

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，对大类资产配置的相应影响值得关注。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

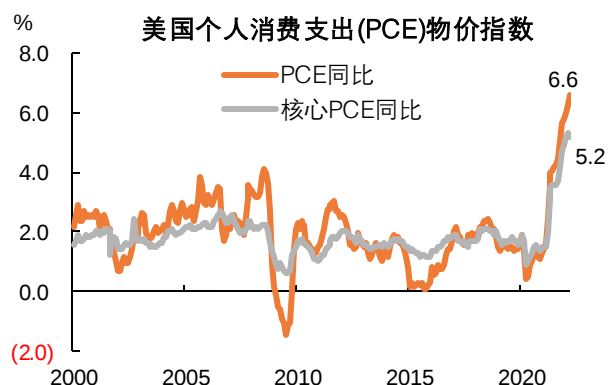
2.1 美国经济

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

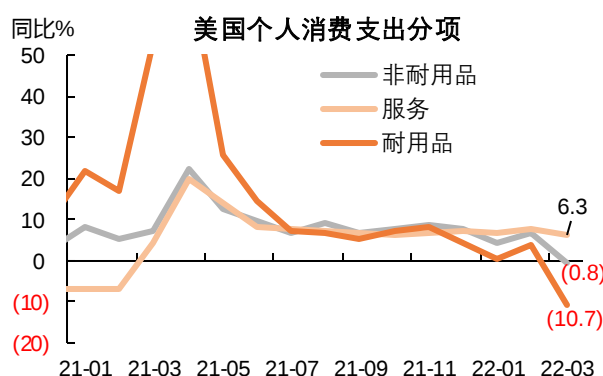
2021年3月美国政府依据《美国救援计划法》发放了大规模居民补贴,使当月居民可支配收入同比大增53.2%;环比看,3月居民可支配收入仍然增长0.5%。3月居民消费支出同比增长9.1%、环比增长1.1%,仍保持较快增长。不过,居民消费增速走势通常落后收入1个月左右,意味着4月消费同比增长读数或出现明显回落。消费结构上,3月耐用品消费同比下降10.7%,非耐用品和服务同比分别下降0.8%和增长6.3%。3月居民储蓄存款继续下降,使得居民储蓄率(储蓄存款占可支配收入比例)进一步下降至6.2%,低于2019年各月水平。

图表1 美国3月核心PCE同比略低于2月



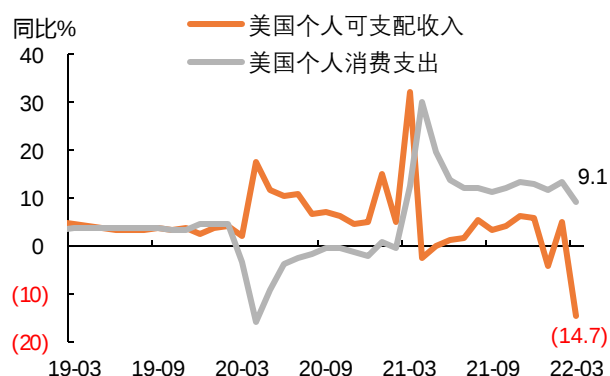
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 美国3月耐用品消费同比大幅回落



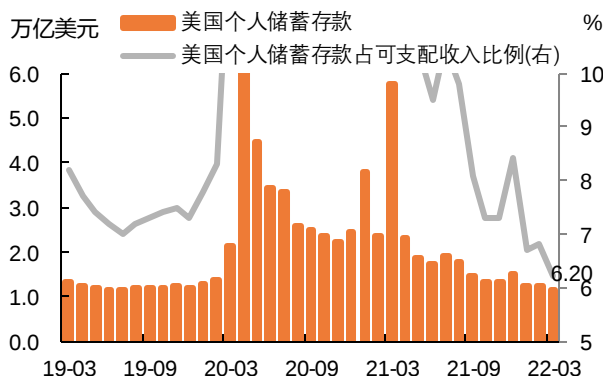
资料来源: Wind, 平安证券研究所

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

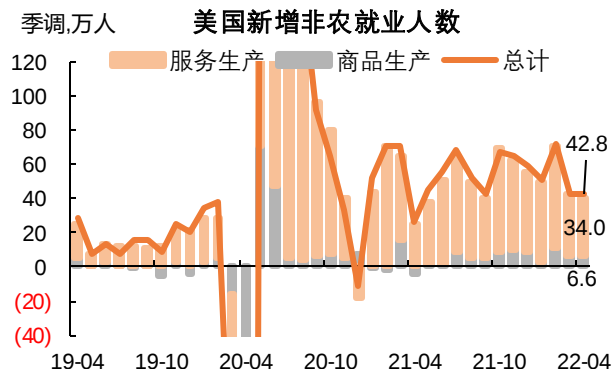
图表4 美国3月居民储蓄率进一步下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

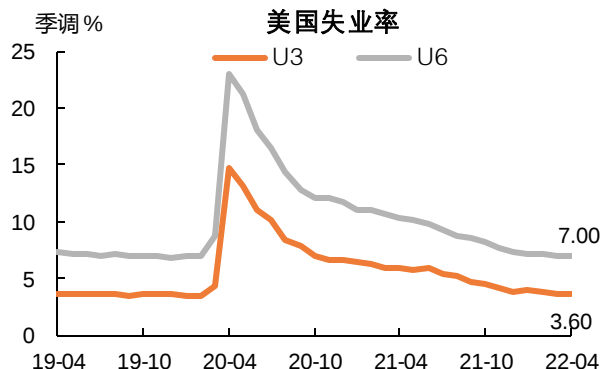
美国4月新增非农就业数据不弱,失业率维持在3.6%,但劳动参与率意外回落。5月6日公布的数据显示,美国4月非农就业人口增加42.8万人,好于市场预期的38万人,但增幅创2021年9月以来最小。目前美国非农就业总数仅比2020年2月低120万人左右。4月失业率录得3.6%,持平于3月,但不及市场预期的3.5%。值得一提的是,U6失业率(涵盖兼职等更广泛的失业者)回升0.1个百分点至7.0%。U6失业率的反弹或是美国就业增长乃至经济增长放缓的信号。此外,4月非农平均时薪环比增长0.3%,不及市场预期0.4%,创2021年3月以来新低,前值为0.5%。4月劳动参与率意外降低至62.2%,不及市场预期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

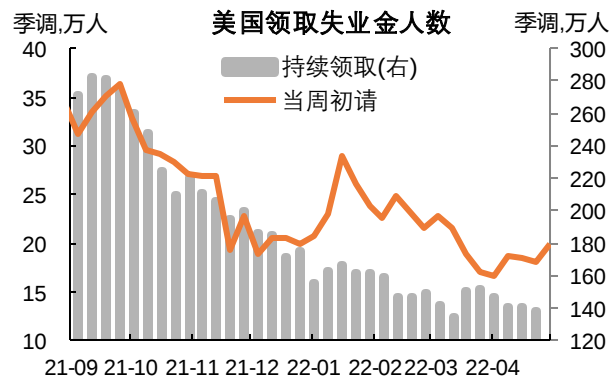
图表6 美国 U6 失业率小幅反弹



资料来源: Wind,平安证券研究所

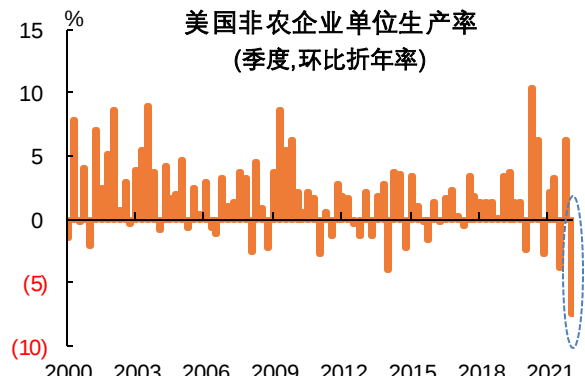
美国初请失业金人数（季调）回升至 20 万人，一季度劳动生产率环比大幅放缓。截至 4 月 30 日当周，初请失业金人数经季节调整后为 20 万人，为今年 3 月中旬以来最高。截至 4 月 23 日当周，续请失业金人数录得 138.4 万人，略低于前值的 140.3 万人。5 月 5 日公布的数据显示，2022 年一季度，美国非农经济产出环比折年下降 2.4%，工作时长环比增长 5.5%，导致生产率（即每小时产出）环比下降 7.5%，为 74 年以来最大跌幅。与此同时，单位劳动力成本攀升 11.6%。这或暗示，美联储目前很难依靠劳动生产率提高来遏制通胀，这进一步强化了劳动力成本的上升。

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

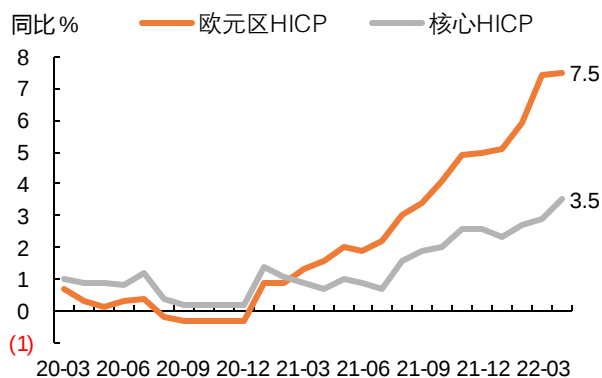
2.2 欧洲经济

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

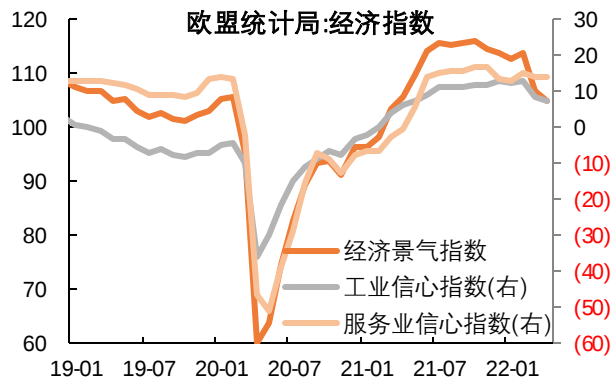
指数终值-22, 初值-16.9; 服务业景气指数 13.5, 预期 13.8, 前值由 14.4 修正为 13.6; 工业景气指数 7.9, 预期 9.5, 前值由 10.4 修正为 9.0; 经济景气指数 105, 预期 108, 前值由 108.5 修正为 106.7。

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



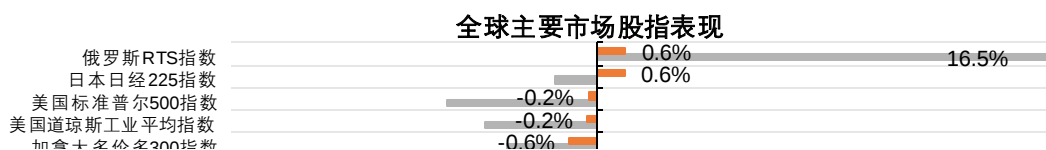
资料来源: Wind, 平安证券研究所

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



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41340

