

海外宏观周报

美联储重回缩表

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

研究助理

李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



平安观点：

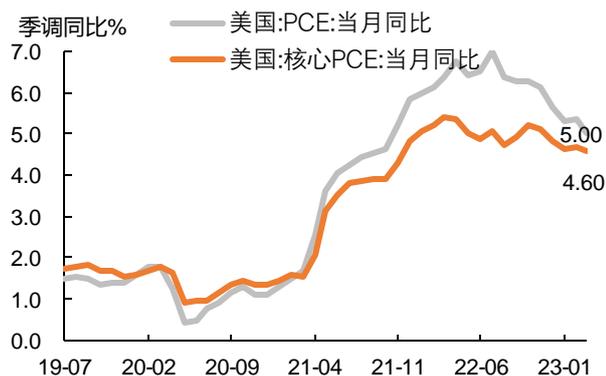
- **海外经济政策：**1) 本周公布的数据显示，美国核心 PCE 物价指数环比均低于预期和前值、失业人数增多、个人收入和实际消费放缓、库存环比上涨、房地产依然冷清，美联储进一步加息的必要性似乎正在下降。2) **CME FedWatch 显示 5 月加息与不加息的概率“五五开”、基本持平于上周，联储官员讲话传递“抗通胀仍是主旋律”。**3) 3 月密歇根大学消费者信心指数超预期下行，1 年通胀预期终值为 3.6%，大幅低于前值 4.1%，是自 2021 年 5 月以来最低值，主要反映银行危机下的衰退预期。4) 银行业危机缓解，**美联储在扩表两周后重新缩表，货币市场基金规模扩张放缓**，银行体系流动性压力减弱。同时，拜登政府呼吁监管机构收紧对中型银行的监管规定。5) 3 月欧元区 HICP 同比上涨 6.9%，低于预期 7.1% 和前值 8.5%；HICP 环比初值为 0.9%，低于预期 1.1%，但略高于前值 0.8%。相比之下，**核心 HICP 同比初值为 5.7%、不容乐观，持平预期，但略高于前值 5.6%。**6) 2 月欧元区失业率为 6.6%，持平于前值和预期，法国工人的游行示威大罢工或导致供给收缩抬升通胀水平，同时加剧工资价格刚性，助推物价工资螺旋。
- **全球大类资产：**1) **全球股市：**全球股市普遍收涨。市场仍然相信美联储接近结束加息，同时银行业危机暂时稳定，市场担忧缓解、风险偏好提升，全球股市表现得以提振。美股三大指数整周涨幅均超 3%，其中纳指创半年新高，一季度涨 17%、创近三年最佳表现，而标普 500 指数也从银行业危机引发的恐慌中走出，从“超卖”走到了“超买”。2) **全球债市：**美债收益率全线上扬，中短期美债收益率上行幅度更高。市场衰退预期有所缓和，风险偏好回升，使美债价格有所调整。10 年期美债收益率收于 3.48%，其中隐含通胀预期整周上涨 10BP 至 2.32%、实际利率维持 1.16%、整周保持不变。3) **大宗商品：**由于伊拉克北部库尔德地区供应受干扰、美元走软、EIA 原油库存超预期剧减、银行业危机担忧减弱和中国经济复苏，原油价格大涨，WTI 和布伦特原油价格整周分别上涨 9.3% 和 6.4%，金属和农产品价格也有所上涨。4) **外汇市场：**美元指数继续下跌，主要欧洲和大洋洲货币整体升值，而亚洲货币整体贬值，加元兑美元上涨 1.66%，日元兑美元下跌 1.58%。
- **风险提示：**美欧银行业危机持续时间超预期，美欧货币政策超预期，美欧经济衰退风险超预期等。

一、海外经济政策

1.1 美国经济：2月PCE物价指数超预期下降，是否加息处于分水岭

本周公布的数据显示，美国核心PCE物价指数同环比均低于预期和前值、失业人数增多、个人收入和实际消费放缓、库存环比上涨、房地产依然冷清，美联储进一步加息的必要性似乎正在下降。通胀方面，美国2月PCE物价指数同比上涨5%，低于预期5.1%和前值5.3%；PCE物价指数环比上涨0.3%，与预期保持一致，低于前值0.6%；核心PCE物价指数同比上涨4.6%，低于预期4.7%和前值4.7%；核心PCE物价指数环比上涨0.3%，低于预期0.4%和前值0.5%。就业方面，3月25日当周首次申请失业救济人数为19.8万人，高于预期19.5万人和前值19.1万人；3月18日当周续请失业救济人数168.9万人，低于预期169.9万人和前值169.4万人。个人消费方面，美国2月个人收入环比上涨0.3%，高于预期0.2%，低于前值0.6%；个人消费支出环比上涨0.2%，低于预期0.3%和前值1.8%；实际个人消费支出环比下降0.1%，与预期持平，大幅低于前值1.5%。库存方面，美国2月零售库存环比增长0.8%，高于预期0.2%和前值0.1%；批发库存环比初值为0.2%，高于预期-0.1%和前值-0.5%。房地产方面，2月成屋签约销售指数同比下降21.1%，略高于前值-22.4%；2月成屋签约销售指数环比增长0.8%，高于预期-3%，低于前值8.1%；1月S&P/CS20座大城市季调后房价指数环比下降0.43%，高于预期-0.5%和前值-0.53%，FHFA房价指数环比上涨0.2%，高于预期-0.3%和前值-0.1%。

图表1 2月PCE物价指数超预期回落



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表2 3月25日当周初请失业金人数走高



资料来源：Wind, 平安证券研究所

CME FedWatch 显示 5月加息与不加息的概率“五五开”、基本持平于上周，联储官员讲话传递“抗通胀仍是主旋律”。根据 CME FedWatchTool，截至 4月 1日，5月美联储停止加息的概率为 51.6%，加息 25个基点的概率为 48.4%。本周美联储官员讲话显示，他们认为降通胀仍然是必要任务。3月 30日，美联储三位高级官员发声。波士顿联储主席 Collins 表示，美国通胀仍然过高，最近的指标强化了这一观点，即要将通胀率降至 2%的目标，还有更多工作要做；明尼阿波利斯联储主席 Kashkari 指出，银行业压力的持续时间往往比政策制定者们最初预期的要长，但他现在判断银行业危机将对经济产生什么影响还为时过早。里士满联储主席 Barkin 表示准备继续对抗通胀，同时鉴于银行业的不确定性及其对更广泛经济的影响，对美联储下一步利率变动的规模还没有偏好。

图表3 CME FedWatchTool 显示 5 月美联储加息和不加息的概率相当

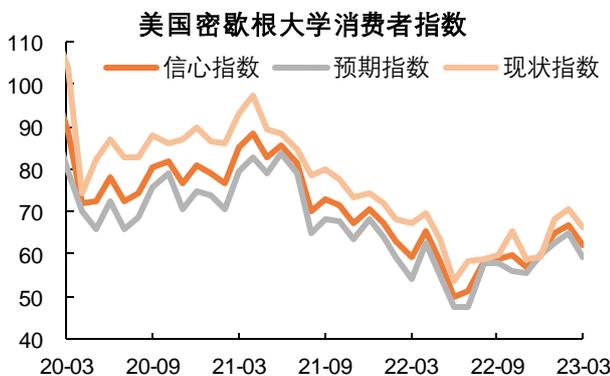
MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/5/3						0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	51.6%	48.4%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	51.5%	46.4%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	23.0%	49.3%	26.8%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	15.0%	39.8%	34.9%	9.7%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	9.1%	29.7%	36.9%	20.0%	3.9%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	6.2%	22.8%	34.5%	25.6%	9.3%	1.3%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	4.3%	17.5%	30.8%	28.4%	14.5%	3.9%	0.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.1%	13.8%	27.1%	29.1%	18.4%	6.8%	1.4%	0.1%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.1%	3.1%	13.5%	26.7%	29.0%	18.7%	7.2%	1.5%	0.2%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.0%	1.4%	7.5%	19.1%	27.7%	24.6%	13.8%	4.8%	1.0%	0.1%	0.0%
2024/7/31	0.0%	1.0%	5.9%	16.2%	25.5%	25.4%	16.6%	7.1%	1.9%	0.3%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.9%	5.4%	15.1%	24.6%	25.4%	17.5%	8.0%	2.4%	0.5%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源: CME FedWatch(2023.4.1), 平安证券研究所

3 月密歇根大学消费者信心指数超预期下行, 主要反映银行危机下的衰退预期。美国 3 月密歇根大学消费者信心指数终值为 62, 低于预期 63.3 和前值 63.4; 消费者预期指数终值为 59.2, 低于预期 61.4 和前值 61.5; 消费者现况指数终值为 66.3, 低于预期和前值 66.4。通胀预期方面, 3 月密歇根大学 1 年通胀预期终值为 3.6%, 大幅低于前值 4.1%, 是自 2021 年 5 月以来最低值。但 5 年通胀预期为 2.9%, 持平前值, 已连续 4 个月维持不变。短期通胀预期的减弱, 减轻了金融市场和实体经济的压力, 为美联储的货币政策手段腾出一定的空间。

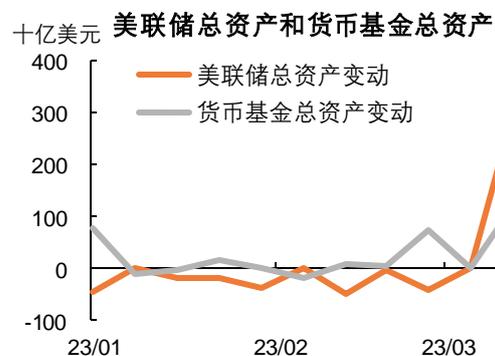
银行业危机缓解, 美联储在扩表两周后重新缩表, 货币市场基金规模扩张放缓。3 月 22 日-3 月 29 日, 美联储总资产减少 280.3 亿美元, 货币市场基金总资产增加 659.9 亿美元; 3 月 15 日-3 月 22 日, 美联储总资产增加 944.4 亿美元, 货币市场基金总资产增加 1174.1 亿美元; 3 月 8 日-3 月 15 日, 美联储总资产增加 2976.1 亿美元, 货币市场基金总资产增加 1209.3 亿美元。从变动幅度和方向上来看, 美联储继扩表两周后重回缩表, 货币市场基金扩张速度明显放缓, 表明银行体系流动性压力减弱, 银行业危机缓解。政策方面, 3 月 30 日拜登政府呼吁监管机构收紧对中型银行的监管规定, 包括恢复对资产在 1000 亿美元至 2500 亿美元之间的银行的监管要求、进行更频繁的压力测试以及加强监管工具确保银行能够应对利率风险等。短期来看, 美国政府和美联储对于风险机构将视重要程度进行救助; 中长期来看, 拜登政府或改变特朗普时期放松监管的政策。

图表4 密歇根大学消费者信心指数超预期下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 美联储总资产和货币市场基金扩张放缓



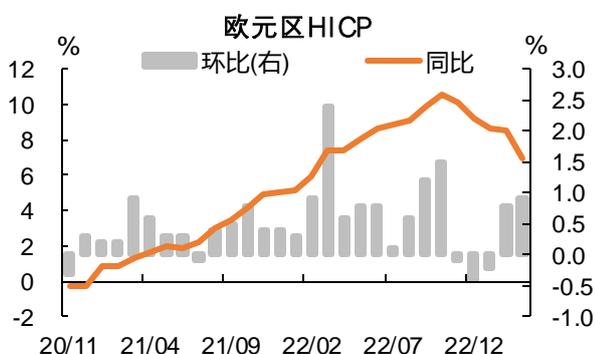
资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.2 欧洲经济：3月欧元区 HICP 增速大幅放缓，但核心通胀坚挺

3月欧元区 HICP 增速大幅放缓，但核心 HICP 坚挺。3月，欧元区 HICP 同比上涨 6.9%，低于预期 7.1%和前值 8.5%；环比初值为 0.9%，低于预期 1.1%，但略高于前值 0.8%。相比之下，核心 HICP 同比初值为 5.7%、不容乐观，持平预期，但略高于前值 5.6%。分国别看，3月德国 HICP 同比初值为 7.8%，高于预期 7.5%，大幅低于前值 9.3%；HICP 环比初值为 1.1%，高于预期 0.8%和前值 1%；2月德国零售销售同比下降 7%，低于预期-5.1%和前值 4.6%。3月法国 HICP 同比初值为 6.6%，高于预期 6.5%，低于前值 7.3%；HICP 环比初值为 0.9%，高于预期 0.8%但低于前值 1.1%。

2月欧元区失业率保持稳定。2月欧元区失业率为 6.6%，持平于前值和预期。分国别来看，2月意大利失业率为 8%，略高于预期 7.9%，持平于前值。3月德国失业人数增加 1.6 万人，高于预期 0.1 万人和前值 0.2 万人；失业率为 5.6%，高于预期和前值 5.5%。目前，法国工人反对延迟退休举行了规模空前的游行示威和大罢工，关于游行示威人数，法国工会统计约有 350 万人参与。罢工活动一方面对于正常的生产生活秩序造成巨大冲击，造成商品和服务供给短缺，另一方面侧面反映出发达国家想要抑制价格-工资螺旋的难度。

图表6 3月欧元区通胀大幅放缓



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表7 2月欧元区失业率持平前值和预期



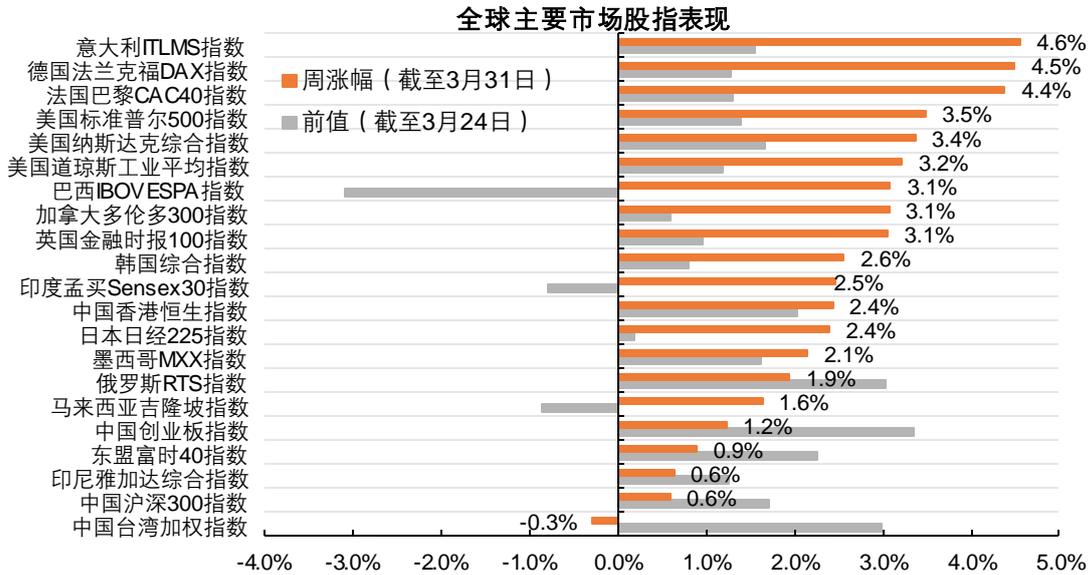
资料来源：Wind, 平安证券研究所

二、全球大类资产

2.1 全球股市：全球股市普遍收涨，欧美股市涨幅居前

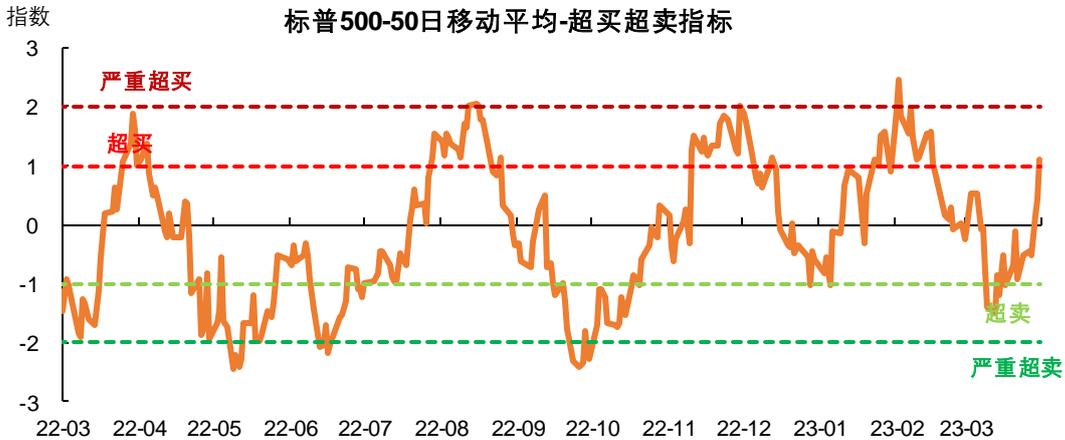
近一周（截至 3 月 31 日），全球股市普遍收涨，欧美股市涨幅居前，亚洲股市涨幅偏低。2月美国核心 PCE 物价指数增速低于预期，创一年半新低；3月密歇根大学调查的未来一年消费者预期超预期下降，创近两年新低。市场仍然相信美联储接近结束加息，同时银行业危机暂时稳定，市场担忧缓解、风险偏好提升，全球股市表现得以提振。**美股方面**，道琼斯指数、纳斯达克指数和标普 500 指数整周分别上涨 3.2%、3.4%和 3.5%，其中纳指创半年新高，一季度涨 17%、创近三年最佳表现，而标普 500 指数也从银行业危机引发的恐慌中走出，（根据我们的 OBOS 指标）从“超卖”走到了“超买”。**欧股方面**，英国金融时报 100 指数、法国巴黎 CAC40 指数、德国法兰克福 DAX 指数和意大利 ITLMS 指数整周分别上涨 3.1%、4.4%、4.5%和 4.6%。**亚洲股市方面**，沪深 300 指数、创业板指数和台湾加权指数整周分别上涨 0.6%、1.2%和-0.3%；恒生指数涨幅较高，整周上涨 2.4%，部分原因是阿里巴巴和京东计划分拆上市，一方面说明反垄断监管基本到位，另一方面分拆上市后业务前景广阔，或带来更丰厚的回报。东京日经 225 指数和韩国综合指数整周分别上涨 2.4%和 2.6%，印尼雅加达综合指数、东盟富时 40 指数、马来西亚吉隆坡指数和印度孟买 Sensex30 指数整周分别上涨 0.6%、0.9%、1.6%和 2.5%。**其他股市方面**，墨西哥 MXX 指数、加拿大多伦多 300 指数和巴西 IBOVESPA 指数整周分别上涨 2.1%、3.1%和 3.1%。

图表8 近一周全球股市普遍收涨，欧股涨幅居前



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 标普500从“超卖”进入“超买”区间

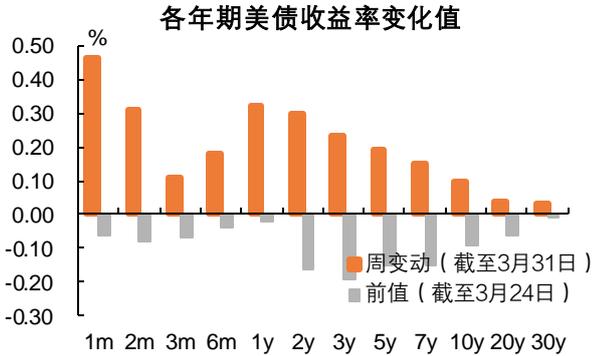


资料来源: Wind, 平安证券研究所。注: 超买超卖指标=即期标普500指数与过去50日移动平均值偏离的标准差

2.2 全球债市：美债收益率全线上扬

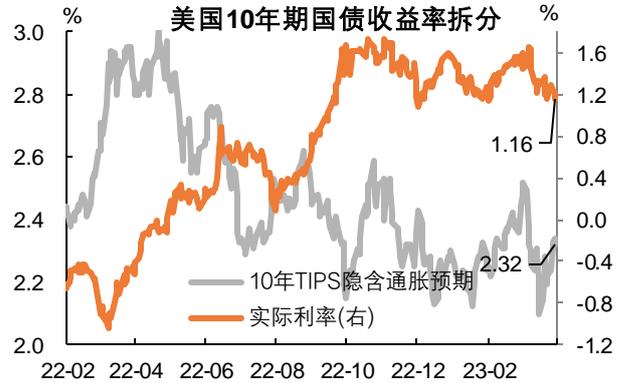
近一周（截至3月31日），美债收益率全线上扬，其中1月期美债收益率大涨46BP。美欧银行业危机暂时稳定，市场衰退预期有所缓和，风险偏好回升，使美债价格有所调整。分期限来看，2月期、3月期、6月期和1年期美债收益率整周分别上涨31BP、11BP、18BP和32BP；2年、3年和5年期美债收益率整周分别上涨30BP、23BP和19BP；7年、10年、20年和30年美债收益率整周分别上涨15BP、10BP、4BP和3BP。10年期美债收益率收于3.48%，其中隐含通胀预期整周上涨10BP至2.32%、实际利率维持1.16%、整周保持不变。

图表10 近一周美债收益率基本稳定



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 近一周美债隐含通胀预期微涨, 实际利率不变

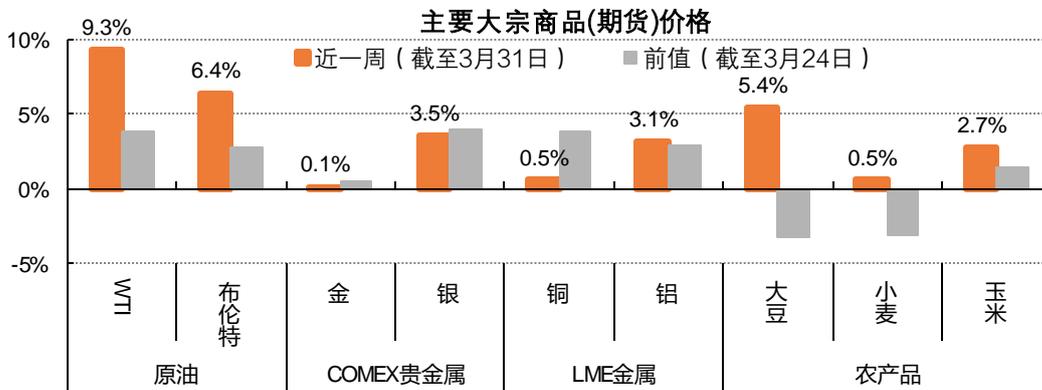


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 大宗商品: 大宗商品价格回暖, 原油价格暴涨

近一周 (截至3月31日), 大宗商品普涨, 原油价格大幅上涨。**能源方面**, 因伊拉克北部库尔德地区供应受干扰、美元走软、EIA 原油库存超预期剧减、欧美银行业危机担忧减弱和中国经济的复苏迹象, 原油价格大涨, WTI 和布伦特原油价格整周分别上涨 9.3% 和 6.4%, 至 75.7 美元/桶和 79.8 美元/桶。**金属方面**, 黄金价格疲软整周微涨 0.1%, 而白银整周上涨 3.5%。铜和铝整周分别上涨 0.5% 和 3.1%。**农产品方面**, 大豆价格整周大涨 5.4%, 玉米价格整周上涨 2.7%, 小麦价格表现一般, 整周微涨 0.5%。

图表12 近一周油价大幅反弹、金属价格表现较好



资料来源: Wind, 平安证券研究所

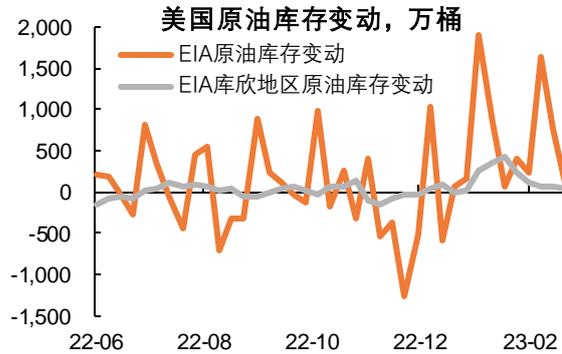
美国战略石油储备降至历史低位, EIA 原油库存大幅下降。3月24日, 美国战略石油储备仅有 371.58 万桶, 已降至 1984 年以来最低; EIA 原油库存大幅降低 748.9 万桶, 至 4.74 亿桶。俄罗斯已计划第二次大规模征兵, 俄乌冲突大概率进一步发酵, 演变为持久性的消耗战, 世界能源供给不确定性仍强。欧美通胀下行中, 能源价格下跌发挥了重要作用, 但目前美国释放石油储备的能力明显不足, 叠加中国经济复苏和欧美经济韧性, 世界石油市场供需紧平衡仍将持续, 油价再度上行仍具可能性。

图表13 石油储备规模历史低位，释储能力不足



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 EIA 原油库存大幅降低

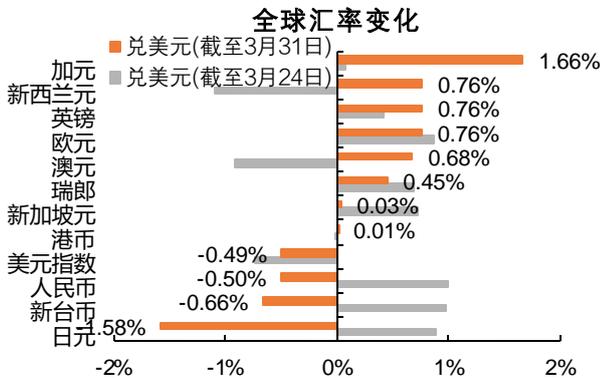


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.4 外汇市场：美元指数继续下跌，欧洲货币升值

近一周（截至3月31日），美元指数延续下跌趋势，整周下跌0.49%收于102.6，非美货币涨跌互现。主要欧洲和大洋洲货币整体升值，而亚洲货币整体贬值。欧洲银行业危机暂时缓解，且通胀进一步下行，避险情绪进一步缓解。欧元和英镑兑美元整周均上涨0.76%，瑞郎兑美元整周上涨0.45%。新西兰元和澳元兑美元整周分别上涨0.76%和0.68%。相比之下，亚洲货币本周的吸引力明显不足，日元兑美元跌幅较深，整周下跌1.58%；新台币和人民币兑美元整周分别下跌0.66%和0.5%；港币和新加坡元兑美元整周基本持平。此外，加元兑美元涨幅较高，整周上涨1.66%。

图表15 近一周美元指数下跌，欧洲货币升值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 美元指数继续下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示：美欧银行业危机持续时间超预期，美欧货币政策超预期，美欧经济衰退风险超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033