



宏观点评

五一海外市场：滞胀再现、风险发酵

2023 节假日海外市场跟踪#2

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号：S0120121090005

邮箱：zhangjw3@tebon.com.cn

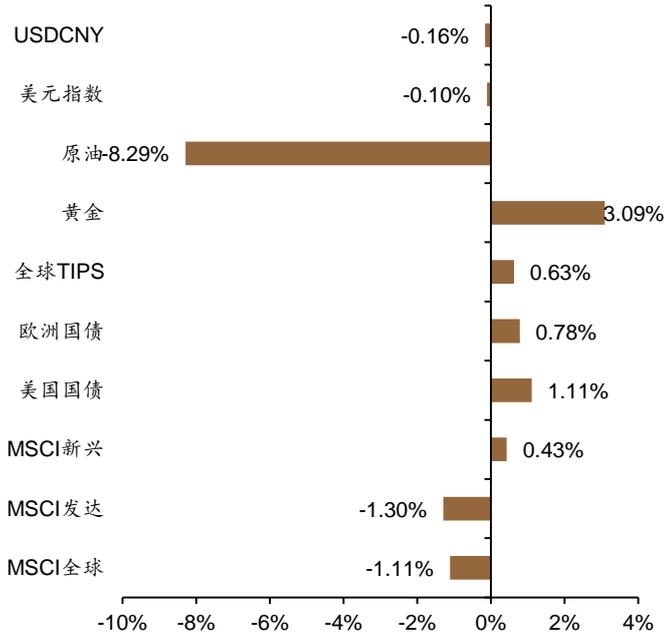
相关研究

2023 节假日海外市场跟踪#

投资要点：

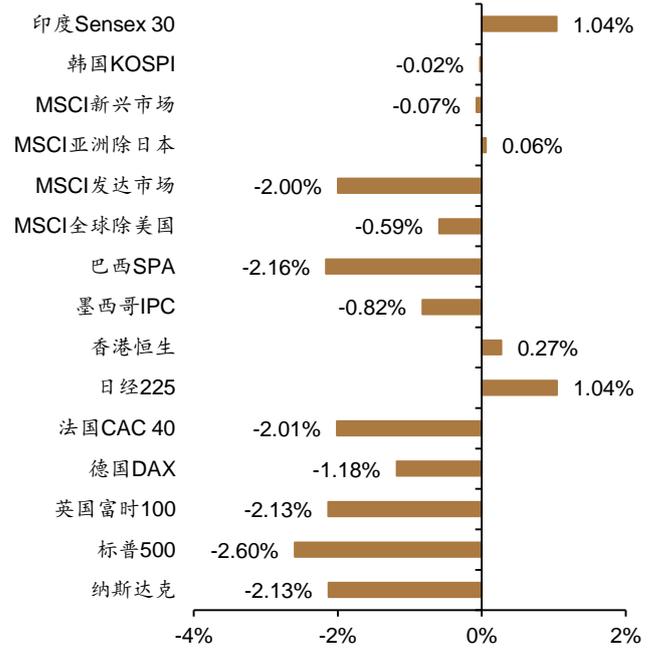
- **核心观点：滞胀再现，风险发酵；加息落地，转向未至。五一前后的海外市场贯穿两条主线：①经济数据喜忧参半，整体边际走弱而核心通胀仍难降温；②银行业危机与债务上限问题轮番发酵，避险情绪骤升。衰退预期尚未兑现而通胀高企，欧美央行如期加息，但货政转向尚早；日央行按兵不动，澳洲央行则重启加息。向前看，我们认为超额储蓄和工资韧性有望继续支撑美国私人消费，年内较难看见全面&深度衰退，基准情形下年内不会降息；但需警惕金融系统的突发流动性风险将经济危机前置。美联储的定向流动性工具和监管机构的及时应对使得银行危机尚可控，但后续的演进仍待持续观察。**
- **经济数据：喜忧参半，通胀压力大过衰退担忧。**美国方面，假期前公布的一季度GDP环比+1.1%，低于预期的1.9%，但私人消费仍强劲；GDP价格指数4%，预期3.7%，3月PCE物价指数同比4.6%，持平预期与前值，一季度核心PCE通胀同比4.9%。4月ISM制造业PMI录得47.1，前值46.3，为2020年5月以来最低。数据显示美国经济面临核心通胀过高、经济动能走弱但私人消费仍强的“滞胀”现状。从就业市场看，美国3月JOLTS职位空缺数录得959万，连续第三个月下降，为近两年来的最低水平，但ADP私营就业人数大幅高于预期，一季度劳工成本指数高于预期，劳务市场延续强现实+弱预期现状。欧洲方面，欧元区一季度GDP同比初值1.3%，预期1.4%，德法等主要国家GDP均不及预期，4月制造业PMI指数则普遍好于预期。相较于年初，欧洲的衰退风险已显著缓释，核心通胀过高仍是核心矛盾。亚太方面，IMF上调了对亚太地区经济前景的预测，称该地区的增长将主要受到中国经济复苏和印度经济弹性增长的推动。
- **货政财政：加息进入尾声但转向未至，债务上限与银行危机再次发酵。**5月3日FOMC会议美联储如期加息25bps至[5,5.25%]区间，重回2006年次贷危机前的高位，同时暗示加息暂缓，但今年不会降息。欧央行则在加息25bps的同时称不会暂停加息，澳洲央行在暂停加息之后，此次重启加息25bps。全球央行紧缩周期进入尾声，但降息仍过早。随着X-date临近，美国政府债务上限危机再度发酵，5月1日耶伦警告如果美国国会不能达成提高或暂停债务上限的协议，政府最早将无法在6月1日履行义务。与此同时，前期暂时平息的银行业风波再起，第一共和银行由于披露存款流失加剧引发市场担忧，股价大跌，FDIC及时介入，最终被摩根大通收购，但随后同样的地区性银行西太平洋合众银行再度面临相困境，银行业危机持续蔓延，避险情绪骤升，美股银行股遭遇重创。5月1日，FDIC发布了关于存款保险制度和改革方案的概述，以解决近期银行倒闭引发的金融稳定问题，其核心是对存款保险的改革，包括提高保险上限和扩大保险范围。
- **市场表现：发达市场股市普跌，原油大跌，黄金再创历史新高。**4月28日-5月4日，在债务上限和银行业危机扰动下，除印度Sensex、香港恒生和日经225以外，全球主要股指均录得负收益，其中美国股市领跌全球，标普500在5月1日与5月3日遭受重挫，累计下跌2.6%。衰退预期下原油遭遇重挫，近一周累计下跌8.29%；叠加避险情绪的升温，黄金价格强势上行，一度上破2070美元/盎司，创下历史新高。美联储紧缩周期阶段性结束，但市场情绪被银行业危机主导，预计短期内衰退交易、降息交易与风险交易反复的现状仍难以扭转，一方面需警惕当前过于乐观的降息预期被逐步纠偏，另一方面则需持续关注银行业危机的演进与蔓延。
- **风险提示：美国衰退过早到来；通胀下行速率不及预期；银行业危机失控。**

图 1：4 月 28 日-5 月 4 日全球主要大类资产表现



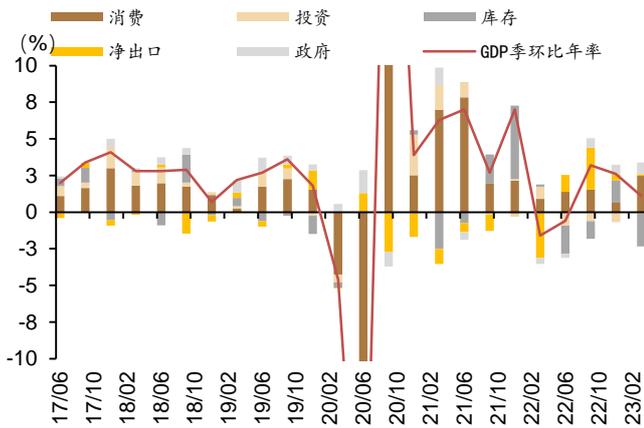
资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：4 月 28 日-5 月 4 日全球主要股指表现



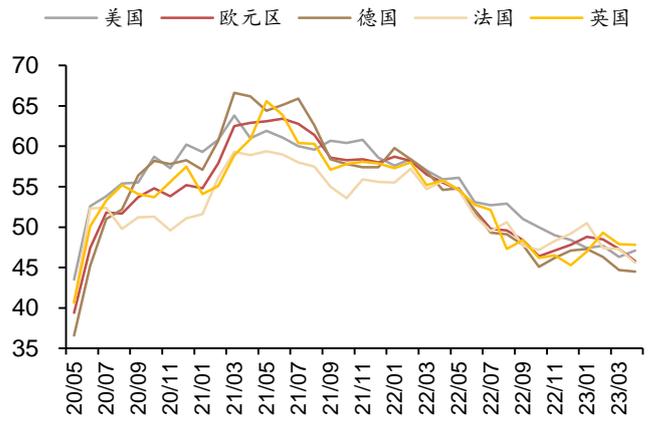
资料来源：彭博，德邦研究所

图 3：美国 GDP 季环比年率及分项



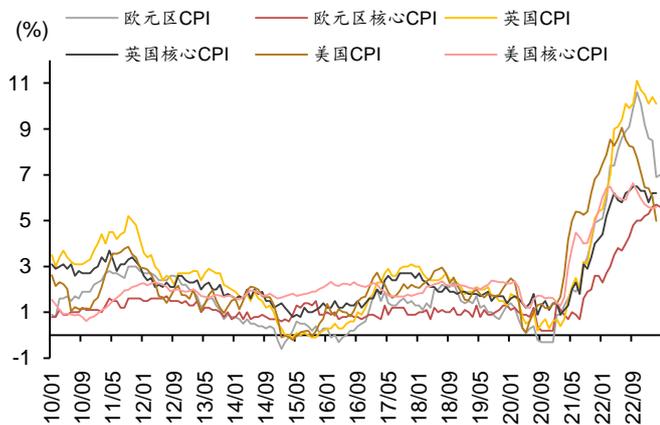
资料来源：彭博，德邦研究所

图 4：主要经济体制造业 PMI 指数



资料来源：彭博，德邦研究所

图 5：美国和欧洲主要经济体 CPI 与核心 CPI 同比



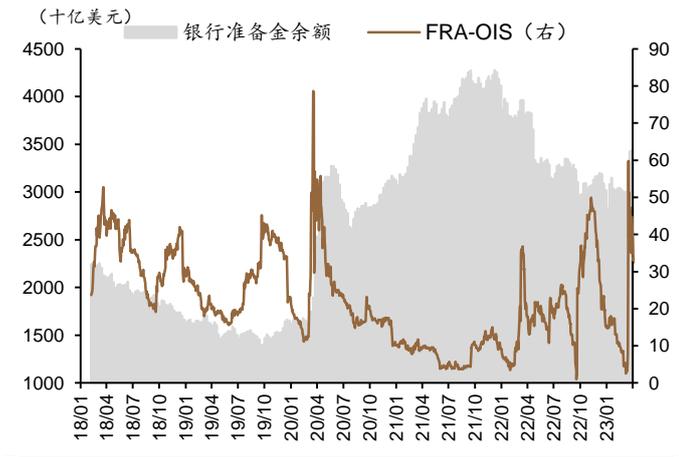
资料来源：彭博，德邦研究所

图 6：美元指数与欧元汇率



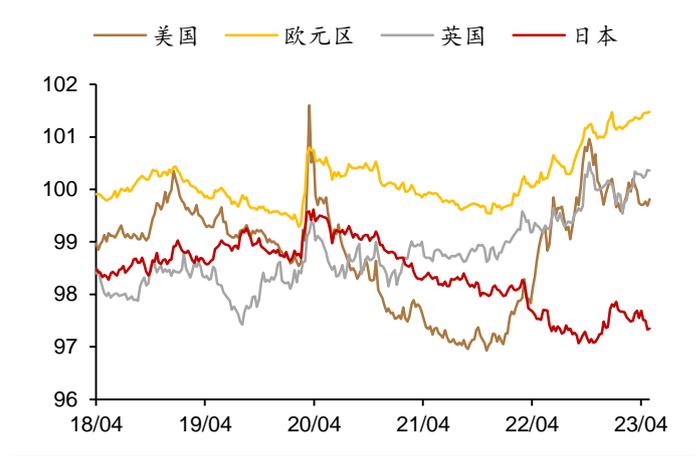
资料来源：彭博，德邦研究所

图 7：美国银行准备金与 FRA-OIS 利差



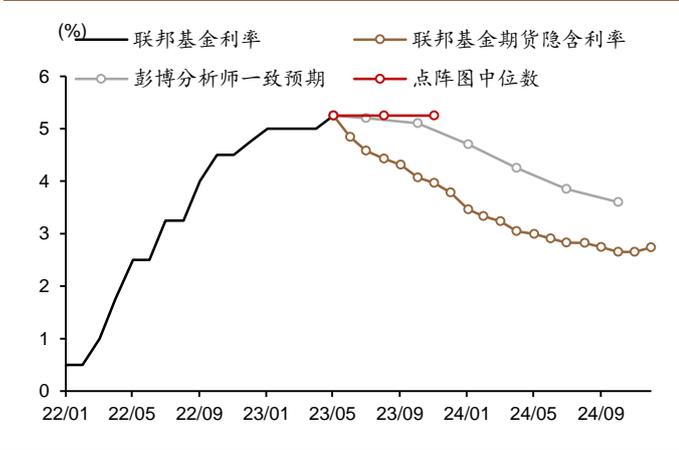
资料来源：彭博，德邦研究所

图 8：主要经济体高盛金融条件指数



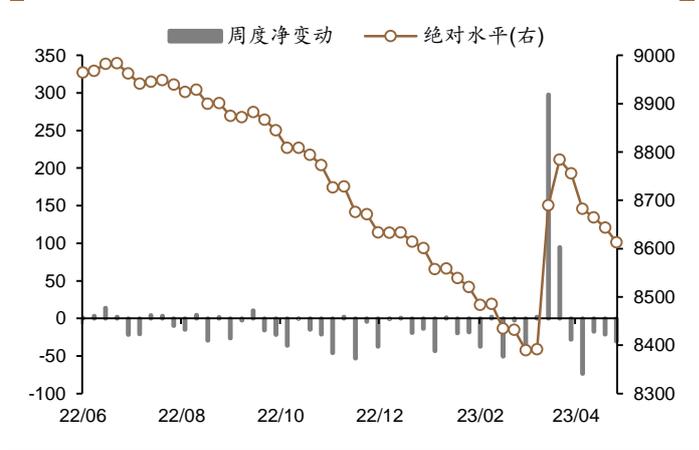
资料来源：彭博，德邦研究所

图 9：各方对全年美联储政策利率路径预期



资料来源：彭博，德邦研究所

图 10：22Q2 以来美联储资产负债表变化



资料来源：彭博，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）特邀青年研究员，人民大学重阳金融研究院客座研究员，中央财经等多所大学校外研究生导师。

张佳炜，伦敦政治经济学院金融经济学硕士（distinction），六年海外宏观与全球大类资产配置投研经验。曾任平安信托海外投资部 QDII 投资经理、投决团队成员，共同管理 15 亿元全球大类资产配置基金，擅长海外经济、货币政策研究与全球资产配置。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20% 以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。