

## 宏观动态跟踪报告

## 五一假期海外市场的五大动向

## 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



## 平安观点：

- 一、美联储5月会议偏鸽。**美联储5月会议宣布放缓缩表，鲍威尔讲话称不太可能再加息，市场感受偏鸽派。我们认为，尽管鲍威尔讲话受到市场欢迎，但美国通胀粘性的风险客观存在，后续市场降息预期可能“易冷难热”。值得注意的是，美联储其他官员讲话彰显内部分歧。例如，鲍曼对通胀的判断更加谨慎，同时没有排除再加息的选项。
  - 二、美国就业适度降温。**美国4月新增非农为近半年新低，失业率反弹，时薪增速下降，就业市场整体出现“可喜”降温。我们强调，美国就业市场仍有韧性，不排除后续就业数据回暖，并引发降息预期的反复。17.5万的新增非农不算弱；3.9%的失业率也并不高；职位空缺数与失业人数比值（1.32）与疫情前（2019年均值为1.19）仍有距离。总的来看，美国就业市场走向平衡的节奏更可能是渐进而缓慢的。
  - 三、“降息交易”暂时重启。**美国降息预期在连续降温一个月后回升，9月降息概率由60%上升至67%，全年降息次数预期由1.4次增加至1.8次。在此背景下，“降息交易”暂时重启，美国股债双牛、美元走弱。降息预期回升的主要有三方面线索：美联储会议偏鸽、就业数据降温、ISM PMI走弱。不过，目前美国经济和就业仅出现初步降温信号，而且经济走弱未必与通胀降温划等号（因通胀还受供给因素扰动）。我们维持美联储将于四季度降息1次的基准判断。
  - 四、境外“中国资产”走强。**近一周美股中概股和港股大涨，离岸人民币汇率回暖。近期“中国资产”走强有多方面背景：1）近一周美联储降息预期回升；2）“中国资产”前期调整后，估值具有吸引力、出现技术性反弹。3）近期海外AI概念股和日本股市回调，中国资产受对冲需求驱动。4）中国证监会发布5项资本市场对港合作措施，提振市场信心；5）中国企业（尤其科技和新能源）的盈利前景改善；6）外资对于配置“中国资产”的情绪持续改善。往后看，“中国资产”的上涨速度可能减缓，但中国企业盈利能力、外资配置“中国资产”的热情修复等因素，有望继续支撑“中国资产”取得不俗表现。
  - 五、日元汇率强势反弹。**近一周日元汇率大涨，市场猜测日本政府实施了外汇干预，但日本当局拒绝评论。此外，美国降息预期回升、油价大跌（日元汇率与国际油价高度相关）、对冲基金平仓、以及假期流动性清淡等，均是可能的驱动。我们认为，日本外汇干预是可选项，这可能限制日元过度贬值，但未必帮助日元顺利升值。
- **风险提示：**美国经济和通胀超预期降温，海外金融风险超预期上升，国际地缘局势超预期恶化等。

## 1、美联储 5 月会议偏鸽

美联储 5 月会议宣布放缓缩表，鲍威尔讲话称不太可能再加息，市场感受偏鸽派。美国时间 2024 年 5 月 1 日，美联储 FOMC 会议维持利率不变，并宣布将于 6 月放缓缩表，具体将每月被动缩减 600 亿美元国债放缓至每月 250 亿美元，同时维持每月 350 亿美元 MBS 减持目标不变。美联储 2024 年 5 月会议不降息，但宣布将于 6 月开始放缓缩表。在今年一季度通胀反弹的背景下，本次声明仅称“通胀走向 2% 目标缺乏进展”，对于通胀反弹的描述有些过于温和。鲍威尔讲话承认，取得降息所需信心的时间可能比此前预期的更长，但也弱化了“再加息”的讨论，令市场感受偏鸽派。会议声明和鲍威尔讲话后，市场交易宽松：10 年美债利率日内跌 4BP 至 4.64%，美元指数日内跌 0.6% 至 105.7，标普 500 指数小幅收跌。

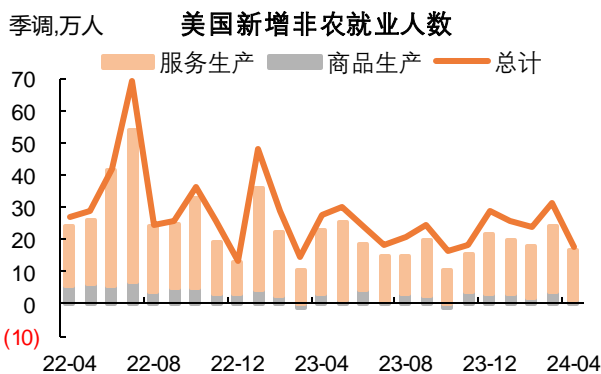
我们认为，尽管鲍威尔讲话受到市场欢迎，但美国通胀粘性的风险客观存在，后续市场降息预期可能“易冷难热”。首先，综合考虑能源、住房、非住房核心服务通胀走势，预计二季度美国整体通胀保持较高水平。其次，未来 1-2 个月经济和就业市场大幅降温的概率较低（尽管 4 月就业数据出现适度降温）。最后，放缓缩表（QT）对降息（预期）的影响偏于中性。而且，放缓缩表也有助于预防流动性风险，导致因金融风险而被迫降息的概率下降。未来一段时间，市场对于降息的判断仍将高度取决于通胀和就业表现。（参考报告《美联储 2024 年 5 月会议解读：放缓缩表，降息尚远》）

值得注意的是，美联储其他官员讲话彰显内部分歧。5 月 3 日，美联储理事鲍曼称，高通胀将持续一段时间，但预计随着利率保持在高位，通胀最终会下降；如果通胀下降的进展停滞或逆转，会支持加息；可能阻碍通胀回落至目标的因素，包括供给侧改善不足、住房供应稀缺和薪资增长强劲等。对比鲍威尔，鲍曼对通胀的判断更加谨慎，同时没有排除再加息的选项。同日，芝加哥联储主席古尔斯比表示，他认为最新非农就业报告稳健，这类报告越多，他就越放心经济没有过热，通胀没有回升；如果限制性政策长期存在，就需要关注就业市场。对比鲍威尔，古尔斯比则更加关注就业数据，以就业市场适度降温作为降息前提。

## 2、美国就业适度降温

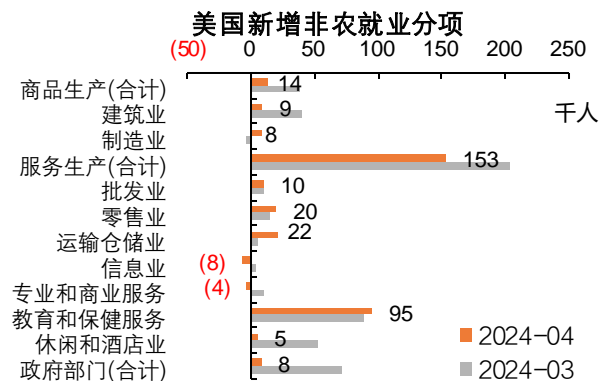
美国 4 月新增非农为近半年新低，失业率反弹，时薪增速下降，就业市场整体出现“可喜”降温。5 月 3 日公布的数据显示，美国 4 月新增非农就业 17.5 万人，低于预期的 24 万人，是六个月以来的最小增幅，前值从 30.3 万人上修至 31.5 万人；分行业看，商品生产、休闲与酒店、专业服务、信息业、政府部门等是主要拖累，而批发、零售、交通运输、医疗保健等服务业就业加快增长。4 月 U3 失业率意外上升到 3.9%，而预期为 3.8%，前值也为 3.8%；更全面的 U6 失业率为 7.4%，创下 2021 年 11 月以来的最高水平。4 月平均时薪同比增长 3.9%，低于预期的 4% 和前值的 4.1%；环比增长 0.2%，低于预期的 0.3% 和前值的 0.3%。平均每周工时为 34.3 小时，略低于预期的 34.4 小时和前值的 34.4 小时。4 月劳动参与率为 62.7%，与预期和前值持平；25-54 岁工人的劳动参与率上升至 83.5%，达到二十年来的最高水平。数据公布后，市场对美联储首次降息的预期时间提前，美股、美债价格上涨，美元下跌。

图表 1 美国 4 月新增非农明显下降



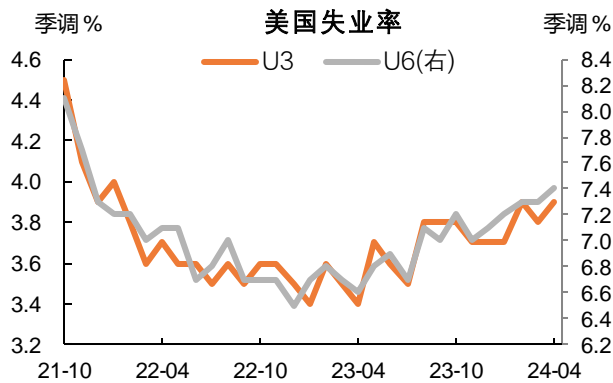
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 2 商品、服务和政府部门新增就业均下降



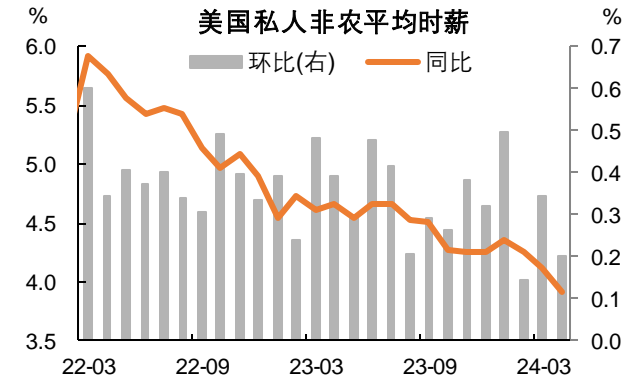
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 美国 U3 失业率反弹、U6 失业率创两年新高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

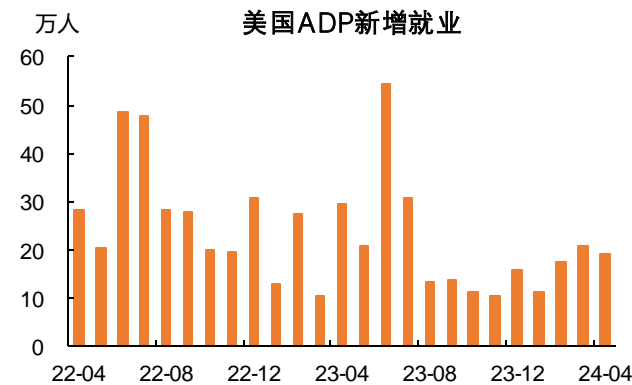
图表4 美国非农平均时薪环比、同比均下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

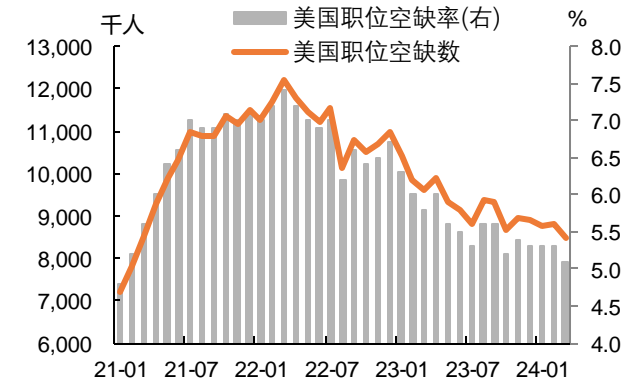
除非农外, 近期其他就业指标喜忧交织。5月1日公布的美国4月ADP就业(“小非农”)新增19.2万人, 高于预期的18万人, 前值从18.4万人上修至20.8万人; ADP的工资数据显示, 无论是跳槽者还是留在本公司的员工, 工资增长均在放缓, 不过前者仍然处于较高水平。5月2日公布的美国3月JOLTS职位空缺数降至848.8万人, 低于预期的869万人, 职位空缺率为5.1%, 均创2021年2月以来的最低水平; 职位空缺数环比下降32.5万人, 创下2023年10月以来的最大单月跌幅; 职位空缺与失业人数之比降至1.32, 是自2021年8月以来的最低水平。5月2日公布的美国最新(截至5月2日当周)初请失业金人数为20.8万, 低于预期的21.2万, 持平前值。

图表5 美国4月ADP新增就业不弱



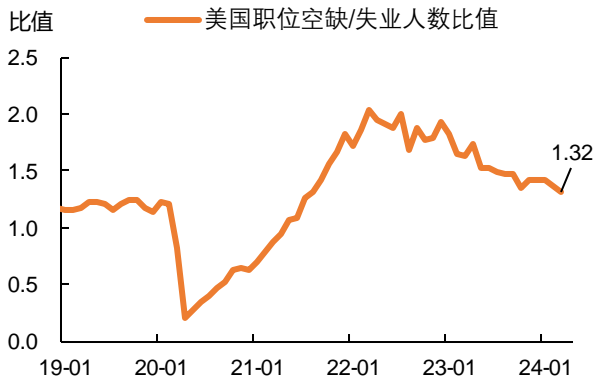
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 美国3月职位空缺数(率)下降至三年新低



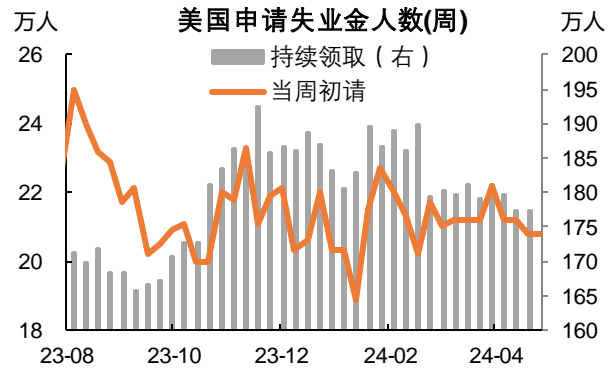
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 美国3月职位空缺与失业人数比值下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 美国最新初请失业金人数持平前值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

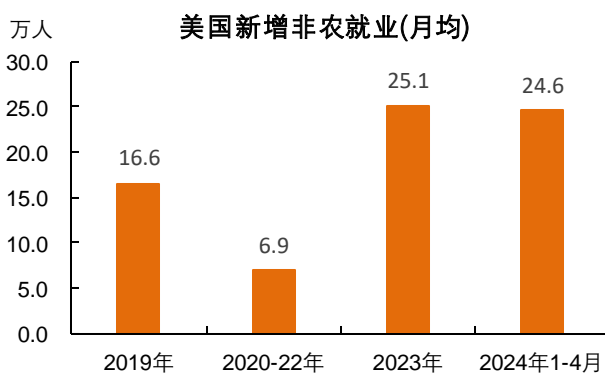
我们在3月就业数据后强调,“非农就业”存在高估的质疑,更需多指标观察就业市场全貌,并认为美国就业供需走向平衡的大方向不变(参考报告《美国就业仍趋于平衡》)。面对4月就业数据走弱,我们则想强调,美国就业市场还是有韧性的,不排除后续就业数据回暖,并引发降息预期的反复。

首先,17.5万的新增非农不算弱,仍略高于2019年均值的16.6万;而且考虑到今年一季度就业增长强劲,1-4月平均新增非农为24.6万,基本持平于2023年均值的25.1万。我们认为,每月17万左右的新增非农,属于相对健康的状态。

其次,3.9%的失业率也并不高,而且注意到4月失业率反弹的部分原因是劳动力增长较弱(4月环比仅增长8.7万人,远低于2-3月平均增长的31万人)。目前美国劳动参与率远低于疫情前的63.3%,也尚未恢复至2023年8-9月的62.8%,劳动力人口的增长空间,也将限制失业率上升的压力。

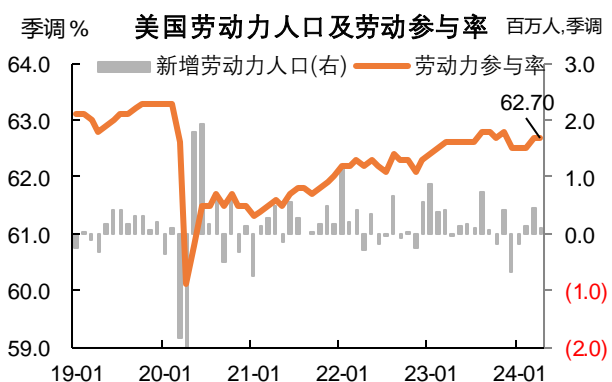
最后,职位空缺数与失业人数比值(1.32)与疫情前(2019年均为1.19)仍有距离,意味着美国就业市场仍处于相对“供不应求”的状态。总的来看,美国就业市场走向平衡的节奏更可能是渐进而缓慢的。

图表9 今年1-4月非农平均增长仍然强劲



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 美国劳动参与率仍有修复空间



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 3、“降息交易”暂时重启

美国降息预期在连续降温一个月后回升,9月降息概率由60%上升至67%,全年降息次数预期由1.4次增加至1.8次。市场对美国的降息预期自4月以来持续降温后,近一周出现回升。CME数据显示,截至5月3日,市场认为截至9月至少降

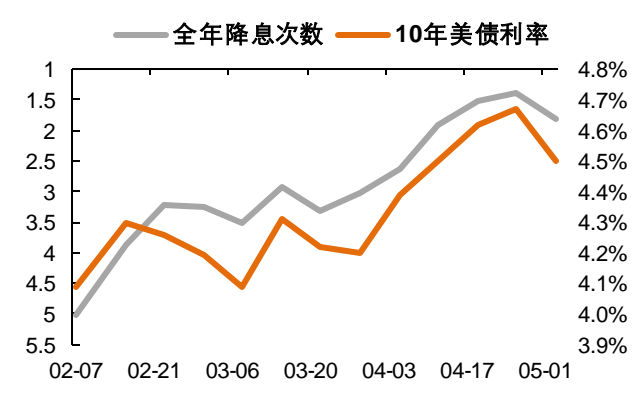
息一次的概率为 67.4%，前一周为 60.1%；认为截至 12 月至少降息一次的概率为 91.5%，前一周为 81.0%；认为 2024 全年降息次数（加权平均）为 1.8 次，前一周为 1.4 次。在此背景下，“降息交易”暂时重启，股债双牛、美元走弱。美股三大指数整周收涨，道指、标普 500 和纳指分别收涨 1.1%、0.5%和 1.4%。10 年美债利率在近一周下降 17BP 至 4.50%，10 年美债实际利率同比下降 9BP 至 2.15%。美元指数整周下跌 0.95%，至 105.09。

图表11 近一周美国降息预期回升

CME FedWatch	2024.4.26	2024.5.3
9月降息概率	60.1%	67.4%
12月降息概率	81.0%	91.5%
全年降息次数	1.4	1.8
10年美债利率	4.67%	4.50%

资料来源：CME, 平安证券研究所

图表12 降息预期回升驱动美债利率下降



资料来源：Wind, CME, 平安证券研究所

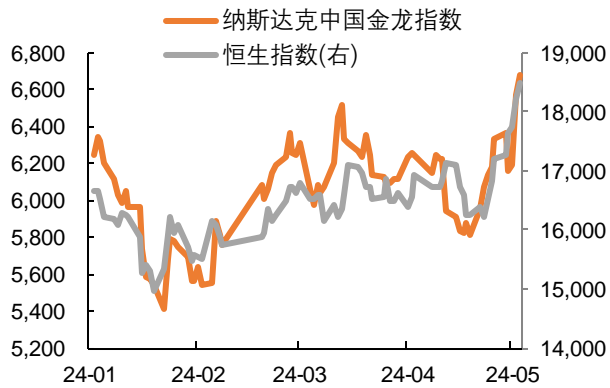
降息预期回升的主要有三方面线索。一是，美联储 5 月会议一定程度上打消了加息顾虑，令市场感受偏鸽派；二是，5 月 3 日公布的美国 4 月非农就业数据走弱，新增非农、失业率、时薪增速等关键指标均指向就业市场降温；三是，5 月 1 日和 3 日分别公布的 4 月 ISM 制造业和服务业 PMI 均不及预期。其中，4 月制造业 PMI 录得降至 49.2，不及预期的 50，3 月前值为 50.3；4 月服务业 PMI 降至 49.4，创 2022 年 12 月以来的新低，大幅不及预期的 52，3 月前值为 51.4。

不过，目前美国经济和就业仅出现初步降温信号，而且经济走弱未必与通胀降温划等号（因通胀还受供给因素扰动）。我们维持美联储将于四季度降息 1 次的基准判断。展望未来一段时间，降息预期未必会持续升温，更可能出现波折。

#### 4、境外“中国资产”走强

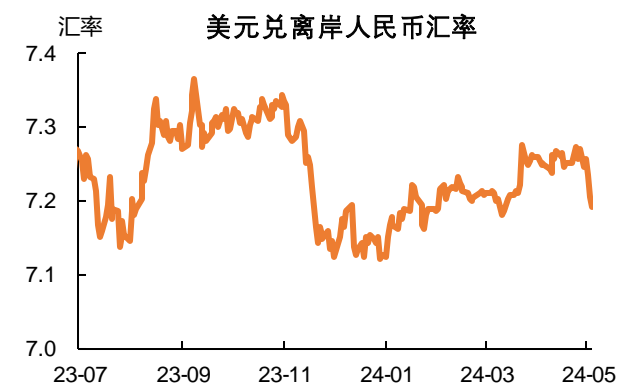
近一周境外“中国资产”集体走强，美股中概股和港股大涨，离岸人民币汇率回暖。美股中概股方面，纳斯达克中国金龙指数整周大涨 5.5%，创 2023 年 10 月以来新高，曾于 5 月 2 日（周四）大涨 6.01%。MSCI 中国（美元）指数整周上涨 4.2%。5 月 2 日，热门中概股普遍大涨，其中小鹏汽车、哔哩哔哩涨超 15%，富途控股、京东涨超 11%，拼多多涨超 10%，理想汽车涨超 9%。港股方面，恒生指数和恒生科技指数整周分别上涨 4.7%和 6.8%，连续第二周大涨，并且在全球主要地区股市的比较中遥遥领先。恒生指数自 4 月 19 日以来已连续上涨 9 日、累计上涨 13.9%。近一周 AH 股溢价指数整周回落 3.1%。人民币汇率方面，离岸人民币兑美元汇率在五一假期后连续上涨，近一周累计上涨 1.07%（超过美元指数降幅），美元兑离岸人民币汇率收于 7.1916，创 3 月 13 日以来最低。

图表13 近两周美股中概股和港股大涨



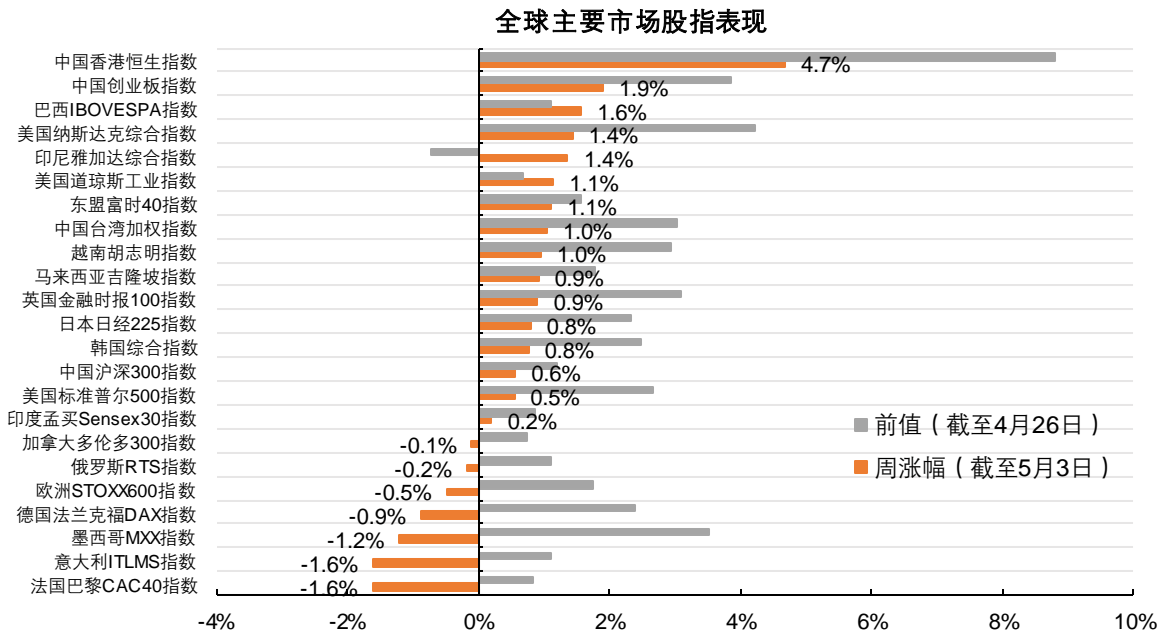
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 近一周离岸人民币汇率走强



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 港股在全球主要市场中连续第二周领涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

近期“中国资产”走强有多方面背景。第一，近一周美联储降息预期回升，全球风险偏好回暖，驱动资金流向包括中国资产在内的新兴市场资产。其中，与美元流动性更相关的美股中概股和港股更加受益。第二，“中国资产”前期经过一段时间的调整后，估值水平相对具有吸引力，为寻求价值投资的国际资本提供了机会。另一方面，市场存在技术性反弹的需求，空头回补也可能推动相关股价上涨。第三，近期海外 AI 概念股和日本股市回调，“中国资产”被视为估值合理、仓位较轻、与全球其他市场相关性低的对冲工具，受到对冲需求的驱动。第四，中国证监会发布 5 项资本市场对港合作措施，提振了市场信心。正如恒生指数自 4 月 19 日措施公布以来持续上涨。第五，中国企业的盈利前景改善，特别是在科技和新能源等关键行业中，这为股市上涨提供了基本面支撑。例如 5 月 1 日，包括“蔚小理”在内的中国主要新能源车企公布的 4 月交付数据普遍亮眼，驱动了 5 月 2 日相关中概股的上涨。第六，外资对于配置“中国资产”的情绪持续改善。例如美银美林在 5 月 1 日发布报告认为，中国市场“最糟糕”的时期已经过去了。

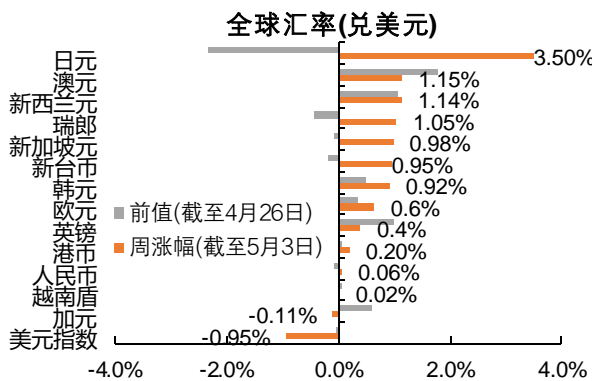
往后看，美国降息预期的波动以及海外 AI 和日本相关股票的回暖，可能减缓“中国资产”的上涨速度，但中国企业盈利能力、外资配置“中国资产”的热情修复等因素，有望继续支撑“中国资产”取得不俗表现。

### 5、日元汇率强势反弹

近一周日元汇率大涨，市场猜测日本政府实施了外汇干预。近一周，日元兑美元汇率大幅上涨 3.5%，收于 152.97，是 4 月 9 日以来最强。具体来看，日元兑美元汇率在 4 月 29 日早盘短暂跌破 160 整数关口后，出现约 2% 的大幅上涨，一度收复 155 整数关口。在经历 4 月 30 日的短暂调整后，5 月 1-3 日，日元连涨三日。在日元兑美元汇率跌破 160 后，市场猜测日本当局可能干预汇市以稳定日元汇率，但日本当局对此选择缄默，拒绝发表评论。据日本共同社报道，日本当局可能对汇市进行了两次干预，投入资金总额达到 8 万亿日元。日本财务省将于 5 月 31 日公布用于干预汇市的资金总额，这将提供更明确的证据。

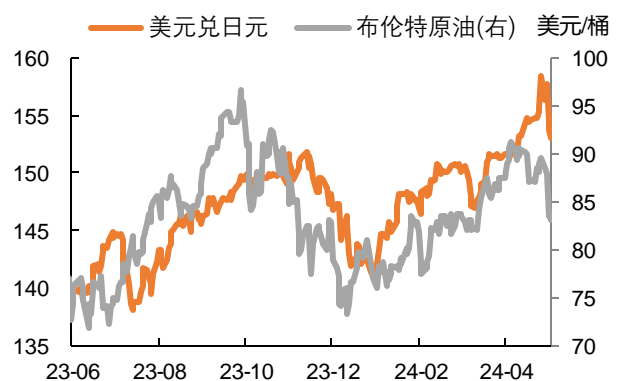
日元强势反弹，除了日本政府疑似实施了外汇干预外，也可能有其他原因。首先，美国降息预期回升，天然助力包括日元在内的非美货币走强。其次，国际油价调整也在削弱美元，近一周布伦特原油大幅下跌超 6%。再次，即便日本政府尚未真正出手，市场对于此举的猜测不断发酵。据日本共同社报道，某些量化投资基金的日元空头平仓获利操作可能是汇率大涨的原因之一。越来越多的对冲基金认为日本干预汇率的几率上升，并计划平仓日元空头头寸获利了结。最后，日元兑美元汇率的大涨还可能是由于节假日期间外汇市场交易流动性清淡所致。

图表 16 近一周日元强势反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

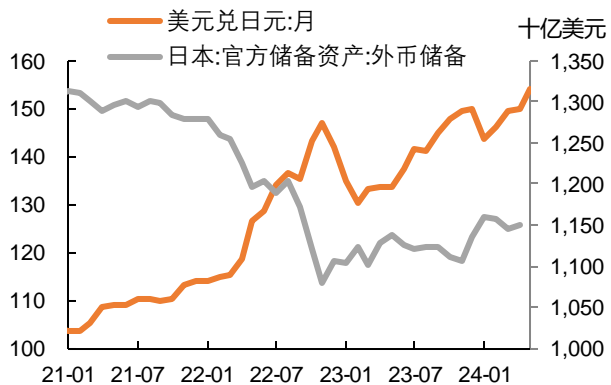
图表 17 近一年日元汇率与国际油价高度相关



资料来源: Wind, 平安证券研究所

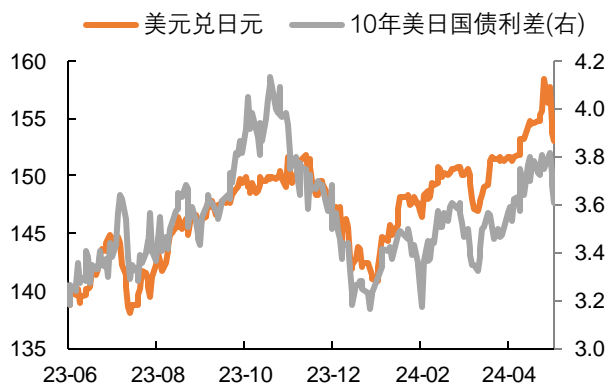
日本外汇干预是可选项，这可能限制日元过度贬值，但未必帮助日元顺利升值。首先，从目前日本政府的模糊表态上，可见目前日本政府对于是否采取外汇干预仍有顾虑。其次，日本外汇干预的成本较高。如果日本当局进行干预，可能需要动用大量美元外汇储备，令市场对日本外汇储备的可持续性产生疑问。2022 年以后，日本外汇储备明显下降，目前尚未恢复。此外，日本的政府债务规模较大，而且日本央行已经退出负利率、未来还有可能加息，债务负担也是外汇储备空间的重要制约。最后，美国降息时点目前仍不确定，美元自身贬值空间有限。近期美日国债利差仍高达 3.6-3.8 个百分点，处于 2023 年 11 月以来最高水平，“套利交易”依然支撑美元汇率。这也意味着，即便日本干预汇市，实际效果也未必明显。

图表18 2022年以后日本外汇储备已经下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表19 美日利差仍处于较高水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

**风险提示:** 美国经济和通胀超预期降温, 海外金融风险超预期上升, 国际地缘局势超预期恶化等。



## 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±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±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 2024 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

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层