

海外宏观周报

“强数据”与“弱预期”——美联储会放慢加息脚步么？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

研究助理

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



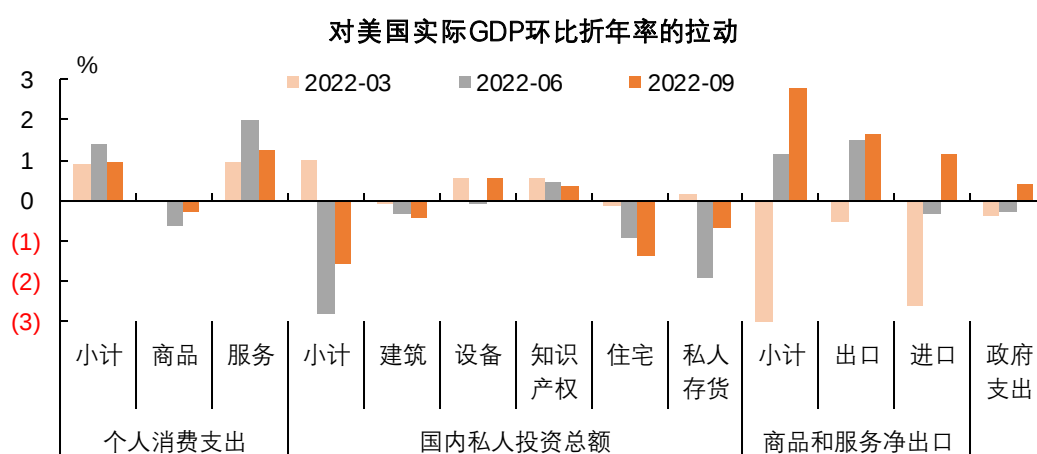
平安观点：

- “强数据”与“弱预期”——美联储会放慢加息脚步么？1) 美国三季度 GDP 数据强劲，但并不意味着经济景气度明显回暖。一方面，GDP 增长结构并不健康。从结构上来看，三季度美国 GDP 环比读数的回升主要源于净出口及政府支出的拉动增强，但服务消费的拉动明显走弱，商品消费、私人投资分项的拉动更是连续两个季度为负。另一方面，GDP 数据具有一定滞后性，而高频数据指向美国经济景气趋弱。2) 近期美债收益率曲线更加平坦化，尤其 10 年与 3 个月期美债利率倒挂，反映出市场对经济的预期更为悲观。与 4 月和 7 月相比，美联储 QE 以及非美货币宽松对长端美债利率的压制减弱，关键期限美债利差倒挂对衰退的指示意义可能进一步加强。3) 不过，当前押注美联储政策转向仍可能为时尚早：首先，目前美国就业市场仍然强劲，遏制通胀仍是首要任务。其次，在衰退真正兑现前，需求收缩对于通胀的遏制效果并不明显。最后，未来通胀形势的演绎仍有不确定性（如国际能源价格可能反弹、美国房租上涨压力犹存等）。在即将召开的 11 月会议，美联储大概率加息 75BP；而对于后续的加息路径，尤其是 12 月的加息幅度，美联储或难明示一定会放缓加息，更可能保持一定程度的模糊，为政策的调整留有余地。
- 海外经济跟踪：1) 美国经济：美国 9 月 PCE 同比增速继续放缓，但核心 PCE 同比加速上行。其中，商品价格环比回落 0.1%，但服务价格环比上涨 0.6%。美国 9 月新屋销售环比大幅下降，主要受利率飙升导致房地产市场降温影响。美国 10 月密歇根消费信心终值回升至半年以来新高。美国最新初请失业金人数小幅反弹但整体仍保持在疫情以来较低位置，劳动力市场仍然具有相当的韧性。2) 欧洲经济：欧央行继续大幅加息 75BP。欧元区 PMI 继续回落，制造业 PMI 创 2020 年 6 月份以来新低。德国三季度 GDP 意外增长，私人消费支出仍然具有韧性。往后看，在能源短缺及货币政策收紧的双重影响下，欧洲经济前景仍然较为黯淡。
- 全球资产表现：1) 全球主要股指多数延续上涨，A 股、港股明显回撤。美股三大指数本周继续反弹，但 Alphabet、微软、Meta、亚马逊等大型科技公司三季报表现不及预期，对纳指形成了拖累。2) 实际利率回落带动长端美债收益率下行，但 1 年期以下美债收益率小幅上涨，整体收益率曲线继续平坦化。30 年期国债收益率已回落至英债风波爆发前水平，南欧国家国债收益率亦明显下行。3) 主要大宗商品价格走势分化，国际油价上涨。随着 OPEC+减产 200 万桶/日生效在即，油价继续受到支撑。4) 美元指数继续下跌，非美货币多数升值。英国政府官员本周表示正在计划增税和削减公共支出，此举受到了市场的认可，英镑升值幅度扩大。
- 风险提示：地缘冲突超预期，全球通胀压力上行，全球经济下行超预期等。

一、“强数据”与“弱预期”——美联储会放慢加息脚步么？

美国三季度 GDP 数据强劲，但并不意味着经济景气度明显回暖。美国经济普查局（BEA）本周发布数据显示，2022 年三季度美国 GDP 环比折年率录得 2.6%，高于预期的 2.4%，为年内首次正增长。一方面，GDP 增长结构并不健康。从结构上来看，三季度美国 GDP 环比读数的回升主要源于净出口及政府支出的拉动增强，三季度仅商品和服务净出口对于实际 GDP 环比折年率的拉动就达到了 2.8 个百分点。但与此同时，服务消费的拉动明显走弱，商品消费、私人投资分项的拉动更是连续两个季度为负，表明驱动美国经济长期增长的力量正在回落。另一方面，GDP 数据具有一定滞后性，而高频数据指向美国经济景气趋弱。例如，最新公布的 10 月美国 Markit 制造业 PMI 已降至荣枯线以下，房地产市场开工、销售持续走弱，消费者信心指数位于历史低位等，均是美国经济下行的信号。

图表1 美国 2022 年三季度 GDP 环比增速回升，主要源于净出口及政府支出的拉动增强



资料来源：Wind, 平安证券研究所

与此同时，近期美债收益率曲线更加平坦化，尤其 10 年与 3 个月期美债利率倒挂，反映出市场对经济的预期更为悲观。在今年 4 月初的短暂倒挂后，7 月上旬以来，10 年期与 2 年期美债收益率再次陷入倒挂，且倒挂程度最深超过 50BP。10 月 18 日以及 10 月 25 日以后，10 年期与 3 个月期美债利差亦出现倒挂，为 2020 年新冠疫情后首次。美债收益率曲线进一步平坦化，反映出市场加息预期升温的同时，对于经济前景更加悲观。

值得注意的是，与 4 月和 7 月相比，目前美债收益率曲线的形态特点与背景发生了变化，对衰退的指示意义可能进一步加强。

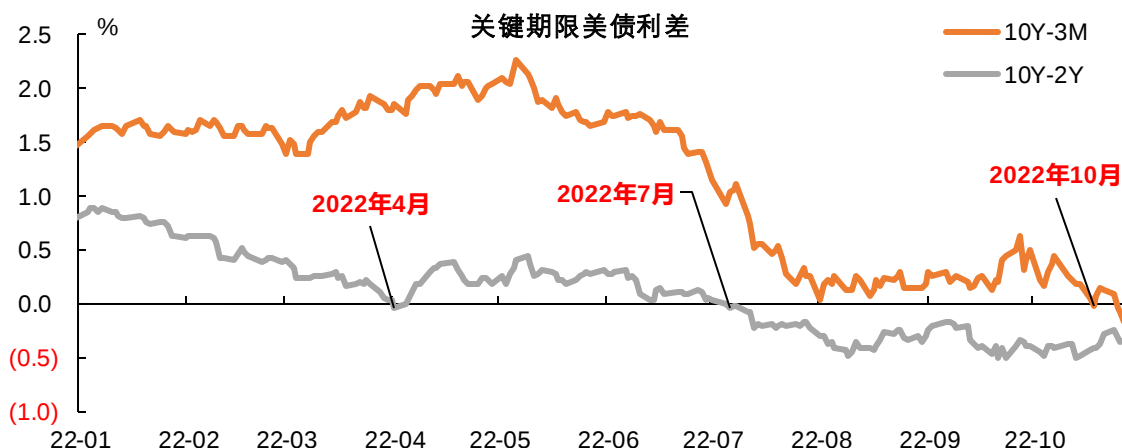
一是，与 10Y-2Y 利差相比，10Y-3M 利差对于衰退的预测能力更强。4 月初 10 年与 2 年期美债收益率倒挂时，与 3 个月美债收益率并未倒挂。而近期随着美联储加息进程的深入，预测能力更强的 10Y-3M 利差已经开始出现倒挂。

二是，当前长端美债利率受 QE 的压制更弱。美联储资产购买对长端美债收益率具有直接影响，但对于短端利率影响较小。9 月开始美联储已进入加速缩表阶段，美联储购债行为对长端收益率的压制已然减弱，此时美债收益率曲线所反映的信息更加“真实”。

三是，非美央行宽松对长端美债利率的压制减弱。货币政策的溢出效应表明，其他主要经济体央行的宽松政策会通过资金回流渠道压低长端美债收益率，产生与 QE 类似的效果。而今年 7 月以来，主要非美地区央行紧缩提速：欧央行开启加息周期并结束资产购买计划（APP）；英国央行加快加息节奏，且将于 11 月开始缩表；日本央行虽然维持收益率曲线控制（YCC），但事实上已经缩表。继而，非美货币宽松对长端美债利率的反向溢出效应减弱。

不过历史经验显示，从美债收益率曲线的倒挂，到美国经济陷入衰退，其间隔较长且不稳定；平均时长 16 个月，最长可达 24 个月。因此，目前难以从美债收益率曲线的形态，准确判断美国经济衰退的具体时点以及衰退深度。

图表2 7月以来10年期美债与2年、3个月期限美债利差先后倒挂



资料来源：Wind, 平安证券研究所

即便美国经济走势不如 GDP 数据所示那般强劲，且衰退预期正在升温，但当前押注美联储政策转向仍可能为时尚早。

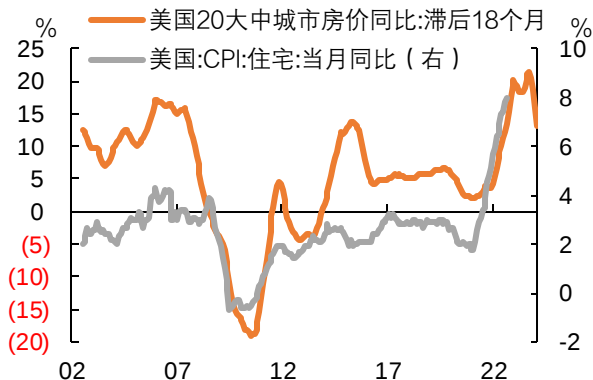
首先，相比 GDP，美联储更加重视就业和物价两大“双目标”。目前美国就业市场仍然强劲（9 月失业率 3.5%），遏制通胀仍是首要任务（9 月核心 PCE 同比升值 5.1%）。

其次，尽管当前美国经济距离衰退更近一步，但在衰退真正兑现前，需求收缩对于通胀的遏制效果并不明显。从历史经验来看，通胀的大幅回落往往发生在衰退开始后，这在上世纪 70-80 年代表现得尤为明显。（可参考报告《美国“大滞胀”再思考——兼论对当前资产价格的启示》。）

最后，未来几个月的通胀形势仍有不确定性。一是，临近冬季全球能源需求上升，而 OPEC+ 开始减产，全球能源供需格局仍面临考验。尽管近期欧洲天然气库存接近极限、价格出现回落，但这更多反映出其储气能力有限，并不意味着能源风险完全解除。二是，美国房地产价格环比虽然开始回落，但同比增速仍处于高位，而房租增速通常又滞后房价增速 1-2 年。考虑到房租在美国核心 CPI 中的占比较高，短时间内美国核心通胀压力很难明显改善。三是，当前美国员工工资同比、环比仍保持较快增速，10 月密歇根大学消费者 1 年通胀预期反弹至 5.1% 的较高位置，亦表明“工资-通胀”螺旋风险犹存。

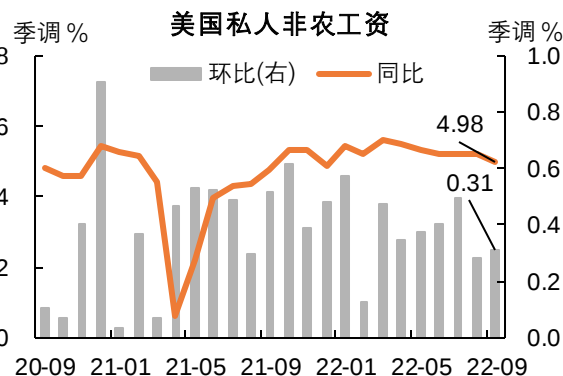
因此我们认为，11 月 2 日即将召开的美联储议息会议，大概率加息 75BP；而对于后续的加息路径，尤其是 12 月的加息幅度（近期 CME 期货市场认为加息 75BP 的概率约 50% 左右），美联储或难明示一定会放缓加息，更可能保持一定程度的模糊，为政策的调整留有余地。对于投资者而言，短期仍需警惕市场的波动，即衰退交易与紧缩交易之间的博弈。

图表3 美国房价同比仍处高位，房租仍有上涨动能



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 美国工资仍存在上涨压力



资料来源: Wind, 平安证券研究所

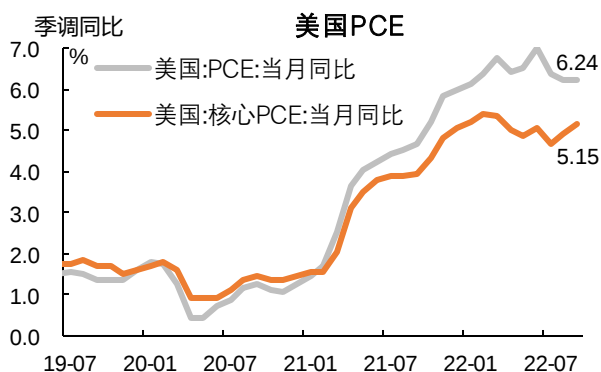
二、海外经济跟踪

2.1 美国经济：核心 PCE 同比加速上行

美国 9 月 PCE 同比增速继续放缓，但核心 PCE 同比加速上行。美国商务部本周公布的数据显示，美国 9 月 PCE 物价指数同比增长 6.2%，低于市场预期的 6.3% 及前值的 6.2%，为连续第三个月放缓；9 月 PCE 物价指数环比为 0.3%，持平预期，低于前值 0.3%。不过，剔除食品和能源价格的核心 PCE 物价指数 9 月同比增长 5.15%，高于前值的 4.9%，为连续第二个月加速；9 月核心 PCE 物价指数环比增长 0.5%，持平预期，前值 0.6%（下修至 0.5%）。分项来看，服务价格上涨是推动核心 PCE 加速上行的主要因素，9 月美国商品价格环比回落 0.1%，但服务价格环比上涨 0.6%。

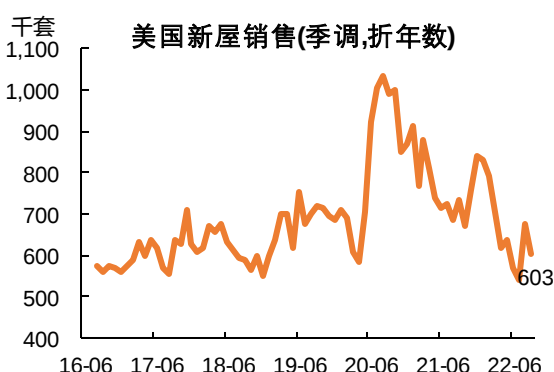
美国 9 月新屋销售走弱。美国商务部本周公布的数据显示，受利率飙升导致房地产市场突然降温影响，9 月美国新屋销售环比大幅下降 10.9%，同比降幅为 17.6%，季调后年化 60.3 万套。而上周公布的数据显示，美国 10 月 NAHB 房地产市场指数降至 2020 年 5 月份以来新低，9 月新屋开工数据下降幅度超过预期，9 月美国成屋销售总数连续第八个月下降。种种迹象表明，当前美债利率的迅速上行以对美国房地产市场形成了较强的压制。

图表5 美国核心 PCE 增速上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 美国 9 月新屋销售再度走弱

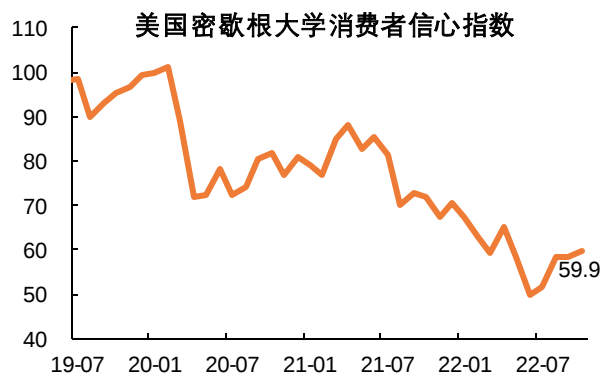


资料来源: Wind, 平安证券研究所

美国 10 月密歇根消费信心终值回升至半年以来新高。本周密歇根大学公布数据显示，美国 10 月信心指数终值 59.9，为六个月最高，高于预期的 58.8 及前值 58.6。

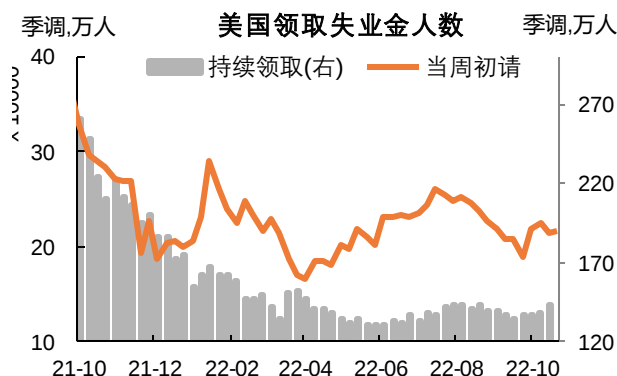
美国最新初请失业金人数小幅反弹。美国劳工部本周四发布的报告显示，截至 10 月 22 日当周，美国初请失业金人数增加 3000 人，达到 21.7 万人，市场预期 22 万人。截至 10 月 15 日当周，续请失业金人数为 143.80 万人，市场预期 138.8 万人，前值 138.5 万人。总的来看，虽然 10 月以来美国初请失业金人数出现一定反弹，但整体仍保持在疫情以来较低位置，表明美国劳动力市场仍然具有相当的韧性。

图表7 美国 10 月密歇根消费者信心回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 美国初请失业金人数小幅反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 欧洲经济：欧央行继续大幅加息

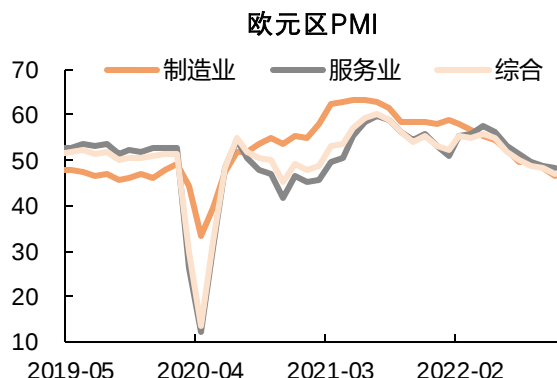
欧央行 10 月继续大幅加息。10 月 27 日晚，欧央行召开货币政策会议，宣布再次将三大关键利率大幅上调 75 个基点，调整后的利率将于 11 月 2 日生效。此前，欧央行已于今年 7 月份、9 月份分别加息 50 个基点、75 个基点，到目前为止，已累计加息 200 个基点。

欧元区 10 月 PMI 继续回落。本周公布的数据显示，欧元区 10 月份制造业 PMI 初值录得 46.6，创 2020 年 6 月份以来新低。服务业 PMI 初值录得 48.2，符合市场预期，但仍为近 20 个月以来新低。综合 PMI 初值录得 47.1，低于此前市场预期的 47.6，创近 23 个月以来新低，也连续四个月低于“荣枯线”。

德国三季度 GDP 意外增长。本周五德国联邦统计局公布的初步数据显示，德国三季度经济增速意外加速至 0.3%，高于二季度的 0.1%，高于市场预期的环比萎缩 0.2%。从同比来看，德国三季度 GDP 同比增长 1.1%，也超出市场预期。德国联邦统计局称，私人消费支出推动三季度 GDP 上升，尽管最近食品及能源价格飙升，但消费仍然具有韧性。不过，德国政府在最新的预测中预计，今年全年 GDP 增长 1.4%，明年下滑 0.4%。

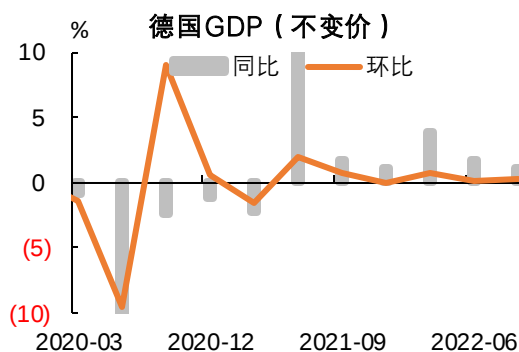
往后看，欧洲经济前景仍然较为黯淡。一方面，在断气和缺气影响下，不仅居民生活和消费成本提高，企业正常生产经营也受影响，不少能源消耗量大的行业面临减产或限产风险，工业产出和就业或将下降。另一方面，在高通胀压力下，欧洲央行或将进一步抑制居民消费，抬升企业融资成本。欧央行行长拉加德亦表示，欧元区经济活动在今年第三季度可能出现显著放缓，第四季度和 2023 年第一季度或进一步放缓。

图表9 欧元区 PMI 继续回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 德国三季度 GDP 环比正增长



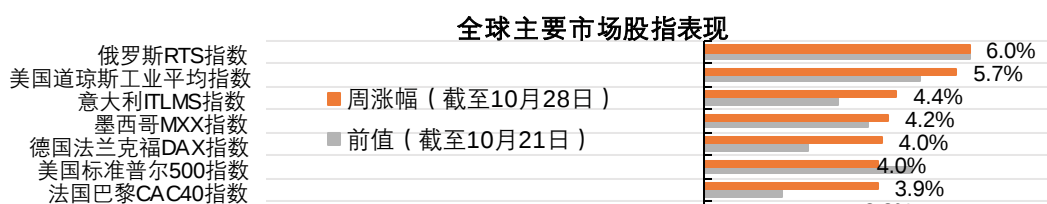
资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、全球资产表现

3.1 全球股市：大部分市场延续上涨

全球主要股指多数延续上涨，A 股、港股明显回撤。近一周（截至 10 月 28 日），全球主要股指多数延续了上周的上涨趋势，俄罗斯 RTS 指数涨幅居首。美股方面，受到风险偏好回升的影响，美股三大指数本周继续反弹，道指、标普 500 整周上涨 5.7%、4.0%，但 Alphabet、微软、Meta、亚马逊等大型科技公司三季报表现不及预期，对纳指形成了拖累，纳指整周涨幅仅 2.2%。欧股方面，欧央行继续加息并未对欧洲股市形成压制，意大利 ITLMS、德国法兰克福 DAX、法国巴黎 CAC40 指数整周分布上涨 4.4%、4.0%、3.9%。本周助推欧股继续回暖的因素来自于，能源供应压力（看起来）有所缓解：在经历了连续多日的下跌后，目前欧洲天然气期货价格已经回落至一年前的水平。亚太及新兴股市方面，本周主要股指走势表现分化，俄罗斯 RTS 指数、墨西哥 MMX 指数等表现亮眼，而 A 股及港股跌幅加深。

图表11 近一周全球主要股指多数延续上涨，A 股、港股回撤明显



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_48037

