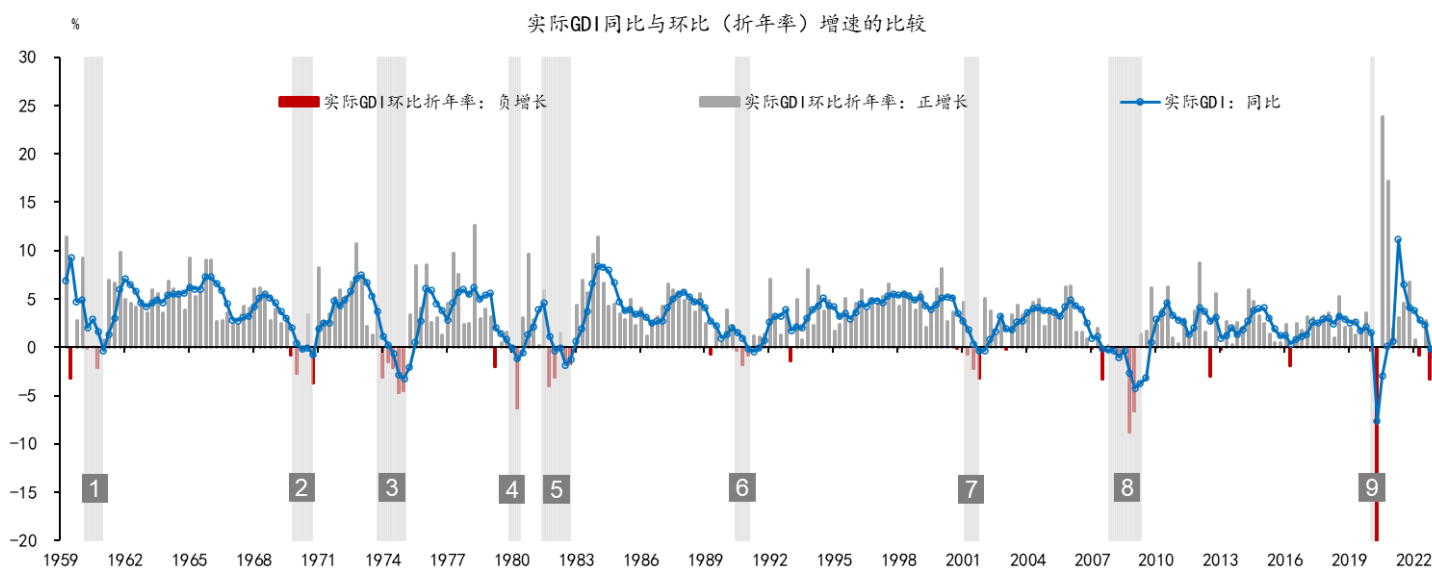
图表11: 实际GDP同比与环比增速的比较, 及其与NBER实质性衰退的关系



来源: NBER, wind、国金证券研究所

GDI 同比与环比增速在趋势、周期性和波动性上的关系与 GDP 类似, 即趋势一致, 但同比更平滑, 环比的波动率更高。1959Q1-2022Q3, GDI 同比和环比口径的技术性衰退分别为 6 次和 8 次, 且都与 NBER 衰退重合, 故环比占优 (少遗漏 2 次)。如果考虑广义技术性衰退, 环比得分是 1/2, 同比得分为 2/2, 综合而言, 环比得分 9/10, 同比得分 8/8, 前者误增 1 次, 后者遗漏一次, 优劣难分。

图表12: 实际GDI同比和环比增速的比较, 及其与NBER实质性衰退的关系



来源: NBER, wind、国金证券研究所

综合而言, 无论是同比还是环比, 无论是否考虑广义技术性衰退, GDI 比 GDP 对 NBER 衰退的指示性都更好。在各指标内部, GDP 环比更占优, GDI 同比和环比是等价的。如果仅考察狭义技术性衰退与 NBER 衰退的重合度, GDI 环比最优 (8/8)。如果仅比较广义技术性衰退, GDI 同比最优 (2/2), GDP 同比次优 (2/3), 再次是 GDI 环比 (1/2)。

从衰退预警角度而言, 环比搭配广义技术性衰退的定义效果更加, 例如 1960 年和 2001 年都对应着 GDP 或 GDI 环比口径的广义技术性衰退。对于预测 NBER 衰退而言, GDI 环比的胜率为 90% (9/10), GDP 环比的胜率为 82%。

图表13：技术性衰退与实质性衰退的关系：一个总结（GDI 占优）

			2022Q4-23Q1	2022Q1-Q2	2020Q1-Q2	2012Q3-13Q1	2011Q1-Q3	2008Q1-09Q2	2001Q2-Q4	1990Q4-91Q1	1981Q4-82Q4	1980Q2-Q3	1974Q1-75Q1	1970Q1-Q4	1960Q3-61Q1	加总	得分	合计
NBER实质性衰退			?	X												9		
GDP	环比	狭义														8	7/8	9/11
		广义														3	2/3	
	同比	狭义														6	6/6	6/6
		广义														0	0	
GDI	环比	狭义														8	8/8	9/10
		广义														2	1/2	
	同比	狭义														6	6/6	8/8
		广义														2	2/2	

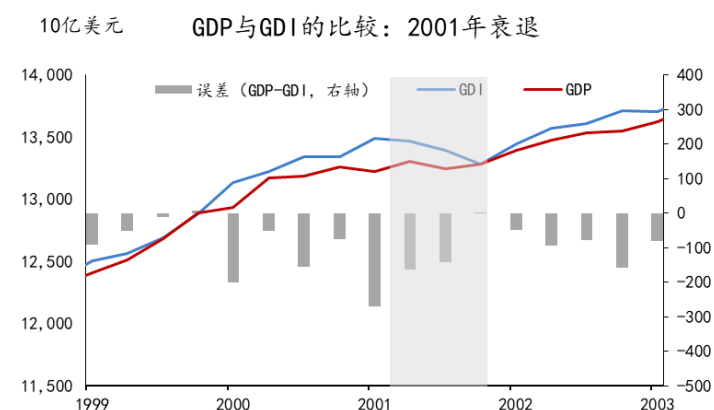
来源：NBER，国金证券研究所  
说明：虚增和遗漏均为“扣分项”。

技术性衰退与实质性衰退在多数情况下是重合的，但并非一一映射的关系。在单一指标中，从技术性衰退推断实质性衰退而言，GDI 环比最佳。实践中，多指标搭配使用的效果最好。8 个口径（图表 13）中只要有 2 个以上出现了技术性衰退（含广义），一般都会被定义为实质性衰退——2011Q1-Q3、2012Q3-2013Q1 和 2022Q1-Q2 都不满足这一标准（只有 1 个指标满足）。虽然技术性衰退与 NBER 衰退的底层指标不同，通过总结历史及经验，仍能发现两者之间的强相关性，进而规避在一定程度上 NBER 主观评价中内涵的不确定性，发挥技术性衰退的客观性和及时性的优点。

### （三）GDP 与 GDI 的比较：谁对周期的“顶点”更敏感，或更及时地提供衰退的信号？

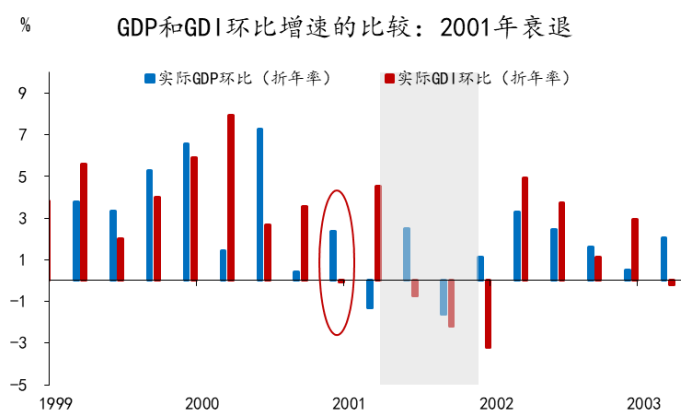
与 GDP 相比，GDI 对周期的“顶点”（peak）更敏感，或能更早提供经济衰退的信号。以 2001 年科网泡沫后的衰退（2001 年 4 月-11 月）和 2008-09 年大衰退（2008 年 1 月-2009 年 6 月）为例，GDI 比 GDP 均更早显示出了衰退的信号。2001 年衰退是典型的 GDI 意义上的衰退，GDP 意义上甚至都未出现技术性衰退，而 GDI 环比却连续 3 个季度出现了负增长（2001Q2-2001Q4，或 5 个季度当中有 4 个季度出现了负增长）。并且，GDI 环比早在 2000 年 4 季度就首次出现了负增长。同样地，在大衰退时期，GDI 环比增速早在 2007 年 3 季度就首次出现了负增长。

图表14：实际 GDP 和 GDI 的比较（2001 年衰退）



来源：Wind、国金证券研究所

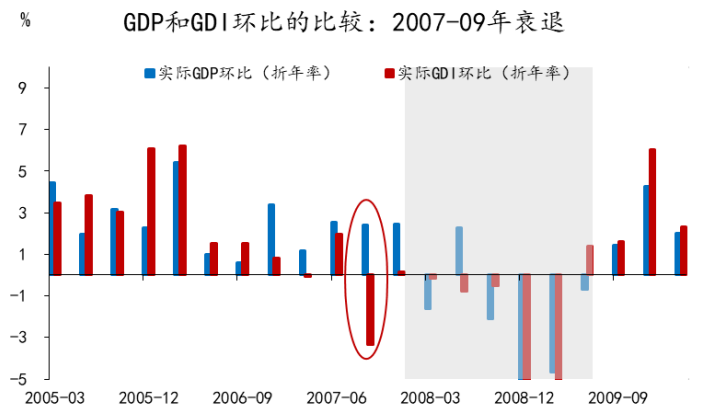
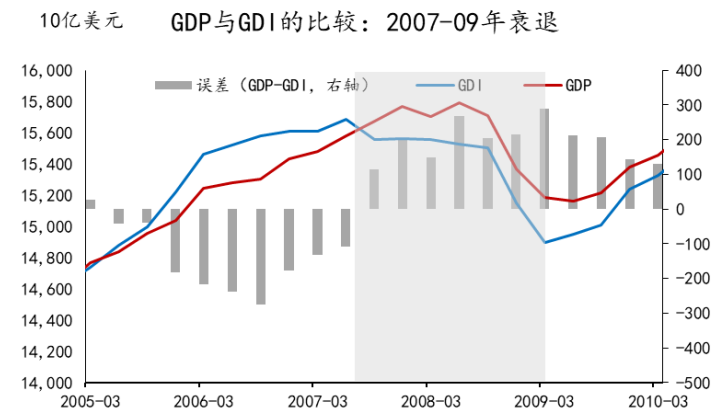
图表15：实际 GDP 和 GDI 环比的比较（2001 年衰退）





图表16: 实际 GDP 和 GDI 的比较 (大衰退)

图表17: 实际 GDP 和 GDI 环比的比较 (大衰退)

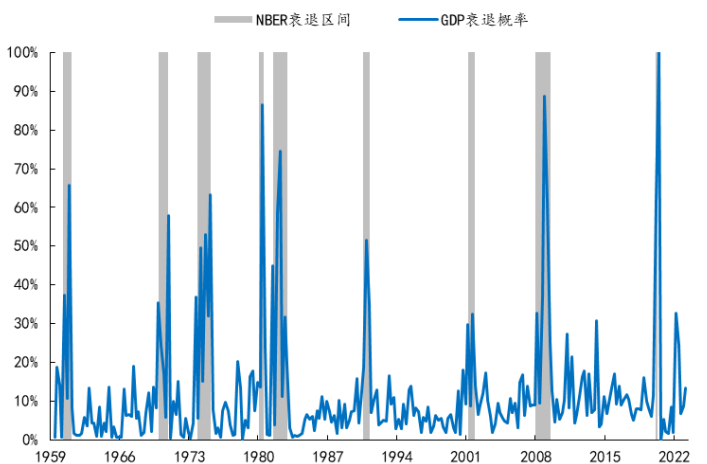
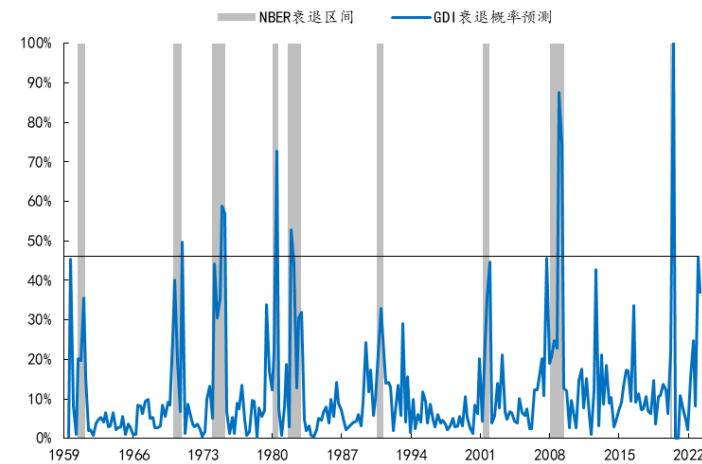


来源: Wind、国金证券研究所

Grimm (2005<sup>2</sup>) 和美联储经济学家 Nalewaik (2012<sup>3</sup>) 的研究均表明, 基于 GDI 的概率预测模型能更早提供 NBERF 衰退的信号。我们建立的 Probit 预测模型显示, 截止到 2023 年 1 季度, GDI 模型显示的美国经济衰退的概率为 37% (2022Q4 的概率为 47%) ——当概率上升到 47% 时, 美国经济从未逃逸衰退。GDP 模型的概率仅为 13%。

图表18: 基于 GDI 的衰退预测模型

图表19: 基于 GDP 的衰退预测模型



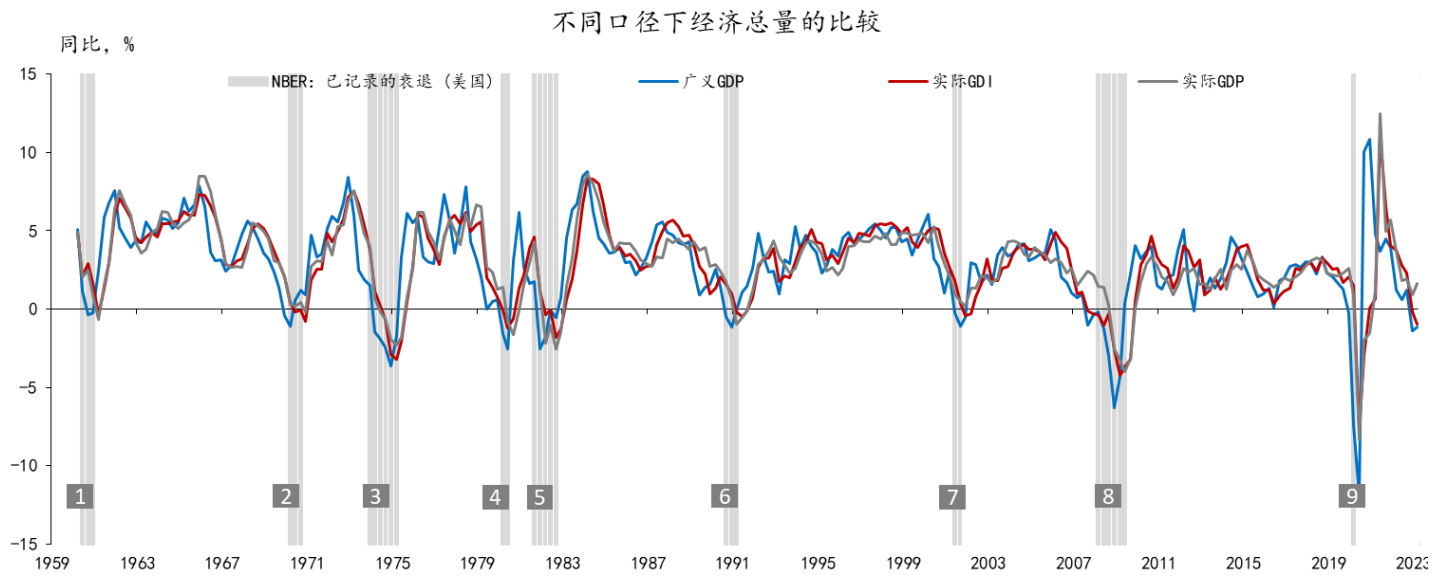
来源: Wind、国金证券研究所

综合而言, 无论是从识别 NBER 实质性衰退的效率来说, 还是更及时地提供经济衰退的信号来说, GDI 都能比 GDP 更佳。所以, 不宜仅因为过去 3 个季度 GDP 环比增速有韧性, 就认为美国经济“无远虑”。从费城联储编制的、更具领先性的广义 GDP 同比增速看, 美国经济也已经进入负增长区间(与 GDI 一致)。

<sup>2</sup> Grimm, Bruce T. 2005. "Alternative Measures of U.S. Economic Activity in Business Cycles and Dating", BEA working paper.

<sup>3</sup> Nalewaik, 2012. "Estimating Probabilities of Recession in Real Time Using GDP and GDI", Journal of Money, Credit and Banking.

图表20: GDP、广义GDP和GDI的比较



来源: NBER, Wind、国金证券研究所

说明: “广义GDP”为费城联储构建的“GDP Plus”<sup>4</sup>。

美国经济短期内仍面临三重压力: (1) 去库存周期。本轮去库存周期始于2022年中, 或延续至2023年底; (2) 金融周期仍在下行, 经验上, 衰退区间与银行信用周期收缩区间是重叠的, 1990-91年、2001年、2008-09年和2020年衰退无一例外地均出现在银行信用收缩阶段; (3) 货币紧缩的滞后效应尚未充分体现, 一般认为滞后9-18个月。故不宜线性外推过去一段时间美国经济去通胀的经验, 认为低失业率和通胀持续下行还可以兼容。也不宜根据当前劳动力市场的韧性而推测美国经济大概率逃逸衰退<sup>5</sup>。

## 二、海外基本面&重要事件

### (一) 货币与财政: 澳大利亚、加拿大意外加息

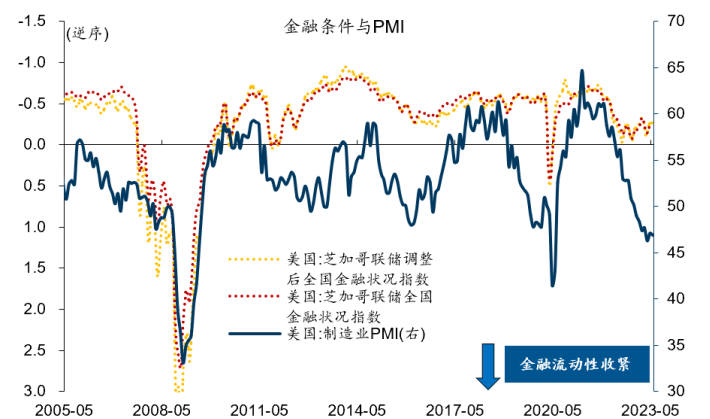
澳大利亚、加拿大意外加息。加拿大基准利率提高0.25个百分点, 达到4.75%; 澳大利亚现金利率提高0.25个百分点至4.1%。美国财政部资金余额回升, 截至6月7日, TGA账户余额回升至775亿, 美国金融条件处于宽松区间, 美国企业债信用利差缩小, 银行存款回升, 但美联储BTFP工具使用量上升, TED利差扩大。

图表21: 美国财政部账户余额回升至775亿美元



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表22: 美国金融条件处于宽松区间

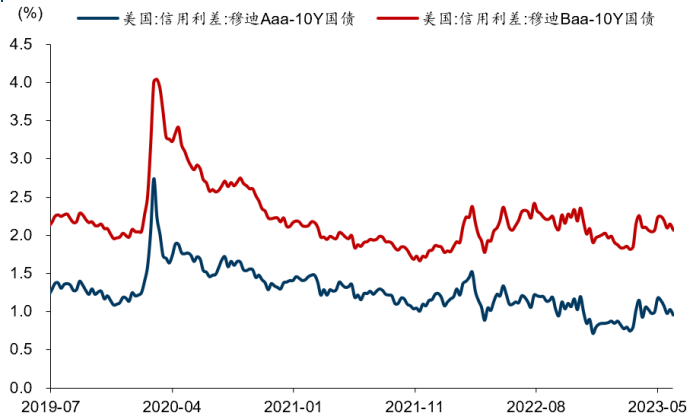


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

<sup>4</sup> 数据可参考美联储网站: <https://www.philadelphiafed.org/surveys-and-data/real-time-data-research/gdpplus>

<sup>5</sup> 参考“周期的力量”系列之四:《注定衰退: 去通胀“下半场”, 美联储“两难全”。》

图表23: 美国企业债信用利差缩小, 但高于去年



图表24: 美国 TED 利差扩大



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表25: 美国流动性量价跟踪指标。美联储 BTFP 工具使用量上升

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	06-07	05-31	05-24	05-17	05-10	05-03	04-26
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↑ 3	8389.3	8385.9	8436.3	8456.8	8503.0	8504.0	8562.8
	其他贷款	十亿美元	↑ 3	296.4	293.6	296.9	312.8	313.4	317.8	334.1
	一级信贷	十亿美元	↓ -1	3.2	4.0	4.2	9.0	9.3	5.3	73.9
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 7	100.2	93.6	91.9	87.0	83.1	75.8	81.3
	其他信贷工具	十亿美元	↓ -3	185.2	188.1	192.6	208.5	212.5	228.2	170.4
	逆回购	十亿美元	↓ -108	2508.1	2615.7	2611.0	2598.6	2618.2	2641.0	2638.8
	准备金	十亿美元	↑ 101	3306.2	3205.5	3250.8	3280.0	3225.3	3166.2	3132.1
	TGA	十亿美元	↑ 29	77.5	48.5	49.5	68.3	154.8	188.3	296.2
	商业银行									
	现金	十亿美元	↓ -6		3302.8	3308.8	3319.7	3265.4	3198.9	3194.1
	消费贷	十亿美元	↑ 13		1885.5	1872.8	1867.7	1864.4	1865.8	1875.0
	住房贷款	十亿美元	↑ 3		2538.6	2535.4	2531.4	2530.9	2525.2	2522.7
	商业地产贷款	十亿美元	↑ 3		2919.0	2916.2	2912.4	2908.5	2906.9	2904.2
工商业贷款	十亿美元	↑ 4		2781.2	2777.0	2786.9	2790.1	2803.8	2801.6	
存款	十亿美元	↑ 192		17290.3	17098.8	17132.9	17099.9	17156.3	17089.7	
大银行存款	十亿美元	↑ 141		10838.6	10697.3	10722.5	10701.1	10753.2	10697.2	
小银行存款	十亿美元	↑ 45		5206.7	5161.5	5167.7	5163.7	5169.6	5152.2	
货币市场基金	十亿美元	↑ 37		5456.7	5420.0	5388.3	5341.6	5328.1	5309.7	5262.6
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	%	↑ 0.1	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
	TED利差	%	↑ 0.1	0.1	0.0	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	1.4	1.5	1.5	1.5	1.4
	票据利差	%	↑ 0.1	-0.2	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.4	-0.2
	离岸市场									
FRA-OIS利差	%	↓ -6.8	27.0	26.3	33.1	34.0	35.2	38.5	30.8	
欧元兑美元互换基差	%	↓ -1.5	-23.0	-21.5	-20.5	-20.9	-19.3	-23.4	-22.8	
日元兑美元互换基差	%	↑ 2.9	-38.3	-41.1	-40.0	-39.5	-39.9	-43.1	-42.0	

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

## (二) 生产与就业: 美国服务业 PMI 回落, 初请失业金人数上涨

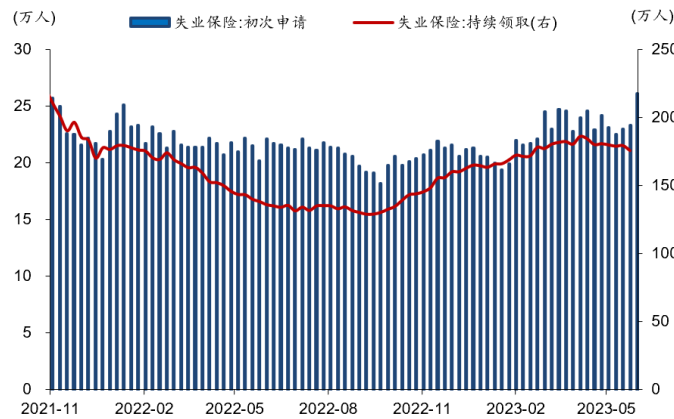
美国服务业 PMI 回落, 初请失业金人数上涨。5 月美国服务业 ISM 非制造业 PMI 下滑 1.6 个点, 录得 50.3, 前值 51.9。需求端新订单指数下滑 3.2 个点至 52.9, 订单库存下滑 8.8 个点至 40.9。库存环比回升幅度较大, 显示服务业补库需求仍然较强。6 月 3 日当周初请失业金人数增加 2.8 万人, 至 26.1 万人; 持有失业保险人群的失业率 1.2%; 美国 5 月 29 日当周新增职位数量降至 102 万, 美国各行业活跃职位数量降低。

图表26: 美国 ISM 非制造业 PMI 回落

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
美国: ISM非制造业PMI	↓ -1.6	50.3	51.9	51.2	55.1	55.2	49.2	55.5	54.5	55.9	56.1	56.7	56.0	56.4
商业活动	↓ -0.5	51.5	52.0	55.4	56.3	60.4	53.5	61.6	55.6	59.1	59.3	59.0	57.2	55.8
新订单	↓ -3.2	52.9	56.1	52.2	62.6	60.4	45.2	55.8	56.8	60.6	60.4	59.1	56.2	58.1
订单库存	↓ -8.8	40.9	49.7	48.5	52.8	52.9	51.5	51.8	52.2	52.5	53.9	58.3	60.5	52.0
供应商交付	↓ -0.9	47.7	48.6	45.8	47.6	50.0	48.5	53.8	56.2	53.9	54.5	57.8	61.9	61.3
新出口订单	↓ -1.9	59.0	60.9	43.7	61.7	59.0	47.7	38.4	47.7	65.1	61.9	59.5	57.5	60.9
进口	↓ -1.3	50.0	51.3	43.6	52.6	53.0	52.7	59.5	50.4	51.3	48.2	48.0	46.3	52.8
库存变化	↑ 11.1	58.3	47.2	52.8	50.6	49.2	45.1	47.9	47.2	44.1	46.2	45.0	47.5	51.0
库存景气	↑ 12.1	61.0	48.9	57.9	55.3	55.8	55.9	44.2	46.4	47.2	47.1	50.1	46.2	44.5
物价	↓ -3.4	56.2	59.6	59.5	65.6	67.8	68.1	70.1	70.9	68.7	72.3	73.2	79.1	80.9
就业	↓ -1.6	49.2	50.8	51.3	54.0	50.0	49.4	50.6	49.2	53.0	50.2	49.5	48.7	50.3

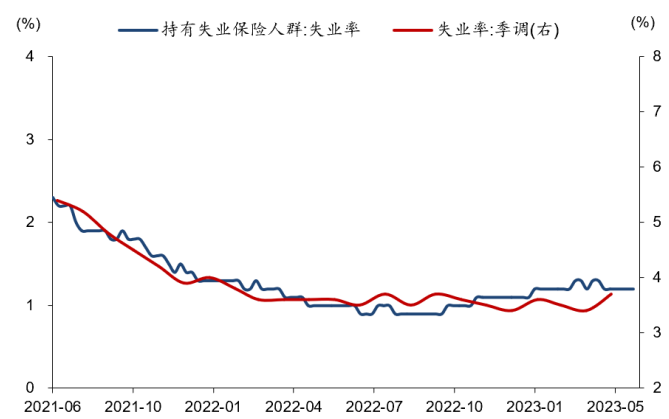
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表27: 美国当周初请失业人数上升至 26 万



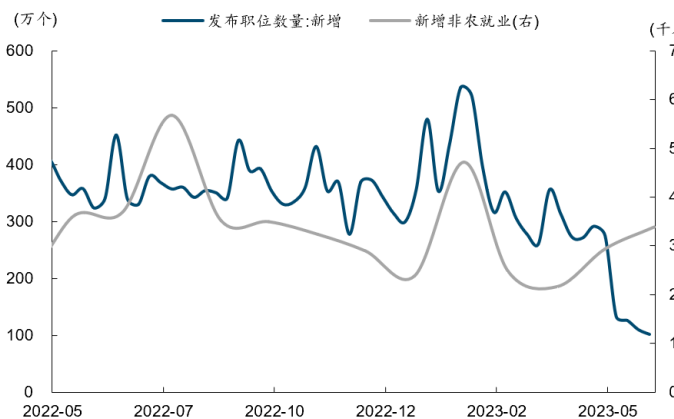
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表28: 持有失业保险人群的失业率 1.2%



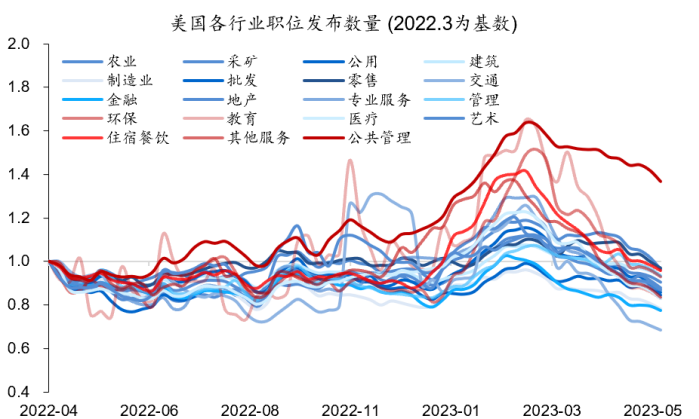
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表29: 美国 5 月 29 日当周新增职位数量降至 102 万



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表30: 美国各行业活跃职位数量降低

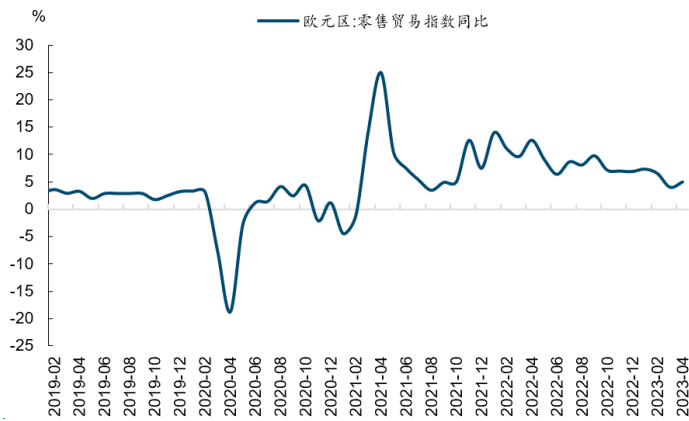


来源: Bloomberg、国金证券研究所

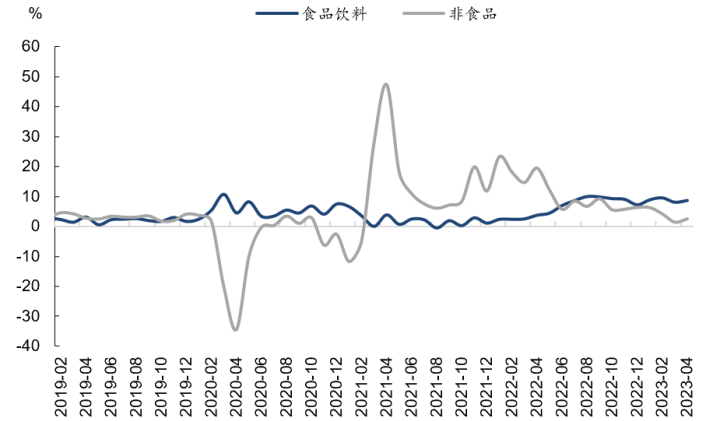
### (三) 消费与出行: 欧洲消费回升, 美国零售回落

欧洲消费回升, 美国零售回落。欧元区 4 月零售贸易指数同比增 5%, 前值 4.0%, 其中食品消费增 8.6%, 前值 8%; 非食品消费增 2.5%, 前值 1.5%。6 月 3 日当周, 美国红皮书零售增速 0.6%, 前值 1.2%。欧美航班出行情况延续回升, 纽约拥堵指数回落。

图表31: 欧元区4月零售增5%, 前值4.0%



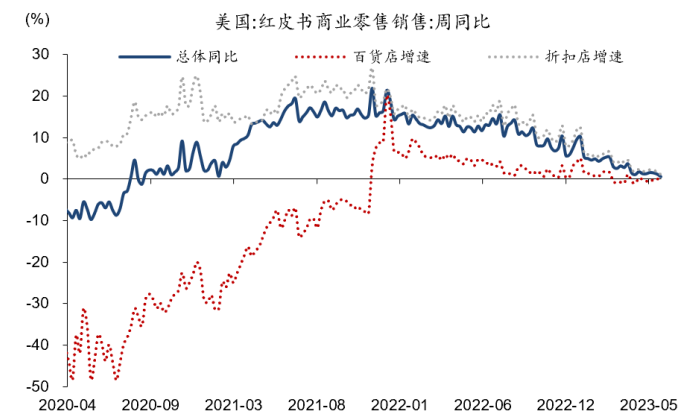
图表32: 欧元区4月食品及非食品零售增速均提升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

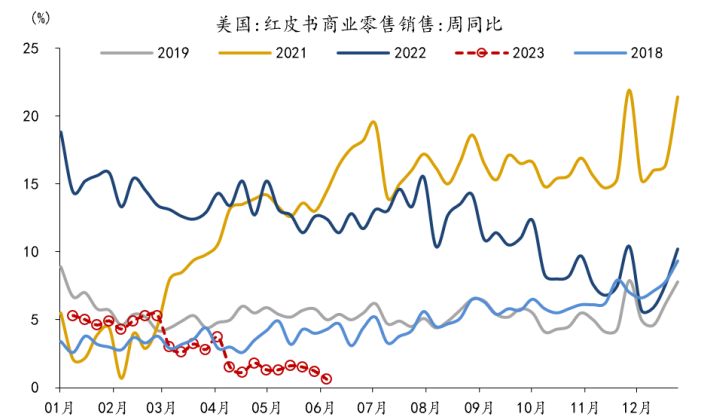
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表33: 美国红皮书零售增速1.2%, 前值0.6%



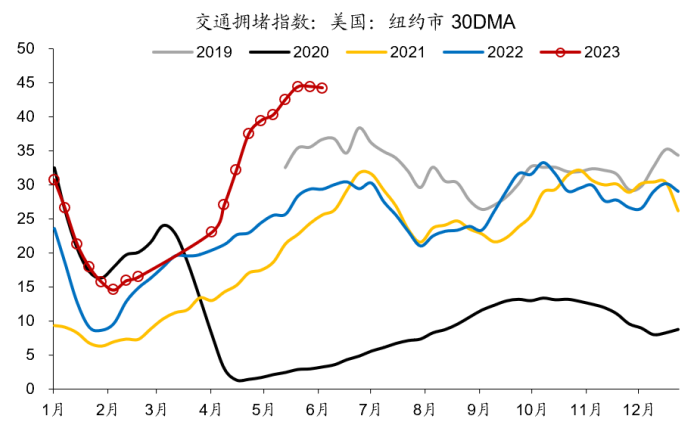
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表34: 美国红皮书零售增速弱于季节性



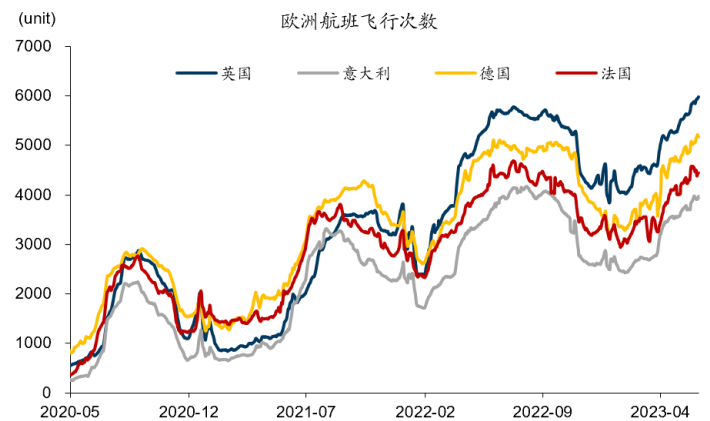
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表35: 美国纽约交通拥堵情况回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表36: 欧洲航班飞行次数回升

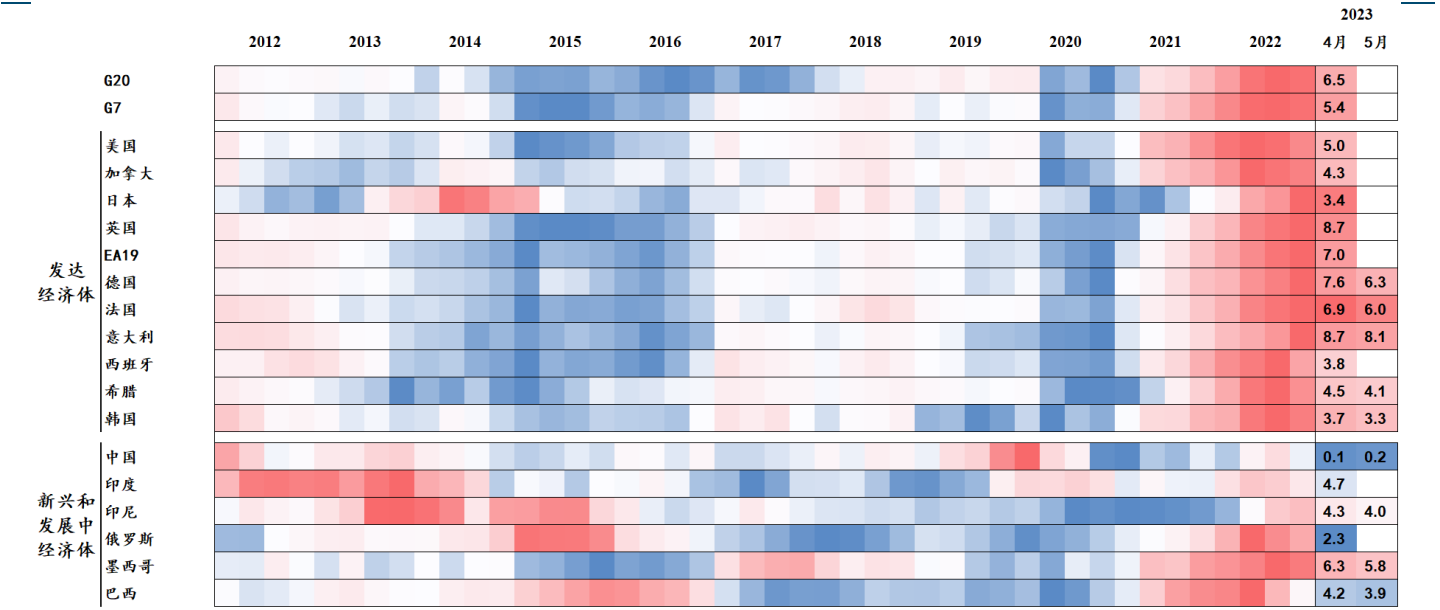


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(四) 通胀与能源: 欧洲通胀回落, 能源价格降幅放缓

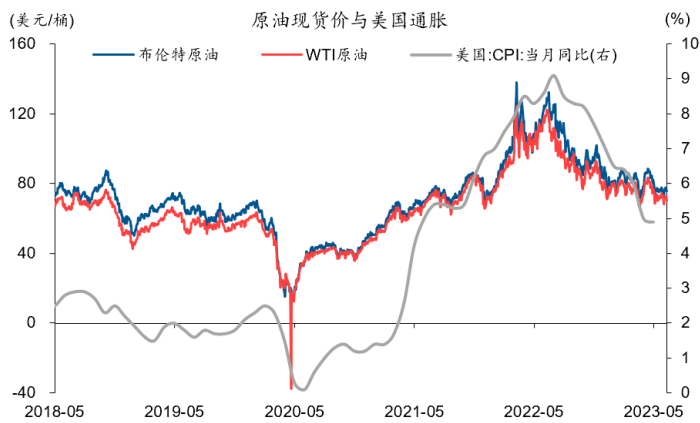
欧洲通胀回落, 能源价格降幅放缓。德国5月CPI回落至6.3%, 前值7.6%; 法国5月CPI回落至6%, 前值6.9%。本周, WTI原油价格降至70美元, 布伦特原油降至76美元, 美国汽油价格维持在3.4美元/加仑左右, 原油及汽油价格降幅已放缓。

图表37: 全球 CPI 热力图



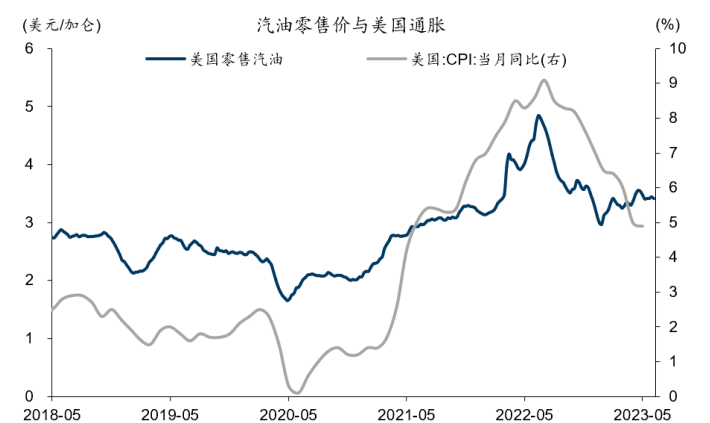
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表38: WTI 原油价格降至 70 美元



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表39: 美国汽油价格维持在 3.4 美元/加仑左右

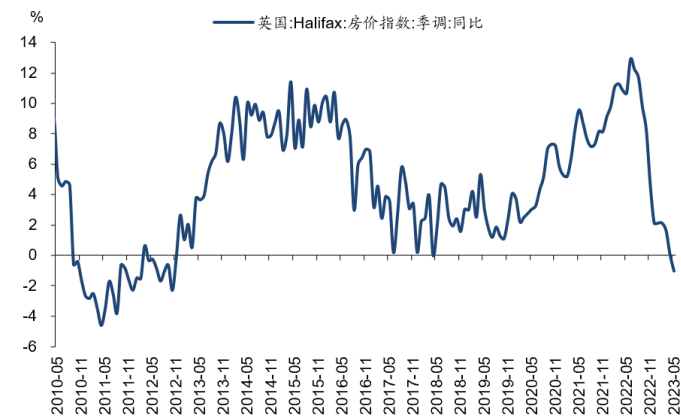


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(五) 地产: 英国房价增速下滑, 美国抵押贷款指数回落

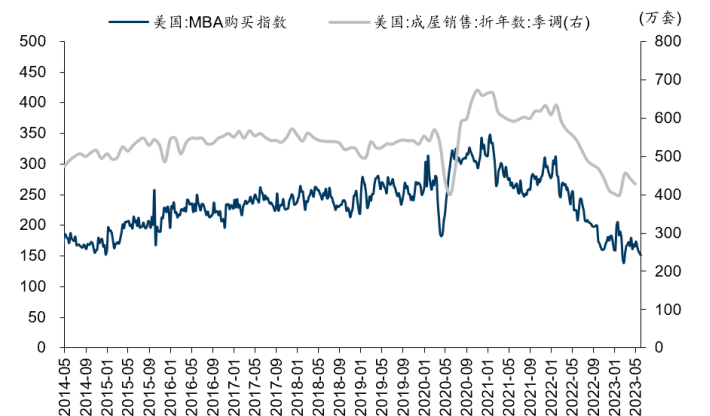
英国房价增速下滑, 美国抵押贷款指数回落。英国 5 月 Halifax 房价指数同比-1%, 前值 0%。美国 MBA 购买指数 6 月 2 日当周回落至 152, 前值 154。

图表40: 英国 5 月 Halifax 房价指数同比-1%



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表41: 美国 6 月 MBA 购买指数回落

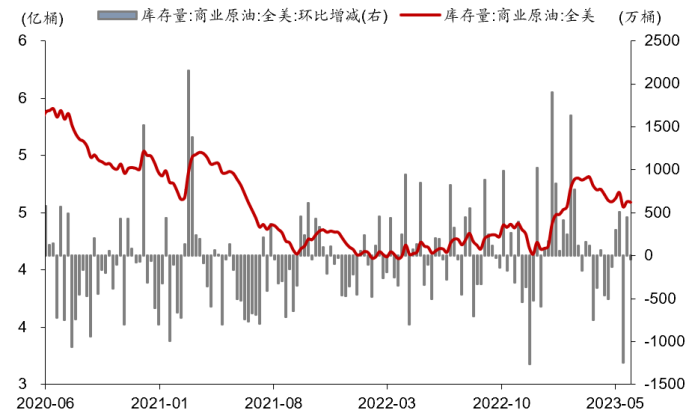


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

### (六) 库存：美国原油库存回落

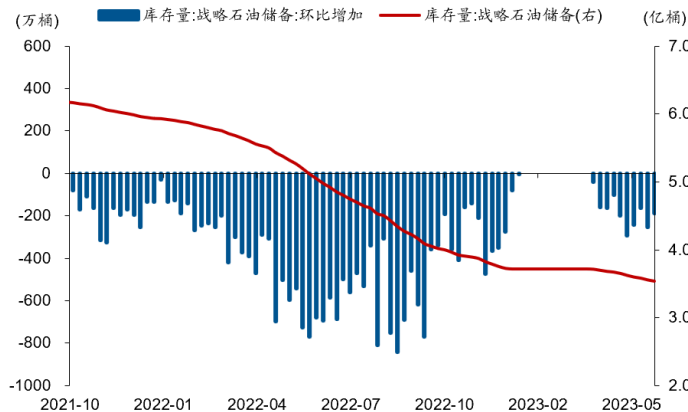
上周美国原油库存减少 45 万桶，前值上升 448 万桶。原油库存量升至 4.6 亿桶，低于 2019 年同期水平；战略原油储备减少 186 万桶，存量降至 3.5 亿桶。原油产量增至 1240 万桶，美国天然气库存处于同期较高位置。

图表42：上周美国原油库存减少 45 万桶



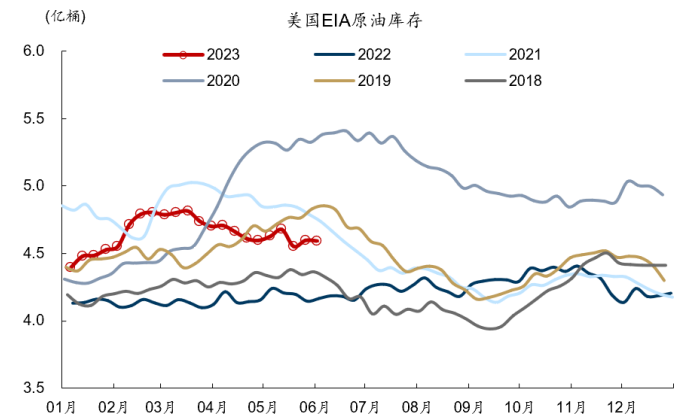
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表43：上周美国战略原油储备减少 186 万桶



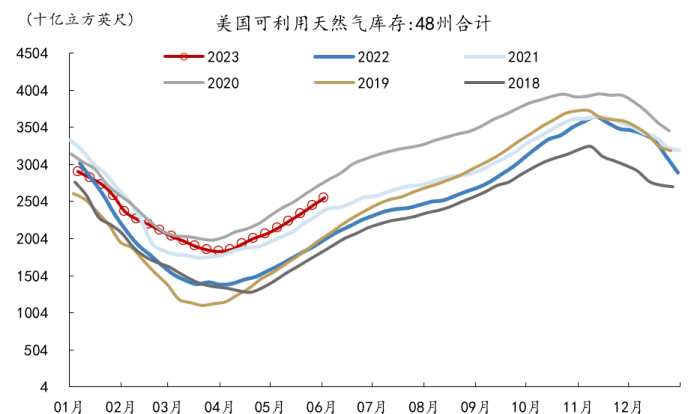
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表44：美国原油库存回升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表45：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、俄乌战争持续时长超预期。俄乌双方陷入持久战，美欧对俄制裁力度只增不减，滞胀压力加速累积下，货币政策抉择陷入两难境地。
- 2、稳增长效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情反复超预期，进一步抑制项目开工、生产活动等。
- 3、疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下消费等抑制加强；海外疫情反复，导致全球经济活动、尤其是新兴经济体压制延续，出口替代衰减慢。

**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