

海外周度观察

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：陈达飞（执业 S1130522120002）
chendafei@gjzq.com.cn

分析师：赵宇（执业 S1130523020002）
zhaoyu2@gjzq.com.cn

联系人：李欣越

lixinyue@gjzq.com.cn

美国劳动力市场“转弱”的条件与信号

证伪“不衰退”，需要看到劳动力市场“转弱”的信号。多个周期敏感性指标和综合指标已经反映美国劳动力市场的紧张状态正在边际放缓，领先指标显示还将继续放缓。我们提示：SVB 风波后，应关注劳动力需求的加快收缩。

热点思考：美国劳动力市场“转弱”的条件与信号

美国劳动力市场依然非常紧张，供给缺乏弹性和需求保持韧性是劳动力供求失衡的原因，2月失业率为3.6%，实际失业缺口可能达到-1.7%。空缺岗位数和空缺率分别为1080万和6.5%，每位失业者对应的空缺岗位数量为1.9，均处于历史高分位区间。就业率和劳动参与率仍未回到疫情前的水平，缺口分别为0.9和0.8个百分点。

不容忽视边际转弱的信号，总量上的拐点总是先从结构上的脆弱环节开始的。截止到2月底，以西班牙裔为代表的“弱势群体”的失业率已开始明显上扬：2022年11月的低点为4.0%，其后连续3个月上行，2023年2月升至5.3%。“临时帮助服务”就业人员3个月环比已经连续4个月下降；LMCI动量已连续4个月为负，均突出了边际转弱迹象。

劳动供给是缺乏弹性的，故美国劳动力市场的均衡化只能依靠压制需求来实现。2023年初以来，美国去通胀或已进入第二阶段：供给修复明显放缓，必须依赖于需求的收缩继续压低通胀中枢。美联储已行至“三岔路口”，较难兼顾去通胀、软着陆和金融稳定，警惕“货币紧缩-信用收缩-经济放缓-金融风险-经济衰退”的反馈循环的形成。

海外基本面&重要事件：美国2月PCE增速放缓，银行业流动性冲击减弱

美国2月PCE通胀放缓，增速低于市场预期，服务价格粘性较强。2月PCE同比涨5%，为2021年10月以来新低，预期5.1%，前值5.4%；环比增0.3%，预期0.3%，前值0.6%。核心PCE同比4.6%，为2021年11月以来新低，预期4.7%，前值4.7%。商品价格涨势持续放缓，住房仍是主要拉动项。

美国银行流动性冲击缓和，利差收窄。本周美欧银行业的冲击有所减弱，美国金融条件仍处于宽松区间，OFR金融压力回落，美国信用债利差下降，TED利差下降，FRA-OIS利差回落，美联储资产规模小幅下降，一级信贷回落。SOFR成交量回落，SOFR99%分位利率偏离程度较低。

全球高频数据显示美国商品消费回落，全球出行情况继续改善。美国3月新发布职位量明显下降；3月德国、法国CPI增速回落，美国核心通胀预测值反弹；全球航班流量回升，美国国内地铁、航班客运量增加；美国2月入境人数出现回落；美国1月房价回落、成屋销售回升；美国商业原油库存减少；BDI指数回落，韩国3月进出口均回落。

全球大类资产跟踪：银行业冲击缓和，风险资产回暖

全球主要股票指数普遍上涨，欧美股指领涨。德国DAX、法国CAC40、标普500和纳斯达克指数领涨，分别上涨4.5%、4.4%、3.5%和3.4%。

发达国家10年期国债收益率全线上涨。美国10Y国债收益率上行10.00bp至3.48%，德国10Y国债收益率上行32.00bp至2.35%；英国、法国、意大利和日本10Y国债利率分别上行16.28bp、11.80bp、11.00bp和4.10bp。

美元指数走弱，英镑和欧元兑美元升值，人民币贬值。加元、英镑、欧元和挪威克朗兑美元分别升值1.66%、0.76%、0.75%和0.11%；仅日元兑美元贬值1.58%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值0.003%、0.05%至6.8685、6.8741。

大宗商品价格多数上涨，原油、有色和农产品价格悉数上涨，黑色和贵金属多数上涨。受美元走弱、供应看紧影响，油价反弹。由于猪场扛价及屠企开工率提升，猪价上涨。用钢需求渐暖叠加库存转降，短期铁矿或存在刚需支撑。

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：美国劳动力市场“转弱”的条件与信号	6
(一) 美国劳动力市场状况：供给缺乏弹性，短缺程度处于历史高位	6
(二) 边际放缓的信号：美国劳动力市场的领先指标和综合指标	9
(三) 再平衡的条件：再平衡过程主要依赖于需求收缩，且往往是急剧收缩	11
二、海外基本面&重要事件	16
(一) 流动性：流动性冲击缓和，利差收窄	16
(二) 景气与领先：欧洲景气指数回落	17
(三) 生产与就业：美国新增职位数回落	19
(四) 通胀：美国 2 月 PCE 同比低于预期	20
(五) 消费与出行：美国商品消费回落、欧美出行改善	24
(六) 地产：美国房价增速回落，成屋销售回升	25
(七) 库存：美国商业原油库存回落	26
(八) 供应链与贸易：BDI 指数回落，韩国 3 月进出口回落	27
三、大类资产高频跟踪（2023/03/25-2023/04/01）	28
(一) 权益市场追踪：全球资本市场普遍上涨	28
(二) 债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率全线上涨	29
(三) 外汇市场追踪：美元指数走弱，人民币兑美元、欧元和英镑均贬值	30
(四) 大宗商品市场追踪：原油、有色和农产品价格悉数上涨，黑色和贵金属多数上涨	31
风险提示	33

图表目录

图表 1：2023 年 2 月，美国失业缺口约为-0.8%，表明劳动力市场紧张程度较高	6
图表 2：美国劳动力供求缺口仍高达 500 万人	7
图表 3：美国空缺岗位/失业人数比例高达 1.9，处于 20 世纪 50 年代以来高位，表明劳动力市场极度紧张	7
图表 4：美国劳动参与率和就业率仍未恢复到疫情前	8
图表 5：劳动参与率“缺口”主要来自高年龄段人口	8
图表 6：美国退出劳动力市场的人口数及其结构	8
图表 7：退休人口份额的趋势与现实	8
图表 8：2017 年来，美国移民人数大幅下降，特朗普政府收紧移民政策和 2020 年新冠疫情是重要解释	9
图表 9：美国失业率持续维持在低位	9
图表 10：但西班牙裔失业率已明显上行	9
图表 11：“临时帮助服务”业就业人数持续下行	10

图表 12: 离职率持续下降	10
图表 13: 美国劳动力市场条件指数 (LMCI) 水平值仍处在高位, 但动量值已经连续 4 个月为负	11
图表 14: “大滞胀”时代前夜的“菲利普斯曲线”	12
图表 15: 后疫情时代的“菲利普斯曲线”	12
图表 16: 非线性供给曲线和“去通胀”不同阶段对应的“损失率”	13
图表 17: 美国整体 PCE 通胀的分解	13
图表 18: 美国核心 PCE 通胀的分解	13
图表 19: NBER 周期“顶点”前后失业率的变化	14
图表 20: NBER 周期“低谷”前后失业率的变化	14
图表 21: 信贷供求均在下行	14
图表 22: 信用供给收缩与经济衰退	14
图表 23: 小企业乐观指数与失业率	15
图表 24: 小企业信贷可得性与失业率	15
图表 25: 加息周期下的正反馈循环: 货币紧缩-信用收缩-经济放缓-金融风险-经济衰退	15
图表 26: 芝加哥联储金融条件处于宽松区间	16
图表 27: OFR 金融压力指数回落	16
图表 28: 美国企业债信用利差收窄	16
图表 29: 美国 TED 利差有所收敛	16
图表 30: 美国 SOFR99%与 SOFR 偏离不大	16
图表 31: 美国 SOFR 成交量有所减少	16
图表 32: 美联储正回购协议及其他贷款使用量减少	17
图表 33: 美联储资产负债表规模小幅下降	17
图表 34: 美国 FRA-01S 利差缩小	17
图表 35: 欧元、日元基差回升	17
图表 36: 全球主要国家政策利率上限, 美国 4.75%, 欧元区 3%	17
图表 37: 欧元区 3 月投资信心回落	18
图表 38: 欧元区 3 月 ZEW 经济指数回落	18
图表 39: 欧洲和日本经济边际走弱	18
图表 40: 本周中国经济意外指数回落	18
图表 41: 全球主要国家制造业 PMI。3 月欧元区、英、法、德、中回落	18
图表 42: 全球服务业 PMI。欧元区、日本、德国、法国、中国回升	19
图表 43: 上周纽约联储 WEI 指数 1.5%, 前值 1.1%	19
图表 44: 欧元区周度 GDP 跟踪 2.5%, 前值 3%	19
图表 45: 上周美国粗钢产量 168 万短吨, 前值 169 万	19
图表 46: 上周美国粗钢产能利用率 75%, 前值 75%	19

图表 47: 美国 3 月 25 日当周初请失业人数 19.8 万	20
图表 48: 持有失业保险人群的失业率 1.2%	20
图表 49: 美国 3 月新增职位数量回落	20
图表 50: 美国制造业、服务业职位数回落	20
图表 51: 美国 PCE 增速及结构	21
图表 52: 美国商品 PCE 同比结构	21
图表 53: 美国商品 PCE 增速	21
图表 54: 美国服务 PCE 同比结构	22
图表 55: 美国服务 PCE 增速	22
图表 56: 美国实际 PCE 分项上涨幅度比重	22
图表 57: 美国 PCE 通胀分项上涨幅度比重	22
图表 58: 全球主要国家 CPI 热力图, 德国、法国 3 月回落	23
图表 59: 本周原油价格微涨	23
图表 60: 上周美国汽油价格持平	23
图表 61: 本周天然气价格持平	23
图表 62: 本周 10 年盈亏平衡通胀上升	23
图表 63: 克利夫兰联储预测 3 月美国 CPI 回落至 5.2%	24
图表 64: 克利夫兰预测 3 月核心 CPI 回升至 5.7%	24
图表 65: 美国红皮书零售增速 2.8%, 前值 3.2%	24
图表 66: 美国红皮书零售增速 3 月弱于季节性	24
图表 67: 美国旅行社购票量、销售量回落	24
图表 68: 美国旅行社休闲类购票量修复较好	24
图表 69: 意大利、英国航班飞行次数回升	25
图表 70: 本周, 美国主要城市机场乘客流量回升	25
图表 71: 纽约地铁载客量延续上升	25
图表 72: 美国 TSA 安检人数持平 2019 年	25
图表 73: 2 月美国旅客入境人数回落	25
图表 74: 美国 1 月旅游收入回落	25
图表 75: 1 月美国房价增速回落	26
图表 76: 1 月美国成屋销售签约指数回升	26
图表 77: 美国 MBA 抵押贷款购买指数上周回升	26
图表 78: 上周 REALTOR 房屋挂牌价增速持平	26
图表 79: 本周美 30 年贷款利率降至 6.3%, 十债 3.5%	26
图表 80: 美国抵押贷款综合指数上周回升至 221	26
图表 81: 上周美国原油库存下降 750 万桶	27

图表 82: 上周美国战略原油储备不变	27
图表 83: 原油库存高于去年同期, 低于 2021 年同期	27
图表 84: 美国天然气库存处于同期较高位置	27
图表 85: 本周 BDI 指数小幅回落	27
图表 86: 本周 CCFI 海运价格延续回落	27
图表 87: 韩国 3 月前 20 日、前 10 日出口增速回落	28
图表 88: 韩国 3 月前 20 日、前 10 日进口增速回落	28
图表 89: 当周, 发达国家股指全线上涨	28
图表 90: 当周, 新兴市场股指多数上涨	28
图表 91: 当周, 美股行业全线上涨	29
图表 92: 当周, 欧元区行业悉数上涨	29
图表 93: 当周, 恒生指数全线上涨	29
图表 94: 当周, 恒生行业涨跌分化	29
图表 95: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率全线上涨	30
图表 96: 当周, 美德英 10Y 收益率均上行	30
图表 97: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益率全线下跌	30
图表 98: 当周, 土耳其和巴西 10Y 利率均下行	30
图表 99: 当周, 美元指数下跌, 仅日元兑美元贬值	31
图表 100: 当周, 欧元、英镑兑美元均升值	31
图表 101: 当周, 主要新兴市场兑美元涨跌分化	31
图表 102: 土耳其里拉和韩元兑美元贬值, 雷亚尔升值	31
图表 103: 当周, 美元、英镑和欧元兑人民币均升值	31
图表 104: 当周, 人民币兑美元贬值	31
图表 105: 当周, 商品价格走势多数上涨	32
图表 106: WTI 原油、布伦特原油价格上涨	32
图表 107: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格下跌	32
图表 108: 当周, 铜铝价格均上涨	33
图表 109: 当周, 通胀预期升温	33
图表 110: 当周, 黄金价格下跌、白银价格上涨	33
图表 111: 当周, 10Y 美债实际收益率与前值持平	33

非常紧张的劳动力市场增强了工资的粘性，进而为消费提供了源源不断的动能，支撑着美国经济复苏的韧性。这是美国经济“软着陆”（或“不衰退”）的重要逻辑支撑。证伪“不衰退”，需要证明劳动力市场的“松弛化”。与失业率不同，多个周期敏感性指标和综合指标已经反映美国劳动力市场的紧张状态正在边际放缓，而领先指标则提供了未来或进一步放缓的信息。我们提示：SVB 风波后，应关注劳动力需求的加快收缩。

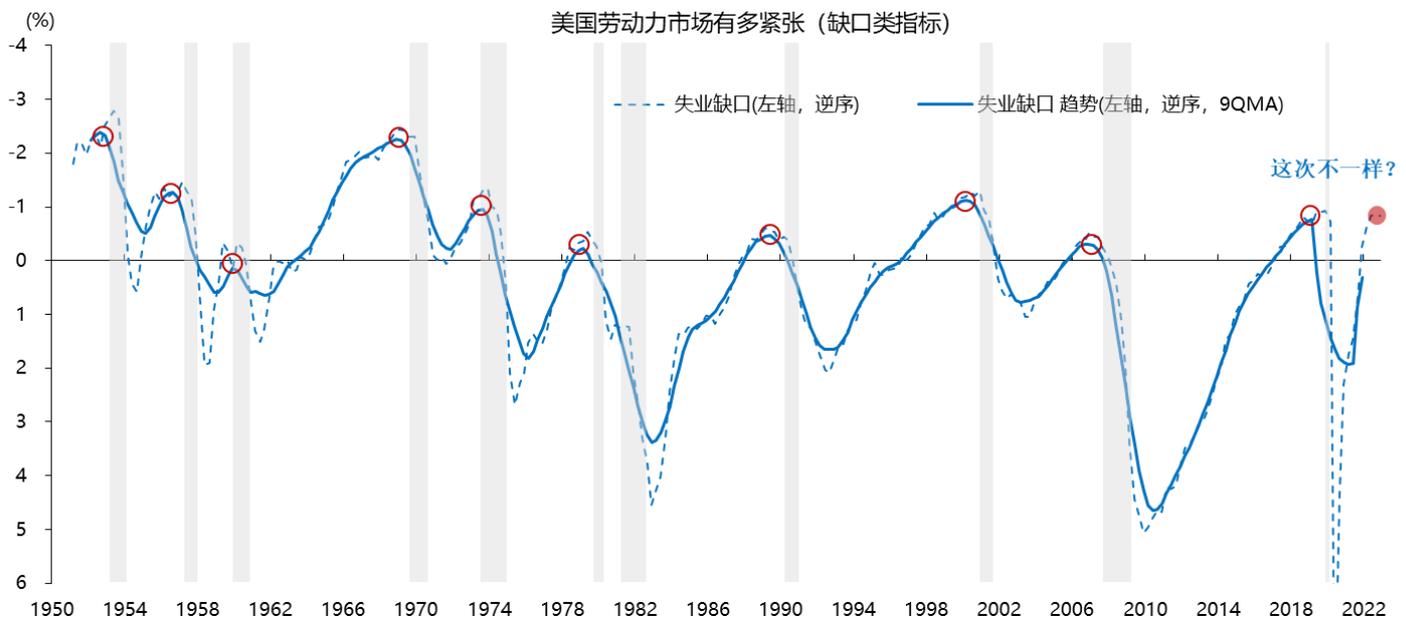
一、热点思考：美国劳动力市场“转弱”的条件与信号

（一）美国劳动力市场状况：供给缺乏弹性，短缺程度处于历史高位

美国劳动力市场有多“紧张”（tight）？学界一般采用“失业缺口”（实际失业率-自然失业率）度量劳动力市场紧张程度：缺口大于零表示松弛（slack），小于零时表示紧张，绝对值大小表示程度。美联储和美国国会预算办公室（CBO）认为自然失业率为 4.0%。2023 年 2 月失业率为 3.6%，失业缺口为-0.4%，紧张程度略低于 2020 年 2 月（-0.5%）。

这显然低估了当前美国劳动力市场的紧张程度。自然失业率无法直接观测，其估计一直都是理论难题。如果自然失业率被低估了，相同的失业率对应的失业缺口会更大，工资上涨动能也会更强。那么，关键问题是：新冠大流行会如何影响自然失业率？IMF 前首席经济学家、布兰查德（Blanchard）的研究认为，由于疫后劳动力市场匹配效率下降，自然失业率相比疫情之前提高了 1.3 个百分点^①。所以，实际失业缺口可能达到-1.7%。

图表1：2023年2月，美国失业缺口约为-0.8%，表明劳动力市场紧张程度较高



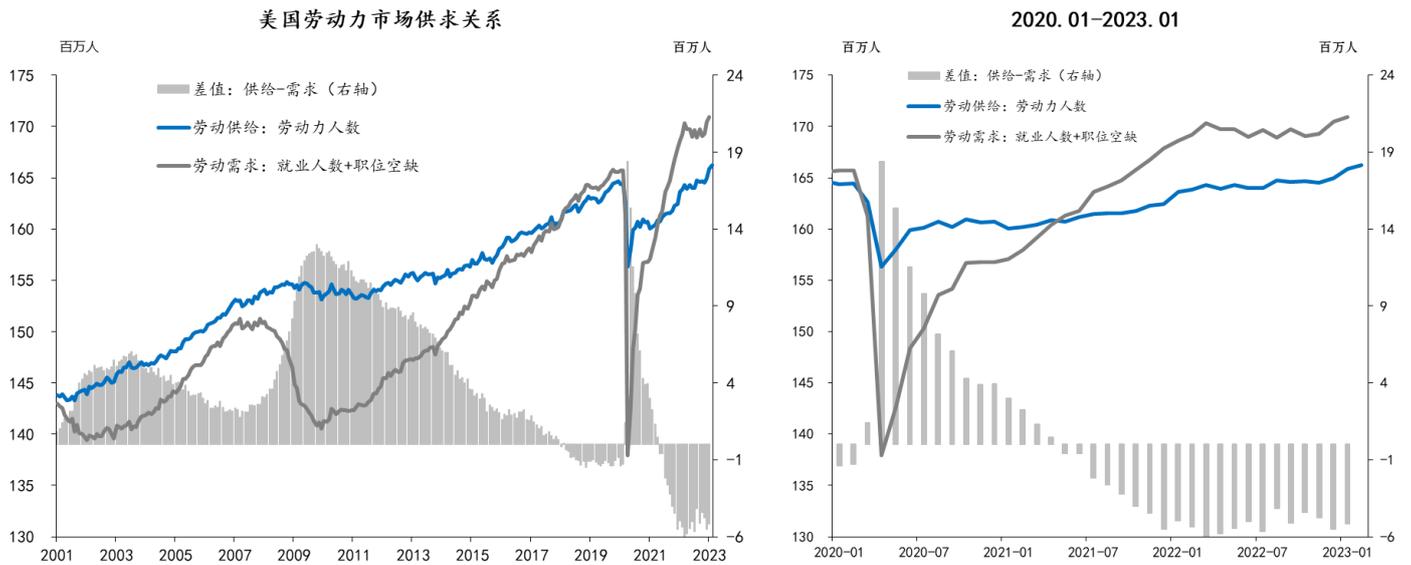
来源：Richter et al., 2023. Job vacancy, unemployment relationship clouds 'soft landing' prospects, Federal Reserve Bank of Dallas. 国金证券研究所

说明：根据参考文献，假定自然失业率为 4.4%（时间截止到 2023 年 2 月份）；

另一衡量劳动力市场紧张程度的方式是空缺岗位率，或空缺岗位数与失业人数的比较。截止到 2023 年 1 月，美国空缺岗位数和空缺率分别为 1,080 万和 6.5%，每位失业者对应的空缺岗位数量为 1.9，均处于历史高分位区间。以就业人数+空缺岗位数表示劳动力需求，以劳动力人数表示劳动供给，可得到劳动缺口为 530 万，也处于历史高位。根据多麦什和萨默斯（Domash & Summers, 2022）的测算，截止到 2021 年底，美国大约有 730 万就业缺口，新冠引发的对于健康的担忧（150 万）、移民限制（140 万）、人口老龄化（130 万）、提前退休（130 万）、激励不足（100 万）和强制性疫苗接种（40 万）总共可解释其中的 690 万。

^① Blanchard et al., 2022. Why I Worry About Inflation, Interest Rates, And Unemployment, PIIE.

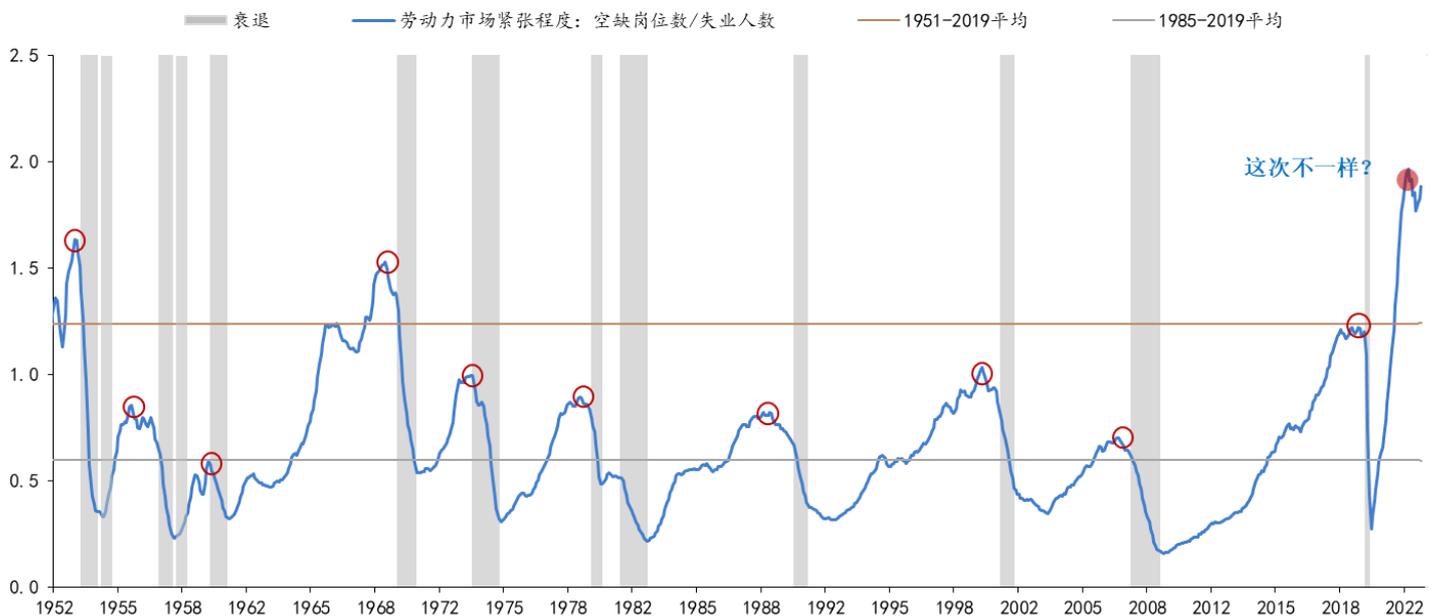
图表2：美国劳动力供求缺口仍高达500万人



来源：CBO、Wind、国金证券研究所

来源：BLS、Wind、国金证券研究所

图表3：美国空缺岗位/失业人数比例高达1.9，处于20世纪50年代以来高位，表明劳动力市场极度紧张



来源：Richter et al., 2023. Job vacancy, unemployment relationship clouds 'soft landing' prospects, Federal Reserve Bank of Dallas. 国金证券研究所

说明：时间截止到2023年1月份；

供给缺乏弹性和需求保持韧性是劳动力供求失衡的原因。供给方面，截止到2月底，美国就业率和劳动参与率仍未回到疫情前的水平，缺口分别为0.9和0.8个百分点。

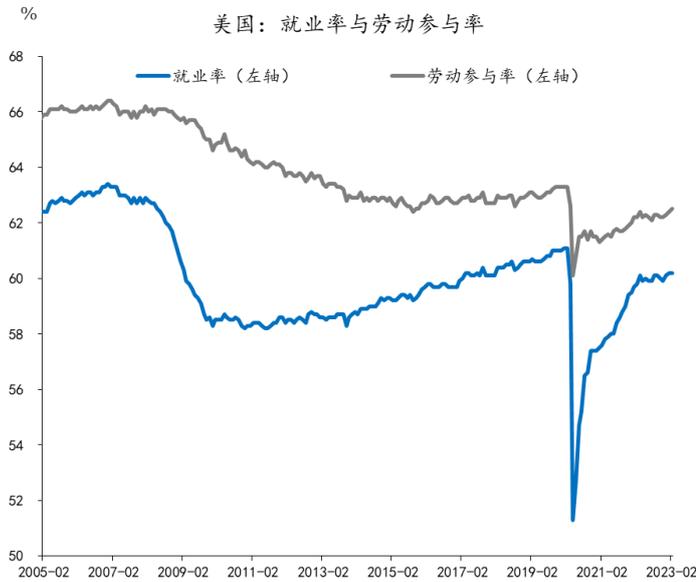
分年龄结构看，16-24岁和25-54岁年龄段人口的劳动参与率均已经修复到疫情前，但55岁以上年龄段人口的缺口仍高达-1.8%。并且，2022年1月（缺口为-1.1%）以来，缺口还在扩大。该部分即为“提前退休”。随着经济的重启，“提前退休”人群并未表现出回归就业市场的迹象。理论上，对于任何主体，失业时间越久，技能退化就越严重，回归劳动力市场的概率就越低，尤其是对于高年龄段的“弱势群体”^②。

分性别而言，近期美国劳动参与率的回升主要来自于“女性”的贡献——从2022年11月

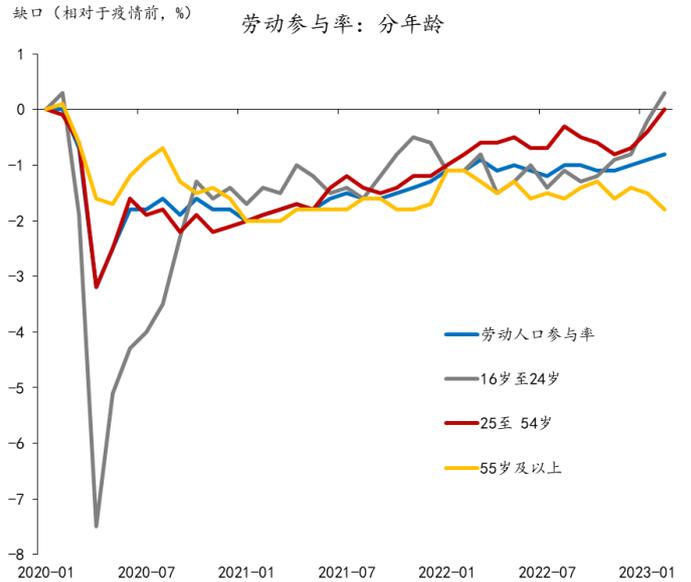
② 可参考美联储货币政策报告（2023年3月），网址：<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2023-03-mpr-summary.htm>

的56.5增加到2023年2月的57.2%，同期“男性”劳动参与率则从68.1%降到了68.0%。

图表4：美国劳动参与率和就业率仍未恢复到疫情前



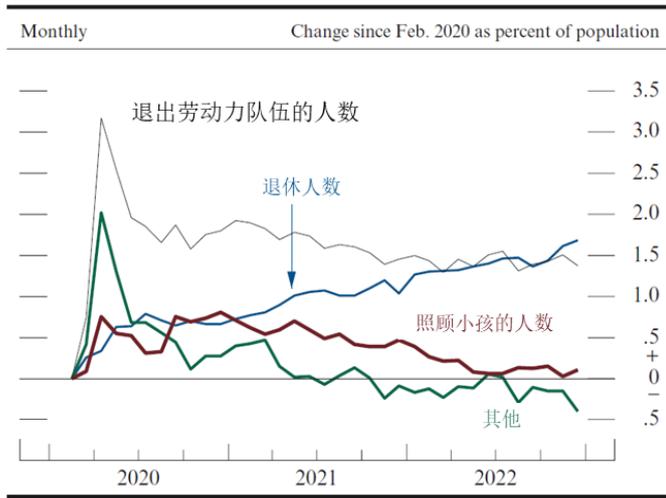
图表5：劳动参与率“缺口”主要来自高年龄段人口



来源：Wind、国金证券研究所

说明：劳动参与率“缺口”，以2020年1月为参照系。

图表6：美国退出劳动力市场的人口数及其结构



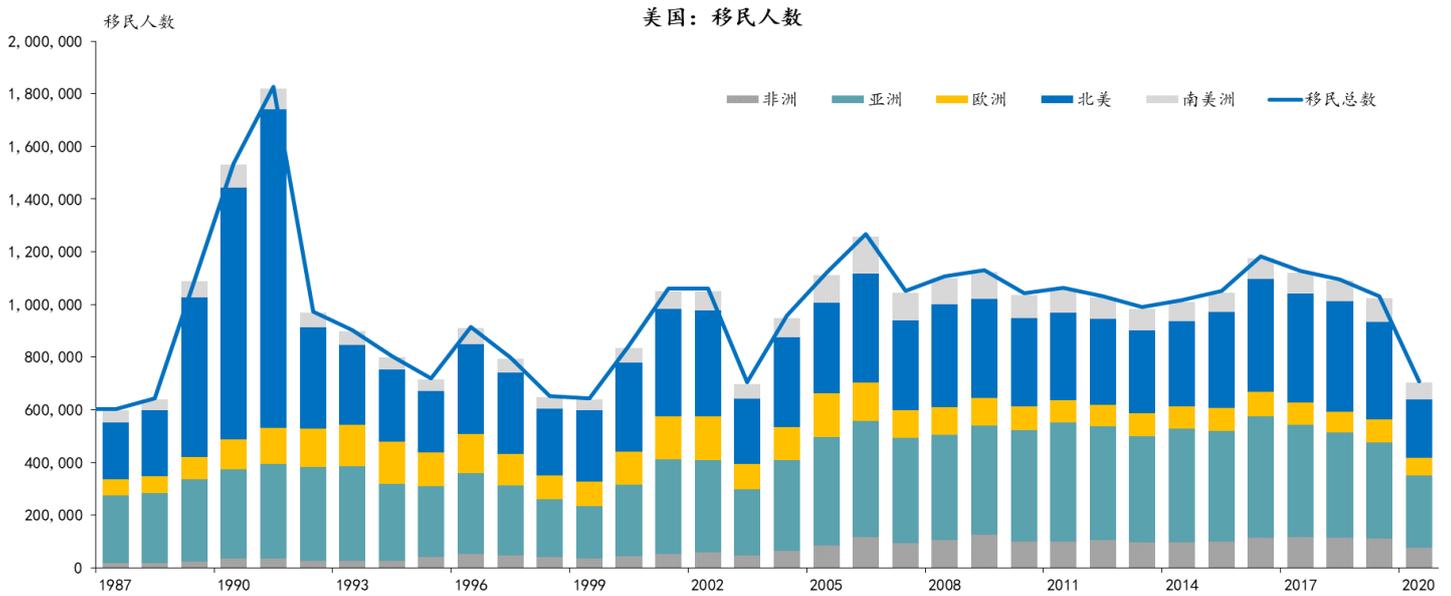
图表7：退休人口份额的趋势与现实



来源：Wind、国金证券研究所

说明：Fed, Monetary Policy Report (2023.03), 网址：<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2023-03-mpr-summary.htm>

图表8：2017年来，美国移民人数大幅下降，特朗普政府收紧移民政策和2020年新冠疫情是重要解释



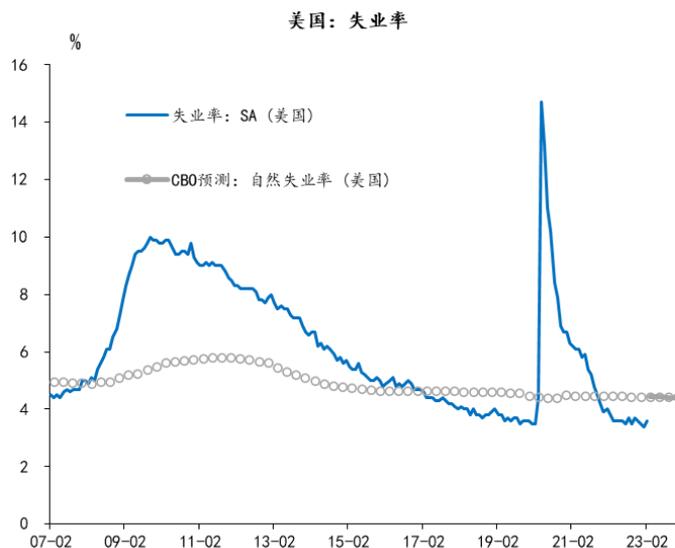
来源：Wind、国金证券研究所

(二) 边际放缓的信号：美国劳动力市场的领先指标和综合指标

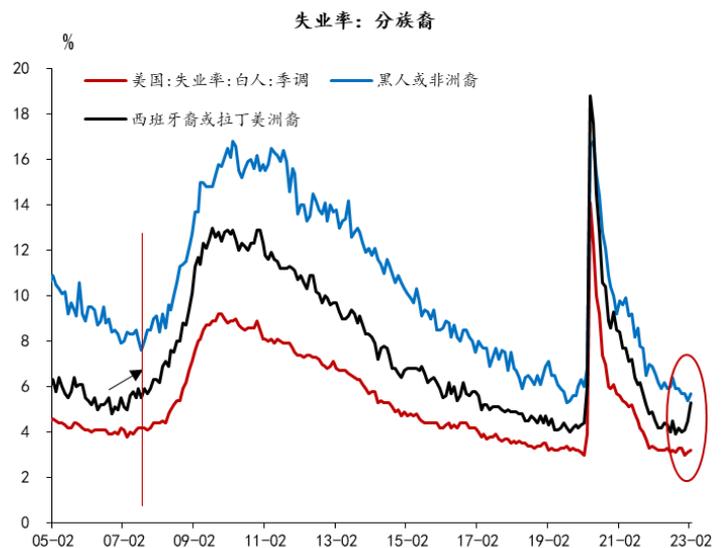
总量上的拐点总是先从结构上的脆弱环节开始的。毋庸置疑，总量上，美国劳动力市场依然“非常紧张”。但结构上，也不容忽视边际转弱的信号。2023年2月，美国失业率从3.4%升至3.6%，但市场并未给予过多关注。因为，2022年2月至今，美国失业率一直处于3.4%-3.8%之间窄幅震荡——如同两次从3.5%升至3.7%一样（2022年8月和10月），这次从3.4%升至3.6%也只是一种“统计现象”。

经验上，低工资、低学历、非白裔这类“弱势群体”往往最先感知到衰退，最晚感知到复苏。所以，“弱势群体”的相关指标会提前反映周期“由盛而衰”的转折点。与2022年不同的是，失业率的结构性已有较大不同，例如，以西班牙裔（或拉美裔）为代表的“弱势群体”的失业率已开始明显上扬：2022年11月的低点为4.0%，其后连续3个月上行，2023年2月已经升至5.3%，涨幅1.3%。

图表9：美国失业率持续维持在低位



图表10：但西班牙裔失业率已明显上行



来源：Wind、国金证券研究所

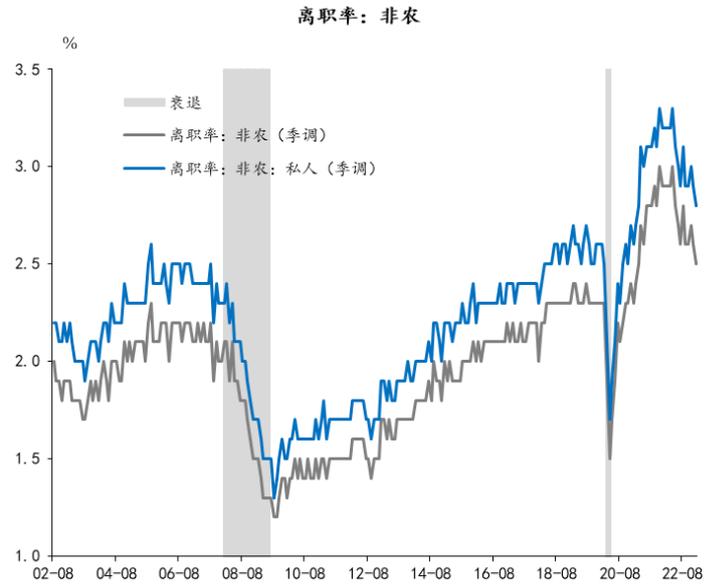
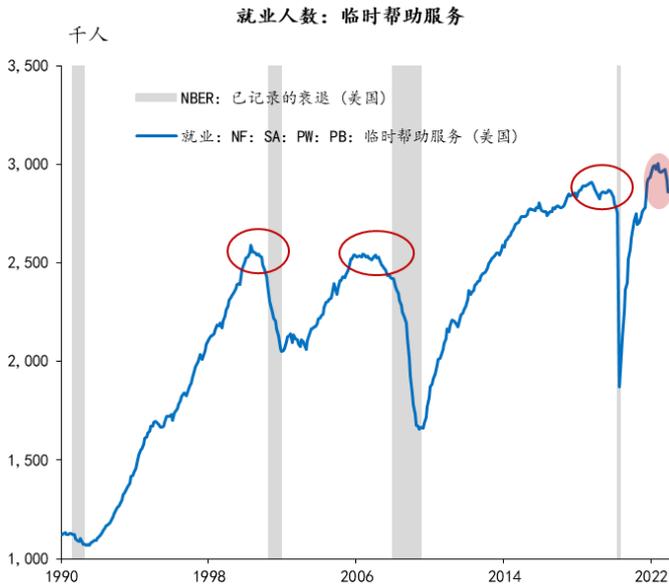
“临时帮助服务”就业人员也是“弱势群体”的代表，也能更早反映经济的“冷暖”。上世纪90年代以来，美国临时帮助服务就业人数快速增长，总就业人数往往在NBER衰退

之前开始出现拐点，并明显下行。本轮周期的顶点是 2022 年 5 月，总人数触及 300 万高点，截止到 2023 年 1 月已经回调至 287 万，3 个月环比已经连续 4 个月下降。

一般而言，劳动力市场越紧张，劳动者的议价能力越高，相应地，离职率也越高。而在劳动力市场“松弛化”的过程中，离职率则会下降，且领先于 NBER 周期。但是，只要劳动力市场是短缺的，失业率就不会明显上行。本轮周期中，2022 年 4 月是离职率的高点，过去三个季度均处于下行区间，比疫情前仍高 0.3 个百分点（差距最大时约为 0.7）。

图表11：“临时帮助服务”业就业人数持续下行

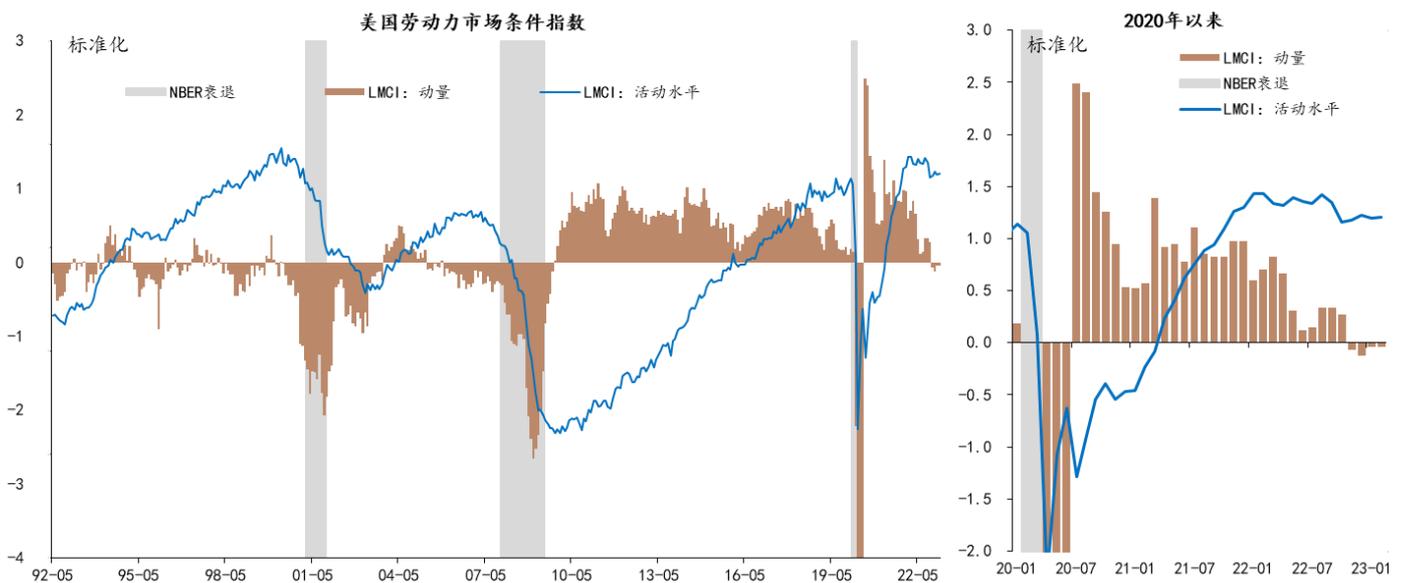
图表12：离职率持续下降



来源：Wind、国金证券研究所

劳动力市场条件指数 (LMCI) 是更综合的评估劳动力市场状况的方式。关于美国劳动力市场的边际变化，使用不同指标得到的结论略有不同，使用“失业率”之类的滞后指标具有一定的误导性。堪萨斯联储综合 24 个指标，构建了 LMCI。LMCI 水平值表示，与历史平均水平相比，劳动力市场的紧张或松弛状态（大于零表示紧张，小于零表示松弛），LMCI 动量值表示边际变化。截止到 2023 年 2 月，LMCI 水平值仍高达 1.2，但相比峰值 (1.4) 下降了 0.2。动量值已经连续 4 个月为负，突出了边际转弱的迹象。

图表13: 美国劳动力市场条件指数 (LMCI) 水平值仍处在高位, 但动量值已经连续 4 个月为负



来源: 美联储、Wind、国金证券研究所

从底层指标而言, LMCI 动量转负的贡献主要来自: 临时帮助服务业就业人员的环比负增长; ISM 制造业就业指数跌至枯荣线以下 (49.1); 挑战者企业宣布的裁员人数增加; 私人部门离职率下降; 中小企业乐观指数中的“增加就业计划”和“职位空缺”分项持续下行等, 蓝皮书对未来 4 个季度的失业率的预测上升。除此之外, 2 月美国薪资就业 (payroll employment) 和制造业就业人数均开始出现负增长。

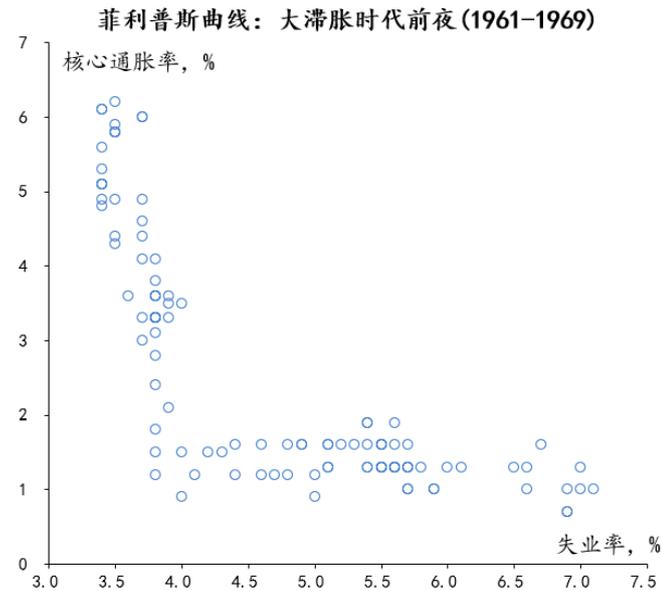
综上所述, 应关注美国劳动力市场边际转弱的初期信号, 而非线性地认为, 在下一阶段去通胀的过程中 (即 CPI 通胀率从 6% 下降到 2%), 失业率仍会维持低位。

(三) 再平衡的条件: 再平衡过程主要依赖于需求收缩, 且往往是急剧收缩

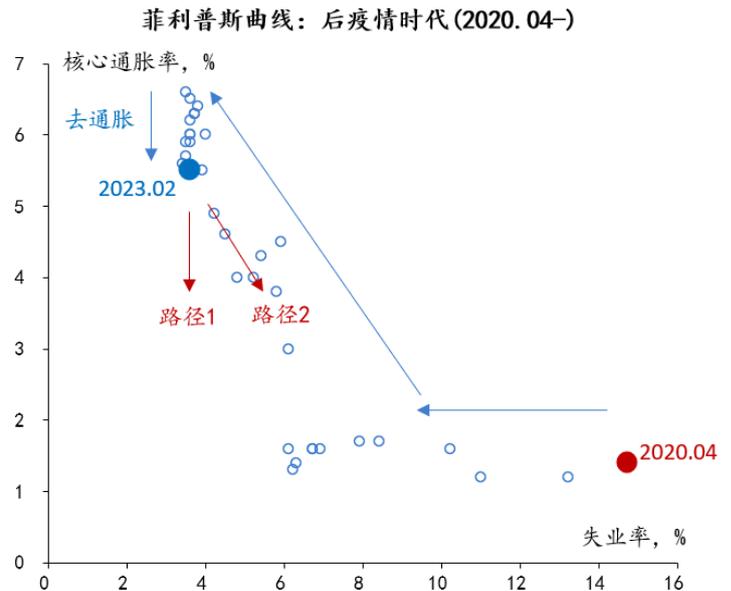
劳动供给是缺乏弹性的, 故美国劳动力市场的均衡化只能依靠压制需求来实现。理论上, 在不发生系统性金融风险的前提下, 劳动力市场的再平衡过程或平稳“着陆”——失业率上行幅度比较有限。但现实中, 美联储加息周期总能暴露出经济、金融部门中的某些脆弱环节, 尤其是在当前这种高通胀和 (持续) 低失业的环境下。

去通胀 (de-inflation) 是美联储追求“充分紧缩”的货币政策立场的目的, 而且只能以收缩总需求的方式实现。2022 年 6 月-2023 年 2 月, 美国 CPI 同比增速从 9.1% 高点下降到 6%, 连续 8 个月持续下降。但与此同时, 失业率却保持低位——菲利普斯曲线是垂直的, “牺牲率” (失业率的变化/通胀率的变化) 几乎为零。那么, 去通胀进程是否还会继续沿着垂线下行?

图表14：“大滞胀”时代前夜的“菲利普斯曲线”



图表15：后疫情时代的“菲利普斯曲线”



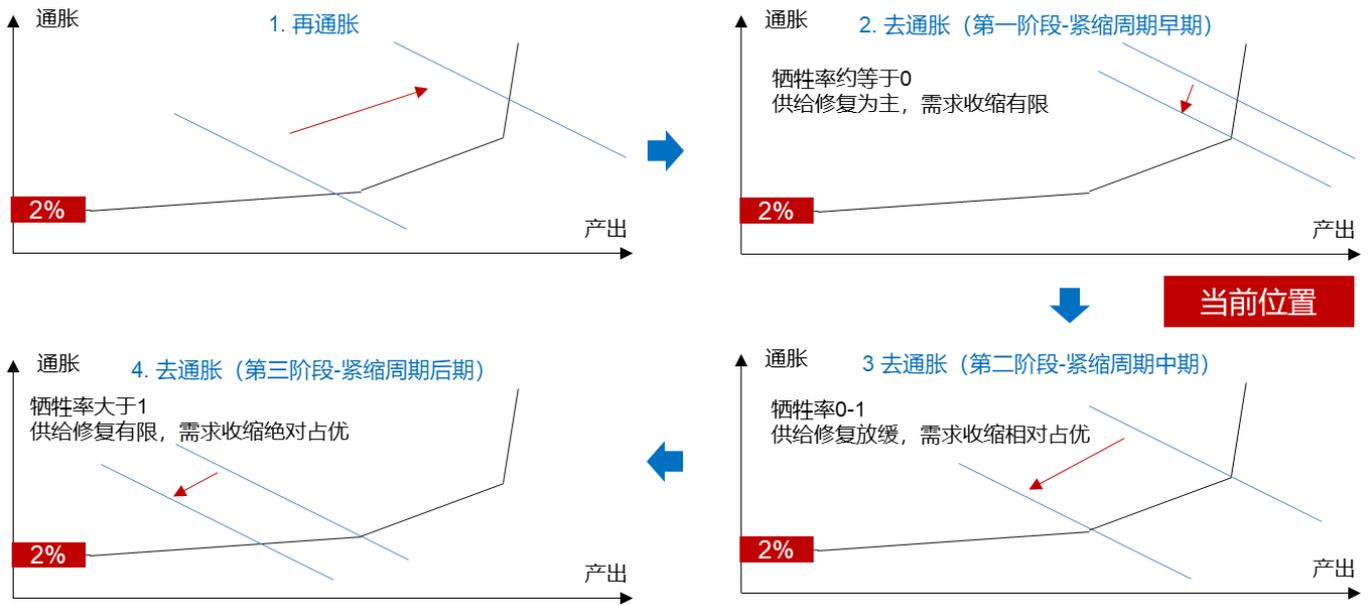
来源：Wind、国金证券研究所

菲利普斯曲线是非线性的，垂直的菲利普斯曲线对应的是总供给（AS）曲线中的垂直部分。随着总需求（AD）的进一步收缩，AS 曲线会从垂直变为平坦，牺牲率也将“从 0 到 1”，再“从 1 到 2”……

可将 2022 年 6 月至 2022 年末定义为去通胀的第一阶段，特点是以供给修复为主，需求收缩非常有限，因为货币政策效应存在 12-24 个月的滞后，所以，牺牲率几乎为零；

2023 年初以来，美国去通胀或已进入第二阶段：供给修复明显放缓，必须依赖于需求的收缩继续压制通胀。年初以来，美国通胀降速有所放缓，这一方面是因为能源、商品、航运价格已经大幅下降（原油价格已接近成本线），全球供应链的修复已较为充分（2023 年 2 月纽约联储全球价值链压力指数已经下降至负值，低于 2020 年 1 月）；另一方面，非农就业、个人实际收入增速均超预期（《通胀削减法案》中的减税措施年初开始生效），使得服务业消费的韧性也大超预期，与此同时，货币政策的紧缩效应仍未充分体现（快速加息的时间为 2022 年下半年）。

图表16: 非线性供给曲线和“去通胀”不同阶段对应的“损失率”

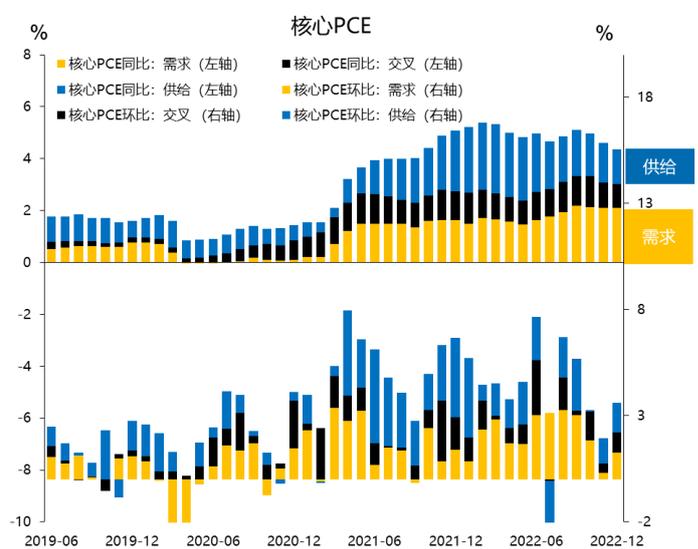
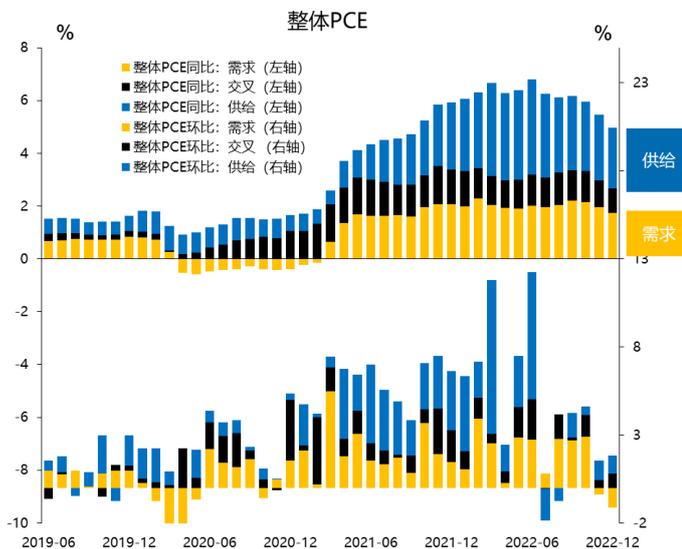


来源: Wind、国金证券研究所

美国核心 PCE 通胀已由需求主导, 去通胀以紧缩需求为前提。我们曾引用旧金山联储经济学家夏皮罗 (Shapiro) 的研究^③说明, 美联储加息的紧缩效应在 2023 年会更快体现, 原因之一是, 从 2022 年四季度开始, 美国核心通胀的主要驱动力已经从供给转为需求。波士顿联储的一项研究还表明, 需求驱动具有更强的持续性, 进而要求更有力的政策反应。含义是, 美联储“鱼与熊掌难以兼得”, 较难兼顾去通胀和经济软着陆。更何况, SVB 事件后, 还叠加了防范金融风险的目标。

图表17: 美国整体 PCE 通胀的分解

图表18: 美国核心 PCE 通胀的分解



来源: 美联储^④、国金证券研究所

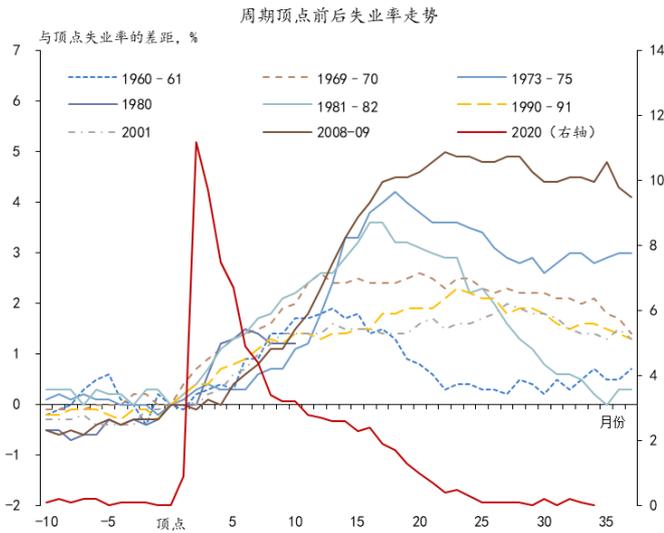
失业率是典型的滞后指标, 它总是在经济衰退之后明显上行, 或在经济进入复苏后仍继续上行——所谓的“无就业复苏” (jobless recovery)^⑤。失业率维持低位只能表明过去一段时间美国经济基本面的韧性, 而非未来经济软着陆的证据, 而是相反。

^③ <https://www.frbsf.org/economic-research/indicators-data/supply-and-demand-driven-pce-inflation/>

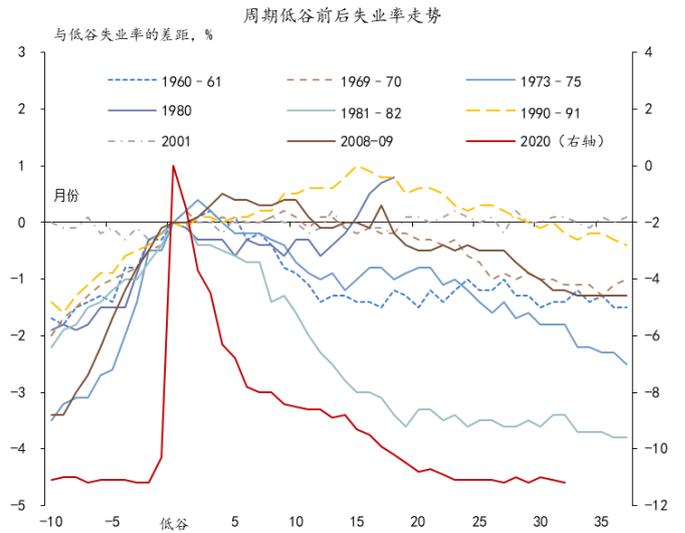
^④ <https://www.frbsf.org/economic-research/indicators-data/supply-and-demand-driven-pce-inflation/>

^⑤ 参考“周期的力量”系列 (一): 《美国经济能否逃逸“衰退”?》。

图表19: NBER周期“顶点”前后失业率的变化



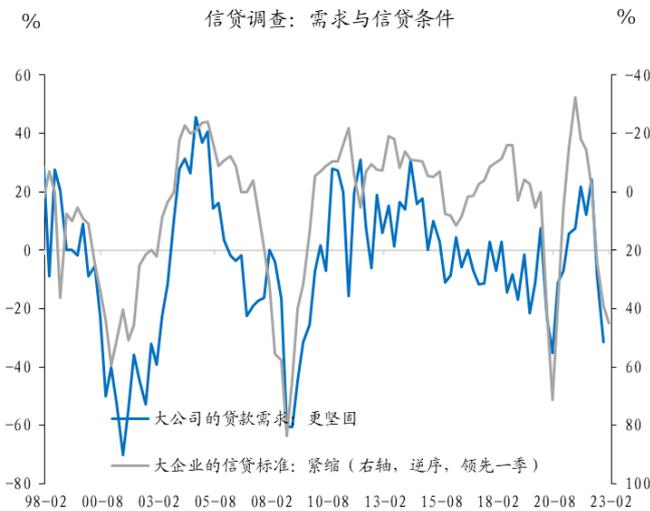
图表20: NBER周期“低谷”前后失业率的变化



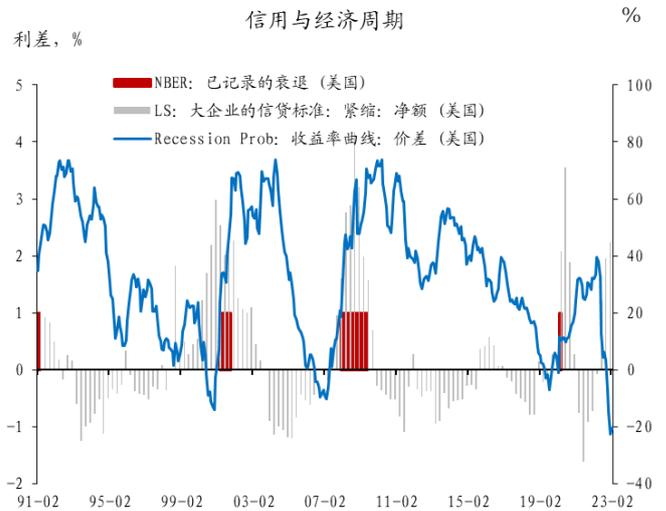
来源: Wind、国金证券研究所

早在 SVB 事件之前, 美国商业银行信用周期就已经进入下降阶段。SVB 事件或使银行贷款更趋于谨慎。美联储“扩表”有助于缓解储户的恐慌情绪和商业银行负债端压力, 但由于存款-货币市场基金利差依然较大, 存款搬家行为或难以逆转。信用周期短期内仍将维持下行态势。经验上, 企业信贷可得性下降往往是失业率上行的领先指标。

图表21: 信贷供求均在下行

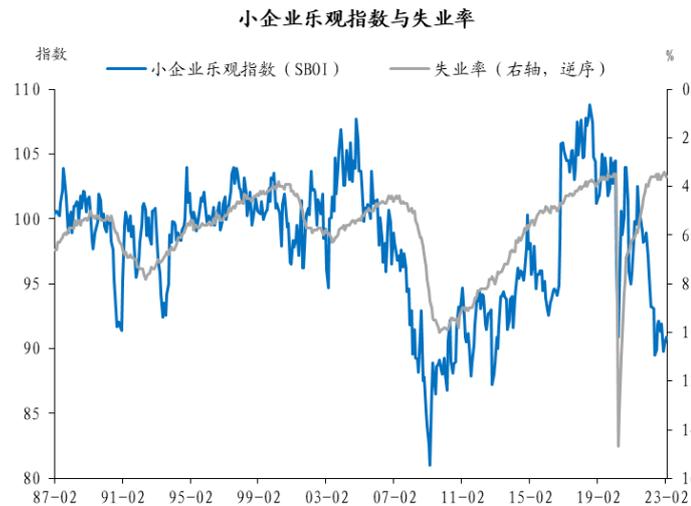


图表22: 信用供给收缩与经济衰退

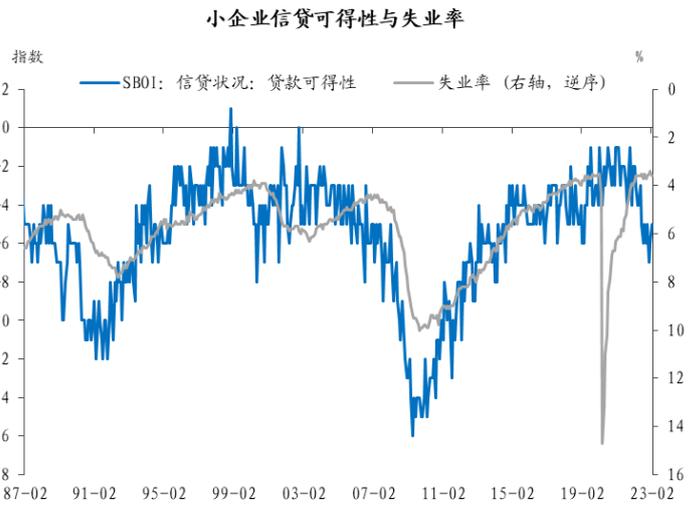


来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 小企业乐观指数与失业率



图表24: 小企业信贷可得性与失业率

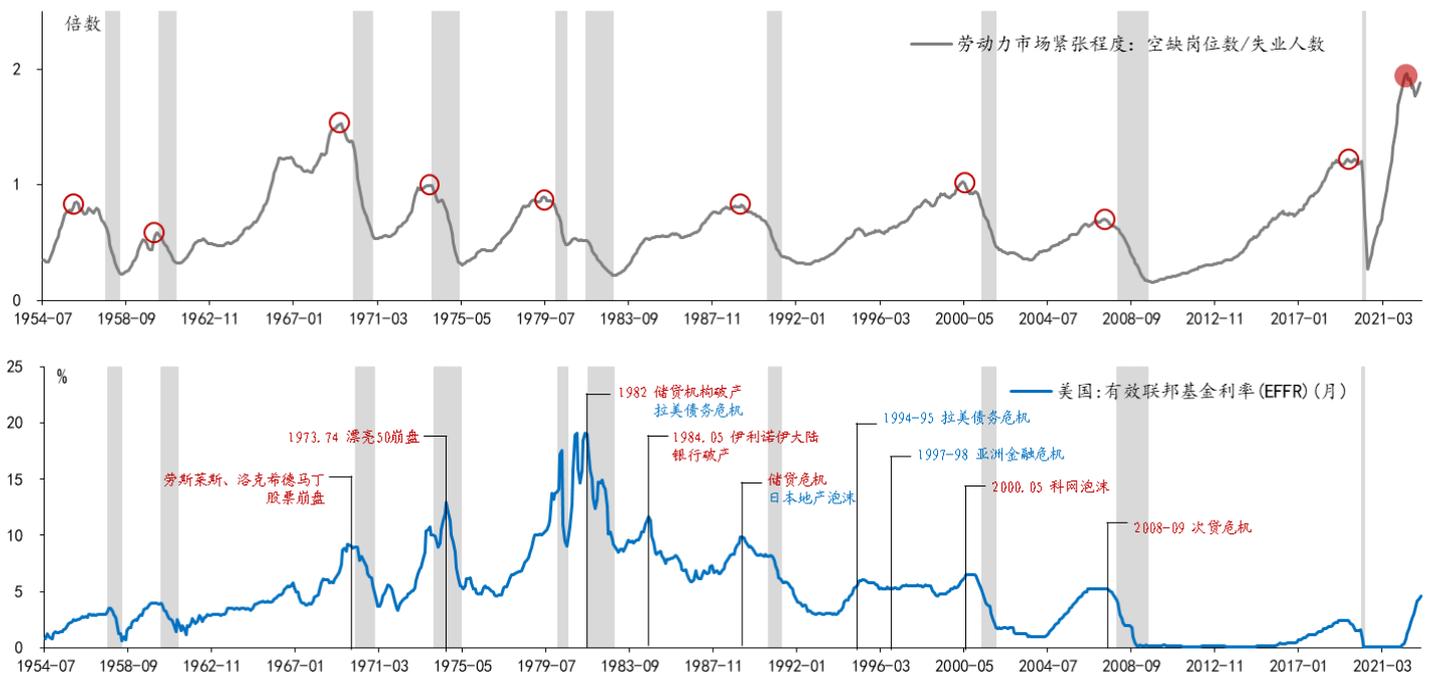


来源: Wind、国金证券研究所

以金融风险事件为起点, 劳动力市场的“实质性转弱”常常是以剧烈的方式实现的。二战结束以来, 美国经济的衰退基本都出现在劳动力市场偏紧时期之后。经验上, 失业率越低, 美国经济未来 1 年或 2 年内经济衰退的概率就越高 (2 年预测效果更好^⑥)。所以, 紧张的劳动力市场不仅不是软着陆的充分条件, 反而是衰退的前兆。

背后的经济学逻辑是: 劳动力市场越紧张, 工资通胀压力越大, 货币政策会越紧缩, 也最有可能形成“货币紧缩-信用收缩-经济放缓-金融风险-经济衰退”的正反馈, 例如 20 世纪 80 年代初“沃尔克冲击”下的储贷危机和房地产泡沫, 格林斯潘时代的拉美债务危机和科网泡沫、以及伯南克时代的次贷危机。那么, 鲍威尔时代的去通胀, 会以何种方式实现?

图表25: 加息周期下的正反馈循环: 货币紧缩-信用收缩-经济放缓-金融风险-经济衰退



来源: Richter et al., 2023. Job vacancy, unemployment relationship clouds 'soft landing' prospects, Federal Reserve Bank of Dallas. Wind、国金证券研究所

说明: 时间截止到 2023 年 1 月份;

观点重申: 需求侧看, 软着陆、去通胀和美联储政策转向是一个“三元悖论”: 如果需求下降是通胀放缓的主要驱动力, 对应的应该是硬着陆。所以, 除非供给侧持续修复, 否则

⑥ 参考“央行笔记”系列(二):《货币政策“矫枉过正”的风险有多大?》。

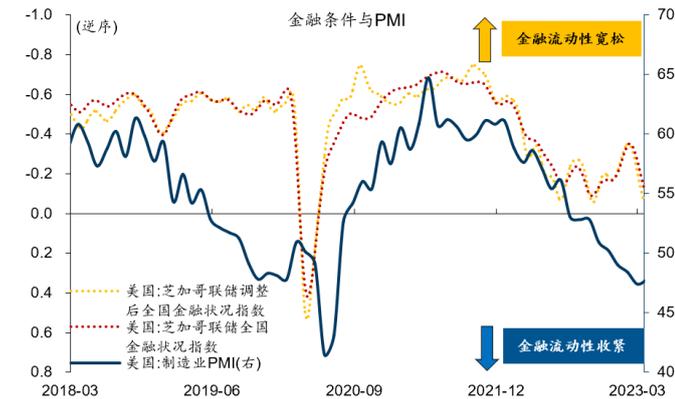
市场同时定价软着陆、货币政策提前转向和通胀超预期缓和的交易逻辑是难以自洽的。美国的去通胀进程正在从供给侧主导向需求侧主导转变，美联储越来越难以兼顾去通胀、软着陆和防风险三重目标。触发美联储降息的条件或不是通胀回归 3-3.5%，而是金融稳定。

二、海外基本面&重要事件

(一) 流动性：流动性冲击缓和，利差收窄

美国流动性冲击缓和，利差收窄。本周美欧银行业对流动性的冲击有所缓和，美国金融条件仍处于宽松区间但边际转紧，OFR 金融压力回落，美国信用债利差下降，TED 利差下降，SOFR 成交量回落，SOFR99%分位利率偏离程度较低。芝加哥联储金融条件指数 3 月 24 日当周-0.1，前值-0.1，OFR 金融压力指数 3 月 30 日 0.1，前值 0.4。

图表26：芝加哥联储金融条件处于宽松区间



图表27：OFR 金融压力指数回落



来源：wind、国金证券研究所

图表28：美国企业债信用利差收窄



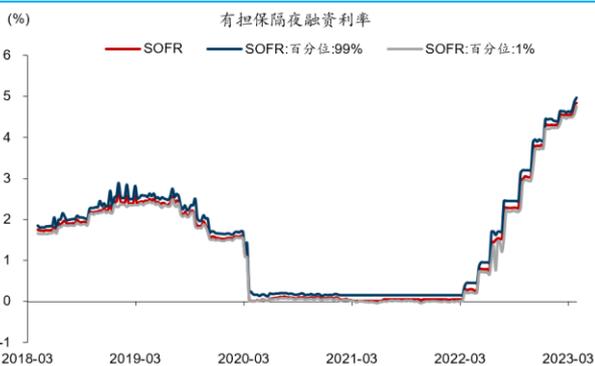
来源：WIND、国金证券研究所

图表29：美国 TED 利差有所收敛



来源：Wind、国金证券研究所

图表30：美国 SOFR99%与 SOFR 偏离不大



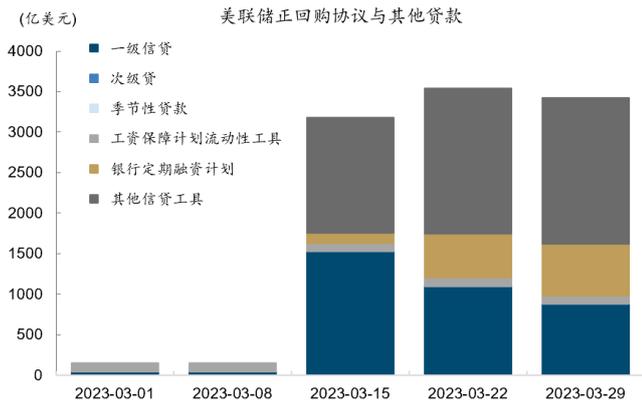
来源：WIND、国金证券研究所

图表31：美国 SOFR 成交量有所减少



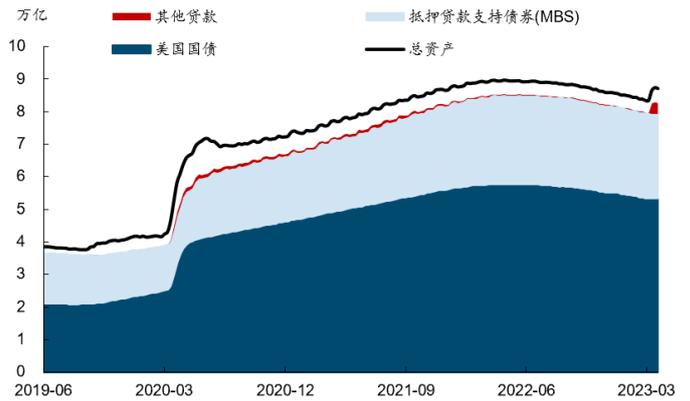
来源：Wind、国金证券研究所

图表32: 美联储正回购协议及其他贷款使用量减少



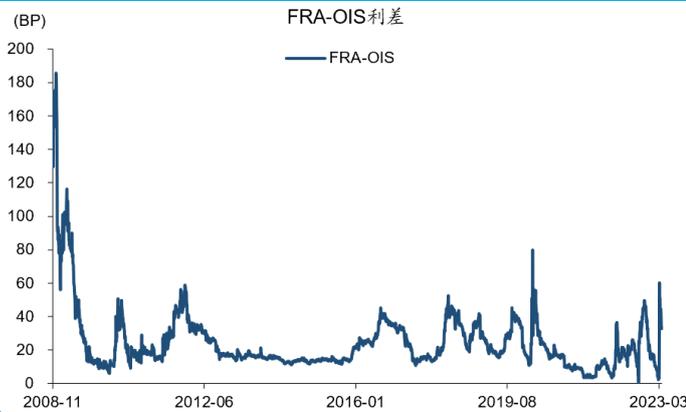
来源: WIND、国金证券研究所

图表33: 美联储资产负债表规模小幅下降



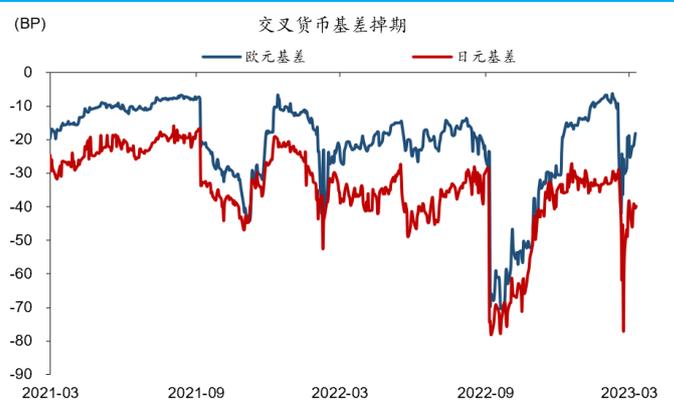
来源: Wind、国金证券研究所

图表34: 美国 FRA-OIS 利差缩小



来源: WIND、国金证券研究所

图表35: 欧元、日元基差回升



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%

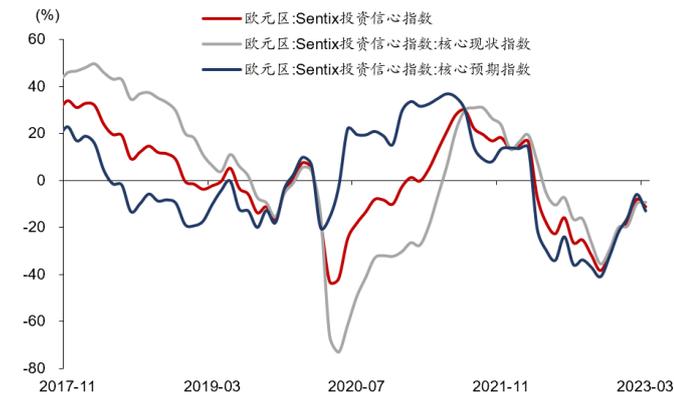
	最新利率	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10
发达国家																			
美国	4.75	0.25	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.50	0.25							
欧元区	3.00	0.50	0.50	0.75	0.75	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.25							
英国	4.00	0.50	0.50	0.75	0.75	0.50	0.50	0.50	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	0.50	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	0.50	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	0.50	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	0.25	0.50	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
印尼	5.75		0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.25	0.25										
马来西亚	2.75					0.25	0.25												
新加坡	0.00	-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	1.88	0.13	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	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
墨西哥	11.25	0.25	0.50	0.50	0.75	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	6.75	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75	0.50	0.50	0.75	0.25	0.25								

来源: WIND、国金证券研究所

(二) 景气与领先: 欧洲景气指数回落

欧洲景气指数回落。3月欧元区 ZEW 指数回落至 10, 前值 29.7。3月 31 日当周, 美国花旗意外指数 59、欧洲 54、日本 36, 日本回落幅度较大。本周中国意外指数回落至 122, 前值 128。3月欧元区、日本、德国、法国、中国服务业 PMI 均回升。

图表37: 欧元区3月投资信心回落



来源: WIND、国金证券研究所

图表38: 欧元区3月ZEW经济指数回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表39: 欧洲和日本经济边际走弱



来源: WIND、国金证券研究所

图表40: 本周中国经济意外指数回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表41: 全球主要国家制造业PMI。3月欧元区、英、法、德、中回落

	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	↓ -0.7	51.9	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42: 全球服务业 PMI。欧元区、日本、德国、法国、中国回升

	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	↑ 2.6		52.60	50.00	48.10	48.10	49.20	50.00	49.30	51.10	53.90	51.90
发达国家												
美国	↓ -0.1		55.1	55.2	49.2	56.5	54.4	56.7	56.9	56.7	55.3	55.9
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
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
日本	↑ 0.2	54.2	54.0	52.3	51.1	50.3	53.2	52.2	49.5	50.3	54.0	52.6
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
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
新兴市场												
中国	↑ 1.3	56.9	55.6	54.0	39.4	45.1	47.0	48.9	51.9	52.8	54.3	47.1
印度	↑ 2.2		59.4	57.2	58.5	56.4	55.1	54.3	57.2	55.5	59.2	58.9
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
巴西	↓ -0.9		49.8	50.7	51.0	51.6	54.0	51.9	53.9	55.8	60.8	58.6

来源: Wind、国金证券研究所

(三) 生产与就业: 美国新增职位数回落

美国新增职位数回落。3月20日当周,美国新增职位数降至156万个,3月25日当周,美国纽约联储WEI指数录得1.5%,前值1.1%。欧元区周度GDP跟踪2.5%,前值3%。美国当周初请失业人数环比微增,3月25日当周,美国初请失业金人数为19.8万人,前值19.1万人,当周持续领取人数169万人,前值169万人。

图表43: 上周纽约联储WEI指数1.5%,前值1.1%



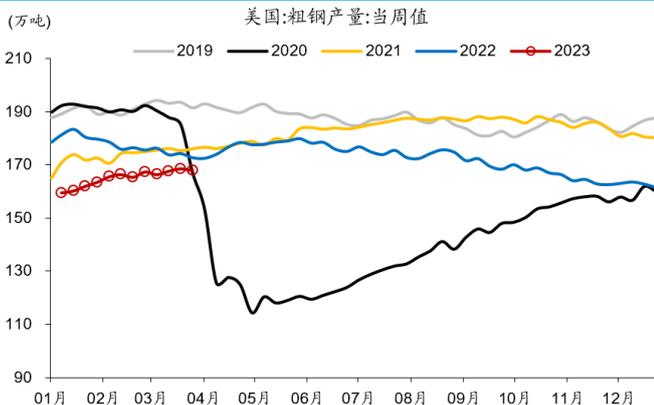
来源: WIND、国金证券研究所

图表44: 欧元区周度GDP跟踪2.5%,前值3%



来源: WIND、国金证券研究所

图表45: 上周美国粗钢产量168万短吨,前值169万



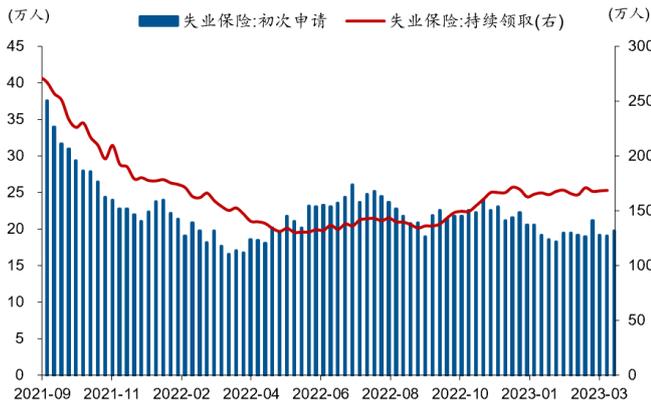
来源: Wind、国金证券研究所

图表46: 上周美国粗钢产能利用率75%,前值75%



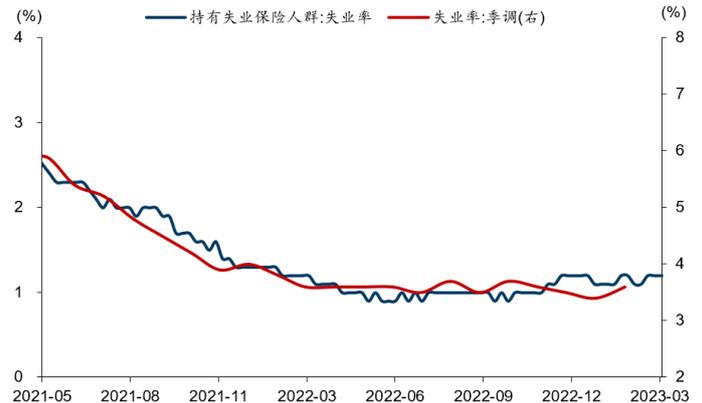
来源: Wind、国金证券研究所

图表47: 美国 3 月 25 日当周初请失业人数 19.8 万



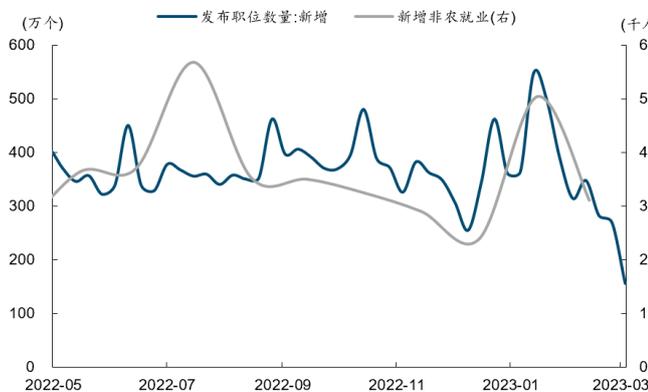
来源: Wind、国金证券研究所

图表48: 持有失业保险人群的失业率 1.2%



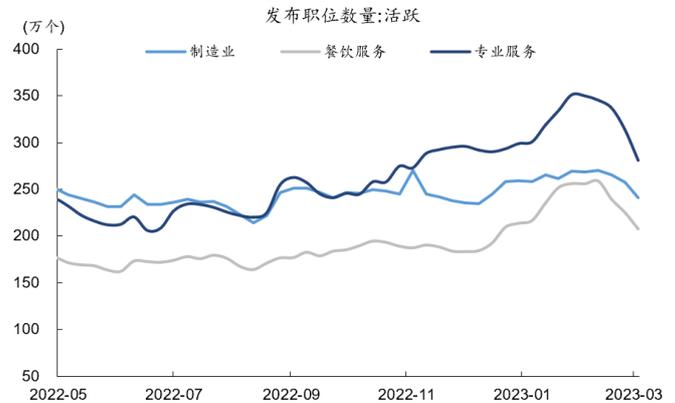
来源: Wind、国金证券研究所

图表49: 美国 3 月新增职位数量回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表50: 美国制造业、服务业职位数回落



来源: Wind、国金证券研究所

(四) 通胀: 美国 2 月 PCE 同比低于预期

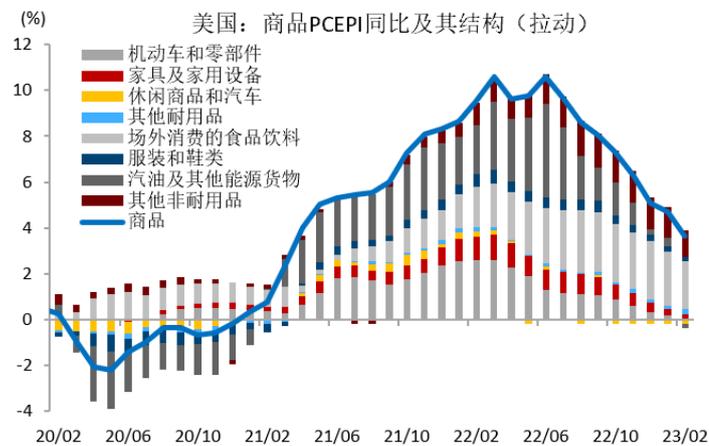
美国 2 月 PCE、核心 PCE 物价指数同比环比均低于市场预期, 服务类价格继续创新高, 住房仍是主要拉动项美国 2 月 PCE 物价指数同比上涨 5%, 为 2021 年 10 月以来新低, 预期 5.1%, 前值 5.4%; 环比增 0.3%, 预期 0.3%, 前值 0.6%。剔除食品和能源后, 2 月核心 PCE 物价指数同比上涨 4.6%, 维持在 5% 下方, 为 2021 年 11 月以来新低, 预期 4.7%, 前值 4.7%; 环比上涨 0.3%, 预期 0.4%, 前值 0.6%。

图表51: 美国 PCE 增速及结构

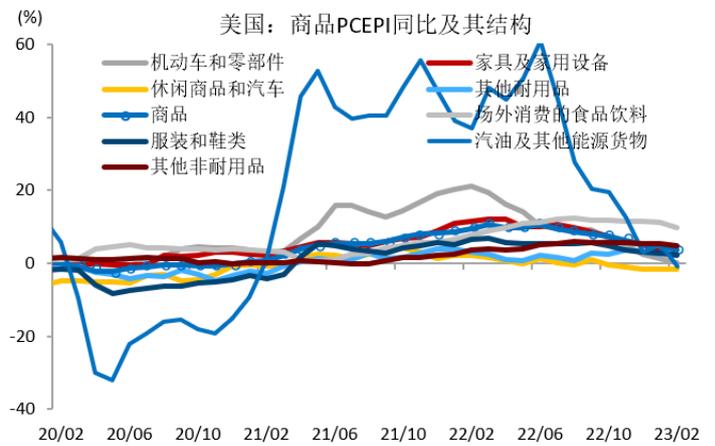
PCE分级	项目	权重(%)	季调_同比(%)						季调_环比(%)					
			23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09
整体	PCE价格指数(PCEPI)	100.0	5.0	5.3	5.3	5.7	6.1	6.3	0.3	0.6	0.2	0.2	0.4	0.3
核心	核心PCE价格指数(不包括食品和能源)	88.5	4.6	4.7	4.6	4.8	5.1	5.2	0.3	0.5	0.4	0.2	0.3	0.5
I_核心	核心商品(不包括食品和能源)	23.9	2.3	2.8	3.4	4.1	4.8	5.7	0.1	0.5	0.0	-0.3	-0.1	0.2
I_核心	核心服务(不包括能源)	64.6	5.5	5.4	5.1	5.1	5.2	5.0	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6
I	商品	33.8	3.6	4.7	5.1	6.3	7.3	8.0	0.2	0.6	-0.5	-0.2	0.4	-0.1
II	耐用消费品(DG)	12.4	0.7	1.0	2.0	3.2	4.2	5.7	-0.2	0.3	-0.2	-0.6	-0.4	0.4
III	DG: 机动车和零部件	4.1	0.1	1.3	2.5	5.0	7.0	9.1	-1.0	-0.4	-0.5	-0.3	-0.3	0.1
III	DG: 家具及家用设备	3.0	2.6	3.4	5.0	6.0	7.3	8.6	0.2	0.6	0.1	-0.6	-0.7	0.1
III	DG: 休闲商品和汽车	3.7	-1.7	-1.7	-1.5	-1.2	-0.4	0.9	0.3	0.6	-0.8	-1.3	-0.2	0.5
III	DG: 其他耐用品	1.7	4.5	2.5	3.3	3.6	2.4	2.9	0.2	0.5	1.1	0.6	-0.5	1.7
II	非耐用品(NG)	21.3	5.4	7.0	6.9	8.2	9.2	9.5	0.3	0.8	-0.7	-0.1	0.8	-0.4
III	NG: 为场外消费购买的食品和饮料	7.3	9.7	11.1	11.6	11.5	11.7	11.9	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
III	NG: 服装和鞋类	2.8	2.2	2.6	3.0	3.8	4.8	5.7	0.7	0.7	0.2	0.0	-0.1	-0.5
III	NG: 汽油及其他能源货物	2.5	-0.9	5.3	3.1	12.5	19.5	20.2	0.4	2.0	-7.3	-1.9	4.3	-4.6
III	NG: 其他非耐用品	8.7	4.7	5.4	5.5	5.5	5.6	5.7	0.3	0.8	0.2	0.1	0.3	0.1
I	服务业	66.2	5.7	5.6	5.4	5.3	5.5	5.4	0.3	0.6	0.6	0.4	0.4	0.6
II	家庭消费支出(HC)	63.3	5.6	5.5	5.3	5.2	5.3	5.2	0.4	0.6	0.5	0.3	0.5	0.5
III	HC: 住房和公用事业	17.4	8.8	8.7	8.5	8.0	7.8	7.9	0.5	0.8	0.9	0.5	0.5	0.8
IV	房屋	15.0	8.2	8.0	7.7	7.3	7.1	6.8	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6	0.8
IV	家庭公用事业	2.4	11.9	12.7	13.5	12.2	12.7	15.1	-1.0	1.8	1.4	-0.3	-0.4	1.0
III	HC: 医疗保健	15.7	1.9	1.8	2.5	2.6	2.8	2.5	0.2	0.0	0.1	0.1	0.3	0.2
III	HC: 交通	3.3	15.1	16.4	13.5	12.1	16.6	16.4	0.0	0.9	2.6	-1.8	1.0	2.2
III	HC: 娱乐	3.7	5.9	5.7	5.7	5.4	4.1	4.5	0.9	0.7	0.5	1.2	0.6	0.0
III	HC: 餐饮业和住宿	7.5	7.4	7.3	6.6	7.0	7.5	7.1	0.7	0.7	0.5	0.3	1.3	0.4
III	HC: 金融和保险	7.5	2.0	1.0	0.6	0.2	0.3	0.2	0.2	0.8	0.4	0.8	-0.2	0.4
III	HC: 其他	8.3	4.1	4.6	4.1	4.6	4.2	4.1	0.2	0.6	0.0	0.4	0.3	0.4
IV	通信公司	1.6	-0.8	-0.8	-1.0	-1.2	-2.5	-2.2	-0.1	0.4	0.3	1.2	-0.6	-0.2
IV	教育服务	1.8	2.6	2.7	2.5	2.2	2.2	2.3	0.1	0.3	0.3	0.1	0.2	-0.1
IV	专业及其他服务	1.4	5.6	5.9	5.6	6.4	5.9	7.0	1.3	0.7	-0.3	0.1	0.2	0.3
IV	个人护理和服装服务	1.0	9.3	9.7	9.7	10.6	10.1	9.6	0.8	0.5	1.0	0.7	0.8	2.6
IV	社会服务和宗教活动	1.5	4.9	4.8	4.6	4.6	4.8	5.1	0.2	0.5	0.4	0.4	0.2	0.9
IV	家庭日常维护	0.6	2.8	3.3	3.8	4.3	6.9	6.3	-0.5	0.1	0.8	-1.3	0.5	-0.6
II	家庭服务型非盈利机构最终消费支出(NPISHs)	2.9	8.7	9.5	7.6	8.6	9.7	9.9	-1.0	0.8	0.9	1.5	0.2	1.2

来源: WIND、国金证券研究所

图表52: 美国商品 PCE 同比结构

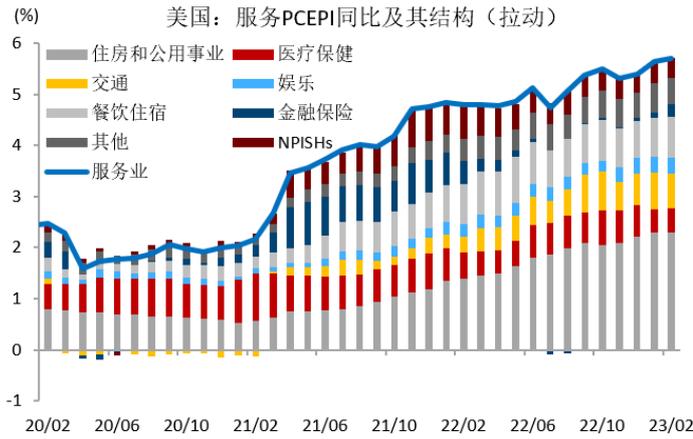


图表53: 美国商品 PCE 增速

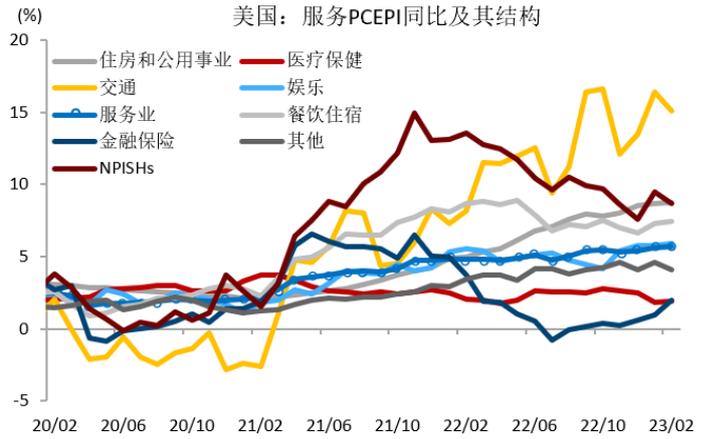


来源: wind、国金证券研究所

图表54: 美国服务PCE同比结构

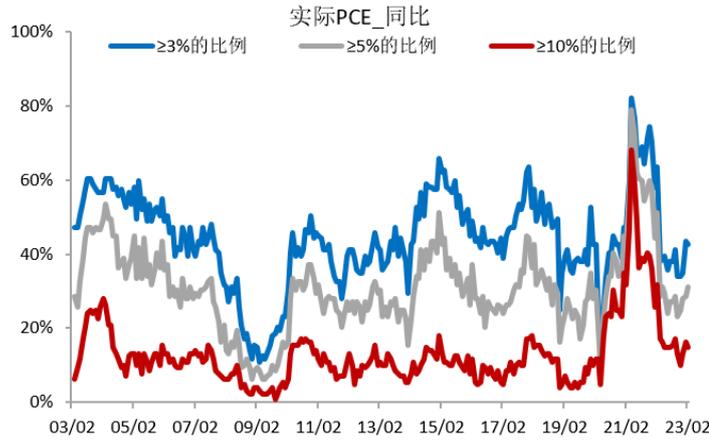


图表55: 美国服务PCE增速

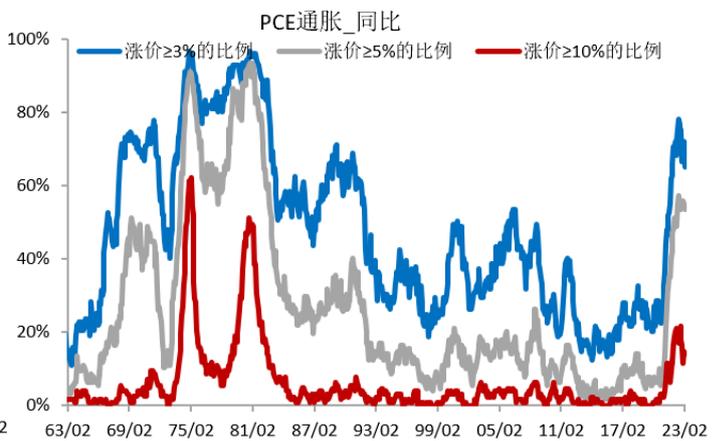


来源: wind、国金证券研究所

图表56: 美国实际PCE分项上涨幅度比重

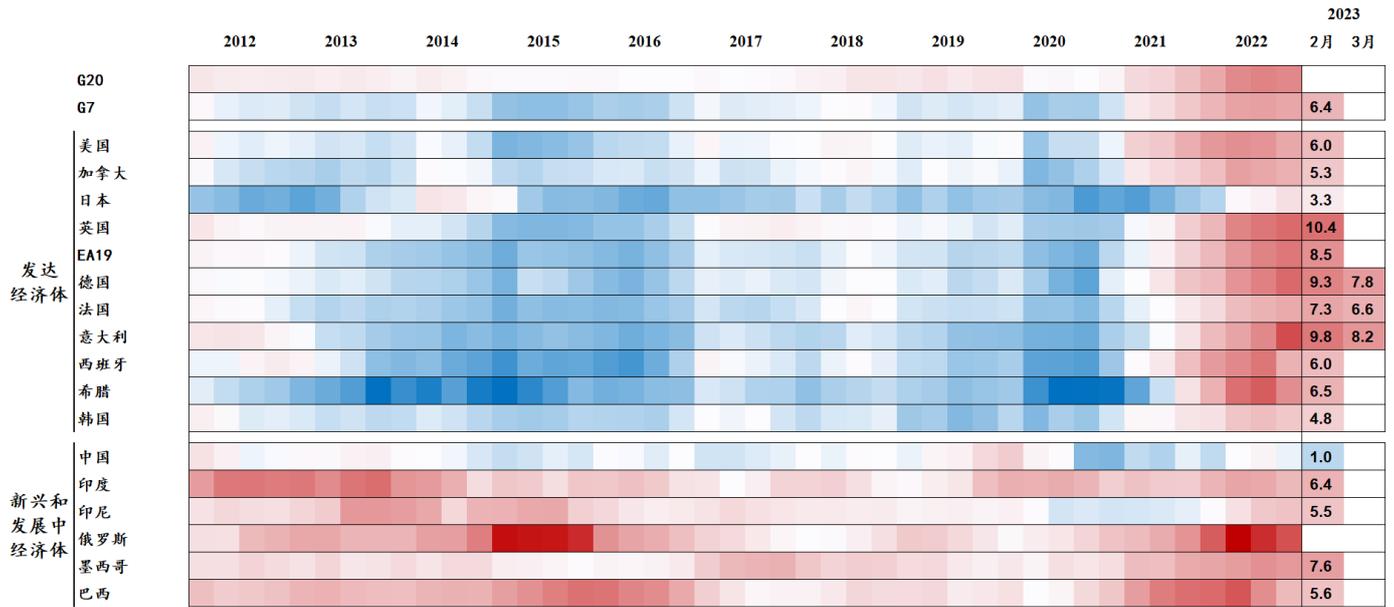


图表57: 美国PCE通胀分项上涨幅度比重



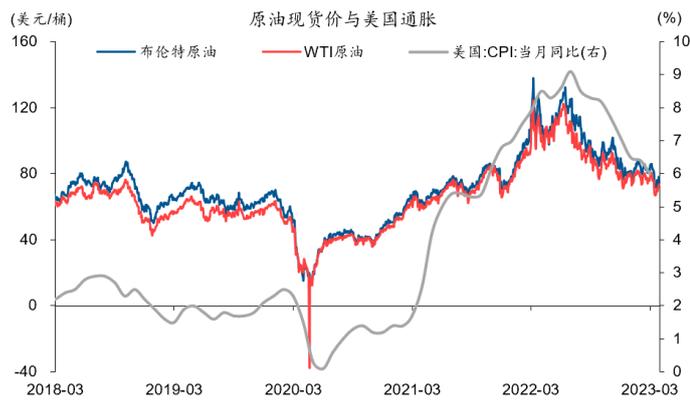
来源: wind、国金证券研究所

图表58: 全球主要国家 CPI 热力图, 德国、法国 3月回落



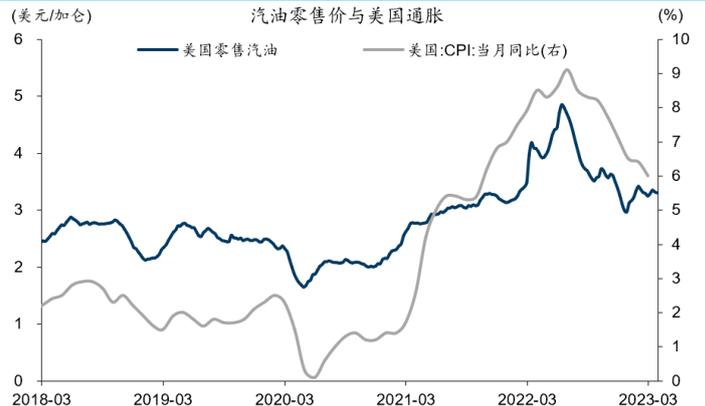
来源: WIND、国金证券研究所

图表59: 本周原油价格微涨

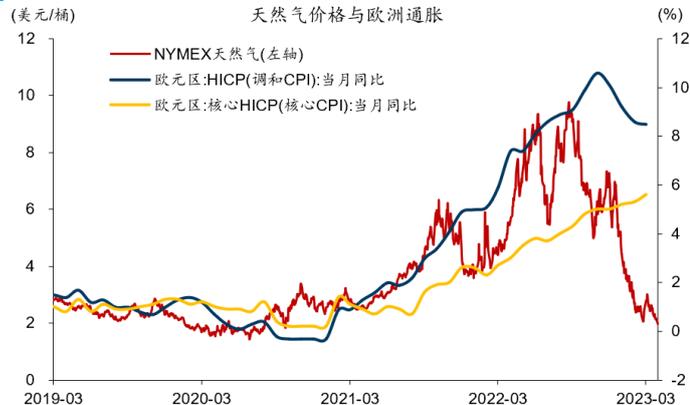


来源: wind、国金证券研究所

图表60: 上周美国汽油价格持平

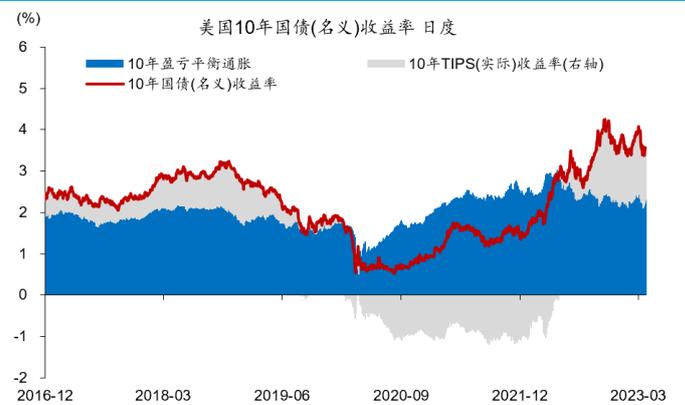


图表61: 本周天然气价格持平



来源: Wind、国金证券研究所

图表62: 本周 10 年盈亏平衡通胀上升



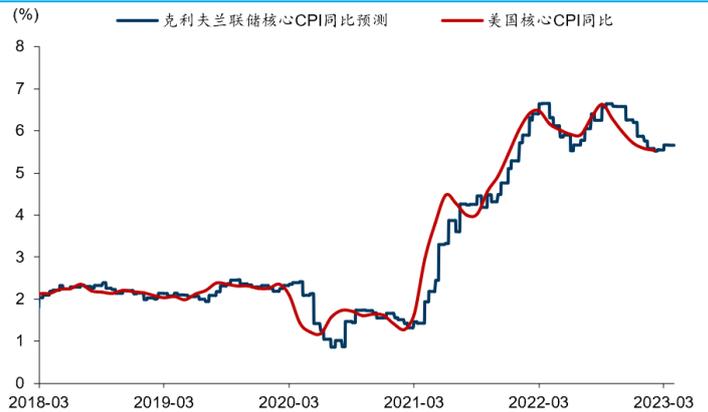
来源: Wind、国金证券研究所

图表63: 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64: 克利夫兰联储预测3月核心CPI回升至5.7%

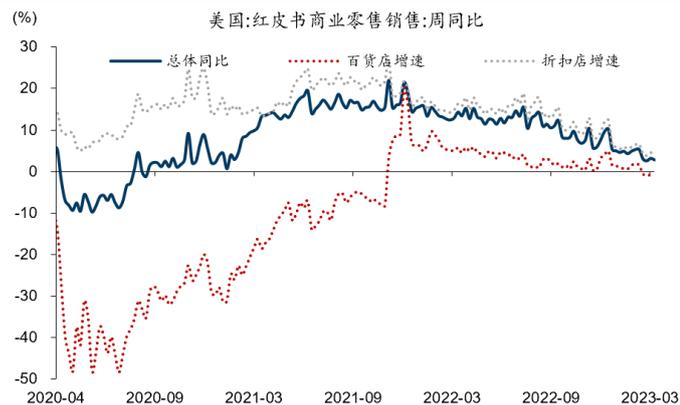


来源: Wind、国金证券研究所

(五) 消费与出行: 美国商品消费回落、欧美出行改善

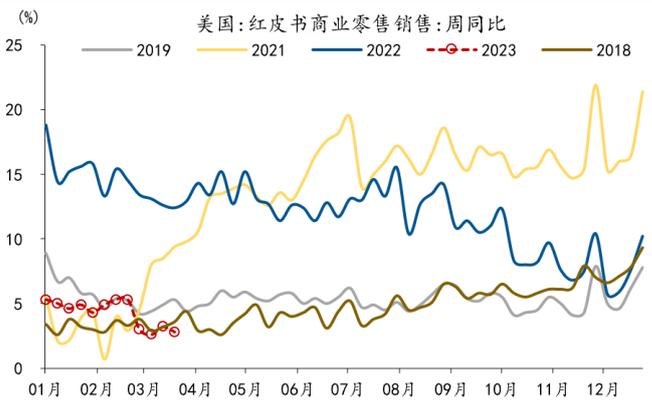
美国商品消费回落、欧美出行改善。3月25日当周,美国红皮书零售销售增2.8%,前值3.2%。美国2月入境旅游人数回落,1月旅游业收入回落,3月旅行社销售情况回落。意大利、英国航班飞行次数回升,美国主要城市机场乘客流量回升。

图表65: 美国红皮书零售增速2.8%,前值3.2%



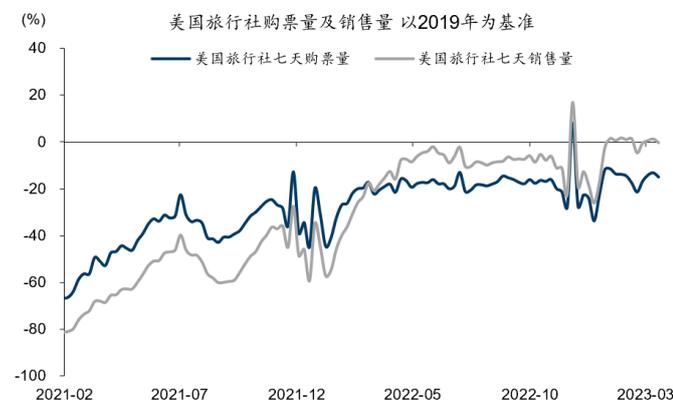
来源: WIND、国金证券研究所

图表66: 美国红皮书零售增速3月弱于季节性



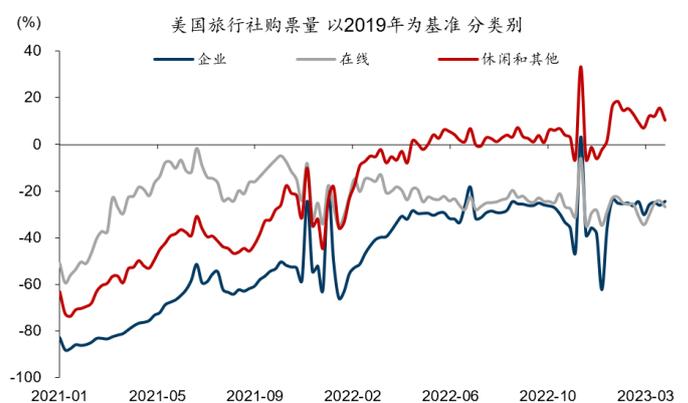
来源: WIND、国金证券研究所

图表67: 美国旅行社购票量、销售量回落



来源: WIND、国金证券研究所

图表68: 美国旅行社休闲类购票量修复较好



来源: WIND、国金证券研究所

图表69: 意大利、英国航班飞行次数回升



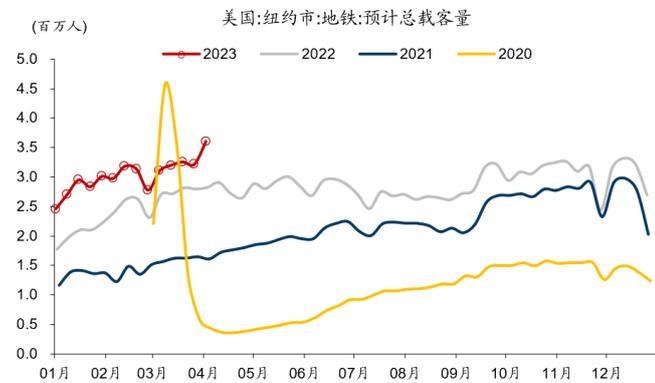
来源: Wind、国金证券研究所

图表70: 本周, 美国主要城市机场乘客流量回升



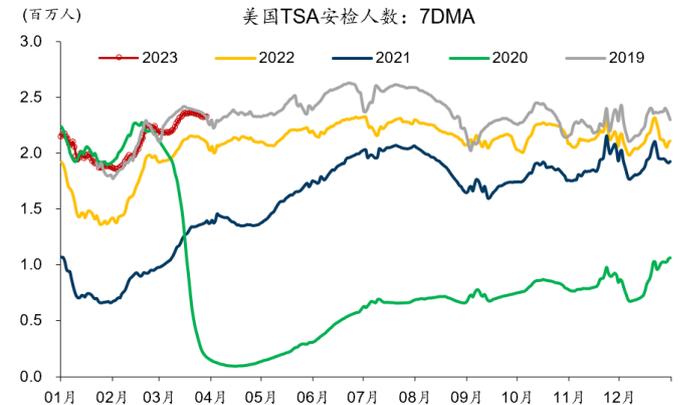
来源: Wind、国金证券研究所

图表71: 纽约地铁载客量延续上升



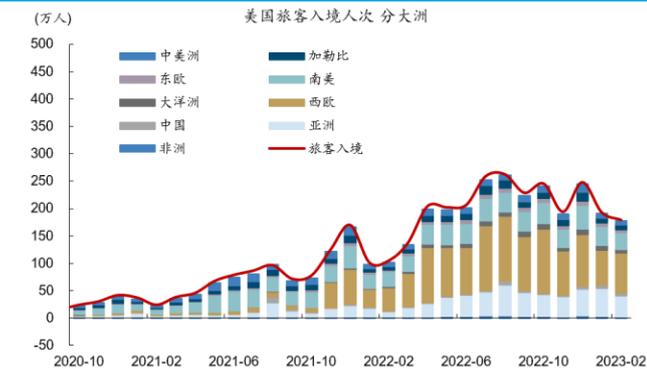
来源: Wind、国金证券研究所

图表72: 美国 TSA 安检人数持平 2019 年



来源: Wind、国金证券研究所

图表73: 2月美国旅客入境人数回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表74: 美国1月旅游收入回落

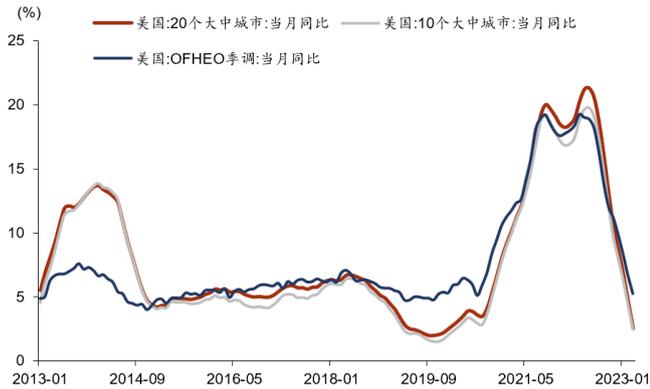


来源: Wind、国金证券研究所

(六) 地产: 美国房价增速回落, 成屋销售回升

美国房价增速回落, 成屋销售回升。美国1月20大城市及10大城市房价增速继续回落, 2月美国成屋销售签约指数回升。REALTOR房屋挂牌价格中位数同比持平前值, 30年抵押贷款利率回落至6.3%, MBA市场综合、购买指数与再融资指数均有所回升。

图表75: 1月美国房价增速回落



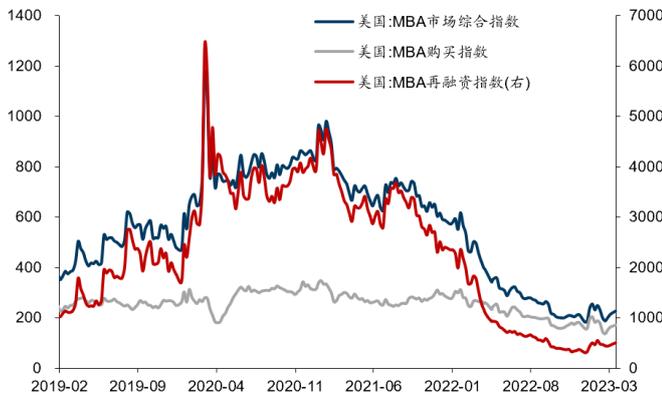
来源: WIND、国金证券研究所

图表76: 1月美国成屋销售签约指数回升



来源: WIND、国金证券研究所

图表77: 美国MBA抵押贷款购买指数上周回升



来源: WIND、国金证券研究所

图表78: 上周REALTOR房屋挂牌价增速持平



来源: WIND、国金证券研究所

图表79: 本周美30年贷款利率降至6.3%，十债3.5%



来源: Wind、国金证券研究所

图表80: 美国抵押贷款综合指数上周回升

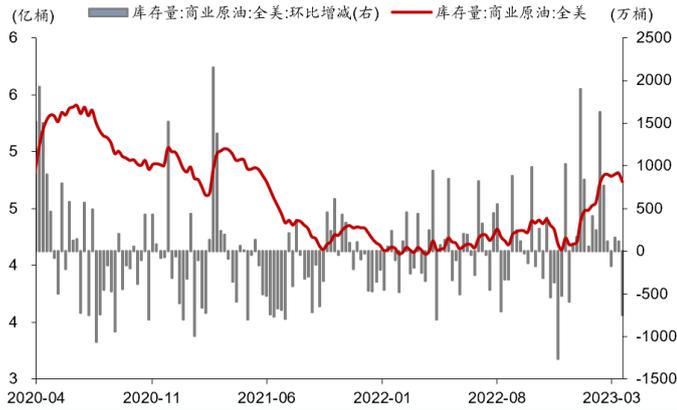


来源: Wind、国金证券研究所

(七) 库存: 美国商业原油库存回落

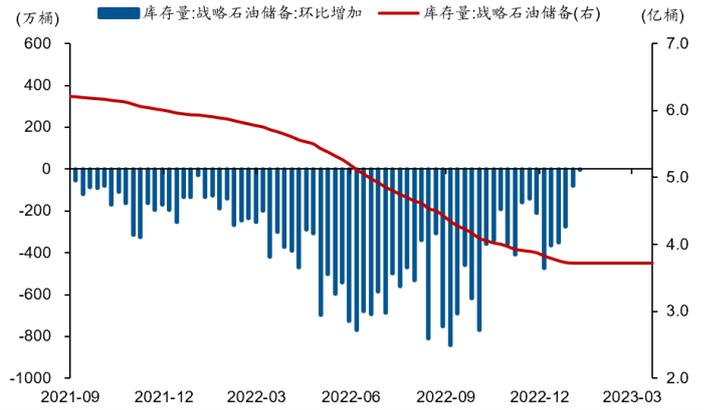
美国EIA商业原油库存回落。3月24日当周,美国EIA原油库存减少749万桶,前值增加112万桶。原油库存量降至3.7亿桶。美国原油库存高于去年同期,低于2021年同期,美国天然气库存处于同期较高位置。

图表81: 上周美国原油库存下降750万桶



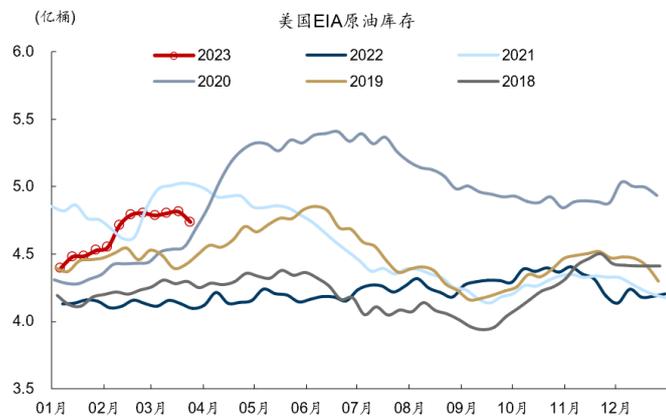
来源: Wind、国金证券研究所

图表82: 上周美国战略原油储备不变



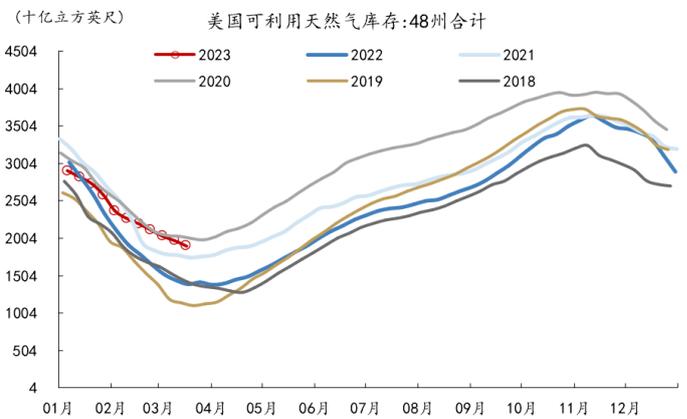
来源: Wind、国金证券研究所

图表83: 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84: 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) 供应链与贸易: BDI 指数回落, 韩国3月进出口回落

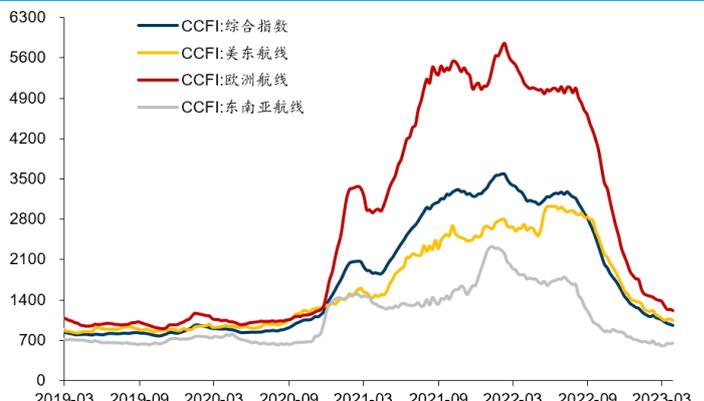
BDI 指数回落, 韩国3月出口回落。本周, 波罗的海干散货指数回落至 1389 点, CCFI 综合指数回落至 958 点, 美东航线回落至 1042 点, 欧洲航线回落 1215 点, 韩国3月前20日出口增速回落至-17%, 前20日进口增速回落至-5.7%。

图表85: 本周BDI指数小幅回落



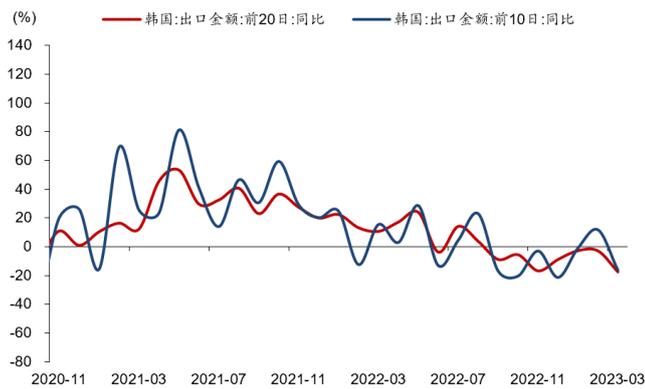
来源: Wind、国金证券研究所

图表86: 本周CCFI海运价格延续回落

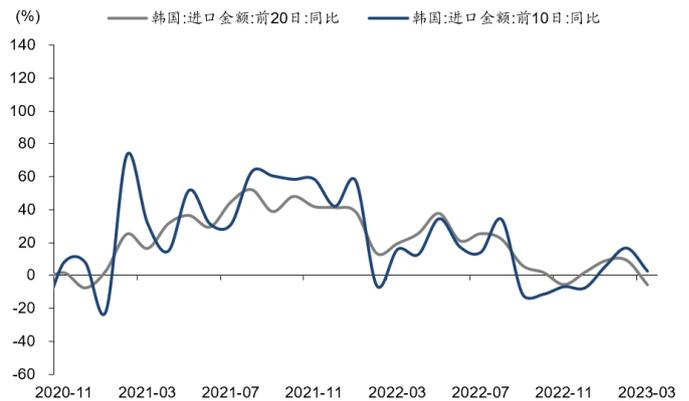


来源: Wind、国金证券研究所

图表87: 韩国3月前20日、前10日出口增速回落



图表88: 韩国3月前20日、前10日进口增速回落



来源: Wind、国金证券研究所

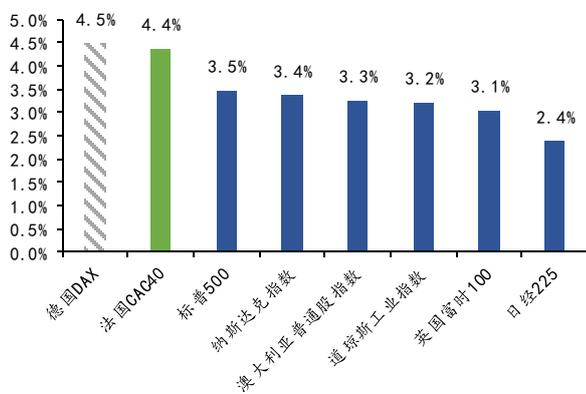
来源: Wind、国金证券研究所

三、大类资产高频跟踪 (2023/03/25-2023/04/01)

(一) 权益市场追踪: 全球资本市场普遍上涨

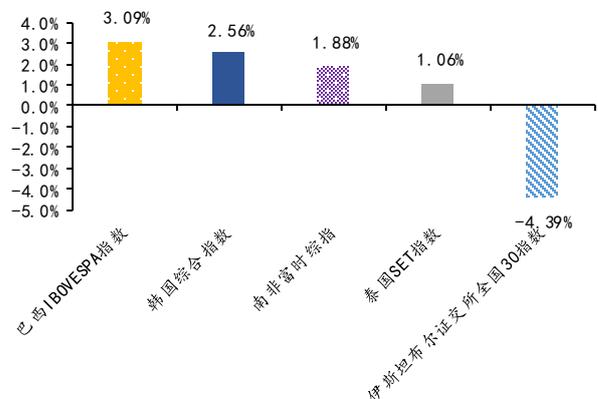
发达国家股指悉数上涨, 新兴市场股指多数上涨。德国 DAX、法国 CAC40、标普 500、纳斯达克指数、澳大利亚普通股股指、道琼斯工业指数、英国富时 100 和 日经 225 分别上涨 4.5%、4.4%、3.5%、3.4%、3.3%、3.2%、3.1%和 2.4%。巴西 IBOVESPA 指数、韩国综合指数、南非富时综指和泰国 SET 指数分别上涨 3.09%、2.56%、1.88%和 1.06%, 仅伊斯坦布尔证交所全国 30 指数下跌 4.39%。

图表89: 当周, 发达国家股指全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

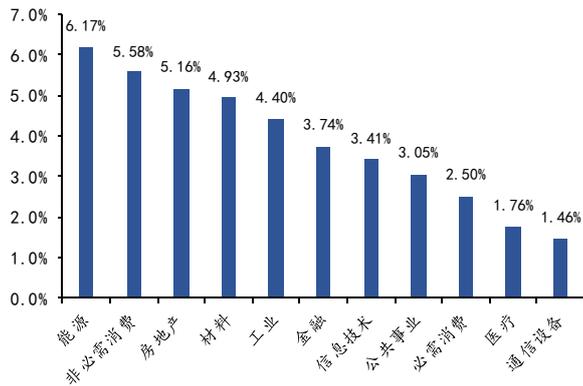
图表90: 当周, 新兴市场股指多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

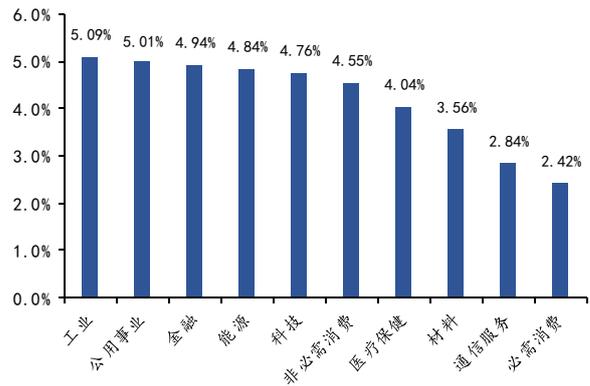
美国各行业全线上涨, 欧元区各行业悉数上涨。从标普 500 的行业涨跌幅来看, 本周美股行业全线上涨。其中能源、非必需消费、房地产、材料和工业领涨, 分别上涨 6.17%、5.58%、5.16%、4.93%和 4.4%。从欧元区行业来看, 本周欧元区行业悉数上涨。其中工业、公用事业、金融、能源和科技领涨, 分别上涨 5.09%、5.01%、4.94%、4.84%和 4.76%。

图表91: 当周, 美股行业全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

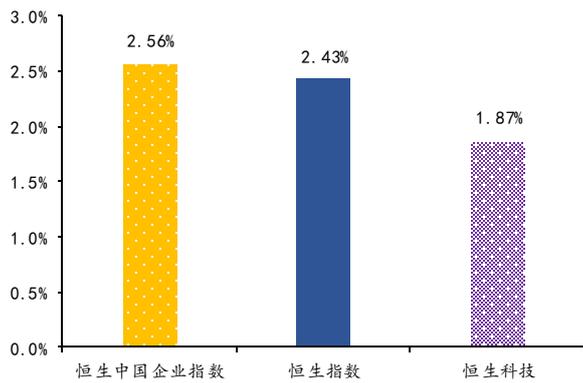
图表92: 当周, 欧元区行业悉数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

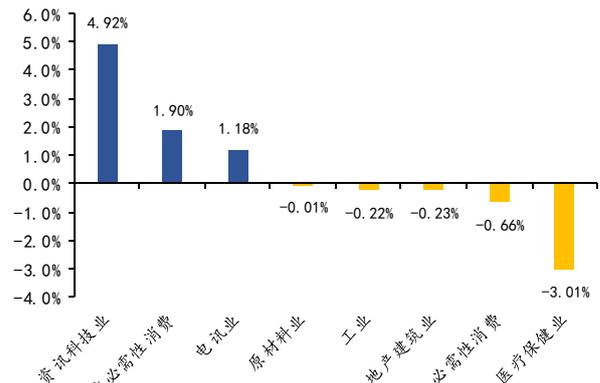
香港市场全线上涨, 恒生中国企业指数、恒生指数和恒生科技分别上涨 2.56%、2.43%和 1.87%。行业方面, 恒生行业涨跌互现, 其中资讯科技业、非必需性消费和电讯业分别上涨 4.92%、1.90%和 1.18%; 医疗保健业、必需性消费、地产建筑业、工业和原材料业分别上下跌 3.01%、0.66%、0.23%、0.22%和 0.01%。

图表93: 当周, 恒生指数全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表94: 当周, 恒生行业涨跌分化



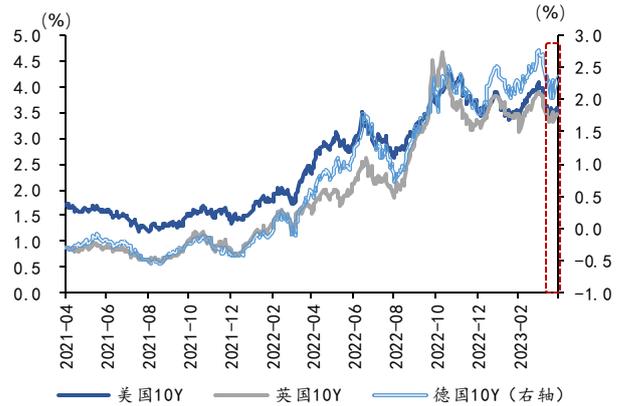
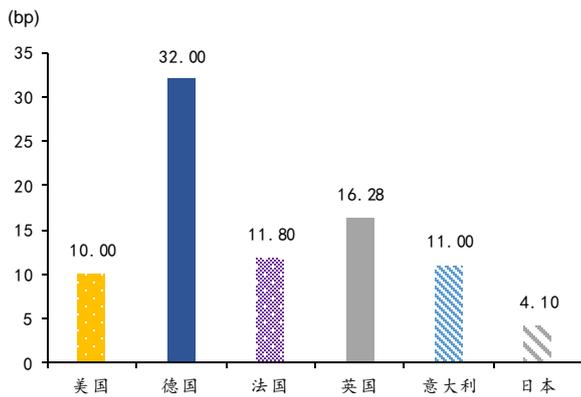
来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率全线上涨

发达国家 10 年期国债收益率全线上涨。美国 10Y 国债收益率上行 10.00bp 至 3.48%, 德国 10Y 国债收益率上行 32.00bp 至 2.35%; 英国、法国、意大利和日本分别上行 16.28bp、11.80bp、11.00bp 和 4.10bp。

图表95: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率全线上涨

图表96: 当周, 美德英 10Y 收益率均上行



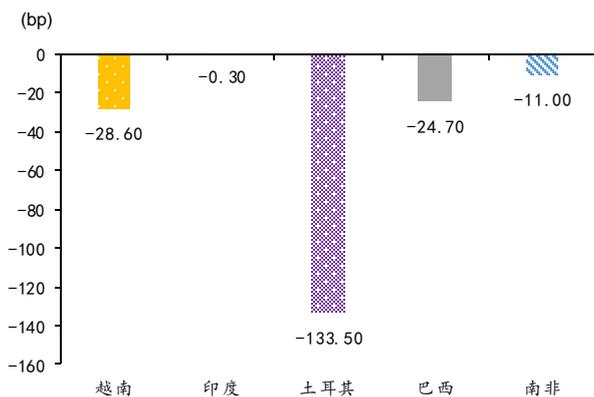
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率全线下跌。土耳其 10Y 国债收益率大幅下行 133.50bp 至 10.58%，巴西 10Y 国债收益率下行 24.70bp 至 12.78%。越南、南非和印度 10Y 国债收益率分别下行 28.60bp、11.00bp 和 0.30bp。

图表97: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益率全线下跌

图表98: 当周, 土耳其和巴西 10Y 利率均下行



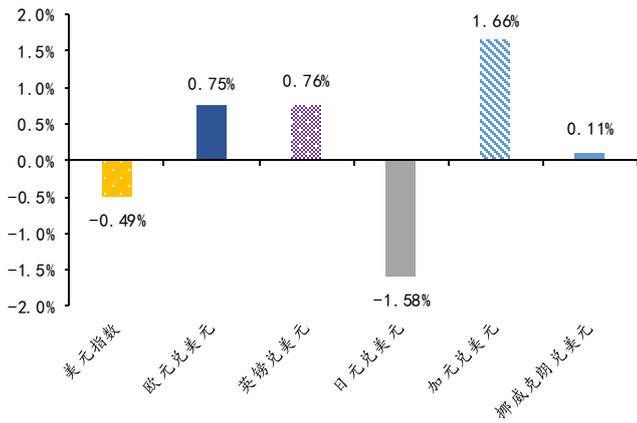
来源: Wind, 国金证券研究所

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、欧元和英镑均贬值

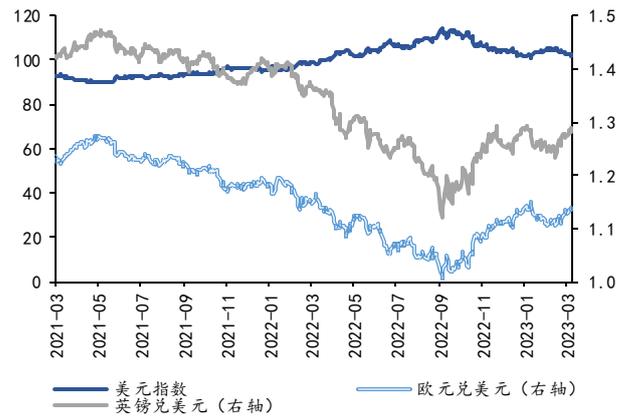
美元指数走弱, 本周下跌 0.49%。加元、英镑、欧元和挪威克朗兑美元分别升值 1.66%、0.76%、0.75%和 0.11%; 仅日元兑美元贬值 1.58%。主要新兴市场兑美元汇率涨跌分化, 雷亚尔和印尼卢比兑美元分别升值 3.60%和 1.39%, 韩元、土耳其里拉和菲律宾比索兑美元分别贬值 0.81%、0.67%和 0.02%。

图表99: 当周, 美元指数下跌, 仅日元兑美元贬值



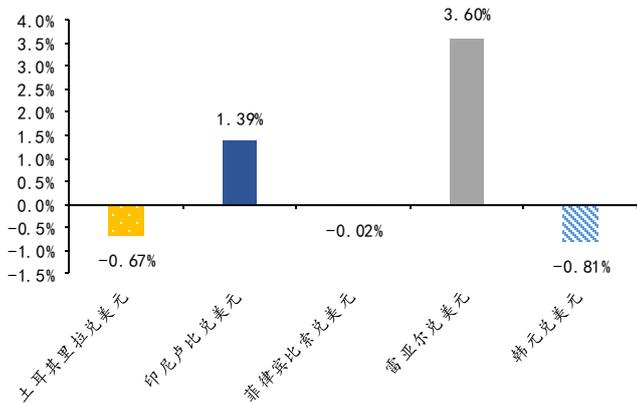
来源: Wind, 国金证券研究所

图表100: 当周, 欧元、英镑兑美元均升值



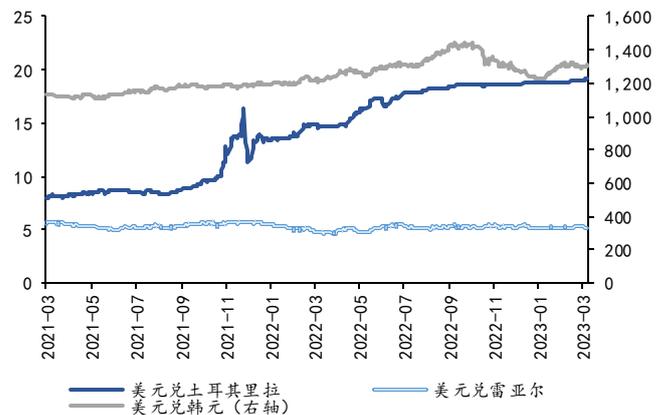
来源: Wind, 国金证券研究所

图表101: 当周, 主要新兴市场兑美元涨跌分化



来源: Wind, 国金证券研究所

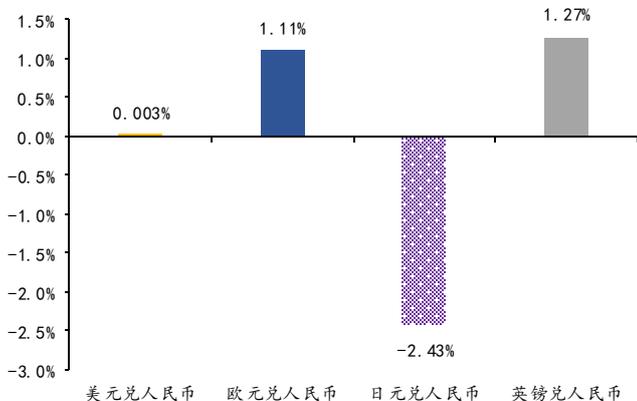
图表102: 土耳其里拉和韩元兑美元贬值, 雷亚尔升值



来源: Wind, 国金证券研究所

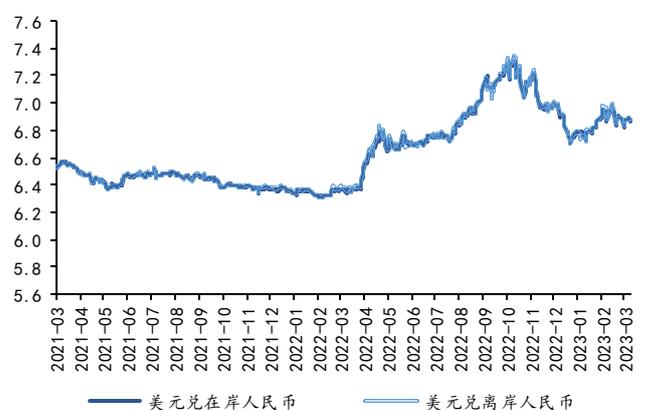
人民币兑美元贬值 0.003%, 兑欧元和英镑分别贬值 1.11% 和 1.27%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 2bp 至 6.8685, 美元兑离岸人民币汇率上行 34bp 至 6.8741。由于中国央行降准令本币承压、大量资本因银行业动荡难以流向新兴市场, 人民币汇率小幅回调。

图表103: 当周, 美元、英镑和欧元兑人民币均升值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表104: 当周, 人民币兑美元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

(四) 大宗商品市场追踪: 原油、有色和农产品价格悉数上涨, 黑色和贵金属多数上涨
原油、有色和农产品价格悉数上涨, 黑色和贵金属多数上涨。其中, 涨幅最大的是 WTI 原

油、生猪、布伦特原油和铁矿石，分别上涨 9.25%、9.24%、6.37%和 5.77%；仅焦煤和 COMEX 黄金下跌 0.51%和 0.22%。其中，受美元指数贬值、伊拉克供应看紧、美国库存大降影响，原油价格反弹。由于散户猪场扛价及屠企开工率提升，猪价逆势反弹，但消费预期不高需谨慎。稳增长政策下制造和建筑用钢需求渐暖、叠加库存转降，短期铁矿或存在刚需支撑。

图表105：当周，商品价格走势多数上涨

类别	品种	2023-03-31	2023-03-24	2023-03-17	2023-03-10	2023-03-03
原油	WTI原油	9.25%	3.78%	-12.96%	-3.77%	4.40%
	布伦特原油	6.37%	2.77%	-11.85%	-3.55%	3.21%
贵金属	COMEX黄金	-0.22%	0.02%	6.24%	0.78%	1.76%
	COMEX银	3.73%	4.53%	10.16%	-5.61%	1.51%
有色	LME铜	0.03%	3.60%	-1.71%	-2.32%	1.72%
	LME铝	2.72%	1.45%	-0.78%	-4.41%	2.04%
	LME镍	0.78%	-1.89%	2.79%	-7.01%	-2.09%
	LME锌	0.03%	-0.65%	-0.67%	-4.68%	2.58%
黑色	动力煤	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	焦煤	-0.51%	2.63%	-32.94%	0.00%	-14.26%
	沥青	1.96%	-1.27%	-7.84%	0.98%	1.41%
	铁矿石	5.77%	-4.66%	-0.31%	0.31%	2.63%
	螺纹钢	0.61%	-3.81%	-6.65%	3.76%	3.15%
农产品	生猪	9.24%	0.00%	0.00%	-2.75%	-6.24%
	棉花	3.09%	-0.04%	-2.66%	-2.79%	3.12%
	豆粕	0.11%	-5.24%	-5.99%	-0.38%	-6.40%
	豆油	3.70%	-4.08%	-12.00%	-1.50%	1.29%

来源：Wind，国金证券研究所

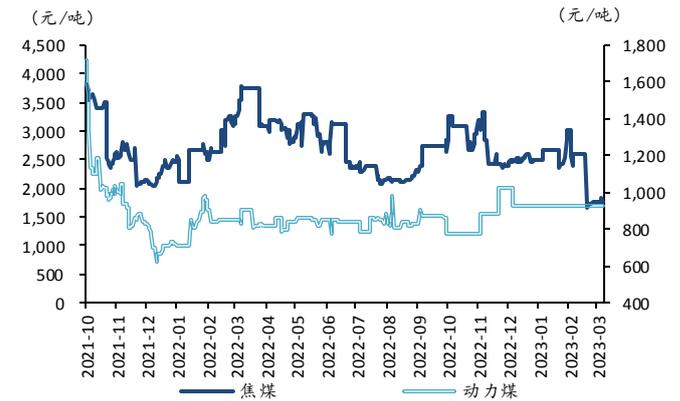
原油价格均上涨，黑色价格多数上涨。WTI 原油价格上涨 9.25%至 69.26 美元/桶，布伦特原油价格上涨 6.37%至 74.99 元/桶。动力煤价格持平在 921 元/吨，焦煤价格回调 0.51%至 1775 元/吨。铁矿石、沥青和螺纹钢价格分别上涨 5.77%、1.96%和 0.61%至 963 元/吨、3643 元/吨和 4115 元/吨。

图表106：WTI 原油、布伦特原油价格上涨



来源：Wind，国金证券研究所

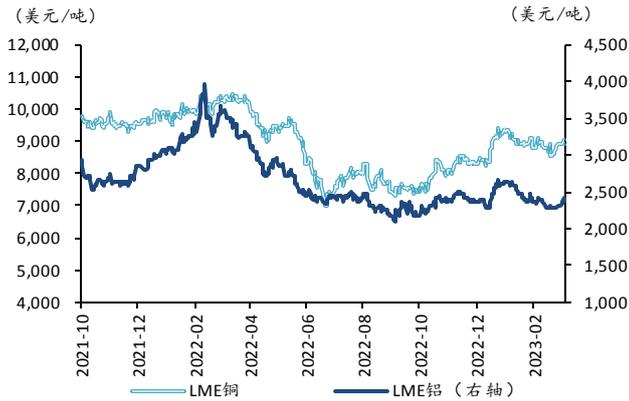
图表107：当周，动力煤价格持平，焦煤价格下跌



来源：Wind，国金证券研究所

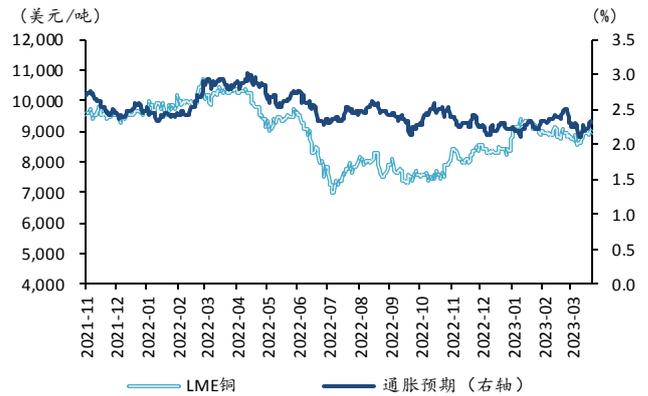
铜铝价格均上涨，贵金属价格涨跌分化。LME 铝和 LME 铜分别上涨 2.72%和 0.03%至 2375 美元/吨和 8933 美元/吨；通胀预期从前值的 2.22%上升至 2.32%。COMEX 黄金下跌 0.22%至 1981.10 美元/盎司，COMEX 银上涨 3.73%至 23.93 美元/盎司；10Y 美债实际收益率与前值持平在 1.16%。

图表108: 当周, 铜铝价格均上涨



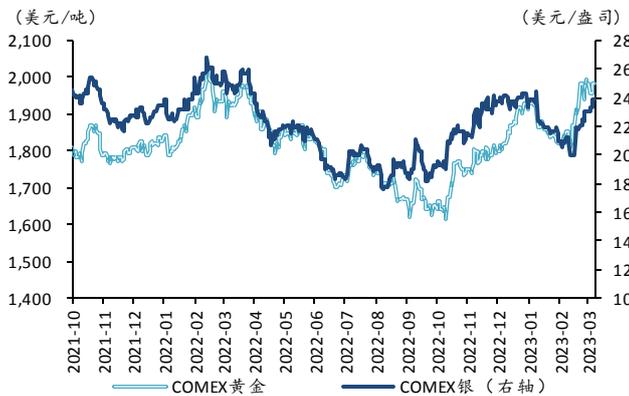
来源: Wind, 国金证券研究所

图表109: 当周, 通胀预期升温



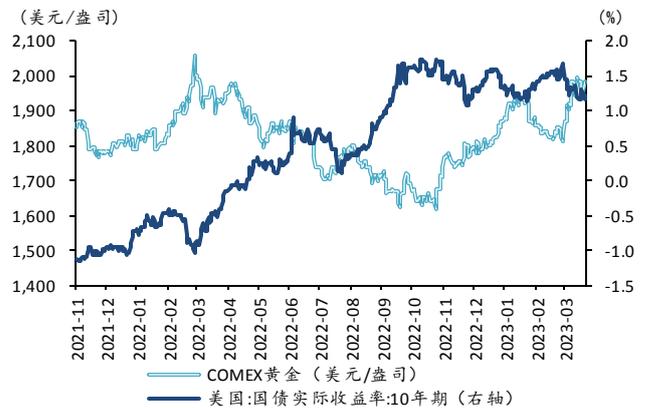
来源: Wind, 国金证券研究所

图表110: 当周, 黄金价格下跌、白银价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表111: 当周, 10Y美债实际收益率与前值持平



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