

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

美国地产风险有多大? 在哪里?

硅谷银行 (SVB) 破产“一石激起千层浪”，谁是“下一张骨牌”？黑石集团 CMBS 违约再次将市场的注意力转向房地产市场。美国商业地产供大于求，中小银行商业地产贷款的风险敞口更大，其中是否隐含了系统性风险？

热点思考：美国地产风险有多大？在哪里？

地产周期领先于经济周期，地产下行往往伴随着经济衰退。20世纪50年代末以来，美联储的12次加息周期都对应着地产景气的回落，其中8次经济都出现了“硬着陆”。2022年3月加息以来，美国地产销售、建设、房价等均显著下滑，短期内或仍有下行压力。但与2008年不同的是，本次脆弱环节主要集中在商业地产领域，而非住宅地产。

住宅地产供需紧平衡，居民债务违约风险较低。需求端，随着抵押贷款利率和房价-收入比的上升，居民住房负担能力已下降。供给端，2008年金融危机以来，住宅地产投资开支长期不足，导致住宅库存下降，空置率低，市场呈现供需紧平衡的格局。债务视角看，美国居民长期去杠杆，宏观杠杆率及家庭负债率均好于金融危机之前。

商业地产供给相对过剩，关注企业按揭贷款风险对中小银行的传导。美国商业地产以办公、商场、酒店等为主，企业是商业地产的主要需求方。需求端，美国企业现金流、收入预期持续下降，杠杆率偏高，现场办公需求远未恢复，持续压制商业地产的新增需求。供给端，疫情以来美国商业地产供给增速偏高，空置率上升。从债务视角来看，小型银行对商业地产的风险敞口更大，现金储备也明显回落。需关注商业地产违约风险对中小银行的冲击。

海外基本面&重要事件：美国金融压力上升，信用利差扩大

美国金融压力上升，信用利差明显扩大。芝加哥联储金融条件指数3月10日当周-0.4，前值-0.4，OFR金融压力指数3月16日升至0.9，受美国银行业流动性危机影响，压力明显增加，本周美国企业信用债利差、TED利差扩大。

美国通胀回落，与预期基本一致。美国2月CPI同比6.0%，预期6.0%，前值6.3%，连续第8个月回落，创2021年10月以来新低，核心CPI环比反弹至0.5%，略高于预期0.4%，通胀粘性主要集中在服务中的住房项。

全球高频数据显示美国商品消费回落，全球外出就餐明显改善。美国生产活动回落，BDI指数大幅上升，全球航班流量回升，美国新屋开工回升，抵押贷款市场回落，美国商业原油库存增加，天然气库存偏高。

全球大类资产跟踪：海外风险资产多数下跌，避险资产上涨

全球主要股票指数多数下跌，欧洲股指领跌，港股领涨。英国富时100、德国DEX、法国CAC40领跌，分别下跌5.3%、4.3%和4.1%；仅纳斯达克指数、标普500分别上涨4.4%、1.4%。

发达国家10年期国债收益率普遍下行。10Y美债收益率下行31.00bp至3.39%，德债下行31.00bp至2.24%，法国、意大利、英国和日本10年期国债收益率分别下行33.70bp、27.50bp、25.18bp和10.30bp。。

美元指数走弱，英镑和欧元兑美元升值，人民币汇率升值。日元、英镑、加元和欧元兑美元分别升值2.38%、1.28%、0.70%和0.24%；仅挪威克朗兑美元贬值0.69%。在岸、离岸人民币兑美元分别升值0.28%、0.71%至6.8867、6.8898。

大宗商品价格多数下跌，原油、有色、黑色和农产品价格普遍下跌，贵金属价格上涨。受恐慌情绪和需求预期下调影响，WTI原油、布伦特原油价格分别大跌12.96%、11.85%。由于加速复产而中下游采购放缓，焦煤价格大跌32.94%

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：美国房地产链条风险有多大？ | 6 |
| (一) 美国房地产总体风险：短期内下行趋势或延续，系统性风险还需观察 | 6 |
| (二) 住宅地产：供需紧平衡，利率上行削弱购买力，但债务风险较低 | 8 |
| (三) 商业地产：存在供给过剩的隐忧，关注中小银行商业抵押贷款风险 | 10 |
| 二、海外基本面&重要事件 | 12 |
| (一) 流动性：金融压力上升，利差明显扩大 | 12 |
| (二) 通胀：美国 2 月 CPI 同比 6.0%，持平预期 | 13 |
| (三) 景气与领先：美国费城联储制造业指数延续收缩 | 19 |
| (四) 生产与就业：生产活动回落，初请失业微降 | 20 |
| (五) 消费：美国商品消费回落、欧美外出就餐改善 | 21 |
| (六) 地产：美国新屋开工回升，抵押贷款市场回落 | 22 |
| (七) 库存：商业原油库存增加，天然气库存偏高 | 23 |
| (八) 供应链：BDI 指数大幅上升，全球航班流量回升 | 24 |
| 大类资产高频跟踪（2023/02/25-2023/03/03） | 25 |
| (一) 权益市场追踪：全球资本市场普遍下跌 | 25 |
| (二) 债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率全线下行 | 26 |
| (三) 外汇市场追踪：美元指数走弱，人民币升值 | 27 |
| (四) 大宗商品市场追踪：原油、有色、黑色和农产品价格普遍下跌，贵金属价格均上涨 | 28 |
| 风险提示 | 30 |

图表目录

| | |
|-----------------------|---|
| 图表 1：地产周期领先经济周期 | 6 |
| 图表 2：地产周期领先美国债务周期 | 6 |
| 图表 3：地产回落容易引发失业率上升 | 6 |
| 图表 4：地产大幅下行容易引发债务风险 | 6 |
| 图表 5：地产建造增速下跌幅度较大 | 7 |
| 图表 6：美国成屋销售增速大幅下滑 | 7 |
| 图表 7：地产价格增速大幅下降 | 7 |
| 图表 8：房地产投资金额回落 | 7 |
| 图表 9：美国银行资产中的抵押贷款占比降低 | 7 |
| 图表 10：次级 MBS 占比已经降低 | 7 |
| 图表 11：疫情以来美国居民破产数量较低 | 8 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 12: 疫情以来贷款申请人信用评级较高 | 8 |
| 图表 13: 美国房价收入比上升至 8 倍左右 | 8 |
| 图表 14: 房贷利率大幅提高提高购房成本 | 8 |
| 图表 15: 居民储蓄存量下降, 可使用资金减少 | 8 |
| 图表 16: 居民储蓄流量下降, 超额储蓄回落 | 8 |
| 图表 17: 美国家庭负债率较低 | 9 |
| 图表 18: 与全球相比, 美国居民杠杆率长期回落 | 9 |
| 图表 19: 丧失住房赎回案例数较低 | 9 |
| 图表 20: 居民住房贷款拖欠情况较低 | 9 |
| 图表 21: 金融危机后, 美国地产建设始终不足 | 10 |
| 图表 22: 美国地产投资资本开支不足 | 10 |
| 图表 23: 美国房地产库存较低 | 10 |
| 图表 24: 美国住房空置率较低 | 10 |
| 图表 25: 美国商业地产建造支出占比 | 10 |
| 图表 26: 美国商业地产建设比重 | 10 |
| 图表 27: 企业杠杆率近十年来不断攀升 | 11 |
| 图表 28: 企业未来收入预期降低 | 11 |
| 图表 29: 美国工作场合的人流恢复较差 | 11 |
| 图表 30: 中小企业乐观指数下行 | 11 |
| 图表 31: 商业地产建造增速上升 | 11 |
| 图表 32: 专业服务、金融、餐饮等增加值增速偏慢 | 11 |
| 图表 33: 美国写字楼空置率明显提高 | 12 |
| 图表 34: 23 年 1 月美国主要城市商业写字楼空置率 | 12 |
| 图表 35: 银行准备金已大幅降低, 小型银行幅度更大 | 12 |
| 图表 36: 小型银行的商业贷款占比更高 | 12 |
| 图表 37: 芝加哥联储金融条件宽松 | 13 |
| 图表 38: OFR 金融压力指数快速上升 | 13 |
| 图表 39: 美国企业债信用利差扩大 | 13 |
| 图表 40: 美国 TED 利差扩大 | 13 |
| 图表 41: 全球主要国家政策利率上限, 美国 4.75%, 欧元区 3% | 13 |
| 图表 42: 美国 2 月 CPI 分项同比、环比增速 | 14 |
| 图表 43: 美国 2 月 CPI 同比及其结构 | 14 |
| 图表 44: 美国 2 月商品 CPI 同比及其结构 | 15 |
| 图表 45: 美国 2 月服务 CPI 同比及其结构 | 15 |
| 图表 46: 美国 2 月 CPI 公布后美元及美债市场反应 | 16 |

| | |
|--|----|
| 图表 47: 美国 2 月 CPI 公布后美股及黄金市场反应..... | 16 |
| 图表 48: 美国 2 月 CPI 公布后加息预期变化..... | 17 |
| 图表 49: 2 月 CPI 同比高增长科目数量仍居高位, 但环比明显改善..... | 17 |
| 图表 50: 全球主要国家 CPI 热力图, 西班牙 2 月 CPI 同比 6%, 希腊 6.5%..... | 18 |
| 图表 51: 本周原油价格下降..... | 18 |
| 图表 52: 上周美国汽油价格回升至 3.35 美元/加仑..... | 18 |
| 图表 53: 本周天然气价格下降..... | 18 |
| 图表 54: 本周 10 年盈亏平衡通胀回落..... | 18 |
| 图表 55: 克利夫兰联储预测 3 月美国 CPI 回落至 5.2%..... | 19 |
| 图表 56: 克利夫兰预测 3 月核心 CPI 持平 5.7%..... | 19 |
| 图表 57: 费城联储制造业指数 3 月-23, 前值-24..... | 19 |
| 图表 58: 费城联储每周工作时间回落, 新订单回落..... | 19 |
| 图表 59: 美国经济好于预期, 欧洲和日本边际走弱..... | 19 |
| 图表 60: 本周中国经济与新兴经济体好于预期..... | 19 |
| 图表 61: 全球主要国家制造业 PMI..... | 20 |
| 图表 62: 上周纽约联储 WEI 指数 1.0%, 前值 0.7%..... | 20 |
| 图表 63: 欧元区周度 GDP 跟踪 3.3%, 前值 2.7%..... | 20 |
| 图表 64: 上周美国粗钢产量 168 万短吨, 前值 166 万..... | 21 |
| 图表 65: 上周美国粗钢产能利用率 75%, 前值 74.4%..... | 21 |
| 图表 66: 美国 3 月日当周初请失业人数降至 19 万..... | 21 |
| 图表 67: 持有失业保险人群的失业率 1.2%..... | 21 |
| 图表 68: 美国红皮书零售增速 2.6%, 前值 3%..... | 21 |
| 图表 69: 美国红皮书零售增速 3 月弱于季节性..... | 21 |
| 图表 70: 全球 Open Table 用餐人数加速回升..... | 22 |
| 图表 71: 主要城市外出就餐修复加速..... | 22 |
| 图表 72: 美国 2 月消费及分项增速普遍回落..... | 22 |
| 图表 73: 2 月美国新屋开工、营建许可回升..... | 22 |
| 图表 74: 2 月美国新屋开工同比 10%, 前值-2%..... | 22 |
| 图表 75: 美国 MBA 抵押贷款购买指数上周回升..... | 23 |
| 图表 76: 上周 REALTOR 房屋挂牌价增速 0.06%..... | 23 |
| 图表 77: 本周美 30 年贷款利率 6.6%, 十债 3.4%..... | 23 |
| 图表 78: 美国抵押贷款综合指数上周回升至 215..... | 23 |
| 图表 79: 上周美国原油库存增加 155 万桶..... | 23 |
| 图表 80: 上周美国战略原油储备不变..... | 23 |
| 图表 81: 原油库存高于去年同期, 低于 2021 年同期..... | 24 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 82: 美国天然气库存处于同期较高位置..... | 24 |
| 图表 83: 本周 BDI 指数大幅抬升至 1535 点..... | 24 |
| 图表 84: 本周 CCFI 海运价格延续回落..... | 24 |
| 图表 85: 本周英法德航班流量回升..... | 24 |
| 图表 86: 本周, 美国主要城市机场乘客流量回升..... | 24 |
| 图表 87: 纽约地铁载客量延续上升..... | 25 |
| 图表 88: 美国 TSA 安检人数上升, 但低于 2019 年..... | 25 |
| 图表 89: 当周, 发达国家股指普遍下跌..... | 25 |
| 图表 90: 当周, 新兴市场股指多数下跌..... | 25 |
| 图表 91: 当周, 美股行业涨跌分化..... | 26 |
| 图表 92: 当周, 欧元区行业多数下跌..... | 26 |
| 图表 93: 当周, 恒生指数全线上涨..... | 26 |
| 图表 94: 当周, 恒生行业多数上涨..... | 26 |
| 图表 95: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率全线下行..... | 26 |
| 图表 96: 当周, 美英德 10Y 收益率均下行..... | 26 |
| 图表 97: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益率涨跌互现..... | 27 |
| 图表 98: 当周, 巴西和土耳其 10Y 国债收益率均上行..... | 27 |
| 图表 99: 当周, 美元指数下跌, 欧元兑美元升值..... | 27 |
| 图表 100: 当周, 欧元、英镑兑美元均升值..... | 27 |
| 图表 101: 当周, 主要新兴市场兑美元涨跌分化..... | 28 |
| 图表 102: 雷亚尔、土耳其里拉兑美元均贬值, 韩元升值..... | 28 |
| 图表 103: 当周, 美元和英镑兑人民币贬值..... | 28 |
| 图表 104: 当周, 人民币兑美元升值..... | 28 |
| 图表 105: 当周, 商品价格走势多数下跌..... | 29 |
| 图表 106: WTI 原油、布伦特原油价格大幅下跌..... | 29 |
| 图表 107: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格大跌..... | 29 |
| 图表 108: 当周, 铜铝价格均下跌..... | 30 |
| 图表 109: 当周, 通胀预期降温..... | 30 |
| 图表 110: 当周, 黄金、白银价格均上涨..... | 30 |
| 图表 111: 当周, 10Y 美债实际收益率下行..... | 30 |

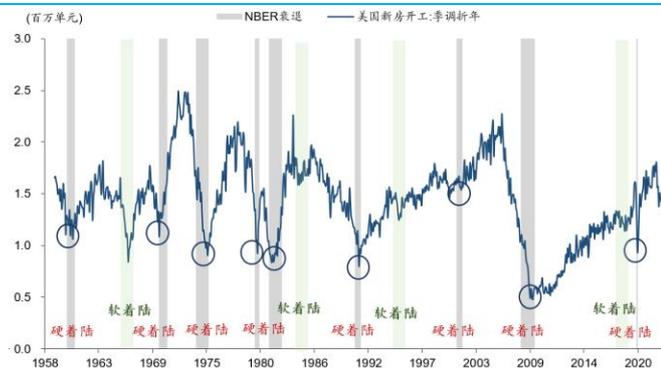
美国硅谷银行 (SVB) 破产“一石激起千层浪”，谁是“下一张骨牌”？黑石集团商业地产抵押贷款支持证券 (CMBS) 违约事件发生后，市场的注意力再次转向房地产市场。结构上，美国商业地产的供给相对过剩，中小银行在商业地产贷款上的风险敞口更大。其中是否隐含了系统性风险？

一、热点思考：美国房地产链条风险有多大？

(一) 美国房地产总体风险：短期内下行趋势或延续，系统性风险还需观察

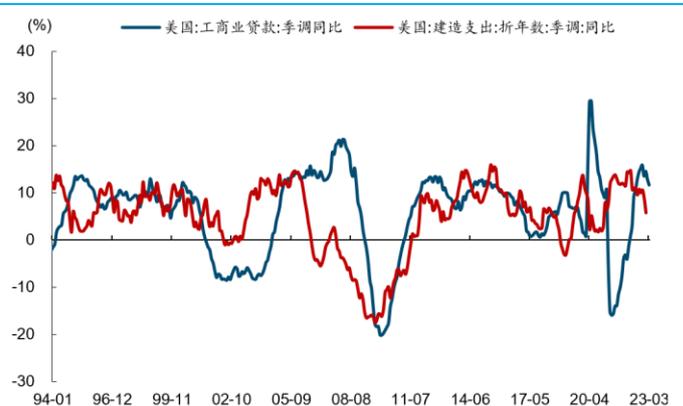
地产周期领先于经济周期，地产的下行往往伴随着经济衰退。20 世纪 50 年代末以来的 12 次美联储加息周期都对应着地产下行周期，其中有 8 次经济都出现了“硬着陆”。传导机制方面，地产下滑可能引发就业下滑，失业率上升。地产的回落导致财富效应减少，引起消费支出的减少。地产周期领先美国债务周期，地产的下滑容易引发债务违约风险。本轮周期中，美国房地产链条的风险集中在抵押贷款债务人、银行体系等，地产景气下滑或拖累经济增速，提高贷款违约率。

图表 1：地产周期领先经济周期



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：地产周期领先美国债务周期



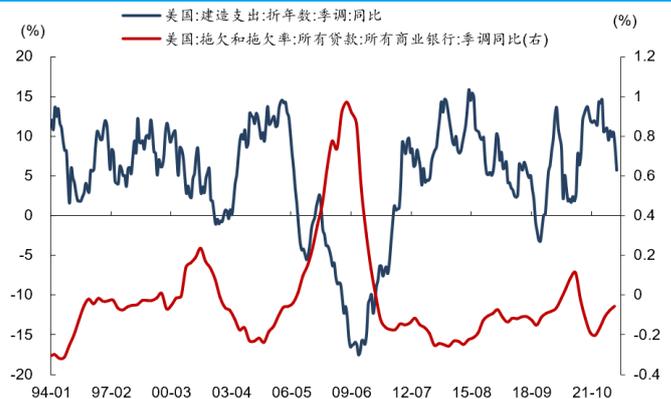
来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：地产回落容易引发失业率上升



来源：Wind、国金证券研究所

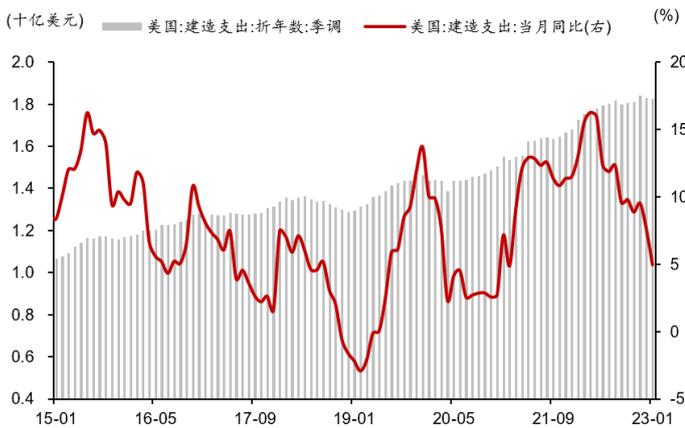
图表 4：地产大幅下行容易引发债务风险



来源：Wind、国金证券研究所

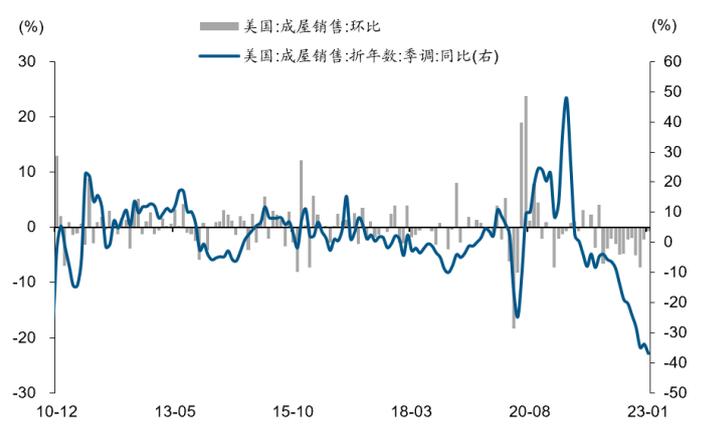
自 2022 年 3 月美联储加息以来，美国地产景气度大幅下滑，短期内或仍维持下行态势。美国房地产业正处于 2008 年金融危机以来的最深跌幅中。地产的建造、销售、房价等环节均大幅下跌。截止到 2023 年 1 月，地产建造支出增速由 21 年的 15% 以上回落至 5% 左右；成屋销售增速已降至 -30%，美国前 20 城房价增速已由 20% 以上降至 4%。房地产投资金额自 21 年以来大幅度下滑。短期内美国地产见底修复的难度较大。

图表5: 地产建造增速下跌幅度较大



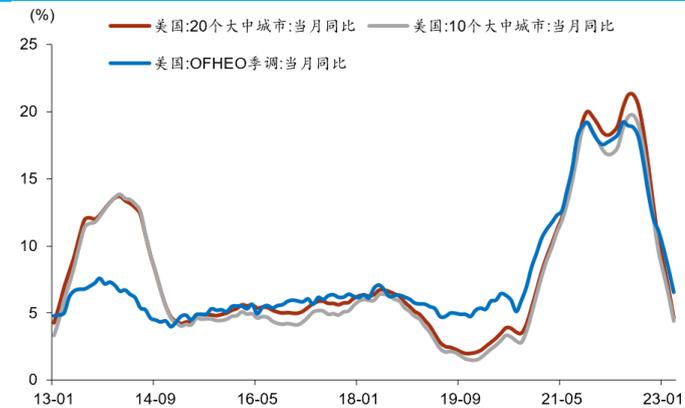
来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 美国成屋销售增速大幅下滑



来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 地产价格增速大幅下降



来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 房地产投资金额回落



来源: Wind、国金证券研究所

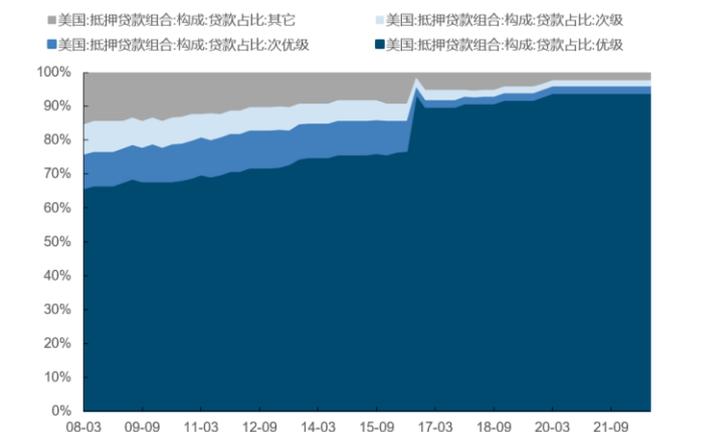
从系统性风险视角看, 经过 2008 年之后 10 余年的调整, 当前美国房地产出现债务风险的可能性较低。从银行资产质量视角看, 银行持有的抵押贷款资产占比持续下降——从 2008 年之前的 20% 降低至 10%。金融危机之后, MBS 市场抵押品质量明显抬升, 即优级 MBS 明显上升, 抵押品质量风险降低。从贷款申请人视角看, 疫情以来新增贷款主要集中在信用评级较高的人群, 美国居民破产数量仍然较低。居民房地产贷款拖欠率也处于约 3% 以下的历史较低位置。

图表9: 美国银行资产中的抵押贷款占比降低



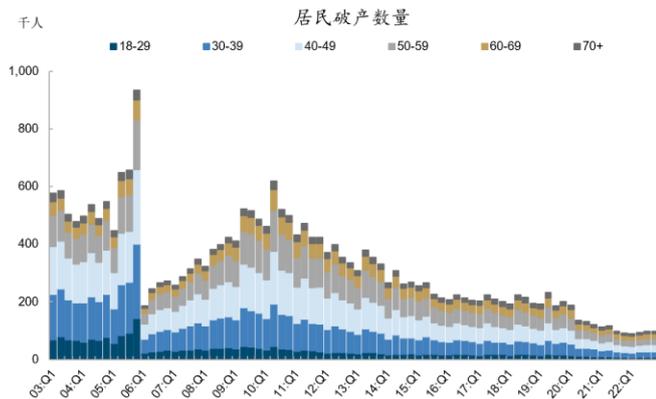
来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 次级 MBS 占比已经降低



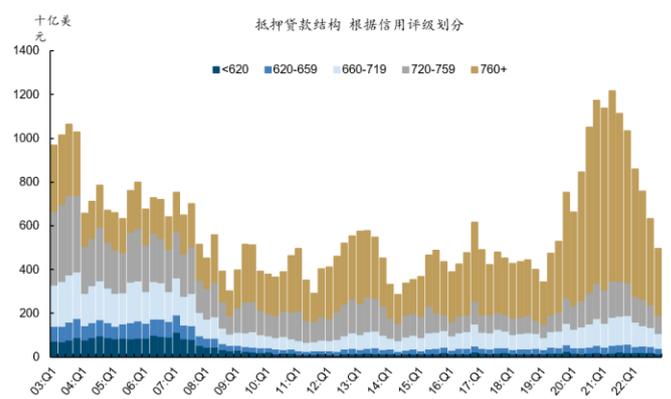
来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 疫情以来美国居民破产数量较低



来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 疫情以来贷款申请人信用评级较高

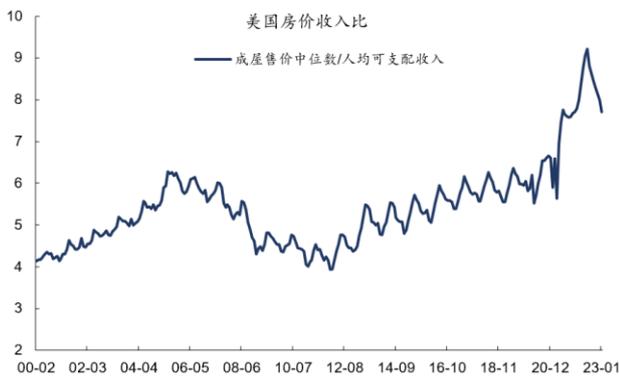


来源: Wind、国金证券研究所

(二) 住宅地产: 供需紧平衡, 利率上行削弱购买力, 但债务风险较低

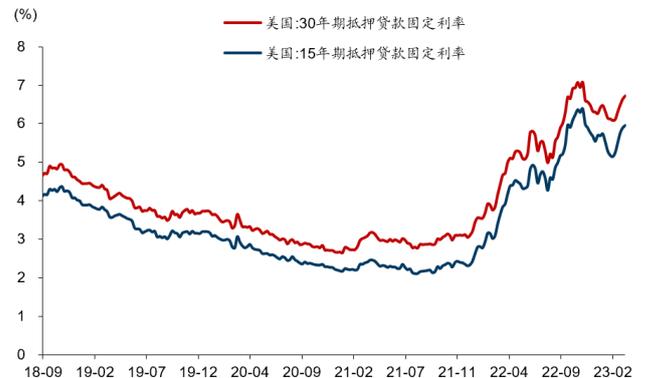
住宅地产需求方面, 由于房价增速远超过收入增速, 美国居民负担能力(房价-收入比)下降。居民收入端, 随着财政转移支付降低, 收入增速放缓, 房价增速高于收入增速, 房价收入比由疫情前 5 到 6 倍上升至 8 倍左右, 居民房屋负担能力下降。支出方面, 购房贷款成本上升, 疫情前房贷利率为 3%-4% 左右, 联储加息以来, 30 年期房贷利率最高时达到 7%; 储蓄方面, 美国居民个人储蓄总量已明显回落, 每月新增储蓄流量降低, 超额储蓄持续消耗, 可用于购房资金减少。财富效应上, 2022 年美国标普 500 下跌 16%, 纳指下跌 32%, 居民财富效应缩水幅度较大。

图表 13: 美国房价收入比上升至 8 倍左右



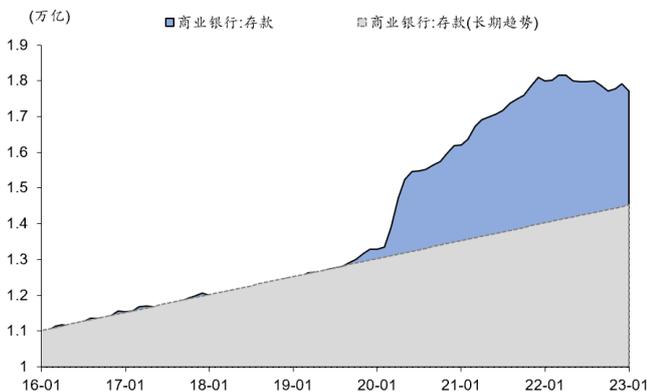
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 房贷利率大幅提高提高购房成本



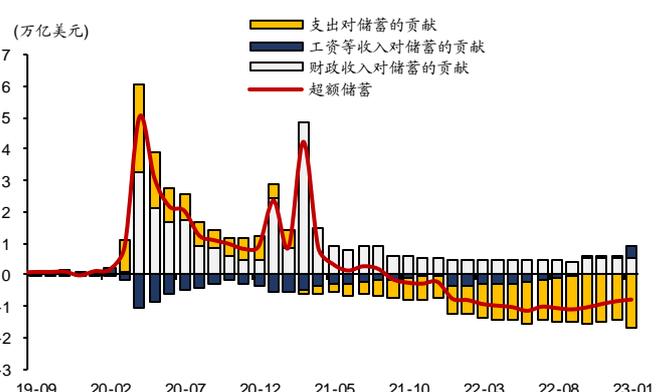
来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 居民储蓄存量下降, 可使用资金减少



来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 居民储蓄流量下降, 超额储蓄回落



来源: Wind、国金证券研究所

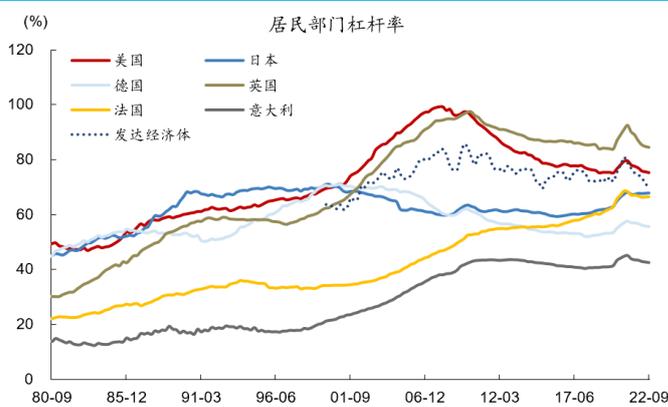
债务视角来看，2008 年全球金融危机后，美国居民部门长期去杠杆，杠杆率与本世纪初持平，发生违约风险的概率偏低。居民杠杆率由 2007 年的 98% 降至 2022 年的 75%，与全球其他发达国家相比，美国杠杆率回落幅度较大，债务情况更健康。疫情期间，大幅度的财政转移降低了家庭负债压力，家庭负债比率由 10% 左右快速降低。配合美国政府出台的贷款延后偿还措施，居民贷款的违约和拖欠情况均较低，2023 年 1 月，丧失住房赎回案例数 3 万件，贷款拖欠率 1.8%，均处于历史低位。

图表 17: 美国家庭负债率较低



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 与全球相比, 美国居民杠杆率长期回落



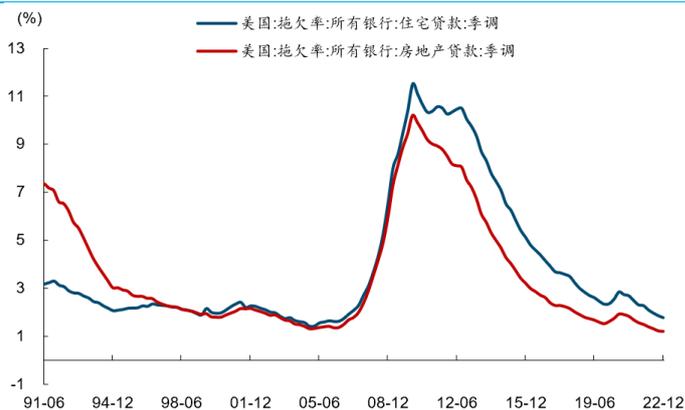
来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 丧失住房赎回案例数较低



来源: Wind、国金证券研究所

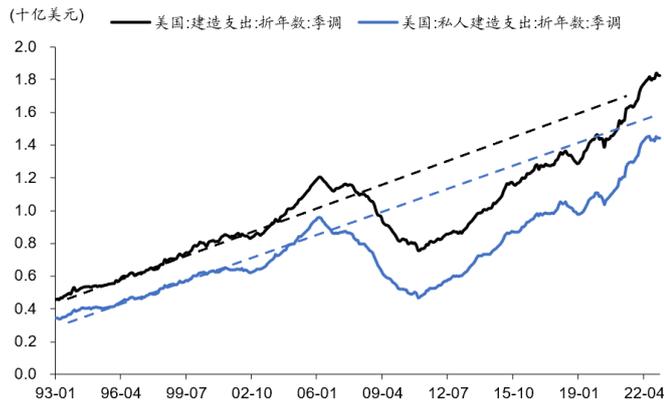
图表 20: 居民住房贷款拖欠情况较低



来源: Wind、国金证券研究所

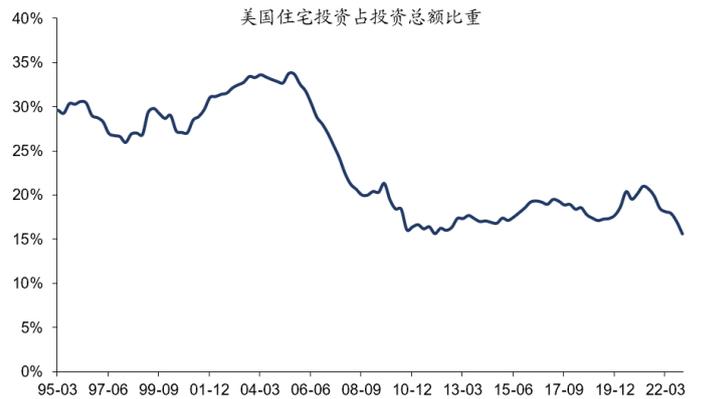
供给端地产资本开支长期不足，空置率低，住宅市场呈现供需紧平衡。金融危机后，美国房地产供给侧资本开支不足问题始终未能改善，地产建造支出在金融危机后下降一个台阶，目前仍未回到长期趋势上，房地产投资占 GDP 比重同样走低，地产资本开支存在不足。库存上，美国住宅地产的库存下降，空置率低，美国住房市场中，成屋占主要地位，疫情后，需求量上升，但供给端受限，至 2023 年 1 月，成屋库存降低至 98 万套，可供销售 2.9 个月，房屋空置率持续降低至 0.8%，出租空置率降至 5.8%。与金融危机前相比，美国地产供给的泡沫较低，呈现供需紧平衡格局。

图表21: 金融危机后, 美国地产建设始终不足



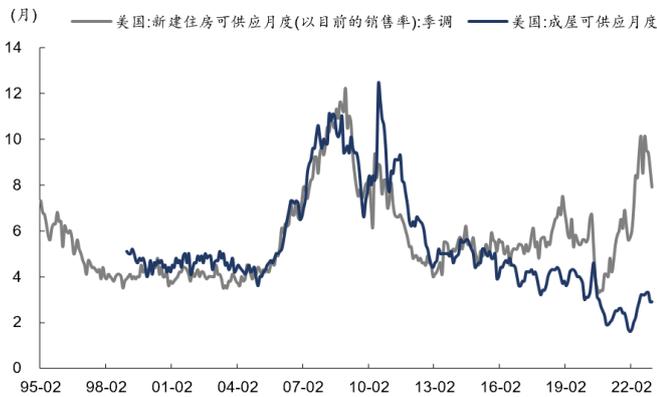
来源: Wind、国金证券研究所

图表22: 美国地产投资资本开支不足



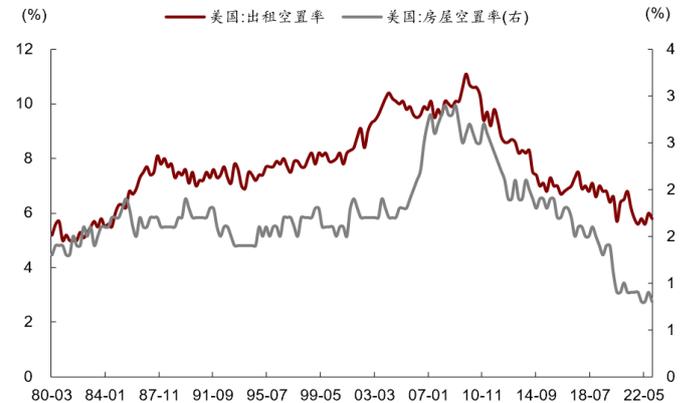
来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 美国房地产库存较低



来源: Wind、国金证券研究所

图表24: 美国住房空置率较低

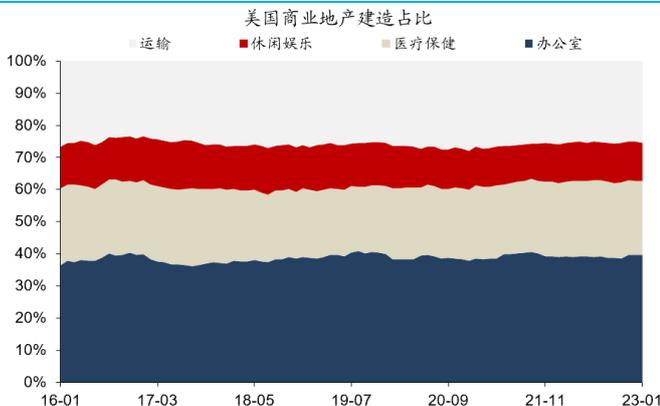


来源: Wind、国金证券研究所

(三) 商业地产: 存在供给过剩的隐忧, 关注中小银行商业抵押贷款风险

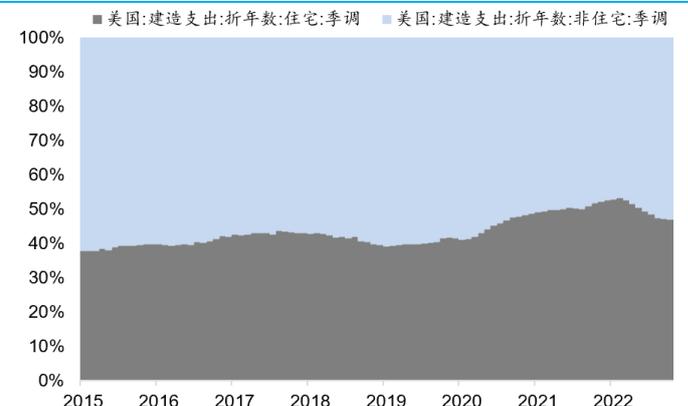
美国商业地产的供给以办公、商场、酒店等为主, 企业是商业地产的主要需求方。美国商业地产包括零售地产、办公地产、酒店地产、仓储地产等类型。商业地产的需求方主要是各类企业, 包括零售业、金融业、专业服务业等。美国商业地产与住宅地产建造额占比约为 6:4, 商业地产内部, 办公楼比重较大, 占比在 30%以上, 医疗、运输、休闲地产占比分别为 20%, 25%及 10%左右。

图表25: 美国商业地产建造支出占比



来源: Wind、国金证券研究所

图表26: 美国商业地产建设比重

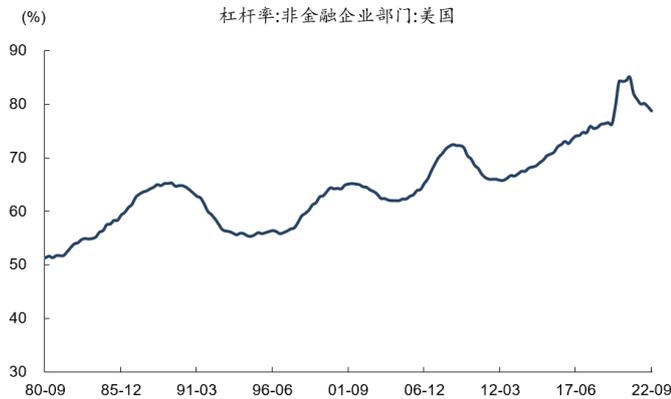


来源: Wind、国金证券研究所

需求端, 美国企业杠杆率偏高, 预期收入增速下降, 现场办公需求远未恢复, 持续压制商业地产的需求。企业部门杠杆率近十年持续上升, 金融危机前, 美国企业部门杠杆率为 63%, 目前已升至 79%。此外, 新增就业计划下降, 企业未来盈利及收入预期回落也将可

能使商业地产的需求减弱。疫情以来,谷歌移动数据显示美国现场办公人流恢复持续偏弱,办公地产受到疫情和远程办公的影响,需求侧修复较慢。

图表27: 企业杠杆率近十年来不断攀升



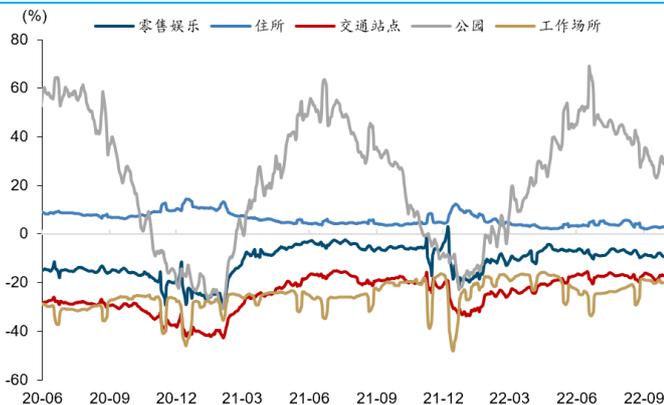
来源: Wind、国金证券研究所

图表28: 企业未来收入预期降低



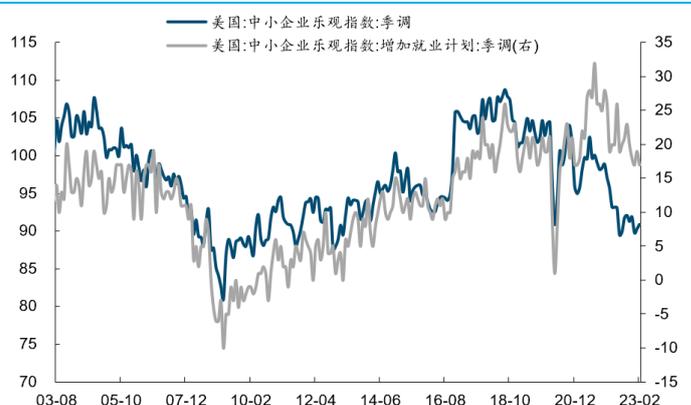
来源: Wind、国金证券研究所

图表29: 美国工作场合的人流恢复较差



来源: Wind、国金证券研究所

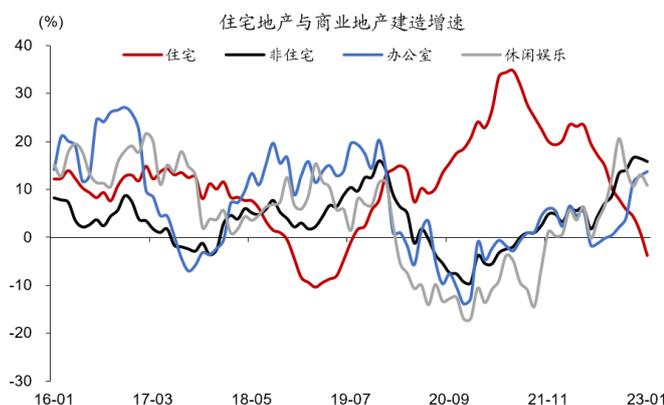
图表30: 中小企业乐观指数下行



来源: Wind、国金证券研究所

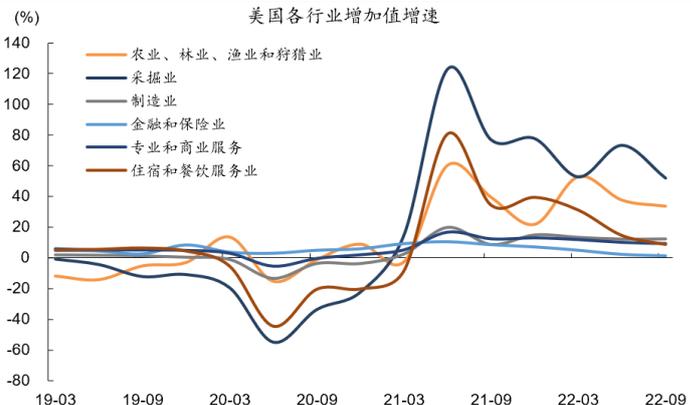
供给端,商业地产供给存在过剩忧患,大城市空置率上升。与需求的修复缓慢相反,商业地产建设于供给增速存在过高的风险,至2023年1月,商业地产中的办公室、休闲娱乐及非住宅整体建造增速仍处于上涨趋势中;商业地产空置率已明显上升,商业地产空置率一般维持在5%-10%,截至2022年3季度,全美写字楼空置率已升至15.4%,其中,科技行业快速增长的城市,空置率更高,例如加州湾区及旧金山,空置率达到18%。东部、南部的大城市空置率也更高,芝加哥空置率19.4%,休斯顿写字楼空置率达到26%。

图表31: 商业地产建造增速上升



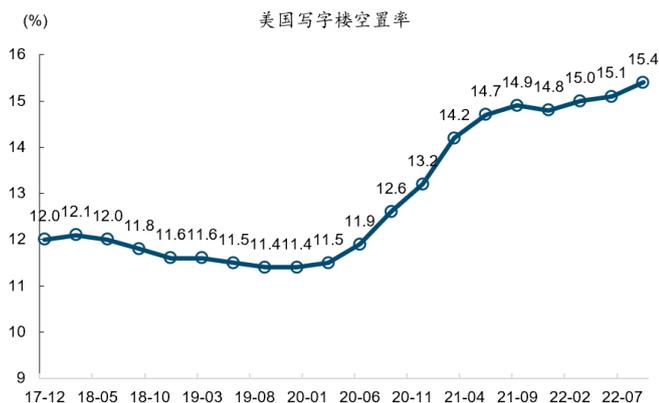
来源: Wind、国金证券研究所

图表32: 专业服务、金融、餐饮等增加值增速偏慢



来源: Wind、国金证券研究所

图表33: 美国写字楼空置率明显提高



来源: Statista、国金证券研究所

图表34: 23年1月美国主要城市商业写字楼空置率

| 城市 | 空置率 | 平均价格(美元) |
|------|--------|----------|
| 旧金山 | 18.80% | 67.43 |
| 亚特兰大 | 20% | 30.38 |
| 纳什维尔 | 18% | 31.68 |
| 湾区 | 17.90% | 57.06 |
| 西雅图 | 18.50% | 38.49 |
| 丹佛 | 18.30% | 29.87 |
| 芝加哥 | 19.40% | 27.8 |
| 休斯顿 | 26% | 29.54 |
| 香港 | 11% | |

来源: CommericalEdge、国金证券研究所

从债务视角来看,小型银行对商业地产的风险敞口更大。商业地产的潜在风险可能会传导至银行业。小型银行受影响可能更大,商业地产贷款占小型银行资产比重更高,达到28%,大型银行的占比仅为6.5%。此外,由于受到银行业流动性冲击的影响,美国银行系统的准备金已经大幅度减少,现金储备处于低位。小型银行的现金占资产比重已降至6%,大型银行降至约10%,当出现地产信用冲击事件时,伴随着金融流动性收紧,储户对银行信贷的态度一般更为紧张,小型银行同时受地产信用风险及流动性冲击的可能性更高。

图表35: 银行准备金已大幅降低,小型银行幅度更大



来源: Wind、国金证券研究所

图表36: 小型银行的商业贷款占比更高



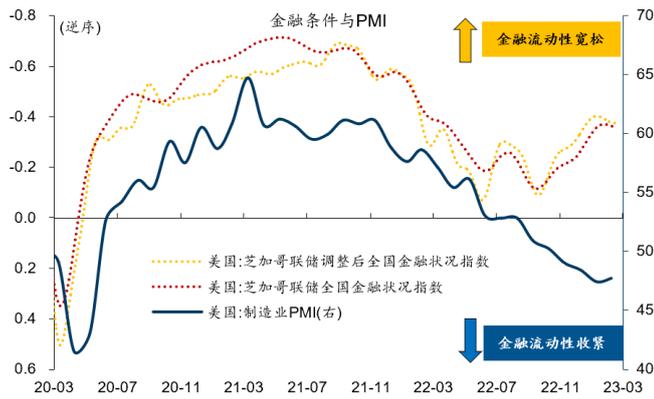
来源: Wind、国金证券研究所

二、海外基本面&重要事件

(一) 流动性: 金融压力上升, 利差明显扩大

美国金融流动性较为宽松,金融压力边际上升。芝加哥联储金融条件指数3月10日当周-0.4,前值-0.4,OFR金融压力指数3月16日0.9,受美国银行流动性危机影响,压力明显增加。本周美国企业信用债利差、TED利差扩大。

图表37: 芝加哥联储金融条件宽松

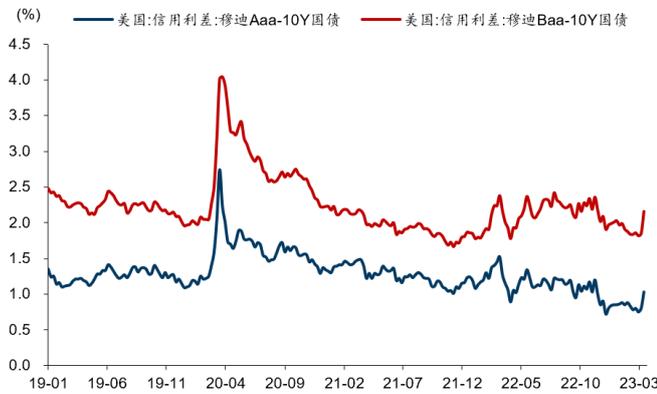


图表38: OFR 金融压力指数快速上升



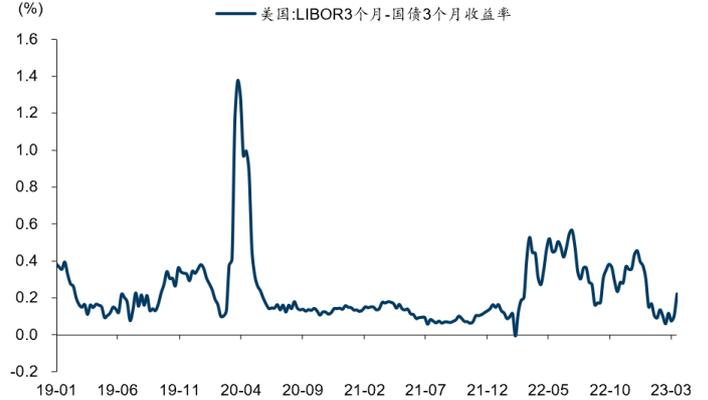
来源: wind、国金证券研究所

图表39: 美国企业债信用利差扩大



来源: WIND、国金证券研究所

图表40: 美国 TED 利差扩大



来源: Wind、国金证券研究所

图表41: 全球主要国家政策利率上限, 美国 4.75%, 欧元区 3%

| 最新利率 | 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 | 22-01 | 21-12 | 21-11 | 21-10 | 21-09 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 发达国家 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 美国 | 4.75 | 0.25 | 0.50 | 0.75 | 0.75 | 0.75 | 0.75 | 0.75 | 0.75 | 0.50 | 0.25 | | | | | | | |
| 欧元区 | 3.00 | 0.50 | 0.50 | 0.75 | 0.75 | 0.75 | 0.50 | 0.50 | | | | | | | | | | |
| 英国 | 4.00 | 0.50 | 0.50 | 0.75 | 0.50 | 0.50 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.15 | | | | |
| 日本 | -0.10 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 加拿大 | 4.50 | 0.25 | 0.50 | 0.50 | 0.75 | 1.00 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.25 | | | | | | | |
| 澳大利亚 | 3.35 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.25 | | | | | | | | | |
| 新西兰 | 4.75 | 0.50 | | 0.75 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.25 | | | | | 0.25 | 0.25 | |
| 新兴市场 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 中国 | 2.00 | | | | | -0.10 | | | | | | | | -0.10 | | | | |
| 印度 | 6.50 | 0.25 | 0.35 | | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.40 | | | | | | | | | |
| 韩国 | 3.50 | | 0.25 | 0.25 | 0.50 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | | | 0.25 | | 0.25 | | |
| 俄罗斯 | 7.50 | | | | | -0.50 | | -1.50 | -1.50 | -6.00 | -3.00 | | 11.50 | 1.00 | | 0.75 | 0.25 | |
| 印尼 | 5.75 | | 0.25 | 0.25 | 0.50 | 0.50 | 0.25 | | | | | | | | | | | |
| 马来西亚 | 2.75 | | | | 0.25 | 0.25 | | 0.25 | | | | | | | | | | |
| 新加坡 | 3.45 | -0.42 | 1.34 | -1.38 | 1.06 | -1.54 | 2.08 | 0.17 | 0.48 | 0.94 | 0.04 | 0.07 | 0.28 | -0.08 | 0.10 | 0.19 | -0.11 | 0.16 |
| 中国台湾 | 1.75 | | | 0.13 | | 0.13 | | | | 0.13 | | | 0.25 | | | | | |
| 巴西 | 13.75 | | | | | | 0.50 | | 0.50 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.00 |
| 墨西哥 | 11.00 | 0.50 | 0.50 | 0.75 | 0.75 | 0.75 | 0.75 | 0.75 | 0.75 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.25 | 0.25 | |
| 菲律宾 | 6.50 | 0.50 | 0.50 | 0.75 | 0.50 | 0.50 | 0.50 | 0.75 | 0.25 | 0.25 | | | | | | | | |

来源: CEIC、国金证券研究所

(二) 通胀: 美国 2 月 CPI 同比 6.0%, 持平预期

美国 2 月 CPI 同比 6.0%, 预期 6.0%, 前值 6.3%, 连续第 8 个月回落, 创 2021 年 10 月以来新低, 比去年同期低 2.0 个百分点。环比 0.4%, 预期 0.4%, 前值 0.5%。核心 CPI 同比 5.5%, 预期 5.5%, 前值 5.5%, 较去年同期低 0.9 个百分点, 为 2022 年 1 月以来

新低。核心 CPI 环比 0.5%，略高于预期 0.4%，为 5 个月以来最大涨幅。

商品 CPI 进一步下降，主要拉动项食品的同比贡献率近九成。2 月商品分项 CPI 同比 3.5%，前值 4.4%。食品仍是最主要的拉动项，拉动了商品项 CPI 3.1 个百分点，贡献率 89%，1 月贡献率 77%，但同比增速维持下行态势。商品各分项同比进一步下降。服务 CPI 见顶回落，主要拉动项住房仍在创新高。2 月服务业 CPI 同比 7.6%，略低于前值 7.6%。住房仍为主要拉动项，同比 8.2%，前值 8.0%，拉动了服务业 CPI 4.5 个百分点，贡献率 60%，1 月贡献率为 57%。扣除住房之后的服务业 CPI 同比为 6.9%，前值 7.2%。

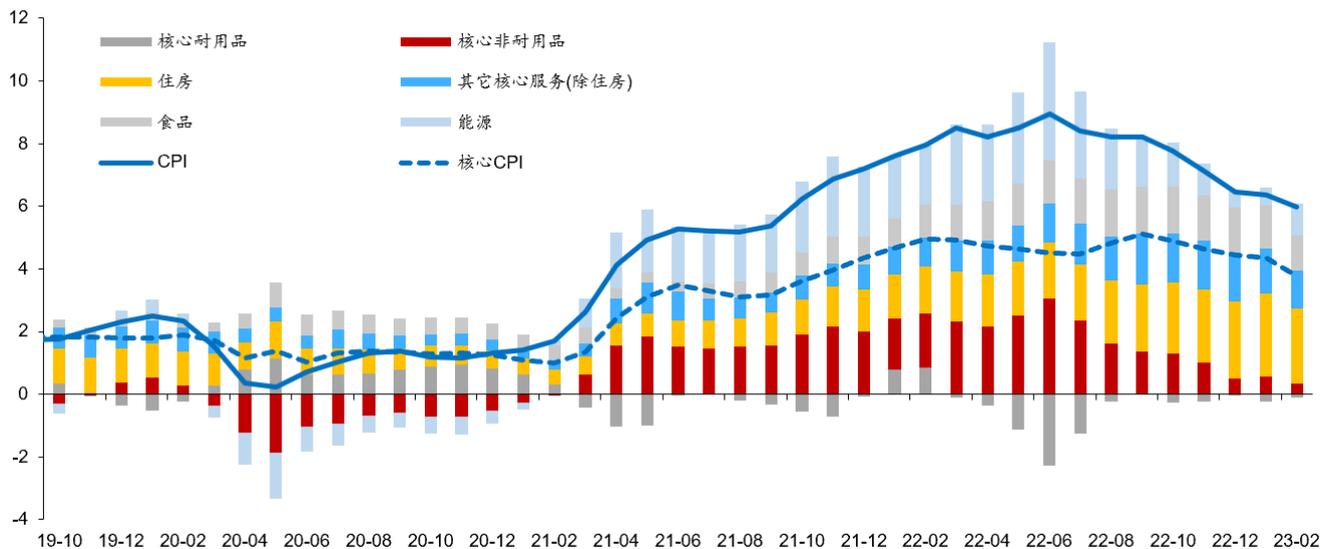
图表42: 美国 2 月 CPI 分项同比、环比增速

| CPI 分级 | 支出项目 | 权重(%) | 预期值 | 季调_同比(%) | | | | | | 预期值 | 季调_环比(%) | | | | | |
|--------|----------------------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 23-02 | 23-01 | 22-12 | 22-11 | 22-10 | 22-09 | | 23-02 | 23-01 | 22-12 | 22-11 | 22-10 | 22-09 |
| 整体 | CPI | 100.0 | 6.0 → | 6.0 | 6.3 | 6.4 | 7.1 | 7.8 | 8.2 | 0.4 → | 0.4 | 0.5 | 0.1 | 0.2 | 0.5 | 0.4 |
| 核心 | 核心CPI | 79.4 | 5.5 → | 5.5 | 5.5 | 5.7 | 6.0 | 6.3 | 6.6 | 0.4 ↑ | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.6 |
| I | 食品 | 13.5 | | 9.5 | 10.1 | 10.5 | 10.7 | 10.9 | 11.2 | | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.6 | 0.7 | 0.8 |
| I | 能源 | 7.1 | | 5.0 | 8.4 | 7.1 | 13.1 | 17.7 | 19.9 | | -0.6 | 2.0 | -3.1 | -1.4 | 1.7 | -1.7 |
| II | 能源商品 | 3.6 | | -1.4 | 2.7 | 0.6 | 12.3 | 19.4 | 20.0 | | 0.5 | 1.9 | -7.2 | -2.1 | 3.7 | -4.1 |
| II | 能源服务 | 3.5 | | 13.3 | 15.6 | 15.6 | 14.3 | 15.6 | 19.7 | | -1.7 | 2.1 | 1.9 | -0.6 | -0.7 | 1.2 |
| I | 核心商品(即商品, 扣除食品和能源商品) | 21.3 | | 1.0 | 1.3 | 2.2 | 3.7 | 5.1 | 6.6 | | 0.0 | 0.1 | -0.1 | -0.2 | -0.1 | 0.0 |
| II | 服装 | 2.5 | | 3.3 | 3.0 | 2.9 | 3.6 | 4.2 | 5.5 | | 0.8 | 0.8 | 0.2 | 0.1 | -0.2 | 0.0 |
| II | 新车 | 4.3 | | 5.8 | 5.8 | 5.9 | 7.2 | 8.4 | 9.4 | | 0.2 | 0.2 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.7 |
| II | 二手车和卡车 | 2.6 | | -13.6 | -11.6 | -8.6 | -3.1 | 2.0 | 7.0 | | -2.8 | -1.9 | -2.0 | -2.0 | -1.7 | -1.1 |
| II | 医疗商品 | 1.5 | | 3.2 | 3.4 | 3.2 | 3.1 | 3.1 | 3.7 | | 0.1 | 1.1 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | -0.1 |
| II | 酒精饮料 | 0.8 | | 4.9 | 5.8 | 5.8 | 5.5 | 5.0 | 4.1 | | -0.3 | 0.4 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.3 |
| II | 烟草和香烟产品 | 0.5 | | 6.7 | 6.3 | 5.5 | 6.3 | 6.6 | 8.2 | | 1.0 | 0.7 | -0.1 | 0.7 | 0.3 | 0.2 |
| I | 核心服务(服务, 扣除能源服务) | 58.1 | | 7.3 | 7.2 | 7.0 | 6.8 | 6.7 | 6.7 | | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.8 |
| II | 住所 | 34.4 | | 8.1 | 7.9 | 7.5 | 7.1 | 6.9 | 6.6 | | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| III | 主要住所租金 | 7.5 | | 8.8 | 8.6 | 8.4 | 7.9 | 7.5 | 7.2 | | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.8 |
| III | 业主等值房租 | 25.4 | | 8.0 | 7.8 | 7.5 | 7.1 | 6.9 | 6.7 | | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.7 | 0.6 | 0.8 |
| II | 医疗服务 | 6.6 | | 2.1 | 3.0 | 4.2 | 4.4 | 5.4 | 6.5 | | -0.7 | -0.7 | 0.3 | -0.5 | -0.4 | 0.8 |
| III | 医师服务 | 1.8 | | 1.2 | 1.7 | 1.7 | 1.5 | 1.8 | 1.8 | | -0.5 | -0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.5 |
| III | 医院服务 | 1.9 | | 3.6 | 3.6 | 4.4 | 2.9 | | 3.8 | | 0.0 | 0.5 | 1.3 | | | 0.0 |
| II | 交通 | 5.8 | | 14.6 | 14.6 | 14.4 | 14.3 | 15.3 | 14.6 | | 1.1 | 0.9 | 0.6 | 0.3 | 0.6 | 1.9 |
| III | 机动车维护与修理 | 1.1 | | 12.5 | 14.2 | 13.0 | 11.7 | 10.3 | 11.1 | | 0.2 | 1.3 | 1.0 | 1.3 | 0.7 | 1.9 |
| III | 机动车保险 | 2.5 | | 14.5 | 14.7 | 14.3 | 13.4 | 12.9 | 10.3 | | 0.9 | 1.4 | 0.7 | 1.0 | 1.6 | 1.5 |
| III | 机票 | 0.6 | | 26.5 | 25.6 | 29.1 | 35.9 | 43.0 | 42.6 | | 6.4 | -2.1 | -2.1 | -1.6 | -1.2 | 0.4 |

来源: CEIC、国金证券研究所

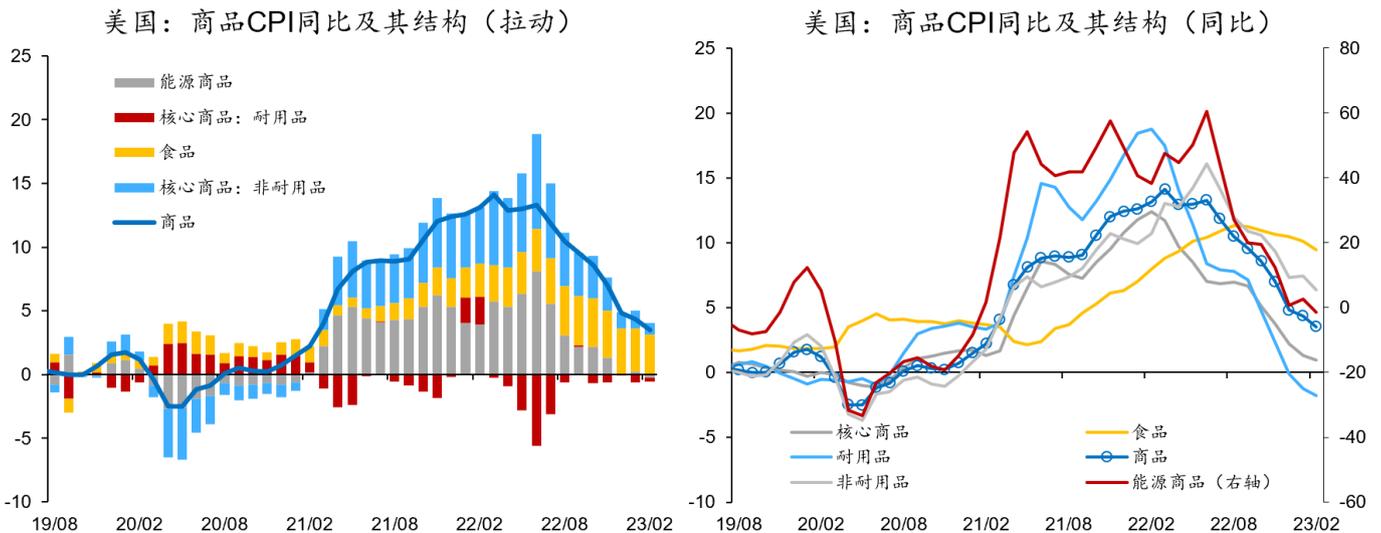
图表43: 美国 2 月 CPI 同比及其结构

美国: CPI同比及其结构(拉动)



来源: CEIC、国金证券研究所

图表44: 美国 2 月商品 CPI 同比及其结构

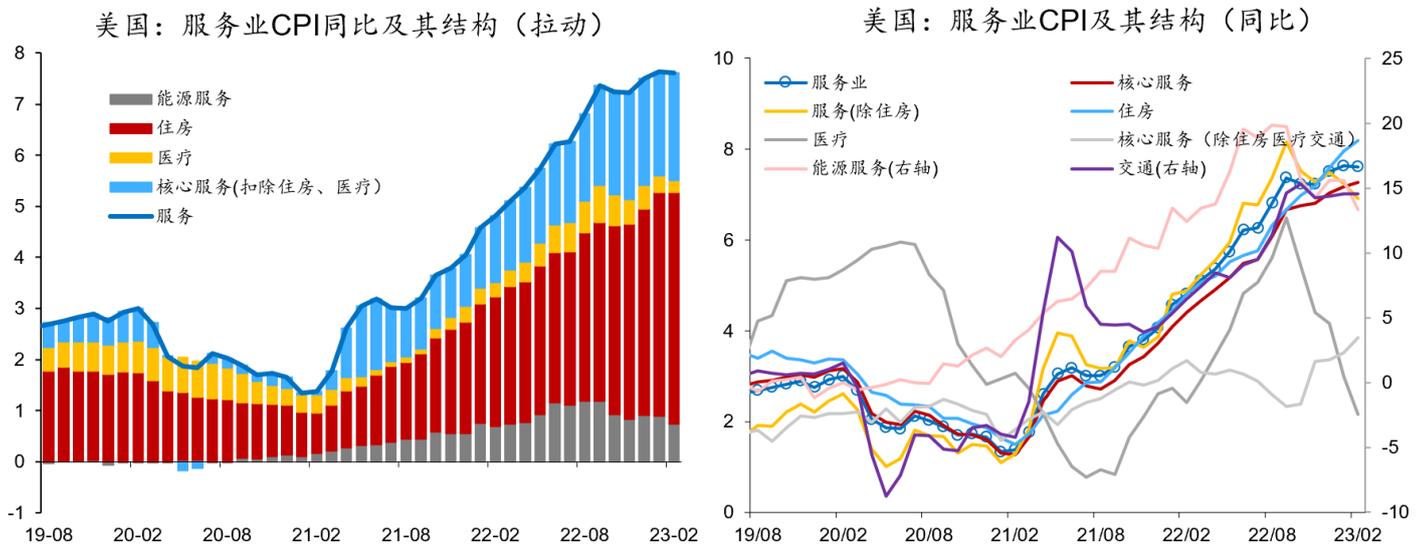


来源：CEIC、国金证券研究所

CPI 数据公布后，与市场预期接近，市场倾向于认为暂免于通胀与金融风险的双重压力，各类资产波动犹豫后，避险情绪缓和，美股集体反弹，纳指收盘涨 2%，标普涨 1.7%，美债收益率收涨至 3.7%，美元震荡后小幅下跌，黄金微跌 0.3%。CPI 数据公布后，OIS 隐含 FFR 路径有所上修，终点利率预计为 5%。芝商所 FedWatch 显示 3 月美联储加息 25 个 BP 的概率升至 81%，不加息概率 19%，5 月加息 25BP 概率为 66%，预计 7 月开始降息，全年降息三次，年末利率维持在 4.25%-4.5% 区间。

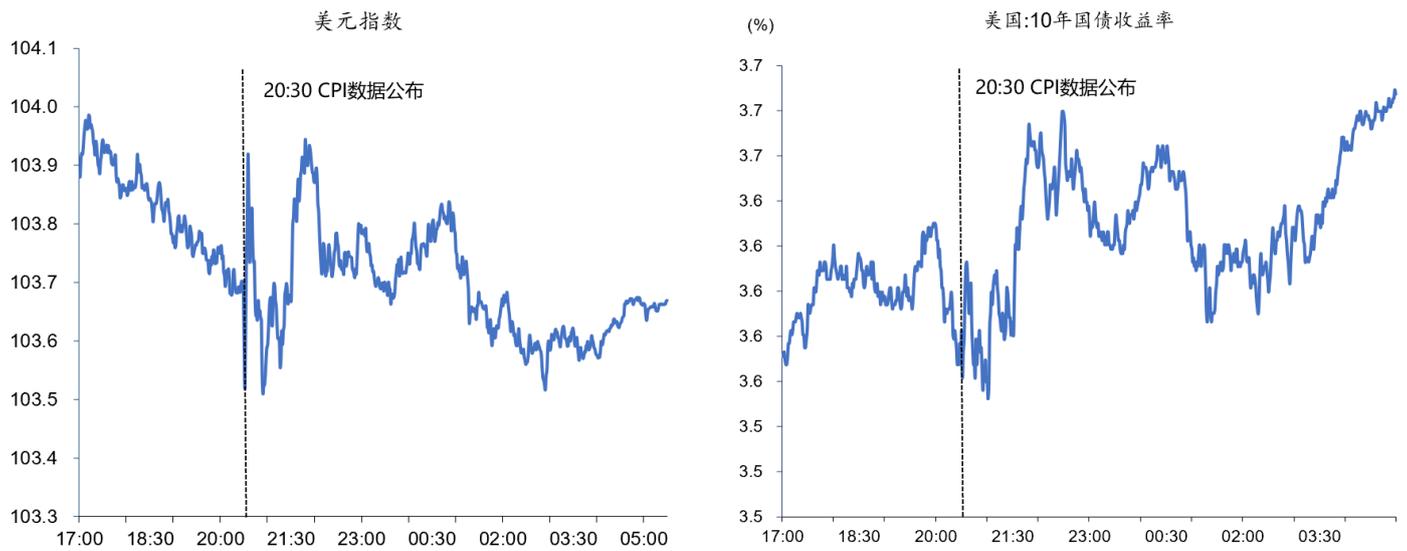
在 CPI 的 127 个细分科目中，2 月同比增速 $\geq 3\%$ 、 $\geq 5\%$ 和 $\geq 10\%$ 的科目数占比分别为 66%、54%、23%。其中，同比增速 $\geq 10\%$ 的科目数量占比仍位于 1982 年以来的高位。但 6 个月环比高增长 ($\geq 5\%$ 和 $\geq 10\%$) 的科目数占比明显下行，说明通胀的广泛性过去半年明显好转，也意味着通胀传导的“二次效应”会持续放缓。

图表45: 美国 2 月服务 CPI 同比及其结构



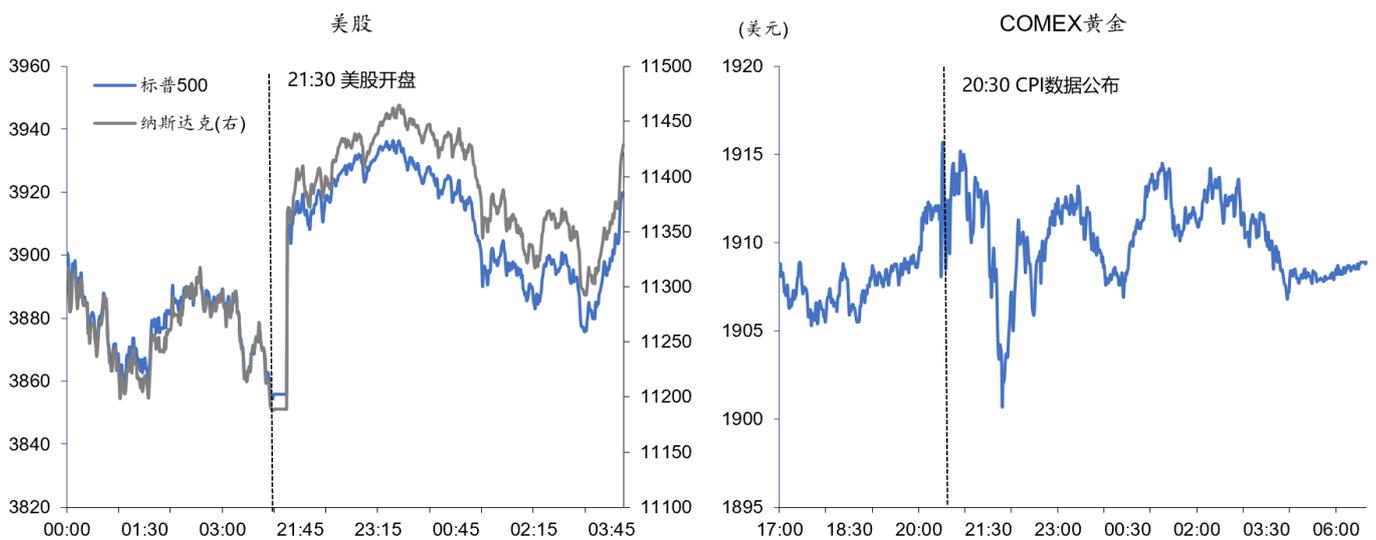
来源：CEIC、国金证券研究所

图表46: 美国 2 月 CPI 公布后美元及美债市场反应



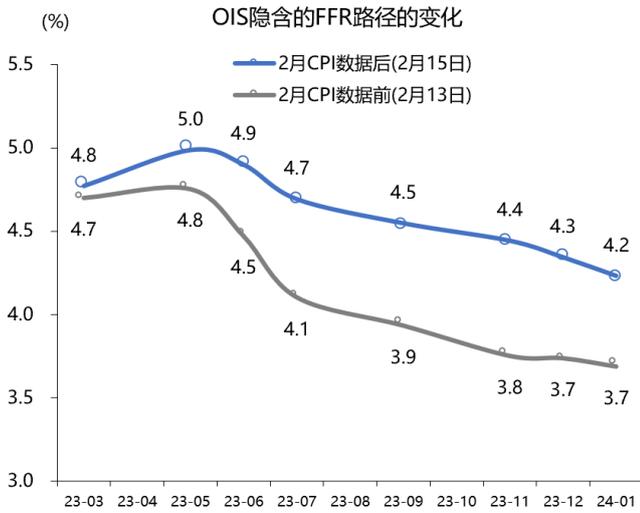
来源: CEIC、国金证券研究所

图表47: 美国 2 月 CPI 公布后美股及黄金市场反应



来源: CEIC、国金证券研究所

图表48: 美国 2 月 CPI 公布后加息预期变化

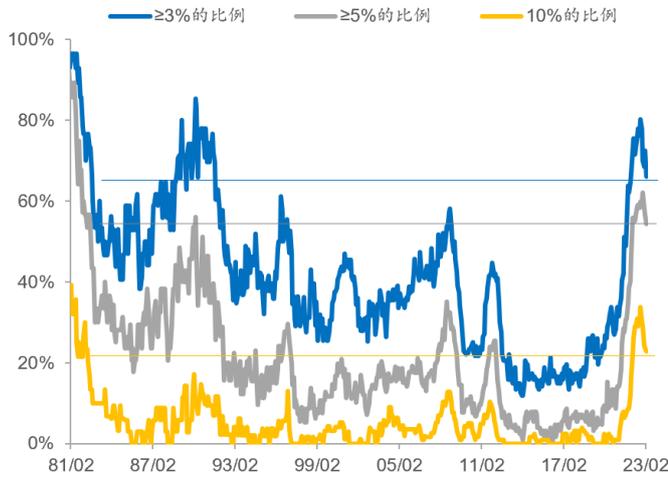


| 区间/日期 | 22-11 | 22-12 | 23-02 | 23-03 | 23-05 | 23-06 | 23-07 | 23-09 | 23-11 | 23-12 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 575-600 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 550-575 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 525-550 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 500-525 | 0 | 0 | 0 | 0 | 66 | 50 | 4 | 2 | 1 | 1 |
| 475-500 | 0 | 0 | 0 | 81 | 31 | 39 | 49 | 26 | 16 | 10 |
| 450-475 | 0 | 27 | 100 | 19 | 4 | 10 | 37 | 43 | 36 | 28 |
| 425-450 | 0 | 73 | 0 | 0 | 0 | 1 | 9 | 23 | 31 | 34 |
| 400-425 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 5 | 13 | 21 |
| 375-400 | 86 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 7 |
| 350-375 | 14 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 325-350 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 300-325 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 275-300 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 250-275 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

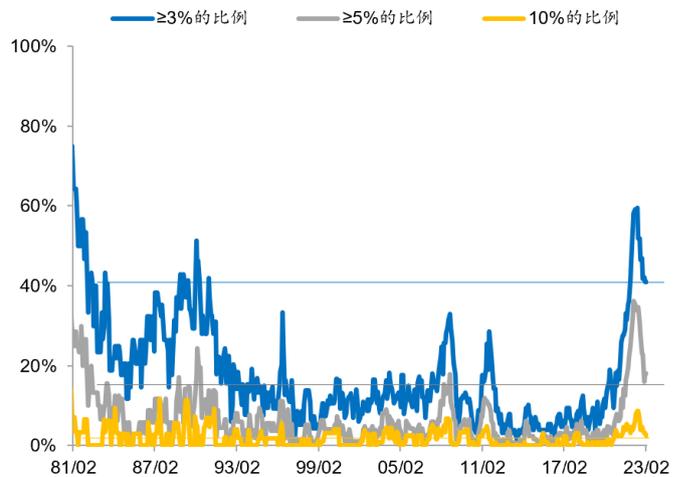
来源: CEIC、国金证券研究所

图表49: 2 月 CPI 同比高增长科目数量仍居高位, 但环比明显改善

美国: CPI通胀的广泛性 (同比)

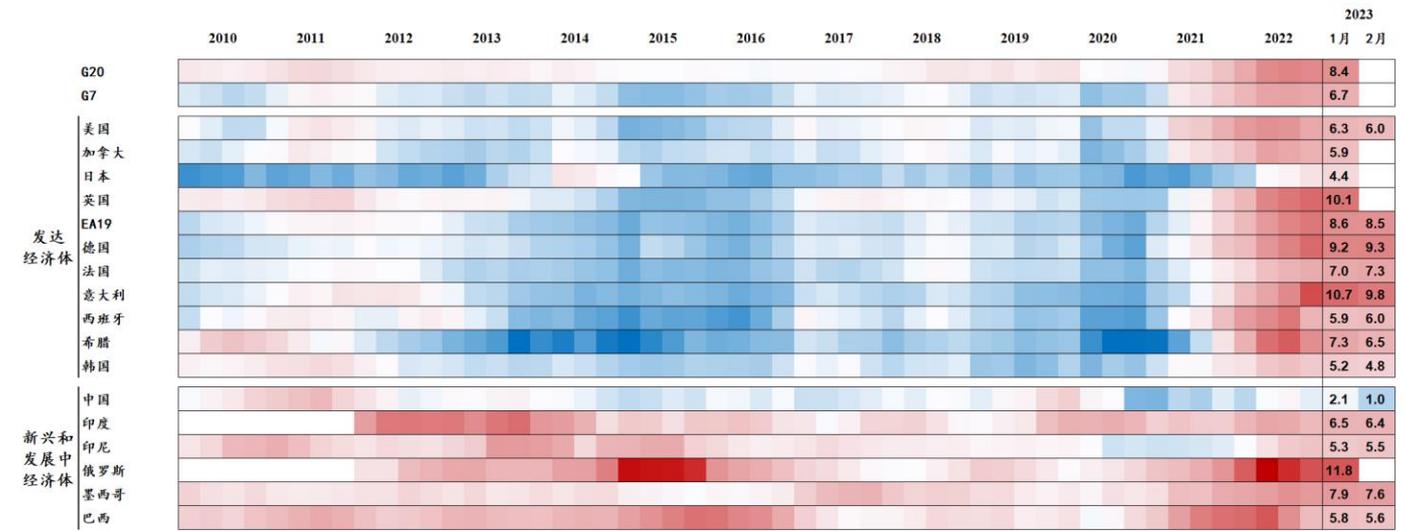


美国: CPI通胀的广泛性 (6M环比)



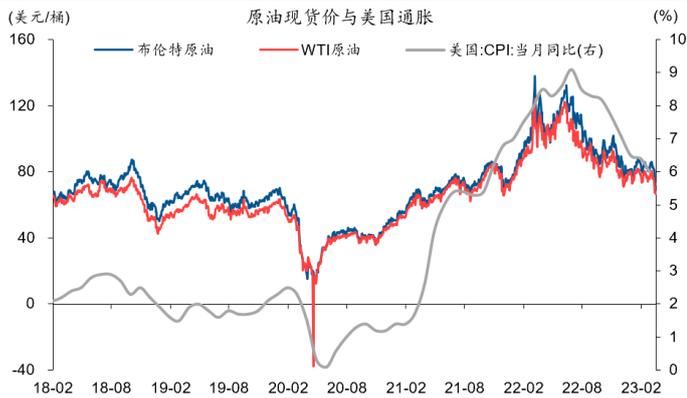
来源: CEIC、国金证券研究所

图表50: 全球主要国家CPI热力图, 西班牙2月CPI同比6%, 希腊6.5%



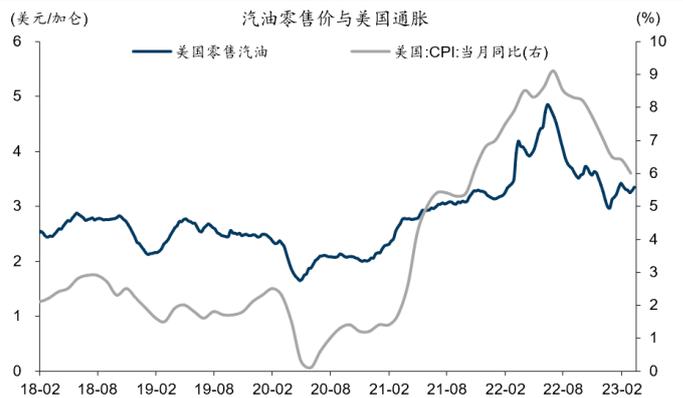
来源: CEIC、国金证券研究所

图表51: 本周原油价格下降



来源: wind、国金证券研究所

图表52: 上周美国汽油价格回升至3.35美元/加仑

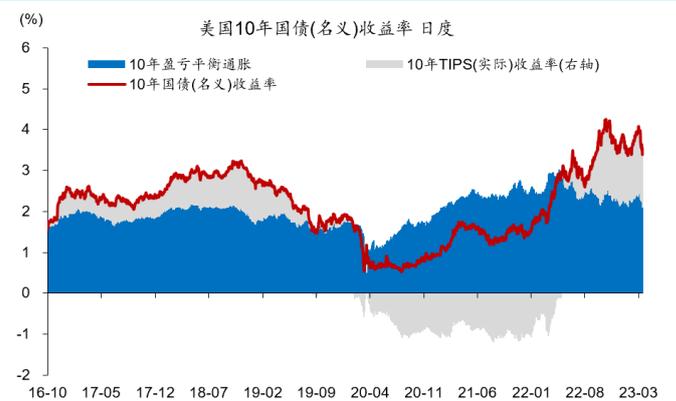


图表53: 本周天然气价格下降



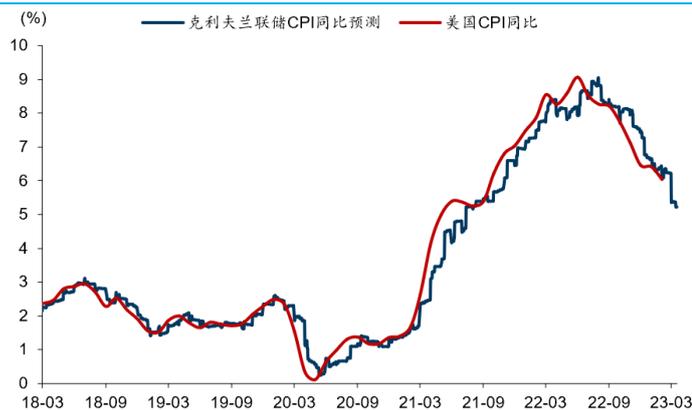
来源: Wind、国金证券研究所

图表54: 本周10年盈亏平衡通胀回落



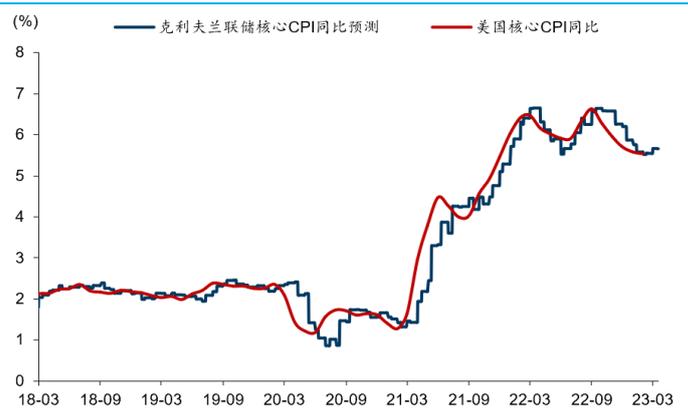
来源: Wind、国金证券研究所

图表55: 克利夫兰联储预测3月美国CPI回落至5.2%



来源: Wind、国金证券研究所

图表56: 克利夫兰预测3月核心CPI持平5.7%



来源: Wind、国金证券研究所

(三) 景气与领先: 美国费城联储制造业指数延续收缩

费城联储制造业指数3月-23, 前值-24, 每周工作时间及新订单均回落, 新订单4.6, 前值9.2; 每周工作时间-22, 前-3.2。3月17日当周, 美国花旗意外指数上升, 欧洲和日本边际转弱, 中国及新兴市场经济好于预期。

图表57: 费城联储制造业指数3月-23, 前值-24



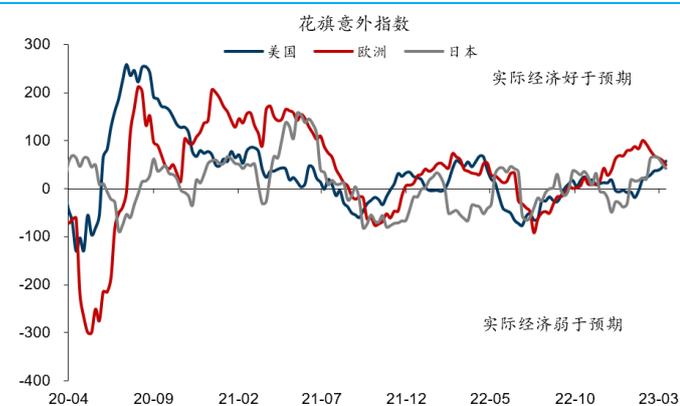
来源: WIND、国金证券研究所

图表58: 费城联储每周工作时间回落, 新订单回落



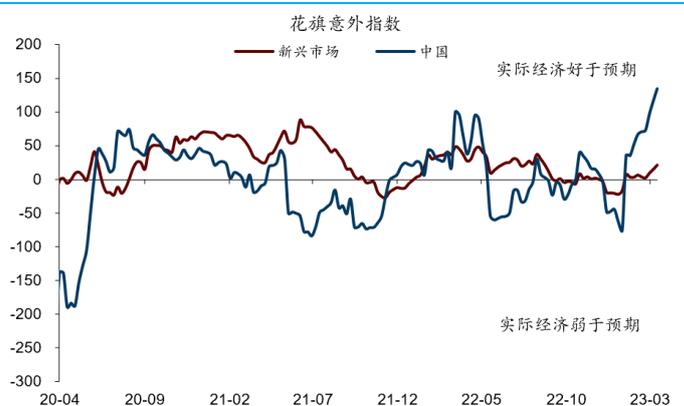
来源: Wind、国金证券研究所

图表59: 美国经济好于预期, 欧洲和日本边际走弱



来源: WIND、国金证券研究所

图表60: 本周中国经济与新兴经济体好于预期



来源: Wind、国金证券研究所

图表61: 全球主要国家制造业 PMI

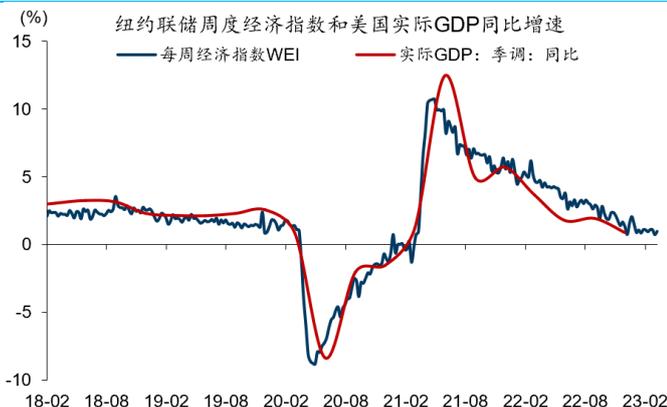
| | 月度变化 | 2023-02 | 2023-01 | 2022-12 | 2022-11 | 2022-10 | 2022-09 | 2022-08 | 2022-07 | 2022-06 | 2022-05 | 2022-04 |
|------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 全球 | ↑ 0.9 | 50.0 | 49.1 | 48.7 | 48.8 | 49.4 | 49.8 | 50.3 | 51.1 | 52.2 | 52.3 | 52.3 |
| 发达国家 | | | | | | | | | | | | |
| 美国 | ↑ 0.3 | 47.7 | 47.4 | 48.4 | 49.0 | 50.2 | 50.9 | 52.8 | 52.8 | 53.0 | 56.1 | 55.4 |
| 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 |
| 英国 | ↑ 2.3 | 49.3 | 47.0 | 45.3 | 46.5 | 46.2 | 48.4 | 47.3 | 52.1 | 52.8 | 54.6 | 55.8 |
| 日本 | ↓ -1.2 | 47.7 | 48.9 | 48.9 | 49.0 | 50.7 | 50.8 | 51.5 | 52.1 | 52.7 | 53.3 | 53.5 |
| 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 |
| 新兴市场 | | | | | | | | | | | | |
| 中国 | ↑ 2.5 | 52.6 | 50.1 | 47.0 | 48.0 | 49.2 | 50.1 | 49.4 | 49.0 | 50.2 | 49.6 | 47.4 |
| 印度 | ↓ -0.1 | 55.3 | 55.4 | 57.8 | 55.7 | 55.3 | 55.1 | 56.2 | 56.4 | 53.9 | 54.6 | 54.7 |
| 韩国 | ↓ 0.0 | 48.5 | 48.5 | 48.2 | 49.0 | 48.2 | 47.3 | 47.6 | 49.8 | 51.3 | 51.8 | 52.1 |
| 越南 | ↑ 3.8 | 51.2 | 47.4 | 46.4 | 47.4 | 50.6 | 52.5 | 52.7 | 51.2 | 54.0 | 54.7 | 51.7 |
| 巴西 | ↑ 1.7 | 49.2 | 47.5 | 44.2 | 44.3 | 50.8 | 51.1 | 51.9 | 54.0 | 54.1 | 54.2 | 51.8 |

来源: Wind、国金证券研究所

(四) 生产与就业: 生产活动回落, 初请失业微降

美国生产活动回落。2月美国工业总产值同比0.4%，前值1.4%。3月11日当周，美国纽约联储WEI指数录得1%，前值0.7%。3月11日当周，美国粗钢产能利用率75%，前值74%，粗钢产量168万短吨，前值166万短吨。欧元区周度GDP跟踪3.3%，前值2.7%。美国当周初请失业人数环比微降。3月11日当周，美国初请失业金人数为19万人，前值21万人，环比降2万人，初请人数处于历史低位附近。当周持续领取人数168万人，前值171万人，减少3万人。持有失业保险人群的失业率1.2%。

图表62: 上周纽约联储WEI指数1.0%，前值0.7%



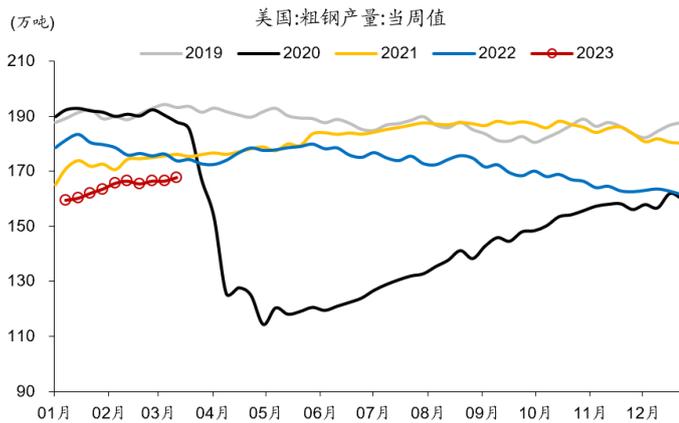
来源: CEIC、国金证券研究所

图表63: 欧元区周度GDP跟踪3.3%，前值2.7%



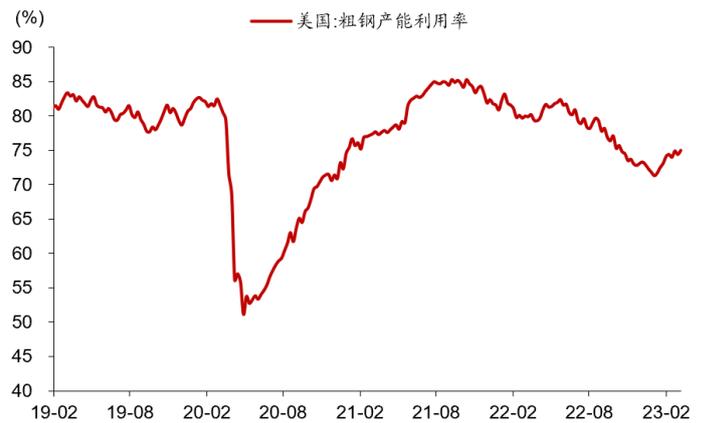
来源: CEIC、国金证券研究所

图表64: 上周美国粗钢产量168万短吨, 前值166万



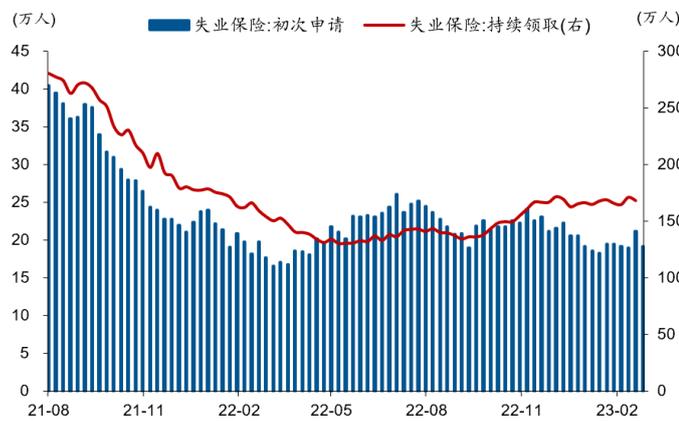
来源: Wind、国金证券研究所

图表65: 上周美国粗钢产能利用率75%, 前值74.4%



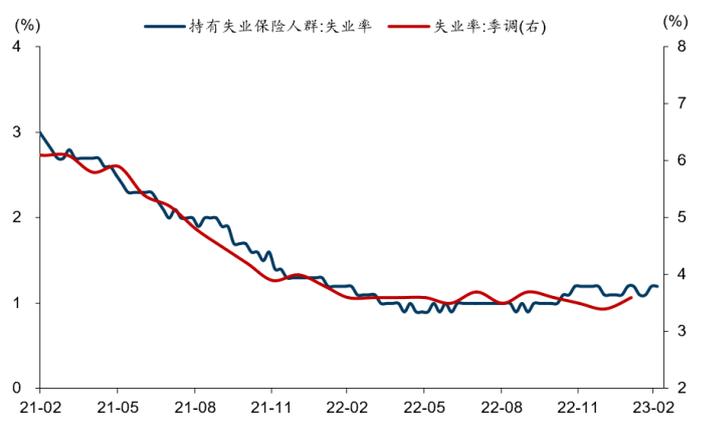
来源: Wind、国金证券研究所

图表66: 美国3月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67: 持有失业保险人群的失业率1.2%

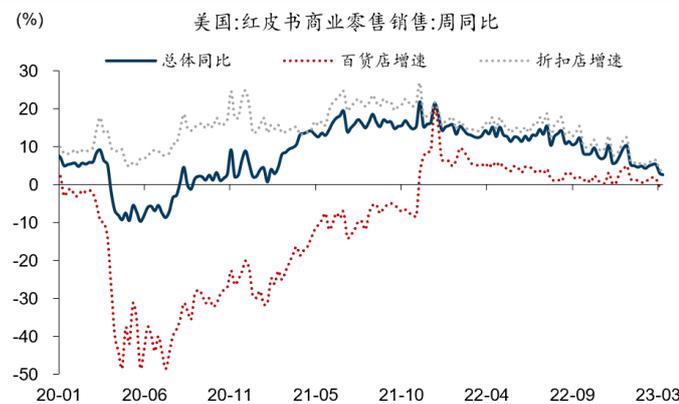


来源: Wind、国金证券研究所

(五) 消费: 美国商品消费回落、欧美外出就餐改善

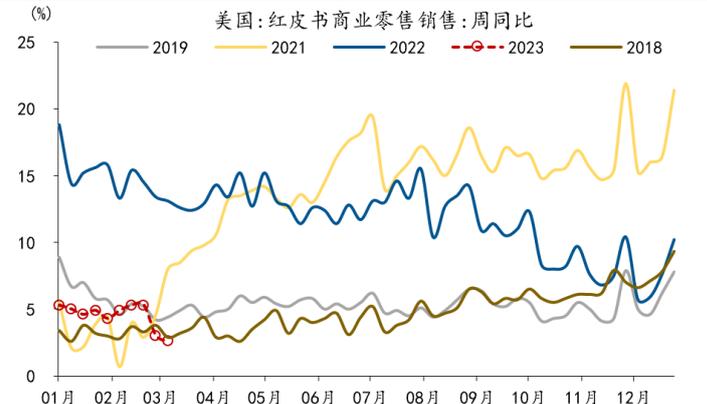
美国2月商品零售回落, 零售和食品服务总计同比-0.4%, 前值3.2%, 美国红皮书零售回落, 3月11日当周, 美国红皮书零售销售指数增2.6%, 前值3%, 其中折扣店增速3.8%; 百货商店增速-1%。全球 Open Table 用餐人数加速回升, 德国修复较好, 主要城市外出就餐修复加速, 纽约尚未回到疫情前水平。

图表68: 美国红皮书零售增速2.6%, 前值3%



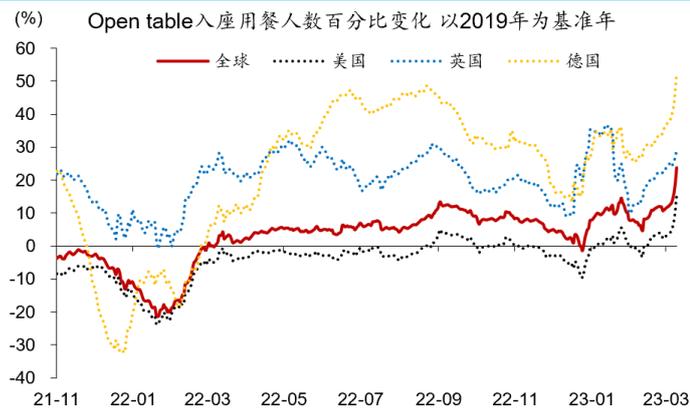
来源: CEIC、国金证券研究所

图表69: 美国红皮书零售增速3月弱于季节性



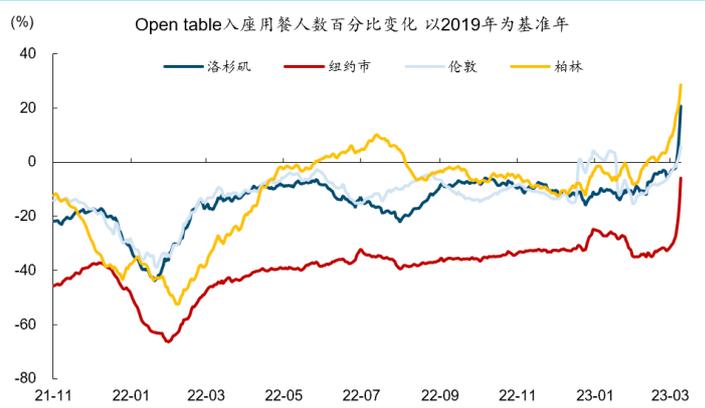
来源: CEIC、国金证券研究所

图表70: 全球 Open Table 用餐人数加速回升



来源: CEIC、国金证券研究所

图表71: 主要城市外出就餐修复加速



来源: CEIC、国金证券研究所

图表72: 美国2月消费及分项增速普遍回落

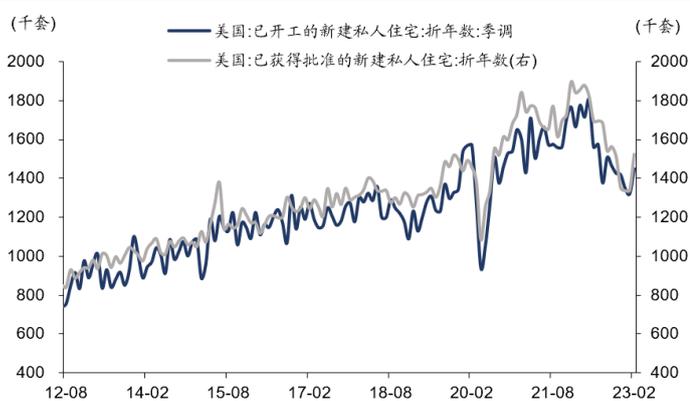
| | 月度变化 | 2023-02 | 2023-01 | 2022-12 | 2022-11 | 2022-10 | 2022-09 | 2022-08 | 2022-07 | 2022-06 | 2022-05 |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 零售和食品服务总计 | ↓ -3.62 | -0.40 | 3.22 | -0.82 | -1.07 | 1.07 | -0.17 | 0.67 | -0.44 | 1.03 | 0.36 |
| 零售总计 | ↓ -2.98 | -0.12 | 2.86 | -1.06 | -1.20 | 1.05 | -0.34 | 0.42 | -0.38 | 1.07 | 0.26 |
| 机动车辆及零部件 | ↓ -8.89 | -1.80 | 7.09 | -1.84 | -2.21 | 1.54 | -0.54 | 2.89 | -2.01 | 0.56 | -3.38 |
| 家具和家用装饰 | ↓ -8.23 | -2.52 | 5.71 | -1.98 | -1.14 | 1.97 | -2.12 | 0.65 | 0.12 | -1.23 | -1.13 |
| 电子和家用电器 | ↓ -6.27 | 0.28 | 6.55 | -0.32 | -5.85 | -1.24 | -1.38 | -1.96 | -0.32 | -0.49 | -2.58 |
| 建筑材料、园林设备及物料 | ↓ -0.48 | -0.11 | 0.37 | 0.96 | -3.31 | 1.20 | -0.72 | 1.68 | 1.11 | -0.30 | 0.21 |
| 食品和饮料店 | ↑ 0.85 | 0.49 | -0.36 | -0.54 | 0.48 | 1.22 | 0.84 | 0.44 | -0.04 | 1.14 | 1.09 |
| 保健和个人护理 | ↓ -2.17 | 0.90 | 3.07 | -1.50 | 0.30 | -0.19 | 0.84 | 0.02 | 0.64 | 1.34 | 0.07 |
| 加油站 | ↑ 0.44 | -0.58 | -1.02 | -5.16 | -1.44 | 3.34 | -3.96 | -4.96 | -2.21 | 2.71 | 4.97 |
| 服装及服装配饰 | ↓ -3.70 | -0.80 | 2.90 | -0.38 | -0.24 | -0.35 | 0.99 | 0.99 | -0.44 | 0.74 | -1.35 |
| 运动商品、业余爱好物品、书及音乐 | ↓ -0.96 | -0.51 | 0.45 | 0.20 | 0.15 | 0.63 | -0.43 | 1.07 | 0.03 | 0.87 | 0.93 |
| 日用品商场 | ↓ -3.78 | 0.55 | 4.33 | 0.49 | -0.18 | -0.31 | 1.13 | 0.31 | -0.39 | 2.30 | 0.04 |
| 杂货店零售业 | ↓ -7.49 | -1.84 | 5.65 | 1.47 | -4.83 | -0.97 | 0.36 | 0.23 | -1.32 | 3.83 | -2.20 |
| 食品服务和酒吧 | ↓ -7.73 | -2.16 | 5.57 | 0.79 | -0.20 | 1.21 | 1.02 | 2.45 | -0.84 | 0.72 | 1.00 |

来源: Wind、国金证券研究所

(六) 地产: 美国新屋开工回升, 抵押贷款市场回落

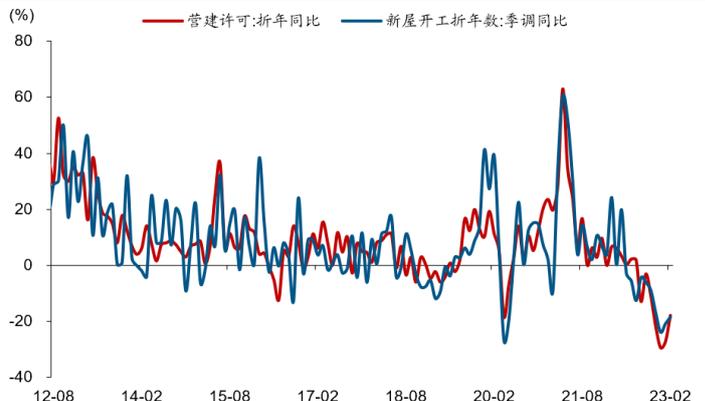
美国2月新屋开工、营建许可均回升, 2月美国新屋开工同比10%, 前值-2%, 营建许可同比-18%, 前值-21%。3月11日当周, REALTOR 房屋挂牌价格中位数同比0.07%, 持平前值。30年抵押贷款利率本周回落至6.6%, 前值6.7%。15年抵押贷款利率本周5.9%, 前值6%, 上周, MBA 市场综合指数215, 前值202, 购买指数与再融资指数均回升。

图表73: 2月美国新屋开工、营建许可回升



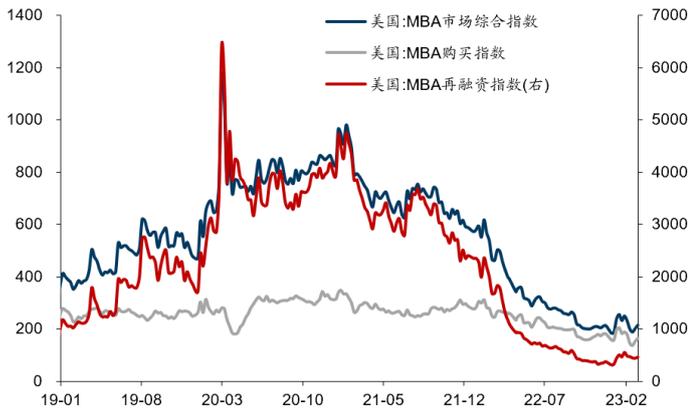
来源: CEIC、国金证券研究所

图表74: 2月美国新屋开工同比10%, 前值-2%



来源: CEIC、国金证券研究所

图表75: 美国MBA抵押贷款购买指数上周回升



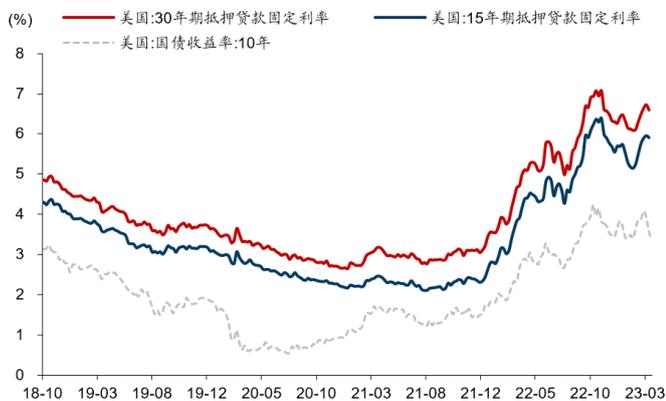
来源: CEIC、国金证券研究所

图表76: 上周REALTOR房屋挂牌价增速0.06%



来源: CEIC、国金证券研究所

图表77: 本周美30年贷款利率6.6%, 十债3.4%



来源: Wind、国金证券研究所

图表78: 美国抵押贷款综合指数上周回升至215

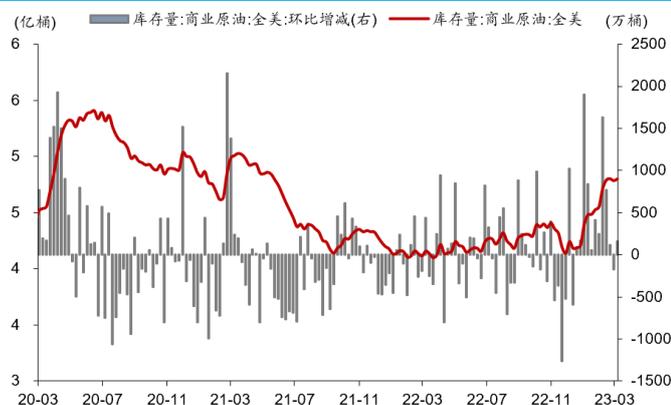


来源: Wind、国金证券研究所

(七) 库存: 商业原油库存增加, 天然气库存偏高

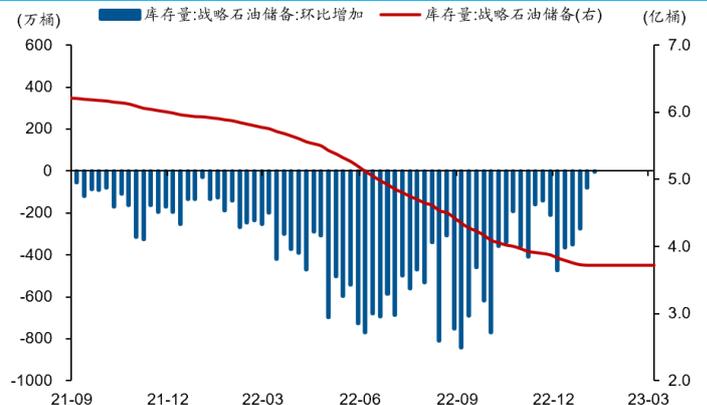
商业原油库存增加。3月10日当周, 美国EIA原油库存增加155万桶, 前值-169万桶。原油库存量增至4.8亿桶, 前值4.79亿桶。当周美国战略石油储备(SPR)库存量维持在3.7亿桶不变。原油库存季节性上高于去年同期, 低于2021年同期, 美国天然气库存处于同期较高位置。

图表79: 上周美国原油库存增加155万桶



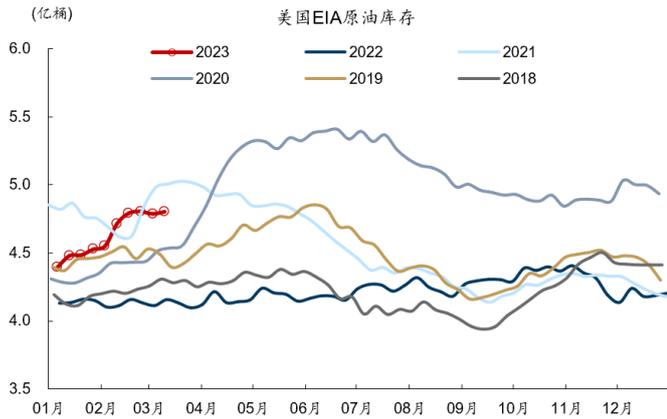
来源: Wind、国金证券研究所

图表80: 上周美国战略原油储备不变



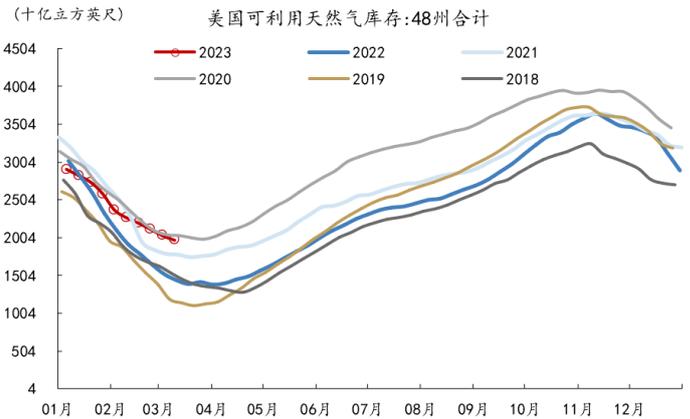
来源: Wind、国金证券研究所

图表 81: 原油库存高于去年同期, 低于 2021 年同期



来源: Wind、国金证券研究所

图表 82: 美国天然气库存处于同期较高位置



来源: Wind、国金证券研究所

(八) 供应链: BDI 指数大幅上升, 全球航班流量回升

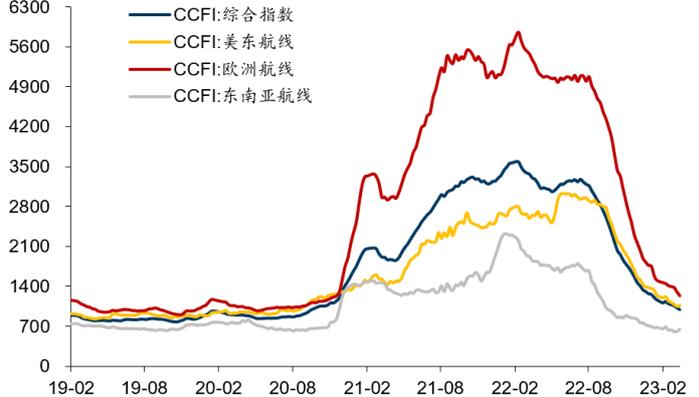
本周, 波罗的海干散货指数 BDI 继续大幅提升至 1535 点, CCFI 整体延续回落态势, CCFI 综合指数回落至 992, 美东航线 1065, 欧洲航线回落至 1235。本周英、法、德航班流量回升, 美国主要城市机场乘客流量回升, 洛杉矶、迈阿密回升较快; 纽约地铁载客量升至 360 万人, 美国 TSA 安检人数回升, 好于 21 及 22 年。

图表 83: 本周 BDI 指数大幅抬升至 1535 点



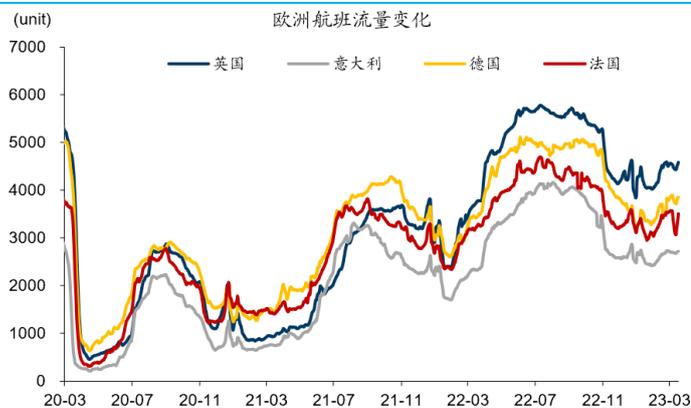
来源: Wind、国金证券研究所

图表 84: 本周 CCFI 海运价格延续回落



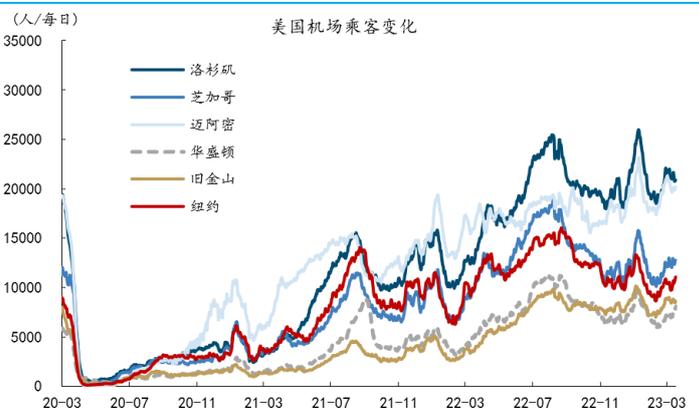
来源: Wind、国金证券研究所

图表 85: 本周英法德航班流量回升



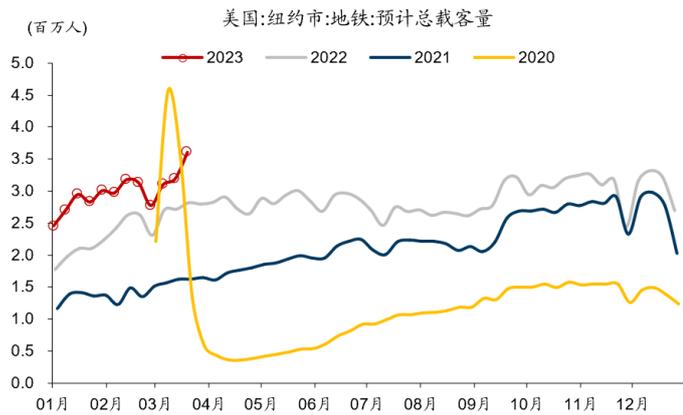
来源: CEIC、国金证券研究所

图表 86: 本周, 美国主要城市机场乘客流量回升



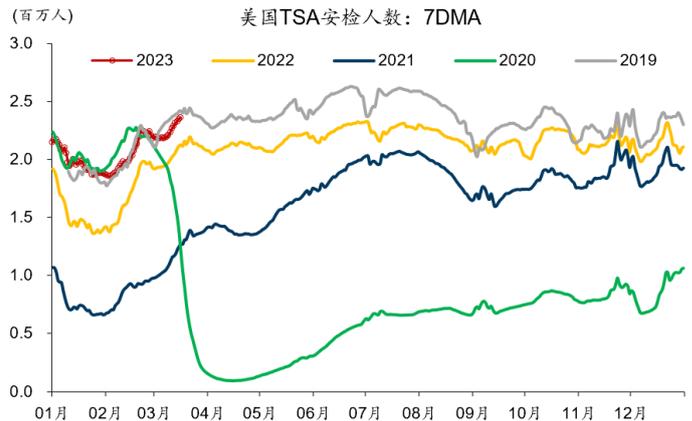
来源: CEIC、国金证券研究所

图表87: 纽约地铁载客量延续上升



来源: Wind、国金证券研究所

图表88: 美国TSA安检人数上升, 但低于2019年



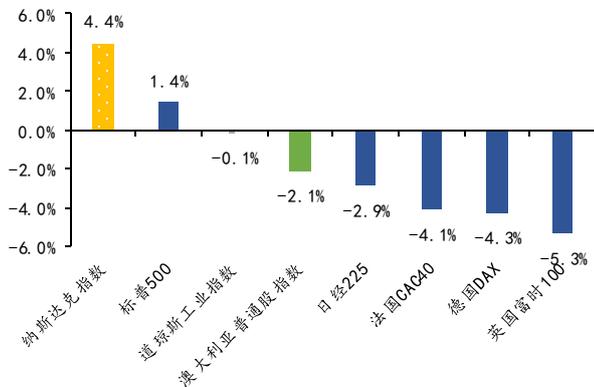
来源: Wind、国金证券研究所

大类资产高频跟踪 (2023/02/25-2023/03/03)

(一) 权益市场追踪: 全球资本市场普遍下跌

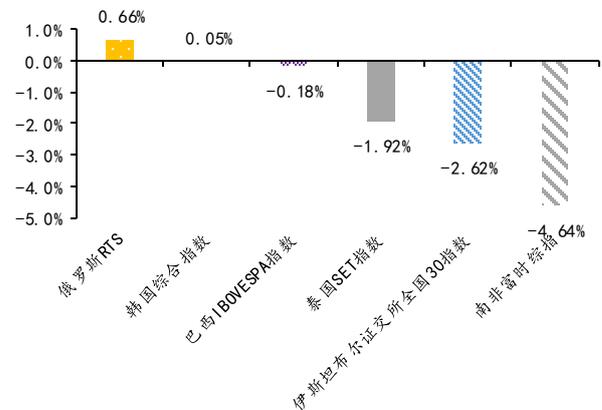
发达国家股指普遍下跌, 新兴市场股指多数下跌。英国富时100、德国DAX、法国CAC40、日经225、澳大利亚普通股股指和道琼斯工业指数分别下跌5.3%、4.3%、4.1%、2.9%、2.1%和0.1%; 仅纳斯达克指数、标普500分别上涨4.4%、1.4%。南非富时综指、伊斯坦布尔证交所全国30指数、泰国SET指数和巴西IBOVESPA指数分别下跌4.64%、2.62%、1.92%和0.18%; 仅俄罗斯RTS指数、韩国综合指数分别上涨0.66%、0.05%。

图表89: 当周, 发达国家股指普遍下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

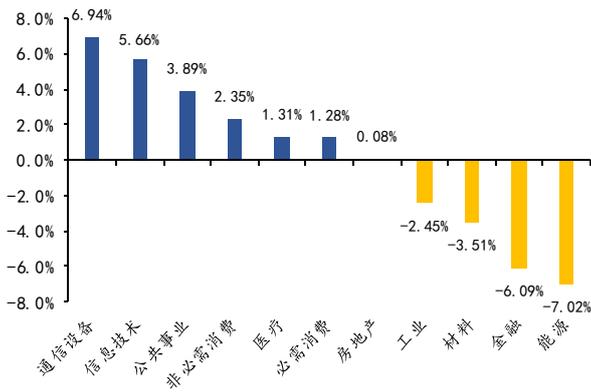
图表90: 当周, 新兴市场股指多数下跌



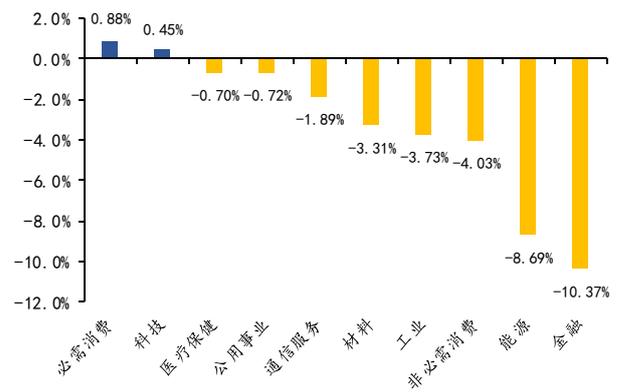
来源: Wind, 国金证券研究所

美国各行业涨跌分化, 欧元区各行业多数下跌。从标普500的行业涨跌幅来看, 本周美股行业涨跌分化。其中能源、金融、材料和工业下跌, 分别下跌7.02%、6.09%、3.51%、2.45%和5.35%; 通信设备、信息技术、公共事业领涨, 分别上涨6.94%、5.66%和3.89%。从欧元区行业来看, 本周欧元区行业普遍下跌。其中金融、能源、非必需消费、工业和材料领涨, 分别下跌10.37%、8.69%、4.03%、3.73%和3.31%。

图表91: 当周, 美股行业涨跌分化



图表92: 当周, 欧元区行业多数下跌

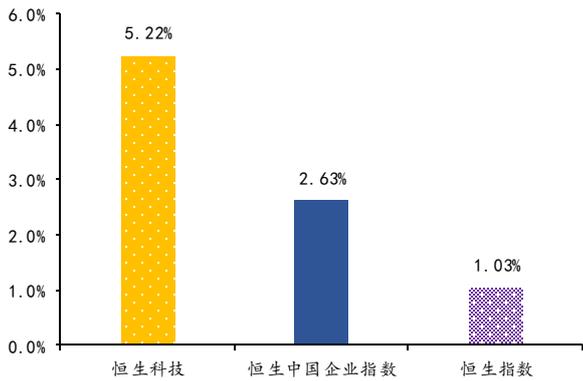


来源: Wind, 国金证券研究所

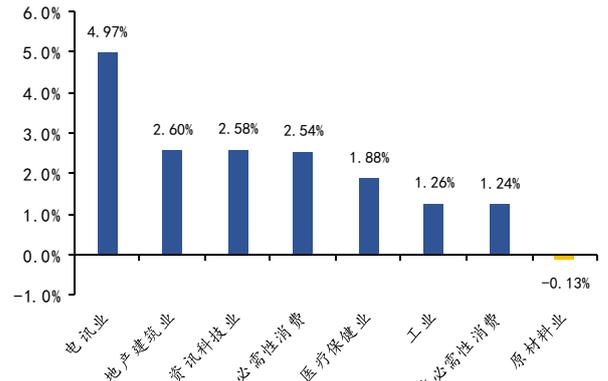
来源: Wind, 国金证券研究所

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 5.22%、2.63%和 1.03%。行业方面, 恒生行业多数上涨, 其中电讯业、地产建筑业、资讯科技业、必需性消费和医疗保健业领涨, 分别上涨 4.97%、2.60%、2.58%、2.54%和 1.88%, 仅原材料业小幅下跌 0.13%。

图表93: 当周, 恒生指数全线上涨



图表94: 当周, 恒生行业多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

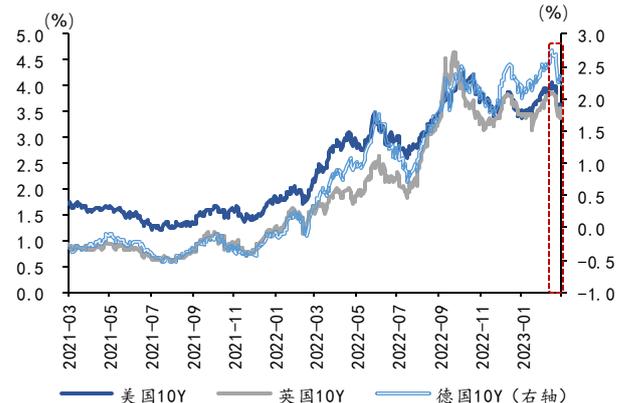
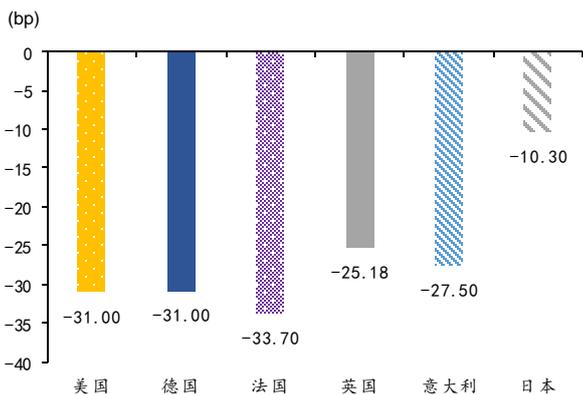
来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率全线下行

发达国家 10 年期国债收益率全线下行。美国 10Y 国债收益率下行 31.00bp 至 3.39%, 德国 10Y 国债收益率下行 31.00bp 至 2.24%; 法国、意大利、英国和日本分别下行 33.70bp、27.50bp、25.18bp 和 10.30bp。

图表95: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率全线下行

图表96: 当周, 美英德 10Y 收益率均下行



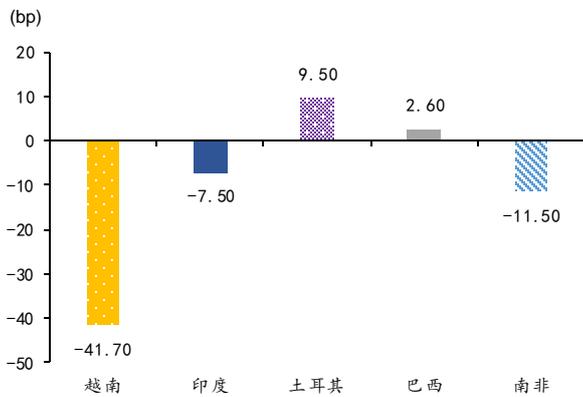
来源: Wind, 国金证券研究所

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。土耳其和巴西 10Y 国债收益率分别上行 9.50bp、2.60bp 至 11.47%、13.21%；越南、南非和印度 10Y 国债收益率分别下行 41.70bp、11.50bp 和 7.50% 至 4.05%、7.35% 和 10.04%。

图表97: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益率涨跌互现

图表98: 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

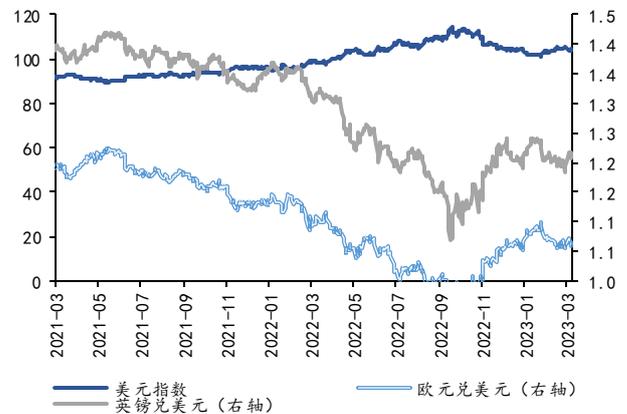
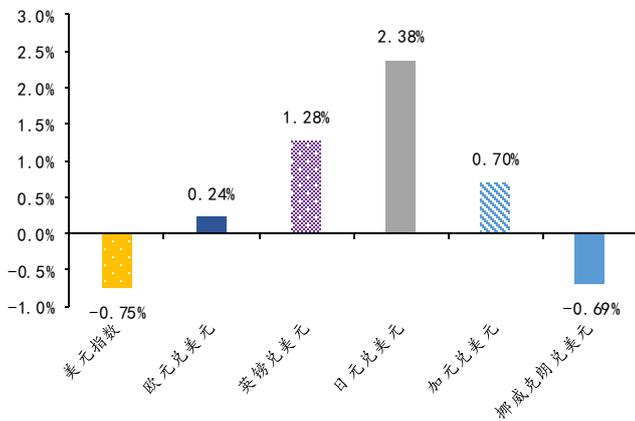
来源: Wind, 国金证券研究所

(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 0.75%。日元、英镑、加元和欧元兑美元分别升值 2.38%、1.28%、0.70% 和 0.24%；仅挪威克朗兑美元贬值 0.69%。主要新兴市场兑美元汇率涨跌分化, 菲律宾比索、韩元和印尼卢比兑美元分别升值 1.10%、0.90% 和 0.88%，雷亚尔和土耳其里拉兑美元分别贬值 1.19% 和 0.26%。

图表99: 当周, 美元指数下跌, 欧元兑美元升值

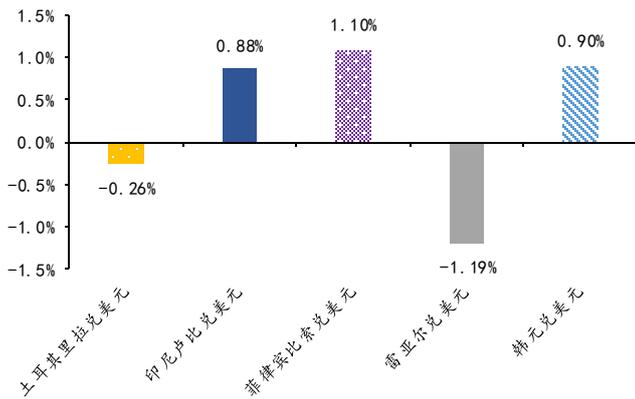
图表100: 当周, 欧元、英镑兑美元均升值



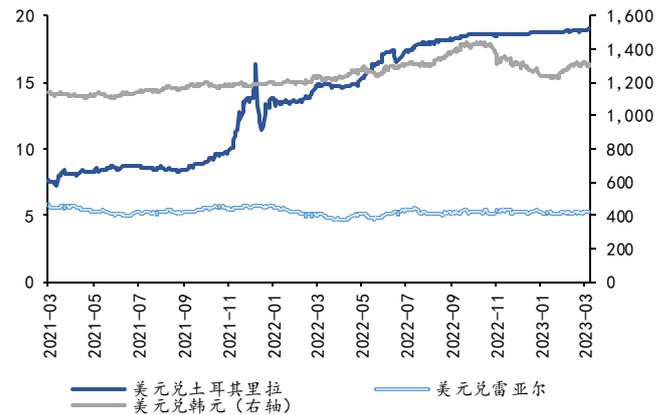
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表101: 当周, 主要新兴市场兑美元涨跌分化



图表102: 雷亚尔、土耳其里拉兑美元均贬值, 韩元升值

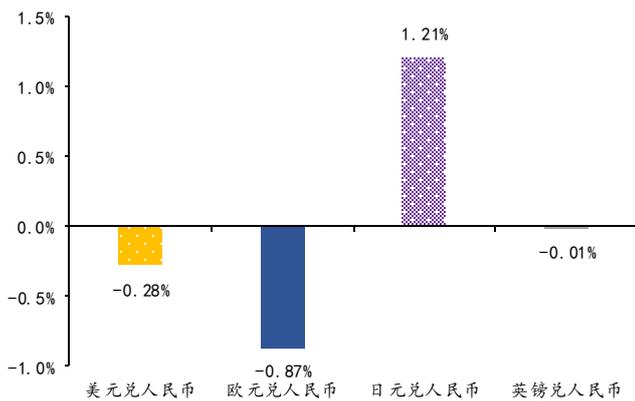


来源: Wind, 国金证券研究所

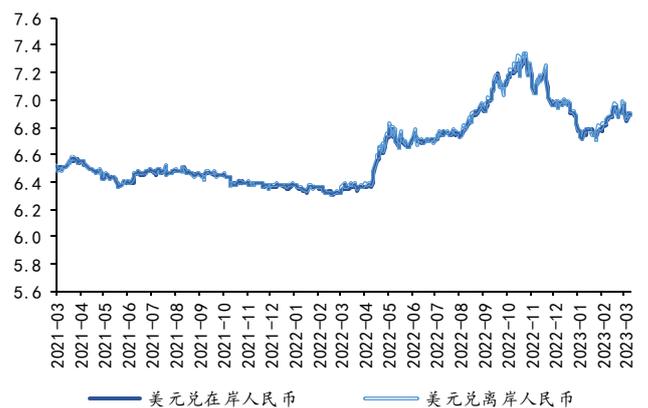
来源: Wind, 国金证券研究所

人民币汇率升值。欧元、美元和英镑兑人民币分别贬值 0.87%、0.28%和 0.01%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比下行 193bp 至 6.8867, 美元兑离岸人民币汇率下行 491bp 至 6.8898。

图表103: 当周, 美元和英镑兑人民币贬值



图表104: 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、有色、黑色和农产品价格普遍下跌, 贵金属价格均上涨

原油、黑色系和农产品价格均下跌或持平, 有色价格普遍下跌, 贵金属价格均上涨。其中, 跌幅最大的是焦煤、WTI 原油和豆油, 分别下跌 32.94%、12.96%和 12.00%; 上涨的仅有 COMEX 银、COMEX 黄金和 LME 镍; 其中, 由于煤矿加速复产而中下游采购积极性放缓, 焦煤价格大跌; 巴西丰产叠加宏观情绪扰动, 豆油价格大跌; 避险情绪推升贵金属价格。

图表105: 当周, 商品价格走势多数下跌

| 类别 | 品种 | 2023-03-17 | 2023-03-10 | 2023-03-03 | 2023-02-24 | 2023-02-17 |
|-----|---------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 原油 | WTI原油 | -12.96% | -3.77% | 4.40% | -0.03% | -4.24% |
| | 布伦特原油 | -11.85% | -3.55% | 3.21% | 0.19% | -3.92% |
| 贵金属 | COMEX黄金 | 6.24% | 0.78% | 1.76% | -1.10% | -0.89% |
| | COMEX银 | 10.16% | -5.61% | 1.51% | -3.75% | -1.23% |
| 有色 | LME铜 | -1.71% | -2.32% | 1.72% | -0.94% | -0.25% |
| | LME铝 | -0.78% | -4.41% | 2.04% | -0.72% | -3.77% |
| | LME镍 | 2.79% | -7.01% | -2.09% | -2.52% | -7.99% |
| | LME锌 | -0.67% | -4.68% | 2.58% | -0.37% | -3.04% |
| 黑色 | 动力煤 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 焦煤 | -32.94% | 0.00% | -14.26% | 25.07% | -9.81% |
| | 沥青 | -7.84% | 0.98% | 1.41% | -0.44% | -0.52% |
| | 铁矿石 | -0.31% | 0.31% | 2.63% | 1.25% | 2.68% |
| | 螺纹钢 | -6.65% | 3.76% | 3.15% | 1.92% | 5.19% |
| 农产品 | 生猪 | 0.00% | -2.75% | -6.24% | -0.98% | 6.26% |
| | 棉花 | -2.66% | -2.79% | 3.12% | 0.56% | -1.80% |
| | 豆粕 | -5.99% | -0.38% | -6.40% | 0.26% | -0.85% |
| | 豆油 | -12.00% | -1.50% | 1.29% | 0.30% | 4.03% |

来源: Wind, 国金证券研究所

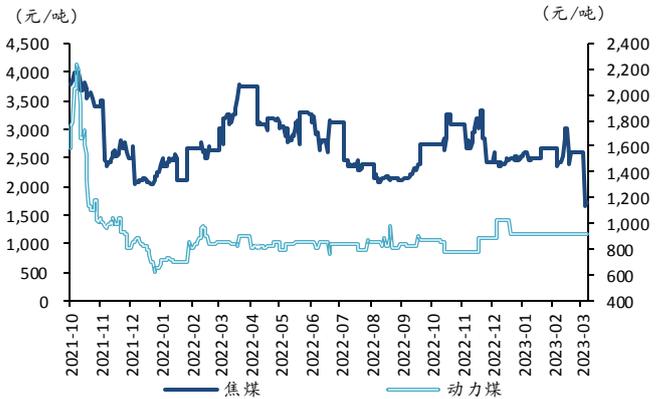
原油、有色、黑色和农产品价格普遍下跌, 贵金属价格均上涨。受恐慌情绪和需求预期下调的影响, WTI 原油价格大跌 12.96%至 66.74 美元/桶, 布伦特原油价格大跌 11.85%至 72.97 美元/桶。动力煤价格持平在 921 元/吨, 焦煤价格大跌 32.94%至 1730 元/吨。沥青、螺纹钢和铁矿石价格分别下跌 7.84%、6.65%和 0.31%至 3619 元/吨、4252 元/吨和 955 元/吨。

图表106: WTI 原油、布伦特原油价格大幅下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

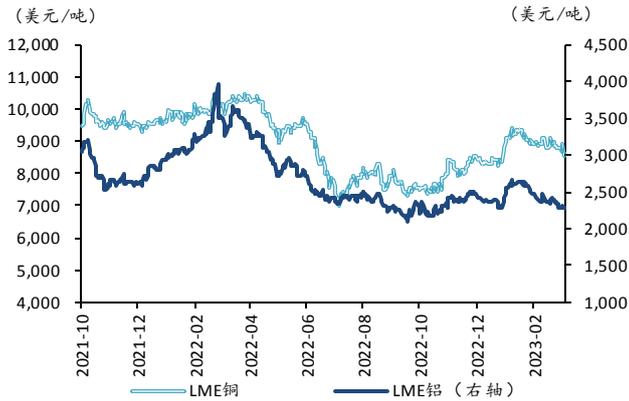
图表107: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格大跌



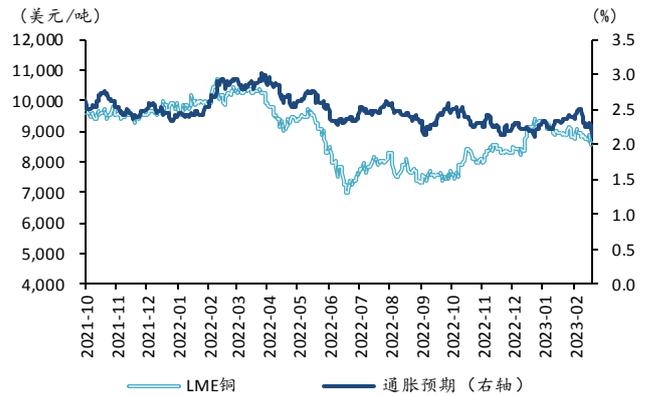
来源: Wind, 国金证券研究所

铜铝价格均下跌, 贵金属价格均上涨。LME 铜、LME 铝分别下跌 1.71%、0.78%至 8620 美元/吨、2279 美元/吨; 通胀预期从前值的 2.26%下降至 2.10%。COMEX 黄金上涨 6.24%至 1985.10 美元/盎司, COMEX 银上涨 10.16%至 22.07 美元/盎司; 10Y 美债实际收益率从前值的 1.44%下行至 1.29%。

图表108: 当周, 铜铝价格均下跌



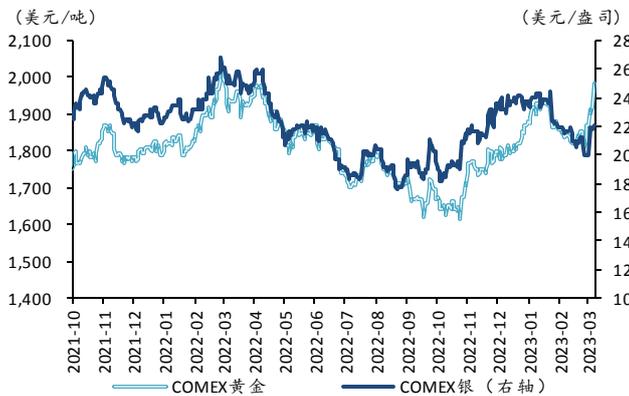
图表109: 当周, 通胀预期降温



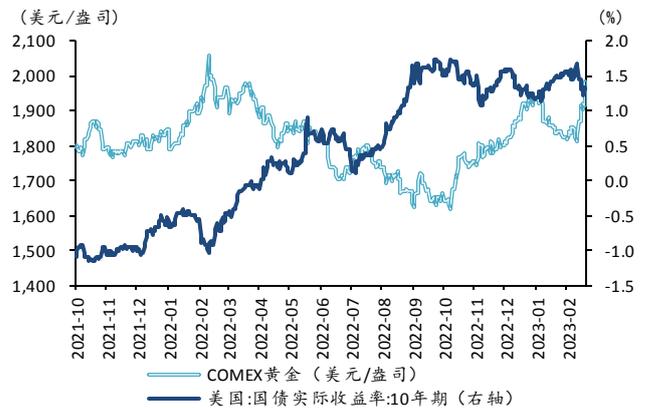
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表110: 当周, 黄金、白银价格均上涨



图表111: 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 |