

宏观经济报告

宏观专题研究报告(深度)

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

联系人: 李欣越

lixinyue@gjzq.com.cn

美国超额储蓄还能支撑消费吗?

服务业消费的韧性是美国经济不衰退的逻辑支点。但这一“支点”的稳固性正在动摇,原因之一是美国居民的超额储蓄消耗已经接近 50%。一旦服务业消费的韧性被证伪,美联储紧缩预期和市场交易的逻辑或发生切换。

热点思考: 美国超额储蓄还能支撑消费吗? 超额储蓄已消耗 50%, 中性情景半年后回归趋势水平

2022 年重启以来,美国经济的韧性高度依赖消费。美国疫后复苏进程的特征之一是不同部门的错位。在通胀压力高企和美联储加息背景下,美国房地产、工业生产、固定资产投资等持续拖累经济增长,但服务业消费至今依然有韧性。疫情后美国消费在经济中的重要性提升,占比提高至 70%-71%,增速中枢也明显高于过去十年。

天量超储是此次美国消费韧性的主因之一。抗疫期间,美国政府大规模财政刺激政策使居民形成了总量约 2.4 万亿美元的超额储蓄。2021 年 8 月至 2023 年初,超储已下降 1.2 万亿美元,占比 50%。结构上,超储并未流向股市及地产,而是主要流向了消费领域,尤其是服务类消费,此外置换了部分的信用卡贷款支出,降低了居民的债务压力。

美国超额储蓄对消费的支撑已经接近尾声。尽管当前超储对消费的支撑较强,但从超额储蓄的分布来看,高低收入群体不均衡,收入最低的 25% 家庭超额储蓄主要源自财政转移收入,随着财政转移收入减少,后者可支配的储蓄将收缩,后续超储资金释放节奏可能放缓。中性假设下,美国居民储蓄回升至 5%-6%,美国超额储蓄仅能支撑 6-8 个月。

海外基本面&重要事件: 美国 PMI 不及预期, 滞胀压力上升, 欧洲通胀反弹

美国 2 月 ISM 制造业 PMI 录得 47.7,较前值回升 0.3 个点,低于市场预期值 48,连续第四个月处于收缩区间。通胀指数短期反弹幅度较大,就业轻微放缓,显示美国滞胀压力提高。

欧洲通胀压力上升,能源价格上涨。2 月欧元区核心 CPI 同比上涨 5.6%,高于前值 5.3%,德国 2 月调和 CPI 反弹至 9.3%,前值 9.2%,法国 2 月调和 CPI 反弹至 7.2%,前值 7%。本周原油、天然气价格均上涨。

海外高频活动数据显示美国周度 GDP 回落,美国红皮书零售增速抬升,美欧出行、外出就餐均改善,美国建造支出增速回落,贷款利率反弹,原油库存继续攀升,BDI 指数大幅上涨,美国当周初请失业人数环比微降。

全球大类资产跟踪: 海外权益多数上涨, 国债利率上行, 美元指数走弱

全球主要股票指数多数上涨,港股领涨。恒生指数、纳斯达克指数、德国 DAX、法国 CAC40 和标普 500 分别上涨 2.8%、2.6%、2.4%、2.2%、1.9%和 1.9%,仅创业板指、澳大利亚普通股股指下跌,跌幅均为 1.3%。

发达国家 10 年期国债收益率普遍上行。10Y 美债收益率上行 2.0bp 至 3.97%,德债上行 24.0bp 至 2.70%,意大利、法国和英国 10Y 国债分别上行 19.8bp、17.5bp 和 6.1bp,仅日债下行 0.3bp。

美元指数走弱,英镑、欧元、日元和加元兑美元升值,人民币汇率升值。英镑、欧元、日元和加元兑美元分别升值 0.88%、0.85%、0.48%和 0.07%。在岸、离岸人民币兑美元分别升值 0.72%、1.20%至 6.9030、6.8972。

大宗商品价格多数品类上涨,原油、贵金属悉数上涨。涨幅最大的是 WTI 原油、布伦特原油,受俄罗斯减产和需求预期上调的影响,分别上涨 4.40%、3.21%。受库存高企和钢厂减产的影响,焦煤价格大跌 14.26%。

风险提示

俄乌冲突再起波澜; 大宗商品价格反弹; 工资增速放缓不达预期

内容目录

一、热点思考：美国超额储蓄还能支撑消费吗？	5
(一) 本轮周期美国高度依赖消费的托底	5
(二) 天量超储是美国消费韧性的主因	5
(三) 美国超储对消费的支撑已经接近尾声	8
二、海外基本面&重要事件	9
(一) 通胀：原油、天然气价格上涨，欧洲通胀反弹	9
(二) 景气：美国 2 月制造业 PMI 录得 47.7	10
(三) 生产：欧美周度 GDP 回落	12
(四) 消费：美国消费、外出就餐改善	13
(五) 地产：美国建造支出增速回落	14
(六) 库存：商业原油库存累库势头继续攀升	14
(七) 供应链：BDI 指数大幅反弹	15
(八) 就业：美国当周初请失业人数环比微降	16
大类资产高频跟踪（2023/02/25-2023/03/03）	16
(一) 权益市场跟踪：全球资本市场普遍上涨	16
(二) 债券市场跟踪：发达国家 10 年期国债收益率普遍上行	18
(三) 外汇市场跟踪：美元指数走弱，人民币升值	19
(四) 大宗商品市场跟踪：原油、贵金属悉数上涨，黑色金属、有色金属价格普遍上涨	20
风险提示	22

图表目录

图表 1：美国经济内部分化加大，需求侧仅剩消费支撑	5
图表 2：疫情后美国消费的重要性进一步提高	5
图表 3：美国 1 月个人消费、收入增速共同回升	5
图表 4：消费在美国经济中扮演稳定器的功能	5
图表 5：美国居民财政转移收入仍然高于疫情前水平	6
图表 6：美国居民工资收入修复偏慢	6
图表 7：美国超额储蓄的收入-支出贡献拆解	6
图表 8：美国超储存量最大值接近 2.4 万亿美元	6
图表 9：美国超额储蓄流向的拆解，主要流向服务消费	7

图表 10: 耐用品消费高于长期趋势, 但与超储关联低	7
图表 11: 非耐用品消费在超储存量回落前后变化不大	7
图表 12: 超储回落, 美国服务消费明显抬升	7
图表 13: 美国超储未使得资金显著流入股票市场	8
图表 14: 美国超储增加迅速降低了居民杠杆率	8
图表 15: 随着超储消耗, 信用卡坏账、拖欠情况增加	8
图表 16: 超储与居民房地产开支关联性不大	8
图表 17: 不同收入群体超储变化贡献结构	9
图表 18: 美国超额储蓄的预测, 基准情形还剩 6 个月	9
图表 19: 全球主要国家 CPI 热力图	9
图表 20: 本周原油价格上涨	10
图表 21: 上周美国汽油价格回落至 3.25 美元/加仑	10
图表 22: 本周天然气价格回升	10
图表 23: 本周 10 年盈亏平衡通胀回升	10
图表 24: 美国 2 月制造业 PMI 及其分项	10
图表 25: 美国 2 月制造业分项	11
图表 26: 美国 2 月 PMI 物价、新订单涨幅大	11
图表 27: 美国 2 月制造业 PMI 生产指数回落	11
图表 28: 美国 2 月制造业 PMI 新订单回升	11
图表 29: 美国 2 月制造业 PMI 库存回落	11
图表 30: 美国供应链继续好转	11
图表 31: 美国 PMI 就业指数反弹	12
图表 32: 美国 2 月 PMI 物价指数反弹	12
图表 33: 欧洲主要国家制造业 PMI	12
图表 34: 欧洲主要国家服务业 PMI	12
图表 35: 上周纽约联储 WEI 指数 1.09%, 前值 1.09%	13
图表 36: 欧元区周度 GDP 跟踪 2.97%, 前值 2.0%	13
图表 37: 上周美国粗钢产量 166 万短吨, 前值 165 万	13
图表 38: 上周美国粗钢产能利用率 75%, 前值 74.4%	13
图表 39: 美国红皮书零售增速 5.3%, 前值 5.3%	13
图表 40: 今年美国红皮书零售增速与 2019 年持平	13
图表 41: 全球 Open Table 用餐人数 2 月以来回升	14
图表 42: 柏林、伦敦外出就餐修复较好, 纽约较差	14
图表 43: 1 月美国建造支出同比 5%, 前值 7.7%	14
图表 44: 上周 REALTOR 房屋挂牌价增速 0.07%	14

图表 45: 本周美 30 年贷款利率升至 6.7%, 十债 4%	14
图表 46: 美国抵押贷款综合指数上周回落至 188.5.	14
图表 47: 上周美国原油库存增加 116 万桶	15
图表 48: 上周美国战略原油储备不变	15
图表 49: 本周 BDI 指数大幅抬升至 1211	15
图表 50: 本周 CCFI 海运价格延续回落	15
图表 51: 本周伦敦、柏林、纽约等交通拥堵指数回升	15
图表 52: 纽约拥堵指数好于 2022 年, 弱于 2019 年	15
图表 53: 纽约地铁载客量明显强于 2022、2021 年	16
图表 54: 美国 TSA 安检人数略好于 2019 年	16
图表 55: 美国 2 月 25 日当周初请失业人数降至 19 万	16
图表 56: 持有失业保险人群的失业率 1.1%	16
图表 57: 当周, 发达国家股指普遍上涨	17
图表 58: 当周, 新兴市场股指涨跌分化	17
图表 59: 当周, 美股行业普遍上涨	17
图表 60: 当周, 欧元区行业多数上涨	17
图表 61: 当周, 恒生指数全线上涨	18
图表 62: 当周, 恒生行业悉数上涨	18
图表 63: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率普遍上行	18
图表 64: 当周, 美英德 10Y 收益率均上行	18
图表 65: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益率涨跌互现	19
图表 66: 当周, 巴西和土耳其 10Y 国债收益率均上行	19
图表 67: 当周, 美元指数上涨, 欧元兑美元升值	19
图表 68: 当周, 欧元和英镑兑美元均升值	19
图表 69: 当周, 主要新兴市场兑美元普遍升值	19
图表 70: 雷亚尔、土耳其里拉、韩元兑美元均升值	19
图表 71: 当周, 美元和英镑兑人民币贬值	20
图表 72: 当周, 人民币兑美元升值	20
图表 73: 当周, 商品价格走势整体上涨	20
图表 74: WTI 原油、布伦特原油价格大幅上涨	21
图表 75: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格大幅下跌	21
图表 76: 当周, 铜铝价格均上涨	21
图表 77: 当周, 通胀预期继续上升	21
图表 78: 当周, 黄金和白银价格均上涨	21
图表 79: 当周, 10Y 美债实际收益率下行	21

服务业消费的韧性是美国经济不衰退的逻辑支点。但这一“支点”的稳固性正在动摇，原因之一是美国居民的超额储蓄消耗已经接近 50%。一旦服务业消费的韧性被证伪，美联储紧缩预期和市场交易的逻辑或发生切换。

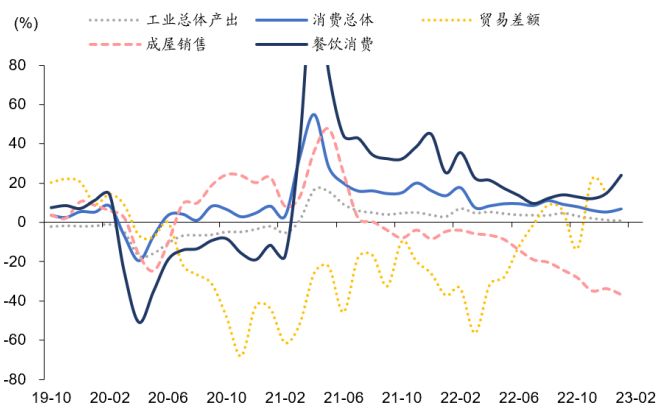
一、热点思考：美国超额储蓄还能支撑消费吗？

(一) 本轮周期美国高度依赖消费的托底

本轮美国经济周期下行，不同部门压力不均衡，工业生产、地产、外贸等领域下行幅度大，需求侧几乎仅剩消费支撑托底。自 2022 年美联储加息以来，美国地产下行幅度最深，最冲击最明显，成屋销售、新开工等关键指标已回落一年以上；美国贸易差额波动极大，疫情后恢复较差。工业生产增速同样回落，产能利用率仍然低于疫情前。消费则展现更高的韧性，22 年商品消费平均增速 8%，食品服务消费平均增速 18%，远好于美国其他经济部门，伴随就业的高韧性，23 年 1 月支出增速仍有所回升。

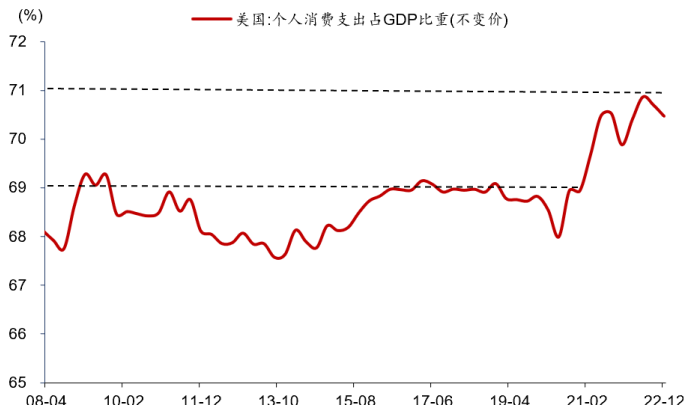
消费在美国经济中扮演了周期稳定器的功能，疫情以来，美国消费在经济中的重要性提升，增速中枢也明显高于过去十年。占比上，美国是消费大国，疫情后，消费的重要性进一步提高，疫情前的十年间，美国个人消费支出占 GDP 比重约为 68%到 69%，疫情后占比迅速提高一个台阶至 70%-71%之间。增速上，自 60 年代以来的美国衰退周期里，服务消费平均拉动 GDP 环比增速 0.46 个百分点，服务消费的波动幅度低于整体 GDP 波动幅度，疫情后的增速中枢明显高于过去十年。

图表 1：美国经济内部分化加大，需求侧仅剩消费支撑



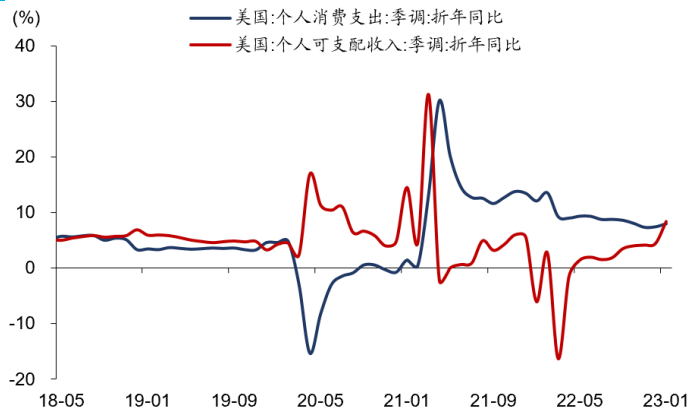
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：疫情后美国消费的重要性进一步提高



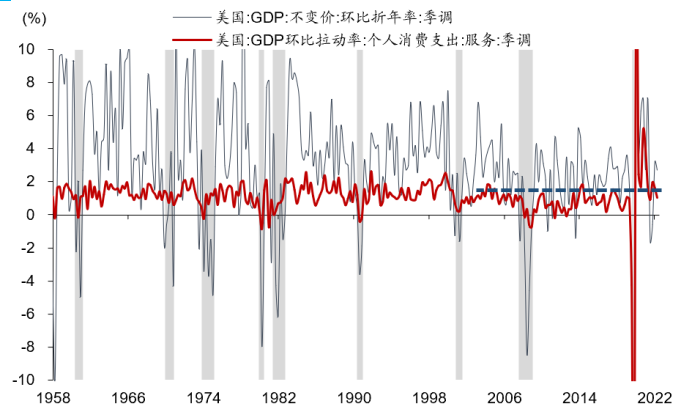
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：美国 1 月个人消费、收入增速共同回升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：消费在美国经济中扮演稳定器的功能



来源：Wind、国金证券研究所

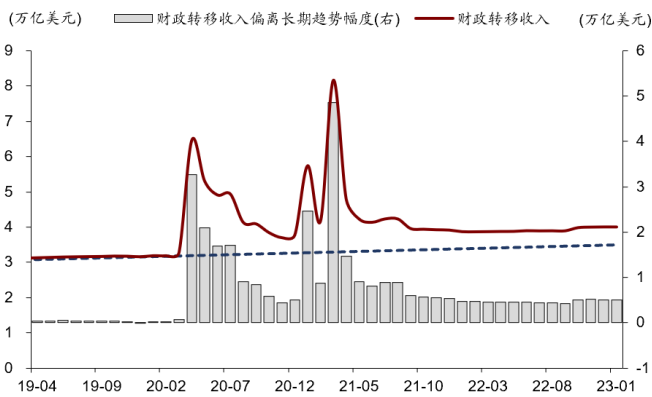
(二) 天量超储是美国消费韧性的主因

超额储蓄受居民收入和支出端共同影响，美国政府大规模财政刺激政策使居民群体形成了总量约 2.4 万亿美元的超额储蓄。本文参考美联储工作论文的方法，使用 BEA 个人收

支账户数据估算美国超额储蓄，根据收入、支出偏离原有趋势的部分计算得到美国超额储蓄存量和流量规模。个人储蓄等于个人可支配收入减个人支出，可支配收入包括工资+经营收入+租金收入+财产收入+转移收入。个人支出包括消费及利息支出等，又以消费支出占比最大。美国此次超储的形成源自收入大幅增加，以及支出修复偏慢的共同作用。美国居民转移收入受美国财政刺激作用，疫后大幅度提升。与此同时，包含工资在内的其他收入修复缓慢，截至到 2022 年上半年仍未修复疫情形成的缺口。

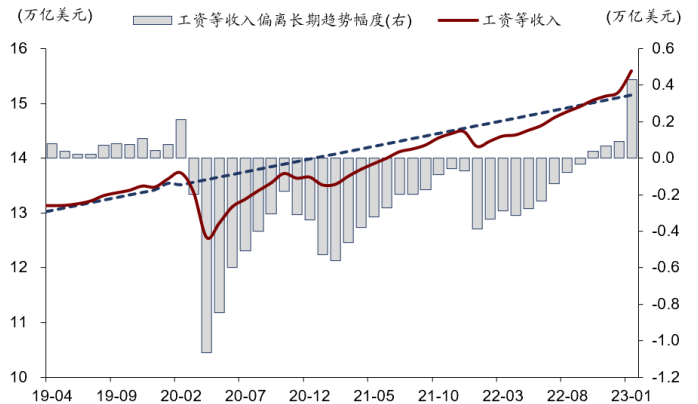
从超额储蓄的形成上看，财政转移收入是主因。2020 年初至 2021 年 8 月是美国居民超额储蓄的积累阶段，额储蓄每月净流量为正，单月储蓄流入量最大的时间为 2020 年 4 月，2021 年 1 月及 2021 年 3 月，美国分别出台了针对居民的大规模财政补贴法案，影响较大的有《新冠病毒援助救济及经济安全法案》、《新冠疫情援助法案》、《美国救助法案》等。尽管美国大规模财政刺激的高峰期已过，但财政转移的长期作用仍然存在，截至 2023 年 1 月，财政收入对居民储蓄仍然具有正向贡献。工资收入则负向拖累储蓄，直到 2022 年 10 月后才转为正向拉动。缩减支出在疫情初期对储蓄的正贡献较高，但在 2021 年后，随着消费支出的缓慢回升，支出转为负向拖累超额储蓄。

图表5：美国居民财政转移收入仍然高于疫情前水平



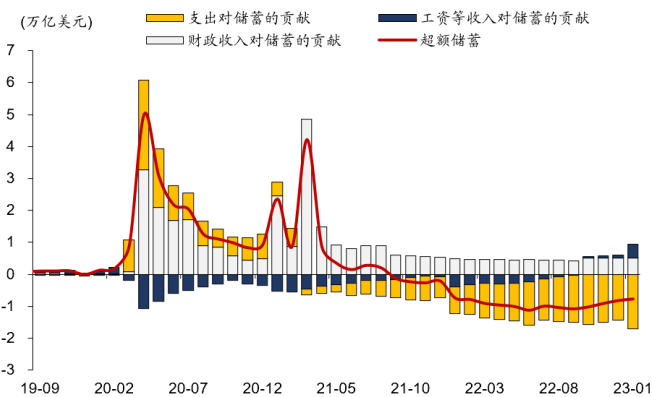
来源：Wind、国金证券研究所

图表6：美国居民工资收入修复偏慢



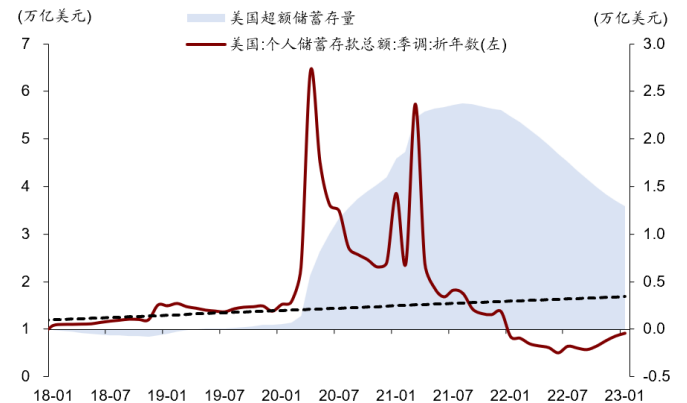
来源：Wind、国金证券研究所

图表7：美国超额储蓄的收入-支出贡献拆解



来源：Wind、国金证券研究所

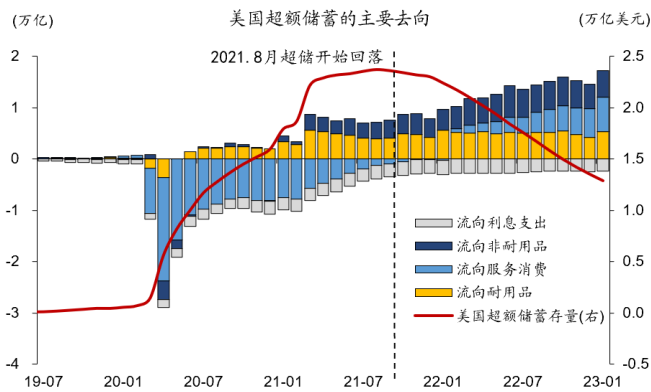
图表8：美国超储存量最大值接近2.4万亿美元



来源：Wind、国金证券研究所

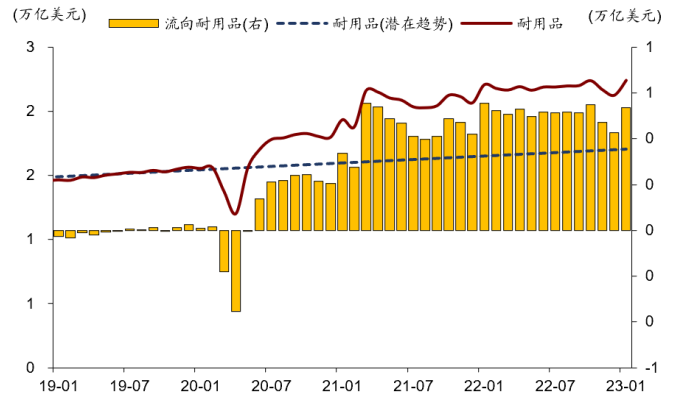
从超储的流向来，美国居民的超额储蓄存量资金自 2021 年 8 月开始回落，截至 2023 年初，已向外释放资金 1.2 万亿美元，主要流向服务消费领域。根据美国 BEA 的个人收支报告，美国居民个人总支出可分为服务消费支出、耐用品支出、非耐用品支出、利息支出等。我们将超额储蓄的消耗拆解为上述四个方面。随着超额储蓄的减少，美国居民服务类消费抬升最明显，由每月少消费，转为每月多消费，并且服务消费的增长趋势仍在抬升。2023 年 1 月，服务类多消费了 6728 亿美元。从耐用品和非耐用品来看，虽然二者均已高于疫情前的长期趋势水平，但与超额储蓄资金的释放关联性较低。流向利息支出的金额自 2020 年疫情以来始终为负，表明超额储蓄缓解了美国居民的付息压力。

图表9: 美国超额储蓄流向的拆解, 主要流向服务消费



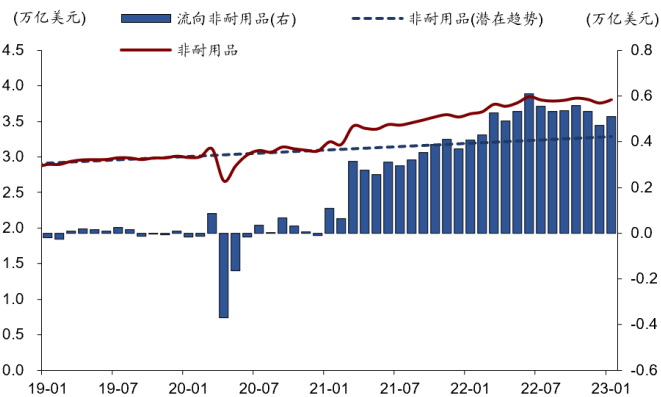
来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 耐用品消费高于长期趋势, 但与超储关联低



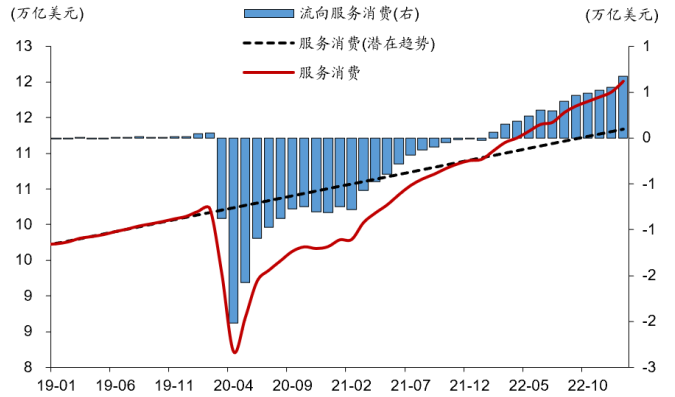
来源: Wind、国金证券研究所

图表11: 非耐用品消费在超储存量回落前后变化不大



来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 超储回落, 美国服务消费明显抬升

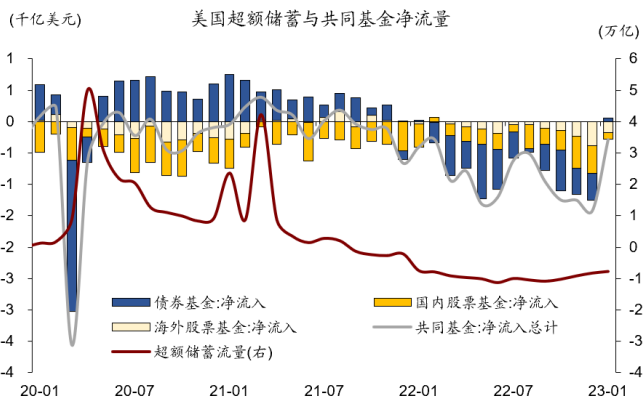


来源: Wind、国金证券研究所

从居民负债的角度看, 美国超额储蓄带来的资金降低了居民的债务压力。疫情前, 美国家庭负债比率约在 10% 上下, 超额储蓄增加使美国家庭负债比率在两年内迅速降至 8-9%, 降杠杆速度达到近四十年来的最快水平。随着储蓄的消耗, 美国居民债务率在 2022 年出现回升, 但仍然低于疫情的水平。超储是本轮下行周期里, 美国居民维持低杠杆率的主因。超储也置换了美国的信用卡消费, 超储规模与美国信用卡拖欠比率以及信用卡坏账率明显负相关, 但随着超储的消耗, 2022 年下半年, 拖欠率及坏账率也均有所回升。

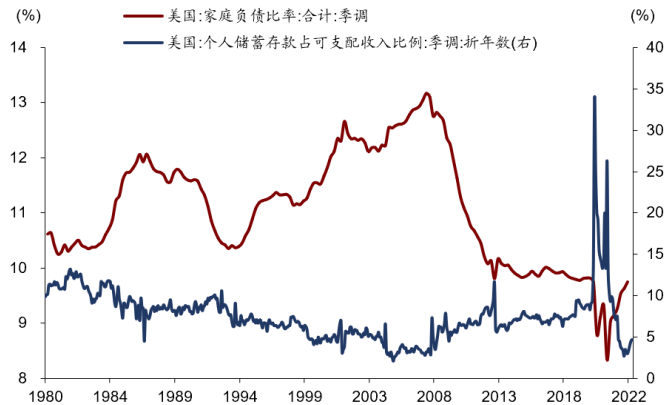
从居民资产的角度看, 美国超额储蓄资金并未显著流入股票市场和房地产。从总量上看, 美国超储流量变动与共同基金净流入量存在较弱的正相关性, 超储增加, 基金流入量扩大, 反之亦然。尤其在财政转移收入发放的当期, 如 2021 年 4 月、2020 年 3 月, 共同基金净流入量均有较大抬升。从类别上看, 超储增加时, 流入量较大的是债券类的低风险基金, 美国国内股票型基金以及海外股票型基金的流入量则为负。当 2021 年 8 月后, 随着超储消耗增大, 每月新增储蓄流量转负, 共同基金的整体净流入量也开始转为负数。意味着超储回落会减少基金购买意愿。最后从房地产的角度看, 疫情期间, 美国居民对地产的支出虽然明显上涨, 但与超额储蓄的变化并无明显的关联性。

图表 13: 美国超储未使得资金显著流入股票市场



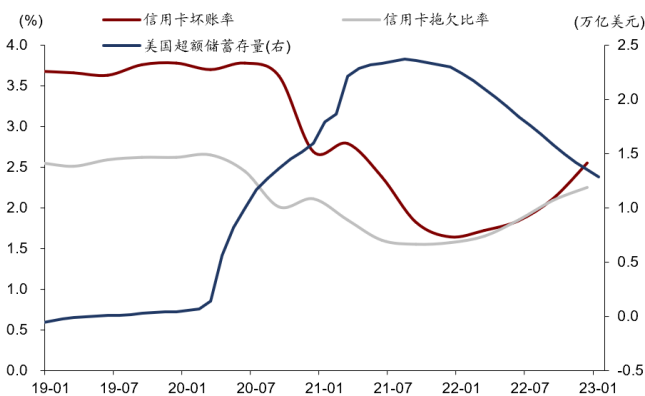
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 美国超储增加迅速降低了居民杠杆率



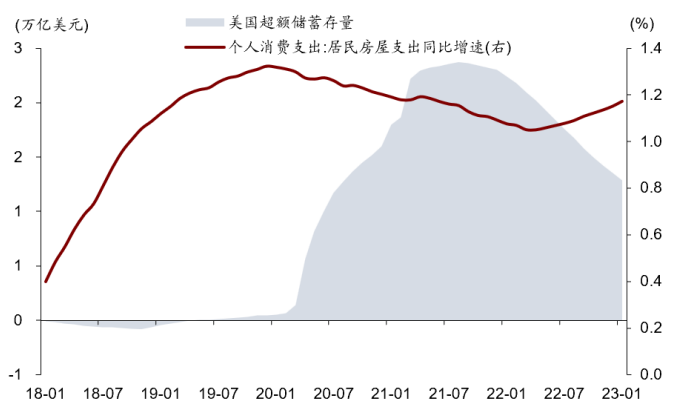
来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 随着超储消耗, 信用卡坏账、拖欠情况增加



来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 超储与居民房地产开支关联性不大



来源: Wind、国金证券研究所

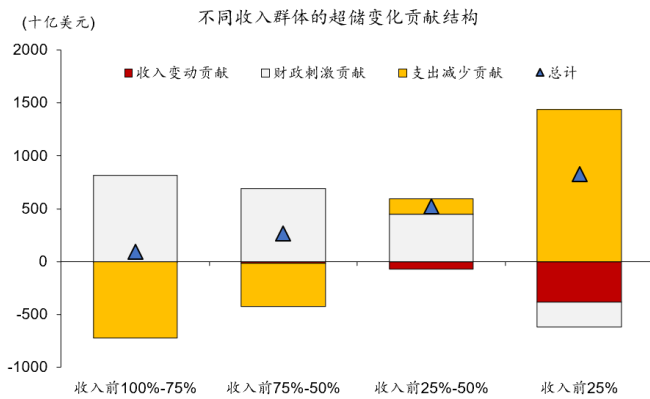
因此经上述研究可以发现, 美国超额储蓄的资金并未明显流向股票市场及房地产市场, 而是主要流向了消费领域, 尤其是服务类消费, 置换了部分的信用卡贷款支出, 降低了居民的债务压力, 在工资收入修复偏慢的背景下, 天量的超储是美国本轮消费极具韧性的主因。

(三) 美国超储对消费的支撑已经接近尾声

尽管当前超储对消费的支撑较强, 但从超额储蓄的分布来看, 高低收入群体不均衡, 将可能导致后续超储资金释放的节奏变慢。根据美联储公布的数据, 高收入人群和低收入人群虽然在疫情之间都积累了大量超额储蓄, 但背后的驱动因素并不相同。收入最高的前 25% 家庭获得超额储蓄的主要驱动力是其放弃的消费支出, 而收入最低的 25% 家庭超额储蓄主要源自收到的财政转移收入。随着财政转移收入减少, 后者可支配的储蓄将收缩。高收入群体由于边际消费倾向较低也将可能导致后续美国超额储蓄资金的转化难度上升。

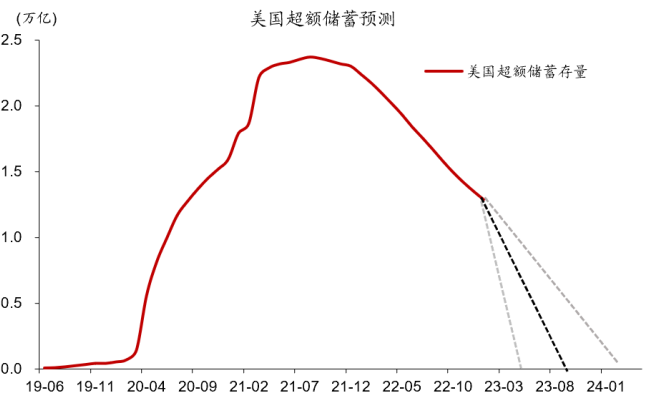
美国超储对消费的支撑可能已经接近尾声, 中性假设下, 美国超额储蓄尚能支撑 6-8 个月。乐观假设下, 美国居民储蓄率将回到疫情前的趋势值 8% (每月存可支配收入的 8%), 目前储蓄率仅为 4.7%, 意味着当前美国居民每个月储蓄流量不足, 正在消耗储蓄存量, 进行超额消费, 超储资金将被释放, 按此推算超额储蓄能够支撑 12 个月。悲观假设下, 美国储蓄率中枢水平在疫情后降低, 美国居民的储蓄率已经形成新的稳态 4.6% 至 4.7%, 超额储蓄不再继续释放资金, 不存在超额消费。中性情景下, 美国居民储蓄率先缓慢回升至 5%-6%, 美国超额储蓄尚能支撑 6-8 个月。

图表 17: 不同收入群体超储变化贡献结构



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 美国超额储蓄的预测, 基准情形还剩 6 个月



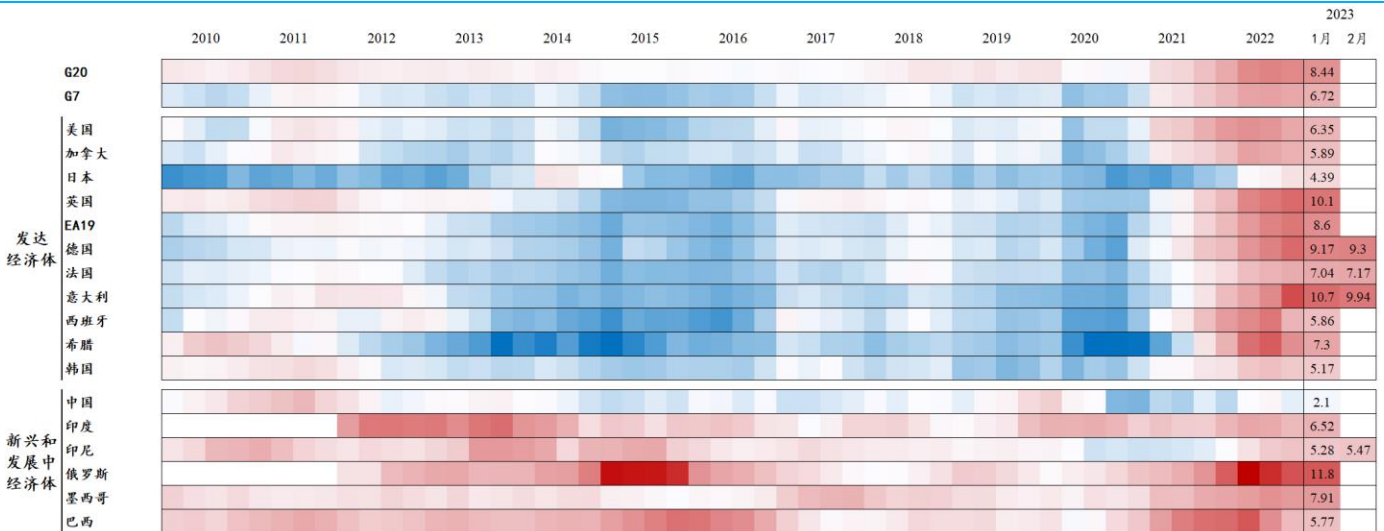
来源: Wind、国金证券研究所

二、海外基本面&重要事件

(一) 通胀: 原油、天然气价格上涨, 欧洲通胀反弹

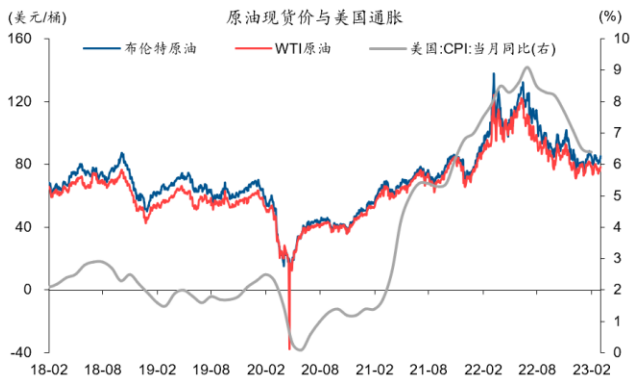
本周, 原油价格小幅回升, 布油价格升至 85.33 美元/桶, WTI 原油升至 79.68 美元/桶, 美国零售汽油价格回落至 3.25 美元/加仑。天然气价格反弹回升至 3 美元。德国 2 月调和 CPI 反弹至 9.3%, 前值 9.17%。法国 2 月调和 CPI 反弹至 7.2%, 前值 7%。

图表 19: 全球主要国家 CPI 热力图

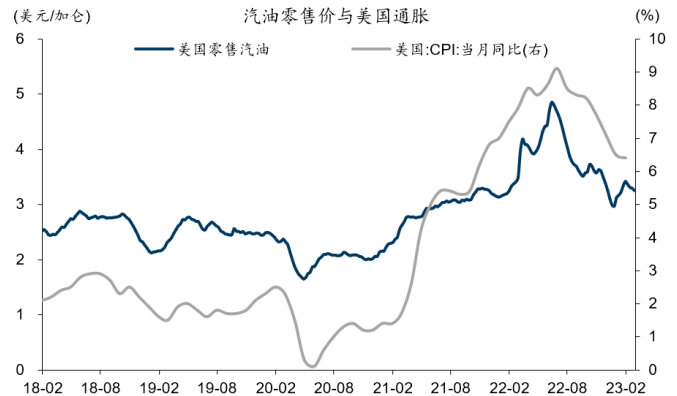


来源: CEIC、国金证券研究所

图表20: 本周原油价格上涨



图表21: 上周美国汽油价格回落至3.25美元/加仑

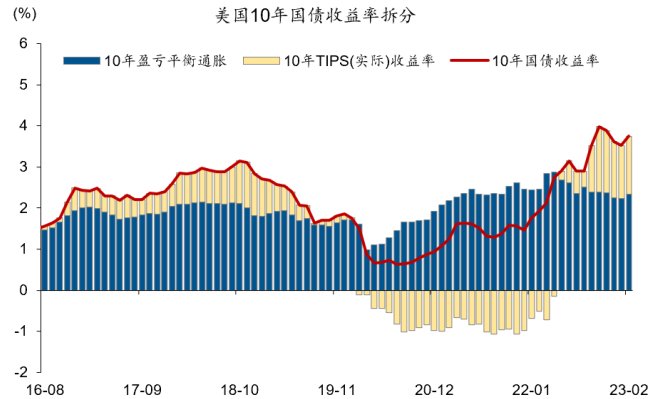


来源: wind、国金证券研究所

图表22: 本周天然气价格回升



图表23: 本周10年盈亏平衡通胀回升



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

(二) 景气: 美国2月制造业PMI录得47.7

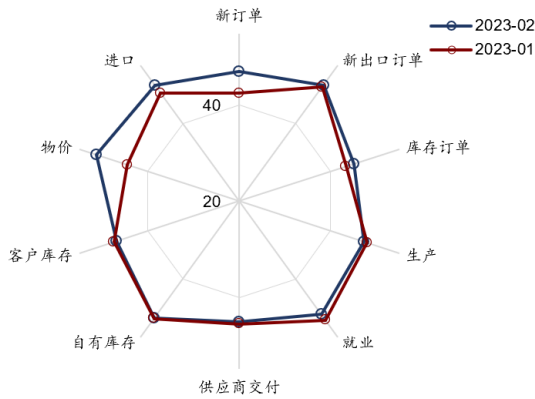
2月美国ISM制造业PMI录得47.7,前值47.4,预期值48,连续四个月处于收缩区间。十个分项指数中,六个回升,其中通胀和新订单涨幅最大,分别提高6.8和4.5个点。通胀指数短期反弹幅度较大,2月PMI物价指数录得51.3,较前值44.5提高6.8个百分点,是本月上升幅度最高的分项。就业指数录得49.1,前值50.6。PMI物价指数领先美国CPI同比约3至6个月,物价指数已连续两个月大幅回升,需关注通胀超预期风险。

图表24: 美国2月制造业PMI及其分项

PMI项目	月度变化	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02
ISM:制造业PMI	↑ 0.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.0	51.0	52.9	52.7	53.1	56.1	55.9	57.0	58.4
新订单	↑ 4.5	47.0	42.5	45.1	46.8	48.2	47.3	50.4	48.6	50.0	54.9	53.8	54.3	61.2
新出口订单	↑ 0.5	49.9	49.4	46.2	48.4	46.5	47.8	49.4	52.6	50.7	52.9	52.7	53.2	57.1
库存订单	↑ 1.7	45.1	43.4	41.4	40.0	45.3	50.9	53.0	51.3	53.2	58.7	56.0	60.0	65.0
生产	↓ -0.7	47.3	48.0	48.6	50.9	51.9	51.0	51.1	53.3	54.4	54.7	54.4	55.1	57.9
就业	↓ -1.5	49.1	50.6	50.8	48.9	49.9	49.3	54.2	49.8	48.1	50.2	51.2	55.3	52.7
供应商交付	↓ -0.4	45.2	45.6	45.1	47.2	46.8	52.4	55.1	55.2	57.3	65.7	67.2	65.4	66.1
自有库存	↓ -0.1	50.1	50.2	52.3	51.1	53.0	55.1	53.8	56.6	55.7	55.0	52.7	54.8	54.1
客户库存	↓ -0.5	46.9	47.4	48.2	48.7	41.6	41.6	38.9	39.5	35.2	32.7	37.1	34.1	31.8
物价	↑ 6.8	51.3	44.5	39.4	43.0	46.6	51.7	52.5	60.0	78.5	82.2	84.6	87.1	75.6
进口	↑ 2.1	49.9	47.8	45.1	46.6	50.8	52.6	52.5	54.4	50.7	48.7	51.4	51.8	55.4

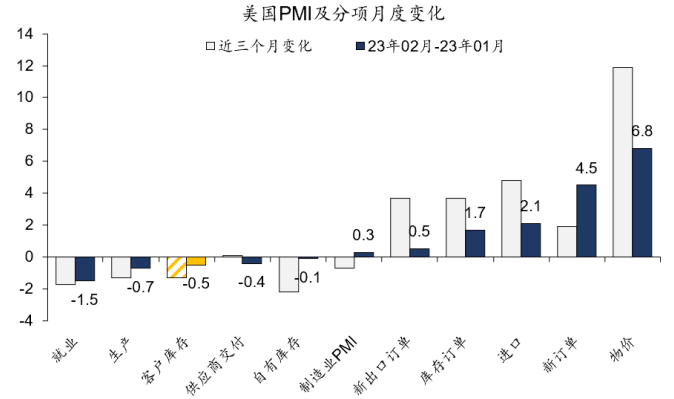
来源: Wind、国金证券研究所

图表25: 美国2月制造业分项



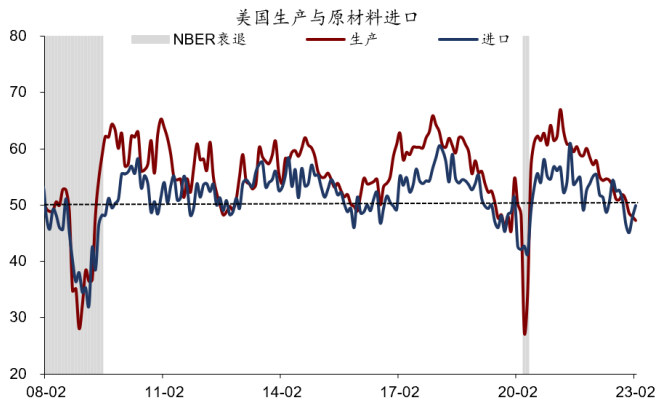
来源: WIND、国金证券研究所

图表26: 美国2月PMI物价、新订单涨幅大



来源: Wind、国金证券研究所

图表27: 美国2月制造业PMI生产指数回落



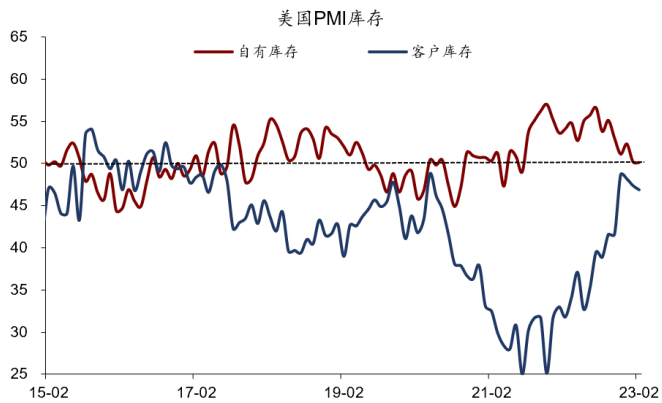
来源: WIND、国金证券研究所

图表28: 美国2月制造业PMI新订单回升



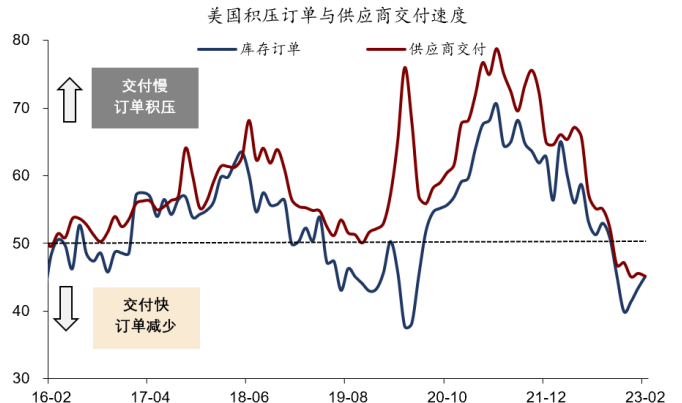
来源: Wind、国金证券研究所

图表29: 美国2月制造业PMI库存回落



来源: WIND、国金证券研究所

图表30: 美国供应链继续好转



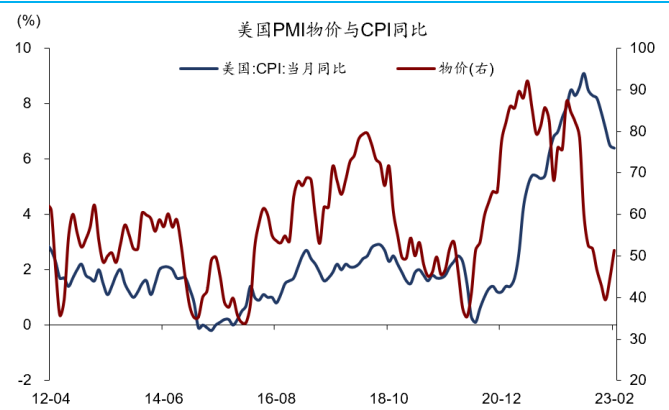
来源: Wind、国金证券研究所

图表31: 美国 PMI 就业指数反弹



来源: WIND、国金证券研究所

图表32: 美国 2 月 PMI 物价指数反弹



来源: Wind、国金证券研究所

图表33: 欧洲主要国家制造业 PMI

	月度变化	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
欧元区	↓ -0.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5
德国	↓ -1.0	46.3	47.3	47.1	46.2	45.1	47.8	49.1	49.3	52.0	54.8	54.6
法国	↓ -3.1	47.4	50.5	49.2	48.3	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4	54.6	55.7
意大利	↑ 1.6	52.0	50.4	48.5	48.4	46.5	48.3	48.0	48.5	50.9	51.9	54.5
希腊	↑ 2.5	51.7	49.2	47.2	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8	54.8
西班牙	↑ 2.3	50.7	48.4	46.4	45.7	44.7	49.0	49.9	48.7	52.6	53.8	53.3
荷兰	↓ -0.9	48.7	49.6	48.6	46.0	47.9	49.0	52.6	54.5	55.9	57.8	59.9
奥地利	↓ -1.3	47.1	48.4	47.3	46.6	46.6	48.8	48.8	51.7	51.2	56.6	57.9
丹麦	↓ -10.3	44.1	54.4	50.5	46.7	50.7	49.9	49.4	38.1	69.2	58.3	60.5
捷克	↓ -0.3	44.3	44.6	42.6	41.6	41.7	44.7	46.8	46.8	49.0	52.3	54.4
波兰	↑ 1.0	48.5	47.5	45.6	43.4	42.0	43.0	40.9	42.1	44.4	48.5	52.4
匈牙利	↑ 1.5	56.5	55.0	59.3	56.0	56.4	49.6					
英国	↑ 2.3	49.3	47.0	45.3	46.5	46.2	48.4					

来源: Wind、国金证券研究所

图表34: 欧洲主要国家服务业 PMI

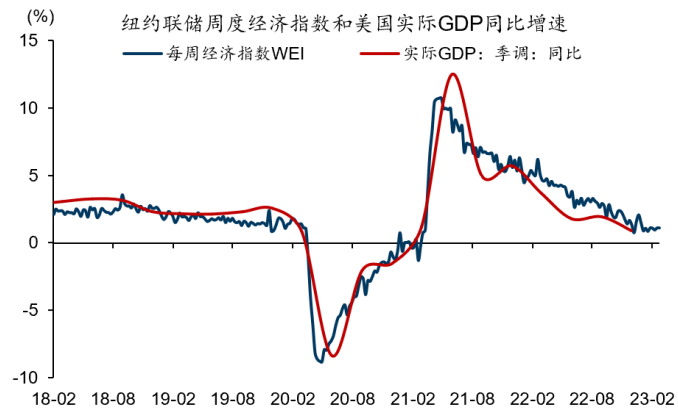
	月度变化	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
欧元区	↑ 1.9	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8	51.2	53.0	56.1	57.7
德国	↑ 0.2	50.9	50.7	49.2	46.1	46.5	45.0	47.7	49.7	52.4	55.0	57.6
法国	↑ 3.7	53.1	49.4	49.5	49.3	51.7	52.9	51.2	53.2	53.9	58.3	58.9
意大利	↑ 0.4	51.6	51.2	49.9	49.5	46.4	48.8	50.5	48.4	51.6	53.7	55.7
俄罗斯	↑ 4.4	53.1	48.7	45.9	48.3	43.7	51.1	49.9	54.7	51.7	48.5	44.5
西班牙	↑ 4.0	56.7	52.7	51.6	51.2	49.7	48.5	50.6	53.8	54.0	56.5	57.1
瑞士	↓ -1.4	55.3	56.7	49.5	53.4	53.8	52.8	56.6	55.6	58.1	59.6	56.8
瑞典	↓ -5.1	45.7	50.8	52.8	54.1	56.3	54.9	58.5	58.5	61.8	66.1	66.8
爱尔兰	↑ 4.1	58.2	54.1	52.7	50.8	53.2	54.1	54.7	56.3	55.6	57.5	61.7
英国	↑ 4.8	53.5	48.7	49.9	48.8	48.8	50.0	50.9	52.6	54.3	53.4	58.9

来源: Wind、国金证券研究所

(三) 生产: 欧美周度 GDP 回落

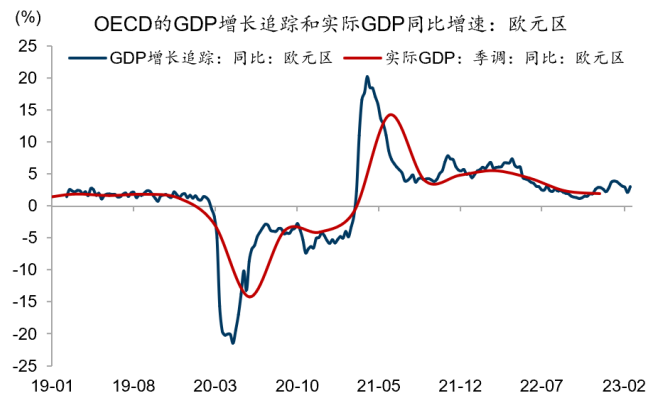
美国生产活动回落。2月25日当周,美国纽约联储WEI指数录得1.09%,前值1.09%。2月25日当周,美国粗钢产能利用率录得75%,较前值74.4%提升,粗钢产量166万短吨,前值165万短吨。欧元区周度GDP跟踪2.97%,前值2.0%。

图表 35: 上周纽约联储WEI指数 1.09%, 前值 1.09%



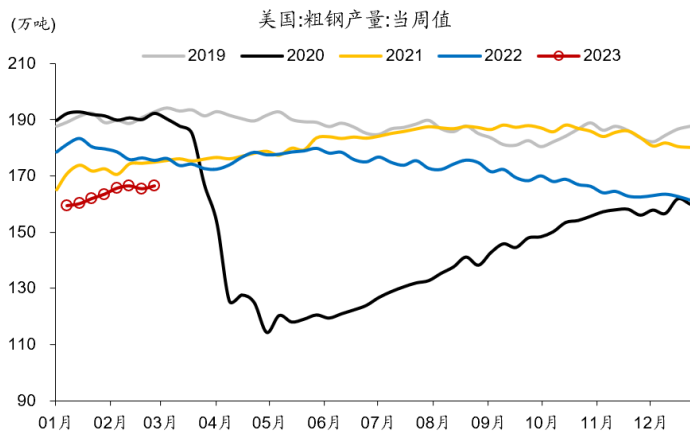
来源: CEIC、国金证券研究所

图表 36: 欧元区周度GDP跟踪 2.97%, 前值 2.0%



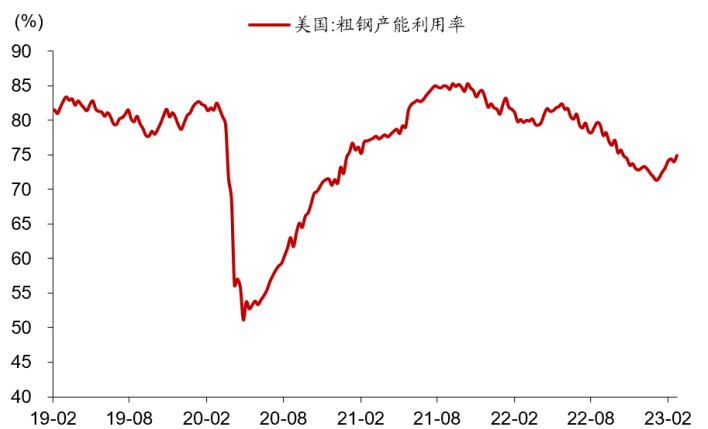
来源: CEIC、国金证券研究所

图表 37: 上周美国粗钢产量 166 万短吨, 前值 165 万



来源: Wind、国金证券研究所

图表 38: 上周美国粗钢产能利用率 75%, 前值 74.4%

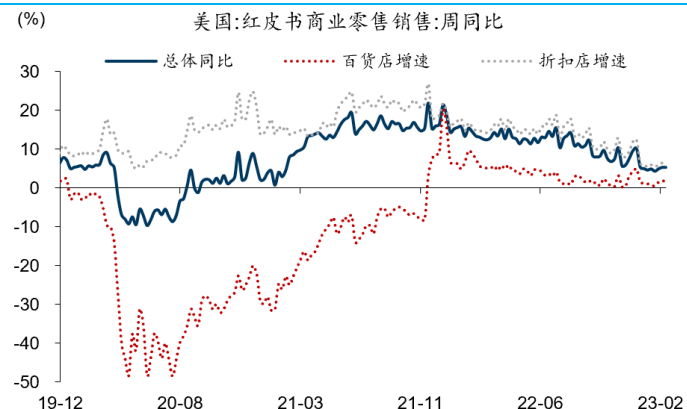


来源: Wind、国金证券研究所

(四) 消费: 美国消费、外出就餐改善

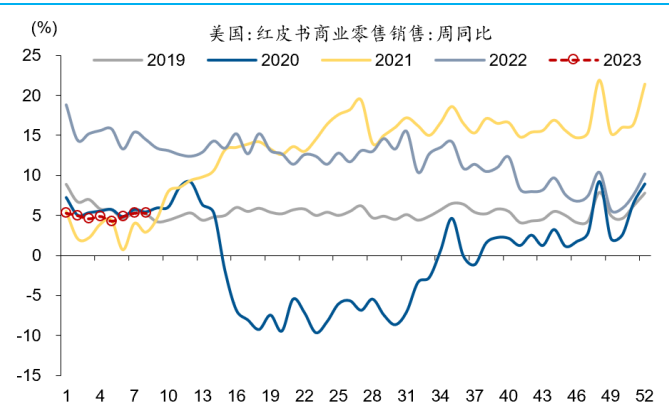
美国红皮书零售小幅度抬升。2月25日当周, 美国红皮书零售销售指数增5.3%, 前值5.3%, 其中折扣店增速6.5%; 百货商店增速1.5%。全球Open Table用餐人数2月以来回升, 其中柏林、伦敦外出就餐修复较好。

图表 39: 美国红皮书零售增速 5.3%, 前值 5.3%



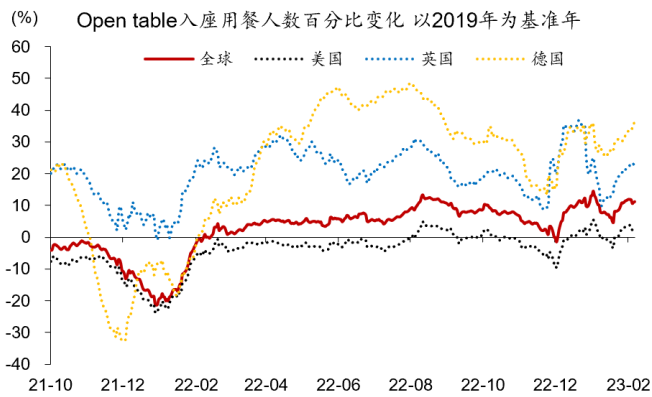
来源: CEIC、国金证券研究所

图表 40: 今年美国红皮书零售增速与 2019 年持平



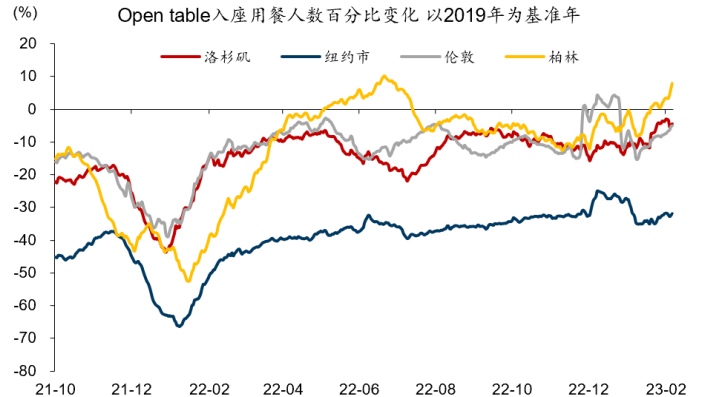
来源: CEIC、国金证券研究所

图表41: 全球 Open Table 用餐人数 2月以来回升



来源: CEIC、国金证券研究所

图表42: 柏林、伦敦外出就餐修复较好, 纽约较差

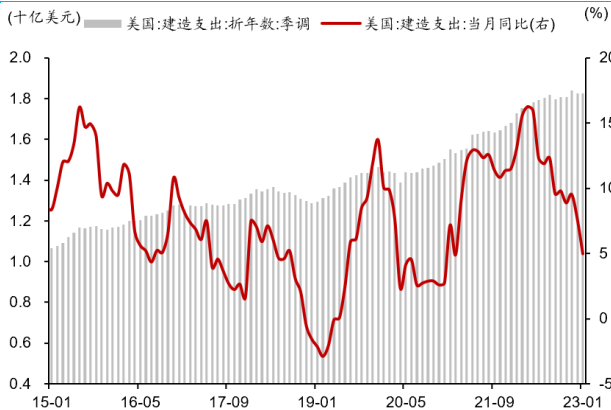


来源: CEIC、国金证券研究所

(五) 地产: 美国建造支出增速回落

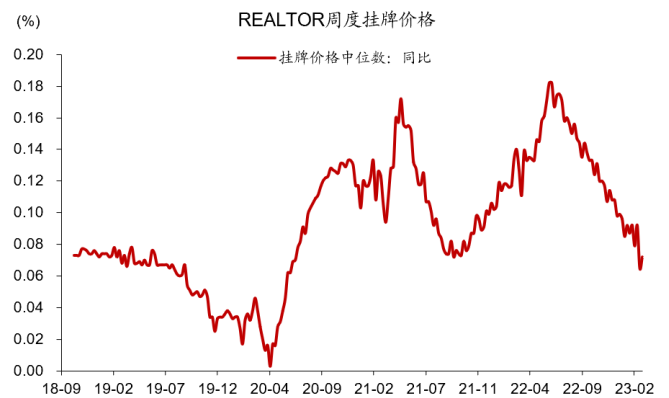
2月25日当周, REALTOR 房屋挂牌价格中位数同比 0.07%, 持平前值。30 年抵押贷款利率本周升至 6.7%, 较前值 6.5% 提高 0.2%。15 年抵押贷款利率本周升至 5.9%, 前值 5.8%, 二者均继续反弹。上周, MBA 市场综合指数下滑至 188.5, 前值 199.8, 表明利率反弹的影响下, 地产抵押贷款申请量继续回落, 对后续地产销售的改善可能构成负面作用。

图表43: 1月美国建造支出同比 5%, 前值 7.7%



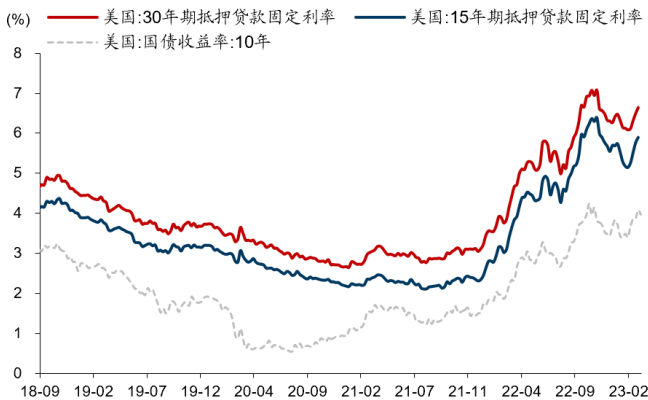
来源: CEIC、国金证券研究所

图表44: 上周 REALTOR 房屋挂牌价增速 0.07%



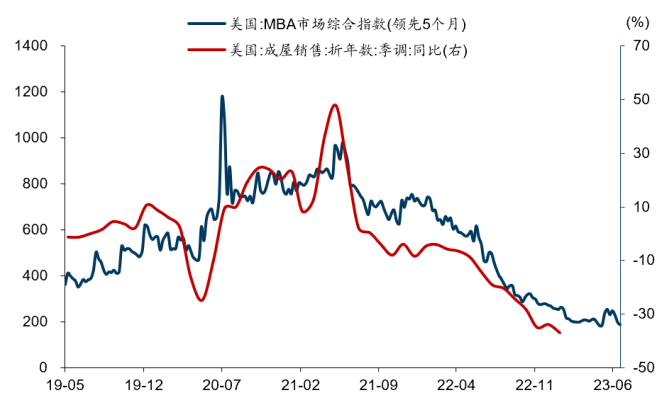
来源: CEIC、国金证券研究所

图表45: 本周美 30 年贷款利率升至 6.7%, 十债 4%



来源: Wind、国金证券研究所

图表46: 美国抵押贷款综合指数上周回落至 188.5



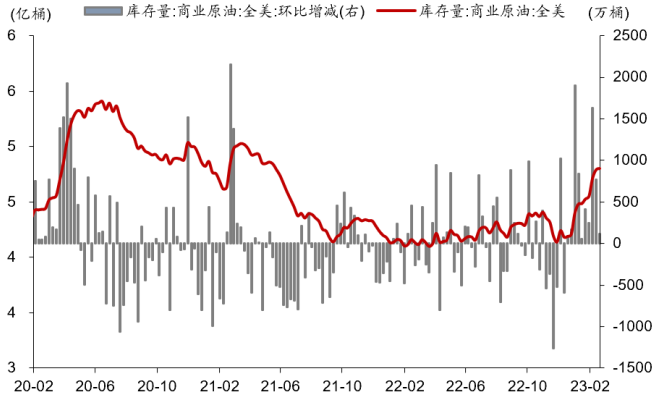
来源: Wind、国金证券研究所

(六) 库存: 商业原油库存累库势头继续攀升

商业原油库存累库势头继续攀升。2月24日当周, 美国 EIA 原油库存增加 117 万桶, 预期增 46 万桶, 前值 765 万桶。原油库存量增至 4.8 亿桶, 前值 4.79 亿桶。当周美国战略

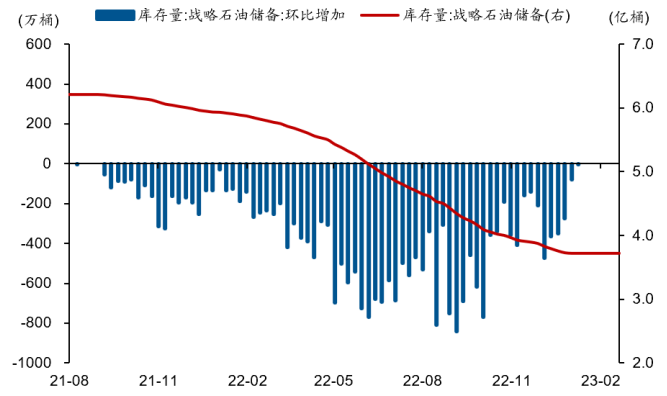
石油储备 (SPR) 库存量维持在 3.7 亿桶不变, 美国战略石油储备继续停止释放。

图表 47: 上周美国原油库存增加 116 万桶



来源: Wind、国金证券研究所

图表 48: 上周美国战略原油储备不变

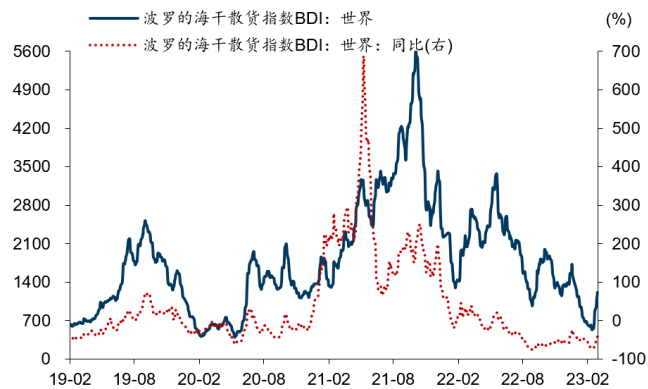


来源: Wind、国金证券研究所

(七) 供应链: BDI 指数大幅反弹

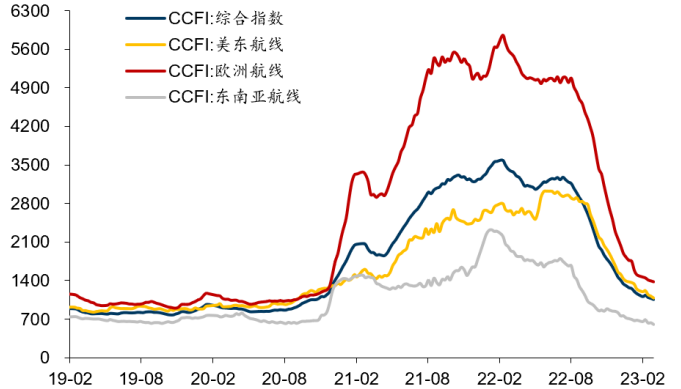
本周, 波罗的海干散货指数 BDI 大幅回升至 1211 点, 主要受欧美复苏预期增强, 乌克兰寻求延长黑海粮食协议等影响。本周 CCFI 整体延续回落态势, CCFI 综合指数回落至 1057, 美东航线 1083, 欧洲航线回落至 1379。本周伦敦、柏林、纽约等交通拥堵指数回升, 纽约拥堵指数好于 2022 年, 弱于 2019 年, 纽约地铁载客量修复较快, 明显强于 2022、2021 年, 美国 TSA 安检人数略好于 2019 年, 强于 21 及 22 年。

图表 49: 本周 BDI 指数大幅抬升至 1211



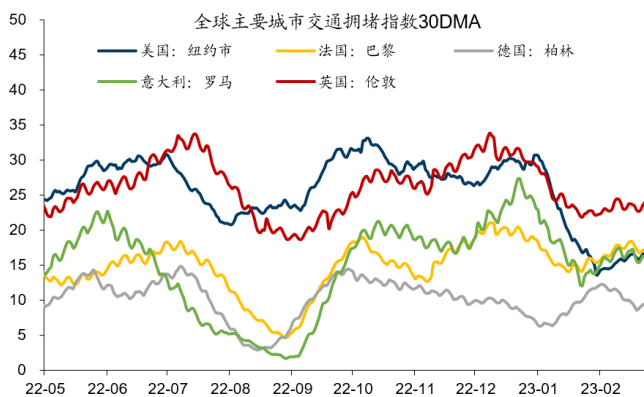
来源: Wind、国金证券研究所

图表 50: 本周 CCFI 海运价格延续回落



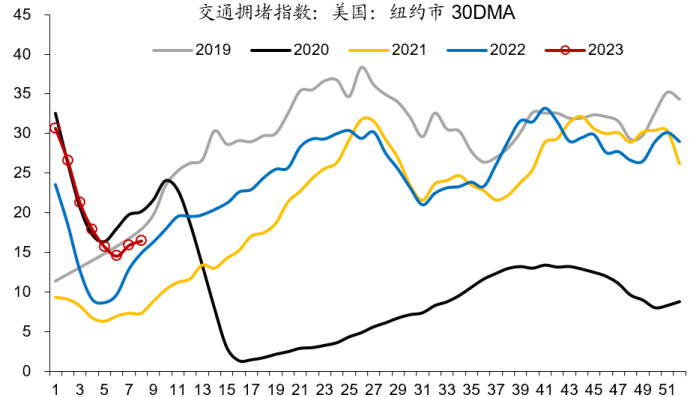
来源: Wind、国金证券研究所

图表 51: 本周伦敦、柏林、纽约等交通拥堵指数回升



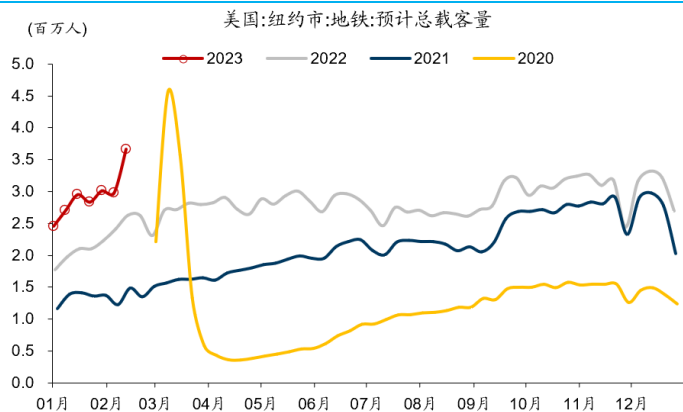
来源: CEIC、国金证券研究所

图表 52: 纽约拥堵指数好于 2022 年, 弱于 2019 年



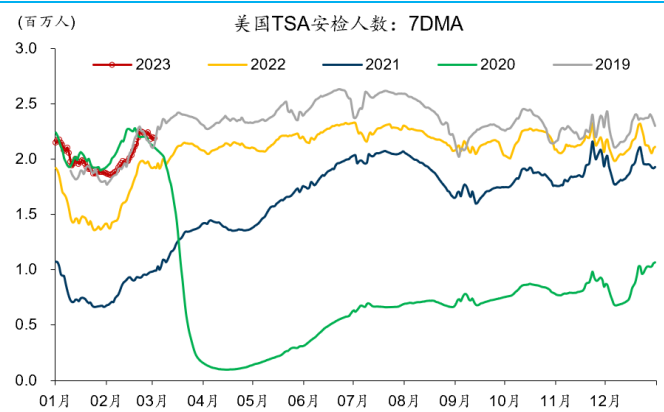
来源: CEIC、国金证券研究所

图表53: 纽约地铁载客量明显强于2022、2021年



来源: Wind、国金证券研究所

图表54: 美国TSA安检人数略好于2019年

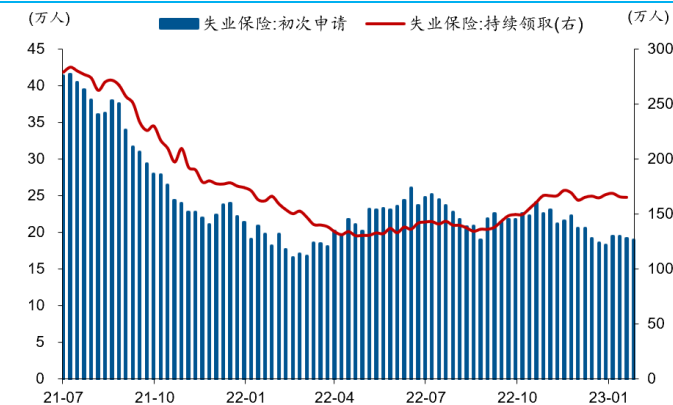


来源: Wind、国金证券研究所

(八) 就业: 美国当周初请失业人数环比微降

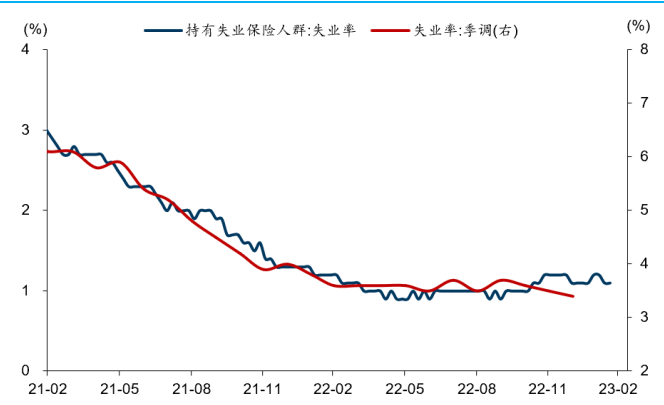
美国当周初请失业人数环比微降。2月25日当周,美国初请失业金人数为19万人,前值19.2万人,环比微降0.2万人,预期值19.5万人。显示美国就业市场韧性较强,初请人数处于历史低位附近。2月18日当周持续领取人数165.5万人,前值166万人,减少0.5万人。持有失业保险人群的失业率1.1%。

图表55: 美国2月25日当周初请失业人数降至19万



来源: Wind、国金证券研究所

图表56: 持有失业保险人群的失业率1.1%



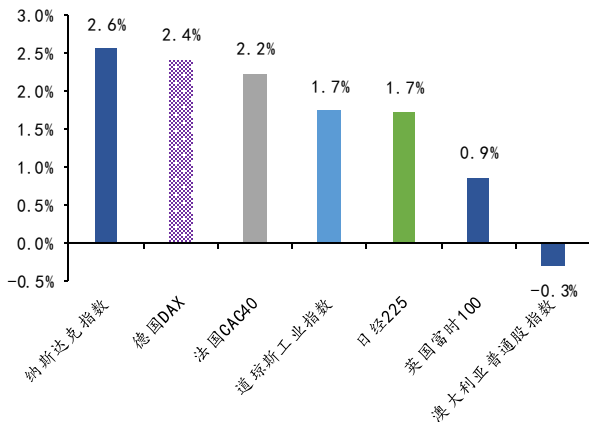
来源: Wind、国金证券研究所

大类资产高频跟踪 (2023/02/25-2023/03/03)

(一) 权益市场追踪: 全球资本市场普遍上涨

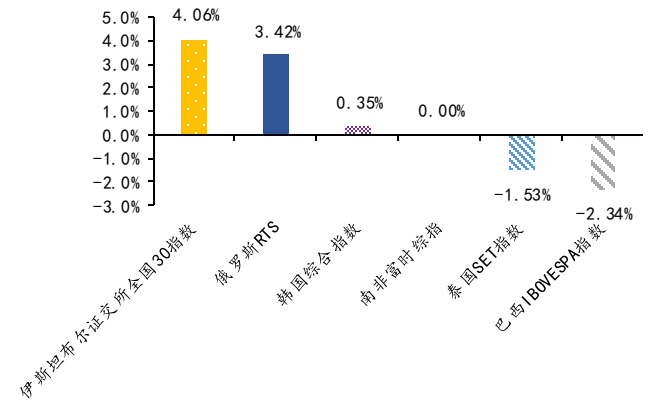
发达国家股指多数下跌,新兴市场股指涨跌分化。纳斯达克指数、德国DAX、法国CAC40、标普500、道琼斯工业指数、日经225和英国富时100分别上涨2.6%、2.4%、2.2%、1.9%、1.7%、1.7%和0.9%;仅澳大利亚普通股股指下跌0.3%。伊斯坦布尔证交所全国30指数、俄罗斯RTS指数和韩国综合指数分别上涨4.06%、3.42%和0.35%,巴西IBOVESPA指数和泰国SET指数分别下跌2.34%和1.53%,南非富时综指走势持平。

图表57: 当周, 发达国家股指普遍上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

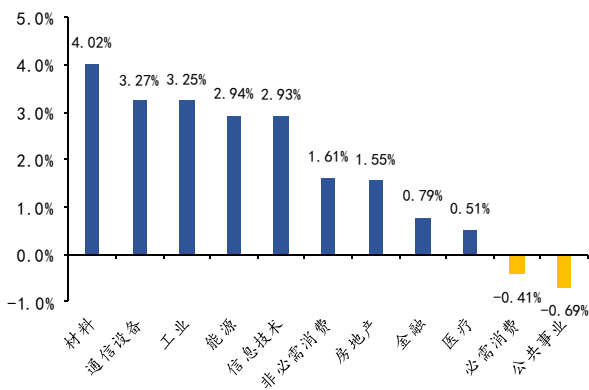
图表58: 当周, 新兴市场股指涨跌分化



来源: Wind, 国金证券研究所

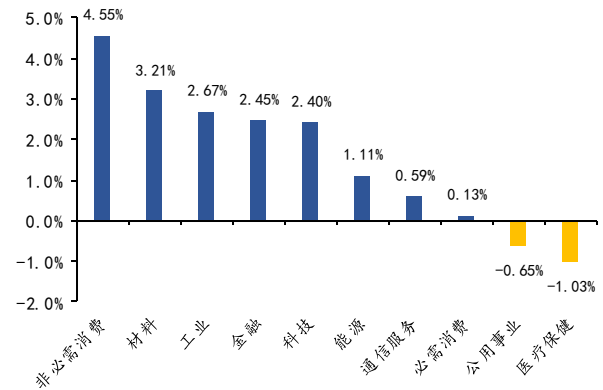
美国、欧元区各行业多数上涨。从标普500的行业涨跌幅来看, 本周美股行业普遍上涨。其中材料、通信设备、工业、能源和信息技术领涨, 分别上涨4.02%、3.27%、3.25%、2.94%和2.93%, 仅公共事业、必需消费分别下跌0.69%、0.41%。从欧元区行业来看, 本周欧元区行业多数上涨。其中非必需消费、材料、工业、金融和科技领涨, 分别上涨4.55%、3.21%、2.67%、2.45%和2.40%, 仅医疗保健、公用事业分别下跌1.03%、0.65%。

图表59: 当周, 美股行业普遍上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

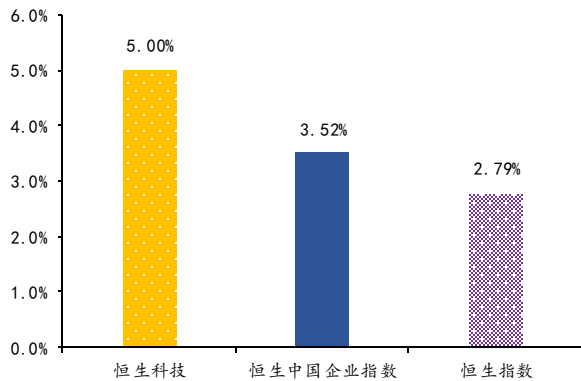
图表60: 当周, 欧元区行业多数上涨



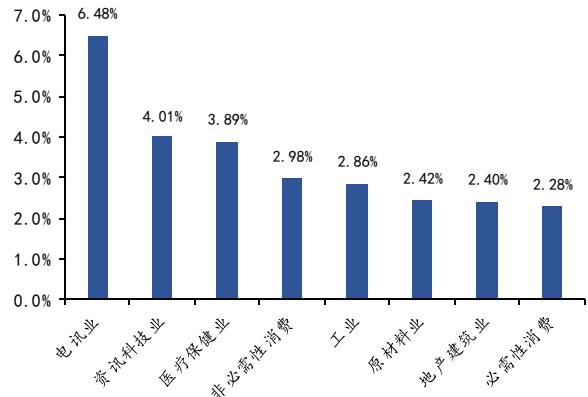
来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场全线上涨, 恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数分别上涨5.00%、3.52%和2.79%。行业方面, 恒生行业悉数上涨, 其中电讯业、资讯科技业、医疗保健业、非必需性消费和工业领涨, 分别上涨7.41%、3.70%、2.75%、1.95%和1.08%。

图表61: 当周, 恒生指数全线上涨



图表62: 当周, 恒生行业悉数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

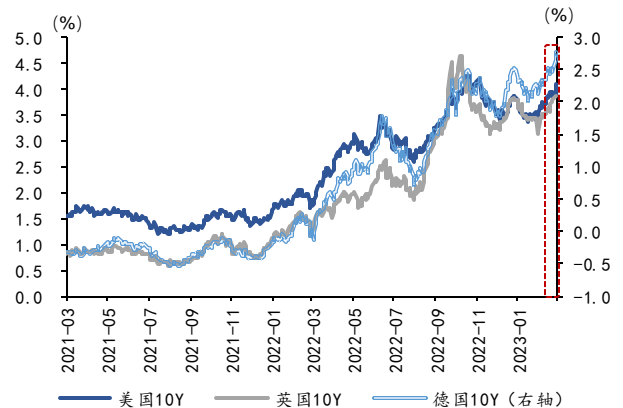
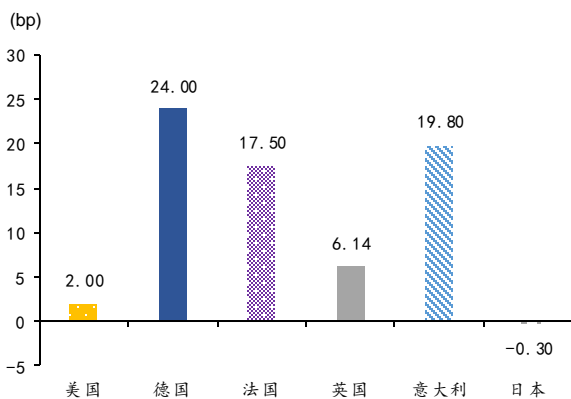
来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率普遍上行

发达国家 10 年期国债收益率普遍上行。美国 10Y 国债收益率上行 2.0bp 至 3.97%，德国 10Y 国债收益率上行 24.0bp 至 2.70%；意大利、法国和英国分别上行 19.8bp、17.5bp 和 6.1bp；仅日本 10Y 国债收益率下行 0.3bp 至 0.53%。

图表63: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率普遍上行

图表64: 当周, 美英德 10Y 收益率均上行



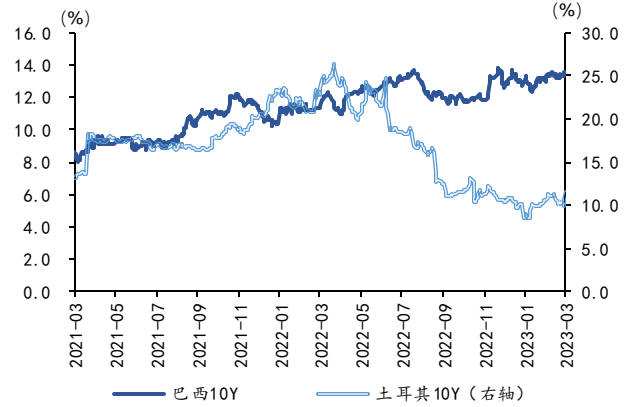
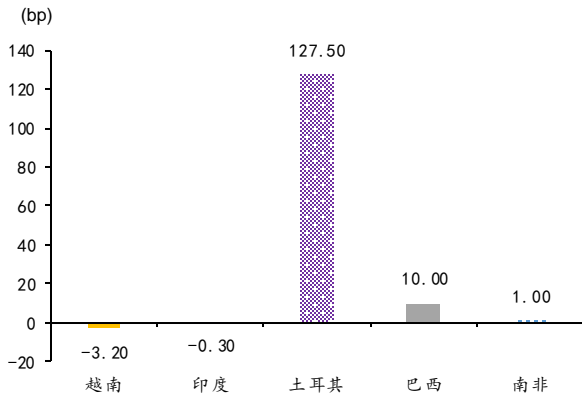
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率涨跌互现。土耳其、巴西 10Y 国债收益率分别上行 127.5bp 至 11.51%，巴西 10Y 国债收益率上行 10.0bp 至 13.54%，南非 10Y 国债收益率上行 1.0bp；越南、印度 10Y 国债收益率分别下行 3.2bp、0.3bp。

图表65: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益率涨跌互现

图表66: 当周, 巴西和土耳其 10Y 国债收益率均上行



来源: Wind, 国金证券研究所

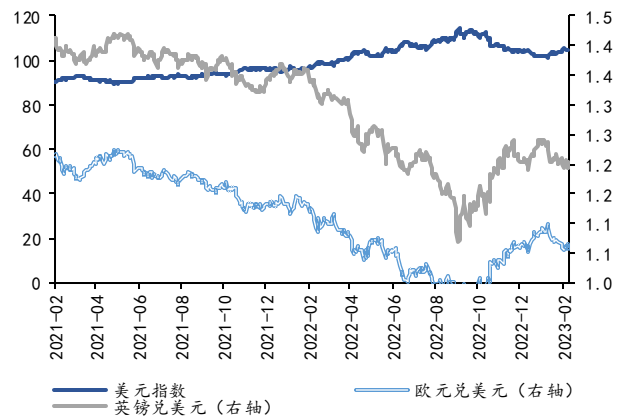
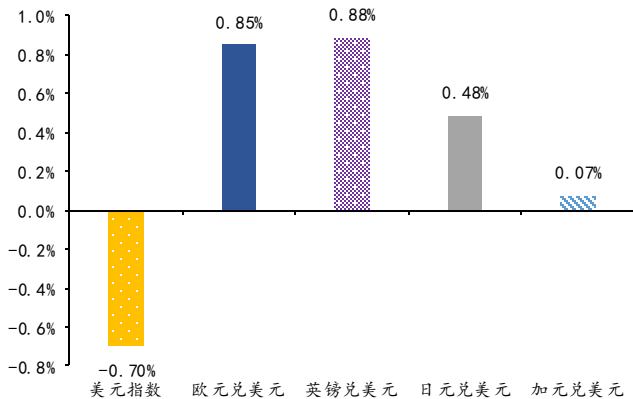
来源: Wind, 国金证券研究所

(三) 外汇市场追踪: 美元指数走弱, 人民币升值

美元指数走弱, 本周下跌 0.70%。英镑、欧元、日元和加元兑美元分别升值 0.88%、0.85%、0.48% 和 0.07%。主要新兴市场兑美元汇率多数上涨, 韩元、菲律宾比索、雷亚尔和土耳其里拉兑美元分别升值 1.47%、0.92%、0.28% 和 0.16%; 仅印尼卢比兑美元贬值 0.08%。

图表67: 当周, 美元指数上涨, 欧元兑美元升值

图表68: 当周, 欧元和英镑兑美元均升值

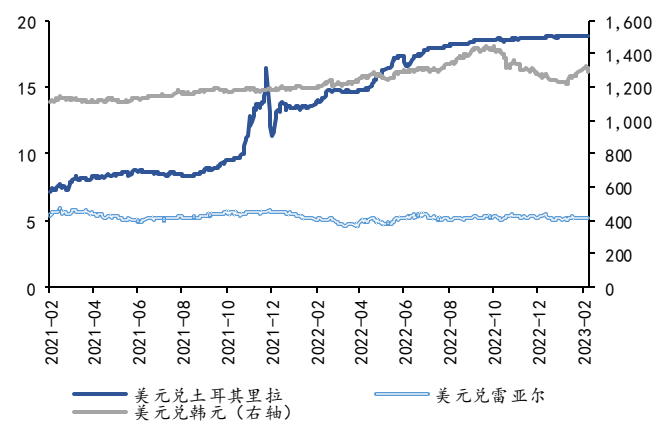
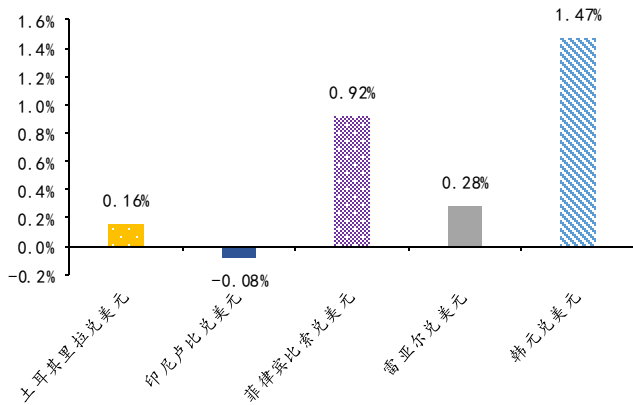


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表69: 当周, 主要新兴市场兑美元普遍升值

图表70: 雷亚尔、土耳其里拉、韩元兑美元均升值



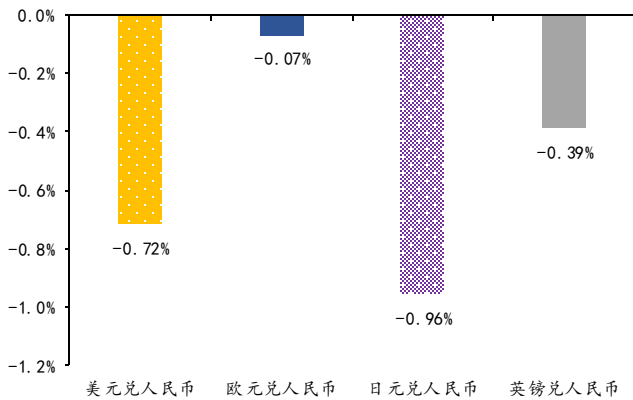
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

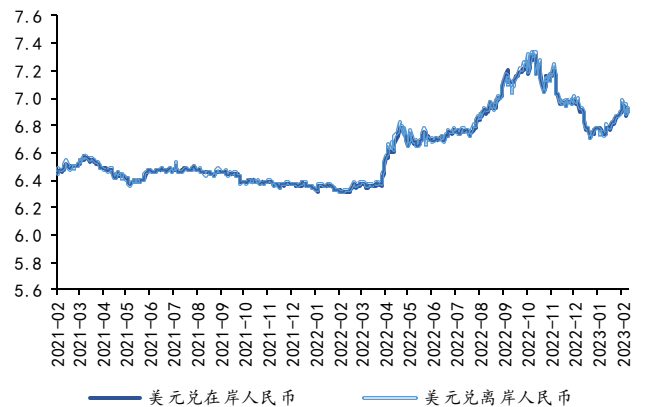
人民币汇率升值。日元、美元、英镑和欧元兑人民币分别贬值 0.96%、0.72%、0.39% 和 0.07%。

美元兑在岸人民币汇率较上周环比下行 500bp 至 6.9030，美元兑离岸人民币汇率下行 828bp 至 6.8972。

图表71: 当周, 美元和英镑兑人民币贬值



图表72: 当周, 人民币兑美元升值



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

(四) 大宗商品市场追踪: 原油、贵金属悉数上涨, 黑色金属、有色金属价格普遍上涨

原油、贵金属价格悉数上涨, 黑色系、有色金属价格普遍上涨, 农产品价格涨跌互现。其中, 涨幅最大的是WTI原油、布伦特原油和螺纹钢, 分别上涨4.40%、3.21%和3.15%; 跌幅最大的是焦煤, 受库存高企和钢厂减产的影响, 焦煤价格大跌14.26%。

图表73: 当周, 商品价格走势整体上涨

类别	品种	2023-03-03	2023-02-24	2023-02-17	2023-02-10	2023-02-03
原油	WTI原油	4.40%	-0.03%	-4.24%	8.63%	-7.89%
	布伦特原油	3.21%	0.19%	-3.92%	8.07%	-7.75%
贵金属	COMEX黄金	1.76%	-1.10%	-0.89%	-0.38%	-3.27%
	COMEX银	1.51%	-3.75%	-1.23%	-1.68%	-6.48%
有色	LME铜	1.72%	-0.94%	-0.25%	-1.52%	-3.12%
	LME铝	2.04%	-0.72%	-3.77%	-4.94%	-1.67%
	LME镍	-2.09%	-2.52%	-7.99%	-4.59%	-0.37%
	LME锌	2.58%	-0.37%	-3.04%	-6.96%	-4.58%
黑色	动力煤	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	焦煤	-14.26%	25.07%	-9.81%	0.00%	7.74%
	沥青	1.41%	-0.44%	-0.52%	0.31%	0.92%
	铁矿石	2.63%	1.25%	2.68%	0.79%	0.17%
农产品	螺纹钢	3.15%	1.92%	5.19%	0.28%	-3.27%
	生猪	-6.24%	-0.98%	6.26%	2.24%	-7.77%
	棉花	3.12%	0.56%	-1.80%	-3.96%	0.94%
	豆粕	-6.40%	0.26%	-0.85%	-0.77%	0.85%
	豆油	1.29%	0.30%	4.03%	0.77%	-2.89%

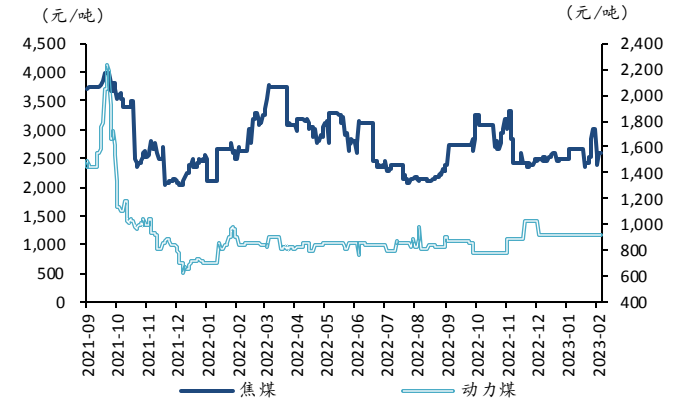
来源: Wind, 国金证券研究所

原油价格大涨, 黑色系普遍上涨。受俄罗斯减产和需求预期上调的影响, WTI原油价格大涨4.40%至79.68美元/桶, 布伦特原油价格大涨3.21%至85.83美元/桶。动力煤价格持平在921元/吨, 焦煤价格大幅下跌14.26%至2579元/吨。螺纹钢、铁矿石和沥青价格分别上涨3.15%、2.63%和1.41%至4390元/吨、955元/吨和3889元/吨。

图表74: WTI 原油、布伦特原油价格大幅上涨



图表75: 当周，动力煤价格持平，焦煤价格大幅下跌

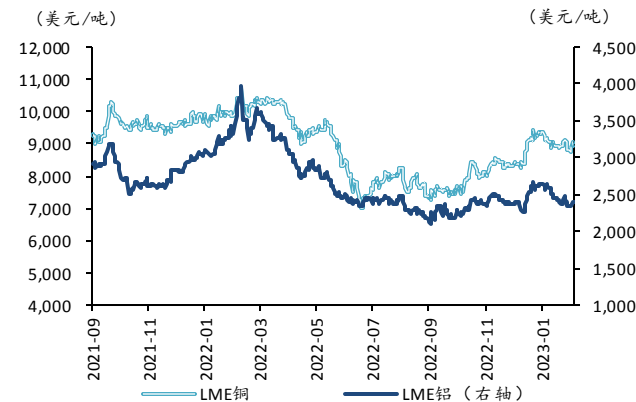


来源: Wind, 国金证券研究所

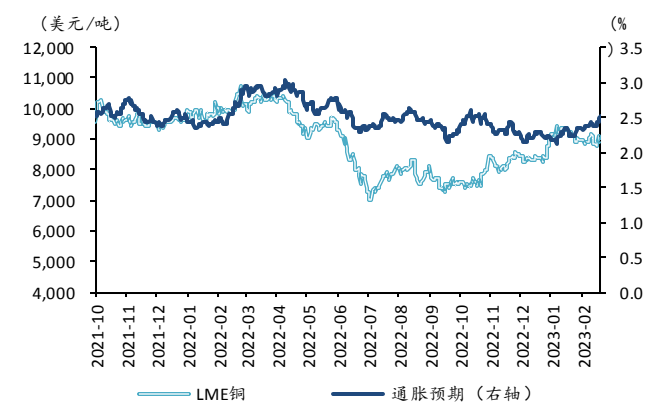
来源: Wind, 国金证券研究所

铜铝价格均上涨，贵金属价格均上涨。LME 铜、LME 铝分别上涨 1.72%、2.04%至 8978 美元/吨、2403 美元/吨；通胀预期从前值的 2.38%上升至 2.52%。COMEX 黄金上涨 1.76%至 1854.00 美元/盎司，COMEX 银上涨 1.51%至 21.22 美元/盎司；10Y 美债实际收益率从前值的 1.57%下行至 1.45%。

图表76: 当周，铜铝价格均上涨



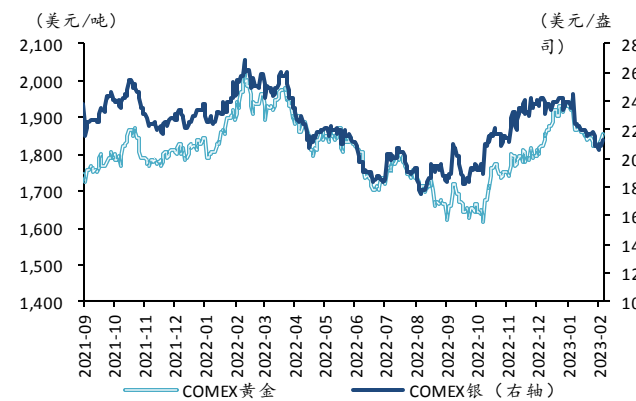
图表77: 当周，通胀预期继续上升



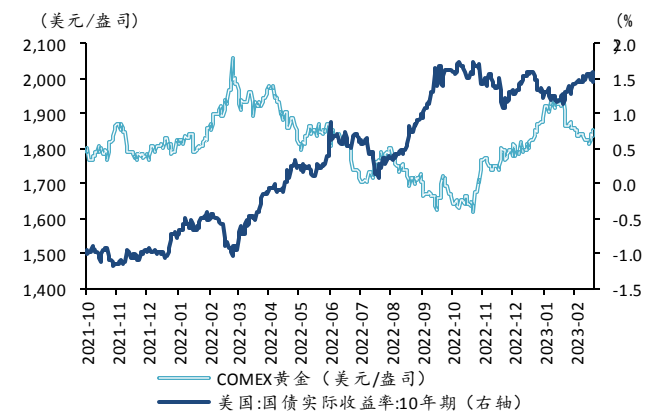
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表78: 当周，黄金和白银价格均上涨



图表79: 当周，10Y 美债实际收益率下行



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

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

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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