

海外宏观周报

美国“滞胀”忧虑引发“股债双杀”

证券分析师

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

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **本周焦点简评：1) 美联储 5 月议息会议“鹰中有鸽”。**美联储宣布加息 50bp，6 月 1 日将开始缩表。鲍威尔讲话令市场感受偏“鸽”。我们认为，美联储（在预期引导方面）最“鹰”时期可能正在过去。10 年美债收益率或于年中见顶，继而美元指数也可能很快见顶，美股收益能力可能明显下降。2) **美国“滞胀”忧虑引发“股债双杀”。**5 月 5 日，10 年美债收益率一度拉升 17bp 至 3.1% 上方；美国三大股指当日最大回撤超过 3%。5 月 5 日公布数据显示，美国一季度劳动生产率环比下降 7.5%。我们认为，近期美国金融市场处于高度敏感和脆弱的时期，市场对“滞胀”的担忧不断，继而对美联储的加息预期很不稳定。在“滞”方面，美国今年一季度实际 GDP 环比萎缩，失业率并未继续下降、且劳动参与率意外回落。在“胀”方面，市场将注意力更多放在“工资-通胀”螺旋风险上。此外，近期俄乌局势仍未冷却，WTI 油价整周涨 4.9%。在加息预期方面，美联储两位前高官“批评”美联储行动缓慢，里士满联储巴尔金重提加息 75bp 的可能性，均扰动市场预期。3) **英国央行“预言”衰退。**英国央行宣布加息 25bp 至 1%，基准利率升至 13 年来的最高水平。英国央行预计，今年英国通胀率将达到 10% 以上，英国经济将在 2023 年萎缩 0.25%（2 月预测为增长 1.25%）。我们认为，海外央行集体步入紧缩周期，亦会影响市场关于美联储紧缩节奏的判断，也可能增加市场对于美国经济会否陷入衰退的怀疑。此外，海外央行紧缩，可能持续掀起各国债券市场“抛售潮”，且抑制市场风险偏好，使全球金融市场波动加剧。
- **海外经济跟踪：1) 美国 3 月核心 PCE 同比增速放缓。**2) 美国 3 月个人可支配收入同比因基数原因大幅下滑，预计 4 月消费支出同比增速下滑会更加明显；居民储蓄率进一步下降、明显低于疫情前水平。3) 美国 4 月新增非农就业数据不弱，失业率维持在 3.6%，但劳动参与率意外回落。4) 欧元区 4 月 HICP 同比 7.5%，PPI 同比超预期升至 36.8%，失业人数继续下降，继而货币紧缩的必要性仍在提升。5) 欧元区一季度 GDP 环比勉强增长 0.2%，但经济景气指标偏弱，二季度经济下行压力或更大。
- **全球资产表现：1) 全球股市集体承压，恒生指数领跌，美股相对表现出韧性。**但截至本周，美股三大指数出现“五连跌”，为近十年来最差表现。欧股方面，“高通胀+强就业”，叠加欧央行表态即将讨论加息，均给欧股带来压力。2) 10 年美债收益率升破 3.1%，主要由实际利率带动；10 年德债欧债危机以来首次破 1%。3) 国际油价大涨，但贵金属、金属及大部分农产品价格下跌。油价上涨：一是欧盟拟加码石油领域制裁。二是，美国拟于今年秋季开始回购石油、补充战略储备。伦敦金和银现货价整周分别跌 1.5% 和 4.1%，主要受美债实际利率上升和美元升值的影响。4) 美元指数升至 103.66、续创新高。澳元走强，英镑、瑞郎大幅贬值。

一、每周焦点简评

1) 美联储 5 月议息会议“鹰中有鸽”。5 月 4 日，美联储 5 月议息会议声明宣布，上调联邦基金利率 50bp 至 0.75-1.00% 目标区间；同时宣布 6 月 1 日将开始缩表，每月拟减持 475 亿美元资产，三个月后每月拟减持 950 亿美元资产。美联储主席鲍威尔的讲话，消除了市场未来更快加息（单次 75bp）的顾虑，且对加息路径表现出高度灵活性，市场感受偏“鸽派”。鲍威尔讲话后，市场反应积极：10 年美债收益率曾大幅下跌 10bp 至 2.90%；美股纳斯达克指数、标普 500 指数和道琼斯工业指数分别收涨 3.19%、2.99%和 2.81%；美元指数由 103.4 的高位跳水至 102.5 附近，日内跌幅达 1%。

我们认为，综合考虑本次美联储释放的信号，以及近期美国核心通胀开始缓和、经济增长与就业出现隐忧、金融条件已然紧缩等，美联储（在预期引导方面）最“鹰”时期可能正在过去，对大类资产配置的影响值得关注。10 年美债收益率高点或在年中。如果 10 年美债收益率见顶，美元指数也可能很快（通常 3 个月内）见顶。美股收益能力可能明显下降，但调整幅度尚难确定，取决于美国经济是否会陷入衰退，进而取决于美联储年内加息是否会超过 2.5% 的“中性水平”。

2) 美国“滞胀”忧虑引发“股债双杀”。5 月 5 日，即美联储会议后的第一个交易日，美国市场呈现股债双杀：10 年期国债收益率从当日的低点 2.93% 一度拉升 17bp 至 3.1% 上方，创下 2018 年 11 月以来的新高；美国三大股指当日最大回撤超过 3%，纳斯达克最大回撤超过 5%，为 2020 年 6 月以来最深单日跌幅。5 月 5 日公布的数据显示，2022 年一季度，美国非农经济产出环比折年下降 2.4%，工作时长环比增长 5.5%，导致生产率（即每小时产出）环比下降 7.5%，为本世纪最大跌幅。与此同时，单位劳动力成本攀升 11.6%。美国生产力陷入萎缩，而劳动成本飙升，加深了市场对“滞胀”的担忧。

我们认为，近期美国金融市场处于高度敏感和脆弱的时期，市场对“滞胀”的担忧不断，继而对美联储的加息预期很不稳定。在“滞”方面，美国今年一季度实际 GDP 环比萎缩，虽然受库存下滑、供应链缓解等“技术性因素”扰动，但商品消费疲弱、财政支出下滑等也是经济下行隐患。5 月 6 日公布的新增非农数据尚可，但失业率并未继续下降、且劳动参与率意外回落。在“胀”方面，虽然核心 PCE 同比或已见顶，但市场将注意力更多放在“工资-通胀”螺旋风险上。此外，近期俄乌局势仍未冷却，欧盟也在酝酿新一轮制裁，WTI 油价整周涨 4.9%。在加息预期方面，CME 数据显示，市场加息预期在 5 月 4 日美联储会议后短暂冷却，但很快又基本恢复至全年加息至 3% 的预期。同时，美联储两位前高官克拉里达和夸尔斯“批评”美联储行动缓慢，里士满联储巴尔金重提加息 75bp 的可能性，这些言论均在扰动市场预期。

3) 英国央行“预言”衰退。5 月 5 日，英国央行宣布，将基准利率从 0.75% 上调至 1%。这是 2021 年 12 月以来，英国央行第四次加息，此次加息也使英国央行的基准利率升至 13 年来的最高水平。英国央行预计，今年英国通胀率将达到 10% 以上，英国经济将在 2023 年萎缩 0.25%（2 月预测为增长 1.25%）。英国央行声明中不再提到通胀预期仍然是“稳固的”（well anchored）。此外，货币政策委员会宣布对积极的量化紧缩（QT）进行为期三个月的审查。

我们认为，海外央行集体步入紧缩周期，亦会影响市场关于美联储紧缩节奏的判断。近一周，英国央行第四次加息、澳大利亚央行开启自 2010 年以来首次加息、欧央行表示 6 月讨论加息等，一方面可能也相应强化了市场对美联储的紧缩预期。与此同时，英国央行“预言”2023 年经济衰退，也可能增加市场对于美国经济是否会陷入衰退的怀疑。此外，海外央行紧缩，可能持续掀起各国债券市场“抛售潮”，且抑制市场风险偏好，使全球金融市场波动加剧。

二、海外经济跟踪

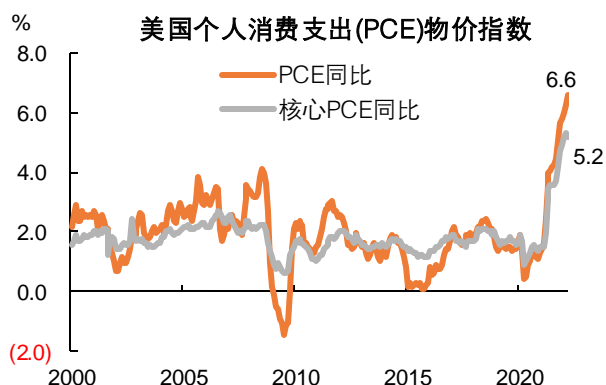
2.1 美国经济

美国 3 月核心 PCE 同比增速放缓。4 月 29 日，美国商务部数据显示，美国 3 月 PCE 物价指数同比上涨 6.6%，略低于预期值 6.7%，前值为 6.4%，续刷 1982 年以来的最高水平，为美联储 2% 目标的 3 倍多。剔除食品和能源价格的核心 PCE 物价指数同比上涨 5.2%，预期值 5.3%，前值 5.3%，同样保持在近 40 年最高水平，但较 2 月前值略微放缓。

美国 3 月个人可支配收入同比因基数原因大幅下滑，耐用品消费支出同比也大幅回落，预计 4 月消费支出同比增速下滑会更加明显；居民储蓄率进一步下降、明显低于疫情前水平。美国 3 月个人可支配收入同比下降 14.7%，主因基数效应，即

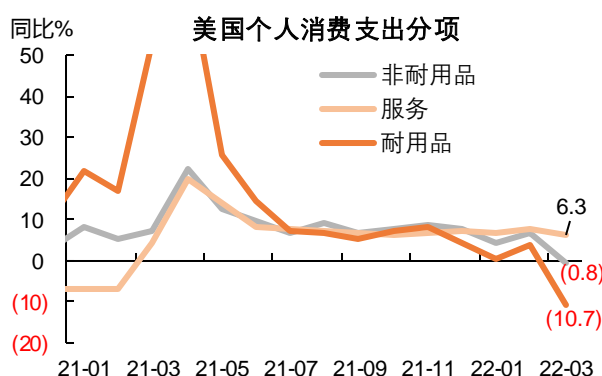
2021年3月美国政府依据《美国救援计划法》发放了大规模居民补贴,使当月居民可支配收入同比大增53.2%;环比看,3月居民可支配收入仍然增长0.5%。3月居民消费支出同比增长9.1%、环比增长1.1%,仍保持较快增长。不过,居民消费增速走势通常落后收入1个月左右,意味着4月消费同比增长读数或出现明显回落。消费结构上,3月耐用品消费同比下降10.7%,非耐用品和服务同比分别下降0.8%和增长6.3%。3月居民储蓄存款继续下降,使得居民储蓄率(储蓄存款占可支配收入比例)进一步下降至6.2%,低于2019年各月水平。

图表1 美国3月核心PCE同比略低于2月



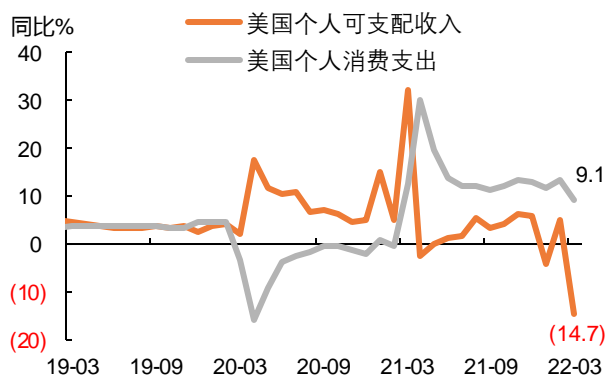
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表2 美国3月耐用品消费同比大幅回落



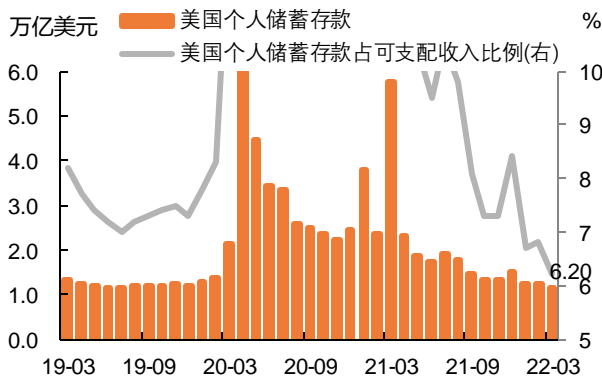
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表3 美国3月可支配收入同比大幅下降



资料来源: Wind,平安证券研究所

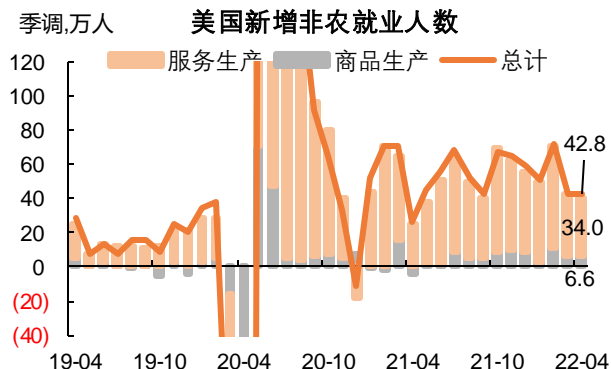
图表4 美国3月居民储蓄率进一步下降



资料来源: Wind,平安证券研究所

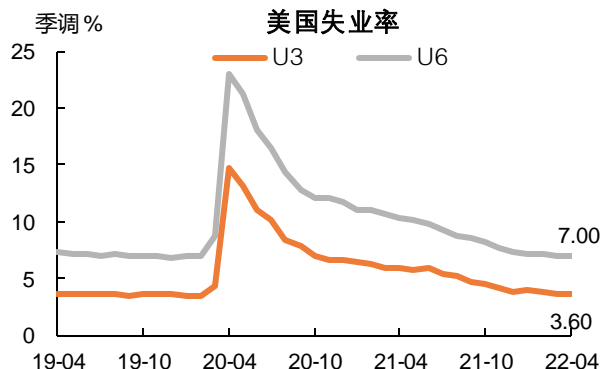
美国4月新增非农就业数据不弱,失业率维持在3.6%,但劳动参与率意外回落。5月6日公布的数据显示,美国4月非农就业人口增加42.8万人,好于市场预期的38万人,但增幅创2021年9月以来最小。目前美国非农就业总数仅比2020年2月低120万人左右。4月失业率录得3.6%,持平于3月,但不及市场预期的3.5%。值得一提的是,U6失业率(涵盖兼职等更广泛的失业者)回升0.1个百分点至7.0%。U6失业率的反弹或是美国就业增长乃至经济增长放缓的信号。此外,4月非农平均时薪环比增长0.3%,不及市场预期0.4%,创2021年3月以来新低,前值为0.5%。4月劳动参与率意外降低至62.2%,不及市场预期的62.5%,前值为62.4%。平均每周工作时间保持不变,为34.6小时,低于预期的34.7小时。整体而言,美国就业市场不弱,对美联储紧缩路线不构成明显影响。

图表5 美国 4月新增非农不弱



资料来源: Wind,平安证券研究所

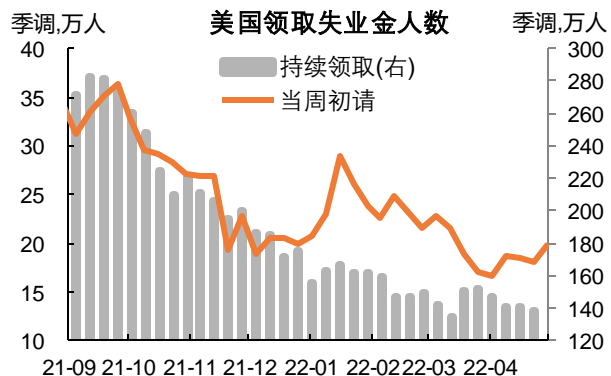
图表6 美国 U6 失业率小幅反弹



资料来源: Wind,平安证券研究所

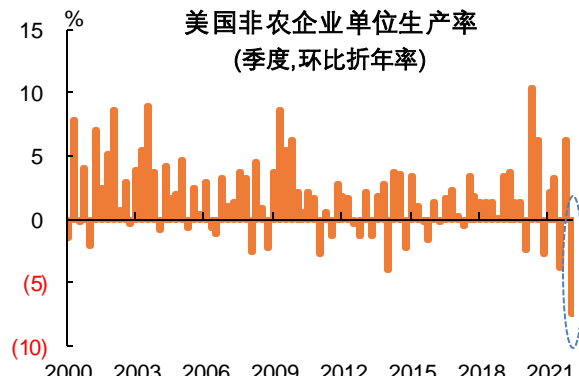
美国初请失业金人数 (季调) 回升至 20 万人，一季度劳动生产率环比大幅放缓。截至 4 月 30 日当周，初请失业金人数经季节调整后为 20 万人，为今年 3 月中旬以来最高。截至 4 月 23 日当周，续请失业金人数录得 138.4 万人，略低于前值的 140.3 万人。5 月 5 日公布的数据显示，2022 年一季度，美国非农经济产出环比折年下降 2.4%，工作时长环比增长 5.5%，导致生产率 (即每小时产出) 环比下降 7.5%，为 74 年以来最大跌幅。与此同时，单位劳动力成本攀升 11.6%。这或暗示，美联储目前很难依靠劳动生产率提高来遏制通胀，这进一步强化了劳动力成本的上升。

图表7 美国初请失业金人数回升至 20 万人



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表8 美国劳动力生产率环比大幅下降



资料来源: Wind,平安证券研究所

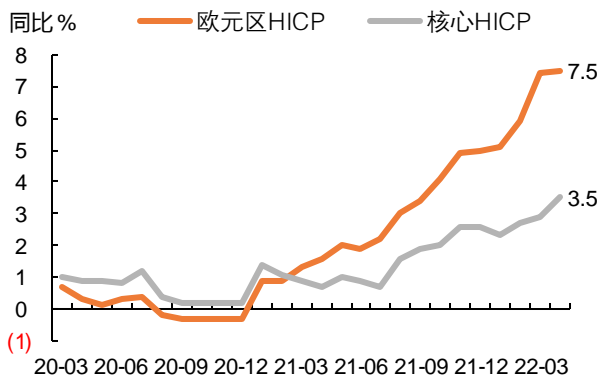
2.2 欧洲经济

欧元区 HICP 同比 7.5%，PPI 同比超预期升至 36.8%，失业人数继续下降，继而货币紧缩的必要性仍在提升。4 月 29 日，欧盟统计局公布数据显示，欧元区 4 月 HICP 同比增长 7.5%，超过 3 月份的 7.4%，符合预期，续创该数据自 1997 年开始统计以来的最高水平；核心 HICP 同比达 3.5%。5 月 3 日，欧盟统计局公布数据，欧元区 3 月 PPI 环比涨幅为 5.3%，超过预期值 5%，而同比增幅则高达 36.8%。欧元区 3 月份失业率为 6.8%，与预期一致，失业人数从 1350 万降至 1274 万。

欧元区一季度 GDP 环比勉强增长 0.2%，但经济景气指标偏弱，二季度经济下行压力或更大。欧元区一季度 GDP 初值显示，欧元区 19 国的 GDP 环比增长 0.2%，预期 0.3%，前值为 0.3%；GDP 同比增长 5%，符合市场预期，前值为 4.7%。德国第一季度 GDP 环比增长 0.2%，较上一季度的-0.3%有所反弹，高出预期值 0.1%；法国 GDP 环比增速为零；意大利一季度 GDP 下降 0.2%。欧元区 4 月制造业 PMI 终值 55.5，预期 55.3，初值 55.3。欧盟统计局数据显示，欧元区 4 月消费者信心

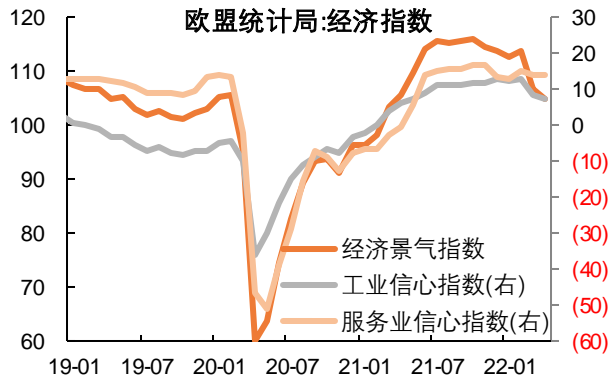
指数终值-22, 初值-16.9; 服务业景气指数 13.5, 预期 13.8, 前值由 14.4 修正为 13.6; 工业景气指数 7.9, 预期 9.5, 前值由 10.4 修正为 9.0; 经济景气指数 105, 预期 108, 前值由 108.5 修正为 106.7。

图表9 欧元区 HICP 同比进一步上升



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表10 欧元区 4 月经济指数下滑



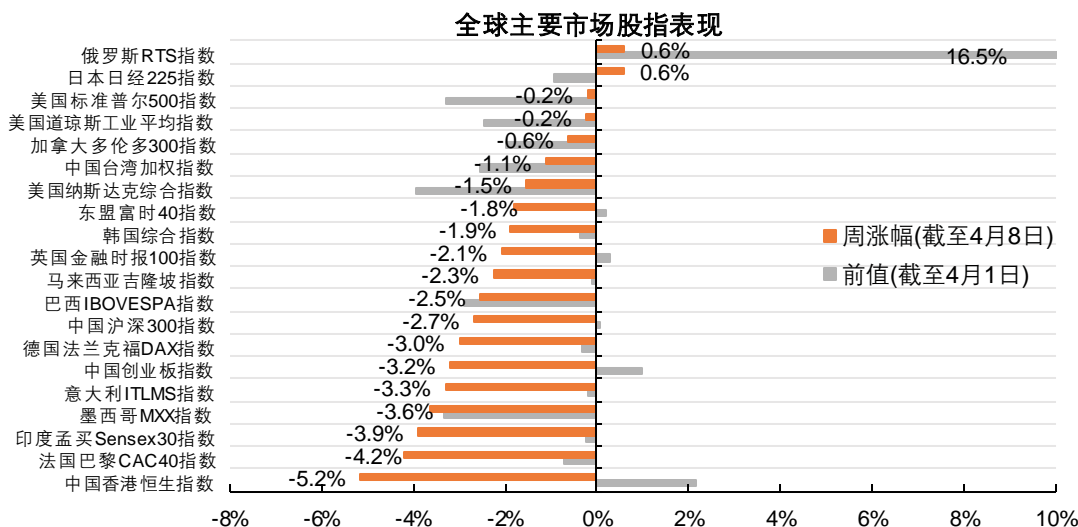
资料来源: Wind,平安证券研究所

三、全球资产表现

3.1 全球股市

全球股市集体承压，恒生指数领跌，美股相对表现出韧性。近一周（截至 5 月 6 日），全球股市多数收跌，中国香港恒生指数（-5.2%）、法国 CAC40 指数（-4.2%）和印度 Sensex30 指数（-3.9%）等整周跌幅较深。美股整周表现相对具有韧性，标普 500、道指和纳指整周分别跌 0.2%、0.2%和 1.5%。但截至本周，美股三大指数出现“五连跌”，为近十年来最差表现。本周内，美股经历“过山车”：5 月 4 日美联储会议后，鲍威尔讲话称不积极寻求加息 75bp，短暂安抚市场；5 月 5 日，美国劳动生产率数据公布后，美股低开低走，纳指最大回撤超过 5%，为 2020 年 6 月以来最深单日跌幅。欧股方面，“高通胀+强就业”，叠加欧央行表态即将讨论加息，均给欧股带来压力。

图表11 近一周全球股市集体承压，恒生指数领跌，美股相对表现出韧性

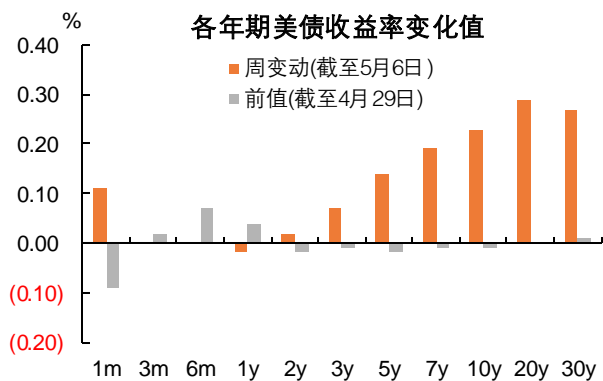


资料来源: Wind,平安证券研究所

3.2 全球债市

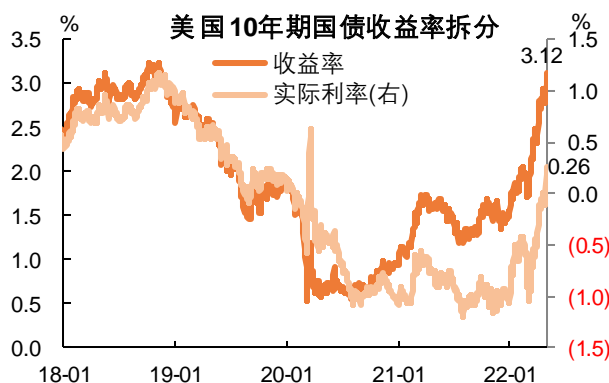
10年美债收益率升破 3.1%，主要由实际利率带动；10年德债欧债危机以来首次破 1%。近一周（截至 5 月 6 日），随着美联储加息 50bp 并宣布缩表，中长端美债收益率上升。10 年美债收益率整周上行 23bp 至 3.12%，逼近 2018 年末高点；其中，实际利率上行 25bp 至 0.26%，隐含通胀预期回落 2bp 至 2.86%。至此，10 年与 2 年美债利差已经升至 40bp。5 月 6 日，德国 10 年期国债收益率自 2015 年以来首次触及 1%，这是自欧元区陷入希腊债务危机以来的最高水平。

图表12 近一周中长端美债收益率跃升



资料来源: iFinD, Wind, 平安证券研究所

图表13 10年美债实际利率带动名义利率上升



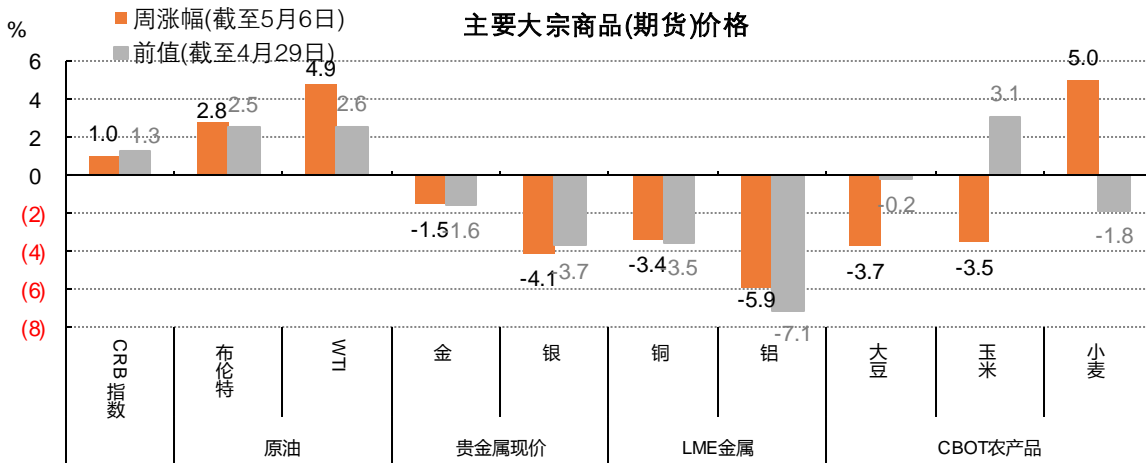
资料来源: iFinD, Wind, 平安证券研究所

3.3 大宗商品

国际油价大涨，但贵金属、金属及部分农产品价格下跌。近一周（截至 5 月 6 日），CRB 商品指数整周涨 1.0%，主要由能源价格上涨带动。**能源方面**，布伦特和 WTI 原油期货整周分别涨 2.8% 和 4.9%，收于 112.4 和 109.8 美元/桶。本周油价上涨主要原因归结于两方面：一是，欧盟拟对俄罗斯实施第六轮制裁，石油领域包括在内。欧盟计划 6 个月内全面禁止从俄罗斯进口石油，今年年底前对俄罗斯天然气的进口量减少三分之二，并在 2027 年底将其降至零。二是，美国拟于今年秋季开始回购石油、补充战略储备。据路透社 5 月 6 日报道，美国能源部表示，将在今年秋季招标，为战略石油储备回购 6,000 万桶原油，以确保未来几年的交货。

贵金属方面，伦敦金和银现货价整周分别跌 1.5% 和 4.1%，主要受美债实际利率上升和美元升值的影响。**金属方面**，LME 铜和铝整周分别大跌 3.4% 和 5.9%。**农产品方面**，CBOT 大豆和玉米整周分别大跌 3.7% 和 3.5%，而 CBOT 小麦整周大涨 5.0%，仍与俄乌局势有关。在植物油和谷物价格小幅下跌的带动下，4 月 FAO 价格指数平均为 158.5 点，较 3 月创下的历史最高点下降 0.8%，但同比仍高达 29.8%。

图表14 近一周国际油价大涨，但贵金属、金属及部分农产品价格下跌

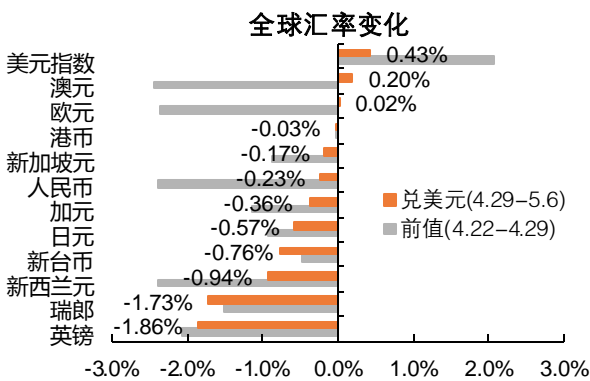


资料来源: Wind,平安证券研究所

3.4 外汇市场

美元指数升至 103.66、续创新高。近一周(截至 5 月 6 日),美元、澳元走强,英镑、瑞郎大幅贬值。美元指数整周涨 0.43%,收于 103.66,继续创下本轮升值周期的新高。在美元强势的背景下,澳元兑美元整周“逆势”上涨 0.2%。5 月 3 日,澳大利亚央行开启自 2010 年首次加息,利率由 0.1%上调至 0.35%。这次加息比市场预期来得更快、幅度更大。澳大利亚央行致力于将通胀率控制在目标范围内,因此在未来一段时间内可能继续加息。英镑兑美元整周大跌 1.86%。英国央行“预言”2023 年经济衰退,对经济前景悲观。欧央行即将讨论加息的消息,短暂稳住了欧元兑美元汇率整周基本不变。

图表15 近一周美元、澳元走强,英镑、瑞郎大幅贬值



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表16 美元指数升至 103.66、续创新高



资料来源: Wind,平安证券研究所

风险提示: 地缘冲突发展超预期,全球通胀压力超预期,全球经济下行压力超预期,海外货币政策走向超预期等。

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，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 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 2022 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