

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

日本走出通缩阴影了吗?

今年以来, 日本经济明显改善, GDP 增速回升, 消费者信心好转, 综合 PMI 回升, 东京房价已超 1992 年高点, 核心通胀创下近 40 年以来的新高, 与欧美的衰退担忧形成鲜明对比, 日本已走出通缩的阴影了吗?

热点思考: 日本走出通缩的阴影了吗?

今年以来日本经济持续修复。日本一季度 GDP 环比折年增速达到 2.7%, 较去年四季度的 0.4% 明显回升。日本综合 PMI 由去年 11 月的 48.9% 回升至 5 月的 54.3%。核心通胀连续上涨, 4 月份达到 4.1%, 创下近 40 年高位。失业率降低至 2.6%, 低于过去十年平均水平。日经指数持续上涨, 创下 1990 年以来的新高。

这一次日本经济的修复表现出更强的通胀预期和更高的加杠杆意愿。当前, 日本的通胀预期已上升至 5% 以上, 大幅高于过去二十年的平均通胀率 0.2%, 日本居民杠杆率已从疫情前的 63% 上升到去年四季度的 68.2%, 日本企业杠杆率已连续四个季度上升, 截至 2022 年四季度已达到 118%。

日本财政刺激、政策导向、企业库存回补与贸易条件改善促成了经济的回升。日本疫情后的财政刺激规模大幅高于过去四十年, 且最新一轮财政刺激仍在实施当中; 日本首相岸田文雄提出“新型资本主义”, 核心是提高工资增速, 并达到了初步的效果; 日本今年以来仍受到企业库存回补的支撑; 贸易条件的改善也助推了今年日本经济的修复。

短期内, 日本经济可能延续修复。当前日本经济仍受益于疫后消费及服务业需求的回暖, 去年 10 月日本全面放开疫情管理措施后, 入境旅游客流量明显上升, 作为领先指标的消费者信心由 30.8 回升至 5 月的 36.2, 消费信贷增速上升使汽车等耐用品消费需求仍有韧性; 企业贷款增速上升, 企业设备投资对经济也具有支撑作用。

但困扰日本经济的中长期矛盾依然存在。疫情后, 日本老龄化程度进一步加深, 2022 年日本老龄化率已上升至 29%, 2022 年总人口减少达 56 万人; 日本全要素生产率尚未摆脱下降趋势, 2023 年 3 月为 0.38%, 低于过去十年的平均水平; 其次, 日本贸易依赖度高进一步上升, 2022 年达到 39%, 能源依赖度达到 80% 以上, 经济状态易受海外影响。

日本新一届政府提振居民收入的政策措施能否长期落实也具有不确定性。日本首相岸田文雄在公布“新资本主义”政策后, 虽提出促进创新、改革劳动市场等主张, 但迄今仍缺乏实施细节。截至今年 5 月, 岸田内阁支持率已降至 33% 的新低。在日元汇率走弱的影响下, 企业成本进一步上涨, 盈利增速回落, 工资增速长期抬升的基础并不牢固。

日本受输入性通胀的影响更大, 进口价格的回落可能拖累日本通胀的持续性。日本能源、食品产品的进口依赖度分别达到 89% 和 21%。通胀结构中, 食品和能源占比也更高, 食品权重 26%, 能源权重 7%。能源和食品等进口价格增速均当前已明显回落, 4 月燃料进口价格同比降至 -16%, 食品降至 2%。通胀中枢能否维持在 2% 尚需观察。

海外事件&数据: 美国地产改善, 欧美制造业、服务业 PMI 均走弱

美国地产销售、营建许可、新开工均改善。美国 6 月 NAHB 住房指数升至 55, 前值 50; 美国 5 月新屋开工 163 万套, 前值 134 万套, 同比 5.7%, 前值 -26%; 美国 5 月营建许可折年数 149 万套, 前值 142 万套, 同比 -13%, 前值 -21%; 美国 5 月成屋销售折年 430 万套, 前值 429 万套, 同比 -20%, 环比 0%。

欧美制造业、服务业 PMI 均走弱。美国 6 月 Markit 制造业 PMI 为 46.3, 前值 48.4, 服务业 PMI 为 54.1, 前值 54.9。欧元区 6 月制造业 PMI 为 43.6, 前值 44.8, 服务业 52.4, 前值 55.1。英国 6 月制造业 PMI 录得 46.2, 前值 47.1, 服务业 PMI 录得 53.7, 前值 55.2。德法制造业、服务业 PMI 均走弱, 其中法国服务业 PMI 降至 48。

美国零售、就业走弱。6 月 17 日当周, 美国红皮书零售增速 0.9%, 前值 0.4%, 纽约拥堵指数回落, 当周初请失业金人数与上周持平, 维持在 26.4 万人; 续请失业人数 176 万人, 前值 177 万人。持有失业保险人群的失业率 1.2%; 美国 6 月 12 日当周新增职位数量降至 117 万, 前值 271 万, 美国各行业活跃职位数量降低。

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：日本走出通缩的阴影了吗？	4
(一) 日本经济修复的共性与特性：这一次通胀预期更强，加杠杆意愿更高	4
(二) 什么促成了日本经济的修复？财政力度、政策导向与库存回补	6
(三) 日本能走出通缩吗？短期延续修复，中长期仍需观察	8
二、海外基本面&重要事件	11
(一) 货币与财政：美国银行业贷款、存款回升	11
(二) 生产与就业：欧美制造业、服务业 PMI 均走弱	11
(三) 消费与出行：美国 6 月零售增速回落	12
(四) 通胀与能源：英国通胀环比增速放缓	13
(五) 地产：美国地产销售、营建许可、新开工改善	13
风险提示	14

图表目录

图表 1：日本一季度 GDP 增速上涨	4
图表 2：日本日经 225 指数回升	4
图表 3：日本入境旅游人数明显好转	4
图表 4：日本服务业表现好于制造业	4
图表 5：日本消费增速好于以往时期	5
图表 6：日本房价增速上涨，首都圈房价超过 90 年代	5
图表 7：日本通胀预期抬升更明显	5
图表 8：日本通胀预期已高于美国的通胀预期	5
图表 9：日本企业杠杆率上升	5
图表 10：日本居民部门杠杆率上升	5
图表 11：日本疫后货币利率变动不大，但财政支出占比提高	6
图表 12：疫情后，日本财政支出金额大幅上升	6
图表 13：日本疫情后出台的财政刺激政策	6
图表 14：疫情后，日本工资增速抬升	7
图表 15：日本 2023 年薪资谈判增速达到 3.8%	7
图表 16：企业经营好转带动雇佣需求上升	7
图表 17：薪资增速上涨能够带动通胀回升	7
图表 18：日本尚未完成疫后第一轮修复	8
图表 19：日本今年以来库存存在回补	8
图表 20：2022 年 3 季度以来，日本进口成本持续下行	8
图表 21：2022 年 3 季度以来，日本贸易条件持续改善	8
图表 22：日本消费者信心、消费贷增速上升	9
图表 23：日本 PMI 回升，短期内经济仍可能延续修复	9
图表 24：日本长期面临老龄化加重，生产率低下的问题	9
图表 25：日本贸易依存度上升，外需增速走弱	9

图表 26:	日本企业成本进一步上涨.....	10
图表 27:	日本企业盈利回落, 工资增速涨幅可能受限.....	10
图表 28:	日本进口依赖度较高, 能源依赖度达 89%	10
图表 29:	日本进口价格增速明显回落	10
图表 30:	美国流动性量价跟踪	11
图表 31:	发达国家 6 月 PMI 回落.....	12
图表 32:	美国 6 月 17 日当周初请失业 26 万人	12
图表 33:	美国各行业活跃职位数量降低.....	12
图表 34:	美国红皮书零售增速 0.9%, 前值 0.4%.....	13
图表 35:	美国红皮书零售增速弱于季节性	13
图表 36:	美国纽约交通拥堵情况回落	13
图表 37:	欧洲航班飞行次数回升	13
图表 38:	英国 5 月 CPI 同比 8.7%, 前值 8.7%.....	13
图表 39:	德国 5 月 PPI 同比 1%, 环比 1.4%.....	13
图表 40:	美国 6 月 NAHB 住房指数升至 55, 前值 50	14
图表 41:	美国 5 月新屋开工同比 5.7%, 前值-26%.....	14
图表 42:	美国 5 月营建许可同比-13%, 前值-21%.....	14
图表 43:	美国 5 月成屋销售同比-20%, 环比 0%	14

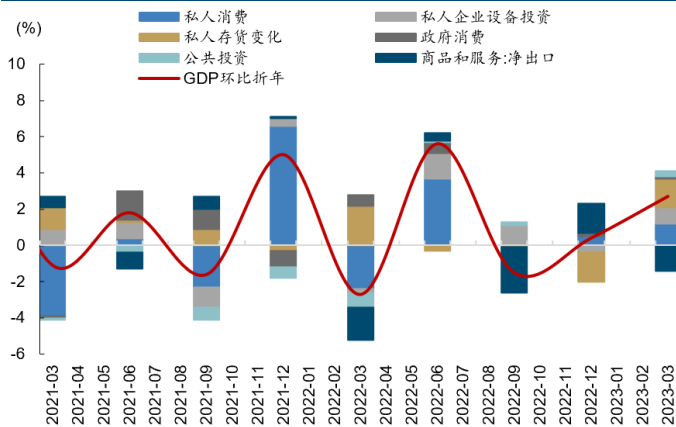
2023年以来，日本经济明显改善，GDP增速回升，消费者信心好转，PMI接连上升，东京房价已超90年代，核心通胀创下近40年以来的新高，与欧美的衰退担忧形成鲜明对比，日本已走出通缩的阴影了吗？

一、热点思考：日本走出通缩的阴影了吗？

（一）日本经济修复的共性与特性：这一次通胀预期更强，加杠杆意愿更高

2023年初以来，日本经济基本面持续向好。日本一季度GDP环比折年增速达到2.7%，较去年四季度的0.4%明显回升，私人消费增速由去年四季度的0.9%回升至2.1%，设备投资由-2.3%回升至5.6%。日本综合PMI由去年11月的48.9%回升至5月的54.3%。核心通胀连续上涨，4月份达到4.1%，创下近40年高位。失业率降低至2.6%，低于过去十年平均水平。日经指数持续上涨，创下1990年以来的新高。

图表1：日本一季度GDP增速上涨



图表2：日本日经225指数回升

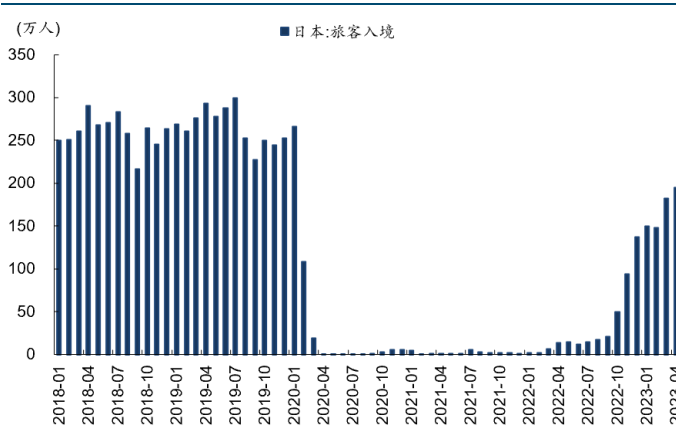


来源：Bloomberg，国金证券研究所

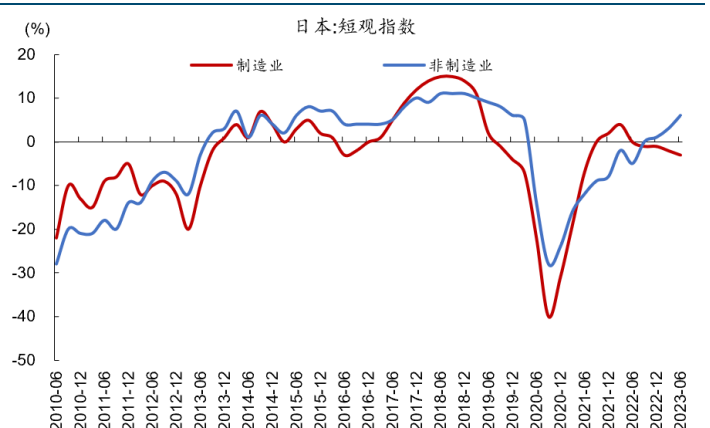
来源：Bloomberg，国金证券研究所

一方面，日本的经济修复具有全球疫后修复的共性，服务业表现更好，出行旅游明显改善，疫情后房价增速上升。日本制造业景气调查指数回落，非制造业指数则明显回升。近一年日本消费月均增速4.3%，疫情前十年（2009-2019）平均增速仅为0.6%，90年代（1990-1999）平均为0.9%。日本跨境入境人数今年已接近疫情前水平。疫情后，日本房价增速同样上升，今年3月首都圈二手公寓成交价增速11%，近畿圈6%，明显仍高于疫情前10年的平均水平（3%和3.1），并且东京地区房价已超过1992年的水平。

图表3：日本入境旅游人数明显好转



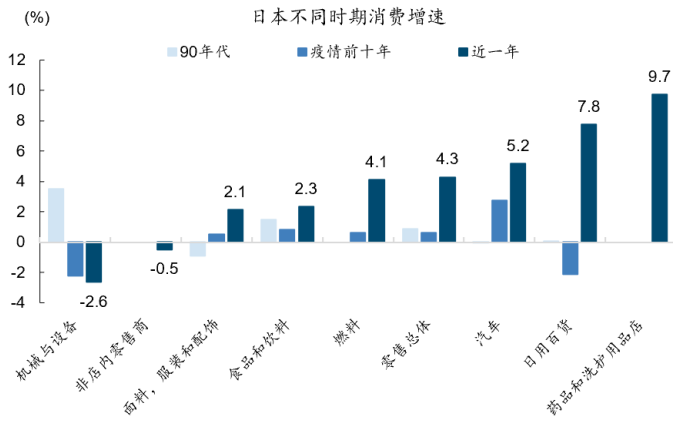
图表4：日本服务业表现好于制造业



来源：Bloomberg，国金证券研究所

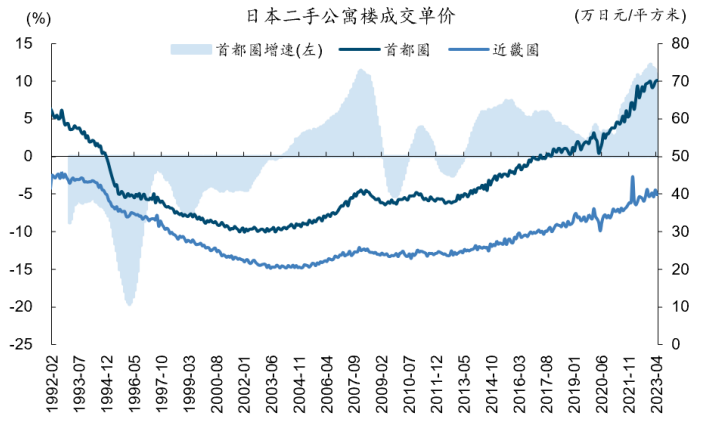
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表5: 日本消费增速好于以往时期



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

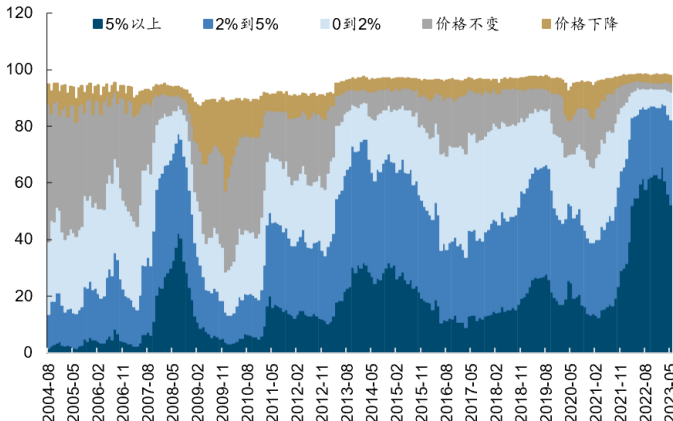
图表6: 日本房价增速上涨, 首都圈房价超过90年代



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

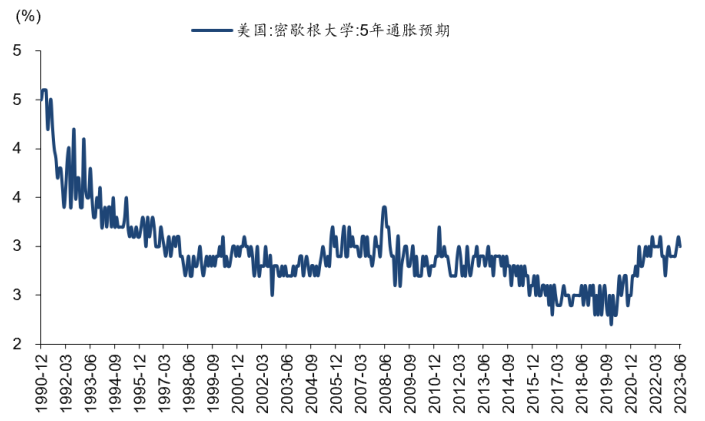
这次复苏不一样的是私人部门更强的通胀预期和更高的加杠杆意愿。一方面, 与历史上的复苏期相比, 日本当前的通胀预期更高。在过去的二十年里, 日本平均通胀率仅为0.2%, 但当前, 日本的通胀预期已上升至5%以上, 根据消费者调查数据, 认为未来12个月内价格上涨超5%的家庭占比已超50%。另一方面, 相比以往时期, 日本居民、企业部门加杠杆动力更强, 日本居民杠杆率已从疫情前的63%上升到去年四季度的68.2%, 日本企业杠杆率已连续四个季度扩张, 至2022年四季度升至118%。

图表7: 日本通胀预期抬升更明显



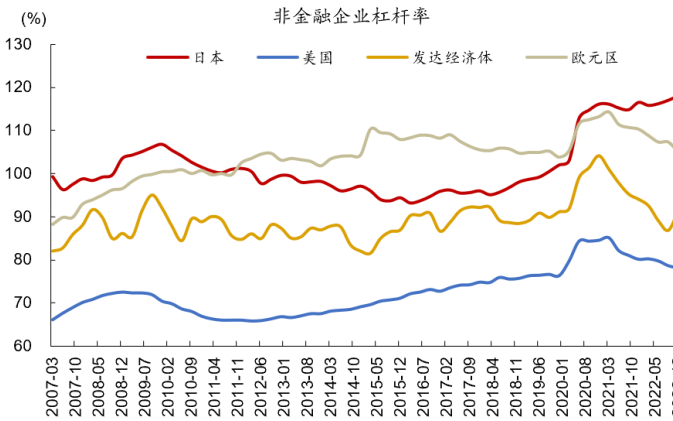
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表8: 日本通胀预期已高于美国的通胀预期



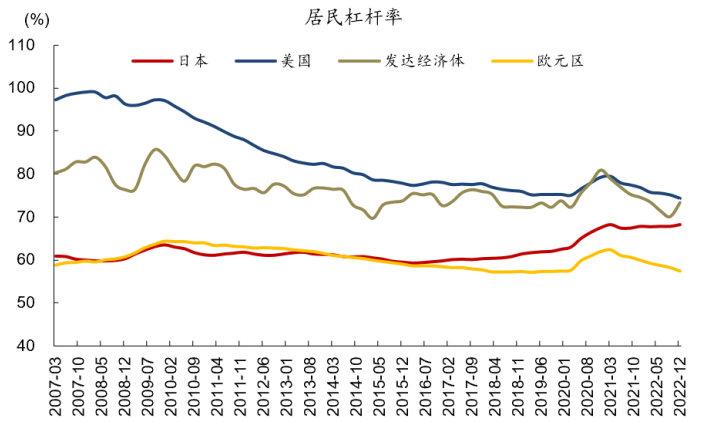
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表9: 日本企业杠杆率上升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表10: 日本居民部门杠杆率上升

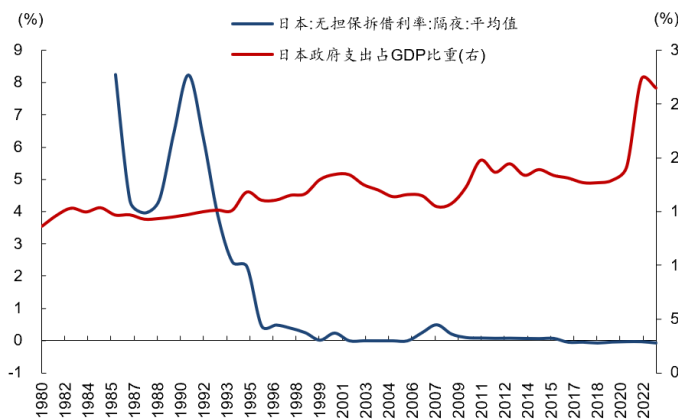


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

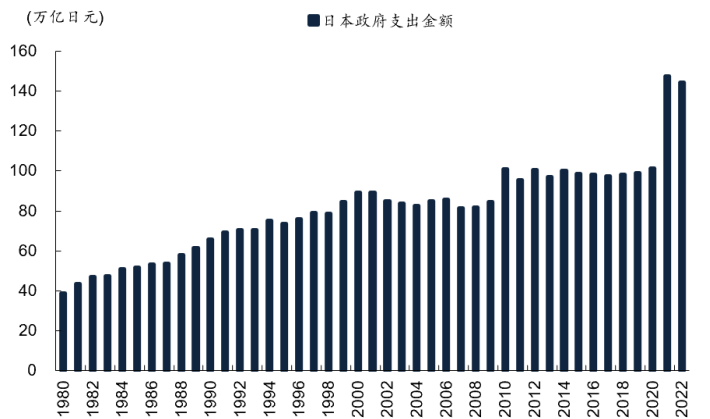
（二）什么促成了日本经济的修复？财政力度、政策导向与库存回补

财政力度大幅上升是日本本轮修复的主因之一，疫情后日本财政刺激规模明显高于过往四十年的水平，最新一轮财政刺激仍然在实施当中。疫情后，日本的财政支出占 GDP 比重由 2019 年的 17% 提高到 2022 年的 26%。日本出台了四轮大规模经济刺激计划，总计约 340 万亿日元，达到 2019 年 GDP 的 60%。2020 年 4 月、12 月及 2021 年 11 月，日本分别推出约 117 万亿、74 万亿和 79 万亿的财政支出计划，主要用于补贴企业、居民以及投资等。2022 年 11 月，为应对通胀和能源价格上涨，日本新出台了一轮总额约 29 万亿日元的财政刺激计划，在今年 1 到 9 月期间将使家庭电费支出削减 20%。

图表11：日本疫后货币利率变动不大，但财政支出占比提高



图表12：疫情后，日本财政支出金额大幅上升



来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表13：日本疫情后出台的财政刺激政策

项目	时间	总金额	主要内容
经济刺激计划	2020年4月	117万亿日元	对符合条件的家庭发放“生活援助补贴”。 中小企业提供最高200万日元的补贴 向资金困难的企业提供免息贷款，11.6万亿日元专门用于向需要即时现金以维持业务运营的中小型企业提供贷款 暂缓缴纳企业社会保险费等 2.4万亿日元用于可能由于销售下滑而倒闭的公司注入资本的资金。
绿色和数字创新刺激计划	2020年12月	74万亿日元	瞄准绿色和数字创新等新增长领域的投资 为面临大流行造成的资金紧张的小企业提供信贷担保和贷款便利 建立2万亿日元的基金，用于促进有助于到2050年实现碳中和的投资 建立1万亿日元的基金，用于加速数字化转型
新冠疫情经济救助计划	2021年11月	79万亿日元	提供给家庭的现金补贴，向每个18岁以下子女的家庭发放一次性现金补贴，金额为10万日元（约合878美元），适用于最高收入父母年薪低于约84300美元的家庭。大约有十分之九的有孩子家庭符合条件。 向陷入困境的公司提供经济援助；税款和社会保障缴费延期 通过提供税收减免来鼓励私营部门的工资增长，向中小企业提供高达40%的税收减免和为大型企业提供高达30%的税收减免 政府向企业提供财政援助，以推动数字化转型
抑制通胀和能源价格	2022年10月	40万亿日元	12.2万亿日元（830亿美元）用于缓解物价上涨负担并鼓励工资上涨，4.8万亿日元（325亿美元）用于旅游业、出口促进和其他利用日元疲软的措施；6.7万亿日元（450亿美元）用于应对日本人口下降和减少对化石燃料依赖的措施，10.6万亿日元（720亿美元）用于经济和粮食安全以及公共工程支出。 降低电费、向有新生儿的家庭发放优惠券，并延长抑制汽油价格的补贴，1月至9月期间将家庭电费削减20% 每户450000日元（300美元）的家庭电费和煤气费补贴 每户100000日元（680美元）的孕妇或育儿妇女优惠券

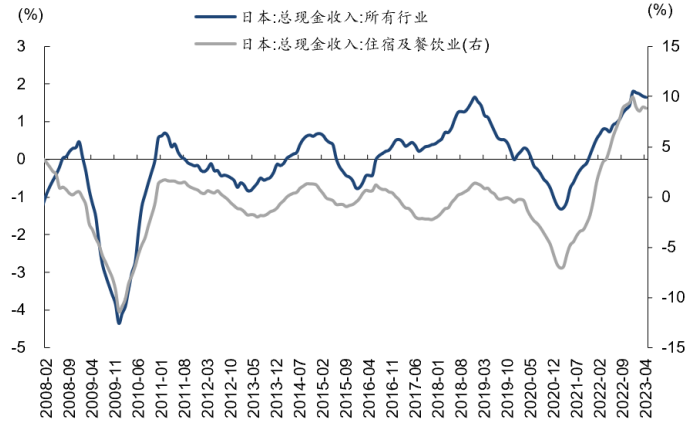
来源：Bloomberg、国金证券研究所

日本新一届政府更加注重居民收入的提高也是本轮修复的重要原因。新任首相岸田文雄提出了“新型资本主义”主张，通过收入再分配并促进“增长的良性循环”，核心是提高工资增速，而工资增速是扭转通缩预期的关键。以实现财富分配和长期增长。2023年，岸田文雄提高工资增速的主张初步达到了一定的效果，日本2023年春斗薪资^①谈判增速

^① 日本工会在每年春季进行的集体谈判，称为春斗谈判（Shunto），谈判结果在参与谈判的工会和企业之间具有约束力，但也被视为一个基准其他企业在进行自己的工资谈判时可能会参考。

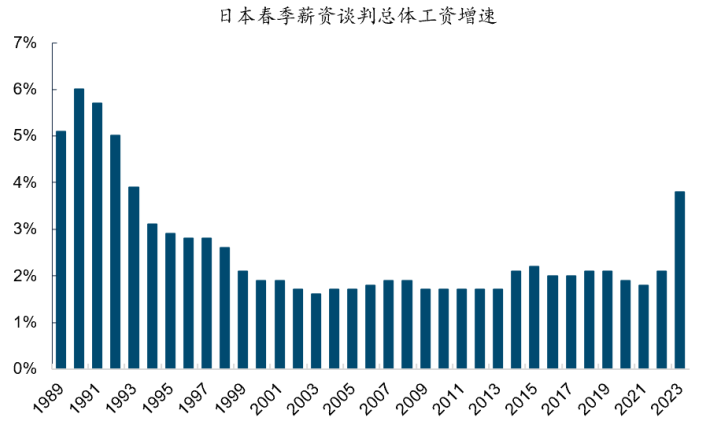
达到 3.8%，创下 1993 年以来的最高水平，去年增速仅为 2.1%。2023 年 4 月，日本全行业现金收入增速达到 1.65%，明显高于疫情前十年平均增速-0.01%，尤其是服务工资大幅增长。工资增速上涨是形成工资-通胀螺旋的关键因素，也决定了通胀能否持续。

图表14: 疫情后, 日本工资增速抬升



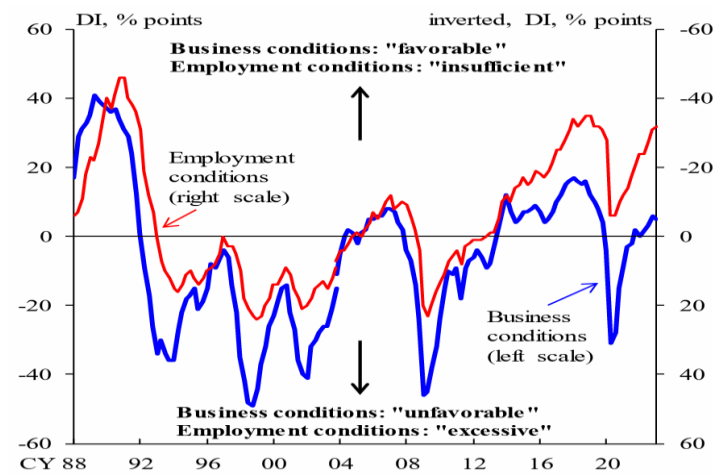
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表15: 日本 2023 年薪资谈判增速达到 3.8%



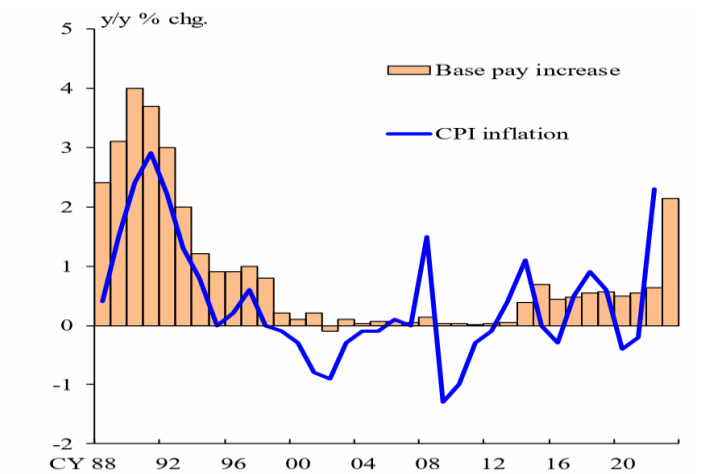
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表16: 企业经营好转带动雇佣需求上升



来源: BOJ, 国金证券研究所

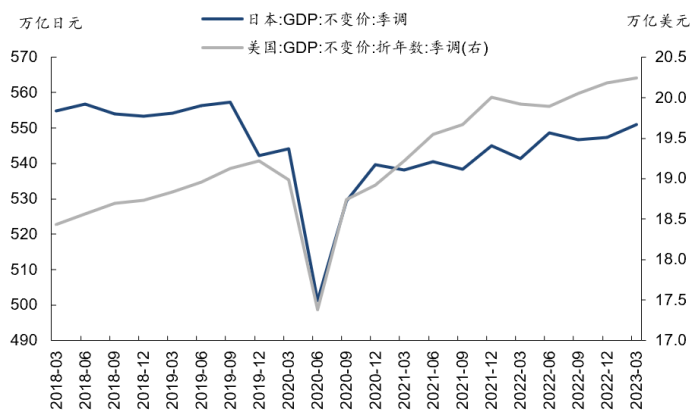
图表17: 薪资增速上涨能够带动通胀回升



来源: BOJ, 国金证券研究所

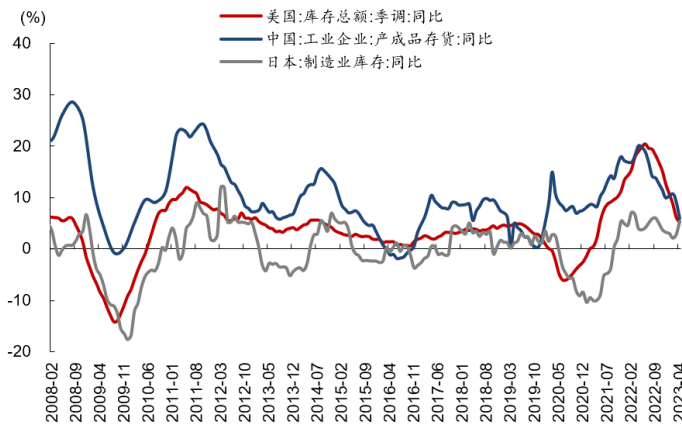
日本年初以来的企业库存回补也促成了经济改善。日本 2022 年 10 月全面放开入境管制后，目前仍受益于旅游、消费等需求的修复。日本自身疫后修复的周期也存在滞后性，当前仍处于向疫情前增速靠拢的阶段，修复具备潜力；从库存周期的角度看，疫情后，日本库存增速的虽然有所回落，但今年年初以来日本制造业企业库存增速仍有库存回补行为，且消费品与生产资料的库存增速均上涨。

图表18: 日本尚未完成疫后第一轮修复



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

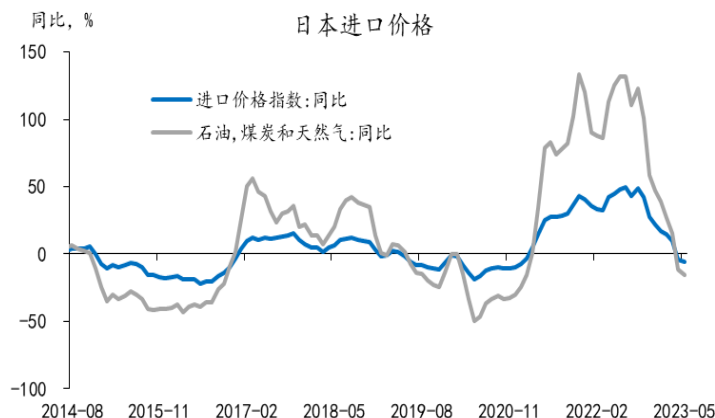
图表19: 日本今年以来库存存在回补



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

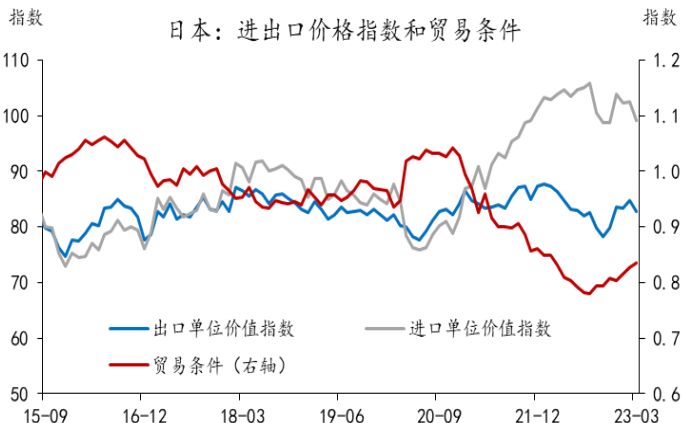
贸易条件的好转同样助推了日本经济修复。日本高度依赖进出口贸易，能源自给率较低，所以国内经济基本面状况受汇率和大宗商品价格影响显著。2022年3季度之前，在美元大幅升值和能源价格大幅上行的背景下，日本贸易条件恶化，国际收支账户转向逆差（服务贸易比较优势在疫情管控的背景下难以发挥）。但2022年3季度以来，趋势得以逆转，能源和进口价格同比增速下行，贸易条件趋于改善。截止到2023年5月，进口价格和石油、煤炭、天然气价格同比增速已经转负。

图表20: 2022年3季度以来，日本进口成本持续下行



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表21: 2022年3季度以来，日本贸易条件持续改善

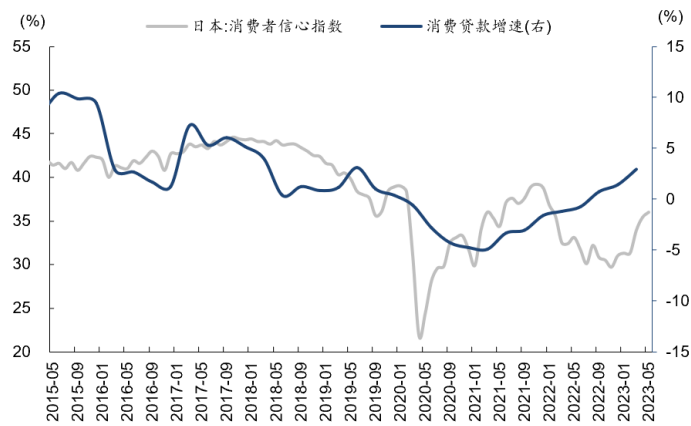


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

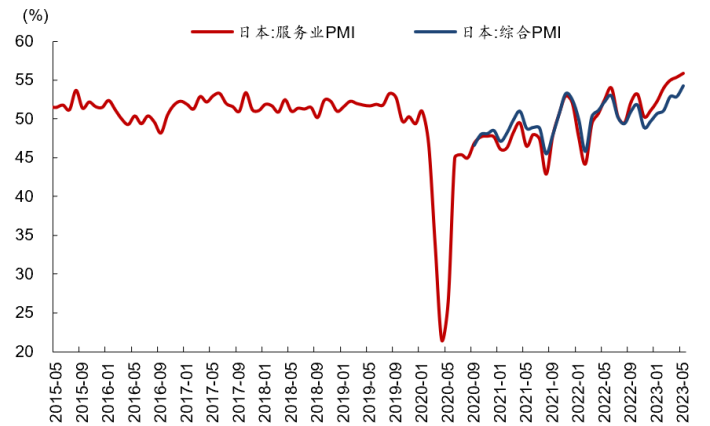
(三) 日本能走出通缩吗? 短期延续修复, 中长期仍需观察

日本经济短期内仍可能延续修复。日本去年10月全面放开疫情管理措施后，作为领先指标的消费者信心及消费信贷增速均上升，消费者信心由去年10月的30.8回升至5月的36.2，消费贷款增速由去年去年四季度的1.4%回升至一季度的2.9%，企业设备贷款增速由3.8%回升至4月的4.8%。疫后修复带动服务业及制造业均改善，截至5月，服务业PMI回升至55.9，制造业PMI回升至50.6。

图表22: 日本消费者信心、消费贷增速上升



图表23: 日本 PMI 回升, 短期内经济仍可能延续修复

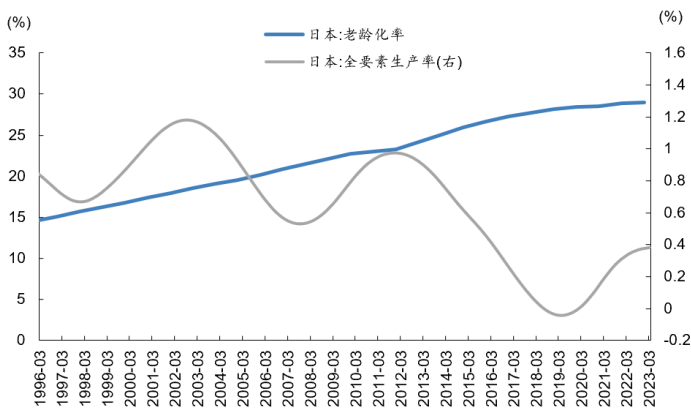


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

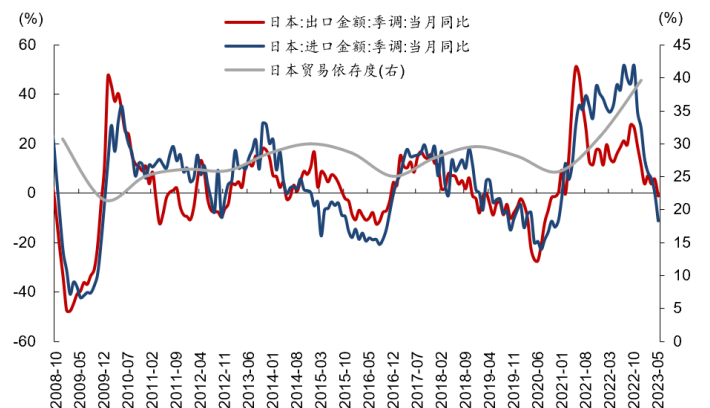
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

但困扰日本经济的中长期矛盾依然存在。疫情后,日本老龄化加重的深层次矛盾仍未能缓解,截至2022年底,老龄化率已上升至29%;日本全要素生产率尚未摆脱下降趋势,2023年3月为0.38%,低于过去十年的平均水平;其次,日本贸易依赖度高的现实并未改变,疫情后,日本贸易总额占GDP比重上升至39%,随着欧美经济衰退压力上升,全球总需求回落,日本出口增速也难以独善其身,截至今年5月,日本出口增速已降至1.2%。

图表24: 日本长期面临老龄化加重, 生产率低下的问题



图表25: 日本贸易依存度上升, 外需增速走弱

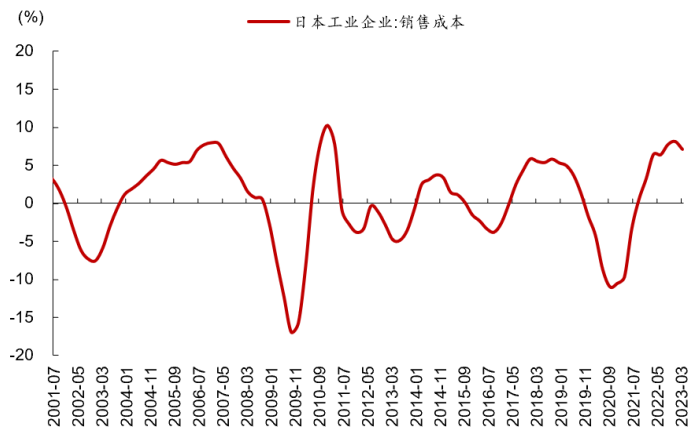


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

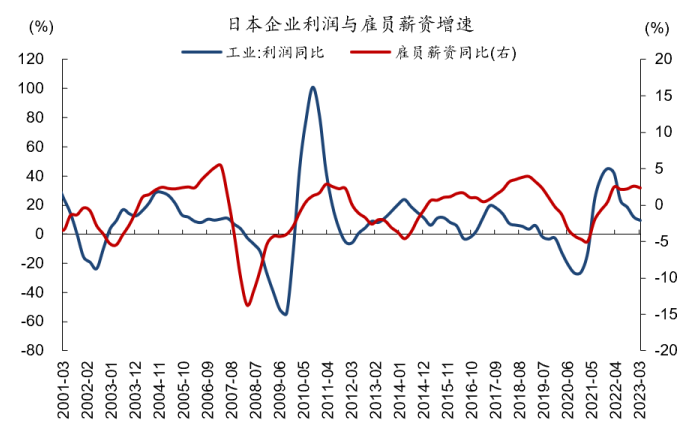
日本岸田政府的提振居民收入措施能否长期落实仍具有不确定性。日本首相岸田文雄在公布“新资本主义”政策后,虽提出促进创新、改革劳动市场等主张,但迄今仍缺乏实施细节。截至今年5月,岸田内阁支持率已降至33%的新低。此外,居民工资收入的长期上涨依赖于企业利润的回升,日本工业企业利润增速已呈现回落趋势,增速由2021年的44%降至今年一季度的9%,在日元汇率走弱的影响下,原材料成本使企业成本增速也进一步上涨,工资增速长期抬升的基础并不牢固。

图表26: 日本企业成本进一步上涨



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

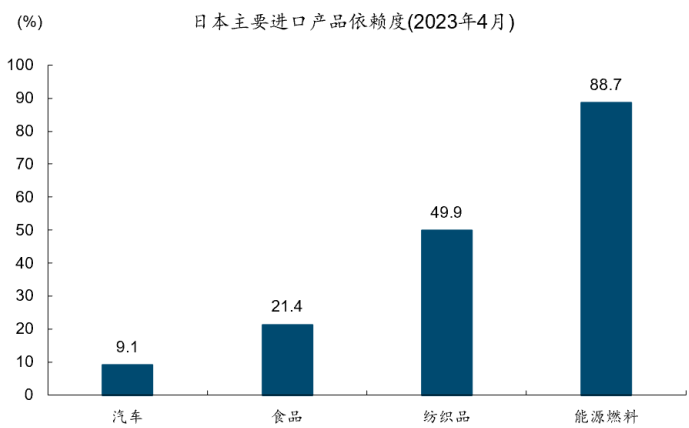
图表27: 日本企业盈利回落, 工资增速涨幅可能受限



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

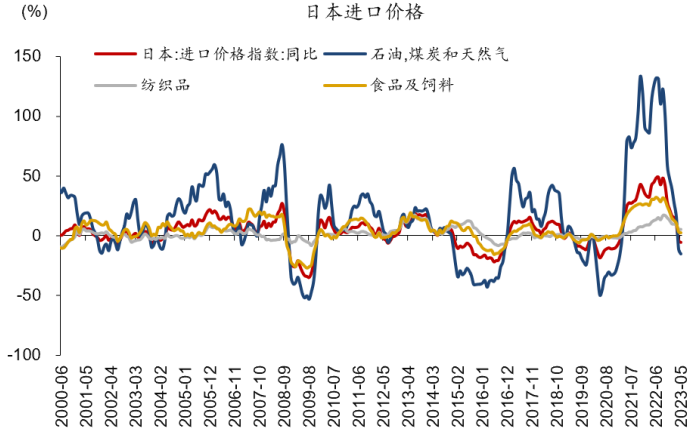
日本进口依赖度高, 受输入性通胀的影响更大, 进口价格的回落可能拖累日本通胀的持续性。日本在能源、粮食等领域高度依赖于进口, 截至今年4月, 日本能源、纺织、食品产品的进口依赖度分别达到 89%、50%、21%。日本通胀结构中, 食品和能源占比也更高, 食品权重 26%, 能源权重 7%。当前, 日本的能源和食品等进口价格增速均已明显回落, 4月燃料进口价格同比降至-16%, 食品降至2%。通胀中枢能否维持在2%尚需观察。

图表28: 日本进口依赖度较高, 能源依赖度达 89%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 日本进口价格增速明显回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

(1) 本轮日本经济的修复表现出更强的通胀预期和更高的加杠杆意愿。当前, 日本的通胀预期已上升至5%以上, 大幅高于过去二十年的平均通胀率0.2%, 日本居民杠杆率已从疫情前的63%上升到去年四季度的68.2%, 日本企业杠杆率已连续四个季度上升, 截至2022年四季度已达到118%。

(2) 日本财政刺激、政策导向、企业库存回补与贸易条件改善促成了经济的回升。日本疫情后的财政刺激规模大幅高于过去四十年, 且最新一轮财政刺激仍在实施当中; 日本首相岸田文雄提出“新型资本主义”, 核心是提高工资增速, 并达到了初步的效果; 日本今年以来仍受到企业库存回补的支撑; 贸易条件的改善也助推了今年日本经济的修复。

(3) 短期内, 日本经济可能延续修复。当前日本经济仍受益于疫后消费及服务需求需求的回暖, 去年10月日本全面放开疫情管理措施后, 入境旅游客流量明显上升, 作为领先指标的消费者信心由30.8回升至5月的36.2, 消费信贷增速上升使汽车等耐用品消费需求仍有韧性; 企业贷款增速上升, 企业设备投资对经济也具有支撑作用。

(4) 但困扰日本经济的中长期矛盾依然存在。疫情后, 日本老龄化程度进一步加深, 2022年日本老龄化率已上升至29%, 2022年总人口减少达56万人; 日本全要素生产率尚未摆脱下降趋势, 2023年3月为0.38%, 低于过去十年的平均水平; 其次, 日本贸易依赖度高进一步上升, 2022年达39%, 能源依赖度达到80%以上, 经济状态易受海外影响。

(5) 日本新一届政府提振居民收入的政策措施能否长期落实也具有不确定性。日本首相岸田文雄在公布“新资本主义”政策后，虽提出促进创新、改革劳动市场等主张，但迄今仍缺乏实施细节。截至今年5月，岸田内阁支持率已降至33%的新低。在日元汇率走弱的影响下，企业成本进一步上涨，盈利增速回落，工资增速长期抬升的基础并不牢固。

(6) 日本受输入性通胀的影响更大，进口价格的回落可能拖累日本通胀的持续性。日本能源、食品产品的进口依赖度分别达到89%和21%。通胀结构中，食品和能源占比也更高，食品权重26%，能源权重7%。能源和食品等进口价格增速均当前已明显回落，4月燃料进口价格同比降至-16%，食品降至2%。通胀中枢能否维持在2%尚需观察。

二、海外基本面&重要事件

(一) 货币与财政：美国银行业贷款、存款回升

美国银行业贷款、存款回升。6月21日当周，美国商业银行各项贷款均回升，大银行存款回升240亿美元，小型银行存款回升100亿美元，美国财政部资金余额回升1570亿美元，美联储BTFP工具使用量上升。

图表30：美国流动性量价跟踪

美国流动性量价跟踪		单位	周度变动	06-21	06-14	06-07	05-31	05-24	05-17	05-10
流动性数量型指标	美联储									
	总资产	十亿美元	↓ -26	8362.1	8388.3	8389.3	8385.9	8436.3	8456.8	8503.0
	其他贷款	十亿美元	↓ -8	285.9	293.8	296.4	293.6	296.9	312.8	313.4
	一级信贷	十亿美元	↓ 0	3.2	3.6	3.2	4.0	4.2	9.0	9.3
	银行定期融资计划	十亿美元	↑ 1	102.7	102.0	100.2	93.6	91.9	87.0	83.1
	其他信贷工具	十亿美元	↓ -8	172.3	180.5	185.2	188.1	192.6	208.5	212.5
	逆回购	十亿美元	↓ -67	2370.3	2437.1	2508.1	2615.7	2611.0	2598.6	2618.2
	准备金	十亿美元	↓ -102	3204.0	3306.3	3306.2	3205.5	3250.8	3280.0	3225.3
	TGA	十亿美元	↑ 157	292.1	134.9	77.5	48.5	49.5	68.3	154.8
	商业银行									
	现金	十亿美元	↑ 3		3339.6	3336.4	3302.5	3308.9	3319.6	3265.4
	消费贷	十亿美元	↑ 2		1883.7	1881.7	1885.5	1872.8	1867.7	1864.4
	住房贷款	十亿美元	↑ 2		2518.5	2516.7	2538.7	2535.4	2531.4	2530.9
	商业地产贷款	十亿美元	↑ 3		2924.1	2921.5	2919.0	2916.2	2912.4	2908.4
工商业贷款	十亿美元	↑ 3		2771.6	2768.2	2781.3	2777.0	2786.9	2790.3	
存款	十亿美元	↑ 45		17248.9	17204.3	17289.9	17099.0	17131.9	17100.1	
大银行存款	十亿美元	↑ 24		10770.9	10746.7	10838.6	10697.3	10722.5	10701.1	
小银行存款	十亿美元	↑ 10		5222.2	5212.3	5206.3	5161.7	5166.7	5163.9	
货币市场基金	十亿美元	↓ -18	5433.8	5452.0	5456.7	5420.0	5388.3	5341.6	5328.1	
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	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3
	TED利差	%	↓ 0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	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	1.4	1.4	1.5	1.5
	票据利差	%	↑ 0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
离岸市场										
FRA-OIS利差	%	↑ 1.9	26.1	28.9	27.0	26.3	33.1	34.0	35.2	
欧元兑美元互换基差	%	↑ 4.4	-16.0	-20.4	-23.0	-21.5	-20.5	-20.9	-19.3	
日元兑美元互换基差	%	↑ 1.8	-34.4	-36.1	-38.3	-41.1	-40.0	-39.5	-39.9	

来源：美联储官网、国金证券研究所

(二) 生产与就业：欧美制造业、服务业PMI均走弱

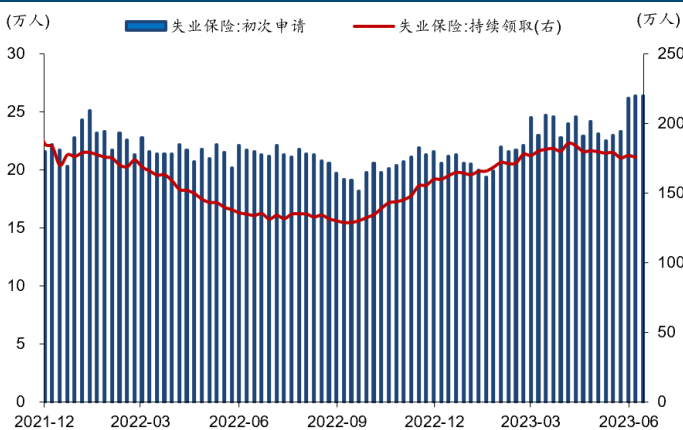
欧美制造业、服务业PMI均走弱。美国6月Markit制造业PMI为46.3，前值48.4，服务业PMI为54.1，前值54.9。欧元区6月制造业PMI为43.6，前值44.8。服务业52.4，前值55.1。6月17日当周初请失业金人数与上周持平，维持在26.4万人；续请失业人数176万人，前值177万人。持有失业保险人群的失业率1.2%；美国6月12日当周新增职位数量降至117万，前值271万，美国各行业活跃职位数量降低。

图表31: 发达国家6月PMI回落

	月度变化	2023-06	2023-05	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08
制造业PMI												
美国	↓ -2.1	46.3	48.4	50.2	49.2	47.3	46.9	46.2	47.7	50.4	52.0	51.5
欧元区	↓ -1.2	43.6	44.8	45.8	47.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6
英国	↓ -0.9	46.2	47.1	47.8	47.9	49.3	47.0	45.3	46.5	46.2	48.4	47.3
日本	↑ 1.1		50.6	49.5	49.2	47.7	48.9	48.9	49.0	50.7	50.8	51.5
德国	↓ -2.2	41.0	43.2	44.5	44.7	46.3	47.3	47.1	46.2	45.1	47.8	49.1
法国	↓ -0.2	45.5	45.7	45.6	47.3	47.4	50.5	49.2	48.3	47.2	47.7	50.6
意大利	↓ -0.9		45.9	46.8	51.1	52.0	50.4	48.5	48.4	46.5	48.3	48.0
希腊	↓ -9.6		42.8	52.4	52.8	51.7	49.2	47.2	48.4	48.1	49.7	48.8
西班牙	↓ -0.6		48.4	49.0	51.3	50.7	48.4	46.4	45.7	44.7	49.0	49.9
服务业PMI												
美国	↓ -0.8	54.1	54.9	53.6	52.6	50.6	46.8	44.7	46.2	47.8	49.3	43.7
欧元区	↓ -2.7	52.4	55.1	56.2	55.0	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8
英国	↓ -1.5	53.7	55.2	55.9	52.9	53.5	48.7	49.9	48.8	48.8	50.0	50.9
日本	↓ -1.7	54.2	55.9	55.4	55.0	54.0	52.3	51.1	50.3	53.2	52.2	49.5
德国	↓ -3.1	54.1	57.2	56.0	53.7	50.9	50.7	49.2	46.1	46.5	45.0	47.7
法国	↓ -4.5	48.0	52.5	54.6	53.9	53.1	49.4	49.5	49.3	51.7	52.9	51.2
意大利	↓ -3.6		54.0	57.6	55.7	51.6	51.2	49.9	49.5	46.4	48.8	50.5
西班牙	↓ -1.2		56.7	57.9	59.4	56.7	52.7	51.6	51.2	49.7	48.5	50.6
瑞士	↑ 0.4		52.6	52.2	54.2	55.3	56.7	49.5	53.4	53.8	52.8	56.6

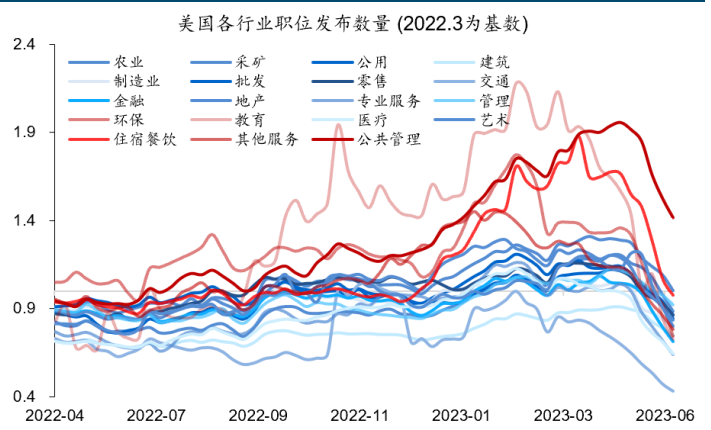
来源: 美联储官网、国金证券研究所

图表32: 美国6月17日当周初请失业26万人



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表33: 美国各行业活跃职位数量降低

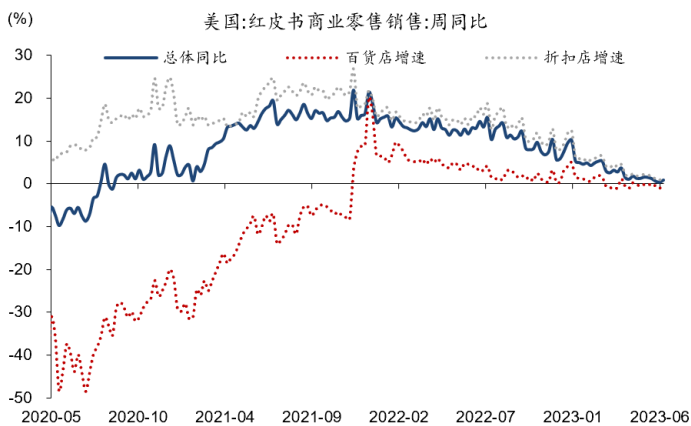


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(三) 消费与出行: 美国6月零售增速回落

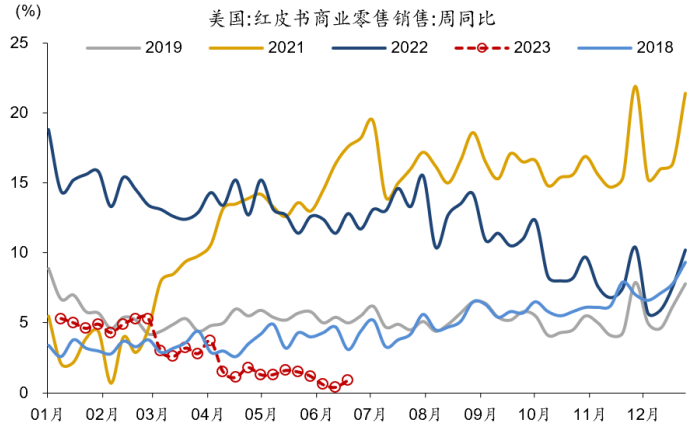
美国6月零售增速回落。6月17日当周, 美国红皮书零售增速0.9%, 前值0.4%。欧洲航班出行情况持续回升, 纽约拥堵指数回落。

图表34: 美国红皮书零售增速0.9%，前值0.4%



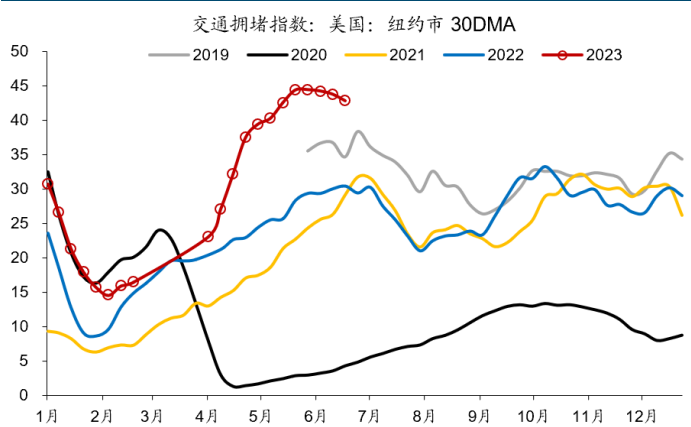
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表35: 美国红皮书零售增速弱于季节性



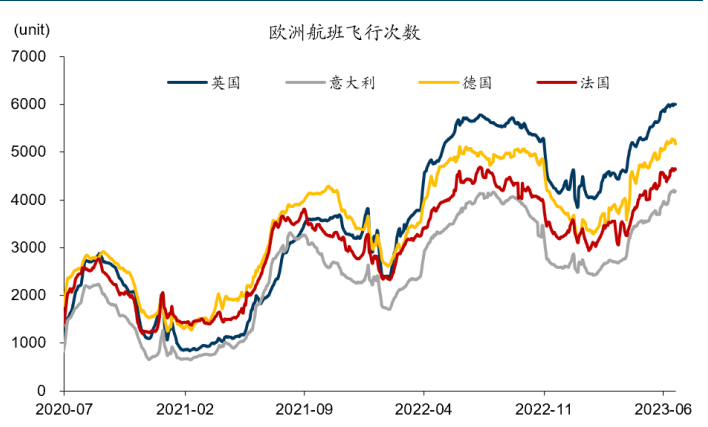
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表36: 美国纽约交通拥堵情况回落



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表37: 欧洲航班飞行次数回升

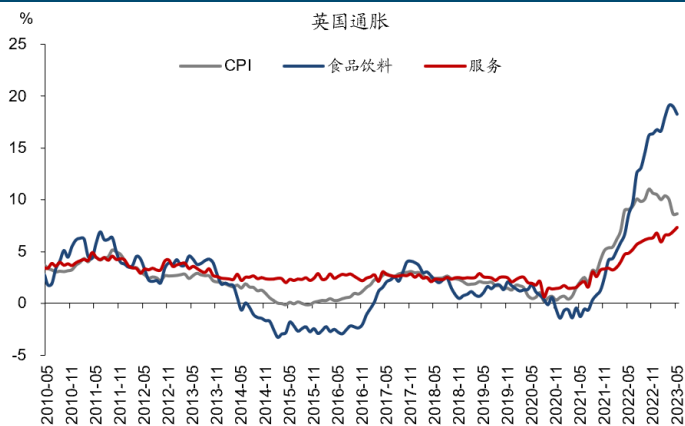


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

(四) 通胀与能源: 英国通胀环比增速放缓

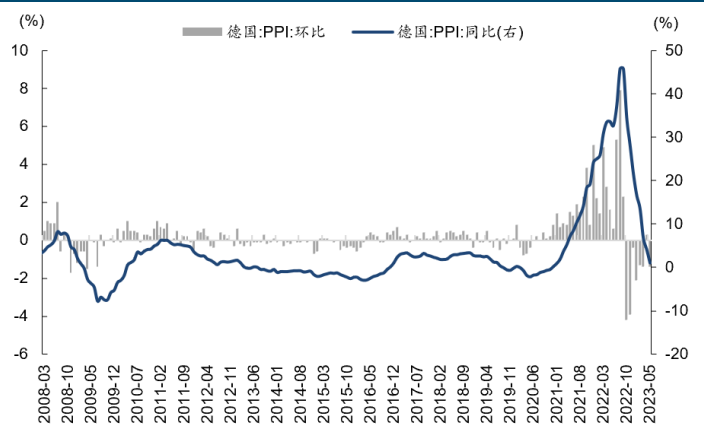
英国通胀环比增速放缓。英国5月CPI同比8.7%，前值8.7%，环比0.7%，前值1.2%，食品通胀18.3%，前值19%，服务项同比7.4%，前值7%，商品通胀9.7%，前值10%。德国5月PPI同比1%，环比1.4%；WTI原油降至69美元/桶，布油降至73美元/桶；美国汽油价格升至2.7美元/加仑。

图表38: 英国5月CPI同比8.7%，前值8.7%



来源: WIND, 国金证券研究所

图表39: 德国5月PPI同比1%，环比1.4%

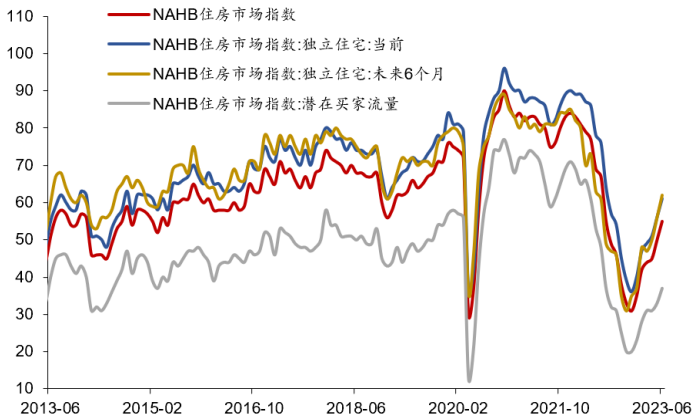


来源: WIND, 国金证券研究所

(五) 地产: 美国地产销售、营建许可、新开工改善

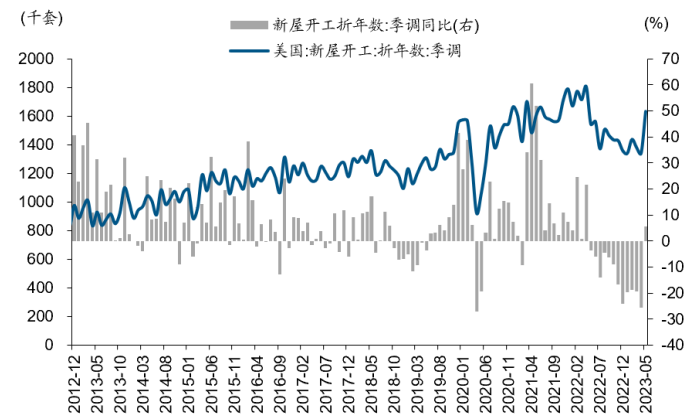
美国地产销售、营建许可、新开工改善。美国6月NAHB住房指数升至55，前值50；美国5月新屋开工163万套，前值134万套，同比5.7%，前值-26%；美国5月营建许可折年数149万套，前值142万套，同比-13%，前值-21%；美国5月成屋销售折年430万套，前值429万套，同比-20%，环比0%。

图表40: 美国 6 月 NAHB 住房指数升至 55, 前值 50



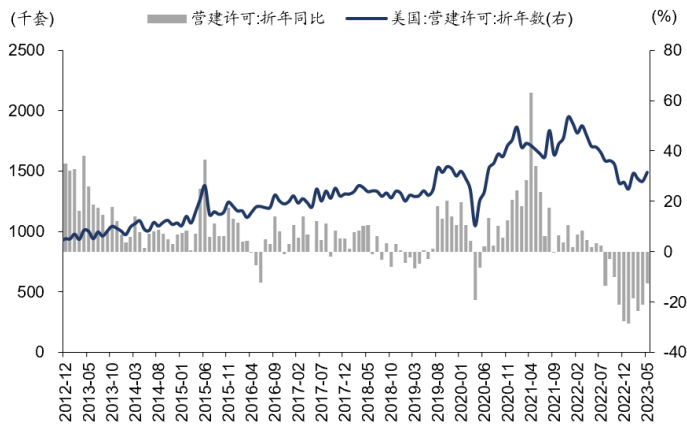
来源: WIND、国金证券研究所

图表41: 美国 5 月新屋开工同比 5.7%, 前值-26%



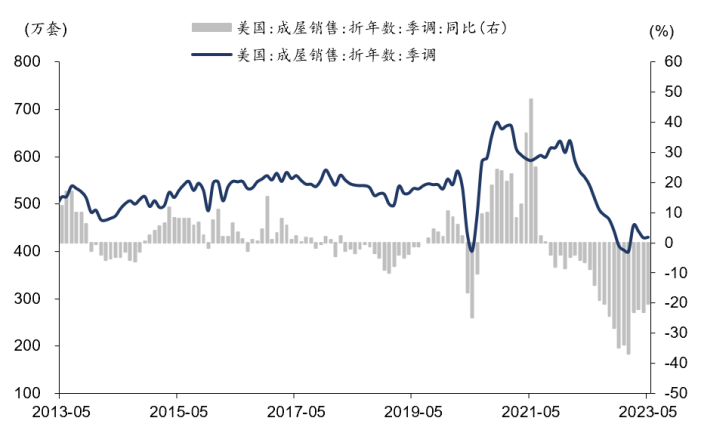
来源: WIND、国金证券研究所

图表42: 美国 5 月营建许可同比-13%, 前值-21%



来源: WIND、国金证券研究所

图表43: 美国 5 月成屋销售同比-20%, 环比 0%



来源: WIND、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，出口替代表减慢。

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
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402