

海外宏观周报

通胀预期降温与市场风格切换

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



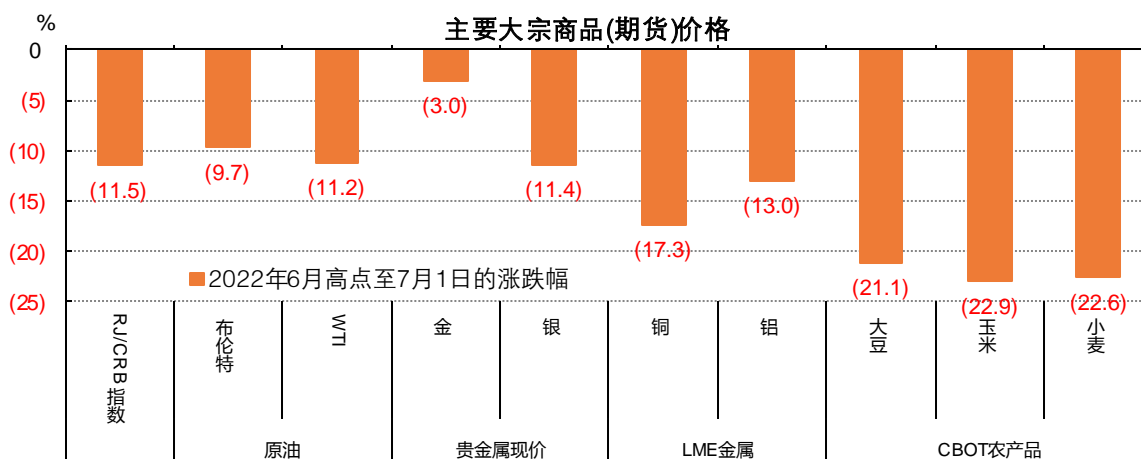
平安观点：

- **本周焦点简评：通胀预期降温与市场风格切换。**近期海外通胀预期出现比较明显的降温。美债市场交易的通胀预期已经创下年内最低水平。截至7月1日，大多数商品价格距离近一个月的高点已经回调了10%以上。通胀预期的下降，是美欧央行在预期引导方面的重要里程碑。6月29日，美、欧、英央行领导人齐聚欧洲央行年会，更加统一了抗击通胀的战线。当前市场已经充分感受到了美欧央行遏制通胀的决心，更加相信全球通胀回落可能只是时间问题。这可能带来市场风格的明显变化：商品价格可能易跌难涨。美债收益率或缺乏上行动能。美股调整压力可能会有所缓和，成长风格或占优。美元或继续保持相对强势。
- **海外经济跟踪：**1) 美国5月PCE物价指数同比6.3%、核心PCE同比4.7%，均好于预期；但居民消费支出增速自2021年12月以来首次低于收入增速。2) 美国6月ISM制造业PMI低于预期，新订单和就业分项处于萎缩区间，价格指数和供应商交付分项下降。3) 美国5月营建支出为近一年首次环比负增长。4) 亚特兰大联储模型7月1日最新预测，美国经济将于二季度环比萎缩2.1%，或连续两个季度环比负增长。5) 美国6月谘商会消费者信心指数继续下滑，为2021年2月以来最低。6) 欧元区6月HICP同比达8.6%，再超预期和前值，但核心HICP同比小幅回落。7) 欧元区6月制造业PMI走弱，产出和新订单分项跌入萎缩区间。
- **全球资产表现：**1) 大部分地区股市承压，中国等部分亚洲股市上涨。美国纳指、标普500和道指三大指数整周分别跌4.1%、2.2%和1.3%，回吐部分上周涨幅。2) 美债利率加速回落，通胀预期跌至年内新低。5年和10年TIPS国债隐含通胀预期整周均大幅回落22BP，分别跌至2.60%和2.34%。10年美债实际利率整周回落3BP至0.54%。非美地区方面，10年日债收益率整周维持在0.25%（央行收益率控制目标）附近，10年德债整周回落20BP至1.23%。在海外经济下行乃至衰退风险受到高度关注的背景下，美欧国债近期表现积极。3) 大部分商品价格已连续第三周回落。布伦特和WTI原油期货整周分别跌1.3%和涨0.8%，分别收于111.6和108.4美元/桶。LME铜整周分别3.2%，7月1日盘中跌破8000美元/吨关口。伦敦黄金和白银现货整周分别跌1.5%和5.4%，主因通胀预期降温。CBOT玉米和小麦期货价整周分别大跌9.9%和跌9.7%，已连续两周跌幅超过9%。4) 美元走强，澳新和欧洲货币大幅走弱。美元指数整周涨0.95%，收于105.12点。
- **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。

一、每周焦点简评：通胀预期降温与市场风格切换

近期海外通胀预期出现比较明显的降温。首先，上周公布的密歇根大学调查数据显示，美国居民对未来 5-10 年的通胀预期由 3.3% 回落至 3.1%。近一周，美债市场交易的通胀预期已经创下年内最低水平。其次，除了这些最直接的标尺外，大宗商品价格的回调与通胀预期的回落相辅相成。截至 7 月 1 日，大多数商品价格距离近一个月的高点已经回调了 10% 以上：国际油价回落 10% 左右，LME 铜和铝分别回落 17% 和 13%，CBOT 大豆、玉米和小麦均回调了 20% 以上。最后，美欧经济数据出现更多疲弱迹象，市场对经济下行乃至衰退的关注上升，从需求端为通胀预期降温。

图表1 截至 7 月 1 日，大多数商品价格距离近一个月的高点已经回调了 10% 以上



资料来源: Wind, 平安证券研究所

通胀预期的下降，是美欧央行在预期引导方面的重要里程碑。美联储和欧央行在 6 月会议后，均传递出今年以来最大程度的“鹰派”信号。美联储 6 月加息 75BP，并引导市场相信年末美国政策利率将达到 3.5% 附近。欧央行 6 月宣布即将于 7 月停止购债计划，并启动 11 年以来的首次加息。6 月 29 日，美、欧、英央行领导人齐聚欧洲央行年会，更加统一了抗击通胀的战线：美联储鲍威尔表示，加息可能会放缓经济，但更大的风险是持续的通货膨胀。欧央行拉加德称，准备在未来 6 个月内“逐步”加息，以应对“顽固的高通胀”。英国央行贝利表示，可以选择对通胀采取“更强有力的行动”，不排除一个月后的政策会议加息 50 个基点。在当前节点，市场已经充分感受到了美欧央行遏制通胀的决心：无论是“软着陆”还是“硬着陆”，只要通胀问题没有实质性进展，央行就不会放缓紧缩步伐。因此，无论是出于对货币政策的信任，还是出于对经济前景的担忧，市场更加相信全球通胀回落可能只是时间问题。

通胀预期的下降，可能带来市场风格的明显变化，值得格外关注。首先，商品价格可能易跌难涨。前期处于历史高位的商品价格，不断刺激供给端增长，并开始逐渐反映在供需平衡（库存）状况的改善。而近期农产品和能源价格的较快回调，或是多头获利了结的表现，根源在于市场对需求的担忧。一个简单的推理是，由于国际油价与美国 CPI 增速走势十分同步，如果市场相信美国通胀能够回落，那么也相当于认为国际油价大概率回落。其次，美债收益率或缺乏上行动能。通胀预期的回落将直接拉低美债名义利率，正如近一周 10 年 TIPS 隐含通胀预期回落 22BP，帮助美债收益率大幅回落 25BP。而经济增长预期不佳，或也一定程度上抑制美债实际利率的上行。再次，美股调整压力可能会有所缓和，成长风格或占优。虽然，目前美股调整压力仍存，主要考虑到美股对于经济衰退的定价较为滞后，未来盈利预期有较大下调空间。但是，商品价格的下跌意味着部分企业成本端压力或迎来喘息，而美债利率不再走高，也将从风险溢价、股债性价比等渠道排除部分美股的压力，继而美股调整的幅度或不会太大。成长板块对经济衰退风险相对不敏感，表现或好于价值板块。最后，美元或继续保持相对强势。无论美联储需要何种力度的加息，可以较为肯定的是，美国经济的韧性好于欧洲和日本，这使美联储的加息周期更可

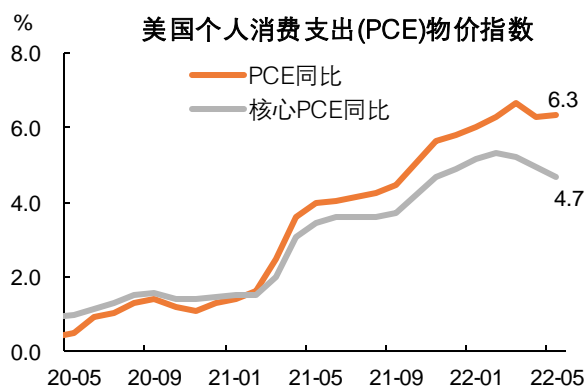
持续。另一方面，近一个月欧洲和日本债券市场的动荡，也反映出其经济和金融市场的脆弱性。在这样的背景下，美元及美元资产的相对吸引力或是毋庸置疑的。

二、海外经济跟踪

2.1 美国经济

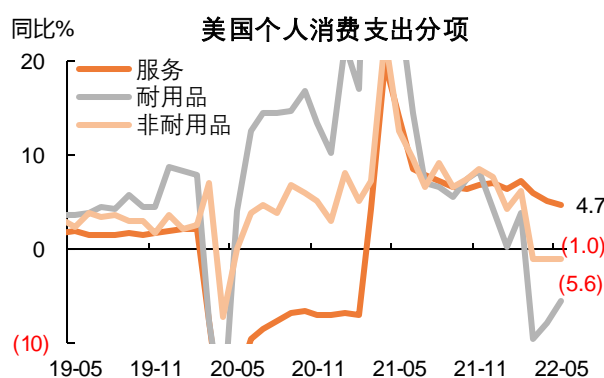
美国 5 月 PCE 物价指数同比 6.3%、核心 PCE 同比 4.7%，均好于预期；但居民消费支出增速自 2021 年 12 月以来首次低于收入增速。美国经济分析局 6 月 30 日公布数据显示，美国个人消费支出（PCE）物价指数 5 月同比上涨 6.3%，好于市场预期的 6.4%，前值为 6.3%。剔除食品和能源后的核心 PCE 物价指数同比上涨 4.7%，好于预期的 4.8%，前值为 4.9%。同时公布的数据显示，美国 5 月个人收入环比增长 0.6%，预期 0.7%；美国 5 月个人消费支出（PCE）环比增长 0.2%，预期 0.4%。美国个人支出步伐显著放缓，自 2021 年 12 月以来，支出增速首次低于收入增速。分项看，5 月 PCE 中耐用品、非耐用品和服务支出同比分别为-5.6%、-1.0%和 4.7%，商品支出回落的同时，服务支出较快增长。

图表2 美国 5 月 PCE 物价指数好于预期



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表3 美国商品消费支出已经同比负增长

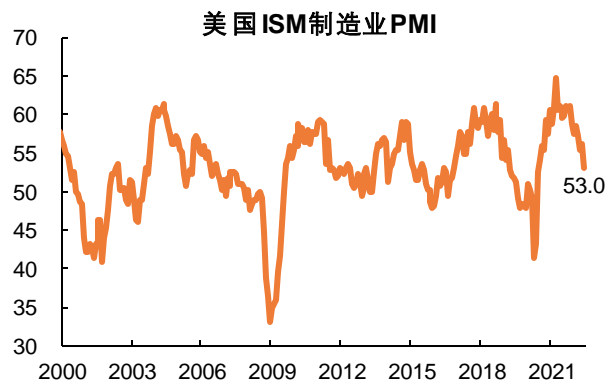


资料来源: Wind,平安证券研究所

美国 6 月 ISM 制造业 PMI 低于预期，新订单和就业分项处于萎缩区间，价格指数和供应商交付分项下降。7 月 1 日公布的数据显示，美国 6 月 ISM 制造业 PMI 录得 53.0，为 2020 年 6 月以来新低，预期值为 54.9，前值为 56.1。其中，新订单和就业分项处于萎缩区间；好消息是价格指数和供应商交付分项下降，说明供应链瓶颈有所缓解。具体来看，新订单指数为 49.2，比 5 月下降了 5.9；生产指数为 54.9，比 5 月上升了 0.7；物价指数为 78.5，比 5 月下降了 3.7；积压订单指数为 53.2，较 5 月低 5.5；雇佣指数为 47.3，比 5 月下降了 2.3，连续 2 个月呈现出萎缩趋势；供应商交货指数为 57.3，比 5 月低 8.4；库存指数为 56，较 5 月高出 0.1；新出口订单指数为 50.7，与 5 月相比下降了 2.2；进口指数从 5 月的 48.7 上升到 50.7，进入扩张区间。

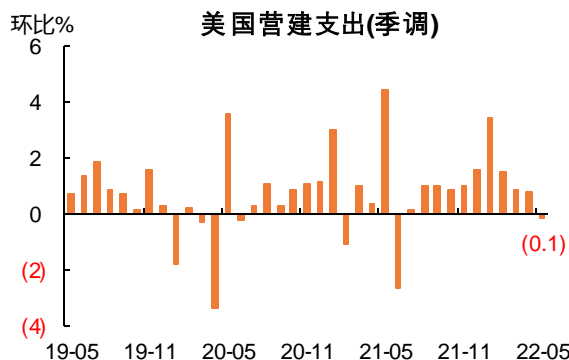
美国 5 月营建支出为近一年首次环比负增长。7 月 1 日公布的数据显示，美国 5 月营建支出环比为-0.1%，为 2021 年 6 月以来首次负增长，不及预期的 0.4%和前值 0.8%；同比增长 9.7%。今年 1-5 月美国营建支出累计为 6869 亿美元，比 2021 年同期的 6190 亿美元高出 11.0%。美国商务部公布的营建支出数据衡量了每个月私人部门和公共部门营建工程总值，此支出占 GDP 比重较大，故在估算及修正 GDP 时很受重视。

图表4 美国 6 月 ISM 制造业 PMI 继续走弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 美国 5 月建造支出环比负增长

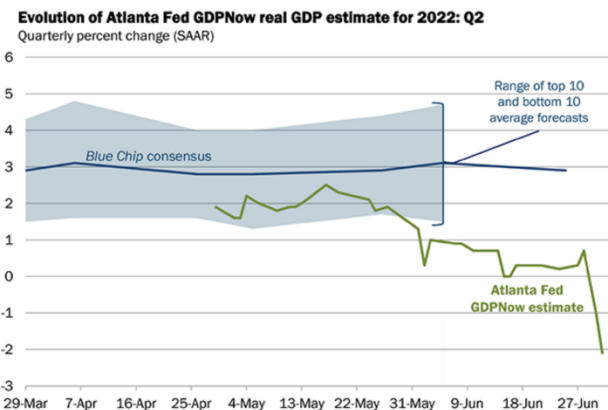


资料来源: Wind, 平安证券研究所

美国营建支出和制造业 PMI 数据公布后, 亚特兰大联储模型 7 月 1 日最新预测, 美国经济将于二季度环比萎缩 2.1%, 或连续两个季度环比负增长。

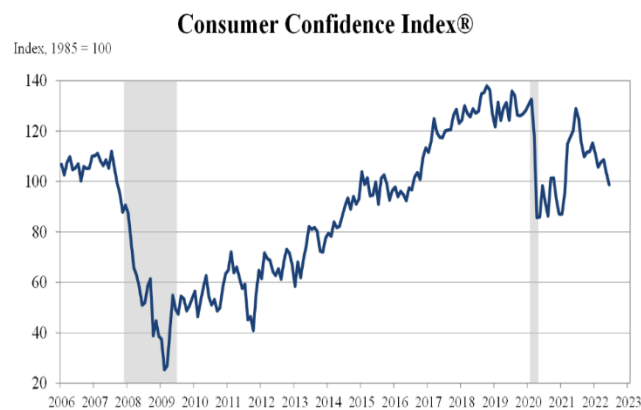
美国 6 月谘商会消费者信心指数继续下滑, 为 2021 年 2 月以来最低。美国 6 月谘商会消费者信心指数由 5 月的 103.2 大幅下滑至 98.7, 创 2021 年 2 月以来最低水平; 消费者预期指数由上个月的 73.7 大幅下滑至 66.4, 创 2013 年来最低水平。

图表6 GDPNow 模型预计美国经济 Q2 环比萎缩 2.1%



资料来源: 亚特兰大联储, 平安证券研究所

图表7 美国 6 月谘商会消费者信心指数继续下滑



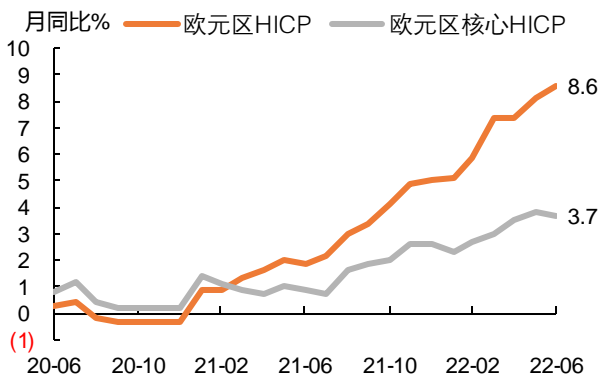
资料来源: 美国咨商会, 平安证券研究所

2.2 欧洲经济

欧元区 6 月 HICP 同比达 8.6%, 再超预期和前值, 但核心 HICP 同比小幅回落。欧盟统计局 7 月 1 日公布的数据显示, 欧元区 6 月消费价格指数 (HICP) 初值同比增长 8.6%, 不仅高于上月水平 8.1%, 也再次超出了此前市场调查经济学家们的预期中值 8.3%。当月去除食品和能源等因素的核心 HICP 同比涨幅为 3.7%, 比上月回落了 0.1 个百分点, 略低于市场预期的 3.9%。德国等实施的价格救济措施没能为欧元区的通胀局势赢得喘息时机, 物价拐点仍难以预测。虽然欧洲央行除了加息已别无选择, 但预计不会扩大首次加息的幅度。

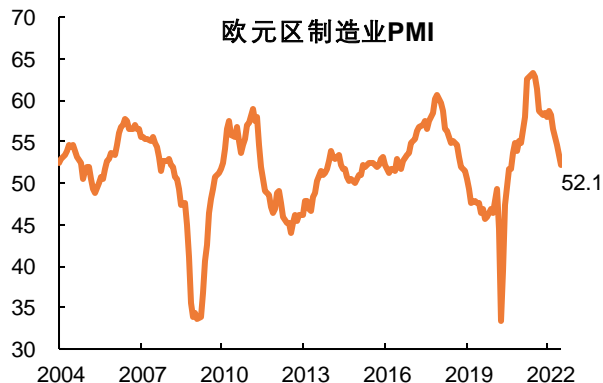
欧元区 6 月制造业 PMI 走弱, 产出和新订单分项跌入萎缩区间。欧元区 6 月制造业 PMI 终值 52.1, 前值为 54.6; 其中, 产出指数为 49.3, 新订单指数为 45.2, 均跌入萎缩区间。由于需求急剧下降, 欧元区制造业在 6 月份开始萎缩, 两年来首次出现生产下降。由于物价上涨和经济前景不确定, 消费者在支出方面越来越谨慎, 需求正在减弱。

图表8 欧元区6月HICP同比达8.6%



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表9 欧元区6月制造业PMI走弱



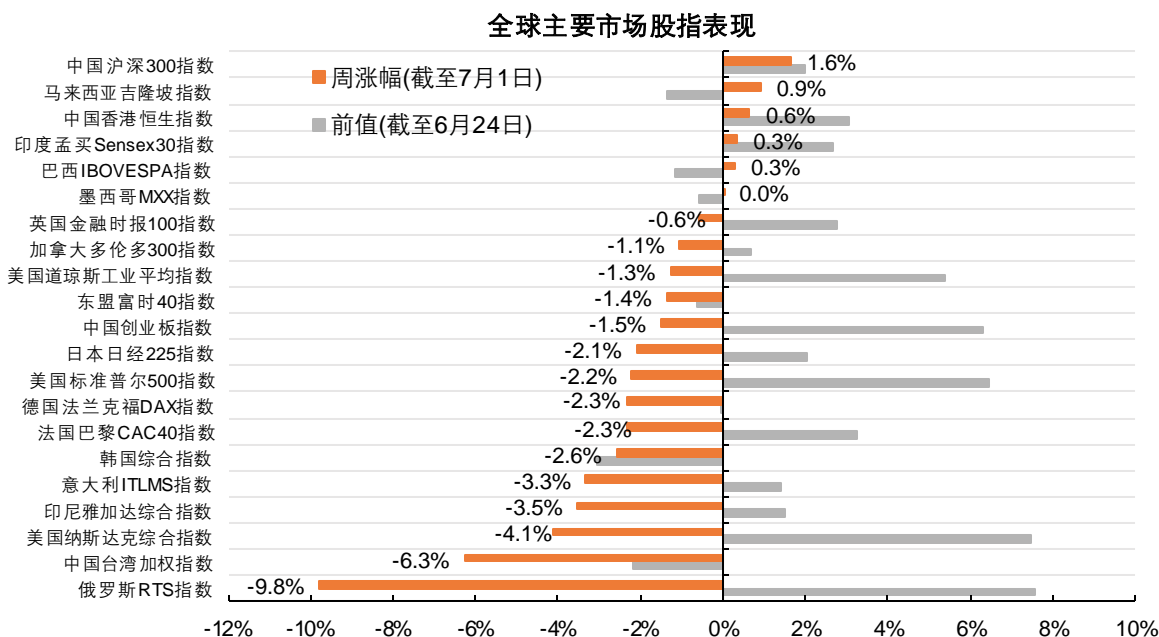
资料来源: Wind,平安证券研究所

三、全球资产表现

3.1 全球股市

大部分地区股市承压，中国等部分亚洲股市上涨。近一周（截至7月1日），中国沪深300指数（+1.6%）、马来西亚吉隆坡指数（+0.9%）、中国香港恒生指数（+0.6%）领涨全球，俄罗斯RTS指数（-9.8%）、中国台湾加权指数（-6.3%）等跌幅较深。美国方面，纳指、标普500和道指三大指数整周分别跌4.1%、2.2%和1.3%，回吐部分上周涨幅。欧洲方面，德国DAX、法国CAC40以及意大利ITLMS指数整周分别跌2.3%、2.3%和3.3%。当前，美欧股市继续受到通胀压力、货币紧缩和衰退风险等多重考验，而中国经济复苏势头良好，A股和港股的“独立行情”仍在演绎。

图表10 近一周大部分地区股市承压，中国等部分亚洲股市上涨

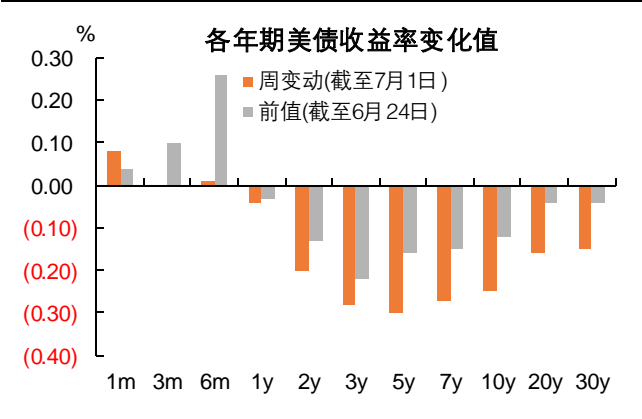


资料来源: Wind,平安证券研究所

3.2 全球债市

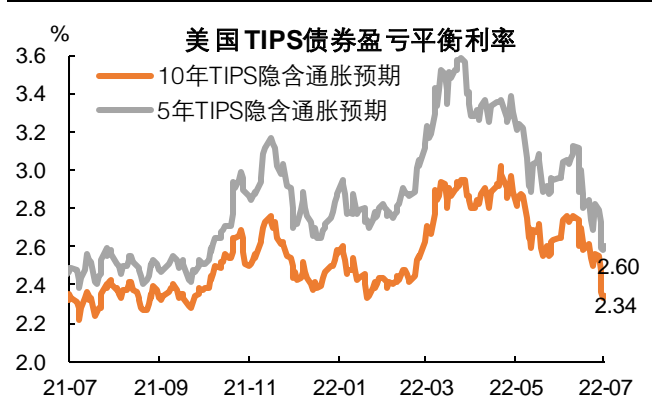
美债利率加速回落，通胀预期跌至年内新低。近一周（截至 7 月 1 日），1-30 年期美债利率加速回落。10 年美债利率整周回落 25BP，上周回落 12BP。通胀预期大幅降温是美债利率回落的主因。5 年和 10 年 TIPS 国债隐含通胀预期整周均大幅回落 22BP，分别跌至 2.60%和 2.34%，均是今年以来的最低水平。10 年美债实际利率整周回落 3BP 至 0.54%。非美地区方面，10 年日债收益率整周维持在 0.25%（央行收益率控制目标）附近，10 年德债整周回落 20BP 至 1.23%。在海外经济下行乃至衰退风险受到高度关注的背景下，美欧国债近期表现积极。

图表 11 近一周 1-30 年期美债利率加速回落



资料来源: iFinD,平安证券研究所

图表 12 美债通胀预期跌至年内新低

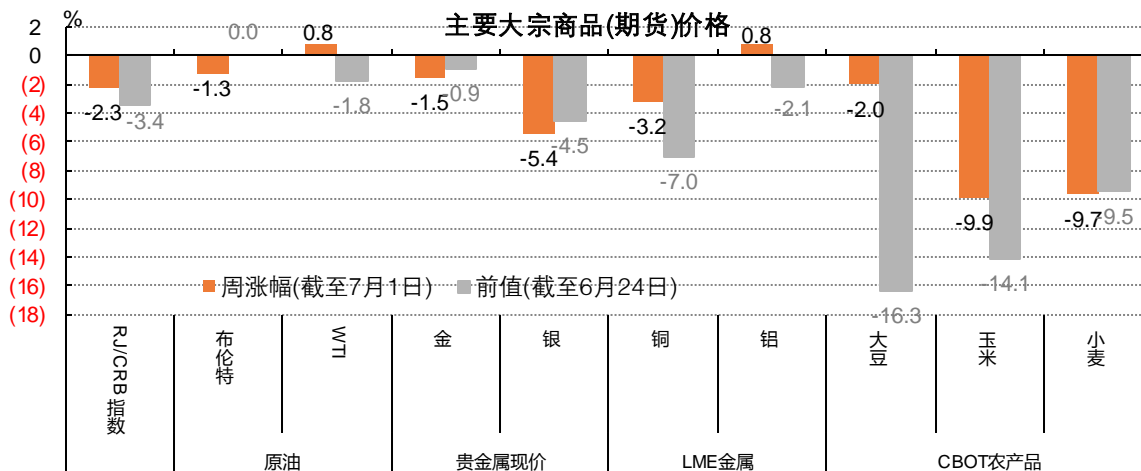


资料来源: Wind,平安证券研究所

3.3 大宗商品

大部分商品价格已连续第三周回落。近一周（截至 7 月 1 日），RJ/CRB 商品指数整周跌 2.3%，已连续第三周回落。能源方面，布伦特和 WTI 原油期货整周分别跌 1.3%和涨 0.8%，分别收于 111.6 和 108.4 美元/桶。目前从宏观环境到原油自身基本面，都出现了更多利空油价的因素：一是，美欧经济数据疲弱，能源需求信心不足。二是，美国成品油近期累库加速，汽油需求下降。EIA 数据显示，截至 6 月 24 日当周，美国汽油库存比前一周增长 265 万桶，两周累计增加 413.4 万桶；截至 2022 年 6 月 24 日的四周，美国成品油需求总量比去年同期低 0.1%。三是，原油供给不弱。欧佩克+批准原定的 8 月增产 64.8 万桶/日的计划，符合市场预期；埃及的燃油进出口量暴增，令市场联想俄罗斯能源产品借道埃及对外出口的可能性。金属方面，LME 铜和铝整周分别跌 3.2%和涨 0.8%，7 月 1 日铜价盘中跌破 8000 美元/吨关口。贵金属方面，伦敦黄金和白银现货整周分别跌 1.5%和 5.4%，主因通胀预期降温。农产品方面，CBOT 玉米和小麦期货价整周分别大跌 9.9%和跌 9.7%，已连续两周跌幅超过 9%。一方面，供应端前景良好：美国政府本周提高了对玉米种植面积的估计，澳大利亚预计今年小麦将大丰收。另一方面，充足的库存也抑制粮价的上涨势头：美国农业部数据显示，截至 6 月 1 日，美国玉米总库存达到 43.5 亿蒲式耳，同比增长 6%；大豆库存为 9.71 亿蒲式耳，同比增长 26%。

图表13 近一周大部分商品价格连续第三周回落

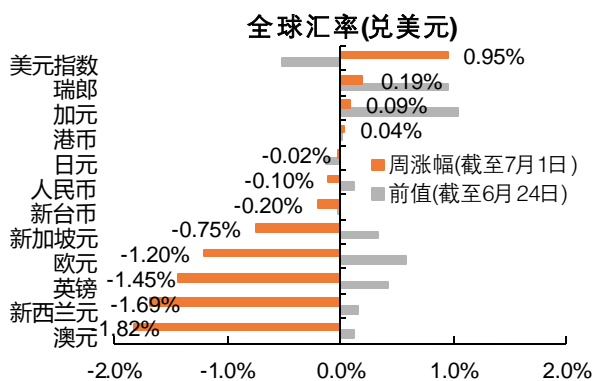


资料来源: Wind,平安证券研究所

3.4 外汇市场

美元走强，澳新和欧洲货币大幅走弱。近一周（截至7月1日），美元指数整周涨0.95%，收于105.12点，并未受到美债利率下行的影响。这说明，虽然美国经济下行风险上升，但相较而言，市场对美国经济和美元资产仍有更强信心。澳元、新西兰元兑美元整周分别走贬1.82%、1.69%；英镑、欧元整周走贬1.45%、1.20%。日元兑美元汇率近期呈现较强韧性，海外经济下行和美债利率回落，有助于日元重拾“避险属性”。但是，日本通胀问题和市场对货币政策的信心不足，仍在压制日元反弹的能力。相对而言，瑞郎“避险属性”似乎更强，瑞郎兑美元本周上涨0.19%，上周大涨0.96%。

图表14 近一周美元走强，澳新和欧洲货币大幅走弱



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表15 美元指数收于105.12



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 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