



中国五矿

五矿期货有限公司
MINMETALS FUTURES CO.,LTD

震荡偏空，关注美元流动性收缩

—— 贵金属半年报2023/06/09

宏观金融组 蒋文斌

■ 从业资格号：F3048844

■ 交易咨询号：Z0017196

联系人 钟俊轩

■ zhongjunxuan@wkqh.cn

■ 0755-23375141

■ 从业资格号：F03112694



CONTENTS



五矿期货

- 1 半年度评估及策略推荐
- 2 美联储货币政策与美元流动性
- 3 宏观风险事件及影响
- 4 美国宏观经济数据



1 半年度评估及策略推荐

上半年行情总结



五矿期货

中国五矿

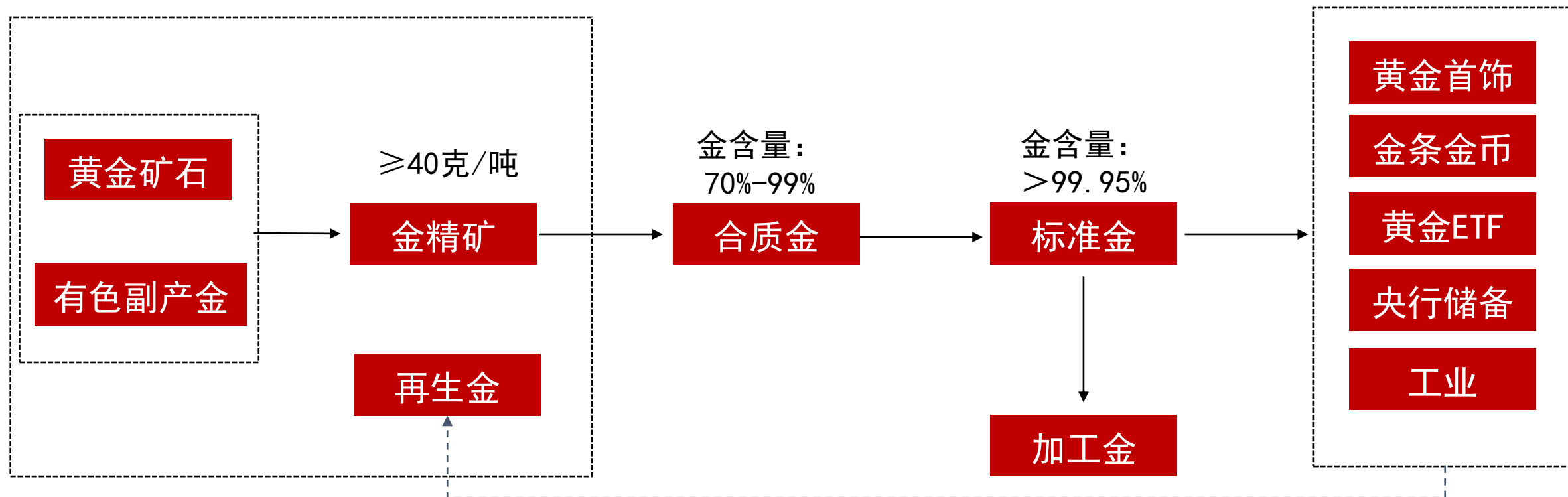
- ◆ COMEX黄金价格由2023年1月3日的1845.5美元/盎司上涨至6月2日的1964.3美元/盎司；沪金价格由1月3日的411元/克上涨至6月2日的452.3元/克，涨幅为10.04%。COMEX白银价格与年初相比出现下跌，由2023年1月3日的24.18美元/盎司下跌至6月2日的23.7美元/盎司；沪银价格由1月3日的5395元/千克上涨至6月2日的5554元/千克，涨幅为2.9%。
- ◆ 从流动性角度来看，年初以来美联储在货币政策上维持加息以及缩表操作，皆在对通胀进行控制。2023年1月19日，美国联邦政府债务触及债务上限，美国财政部依赖非常规措施以及其在美联储的一般账户（TGA）维持运作。TGA账户的规模下降抵消部分货币紧缩政策对于流动性的收紧，提供了相对宽松的流动性环境。
- ◆ 从风险事件的视角来看，欧美银行业危机以及美国债务上限博弈共同驱动了贵金属避险属性对于价格的支撑，其中影响程度较大的为欧美银行业危机，COMEX黄金价格由3月7日的1817美元/盎司上涨至5月4日高位的2058美元/盎司，涨幅为13.26%。5月份美国两党就债务上限问题进行激烈博弈，但贵金属价格由于前期的银行业危机已上涨至相对高位，且美债出现技术性违约的可能性较小，五月份贵金属价格表现偏弱。
- ◆ COMEX管理基金净多头持仓较好地反映了风险事件对于贵金属多头情绪的影响，COMEX黄金管理基金净多头持仓在三月份出现明显上行，由3月7日的1.43万张上升至4月4日高位的11万张，五月份COMEX黄金的管理基金净多头持仓有所下行，由高点的11万张减少至5月30日的8.6万张。COMEX白银管理基金净多头持仓由3月7日的-17402张上行至5月2日的25614张。当前，COMEX白银的管理基金净多头持仓有所下降，5月30日当周为9274张。

- ◆ 美国经济数据来看，当前逆全球化政策盛行，美国政府主张制造业回流美国、脱钩全球供应链，美国制造业的固定资本投入支出大幅增加。逆全球化的背景下，美国生产端难以通过利用全球范围内的生产要素以降低生产成本，特别是人力资源。这也是即使在加息周期中，美国的核心通胀和就业均具韧性的原因之一。
- ◆ 展望后续流动性情况，当前债务上限问题已经解决，后续财政部将会发行短债以重建TGA账户，其将吸纳市场资金，对流动性造成收紧。短期债券的供给增加，收益率上行，短端利率将会抬升。届时，长短端利差倒挂将会走阔，短期的资金成本会有所增加。
- ◆ 若货币基金用隔夜逆回购置换短期债券，流动性收紧程度会相对较缓和，这种情况下，将会观察到美联储资产负债表负债端隔夜逆回购规模下降、财政部一般账户规模增加。若交易商直接承接短债并持有，则对流动性收紧的程度较强，这种情况下，将会观察到美联储资产负债表负债端存款准备金规模的下降，财政部一般账户规模增加。需关注美国财政部的债券拍卖日程。流动性收紧程度取决于新发行国债的规模以及其认购的主体，需关注美联储资产负债表负债端的隔夜逆回购余额以及存款准备金余额变化。
- ◆ 联储官员六月初表态偏鸽，当前市场预期六月份不加息的概率较大，贵金属价格出现上涨，当前市场价格已经对利率政策预期有所反映。需要注意的是，即使六月份FOMC议息会议维持联邦基金目标利率不变，也并不表明本轮加息周期已到达终点。联邦基金利率期货显示市场预期高利率环境将至少持续至三季度。中期来看，在流动性收紧及高利率的环境下，应对贵金属价格保持偏空思路。

黄金产业链



五矿期货

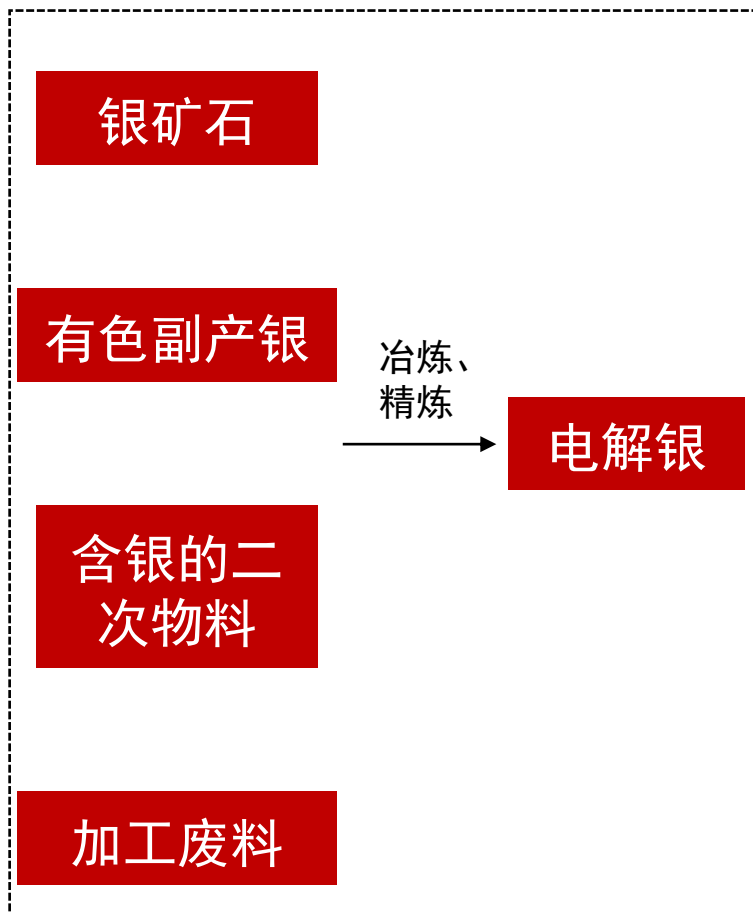


白银产业链



中国五矿

五矿期货



采、选、冶

化工产品

硝酸银
氧化银、超细氧化银和
纳米氧化银
氰化银和氰化银钾
超细银粉、片状银粉和
纳米银粉
卤化银
银浆

合金类材料

银与银合金材料
银与银合金粉体材料
银与银合金复合材料
银的纳米材料

材料加工

照相底片、制镜

电池、电子元件表
面涂层

感光材料、导体浆
料、工业品

电接触、封装、饰
品材料

电子浆料、印刷

高强、高导材料

电子工业

终端消费

黄金、白银价格



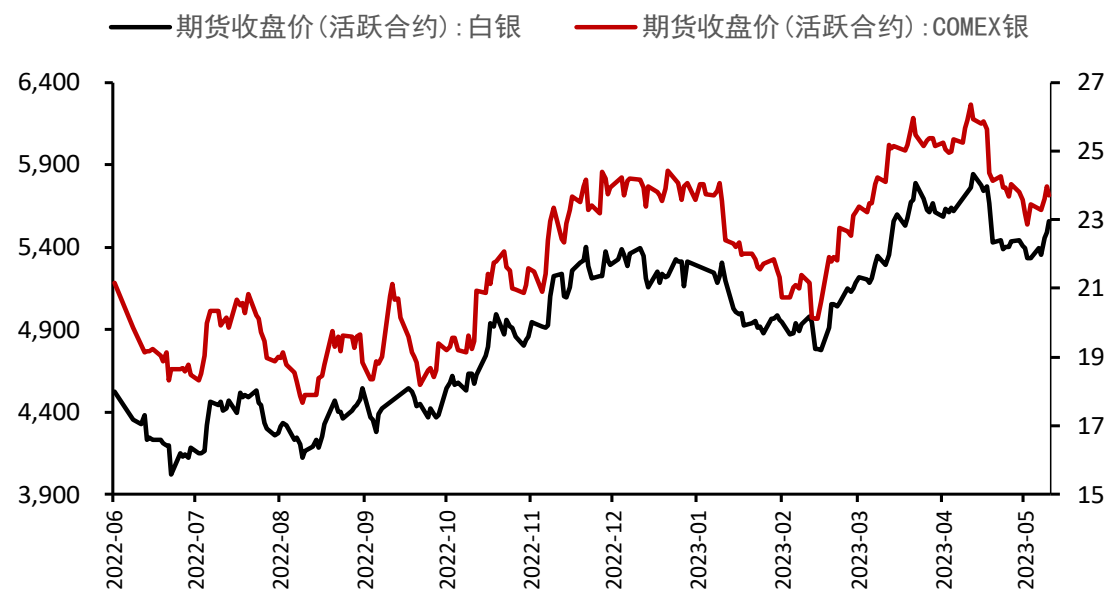
五矿期货

图1：沪金（元/克）与COMEX金（美元/金衡盎司，右轴）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

图2：沪银（元/千克）与COMEX银（美元/盎司，右轴）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

1. COMEX黄金价格由2023年1月3日的1845.5美元/盎司上涨至6月2日的1964.3美元/盎司；沪金价格由1月3日的411元/克上涨至6月2日的452.3元/克，涨幅为10.04%。
2. COMEX白银价格与年初相比出现下降，由2023年1月3日的24.18美元/盎司下降至6月2日的23.7美元/盎司；沪银价格由1月3日的5395元/千克上涨至6月2日的5554元/千克，涨幅为2.9%。

美元指数与实际利率

图3：COMEX黄金价格(美元/盎司)及美元指数(右轴)



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

图4：COMEX黄金价格(美元/盎司)及TIPS收益率(%)



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

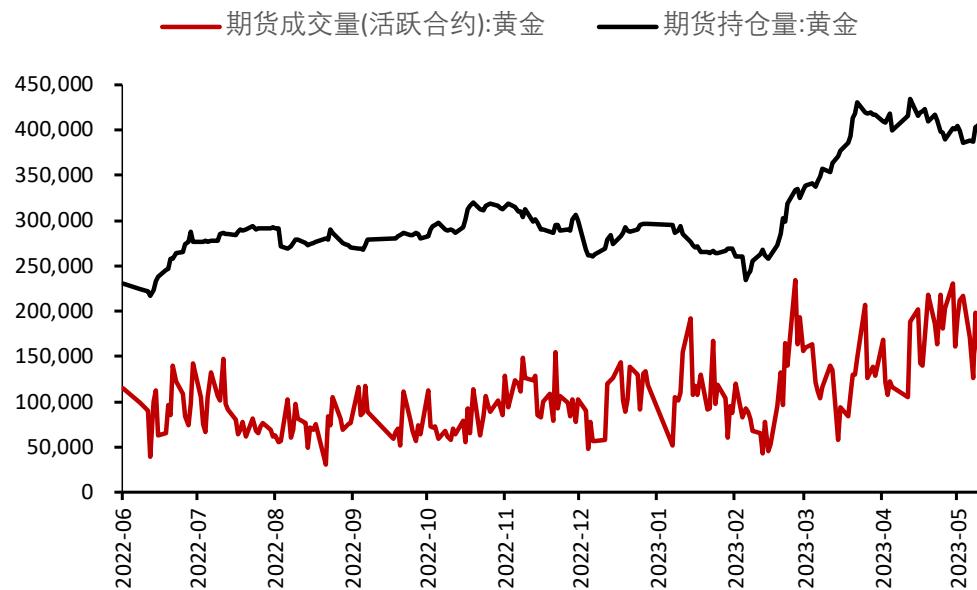
2022年美联储加息周期开启，受到紧缩货币政策的影响，美元指数出现上行趋势，到达九月份高位的114.7。后续随着美国经济衰退预期的加大、联邦政府债务触及上限以及欧美银行业危机的发生，美元指数出现震荡下行走势。与此同时，美联储的货币紧缩政策在抬升国债收益率的同时，降低通胀预期，2022年4月份以来，美国实际利率走高。

黄金成交与持仓



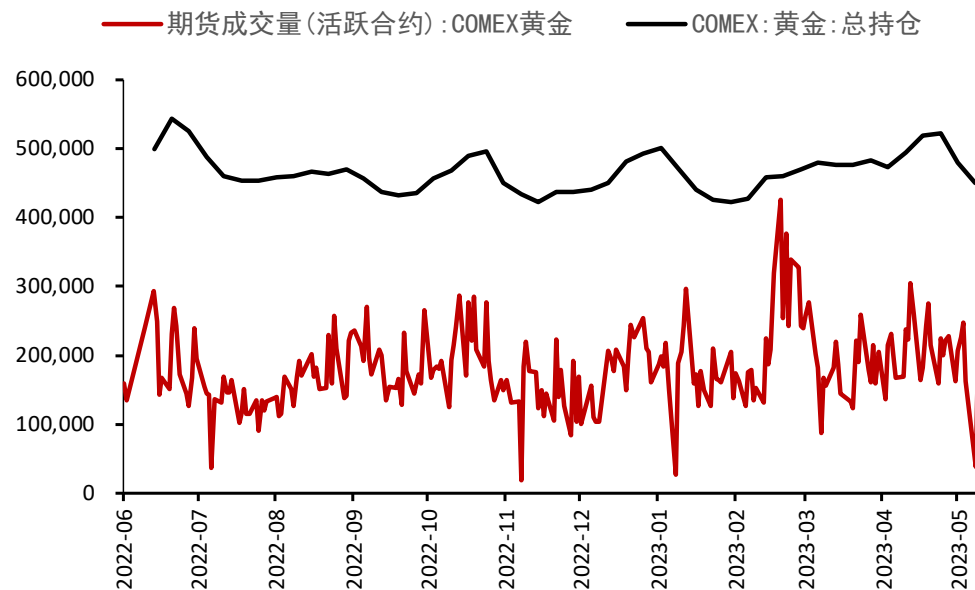
五矿期货

图5：内盘黄金期货成交量（手）与期货持仓量（手）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

图6：外盘黄金期货成交量（手）与期货持仓量（手）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

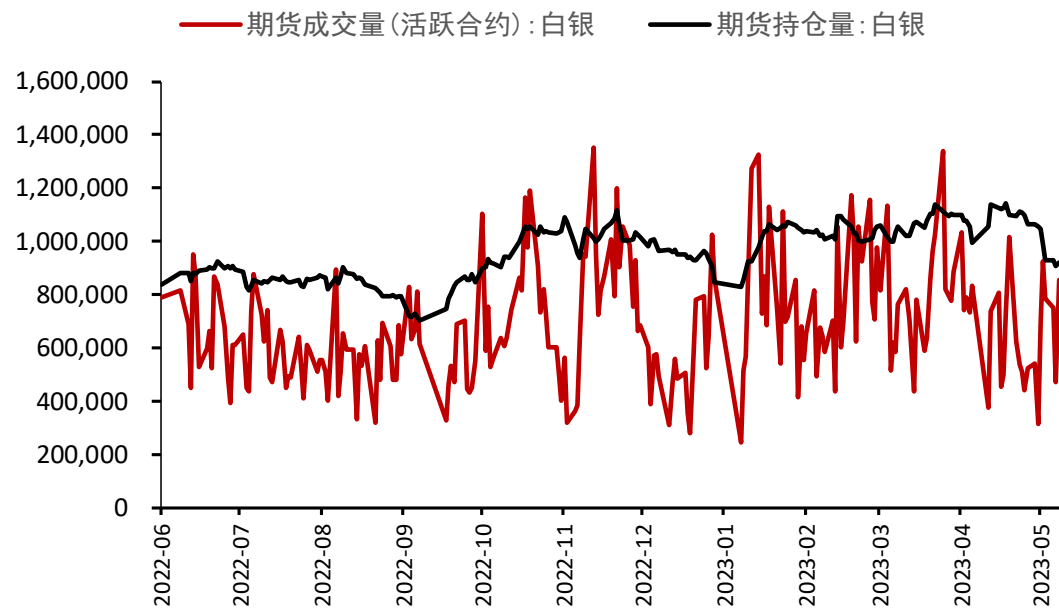
沪金持仓量在欧美银行业危机后快速上行，由3月8日的26.15万手上升至4月14日的43.09万手。当前持仓量有所回调，6月2日沪金总持仓量为40.94万手。COMEX黄金的持仓量由5月16日高点的52.18万张下降至5月30日的44.95万张。

白银成交与持仓



五矿期货

图7：内盘白银期货成交量（手）与期货持仓量（手）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

图8：外盘白银期货持仓量（张）

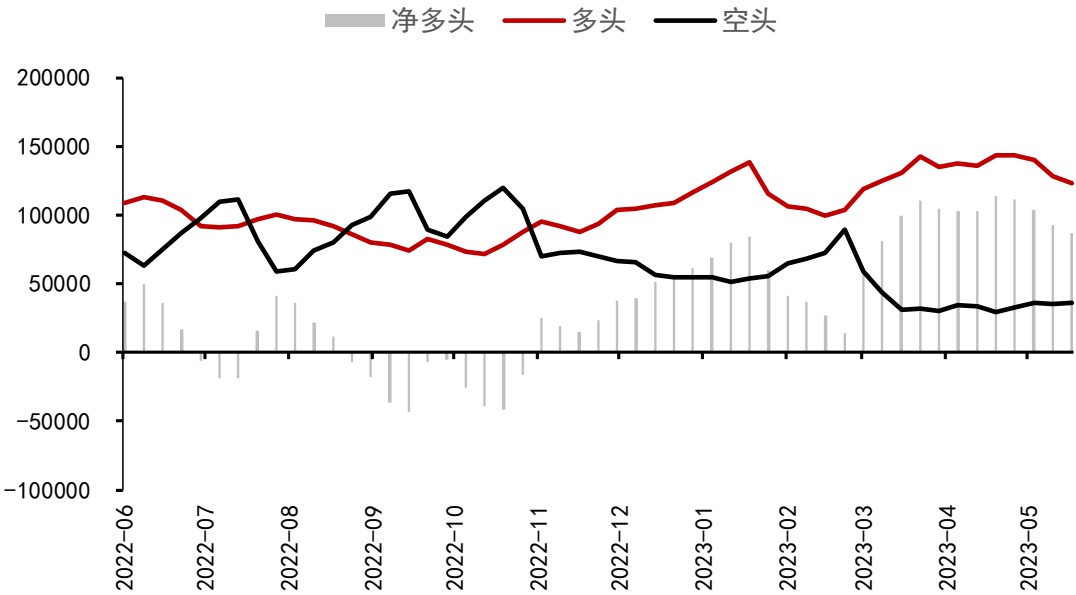


资料来源： WIND、五矿期货研究中心

COMEX白银总持仓量由3月21日的11.9万手上升至4月18日15.83万手的高位，而后下降至5月30日的13.36万手。

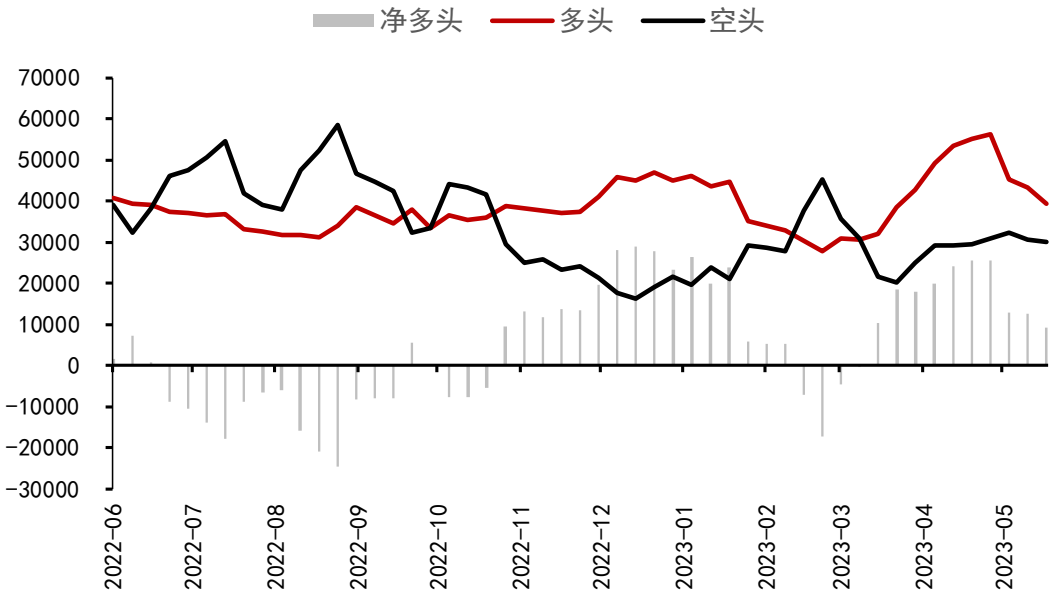
管理基金净多头持仓

图9：COMEX黄金管理基金净多头持仓（张）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

图10：COMEX白银管理基金净多头持仓（张）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

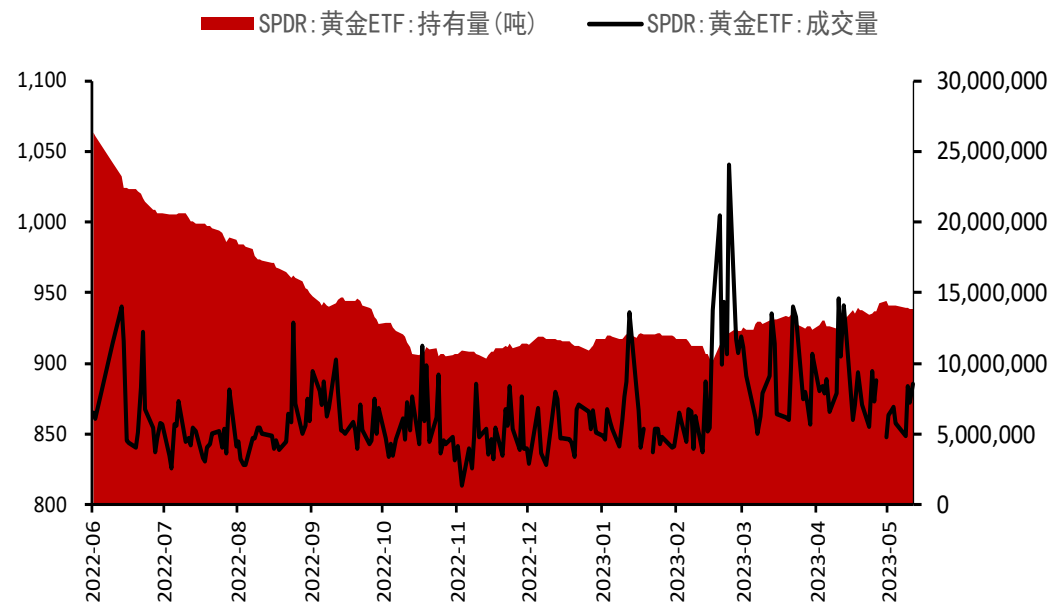
1. 贵金属的COMEX管理基金净多头持仓受银行业危机及债务上限博弈事件的影响明显，COMEX黄金管理基金净多头持仓在三月份出现明显上行，由3月7日的1.43万张上升至4月4日高位的11万张，五月份COMEX黄金的管理基金净多头持仓有所下行，由高点的11万张减少至5月30日的8.6万张。
2. COMEX白银管理基金的净多头持仓也同样在银行业危机后出现快速上行，由3月7日的-17402张上行至5月2日的25614张。当前，COMEX白银管理基金的多头持仓有所下降，5月30日当周为9274张。

SPDR&SLV持仓



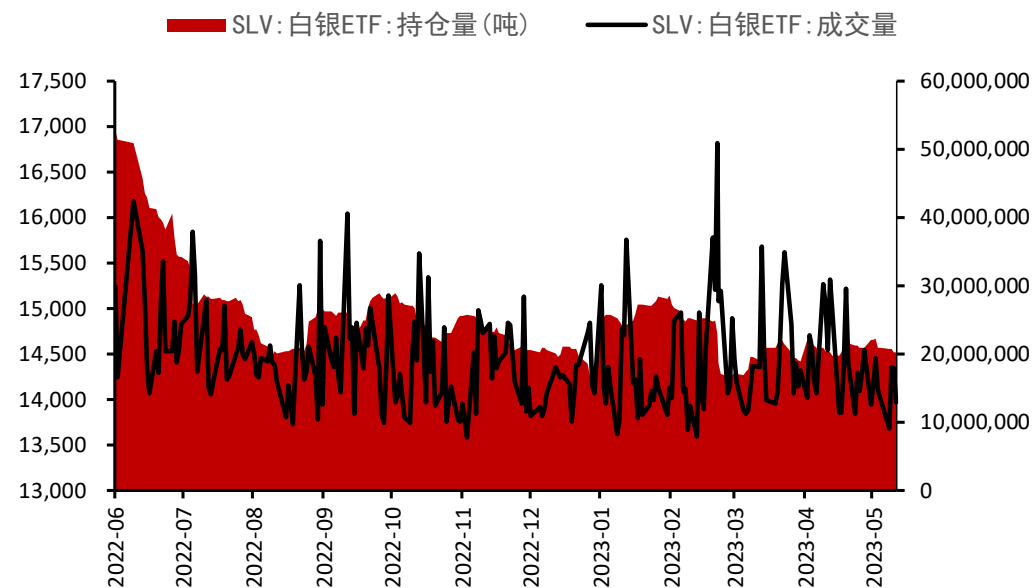
五矿期货

图11：SPDR黄金ETF持有量（吨）及SPDR黄金ETF成交量（份，右轴）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

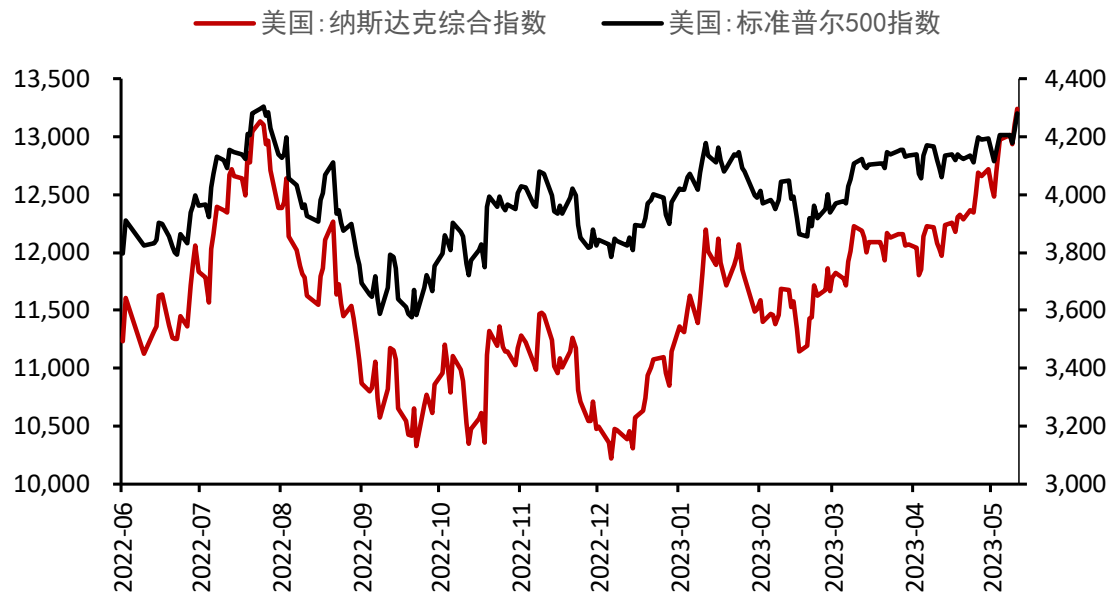
图12：SLV白银ETF持仓量（吨）及SLV白银ETF成交量（份，右轴）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

SPDR黄金ETF的持仓量由1月3日的917吨增加至6月2日的938.1吨。SLV白银ETF持仓量由1月3日的14502吨上涨至2月8日高位的15046吨，而后震荡下跌至6月2日的14519吨。

图13：纳斯达克综合指数与标普500指数（右轴）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

图14：伦敦富时100指数与东京日经225指数（右轴）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

1. 美国股票市场今年表现偏强，得益于人工智能板块的带动，纳斯达克指数由1月3日的10386点上涨至6月2日13240点，上涨27.5%；标普500指数由年初的3824点上涨至当前的4282点。
2. 东京日经225指数今年呈上涨走势，由年初的25716点上行至6月2日的31526点，上涨22.6%。伦敦富时100指数受到英国经济状况的影响有所下行，由2月份高位的8014点下降至当前的7607点。

2 美联储货币政策与美元流动性

美元流动性情况总结



五矿期货

- ◆ 货币政策方面，美联储在加息的同时进行缩表操作，联邦基金目标利率由年初的4.5%上升至5月议息会议后的5.25%（利率区间上界）。美联储资产负债表的资产端，共计减持证券3766亿美元。受到债务上限问题的影响，财政部一般账户(TGA)余额出现较大规模下降，由年初的3796亿美元下降至5月31日当周的485亿美元。TGA账户释放的资金抵消了部分联储缩表带来的流动性紧缩影响。负债端的隔夜逆回购规模受到美国货币基金规模扩大的影响有所增加，当前余额达到2.6万亿美元。
- ◆ 商业银行资产负债表受到银行业危机的影响出现较大变化。美联储加息周期中，国债收益率上行，美国商业银行资产端的国债出现较大规模的未实现亏损。年初以来，统计范围内美国商业银行共减持国债和机构证券2866亿美元，其中包含1499亿按揭抵押证券MBS。高利率环境为商业银行贷款业务带来更高的利润，因此信用紧缩周期往往滞后于货币紧缩周期。年初以来美国商业银行信贷规模有所上升。共增加1487亿美元，当前商业银行贷款总余额为12.13万亿美元。结构上来看，工商业贷款有所下行，减少437亿美元。不动产抵押贷款以及消费贷款规模增加，分别增加1208亿美元及484亿美元。
- ◆ 欧美银行业危机令商业银行的信用风险凸显，相比于存在一定风险的商业银行存款，资金更多的进入货币基金市场。美国货币基金总规模由年初的4.8万亿美元上升至5月31日当周的5.41亿美元，规模上涨12.5%，对市场流动性具有收紧作用。与此相对应的是，美国商业银行存款规模共计减少5722亿美元。

联邦基金目标利率



五矿期货

图15：联邦基金目标利率



资料来源： TRADINGECONOMICS、五矿期货研究中心

图16：联邦基金利率期货所显示的升降息概率(%)

TOTAL PROBABILITIES				
MEETING DATE	DAYS TO MEETING	EASE	NO CHANGE	HIKE
2023/6/14	10	0.00%	74.71%	25.29%
2023/7/26	52	0.00%	32.09%	67.91%
2023/9/20	108	3.85%	34.66%	61.49%
2023/11/1	150	21.55%	41.88%	36.57%
2023/12/13	192	42.69%	36.06%	21.25%
2024/1/31	241	70.26%	22.38%	7.35%
2024/3/20	290	89.51%	8.84%	1.65%
2024/5/1	332	98.59%	1.32%	0.09%
2024/6/19	381	99.46%	0.51%	0.03%
2024/7/31	423	99.91%	0.08%	0.00%
2024/9/25	479	99.98%	0.02%	0.00%
2024/11/6	521	99.99%	0.01%	0.00%

资料来源： WIND、五矿期货研究中心

1. 2022年美联储开启加息周期后，联邦基金目标利率不断上行，当前仍未到达加息周期的终点。2023年年初至5月FOMC议息会议，联邦基金目标利率由4.5%上升至5.25%（利率走廊上界）。
2. 近期，美联储理事杰弗逊表示在6月FOMC议息会议中保持利率不变的决议不应被视为已经达到本轮加息周期的最高利率。当前联邦基金利率期货所显示6月FOMC议息会议中保持利率不变的概率为74.7%，加息25个基点的概率为25.3%。市场预期六月份议息会议保持利率不变，而预期7月和9月份议息会议做出加息决定。

美联储资产负债表



图17：2023年上半年美联储资产负债表周度变化情况（单位：亿美元）

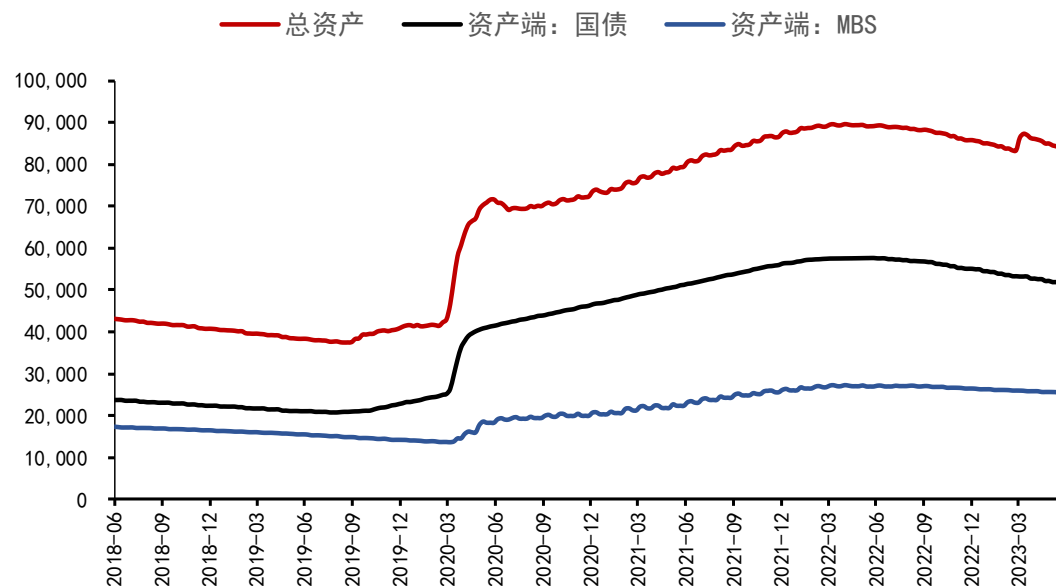
美联储资产负债表（单位：亿美元）							
资产端	2023-05-31	2023-01-04	变化情况	负债端	2023-05-31	2023-01-04	变化情况
黄金证券账户	110.37	110.37	0.00	联储票据、联储银行持有净额	22,939.34	22,576.32	363.02
特别提款权账户	52.00	52.00	0.00	逆向回购协议	26,156.77	25,618.83	537.94
硬币	12.90	11.90	1.00	存款	34,740.01	36,444.98	-1,704.97
持有证券、未摊销证券溢价和折扣、回购协议和贷款	82,894.48	84,029.20	-1,134.72	存款机构其他存款（准备金）	32,055.26	30,419.29	1,635.97
持有证券	77,248.20	81,015.00	-3,766.80	美国财政部一般账户（TGA）	485.12	3,796.20	-3,311.08
持有证券：美国国债	51,642.37	54,577.51	-2,935.14	外国官方	97.55	89.35	8.20
国债：短期	2,810.41	2,893.38	-82.97	其他存款	2,102.09	2,140.14	-38.05
国债：通胀补偿	1,058.89	1,028.33	30.56	延迟入账现金项目	7.33	3.15	4.18
国债：中长期名义	44,090.53	46,881.63	-2,791.10	财政部门对信贷部门的援助	133.58	153.47	-19.89
国债：中长期通胀指数	3,682.53	3,774.16	-91.63	其他负债应计股息	-542.57	-140.70	-401.87
持有证券：联邦机构债券	23.47	23.47	0.00	总负债	83,434.46	84,656.06	-1,221.60
持有证券：资产抵押支持证券MBS	25,582.36	26,414.02	-831.66				
当前持有的未摊销证券溢价	2,988.29	3,135.43	-147.14				
当前持有的未摊销证券折扣	-278.46	-274.79	-3.67				
正向回购协议	0.00	0.01	-0.01				
其他贷款	2,936.44	153.56	2,782.88				
托收中项目	0.58	1.12	-0.54				
银行不动产	4.68	4.61	0.07				
中央银行流动性互换	3.92	4.12	-0.20				
外币计价资产	182.58	185.23	-2.65				
其他联储资产	321.43	374.06	-52.63				
总资产	83,858.54	85,074.29	-1,215.75				

资料来源： WIND、五矿期货研究中心

2023年上半年，美联储在加息的同时维持缩表操作，共计减持证券3766亿美元，其中包含中长期名义国债2791亿美元，资产抵押支持证券831亿美元。受到银行业危机的影响，联储提供给美国存款机构的流动性工具——其它贷款出现较大规模增加，由1月4日当周的153亿规模上升至5月31日当周的2936亿美元。

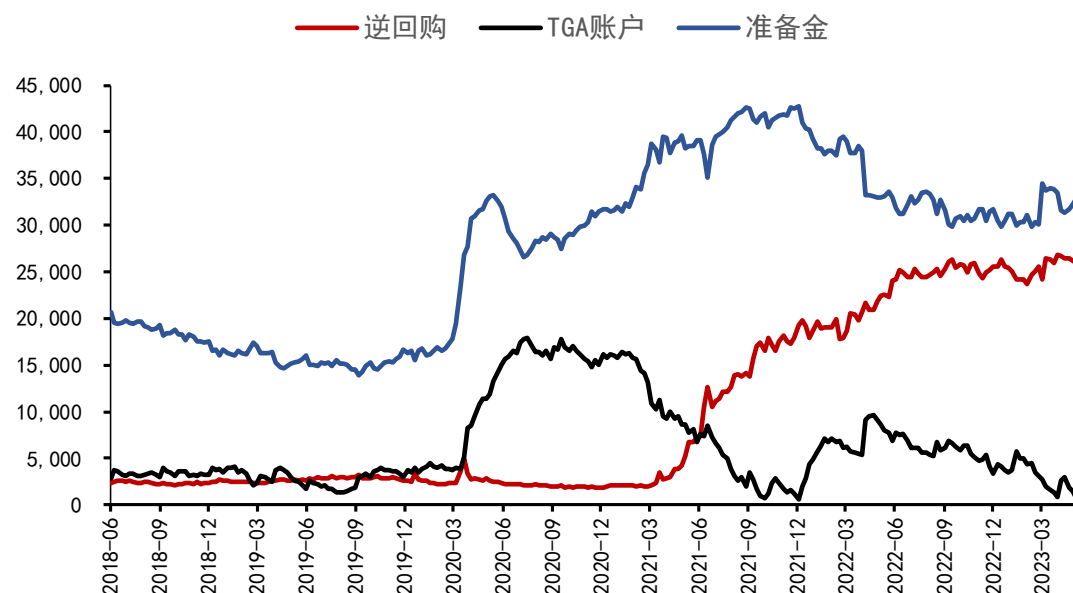
美联储资产负债表

图18：美联储总资产、资产端国债及MBS（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图19：美联储逆回购、财政部一般账户（TGA）及存款机构准备金规模（亿美元）

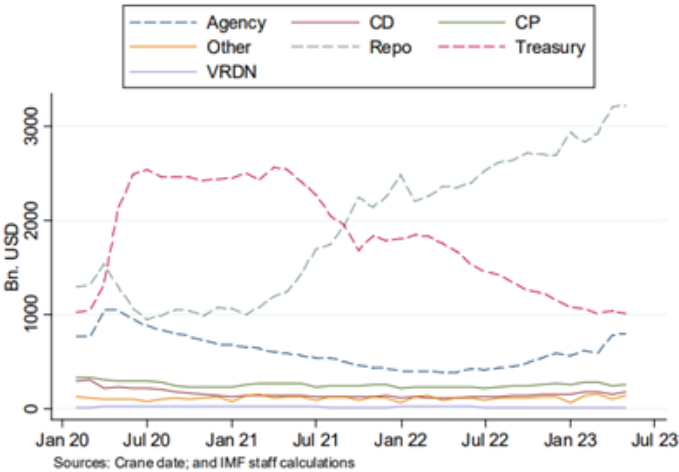


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

从美联储资产负债表的负债端来看，联储逆回购余额处在高位，年初以来增加537亿美元，当前余额为25618亿美元。银行存款准备金规模增加1635亿美元，当前余额为2.3万亿美元。财政部一般账户（TGA）余额受到债务上限问题的影响出现大幅度下降，由年初的3796亿美元下降至5月31日当周的485亿美元。TGA账户余额减少释放流动性，抵消了部分缩表对于流动性的收紧影响。

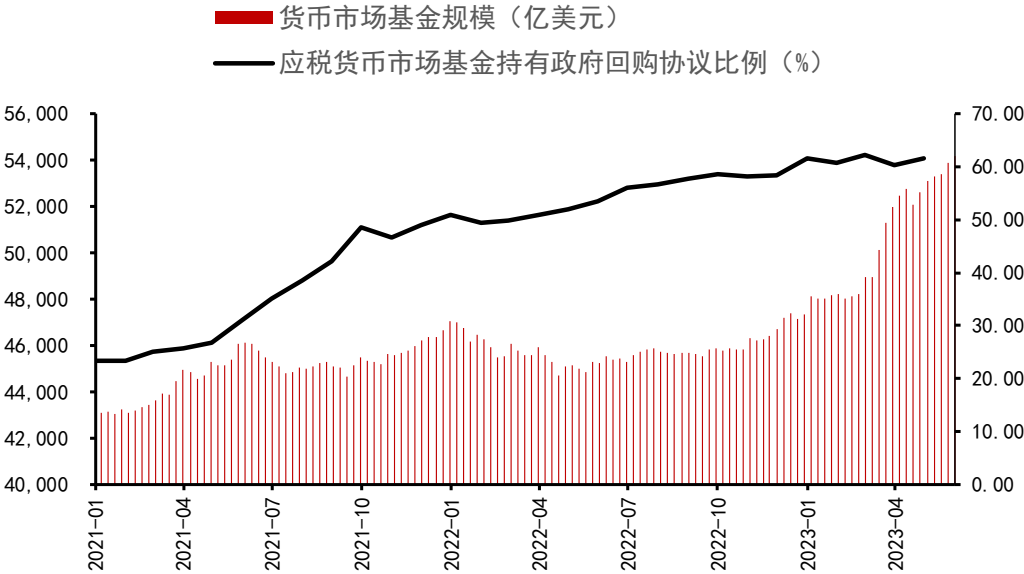
图20：美国货币基金持有资产类型（亿美元）

1. Total AUM by asset type
(in billions of US Dollars)



资料来源： IMF、五矿期货研究中心

图21：货币基金规模（亿美元）与持有政府回购协议占比（%）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

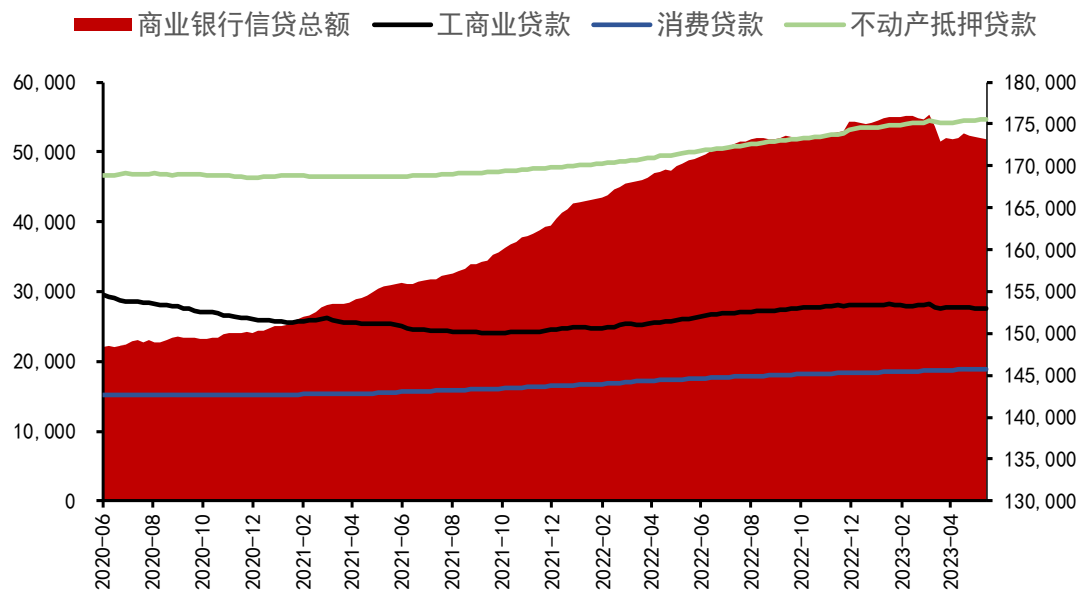
美国货币基金是美联储隔夜逆回购最大的交易对手方。美联储开启加息周期以来，美国国债收益率上行、价格下降，伴随着债务上限问题博弈的愈演愈烈，货币基金所持有的美国国债规模及数量下降，其持有的隔夜逆回购规模增加，占总资产的比例上升。在银行业危机之后，相比于具有一定风险的商业银行存款，资金更多的进入货币市场基金。美国货币基金总规模由年初的4.8万亿美元上升至5月31日当周的5.41万亿美元，规模上涨12.5%。

图22：美国商业银行资产负债表(单位:亿美元)

美商业银行H8(亿美元)									
	2023-05-24	2023-01-04	变化	环比		2023-05-24	2023-01-04	变化	环比
资产端					负债端				
银行信贷总额	173,164.36	175,142.51	-1,978.15	-1.13%	存款	172,387.49	178,110.18	-5,722.69	-3.21%
银行信贷中的证券部分	51,828.71	55,294.18	-3,465.47	-6.27%	大额定期存款	19,305.53	17,017.49	2,288.04	13.45%
国债和机构证券	41,177.03	44,043.50	-2,866.47	-6.51%	其他存款	153,081.96	161,092.69	-8,010.73	-4.97%
按揭抵押证券MBS	25,990.88	27,490.77	-1,499.89	-5.46%	借款	24,396.09	19,005.27	5,390.82	28.36%
非按揭抵押证券	15,186.16	16,552.73	-1,366.58	-8.26%	对外国办事处负债净额	2,539.46	2,803.52	-264.07	-9.42%
其他证券	10,651.68	11,250.68	-599.00	-5.32%	其他负债	7,422.54	7,980.66	-558.11	-6.99%
按揭抵押证券	1,061.74	1,121.34	-59.60	-5.32%	负债总额	206,745.58	207,899.63	-1,154.05	-0.56%
非按揭抵押证券	9,589.95	10,129.35	-539.40	-5.33%					
银行信贷中的贷款和租赁部分	121,335.65	119,848.33	1,487.32	1.24%	余额：资产-负债	23,138.01	21,732.18	1,405.84	6.47%
工商业贷款	27,594.38	28,032.19	-437.81	-1.56%					
不动产抵押贷款	54,712.26	53,503.96	1,208.30	2.26%					
住房抵押贷款	25,515.30	24,785.21	730.09	2.95%					
循环房屋净值贷款	2,544.12	2,550.19	-6.08	-0.24%					
封闭式住房按揭贷款	22,971.18	22,235.02	736.17	3.31%					
商业不动产抵押贷款	29,196.96	28,718.75	478.21	1.67%					
建设和土地开发贷款	4,724.45	4,528.43	196.01	4.33%					
以耕地抵押的贷款	1,118.71	1,113.85	4.87	0.44%					
以家庭财产抵押的贷款	5,740.75	5,678.31	62.44	1.10%					
以其他商业不动产抵押的贷款	17,613.05	17,398.16	214.89	1.24%					
消费贷款	18,884.09	18,399.98	484.11	2.63%					
信用卡和其他循环计划	9,889.11	9,424.18	464.93	4.93%					
其他消费贷款	8,994.97	8,975.80	19.17	0.21%					
其他消费贷款:车贷	5,155.85	5,193.41	-37.56	-0.72%					
其他消费贷款:所有其他	3,839.13	3,782.39	56.74	1.50%					
其他贷款和租赁	20,144.93	19,912.20	232.72	1.17%					
非存款金融机构贷款	9,415.86	8,872.03	543.83	6.13%					
其他未分类贷款	10,729.06	11,040.17	-311.11	-2.82%					
减：贷款和租赁损失备抵	1,821.02	1,740.93	80.09	4.60%					
联邦基金	6,719.00	5,608.46	1,110.54	19.80%					
对商业银行贷款	93.91	67.37	26.54	39.39%					
现金资产	33,290.93	31,902.81	1,388.13	4.35%					
其他资产	18,436.41	18,651.59	-215.18	-1.15%					
资产总额	229,883.59	229,631.80	251.79	0.11%					

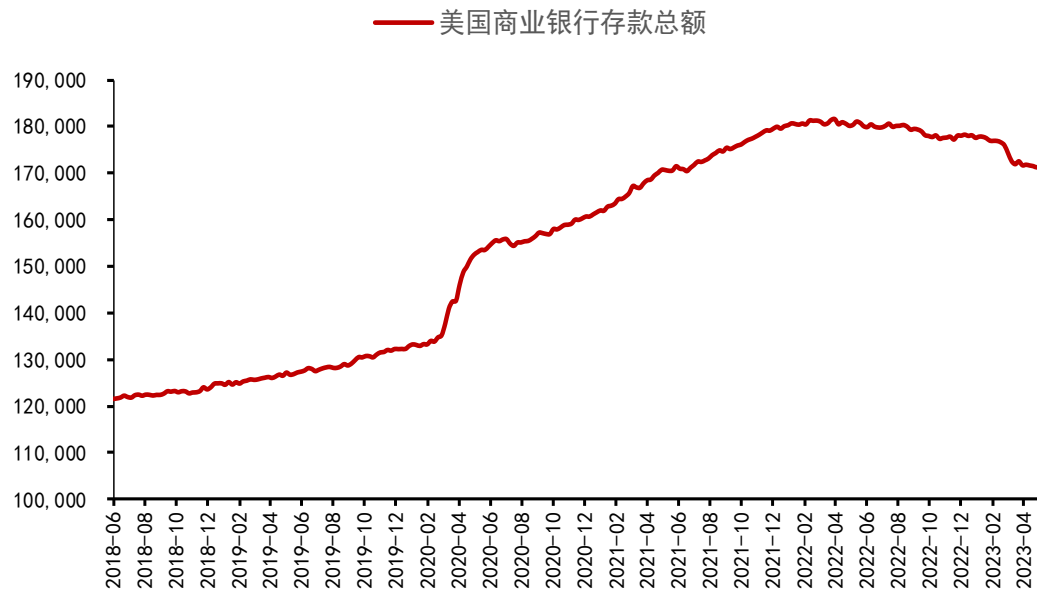
资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图23：美国商业银行信贷规模（右轴：亿美元）及分项（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图24：美国商业银行存款规模（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1. 受到欧美银行业危机的影响，年初以来美国商业银行资产负债表出现较大边际变化。美联储公布的商业银行H8数据显示，年初以来统计范围内美国商业银行共减持国债和机构证券2866亿美元，其中包含1499亿按揭抵押证券MBS。
2. 高利率环境下，银行贷款利息收入增加。信贷紧缩周期往往滞后于货币紧缩周期，年初以来美国商业银行信贷规模有所上升。共增加1487亿美元，当前商业银行贷款总余额为12.13万亿美元。结构上来看，工商业贷款总额有所下降，减少437亿美元。不动产抵押贷款以及消费贷款规模上升，分别增加1208亿美元及484亿美元。
3. 硅谷银行危机后，美国商业银行信用风险问题受到关注，其负债端存款规模出现下降，年初以来共减少5722亿美元，当前存款总规模为17.23亿美元。

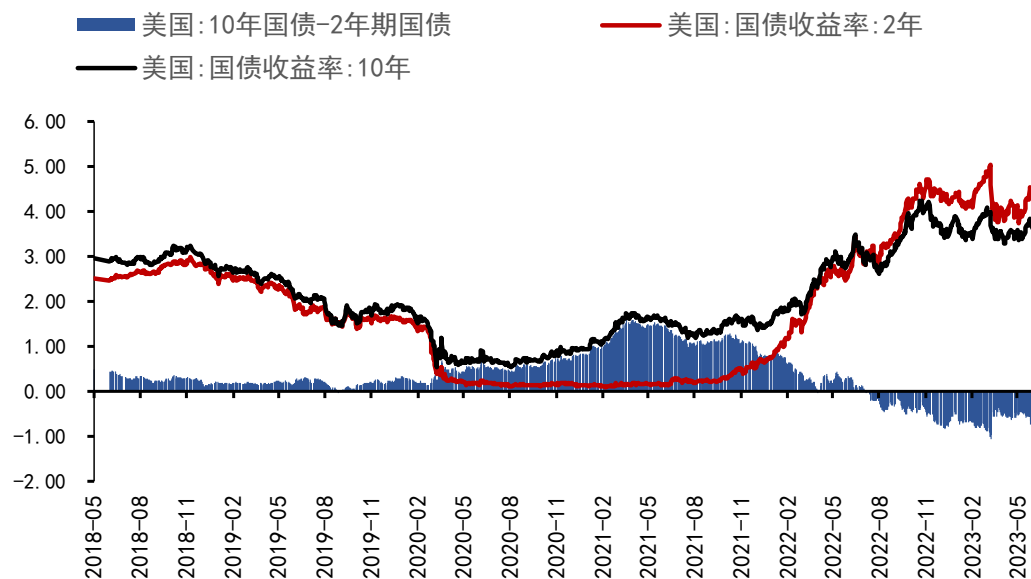
美国长短债收益率



中国五矿

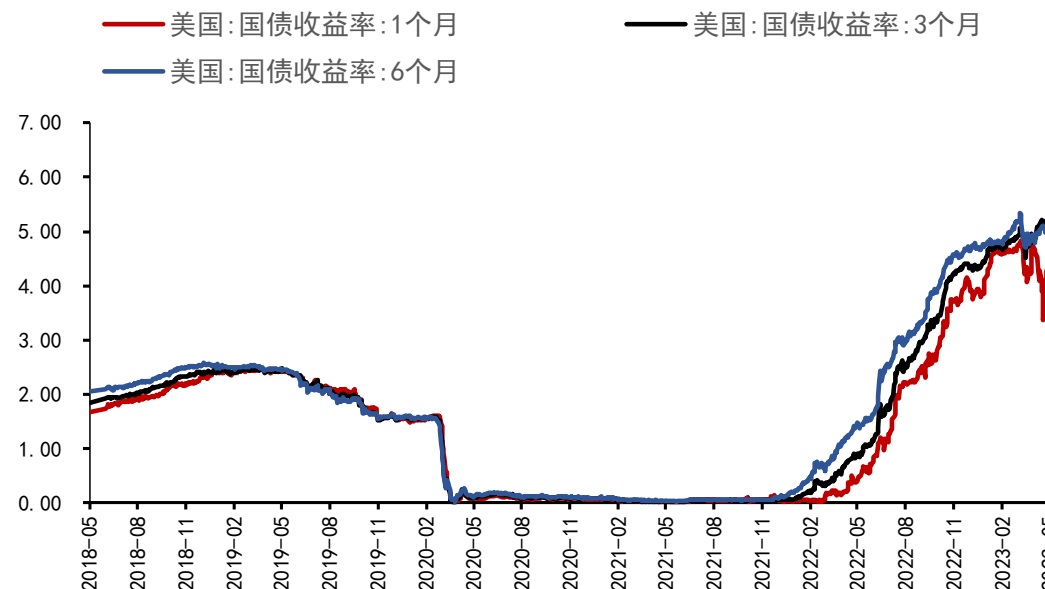
五矿期货

图25: 美国十年期国债与两年期国债利差 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图26: 美国短期国债收益率 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

1. 美债长短端利差倒挂是美国经济衰退的重要指向性指标，相比于长端利率而言，美联储紧缩性货币政策会对短端利率造成更大的影响。2022年7月份以来，美债长短端利率倒挂持续。短端利率高企显示偏高的资金成本，长端利率下降表明债市偏强，经济衰退预期加大。总体流动性处于收紧态势。
2. 受到债务上限问题博弈的影响，美国短期国债收益率上行。其中一个月期国债收益率上涨幅度最大，由年初的4.17%增加至5月26日高位的6.02%。

3 宏观风险事件及影响

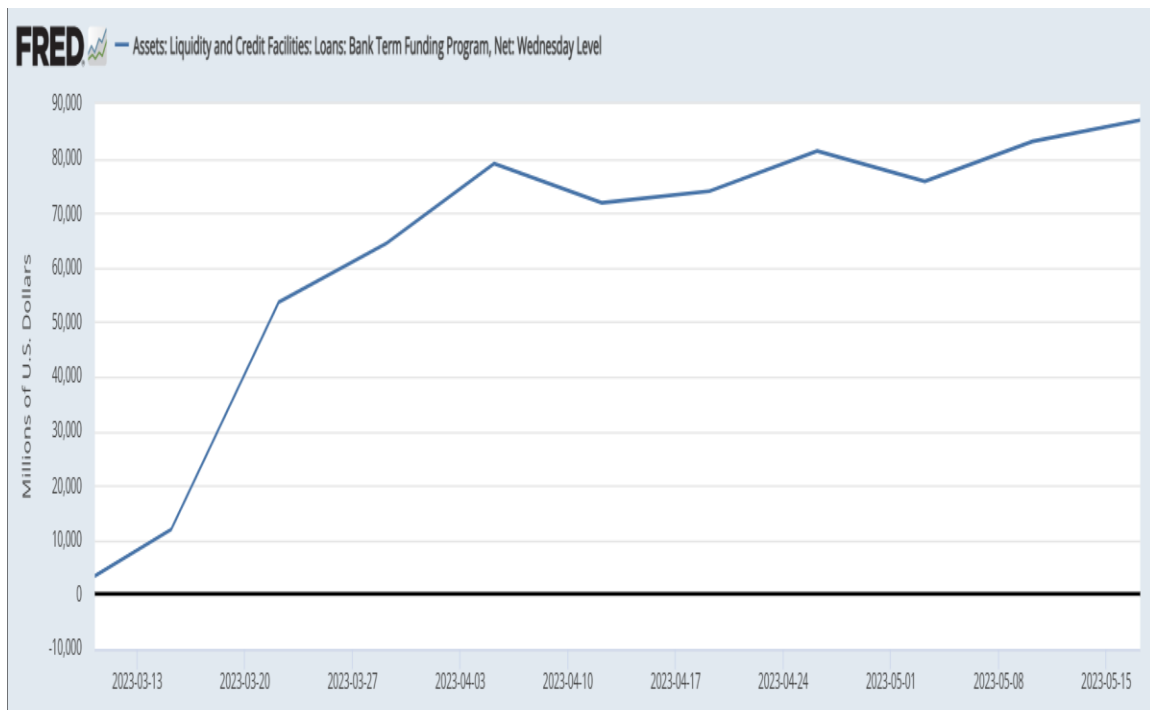
- ◆ **欧美银行业危机：**美联储加息周期中，美债收益率走高，美国商业银行资产端持有的债券出现较大规模的未实现亏损，未实现亏损被披露后引发储户对于美国商业银行信用风险的担忧，进而引发了欧美银行业危机。银行业危机发生后，美联储新增BTFP流动性支持工具，配合传统的贴现窗口工具为商业银行提供流动性支持。当前，BTFP总规模维持稳定，贴现窗口的使用规模也已经出现大幅下降，接近银行业危机之前的水平。同时，受到美联储加息提升贷款利率的影响，美国大型商业银行所公布的一季度利润情况较好，其利息收入出现较大幅度的增加。商业银行资产端所持有的产生浮动亏损的债券，部分也将在年内到期。总体而言，当前美国商业银行流动性相对充裕，发生进一步危机的可能性较低，避险属性对贵金属产生的价格支撑相对弱化。
- ◆ **美国债务上限博弈：**2023年1月19日，美国财长耶伦宣布联邦政府债务触及31.4万亿美元的债务上限。四月份税收申报月的税收金额低于2022年同期，市场对于美国债务出现技术性违约的担忧加大，一月期国债收益率出现快速上行。但贵金属价格在债务上限问题激烈博弈的五月表现偏弱，十年期美债收益率出现震荡上行的走势。避险资产价格并未过多体现债务上限危机的影响。当前美国总统拜登已签署新的预算法案，在暂停债务上限的同时缩减未来财年的预算支出。债务上限问题解决后，财政部会发行国债以重建财政部一般账户余额，新发行债务将会令市场流动性有所收紧。

美联储流动性工具（银行业）



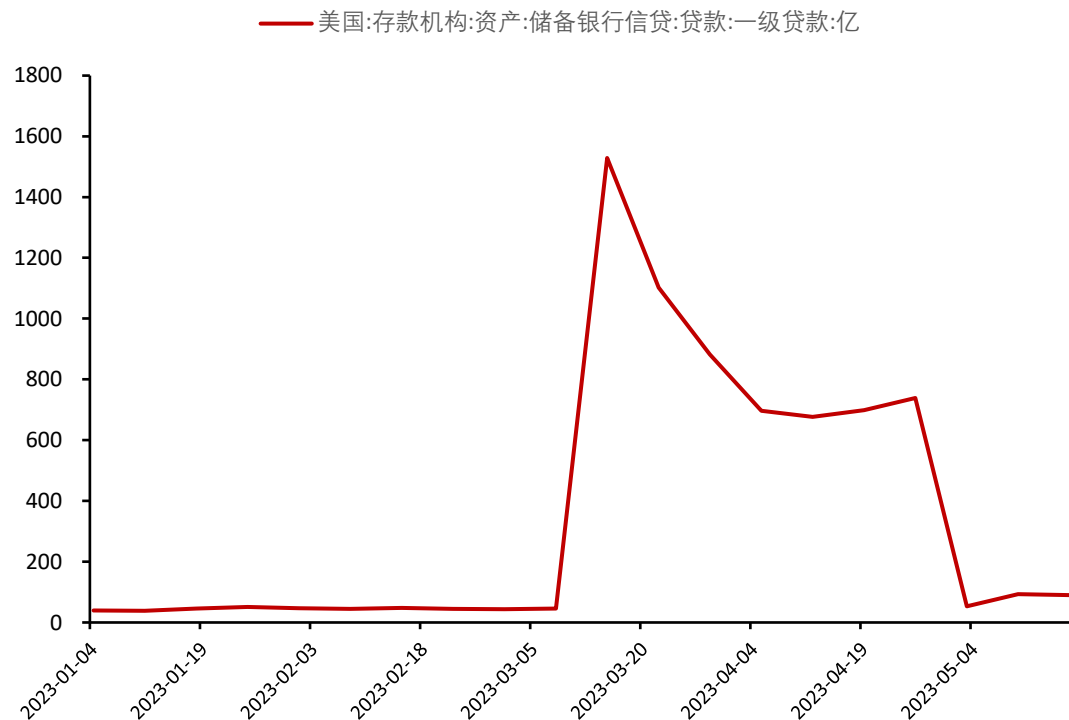
五矿期货

图27：BTFP流动性工具（百万美元）



资料来源：圣路易斯联储、五矿期货研究中心

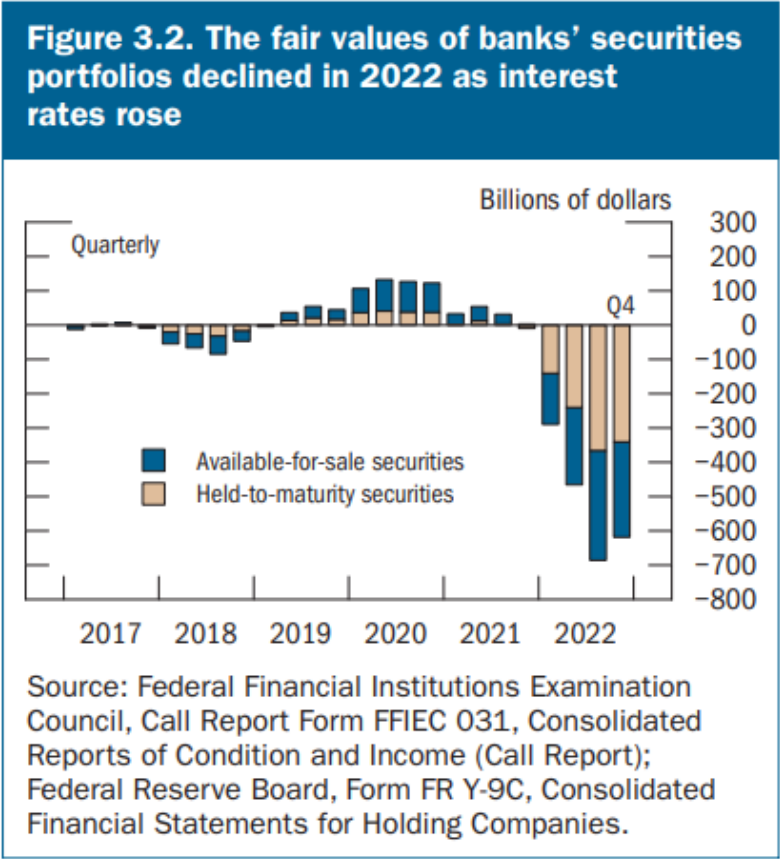
图28：银行贴现窗口使用量（亿美元）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1. BTFP是三月份银行业危机后，美联储为存款机构所提供的“银行期限资金计划”，以美债等合格抵押品进行抵押，存款机构可获得期限最长为一年的流动性支持。贴现窗口为传统的流动性支持工具。
2. 银行业危机发生后，贴现窗口用量快速增加，达到3月15日高位的1528亿美元，但在四月份及五月份其用量快速下降，5月31日当周余额仅为39亿美元。BTFP的总规模也在四月以后保持稳定。显示当前美国商业银行的流动性状况较佳。

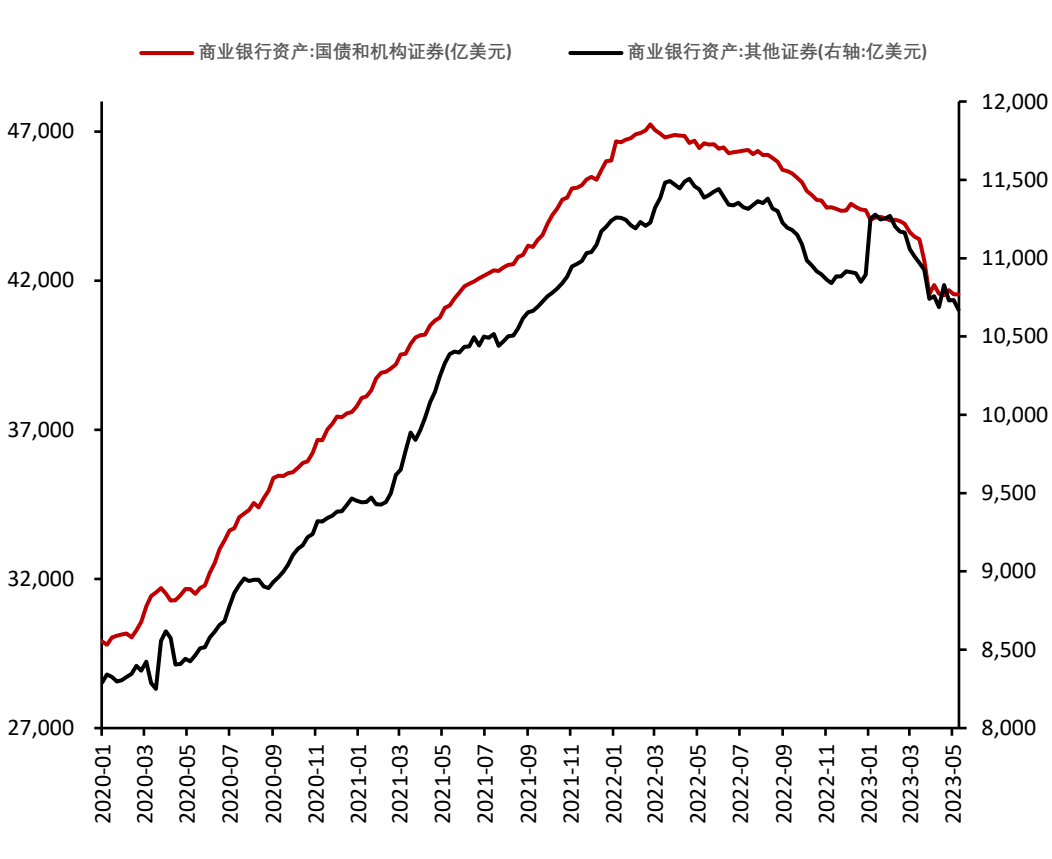
图29：美国商业银行资产端未实现亏损（十亿美元）



资料来源： 美联储、五矿期货研究中心

美联储加息周期影响下，美债收益率上行，到2022年底，银行可供出售金融资产投资组合的公允价值下降了2770亿美元，持有至到期投资组合价值下降了3410亿美元。但美联储发布的2023年4月金融稳定报告显示，超过45%的银行资产在一年内重新定价或到期。

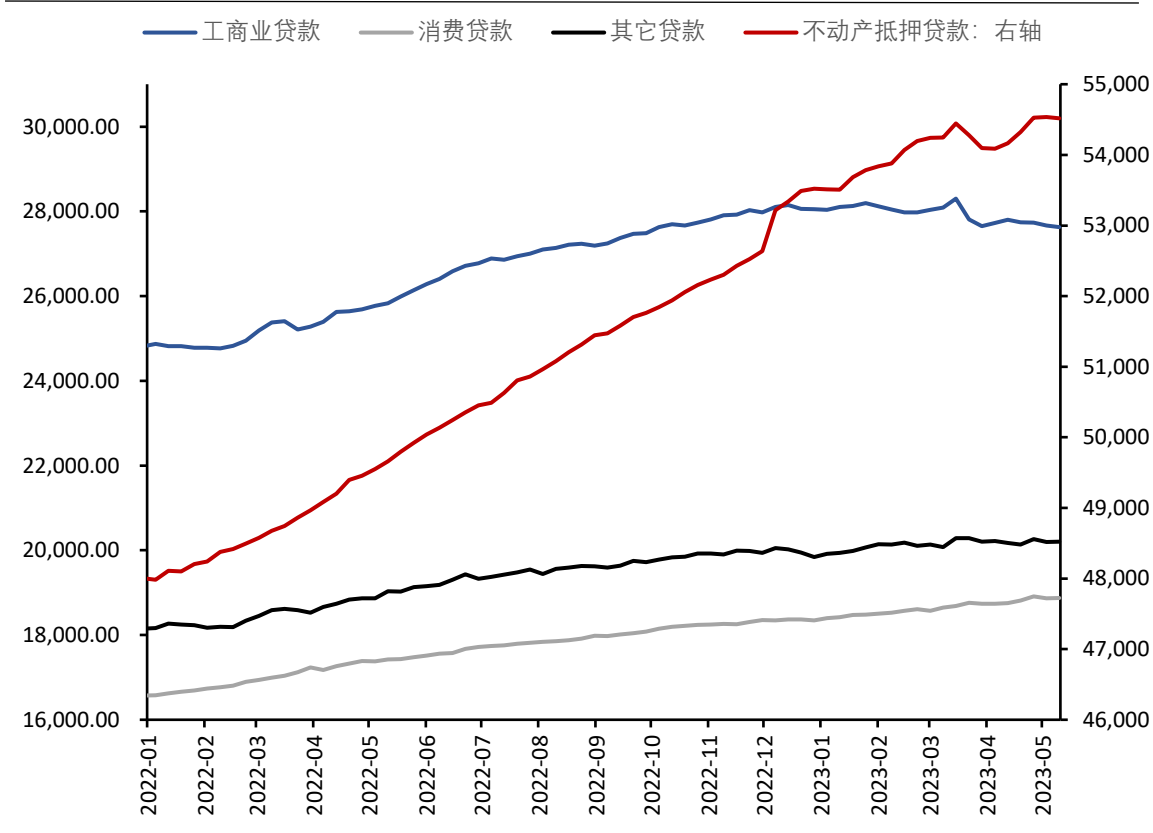
图30：美国商业银行持有证券规模（亿美元）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

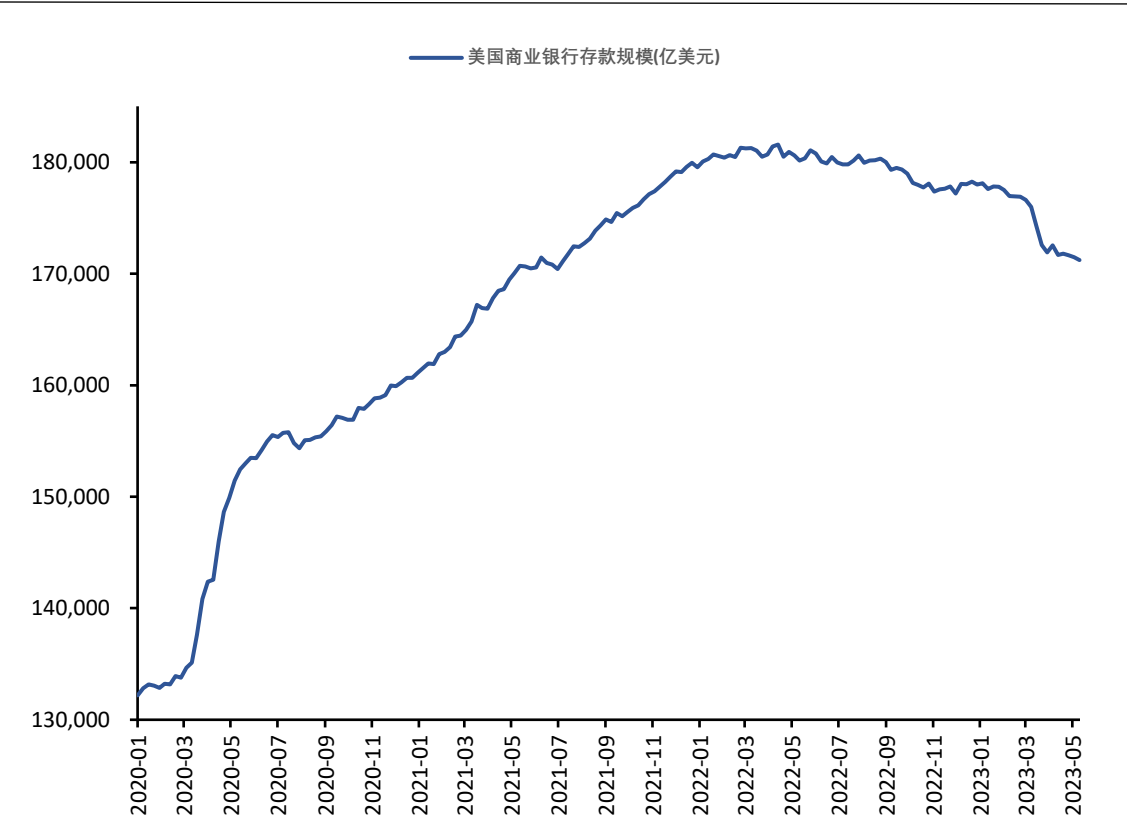
美国商业银行信贷规模

图31：美国商业银行信贷总额（亿美元）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

图32：美国商业银行存款规模（亿美元）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

以4月5日至5月3日为观察区间，美国商业银行整体信贷规模增加499亿美元，不动产抵押贷款增加415亿美元，其中住房抵押贷款增加195亿美元，商业不动产贷款增加220亿美元。但负债端的存款出现结构性变化，总量下降1032亿，其中大额定期存款增加431亿，其它存款（零售端活期存款等）减少1463亿美元。

美国大型商业银行一季度盈利情况

图33: 花旗银行与摩根大通一季度盈利情况

First Quarter Financial Results					
Citigroup (\$ in millions, except per share amounts and as otherwise noted)	1Q'23	4Q'22	1Q'22	QoQ%	YoY%
Institutional Clients Group	\$11,233	\$9,159	\$11,160	23%	1%
Personal Banking and Wealth Management	6,448	6,096	5,905	6%	9%
Legacy Franchises	2,852	2,052	1,931	39%	48%
Corporate / Other	914	699	190	31%	NM
Total revenues, net of interest expense	21,447	18,006	19,186	19%	12%
Total operating expenses	13,289	12,985	13,165	2%	1%
Net credit losses	1,302	1,180	872	10%	49%
Net ACL build / (release) ^(a)	241	640	(138)	(62)%	NM
Other provisions ^(b)	432	25	21	NM	NM
Total cost of credit	1,975	1,845	755	7%	NM
Income from continuing operations before income taxes	6,183	3,176	5,266	95%	17%
Provision for income taxes	1,531	640	941	NM	63%
Income from continuing operations	4,652	2,536	4,325	83%	8%
Income (loss) from discontinued operations, net of taxes	(1)	(2)	(2)	50%	50%
Net income attributable to non-controlling interest	45	21	17	NM	NM
Citigroup's net income	\$4,606	\$2,513	\$4,306	83%	7%

JPMORGAN CHASE (JPM)

Results for JPM (\$ millions, except per share data)	4Q22				1Q22	
	1Q23	4Q22	1Q22	\$ O/(U)	O/(U) %	\$ O/(U)
Net revenue - reported	\$ 38,349	\$ 34,547	\$ 30,717	\$ 3,802	11 %	\$ 7,632
Net revenue - managed	39,336	35,566	31,590	3,770	11	7,746
Noninterest expense	20,107	19,022	19,191	1,085	6	916
Provision for credit losses	2,275	2,288	1,463	(13)	(1)	812
Net income	\$ 12,622	\$ 11,008	\$ 8,282	\$ 1,614	15 %	\$ 4,340
Earnings per share - diluted	\$ 4.10	\$ 3.57	\$ 2.63	\$ 0.53	15 %	\$ 1.47
Return on common equity	18 %	16 %	13 %			
Return on tangible common equity	23	20	16			

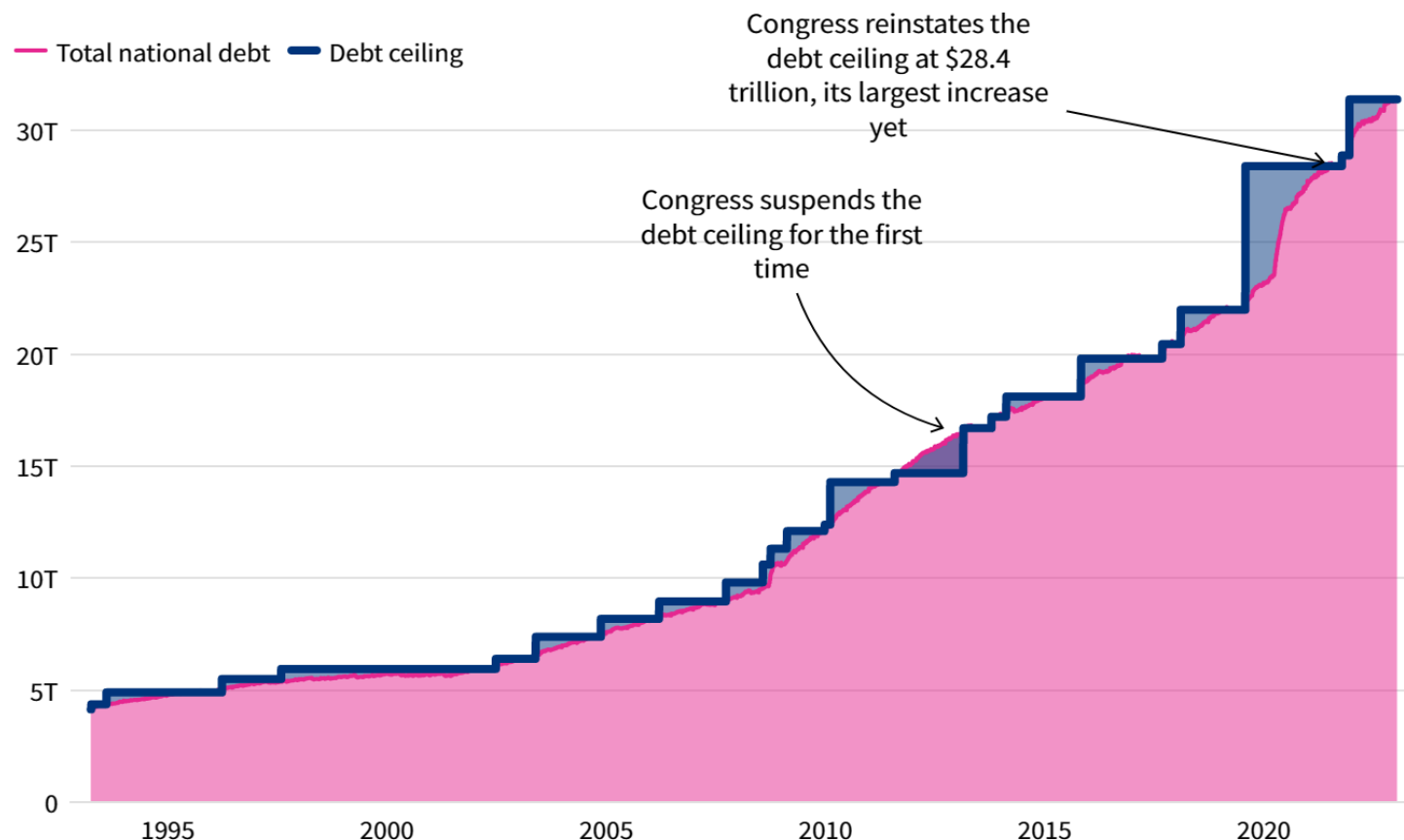
资料来源： 公司公告、五矿期货研究中心

1. 花旗银行一季度净利润为46. 06亿美元，同比增长7%。总收入为214. 4亿美元，同比上升12%。
2. 摩根大通为全美最大商业银行，其2023年一季度净利润为126亿美元，与去年同期相比上升52%。其利息收入达到208亿美元，同比上升49%。

美国债务上限历史回顾

图34: 美国债务上限与债务上限总规模（万亿美元）

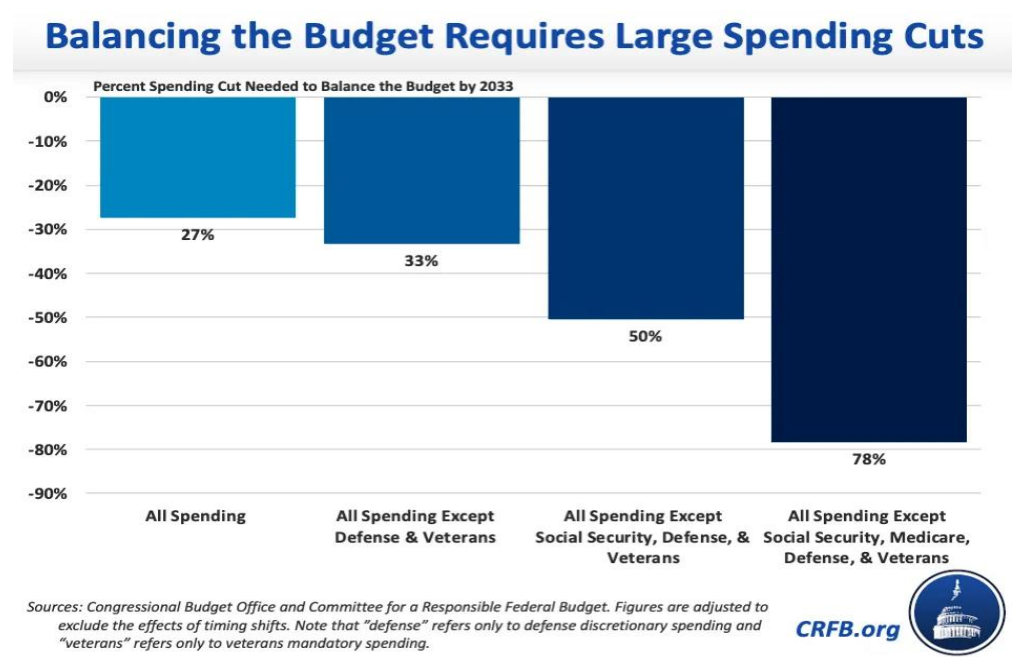
The debt ceiling and the total outstanding national debt



资料来源：美国财政部、USAFACTS、五矿期货研究中心

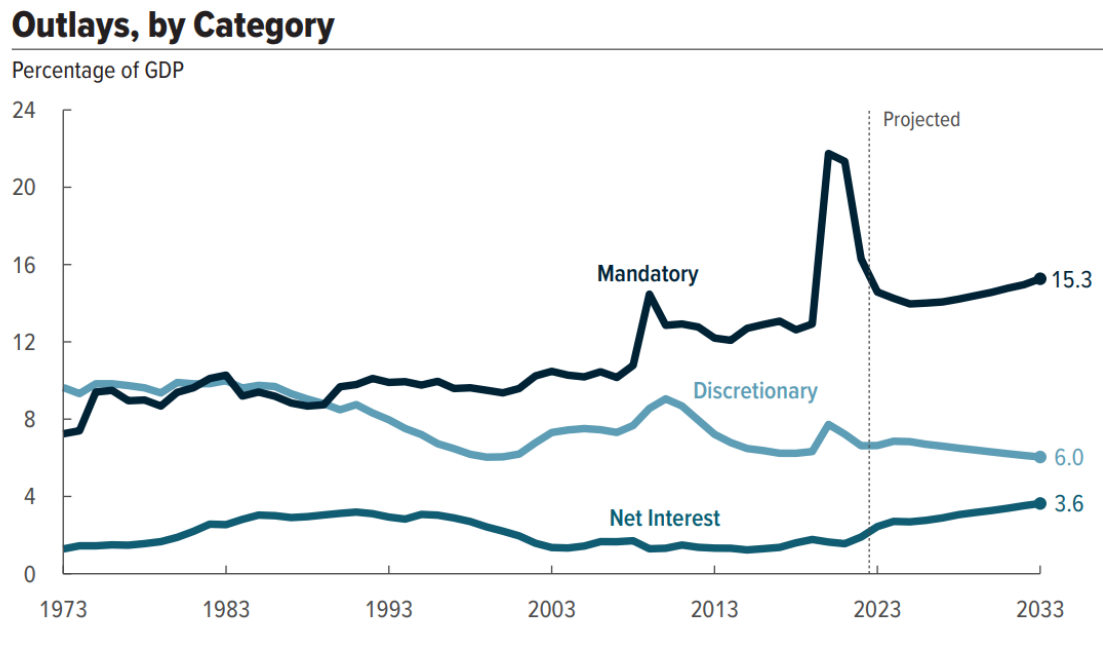
1. 起初，美国在政府借款上施行限制，每一笔借款（case-by-case）都要经由国会审批。1939年，国会通过法案不再对每一项支出借款进行限制，取而代之的是对借款的总额进行限制，最初的债务上限规模为650亿美元。
2. 自1960年起，美国债务上限已经被提高了79次，当前的债务上限水平为31.4万亿美元。1994年以前，债务上限都随着新的预算决议通过而得到提高。在1995年，预算决议和债务上限在国会中被分开进行处理。
3. 2002年4月份，联邦政府触及债务上限，但国会却没有提高债务上限。美国财政部开始采用非常规措施进行运作。2002年6月27日，美国国会将债务上限提高了4500亿美元。
4. 直至今日，美国国债尚未发生过违约情况。

图35：收支平衡所需的支出减少比例



资料来源：CRFB、五矿期货研究中心

图36：财政支出占GDP比例按类别分项（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1. 美国财政支出是由美国国会已通过法案所决定的，而非单纯的体现为当前执政党抑或是总统的政治偏好，许多预算法案是在前任总统任内（特朗普等）通过并且施行的。
2. 对于已有的支出，缩减空间十分有限。民主党和共和党当前更多的是为未来计划的支出进行博弈。

2011

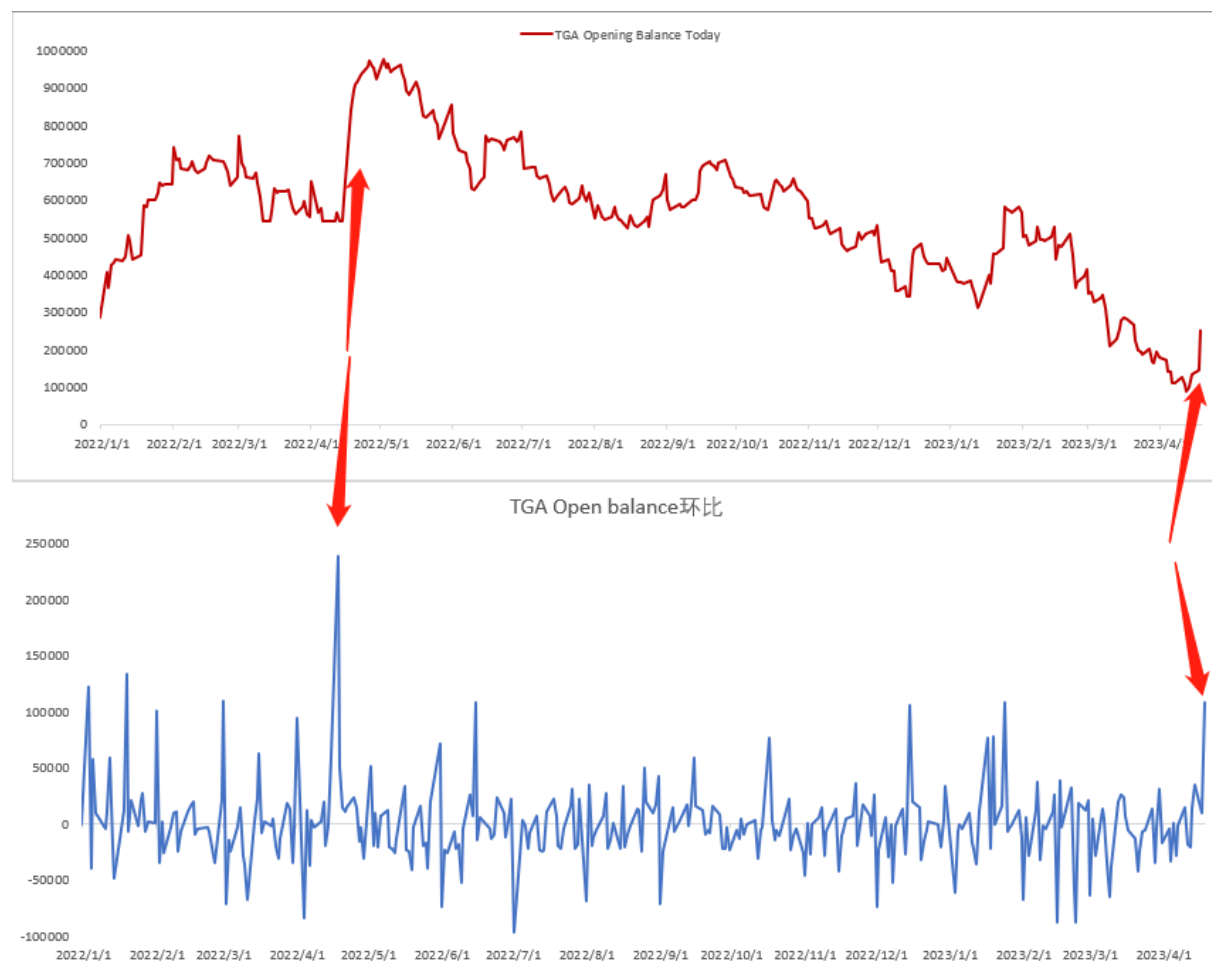
1. 2011年5月16日，美国财长盖特纳宣布美国联邦债务触及债务上限，联邦政府需停止增加国家债务，并表示若债务上限无法解决，美债将在2011年8月2日出现技术性违约。
2. 2011年7月1日，财政部再次声明，若债务上限无法解决，美债预计在2011年8月2日出现技术性违约，黄金、美长债行情启动。
3. 2011年7月15日，财政部宣布暂停对外汇稳定基金的再投资，最后一个非常规措施无法使用，美国短债收益率快速上行。
4. 2011年8月1日，众议院通过新的《预算控制法》。8月2日，奥巴马签署执行此法案，在潜在违约日当天，债务上限问题得到解决。

2023

1. 2023年1月19日，美国联邦政府债务触及31.4万亿美元的债务上限，财长耶伦表示将采用非常规措施以延迟违约日的到来，其预计的债务发行暂停期将持续到6月5日。
2. 2023年4月，美国进行2022年度的税收申报，税收所得不及预期。
3. 2023年5月7日，美国财长耶伦重申，美国可能最早在**6月1日**就会违约，违约可能会引发金融市场混乱。耶伦称，拜登愿意就支出优先事项单独进行谈判。
4. 2023年5月9日，美国总统拜登与共和党籍众议院议长麦卡锡会面，就提高债务上限进行协商。
5. 2023年5月22日，美国债务上限谈判陷入僵局，进展不利。民主党提议将未来一个财政年度的开支冻结，共和党拒绝接受。众议院议长麦卡锡表示拜登回国之前，无法围绕债务上限谈判取得任何进展。拜登则表明国会山和白宫的领导人都认为违约不是一个可选项，并表示相信自己有权使用宪法第十四修正案（其条款规定“对于法律批准的合众国公共债务，其效力不得有所怀疑。”）。
6. 2023年6月3日，在参众两院投票通过后，美国总统拜登签署债务上限立法草案，债务上限问题得到解决。

税收月TGA账户变动

图37: 财政部TGA账户规模总额及环比变化(百万美元)



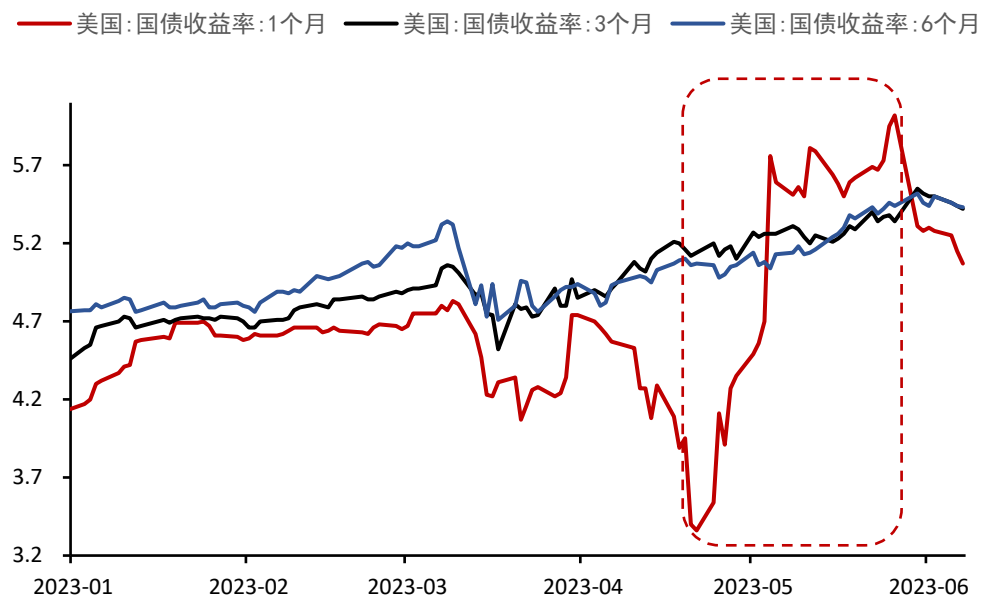
- ◆ 2022年4月12日-4月18日，美国财政部TGA账户增加3498亿美元。今年2023年4月12日-4月18日，TGA账户共增加1660亿美元，低于去年同期的税收情况致使潜在违约日到来的时间点提前。

美国短期国债



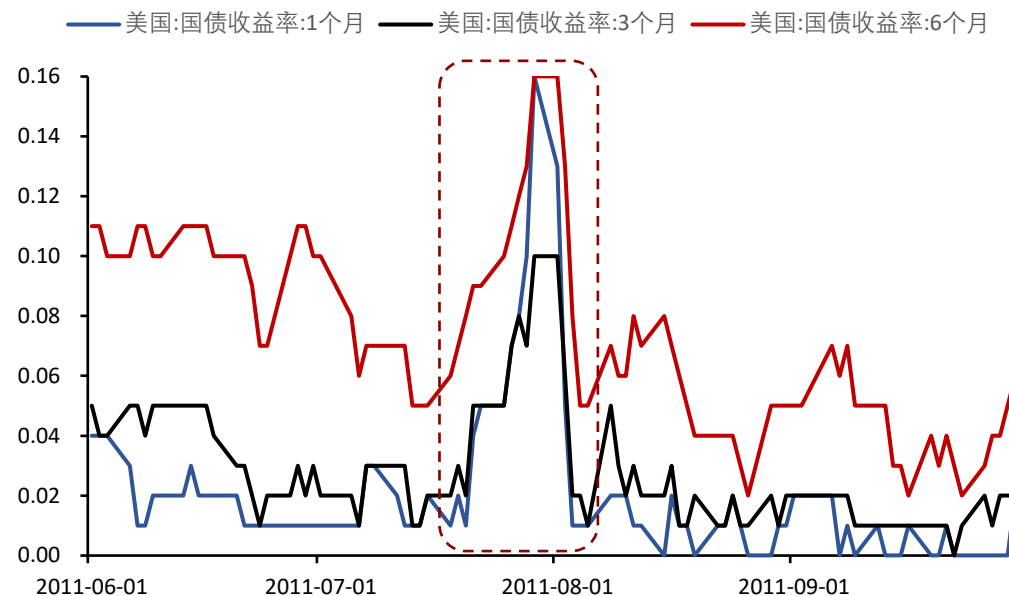
五矿期货

图38：2023年美国短期国债收益率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图39：2011年美国短期国债收益率（%）



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

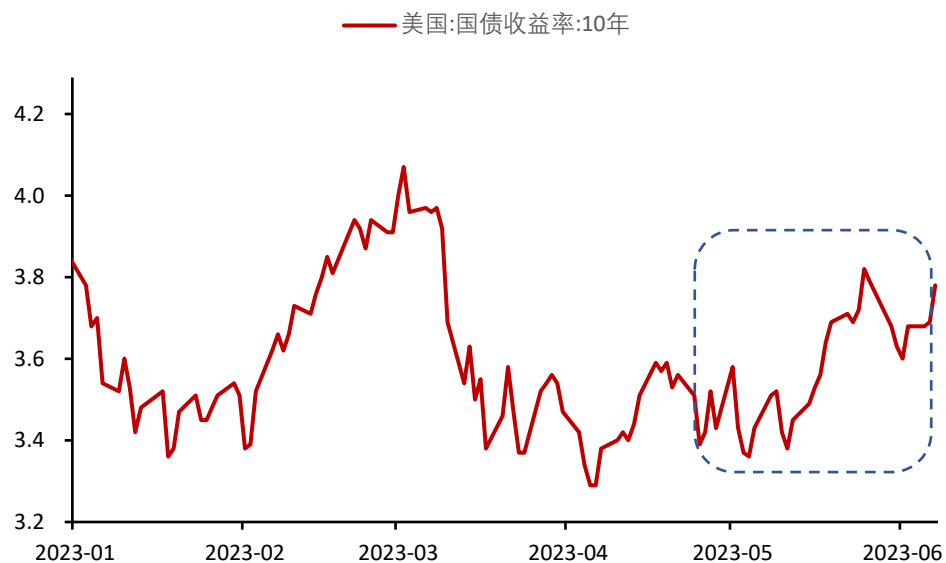
若美国债务出现技术性违约，首先影响到的是美国国债利息的支付。短期美国国债单期利息在其价格影响中比重较大，因此美国短期国债在出现债务违约恐慌时价格会出现较大的波动。2023年4月21日至5月26日，美国一月期国债收益率由3.36%上升至6.02%。

美国长期国债收益率



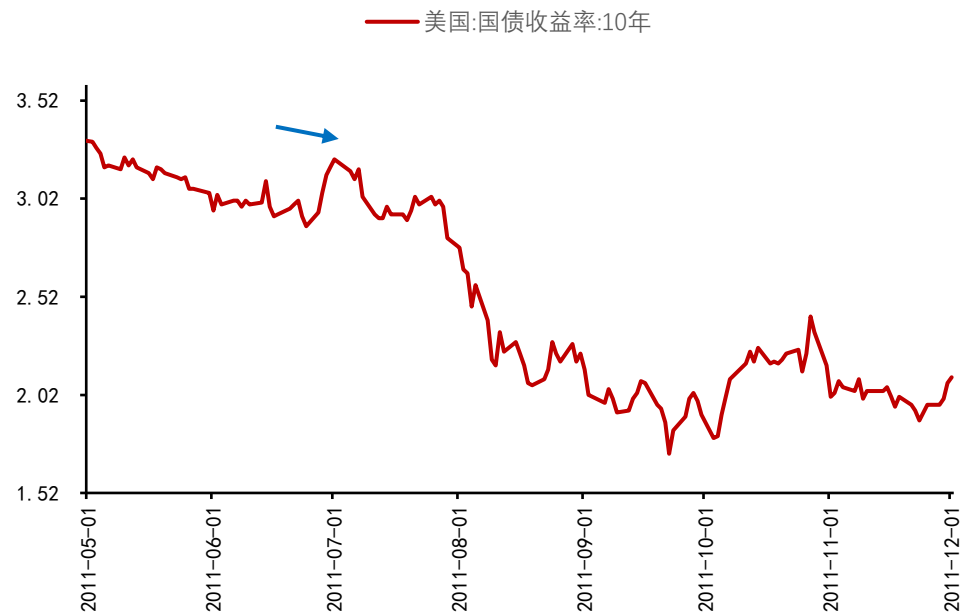
五矿期货

图40：2023年美国十年期国债收益率 (%)



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

图41：2011年美国十年期国债收益率 (%)

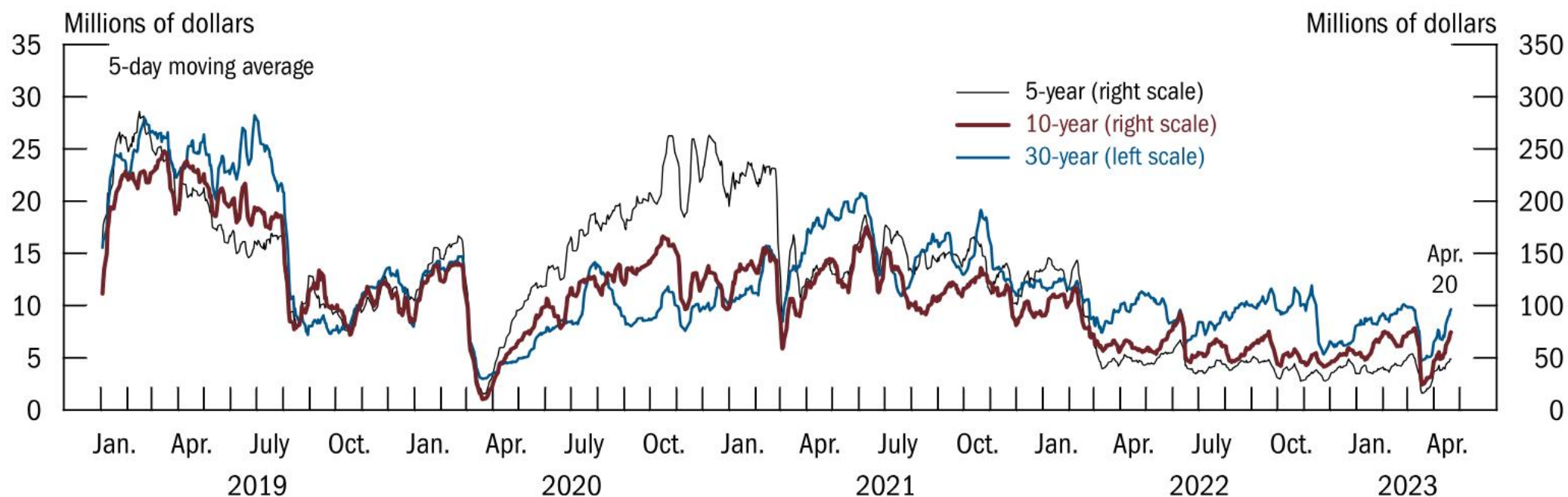


资料来源： WIND、五矿期货研究中心

1. 债务上限本质是两党进行博弈的手段，美债利息出现长时间的技术性违约可能性较小，单期利息在美国长期国债中价格影响程度较小。因此，美国长期国债在2011年债务上限危机中仍被视为避险资产进行交易。
2. 2011年7月1日后，美国十年期国债收益率快速下行，由7月1日的3.22%下降至9月22日的1.72%。但2023年4月至今，美国十年期国债收益率却出现震荡上行走势，避险因素未在长期国债价格中有所体现。

图42：美国债券市场深度

Figure 1.7. Treasury market depth remained below historical norms



资料来源： 美联储、五矿期货研究中心

市场深度指在电子交易平台上以最优价格发布的买卖订单的平均规模（指示国债的流动性水平），其在三月份出现下行，市场买卖价差扩大。债券市场深度在四月份恢复到2022年的平均水平。

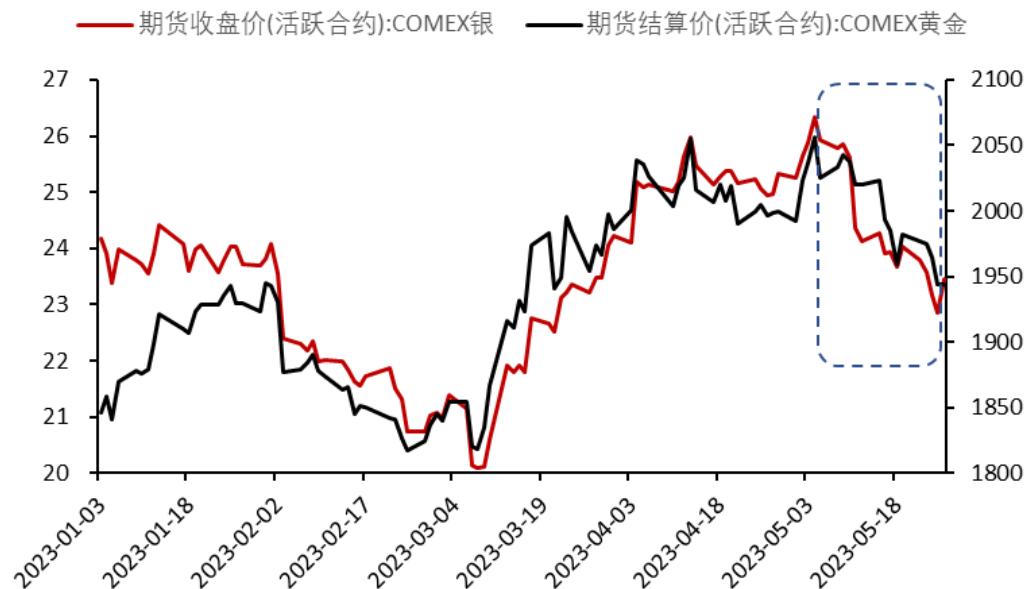
黄金&白银



中国五矿

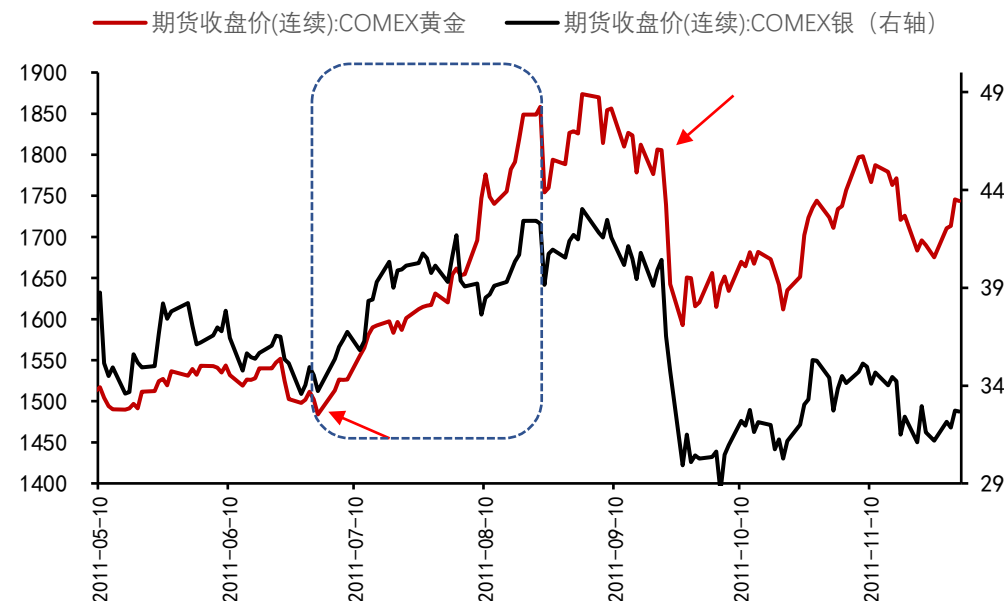
五矿期货

图43：2023年COMEX金（右轴：美元/盎司）、COMEX银收盘价（美元/盎司）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

图44：2011年COMEX金、COMEX银收盘价(美元/盎司)






资料来源： WIND、五矿期货研究中心

1. 2011年7月1日，贵金属行情启动。COMEX金价由1483.9美元/盎司上涨至8月23日的1858美元/盎司。
2. 2011年9月18日公布的一项调查显示，70%的受访者认为，美联储将宣布实施所谓的“扭转操作”（Operation Twist），即卖出短期国债、买入较长期国债从而拉低其收益率，以在不扩大资产负债表的前提下降低长期利率。受访人士目前认为美联储实施“扭转操作”的几率更高，而实施新一轮量化宽松(QE)的可能性则有所降低。此预期在随后的FOMC议息会议中兑现。
3. 2023年3月份，美国银行业危机事件推动贵金属价格上行。但在债务上限危机集中博弈的五月份，贵金属却出现偏弱的走势。

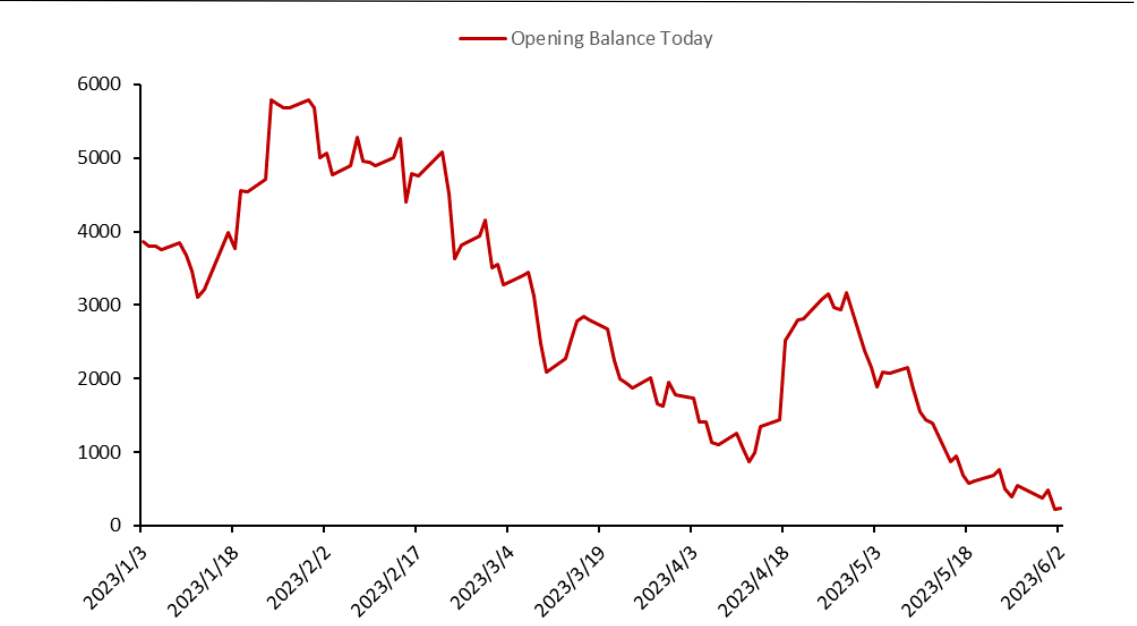
美国财政部发行国债以重建TGA账户余额

图55：美国国债拍卖计划（十亿美元）

Auction Results		Upcoming Auctions		
Bills	CMB	CUSIP	Offering Amount	Announcement Date
 13-Week	No	912796YH6	65 Billion	06/02/2023
 26-Week	No	912797FT9	58 Billion	06/02/2023
17-Week	No	912797HA8		06/06/2023
4-Week	No	912797FX0		06/06/2023
8-Week	No	912797GF8		06/06/2023
13-Week	No	912796CQ0		06/08/2023
26-Week	No	912797FU6		06/08/2023
52-Week	No	912797FS1		06/08/2023
 44-Day	Yes	912796ZZ5	50 Billion	06/02/2023

资料来源：Treasury Direct、五矿期货研究中心

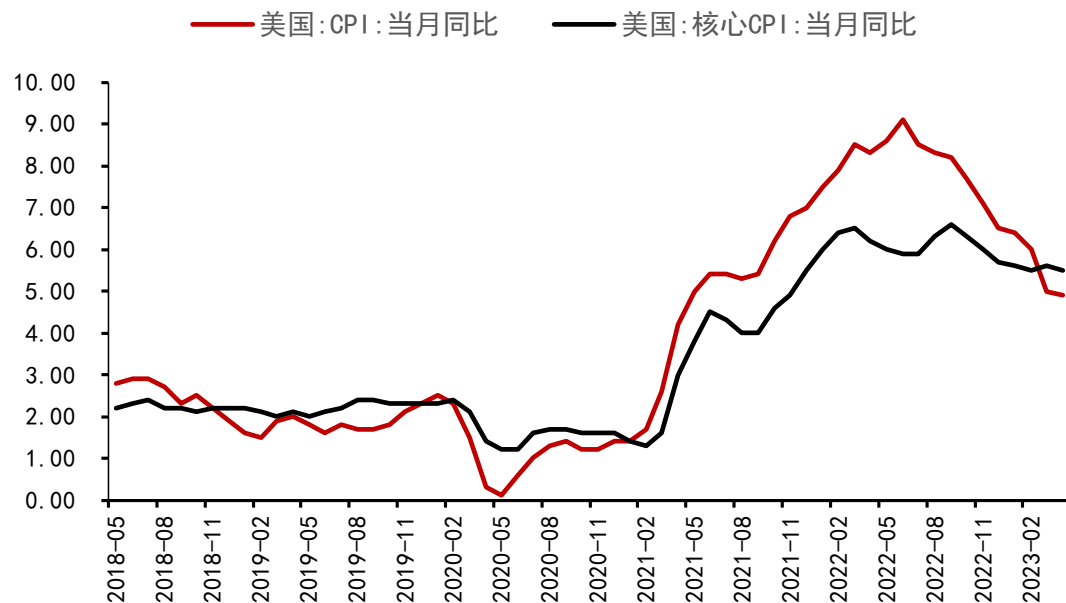
图56：美国财政部一般账户余额（亿美元）



资料来源：Fiscal Data、五矿期货研究中心

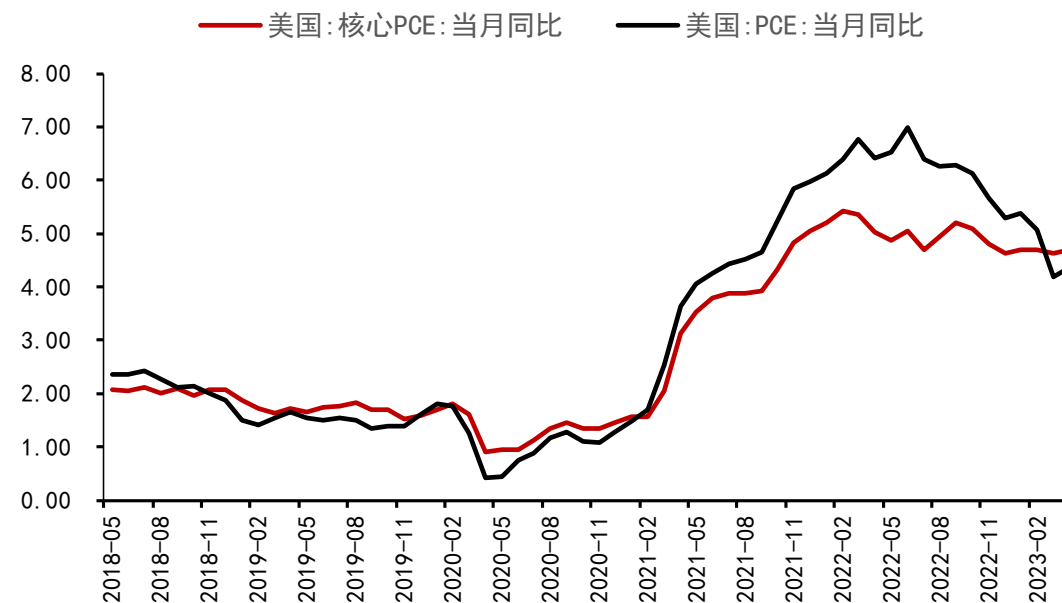
4 美国宏观经济数据

图45: 美国CPI及核心CPI当月同比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

图46: 美国PCE及核心PCE当月同比 (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

1. 美联储加息及缩表操作叠加能源价格的回调影响下，美国CPI同比值由2022年6月份高点的9.1%下行至2023年4月份的4.9%；美国核心CPI有所下行，但保持韧性。2022年9月份，核心CPI同比值达到6.6%，2023年4月核心CPI同比值为5.5%。
2. 个人消费支出方面，核心PCE保持韧性，2023年4月核心PCE同比值为4.7%。

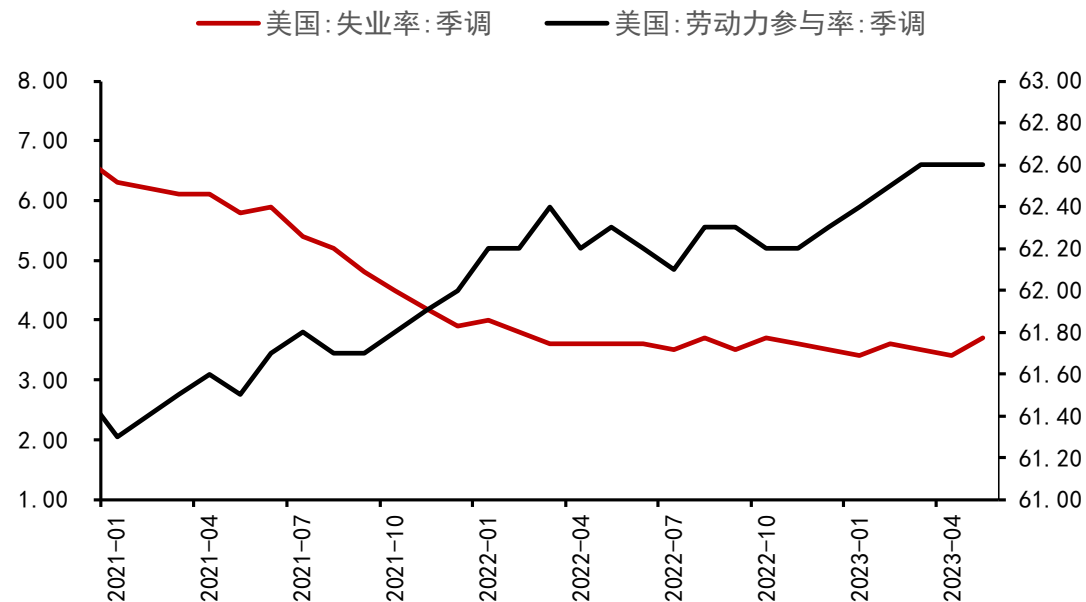
美国就业情况

图47: 美国当周首次申请失业金人数 (人)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

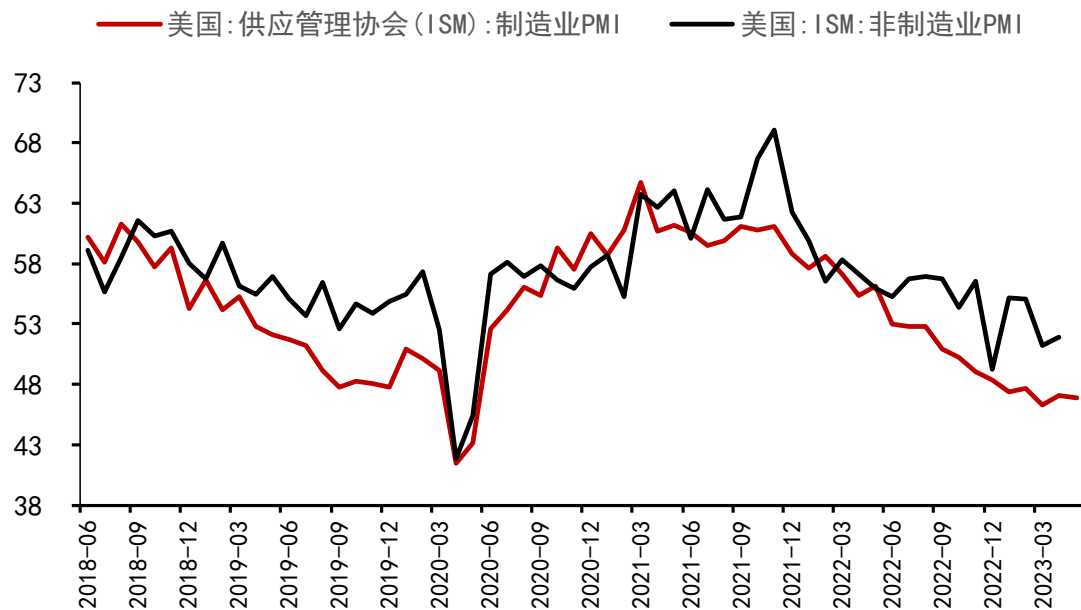
图48: 美国失业率及劳动参与率 (右轴) (%)



资料来源: WIND、五矿期货研究中心

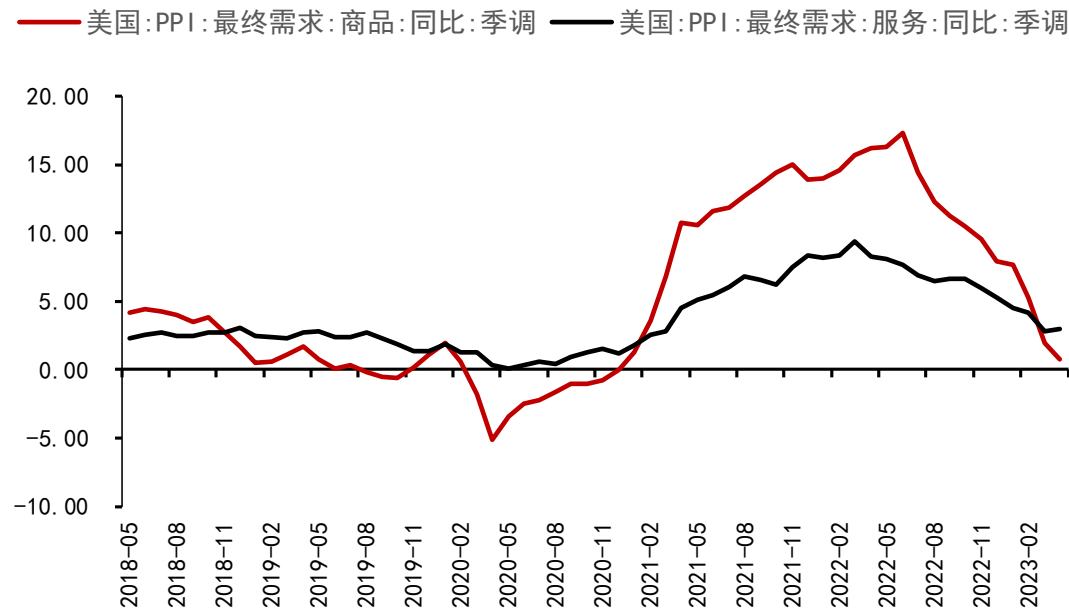
就业方面, 逆全球化背景下, 美国政府推行制造业回流美国的政策, 2022年以来美国就业数据偏强。当周首次申请失业金人数相较于2020-2021有较大幅度的减少。失业率即使在加息周期中仍保持着相对低位, 接近疫情之前的水平, 这也是美联储主席鲍威尔对美国经济的信心依据之一。

图49：美国ISM制造业与非制造业PMI



资料来源：WIND、五矿期货研究中心

图50：美国PPI最终需求：商品及服务（2009年11月=100）

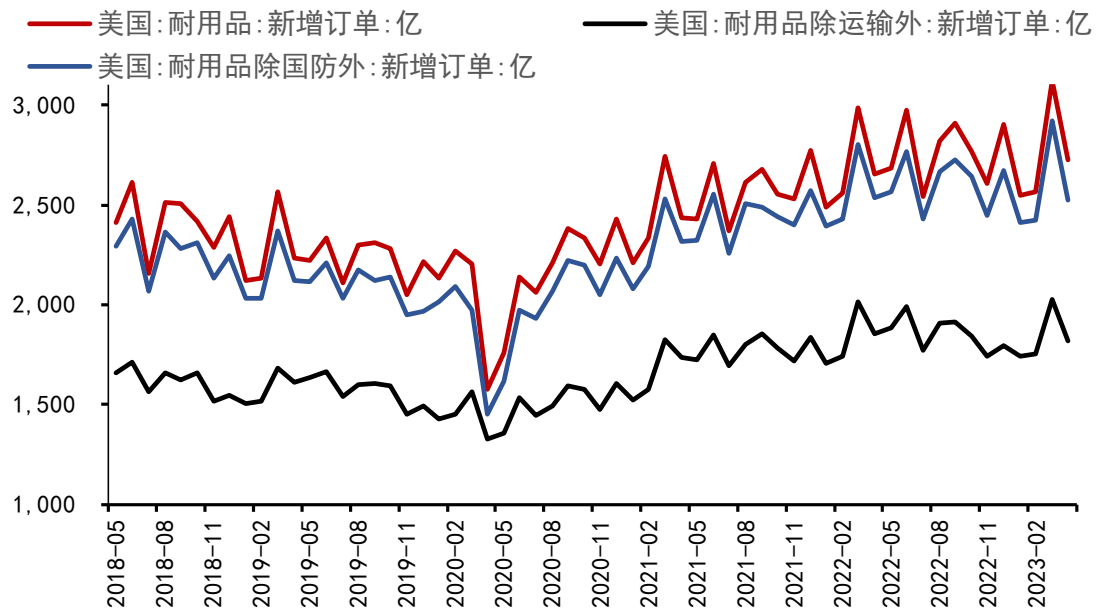


资料来源：WIND、五矿期货研究中心

1. 2022年至今，美国制造业及非制造业PMI维持下行趋势。制造业PMI由2021年12月份的58.8下降至今年5月份的46.9，当前处于荣枯线以下；非制造业PMI由2021年11月的69.1下降至今年4月的51.9，处于荣枯线之上。从PMI数据来看，非制造业表现强于制造业。
2. 在美联储加息政策以及能源价格下降的影响下，商品PPI同比值出现显著下降，由2022年6月的17.3%下降至今年4月份的0.8%；服务PPI同比值在四月份出现小幅反弹，上升至3%。

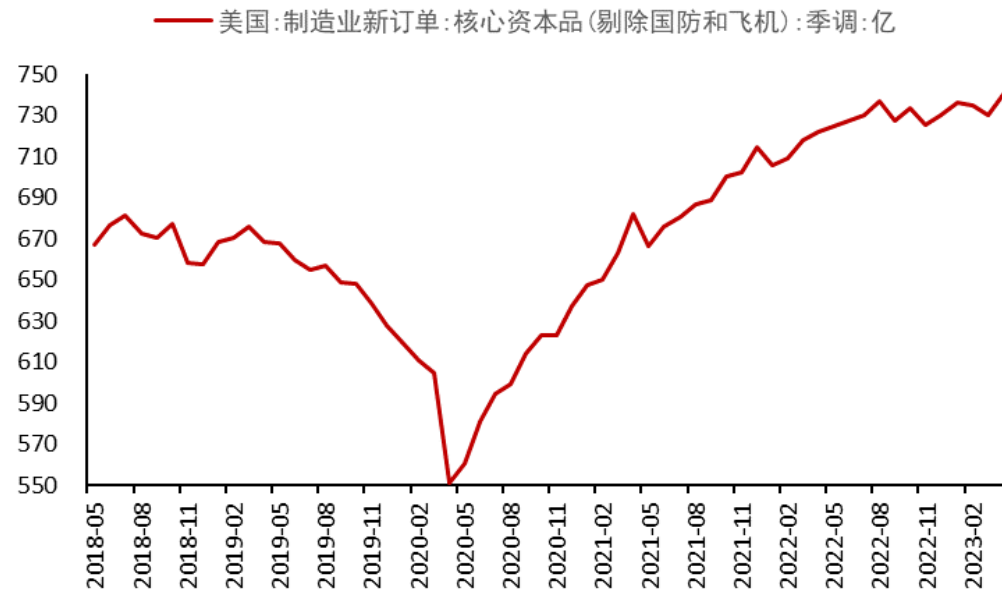
耐用品订单

图51：美国耐用品新增订单及除国防、除运输外耐用品新增订单（亿美元）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

图52：美国核心资本品新增订单（亿美元）

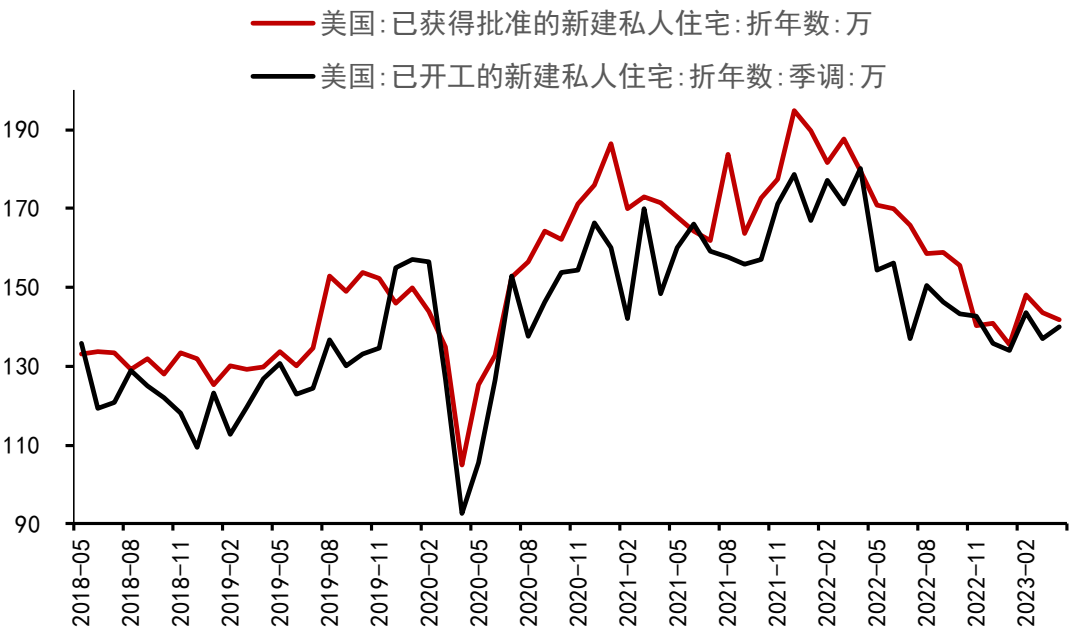


资料来源： WIND、五矿期货研究中心

受到制造业回流政策的影响，2020年以来美国耐用品新增订单维持偏强走势，2023年4月新增耐用品订单量为2728亿美元，高于疫情前的水平。制造业核心资本品新订单当月规模持续增加，2023年4月核心资本品新订单为740.38亿美元。

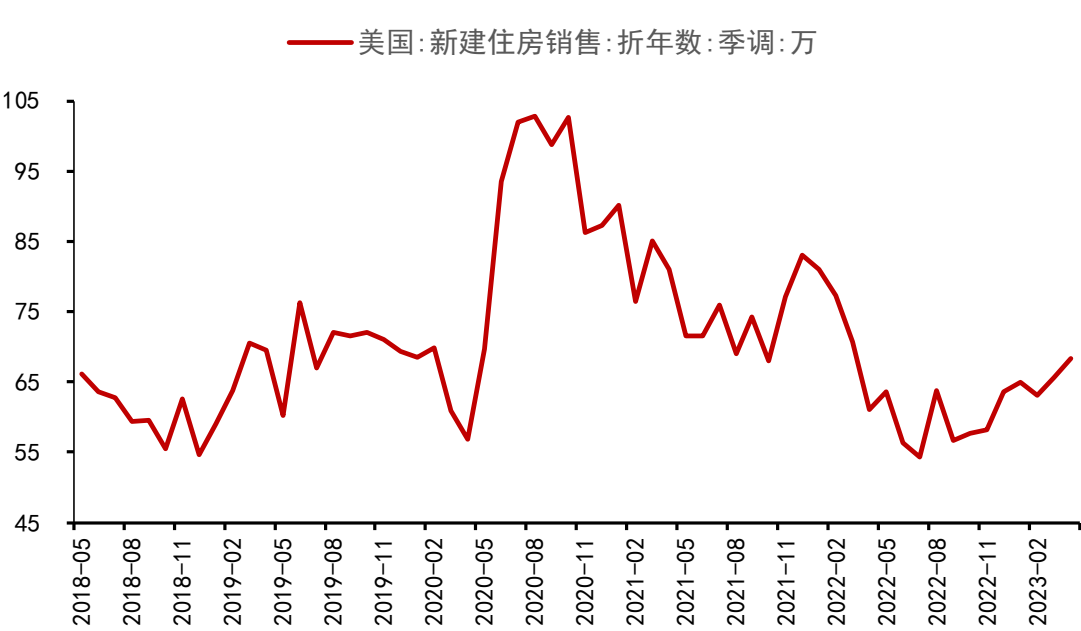


图53：美国新屋开工与营建许可（万套）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

图54：美国新屋销售（万套）



资料来源： WIND、五矿期货研究中心

美国住房市场今年以来出现筑底回升的趋势，营建许可折年数由2021年8月份的183. 7万套下降至2023年1月的135. 4万套，后回升至2023年2月的148. 2万套。新屋销售折年数由2020年8月的102. 9万套下降至2022年7月份低点的54. 3万套，后回升至今年4月份的68. 3万套。

免责声明



五矿期货

五矿期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备有商品期货经纪、金融期货经纪、资产管理、期货交易咨询等业务资格。

本刊所有信息均建立在可靠的资料来源基础上。我们力求能为您提供精确的数据，客观的分析和全面的观点。但我们必须声明，对所有信息可能导致的任何损失概不负责。

本报告并不提供量身定制的交易建议。报告的撰写并未虑及读者的具体财务状况及目标。五矿期货研究团队建议交易者应独立评估特定的交易和战略，并鼓励交易者征求专业财务顾问的意见。具体的交易或战略是否恰当取决于交易者自身的状况和目标。文中所提及的任何观点都仅供参考，不构成买卖建议。

版权声明：本报告版权为五矿期货有限公司所有。本刊所含文字、数据和图表未经五矿期货有限公司书面许可，任何人不得以电子、机械、影印、录音或其它任何形式复制、传播或存储于任何检索系统。未经许可，复制本刊任何内容皆属违反版权法行为，可能将受到法律起诉，并承担与之相关的所有损失赔偿和法律费用。

公司联系方式



五矿期货

产 融 服 务 专 家 ， 财 富 管 理 平 台

网址: www.wkqh.cn

全国统一客服热线: 400-888-5398

总部地址: 深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦13-16层



五矿期货微服务: wkqhwfw



官方微博