

# 宏观周报 20231112

## 美国财政知几何—海外宏观经济周报

2023年11月12日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《特殊再融资债发行进行时，进度如何？》

2023-11-12

《通胀回升的难度在哪？》

2023-11-09

■ **美国本年度政府关门风险仍旧“悬而未决”。**9月底紧急通过临时决议，可自由支配项目资金又给美国政府多出45天的“喘息”时间。不过随着这一资金的消耗殆尽，11月17日政府关门的危险将再次被推上“风口浪尖”，因此借此契机，我们想要理清美国财政预算决议审批流程及收支结构，从而试图更好的理解美国财政的特点。

■ **预算决议通过流程是怎样的？**首先，一般在每年1月份的第一个周一至2月份的第一个周一，白宫会起草下一财年的财政预算。在总统草拟好财政预算后交由参众两议院进行修订并就分歧项进行投票，通过后由拨款委员会进行最终审批。

■ **财政支出最终怎样被实施？**美国联邦财政支出主要包括自主性支出和法定支出，两项支出均需要由国会针对该项目制定授权法案。**自主性支出项目**在获得授权法案授权之后，其拨款将取决于联邦制度下的年度拨款法案。**法定支出项目**由相应的单独的法案确立，从而获得授权和拨款，因此有时未必需要独立的拨款法案，而是授权和拨款两者合二为一。

州政府财政支出则是需要州长制定预算提案，但会收到平衡预算的要求，即需要制定收支平衡的预算提案，然后经由州议会拟定授权法案，通过年度拨款法案拨款。

■ **出现难以推进的分歧怎么办？**随着两党的分裂越来越大，通过预算而进行的党派博弈也确实越来越严重。一般而言，继续推进立法流程往往需要**60%**的参议院席位（超级多数）同意才能通过。**不过为了应对严重分歧，为了顺利推动流程总统有权利发起预算和解(Budget Reconciliation)**，对某一财年中的收入、支出或债务等问题进行重新规划，并且只需**50%**席位（一般多数）同意便可通过。

■ **那么既然提到财政支出预算，美国政府的支出结构是怎样的呢？**

■ **财政支出端来看，美国政府以社会保障支出为主。**美国各级政府拥有独立的财政支出预算，不过无论是联邦政府还是州和地方政府，支出基本以国防、社保、医保和教育为主。

**联邦政府支出，分为法定支出（65.9%）、自主性支出和利息净额三项：**

- ① 法定支出：社会保障、医疗保险、医疗补助、收入保障、退休金和伤残金及其他；
- ② 自主性支出即国防及非国防支出。其中非国防支出包含教育、交通、社会服务等一系列的支出；
- ③ 利息净额：财政部发行的有价证券偿付的本金及利息。

■ **财政收入端来看，美国政府以税收收入为主。**税收收入是美国政府的“主动脉”，不过联邦政府基本主要靠此为“生”，而州及地方政府则收入更加多元化。除了税收收入之外，还有保险信托、转移支付及公共事业的收入来源。**具体来看：**

**联邦政府收入**，包含个人所得税、企业所得税、社会保险税、消费税、遗产与赠与税、关税。而其中以个人所得税和社会保险税为主要收入来源；

**州政府收入**，每个州并不完全相同，不过大部分征收个人所得税、公司收益税、房产税、牌照税、销售和总收入税等。其中以个人所得税以及销售和总收入税为主要收入来源；

**地方政府收入**，拥有的税种较多，但税额较小。包含个人所得税、公司收益税、房产税，其中房产税是主要来源。

■ **另一项政府收入来源是债务融资=公共持有债务(78%)+政府单独持有**

**债务。**公共持有债务主要包括联邦政府向公众发行的有价证券，包括国债、通胀保护国债、美国储蓄债券以及州和地方政府系列证券等。而政府单独持有的债务则主要是政府信托基金、循环基金和专项基金所持有的政府账户系列证券以及联邦融资银行证券。

■ 除美国财政预算决议审批流程及收支结构之外，本周我们不妨围绕着高频数据一览海外经济全貌。根据跟踪的高频数据，我们将它们主要分为四大部分：经济活动、需求、就业以及金融。

■ **经济活动：美国经济增长速度减缓，欧洲经济持续衰退。**截至 11 月 5 日，美国 WEI 指数初值录得 2.07，截至 10 月 29 当周，美国纽约联储 WEI 指数由 2.23 下修至 1.83。美国经济持续处于增长阶段。但是由最近几周数据表明美国经济增长斜率有所放缓，三季度经济的亮眼表现或难以持续，叠加四季度美国经济的“三大逆风”，经济活动将明显走弱，美联储加息进程或以宣告结束。

截至 11 月 5 日当周德国 WAI 指数初值 0.15，短暂恢复正增长，前值被下修为-0.12。从经济结构来看，欧元区 10 月综合 PMI 终值下降至 46.5，9 月为 47.2，持续处于荣枯线以下，10 月服务业 PMI 终值也下降至 47.8，9 月为 48.7。主要欧元区国家的制造业和服务业均处于萎缩状态。经济整体仍然呈现衰退趋势。此外，欧元区 10 月的通胀水平仍然高于目标水平，欧元区需要在对抗通胀和避免经济衰退中找到平衡点。

■ **需求：美国消费者信心指数下降，地产活动持续小幅改善。**截至 11 月 5 日当周，美国红皮书商业零售销售同比下修为 3.1%，前值 5.3%，下降 2.2%，是近 6 周以来的最低水平。而且消费者信心指数也连续 4 个月下降，消费者消费信心下降，这也是造成美国经济恢复发展减缓的一个重要原因。

地产方面，截止 11 月 12 日，抵押贷款固定利率为 7.5%，较上个月下降 0.26 个百分点，仍然处于高位，压制美国潜在购房能力。但是当前抵押贷款利率已经连续两个月呈现下降趋势，地产需求出现边际回暖的迹象。由此可见，美国地产风险仍然处于可控地位。

■ **就业：美国就业形势走弱，劳动力市场供需状况持续改善。**截至 11 月 5 日当周，美国初次申请失业救济人数为 21.7 万人，前值上修为 22 万人；截至 10 月 29 日当周，持续接受失业救济人数由前期的 181.2 万人上升至 183.4 万人，持续升高。

结合非农就业人数与 10 月失业率来看（上升至 3.9%），美国就业增长不及预期，失业率小幅走高。美国劳动力市场紧张状况有所缓解，薪资压力减小。当前劳动力市场的松动使得美联储年内加息的概率进一步降低。

■ **流动性：美元流动性边际改善。**本周美国净流动性（美联储总资产-TGA-逆回购）边际上行。监测美元流动性的核心指标 Libor-OIS 边际下降，企业债利差略有下降。截至 11 月 8 日，美联储资产负债表规模较 11 月 1 日收缩了 59.73 亿美元，其中中国债增加 3.13 亿美元，美国缩减资产负债表的行为有所减缓。此外，欧美主要银行的 CDS 指数在本周边际下行，债券违约风险下降。银行存款上升，其中中小银行略有回落。整体来看，美元流动性的有所改善。

■ **风险提示：**全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露。

## 内容目录

1. 美国财政预算决议流程 .....	5
2. 美国财政支出与收入结构 .....	6
2.1. 支出端 .....	6
2.2. 收入端 .....	8
3. 周度高频跟踪 .....	11
4. 风险提示 .....	17

## 图表目录

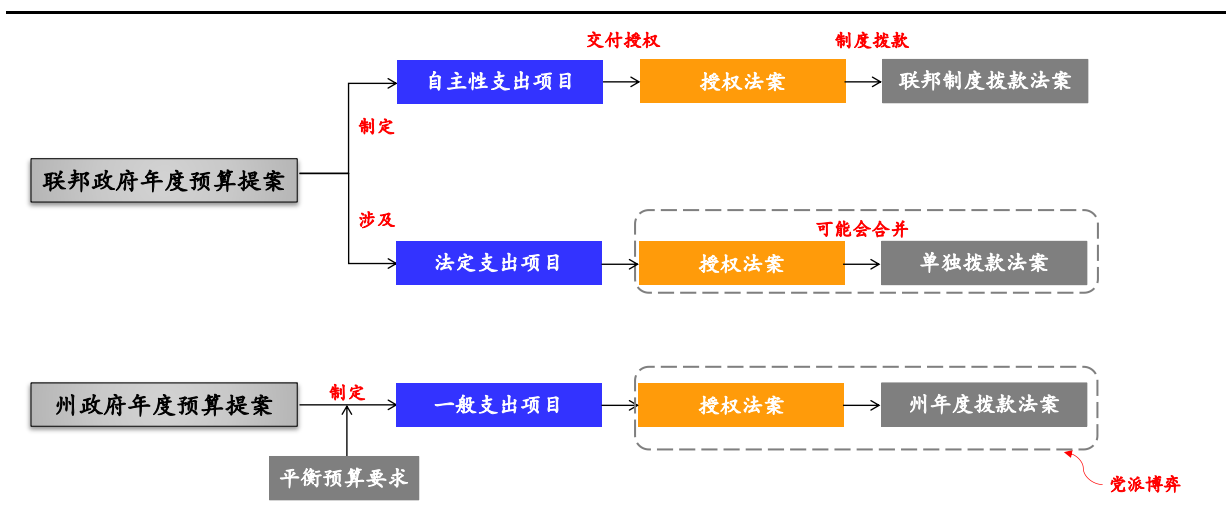
图 1:	美国财政支出流程.....	5
图 2:	美国财政支出框架.....	6
图 3:	联邦政府的主要支出为法定支出.....	7
图 4:	法定支出占比达 65.9%.....	7
图 5:	联邦政府法定支出结构.....	7
图 6:	联邦政府自主支出中的国防及非国防支出占比结构.....	8
图 7:	美国财政收入框架.....	8
图 8:	美国财政税收占到 80%左右.....	9
图 9:	联邦政府主要收入为个人所得税.....	10
图 10:	联邦政府各收入占比情况.....	10
图 11:	州政府的主要收入来源为销售及总收入税.....	10
图 12:	州政府各税种收入占比.....	10
图 13:	海外经济数据跟踪.....	11
图 14:	美欧经济分化.....	12
图 15:	美国消费边际放缓.....	12
图 16:	美国订餐活动低位徘徊.....	13
图 17:	美国航班数量边际下行.....	13
图 18:	纽约交通拥堵指数边际下降.....	13
图 19:	美国抵押贷款利率边际下行.....	13
图 20:	地产需求边际改善.....	13
图 21:	美国劳动力市场有所松动.....	13
图 22:	美国流动性高频跟踪指标.....	14
图 23:	本周美国净流动性边际上升.....	14
图 24:	Libor-OIS 边际下行.....	14
图 25:	美联储资产负债表回落.....	16
图 26:	美国商业银行存款规模上升.....	16
图 27:	FRA-OIS 利差下降, 银行间流动性较为宽松.....	16
图 28:	企业信用风险边际下行.....	16
图 29:	北美 CDX 指数下行.....	17
图 30:	欧洲 Itraxx 指数下行.....	17
图 31:	美国主要银行 CDS 指数边际下行.....	17
图 32:	欧洲主要银行 CDS 指数边际下行.....	17

## 1. 美国财政预算决议流程

美国本年度政府关门风险仍旧“悬而未决”。自9月底紧急通过临时决议，可自由支配项目资金又给美国政府多出45天的“喘息”时间。不过随着这一资金的消耗殆尽，11月17日政府关门的危险再次被推上“风口浪尖”，因此借此契机，我们想要理清美国财政预算决议审批流程及收支结构，从而试图更好的理解美国财政的特点。

**预算决议通过流程是怎样的？**首先，一般在每年1月份的第一个周一至2月份的第一个周一，美国总统会起草下一财年的财政预算。在总统草拟好财政预算后交由参众两议院进行修订并就分歧项进行投票，通过后由拨款委员会进行最终审批。

图1: 美国财政支出流程



数据来源：美国政府网，东吴证券研究所

**财政支出最终怎样被实施？**美国联邦财政支出主要包括自主性支出和法定支出，两项支出均需要由国会针对该项目制定授权法案。**自主性支出项目**在获得授权法案授权之后，其拨款将取决于联邦制度下的年度拨款法案。**法定支出项目**由相应的单独的法案确立，从而获得授权和拨款，因此有时未必需要独立的拨款法案，而是授权和拨款两者合二为一。

州政府财政支出则需要州长制定预算提案，但会受到平衡预算的要求，即需要制定收支平衡的预算提案，然后经由州议会拟定授权法案，通过周年度拨款法案拨款。

**出现难以推进的分歧怎么办？**随着两党的分裂越来越大，通过预算而进行的党派博弈也确实越来越严重。一般而言，继续推进立法流程往往需要60%的参议院席位（超级多数）同意才能通过。不过为了应对严重分歧，为了顺利推动流程总统有权利发起预算

和解(Budget Reconciliation)，对某一财年中的收入、支出或债务等问题进行重新规划，并且只需 50%席位（一般多数）同意便可通过。

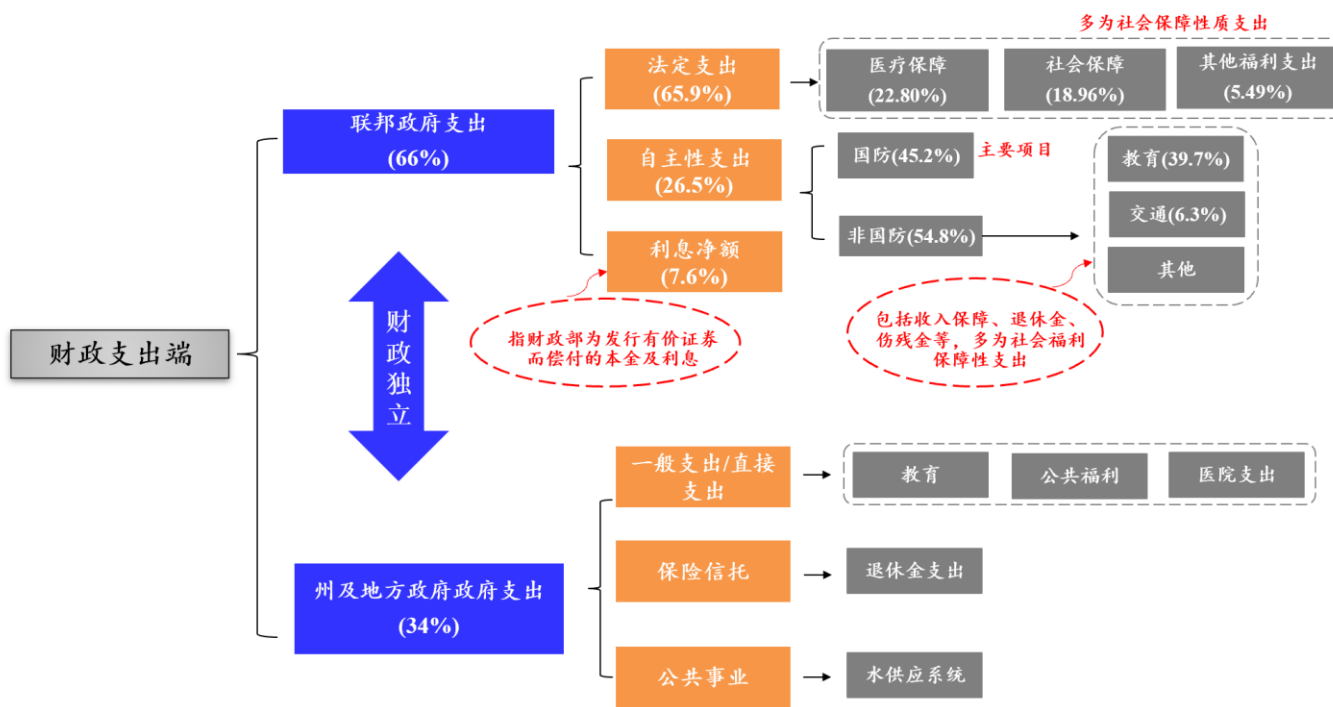
那么既然提到财政支出预算，美国政府的支出结构是怎样的呢？

## 2. 美国财政支出与收入结构

### 2.1. 支出端

财政支出端来看，美国政府以社会保障支出为主。美国各级政府拥有独立的财政支出预算，不过无论是联邦政府还是州和地方政府，支出基本以国防、社保、医保和教育为主。

图2: 美国财政支出框架

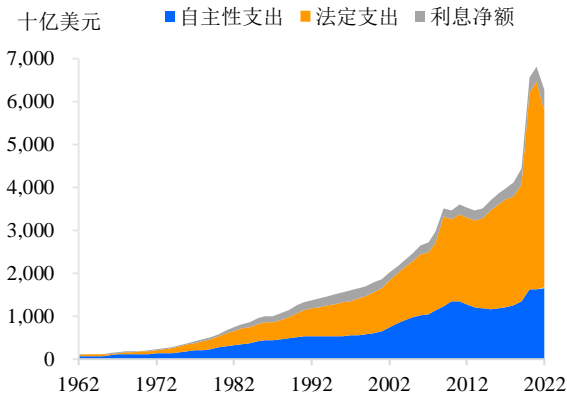


数据来源：美国政府网，Wind，CEIC，东吴证券研究所

联邦政府支出，分为法定支出（65.9%）、自主性支出和利息净额三项：

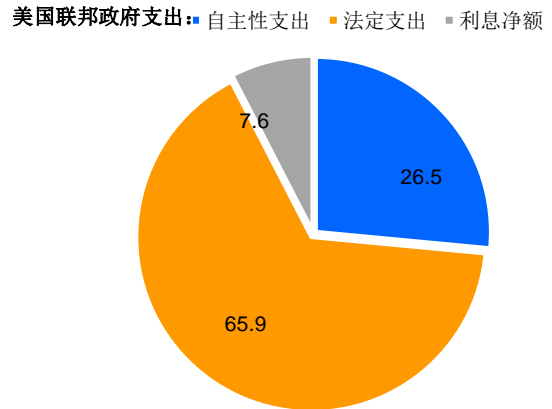
- ① 法定支出：社会保障、医疗保险、医疗补助、收入保障、退休金和伤残金及其他；
- ② 自主性支出即国防及非国防支出。其中非国防支出包含教育、交通、社会服务等一系列的支出；
- ③ 利息净额：财政部发行的有价证券偿付的本金及利息。

图3: 联邦政府的主要支出为法定支出



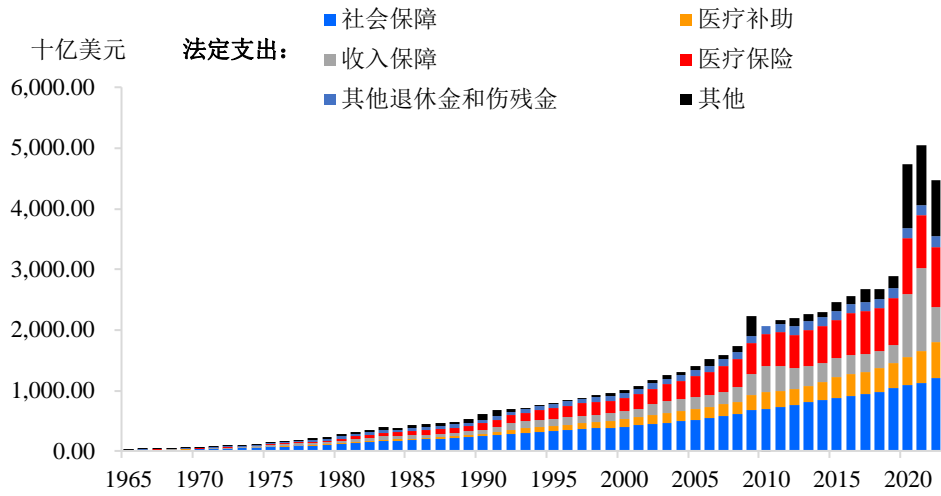
注: 日期截止至 2022 年;  
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图4: 法定支出占比达 65.9%



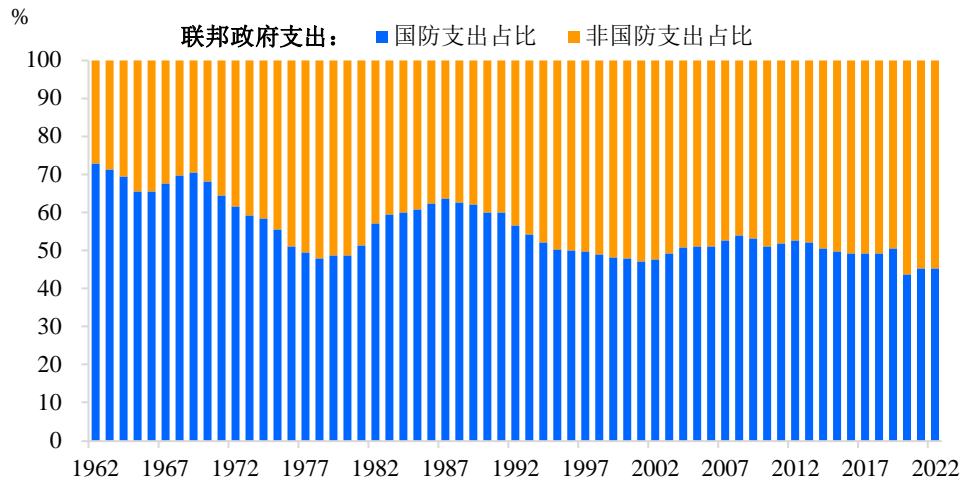
注: 日期截止至 2022 年, 单位为%;  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 联邦政府法定支出结构



注: 数据截至 2022 年;  
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 联邦政府自主支出中的国防及非国防支出占比结构



注: 数据截至 2022 年;

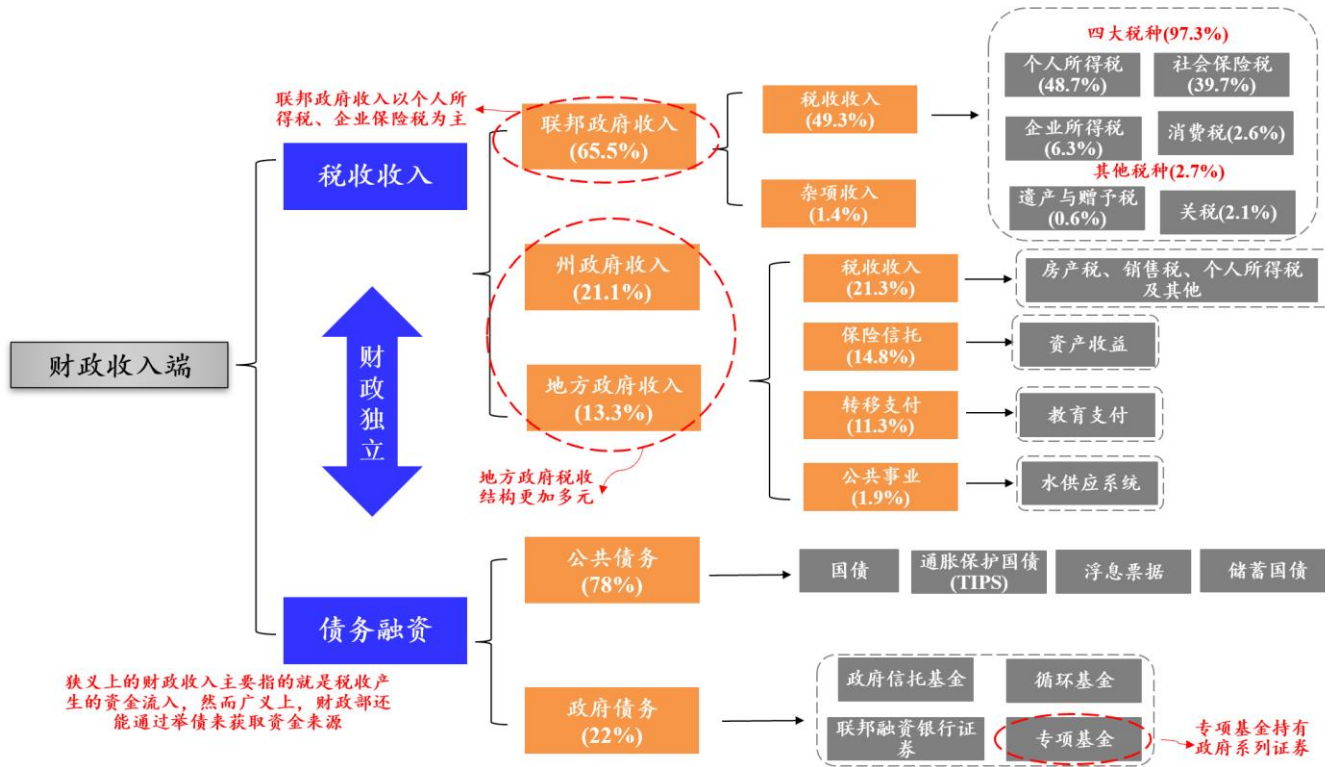
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 2.2. 收入端

财政收入端来看, 美国政府以税收收入为主。税收收入是美国政府的“主动脉”, 不过联邦政府基本主要靠此为“生”, 而州及地方政府则收入更加多元化。除了税收收入之外, 还有保险信托、转移支付及公共事业的收入来源。具体来看:

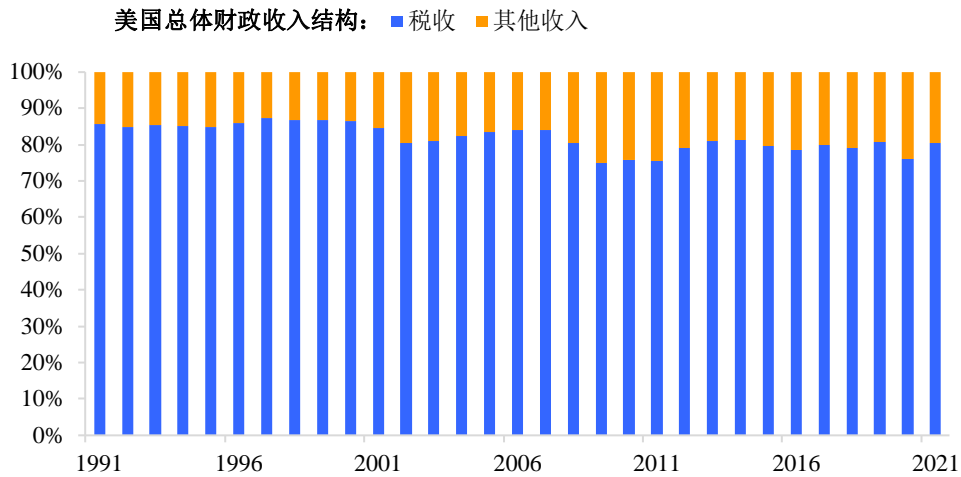
图7: 美国财政收入框架





数据来源：美国政府网，Wind，CEIC，东吴证券研究所

图8：美国财政税收占到 80%左右



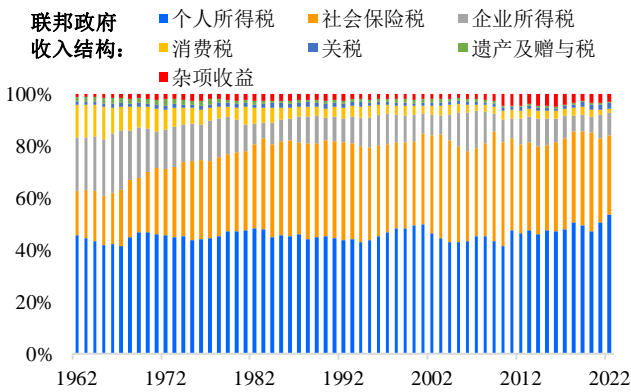
数据来源：Wind，CEIC，东吴证券研究所

**联邦政府收入**，包含个人所得税、企业所得税、社会保险税、消费税、遗产与赠与税、关税。而其中以个人所得税和社会保险税为主要收入来源；

**州政府收入**，每个州并不完全相同，不过大部分征收个人所得税、公司收益税、房产税、牌照税、销售和总收入税等。其中以个人所得税以及销售和总收入税为主要收入来源；

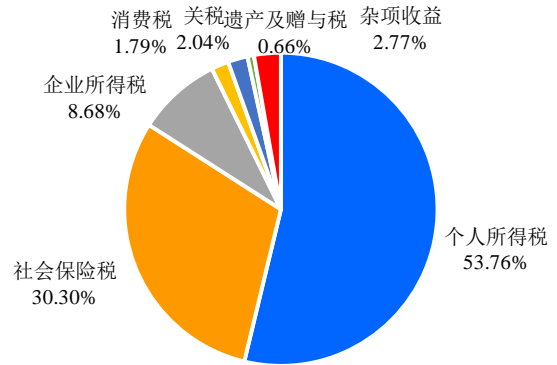
**地方政府收入**，拥有的税种较多，但税额较小。包含个人所得税、公司收益税、房产税，其中房产税是主要来源。

图9：联邦政府主要收入为个人所得税



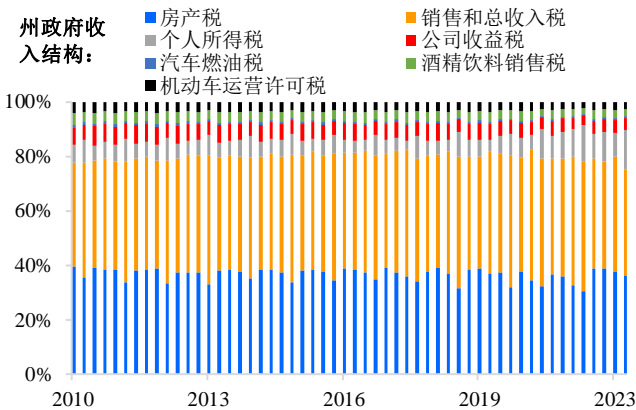
注：日期截止至 2022 年；  
数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图10：联邦政府各收入占比情况



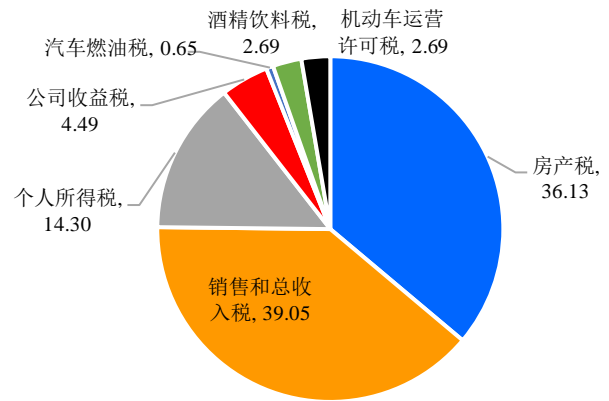
注：日期截止至 2022 年；  
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：州政府的主要收入来源为销售及总收入税



注：日期截止至 2023 年；  
数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图12：州政府各税种收入占比



注：日期截止至 2023 年，单位为%；  
数据来源：Wind，东吴证券研究所

另一项政府收入来源是**债务融资=公共持有债务 (78%) + 政府持有债务**。公共持有债务主要包括联邦政府向公众发行的有价证券，包括国债、通胀保护国债、美国储蓄债券以及州和地方政府系列证券等。而政府债务则主要是政府信托基金、循环基金和专项基金所持有的政府账户系列证券以及联邦融资银行证券。

### 3. 周度高频跟踪

除美国财政预算决议审批流程及收支结构之外，本周我们不妨围绕着高频数据一览海外经济全貌。根据跟踪的高频数据，我们将它们主要分为四大部分：经济活动、需求、就业以及金融。

图13：海外经济数据跟踪

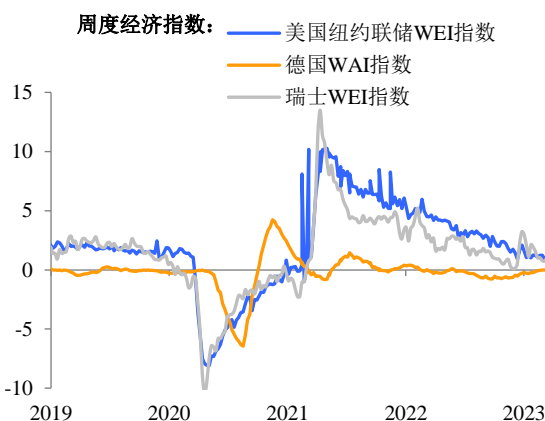
【东吴宏观】美国当周核心数据回顾 (2023.11.6-2023.11.12)									
	单位	边际变化	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	2023-07	2023-06	重要性
<b>房地产</b>									
新屋开工年化数 (季调)	万套	↑ 8.90			135.80	126.90	145.10	141.80	★★★
营建许可年化数 (季调)	万套	↓ -7.00			147.10	154.10	144.30	144.10	★★★
新屋开工年化环比 (季调)	%	↑ 19.56			7.01	-12.54	2.33	-10.42	★★
<b>就业</b>									
新增非农就业人数	万人	↓ -18.60		15.00	33.60	18.70	23.60	20.90	★★★
新增非农就业人数:私人部门	万人	↓ -16.40		9.90	26.30	17.90	14.50	14.90	★★
新增非农就业人数:制造业	万人	↓ -5.20		-3.50	1.70	1.60	-0.20	0.70	★★
<b>居民收支</b>									
实际个人消费支出年化环比 (季调)	%	↑ 0.33			0.38	0.06	0.60	0.25	★★
<b>景气调查</b>									
密歇根大学消费者信心指数	1966年2季=100	↓ -3.40	60.40	63.80	67.90	69.50	71.60	64.40	★★★
密歇根大学消费者预期指数	1966年2季=100	↓ -2.40	56.90	59.30	65.80	65.50	68.30	61.50	★★
密歇根大学消费者现状指数	1966年2季=100	↓ -4.90	65.70	70.60	71.10	75.70	76.60	69.00	★★
密歇根大学1年通胀预期	%	↑ 0.20	4.40	4.20	3.20	3.50	3.40	3.30	★
密歇根大学5年通胀预期	%	↑ 0.20	3.20	3.00	2.80	3.00	3.00	3.00	★
<b>国际收支</b>									
贸易差额 (季调)	亿美元	↓ -28.85			-615.42	-586.57	-647.18	-637.18	★★★
商品贸易帐 (季调)	亿美元	↓ -16.98			-863.01	-846.03	-899.29	-879.93	★★★
【东吴宏观】海外高频数据周度回顾 (2023.11.6-2023.11.12)									
	单位	边际变化	2023/11/12	2023/11/5	2023/10/29	2023/10/22	2023/10/15	2023/10/8	2023/10/1
<b>经济活动</b>									
美国纽约联储WEI指数		↑ 0.24		2.07	1.83	1.98	1.92	1.99	1.67
德国WAI指数		↑ 0.27		0.15	-0.12	-0.19	-0.20	-0.17	-0.19
瑞士WEI指数		↓ -0.08					0.20	0.28	0.20
<b>消费</b>									
美国红皮书商业零售销售:周同比	%	↓ -2.20		3.10	5.30	5.00	4.60	4.00	3.50
美国Open Table入座订餐人数:周同比	%	↑ 3.37	-2.50	-5.87	-3.25	-4.53	-6.03	-3.92	-3.88
<b>出行</b>									
美国执行航班:周环比	%	↓ -9.34	-14.1	-4.8	-0.5	-1.0	1.4	0.1	0.5
TSA安检人数:周环比	%	↑ 5.04	-1.23	-6.27	-4.02	-1.45	4.21	1.56	-0.09
美国纽约交通拥堵指数:周环比	%	↓ -4.06	-4.89	-0.84	-0.25	5.54	-4.02	5.37	-6.85
<b>地产</b>									
美国30年期抵押贷款固定利率	%	↓ -0.26	7.50	7.76	7.79	7.63	7.57	7.49	7.31
美国MBA市场综合指数:周同比	%	↑ 2.13		-17.01	-19.14	-17.85	-18.43	-16.33	-18.52
美国MBA购买指数:周同比	%	↑ 1.33		-20.66	-21.99	-20.82	-20.95	-19.35	-21.54
<b>就业</b>									
美国当周初次申请失业金人数 (季调)	万人	↓ -0.30		21.70	22.00	21.20	20.00	21.10	20.90
美国持续领取失业金人数 (季调)	万人	↑ 2.20			183.40	181.20	178.30	172.70	170.50
美国失业率:持有失业保险人群 (季调)	%	↑ 0.00			1.20	1.20	1.20	1.20	1.20

数据来源：Wind，CEIC，东吴证券研究所

**经济活动：美国经济增长速度减缓，欧洲经济持续衰退。**截至11月5日，美国WEI指数初值录得2.07，截至10月29当周，美国纽约联储WEI指数由2.23下修至1.83。美国经济持续处于增长阶段。但是由最近几周数据表明美国经济增长斜率有所放缓，三季度经济的亮眼表现或难以持续，叠加四季度美国经济的“三大逆风”，经济活动将明显走弱，美联储加息进程或以宣告结束。

截至11月5日当周德国WAI指数初值0.15，短暂恢复正增长，前值被下修为-0.12。从经济结构来看，欧元区10月综合PMI终值下降至46.5，9月为47.2，持续处于荣枯线以下，10月服务业PMI终值也下降至47.8，9月为48.7。主要欧元区国家的制造业和服务业均处于萎缩状态。经济整体仍然呈现衰退趋势。此外，欧元区10月的通胀水平仍然高于目标水平，欧元区需要在对抗通胀和避免经济衰退中找到平衡点。

图14：美欧经济分化



注：日期截止至2023年11月；  
数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图15：美国消费边际放缓



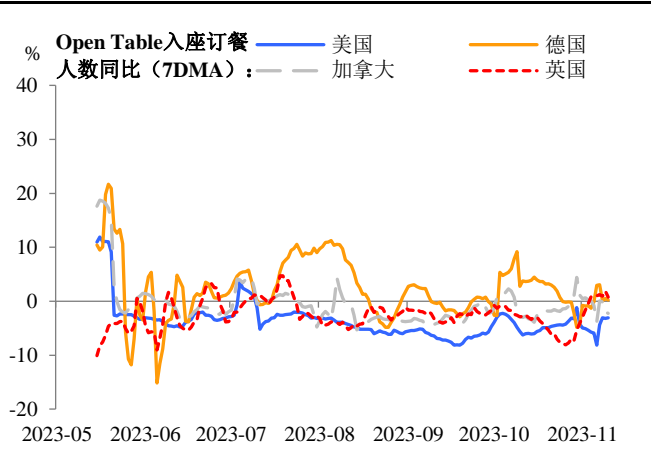
注：日期截止至2023年11月；阴影表示美国衰退；  
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**需求：美国消费者信心指数下降，地产活动持续小幅改善。**截至11月5日当周，美国红皮书商业零售销售同比下修为3.0%，前值5.3%，下降2.2%，是近6周以来的最低水平。而且消费者信心指数也连续4个月下降，消费者消费信心下降，这也是造成美国经济恢复发展减缓的一个重要原因。

地产方面，截止11月12日，抵押贷款固定利率为7.5%，较上个月下降0.26个百分点，仍然处于高位，压制美国潜在购房能力。但是当前抵押贷款利率已经连续两个月

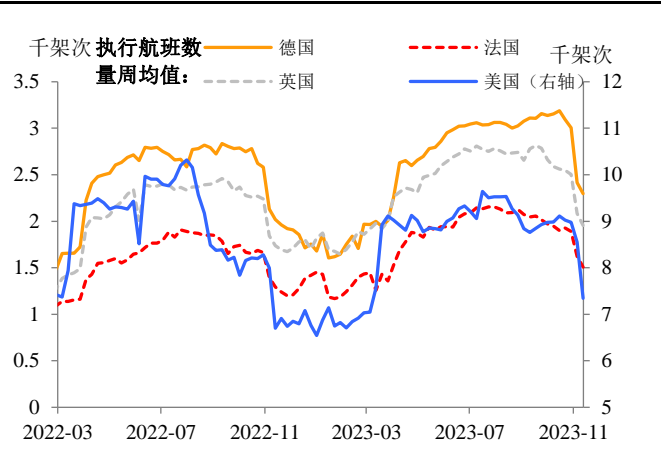
呈现下降趋势，地产需求出现边际回暖的迹象。由此可见，美国地产风险仍然处于可控地位。

图16: 美国订餐活动低位徘徊



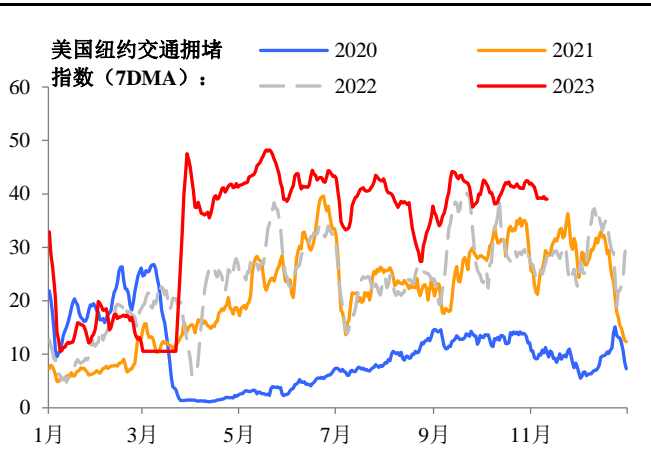
数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图17: 美国航班数量边际下行



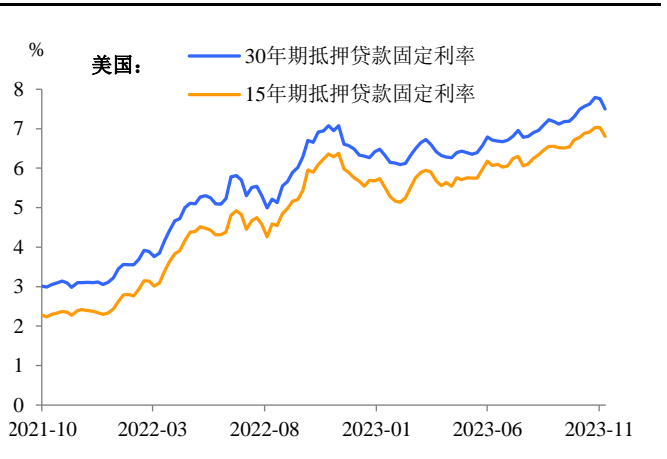
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 纽约交通拥堵指数边际下降



数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

图19: 美国抵押贷款利率边际下行



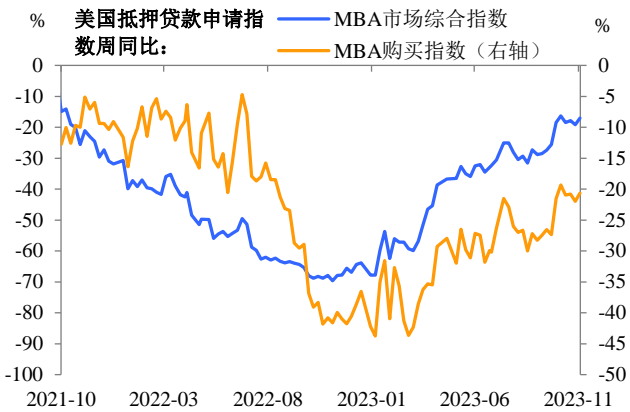
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**就业:** 美国就业形势走弱，劳动力市场供需状况持续改善。截至11月5日当周，美国初次申请失业救济人数为21.7万人，前值上修为22万人；截至10月29日当周，持续接受失业救济人数由前期的181.8万人上升至183.4万人，持续升高。

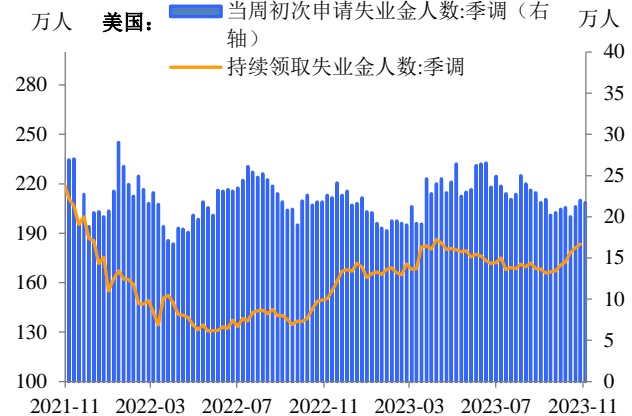
结合非农就业人数与10月失业率来看(上升至3.9%)，美国就业增长不及预期，失业率小幅走高。美国劳动力市场紧张状况有所缓解，薪资压力减小。当前劳动力市场的松动使得美联储年内加息的概率进一步降低。

图20: 地产需求边际改善

图21: 美国劳动力市场有所松动



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**流动性: 美元流动性边际改善。** 本周美国净流动性(美联储总资产-TGA-逆回购)边际上行。监测美元流动性的核心指标 Libor-OIS 边际下降, 企业债利差略有下降。截至 11 月 8 日, 美联储资产负债表规模较 11 月 1 日收缩了 59.73 亿美元, 其中中国债增加 3.13 亿美元, 美国缩减资产负债表的行为有所减缓。此外, 欧美主要银行的 CDS 指数在本周边际下行, 债券违约风险下降。银行存款上升, 其中中小银行略有回落。整体来看, 美元流动性的有所改善。

图22: 美国流动性高频跟踪指标

【东吴宏观】美国流动性周度回顾 (2023. 11. 6-2023. 11. 12)							
(亿美元)	11/08	11/01	10/25	10/18	10/11	10/04	周度变化
<b>美联储</b>							
总资产	78607	78667	79078	79332	79521	79558	↓ -60
其他贷款	1547	1632	1650	1696	1746	1791	↓ -85
一级信贷	22	30	32	30	26	28	↓ -7
银行定期融资计划	1129	1091	1091	1088	1089	1077	↑ 39
其他信贷工具	1547	1632	1650	1696	1746	1791	↓ -85
逆回购	13439	13965	14031	14489	15298	16320	↓ -527
准备金	33604	33146	32640	32502	33157	32407	↑ 458
TGA	7635	7530	8477	8411	7130	6790	↑ 105
<b>商业银行</b>							
现金		34041	33538	33341	34186	33138	↑ 503
消费贷		19073	19115	19014	19034	19026	↓ -42
住房贷款		25685	25657	25635	25636	25602	↑ 28
商业地产贷款		29493	29453	29441	29414	29423	↑ 41
工商贷款		27542	27438	27518	27563	27554	↑ 105
存款		173573	172016	172251	173534	173331	↑ 1557
大银行存款		108043	106624	106917	107927	107681	↑ 1419
小银行存款		52945	52669	52719	52870	52874	↑ 276
<b>货币市场基金</b>	57121	56952	56325	56076	57065	57080	↑ 169

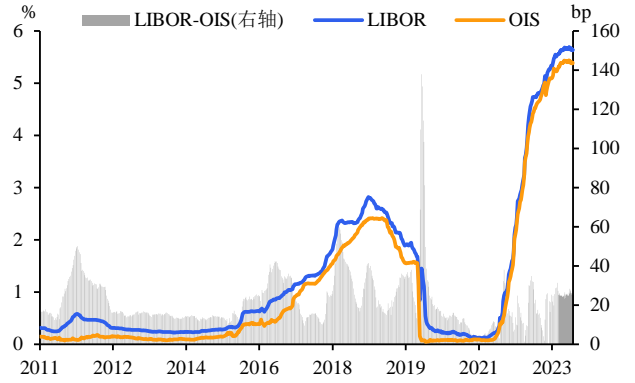
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图23: 本周美国净流动性边际上升

图24: Libor-OIS 边际下行

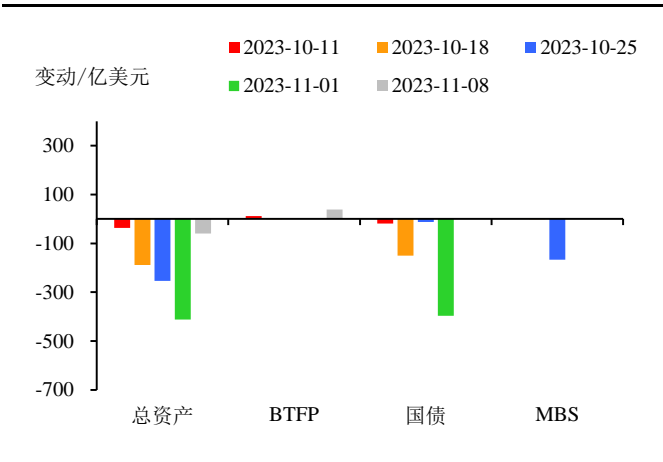


数据来源: Wind, 东吴证券研究所



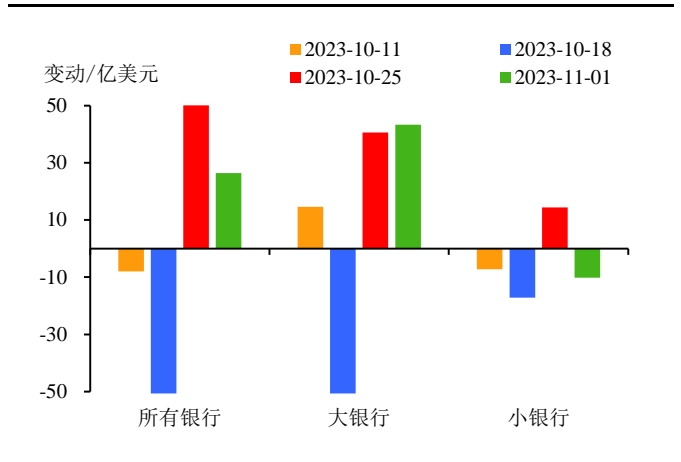
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图25: 美联储资产负债表回落



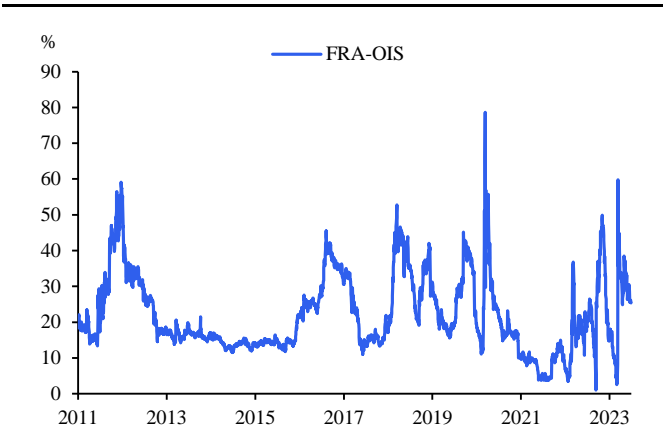
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图26: 美国商业银行存款规模上升



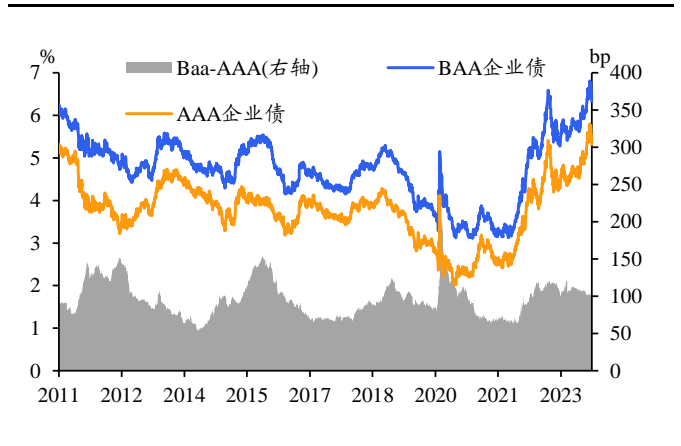
数据来源: 美联储官网, 东吴证券研究所

图27: FRA-OIS 利差下降, 银行间流动性较为宽松



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

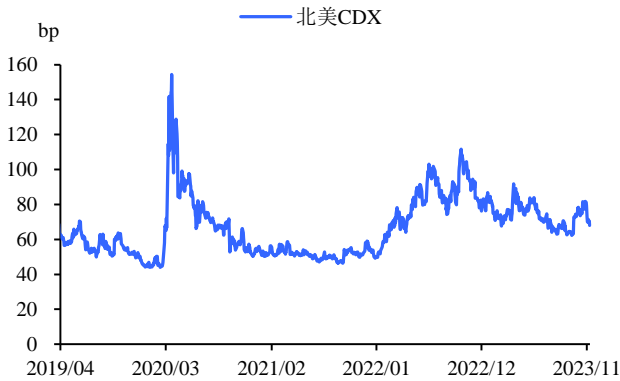
图28: 企业信用风险边际下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



图29: 北美 CDX 指数下行



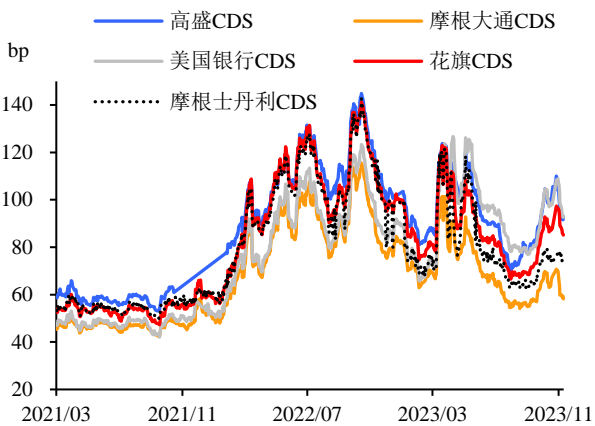
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图30: 欧洲 Itraxx 指数下行



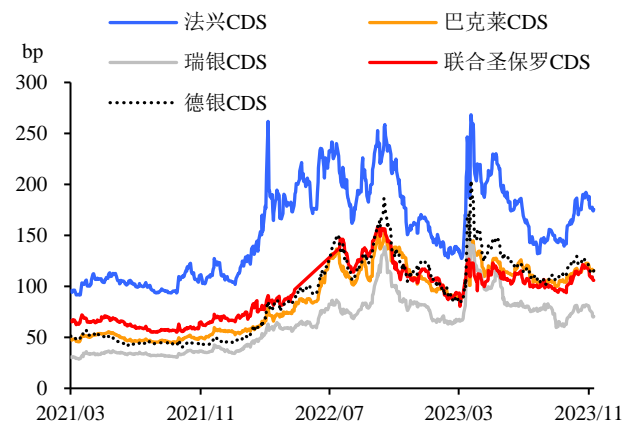
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图31: 美国主要银行 CDS 指数边际下行



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图32: 欧洲主要银行 CDS 指数边际下行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

#### 4. 风险提示

欧美通胀韧性大超预期, 美联储及欧央行货币政策紧缩大超预期, 欧美陷入衰退概率大幅增加, 美国中小银行再现挤兑风波。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>