

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

完美风暴？美国债务上限危机三种可能场景

年初美国突破债务上限以来，两党强硬的态度使得谈判迟迟未能得到进展，随着 X Date 的临近，市场忧虑情绪逐渐发酵，这一次美国债务上限纠纷有哪些新特征，是否会演绎成一场“完美风暴”？

热点思考：完美风暴？美国债务上限危机的三种可能情景

美国债务上限危机在历史上频繁发生，但这一次“祸不单行”。当前美国债务压力更高，银行业风险仍在扩散，两党的分歧也更大。民主党、共和党围绕是否削减政府开支陷入博弈，使得谈判迟迟未得到实质性进展。金融市场已经开始定价美国国债违约，风险溢价水平创历史新高，例如 1 年期、5 年期主权 CDS 利差快速攀升，均超过往年高点。

美国债务上限 X Date 最早可能出现在 6 月上半月。财政收入端，占比最高的个人所得税收入增速明显下降；支出端，疫情后社保、医疗等刚性支出占比大幅提高。资金端，TGA 账户金额显著低于季节性表现。考虑到 6 月上半月资金开支较大，且有 6000 亿美元债务到期，结合现有资金余额测算，财政最早可能在 6 月上半月面临“入不敷出”的考验。

据历史经验，可将债务上限的演绎归为三种场景：（1）场景一：两党提前达成协议，对经济和市场影响较低，但需关注解决后的流动性压力；（2）场景二：“技术性违约”，在临近违约前艰难达成暂停或提高债务上限的协议，影响可类比 2011 年或 2013 年，本次需关注其与银行业风险的“共振”；（3）场景三：“实质性违约”，两党在 X Date 前未达成协议，美国国债出现违约，无论对美国还是全球而言，冲击无法估量。场景一的可能性最高，场景三从未发生。

海外基本面&重要事件：美国 4 月 CPI 低于预期，银行业风险仍未缓解

美国 4 月 CPI 低于预期，市场交易美联储不再加息。美国 4 月 CPI 同比 4.9%，低于预期 5.0%，前值 5.0%，连续第 10 个月回落，核心 CPI 同比 5.5%，预期 5.5%，前值 5.6%。市场预计美联储未来两个月暂停加息的可能性提高，美债收益率、美元跳水，引发美股开盘上涨，终点利率维持高位的时间平均为 6.5 个月，我们维持年底降息的判断。

美国银行业风险仍未缓解，信用利差扩大。继 FRC 后，美国西太平洋合众银行、西部联盟银行股价均大幅下跌，当前美国金融条件延续收紧，但仍处于宽松区间；近一周美联储贴现窗口使用量有所降低，但银行业对美联储流动性工具使用量仍然较大，企业债信用利差重新扩大。

全球高频数据显示美国商品消费回落，全球出行情况改善。美国消费者信心回落；美国新增职位数回落，初请失业增加；美国进口价格指数同比回落；全球航班流量回升，美国国内地铁客运量增加，美国 4 月入境人次提高；美国商业原油库存增加、战略石油储备减少。

大类资产高频跟踪：全球股指分化，10 年期国债利率普遍上行，大宗商品原油和有色价格均下跌

全球主要股票指数涨跌分化，港股领跌。发达国家股指中，日经 225、澳大利亚普通股股指和纳斯达克指数分别上涨 0.8%、0.6% 和 0.4%，道琼斯工业指数、英国富时 100 和德国 DAX 领跌，分别下跌 1.1%、0.3% 和 0.3%。

发达国家 10 年期国债收益率涨跌分化。美国 10Y 国债收益率上行 2.00bp 至 3.46%，德国 10Y 国债收益率持平在 2.25%；日本、意大利和法国分别下行 2.90bp、2.60bp 和 2.10bp，英国上行 2.42bp。

美元指数走强，英镑和欧元兑美元贬值，人民币贬值。欧元、英镑、加元、挪威克朗和日元兑美元分别贬值 1.52%、1.50%、1.33%、1.12% 和 0.68%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值 0.68%、0.74% 至 6.9574、6.9710。

大宗商品原油和有色价格均下跌，贵金属和农产品价格涨跌分化，黑色价格多数上涨。受宏观经济衰退预期、美元指数大幅上涨、信贷趋向紧缩和国内社融意外下滑的影响，全球总需求偏弱使得有色板块整体走弱。

风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期

内容目录

一、热点思考：美国债务上限危机的三种演绎情景.....	5
(一) 美国债务上限危机的历史与新特征：这一次市场更脆弱.....	5
(二) 美国财政余粮：政府资金还能支撑多久？.....	7
(三) 美国债务上限危机可能出现的三种场景.....	9
二、海外基本面&重要事件.....	12
(一) 货币与财政：银行业冲击再起，美联储贴现窗口使用量降低.....	12
(二) 生产与就业：美国初请失业增加，活跃职位数量降低.....	12
(三) 消费与出行：美国消费者信心回落、欧美出行改善.....	13
(四) 通胀与能源：美国 CPI 低于预期，住房价格回落.....	14
(五) 库存与供应：美国原油库存上涨，战略石油储备减少.....	16
三、大类资产高频跟踪（2023/05/06-2023/05/13）.....	16
(一) 权益市场追踪：全球资本市场涨跌分化.....	16
(二) 债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率涨跌分化.....	17
(三) 外汇市场追踪：美元指数走强，人民币兑美元贬值、兑英镑和欧元升值.....	18
(四) 大宗商品市场追踪：原油和有色均下跌，贵金属和农产品涨跌分化，黑色多数上涨.....	19
风险提示.....	21

图表目录

图表 1： 2010 年以来，美国债务上限危机梳理.....	5
图表 2： 美国 2011、2013、1996 三次债务上限影响较大.....	6
图表 3： 债务上限的影响情形划分.....	6
图表 4： 本轮危机，美国主权 CDS 利差明显扩大.....	6
图表 5： 当前美国债务负担更高.....	6
图表 6： 加息以来，美国付息压力明显上升.....	6
图表 7： 美国两党两党分歧不断加深.....	6
图表 8： 本轮债务上限危机发展时间线梳理.....	7
图表 9： 美国财政收入中，个税占比最高.....	7
图表 10： 美国财政各项税收收入增速明显回落.....	7
图表 11： 美国财政收入结构及增速，个人所得税收入占比高，增速明显回落.....	7
图表 12： 疫情后美国医疗、社保类支出占比提高.....	8
图表 13： 美国财政支出结构中，法定支出占比上升.....	8
图表 14： 美国联邦政府支出增速。社会保障支出、利息支出占比高、增速高.....	8
图表 15： 特别措施及财政部现金耗尽后将迎来 X Date.....	9
图表 16： 美国财政部特别措施余额.....	9
图表 17： 美国 6 月上半月债务到期规模较大.....	9
图表 18： TGA 账户在 6 月上半月可能出现季节性低点.....	9
图表 19： BPC 预计美国 X Date 范围为 6 月至 8 月.....	9

图表 20:	穆迪预测美国 X Date 最早为 6 月 8 日	9
图表 21:	根据两党达成协议的时间点, 债务上限危机可能出现三种场景	10
图表 22:	2017 年债务上限期间, 仅短债收益率有所上行	10
图表 23:	2017 年债务上限期间, 股市影响较低	10
图表 24:	银行业对美联储流动性工具需求仍然较大	11
图表 25:	银行业浮亏风险仍然较大	11
图表 26:	2011 年债务上限危机附近, 股市回落	11
图表 27:	2011 年债务上限危机附近, 避险资产上升	11
图表 28:	不论违约期长短, 债务违约将会冲击美国经济	11
图表 29:	悲观情形下, 美国主权评级可能被再次下调	11
图表 30:	美国金融条件处于宽松区间	12
图表 31:	OFR 金融压力回落	12
图表 32:	美国企业债信用利差重新扩大	12
图表 33:	美国 TGA 账户余额回落	12
图表 34:	美联储政策工具量降低	12
图表 35:	美联储总资产回落	12
图表 36:	美国当周初请失业人数 26 万	13
图表 37:	持有失业保险人群的失业率 1.2%	13
图表 38:	美国新增职位数量降至 80 万个	13
图表 39:	制造业、餐饮、服务业活跃职位数量降低	13
图表 40:	美国红皮书零售增速 1.3%, 前值 1.3%	13
图表 41:	美国红皮书零售增速弱于季节性	13
图表 42:	欧洲航班飞行次数回升	14
图表 43:	美国纽约交通拥堵情况回升	14
图表 44:	美国 5 月消费者信心回落	14
图表 45:	美国 4 月入境人次提升	14
图表 46:	美国 CPI 同比、环比增速及分项结构	15
图表 47:	美国商品 CPI 同比及结构	15
图表 48:	美国服务业 CPI 同比及结构	15
图表 49:	美国进口价格指数同比回落	15
图表 50:	美国从欧洲、墨西哥进口价格上涨	15
图表 51:	上周美国原油库存增加 295 万桶	16
图表 52:	上周美国战略原油储备减少 292 万桶	16
图表 53:	美国原油库存低于 2019 年同期水平	16
图表 54:	美国天然气库存处于季节性高位	16
图表 55:	当周, 发达国家股指涨跌分化	17
图表 56:	当周, 新兴市场股指多数上涨	17
图表 57:	当周, 美股行业多数下跌	17
图表 58:	当周, 欧元区行业涨跌分化	17
图表 59:	当周, 恒生指数全线下跌	17
图表 60:	当周, 恒生行业全线下跌	17

图表 61: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率涨跌分化.....	18
图表 62: 当周, 美英 10Y 收益率均上行, 德债持平.....	18
图表 63: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌分化.....	18
图表 64: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率分别上行、下行.....	18
图表 65: 当周, 美元指数上涨, 外币兑美元全线贬值.....	18
图表 66: 当周, 英镑、欧元兑美元均贬值.....	18
图表 67: 当周, 主要新兴市场兑美元多数下跌.....	19
图表 68: 土耳其里拉和韩元兑美元贬值、雷亚尔升值.....	19
图表 69: 当周, 美元兑人民币升值, 英镑和欧元贬值.....	19
图表 70: 当周, 人民币兑美元贬值.....	19
图表 71: 当周, 商品价格走势涨跌分化.....	20
图表 72: WTI 原油、布伦特原油价格均下跌.....	20
图表 73: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格上涨.....	20
图表 74: 当周, 铜铝价格均下跌.....	21
图表 75: 当周, 通胀预期降温.....	21
图表 76: 当周, 黄金、白银价格分别上涨、下跌.....	21
图表 77: 当周, 10Y 美债实际收益率上行.....	21

年初美国突破债务上限以来，两党强硬的态度使得谈判迟迟未能得到进展，随着 X Date 的临近，市场忧虑情绪逐渐发酵，这一次美国债务问题有哪些新特征？将有哪些可能的演绎方向，债务上限危机是否将会演变成一场扰动全球的“完美风暴”？

一、热点思考：美国债务上限危机三种可能场景

（一）美国债务上限危机的历史与新特征：这一次市场更脆弱

历史上，美国债务上限危机频繁发生，2010 年以来美国暂停债务上限 8 次，上调债务上限 3 次。作为世界上少数设置债务上限的国家，债务上限初衷是为了控制政府债务增长，但二战后，美国债务上限已失去了原有作用，成为了两党谈判工具。当前美国国债总额已达到 31 万亿美元，仅十年增长了 120%，近十年几乎每年都会出现债务上限问题。达到债务上限后，美国政府可选择措施包括：使用“非常措施”、动用日常税收收入及财政部现金，从而延长现金耗尽时间。美国债务上限问题主要通过两党谈判解决，选项主要包括暂停债务上限或提高债务上限等。

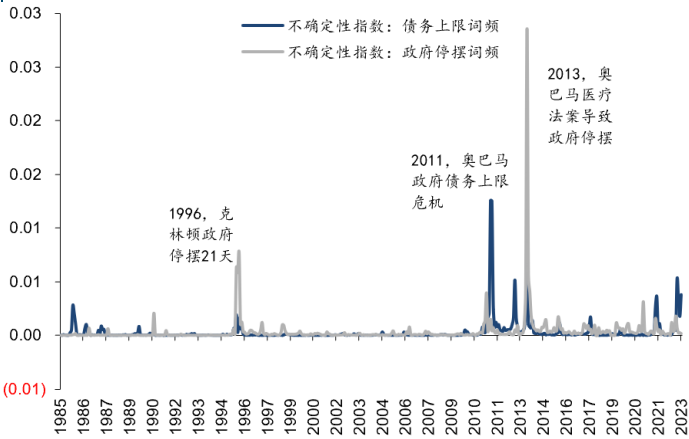
图表1：2010 年以来，美国债务上限危机梳理

历次债务上限	债务上限触及时间	债务上限金额 (万亿美元)	预计 X Date 日期	债务上限问题解决时间	解决时距离 X Date 时间	解决方式	总统及党派	参议院多数党	众议院多数党
2011	2011年5月16日	14.30	2011年8月	2011年8月2日	X Date前几天	上调债务上限至16.4万亿元，标普将美国信用评级从AAA降至AA+	奥巴马 (民主党)	民主党	共和党
2012	2012年12月31日	16.40	2013年2月	2013年1月18日	X Date前两周	暂停债务上限至2013年5月18日，首次通过临时暂停而非指定数字增加来解决。	奥巴马 (民主党)	民主党	共和党
2013	2013年5月19日	16.70	2013年秋季	2013年10月17日		暂停债务上限至2014年2月7日	奥巴马 (民主党)	民主党	共和党
2014	2014年2月7日	17.20	2014年3月	2014年2月15日	X Date前两周以上	暂停债务上限至2015年3月15日	奥巴马 (民主党)	民主党	共和党
2015	2015年3月15日	18.10	2015年秋季	2015年11月2日	距离X-Date仅有几周时间	暂停债务上限至2017年3月15日，通过了2015年两党预算法案，届时借款上限将重置为当时的债务水平	奥巴马 (民主党)	共和党	共和党
2017	2017年3月15日	19.80	2017年10月	2017年9月8日	距离X-Date约一个月	暂停债务上限至2017年12月8日	特朗普 (共和党)	共和党	共和党
2017	2017年12月8日	20.50	2018年3月	2018年2月9日		暂停债务上限至2019年3月1日	特朗普 (共和党)	共和党	共和党
2019	2019年3月2日	22.00	2019年9月-10月	2019年8月2日		暂停债务上限2年至2021年7月31日，期间政府可以继续发债	特朗普 (共和党)	共和党	民主党
2021	2021年8月1日	28.40	2021-10-18	2021年10月14日		上调债务上限至28.9 (推迟债务上限约2个月)	拜登 (民主党)	民主党	民主党
2021	2021年12月16日	28.90		2021年12月16日		上调债务上限至31.4，投票设置了快速通道流程	拜登 (民主党)	民主党	民主党
2023	2023年1月19日	31.40					拜登 (民主党)	民主党	共和党

来源：美国财政部、国金证券研究所

尽管未曾出现过实质性违约，但债务上限危机通过影响市场预期、风险偏好、干扰流动性、影响借贷成本等机制作用于实体经济和金融市场。1960 年以来，美国政府共计 78 次提高债务上限，大约每 8 个月上调一次。近三十年来出现了三次影响较大的债务上限调整事件，分别是 1996 年克林顿政府停摆，2011 年奥巴马政府债务上限危机，2013 年美国国政府停摆。2011 年 8 月初，美国因债务上限之争几乎导致政府停摆，共和党占多数的众议院要求时任总统奥巴马削减一系列支出，以换取提高债务限额。在财政部估计限额将用尽的两天前，奥巴马最终与国会的共和党议员达成协议，共和党人同意提高上限，以换取未来一揽子的开支削减，在 8 月 2 日以 74 票对 26 票通过议案，奥巴马签署议案，结束债务上限危机。

图表2: 美国 2011、2013、1996 三次债务上限影响较大



来源: EPU、国金证券研究所

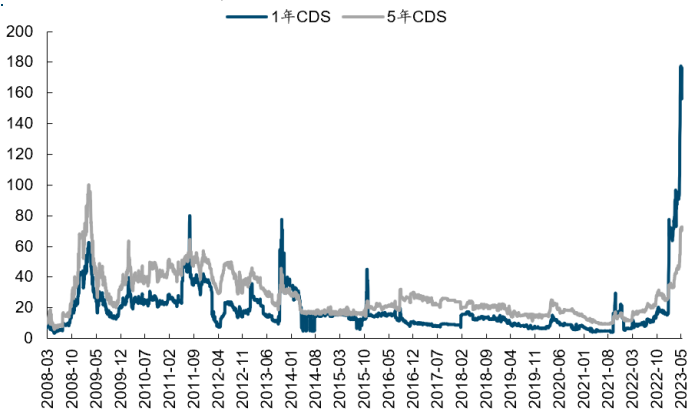
图表3: 债务上限的影响情形划分

项目	影响较大的情形	影响较小的情形
案例	2011年、2013年	2021年、2017年、2019年等
占比(2010年以来)	20%	80%
对经济影响	信心预期受损; 借贷成本上升; 政府停摆; 流动性冲击	影响较低
对股票影响	下跌	影响较低
对债券影响	短债收益率上涨, 长债收益率下跌	到期日附近的短债收益率上涨, 其他影响较低
对黄金影响	上涨	影响较低
对美元影响	不明显	影响较低

来源: Wind、国金证券研究所

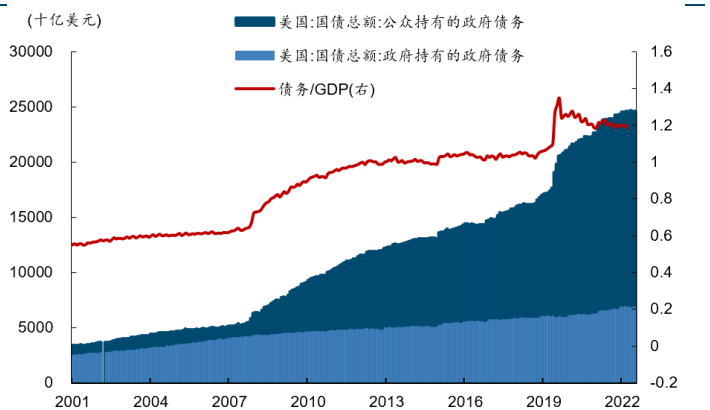
本轮债务上限危机出现了有别以往的新特征, 市场担忧情绪更强, 美国债务压力更高, 银行业风险仍在扩散, 两党的分歧也更大。新特征主要体现在以下方面: 第一、市场情绪明显更加脆弱, 金融市场已经通过更高的风险溢价开始定价政府违约。美国 1 年期、5 年期主权 CDS 利差快速攀升, 已超过 2008、2011 及 2013 年的高点。第二、美国银行业风险仍然在蔓延; 第三、当前美国债务压力更高, 美国政府债务占 GDP 比重达到 120%, 利率上行引起美国债务付息压力增大, 4 月利息支出增速 (12MMA) 达到 24%, 利息支出占财政支出比重接近 10%; 第四、美国两党间的分歧较以往更加严重。疫情后, 两党对彼此的看法越来越负面, 2022 年, 62% 的共和党人对民主党持有负面看法, 54% 的民主党人同样对共和党不满。这些新特征可能导致本轮债务问题更复杂。

图表4: 本轮危机, 美国主权 CDS 利差明显扩大



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表5: 当前美国债务负担更高



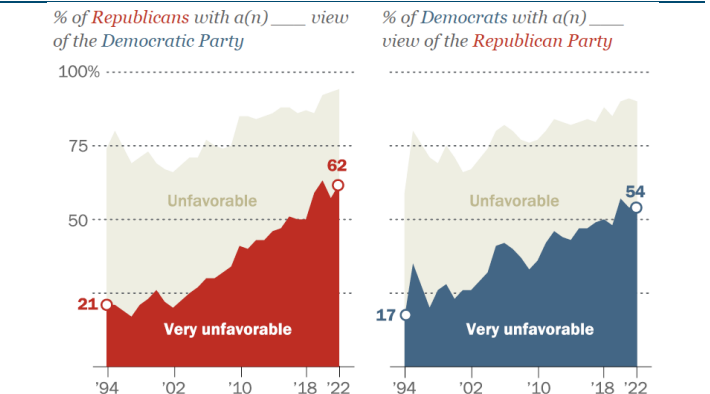
来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 加息以来, 美国付息压力明显上升



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表7: 美国两党两党分歧不断加深

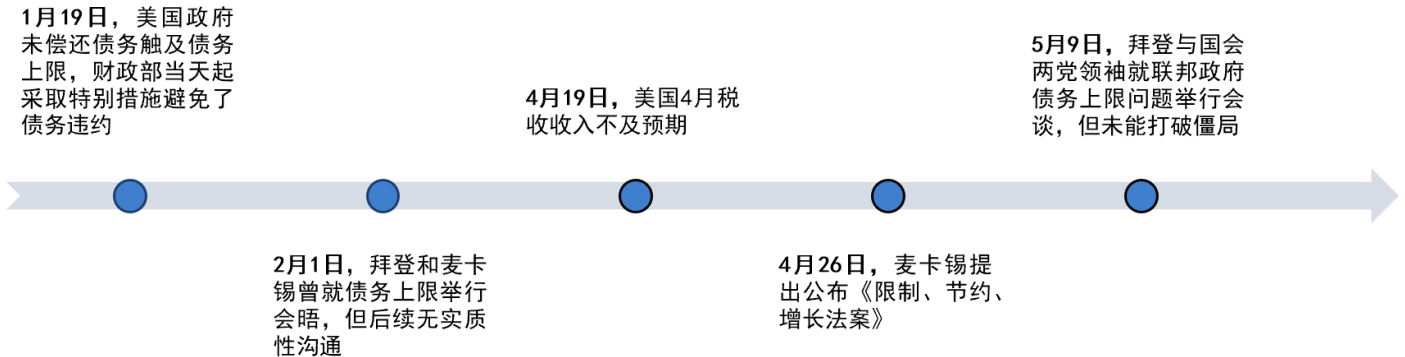


来源: PewResearch、国金证券研究所

从本轮债务上限发展来看, 美国民主党、共和党围绕是否削减政府开支陷入博弈, 谈判进度不大。从时间梳理来看, 1 月 19 日美国突破债务上限, 4 月税收不及预期, 4 月 26 日, 美国众议院批准麦卡锡提出的提高债务上限法案: 《限制、节约、增长法案》。该法案主要包括: (1) 延迟债务上限。提议在明年 3 月 31 日前, 暂停债务上限控制, 如果两

党能在这一时限前同意将债务上限再提高 1.5 万亿美元，则这一时限作废。(2) 削减政府开支。法案要求 2023 财年 (9 月 30 日结束) 联邦政府开支缩减至 1.47 万亿美元。(3) 联邦政府预算年均增速需控制在 1%。(4) 取消针对新能源相关减税措施等。由于在削减政府开支方面较激进，法案在参议院可能无法通过。

图表8: 本轮债务上限危机发展时间线梳理

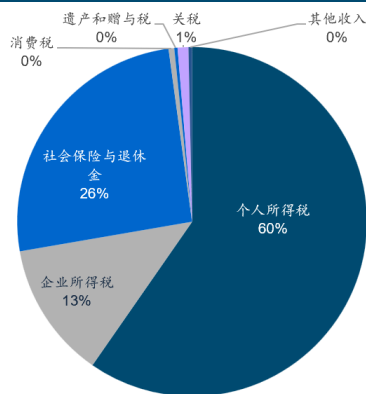


来源：美国财政部、国金证券研究所

(二) 美国财政余粮：政府资金还能支撑多久？

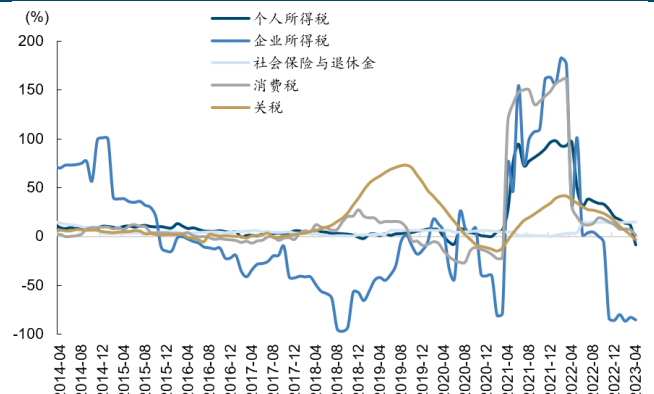
美国财政收入方面，个人所得税占比最高，各项收入增速均已明显回落。美国财政收入以税收为主，主要包括个人所得税、企业所得税、社保缴费、消费税、遗产税、关税等。个人所得税收入占比约 50%，是收入主要来源；企业所得税占比约 7%；社保缴费占比约 36%。2022 年以来，美国财政各项收入增速均明显回落，截至 4 月，个人所得税同比增速降至-36%、企业所得税-37%、消费税-50%，占比最大的个税增速回落幅度较大。

图表9: 美国财政收入中，个税占比最高



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表10: 美国财政各项税收收入增速明显回落



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表11: 美国财政收入结构及增速，个人所得税收入占比高，增速明显回落

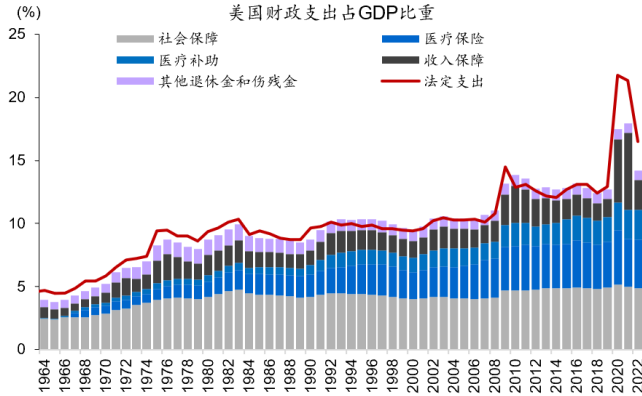
美国联邦政府收入同比	2023-4月 金额(十亿美元)	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
个人所得税	381	-35.8	0.0	-25.0	-9.3	-14.9	-17.7	21.8	6.0	13.8	11.2	-24.2	-29.2	204.8
预扣缴	128	-3.9	2.1	-3.0	-0.3	-13.4	-12.3	17.8	-0.9	9.2	7.4	-39.6	26.8	7.4
其他	326	-36.6	-5.1	-7.5	-6.9	7.1	15.4	37.8	13.0	16.6	0.4	-7.2	-54.3	339.7
企业所得税	81	-9.0	12.8	-52.6	53.4	5.4		-6.9	22.2	52.9	-51.4	11.3	-44.2	21.7
社会保险与退休金	163	9.1	10.4	13.5	10.4	11.6	-1.2	8.5	2.8	14.9	5.2	83.5	13.8	3.9
就业及一般退休	157	8.8	13.8	14.4	9.3	12.6	6.9	7.4	7.2	13.0	7.1	85.2	7.6	7.9
预算内	36	6.8	9.0	9.5	11.4	13.3	9.6	10.1	7.8	17.4	9.6	91.2	10.2	9.6
预算外	120	9.4	15.2	15.8	8.6	12.4	5.9	6.4	7.0	11.7	6.4	83.1	6.9	7.4
失业保险	6	20.3	-86.5	-16.6	44.6	-65.8	-74.0	53.8	-92.9	47.1	-35.6	19.5	63.7	-49.1
其他退休	1	-11.4	44.6	14.6	10.7	10.1	-6.0	-4.9	38.2	7.3	3.2	1.6	26.9	9.0
消费税	3	-49.6	4.2	14.1	-2.5	-0.7	3.4	4.0	9.9	14.9	-5.3	7.8	16.7	12.5
遗产和赠与税	2	-53.2	-36.5		-10.1	-31.5	45.1	14.2	42.3	40.4	75.0	0.6	4.5	-8.6
关税	6	-30.7	-24.5	-21.1	-20.4	-20.0	-8.3	5.1	11.3	16.3	13.6	17.0	25.8	28.5
其他收入	2	-82.7	-83.5	-77.3	-83.9	-73.6	-75.1	-58.2	-75.9	-12.7	-35.8	-9.0	18.1	19.7

来源：Bloomberg、国金证券研究所

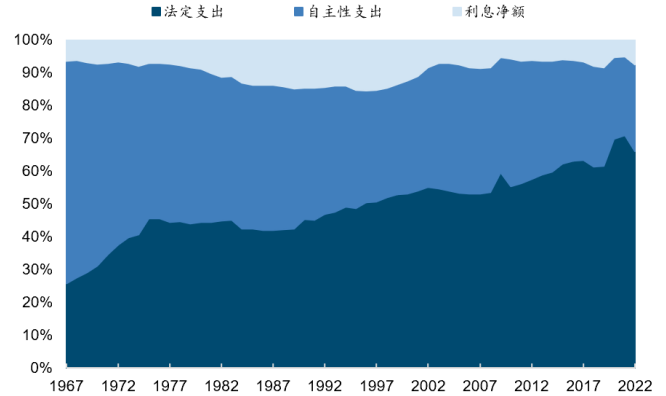
美国财政支出方面，疫情后财政刚性支出占比提高，利息支出压力上升，整体支出增速仍然较高。美国财政支出包括社会保障、医疗、收入保障、国防、利息支出等，其中社会保障支出占比最高，达 25%，医疗保健占比 13.7%、利息支出占比 13.5%，收入保障

占比 12%。与疫情前相比，美国社保、医疗保健等法定支出明显抬升，占总支出比重已超 60%。利息支出压力同样上涨，4 月利息支出 620 亿美元，已超出国防支出的 580 亿美元。结构的变化导致政府支出增速难以降低，2022 年 6 月以来，支出端增速整体高于收入增速，使得财政赤字扩大，美国今年 3 月赤字增速高达 96%。

图表12: 疫情后美国医疗、社保类支出占比提高



图表13: 美国财政支出结构中，法定支出占比上升



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表14: 美国联邦政府支出增速。社会保障支出、利息支出占比高、增速高

美国联邦政府支出同比	2023-4月 金额(十亿美元)	2023-04	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
国防	58	-5.4	28.2	2.7	5.4	2.9	-3.1	11.3	20.8	21.7	-5.2	-1.5	10.2	-13.6
国际事务	5	3.8	8.7	73.8	-68.9	172.7	7.9	47.3	22.9	113.0	1.1	-216.3	131.0	99.4
一般科学、空间和技术	3	1.0	15.7	9.5	20.1	18.9	-12.8	15.3	15.4	8.5	11.2	9.6	7.5	2.1
能源	0	-64.1	-368.5	83.8	-173.7	-252.3			-61.8	-210.4	-630.7		-336.0	-172.6
自然资源及环境	2	17.5	13.6	21.2	9.9	-0.6	-0.7	-1.9	-11.8	3.5	-8.4	-16.7	14.3	-13.9
农业	1	-18.4	54.9	64.9	78.8	17.5	34.5	15.6	64.1	182.6	249.4	222.9	85.7	-81.0
商业和住房信贷	8	194.2	-1057.3	54.2	-102.6	-9.6	-61.7	18.1	-61.3	-128.8		-180.4	-97.0	-94.9
交通	8	-13.2	-31.2	6.6	-29.1	-2.5	8.2	1.7	-4.5	28.0	-9.2	-26.1	1.9	-54.4
社区及地区发展	33	412.8	3.5	-19.4	-33.2	-5.2	-39.3	-13.2	-26.5	-140.6	-13.3	10.9	86.7	14.8
教育、培训、就业和社会福利	13	-33.5		6.2	15.8	31.2	78.0	1.6	303.6	116.0	-16.1	-3.2	24.8	34.1
医疗保健	63	-11.0	0.4	-3.7	-6.8	-8.1	1.0	1.3	8.0	9.7	1.3	15.5	17.5	6.4
医疗保险	21	-78.0	104.9	18.7	10.1	12.7	17.0	-65.3	74.3	206.3	-31.1	-0.3	-19.0	6.3
收入保障	54	-44.9	-9.6	-18.9	72.4	-5.1	-27.5	-39.1	-27.1	-39.7	-50.9	-48.7	-41.2	-40.0
社会保障	115	11.8	11.8	11.9	11.6	8.8	8.9	8.4	9.1	8.6	8.7	8.7	8.9	8.7
退伍军人福利和服务	12	-66.4	80.1	15.1	16.0	14.5	11.4	-48.0	68.0	104.6	-22.9	20.1	17.6	15.1
司法	9	44.7	13.6	17.5	9.4	8.9	-11.6	36.6	4.6	6.7	3.7	-19.8	22.7	2.9
一般政府	2	-35.0	-9.5	68.2	-37.0	-126.1	470.4	-35.4	-63.1	-78.6	-36.2	-13.4	-75.6	46.5
利息	62	42.7	54.0	26.2	44.8	29.5	56.9	43.8	-161.1	49.9	46.0	10.4	51.9	28.8
未分配补偿收入	-9	-34.1	15.8	11.6	-89.8	-5.3	-11.2	10.3	157.4	4.9	6.4	7.0	35.8	56.1

来源: WIND、国金证券研究所

美国债务上限 X Date 预计何时到来? 具体日期取决于美国特别措施余额和财政部现金。X Date 是指美国在达到债务上限后, 财政部耗尽所有可行措施的日期, 届时, 美国政府将无法全额支付各项开支, X Date 后, 美国将可能出现主权违约。从特别措施 (Extraordinary Measures) 来看, 现阶段美国财政部实施的措施包括: (1) 暂停投资联邦雇员退休金 G-Fund; (2) 暂停投资汇率稳定基金; (3) 暂停投资公务员和邮政退休基金; (4) 发行并交换来自联邦融资银行的证券。截至 1 月 31 日, 特别措施可腾挪的资金额约为 2300 亿美元, 截至 5 月 3 日已消耗至 1150 亿美元。

图表15: 特别措施及财政部现金耗尽后将迎来 X Date



图表16: 美国财政部特别措施余额

财政部特别措施	2023年1月31日 剩余 (亿美元)	2023年5月3日 剩余 (亿美元)
不再投资联邦雇员退休金 G-Fund	1690	940
不再投资汇率稳定基金	170	170
不再投资公务员和邮政退休基金	410	0
发行并交换来自联邦融资银行的证券	<100	<100
合计	2300	1150

来源: BPC、国金证券研究所

来源: BPC、国金证券研究所

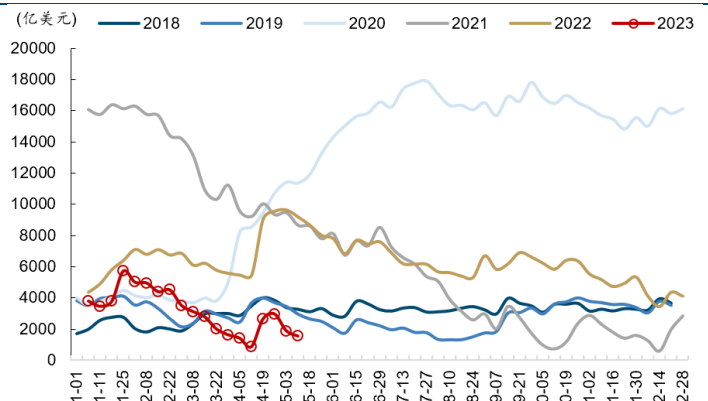
从财政部可用资金来看, X Date 最早可能出现在 6 月上半月。资金余额方面, 今年财政部 TGA 账户余额低于往年水平。4 月税收缴款后, TGA 账户新增仅约 1700 亿, 去年同期新增达 3700 亿。截至 2023 年 5 月 3 日, 财政部现金约 1880 亿, 加上 1150 亿美元的特别措施余额, 总计约 3030 亿。资金支出方面, 6 月 1 日至 6 月 15 日, 美国财政部将有约 6000 亿美元的债务到期; 六月份财政部需现金支出至少 3260 亿, 上半月约 1630 亿, 且 6 月上半月由于支出较大, 往往形成现金低点。结合现有余额看, 5 月尚能度过, 但 X Date 最早可能将出现在 6 月上半月。海外给出的预测结果方面, BPC 预测可能为 6 月初至 8 月, 穆迪预测可能为 6 月 8 日, 耶伦警告最早为 6 月 1 日。

图表17: 美国 6 月上半月债务到期规模较大

日期	债务到期规模(亿美元)
2023年6月1日	1050
2023年6月6日	1360
2023年6月8日	1020
2023年6月13日	860
2023年6月15日	1800
2023年6月20日	810
2023年6月22日	1020
2023年6月27日	810
2023年6月29日	1020
2023年6月30日	1240

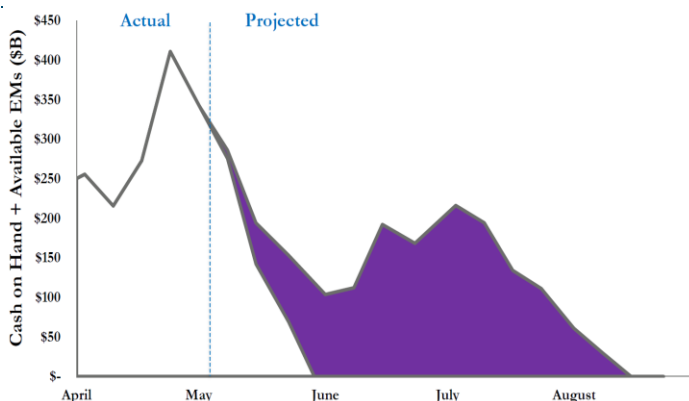
来源: BPC、国金证券研究所

图表18: TGA 账户在 6 月上半月可能出现季节性低点



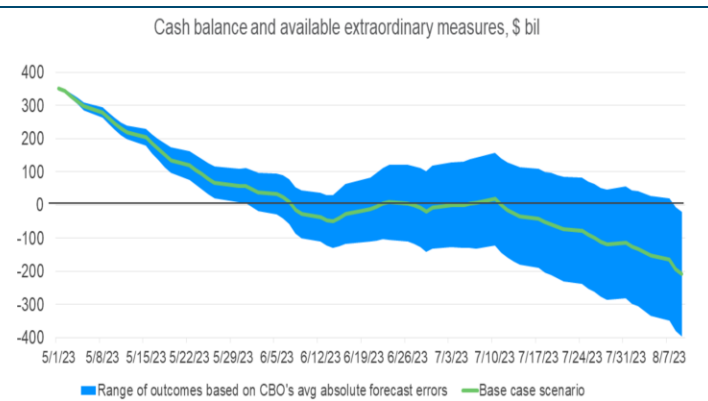
来源: BPC、国金证券研究所

图表19: BPC 预计美国 X Date 范围为 6 月至 8 月



来源: BPC、国金证券研究所

图表20: 穆迪预测美国 X Date 最早为 6 月 8 日

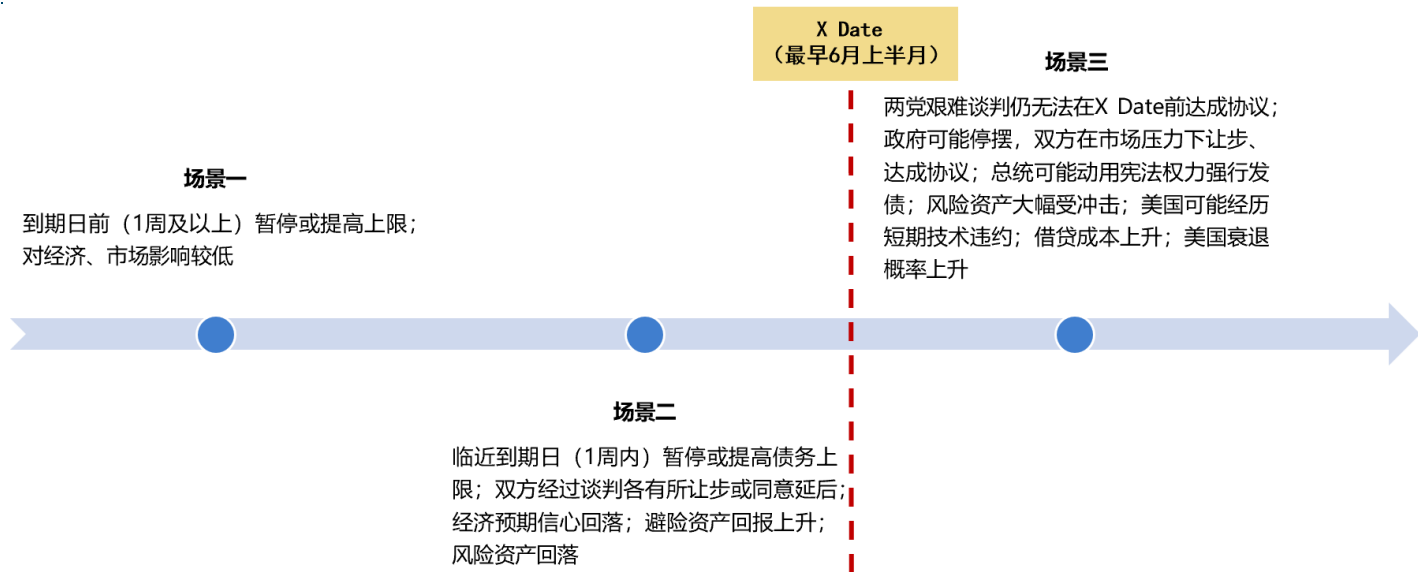


来源: Moody、国金证券研究所

(三) 美国债务上限危机可能出现的三种场景

美国债务上限具体的发展取决于两党的谈判结果, 但可能的发展情景有三种: (1) 场景一, 两党顺利达成协议, 提高或暂停债务上限, 对经济和市场影响较低; (2) 场景二, 两党在 X Date 前艰难达成暂停或提高债务上限的协议, 各自做出妥协, 对经济和市场影响类比 2011 年; (3) 场景三是, 双方在 X Date 前无法达成协议, 美国政府停摆, 甚至出现债务违约, 影响程度最大。我们区分场景具体讨论可能出现的影响。

图表21: 根据两党达成协议的时间点, 债务上限危机可能出现三种场景

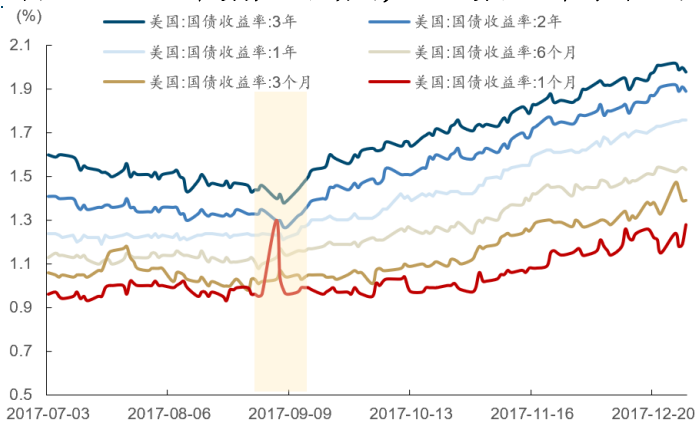


来源: 国金证券研究所

1. 场景一: 在 XDate 前, 顺利解决债务上限问题

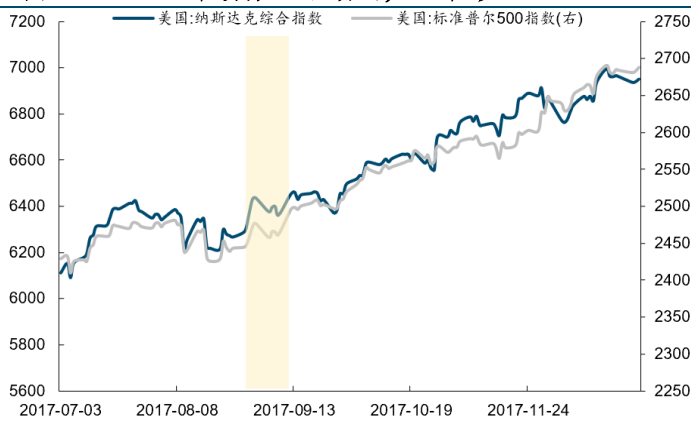
场景一, 美国两党在 X Date 前顺利提高或暂停债务上限, 或者同意短期内增加宽限期, 双方各自让步, 民主党同意削减支出, 换取共和党配合, 类似情景包括 2021 年、2019 及 2017 年等。对实体经济而言, 该情形下债务上限问题对经济影响较低, 但若民主党让步较大, 那么财政支出的削减可能影响今年美国经济的需求; 对金融市场而言, 股市波动较低, 但最明显的金融市场反应是短债收益率上升, 特别是 X Date 前后到期的国债。可能的风险在于, 债务上限危机解除后, 财政部重新发行国债, 美债市场供给增加, 市场流动性收紧, 可能抬升美债收益率。

图表22: 2017 年债务上限期间, 仅短债收益率有所上行



来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 2017 年债务上限期间, 股市影响较低



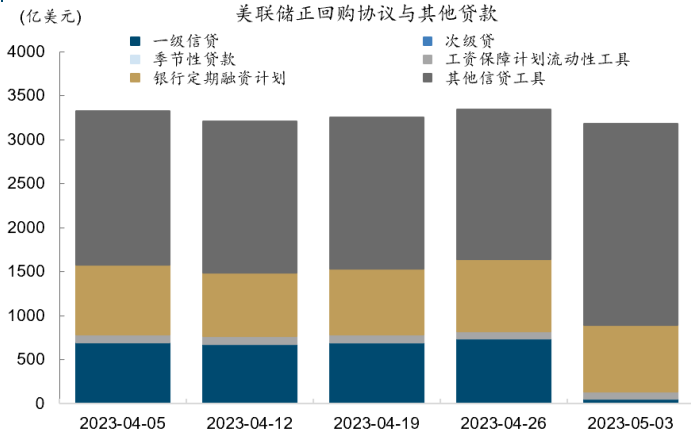
来源: Wind、国金证券研究所

2. 场景二: 两党在临近违约前艰难谈判达成协议

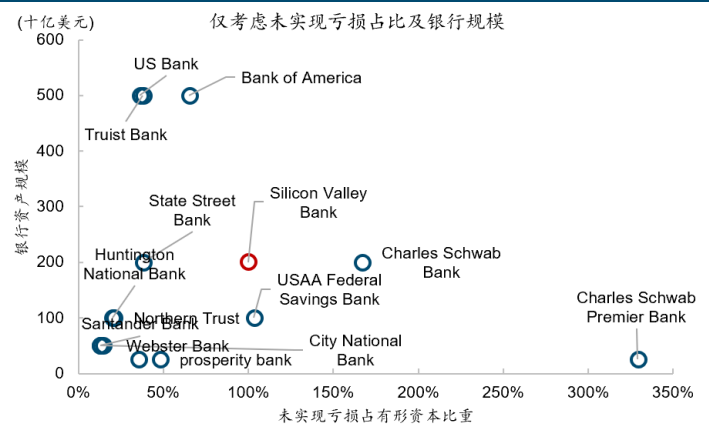
场景二, 美国两党在临近违约前几日甚至仅提前若干小时达成协议, 谈判很可能会被拖延到“最后一刻”。双方最终各有所让步, 同意提高或暂停债务上限。该情景的影响类似于 2011 及 2013 年两次影响较大的债务上限危机, 主因是今年美国参众两院同样分属两党 (与 2011 相同); 两党基调同样强硬 (与 2011、2013 年相同); 从触发债务上限到 X Date 的时间同样紧迫 (2011 年为 3 个月, 2023 年可能为 4 个月)。

在该情景下, 对实体经济而言, 经济预期和消费者信心可能回落; 黄金等避险资产回报上升; 股票等风险资产回落。但今年新的风险在于债务上限危机可能加大银行业冲击。主要体现在: (1) 短期内国债利率上升可能使银行浮亏进一步扩大; (2) 银行以国债作为抵押品向美联储借款, 国债信用受质疑可能使银行业流动性恶化; (3) 为寻求安全资产, 投资人可能会从国债市场逃离, 通过货币基金流入 ON RRP, 加速银行存款挤兑。

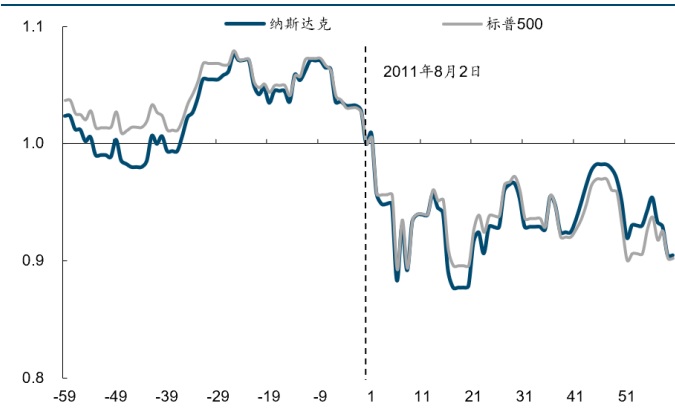
图表24: 银行业对美联储流动性工具需求仍然较大



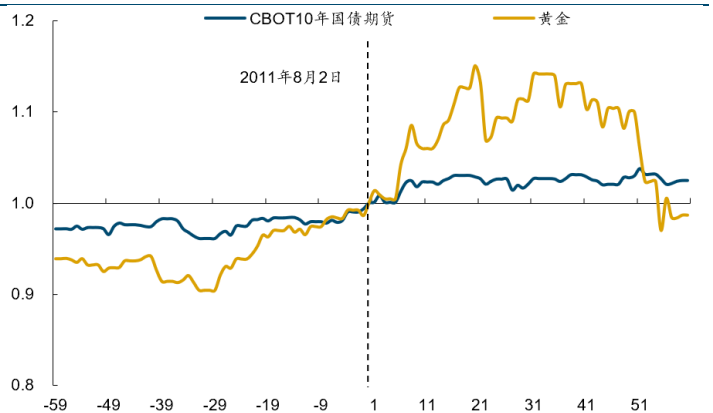
图表25: 银行业浮亏风险仍然较大



图表26: 2011年债务上限危机附近, 股市回落



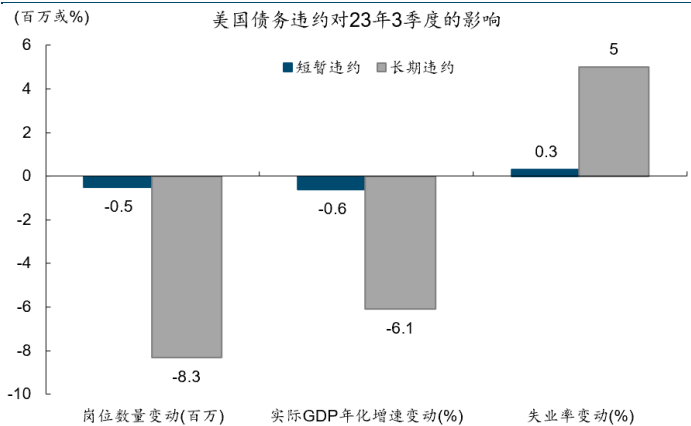
图表27: 2011年债务上限危机附近, 避险资产上升



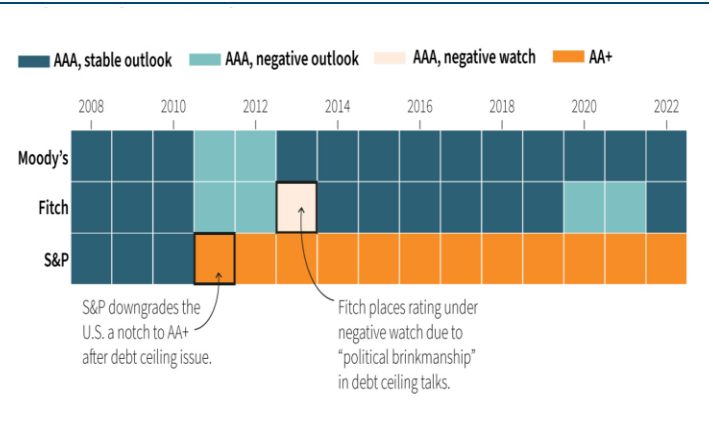
3. 场景三: 两党态度强硬, X Date 前仍无进展, 美国接近违约甚至实质性违约

该情景下, 两党各自态度强硬, 谈判无法取得有效进展, 拖延到 X Date 之后, 政府可能出现停摆, 美国接近违约甚至出现短期的实质性违约, 双方最终在市场压力下让步, 暂停、提高上限; 总统也可能动用宪法权力强行发债。类似情形历史上未曾出现, 经济和市场严重性可能高于 2011 年。根据美国白宫的测算, 长期违约 (违约持续数周) 将使美国三季度就业岗位减少 800 万个、GDP 下降 6.1 个点、失业率上升 5 个百分点; 短期违约 (违约持续数天) 也会使美国三季度就业岗位减少 50 万个、GDP 下滑 0.6 个点、失业率上升 0.3 个点。一旦违约, 美国主权债务评级将可能被再次下调。

图表28: 不论违约期长短, 债务违约将会冲击美国经济



图表29: 悲观情形下, 美国主权评级可能被再次下调

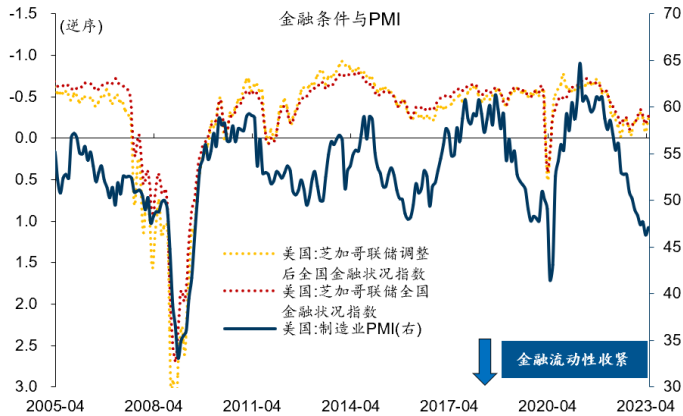


二、海外基本面&重要事件

(一) 货币与财政：银行业冲击再起，美联储贴现窗口使用量降低

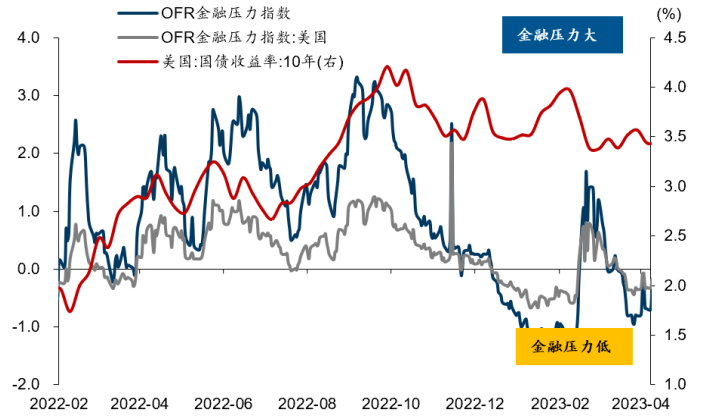
美国银行业风险仍未缓解，信用利差扩大。继 FRC 后，美国西太平洋合众银行、西部联盟银行股价均大幅下跌，当前美国金融条件延续收紧，但仍处于宽松区间；近一周美联储贴现窗口使用量有所降低，但银行业对美联储流动性工具使用量仍然较大，企业债信用利差重新扩大。

图表30：美国金融条件处于宽松区间



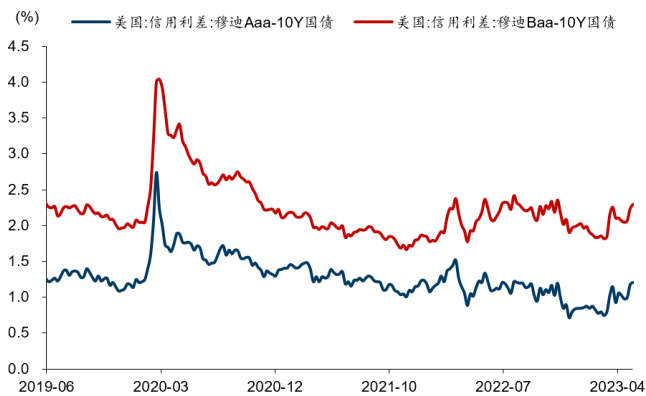
来源：Wind、国金证券研究所

图表31：OFR 金融压力回落



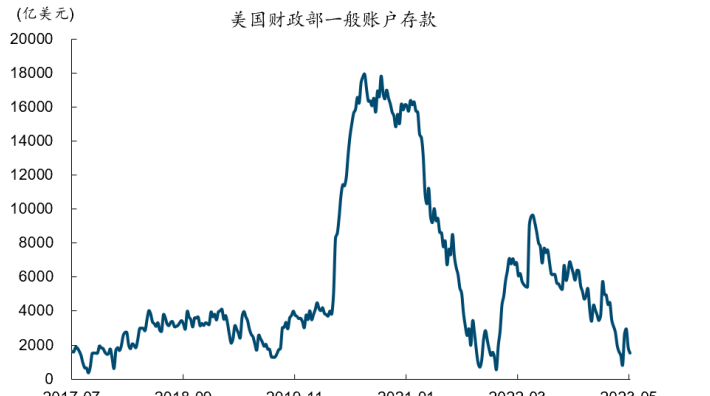
来源：Wind、国金证券研究所

图表32：美国企业债信用利差重新扩大



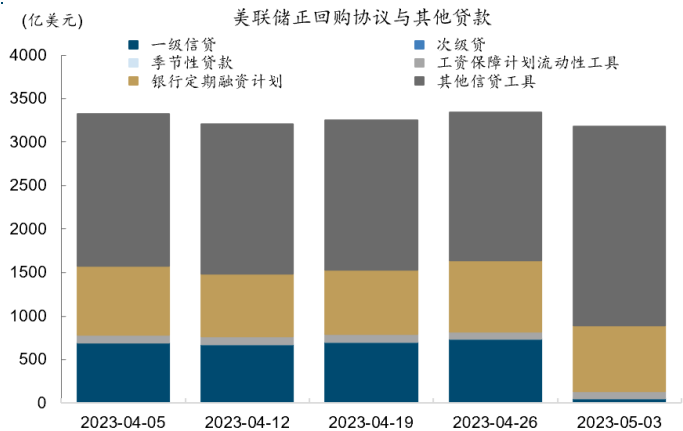
来源：Wind、国金证券研究所

图表33：美国 TGA 账户余额回落



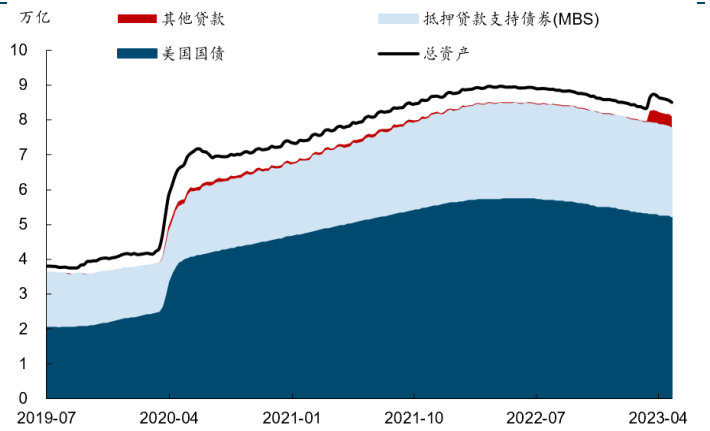
来源：Wind、国金证券研究所

图表34：美联储政策工具量降低



来源：Wind、国金证券研究所

图表35：美联储总资产回落

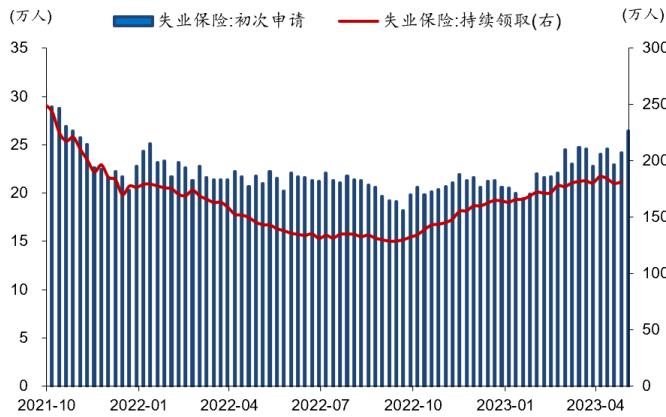


来源：Wind、国金证券研究所

(二) 生产与就业：美国初请失业增加，活跃职位数量降低

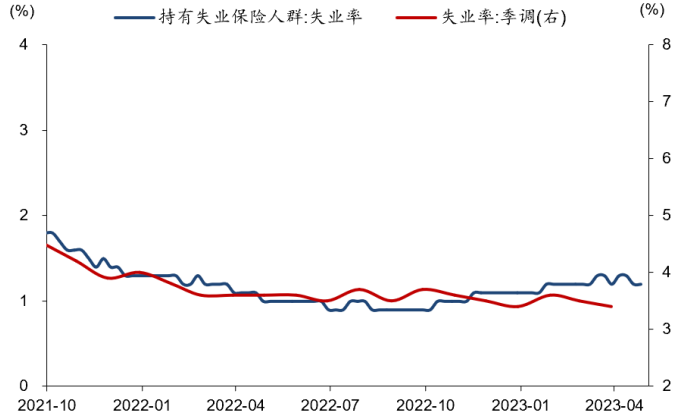
美国当周初请失业人数上升至 26 万人，前值 24 万；持有失业保险人群的失业率 1.2%，美国 5 月 1 日当周新增职位数量降 80 万个，前值 76 万个；制造业、餐饮、服务业活跃职位数量降低至 219 万、182 万、256 万个。

图表36: 美国当周初请失业人数 26 万



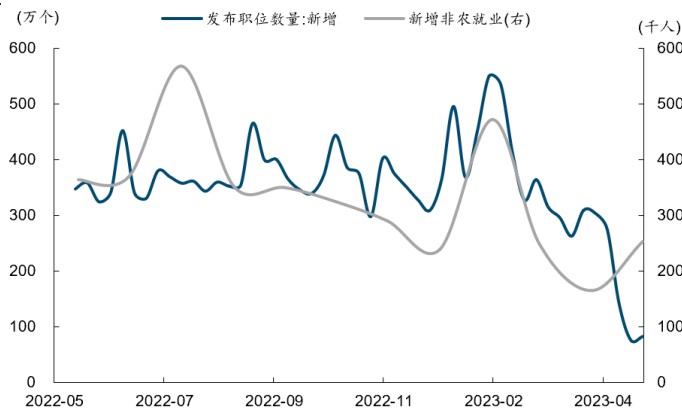
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表37: 持有失业保险人群的失业率 1.2%



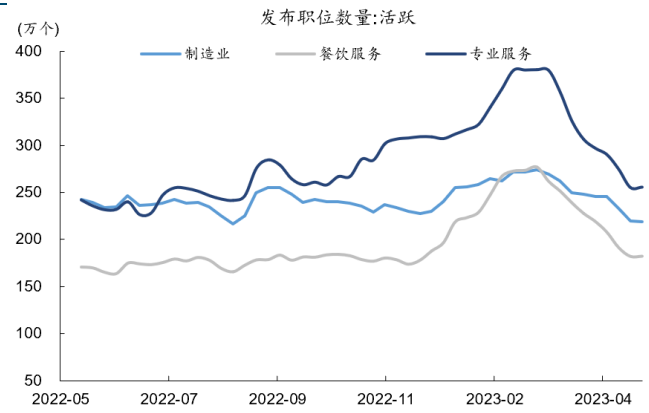
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表38: 美国新增职位数量降至 80 万个



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表39: 制造业、餐饮、服务业活跃职位数量降低

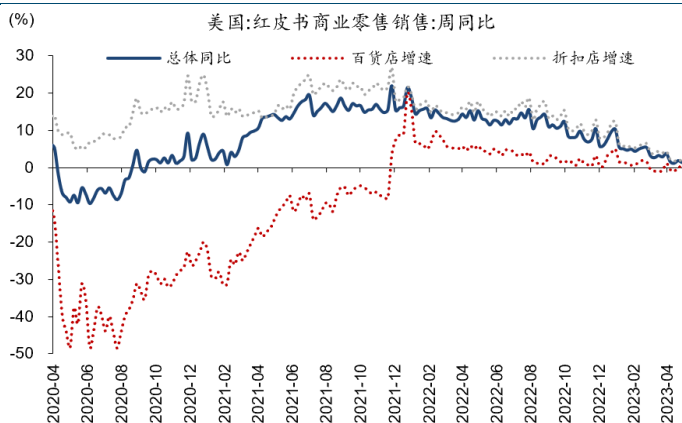


来源: Bloomberg、国金证券研究所

(三) 消费与出行: 美国消费者信心回落、欧美出行改善

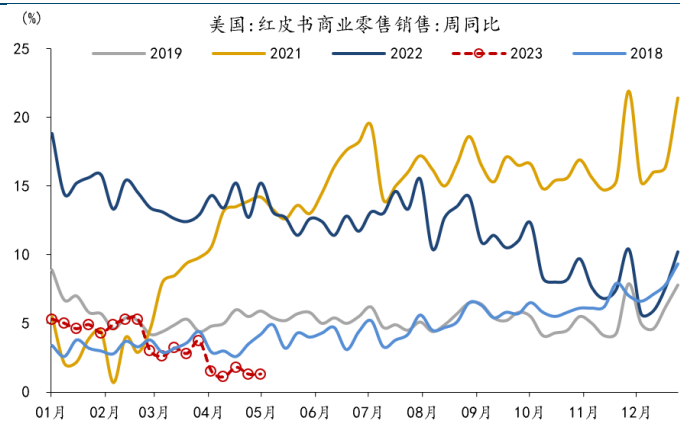
美国商品消费回落、欧美出行改善。5月6日当周,美国红皮书零售增速回落;欧美航班出行情况延续回升,美国主要城市机场乘客流量上升,入境人次上升,纽约地铁载客量延续上升。美国5月消费者信心回落至58,前值63.5。

图表40: 美国红皮书零售增速 1.3%, 前值 1.3%



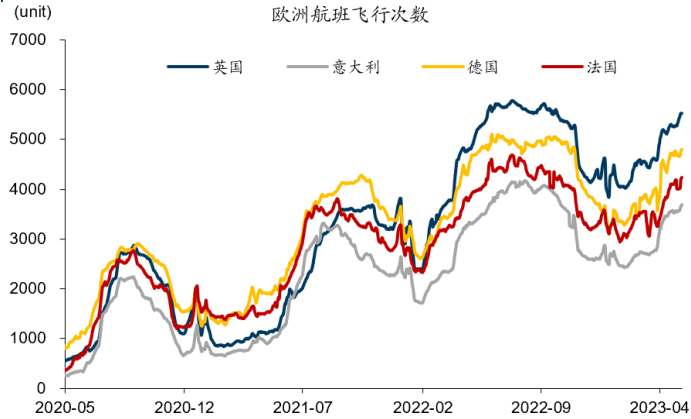
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表41: 美国红皮书零售增速弱于季节性



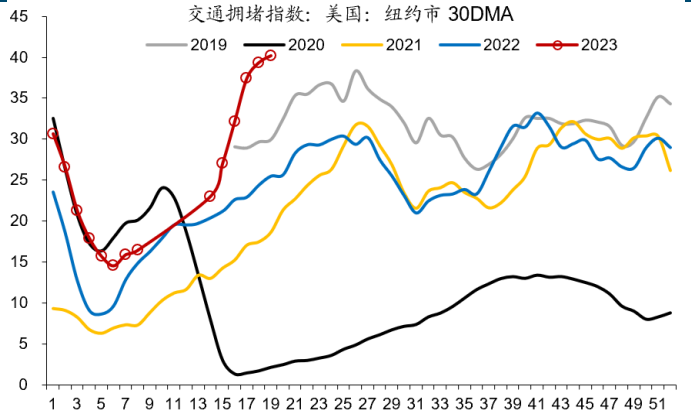
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表42: 欧洲航班飞行次数回升



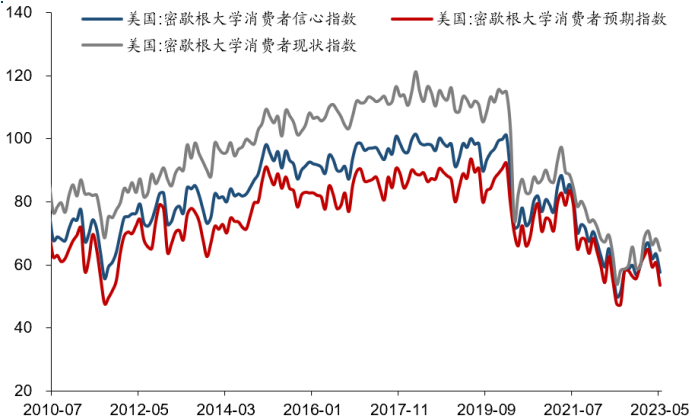
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表43: 美国纽约交通拥堵情况回升



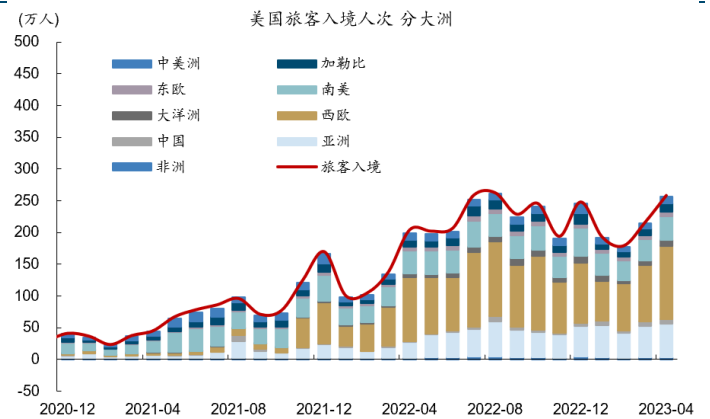
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表44: 美国5月消费者信心回落



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表45: 美国4月入境人次提升



来源: Bloomberg、国金证券研究所

(四) 通胀与能源: 美国 CPI 低于预期, 住房价格回落

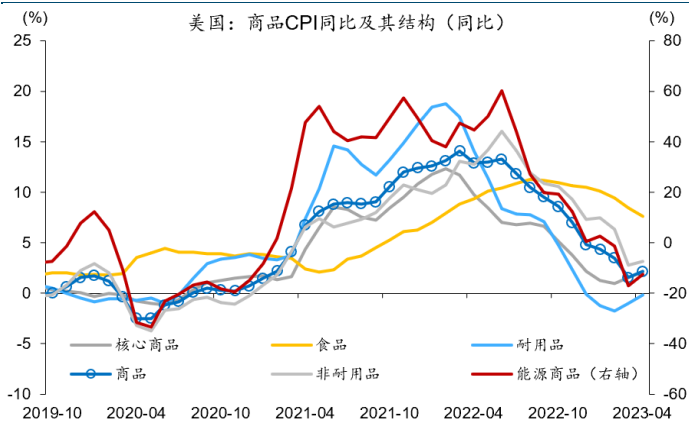
整体 CPI 低于预期, 住房价格回落。美国 4 月 CPI 同比 4.9%, 低于预期 5.0%, 前值 5.0%, 连续第 10 个月回落, 创 2021 年 5 月以来新低, 比去年同期低 3.3 个百分点。CPI 环比 0.4%, 预期 0.4%, 前值 0.1%。核心 CPI 同比 5.5%, 预期 5.5%, 前值 5.6%。核心 CPI 环比 0.4%, 预期 0.4%, 前值 0.4%。

图表46: 美国 CPI 同比、环比增速及分项结构

CPI 分级	支出项目	权重 (%)	预期值	季调_同比 (%)						预期值	季调_环比 (%)					
				23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11		23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11
整体	CPI	100.0	5.0 ↓	5.0	5.0	6.0	6.3	6.4	7.1	0.4 →	0.4	0.1	0.4	0.5	0.1	0.2
核心	核心CPI	79.6	5.5 →	5.5	5.6	5.5	5.5	5.7	6.0	0.4 →	0.4	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
I	食品	13.5		7.6	8.5	9.5	10.1	10.5	10.7		0.0	0.0	0.4	0.5	0.4	0.6
I	能源	6.9		-4.9	-6.4	5.0	8.4	7.1	13.1		0.6	-3.5	-0.6	2.0	-3.1	-1.4
II	能源商品	3.6		-12.6	-17.0	-1.4	2.7	0.6	12.3		2.7	-4.6	0.5	1.9	-7.2	-2.1
II	能源服务	3.3		5.9	9.2	13.3	15.6	15.6	14.3		-1.7	-2.3	-1.7	2.1	1.9	-0.6
I	核心商品 (即商品, 扣除食品和能源商品)	21.3		2.1	1.6	1.0	1.3	2.2	3.7		0.6	0.2	0.0	0.1	-0.1	-0.2
II	服装	2.6		3.6	3.2	3.3	3.0	2.9	3.6		0.3	0.3	0.8	0.8	0.2	0.1
II	新车	4.3		5.4	6.1	5.8	5.8	5.9	7.2		-0.2	0.4	0.2	0.2	0.6	0.5
II	二手车和卡车	2.6		-6.6	-11.2	-13.6	-11.6	-8.6	-3.1		4.4	-0.9	-2.8	-1.9	-2.0	-2.0
II	医疗商品	1.5		4.0	3.6	3.2	3.4	3.2	3.1		0.5	0.6	0.1	1.1	0.1	0.2
II	酒精饮料	0.8		4.6	4.5	4.9	5.8	5.8	5.5		0.5	0.1	-0.3	0.4	0.7	0.6
II	烟草和香烟产品	0.5		6.6	6.9	6.7	6.3	5.5	6.3		0.1	0.8	1.0	0.7	-0.1	0.7
I	核心服务 (服务, 扣除能源服务)	58.3		6.8	7.1	7.3	7.2	7.0	6.8		0.4	0.4	0.6	0.5	0.6	0.5
II	住所	34.6		8.1	8.2	8.1	7.9	7.5	7.1		0.4	0.6	0.8	0.7	0.8	0.6
III	主要住所租金	7.5		8.8	8.8	8.8	8.6	8.4	7.9		0.6	0.5	0.8	0.7	0.8	0.8
III	业主等值房租	25.4		8.1	8.0	8.0	7.8	7.5	7.1		0.5	0.5	0.7	0.7	0.8	0.7
II	医疗服务	6.5		0.4	1.0	2.1	3.0	4.2	4.4		-0.1	-0.5	-0.7	-0.7	0.3	-0.5
III	医师服务	1.8		0.3	0.5	1.2	1.7	1.7	1.5		0.0	-0.2	-0.5	-0.1	0.1	0.0
III	医院服务	1.9		2.9	2.7	3.6	3.6	4.4		0.5	-0.4	0.0	0.5			
II	交通	5.9		11.1	13.8	14.6	14.6	14.4	14.3		-0.2	1.4	1.1	0.9	0.6	0.3
III	机动车维护与修理	1.1		13.3	13.3	12.5	14.2	13.0	11.7		0.5	0.3	0.2	1.3	1.0	1.3
III	机动车保险	2.6		15.5	15.0	14.5	14.7	14.3	13.4		1.4	1.2	0.9	1.4	0.7	1.0
III	机票	0.6		-0.9	17.7	26.5	25.6	29.1	35.9		-2.6	4.0	6.4	-2.1	-2.1	-1.6

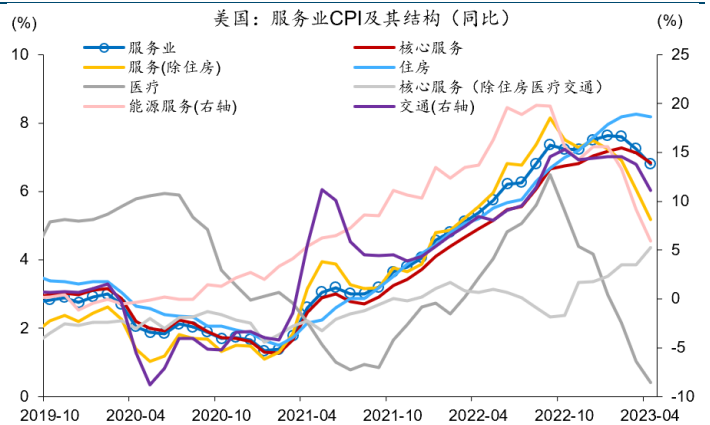
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表47: 美国商品 CPI 同比及结构



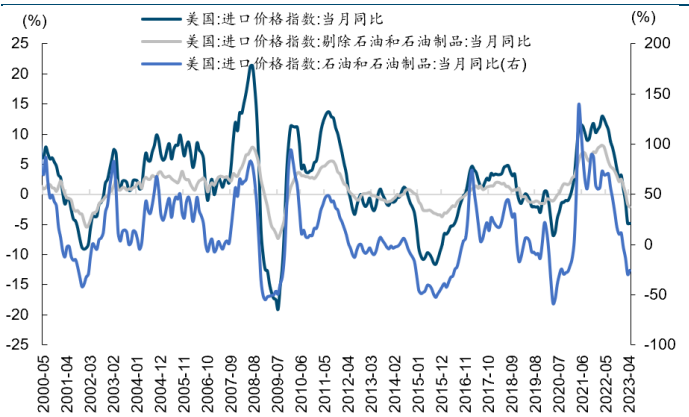
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表48: 美国服务业 CPI 同比及结构



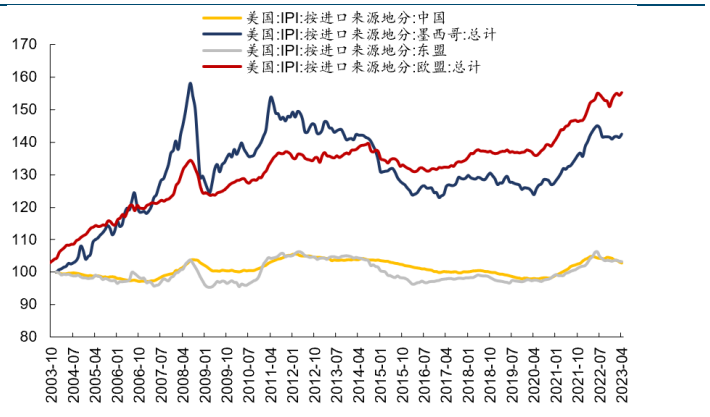
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表49: 美国进口价格指数同比回落



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表50: 美国从欧洲、墨西哥进口价格上涨

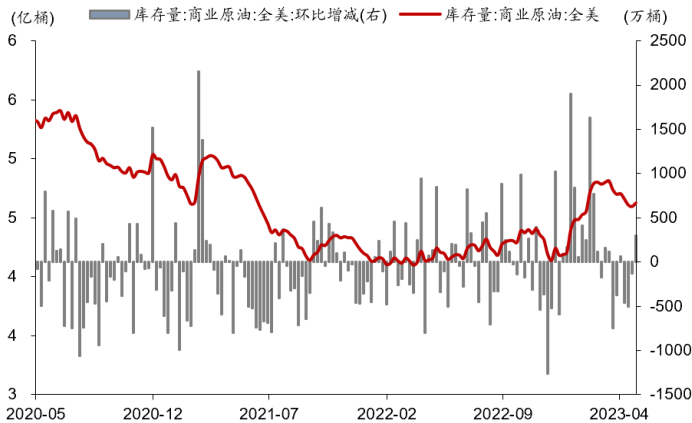


来源: Bloomberg、国金证券研究所

(五) 库存与供应：美国原油库存上涨，战略石油储备减少

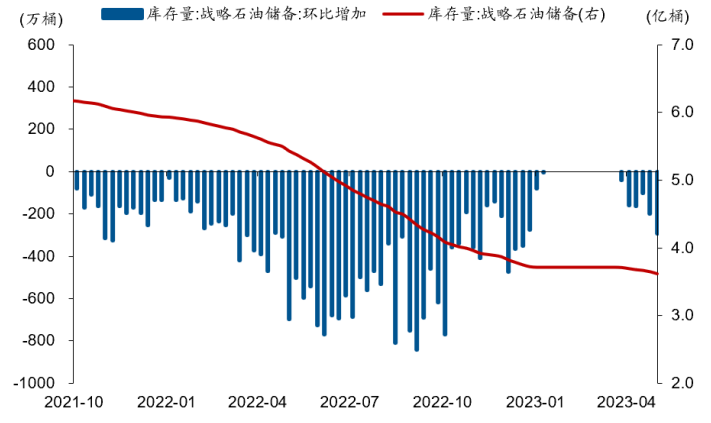
美国库存周期回落，上周美国原油库存增加 295 万桶，前值回落 128 万桶。原油库存量升至 4.6 亿桶，低于 2019 年同期水平；战略原油储备减少 292 万桶，存量降至 3.6 亿桶。美国天然气库存处于同期较高位置。

图表51：上周美国原油库存增加 295 万桶



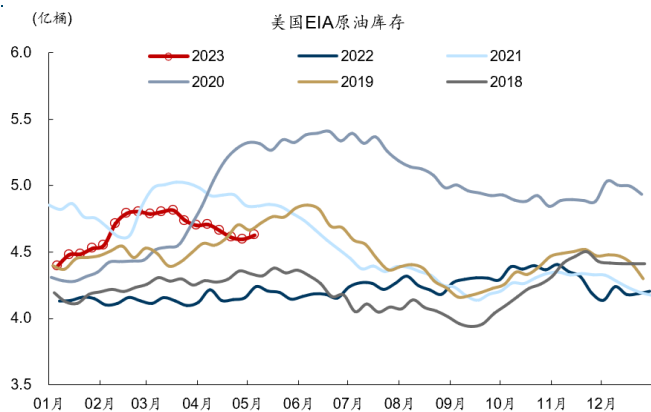
来源：Wind、国金证券研究所

图表52：上周美国战略原油储备减少 292 万桶



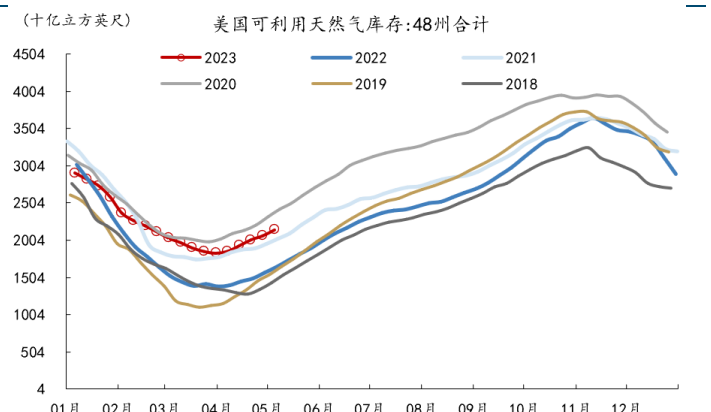
来源：Wind、国金证券研究所

图表53：美国原油库存低于 2019 年同期水平



来源：Wind、国金证券研究所

图表54：美国天然气库存处于季节性高位



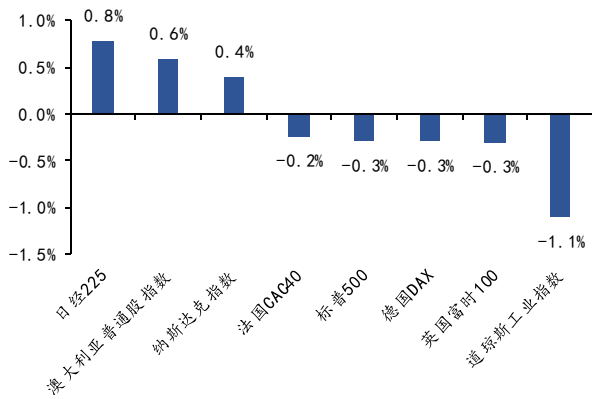
来源：Wind、国金证券研究所

三、大类资产高频跟踪（2023/05/06-2023/05/13）

(一) 权益市场追踪：全球资本市场涨跌分化

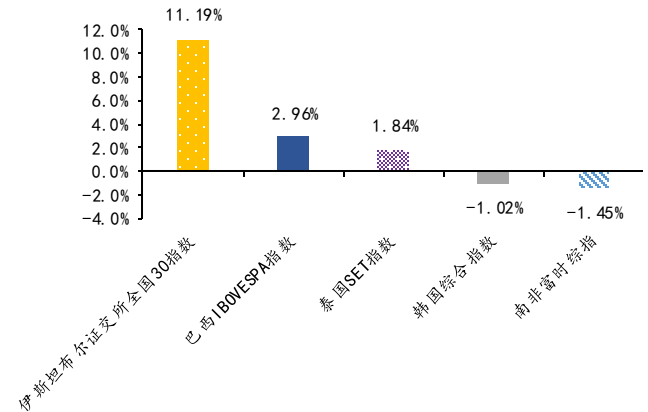
发达国家股指涨跌分化，新兴市场股指多数上涨。日经 225、澳大利亚普通股股指和纳斯达克指数分别上涨 0.8%、0.6%和 0.4%，道琼斯工业指数、英国富时 100、德国 DAX、标普 500 和法国 CAC40 分别下跌 1.1%、0.3%、0.3%、0.3%和 0.2%。伊斯坦布尔证交所全国 30 指数、巴西 IBOVESPA 和泰国 SET 指数分别上涨 11.19%、2.96%和 1.84%，南非富时综指和韩国综合指数分别下跌 1.45%和 1.02%。

图表55: 当周, 发达国家股指涨跌分化



来源: Wind, 国金证券研究所

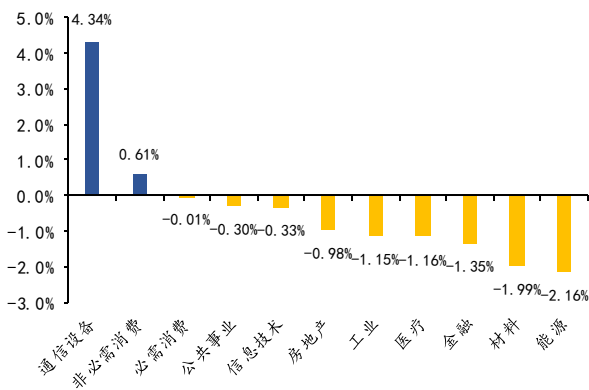
图表56: 当周, 新兴市场股指多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

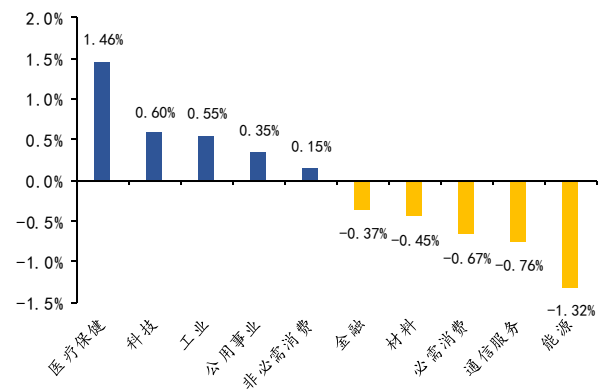
从美国标普 500 的行业涨跌幅来看, 本周美股行业多数下跌。其中能源、材料、金融、医疗和工业领跌, 分别下跌 2.16%、1.99%、1.35%、1.16%和 1.15%; 仅通信设备和非必需消费上涨, 分别上涨 4.34%和 0.61%。从欧元区行业板块来看, 本周欧元区行业涨跌分化。其中医疗保健、科技和工业领涨, 分别上涨 1.46%、0.60%和 0.55%, 能源、通信服务和必需消费领跌, 分别下跌 1.32%、0.76%和 0.67%。

图表57: 当周, 美股行业多数下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

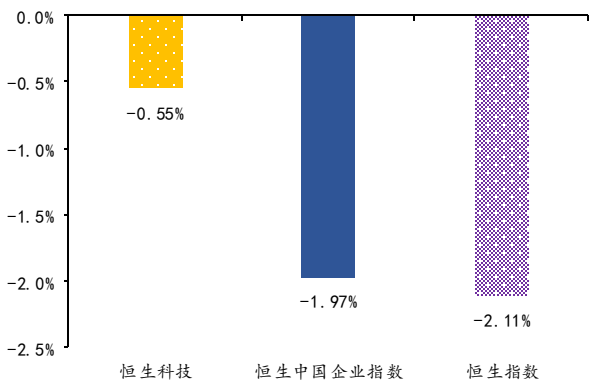
图表58: 当周, 欧元区行业涨跌分化



来源: Wind, 国金证券研究所

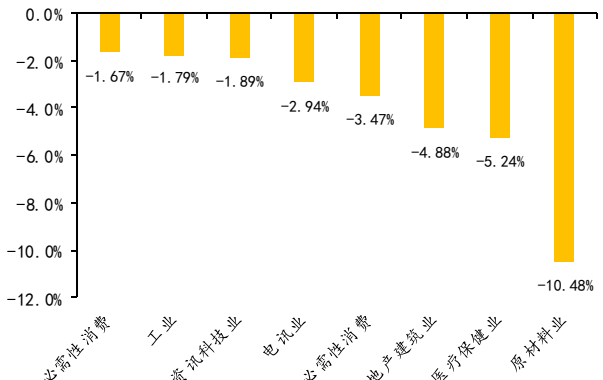
香港市场全线下跌, 恒生指数、恒生中国企业指数和恒生科技分别下跌 2.11%、1.97%和 0.55%。行业方面, 恒生行业全线下跌, 其中原材料业、医疗保健业和地产建筑业领跌, 分别下跌 10.48%、5.24%和 4.88%。

图表59: 当周, 恒生指数全线下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表60: 当周, 恒生行业全线下跌



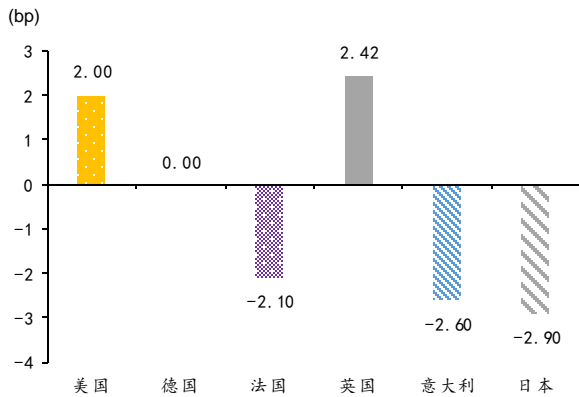
来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率涨跌分化

发达国家 10 年期国债收益率涨跌分化。美国 10Y 国债收益率上行 2.00bp 至 3.46%, 德国 10Y 国债收益率持平在 2.25%; 日本、意大利和法国分别下行 2.90bp、2.60bp 和

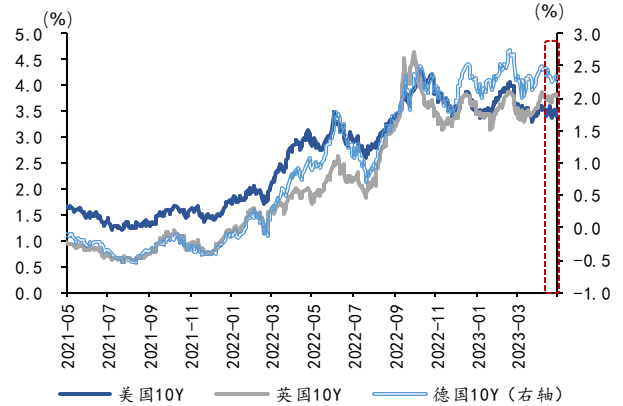
2.10bp, 英国上行 2.42bp。

图表61: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率涨跌分化



来源: Wind, 国金证券研究所

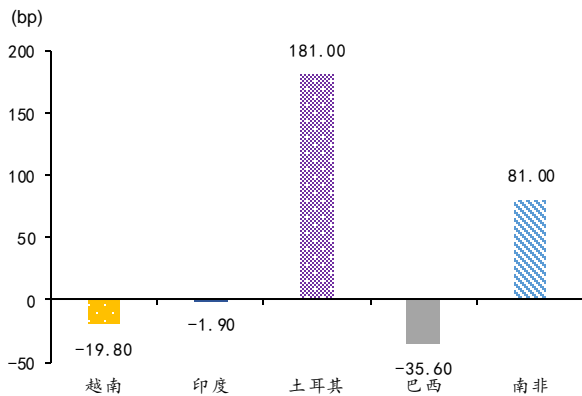
图表62: 当周, 美英 10Y 收益率均上行, 德债持平



来源: Wind, 国金证券研究所

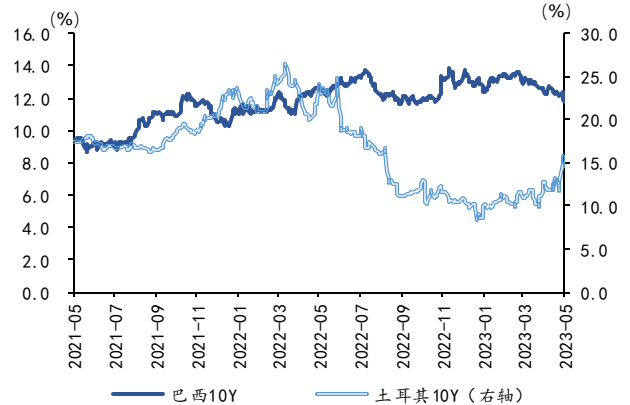
新兴市场 10 年期国债收益率涨跌分化。土耳其 10Y 国债收益率上 181.00bp 至 14.52%，巴西 10Y 国债收益率下行 35.60bp 至 11.76%；越南和印度 10Y 国债收益率分别下行 19.80bp 和 1.90bp，南非 10Y 国债收益率上行 81.00bp。

图表63: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌分化



来源: Wind, 国金证券研究所

图表64: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率分别上行、下行

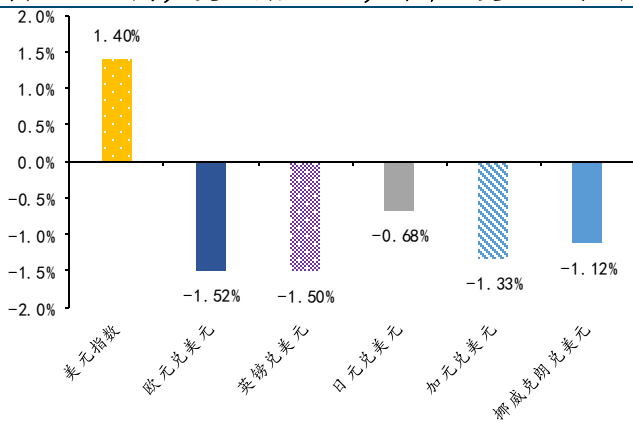


来源: Wind, 国金证券研究所

(三) 外汇市场追踪: 美元指数走强, 人民币兑美元贬值、兑英镑和欧元升值

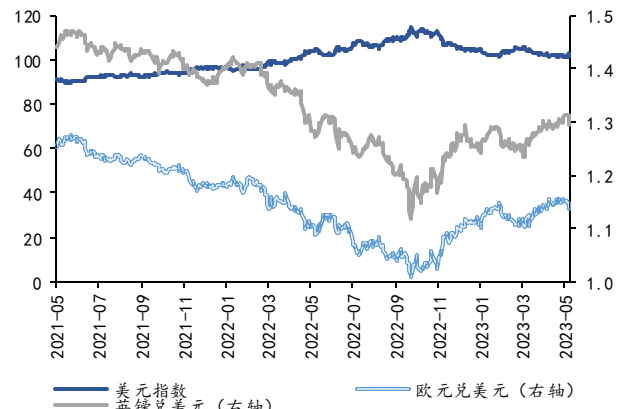
美元指数走强, 本周上涨 1.40% 至 102.70。欧元、英镑、加元、挪威克朗和日元兑美元分别贬值 1.52%、1.50%、1.33%、1.12% 和 0.68%。主要新兴市场兑美元汇率多数下跌, 韩元、印尼卢比、菲律宾比索和土耳其里拉兑美元分别贬值 1.85%、1.07%、0.99% 和 0.36%, 仅雷亚尔兑美元升值 0.60%。

图表65: 当周, 美元指数上涨, 外币兑美元全线贬值



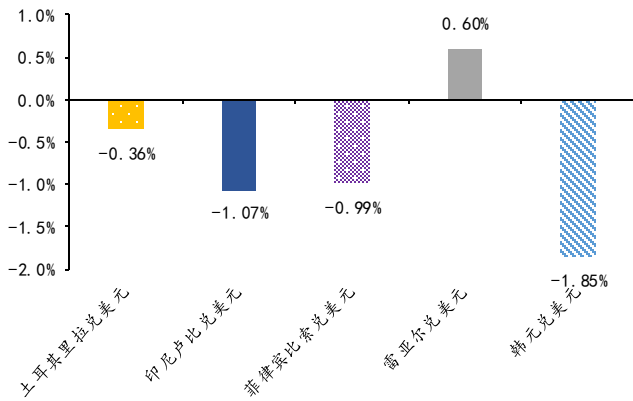
来源: Wind, 国金证券研究所

图表66: 当周, 英镑、欧元兑美元均贬值



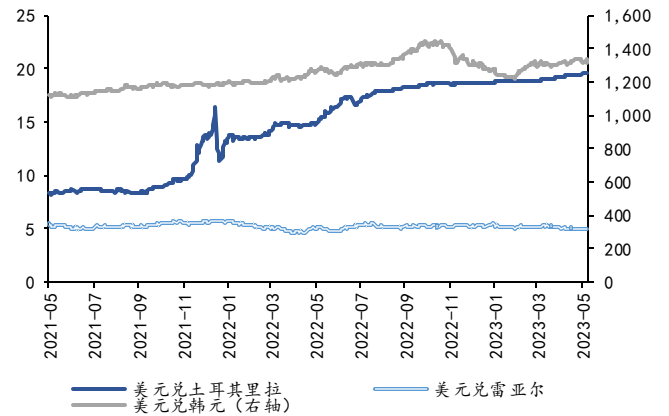
来源: Wind, 国金证券研究所

图表67: 当周, 主要新兴市场兑美元多数下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

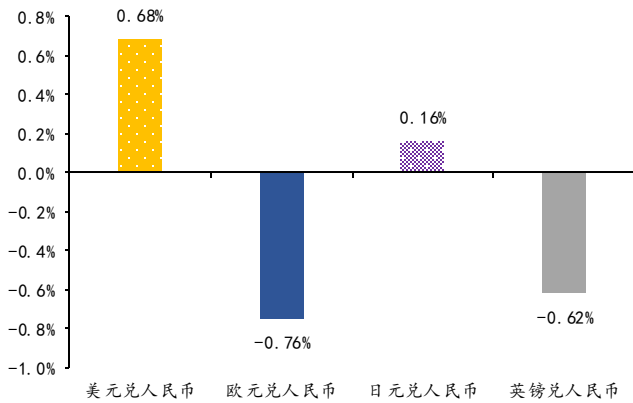
图表68: 土耳其里拉和韩元兑美元贬值、雷亚尔升值



来源: Wind, 国金证券研究所

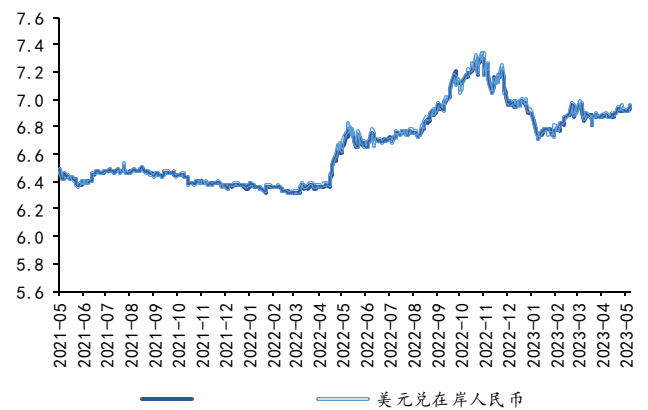
人民币兑美元贬值 0.68%，兑欧元和英镑分别升值 0.76% 和 0.62%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 470bp 至 6.9574，美元兑离岸人民币汇率上行 513bp 至 6.9710。

图表69: 当周, 美元兑人民币升值, 英镑和欧元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表70: 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: 原油和有色均下跌, 贵金属和农产品涨跌分化, 黑色多数上涨

原油和有色价格全线下跌, 贵金属和农产品价格涨跌分化, 黑色价格多数上涨。其中, 豆粕、铁矿石和焦煤领涨, 分别上涨 2.75%、1.22% 和 1.05%; 跌幅最大的是 LME 镍、COMEX 银和 LME 锌, 分别下跌 6.39%、5.96% 和 3.74%。受宏观经济衰退预期、美元指数大幅上涨、信贷趋向紧缩和国内社融超预期下滑的影响, 有色价格下跌。

图表71: 当周, 商品价格走势涨跌分化

类别	品种	2023-05-12	2023-05-05	2023-04-28	2023-04-21	2023-04-14
原油	WTI原油	-1.82%	-7.09%	-1.40%	-5.63%	2.26%
	布伦特原油	-1.50%	-5.33%	-2.60%	-5.39%	1.40%
贵金属	COMEX黄金	0.12%	1.11%	0.36%	-1.04%	-0.28%
	COMEX银	-5.96%	2.59%	-0.38%	-1.25%	1.88%
有色	LME铜	-2.79%	-0.91%	-2.73%	-2.86%	2.82%
	LME铝	-2.34%	-2.22%	-2.34%	0.46%	2.01%
	LME镍	-6.39%	-0.94%	-1.90%	0.78%	7.43%
	LME锌	-3.74%	-1.59%	-2.39%	-4.74%	3.08%
黑色	玻璃	0.15%	0.60%	5.71%	11.43%	1.19%
	焦煤	1.05%	-1.98%	-17.84%	-13.22%	-4.32%
	沥青	0.97%	-2.76%	-2.71%	-1.25%	2.72%
	铁矿石	1.22%	-4.64%	0.47%	-9.21%	1.83%
	螺纹钢	-3.59%	-1.14%	-6.40%	-1.34%	-2.07%
农产品	生猪	0.35%	-0.35%	-4.17%	3.24%	-2.14%
	棉花	-3.54%	3.10%	4.50%	0.44%	-0.44%
	豆粕	2.75%	2.55%	3.31%	-2.40%	1.74%
	豆油	-1.73%	2.83%	-1.60%	-2.66%	-1.98%

来源: Wind, 国金证券研究所

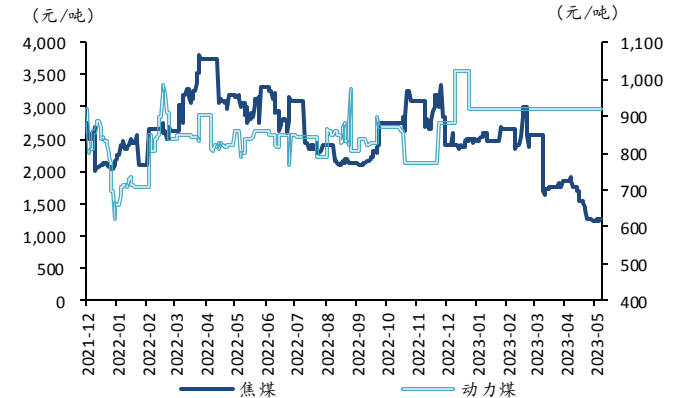
原油价格均下跌, 黑色价格多数上涨。WTI原油价格下跌1.82%至70.04美元/桶, 布伦特原油价格下跌1.50%至74.17元/桶。动力煤价格持平在921元/吨, 焦煤价格上涨1.05%至1250元/吨; 铁矿石和沥青价格分别上涨1.22%至832元/吨、0.97%至3631元/吨; 仅螺纹钢下跌, 下跌3.59%至3415元/吨。

图表72: WTI原油、布伦特原油价格均下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

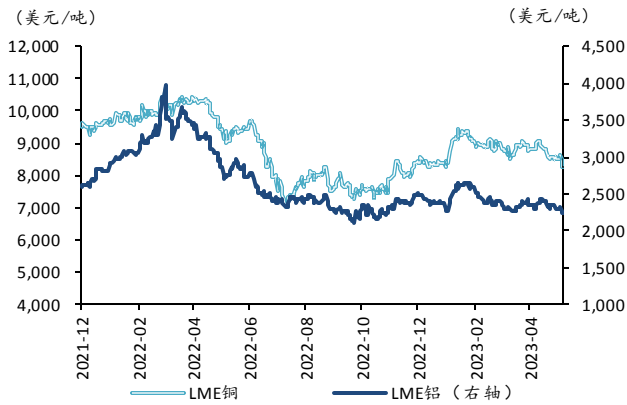
图表73: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

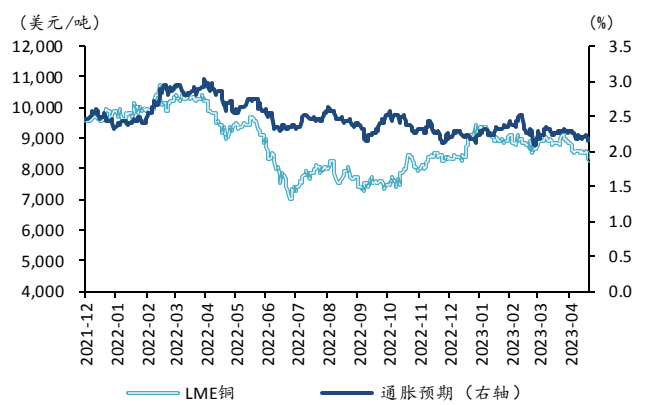
铜铝价格均下跌, 贵金属价格涨跌不一。LME铜下跌2.79%至8270美元/吨, LME铝下跌2.34%至2237美元/吨。通胀预期从前值的2.21%下降至2.18%。COMEX黄金上涨0.12%至2014.40美元/盎司, COMEX银下跌5.96%至24.20美元/盎司。10Y美债实际收益率从前值的1.23%上行至1.28%。

图表74: 当周, 铜铝价格均下跌



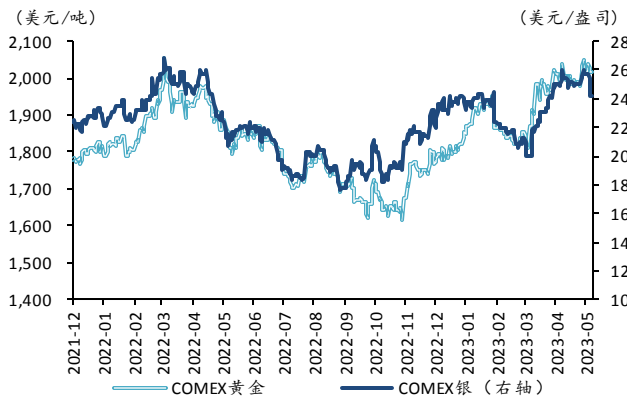
来源: Wind, 国金证券研究所

图表75: 当周, 通胀预期降温



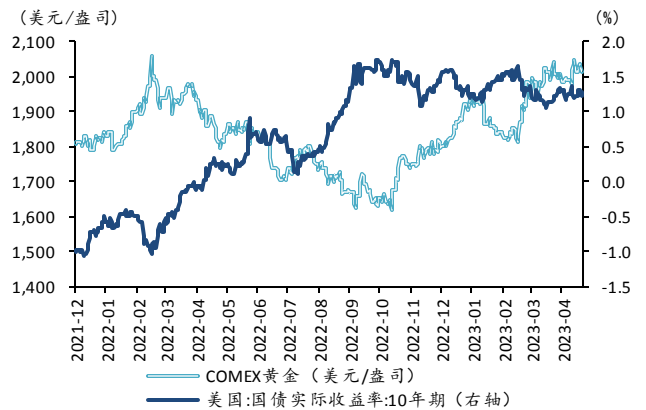
来源: Wind, 国金证券研究所

图表76: 当周, 黄金、白银价格分别上涨、下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表77: 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