

紧缩的“终章”系列之六

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

联系人：李欣越

lixinyue@gjzq.com.cn

瑞信事件会引发银行破产的“多米诺效应”吗？

继硅谷银行（SVB）之后，瑞信银行（CS）也步其后尘，走向终结。前者是美国第十六大银行，后者是全球系统重要性银行之一。两者相继破产，是否存在某种关联，还是各有其特殊性？市场关注的是：“谁是下一个”？

热点思考：瑞信事件会引发银行破产的“多米诺效应”吗？

瑞信破产的本质原因是战略转型的失败，表现为经营业绩的下滑和声誉受损。2022年，瑞信营收规模大幅下滑18%，净亏损73亿瑞郎。分业务来看，投资银行、财富管理、商业银行、资产管理税前净利润分别为-40.3亿瑞郎、1.0亿瑞郎、9.9亿瑞郎和0.3亿瑞郎。其中，投行业务是亏损的主要来源。

瑞信和硅谷银行破产都属于个体经营风险，是两个独立事件，但共性是：全球加息背景下的高融资成本和恐慌情绪的传染加剧了流动性冲击。瑞信和硅谷银行的资产负债表结构差异较大。与瑞信不同的是，硅谷银行破产的原因是激进的资产策略和特殊的负债结构，其中，后者才是根本原因：未被保险的存款占比高达92%，这加剧了储户的挤兑。

近期金融风险事件暂未引发“多米诺骨牌效应”。硅谷银行和瑞信银行破产的原因在美国和欧洲都不具有代表性，现有处置方案使其外溢效应有限。银行资本充足率水平相较2008年之前明显抬升，财务数据依然稳健。市场恐慌情绪正在企稳。后续重点关注中小银行负债端压力和资产端的“企业-商业地产-中小银行”风险链条。

海外基本面&重要事件：美国金融条件边际趋紧、欧美服务业PMI普遍改善，制造业弱于服务业

美国金融流动性较为宽松，但边际趋紧。受美国银行流动性危机影响，美国金融条件仍处于宽松区间但边际转紧，信用利差扩大，TED利差扩大，SOFR成交量上升，但SOFR99%分位利率偏离程度较低。芝加哥联储金融条件指数3月17日当周-0.2，前值-0.3，OFR金融压力指数3月23日0.8，前值0.6。

欧美服务业PMI普遍改善，制造业弱于服务业。3月欧美服务业PMI普遍回升，美国Markit服务业PMI升至53.8，欧元区服务业PMI升至55.6，法国升至55.5、德国回升至53.9，英国回落。制造业则明显弱于服务业，欧元区、英、法、德制造业PMI均回落，欧元区47，德国44，法国48，美国升至49。

全球高频数据显示美国商品消费回落，全球外出就餐继续改善。美国工业产值回落，初请失业持平前值；欧洲主要国家通胀上涨，美国核心通胀预测值反弹；全球航班流量回升，美国地铁、航班客运量增加；美国新房、成屋销售回升；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：硅谷银行事件冲击下，避险资产上涨，风险资产调整

全球主要股票指数多数上涨，港股领涨。恒指、纳指、标普500、法国CAC40、德国DAX、道指、英国富时100和日经225分别上涨2.3%、1.7%、1.4%、1.3%、1.3%、1.2%、1.0%和0.2%；仅澳大利亚普通股股指下跌0.7%。

发达国家10年期国债收益率涨跌分化。10Y美债收益率下行1.00bp至3.38%，德债下行21.00bp至2.03%，意大利和法国10Y国债收益率分别下行4.20bp和1.20bp，英国和日本10Y国债收益率分别上行19.54bp和2.20bp。

美元指数走弱，英镑和欧元兑美元升值，人民币升值。挪威克朗、日元、欧元和英镑兑美元分别升值2.13%、0.89%、0.88%和0.43%；仅加元兑美元贬值0.08%。在岸、离岸人民币兑美元分别升值0.27%、0.28%至6.8683、6.8707。

大宗商品价格涨跌分化，原油和贵金属上涨，有色和黑色涨跌互现，农产品价格下跌。受钢铁产能置换的政策干扰，黑色板块估值高位、叠加雨水较多钢材需求走弱的影响，螺纹钢和铁矿石价格分别回调3.81%和4.66%。

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、瑞信事件会引发银行破产的“多米诺效应”吗？	6
一问：瑞信事件的缘起、经过？硅谷银行破产是“催化剂”，财务造假是“临门一脚”	6
二问：瑞信与硅谷银行的异同？独立事件，加息周期下高融资成本和恐慌情绪均有助推	7
三问：会否引发银行破产的“多米诺效应”？系统性风险或相对可控，中小银行值得关注	10
二、海外基本面&重要事件	13
（一）流动性：金融条件宽松，但边际趋紧	13
（二）通胀：欧洲主要国家通胀上涨，美国核心通胀预测值反弹	14
（三）景气与领先：欧美服务业 PMI 回升，服务业好于制造业	16
（四）生产与就业：生产活动回落，初请失业持平前值	17
（五）消费：美国商品消费回落、欧美外出就餐改善	19
（六）地产：美国地产销售回升	20
（七）库存：商业原油库存增加，天然气库存偏高	21
（八）供应链：全球航班流量回升，纽约地铁载客量回升	21
三、大类资产高频跟踪（2023/03/18-2023/03/25）	22
（一）权益市场追踪：全球资本市场多数上涨	22
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率涨跌分化	24
（三）外汇市场追踪：美元指数走弱，人民币兑美元升值、兑欧盟和英镑贬值	25
（四）大宗商品市场追踪：原油、贵金属上涨，有色、黑色涨跌互现，农产品价格下跌	26
风险提示	28

图表目录

图表 1：瑞信的经营情况“每况愈下”	6
图表 2：2022 年 Q2 以来，瑞信投行业务连续 3 季度亏损	6
图表 3：2021 年 Q2 起，瑞信的投行业务规模大幅萎缩	6
图表 4：2022 年 Q4，瑞信财富管理的资产大幅流出	6
图表 5：瑞信由风险暴露到被 UBS 收购的时间线梳理	7
图表 6：UBS 收购瑞信的方案明细	7
图表 7：收购方案出台后，市场情绪边际缓解	7
图表 8：瑞信问题由来已久，硅谷银行问题刚刚出现	8
图表 9：风投规模锐减，银行客户现金流恶化	8
图表 10：2022 年起，硅谷银行的存款不断减少	8
图表 11：硅谷银行现金及等价物快速减少	8

图表 12: 瑞信重组前后主要受损者损失规模.....	9
图表 13: 硅谷银行是美国历史上第二大商业银行破产案.....	9
图表 14: 瑞信与硅谷银行资产规模对比.....	9
图表 15: 瑞信与硅谷银行负债端结构对比.....	9
图表 16: 硅谷银行、瑞信均出现了存款的大幅流失.....	10
图表 17: 瑞士、美国的融资成本在加息周期中持续抬升.....	10
图表 18: 瑞信经营表现在欧洲主要银行中最差.....	10
图表 19: 仅瑞信在去年出现了流动性覆盖率的大幅下滑.....	10
图表 20: 对瑞信风险敞口较高的多为基金等机构.....	11
图表 21: 类似于瑞信安排的 AT1 债券并不多见.....	11
图表 22: 1933 年以来, 美国经历了 3 轮倒闭潮.....	11
图表 23: 2008 年以来, 美国银行一级资本充足率抬升.....	11
图表 24: 2008 年以来, 欧洲各国一级资本充足率抬升.....	12
图表 25: 美国金融条件仍相对比较宽松.....	12
图表 26: 小型银行现金占比快速下降.....	12
图表 27: 部分中小型银行已经出现存款快速下降的情况.....	12
图表 28: 资金快速向货币市场基金外流.....	13
图表 29: FHLB 债券发行量大幅增加.....	13
图表 30: 芝加哥联储金融条件较宽松.....	13
图表 31: OFR 金融压力指数回落.....	13
图表 32: 美国企业债信用利差扩大.....	13
图表 33: 美国 TED 利差扩大.....	13
图表 34: 美国 SOFR99%与 SOFR 偏离不大.....	14
图表 35: 美国 SOFR 成交量上升较快.....	14
图表 36: 全球主要国家政策利率上限, 美国 4.75%, 欧元区 3%.....	14
图表 37: 全球主要国家 CPI 热力图, 英国升至 10.4%.....	15
图表 38: 本周原油价格微涨.....	15
图表 39: 上周美国汽油价格降至 3.3 美元/加仑.....	15
图表 40: 本周天然气价格下降.....	15
图表 41: 本周 10 年盈亏平衡通胀上升.....	15
图表 42: 克利夫兰联储预测 3 月美国 CPI 回落至 5.2%.....	16
图表 43: 克利夫兰预测 3 月核心 CPI 回升至 5.7%.....	16
图表 44: 美国 3 月综合 PMI 升至 53.3, 前值 50.1.....	16
图表 45: 美国 3 月服务业 PMI 为 53.8, 制造业 49.3.....	16
图表 46: 美国经济好于预期, 欧洲和日本边际走弱.....	16

图表 47: 本周中国经济意外指数回落	16
图表 48: 全球主要国家制造业 PMI, 3 月欧元区、英、法、德回落	17
图表 49: 欧洲服务业 PMI, 法国、德国回升, 英国下降	17
图表 50: 上周纽约联储 WEI 指数 1.0%, 前值 0.9%	18
图表 51: 欧元区周度 GDP 跟踪 3.0%, 前值 2.8%	18
图表 52: 上周美国粗钢产量 169 万短吨, 前值 168 万	18
图表 53: 上周美国粗钢产能利用率 75%, 前值 75%	18
图表 54: 美国 3 月 18 日当周初请失业人数降至 19 万	18
图表 55: 持有失业保险人群的失业率 1.2%	18
图表 56: 美国 2 月制造业产出指数回落	19
图表 57: 美国 2 月工业总产值 0.4%, 前值 1.4%	19
图表 58: 美国红皮书零售增速 3.2%, 前值 2.6%	19
图表 59: 美国红皮书零售增速 3 月弱于季节性	19
图表 60: 全球 Open Table 用餐人数加速回升	19
图表 61: 主要城市外出就餐修复加速	19
图表 62: 美国 2 月消费及分项增速普遍回落	20
图表 63: 2 月美国新房销售回升	20
图表 64: 2 月美国成屋销售回升	20
图表 65: 美国 MBA 抵押贷款购买指数上周回升	20
图表 66: 上周 REALTOR 房屋挂牌价增速 0.06%	20
图表 67: 本周美 30 年贷款利率降至 6.4%, 十债 3.4%	21
图表 68: 美国抵押贷款综合指数上周回升至 221	21
图表 69: 上周美国原油库存增加 112 万桶	21
图表 70: 上周美国战略原油储备不变	21
图表 71: 原油库存高于去年同期, 低于 2021 年同期	21
图表 72: 美国天然气库存处于同期较高位置	21
图表 73: 本周 BDI 指数小幅回落至 1484	22
图表 74: 本周 CCFI 海运价格延续回落	22
图表 75: 本周意大利、德国航班流量回升	22
图表 76: 本周, 美国主要城市机场乘客流量回升	22
图表 77: 纽约地铁载客量延续上升 370 万人	22
图表 78: 美国 TSA 安检人数上升, 但低于 2019	22
图表 79: 当周, 发达国家股指普遍上涨	23
图表 80: 当周, 新兴市场股指涨跌分化	23
图表 81: 当周, 美股行业多数上涨	23

图表 82: 当周, 欧元区行业普遍上涨	23
图表 83: 当周, 恒生指数全线上涨	24
图表 84: 当周, 恒生行业涨跌分化	24
图表 85: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率涨跌分化	24
图表 86: 当周, 美德 10Y 收益率下行, 英国上行	24
图表 87: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益率多数下跌	25
图表 88: 当周, 土耳其和巴西 10Y 利率分别上行、下行	25
图表 89: 当周, 美元指数下跌, 欧元兑美元升值	25
图表 90: 当周, 欧元、英镑兑美元均升值	25
图表 91: 当周, 主要新兴市场兑美元普遍上涨	25
图表 92: 土耳其里拉兑美元贬值, 雷亚尔、韩元升值	25
图表 93: 当周, 美元和英镑兑人民币分别贬值和升值	26
图表 94: 当周, 人民币兑美元升值	26
图表 95: 当周, 商品价格走势涨跌互现	26
图表 96: WTI 原油、布伦特原油价格上涨	27
图表 97: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格上涨	27
图表 98: 当周, 铜铝价格均上涨	27
图表 99: 当周, 通胀预期升温	27
图表 100: 当周, 黄金、白银价格均上涨	27
图表 101: 当周, 10Y 美债实际收益率下行	27

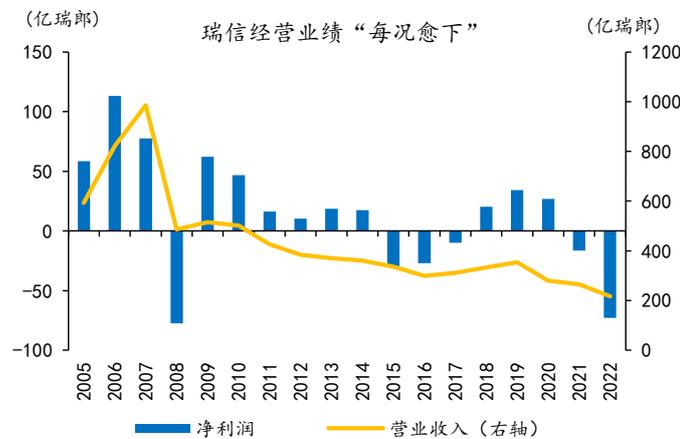
继硅谷银行 (SVB) 之后，瑞信银行 (CS) 也步其后尘，走向终结。前者是美国第十六大银行，后者是全球系统重要性银行之一。两者相继破产，是否存在某种关联，还是各有其特殊性？市场关注的是：“谁是下一个”？

一、瑞信事件会引发银行破产的“多米诺效应”吗？

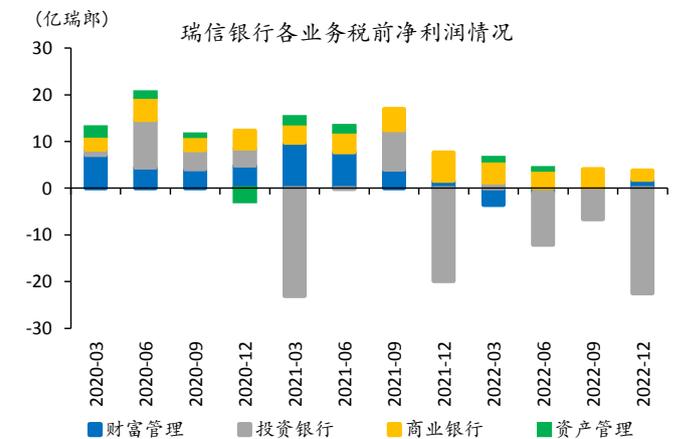
一问：瑞信事件的缘起、经过？硅谷银行破产是“催化剂”，财务造假是“临门一脚”

瑞信破产的核心是战略转型的失败。在投行业务接连暴雷后，瑞信声誉大幅受损，导致其经营持续亏损、客户资产快速流出。2022 年瑞信营收规模大幅下滑 18%，净亏损 73 亿瑞郎。分业务来看，投资银行、财富管理、商业银行、资产管理税前净利润分别为-40.3 亿瑞郎、1.0 亿瑞郎、9.9 亿瑞郎和 0.3 亿瑞郎；投行业务是其亏损的主要来源。2021 年 3 月，瑞信投行接连遭遇 Archegos 爆仓、Greensill 破产等事件冲击；2022 年的客户信息暴露丑闻及暴露出的洗钱等违法活动更是“重创”其声誉。声誉受损导致投行业务规模快速萎缩，财管等资金也大幅流出。

图表1：瑞信的经营情况“每况愈下”



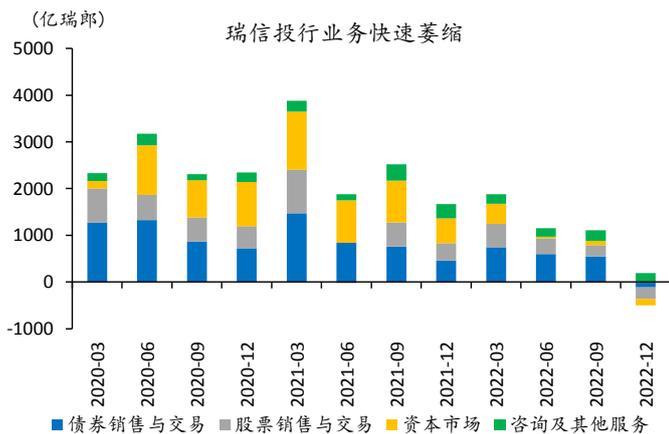
图表2：2022 年 Q2 以来，瑞信投行业务连续 3 季度亏损



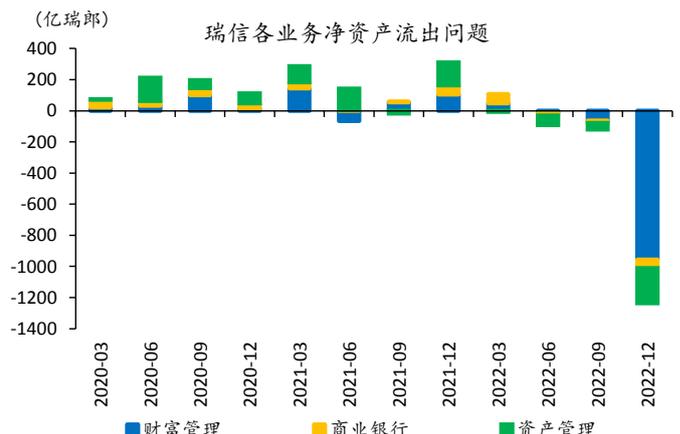
来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表3：2021 年 Q2 起，瑞信的投行业务规模大幅萎缩



图表4：2022 年 Q4，瑞信财富管理的资产大幅流出

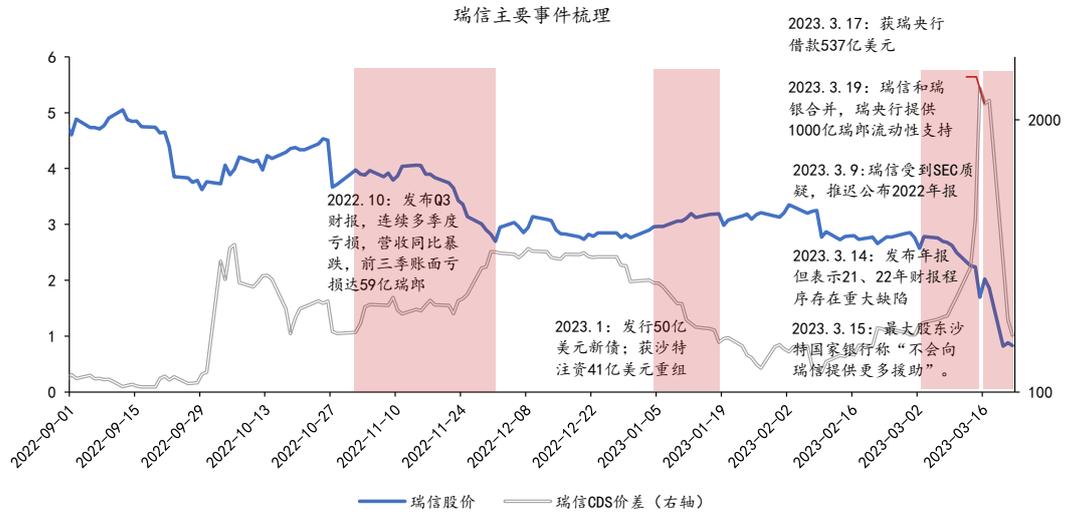


来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

硅谷银行破产事件加剧了市场对瑞信风险的担忧，暴露在“聚光灯”下的财务造假则直接引爆了市场的恐慌。2023 年 1 月，瑞士信贷发行 50 亿美元新债，同时获大股东沙特国家银行注资 41 亿美元重组；市场对其担忧小幅缓解，瑞信股价窄幅震荡，而其信用违约互换价差则一度由 2022 年底的 442.4bp 走低至 2023 年 3 月 8 日的 231.5bp。3 月 9 日，硅谷银行破产事件让市场再度聚焦银行业风险，瑞信 CDS 在 3 个交易日大幅上行 162bp。与此同时，3 月 14 日瑞信表示 21、22 年财报程序存在重大缺陷，3 月 15 日沙特国家银行称“不会向瑞信提供更多援助”直接引爆市场恐慌情绪，瑞信股价大幅走低、CDS 飙升。

图表5: 瑞信由风险暴露到被 UBS 收购的时间线梳理



来源: 瑞士信贷, Bloomberg, 国金证券研究所

3月19日,在瑞士央行和FINMA的主导下,UBS以30亿瑞士法郎的价格收购瑞信全部股份;收购方案公布后,市场恐慌情绪边际缓解。瑞士信贷为系统性重要金融机构,为避免其破产对全球金融市场的冲击,瑞士监管方果断出手,主导了UBS对瑞信的收购。收购方案中,UBS出价30亿瑞郎收购全部瑞信股份,158亿瑞郎的瑞信AT1债券被全部减计。方案出台后,欧洲银行股指数阶段性企稳,欧洲斯托克600银行价格指数在随后2个交易日大幅反弹5.11%;但债权资产先于股权资产“清零”引发市场担忧,AT1债券价格暴跌。

图表6: UBS 收购瑞信的方案明细

条款	瑞信和瑞信并购案内容	备注
交易结构	全股份合并	
对价	-30亿瑞士法郎,相当于每股瑞信股份0.76瑞士法郎 -每股瑞信股份换购22.48股瑞信股份	
批准程序	-无需股东批准 -交易得到瑞信当局的全力支持 -需获得瑞士以外司法管辖区的监管部门批准,与瑞士政府和相关监管机构合作以加快时间表	-不限制负商誉并购
管理	-合并集团董事长Colm Kelleher -合并集团首席执行官Ralph Hamers	-瑞央行将在公告和完成期间为瑞士信贷提供监督 -瑞政府已行使其紧急权力,以促进迅速完成合并,而无需股东批准
损失保护	-250亿瑞士法郎的下行保护,以支持并购价格调整和重组成本 -瑞士金融监管局注销了158亿瑞士法郎的瑞信AT1工具 -对于非核心资产,如果损失超过50亿瑞士法郎,瑞当局将提供90亿瑞士法郎的保护,这将由瑞信承担 -从上述风险加权资产救济中受益	-预计将于23年二季度完成,但需获得快速监管批准
流动性	瑞央行提供重要流动性支持	

来源: 瑞士信贷, UBS, 国金证券研究所

图表7: 收购方案出台后,市场情绪边际缓解

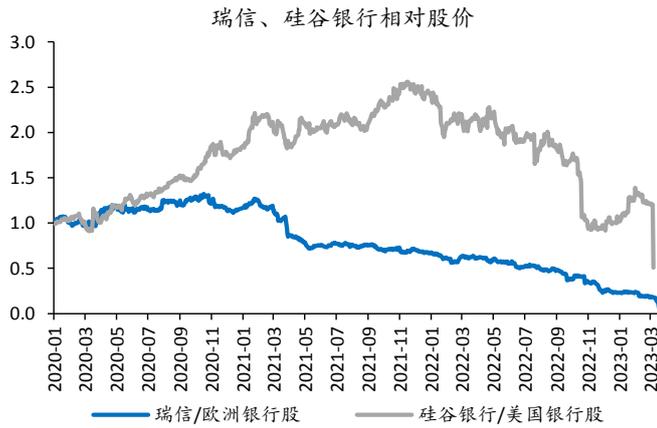


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

二问: 瑞信与硅谷银行的异同? 独立事件, 加息周期下高融资成本和恐慌情绪均有助推

从背后原因来看,瑞信问题的本质经营失败和声誉受损,硅谷银行则是市场流动性持续收紧下流动性问题的暴露;二者并无内在联系。瑞信的问题由来已久,2020年以来,瑞信的股价即持续跑输欧洲银行板块;其问题的内核在于接连丑闻冲击下瑞信声誉遭遇了不可逆的损伤,流动性环境的收紧仅仅有所催化。而硅谷银行的问题则完全由当下流动性环境持续收紧所致。2022年Q1以来,硅谷银行客户资金不断流出,总存款大幅减少250亿美元,而其现金在大幅减少102亿美元后仅剩138亿美元,被迫抛售美债兑现浮亏。

图表8: 瑞信问题由来已久, 硅谷银行问题刚刚出现



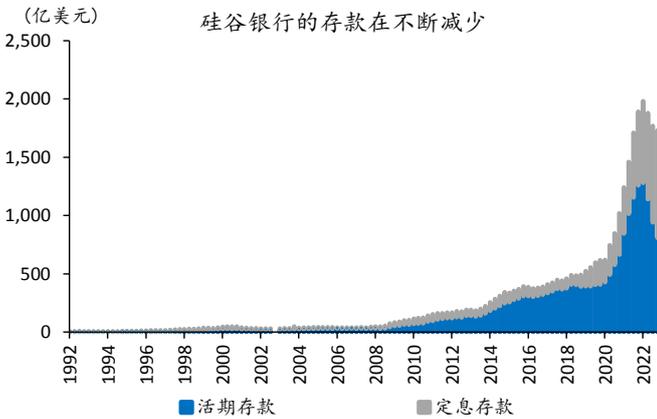
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表9: 风投规模锐减, 银行客户现金流恶化



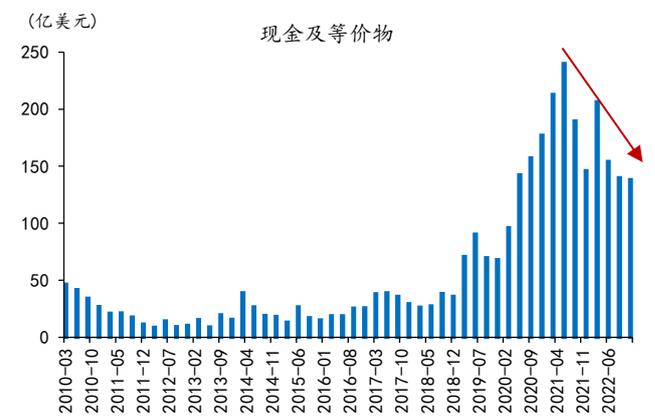
来源: SVB 公告, 国金证券研究所

图表10: 2022年起, 硅谷银行的存款不断减少



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

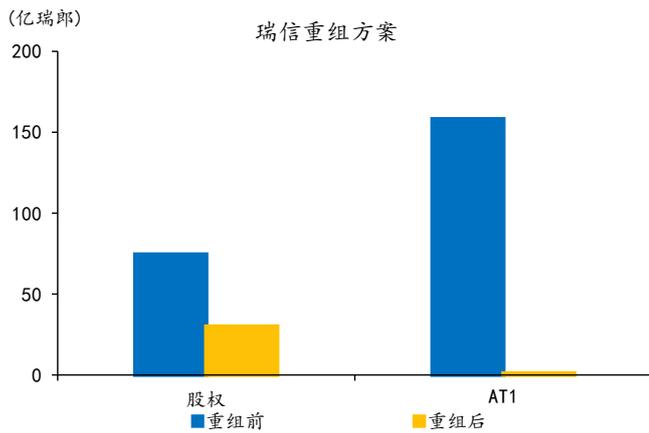
图表11: 硅谷银行现金及等价物快速减少



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

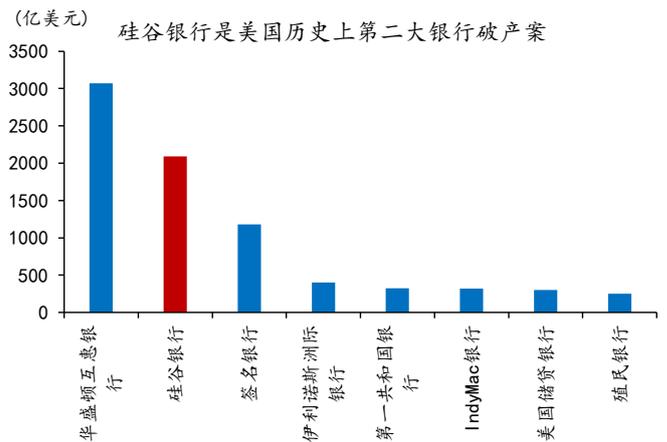
从解决方案看, 监管结构的处理方式也差异较大; 对于系统性重要银行瑞信, 瑞士监管方主导了重组方案使其被并购, 而对于非系统性重要银行, 美国监管方则任其破产。作为系统重要性金融机构, 瑞信的总资产规模高达 5764 亿美元, 远高于硅谷银行的 2118 亿美元; 同时, 瑞信大量 52% 的负债均为同业存单、债券等, 向同业的溢出风险更是远高于负债端以存款为主的硅谷银行。问题暴露后, 瑞士央行与 FINMA 快速主导了瑞信的重组; 相较 3 月 17 日收盘, 瑞信股权投资者、AT1 投资者分别承受了 44 亿瑞郎和 158 亿瑞郎的损失。而对风险溢出效应较低的硅谷银行, 美国监管方则并未任其破产、未直接救济。

图表12: 瑞信重组前后主要受损者损失规模



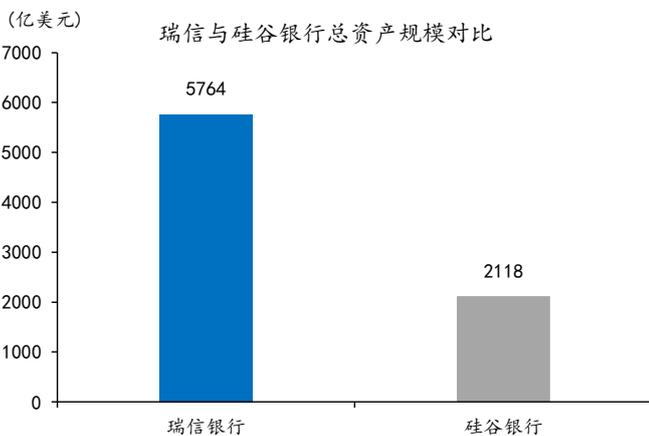
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表13: 硅谷银行是美国历史上第二大商业银行破产案



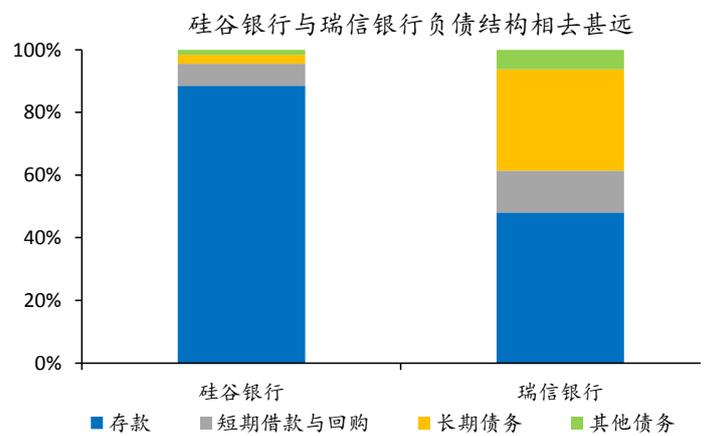
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表14: 瑞信与硅谷银行资产规模对比



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

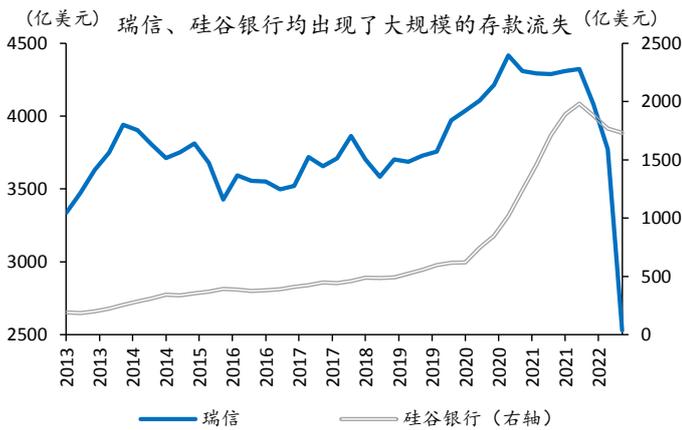
图表15: 瑞信与硅谷银行负债端结构对比



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

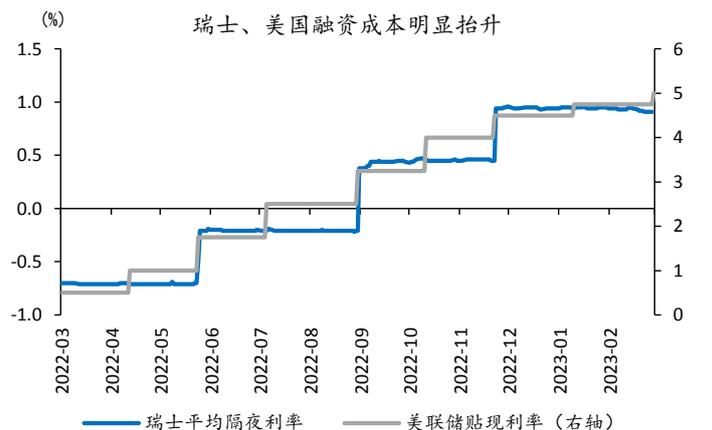
虽然两起事件相对独立,但均显露了恐慌情绪与高利率环境下银行体系部分环节的脆弱性。截至2022年底,瑞信、硅谷银行一级普通股资本充足率分别高达14.1%和12.1%,均相对健康,但风险则突如其来。一方面,市场信心的缺失往往会加速风险的暴露。在2022年10月季报暴雷后,瑞信的银行存款大幅流失,单4季度即减少1244亿美元;硅谷银行在3月8日的资产出售与再融资公告同样引发了市场的挤兑。另一方面,负债端融资成本的不断抬升加剧了银行的经营风险,高利率环境也使得商业银行在面临风险时脆弱性更高。

图表16: 硅谷银行、瑞信均出现了存款的大幅流失



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表17: 瑞士、美国的融资成本在加息周期中持续抬升

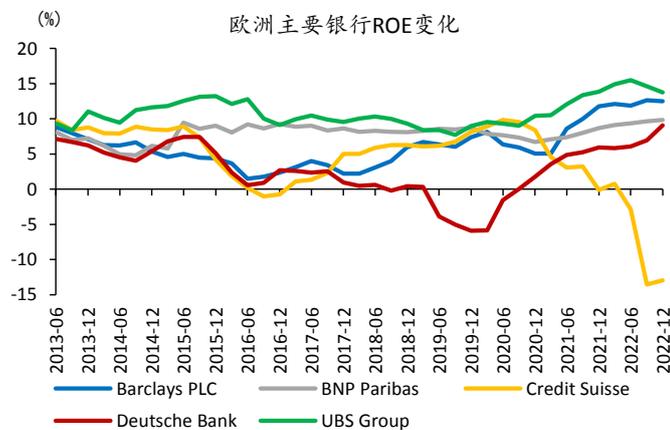


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

三问: 会否引发银行破产的“多米诺效应”? 系统性风险或相对可控, 中小银行值得关注

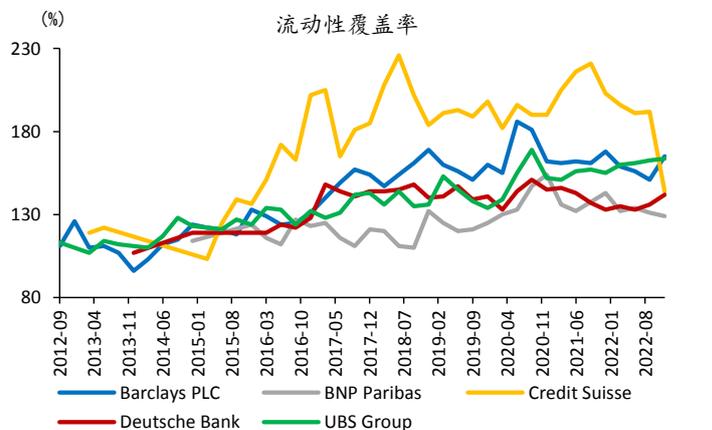
欧洲系统性重要银行经营状况尚可, 瑞信问题是个例、并不普遍。瑞信的溢出风险相对可控, 直接损失主要由基金承担; AT1 问题有其特殊性, 情绪修复后传染或将结束。1) 2022 年, 仅瑞信 ROE 出现大幅下滑, 其他欧洲系统性重要银行的 ROE 仍相对健康; 存款流失下, 瑞信流动性覆盖率由 192% 骤降至 144%, 而其他银行均相对稳健; 2) 相对 2022 年末, 瑞信事件的直接受损者主要有安联保险及先锋、黑石等资产公司, 其他机构对瑞信的风险敞口相对有限; 3) AT1 事件有其特殊性: i) 其触发机制为永久减计; ii) 其为系统性重要银行, FINMA 主导重组时无需债权人同意; iii) 瑞士监管方案中未标明清偿顺序。

图表18: 瑞信经营表现在欧洲主要银行中最差



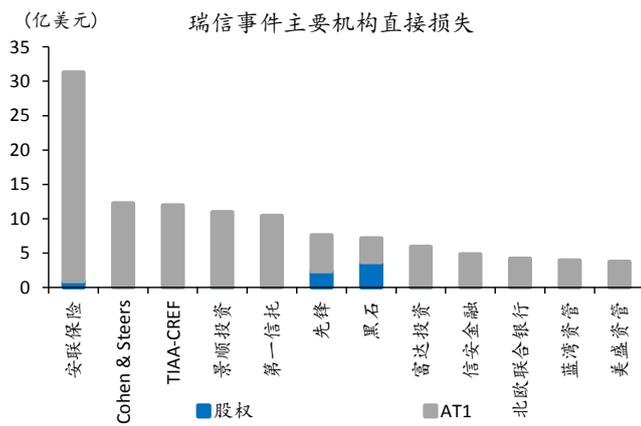
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表19: 仅瑞信在去年出现了流动性覆盖率的大幅下滑



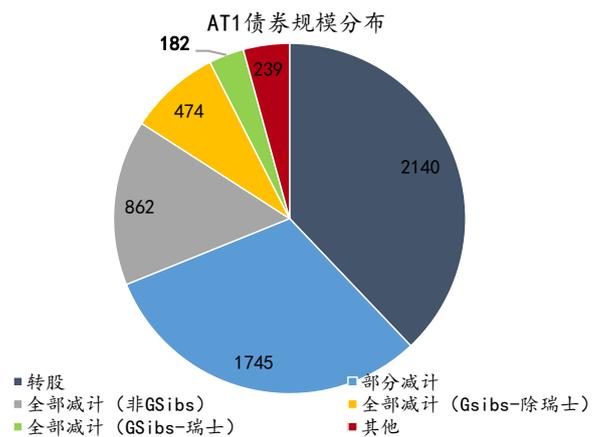
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表20: 对瑞信风险敞口较高的多为基金等机构



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

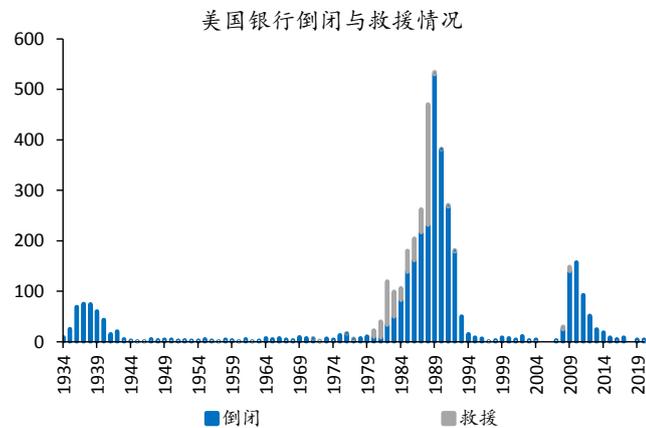
图表21: 类似于瑞信安排的 AT1 债券并不多见



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

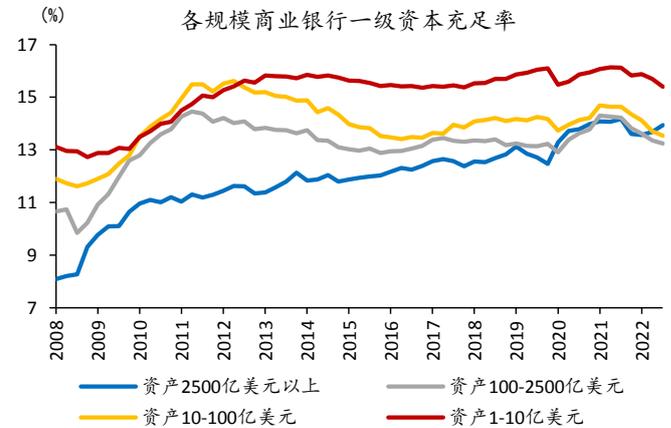
当下欧美银行底层资产则相对健康、资本充足率有显著提升、金融市场环境相对稳定, 目前系统性风险或相对可控。1) 历史回溯来看, 银行倒闭潮多为底层资产的风险暴露。如 1933 年的倒闭潮, 问题资产多为用于加杠杆投资股市的居民贷款; 1980 年代的储贷危机中, 问题资产多为能源企业贷款; 2008 年金融危机中问题资产多为次级贷款; 而当下欧美银行底层资产仍相对健康; 2) 2008 年以来, 随着对金融机构监管的趋严、《巴塞尔协议三》的推进, 欧美商业银行一级资本充足率明显抬升; 3) 风险事件发生后, 从彭博金融市场条件指数、金融研究办公室金融压力指数等指标来看, 金融环境仍相对比较宽松。

图表22: 1933 年以来, 美国经历了 3 轮倒闭潮



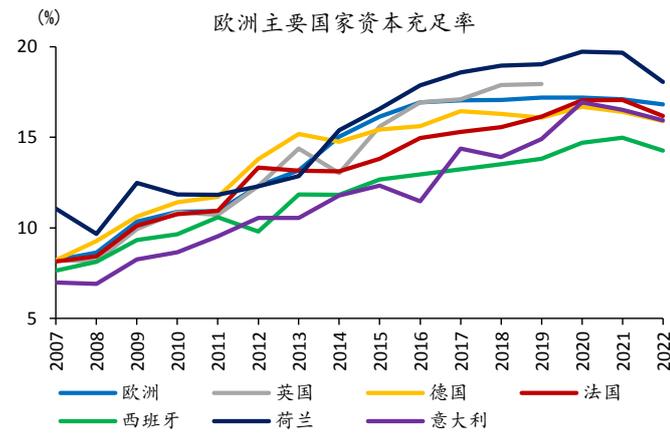
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表23: 2008 年以来, 美国银行一级资本充足率抬升



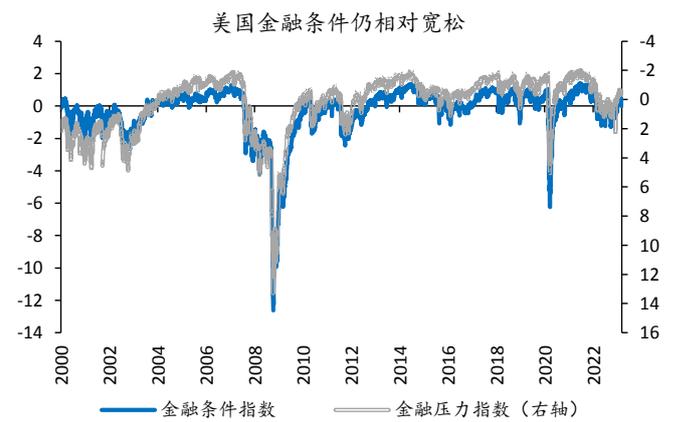
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表24: 2008年以来, 欧洲各国一级资本充足率抬升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表25: 美国金融条件仍相对比较宽松



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

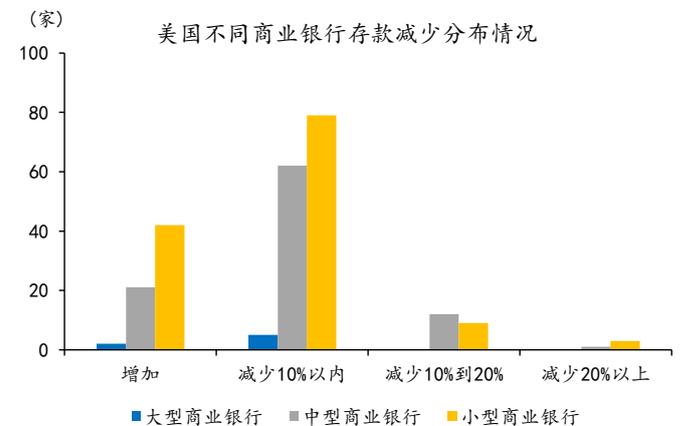
但是, 金融风险的传染往往是非线性的, 恐慌情绪或将加速部分脆弱环节的风险暴露, 中小银行或“首当其冲”。当下, 货币市场的隔夜逆回购利率高达 4.8%, 对居民存款吸引力显著增强。部分中小型银行已经开始出现存款快速下降的情况; 罗素 3000 成分股的 236 家银行中, 已有 25 家中小型银行存款较去年同比下滑超过 10%, 其中 4 家已超过 20%。资产端, 小型银行现金及等价物的资产占比仅为 6.1%, 存款下滑一旦失速, 较低的现金及超额准备金, 或使这类银行被迫出售 AFS 与 HTM 兑现浮亏。当下, 从 FHLB 债券发行量、美联储贴现窗口、BTFF 使用量来看, 已有不少中小银行在承受高融资成本下“苟延残喘”。

图表26: 小型银行现金占比快速下降



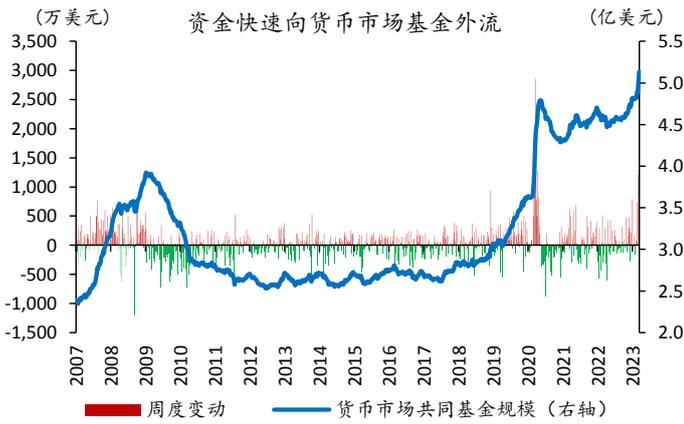
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表27: 部分中小型银行已经出现存款快速下降的情况



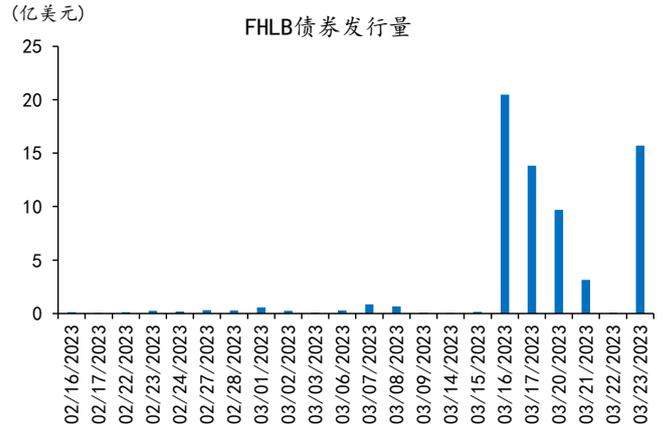
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表28: 资金快速向货币市场基金外流



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表29: FHLB 债券发行量大幅增加



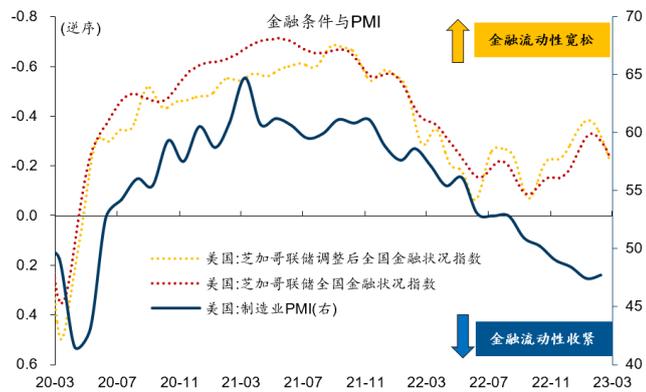
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

二、海外基本面&重要事件

(一) 流动性: 金融条件宽松, 但边际趋紧

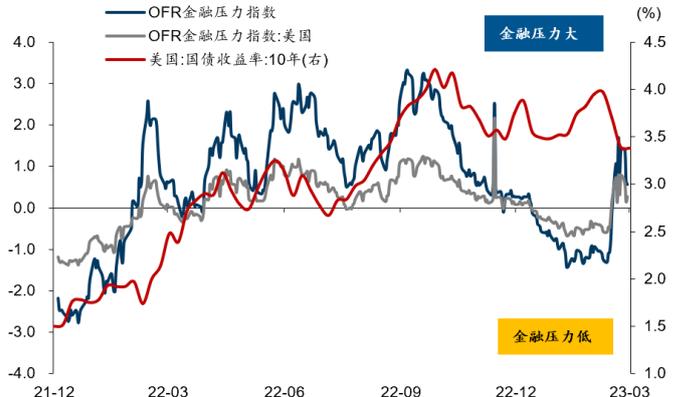
美国金融流动性较为宽松, 但边际趋紧。受美国银行流动性危机影响, 美国金融条件仍处于宽松区间但边际转紧, 流动性压力上升, 信用利差扩大, TED 利差扩大, SOFR 成交量上升, 但 SOFR99%分位利率偏离程度较低。芝加哥联储金融条件指数 3 月 17 日当周-0.2, 前值-0.3, OFR 金融压力指数 3 月 23 日 0.8, 前值 0.6。

图表30: 芝加哥联储金融条件较宽松

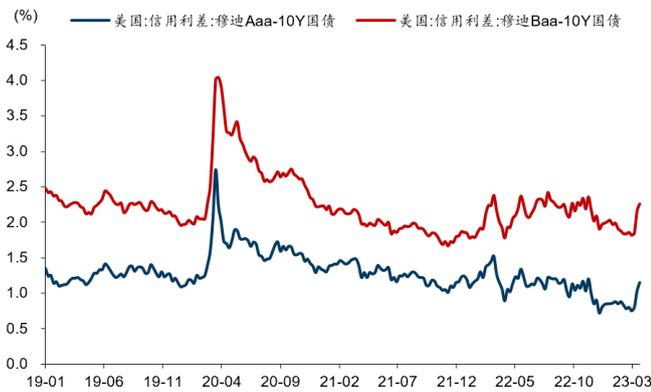


来源: wind、国金证券研究所

图表31: OFR 金融压力指数回落

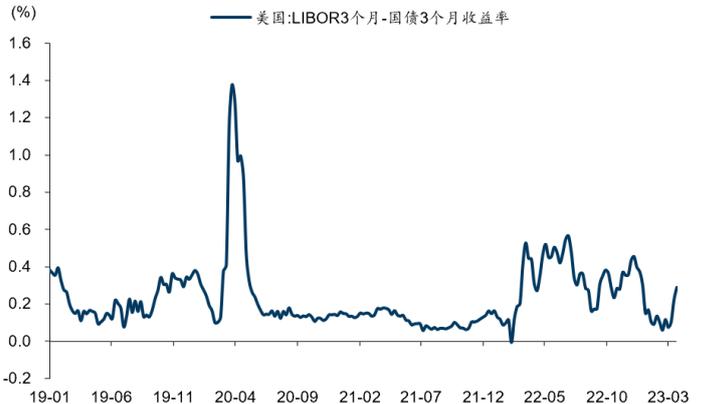


图表32: 美国企业债信用利差扩大



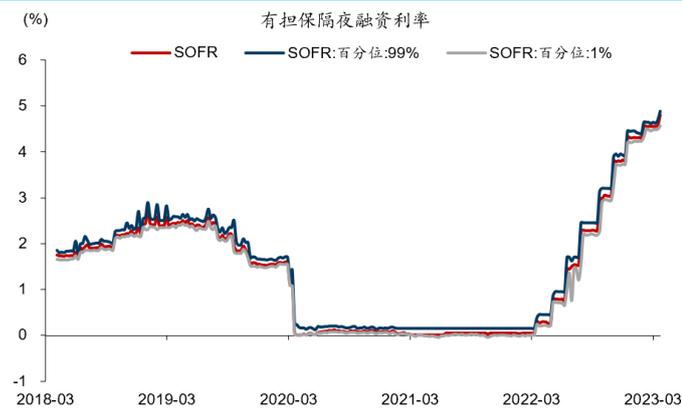
来源: WIND、国金证券研究所

图表33: 美国 TED 利差扩大



来源: Wind、国金证券研究所

图表34: 美国 SOFR99%与 SOFR 偏离不大



来源: WIND、国金证券研究所

图表35: 美国 SOFR 成交量上升较快



来源: Wind、国金证券研究所

图表36: 全球主要国家政策利率上限, 美国 4.75%, 欧元区 3%

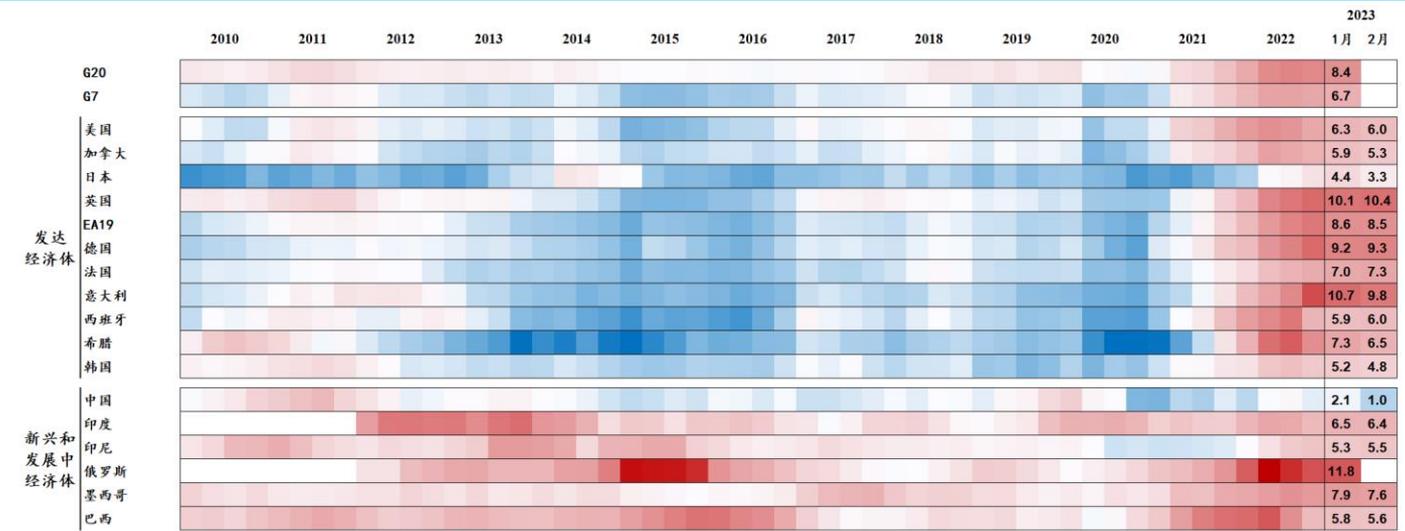
	最新利率	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09
发达国家																			
美国	% 4.75	0.25		0.50	0.75		0.75		0.75	0.75	0.50		0.25						
欧元区	% 3.00	0.50		0.50	0.75		0.75		0.50										
英国	% 4.00	0.50		0.50	0.75		0.50	0.50		0.25	0.25		0.25	0.25		0.15			
日本	% -0.10																		
加拿大	% 4.50		0.25	0.50		0.50	0.75		1.00	0.50		0.50	0.25						
澳大利亚	% 3.35	0.25		0.25	0.25	0.25	0.50	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		0.25				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	0.40								
韩国	% 3.50		0.25		0.25	0.50		0.25	0.50		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	0.50	0.25											
马来西亚	% 2.75				0.25		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	-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	1.50		1.50		1.50	1.00
墨西哥	% 11.00	0.50		0.50	0.75		0.75	0.75		0.75	0.50		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	0.75	0.25	0.25								

来源: CEIC、国金证券研究所

(二) 通胀: 欧洲主要国家通胀上涨, 美国核心通胀预测值反弹

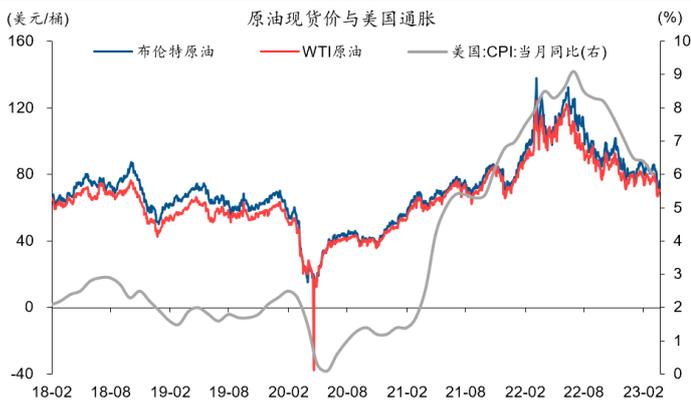
欧洲主要国家通胀上涨, 美国核心通胀预测值反弹。2月欧洲主要经济体CPI上涨, 英国升至10.4%, 德国升至9.3%, 法国升至7.3%。克利夫兰联储预测3月美国CPI同比回落至5.2%, 核心CPI同比反弹至5.7%。本周布油价格73美元/桶, 上周72美元/桶; WTI原油69美元/桶, 前值67美元/桶。美国零售汽油价格3月20日当周3.3美元/加仑。天然气价格降至2.2美元。

图表37: 全球主要国家 CPI 热力图, 英国升至 10.4%



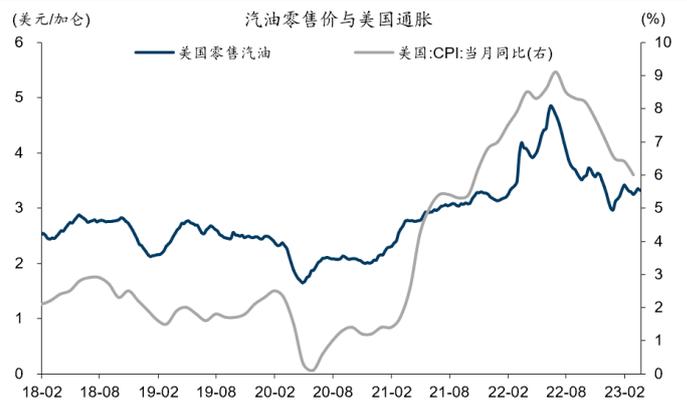
来源: CEIC、国金证券研究所

图表38: 本周原油价格微涨



来源: wind、国金证券研究所

图表39: 上周美国汽油价格降至 3.3 美元/加仑

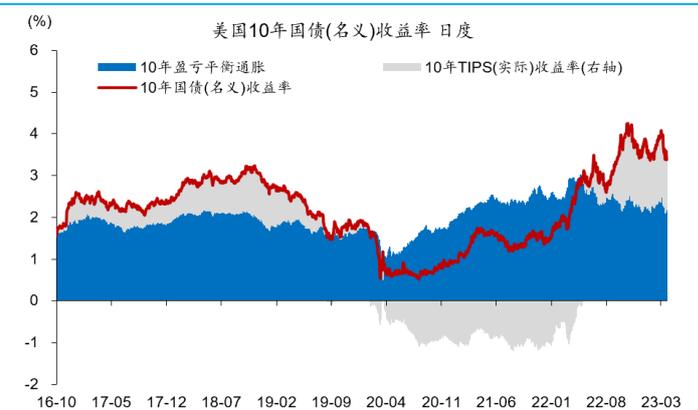


图表40: 本周天然气价格下降



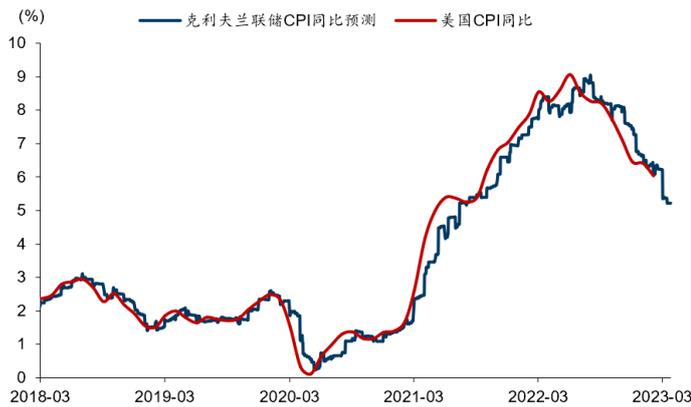
来源: Wind、国金证券研究所

图表41: 本周 10 年盈亏平衡通胀上升



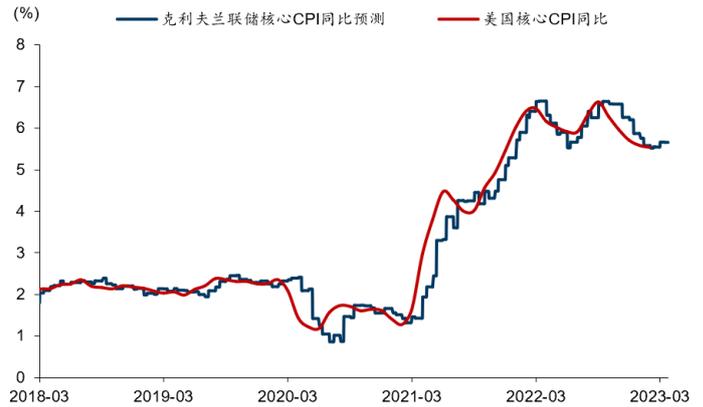
来源: Wind、国金证券研究所

图表42: 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43: 克利夫兰联储预测3月核心CPI回升至5.7%



来源: Wind、国金证券研究所

(三) 景气与领先: 欧美服务业PMI回升, 服务业好于制造业

美国PMI延续改善, 发达经济体服务业好于制造业。3月欧美服务业PMI普遍回升, 制造业弱于服务业, 美国Markit服务业PMI升至53.8, 制造业PMI升至49.3。3月24日当周, 美国花旗意外指数上升, 欧洲和日本边际转弱, 中国回落。欧元区服务业PMI升至55.6, 法国、德国回升, 英国下降。3月欧元区、英、法、德制造业PMI均回落。

图表44: 美国3月综合PMI升至53.3, 前值50.1



来源: WIND、国金证券研究所

图表45: 美国3月服务业PMI为53.8, 制造业49.3



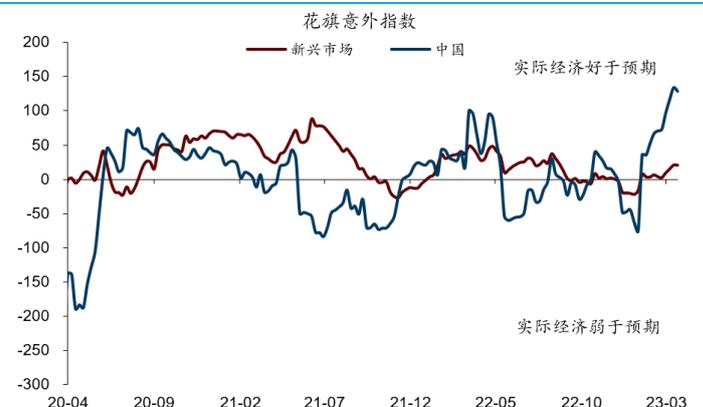
来源: Wind、国金证券研究所

图表46: 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47: 本周中国经济意外指数回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表48: 全球主要国家制造业 PMI, 3月欧元区、英、法、德回落

	月度变化	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05
全球	↑ 0.9		50.0	49.1	48.7	48.8	49.4	49.8	50.3	51.1	52.2	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
欧元区	↓ -1.4	47.1	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6
英国	↓ -1.3	48.0	49.3	47.0	45.3	46.5	46.2	48.4	47.3	52.1	52.8	54.6
日本	↓ -1.2		47.7	48.9	48.9	49.0	50.7	50.8	51.5	52.1	52.7	53.3
德国	↓ -1.9	44.4	46.3	47.3	47.1	46.2	45.1	47.8	49.1	49.3	52.0	54.8
法国	↑ 0.3	47.7	47.4	50.5	49.2	48.3	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4	54.6
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
希腊	↑ 2.5		51.7	49.2	47.2	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8
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
荷兰	↓ -0.9		48.7	49.6	48.6	46.0	47.9	49.0	52.6	54.5	55.9	57.8
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
印度	↓ -0.1		55.3	55.4	57.8	55.7	55.3	55.1	56.2	56.4	53.9	54.6
韩国	↓ 0.0		48.5	48.5	48.2	49.0	48.2	47.3	47.6	49.8	51.3	51.8
越南	↑ 3.8		51.2	47.4	46.4	47.4	50.6	52.5	52.7	51.2	54.0	54.7
巴西	↑ 1.7		49.2	47.5	44.2	44.3	50.8	51.1	51.9	54.0	54.1	54.2

来源: Wind、国金证券研究所

图表49: 欧洲服务业 PMI, 法国、德国回升, 英国下降

	月度变化	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05
欧元区	↑ 2.9	55.6	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8	51.2	53.0	56.1
德国	↑ 3.0	53.9	50.9	50.7	49.2	46.1	46.5	45.0	47.7	49.7	52.4	55.0
法国	↑ 2.4	55.5	53.1	49.4	49.5	49.3	51.7	52.9	51.2	53.2	53.9	58.3
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
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
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
瑞士	↓ -1.4		55.3	56.7	49.5	53.4	53.8	52.8	56.6	55.6	58.1	59.6
瑞典	↓ -5.1		45.7	50.8	52.8	54.1	56.3	54.9	58.5	58.5	61.8	66.1
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
英国	↓ -0.7	52.8	53.5	48.7	49.9	48.8	48.8	50.0	50.9	52.6	54.3	53.4

来源: Wind、国金证券研究所

(四) 生产与就业: 生产活动回落, 初请失业持平前值

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18日当周，美国纽约联储WEI指数录得1%，前值0.9%。3月18日当周，美国粗钢产能利用率75%，前值75%，粗钢产量169万短吨，前值168万短吨。欧元区周度GDP跟踪3.0%，前值2.8%。美国当周初请失业人数环比微降。3月18日当周，美国初请失业金人数为19.1万人，前值19.2万人，初请人数处于历史低位附近。当周持续领取人数169万人，前值168万人，增加1万人。持有失业保险人群的失业率1.2%。

图表50: 上周纽约联储WEI指数1.0%，前值0.9%



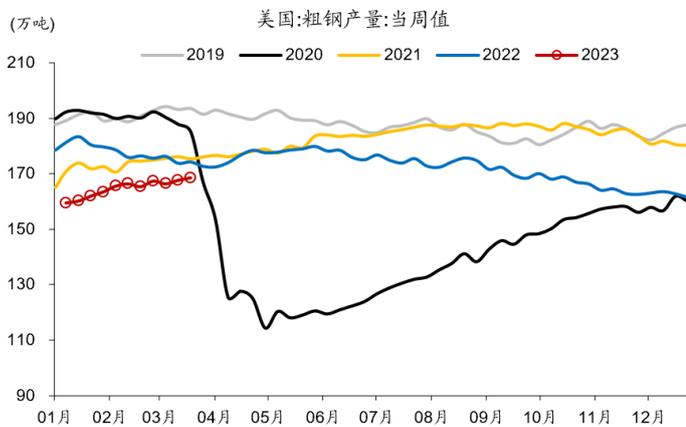
来源: CEIC、国金证券研究所

图表51: 欧元区周度GDP跟踪3.0%，前值2.8%



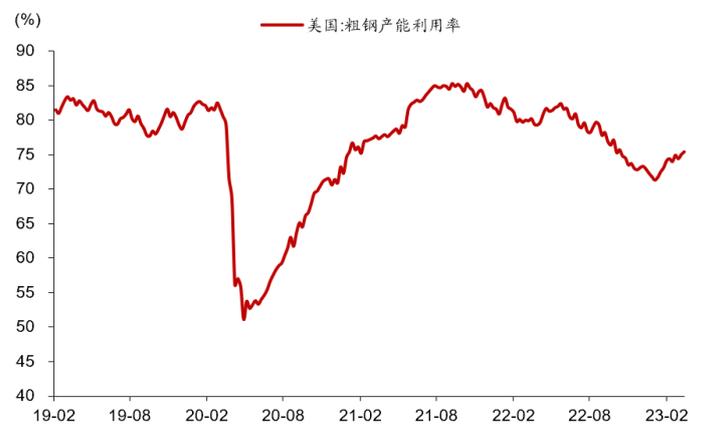
来源: CEIC、国金证券研究所

图表52: 上周美国粗钢产量169万短吨，前值168万



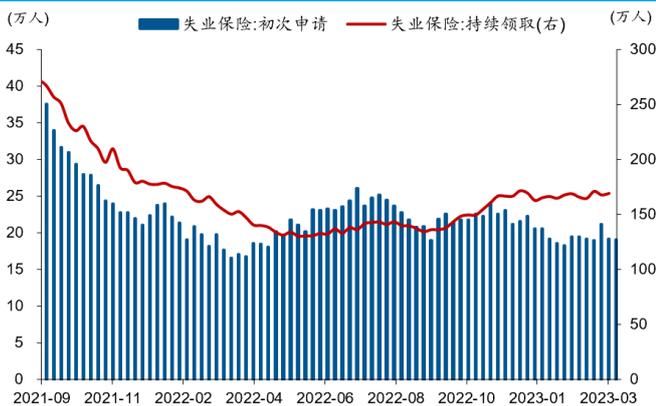
来源: Wind、国金证券研究所

图表53: 上周美国粗钢产能利用率75%，前值75%



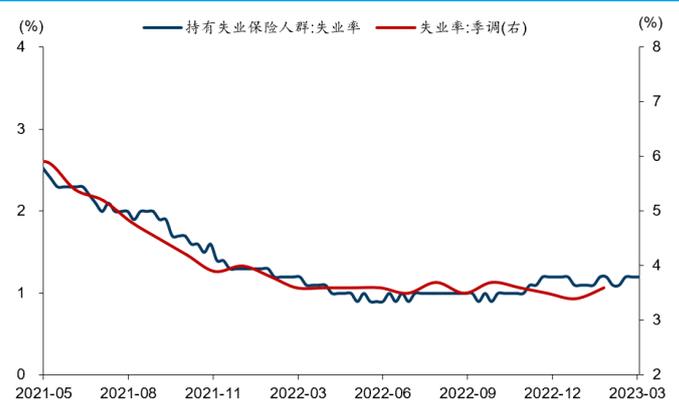
来源: Wind、国金证券研究所

图表54: 美国3月18日当周初请失业人数降至19万



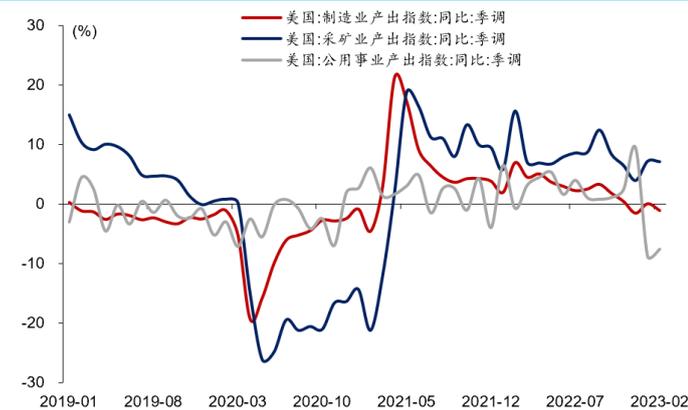
来源: Wind、国金证券研究所

图表55: 持有失业保险人群的失业率1.2%



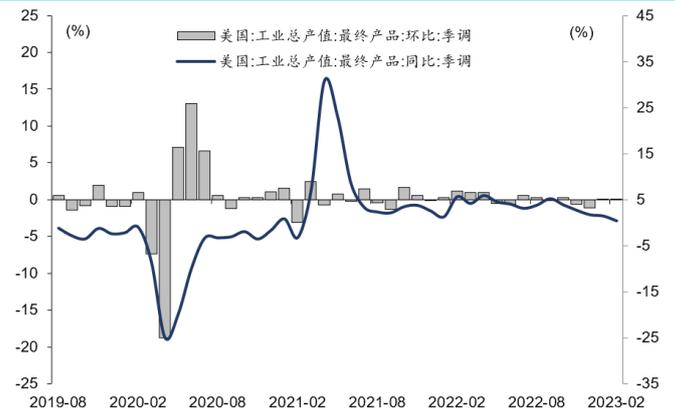
来源: Wind、国金证券研究所

图表56: 美国2月制造业产出指数回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表57: 美国2月工业总产值0.4%, 前值1.4%

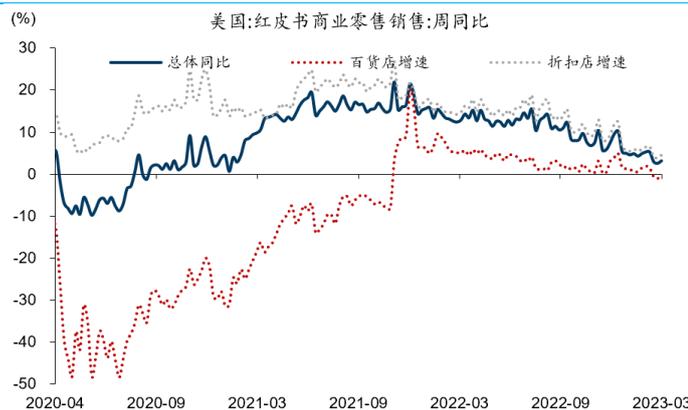


来源: Wind、国金证券研究所

(五) 消费: 美国商品消费回落、欧美外出就餐改善

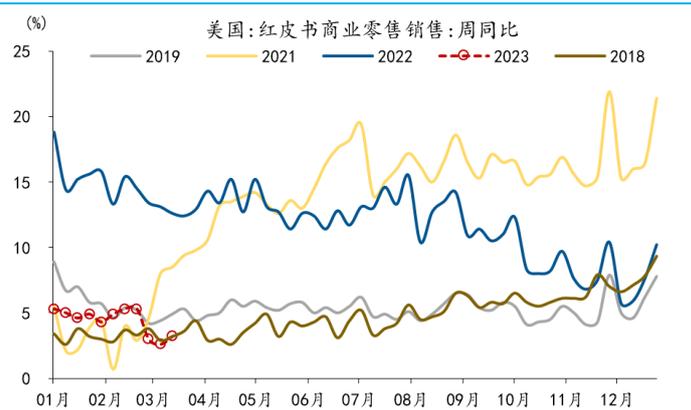
美国2月商品零售回落, 零售和食品服务总计同比-0.4%, 前值3.2%, 美国红皮书零售回落, 3月18日当周, 美国红皮书零售销售指数增3.2%, 前值2.6%, 其中折扣店增速4.5%; 百货商店增速-1%。全球 Open Table 用餐人数加速回升, 德国修复较好, 主要城市外出就餐修复加速, 纽约回升较快, 但尚未回到疫情前水平。

图表58: 美国红皮书零售增速3.2%, 前值2.6%



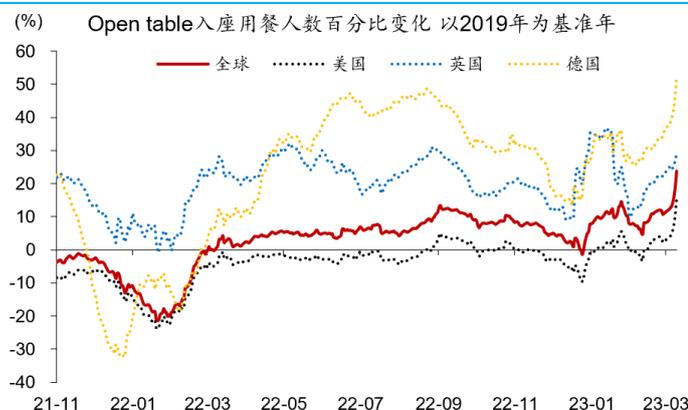
来源: CEIC、国金证券研究所

图表59: 美国红皮书零售增速3月弱于季节性



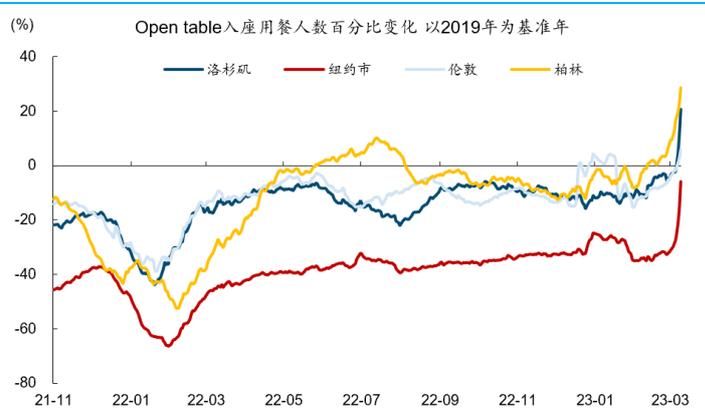
来源: CEIC、国金证券研究所

图表60: 全球 Open Table 用餐人数加速回升



来源: CEIC、国金证券研究所

图表61: 主要城市外出就餐修复加速



来源: CEIC、国金证券研究所

图表62: 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
食品服务和饮吧	↓ -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: 美国地产销售回升

美国2月新房销售、成屋销售均回升。2月美国成屋销售折年数458万套, 400万套; 新房销售64万套, 前值63万套。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6.4%, 前值6.6%。15年抵押贷款利率本周5.7%, 前值5.9%, 上周, MBA市场综合指数221, 前值214, 购买指数与再融资指数均回升, 分别为169和481。

图表63: 2月美国新房销售回升



来源: CEIC、国金证券研究所

图表64: 2月美国成屋销售回升



来源: CEIC、国金证券研究所

图表65: 美国MBA抵押贷款购买指数上周回升



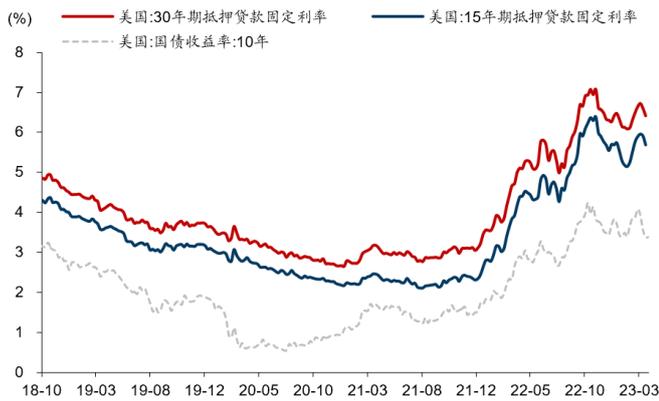
来源: CEIC、国金证券研究所

图表66: 上周REALTOR房屋挂牌价增速0.06%



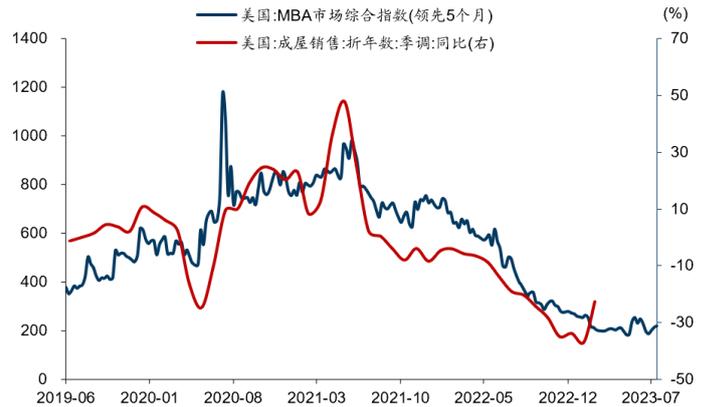
来源: CEIC、国金证券研究所

图表67: 本周美 30 年贷款利率降至 6.4%，十债 3.4%



来源: Wind、国金证券研究所

图表68: 美国抵押贷款综合指数上周回升至 221

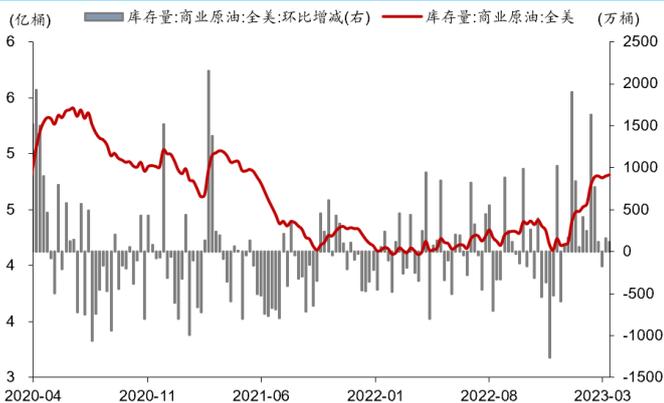


来源: Wind、国金证券研究所

(七) 库存: 商业原油库存增加, 天然气库存偏高

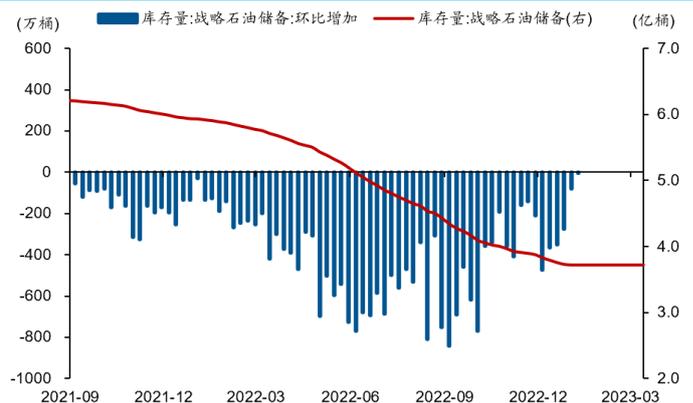
美国 EIA 商业原油库存增加, 能源库存偏高。3 月 17 日当周, 美国 EIA 原油库存增加 112 万桶, 前值 155 万桶。原油库存量增至 4.8 亿桶, 前值 4.8 亿桶。当周美国战略石油储备 (SPR) 库存量维持在 3.7 亿桶不变。原油库存高于去年同期, 低于 2021 年同期, 美国天然气库存处于同期较高位置。

图表69: 上周美国原油库存增加 112 万桶



来源: Wind、国金证券研究所

图表70: 上周美国战略原油储备不变



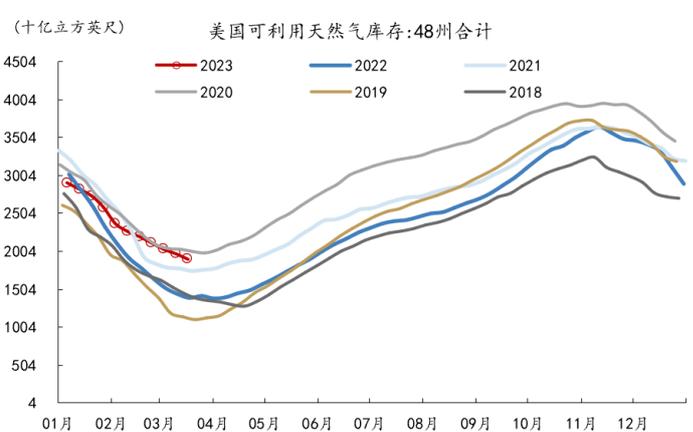
来源: Wind、国金证券研究所

图表71: 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72: 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: 全球航班流量回升, 纽约地铁载客量回升

全球航班人流量回升。本周, 波罗的海干散货指数 BDI 继续小幅回落至 1484 点, CCFI

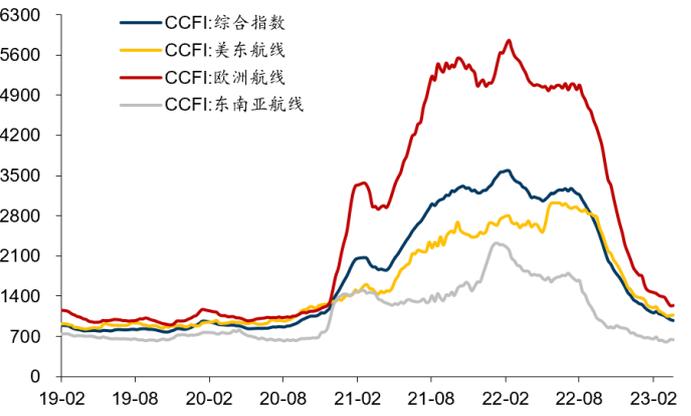
综合指数回落至 977，美东航线小幅升至 1071，欧洲航线升至 1238。本周意大利、德国航班流量回升，美国主要城市机场乘客流量回升，洛杉矶、迈阿密回升较快；纽约地铁载客量升至 370 万人，美国 TSA 安检人数回升至 240 万人，好于 21 及 22 年。

图表73：本周 BDI 指数小幅回落至 1484



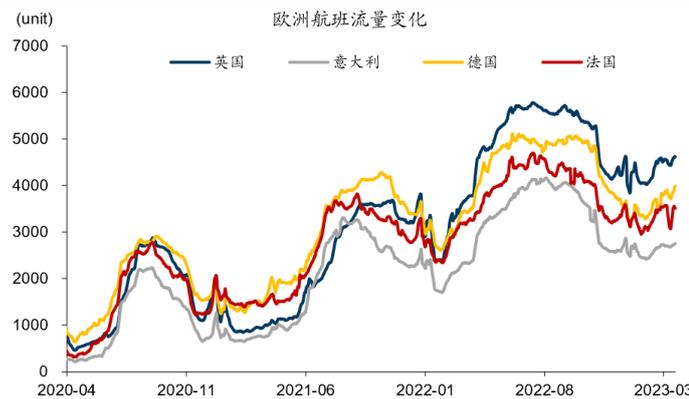
来源：Wind、国金证券研究所

图表74：本周 CCFI 海运价格延续回落



来源：Wind、国金证券研究所

图表75：本周意大利、德国航班流量回升



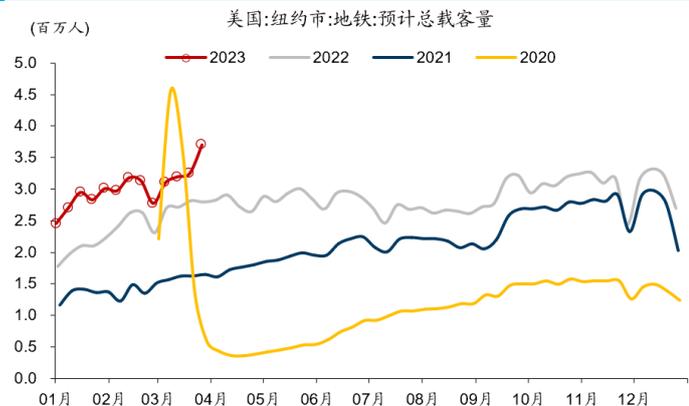
来源：CEIC、国金证券研究所

图表76：本周，美国主要城市机场乘客流量回升



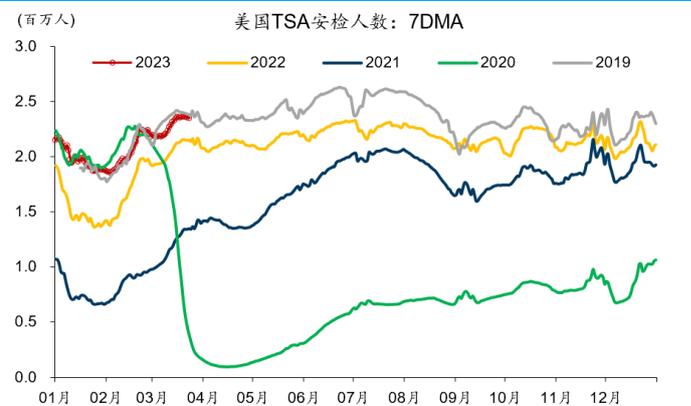
来源：CEIC、国金证券研究所

图表77：纽约地铁载客量延续上升 370 万人



来源：Wind、国金证券研究所

图表78：美国 TSA 安检人数上升，但低于 2019



来源：Wind、国金证券研究所

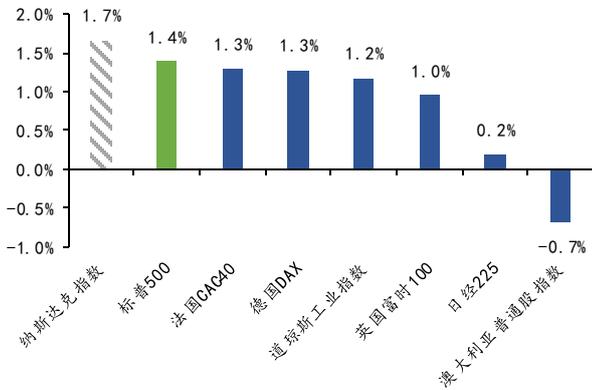
三、大类资产高频跟踪（2023/03/18-2023/03/25）

（一）权益市场追踪：全球资本市场多数上涨

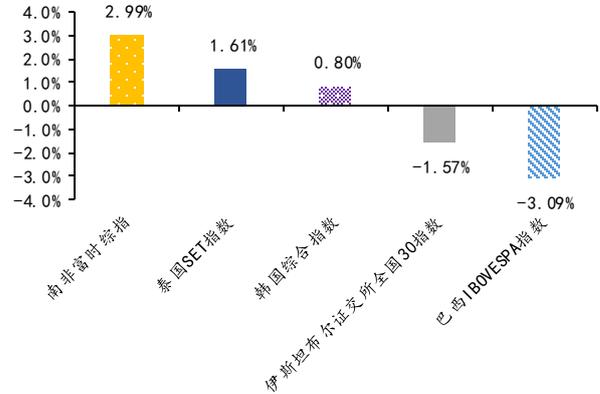
发达国家股指普遍上涨，新兴市场股指涨跌分化。纳斯达克指数、标普 500、法国 CAC40、

德国 DAX、道琼斯工业指数、英国富时 100 和日经 225 分别上涨 1.7%、1.4%、1.3%、1.3%、1.2%、1.0%和 0.2%；仅澳大利亚普通股股指下跌 0.7%。南非富时综指、泰国 SET 指数、韩国综合指数分别上涨 2.99%、1.61%和 0.80%，巴西 IBOVESPA 指数和伊斯坦布尔证交所全国 30 指数分别下跌 3.09%和 1.57%。

图表79: 当周, 发达国家股指普遍上涨



图表80: 当周, 新兴市场股指涨跌分化

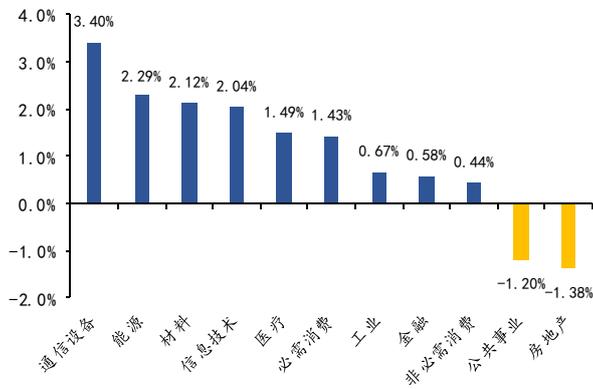


来源: Wind, 国金证券研究所

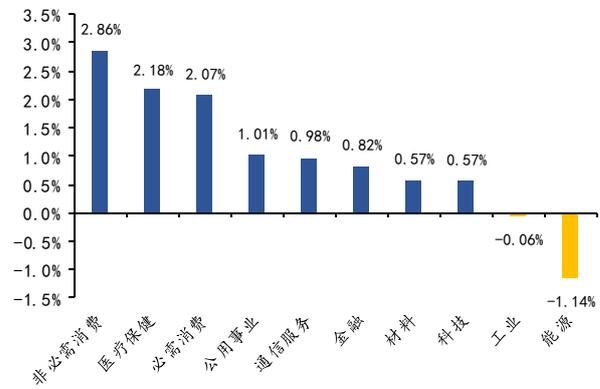
来源: Wind, 国金证券研究所

美国各行业多数上涨, 欧元区各行业普遍上涨。从标普 500 的行业涨跌幅来看, 本周美股行业多数上涨。其中通信设备、能源和材料领涨, 分别上涨 3.40%、2.29%和 2.12%, 仅房地产和公共事业下跌, 跌幅为 1.38%和 1.20%。从欧元区行业来看, 本周欧元区行业普遍上涨。其中非必需消费、医疗保健、必需消费、公用事业和通信服务领涨, 分别上涨 2.86%、2.18%、2.07%、1.01%和 0.98%。

图表81: 当周, 美股行业多数上涨



图表82: 当周, 欧元区行业普遍上涨

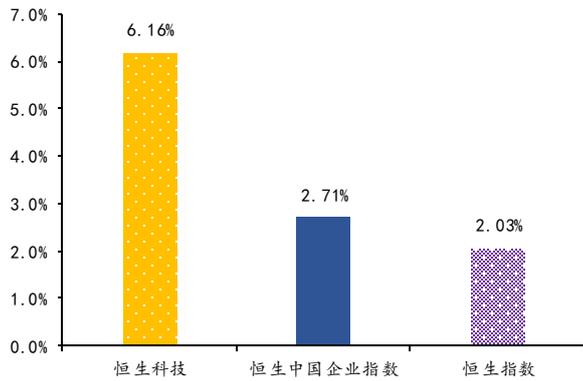


来源: Wind, 国金证券研究所

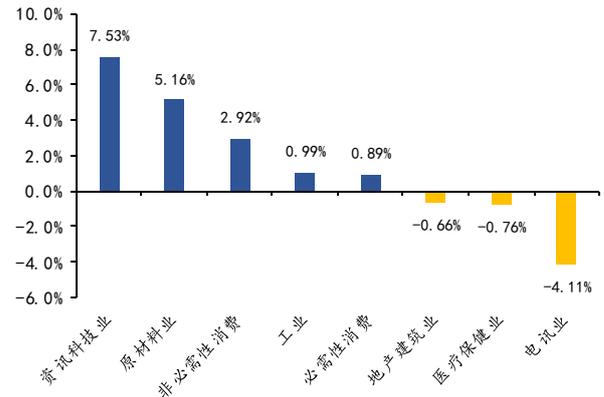
来源: Wind, 国金证券研究所

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 6.16%、2.71%和 2.03%。行业方面, 恒生行业涨跌互现, 其中资讯科技业、原材料业、非必需性消费、工业和必需性消费分别上涨 7.53%、5.16%、2.92%、0.99%和 0.89%; 电讯业、医疗保健业和地产建筑业分别下跌 4.11%、0.76%和 0.66%。

图表83: 当周, 恒生指数全线上涨



图表84: 当周, 恒生行业涨跌分化



来源: Wind, 国金证券研究所

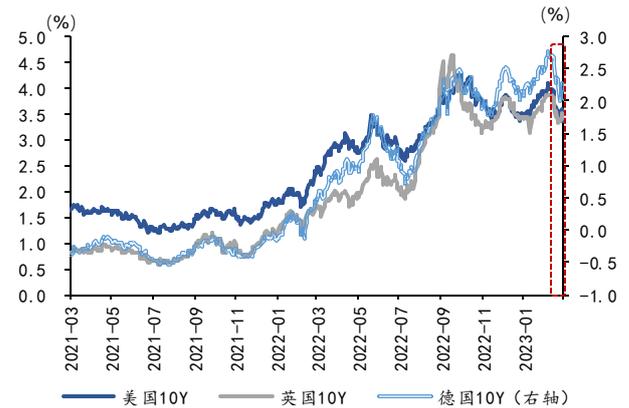
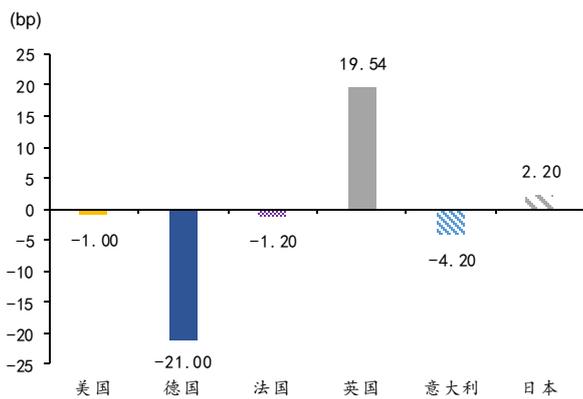
来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率涨跌分化

发达国家 10 年期国债收益率涨跌分化。美国 10Y 国债收益率下行 1.00bp 至 3.38%，德国 10Y 国债收益率下行 21.00bp 至 2.03%；意大利和法国分别下行 4.20bp 和 1.20bp，英国和日本分别上行 19.54bp 和 2.20bp。

图表85: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率涨跌分化

图表86: 当周, 美德 10Y 收益率下行, 英国上行



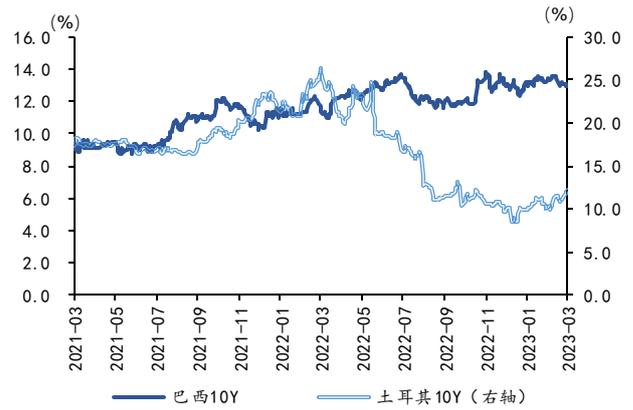
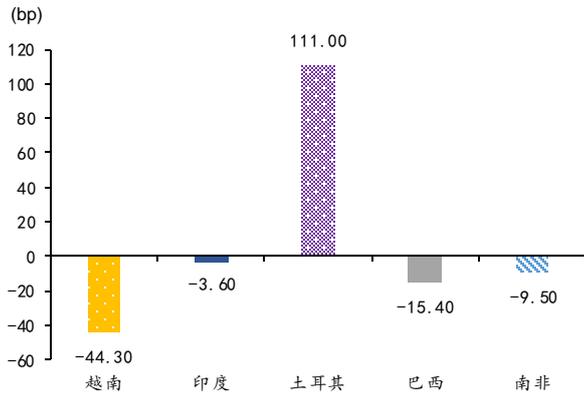
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率多数下跌。仅土耳其 10Y 国债收益率大幅上行 111.00bp 至 12.21%；越南、巴西、南非和印度 10Y 国债收益率分别下行 44.30bp、15.40bp 和 9.50bp 至 3.66%、12.99%、9.94% 和 7.32%。

图表87: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益率多数下跌

图表88: 当周, 土耳其和巴西 10Y 利率分别上行、下行



来源: Wind, 国金证券研究所

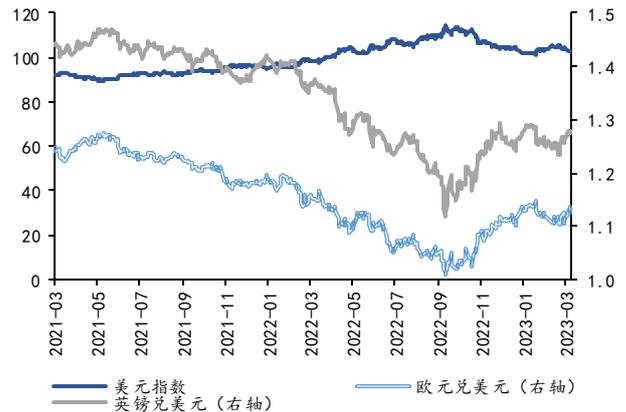
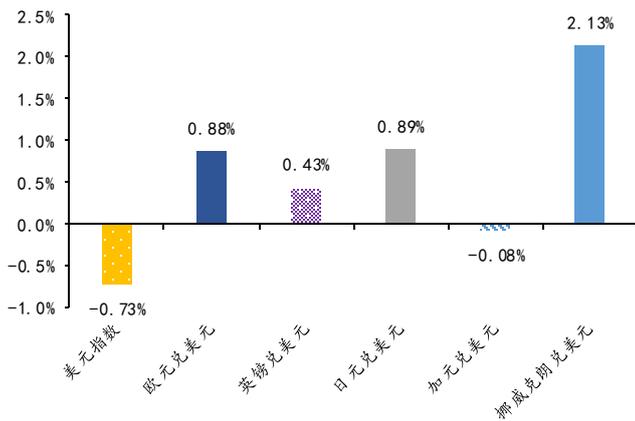
来源: Wind, 国金证券研究所

(三) 外汇市场追踪: 美元指数走弱, 人民币兑美元升值、兑欧盟和英镑贬值

美元指数走弱, 本周下跌 0.73%。挪威克朗、日元、欧元和英镑兑美元分别升值 2.13%、0.89%、0.88%和 0.43%; 仅加元兑美元贬值 0.08%。主要新兴市场兑美元汇率普遍上涨, 印尼卢比、韩元、雷亚尔和菲律宾比索兑美元分别升值 1.26%、0.99%、0.64%和 0.55%, 仅土耳其里拉兑美元贬值 0.18%。

图表89: 当周, 美元指数下跌, 欧元兑美元升值

图表90: 当周, 欧元、英镑兑美元均升值

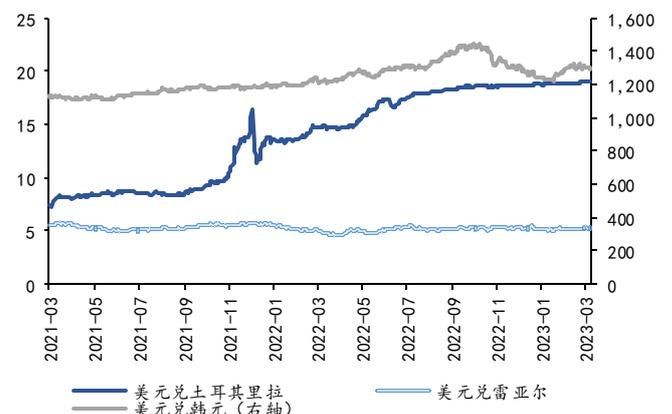
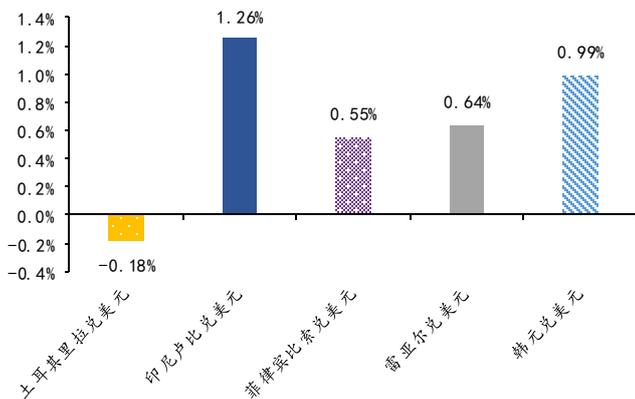


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表91: 当周, 主要新兴市场兑美元普遍上涨

图表92: 土耳其里拉兑美元贬值, 雷亚尔、韩元升值

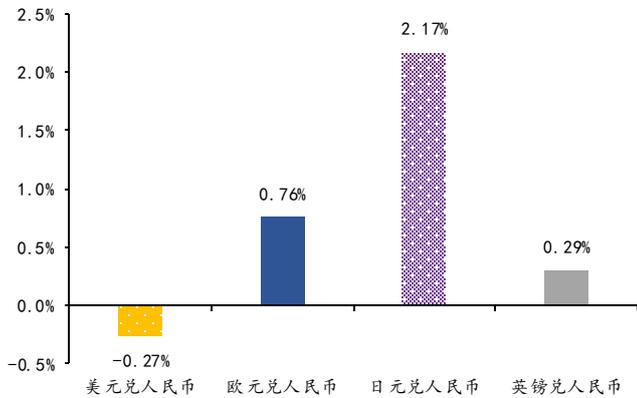


来源: Wind, 国金证券研究所

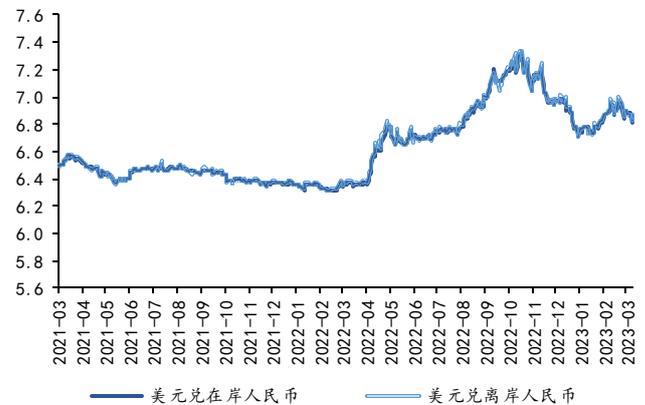
来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元升值 0.27%，兑欧元和英镑分别贬值 0.76% 和 0.29%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比下行 184bp 至 6.8683，美元兑离岸人民币汇率下行 191bp 至 6.8707。

图表93：当周，美元和英镑兑人民币分别贬值和升值



图表94：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、贵金属上涨，有色、黑色涨跌互现，农产品价格下跌

原油、贵金属价格均上涨，有色、黑色金属价格涨跌互现，农产品价格下跌。其中，跌幅最大的是豆粕、铁矿石和豆油，分别下跌 5.24%、4.66% 和 4.08%；涨幅最大的是 COMEX 银、WTI 原油和 LME 铜；其中，受钢铁产能置换的政策干扰、黑色板块估值高位、叠加雨水较多钢材需求走弱的影响，黑色系价格整体向下回调。

图表95：当周，商品价格走势涨跌互现

类别	品种	2023-03-24	2023-03-17	2023-03-10	2023-03-03	2023-02-24
原油	WTI原油	3.78%	-12.96%	-3.77%	4.40%	-0.03%
	布伦特原油	2.77%	-11.85%	-3.55%	3.21%	0.19%
贵金属	COMEX黄金	0.02%	6.24%	0.78%	1.76%	-1.10%
	COMEX银	4.53%	10.16%	-5.61%	1.51%	-3.75%
有色	LME铜	3.60%	-1.71%	-2.32%	1.72%	-0.94%
	LME铝	1.45%	-0.78%	-4.41%	2.04%	-0.72%
	LME镍	-1.89%	2.79%	-7.01%	-2.09%	-2.52%
	LME锌	-0.65%	-0.67%	-4.68%	2.58%	-0.37%
黑色	动力煤	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	焦煤	2.63%	-32.94%	0.00%	-14.26%	25.07%
	沥青	-1.27%	-7.84%	0.98%	1.41%	-0.44%
	铁矿石	-4.66%	-0.31%	0.31%	2.63%	1.25%
	螺纹钢	-3.81%	-6.65%	3.76%	3.15%	1.92%
农产品	生猪	0.00%	0.00%	-2.75%	-6.24%	-0.98%
	棉花	-0.04%	-2.66%	-2.79%	3.12%	0.56%
	豆粕	-5.24%	-5.99%	-0.38%	-6.40%	0.26%
	豆油	-4.08%	-12.00%	-1.50%	1.29%	0.30%

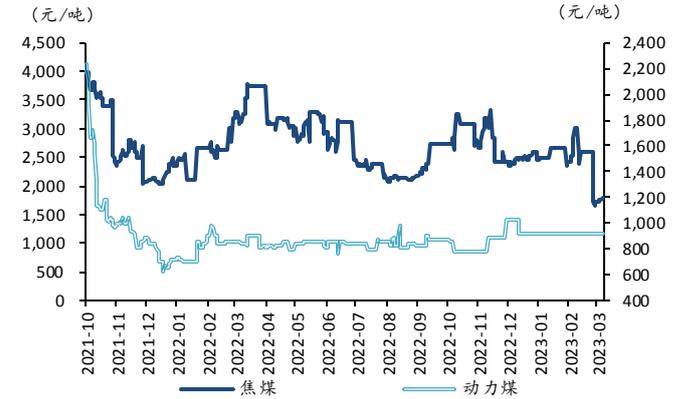
来源：Wind，国金证券研究所

原油、贵金属价格均上涨，有色、黑色价格涨跌互现，农产品价格下跌。WTI 原油价格上涨 3.78% 至 69.26 美元/桶，布伦特原油价格上涨 2.77% 至 74.99 元/桶。动力煤价格持平在 921 元/吨，焦煤价格反弹 2.63% 至 1775 元/吨。沥青、螺纹钢和铁矿石价格分别下跌 1.27%、3.81% 和 4.66% 至 3573 元/吨、4090 元/吨和 911 元/吨。

图表96: WTI 原油、布伦特原油价格上涨



图表97: 当周，动力煤价格持平，焦煤价格上涨

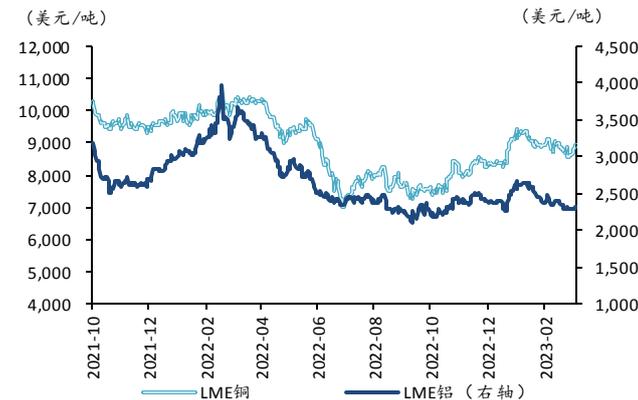


来源: Wind, 国金证券研究所

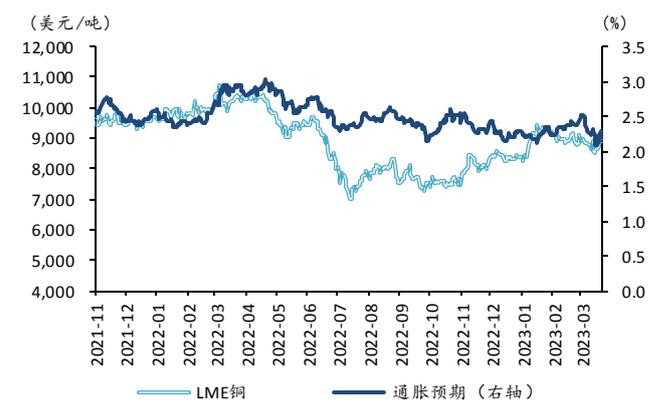
来源: Wind, 国金证券研究所

铜铝价格均上涨，贵金属价格均上涨。LME 铜、LME 铝分别上涨 3.60%、1.45%至 8930 美元/吨、2312 美元/吨；通胀预期从前值的 2.10%上升至 2.22%。COMEX 黄金上涨 0.02%至 1985.10 美元/盎司，COMEX 银上涨 4.53%至 23.07 美元/盎司；10Y 美债实际收益率从前值的 1.29%下行至 1.16%。

图表98: 当周，铜铝价格均上涨



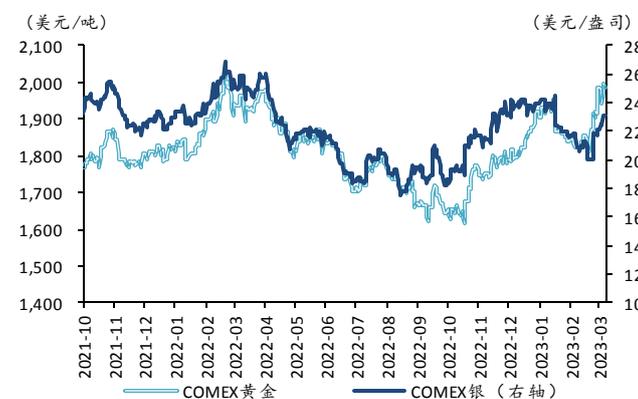
图表99: 当周，通胀预期升温



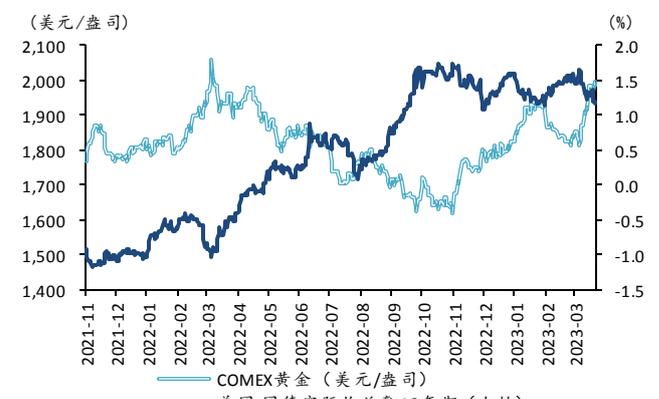
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表100: 当周，黄金、白银价格均上涨



图表101: 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