

## 海外宏观周报

## 美联储谈中性利率上修

## 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：

■ **海外经济政策。**1) **美国：**美联储5月会议纪要基调偏鹰，认为长期中性利率可能抬升，倾向长时间保持高利率，提及资产估值偏高。近一周多位美联储官员讲话，多位讨论了中性利率上升的可能，沃勒强调需要看到多个月通胀降温才会降息，博斯蒂克预计Q4才会降息。美国4月成屋销售超预期下滑，库存水平小幅回升。美国5月Markit制造业和服务业PMI均超预期上升。美国最新初请失业金人数连续第二周回落。美国5月密歇根通胀预期下修，消费信心上修。近一周，美国银行体系准备金下降414亿美元，流动性环境趋紧。近一周CME降息预期推迟，9月降息概率由65%下降至49%，全年降息次数预期由1.7次下降至1.3次。2) **欧洲：**欧央行行长拉加德讲话，称6月降息很有可能。欧元区5月制造业PMI修复好于预期，综合PMI创一年新高。3) **日本：**日本4月出口增长不及预期，贸易逆差超预期扩大。日本4月核心CPI如期回落至2.2%。

■ **全球大类资产。**1) **股市：**全球股市多数下跌，港股大幅降温，纳指逆势上涨。宏观层面，美国PMI、就业等经济数据较强，美联储谈及中性利率上修等鹰派观点，打压降息预期和风险偏好。微观层面，英伟达一季度财报积极、二季度营收预期乐观，且积极开辟新业务，提振相关板块。中概股大幅调整，纳斯达克中国金龙指数整周下跌8.8%、月内累计涨幅从上周的13.3%缩窄至3.3%。港股在连涨四周后降温，恒生指数和恒生科技指数整周分别下跌4.8%和7.6%，月内涨幅从上周的超10%分别缩窄至4.8%和2.7%。2) **债市：**多数期限美债利率反弹。美国PMI等经济数据走强，叠加美联储放鹰，令降息预期推迟。10年美债收益率整周上涨4BP至4.46%，10年TIPS利率（实际利率）整周上涨4BP至2.14%，隐含通胀预期整周持平于2.32%。10年德国国债收益率整周上升10BP至2.58%。日本10年期国债收益率突破1%。3) **商品：**原油、黄金和铜等价格均下跌，多数农产品反弹。布伦特和WTI原油整周分别下跌2.2%和2.9%，至82.1和77.7美元/桶。近期市场关注OPEC+在6月部长级会议上是否会延长减产。黄金现货价整周下跌2.5%，创年内最大周度跌幅。一方面，美国经济数据和美联储讲话打击降息预期，美债利率和美元指数温和反弹；另一方面，不排除近期金价上涨过快，投机行为退潮加速金价下跌。CBOT大豆、玉米和小麦整周分别上涨1.8%、2.7%和8.0%。本周小麦价格升至10个月以来的最高水平。4) **外汇：**美元指数整周上涨0.24%至104.74，欧洲货币有韧性，日韩和澳洲货币大跌。欧元兑美元整周小幅下跌0.2%。英镑兑美元整周上涨0.3%。日本最新贸易数据不佳，通胀如期回落，日元兑美元汇率整周下跌0.84%。

■ **风险提示：**美国经济和通胀超预期上行，美联储降息超预期推迟，国际金融风险超预期上升等。

## 一、海外经济政策

### 1.1 美国：美联储谈中性利率上修，PMI 大超预期

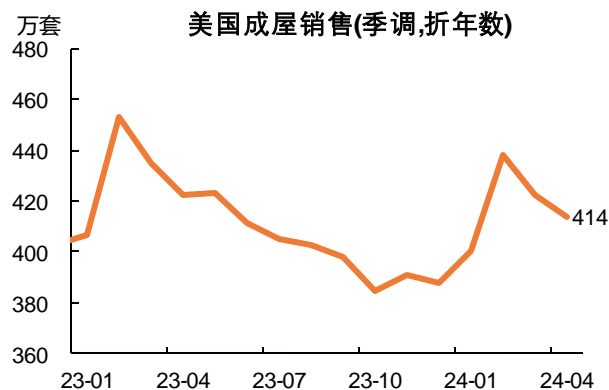
美联储 5 月会议纪要基调偏鹰，认为长期中性利率可能抬升，倾向长时间保持高利率，提及资产估值偏高。美联储 5 月 22 日公布的 5 月 1 日会议纪要显示，官员们认为当前政策定位良好，但有必要的话愿意进一步收紧政策，并一致希望将利率维持在较高水平以抑制通胀。官员指出，高利率对经济的影响可能较小，且长期中性利率可能比预期高，暗示需要更长时间来确保通胀持续向 2% 目标迈进；如果通胀没有持续向目标迈进的迹象，则可能需要在更长时间内保持利率稳定；劳动力市场如果出现意外疲软，可能减少政策限制；决定放慢缩减资产组合的步伐，但强调这不会对货币政策立场产生影响；金融系统的脆弱性显著，特别是资产估值偏高。

近一周多位美联储官员讲话，多位讨论了中性利率上升的可能，沃勒强调需要看到多个月通胀降温才会降息，博斯蒂克预计 Q4 才会降息。具体来看，美联储理事沃勒分别在 5 月 21 日和 24 日讲话，认为需要看到“更多几个月”的良好通胀数据才会开始支持降息；进一步加息可能没有必要，并且美联储官员正试图通过维持利率不变来对支出施加下行压力；推动中性利率下降的因素可能出现逆转；如果美国国债的供应增长开始超过需求，这将意味着价格下跌和收益率上升，这会对中性利率产生上行压力。克利夫兰联储主席梅斯特称，今年降息三次的预期已经不再合适；在必要的情况下可能加息，但这并非基准情景；有理由相信中性利率升高。美联储副主席杰斐逊称，判断通胀放缓是否会持续为时尚早；旧金山联储主席戴利称，目前没有看到需要加息的任何证据，但对通胀可持续地下降尚无信心。亚特兰大联储主席博斯蒂克称，要确保通胀不会反弹，预计 Q4 前不会降息；降息周期开始后的稳定利率可能比过去十年中的高。美联储副主席巴尔重申，需在更长时间内维持高利率。

美国 4 月成屋销售超预期下滑，库存水平小幅回升。5 月 22 日公布的数据显示，美国 4 月成屋销售量按年率计算为 414 万套，低于预期的 416 万套，环比下降 1.9%，同比也下降 1.9%。4 月成屋价格中值为 40.76 万美元，同比增长 5.7%，其中 27% 的成屋高于定价出售。4 月底待售房屋共 121 万套，环比增长 9%，同比增长 16%，但库存水平仍低于疫情前。售价低于 10 万美元的成屋销售量同比下跌 7.1%，而售价高于 100 万美元的成屋销售量同比大增 40%，其库存同比增长 34%。当前市场条件下，以现有销售速度计算，需要 3.5 个月售出所有房屋，低于供需平衡市场的 5 至 6 个月。

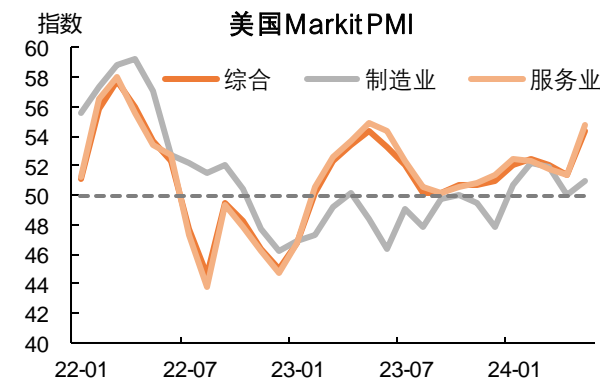
美国 5 月 Markit 制造业和服务业 PMI 均超预期上升。5 月 23 日公布的数据显示，美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值 50.9，创两个月新高，预期 49.9，4 月前值为 50；服务业 PMI 初值 54.8，创 12 个月新高，预期 51.2，4 月前值为 51.3；综合 PMI 初值 54.4，为 2022 年 4 月以来的最高水平，预期 51.2，4 月前值为 51.3。此外，工厂投入价格上涨速度为 2022 年 11 月以来最快，服务提供商的支付价格和接收价格也增加。衡量投入品价格的指标升至去年 9 月以来的第二高水平，衡量收取费用的价格指标也有所上升。这些数据点反映了美国经济活动的加速和通胀压力的持续存在。

图表1 美国 4 月成屋销售下滑



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表2 美国 5 月制造业和服务业 PMI 均上升

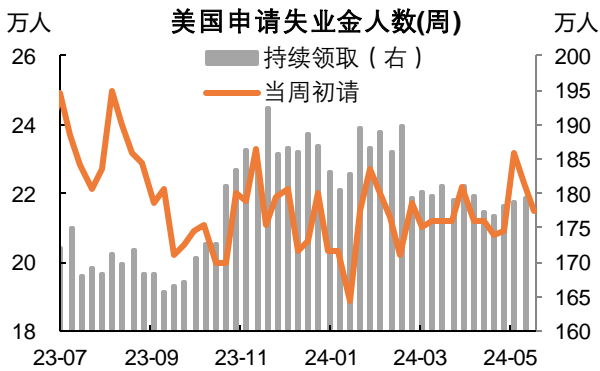


资料来源：Wind, 平安证券研究所

**美国最新初请失业金人数连续第二周回落。**美国劳工部最新公布的数据显示，截至 5 月 18 日当周，初请失业金人数录得 21.5 万人，前值修正为 22.3 万人，环比减少 8000 人，降幅较大。剔除季节性调整后，实际新申请失业救济人数小幅下降至 192017 人，今年第八次跌破 200000 人以下。这是一个非常低的水平。截至 5 月 11 日当周，续请失业金人数录得 179.4 万人，前值修正为 178.6 万人。

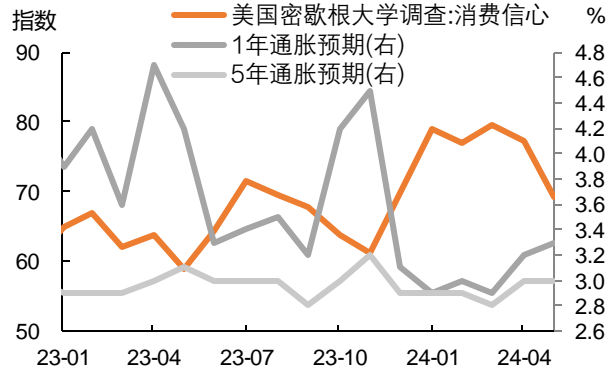
**美国 5 月密歇根通胀预期下修，消费心上修。**5 月 24 日公布的数据显示，美国 5 月密歇根大学消费者信心指数终值 69.1，预期 67.7，5 月初值 67.4，4 月前值 77.2。5 月的 1 年通胀预期终值为 3.3%，低于预期的 3.4% 和初值的 3.5%，而 5 年通胀预期终值为 3%，同样低于预期和初值的 3.1%。尽管消费者信心有所改善，但消费者对耐用品购买状况的评估降至一年来最低，对当前财务状况的看法也是五个月来最差，预计失业率将上升，收入增长放缓，且认为美联储在未来一年降息的可能性较小。

图表3 美国最新初请失业金人数连续回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 美国密歇根消费信心回落、通胀预期小幅回升

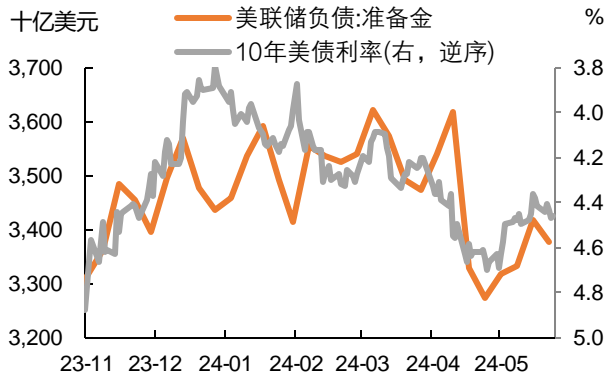


资料来源: Wind, 平安证券研究所

**近一周，美国银行体系准备金下降 414 亿美元，流动性环境趋紧。**美联储公布的周度数据显示，截至 5 月 22 日当周，美联储总负债较前一周下降 47 亿美元，其中准备金下降 414 亿美元（前值为上升 857 亿美元），逆回购协议上升 377 亿美元，财政部一般账户（TGA）上升 48 亿美元，其他负债减少 58 亿美元。（以上数据因四舍五入可能加总略有出入。）我们在报告《美联储缩表：前世、今生和未来风险》指出，美国银行系统中的准备金水平，较为直接地反映了金融体系中的流动性充裕程度，其走势与大类资产价格走势高度相关。

**近一周 CME 降息预期推迟，9 月降息概率由 65% 下降至 49%，全年降息次数预期由 1.7 次下降至 1.3 次。**CME 数据显示，截至 5 月 24 日，市场认为 9 月至少降息一次的概率为 49.3%，前一周为 64.8%；认为 12 月至少降息一次的概率为 81.5%，前一周为 89.7%；认为 2024 全年降息次数（加权平均）为 1.3 次，前一周为 1.7 次；10 年美债利率整周上升 4BP 至 4.46%。

图表5 美国近一周准备金下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 近一周 CME 降息预期推迟

CME FedWatch	5.10	5.17	5.24
9月降息概率	61.2%	64.8%	49.3%
12月降息概率	87.6%	89.7%	81.5%
全年降息次数	1.6	1.7	1.3
10年美债利率	4.50%	4.42%	4.46%

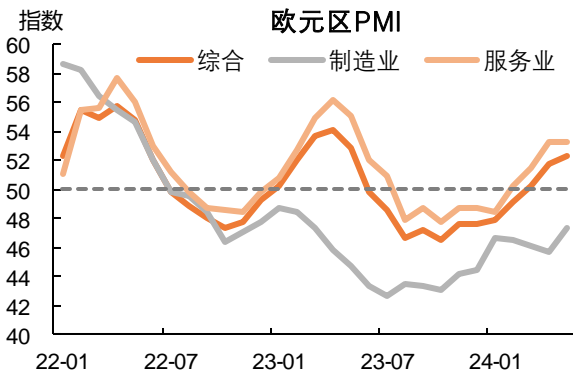
资料来源: CME, 平安证券研究所

### 1.2 欧洲：制造业 PMI 修复

欧央行行长拉加德讲话，称6月降息很有可能。欧洲央行行长拉加德5月21日表示，由于欧元区消费者价格的快速上涨之势已基本得到遏制，6月降息是很有可能。她表达了对通胀前景的乐观和信心，认为欧元区已经控制住了通胀，并预计中期内将实现2%的通胀率目标。市场预期，继6月6日可能的降息之后，欧洲央行可能在9月和12月进一步降息，尽管管理委员会成员们拒绝承诺具体的利率路径。此外，德国央行行长 Nagel 建议在可能的首次降息后谨慎行事，不过他也指出欧元区薪资发展在正确方向。

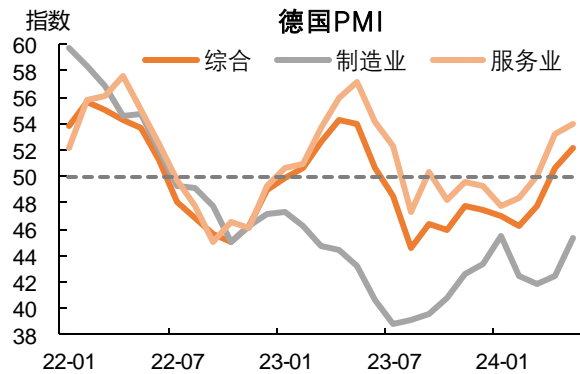
欧元区5月制造业 PMI 修复好于预期，综合 PMI 创一年新高。5月23日公布的数据显示，欧元区5月制造业 PMI 初值上升至47.4，创下15个月新高，超出预期的46.1；服务业 PMI 保持在53.3，略低于预期的53.6，但仍然表明服务业稳健扩张；综合 PMI 初值达到52.3，为12个月新高，高于预期的52和前值51.7%。德国作为欧洲最大经济体，其制造业 PMI 恢复至45.4，服务业 PMI 则创下11个月新高。尽管国际市场需求疲软，新出口订单连续下降，但企业对未来经济的乐观情绪升至27个月最高水平。此外，德国的投入成本通胀率已降至半年最低，物价压力有望进一步缓解，而产出价格的上涨速度也趋于温和。这些数据反映出欧元区经济在5月加速复苏，商业活动、新订单和就业增速均有所加快，企业信心指数达到27个月最高水平。

图表7 欧元区制造业和综合 PMI 走高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 德国制造业和服务业 PMI 均上升



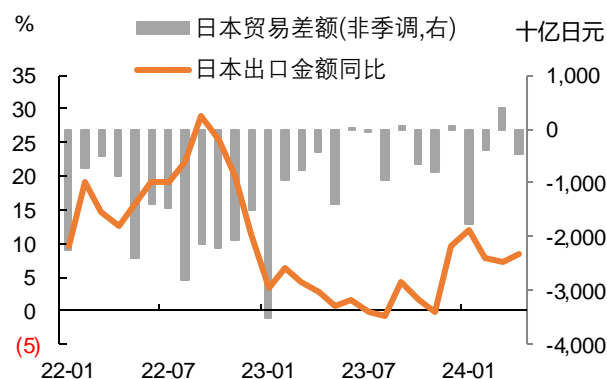
资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 1.3 日本：核心通胀如期回落

**日本 4 月出口增长不及预期，贸易逆差超预期扩大。**5 月 22 日公布的日本 4 月的贸易数据显示，进口同比增长 8.3%，未达到预期的 8.9%，而出口同比增长 8.3%，同样低于预期的 11%，前值为 7.3%。按地区来看，对中国出口同比增加 9.6%，对美国出口同比增加 8.8%，但对欧洲出口同比下降 2%。日元贬值导致 4 月贸易逆差达到 4625 亿日元（约 29.6 亿美元），超出经济学家预计的 3395 亿日元。日元贬值不仅增加了进口成本，还对日本进口商造成压力，迫使他们考虑提价以转嫁成本，而出口商如丰田汽车则因日元贬值获得竞争优势和增加的海外收益。

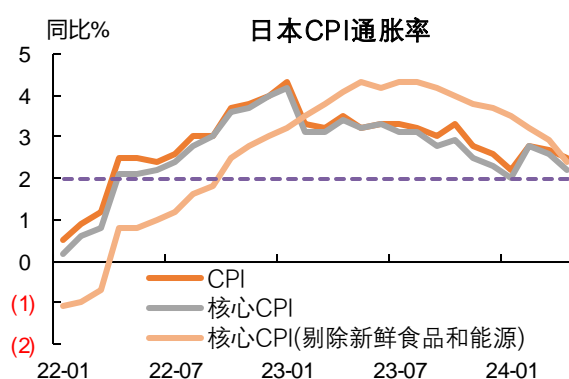
**日本 4 月核心 CPI 如期回落至 2.2%。**5 月 24 日公布的数据显示，日本 4 月核心 CPI 同比上升 2.2%，符合市场预期，并且这一数字已连续两个月呈现下滑趋势。此外，4 月总体 CPI 同比上升 2.5%，预期为 2.4%，而剔除新鲜食品与能源的 CPI 同比上升了 2.4%，也与市场预期相符。尽管日元近期贬值引发了对成本推动型通胀压力可能持续的担忧，但目前的通胀数据不太可能改变日本央行的政策走向。此外，日本家庭支出已连续 13 个月下降，且日本 GDP 在第一季度出现萎缩，个人支出连续第四个季度下降，这些因素都对日本经济构成了挑战。

图表9 日本出口增长不及预期，贸易逆差超预期



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表10 日本 CPI 通胀率迈向 2%目标



资料来源：Wind, 平安证券研究所

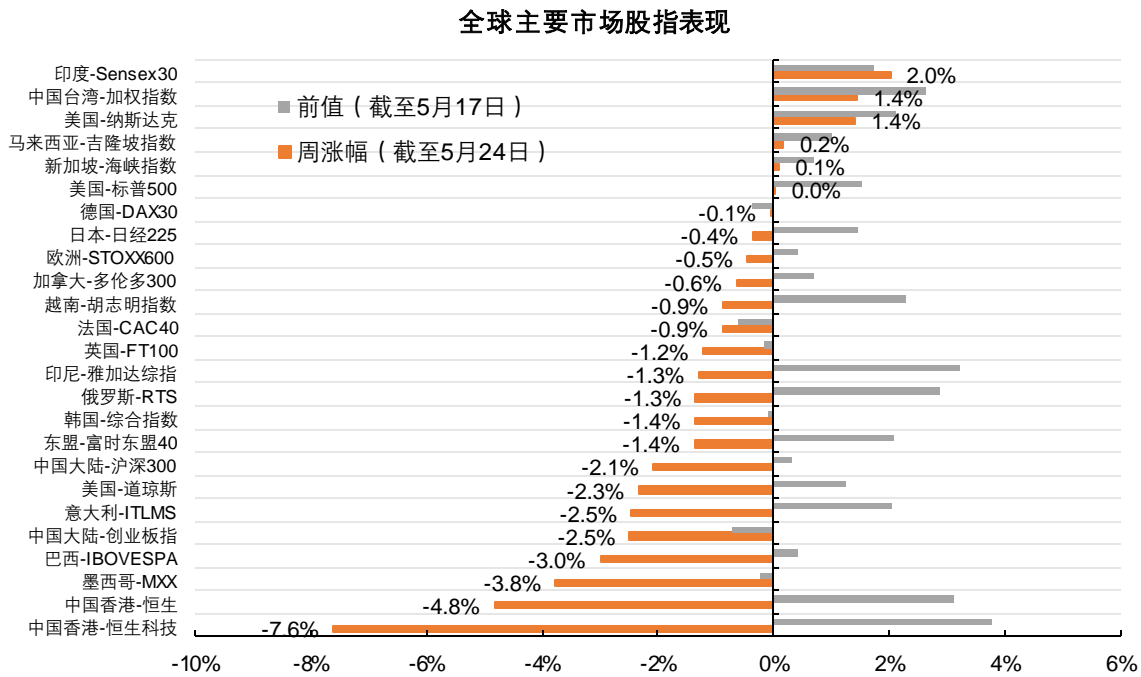
## 二、全球大类资产

### 2.1 股市：纳指逆势上涨

近一周（截至 5 月 24 日），全球股市多数下跌，港股大幅降温，纳指逆势上涨。美国方面，标普 500 指数、道琼斯工业指数和纳斯达克综合指数整周分别上涨 0%、下跌 2.3% 和上涨 1.4%，成长板块表现好于价值。其中，道指终结了五周连涨，纳指连涨五周。宏观层面，美国 PMI、就业等经济数据较强，美联储谈及中性利率上修等鹰派观点，打压降息预期和风险偏好。微观层面，标普 500 指数 11 个子行业中，信息技术（+3.4%）和通讯服务（+0.3%）领涨，能源（-3.8%）、房地产（-3.7%）和金融（-2.0%）表现靠后。英伟达一季度财报积极、二季度营收预期乐观，且积极开辟新业务，提振相关板块。具体来看，英伟达 2024 年第一财季营收同比增长 262%，达到 260 亿美元，远超华尔街预期的 246 亿美元。调整后每股收益为 6.12 美元，同比大增 461%，同样超过预期的 5.60 美元。公司对第二财季的营收预期为 280 亿美元，也高于市场平均预期的 266 亿美元。此外，英伟达宣布正在打造价值数十亿美元的主权 AI 新业务，并预期 Blackwell 架构产品将在今年带来大量收入。中概股大幅调整，纳斯达克中国金龙指数整周下跌 8.8%、月内累计涨幅从上周的 13.3% 缩窄至 3.3%。欧洲方面，欧洲 STOXX600 指数整周下跌 0.5%，德国 DAX 指数仅下跌 0.1%，尽管美元流动性趋紧令全球股市承压，欧股表现出较强韧性，得益于经济复苏与降息预期。亚洲方面，印度 Sensex30 指数上涨 2.0%、领涨全球多数股指；港股在连涨四周后降温，恒生指数和恒生科技指数整周分别下跌 4.8% 和 7.6%，月内涨幅从上周的超 10% 分别缩窄至 4.8% 和 2.7%。



图表11 全球股市多数下跌，港股大幅降温，纳指逆势上涨

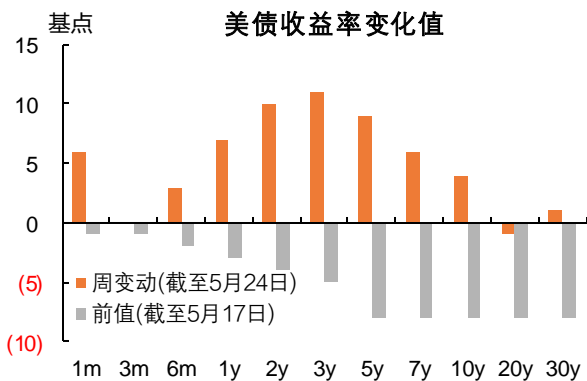


资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 2.2 债市：美债利率反弹

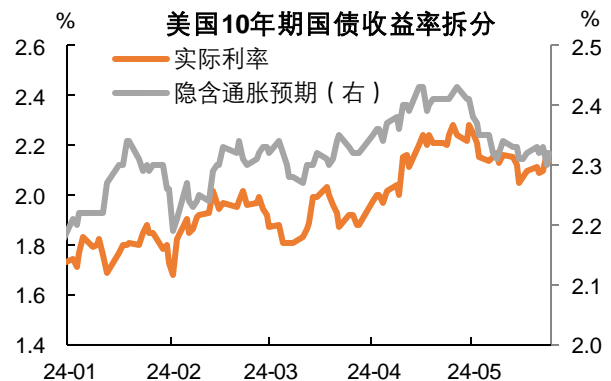
近一周 (截至 5 月 24 日)，多数期限美债利率反弹。美国 PMI 等经济数据走强，叠加美联储放鹰，令降息预期推迟。10 年美债收益率整周上涨 4BP 至 4.46%，10 年 TIPS 利率 (实际利率) 整周上涨 4BP 至 2.14%，隐含通胀预期整周持平于 2.32%。2 年期美债利率整周上升 10BP 至 4.93%。非美地区方面，10 年德国国债收益率整周上升 10BP 至 2.58%。日本 10 年期国债收益率在 5 月 22 日突破 1%，这是自 2013 年 5 月以来的首次，突破了此前的收益率曲线控制 (YCC) 目标上限，反映出市场对日本央行进一步加息的预期，目前掉期市场预计 7 月加息的可能性为 66%。

图表12 多数期限美债收益率反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 10年美债实际利率反弹，通胀预期持平

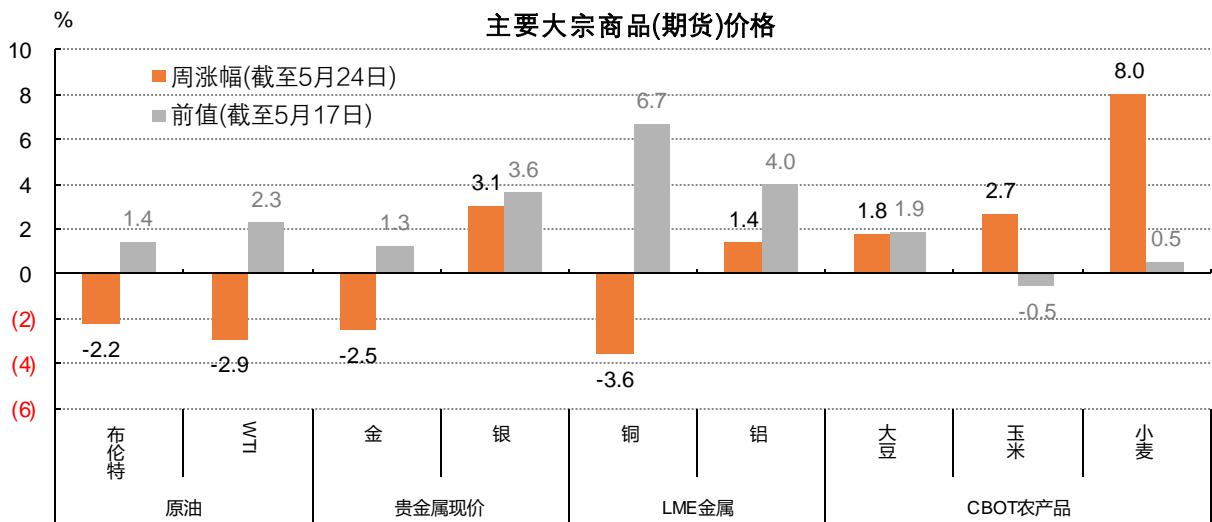


资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 2.3 商品：油金铜齐跌

近一周（截至 5 月 24 日），原油、黄金和铜等价格均下跌，多数农产品反弹。原油方面，布伦特和 WTI 原油整周分别下跌 2.2% 和 2.9%，至 82.1 和 77.7 美元/桶。截至 5 月 17 日当周，美国商业库存增加 182.5 万桶，库存增多主要是基于下游需求的边际转弱；库欣地区当周累库 132.5 万桶。近期市场关注 OPEC+ 在 6 月部长级会议上是否会延长减产。**贵金属方面**，黄金现货价整周下跌 2.5%，创年内最大周度跌幅。一方面，美国经济数据和美联储讲话打击降息预期，美债利率和美元指数温和反弹；另一方面，不排除近期金价上涨过快，投机行为退潮加速金价下跌。截至 5 月 21 日当周，COMEX 黄金非商业净多头数量创下近两年来新高。白银现价整周上涨 3.1%，继续刷新 11 年新高。**金属方面**，LME 铜和铝整周分别下跌 3.6% 和上涨 1.4%。**农产品方面**，CBOT 大豆、玉米和小麦整周分别上涨 1.8%、2.7% 和 8.0%。本周小麦价格升至 10 个月以来的最高水平。国际谷物理事会本周下调了对 2024/25 年度全球小麦产量的预测，主要黑海产粮国俄罗斯和乌克兰的产量前景均下调。此外，乌克兰、澳大利亚、法国和德国等其他主要小麦生产国的恶劣天气也引发供给担忧。

图表 14 油金铜齐跌，多数农产品反弹

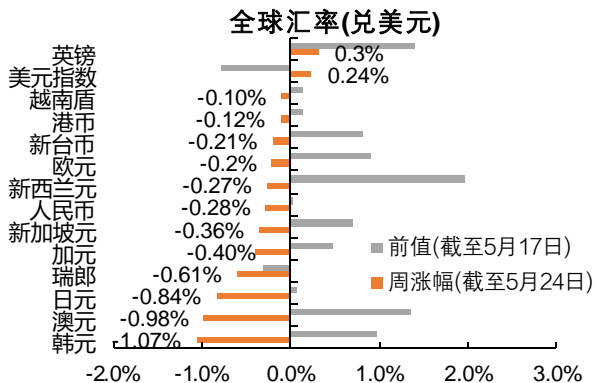


资料来源：Wind, 平安证券研究所

### 2.4 外汇：美元指数反弹

近一周（截至 5 月 24 日），美元指数整周上涨 0.24% 至 104.74，欧洲货币有韧性，日韩和澳洲货币大跌。美国方面，PMI 等经济数据走强，美联储放鹰，令降息预期推迟，驱动美元反弹。**欧元区方面**，经济稳步复苏，支撑欧元。欧元兑美元整周小幅下跌 0.2%。**英国方面**，尽管英国 4 月份的阴雨天气对消费者支出的影响远超预期，但通胀坚挺的证据以及 7 月份大选的消息为英镑提供了支撑。英镑兑美元整周上涨 0.3%。**日本方面**，日本最新贸易数据不佳，通胀如期回落，日元汇率缺乏支撑，日元兑美元汇率整周下跌 0.84%。

图表15 欧洲货币有韧性，日韩和澳洲货币大跌



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 美元指数温和反弹



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上行, 美联储降息超预期推迟, 国际金融风险超预期上升等。



## 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