

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

欧洲经济修复的持续性面临挑战

年初以来，欧洲经济持续修复，服务业韧性超预期，欧洲斯托克指数创新高，欧元汇率明显回升，“瑞信事件”的冲击很快平息，在货币紧缩和通胀“两座大山”的压力下，欧洲经济持续修复的动力是什么，是否已经摆脱衰退阴影？

热点思考：欧洲经济修复的持续性面临挑战

2022年底以来，欧洲经济整体修复超预期，但结构仍不平衡。欧元区GDP仍处在正增长区间，服务业韧性超预期，劳动力市场依然“紧张”，失业率维持在历史低位，瑞信银行的冲击很快地被市场消化，欧洲斯托克指数、欧元汇率均明显上涨，但欧元区不同部门仍明显分化，工业生产领域表现更差，制造业明显弱于服务业。

本轮欧元区经济的修复源自能源补贴、财政扩张、暖冬及周期错位的综合作用。为应对能源冲击，欧洲政府采取了广泛的应对措施，总量约为8000亿欧元。德、法核心国去年下半年杠杆率增速仍在上涨。欧洲财政补贴、支出强度均处于历史高位。在暖冬的作用下，欧洲能源需求得以降低，出行服务业出现改善。

展望未来，欧洲货币、财政、信用均承压，欧元区仍未摆脱衰退阴影。银行业冲击后，欧洲信贷与经济下行压力将更大。欧元区货币政策面临更艰难的跨期选择，财政政策在未来两年将延续收敛基调。银行业冲击可能向下拉动欧元区全年GDP增速0.5个百分点至0.3%。欧洲经济的“衰退”迟到了，但可能不会缺席。

海外基本面&重要事件：美国3月消费增速、通胀增速超预期回落

美国3月CPI增速回落超预期。美国3月CPI同比5.0%，低于预期5.2%，前值6.0%，连续第9个月回落。亚特兰大联储粘性CPI(Sticky CPI)从2月的6.7%下降至3月的6.6%，除租房外的粘性CPI已持续6个月回落。下半年，随着住房通胀拐点的显现，经济衰退和金融风险或取代通胀而成为美联储政策转向的主要矛盾。

美国3月消费增速回落超预期。美国3月零售和食品服务销售额同比2.9%，前值5.9%；环比-1%，前值-0.2%，预期-0.4%。主要分项中，同比增速均放缓，家电、加油站消费回幅度较大，食品服务和酒吧同比增速仍处于高位。美国消费者信心3月回落幅度较大，个人可支配收入增速2月同样回落。

全球高频数据显示美国商品消费回落，全球出行情况季节性回落。美国新增职位数回落，初请失业增加；欧美通胀回落，能源价格上涨；全球航班流量季节性回落，美国国内地铁客运量增加；美国抵押贷款购买指数回升；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年期国债利率普遍上行，美元走弱，商品涨跌不一

全球主要股票指数普遍上涨，日股领涨。日经225、法国CAC40、澳大利亚普通股股指、英国富时100、德国DAX、道琼斯工业指数、标普500和纳斯达克指数分别上涨3.5%、2.7%、2.1%、1.7%、1.3%、1.2%、0.8%和0.3%。

发达国家10年期国债收益率全线上行。美国10Y国债收益率上行13.00bp至3.53%，德国10Y国债收益率上行25.00bp至2.37%；意大利、法国、英国和日本分别上行26.70bp、22.80bp、11.95bp和0.30bp。

美元指数走弱，欧元兑美元升值，人民币升值。挪威克朗、加元和欧元兑美元分别升值1.19%、1.08%和0.80%，日元和英镑兑美元分别贬值1.22%和0.02%。在岸、离岸人民币兑美元分别升值0.13%、0.15%至6.8680、6.8720。

大宗商品价格涨跌分化，原油和有色价格上涨，贵金属、黑色和农产品涨跌分化。受低库存、硫酸镍转产电积镍、俄镍现货偏紧影响，伦镍五周连涨；但镍价逻辑渐从供给结构性矛盾向过剩转变，本轮阶段性调整或已基本到位。

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、欧洲经济修复的持续性面临挑战.....	6
(一) 欧经济修复总量超预期，但结构不平衡.....	6
(二) 经济修复源自能源补贴、财政扩张、暖冬的综合作用.....	7
(三) 展望：银行业冲击后，欧洲信贷与经济下行压力将更大.....	9
二、海外基本面&重要事件.....	11
(一) 美国 3 月 CPI：超预期回落，衰退担忧升温.....	11
(二) 流动性：流动性冲击缓和，信用利差降低.....	16
(三) 景气与领先：美国、欧洲、日本经济边际走弱.....	18
(四) 生产与就业：美国新增职位数回落，初请失业增加.....	19
(五) 消费与出行：美国商品消费回落、欧美出行季节性回落.....	21
(六) 通胀与能源：欧美通胀回落，能源价格上涨.....	23
(七) 地产：美国抵押贷款建造指数回升.....	24
(八) 库存：美国商业原油库存回落.....	25
(九) 供应链与贸易：BDI 指数小幅回落.....	27
三、大类资产高频跟踪（2023/04/08-2023/04/15）.....	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 年期国债收益率全线上涨.....	29
(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：原油和有色价格均上涨，贵金属、黑色和农产品涨跌不一.....	30
风险提示.....	32

图表目录

图表 1：欧洲失业率处于低位.....	6
图表 2：欧洲综合 PMI 回升.....	6
图表 3：欧元区金融系统性压力上涨后回落.....	6
图表 4：欧洲大型银行 CDS 变动不大，瑞信急涨急跌.....	6
图表 5：欧洲工业生产的修复情况不佳.....	7
图表 6：欧洲采矿、电力天然气的工业生产修复缓慢.....	7
图表 7：欧洲经济的修复不平衡，工业生产、地产等领域较差.....	7
图表 8：欧洲在去年采暖季前采取了广发的能源补贴政策.....	8
图表 9：欧洲补贴与福利支出仍高于疫情前.....	8
图表 10：俄乌冲突后，欧元区杠杆率增速重新扩大.....	8
图表 11：欧洲 2022 年冬季气温略高于往年.....	9
图表 12：欧洲航班执行量年初以来明显改善.....	9
图表 13：欧洲 2022 年天然气消耗量降低.....	9
图表 14：欧洲去年 12 月旅客入境明显回升.....	9
图表 15：欧洲的最后一轮疫情出现在去年 12 月.....	9

图表 16: 欧洲制造业周期领先服务业周期	9
图表 17: ECB 再融资计划规模快速收缩	10
图表 18: 欧洲通胀粘性仍会制约货币政策	10
图表 19: 欧元区政府支出未来两年将收敛	10
图表 20: 欧元区政府杠杆预计将回落	10
图表 21: 欧元区存款增速下降	11
图表 22: 欧洲信贷周期回落	11
图表 23: 银行业冲击可能使欧洲 GDP 回落-0.5%	11
图表 24: 欧洲制造业周期领先服务业	11
图表 25: 整体 CPI 超预期回落, 但核心 CPI 走高, 粘性通胀似乎见顶回落	12
图表 26: 美国 3 月 CPI 同比、环比及其结构	12
图表 27: 能源商品拉动商品 CPI 同比下降 1.4 个点	13
图表 28: 核心商品通胀有所回升	13
图表 29: 服务 CPI 继续回落	13
图表 30: 住房租金仍是 3 月通胀的最大贡献者	13
图表 31: 能源商品同比大幅下降对缓和通胀起到了一定的作用	14
图表 32: 美国 CPI 通胀的结构: 扩散指数 (同比)	14
图表 33: 美国 CPI 通胀的结构: 扩散指数 (6M 环比)	14
图表 34: 美联储降息的时点和条件	15
图表 35: 历史上 12 次降息周期的比较	16
图表 36: 美国金融条件处于宽松区间, 但边际收紧	16
图表 37: OFR 金融压力指数回落	16
图表 38: 美国企业债信用利差本周有所降低	17
图表 39: 美国 TED 利差本周有所收窄	17
图表 40: 美国 SOFR99% 升至 4.9%, SOFR 升至 4.8%	17
图表 41: 美国 SOFR 成交量继续扩大	17
图表 42: 美联储正回购协议及其他贷款使用量减少	17
图表 43: 美联储资产负债表规模下降	17
图表 44: 美国 FRA-OIS 利差缩小	18
图表 45: 欧元、日元基差回升	18
图表 46: 全球主要国家政策利率上限, 美国 4.75%, 欧元区 3%	18
图表 47: 美国、欧洲、日本经济边际走弱	18
图表 48: 本周中国经济意外指数上升	18
图表 49: 全球主要国家制造业 PMI。3 月发达国家制造业 PMI 普遍回落	19
图表 50: 全球服务业 PMI。欧洲服务业好于美国	19
图表 51: 上周纽约联储 WEI 指数 1.2%, 前值 1.6%	20
图表 52: 欧元区周度 GDP 跟踪 2.8%, 前值 3.1%	20
图表 53: 上周美国粗钢产量 168 万短吨, 前值 166 万	20
图表 54: 上周美国粗钢产能利用率 74%, 前值 74%	20
图表 55: 美国 4 月 8 日当周初请失业人数 23.9 万	20
图表 56: 持有失业保险人群的失业率 1.2%	20

图表 57: 美国新增职位发布数量回落	21
图表 58: 美国制造、餐饮、服务业活跃职位数均回落	21
图表 59: 美国红皮书零售增速 1.5%，前值 3.7%	21
图表 60: 美国红皮书零售增速弱于季节性	21
图表 61: 美国旅行社休闲类购票量修复较好	21
图表 62: 美国旅行社购票量、销售量回落	21
图表 63: 欧洲航班飞行次数季节性回落	22
图表 64: 本周，美国主要城市机场乘客流量回落	22
图表 65: 纽约地铁载客量延续回升	22
图表 66: 美国 TSA 安检人数好于 2019 年	22
图表 67: 4 月美国消费者信心回升	22
图表 68: 美国 3 月零售同、环比均回落	22
图表 69: 美国零售增速同比全面回落	23
图表 70: 美国零售增速环比多数回落	23
图表 71: 全球主要国家 CPI 热力图, 美国、德国、法国、意大利 3 月 CPI 均回落	23
图表 72: 本周原油价格上涨	24
图表 73: 上周美国汽油价格上涨	24
图表 74: 本周天然气价格上涨	24
图表 75: 本周 10 年盈亏平衡通胀率回升	24
图表 76: 克利夫兰联储预测美国 CPI 回落至 5.1%	24
图表 77: 克利夫兰预测核心 CPI 回升至 5.6%	24
图表 78: 美国 MBA 抵押贷款指数上周回升	25
图表 79: 上周 REALTOR 房屋挂牌价增速回落	25
图表 80: 本周美 30 年贷款利率降至 6.3%，十债 3.5%	25
图表 81: 美国抵押贷款购买指数领先住房销售	25
图表 82: 上周美国原油库存上升 60 万桶	25
图表 83: 上周美国战略原油储备减少 160 万桶	25
图表 84: 美国原油库存低于 2020 年同期	26
图表 85: 美国天然气库存处于同期较高位置	26
图表 86: 美国零售业库存分位数。汽车库存增速较高，食品饮料库存分位较高	26
图表 87: 美国制造业库存分位数。服装、皮革库存增速较高，分位数较高	26
图表 88: 本周 BDI 指数小幅上升	27
图表 89: 本周 CCFI 海运价格延续回落	27
图表 90: 美国港口等待泊位集装箱船只数量减少	27
图表 91: 原油运输、成品油运输指数回落	27
图表 92: 当周，发达国家股指全线上涨	28
图表 93: 当周，新兴市场股指全线上涨	28
图表 94: 当周，美股行业多数上涨	28
图表 95: 当周，欧元区行业多数上涨	28
图表 96: 当周，恒生指数涨跌分化	28
图表 97: 当周，恒生行业普遍上涨	28

图表 98: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率全线上涨.....	29
图表 99: 当周, 美德英 10Y 收益率均上行.....	29
图表 100: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌不一.....	29
图表 101: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率分别上行、下行.....	29
图表 102: 当周, 美元指数下跌, 仅挪威克朗兑美元贬值.....	30
图表 103: 当周, 欧元、英镑兑美元分别升值、贬值.....	30
图表 104: 当周, 主要新兴市场兑美元涨跌分化.....	30
图表 105: 土耳其里拉兑美元贬值, 雷亚尔和韩元升值.....	30
图表 106: 当周, 美元兑人民币贬值, 英镑和欧元升值.....	30
图表 107: 当周, 人民币兑美元升值.....	30
图表 108: 当周, 商品价格走势涨跌分化.....	31
图表 109: WTI 原油、布伦特原油价格上涨.....	31
图表 110: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格下跌.....	31
图表 111: 当周, 铜铝价格均上涨.....	32
图表 112: 当周, 通胀预期升温.....	32
图表 113: 当周, 黄金、白银价格分别下跌、上涨.....	32
图表 114: 当周, 10Y 美债实际收益率上行.....	32

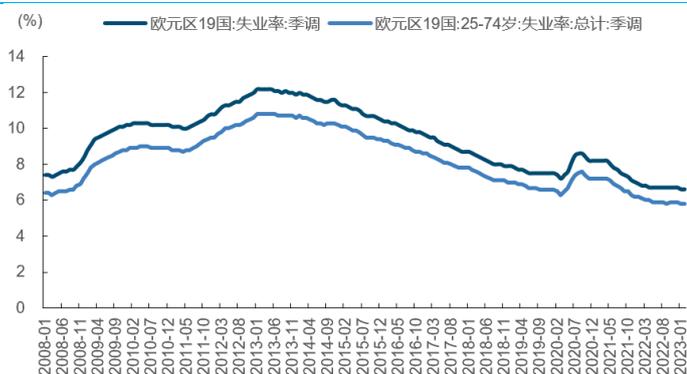
年初以来，欧洲经济持续运行在高景气区间，服务业连续改善，欧洲斯托克创新高，欧元汇率明显回升，瑞信冲击也很快地被市场消化，在货币紧缩和通胀“两座大山”的压力下，欧洲改善的驱动力是什么，已经摆脱衰退阴影了吗？

一、欧洲经济修复的持续性面临挑战

（一）欧经济修复总量超预期，但结构不平衡

今年以来，欧洲经济表现超出市场预期。主要特征和表现有以下几点：一是欧元区 GDP 至今仍保持正增长，去年四季度欧元区 GDP 增速 1.5%，德国 0.3%，法国 0.2%，西班牙 3.3%、意大利 1.1%，边缘国更好；二是开年以来欧洲服务业普遍改善，截至 3 月，欧元区服务业 PMI 升至 55，连续四个月回升，法国服务业 PMI 升至 54、德国回升至 54，服务业消费改善明显，欧洲入座用餐人数明显上升；三是服务业带动下，欧洲综合 PMI 回升至荣枯线以上；四是欧洲劳动力市场依旧存在韧性，欧洲失业率维持在低位，2 月降至 6.6%；五是欧元区经济的连续改善是在货币紧缩与通胀压力的环境下实现的。

图表1：欧洲失业率处于低位



来源：WIND、国金证券研究所

图表2：欧洲综合 PMI 回升



来源：Wind、国金证券研究所

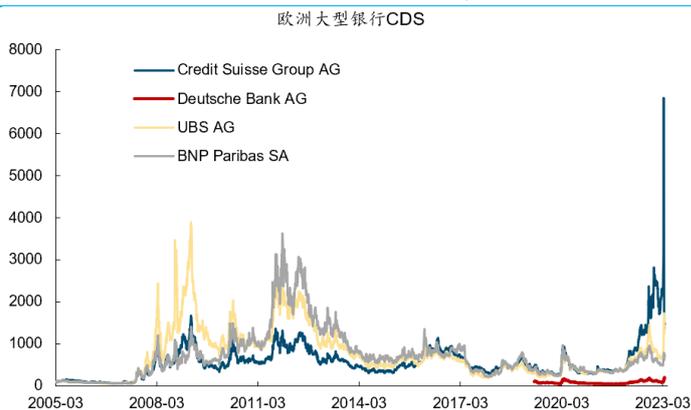
经济的改善也体现在金融市场当中，瑞士信贷的冲击较快地被市场消化。3 月瑞信事件引发欧洲银行股普遍下跌，欧元区系统性压力指标 (CISS) 上升后回落，与欧债危机与金融危机时期相比仍有距离。德国银行、巴黎银行等欧洲大型银行的 CDS 上升幅度有限，瑞信银行 CDS 急涨急落。欧洲斯托克上涨突破前高，欧洲各国 10 年国债收益率自去年 10 月开始回升、欧元区汇率从去年 10 月的跌破平价回升至 1.1。

图表3：欧元区金融系统性压力上涨后回落



来源：Wind、国金证券研究所

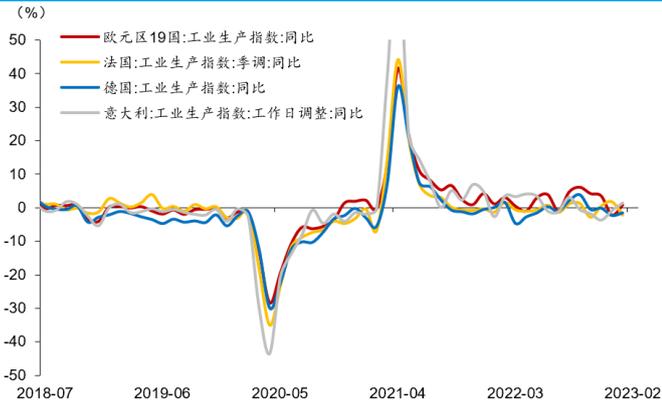
图表4：欧洲大型银行 CDS 变动不大，瑞信急涨急跌



来源：Wind、国金证券研究所

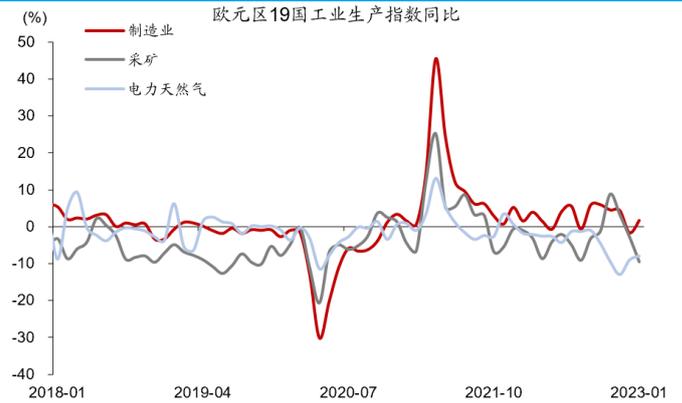
但另一方面，欧洲经济基本面的修复并不均衡。欧元区不同部门明显分化，工业生产领域表现更差，制造业明显弱于服务业。近 3 个月的欧元区、德国制造业 PMI 均回落，欧元区 3 月制造业 PMI 录得 47，德国 45，均低于前值。法国 47，已连续两个月低于 50。欧元区 19 国的工业生产指数仍处于下滑状态，采矿、能源生产负增长，1 月份制造业生产增速 1.8%，低于去年下半年的 4%-6% 增速区间。法国、德国的工业生产增速均未回正，1 月份分别为 -2% 和 -1.5%。

图表5: 欧洲工业生产的修复情况不佳



来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 欧洲采矿、电力天然气的工业生产修复缓慢



来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 欧洲经济的修复不平衡, 工业生产、地产等领域较差

		单位	环比变动	23-04	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		
生产	GDP:不变价	当季同比	↓	-1.0				1.5			2.5			4.4			5.7			4.7		
	工业生产指数	同比	↑	1.1			2.0	0.9	-2.1	3.6	4.2	6.1	4.8	-0.8	4.0	3.0	-0.9	0.4	3.1	1.3	4.2	
	制造业产能利用率	%	↓	-0.9			80.9			81.4			82.3		82.5		82.4			82.7		
消费	零售销售指数	同比	↓	-1.2			-3.0	-1.8	-2.8	-2.4	-2.6	0.1	-1.2	-0.6	-2.7	1.1	5.1	2.3	5.9	9.4	2.5	
	消费者信心指数	季调	↓	-0.1			-19.2	-19.1	-20.7	-22.0	-23.7	-27.4	-28.7	-25.0	-27.2	-24.0	-21.5	-22.4	-22.0	-9.5	-9.5	
就业	就业总人数	季调环比	→	0.0					0.3						0.4				0.6		0.5	
	失业率	季调同比	→	0.0			6.6	6.6	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.8	6.8	6.9	7.0
通胀	HICP	同比	↓	-1.6			6.9	8.5	8.6	9.2	10.1	10.6	9.9	9.1	8.9	8.6	8.1	7.4	7.4	5.9	5.1	
	核心HICP(核心CPI)	同比	↑	0.1			5.7	5.6	5.3	5.2	5.0	5.0	4.8	4.3	4.0	3.7	3.8	3.5	3.0	2.7	2.3	
	PPI	同比	↓	-1.9			13.2	15.1	24.5	26.9	30.4	41.8	43.4	38.0	36.1	36.1	37.2	36.9	31.5	30.7	26.4	
外贸	进口	同比	↑	0.8			9.7	8.9	20.8	31.3	45.3	53.9	43.7	44.3	52.8	40.4	37.2	39.6	46.6	39.2		
	出口	同比	↑	2.0			11.0	9.0	17.5	18.1	23.8	24.0	12.9	19.9	28.2	12.8	14.5	17.4	20.0	14.1		
地产	房价指数	同比	↓	-3.7				2.9				6.6			9.2				9.8		9.5	
	房价指数	环比	↓	-2.5					-1.7			0.8			2.2				1.6		1.9	
	营建产出	同比	↑	1.5			0.9	-0.6	1.4	0.7	0.3	1.6	1.2	1.6	2.9	3.5	4.3	9.3	4.1	-0.4		
货币	M2	同比	↓	-0.9			2.1	3.0	3.9	4.6	5.0	6.2	6.2	5.9	6.0	6.0	6.5	6.6	6.6	6.6	7.0	
	M1	同比	↓	-1.8			-2.6	-0.8	0.8	2.3	3.5	5.6	6.7	6.8	7.2	7.9	8.5	8.9	8.9	8.9	9.8	
景气	制造业PMI	/	↓	-1.2			47.3	48.5	48.8	47.8	47.1	46.4	48.4	49.6	49.8	52.1	54.6	55.5	56.5	58.2	58.7	58.0
	服务业PMI	/	↑	2.3			55.0	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8	51.2	53.0	56.1	57.7	55.6	55.5	51.1	53.1
	Sentix投资信心指数	/	↑	2.4			-8.7	-11.1	-8.0	-17.5	-21.0	-30.9	-38.3	-31.8	-25.2	-26.4	-15.8	-22.6	-18.0	-7.0	16.6	14.9

来源: WIND、国金证券研究所

(二) 经济修复源自能源补贴、财政扩张、暖冬的综合作用

欧洲经济本轮的修复是内外因共同的作用。首先在政策层面, 为应对能源冲击, 欧洲政府在进入采暖季前, 采取了广泛的应对政策措施, 总量约为 8000 亿欧元, 包括: 1) 直接针对家庭的能源补贴, 如德国政府向纳税人直接发放一次性 300 欧元的补贴; 2) 能源限价, 如英国政府规定, 2022 年 10 月起, 未来 6 个月内保持批发天然气和电力价格不变。3) 强制及鼓励减少能源使用, 如欧盟理事会要求欧盟成员国高峰期用电量应强制减少 5% 并保持至 2023 年 3 月; 4) 对能源企业征税, 欧盟委员会向石油、天然气、煤炭、炼油企业 2022 年的超额利润收取互助税, 互助税率至少为 33%, 转移补贴至居民。

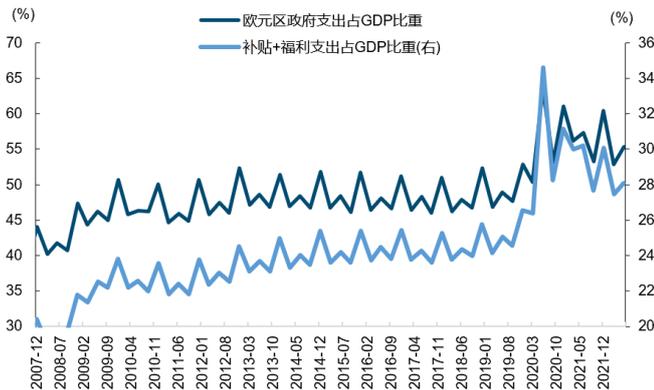
图表8：欧洲在去年采暖季前采取了广发的能源补贴政策

时间	发布主体	主题	总金额	主要内容
2022年9月	欧洲理事会	限制能源使用；能源补贴	-	1. 各国自愿减少10%的用电量，具体内容各国自行决定。 2. 欧盟成员国高峰期用电量应强制减少5%并保持至2023年3月。 3. 向石油、天然气、煤炭、炼油企业在2022年的超额利润收取互助税，欧盟整体互助税率应至少为33%。 4. 将利用可再生能源、核能及褐煤发电的电力公司（包括中间商）的利润限制在180欧元/兆瓦。由成员国收取额外利润后支持消费者。
2022年9月	德国	限制电价；补贴家庭	2000亿欧元	1. 投入2000亿欧元应对能源问题，包括设置家庭和企业天然气价格上限，直至2024年3月 2. 向家庭提供一次性能源补贴，所有纳收入税的上班族都可以获得300欧元的补贴，有小孩的家庭还会额外获得100欧元（每个小孩）的补贴。低收入、失业人群、大学生也有100至200欧元不等的能源补贴。
2022年7月	意大利	低收入家庭补贴	660亿欧元	意大利政府为低收入人群（年收入3.5万欧元以下）提供200欧元的一次性能源补贴，并为企业减税25%到40%不等。
2022年1月	法国	限制电价；能源支票	-	年内控制电价上涨额度不超过4%，并把天然气价格冻结在2021年10月水平； 特殊能源支票，2022年年底将向1200万户家庭提供，额度为100或200欧元。
2022年10月	英国	电费减免，限制电价	-	能源账单减免，2022年10月和11月减少66英镑，2023年12月至2023年3月期间每月减少67英镑，总额400英镑。 2022年10月起，未来6个月内保持批发天然气和电力价格不变。

来源：WIND、国金证券研究所

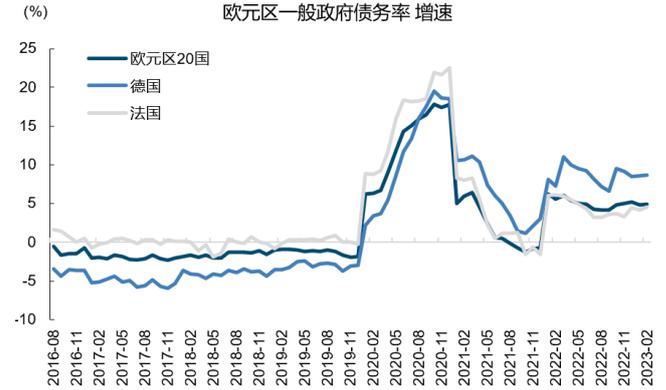
其次，财政层面，欧洲政府去年下半年债务增速仍在上涨，财政补贴、支出强度均处于高位。俄乌冲突后，欧元区政府杠杆率增速重新扩大，由接近零的增速扩大至5到6%，德国增至10%以上，且德国、法国的杠杆率增速在去年下半年仍继续上涨；去年，欧元区政府支出占GDP比重、政府补贴与福利支出占GDP比重处于近10年来的高位，二季度后两者均反弹上涨。

图表9：欧洲补贴与福利支出仍高于疫情前



来源：WIND、国金证券研究所

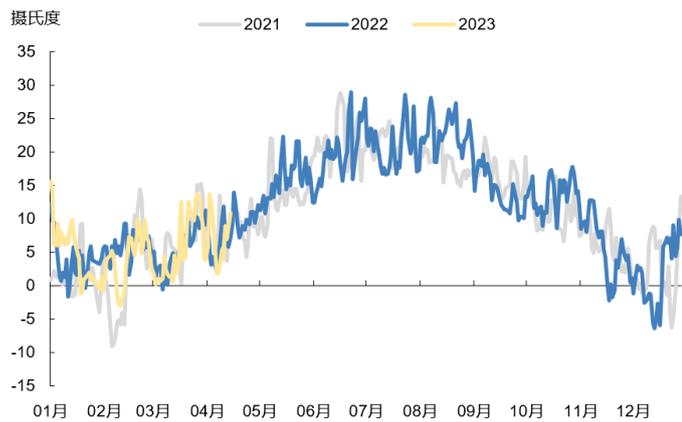
图表10：俄乌冲突后，欧元区杠杆率增速重新扩大



来源：Wind、国金证券研究所

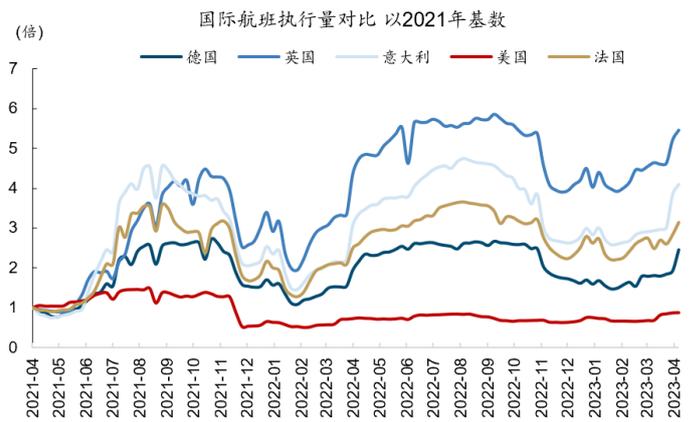
再次，暖冬的影响下，欧洲能源需求降低，出行需求改善。欧洲2022年冬季平均气温高于往年平均，去年12月至今年2月的平均气温比1991年至2020年同期高1.4摄氏度，12月和1月气温偏高更加明显。暖冬作用体现在：1) 在暖冬以及财政政策的综合影响下，欧洲能源的使用量降低，欧盟委员会估计冬季天然气能源需求减少了15%，天然气库存得到抬升；2) 气温回升改善了欧洲地区的出行情况，欧洲境内的航班出行好转，国际入境情况同样改善。欧洲往年12月份入境人数环比变化均为负增长，但去年12月罕见的出现环比正增长约200万人；3) 外出消费情况得以改善，外出用餐人数回升。

图表11：欧洲2022年冬季气温略高于往年



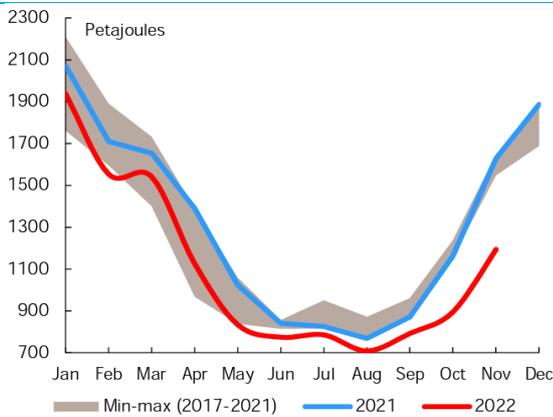
来源：WIND、国金证券研究所

图表12：欧洲航班执行量年初以来明显改善



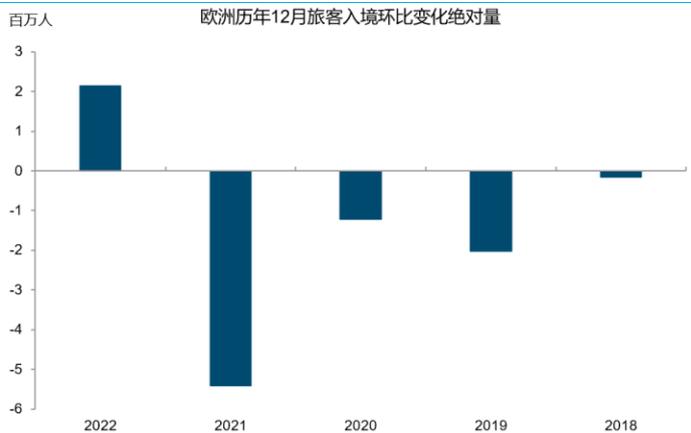
来源：Wind、国金证券研究所

图表13：欧洲2022年天然气消耗量降低



来源：WIND、国金证券研究所

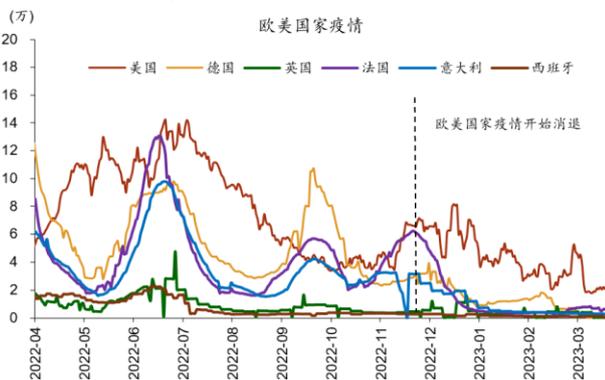
图表14：欧洲去年12月旅客入境明显回升



来源：Wind、国金证券研究所

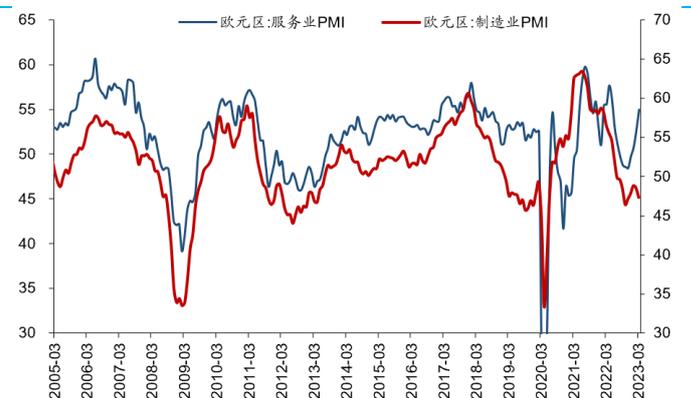
最后，周期层面看，欧洲服务业的周期滞后于制造业。2022年12月欧洲出现最后一轮疫情反弹，随后新增病例明显回落，当前欧洲未见反弹，促成了欧洲服务业的修复。且服务业对加息的敏感性低于制造业，美国近两次加息周期里，服务消费的回落程度均低于制造业。服务业受劳动力供应节奏影响更大，服务业作为场景消费替代渠道更少，使得服务业修复慢于制造业，当前服务业的改善并未完全反映周期的下行。

图表15：欧洲最后一轮疫情出现在去年12月



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周期



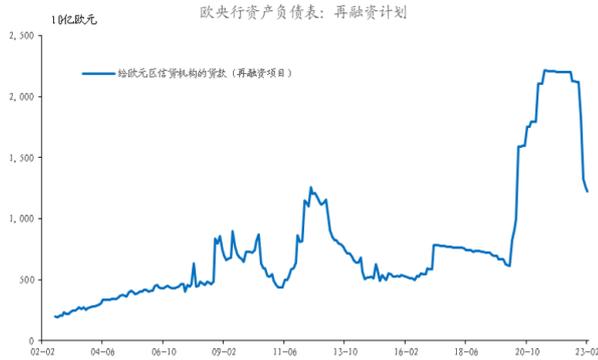
来源：Wind、国金证券研究所

（三）展望：银行业冲击后，欧洲信贷与经济下行压力将更大

欧元区货币政策面临更艰难的跨期选择，降息预期难以很快兑现。首先，相比美联储，欧央行面临更难的跨期最优选择。欧元区通胀和加息周期都滞后于美国1-2个季度，但经济周期却领先于美国。其次，欧元区通胀压力依然广泛，服务业的韧性和能源密集型部门价格传导的“二次效应”使欧元区核心HICP通胀的粘性较高。再次，缩表的影响尚未充分反映。欧元区3-6月每月减持APP再投资规模150亿欧元（上限）。流行病紧

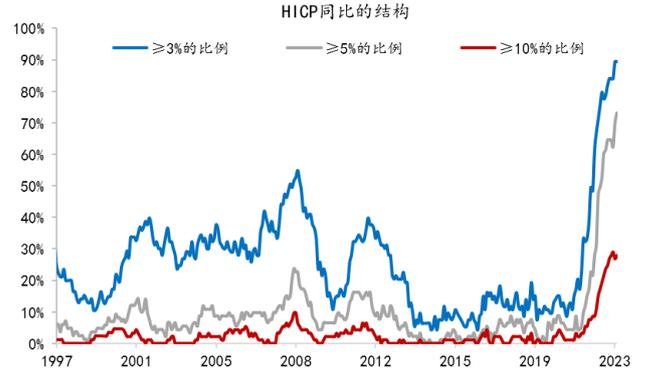
急购买计划 (PEPP) 下的到期本金 (全额) 再投资将延续到 2024 年底。

图表 17: ECB 再融资计划规模快速收缩



来源: WIND、国金证券研究所

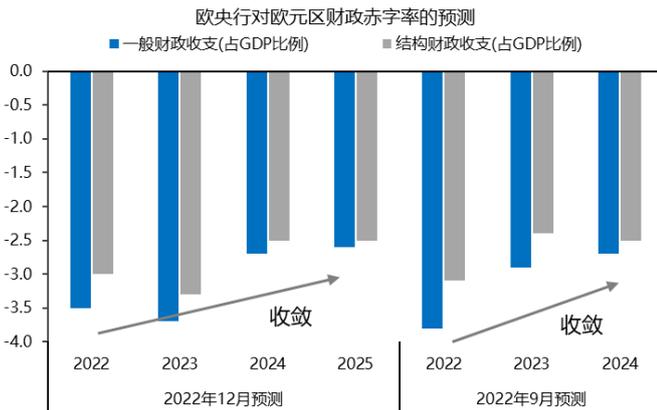
图表 18: 欧洲通胀粘性仍会制约货币政策



来源: Wind、国金证券研究所

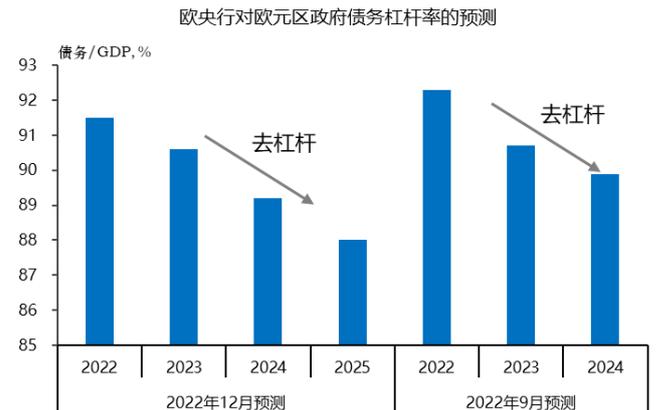
财政政策在未来两年将延续收敛基调。2023 年欧元区财政空间有限, 财政去杠杆依然是主基调。疫情期间, 政府支出规模大幅抬升, 总支出占 GDP 的比重超过了全球金融危机和欧债危机时期。2020 年, 欧元区赤字率高达-7.1%, 2021 年收敛至-5.1%, 远超过 3% 合理水平。2022 年前 3 季度, 赤字率继续回落, 但仍有部分经济体位于高赤字区间。整个 2022 年, 欧元区面临多重压力, 年底经济已经滑入衰退区间, 但财政也只能采取临时性的结构性政策支持经济 (如定向的能源补贴)。2023 年财政赤字率易收难放。

图表 19: 欧元区政府支出未来两年将收敛



来源: WIND、国金证券研究所

图表 20: 欧元区政府杠杆预计将回落



来源: Wind、国金证券研究所

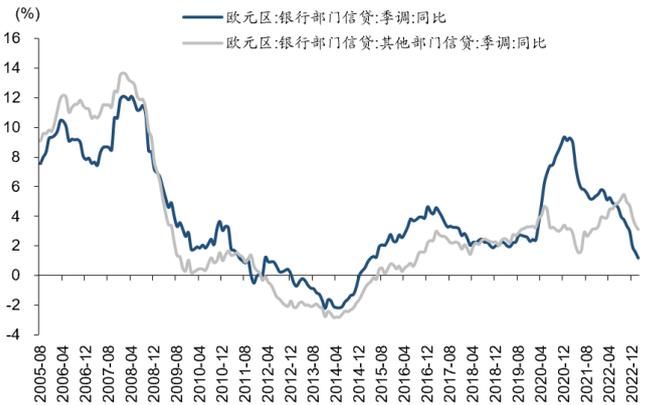
欧洲信用周期仍在继续收缩。自 2022 年 7 月首次加息以来, 欧元区的信用条件全面收紧, 主要表现为: 1. 商业信贷需求收缩; 2. 家庭借贷下降, 反映贷款利率上升、信贷标准收紧以及抵押贷款需求大幅下降; 3. 货币增速放缓, 包括隔夜存款在内的流动性水平显著下降。值得强调的是, 近期银行风险事件是否会触发系统性风险是未知的, 但进一步收缩信用条件或是确定的, 从而对复苏的持续性产生负面影响。

图表21: 欧元区存款增速下降



来源: WIND、国金证券研究所

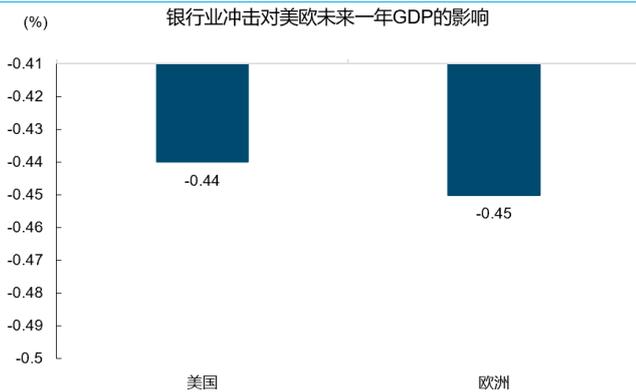
图表22: 欧洲信贷周期回落



来源: Wind、国金证券研究所

欧洲银行业冲击可能导致信贷进一步收紧，GDP 增速下滑 0.45%，使欧洲衰退程度加深，今年增速差于 2000 年科网泡沫，但好于 2012 年欧债危机时期。IMF 的研究估计，银行股价下跌会引起后续季度的贷款条件收紧，欧元区银行股价的急剧下跌可能意味着今年二季度更加严格的贷款条件，并导致欧元区未来一年的实际 GDP 下降 0.45%，使欧元区 2023 年增速降至 0.3%，这一增速好于 2008 年金融危机时期为 -4.4%，2012 欧债危机时为 -0.9%，但差于 2000 年科网泡沫时期为 0.6%，对应浅衰退的状态。

图表23: 银行业冲击可能使欧洲 GDP 回落-0.5%



来源: IMF、国金证券研究所

图表24: 欧洲制造业周期领先服务业



来源: IMF、国金证券研究所

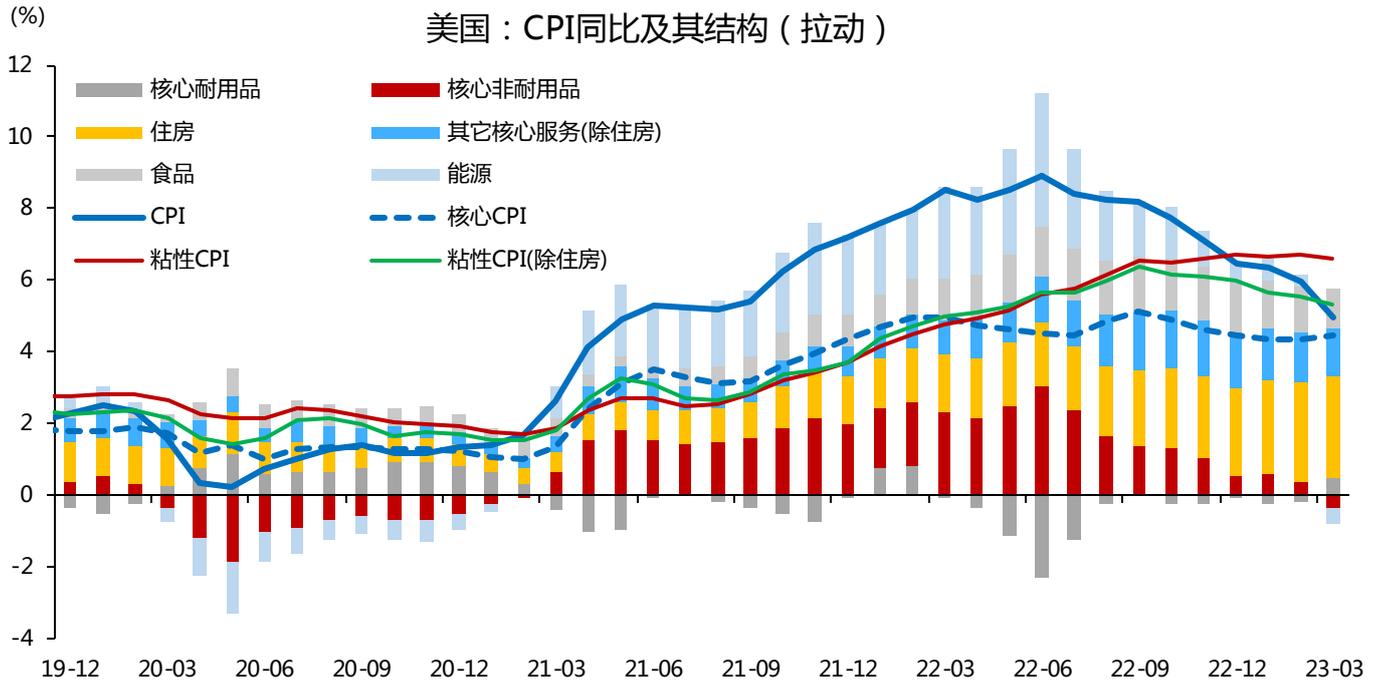
二、海外基本面&重要事件

(一) 美国 3 月 CPI: 超预期回落, 衰退担忧升温

美国 3 月 CPI 同比 5.0%，低于预期 5.2%，前值 6.0%，连续第 9 个月回落，创 2021 年 6 月以来新低，比去年同期低 3.5 个百分点。CPI 环比 0.1%，低于预期 0.2%，前值 0.4%，为 2022 年 8 月以来新低。核心 CPI 同比 5.6%，预期 5.6%，前值 5.5%，结束了连续 5 个月的下降。核心 CPI 环比 0.4%，预期 0.4%，前值 0.5%。

此外，美国粘性通胀开始见顶回落。亚特兰大联储粘性 CPI (Sticky CPI) 从 2 月的 6.7% 下降至 3 月的 6.6%，除租房外的粘性 CPI 已持续 6 个月回落。粘性 CPI 统计了 CPI 篮子中，价格变化相对缓慢（平均来看，价格变化频率低于 4.3 个月）的项目的通胀率，是衡量通胀是否能持续的一个有力指标。

图表25: 整体 CPI 超预期回落, 但核心 CPI 走高, 粘性通胀似乎见顶回落



来源: BLS、wind、国金证券研究所

从同比来看, 3月, 食品同比8.5%, 能源同比-6.4% (近两年来首次为负, 前值5.0%), 扣除食品和能源的核心 CPI 同比 5.6%。其中, 住房、交通、新车同比分别上升 8.2%、13.8%、6.1%, 增长较明显; 而能源商品同比-17% (前值-1.4%)、对缓和通胀起到了一定的作用, 二手车和卡车同比-11.2% (前值-13.6%)、延续了近期的下降趋势。

从环比来看, 3月, 食品没有变化、环比持平, 能源环比-3.5%, 扣除食品和能源的核心 CPI 环比 0.4%。其中, 住房环比 0.6% (前值 0.8%)、仍在较高位置但有所放缓, 交通环比 1.4%、为去年 10 月以来新高, 住房和交通继续贡献通胀; 而能源商品、能源服务环比分别为-4.6%、-2.3% (前值 0.5%、-1.7%), 二手车和卡车、医疗服务环比分别为-0.9%、-0.3%, 指数继续回落。

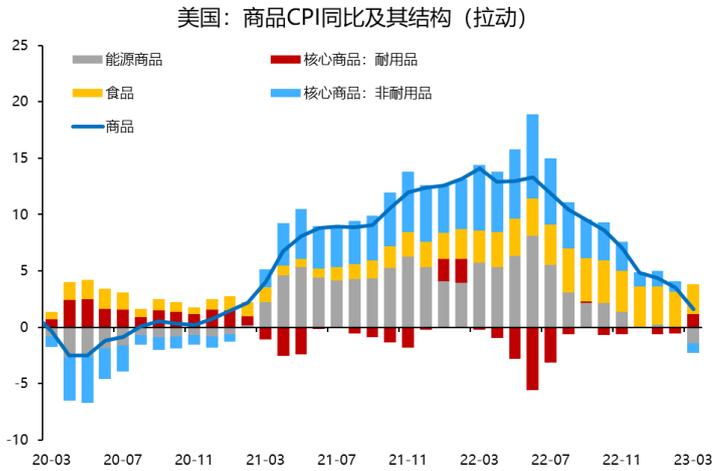
图表26: 美国 3 月 CPI 同比、环比及其结构

CPI 分级	支出项目	权重 (%)	预期值	季调_同比 (%)						预期值	季调_环比 (%)					
				23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10		23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10
整体	CPI	100.0	5.2 ↓	5.0	6.0	6.3	6.4	7.1	7.8	0.2 ↓	0.1	0.4	0.5	0.1	0.2	0.5
核心	核心CPI	79.5	5.6 →	5.6	5.5	5.5	5.7	6.0	6.3	0.4 →	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
I	食品	13.5		8.5	9.5	10.1	10.5	10.7	10.9		0.0	0.4	0.5	0.4	0.6	0.7
II	能源	7.0		-6.4	5.0	8.4	7.1	13.1	17.7		-3.5	-0.6	2.0	-3.1	-1.4	1.7
II	能源商品	3.6		-17.0	-1.4	2.7	0.6	12.3	19.4		-4.6	0.5	1.9	-7.2	-2.1	3.7
II	能源服务	3.4		9.2	13.3	15.6	15.6	14.3	15.6		-2.3	-1.7	2.1	1.9	-0.6	-0.7
I	核心商品 (即商品, 扣除食品和能源商品)	21.3		1.6	1.0	1.3	2.2	3.7	5.1		0.2	0.0	0.1	-0.1	-0.2	-0.1
II	服装	2.6		3.2	3.3	3.0	2.9	3.6	4.2		0.3	0.8	0.8	0.2	0.1	-0.2
II	新车	4.3		6.1	5.8	5.8	5.9	7.2	8.4		0.4	0.2	0.2	0.6	0.5	0.6
II	二手车和卡车	2.6		-11.2	-13.6	-11.6	-8.6	-3.1	2.0		-0.9	-2.8	-1.9	-2.0	-2.0	-1.7
II	医疗商品	1.5		3.6	3.2	3.4	3.2	3.1	3.1		0.6	0.1	1.1	0.1	0.2	0.0
II	酒精饮料	0.8		4.5	4.9	5.8	5.8	5.5	5.0		0.1	-0.3	0.4	0.7	0.6	0.7
II	烟草和香烟产品	0.5		6.9	6.7	6.3	5.5	6.3	6.6		0.8	1.0	0.7	-0.1	0.7	0.3
I	核心服务 (服务, 扣除能源服务)	58.2		7.1	7.3	7.2	7.0	6.8	6.7		0.4	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
II	住所	34.5		8.2	8.1	7.9	7.5	7.1	6.9		0.6	0.8	0.7	0.8	0.6	0.7
III	主要住所租金	7.5		8.8	8.8	8.6	8.4	7.9	7.5		0.5	0.8	0.7	0.8	0.8	0.7
III	业主等值房租	25.4		8.0	8.0	7.8	7.5	7.1	6.9		0.5	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6
II	医疗服务	6.5		1.0	2.1	3.0	4.2	4.4	5.4		-0.5	-0.7	-0.7	0.3	-0.5	-0.4
III	医师服务	1.8		0.5	1.2	1.7	1.7	1.5	1.8		-0.2	-0.5	-0.1	0.1	0.0	0.0
III	医院服务	1.9		2.7	3.6	3.6	4.4	2.9			-0.4	0.0	0.5	1.3		
II	交通	5.8		13.8	14.6	14.6	14.4	14.3	15.3		1.4	1.1	0.9	0.6	0.3	0.6
III	机动车维护与修理	1.1		13.3	12.5	14.2	13.0	11.7	10.3		0.3	0.2	1.3	1.0	1.3	0.7
III	机动车保险	2.6		15.0	14.5	14.7	14.3	13.4	12.9		1.2	0.9	1.4	0.7	1.0	1.6
III	机票	0.6		17.7	26.5	25.6	29.1	35.9	43.0		4.0	6.4	-2.1	-2.1	-1.6	-1.2

来源: BLS、wind、国金证券研究所

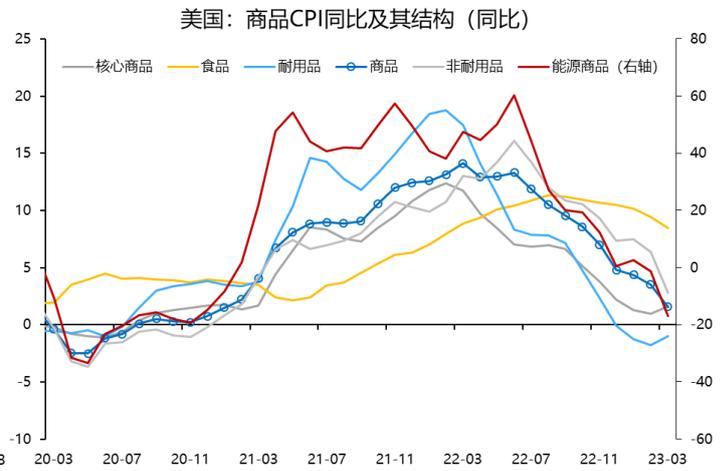
结构方面，商品分项 CPI 同比 1.6%，前值 3.5%，主要源于能源通胀的大幅下降。能源商品价格同比-17%、前值-1.4%，环比-4.6%、前值 0.5%，拉动商品 CPI 同比下降 1.4 个百分点。核心商品同比 1.6%、前值 1.0%，主要是二手车价格下降幅度有所减小、新车价格上升幅度有所回升。

图表27：能源商品拉动商品 CPI 同比下降 1.4 个点



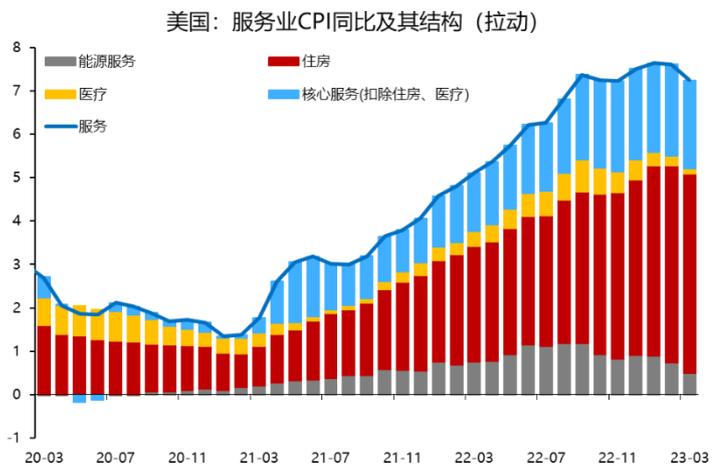
来源：BLS、wind、国金证券研究所

图表28：核心商品通胀有所回升



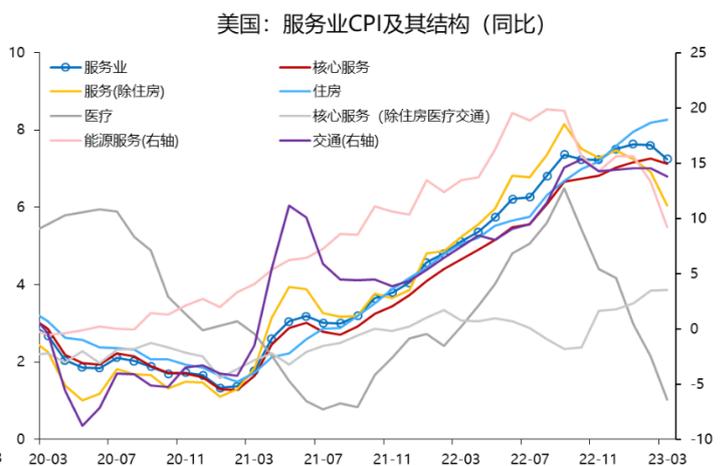
服务 CPI 继续回落，住房租金仍是 3 月通胀的最大贡献者。3 月服务业 CPI 同比 7.2%，前值 7.6%。住房同比 8.3%，前值 8.2%，拉动了服务业 CPI 4.6 个百分点，贡献率 63%（2 月贡献率为 60%）。扣除住房之后的服务业 CPI 同比为 6.1%，前值 6.9%。

图表29：服务 CPI 继续回落



来源：BLS、wind、国金证券研究所

图表30：住房租金仍是 3 月通胀的最大贡献者



3 月 CPI 同比读数较 2 月下降 1.0 个百分点，主要的回落贡献项是能源，能源商品和能源服务分别拉动 CPI 同比下降 0.8 和 0.1 个百分点。但是，在 OPEC+宣布减产，未来石油和天然气价格将会受到影响，可能会对通胀和通胀预期产生负面影响。

图表31: 能源商品同比大幅下降对缓和通胀起到了一定的作用

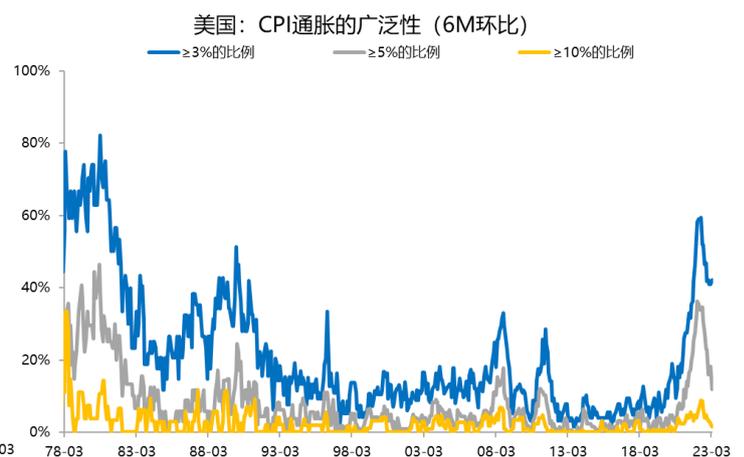
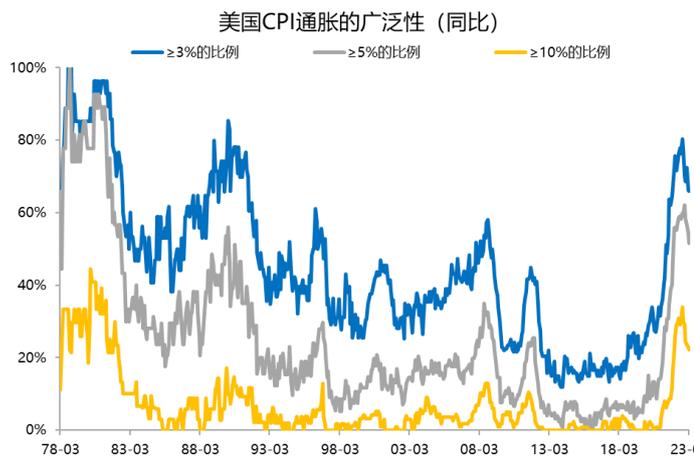
CPI 分级	支出项目	22-03 权重 (%)	23-03 同比 (%)	对23-03 CPI 同比 拉动 (pct)	22-02 权重 (%)	23-02 同比 (%)	对23-02 CPI 同比 拉动 (pct)	23-03CPI 同比拉动减 23-02CPI 同比拉动 (pct)
整体	CPI	100.0	5.0	—	100.0	6.0	—	—
核心	核心CPI	78.3	5.6	4.4	79.0	5.5	4.4	0.0
I	食品	13.4	8.5	1.1	13.4	9.5	1.3	-0.1
I	能源	8.3	-6.4	-0.5	7.5	5.0	0.4	-0.9
II	能源商品	4.9	-17.0	-0.8	4.2	-1.4	-0.1	-0.8
II	能源服务	3.4	9.2	0.3	3.4	13.3	0.5	-0.1
I	核心商品 (即商品, 扣除食品和能源商品)	21.5	1.6	0.3	21.8	1.0	0.2	0.1
II	服装	2.5	3.2	0.1	2.6	3.3	0.1	0.0
II	新车	4.0	6.1	0.2	4.1	5.8	0.2	0.0
II	二手车和卡车	4.0	-11.2	-0.5	4.2	-13.6	-0.6	0.1
II	医疗商品	1.5	3.6	0.1	1.5	3.2	0.0	0.0
II	酒精饮料	0.9	4.5	0.0	0.9	4.9	0.0	0.0
II	烟草和香烟产品	0.5	6.9	0.0	0.5	6.7	0.0	0.0
I	核心服务 (服务, 扣除能源服务)	56.8	7.1	4.0	57.2	7.3	4.2	-0.1
II	住所	32.5	8.2	2.7	32.7	8.1	2.7	0.0
III	主要住所租金	7.3	8.8	0.6	7.3	8.8	0.6	0.0
III	业主等值房租	23.8	8.0	1.9	24.0	8.0	1.9	0.0
II	医疗服务	6.9	1.0	0.1	6.9	2.1	0.1	-0.1
III	医师服务	1.8	0.5	0.0	1.9	1.2	0.0	0.0
III	医院服务	2.2	2.7	0.1	2.2	3.6	0.1	0.0
II	交通	5.7	13.8	0.8	5.6	14.6	0.8	0.0
III	机动车维护与修理	1.0	13.3	0.1	1.0	12.5	0.1	0.0
III	机动车保险	2.4	15.0	0.4	2.4	14.5	0.3	0.0
III	机票	0.5	17.7	0.1	0.5	26.5	0.1	0.0

来源: BLS、wind、国金证券研究所

在 CPI 的 127 个细分科目中, 3 月同比增速 $\geq 3\%$ 、 $\geq 5\%$ 和 $\geq 10\%$ 的科目数占比分别为 65.9%、51.6%、22.2%。其中, 同比增速 $\geq 10\%$ 的科目数量占比仍位于 1982 年以来的高位, 但 6 个月环比高增长 ($\geq 5\%$ 和 $\geq 10\%$) 的科目数占比明显下行, 说明通胀的广泛性过去半年明显好转, 也意味着通胀传导的“二次效应”会持续放缓。

图表32: 美国 CPI 通胀的结构: 扩散指数 (同比)

图表33: 美国 CPI 通胀的结构: 扩散指数 (6M 环比)



来源: BLS、wind、国金证券研究所

随着通胀的持续下行和硅谷银行 (SVB) 等金融风险事件的发生, 美联储越来越需要在通胀、就业和金融稳定三重目标间取得平衡^①。加息周期虽已接近尾声, 但降息时点依然未知。金融稳定因素明显影响了“higher”, 美联储 3 月例会没有抬高终点利率指引, 也未加快加息节奏, 但通胀或已经不再是“longer”的主要矛盾, 至少不是唯一矛盾。

^① 《联邦储备法案》规定了美联储的“双重使命”: 物价稳定和充分就业。FOMC 的“长期目标和货币政策战略声明”(Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy) 诠释的法定目标是: 促进充分就业、稳定物价和适度的长期利率。

触发美联储降息的条件并不是单一的，而是基本面状况、金融不稳定和政治压力等多重因素的叠加，且主次矛盾有别。参考 1958 年以来美联储的 12 次加息周期可知，终点利率维持高位的时间平均为 6.5 个月，中位数为 5 个月；最长 15 个月，次长 12 个月。综合时长最短的 7 次经验而言，利率维持高位的时间之所以较短，或因为终点利率太高，货币政策过度紧缩，导致经济或金融压力较大，典型如“大滞胀”时代 3 次降息周期（序号 4-6）^②；或因为通胀压力本就相对较小，且美联储选择“逆风而行”，提前加息，使通胀较早出现拐点，进而可以较快地降息。

图表34：美联储降息的时点和条件

序号	加息周期	周期长度(月)	起息利率(%)	终点利率(%)	加息幅度(bps)	维持高位的时间(月)	衰退的起点	衰退的终点	加息起点至衰退(月)	降息至GPI拐点(月)	降息起点到衰退(月)	衰退周期长度(月)	实际GDP降幅(%)	GDP负增长(季)
1	1958.09-1960.08	24	3.50	5.00	150	12	1960.05 (Q3)	1961.02 (Q1)	24	4	3	10	-1.34	2/3
2	1965.12-1967.01	14	4.50	6.00	150	5	-	-	-	3	-	-	-	软着陆
3	1967.11-1970.03	29	5.50	8.50	300	9	1970.01 (Q1)	1970.11 (Q4)	29	1	2	11	-0.66	3/5
4	1972.04-1974.10	31	4.75	12.00	725	3	1973.12 (74Q1)	1975.03 (Q1)	22	-1	10	16	-3.14	4/5
5	1977.05-1980.04	36	6.25	20.00	1375	3	1980.02 (Q2)	1980.07 (Q3)	34	0	2	6	-2.18	2/2
6	1980.08-1981.09	14	11.00	21.50	1050	4	1981.08 (Q4)	1982.11 (Q4)	12	18	2	16	-2.63	3/5
7	1983.08-1984.09	14	10.50	13.00	250	3	-	-	-	6	-	-	-	软着陆
8	1988.05-1989.06	14	8.50	11.50	300	4	1990.08 (Q4)	1991.03 (Q1)	19	1	-14	8	-1.37	2/2
9	1994.03-1995.07	17	6.00	9.00	300	5	-	-	-	3	-	-	-	软着陆
10	1999.07-2000.12	17	7.75	9.50	175	8	2001.04 (Q2)	2001.11 (Q4)	27	-1	-3	8	-0.33	2/3
11	2004.07-2007.09	39	4.00	8.25	425	15	2008.01 (Q1)	2009.06 (Q2)	43	-10	-24	18	-4.00	5/6
12	2015.12-2019.07	44	3.25	5.50	225	7	2020.03 (Q1)	2020.04 (Q2)	51	13	-8	2	-9.56	2/2
13	2022.03-	20	3.25	8.50	525	?				?				
	均值(前12次)	24.4	6.3	10.8	452.1	6.5			29.9	3.1	-1	11	-1.96	68.8%
	中位数(前12次)	20.5	5.8	9.3	300.0	5.0			27.1	2.0	2.0	10	-1.78	
	软着陆	15.0	7.0	9.3	233.3									
	浅衰退	21.0	6.3	8.6	231.3				24.8		-3.0			
	深衰退	30.0	6.5	15.4	893.8				27.8		2.5			

来源：wind、国金证券研究所

综合历史上 9 次衰退^③的经验可知，美联储降息时点与 NBER 周期的顶点的偏离度较小，均值约领先 1 个月（即与周期顶点同步），中位数约滞后 2 个月。具体而言，在前 5 次衰退中，降息的时点都滞后于衰退的起点，其中 3 次滞后 2 个月，1 次滞后 3 个月，1 次滞后 10 个月（1972-1974 年）。90 年代以来的 4 次衰退中，降息时点均领先于衰退，依次为 14 个月、3 个月、4 个月和 8 个月^④。

虽然美联储加息的初衷基本上都是为了稳定物价，但并非所有的降息都标志着物价已经企稳，更不意味着通胀目标的实现。在过去 12 次降息周期启动时，通胀只有 3 次处于下行阶段（1960 年、1967 年和 1984 年），另外 2 次处在上行阶段（1974 年和 2007 年），1 次位于低位震荡区间（2019 年），余下 6 次均处在阶段性高位。所以，即使短期内“胀”的压力依然较大，但在“滞”的预期持续强化时，后者也可能成为主导美联储利率决议的因素。例如 1974 年 10 月降息时，美联储已经滞后于衰退 10 个月。2007 年 9 月降息的主要考虑则是金融稳定。

^② 值得强调的是，沃尔克时期，美联储

^③ 参考“周期的力量”系列（一）：《美国经济能否逃逸“衰退”》。

^④ 领先 14 个月的为 1988-89 年加息周期，而 1990-1991 年衰退则叠加了 1990 年海湾战争的影响，不宜全部归因于美联储紧缩。

图表35: 历史上 12 次降息周期的比较



来源: wind、国金证券研究所

观点重申：我们维持年底降息的判断。下半年，随着住房通胀拐点的显现，经济衰退和金融风险或取代通胀而成为美联储政策转向的主要矛盾。所以，一方面，市场或过早地交易了美联储降息；另一方面，美联储也可能高估了美国经济“软着陆”的概率，降息时点或前置。我们的基准假设是，联邦基金利率维持高位的时间或与历史均值相近——两个季度。

(二) 流动性：流动性冲击缓和，信用利差降低

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，信用债利差小幅下降，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36: 美国金融条件处于宽松区间，但边际收紧

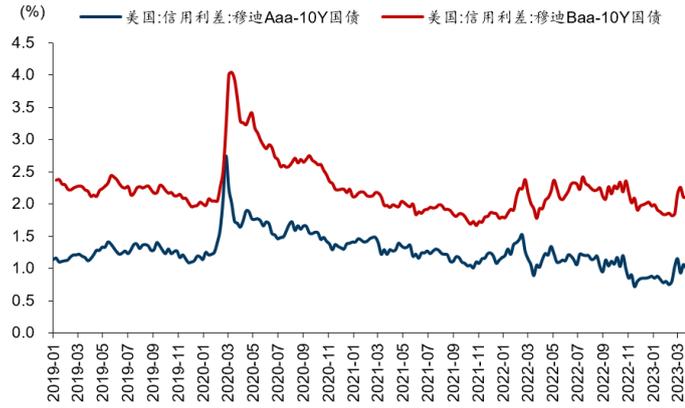


来源: wind、国金证券研究所

图表37: OFR 金融压力指数回落



图表38: 美国企业债信用利差本周有所降低



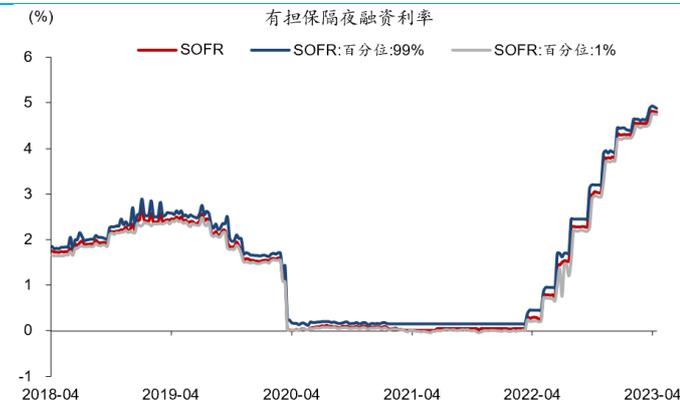
来源: WIND、国金证券研究所

图表39: 美国 TED 利差本周有所收窄



来源: Wind、国金证券研究所

图表40: 美国 SOFR99%升至 4.9%, SOFR 升至 4.8%



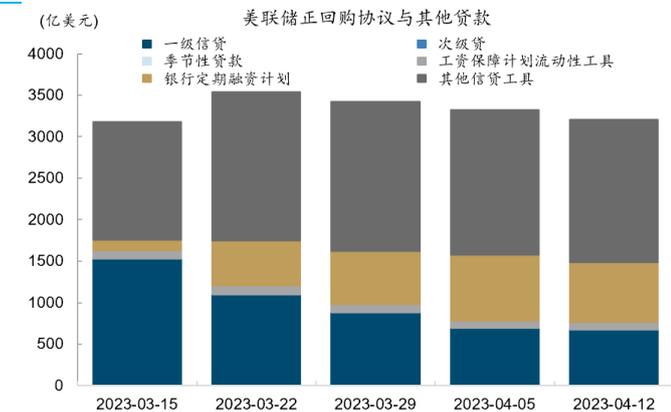
来源: WIND、国金证券研究所

图表41: 美国 SOFR 成交量继续扩大



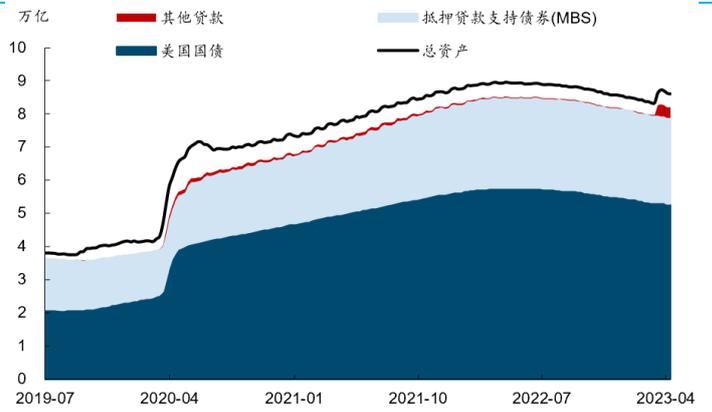
来源: Wind、国金证券研究所

图表42: 美联储正回购协议及其他贷款使用量减少



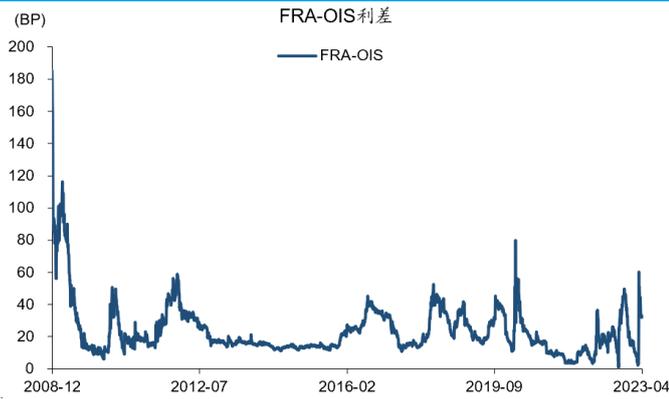
来源: Fred、国金证券研究所

图表43: 美联储资产负债表规模下降



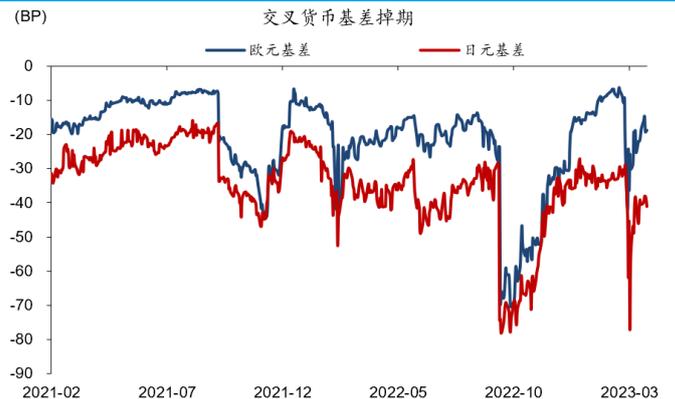
来源: Fred、国金证券研究所

图表44: 美国 FRA-OIS 利差缩小



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表45: 欧元、日元基差回升



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表46: 全球主要国家政策利率上限, 美国 4.75%, 欧元区 3%

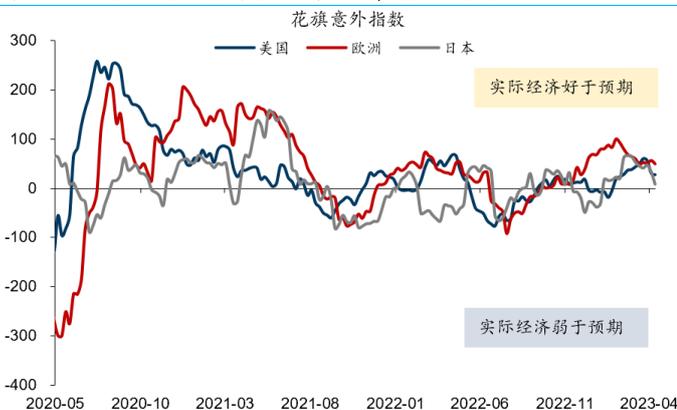
	最新利率	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03	22-02	22-01	21-12	21-11	21-10
发达国家																			
美国	%	4.75	0.25	0.50	0.75		0.75		0.75	0.75	0.50		0.25						
欧元区	%	3.00	0.50	0.50	0.75		0.75		0.50										
英国	%	4.00	0.50	0.50	0.75		0.50	0.50		0.25	0.25		0.25	0.25		0.15			
日本	%	-0.10																	
加拿大	%	4.50	0.25	0.50		0.50	0.75		1.00	0.50		0.50	0.25						
澳大利亚	%	3.35	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.25								
新西兰	%	4.75	0.50		0.75	0.50		0.50	0.50		0.50	0.50		0.25			0.25	0.25	
新兴市场																			
中国	%	2.00							-0.10							-0.10			
印度	%	6.50	0.25		0.35			0.50	0.50		0.50	0.40							
韩国	%	3.50		0.25		0.25	0.50		0.25	0.50		0.25	0.25			0.25		0.25	
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							
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
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
墨西哥	%	11.25	0.25	0.50		0.50	0.75		0.75	0.75		0.75	0.50		0.50	0.50		0.50	0.25
菲律宾	%	6.75	0.25	0.50		0.50	0.75		0.50	0.50	0.75	0.25	0.25						

来源: WIND、国金证券研究所

(三) 景气与领先: 美国、欧洲、日本经济边际走弱

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47: 美国、欧洲、日本经济边际走弱



来源: WIND、国金证券研究所

图表48: 本周中国经济意外指数上升



来源: Wind、国金证券研究所

图表49：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50：全球服务业 PMI。欧洲服务业好于美国

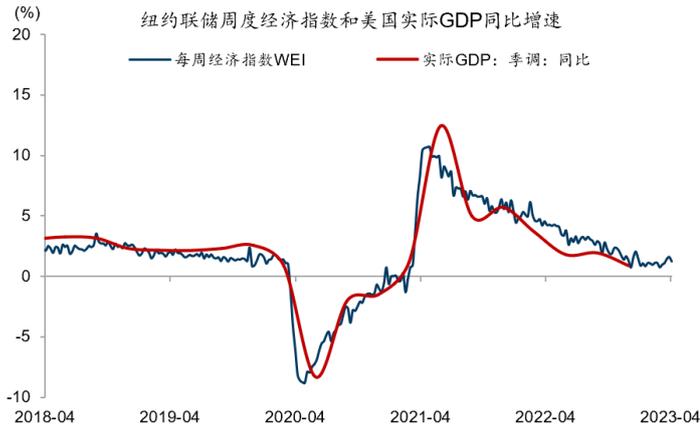
	月度变化	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05
全球	↑ 2.6		52.60	50.00	48.10	48.10	49.20	50.00	49.30	51.10	53.90	51.90
发达国家												
美国	↓ -3.9	51.2	55.1	55.2	49.2	56.5	54.4	56.7	56.9	56.7	55.3	55.9
欧元区	↑ 2.3	55.0	52.7	50.8	49.8	48.5	48.6	48.8	49.8	51.2	53.0	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

（四）生产与就业：美国新增职位数回落，初请失业增加

美国新增职位数回落。4月3日当周，美国新增职位发布数量 280 万个，美国纽约联储 WEI 指数录得 1.2%，前值 1.6%。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上升，初请失业金人数为 23.9 万人，前值 22.8 万人，当周持续领取人数 181 万人，前值 182 万人。粗钢产量回升。

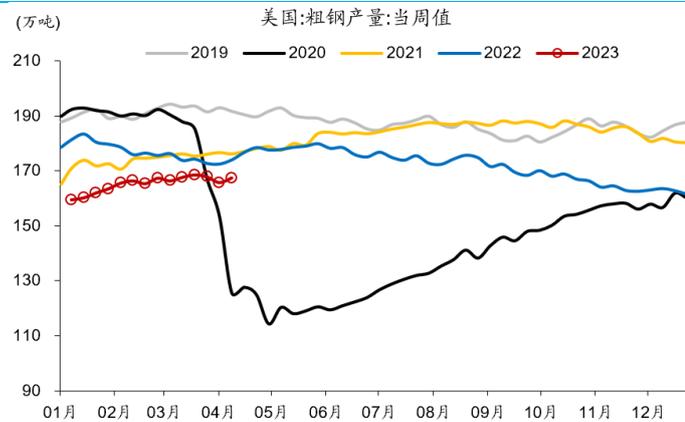
图表51: 上周纽约联储WEI指数1.2%, 前值1.6%



图表52: 欧元区周度GDP跟踪2.8%, 前值3.1%



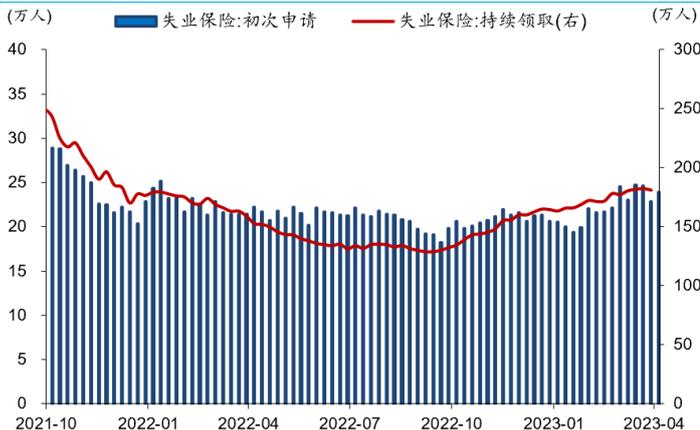
图表53: 上周美国粗钢产量168万短吨, 前值166万



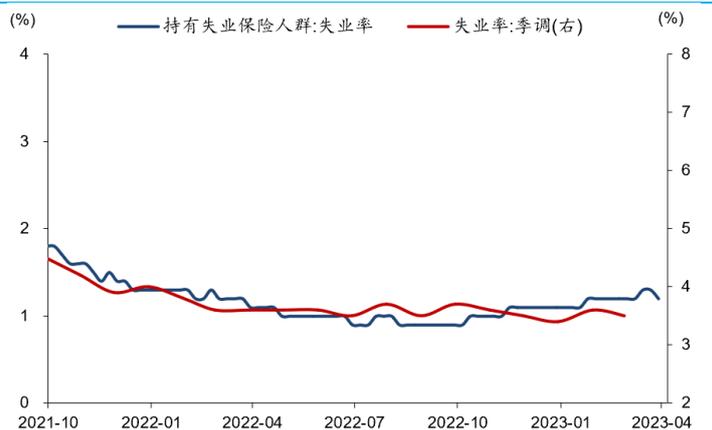
图表54: 上周美国粗钢产能利用率74%, 前值74%



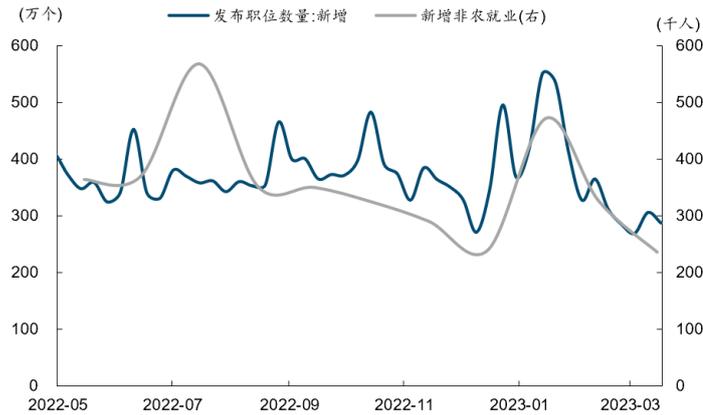
图表55: 美国4月8日当周初请失业人数23.9万



图表56: 持有失业保险人群的失业率1.2%

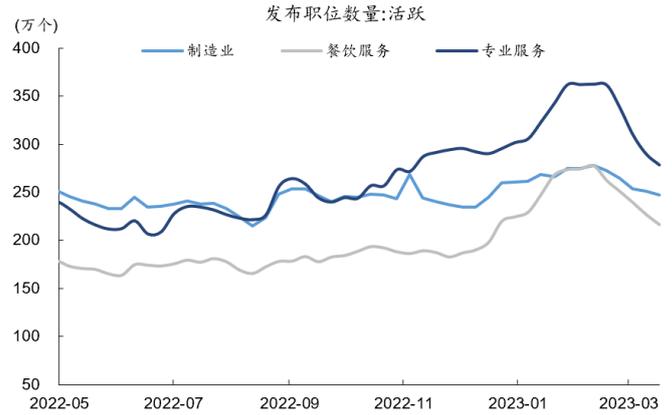


图表57: 美国新增职位发布数量回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表58: 美国制造、餐饮、服务业活跃职位数均回落

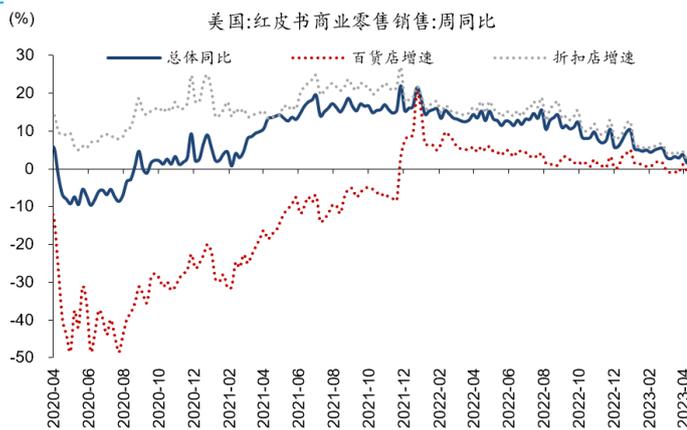


来源: Wind、国金证券研究所

(五) 消费与出行: 美国商品消费回落、欧美出行季节性回落

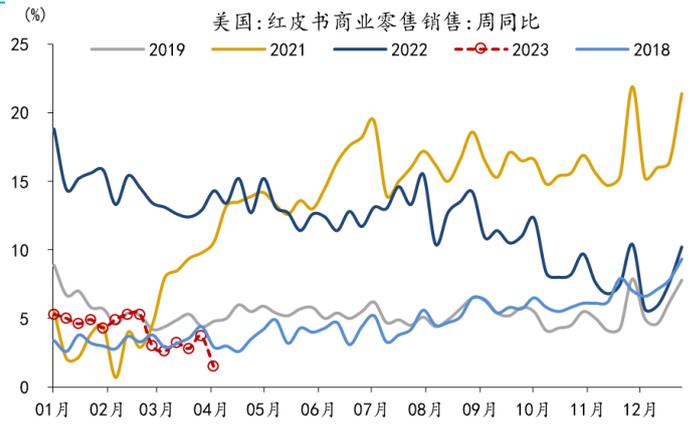
美国商品消费回落、欧美出行季节性回落。4月, 美国红皮书零售增速回落, 旅行社购票量、销售量回落; 欧美出行情况季节性回落, 美国主要城市机场乘客流量回落, 纽约地铁载客量延续上升, 美国 TSA 安检人数略好于 2019 年。

图表59: 美国红皮书零售增速 1.5%, 前值 3.7%



来源: WIND、国金证券研究所

图表60: 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61: 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62: 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63: 欧洲航班飞行次数季节性回落



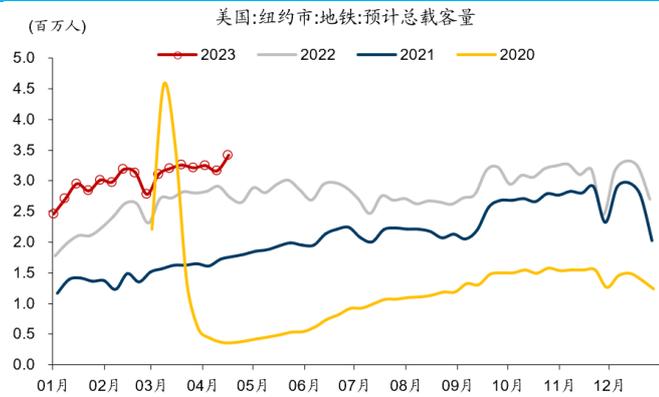
来源: Wind、国金证券研究所

图表64: 本周, 美国主要城市机场客流量回落



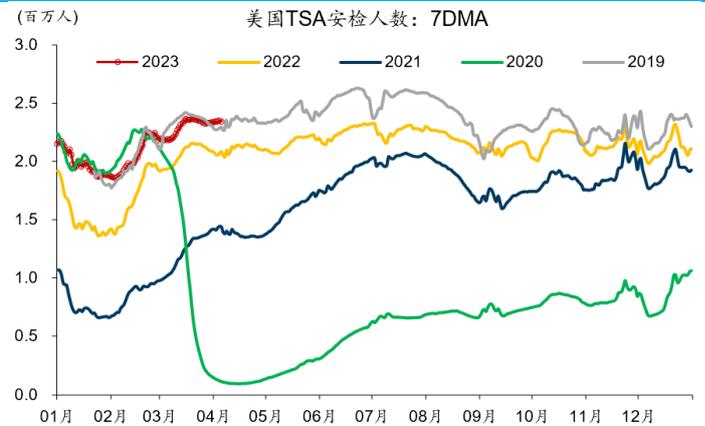
来源: Wind、国金证券研究所

图表65: 纽约地铁载客量延续回升



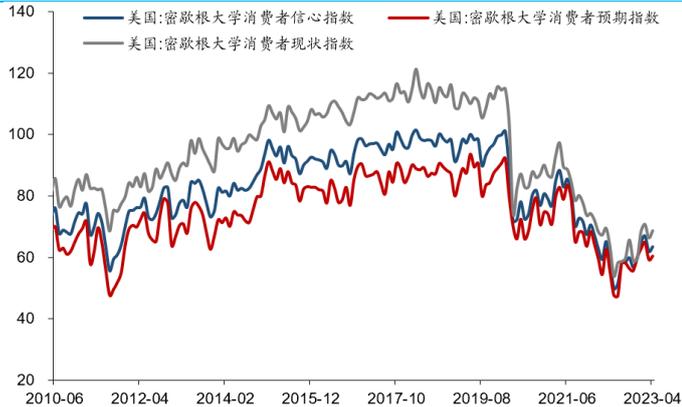
来源: Wind、国金证券研究所

图表66: 美国 TSA 安检人数好于 2019 年



来源: Wind、国金证券研究所

图表67: 4月美国消费者信心回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表68: 美国3月零售同、环比均回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表69: 美国零售增速同比全面回落

美国消费同比增速	月度变化	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06
零售和食品服务总计	↓ -2.94	2.94	5.88	7.59	6.19	5.92	8.01	8.39	9.72	10.03	8.78
零售总计	↓ -2.95	1.54	4.49	5.42	5.03	4.97	7.21	7.78	9.31	10.00	8.16
机动车辆及零部件	↓ -0.72	0.11	0.83	3.53	0.95	1.49	5.47	5.25	7.13	1.82	0.02
家具和家用装饰	↓ -2.28	-2.36	-0.08	5.32	0.15	-0.63	0.40	-1.10	1.86	1.25	0.72
电子和家用电器	↓ -5.84	-10.29	-4.45	-2.19	-10.86	-8.40	-13.44	-9.85	-7.92	-10.75	-11.49
建筑材料、园林设备及物料	↓ -4.36	-3.48	0.88	0.87	2.73	2.35	9.08	9.52	11.31	9.65	7.34
食品和饮料店	↓ -1.07	5.02	6.09	5.45	6.38	7.71	7.47	7.08	7.06	8.31	8.05
保健和个人护理	↓ -1.14	7.06	8.20	5.25	1.84	4.12	4.39	4.05	2.59	3.47	2.17
加油站	↓ -13.00	-14.25	-1.25	4.96	4.39	13.90	17.12	18.59	28.28	40.58	47.37
服装及服装配饰	↓ -5.21	-1.80	3.41	8.73	3.28	0.39	3.50	4.51	5.11	1.94	0.79
运动商品、业余爱好物品、书及音乐	↓ -0.62	3.01	3.63	7.95	4.31	1.43	4.47	4.39	6.07	3.64	3.08
日用品商场	↓ -8.17	2.42	10.59	6.81	5.17	2.82	2.64	4.15	3.33	4.04	4.09
杂货店零售业	↓ -1.92	1.93	3.85	10.08	4.67	3.35	8.35	11.03	13.22	14.93	18.56
食品服务和酒吧	↓ -2.92	12.98	15.90	23.94	14.47	12.81	13.78	12.66	12.56	10.25	13.32

来源: WIND、国金证券研究所

图表70: 美国零售增速环比多数回落

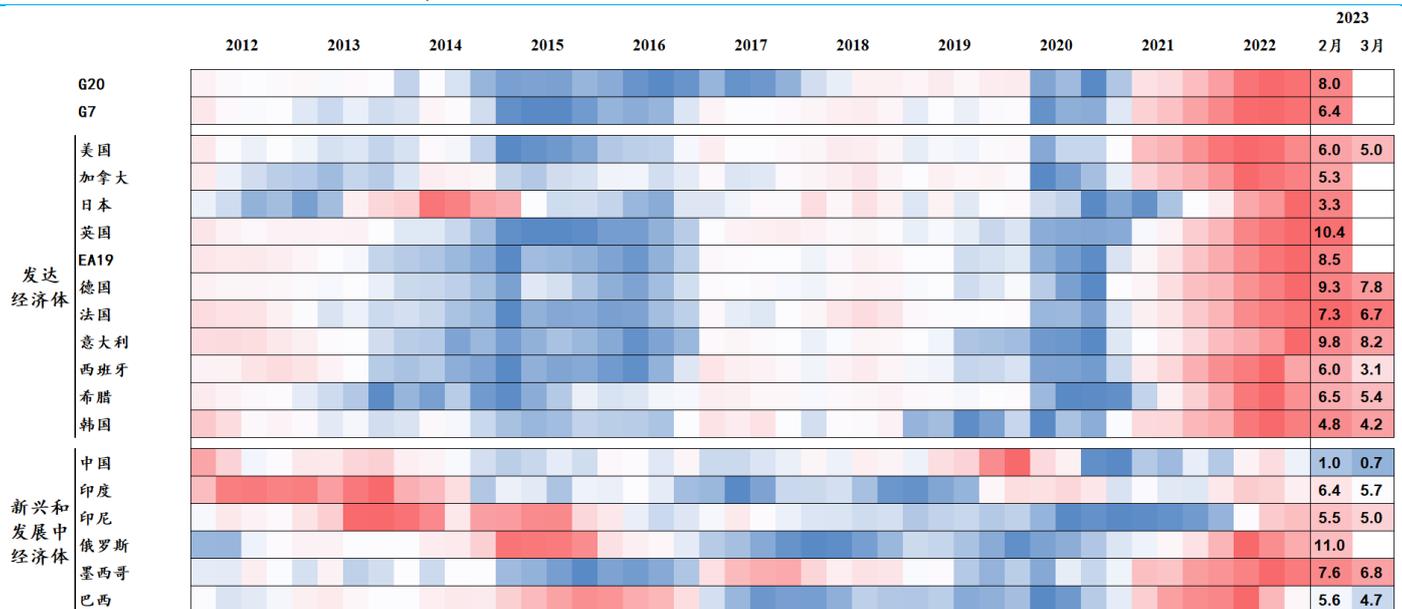
美国消费环比增速	月度变化	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06
零售和食品服务总计	↓ -0.78	-0.99	-0.21	3.13	-0.82	-1.07	1.07	-0.17	0.67	-0.44	1.03
零售总计	↓ -1.17	-1.16	0.01	2.81	-1.06	-1.20	1.05	-0.34	0.42	-0.38	1.07
机动车辆及零部件	↓ -0.36	-1.64	-1.28	6.83	-1.84	-2.21	1.54	-0.54	2.89	-2.01	0.56
家具和家用装饰	↑ 1.51	-1.23	-2.74	5.38	-1.98	-1.14	1.97	-2.12	0.65	0.12	-1.23
电子和家用电器	↓ -0.61	-2.13	-1.52	5.89	-0.32	-5.85	-1.24	-1.38	-1.96	-0.32	-0.49
建筑材料、园林设备及物料	↓ -2.24	-2.13	0.11	-0.20	0.96	-3.31	1.20	-0.72	1.68	1.11	-0.30
食品和饮料店	↓ -0.90	-0.10	0.80	-0.26	-0.54	0.48	1.22	0.84	0.44	-0.04	1.14
保健和个人护理	↓ -0.82	0.27	1.09	3.22	-1.50	0.30	-0.19	0.84	0.02	0.64	1.34
加油站	↓ -5.43	-5.46	-0.03	-1.62	-5.16	-1.44	3.34	-3.96	-4.96	-2.21	2.71
服装及服装配饰	↑ 0.30	-1.72	-2.02	2.83	-0.38	-0.24	-0.35	0.99	0.99	-0.44	0.74
运动商品、业余爱好物品、书及音乐	↑ 0.87	0.19	-0.68	0.49	0.20	0.15	0.63	-0.43	1.07	0.03	0.87
日用品商场	↓ -3.91	-3.04	0.87	3.71	0.49	-0.18	-0.31	1.13	0.31	-0.39	2.30
杂货店零售业	↑ 2.36	0.25	-2.11	5.46	1.47	-4.83	-0.97	0.36	0.23	-1.32	3.83
食品服务和酒吧	↑ 1.76	0.15	-1.61	5.21	0.79	-0.20	1.21	1.02	2.45	-0.84	0.72

来源: WIND、国金证券研究所

(六) 通胀与能源: 欧美通胀回落, 能源价格上涨

欧美通胀回落, 能源价格上涨。美国、德国、法国、意大利 3 月 CPI 增速均回落, 欧佩克 3 日宣布减产, 本周原油价格上涨, 通胀预期上涨, 克利夫兰联储预测美国 CPI 回落至 5.1%, 核心 CPI 回升至 5.6%。

图表71: 全球主要国家 CPI 热力图, 美国、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72: 本周原油价格上涨



来源: wind、国金证券研究所

图表73: 上周美国汽油价格上涨

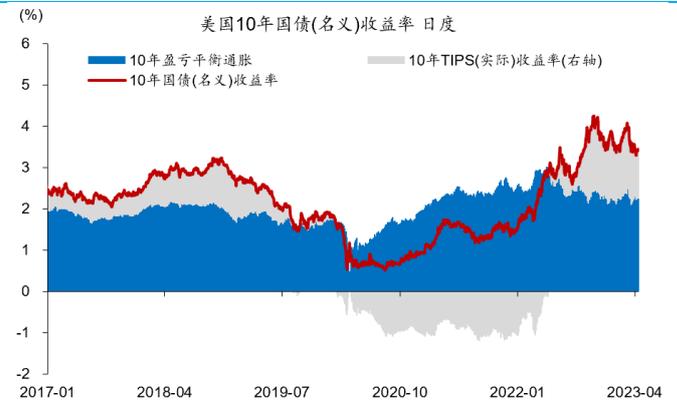


图表74: 本周天然气价格上涨



来源: Wind、国金证券研究所

图表75: 本周10年盈亏平衡通胀率回升



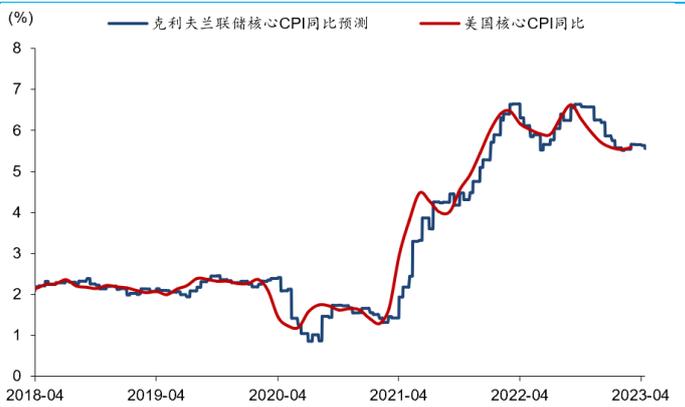
来源: Wind、国金证券研究所

图表76: 克利夫兰联储预测美国CPI回落至5.1%



来源: Wind、国金证券研究所

图表77: 克利夫兰预测核心CPI回升至5.6%

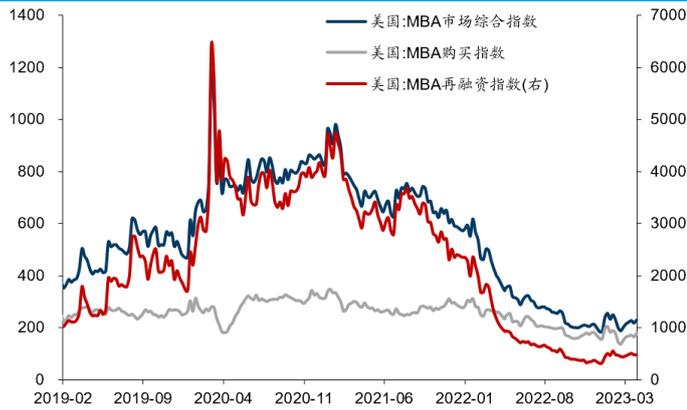


来源: Wind、国金证券研究所

(七) 地产: 美国抵押贷款建造指数回升

美国抵押贷款建造指数回升。美国MBA抵押贷款综合指数、再融资指数、购买指数上周回升; REALTOR房屋挂牌价格中位数同比回落, 30年抵押贷款利率回落至6.3%, 美国抵押贷款购买指数领先住房销售。

图表78: 美国MBA抵押贷款指数上周回升



来源: WIND、国金证券研究所

图表79: 上周REALTOR房屋挂牌价增速回落



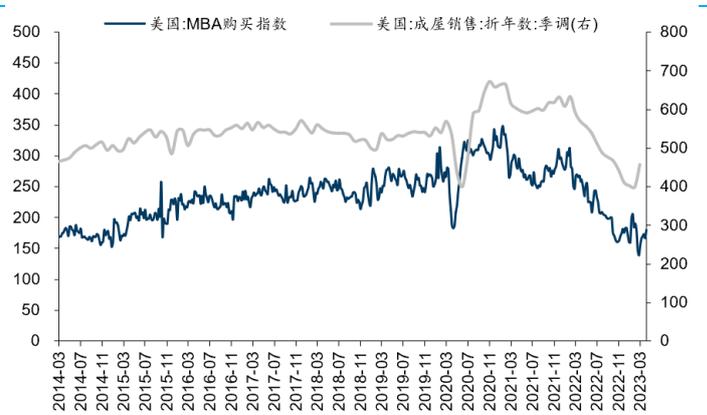
来源: WIND、国金证券研究所

图表80: 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81: 美国抵押贷款购买指数领先住房销售

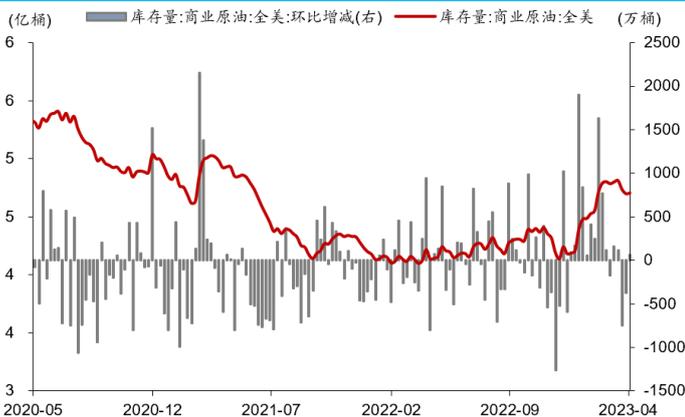


来源: Wind、国金证券研究所

(八) 库存: 美国商业原油库存回落

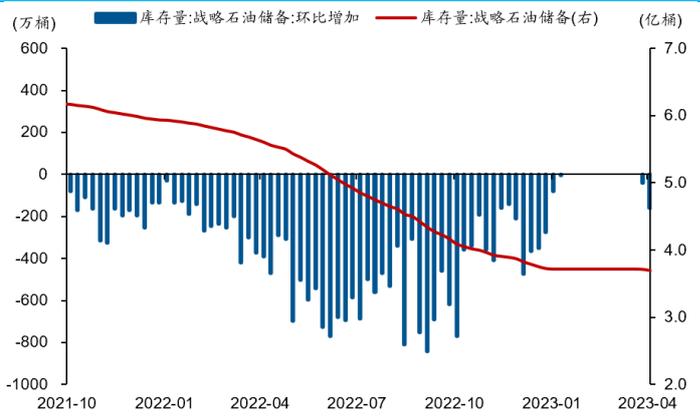
美国EIA商业原油库存回落。4月7日当周, 美国EIA原油库存上升60万桶, 前值减少374万桶。原油库存量降至4.7亿桶, 高于去年同期, 低于2020年同期。战略原油储备减少40万桶, 美国天然气库存处于同期较高位置。

图表82: 上周美国原油库存上升60万桶



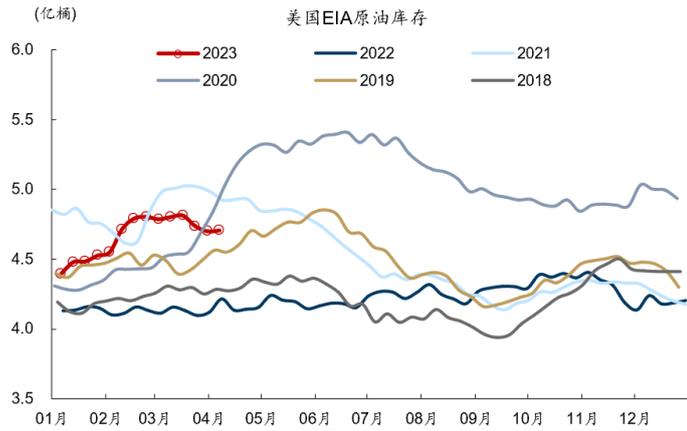
来源: Wind、国金证券研究所

图表83: 上周美国战略原油储备减少160万桶



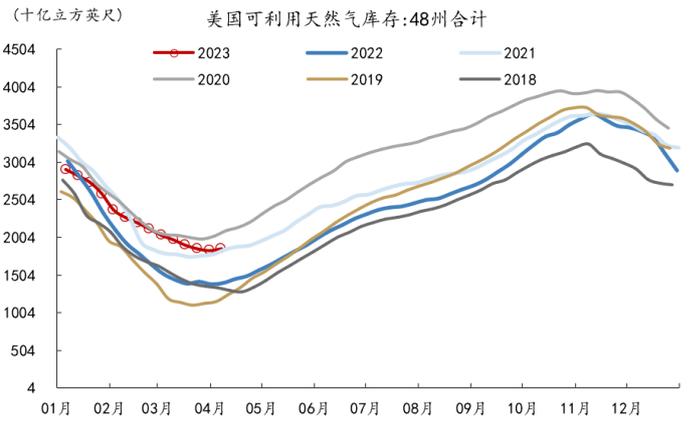
来源: Wind、国金证券研究所

图表84: 美国原油库存低于2020年同期



来源: Wind、国金证券研究所

图表85: 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

图表86: 美国零售业库存分位数。汽车库存增速较高, 食品饮料库存分位较高

美国零售业库存			库存增速			库存销售比			
指标名称	单位	分位数	2023-02	2023-01	2022-12	分位数	2023-02	2023-01	2022-12
总体	零售库存: SA: 共计	% 92	10.63	11.67	13.72	13	1.23	1.22	1.26
	零售库存: SA: 合计, 不包括汽车	% 83	7.16	8.65	10.63	13	1.14	1.14	1.16
按行业划分	机动车及零件经销商	% 96	21.09	20.73	23.05	16	1.55	1.51	1.61
	家具、家居用品、电子产品和电	% 83	1.44	4.60	6.91	42	1.64	1.58	1.66
	建筑材料, 园艺设备, 用品经销	% 79	6.28	8.21	12.26	98	1.94	1.96	1.97
	食品和饮料店	% 98	10.02	13.30	12.65	29	0.78	0.78	0.77
	服装和服装配饰店	% 91	11.99	13.17	17.76	11	2.18	2.12	2.18
	杂货店	% 79	2.69	4.28	9.35	32	1.38	1.39	1.44
	百货商店	% 75	-3.42	-0.18	5.12	9	1.93	1.86	2.21

来源: WIND、国金证券研究所

图表87: 美国制造业库存分位数。服装、皮革库存增速较高, 分位数较高

美国制造业库存			库存增速			库存占交货比				
指标名称	单位	分位数 (10Y)	2023-02	2023-01	2022-12	分位数 (10Y)	2023-02	2023-01	2022-12	分位数 (10Y)
总体	制造业: 库存	% 83	4.59	5.46	6.40	77	1.49	1.48	1.49	53
	制造业库存: 不包括运输	% 74	4.96	6.12	7.25					55
	制造业库存: 不包括国防	% 77	4.55	5.49	6.46					53
	制造业库存: 与未发货订单	% 70	4.68	5.09	5.70					43
按行业划分	耐用品	% 68	4.75	5.09	5.75	72	1.80	1.78	1.78	53
	木制品	% 18	-0.44	1.05	2.47	11	1.13	1.13	1.14	
	非金属矿产	% 91	8.76	9.50	9.56	38	1.30	1.30	1.32	
	初级金属	% 49	0.90	1.73	2.36	80	1.90	1.90	1.93	46
	金属加工制品	% 41	1.66	2.09	3.08	76	1.71	1.72	1.71	28
	机械	% 88	12.28	13.22	13.76	92	2.31	2.30	2.31	53
	计算机和电子产品	% 70	3.62	3.59	4.33	63	1.79	1.79	1.80	70
	电气设备及其他设备	% 88	8.36	9.17	11.67	55	1.70	1.67	1.74	81
	交通运输设备	% 37	3.12	2.87	3.04	70	1.76	1.73	1.69	52
	家具及相关产品	% 66	5.58	7.18	10.58	94	1.60	1.58	1.60	70
	其他耐用品	% 66	3.70	4.00	4.82	92	1.95	1.94	1.92	
	非耐用品	% 68	4.34	6.06	7.42	79	1.17	1.17	1.18	
	食品	% 90	4.99	5.98	6.33	60	0.84	0.85	0.85	
	饮料和烟草	% 27	2.79	3.17	3.71	11	1.67	1.66	1.63	
	纺织厂	% 81	3.95	5.60	9.13	95	1.59	1.59	1.62	
	纺织制品	% 21	-0.74	0.63	2.42	68	2.12	2.14	2.16	
	服装	% 93	19.41	22.99	24.02	98	3.18	3.14	3.11	
	皮革及相关制品	% 93	23.38	27.85	38.43	76	2.45	2.36	2.44	
	纸制品	% 68	2.93	3.36	4.25	61	1.01	1.00	1.02	
	印刷	% 68	3.47	4.44	5.67	68	0.91	0.92	0.93	
石油及煤产品	% 63	8.16	16.95	24.51	84	0.89	0.89	0.92		
基础化学品	% 52	2.63	3.01	2.98	64	1.54	1.55	1.57		
橡胶和塑料制品	% 66	4.50	4.12	5.01	93	1.43	1.42	1.43		

来源: WIND、国金证券研究所

(九) 供应链与贸易：BDI 指数小幅回落

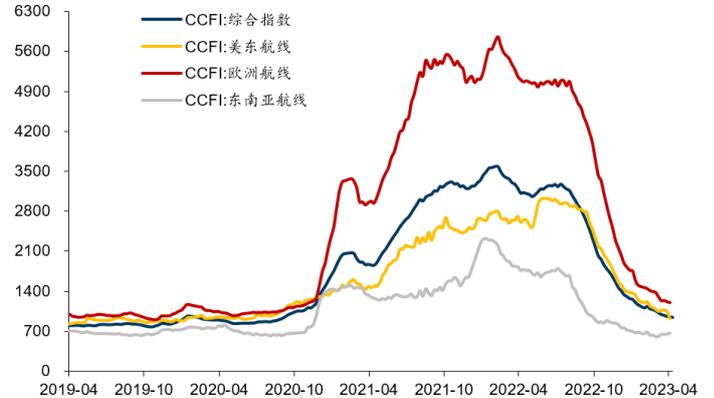
BDI 指数小幅回落，本周，波罗的海干散货指数回落至 1463 点，CCFI 综合指数回落至 942 点，美东航线回落至 931 点，欧洲航线回落至 1178 点，美国港口等待泊位集装箱船只数量减少，原油运输、成品油运输指数回落。

图表 88：本周 BDI 指数小幅上升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 89：本周 CCFI 海运价格延续回落



来源：Wind、国金证券研究所

图表 90：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 91：原油运输、成品油运输指数回落



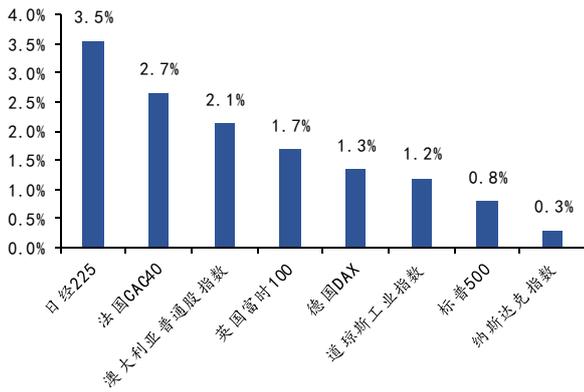
来源：Wind、国金证券研究所

三、大类资产高频跟踪（2023/04/08-2023/04/15）

(一) 权益市场追踪：全球资本市场普遍上涨

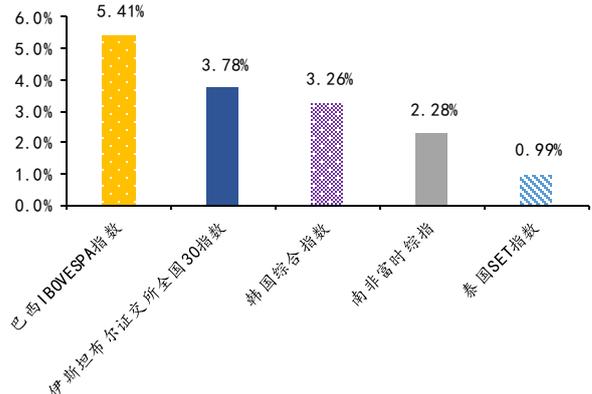
发达国家股指全线上涨，新兴市场股指全线上涨。日经 225、法国 CAC40、澳大利亚普通股股指、英国富时 100、德国 DAX、道琼斯工业指数、标普 500 和纳斯达克指数分别上涨 3.5%、2.7%、2.1%、1.7%、1.3%、1.2%、0.8%和 0.3%。巴西 IBOVESPA 指数、伊斯坦布尔证交所全国 30 指数、韩国综合指数、南非富时综指和泰国 SET 指数分别上涨 5.41%、3.78%、3.26%、2.28%和 0.99%。

图表92: 当周, 发达国家股指全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

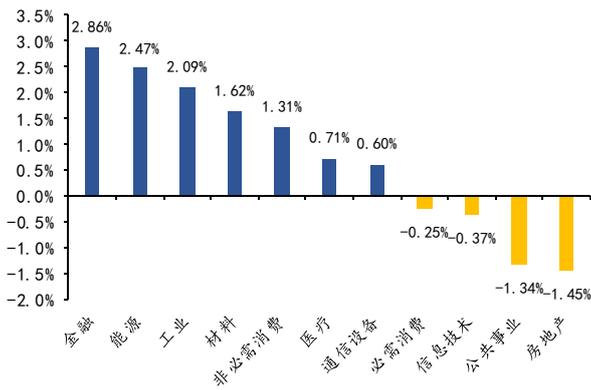
图表93: 当周, 新兴市场股指全线上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

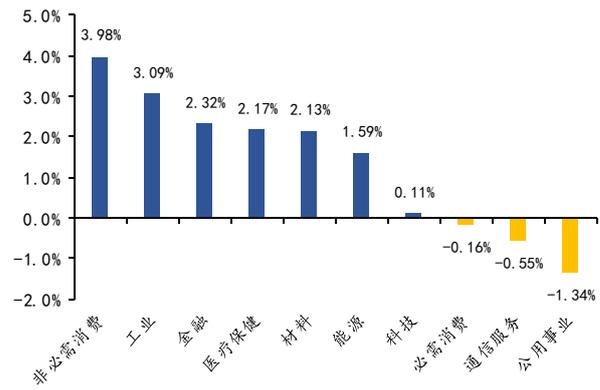
美国各行业多数上涨, 欧元区各行业多数上涨。从标普 500 的行业涨跌幅来看, 本周美股行业多数上涨。其中金融、能源、工业和材料领涨, 分别上涨 2.86%、2.47%、2.09% 和 1.62%; 仅房地产、公共事业、信息技术和必需消费下跌, 分别下跌 1.45%、1.34%、0.37%和 0.25%。从欧元区行业来看, 本周欧元区行业多数上涨。其中非必需消费、工业、金融和医疗保健领涨, 分别上涨 3.98%、3.09%、2.32%和 2.17%; 仅公用事业、通信服务和必需消费下跌, 分别下跌 1.34%、0.55%和 0.16%。

图表94: 当周, 美股行业多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

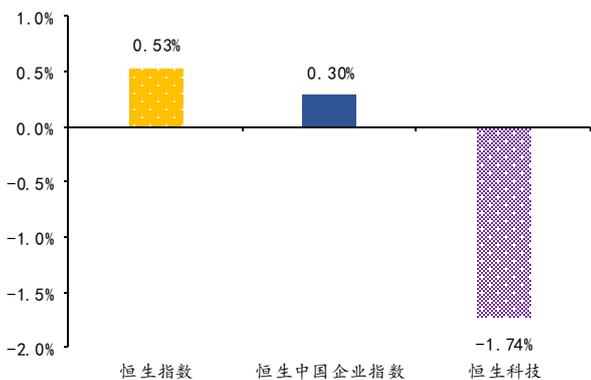
图表95: 当周, 欧元区行业多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

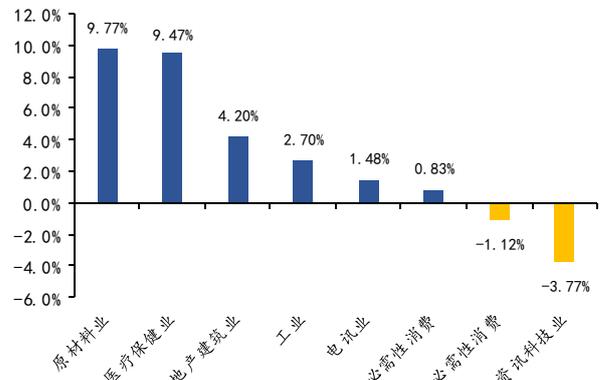
香港市场涨跌分化, 恒生科技和恒生中国企业指数分别上涨 0.53%和 0.30%, 恒生指数下跌 1.74%。行业方面, 恒生行业普遍上涨, 其中原材料业、医疗保健业、地产建筑业和工业领涨, 分别上涨 9.77%、9.47%、4.20%和 2.70%; 仅资讯科技业和必需性消费下跌, 跌幅分别为 3.77%和 1.12%。

图表96: 当周, 恒生指数涨跌分化



来源: Wind, 国金证券研究所

图表97: 当周, 恒生行业普遍上涨



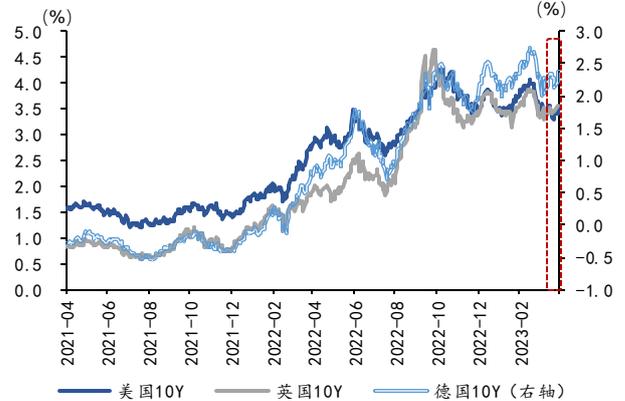
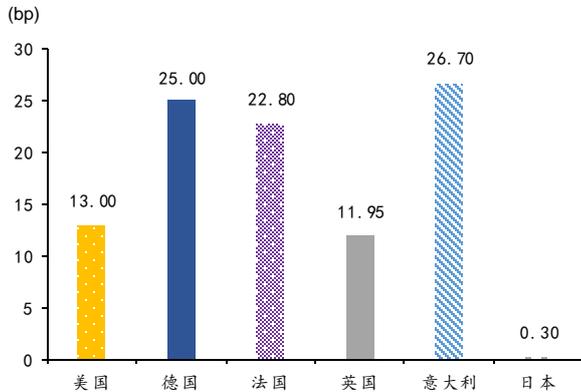
来源: Wind, 国金证券研究所

(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 13.00bp 至 3.53%，德国 10Y 国债收益率上行 25.00bp 至 2.37%；意大利、法国、英国和日本分别上行 26.70bp、22.80bp、11.95bp 和 0.30bp。

图表98：当周，主要发达国家 10Y 国债收益率全线上涨

图表99：当周，美德英 10Y 收益率均上行



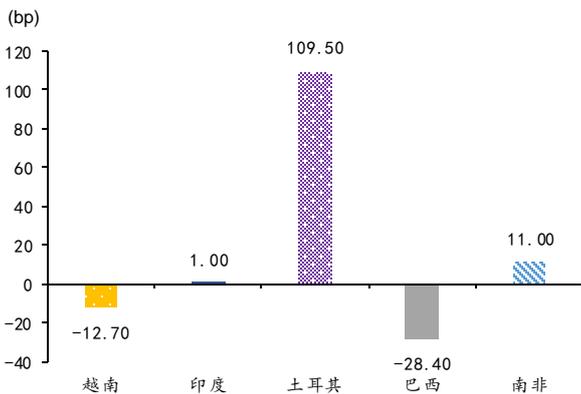
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率涨跌不一。土耳其 10Y 国债收益率大幅上行 109.50bp 至 12.37%，巴西 10Y 国债收益率下行 28.40bp 至 12.37%。南非和印度 10Y 国债收益率分别上行 11.00bp 和 1.00bp，越南 10Y 国债收益率下行 12.70bp。

图表100：当周，主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌不一

图表101：当周，土耳其、巴西 10Y 利率分别上行、下行



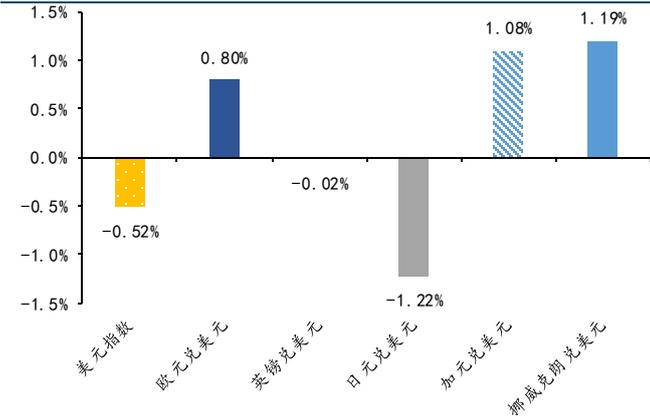
来源：Wind，国金证券研究所

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

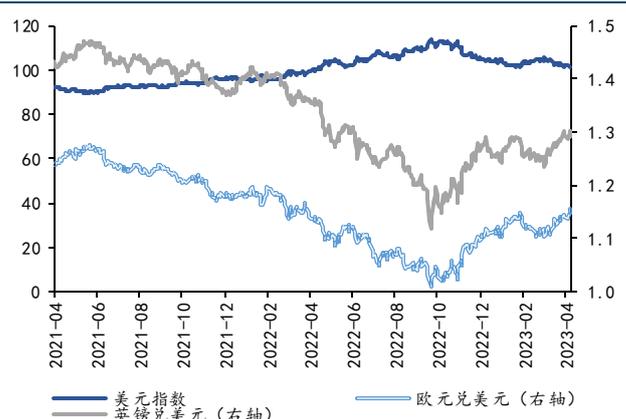
美元指数走弱，本周下跌 0.52%。挪威克朗、加元和欧元兑美元分别升值 1.19%、1.08% 和 0.80%，日元和英镑兑美元分别贬值 1.22% 和 0.02%。主要新兴市场兑美元汇率涨跌分化，雷亚尔、印尼卢比和韩元兑美元分别升值 3.00%、1.07% 和 0.91%，菲律宾比索和土耳其里拉兑美元分别贬值 1.32% 和 0.57%。

图表102: 当周, 美元指数下跌, 仅挪威克朗兑美元贬值



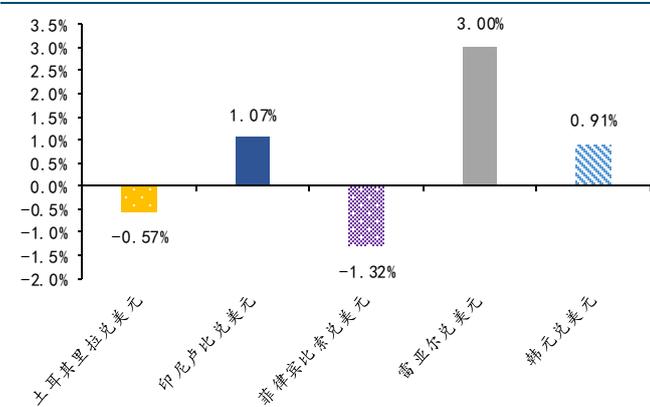
来源: Wind, 国金证券研究所

图表103: 当周, 欧元、英镑兑美元分别升值、贬值



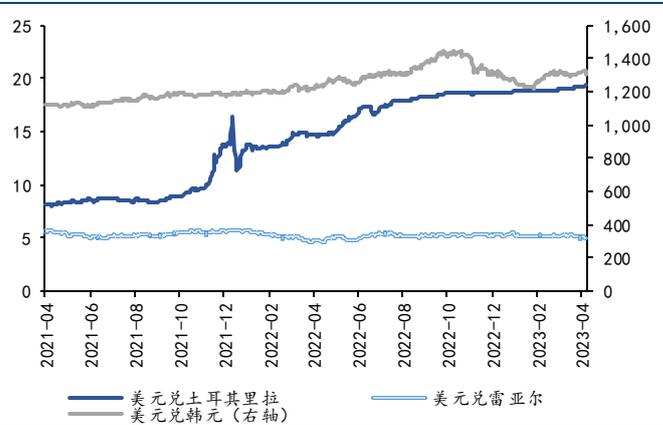
来源: Wind, 国金证券研究所

图表104: 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

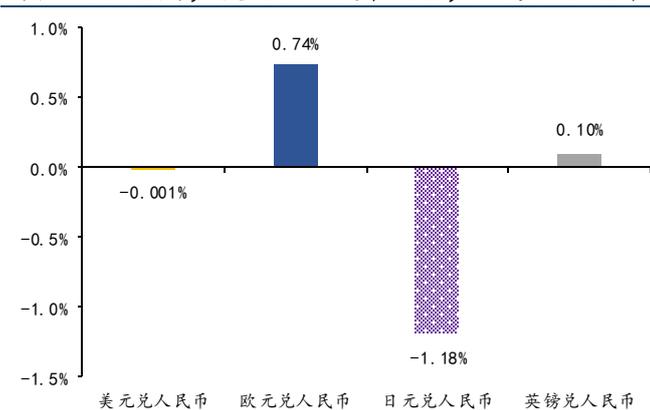
图表105: 土耳其里拉兑美元贬值, 雷亚尔和韩元升值



来源: Wind, 国金证券研究所

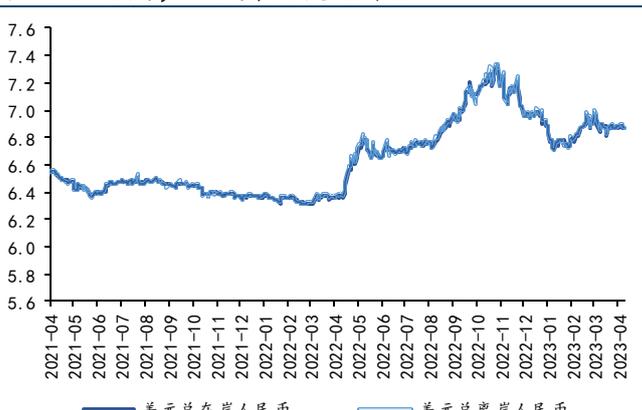
人民币兑美元升值0.001%, 兑欧元和英镑分别贬值0.74%和0.10%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比下行90bp至6.8680, 美元兑离岸人民币汇率下行101bp至6.8720。

图表106: 当周, 美元兑人民币贬值, 英镑和欧元升值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表107: 当周, 人民币兑美元升值



来源: Wind, 国金证券研究所

(四) 大宗商品市场追踪: 原油和有色价格均上涨, 贵金属、黑色和农产品涨跌不一

原油和有色价格均上涨, 贵金属、黑色和农产品涨跌不一。其中, 涨幅最大的是LME镍、LME锌和LME铜, 分别上涨7.43%、3.08%和2.82%; 跌幅最大的是焦煤、生猪和螺纹钢, 分别下跌4.32%、2.14%和2.07%。其中, 受低库存、硫酸镍转产电积镍、俄镍现货偏紧影响, 伦镍五周连涨; 但镍价逻辑渐从供给结构性矛盾向过剩转变, 本轮价格阶段性调整或已基本到位。

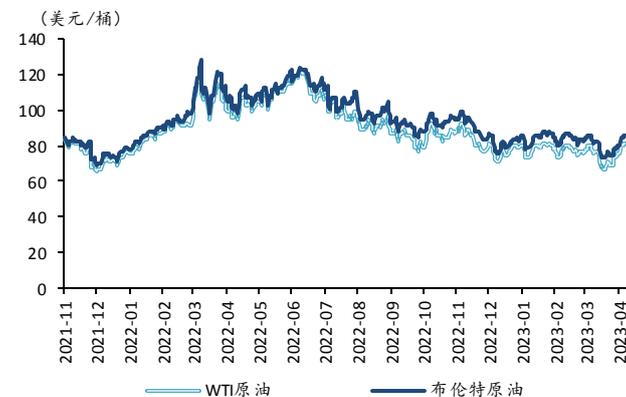
图表108: 当周, 商品价格走势涨跌分化

类别	品种	2023-04-14	2023-04-07	2023-03-31	2023-03-24	2023-03-17
原油	WTI原油	2.26%	6.65%	9.25%	3.78%	-12.96%
	布伦特原油	1.40%	6.71%	6.37%	2.77%	-11.85%
贵金属	COMEX黄金	-0.28%	2.01%	-0.79%	0.02%	6.24%
	COMEX银	1.88%	3.58%	4.77%	4.53%	10.16%
有色	LME铜	2.82%	-1.09%	0.03%	3.60%	-1.71%
	LME铝	2.01%	-1.47%	2.72%	1.45%	-0.78%
	LME镍	7.43%	-2.81%	0.78%	-1.89%	2.79%
	LME锌	3.08%	-3.15%	0.03%	-0.65%	-0.67%
黑色	动力煤	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	焦煤	-4.32%	4.76%	-0.51%	2.63%	-32.94%
	沥青	2.72%	2.85%	1.96%	-1.27%	-7.84%
	铁矿石	1.83%	-3.63%	5.77%	-4.66%	-0.31%
	螺纹钢	-2.07%	-3.72%	0.61%	-3.81%	-6.65%
农产品	生猪	-2.14%	-0.73%	9.24%	0.00%	0.00%
	棉花	-0.44%	2.48%	3.09%	-0.04%	-2.66%
	豆粕	1.74%	1.45%	0.11%	-5.24%	-5.99%
	豆油	-1.98%	1.67%	3.70%	-4.08%	-12.00%

来源: Wind, 国金证券研究所

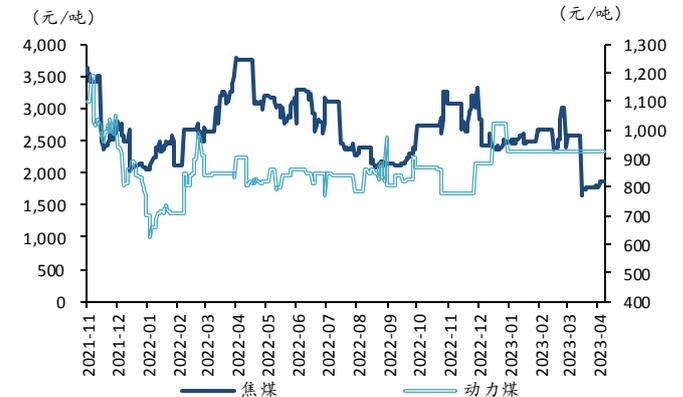
原油价格均上涨, 黑色价格涨跌分化。WTI原油价格上涨2.26%至82.52美元/桶, 布伦特原油价格上涨1.40%至86.31元/桶。动力煤价格持平在921元/吨, 焦煤价格下跌4.32%至1770元/吨。螺纹钢价格下跌2.07%至3880元/吨, 沥青和铁矿石价格分别上涨2.72%和1.38%至3849元/吨和945元/吨。

图表109: WTI原油、布伦特原油价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

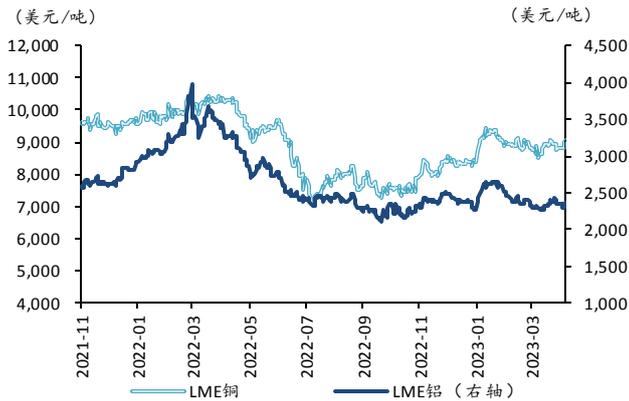
图表110: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

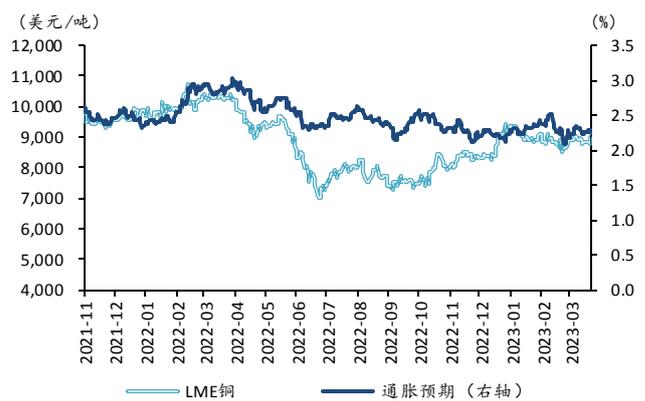
铜铝价格均上涨, 贵金属价格涨跌不一。LME铜和LME铝分别上涨2.82%和2.01%至9085美元/吨和2387美元/吨; 通胀预期从前值的2.25%上升至2.30%。COMEX黄金下跌0.28%至2003.70美元/盎司, COMEX银上涨1.88%至25.50美元/盎司; 10Y美债实际收益率较前值上行8bp至1.22%。

图表111: 当周, 铜铝价格均上涨



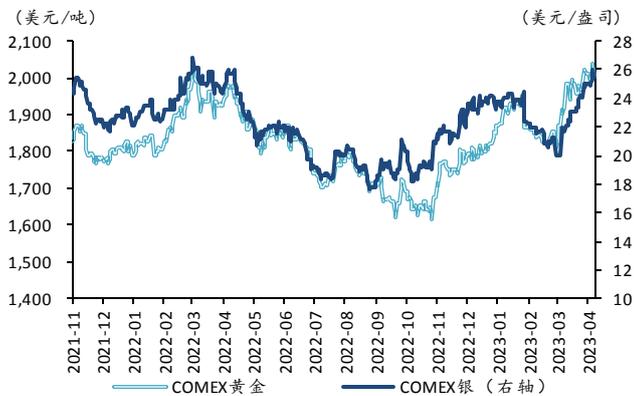
来源: Wind, 国金证券研究所

图表112: 当周, 通胀预期升温



来源: Wind, 国金证券研究所

图表113: 当周, 黄金、白银价格分别下跌、上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表114: 当周, 10Y美债实际收益率上行



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