

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

海外经济：疫后修复，若隐若现的“拐点”？

截止到 2023 年 1 季度末，无论是美国、欧洲还是日本，均有越来越多数据显示，海外经济修复的持续性正面临考验。我们提示：以服务业改善为主要特征的修复阶段或已行至尾声，经济周期拐点渐行渐近。

热点思考：海外经济疫后修复，若隐若现的“拐点”？

海外经济疫后修复的成色和位置：产出缺口尚未收敛，修复可持续性面临挑战。后疫情时代全球经济修复的弹性较 2008 年大危机之后明显更强，但持续性更差。截止到 2022 年底，OECD 国家整体产出缺口仅为 -0.7%。工业生产、贸易、全球经济活动指数（GECON）和谘商会经济领先指数（LEI）均显示，全球经济修复的持续性正面临挑战。

分国家而言，年初经济的修复呈现出欧洲好于美国，欧洲边缘国好于核心国的特征，主因是欧洲的暖冬及美国的寒潮，而欧洲边缘国则受益于服务业的超预期修复。行业层面，服务业修复明显好于制造业，主因是服务业复苏周期滞后、对加息敏感性偏弱及劳动力修复节奏偏慢影响。服务业仍处于扩张阶段，但修复可能已近尾声。

在 2023 年全球经济展望中，我们将并将全球经济的动态特征归纳为“东升西降”。截止到 2023 年 3 月，东升西降的格局越来越清晰。在主要大国中，中国处于经济周期中的“复苏”阶段；印度处于“扩张”阶段；而美国、加拿大、德国、法国、澳大利亚均处于从放缓到衰退的过渡阶段（at risk）。英国和俄罗斯已经处于“衰退”阶段。所以，今年全球经济增长的主要拉动力量来自东方，而西方则会拖累全球经济增长。

海外基本面&重要事件：美国 3 月制造业、服务业 PMI 同步走弱，非农延续降温

美国 3 月制造业、服务业 PMI 共同回落。二者走弱幅度均超市场预期，结构层面需求端表现均较差，制造业 PMI 新订单下滑 2.7 个点，服务业 PMI 新订单下滑 10.4 个点。制造业 PMI 各分项均低于 50%，美国服务业仍好于制造业。3 月份美国服务业表现与欧洲相比分化较大，欧洲服务业继续改善，好于美国。

美国非农就业延续降温趋势。3 月新增非农就业 23.6 万人，预期值 23.9 万人，失业率微降至 3.5%，前值 3.6%，劳动参与率继续小幅上升至 62.6%，前值 62.5%，时薪同比增 4.2%，前值 4.6%。就业增长主要集中于休闲酒店等行业，结合美国 3 月 ADP 就业数量看，金融服务、专业服务等行业就业走弱较明显。

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，欧佩克宣布减少，原油价格上涨；全球航班流量回升，美国国内地铁、航班客运量增加；美国 2 月地产建造支出增速回落、商业地产增速较高；美国商业原油库存回落；美国港口集装箱轮船数量减少。

大类资产高频跟踪：欧美股指上行，10 年期国债利率普遍下行，美元走弱，商品涨跌不一

全球主要股票指数涨跌分化，日股和港股领涨。英国富时 100、道琼斯工业指数、澳大利亚普通股股指和法国 CAC40 上涨，涨幅分别为 1.44%、0.63%、0.47% 和 0.03%；日经 225 和恒生指数领跌，分别下跌 1.87% 和 1.54%。

发达国家 10 年期国债收益率普遍下跌。美国 10Y 国债收益率下行 9.00bp 至 3.39%，德国 10Y 国债收益率下行 23.00bp 至 2.12%；意大利、法国和英国 10Y 国债收益率分别下行 10.40bp、9.60bp 和 9.16bp，仅日本上行 8.30bp。

美元指数走弱，英镑和欧元兑美元升值，人民币贬值。英镑、欧元、日元和加元兑美元分别升值 0.71%、0.61%、0.49% 和 0.04%，仅挪威克朗兑美元贬值 0.27%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值 0.09%、0.11% 至 6.8770、6.8821。

大宗商品价格涨跌分化，原油、贵金属价格上涨，黑色悉数下跌，有色和农产品涨跌分化。受 OPEC+ 宣布减产共计 166 万桶/日以及受美元走弱影响，WTI 原油和布伦特原油价格分别上涨 6.65% 和 6.71% 至 80.70 和 85.12 美元/桶。

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、海外经济：疫后修复，若隐若现的“拐点”？	6
（一）海外经济疫后修复的成色和位置：产出缺口尚未收敛，修复进程开始放缓	6
（二）海外经济反弹的结构和原因：疫情缓解、出行改善、劳动供给修复	8
（三）东升西降：2023 年全球经济动态演绎的格局或更加清晰	11
二、海外基本面&重要事件	13
（一）流动性：流动性冲击缓和，信用条件收敛	13
（二）景气与领先：美国制造业、服务业 PMI 均回落	14
（三）生产与就业：美国新增职位数回落，ADP 就业放缓	17
（四）通胀：欧洲通胀回落，能源价格上涨	19
（五）消费与出行：美国商品消费回落、欧美出行改善	20
（六）地产：美国地产建造支出增速回落	22
（七）库存：美国商业原油库存回落	23
（八）供应链与贸易：BDI 指数小幅回升	23
（九）美国 3 月非农：就业增长放缓，工资上涨，失业率回落	24
三、大类资产高频跟踪（2023/04/01-2023/04/08）	27
（一）权益市场追踪：全球资本市场普遍上涨	27
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率多数下跌	28
（三）外汇市场追踪：美元指数走弱，人民币兑美元升值、兑欧元和英镑均贬值	29
（四）大宗商品市场追踪：原油和贵金属价格上涨，有色下跌，黑色和农产品涨跌不一	30
风险提示	32

图表目录

图表 1：截止到 2022 年底，OECD 国家整体产出缺口尚未收敛，G7 国家中只有意大利和美国为正	6
图表 2：大流行和大危机后工业生产修复的比较	7
图表 3：大流行和大危机后全球贸易修复的比较	7
图表 4：全球工业生产同比、环比（6 个月）均已落入负值区间（更新至 2023 年 1 月）	7
图表 5：全球经济活动指数（1973-2023）	8
图表 6：全球经济活动指数（2019-2023）	8
图表 7：谘商会全球经济领先和同步指数	8
图表 8：谘商会全球经济领先和同步指数：同比	8
图表 9：综合 PMI 表现。年初以来，欧美经济体普遍改善，欧洲好于美国，欧洲边缘国好于核心国	9
图表 10：欧美疫情年初以来改善，欧洲情况更好	9
图表 11：欧美外出消费共同改善，但欧洲好于美国	9
图表 12：美国旅客入境年初开始回落	9
图表 13：欧洲国际出行明显好于美国	9
图表 14：海外制造业明显弱于服务业	10
图表 15：周期角度，海外服务业修复周期慢于制造业	10

图表 16: 欧洲制造业周期领先服务业	10
图表 17: 服务业对加息敏感性低于制造业	10
图表 18: 服务业劳动力供应受限程度更高	10
图表 19: 2023 年, 全球经济呈现出“东升西降”的格局	11
图表 20: 标普综合 PMI 中的“东升西降”	12
图表 21: 全球经济周期地图	12
图表 22: 美国金融条件处于宽松区间, 但边际收紧	13
图表 23: OFR 金融压力指数回落	13
图表 24: 美国企业债信用利差本周有所扩大	13
图表 25: 美国 TED 利差本周有所扩大	13
图表 26: 美国 SOFR99% 升至 4.9%, SOFR 升至 4.8%	13
图表 27: 美国 SOFR 成交量继续扩大	13
图表 28: 美联储正回购协议及其他贷款使用量减少	14
图表 29: 美联储资产负债表规模下降	14
图表 30: 美国 FRA-01S 利差缩小	14
图表 31: 欧元、日元基差回升	14
图表 32: 全球主要国家政策利率上限, 美国 4.75%, 欧元区 3%	14
图表 33: 3 月美国 PMI 录得 46.3%, 延续走弱	15
图表 34: 美国 3 月 PMI 季节性表现较差	15
图表 35: 美国制造业 PMI 分项, 多数分项走弱, 各分项均低于 50%	15
图表 36: 美国 PMI 内、外需求均走弱	15
图表 37: CCFI 指数走弱, 贸易增速未明显改善	15
图表 38: 美国 PMI 自有库存回落, 客户库存积压	16
图表 39: 制造、零售、批发环节处于去库存周期中	16
图表 40: 销售-库存比领先美国制造业 PMI	16
图表 41: 3 月美国金融条件有所收紧	16
图表 42: 美国非制造业 PMI 下降幅度超预期, 新订单、出口订单大幅下降	16
图表 43: 美国和日本经济边际走弱, 欧洲好于预期	17
图表 44: 本周中国经济意外指数回落	17
图表 45: 全球主要国家制造业 PMI。3 月发达国家制造业 PMI 普遍回落	17
图表 46: 全球服务业 PMI。欧洲服务业好于美国	17
图表 47: 上周纽约联储 WEI 指数 1.7%, 前值 1.4%	18
图表 48: 欧元区周度 GDP 跟踪 2.8%, 前值 3.1%	18
图表 49: 上周美国粗钢产量 166 万短吨, 前值 168 万	18
图表 50: 上周美国粗钢产能利用率 75%, 前值 74%	18
图表 51: 美国 4 月 1 日当周初请失业人数 22.8 万	18
图表 52: 持有失业保险人群的失业率 1.3%	18
图表 53: 美国新增职位数量减少	19
图表 54: 美国制造、餐饮、服务业发布职位数均回落	19
图表 55: 美国 3 月 ADP 就业数量回落	19
图表 56: 美国 3 月 ADP 金融、专业服务就业回落较大	19

图表 57: 全球主要国家 CPI 热力图, 德国、法国、意大利 3 月 CPI 均回落.....	19
图表 58: 本周原油价格上涨.....	20
图表 59: 上周美国汽油价格上涨.....	20
图表 60: 本周天然气价格下降.....	20
图表 61: 本周 10 年盈亏平衡通胀率回落.....	20
图表 62: 克利夫兰联储预测 3 月美国 CPI 回落至 5.3%.....	20
图表 63: 克利夫兰预测 3 月核心 CPI 回升至 5.6%.....	20
图表 64: 美国红皮书零售增速 3.7%, 前值 2.8%.....	21
图表 65: 美国红皮书零售增速弱于季节性.....	21
图表 66: 美国旅行社休闲类购票量修复较好.....	21
图表 67: 美国旅行社购票量、销售量回落.....	21
图表 68: 欧洲航班飞行次数回升.....	21
图表 69: 本周, 美国主要城市机场乘客流量回升.....	21
图表 70: 纽约地铁载客量延续上升.....	22
图表 71: 美国 TSA 安检人数好于 2019 年.....	22
图表 72: 2 月美国建造支出增速回落.....	22
图表 73: 2 月美国商业地产建造支出增速较高.....	22
图表 74: 美国 MBA 抵押贷款指数上周回落.....	22
图表 75: 上周 REALTOR 房屋挂牌价增速持平.....	22
图表 76: 本周美 30 年贷款利率降至 6.3%, 十债 3.3%.....	23
图表 77: 美国抵押贷款综合指数领先住房销售.....	23
图表 78: 上周美国原油库存下降 374 万桶.....	23
图表 79: 上周美国战略原油储备减少 40 万桶.....	23
图表 80: 美国原油库存低于 2020 年同期.....	23
图表 81: 美国天然气库存处于同期较高位置.....	23
图表 82: 本周 BDI 指数小幅上升.....	24
图表 83: 本周 CCFI 海运价格延续回落.....	24
图表 84: 美国港口等待泊位集装箱船只数量减少.....	24
图表 85: 原油运输、成品油运输指数回落.....	24
图表 86: 美国 3 月新增非农就业人数低于预期和前值.....	25
图表 87: 3 月新增非农为 2021 年 1 月以来最小增幅.....	25
图表 88: 商品生产行业非农人数转为负增长.....	25
图表 89: 美国 3 月平均时薪同比低于预期和前值.....	26
图表 90: 服务业平均时薪同比 4.2%, 低于前值 4.7%.....	26
图表 91: 商品生产时薪环比 0.5%, 高于前值 0.2%.....	26
图表 92: 美国 3 月就业市场依然强劲.....	27
图表 93: 3 月失业率降至 3.5%.....	27
图表 94: 男性、女性就业率相比上月均有所回升.....	27
图表 95: 当周, 发达国家股指涨跌分化.....	28
图表 96: 当周, 新兴市场股指涨跌分化.....	28
图表 97: 当周, 美股行业涨跌分化.....	28

图表 98: 当周, 欧元区行业涨跌分化	28
图表 99: 当周, 恒生指数全线下跌	28
图表 100: 当周, 恒生行业涨跌互现	28
图表 101: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率多数下跌	29
图表 102: 当周, 美德英 10Y 收益率均下行	29
图表 103: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌不一	29
图表 104: 当周, 土耳其和巴西 10Y 利率分别上行、下行	29
图表 105: 当周, 美元指数下跌, 仅挪威克朗兑美元贬值	29
图表 106: 当周, 欧元、英镑兑美元均升值	29
图表 107: 当周, 主要新兴市场兑美元涨跌分化	30
图表 108: 土耳其里拉和韩元兑美元贬值, 雷亚尔升值	30
图表 109: 当周, 美元、日元、英镑和欧元兑人民币升值	30
图表 110: 当周, 人民币兑美元贬值	30
图表 111: 当周, 商品价格走势涨跌分化	31
图表 112: WTI 原油、布伦特原油价格上涨	31
图表 113: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格上涨	31
图表 114: 当周, 铜铝价格均下跌	32
图表 115: 当周, 通胀预期降温	32
图表 116: 当周, 黄金和白银价格均上涨	32
图表 117: 当周, 10Y 美债实际收益率下行	32

自 2022 年初逐步解除疫情管控措施以来，海外经济在财政、货币政策正常化和俄乌冲突的边际影响持续弱化的背景下持续修复，衰退预期不断地被证伪。但是，截止到 2023 年 1 季度末，无论是美国、欧洲还是日本，均有越来越多数据显示，修复的持续性正面临考验。我们提示：海外经济以服务业的修复为主要特征的复苏进程或已行至尾声。

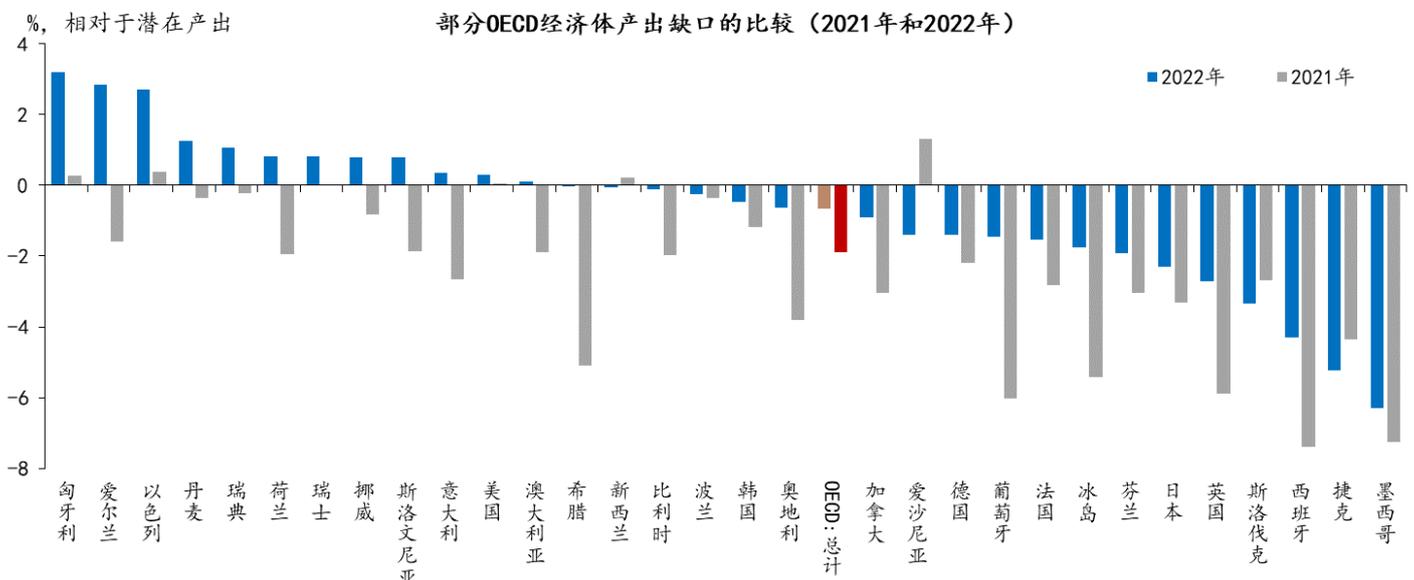
一、海外经济：疫后修复，若隐若现的“拐点”？

（一）海外经济疫后修复的成色和位置：产出缺口尚未收敛，修复进程开始放缓

相比 2008 年全球金融危机，后疫情时代海外经济的修复呈显著高弹性的特征。参照 OECD 测算的产出缺口（实际 GDP 相对于潜在 GDP 的差距），截止到 2022 年底，OECD 整体产出缺口仍为负值（-0.7%），相对于 2021 年（-1.9%）收窄了 1.2 个百分点。相比 2008 年全球金融危机后的复苏，疫后经济修复的弹性明显更强——以美国为例，直到 2019 年美国的产出缺口才转正（0.1%）。

分国家而言，结构特征为：小国好于大国，北美好于欧洲。参考 OECD 的测算，2022 年产出缺口转正的国家有：匈牙利、爱尔兰、以色列、丹麦、瑞典、荷兰、瑞士、挪威、斯洛文尼亚、意大利、美国和澳大利亚（按照产出缺口由高到低排列）——G7 国家中只有意大利和美国为正，其余 5 国（加拿大、德国、法国、日本和英国）均为负值。

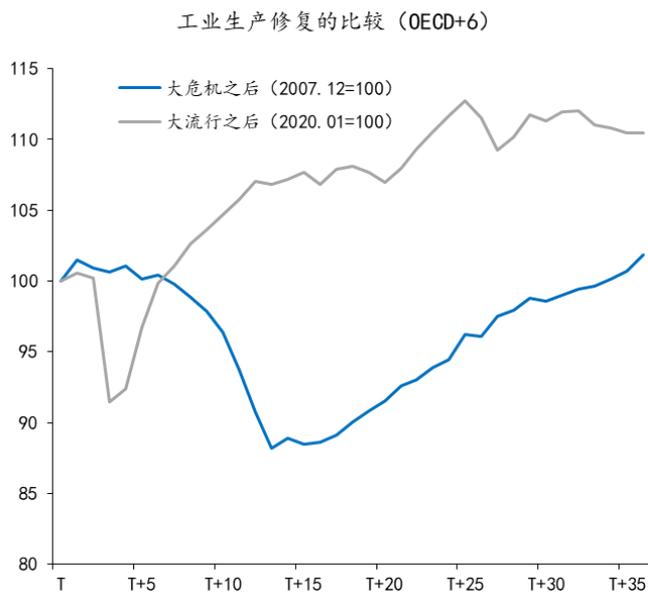
图表1：截止到 2022 年底，OECD 国家整体产出缺口尚未收敛，G7 国家中只有意大利和美国为正



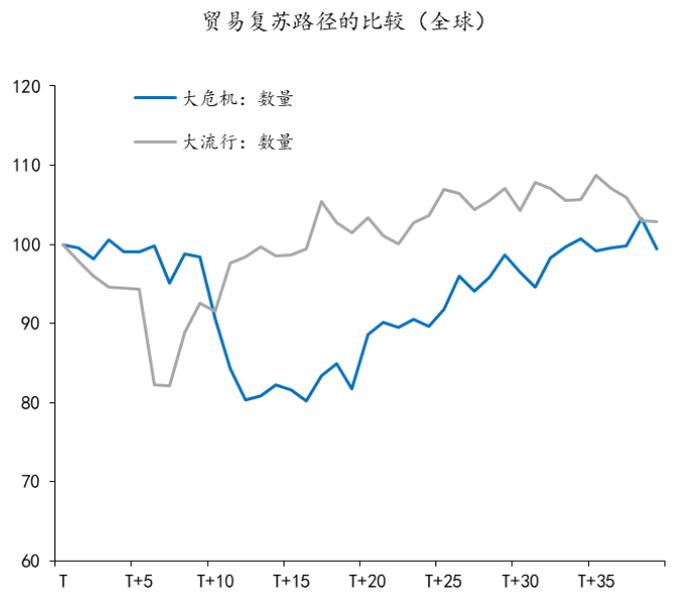
来源：OECD、Wind、国金证券研究所（2022 年 11 月 23 日更新）

从工业生产和贸易规模两个维度比较，大流行后全球经济修复的弹性较 2008 年大危机之后明显更强，但持续性更差。2008 年大危机和 2020 年大流行后，全球工业生产指数回到危机前所用的时间分别为 34 个月和 7 个月。贸易规模指数回归的时间分别为 38 个月和 17 个月。所以，后疫情时代工业生产和贸易修复的弹性更强。但从持续性看，结论正好相反——大流行的持续性更弱。大流行后，工业生产和全球贸易规模修复的高点位于第 25 个月（2022 年 2 月）和第 32 个月（2022 年 6 月）。大危机后仍维持修复态势。

图表2: 大流行和大危机后工业生产修复的比较



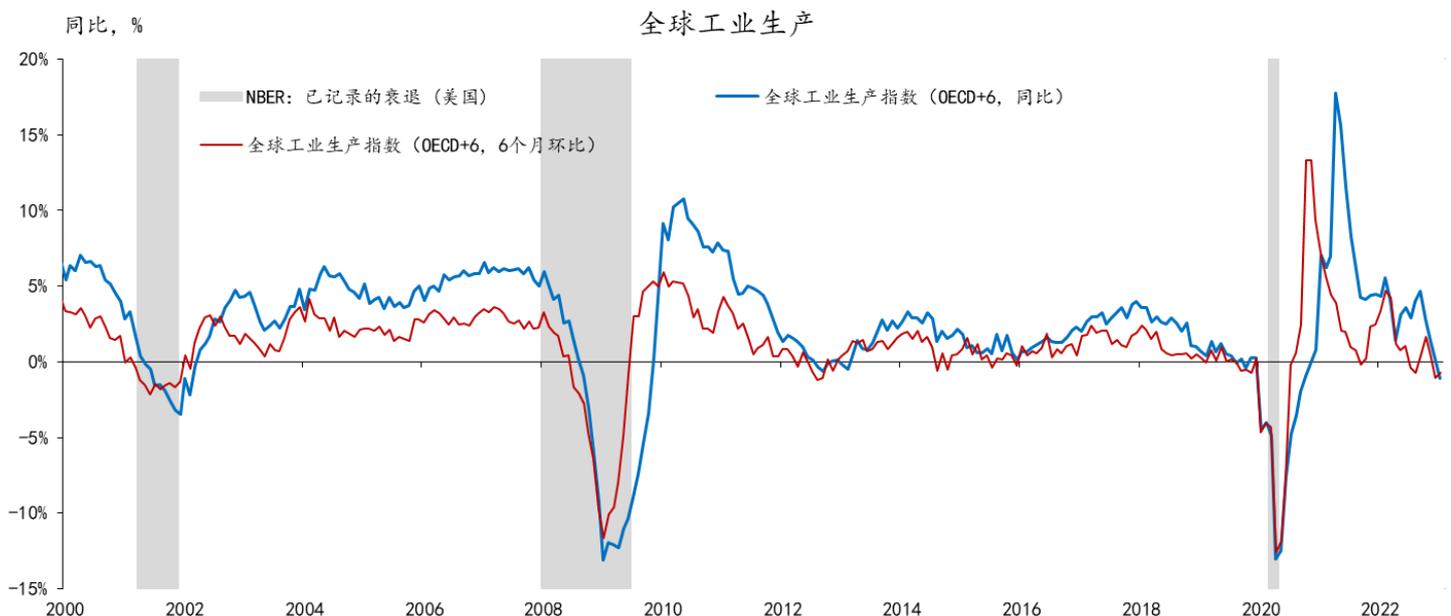
图表3: 大流行和大危机后全球贸易修复的比较



来源: CPB、国金证券研究所

后疫情时代,不同经济部门的复苏呈现出错位和分化的特征:先制造,后消费。2022年疫情防控措施逐步解除后,海外经济整体仍延续复苏态势,但下半年开始,制造业与服务业呈现出“冰火两重天”的特征——前者持续收缩,后者持续扩张。参照 OECD 实际 GDP 高频跟踪数据^①,1 季度 OECD 实际 GDP 增速仍将维高位(2.5%,同比),较 2022 年 4 季度上行约 0.8 个百分点。从服务业和制造业 PMI 数据可以看出,这主要与服务业维持高景气有关。就全球而言(OECD+6 个主要新兴市场国家),制造业同比和 6 个月环比均已经落入负值区间。

图表4: 全球工业生产同比、环比(6个月)均已落入负值区间(更新至2023年1月)



来源: Baumeister, C. and J.D. Hamilton (2019)、国金证券研究所
说明: 统计范围为 OECD 国家+6 个主要新兴市场经济体

全球经济活动指数(GECON)显示,始于2022年3季度的全球经济复苏进程正面临挑战。Baumeister et al.(2020^②)精选了16个底层指标,运用主成分分析方法(PCA)构建了全球经济活动指数(Global Economic Conditions indicator, GECON),以解释并预测

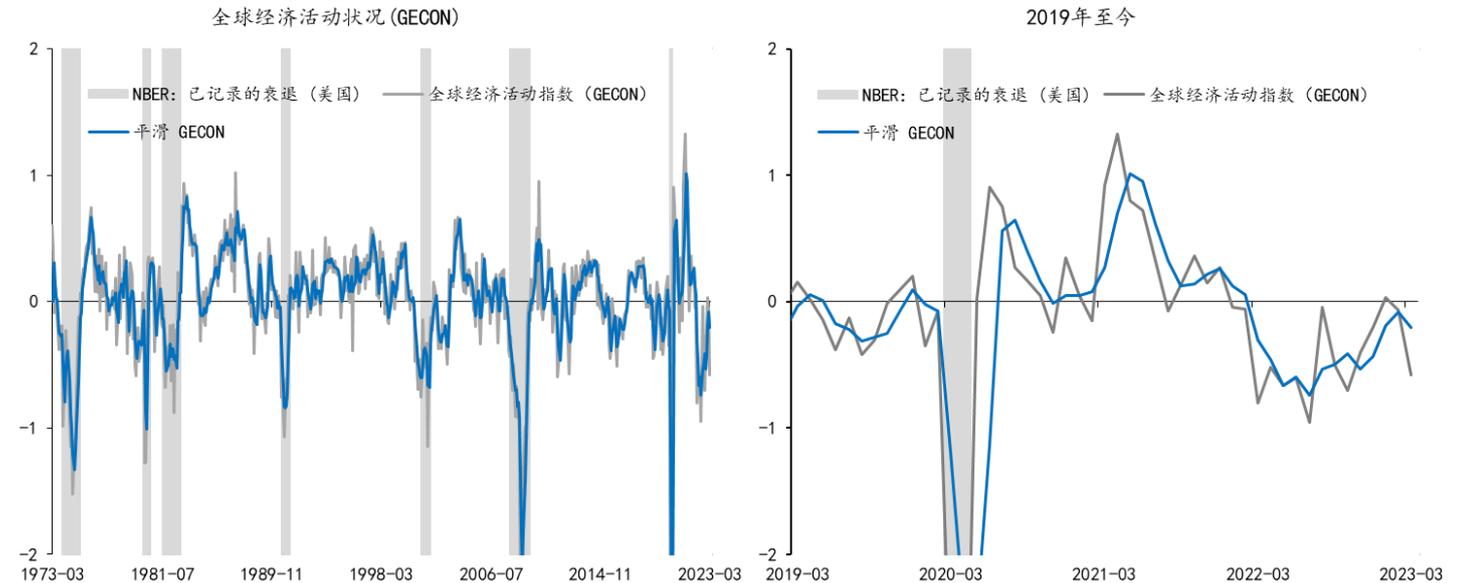
^① <https://www.oecd.org/economy/weekly-tracker-of-gdp-growth/>

^② Baumeister, C., D. Korobilis, and T.K. Lee (2020), Energy Markets and Global Economic Conditions, Review of Economics and Statistics, 104(4): 828-844.

能源需求，反映全球真实经济活动状况。GECON 的底层指标中除了 OECD+6 个新兴市场国家的工业生产指数以外，还有谘商会经济领先指标，OECD 信心调查数据等，此外还包括金融条件、交通、气候、预期和能源生产和发电相关的指标，所以更加综合。GECON 能够充分反映 2022 年 3 季度以来全球经济的修复，但也能看出，3 月开始触顶向下。

图表5: 全球经济活动指数 (1973-2023)

图表6: 全球经济活动指数 (2019-2023)

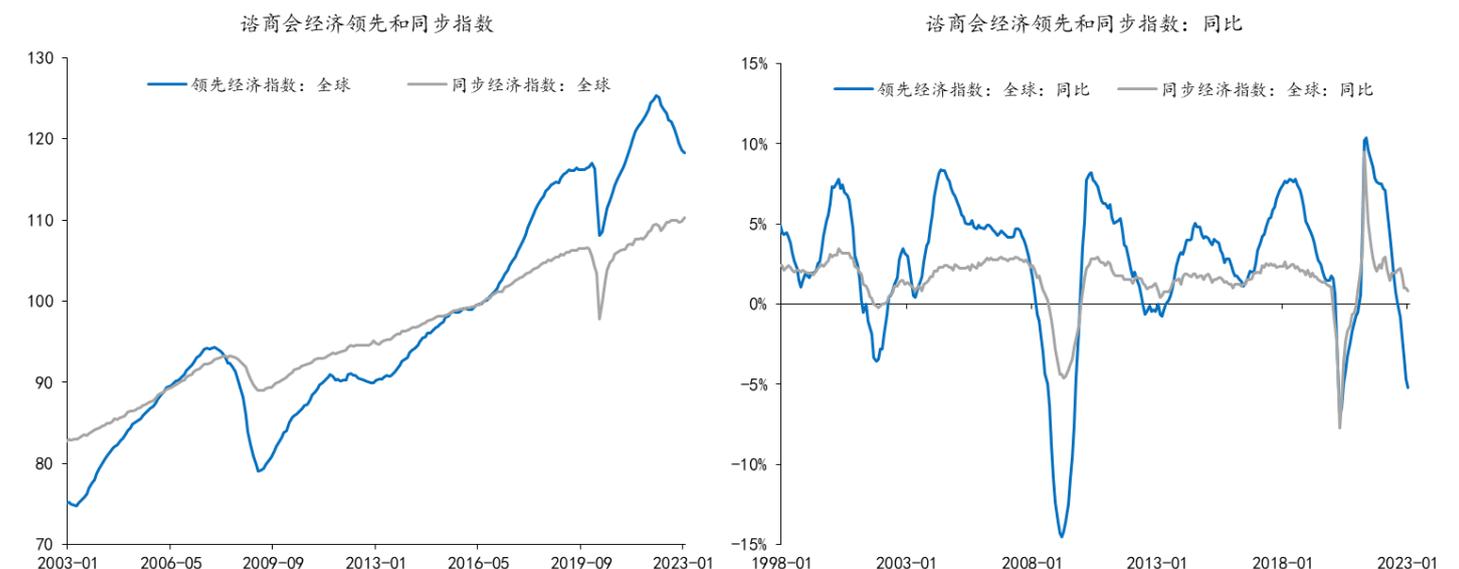


来源: Baumeister, C., D. Korobilis, and T.K. Lee (2020)、国金证券研究所

从谘商会 (Conference Board) 全球经济领先和同步指标来看，领先指标所揭示的经济下行压力仍未在同步指标中体现出来。参考历史经验，当领先指数同比跌至-5%以下 (并持续运行在-5%以下) 时，经济将难以逃逸衰退。综合而言，虽然 2022 年下半年至今全球经济修复的韧性持续超预期，但这并不意味着未来还将延续。截止到 1 月，领先指标仍在下行。截止到 1 季度末，同步指标也开始边际转弱。所以，考虑到 SVB 事件后信用收缩的速度或加速，不应低估今年 2 季度后经济基本面的压力。

图表7: 谘商会全球经济领先和同步指数

图表8: 谘商会全球经济领先和同步指数: 同比



来源: 谘商会、国金证券研究所 (更新到 2023 年 1 月)

(二) 海外经济反弹的结构和原因: 疫情缓解、出行改善、劳动供给修复

国家层面，海外年初以来的经济反弹呈现出欧洲好于美国，欧洲边缘国好于核心国的特征，主因是疫情改善，出行修复，欧洲暖冬及美国寒潮影响。近五个月，欧元区综合

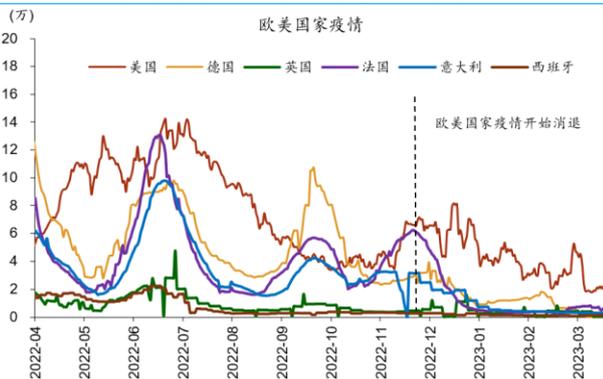
PMI 均高于美国，欧元区内部，意大利、西班牙等欧洲国家改善程度好于德、法两大核心国。原因有几点：一是，2022 年 12 月后欧美疫情共同改善，新增病例明显回落，欧洲地区疫情情况好于美国，欧洲边缘国疫情又好于核心国。当前欧洲未见反弹，但美国新增病例 3 月中旬仍反弹至每日新增 4 万人；二是国内服务消费方面，欧美国内出行、场景消费情况共同改善，外出用餐人数均回升，欧洲好于美国。三是国际服务消费方面，受欧洲暖冬与美国寒潮影响，欧洲国际出行情况明显好于美国，欧洲国际航班执行数量改善幅度较大，美国则仍回落，且美国旅客入境量年初以来仍下滑。

图表9：综合 PMI 表现。年初以来，欧美经济体普遍改善，欧洲好于美国，欧洲边缘国好于核心国

	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	↑ 1.3	53.40	52.10	49.70	48.20	48.00	49.00	49.60	49.30	50.80	53.50	51.30
发达国家												
美国	↑ 3.2	53.3	50.1	46.8	45.0	46.4	48.2	49.5	44.6	47.7	52.3	53.6
欧元区	↑ 1.7	53.7	52.0	50.3	49.3	47.8	47.3	48.1	48.9	49.9	52.0	54.8
英国	↓ -0.9	52.2	53.1	48.5	49.0	48.2	48.2	49.1	49.6	52.1	53.7	53.1
德国	↑ 1.9	52.6	50.7	49.9	49.0	46.3	45.1	45.7	46.9	48.1	51.3	53.7
法国	↑ 1.0	52.7	51.7	49.1	49.1	48.7	50.2	51.2	50.4	51.7	52.5	57.0
意大利	↑ 3.0	55.2	52.2	51.2	49.6	48.9	45.8	47.6	49.6	47.7	51.3	52.4
西班牙	↑ 2.5	58.2	55.7	51.6	49.9	49.6	48.0	48.4	50.5	52.7	0.0	0.0
澳大利亚	↓ -2.1	48.5	50.6	48.5	47.5	48.0	49.8	50.9	50.2	51.1	52.6	52.9
日本	↑ 1.8	52.9	51.1	50.7	49.7	48.9	51.8	51.0	49.4	50.2	53.0	52.3
印度	↓ -0.6	58.4	59.0	57.5	59.4	56.7	55.5	55.1	58.2	56.6	58.2	58.3
巴西	↑ 1.0	50.7	49.7	49.9	49.1	49.8	53.4	51.9	53.2	55.3	59.4	58.0
俄罗斯	↑ 3.7	56.8	53.1	49.7	48.0	50.0	45.8	51.5	50.4	52.2	50.4	48.2

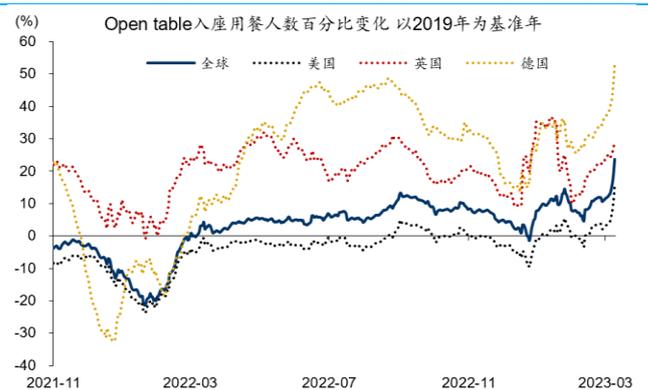
来源：WIND、国金证券研究所

图表10：欧美疫情年初以来改善，欧洲情况更好



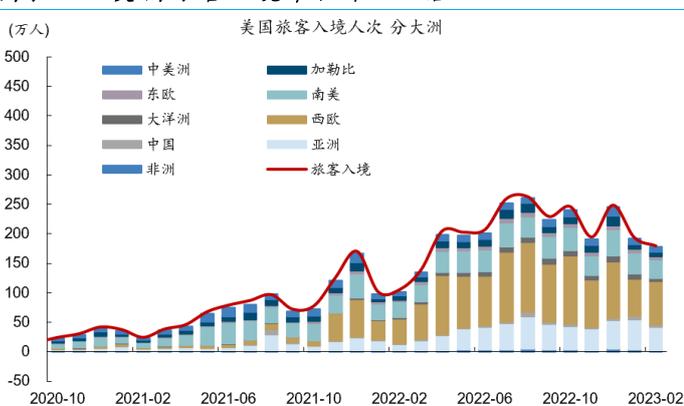
来源：WIND、国金证券研究所

图表11：欧美外出消费共同改善，但欧洲好于美国



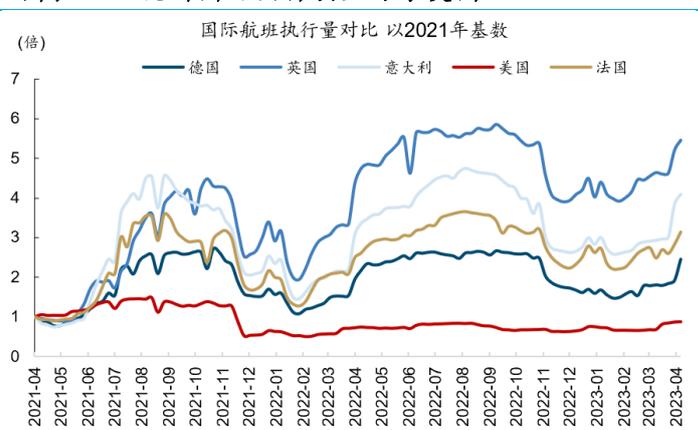
来源：Wind、国金证券研究所

图表12：美国旅客入境年初开始回落



来源：WIND、国金证券研究所

图表13：欧洲国际出行明显好于美国



来源：Wind、国金证券研究所

从海外修复的产业结构上看，服务业反弹明显好于制造业，欧美服务业普遍走强，制造业仍然走弱，主因源自疫后周期错位、加息敏感性不同及劳动力修复节奏作用。美国、欧元区近半年制造业 PMI 分别回落至 46.3 和 47.3，服务与制造业分化的格局加大，造成这种结构型修复的主因有三：第一，周期角度上，疫情后服务业的修复进度慢于制造业，

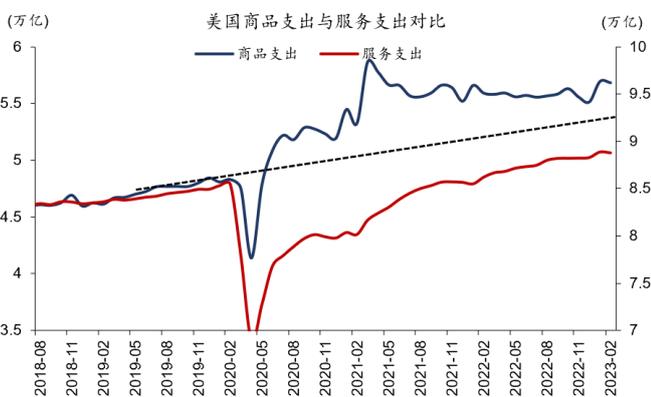
截至2023年3月，美国服务业消费仍未弥补缺口，但商品消费已进入下行周期。第二，服务业对加息的敏感性低于制造业，美国近两次加息周期里，服务消费的回落程度均低于制造业。第三，服务业受劳动力供应节奏影响更大，服务业作为场景消费替代渠道更少，疫情后服务业职位空缺率较制造业明显扩大，使得服务业修复慢于制造业。

图表14：海外制造业明显弱于服务业

	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
制造业PMI												
美国	↓ -1.4	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.2	50.9	52.8	52.8	53.0	56.1
欧元区	↓ -1.2	47.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6
英国	↓ -1.4	47.9	49.3	47.0	45.3	46.5	46.2	48.4	47.3	52.1	52.8	54.6
日本	↑ 1.5	49.2	47.7	48.9	48.9	49.0	50.7	50.8	51.5	52.1	52.7	53.3
德国	↓ -1.6	44.7	46.3	47.3	47.1	46.2	45.1	47.8	49.1	49.3	52.0	54.8
法国	↓ -0.1	47.3	47.4	50.5	49.2	48.3	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4	54.6
意大利	↓ -0.9	51.1	52.0	50.4	48.5	48.4	46.5	48.3	48.0	48.5	50.9	51.9
希腊	↑ 1.1	52.8	51.7	49.2	47.2	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8
西班牙	↑ 0.6	51.3	50.7	48.4	46.4	45.7	44.7	49.0	49.9	48.7	52.6	53.8
服务业PMI												
美国	↓ -3.9	51.2	55.1	55.2	49.2	56.5	54.4	56.7	56.9	56.7	55.3	55.9
欧元区	↑ 2.3	55.0	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8	51.2	53.0	56.1
英国	↓ -0.6	52.9	53.5	48.7	49.9	48.8	48.8	50.0	50.9	52.6	54.3	53.4
日本	↑ 1.0	55.0	54.0	52.3	51.1	50.3	53.2	52.2	49.5	50.3	54.0	52.6
德国	↑ 2.8	53.7	50.9	50.7	49.2	46.1	46.5	45.0	47.7	49.7	52.4	55.0
法国	↑ 0.8	53.9	53.1	49.4	49.5	49.3	51.7	52.9	51.2	53.2	53.9	58.3
意大利	↑ 4.1	55.7	51.6	51.2	49.9	49.5	46.4	48.8	50.5	48.4	51.6	53.7
西班牙	↑ 2.7	59.4	56.7	52.7	51.6	51.2	49.7	48.5	50.6	53.8	54.0	56.5
瑞士	↓ -1.1	54.2	55.3	56.7	49.5	53.4	53.8	52.8	56.6	55.6	58.1	59.6

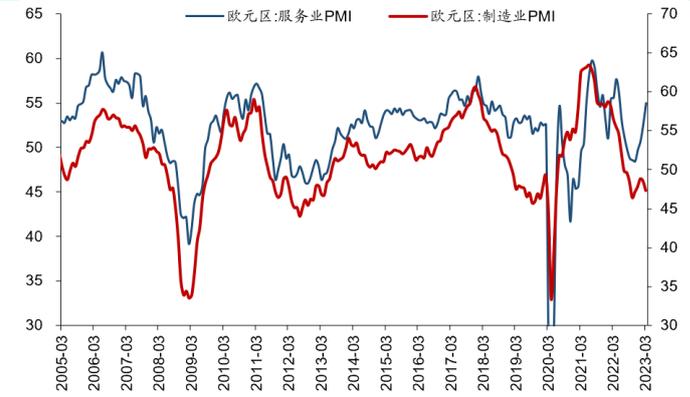
来源：WIND、国金证券研究所

图表15：周期角度，海外服务业修复周期慢于制造业



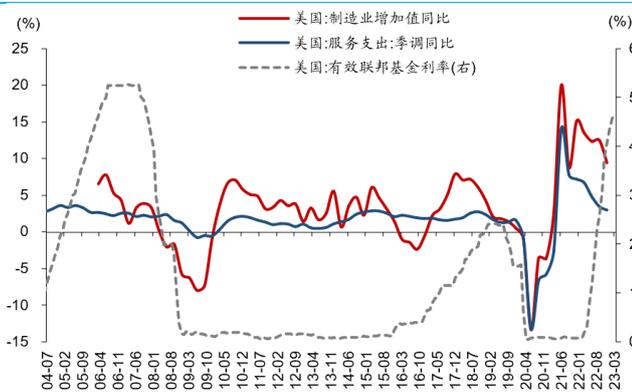
来源：WIND、国金证券研究所

图表16：欧洲制造业周期领先服务业



来源：Wind、国金证券研究所

图表17：服务业对加息敏感性低于制造业



来源：WIND、国金证券研究所

图表18：服务业劳动力供应受限程度更高



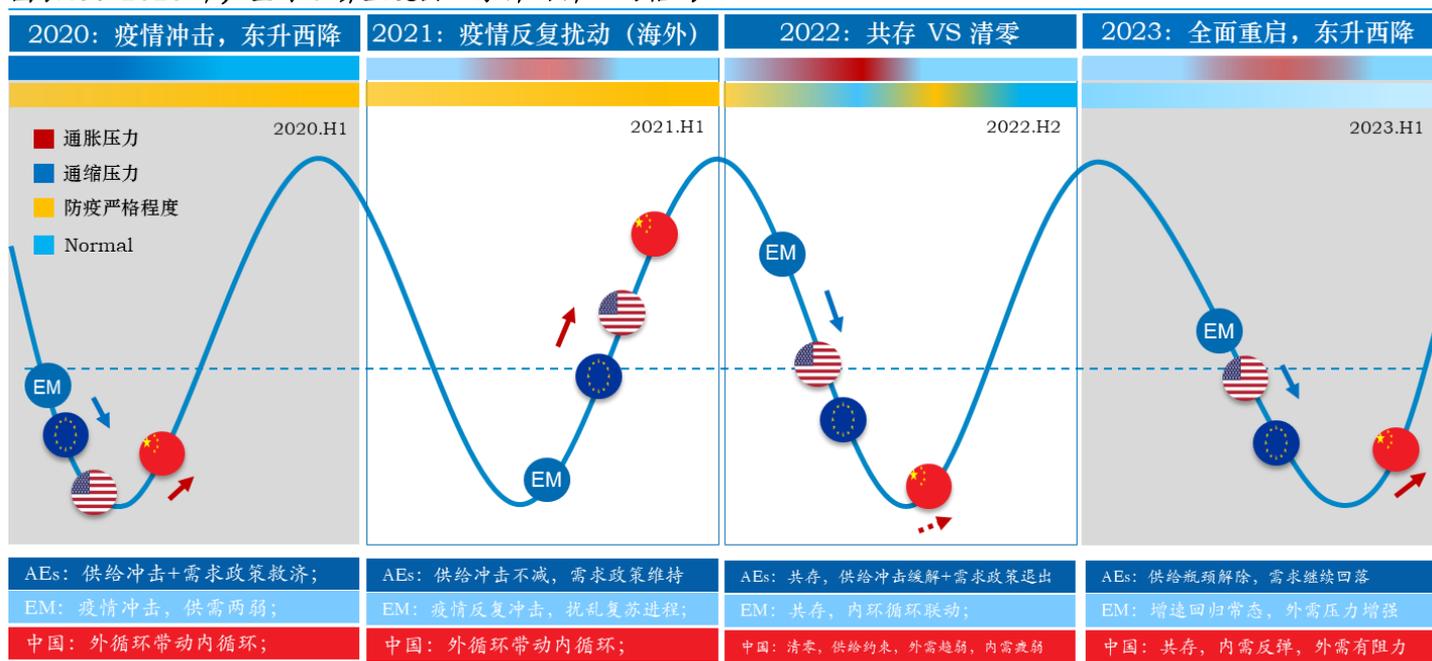
来源：Wind、国金证券研究所

（三）东升西降：2023 年全球经济动态演绎的格局或更加清晰

在 2023 年全球经济展望中，我们从“周期的冲突”的视角，总结了 2020 年以来全球经济基本面的演绎逻辑，并将 2023 年全球经济的动态归纳为“东升西降”。2020 年以来，由于疫情扩散足迹、防疫政策严格程度和逆周期政策强度（及支出结构）等方面的差异，全球经济周期的冲突是后疫情时代年把握全球大类资产演绎的一条逻辑主线。

分中国、美国、欧盟和新兴市场国家（EMs，中国除外）四组来看：2020 年初，中国最先受到疫情冲击，是防控的“模范生”，所以 1 季度末率先进入复苏周期，长期充当着“领头雁”的角色；美国在强有力的需求政策刺激下，从 2020 年 5 月进入复苏阶段，大致落后于中国 1-2 个月；欧盟大致与美国同步进入复苏周期，但弹性弱于美国，原因之一一是逆周期政策力度较弱；由于医疗资源短缺和救济能力有限，EMs（ex China）受疫情冲击最为显著，复苏弹性最弱。

图表 19：2023 年，全球经济呈现出“东升西降”的格局



来源：国金证券研究所

2021 年，疫情仍是最大的扰动项，持续压制着供给侧，叠加基数效应、经济重启和需求政策，共同掀起了通胀的第一波浪潮，全球经济从复苏走向过热。美国、欧盟等 AEs 在政策和疫苗接种的推动下稳步复苏，EMs（中国除外）的复苏进程则是一波三折，大约有半年的时间处于停滞状态；中国季度经济增速从高位持续回落，全年增速超过潜在水平，但 4 季度已落至潜在水平下方（4%）。

2022 年，海外分阶段放松疫情防控措施，疫情对供应链的冲击持续消退。随着“被压抑的需求”的持续释放和货币政策的收紧，总需求持续走弱，尤其是地产、汽车等利率敏感性部门。美国、欧盟和其它 EMs 依次越过经济增速的高点而后下行，整体分布在放缓阶段，其中，欧洲下行速度更快，上半年环比增速高于美国，下半年环比增速低于美国，将率先进入衰退周期；中国上半年复苏进程被疫情中断，下半年则叠加了外需的下行，全年运行在复苏早期。

图表20: 标普综合 PMI 中的“东升西降”

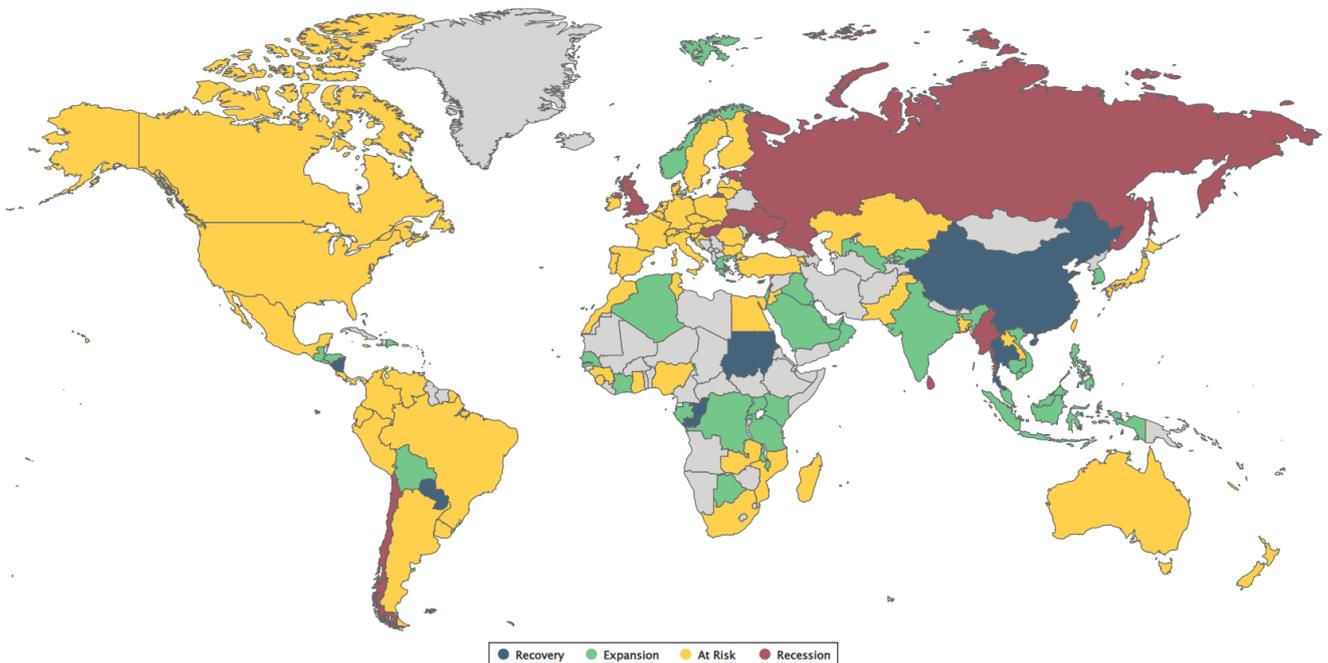
标普综合 PMI	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10	21-09
全球	53	52	50	48	48	49	50	49	51	54	51	51	53	54	51	54	55	54	53
发达市场	53	51	48	47	47	49	49	47	49	53	54	56	56	55	51	55	56	55	54
新兴市场	55	54	52	50	49	50	50	53	54	55	47	44	47	51	51	53	53	53	52
七国集团	53	51	48	47	47	49	49	47	49	53	54	56	56	55	51	55	56	56	54
美国	52	50	47	45	46	48	50	45	48	52	54	56	58	56	51	57	57	58	55
欧盟	54	52	50	49	48	47	48	49	50	52	55	56	55	55	52	53	55	54	56
德国	53	51	50	49	46	45	46	47	48	51	54	54	55	56	54	50	52	52	56
日本	53	51	51	50	49	52	51	49	50	53	52	51	50	46	50	53	53	51	48
英国	52	53	49	49	48	48	49	50	52	54	53	58	61	60	54	54	58	58	55
法国	53	52	49	49	49	50	51	50	52	53	57	58	56	56	53	56	56	55	55
澳大利亚	49	51	49	48	48	50	51	50	51	53	53	56	55	57	47	55	56	52	47
意大利	55	52	51	50	49	46	48	50	48	51	52	55	52	54	50	55	58	54	57
BRIC	55	54	52	50	49	49	50	53	54	56	46	42	46	51	51	53	52	53	52
中国	55	54	51	48	47	48	49	53	54	55	42	37	44	50	50	53	51	52	51
印度	58	59	58	59	57	56	55	58	57	58	58	58	54	54	53	56	59	59	55
巴西	51	50	50	49	50	53	52	53	55	59	58	59	57	54	51	52	52	53	55
俄罗斯	57	53	50	48	50	46	52	50	52	50	48	44	38	51	50	50	48	50	51

来源: 标普、国金证券研究所

2023 年, 周期的罗盘还会继续转动, 结构上与 2020 年有相似之处: 东升西降, 但不同的是供应链从断裂到修复, 政策从扩张变为紧缩, 全球总需求从复苏转向收缩。所以, “东升”有阻力, “西降”有惯性。“东升”的动能来自防控政策的持续优化, 阻力之一便是全球竞争性加息和金融条件的收缩。当需求重新主导经济走向, 通胀下行的斜率就能代表需求收缩速率。AEs 以压抑通胀为目标的紧缩性政策对内可能出现矫枉过正, 对外还会溢出到新兴与发展经济体 (EMDEs)。在总需求和商品价格同步下行过程中, EMDEs 的脆弱性会提高, 2023 年或面临更严峻的压力测试。

截止到 2023 年 3 月, 东升下降的格局越来越清晰。在主要大国中, 中国处于经济周期中的“复苏”阶段; 印度处于“扩张”阶段; 而美国、加拿大、德国、法国、澳大利亚均处于从放缓到衰退的过渡阶段 (at risk)。英国和俄罗斯已经处于“衰退”阶段。所以, 今年全球经济增长的主要拉动力来自东方, 而西方则会拖累全球经济增长。

图表21: 全球经济周期地图



来源: Global-Business-Cycle-Map、国金证券研究所 (更新到 2023 年 3 月)

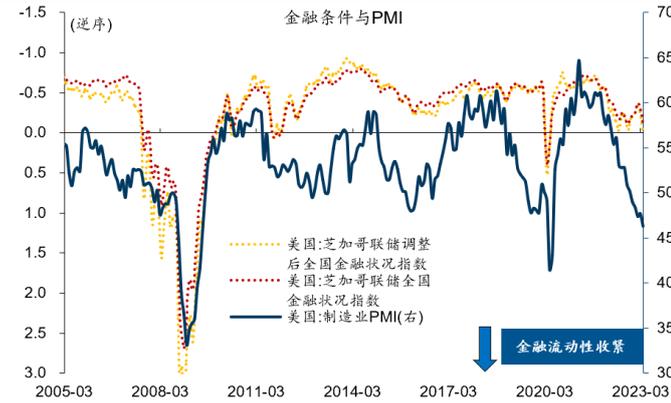
说明: 中国香港、中国台湾分别标识。

二、海外基本面&重要事件

(一) 流动性：流动性冲击缓和，信用条件收敛

美国银行业对流动性的冲击缓和，利差收窄。信用方面，美国金融条件仍处于宽松区间但边际继续转紧，信用债利差小幅上升，反映了信用条件的收敛；在岸美元流动性缓和，美联储工具使用量继续减少，OFR 金融压力回落，SOFR99%-SOFR 价差未明显扩大；离岸市场流动性紧张情况同样缓和，FRA-OIS 利差缩小、欧元、日元货币互换基差回升。

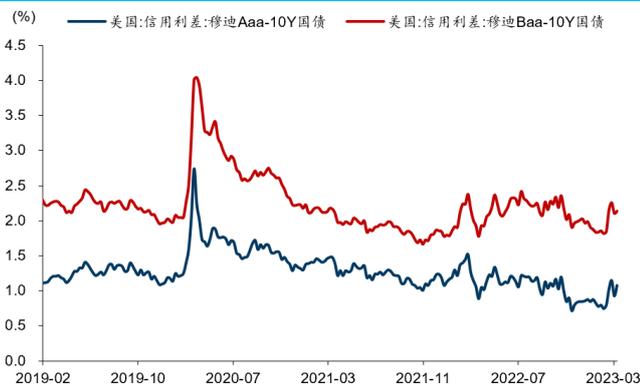
图表22：美国金融条件处于宽松区间，但边际收紧



图表23：OFR 金融压力指数回落



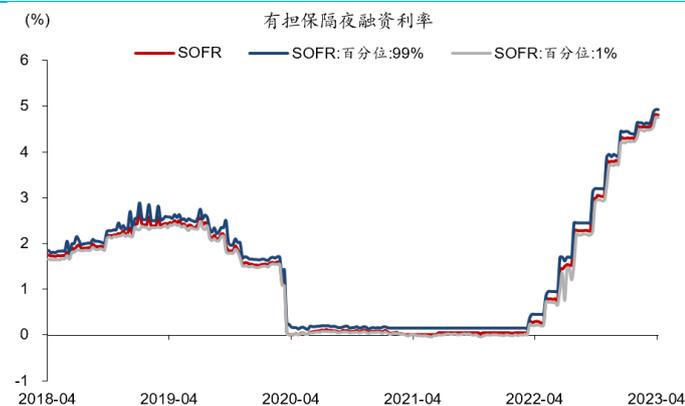
图表24：美国企业债信用利差本周有所扩大



图表25：美国 TED 利差本周有所扩大



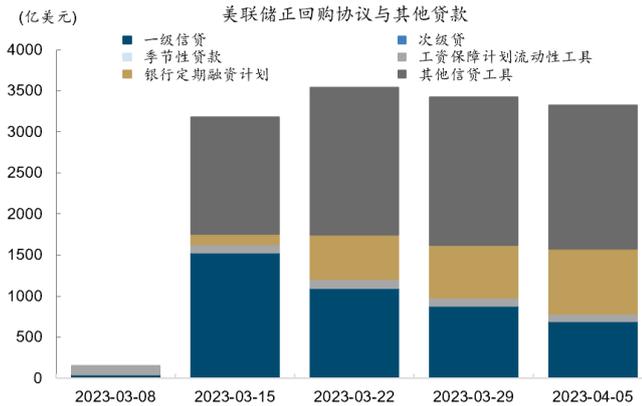
图表26：美国 SOFR99%升至 4.9%，SOFR 升至 4.8%



图表27：美国 SOFR 成交量继续扩大

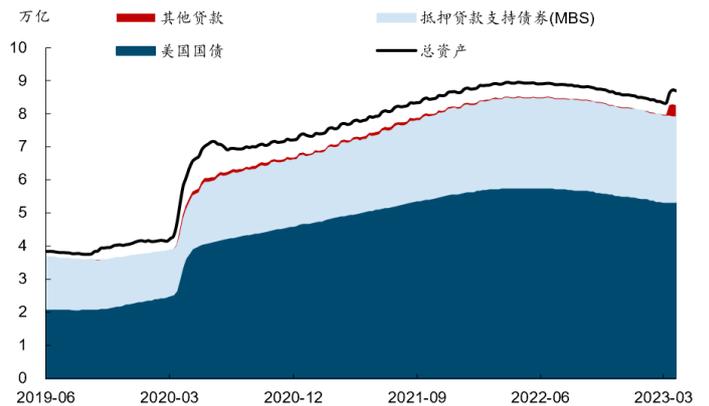


图表28: 美联储正回购协议及其他贷款使用量减少



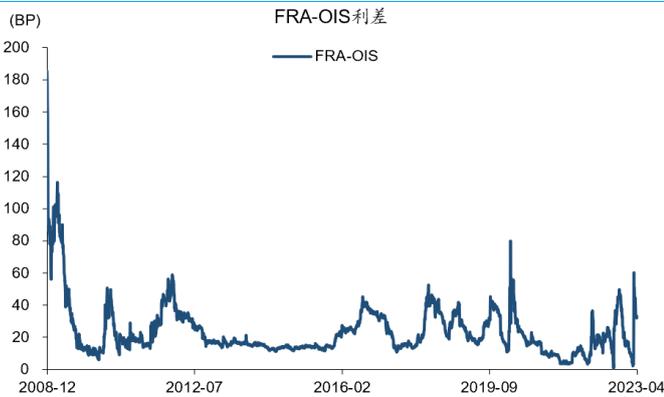
来源: Fred、国金证券研究所

图表29: 美联储资产负债表规模下降



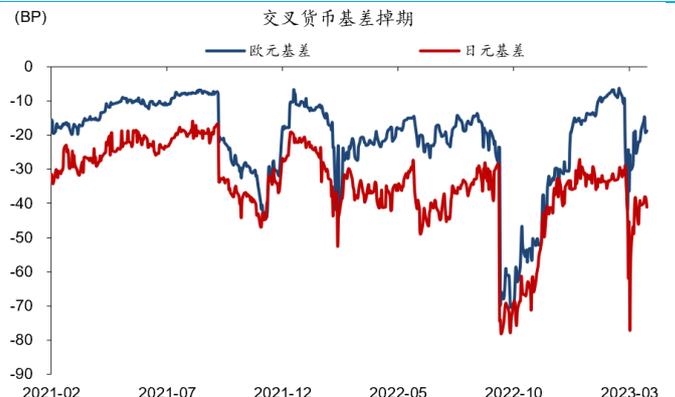
来源: Fred、国金证券研究所

图表30: 美国 FRA-OIS 利差缩小



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表31: 欧元、日元基差回升



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表32: 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												
英国	4.00	0.50	0.50	0.75	0.50	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	0.25								
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	0.50	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	0.50	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	
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											
马来西亚	2.75				0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	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	1.00	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	0.50	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	0.50	0.75	0.50	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: 美国制造业、服务业 PMI 均回落

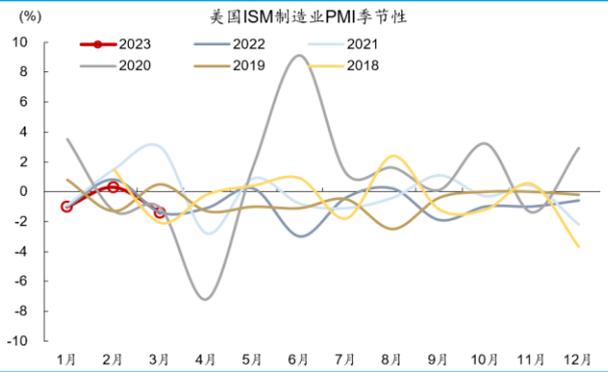
美国制造业、服务业 PMI 共同回落, 二者总量和结构走弱幅度均较大, 需求端表现较差, 制造业新订单下滑 2.7 个点, 服务业新订单下滑 10.4 个点, 制造业各分项均低于 50%。3 月份欧洲服务业与美国服务业表现分化较大, 欧洲服务业表现好于美国。

图表33: 3月美国PMI录得46.3%，延续走弱



来源: WIND、国金证券研究所

图表34: 美国3月PMI季节性表现较差



来源: Wind、国金证券研究所

图表35: 美国制造业PMI分项，多数分项走弱，各分项均低于50%

PMI项目	月度变化	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
ISM:制造业PMI	↓ -1.4	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.0	51.0	52.9	52.7	53.1	56.1	55.9	57.0
新订单	↓ -2.7	44.3	47.0	42.5	45.1	46.8	48.2	47.3	50.4	48.6	50.0	54.9	53.8	54.3
新出口订单	↓ -2.3	47.6	49.9	49.4	46.2	48.4	46.5	47.8	49.4	52.6	50.7	52.9	52.7	53.2
库存订单	↓ -1.2	43.9	45.1	43.4	41.4	40.0	45.3	50.9	53.0	51.3	53.2	58.7	56.0	60.0
生产	↑ 0.5	47.8	47.3	48.0	48.6	50.9	51.9	51.0	51.1	53.3	54.4	54.7	54.4	55.1
就业	↓ -2.2	46.9	49.1	50.6	50.8	48.9	49.9	49.3	54.2	49.8	48.1	50.2	51.2	55.3
供应商交付	↓ -0.4	44.8	45.2	45.6	45.1	47.2	46.8	52.4	55.1	55.2	57.3	65.7	67.2	65.4
自有库存	↓ -2.6	47.5	50.1	50.2	52.3	51.1	53.0	55.1	53.8	56.6	55.7	55.0	52.7	54.8
客户库存	↑ 2.0	48.9	46.9	47.4	48.2	48.7	41.6	41.6	38.9	39.5	35.2	32.7	37.1	34.1
物价	↓ -2.1	49.2	51.3	44.5	39.4	43.0	46.6	51.7	52.5	60.0	78.5	82.2	84.6	87.1
进口	↓ -2.0	47.9	49.9	47.8	45.1	46.6	50.8	52.6	52.5	54.4	50.7	48.7	51.4	51.8

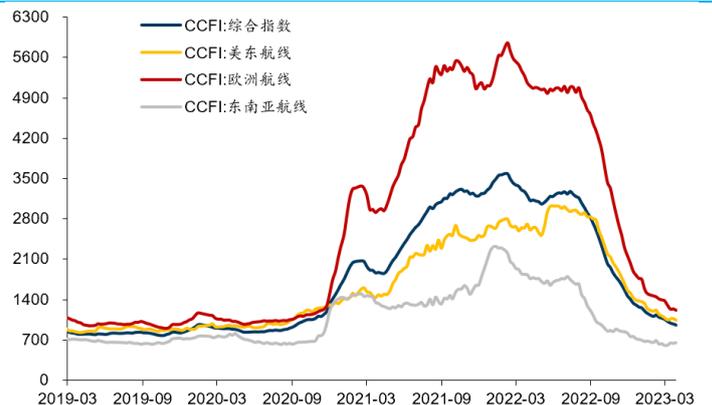
来源: WIND、国金证券研究所

图表36: 美国PMI内、外需求均走弱



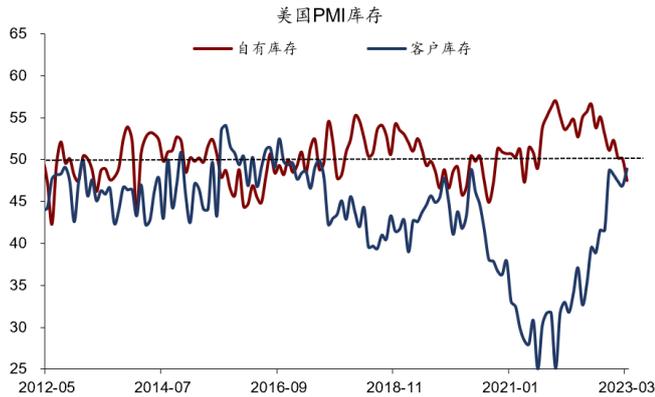
来源: WIND、国金证券研究所

图表37: CCFI指数走弱，贸易增速未明显改善



来源: Wind、国金证券研究所

图表38: 美国PMI自有库存回落, 客户库存积压



来源: WIND、国金证券研究所

图表39: 制造、零售、批发环节处于去库存周期中



来源: Wind、国金证券研究所

图表40: 销售-库存比领先美国制造业PMI



来源: WIND、国金证券研究所

图表41: 3月美国金融条件有所收紧



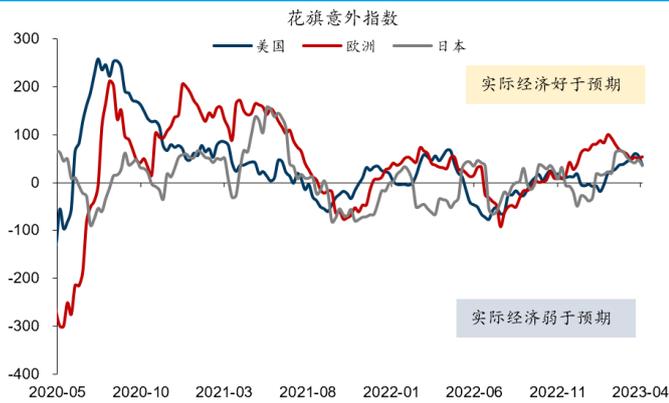
来源: Wind、国金证券研究所

图表42: 美国非制造业PMI下降幅度超预期, 新订单、出口订单大幅下降

PMI项目	月度变化	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
美国: ISM非制造业PMI	↓ -3.9	51.2	55.1	55.2	49.2	55.5	54.5	55.9	56.1	56.7	56.0	56.4	57.5	58.4
商业活动	↓ -0.9	55.4	56.3	60.4	53.5	61.6	55.6	59.1	59.3	59.0	57.2	55.8	59.2	57.5
新订单	↓ -10.4	52.2	62.6	60.4	45.2	55.8	56.8	60.6	60.4	59.1	56.2	58.1	55.8	59.2
订单库存	↓ -4.3	48.5	52.8	52.9	51.5	51.8	52.2	52.5	53.9	58.3	60.5	52.0	59.4	64.5
供应商交付	↓ -1.8	45.8	47.6	50.0	48.5	53.8	56.2	53.9	54.5	57.8	61.9	61.3	65.1	63.4
新出口订单	↓ -18.0	43.7	61.7	59.0	47.7	38.4	47.7	65.1	61.9	59.5	57.5	60.9	58.1	61.0
进口	↓ -9.0	43.6	52.6	53.0	52.7	59.5	50.4	51.3	48.2	48.0	46.3	52.8	52.9	45.0
库存变化	↑ 2.2	52.8	50.6	49.2	45.1	47.9	47.2	44.1	46.2	45.0	47.5	51.0	52.3	51.7
库存景气	↑ 2.6	57.9	55.3	55.8	55.9	44.2	46.4	47.2	47.1	50.1	46.2	44.5	46.7	40.2
物价	↓ -6.1	59.5	65.6	67.8	68.1	70.1	70.9	68.7	72.3	73.2	79.1	80.9	83.2	82.9
就业	↓ -2.7	51.3	54.0	50.0	49.4	50.6	49.2	53.0	50.2	49.5	48.7	50.3	49.7	53.5

来源: WIND、国金证券研究所

图表43: 美国和日本经济边际走弱, 欧洲好于预期



来源: WIND、国金证券研究所

图表44: 本周中国经济意外指数回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表45: 全球主要国家制造业 PMI。3 月发达国家制造业 PMI 普遍回落

	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	↓ -0.3	49.6	49.9	49.1	48.7	48.8	49.4	49.8	50.3	51.1	52.2	52.3
发达国家												
美国	↓ -1.4	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.2	50.9	52.8	52.8	53.0	56.1
欧元区	↓ -1.2	47.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6
英国	↓ -1.4	47.9	49.3	47.0	45.3	46.5	46.2	48.4	47.3	52.1	52.8	54.6
日本	↑ 1.5	49.2	47.7	48.9	48.9	49.0	50.7	50.8	51.5	52.1	52.7	53.3
德国	↓ -1.6	44.7	46.3	47.3	47.1	46.2	45.1	47.8	49.1	49.3	52.0	54.8
法国	↓ -0.1	47.3	47.4	50.5	49.2	48.3	47.2	47.7	50.6	49.5	51.4	54.6
意大利	↓ -0.9	51.1	52.0	50.4	48.5	48.4	46.5	48.3	48.0	48.5	50.9	51.9
希腊	↑ 1.1	52.8	51.7	49.2	47.2	48.4	48.1	49.7	48.8	49.1	51.1	53.8
西班牙	↑ 0.6	51.3	50.7	48.4	46.4	45.7	44.7	49.0	49.9	48.7	52.6	53.8
荷兰	↓ -2.3	46.4	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	↑ 1.1	56.4	55.3	55.4	57.8	55.7	55.3	55.1	56.2	56.4	53.9	54.6
韩国	↓ -0.9	47.6	48.5	48.5	48.2	49.0	48.2	47.3	47.6	49.8	51.3	51.8
越南	↓ -3.5	47.7	51.2	47.4	46.4	47.4	50.6	52.5	52.7	51.2	54.0	54.7
巴西	↓ -2.2	47.0	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46: 全球服务业 PMI。欧洲服务业好于美国

	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	↓ -3.9	51.2	55.1	55.2	49.2	56.5	54.4	56.7	56.9	56.7	55.3	55.9
欧元区	↑ 2.3	55.0	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8	51.2	53.0	56.1
英国	↓ -0.6	52.9	53.5	48.7	49.9	48.8	48.8	50.0	50.9	52.6	54.3	53.4
日本	↑ 1.0	55.0	54.0	52.3	51.1	50.3	53.2	52.2	49.5	50.3	54.0	52.6
德国	↑ 2.8	53.7	50.9	50.7	49.2	46.1	46.5	45.0	47.7	49.7	52.4	55.0
法国	↑ 0.8	53.9	53.1	49.4	49.5	49.3	51.7	52.9	51.2	53.2	53.9	58.3
意大利	↑ 4.1	55.7	51.6	51.2	49.9	49.5	46.4	48.8	50.5	48.4	51.6	53.7
西班牙	↑ 2.7	59.4	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	↓ -1.6	57.8	59.4	57.2	58.5	56.4	55.1	54.3	57.2	55.5	59.2	58.9
俄罗斯	↑ 5.0	58.1	53.1	48.7	45.9	48.3	43.7	51.1	49.9	54.7	51.7	48.5
巴西	↑ 2.0	51.8	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, ADP 就业放缓

美国新增职位数回落。3月27日当周, 美国新增职位数降270万个, 4月1日当周, 美国纽约联储WEI指数录得1.7%, 前值1.4%。欧元区周度GDP跟踪2.8%, 前值3.1%。

美国当周初请失业人数环比微增，4月1日当周，美国初请失业金人数为22.8万人，前值24.6万人，当周持续领取人数182万人，前值182万人。

图表47：上周纽约联储WEI指数1.7%，前值1.4%



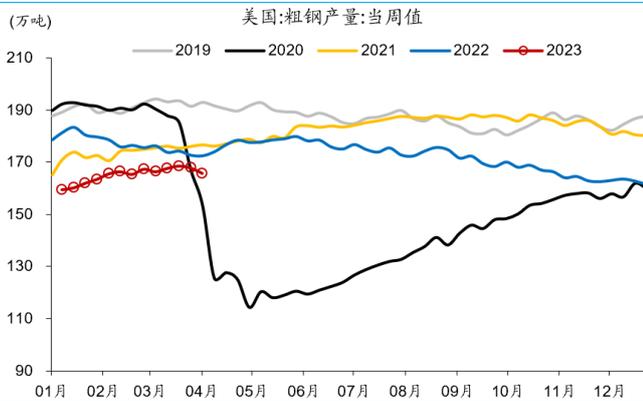
来源：WIND、国金证券研究所

图表48：欧元区周度GDP跟踪2.8%，前值3.1%



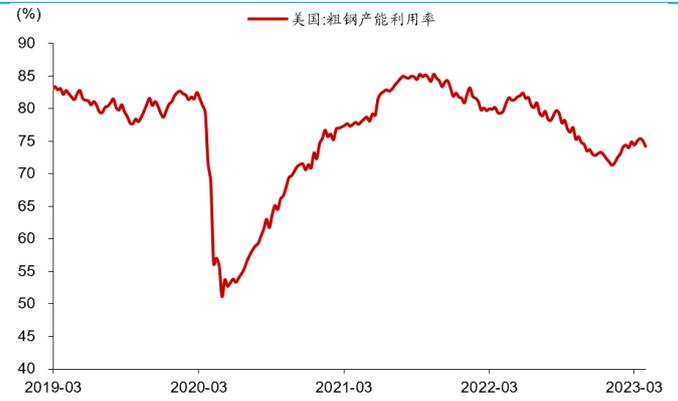
来源：WIND、国金证券研究所

图表49：上周美国粗钢产量166万短吨，前值168万



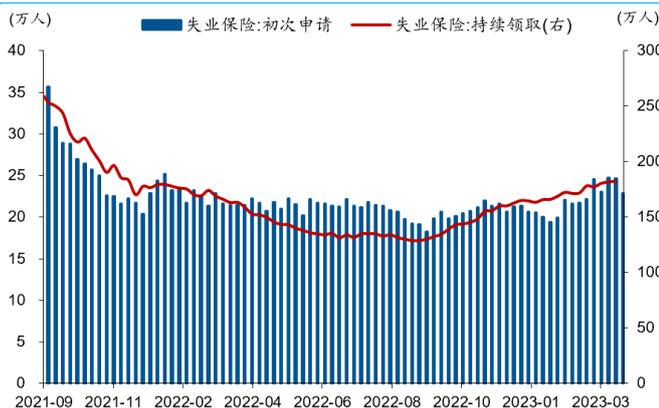
来源：Wind、国金证券研究所

图表50：上周美国粗钢产能利用率75%，前值74%



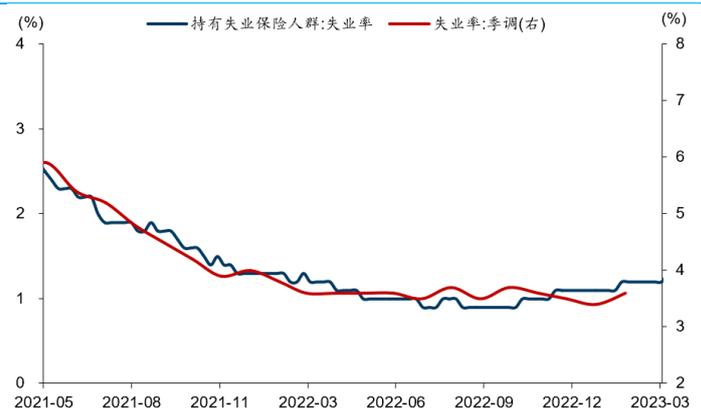
来源：Wind、国金证券研究所

图表51：美国4月1日当周初请失业人数22.8万



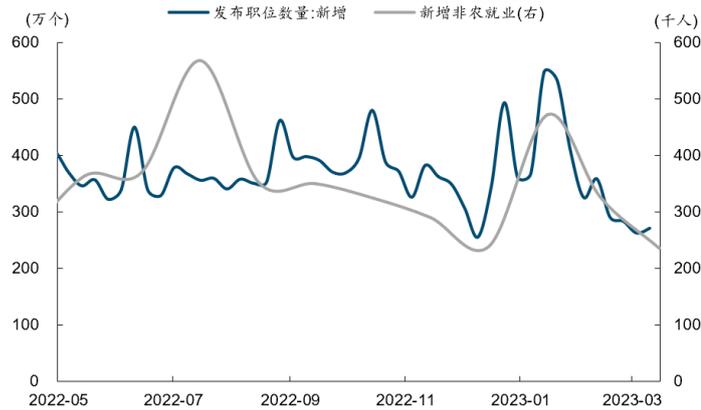
来源：Wind、国金证券研究所

图表52：持有失业保险人群的失业率1.3%



来源：Wind、国金证券研究所

图表53: 美国新增职位数量减少



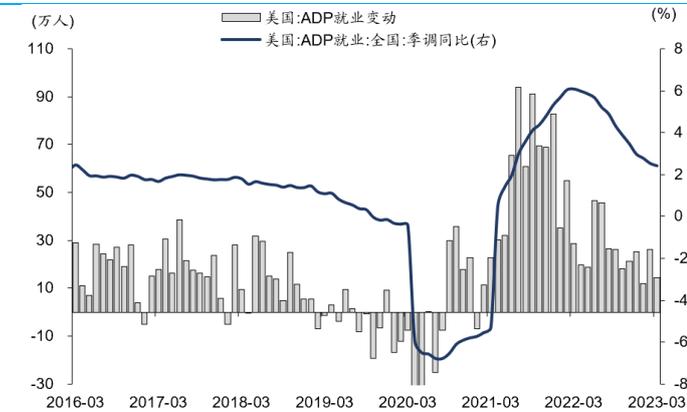
来源: Wind、国金证券研究所

图表54: 美国制造、餐饮、服务业发布职位数均回落



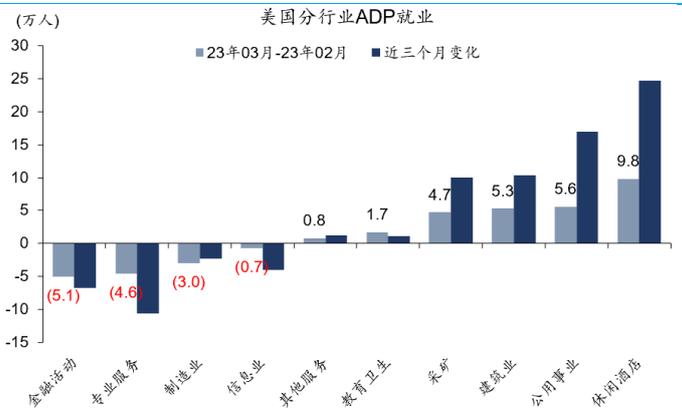
来源: Wind、国金证券研究所

图表55: 美国3月ADP就业数量回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表56: 美国3月ADP金融、专业服务就业回落较大

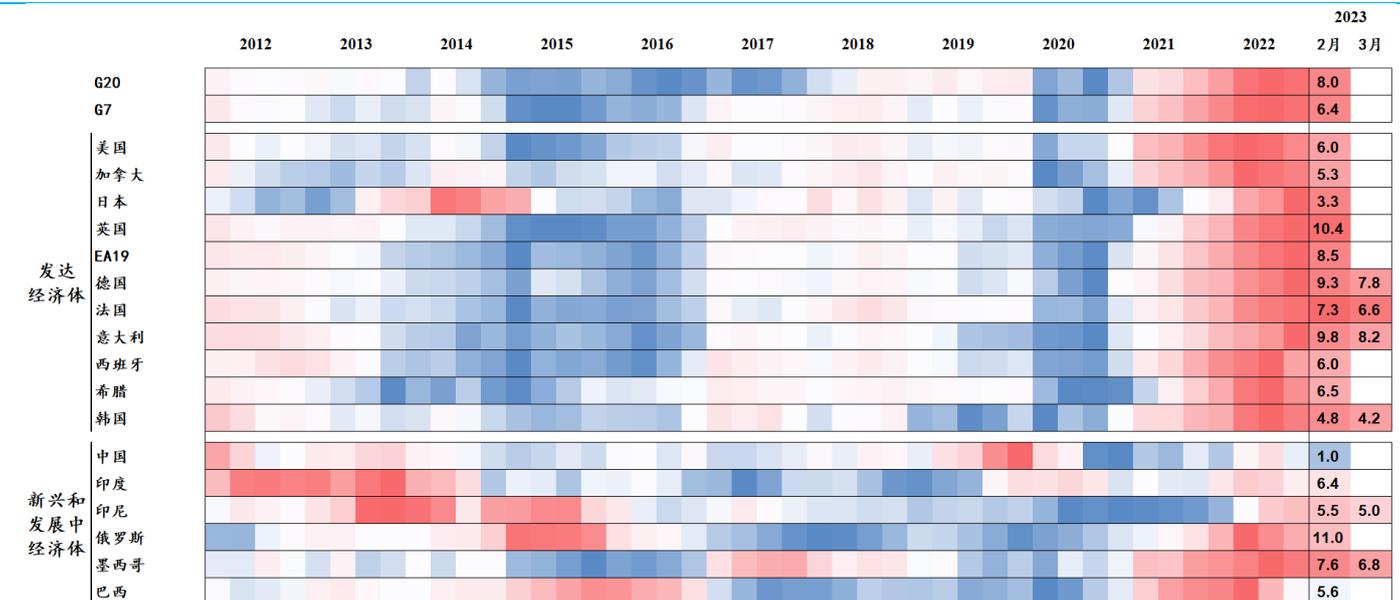


来源: Wind、国金证券研究所

(四) 通胀: 欧洲通胀回落, 能源价格上涨

欧洲通胀回落, 能源价格上涨。德国、法国、意大利3月CPI增速均回落, 欧佩克3日宣布减产, 引起本周原油价格上涨, 通胀预期继续下降, 克利夫兰联储预测3月美国CPI回落至5.3%, 核心CPI回升至5.6%。

图表57: 全球主要国家CPI热力图, 德国、法国、意大利3月CPI均回落



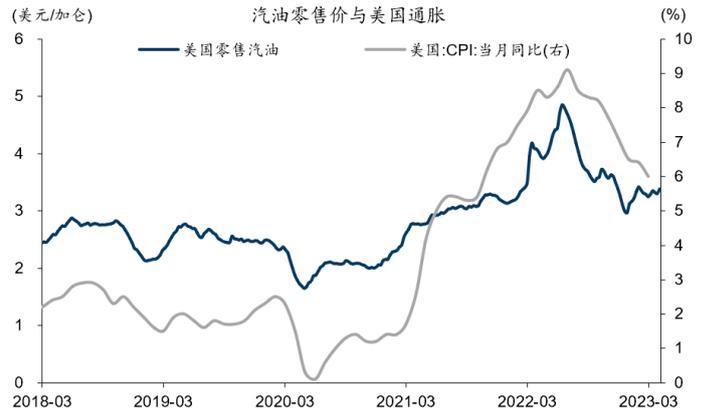
来源: WIND、国金证券研究所

图表58: 本周原油价格上涨

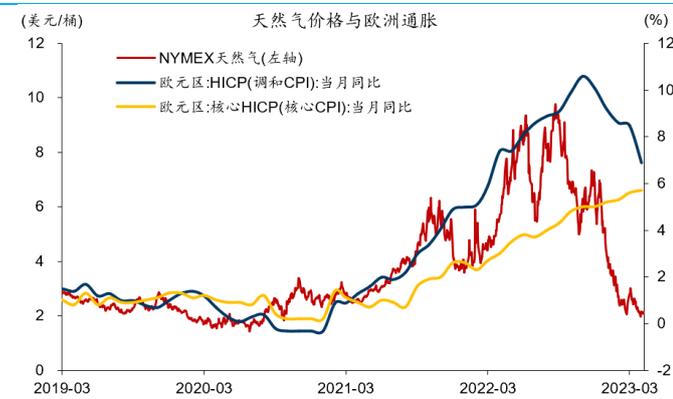


来源: wind、国金证券研究所

图表59: 上周美国汽油价格上涨

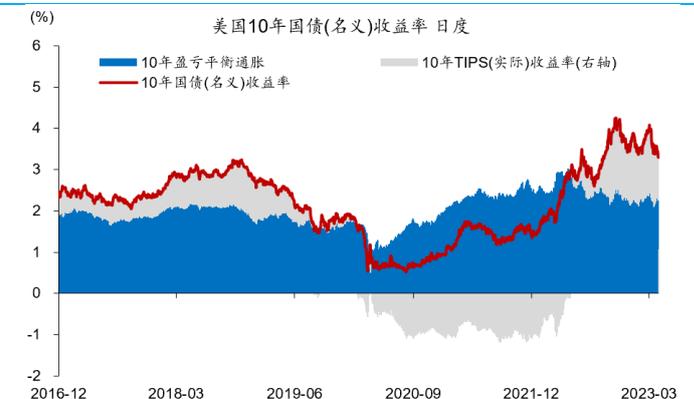


图表60: 本周天然气价格下降



来源: Wind、国金证券研究所

图表61: 本周10年盈亏平衡通胀率回落



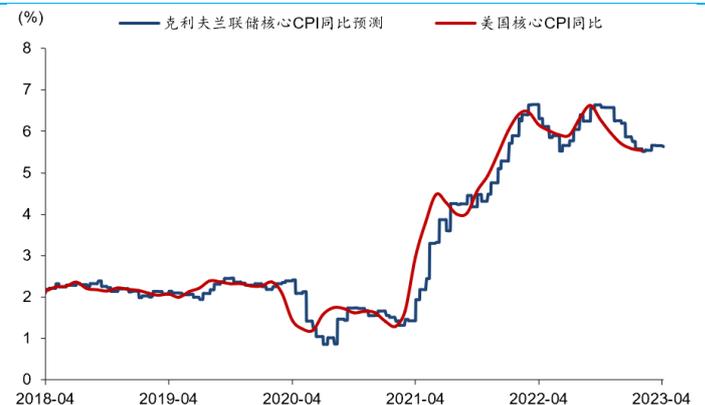
来源: Wind、国金证券研究所

图表62: 克利夫兰联储预测3月美国CPI回落至5.3%



来源: Wind、国金证券研究所

图表63: 克利夫兰预测3月核心CPI回升至5.6%

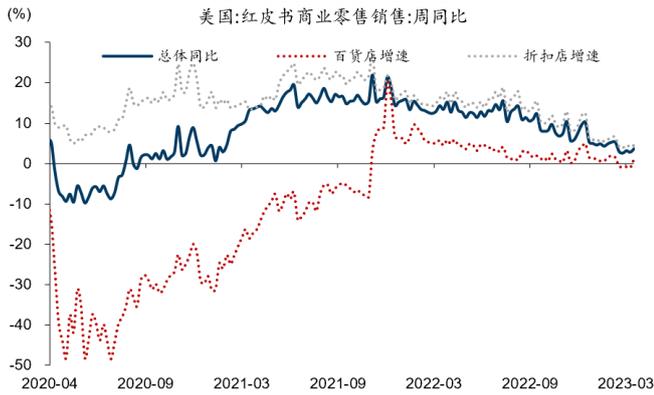


来源: Wind、国金证券研究所

(五) 消费与出行: 美国商品消费回落、欧美出行改善

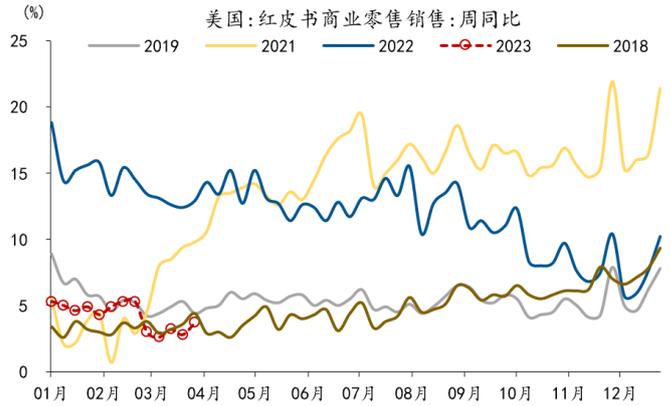
美国商品消费回落、欧美出行改善。3月, 美国红皮书零售增速回落, 旅行社购票量、销售量回落; 欧美出行情况改善明显, 美国主要城市机场乘客流量回升, 纽约地铁载客量延续上升, 美国 TSA 安检人数好于 2019 年。

图表64: 美国红皮书零售增速3.7%，前值2.8%



来源: WIND、国金证券研究所

图表65: 美国红皮书零售增速弱于季节性



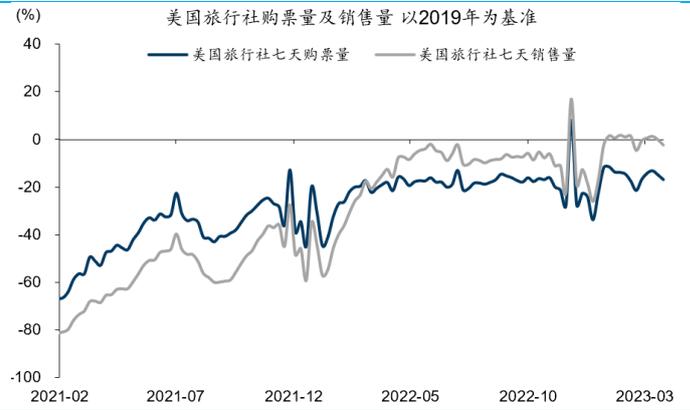
来源: WIND、国金证券研究所

图表66: 美国旅行社休闲类购票量修复较好



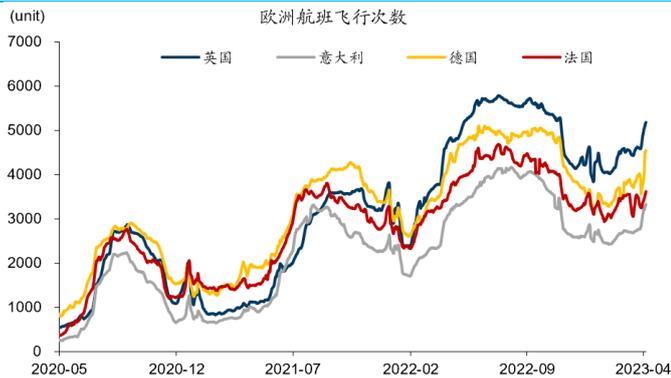
来源: WIND、国金证券研究所

图表67: 美国旅行社购票量、销售量回落



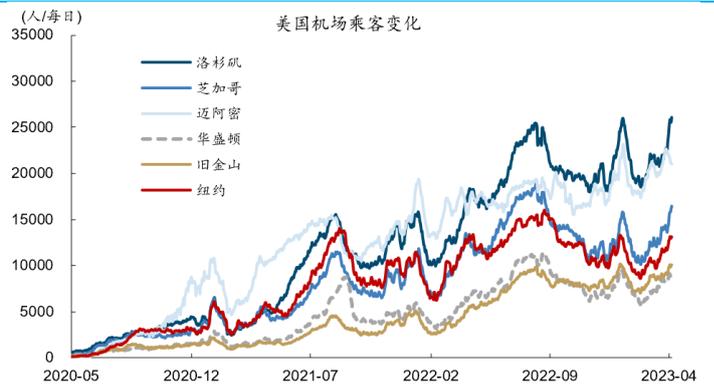
来源: WIND、国金证券研究所

图表68: 欧洲航班飞行次数回升



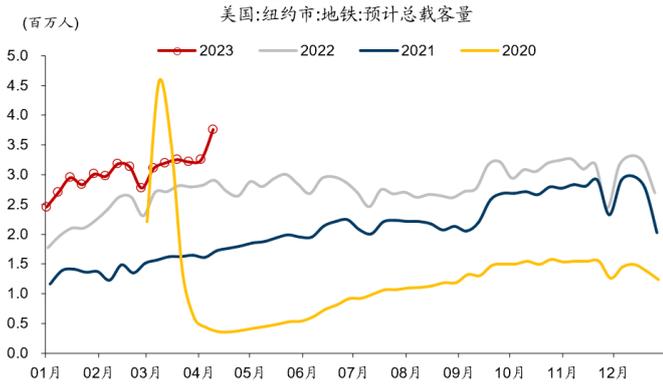
来源: Wind、国金证券研究所

图表69: 本周，美国主要城市机场乘客流量回升



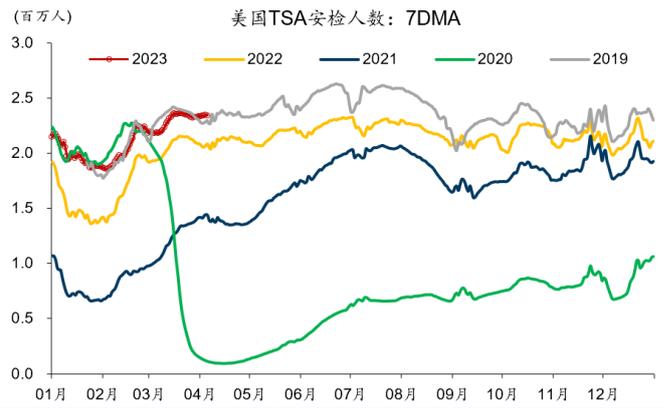
来源: Wind、国金证券研究所

图表70: 纽约地铁载客量延续上升



来源: Wind、国金证券研究所

图表71: 美国 TSA 安检人数好于 2019 年

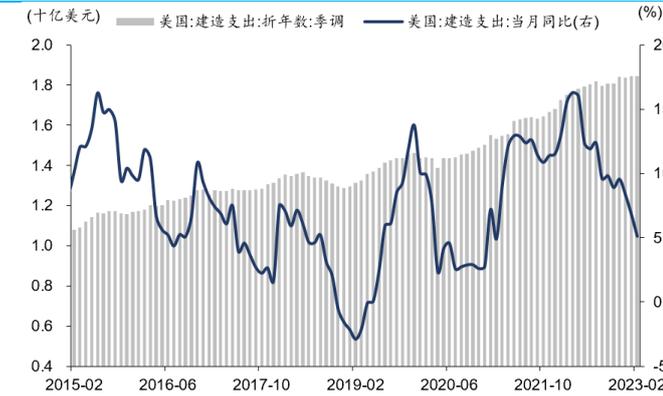


来源: Wind、国金证券研究所

(六) 地产: 美国地产建造支出增速回落

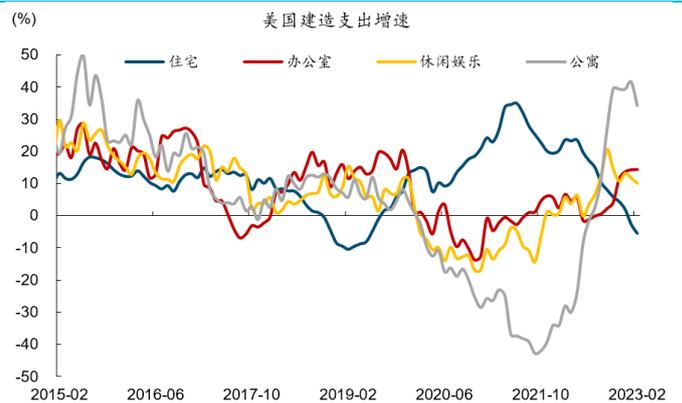
美国地产建造支出增速回落。2月建造支出增速回落至5.1%，前值6.8%，住宅类建造增速最差，商业地产建造增速较高。REALTOR 房屋挂牌价格中位数同比持平前值，30 年抵押贷款利率回落至 6.3%，MBA 市场综合、购买指数与再融资指数均回落。

图表72: 2月美国建造支出增速回落



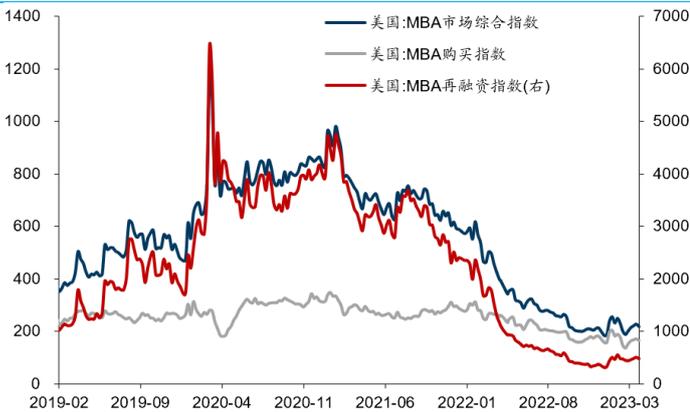
来源: WIND、国金证券研究所

图表73: 2月美国商业地产建造支出增速较高



来源: WIND、国金证券研究所

图表74: 美国 MBA 抵押贷款指数上周回落



来源: WIND、国金证券研究所

图表75: 上周 REALTOR 房屋挂牌价增速持平



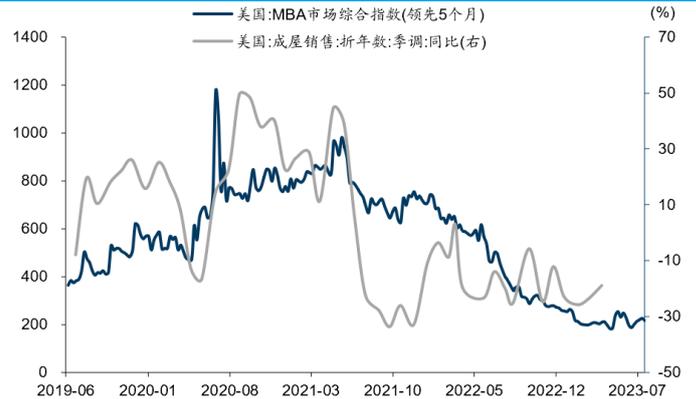
来源: WIND、国金证券研究所

图表76: 本周美30年贷款利率降至6.3%，十债3.3%



来源: Wind、国金证券研究所

图表77: 美国抵押贷款综合指数领先住房销售

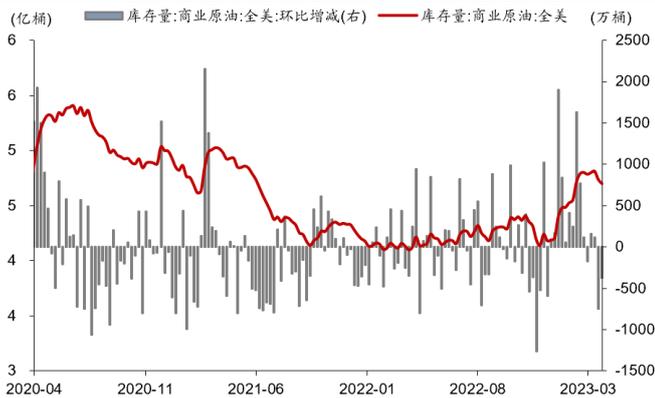


来源: Wind、国金证券研究所

(七) 库存: 美国商业原油库存回落

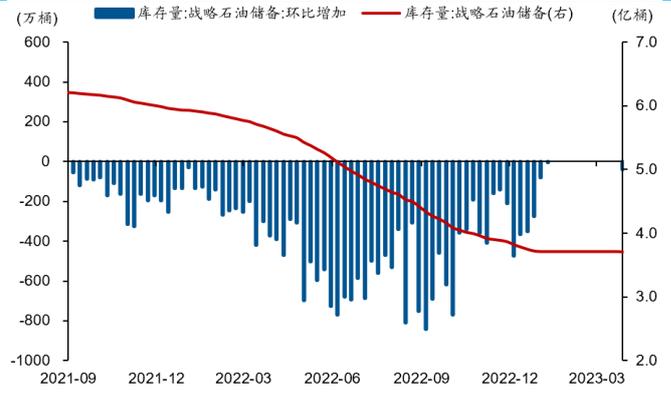
美国EIA商业原油库存回落。3月31日当周，美国EIA原油库存减少374万桶，前值减少748万桶。原油库存量降至4.7亿桶，高于去年同期，低于2020年同期。战略原油储备减少40万桶，美国天然气库存处于同期较高位置。

图表78: 上周美国原油库存下降374万桶



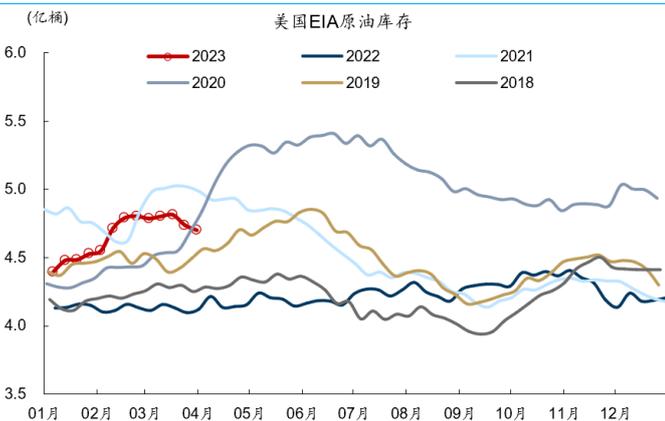
来源: Wind、国金证券研究所

图表79: 上周美国战略原油储备减少40万桶



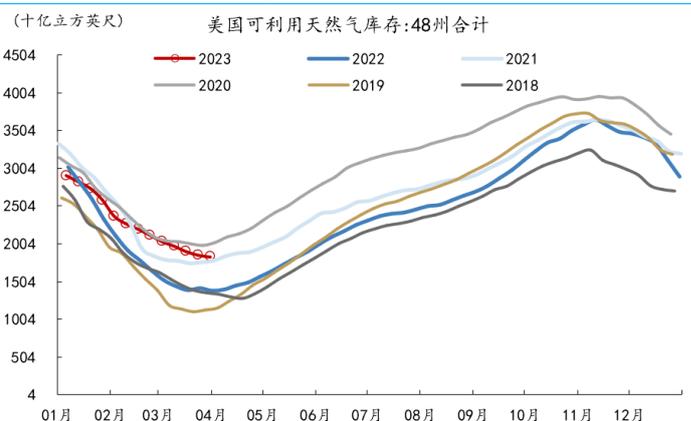
来源: Wind、国金证券研究所

图表80: 美国原油库存低于2020年同期



来源: Wind、国金证券研究所

图表81: 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指数小幅回升

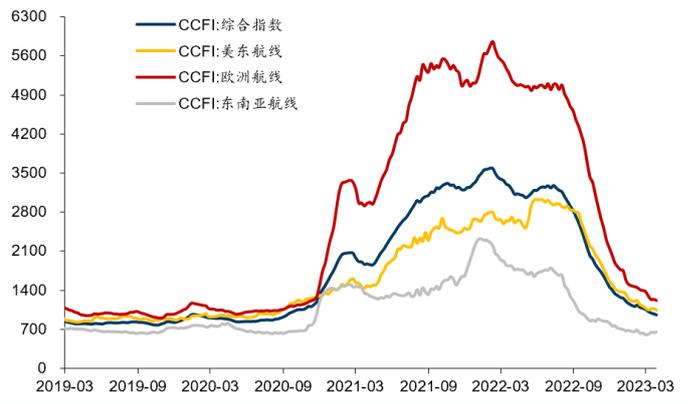
BDI指数小幅回升，本周，波罗的海干散货指数回升至1525点，CCFI综合指数回落至953点，美东航线回落至918点，欧洲航线回落至1201点，美国港口等待泊位集装箱船只数量减少，原油运输、成品油运输指数回落。

图表82: 本周 BDI 指数小幅上升



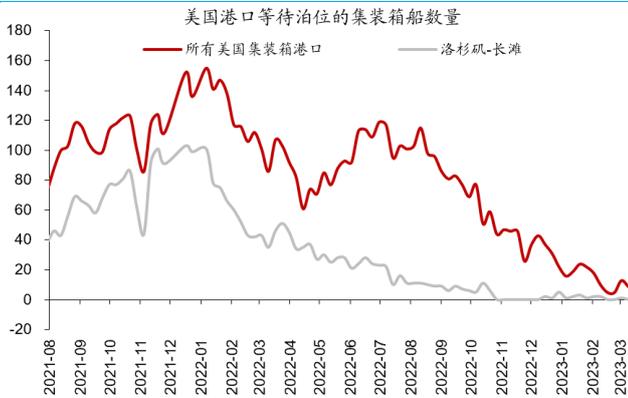
来源: Wind、国金证券研究所

图表83: 本周 CCFI 海运价格延续回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表84: 美国港口等待泊位集装箱船只数量减少



来源: Wind、国金证券研究所

图表85: 原油运输、成品油运输指数回落



来源: Wind、国金证券研究所

(九) 美国 3 月非农: 就业增长放缓, 工资上涨, 失业率回落

美国 3 月新增非农就业人数 23.6 万, 预期 23.9 万, 前值 32.6 万, 为 2021 年 1 月以来最小增幅, 过去 6 个月平均每月新增 33.4 万。私人部门新增 18.9 万, 预期 21.5 万, 前值 26.5 万; 制造业减少 0.1 万, 预期 0.5 万, 前值-0.4 万; 服务业新增 24.3 万, 前值 29.1 万。新增就业主要分布在休闲和酒店、教育及健康服务、政府、专业及商业服务。

图表86: 美国3月新增非农就业人数低于预期和前值

行业	新增非农就业人数(千人)				
	23-03	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)
非农	236.0	239.0 ↓	-90.0	-3.0	-114.0
私人部门	189.0	215.0 ↓	-77.0	-43.0	-155.0
商品生产	-7.0		-18.0	-43.0	-51.0
自然资源 and 采矿业	3.0		3.0	-1.0	1.0
建筑业	-9.0		-21.0	-35.0	-25.0
制造业	-1.0	5.0 ↓	0.0	-7.0	-27.0
耐用消费品	1.0		3.0	-22.0	-13.0
非耐用消费品	-2.0		-3.0	15.0	-14.0
服务业	243.0		-72.0	40.0	-63.0
批发贸易	6.7		-4.2	-2.9	-1.6
零售贸易	-14.6		-55.9	-41.3	-3.5
交通运输和仓储	10.4		30.9	10.1	0.7
公用事业	1.5		2.7	2.2	1.4
信息	6.0		16.0	15.0	3.0
金融活动	-1.0		0.0	-5.0	-3.0
专业及商业服务	39.0		-16.0	16.0	-9.0
教育及健康服务	65.0		-20.0	-6.0	-15.0
休闲和酒店业	72.0		-18.0	14.0	-67.0
其他服务	11.0		6.0	-2.0	-10.0
政府	47.0		-13.0	40.0	41.0

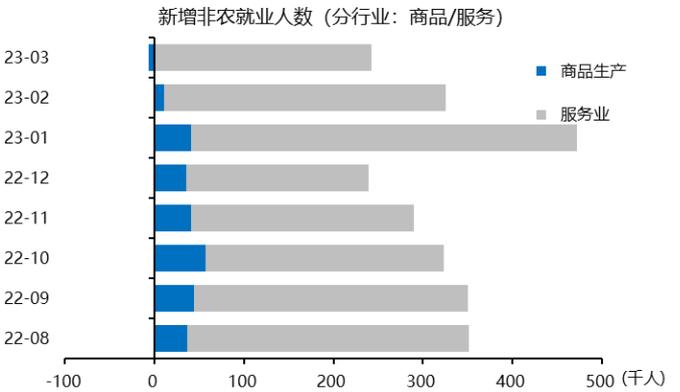
来源: BLS、WIND、国金证券研究所

图表87: 3月新增非农为2021年1月以来最小增幅



来源: BLS、Wind、国金证券研究所

图表88: 商品生产行业非农人数转为负增长



来源: BLS、Wind、国金证券研究所

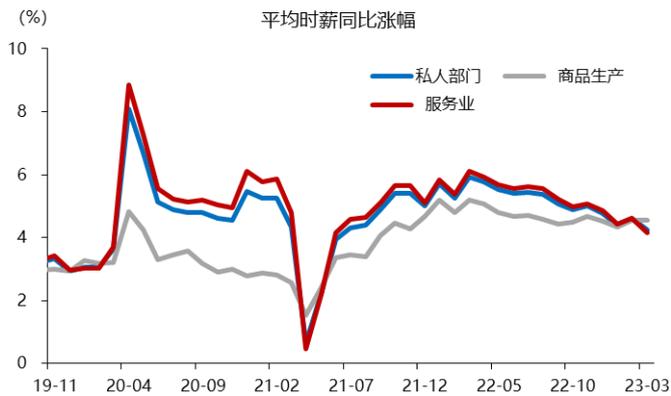
平均时薪增速小幅反弹, 但略低于预期。美国3月非农平均时薪同比4.2%, 预期4.3%, 前值4.6%, 5年分位46.6%, 10年分位73.7%。环比0.3%, 预期0.3%, 前值0.2%。分行业而言, 商品生产平均时薪同比4.6%, 前值4.4%; 服务业同比4.2%, 前值4.7%。

图表89: 美国3月平均时薪同比低于预期和前值

行业	平均时薪(同比, %)				平均时薪(环比, %)				
	23-03	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)	23-03	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)
非农									
私人部门	4.2	-0.37	-0.53	-0.83	0.3	0.3	0.1	-0.1	0.0
商品生产	4.6	0.01	0.04	0.12	0.5		0.3	0.1	0.1
自然资源和采矿业	4.7	0.11	1.31	0.98	0.2		-0.4	-0.3	-0.1
建筑业	5.4	-0.09	-0.44	-0.09	0.4		0.0	-0.1	0.0
制造业	3.9	-0.02	0.16	0.05	0.5		0.5	0.3	0.2
耐用消费品	3.7	-0.09	0.28	-0.21	0.6		0.6	0.7	0.2
非耐用消费品	4.1	0.24	0.00	0.61	0.4		0.5	-0.2	0.2
服务业	4.2	-0.47	-0.69	-1.06	0.2		0.0	-0.2	-0.1
批发贸易	4.2	-0.07	0.14	0.59	0.2		0.5	-0.3	0.1
零售贸易	4.1	-0.78	-0.34	-0.27	0.0		-1.1	0.1	-0.2
交通运输和仓储	3.7	-0.25	0.07	-1.96	0.1		-0.6	-0.1	-0.6
公用事业	5.5	-0.44	0.56	-0.21	0.9		0.5	0.3	-0.2
信息	5.5	0.21	-0.47	-2.24	0.0		-0.4	-0.5	-0.8
金融活动	3.9	-0.47	-0.25	-0.62	0.3		0.2	-0.4	-0.4
专业及商业服务	4.4	-0.32	-0.49	-0.79	0.5		0.3	0.1	0.3
教育及健康服务	3.9	-0.43	-0.81	-1.13	0.0		0.2	-0.3	0.1
休闲和酒店业	6.1	-0.65	-0.49	-1.50	0.8		0.7	-0.1	0.6
其他服务	3.1	-1.03	-0.35	-1.05	-0.9		-0.9	-0.8	-1.6

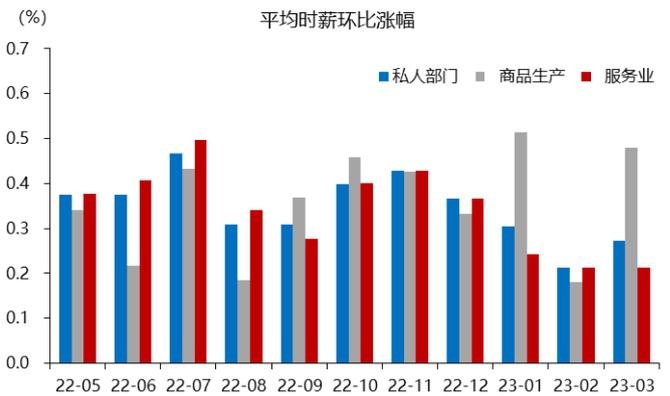
来源: BLS、WIND、国金证券研究所

图表90: 服务业平均时薪同比4.2%, 低于前值4.7%



来源: BLS、Wind、国金证券研究所

图表91: 商品生产时薪环比0.5%, 高于前值0.2%



来源: BLS、Wind、国金证券研究所

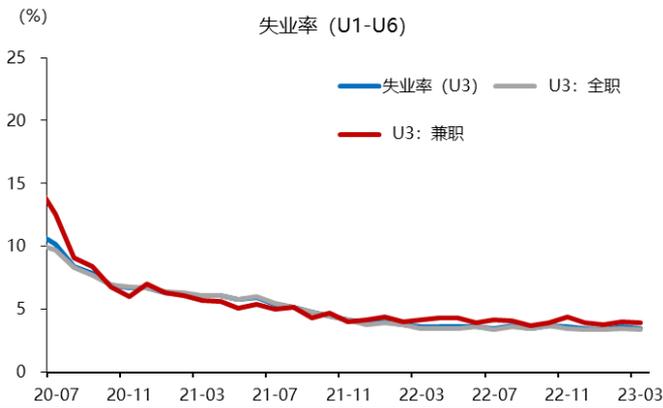
失业率降至 3.5%，劳动参与率上升至新冠疫情前的最高水平。美国 3 月失业率 3.5%，低于预期和前值的 3.6%。劳动参与率升至 62.6%，为 2020 年 4 月以来的最高水平，较 2019 年 12 月仍低 0.7 个百分点，5 年分位 58.3%，10 年分位 31.1%。就业率 60.4%，男性、女性就业率相比上月均有所回升。

图表92: 美国3月就业市场依然强劲

失业/就业																
指标	23-03	预期	环比变化(1个月)	环比变化(3个月)	环比变化(6个月)	5年分位数	10年分位数	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	
失业率(U3)	3.5	3.6	↓ -0.10	0.00	0.00	1.6	0.8	3.6	3.4	3.5	3.6	3.7	3.5	3.7	3.5	
U3: 全职	3.4		↓ -0.10	0.00	-0.10	0.0	0.0	3.5	3.4	3.4	3.5	3.7	3.5	3.6	3.4	
U3: 兼职	3.9		↓ -0.10	0.00	0.20	5.0	2.4	4.0	3.8	3.9	4.4	3.9	3.7	4.1	4.2	
U1	1.1		0.00	0.00	-0.10	0.0	0.0	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	
U2	1.8		0.10	0.20	0.30	45.0	22.1	1.7	1.5	1.6	1.7	1.6	1.5	1.6	1.6	
U4	3.7		-0.10	0.00	-0.10	1.6	0.8	3.8	3.6	3.7	3.9	3.9	3.8	3.9	3.7	
U5	4.2		-0.20	0.00	-0.20	0.0	0.0	4.4	4.2	4.2	4.5	4.5	4.4	4.5	4.4	
U6	6.7		-0.10	0.20	0.00	3.3	1.6	6.8	6.6	6.5	6.7	6.7	6.7	7.0	6.8	
劳动参与率	62.6	62.5	↑ 0.10	0.30	0.30	58.3	31.1	62.5	62.4	62.3	62.2	62.2	62.3	62.3	62.1	
男性	68.4		0.40	0.30	0.30	58.3	28.6	68.0	67.9	68.1	68.1	68.1	68.1	67.9	67.6	
女性	57.1		-0.10	0.30	0.30	61.6	63.9	57.2	57.0	56.8	56.5	56.7	56.8	57.1	56.9	
就业率	60.4		0.40	0.40	0.30	65.0	80.3	60.0	59.7	60.0	60.0	60.2	60.1	60.1	60.2	
男性	65.6		0.50	0.30	-0.10	51.6	56.5	65.1	64.7	65.3	65.5	65.8	65.7	65.6	66.0	
女性(美国)	55.3		0.10	0.40	0.50	81.6	90.9	55.2	54.8	54.9	54.7	54.8	54.8	54.8	54.7	

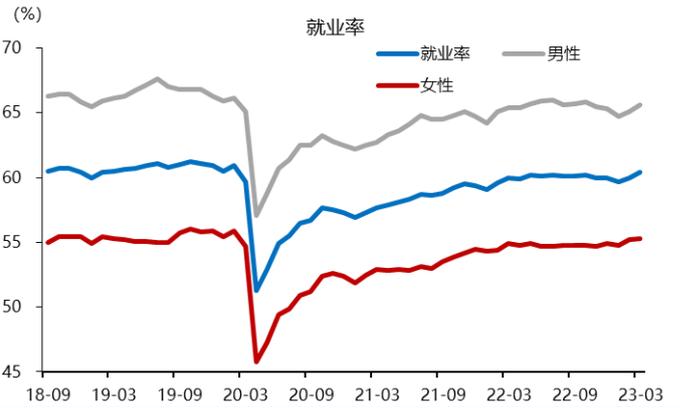
来源: BLS、WIND、国金证券研究所

图表93: 3月失业率降至3.5%



来源: BLS、Wind、国金证券研究所

图表94: 男性、女性就业率相比上月均有所回升



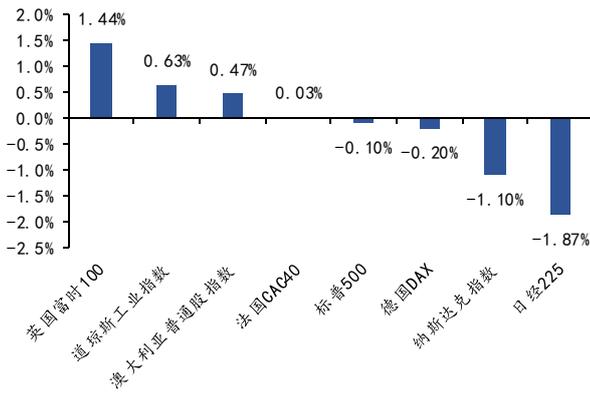
来源: BLS、Wind、国金证券研究所

三、大类资产高频跟踪 (2023/04/01-2023/04/08)

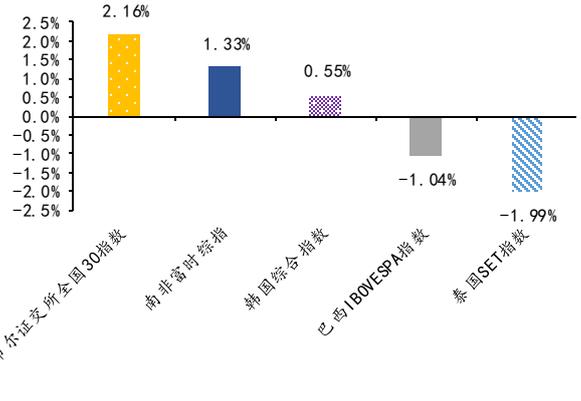
(一) 权益市场追踪: 全球资本市场普遍上涨

发达国家股指涨跌分化, 新兴市场股指涨跌分化。英国富时 100、道琼斯工业指数、澳大利亚普通股股指和法国 CAC40 分别上涨 1.44%、0.63%、0.47%和 0.03%; 日经 225、纳斯达克指数、德国 DAX 和标普 500 分别下跌 1.87%、1.10%、0.20%和 0.10%。伊斯坦布尔证交所全国 30 指数、南非富时综指和韩国综合指数分别上涨 2.16%、1.33%和 0.55%; 泰国 SET 指数和巴西 IBOVSPA 指数分别下跌 1.99%和 1.04%。

图表95: 当周, 发达国家股指涨跌分化



图表96: 当周, 新兴市场股指涨跌分化

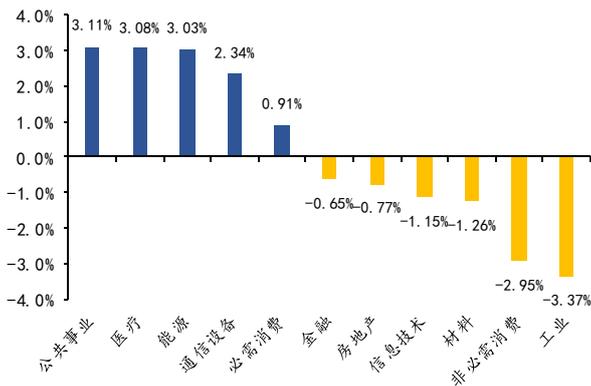


来源: Wind, 国金证券研究所

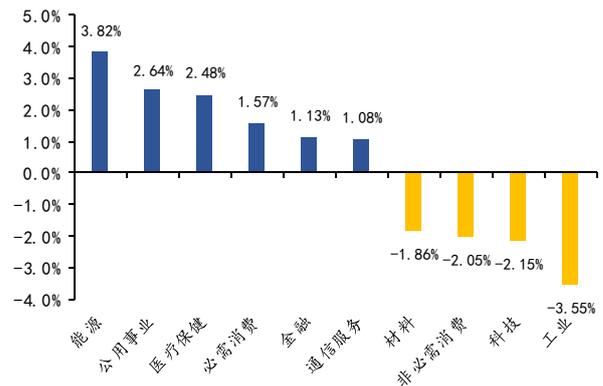
来源: Wind, 国金证券研究所

美国各行业涨跌分化, 欧元区各行业涨跌分化。从标普 500 的行业涨跌幅来看, 本周美股行业涨跌分化。其中公共事业、医疗和能源领涨, 分别上涨 3.11%、3.08%和 3.03%; 工业、非必需消费和材料领跌, 分别下跌 3.37%、2.95%和 1.26%。从欧元区行业来看, 本周欧元区行业涨跌分化。其中能源、公用事业和医疗保健领涨, 分别上涨 3.82%、2.64%和 2.48%。

图表97: 当周, 美股行业涨跌分化



图表98: 当周, 欧元区行业涨跌分化

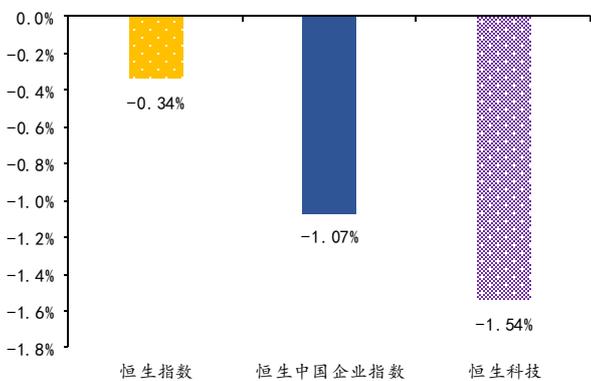


来源: Wind, 国金证券研究所

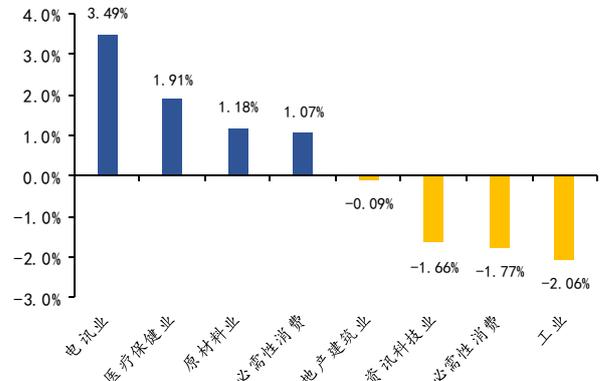
来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场全线下跌, 恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数分别下跌 1.54%、1.07%和 0.34%。行业方面, 恒生行业涨跌互现, 其中电讯业、医疗保健业、原材料业和必需性消费分别上涨 3.49%、1.91%、1.18%和 1.07%; 工业、非必需性消费、资讯科技业和地产建筑业分别下跌 2.06%、1.77%、1.66%和 0.09%。

图表99: 当周, 恒生指数全线下跌



图表100: 当周, 恒生行业涨跌互现



来源: Wind, 国金证券研究所

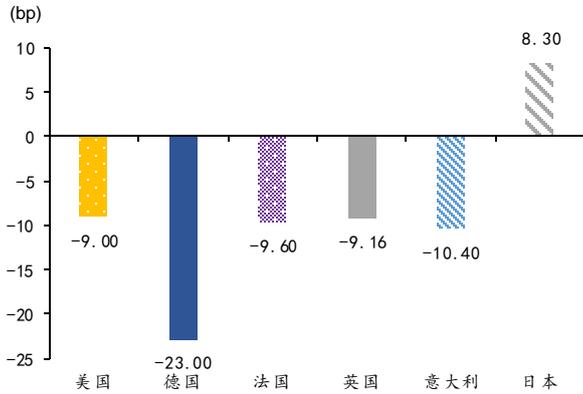
来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率多数下跌

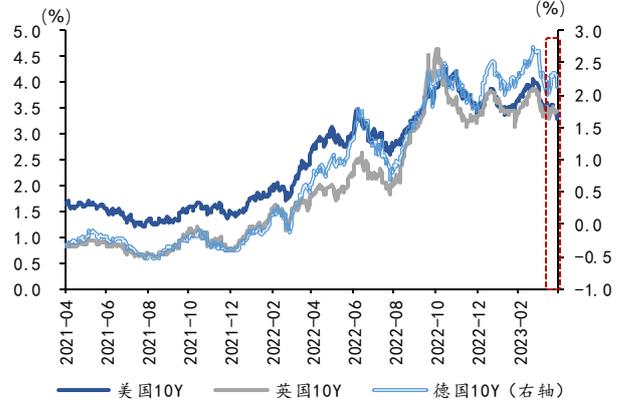
发达国家 10 年期国债收益率多数下跌。美国 10Y 国债收益率下行 9.00bp 至 3.39%, 德国

10Y 国债收益率下行 23.00bp 至 2.12%；意大利、法国和英国分别下行 10.40bp、9.60bp 和 9.16bp，仅日本上行 8.30bp。

图表101：当周，主要发达国家 10Y 国债收益率多数下跌 图表102：当周，美德英 10Y 收益率均下行



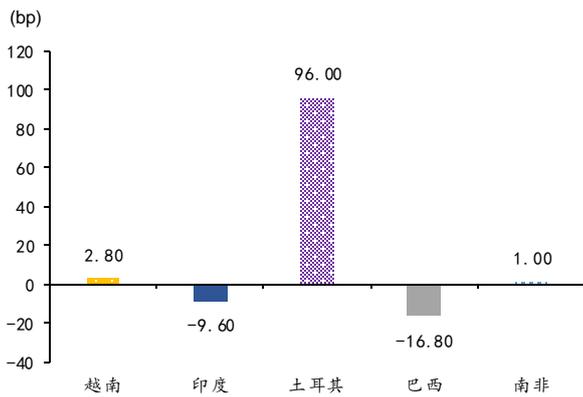
来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率涨跌不一。土耳其 10Y 国债收益率大幅上行 96.00bp 至 11.27%，巴西 10Y 国债收益率下行 16.80bp 至 12.65%。印度 10Y 国债收益率下行 9.6bp，南非和越南 10Y 国债收益率分别上行 1.00bp 和 2.80bp。

图表103：当周，主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌不一 图表104：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

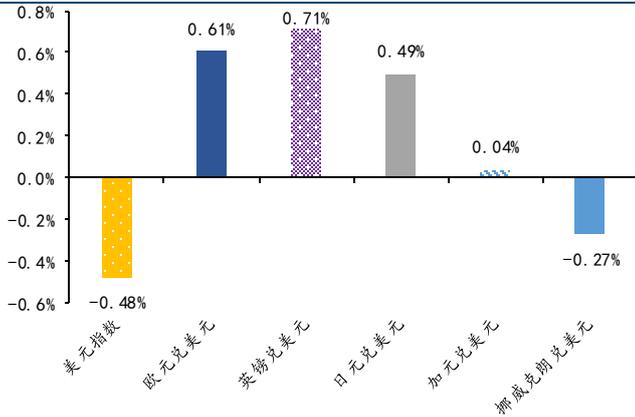


来源：Wind，国金证券研究所

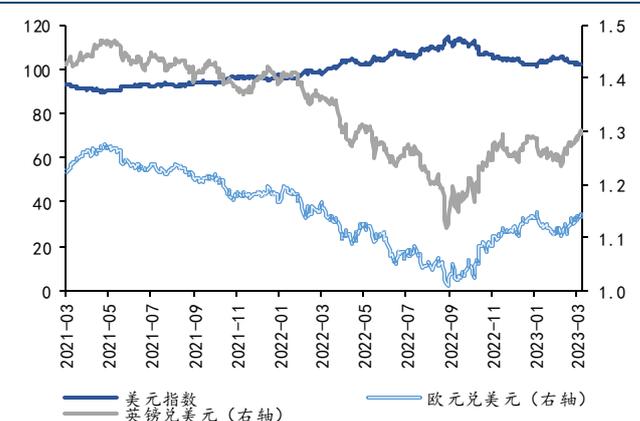
（三）外汇市场追踪：美元指数走弱，人民币兑美元升值、兑欧元和英镑均贬值

美元指数走弱，本周下跌 0.48%。英镑、欧元、日元和加元兑美元分别升值 0.71%、0.61%、0.49%和 0.04%，仅挪威克朗兑美元贬值 0.27%。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 0.15%和 0.12%，韩元、菲律宾比索和土耳其里拉兑美元分别贬值 0.75%、0.58%和 0.38%。

图表105：当周，美元指数下跌，仅挪威克朗兑美元贬值 图表106：当周，欧元、英镑兑美元均升值

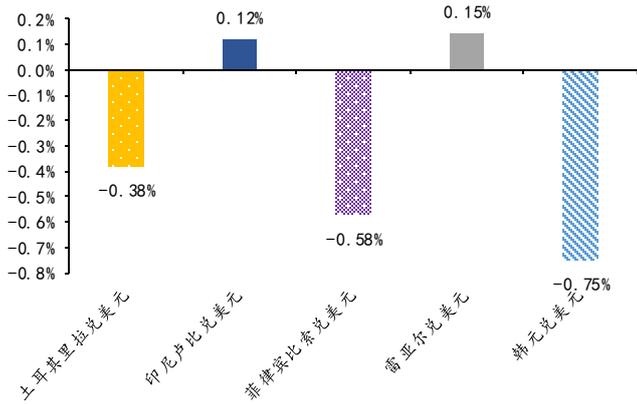


来源：Wind，国金证券研究所



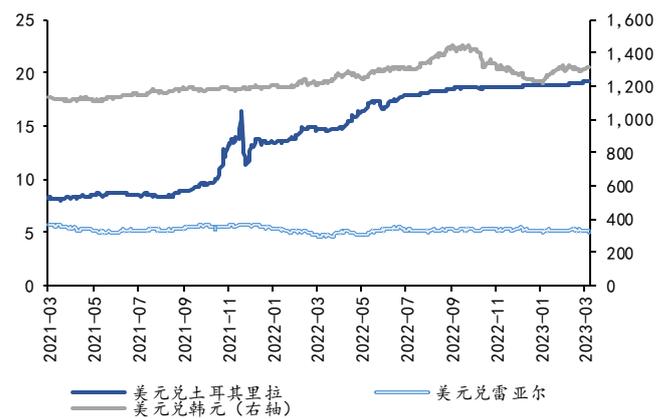
来源：Wind，国金证券研究所

图表107: 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

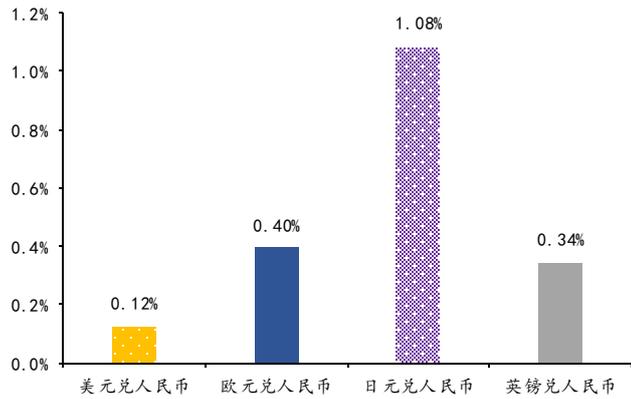
图表108: 土耳其里拉和韩元兑美元贬值, 雷亚尔升值



来源: Wind, 国金证券研究所

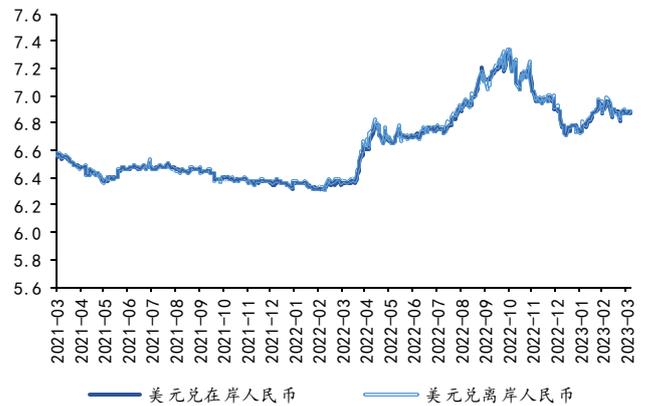
人民币兑美元贬值0.12%，兑日元、欧元和英镑分别贬值1.08%、0.40%和0.34%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行64bp至6.8770，美元兑离岸人民币汇率上行75bp至6.8821。由于中国3月制造业PMI低于前值以及欧日等国经济数据疲软、叠加石油减产导致美国通胀和加息预期升温，人民币短期内贬值压力较大。

图表109: 当周, 美元、日元、英镑和欧元兑人民币升值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表110: 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: 原油和贵金属价格上涨, 有色下跌, 黑色和农产品涨跌不一

原油和贵金属价格上涨, 有色下跌, 黑色和农产品涨跌不一。其中, 涨幅最大的是布伦特原油、WTI原油和焦煤, 分别上涨6.71%、6.65%和4.76%; 跌幅最大的是螺纹钢、铁矿石和LME锌, 分别下跌3.72%、3.63%和3.15%。其中, 受到OPEC+多国宣布自愿减产共计166万桶/日以及受美元走弱影响, 原油价格持续上涨。

图表111: 当周, 商品价格走势涨跌分化

类别	品种	2023-04-07	2023-03-31	2023-03-24	2023-03-17	2023-03-10
原油	WTI原油	6.65%	9.25%	3.78%	-12.96%	-3.77%
	布伦特原油	6.71%	6.37%	2.77%	-11.85%	-3.55%
贵金属	COMEX黄金	2.01%	-0.79%	0.02%	6.24%	0.78%
	COMEX银	3.58%	4.77%	4.53%	10.16%	-5.61%
有色	LME铜	-1.09%	0.03%	3.60%	-1.71%	-2.32%
	LME铝	-1.47%	2.72%	1.45%	-0.78%	-4.41%
	LME镍	-2.81%	0.78%	-1.89%	2.79%	-7.01%
	LME锌	-3.15%	0.03%	-0.65%	-0.67%	-4.68%
黑色	动力煤	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	焦煤	4.76%	-0.51%	2.63%	-32.94%	0.00%
	沥青	2.85%	1.96%	-1.27%	-7.84%	0.98%
	铁矿石	-3.63%	5.77%	-4.66%	-0.31%	0.31%
	螺纹钢	-3.72%	0.61%	-3.81%	-6.65%	3.76%
农产品	生猪	-0.73%	9.24%	0.00%	0.00%	-2.75%
	棉花	2.48%	3.09%	-0.04%	-2.66%	-2.79%
	豆粕	1.45%	0.11%	-5.24%	-5.99%	-0.38%
	豆油	1.67%	3.70%	-4.08%	-12.00%	-1.50%

来源: Wind, 国金证券研究所

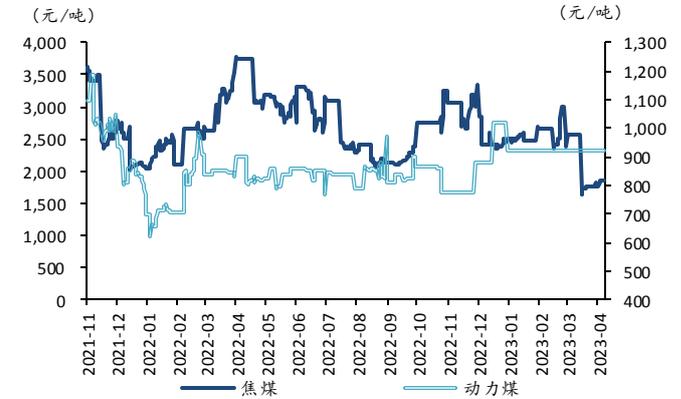
原油价格均上涨, 黑色价格悉数下跌。WTI 原油价格上涨 6.65%至 80.70 美元/桶, 布伦特原油价格上涨 6.71%至 85.12 元/桶。动力煤价格持平在 921 元/吨, 焦煤价格上涨 4.76%至 1850 元/吨。螺纹钢和铁矿石价格分别下跌 3.72%和 3.63%至 3962 元/吨和 928 元/吨, 沥青价格上涨 2.85%至 3747 元/吨。

图表112: WTI 原油、布伦特原油价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

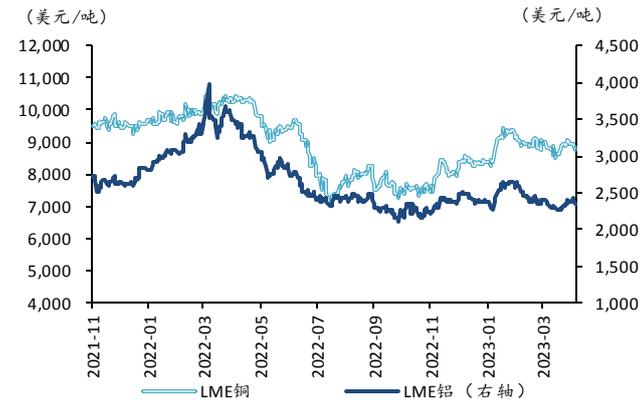
图表113: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

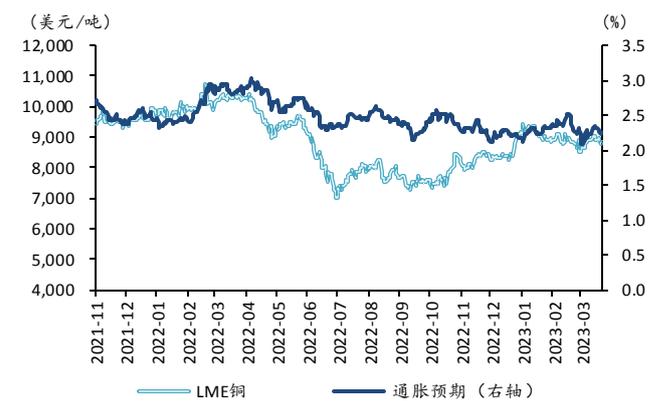
铜铝价格均下跌, 贵金属价格均上涨。LME 铝和 LME 铜分别下跌 1.47%和 1.09%至 2340 美元/吨和 8836 美元/吨; 通胀预期从前值的 2.32%下降至 2.25%。COMEX 黄金上涨 2.01%至 2009.40 美元/盎司, COMEX 银上涨 3.58%至 25.03 美元/盎司; 10Y 美债实际收益率较前值下跌 2bp 至 1.14%。

图表114: 当周, 铜铝价格均下跌



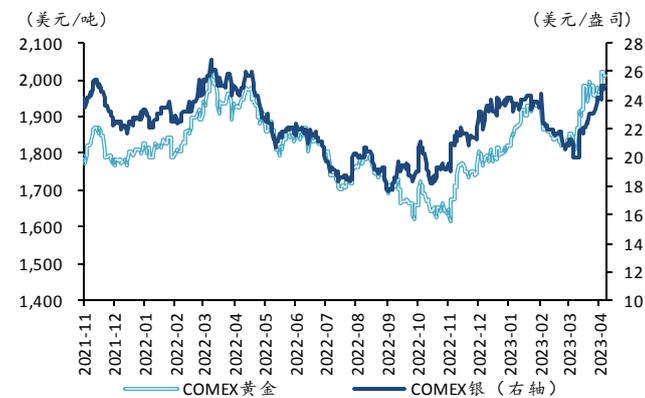
来源: Wind, 国金证券研究所

图表115: 当周, 通胀预期降温



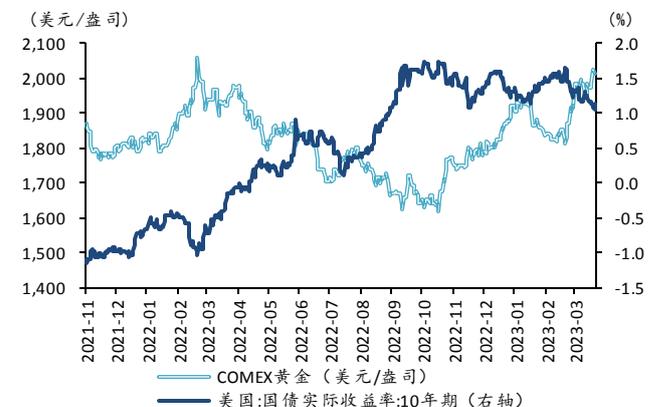
来源: Wind, 国金证券研究所

图表116: 当周, 黄金和白银价格均上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表117: 当周, 10Y 美债实际收益率下行



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