

20250505—海外假期宏观更新（上）—Anything But US 叙事的结束

这个五一假期是上轮川普任期和这轮川普任期里唯一一个没有针对 A 股发布定向利空，值得纪念。但海外宏观信息一点都不少，我总结一下诸位可以看看：

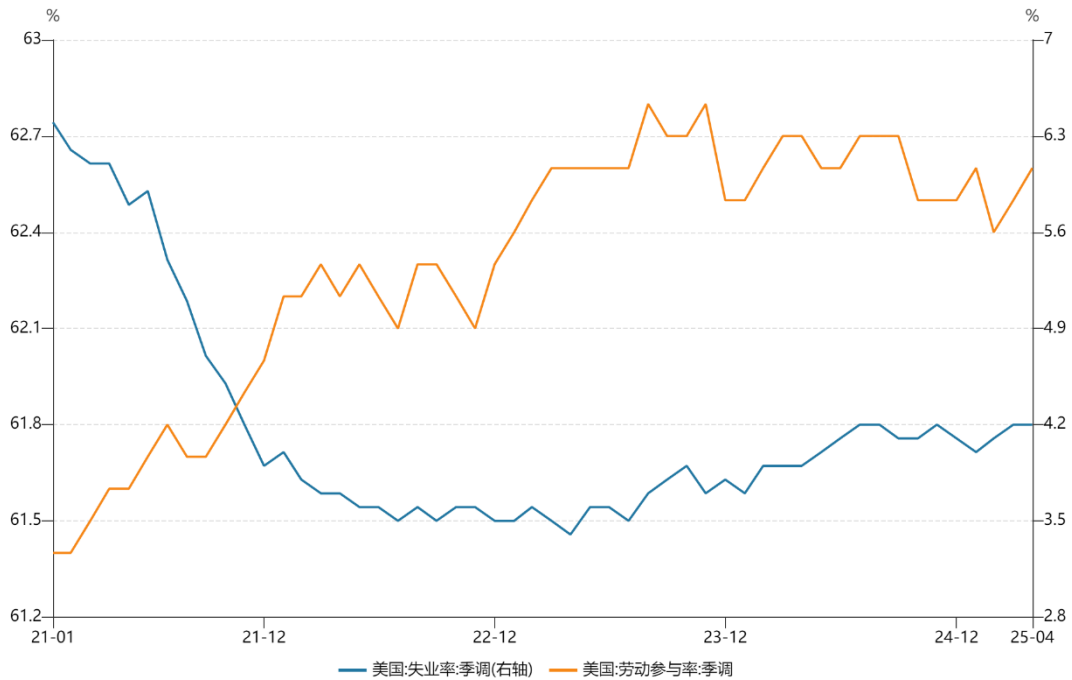
美国一季度 GDP 被天量进口国货带来的贸易逆差拖累；4 月非农就业数据不差；美国与乌克兰的矿产开采协议正式签署，OPEC 意外将于 6 月大幅增产；微软、META 财报与业绩交流非常积极；新台币升值带动亚洲货币全面走强等等。

最后一条是今天的热点，除了这一条之外，其余上述五条都指向了一个结论，那就是此前的美国资产黄昏论有问题，美国经济仍然韧性较强；川普的无序政策对美国经济的拖累在减小。4 月 23 日更新里看对了一半看错了一半，对的部分是美国资产不如非美的黄昏论有问题，24 年 8 月的美股底部支撑有效。错的部分是目前美国分子端看点仍然多于分母端，市场在下调美联储 6 月降息的概率，9 月开始降息仍是大概率事件。



数据来源：Wind

1. 美国一季度出现天量进口，其中消费品出现大幅抢进口，巨大贸易逆差拖累 GDP，但与此同时非农就业增长超预期，失业率、劳动参与率均稳健。分行业看，私营部门增长 16.7 万（基本完全来自于服务业，制造业几乎增长），政府增长 1 万综合 4 月 28 日星球更新的出口调研情况来看，美国电商部门普遍库存充足，不会在短期快速涨价；这能够对二季度稳定美国通胀起到帮助作用。此外，市场最担心的 DOGE 带来失业风险、驱逐移民导致劳动参与率变化最后都雷声大雨点小，马斯克黯然离任；**目前的美国通胀—就业市场仍旧稳健，没有黄昏迹象。**



数据来源: Wind

2.4月30号,美国财长贝森特和乌克兰副总理正式签署了关于乌克兰的矿产开采协议。为什么要单独说这个事情?因为这是美国贸易谈判的一个范本,可以用作后续的关税谈判参考。在7点协议内容中,最终签字版本有5点美方进行了让步,属于是典型的雷声大雨点小,川普忽悠不识数的红脖子说取得巨大胜利,但是内阁技术官僚们理性务实,没有狮子大开口。因此我们仍可认为美国政界无序混乱阶段结束,进入守序混乱阶段,过节期间WSJ吹风释放中美贸易和谈的鸽派信息, **考虑到美国-乌克兰的矿产协议都没有狮子大开口,后续贸易谈判偏鸽的概率确实较大。**

2.7 矛盾重重的OPEC+



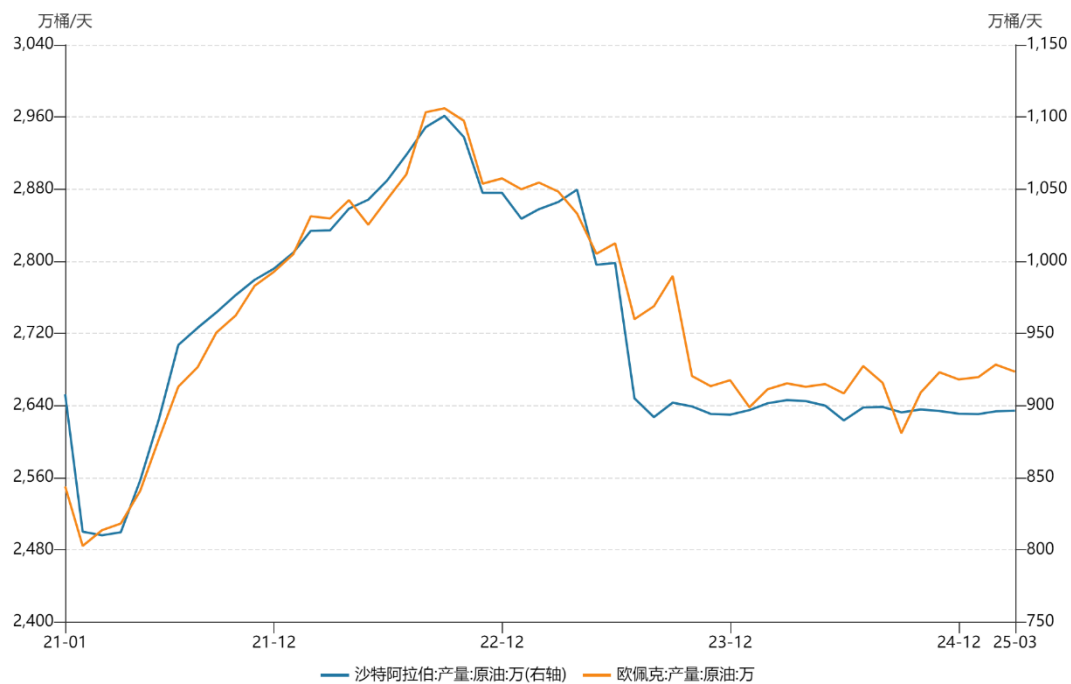
	2020年	2025年
宏观背景	新冠疫情,直接打击交通运输需求	美国关税战,破坏力预计不及疫情
OPEC+外在压力	由于美国页岩油革命份额不断下降	由于非OPEC+大幅增产份额不断下降
话事国沙特产量	18年Q4以来多年低位	22年Q4以来多年低位,且低于20年Q1
OPEC+内部矛盾	多国长期超产 伊拉克、尼日利亚、俄罗斯	多国长期超产 伊拉克、哈萨克斯坦、俄罗斯
OPEC+一度妥协方案	不断深化减产 通过沙特超额减产弥补整体减产执行率 同意将俄罗斯凝析液排除在减产计算	通过加速增产惩罚违规国家 通过加速增产给补偿性减产腾出空间
最终演绎	沙俄全力生产原油,打响价格战	???

资料来源:东吴期货研究所

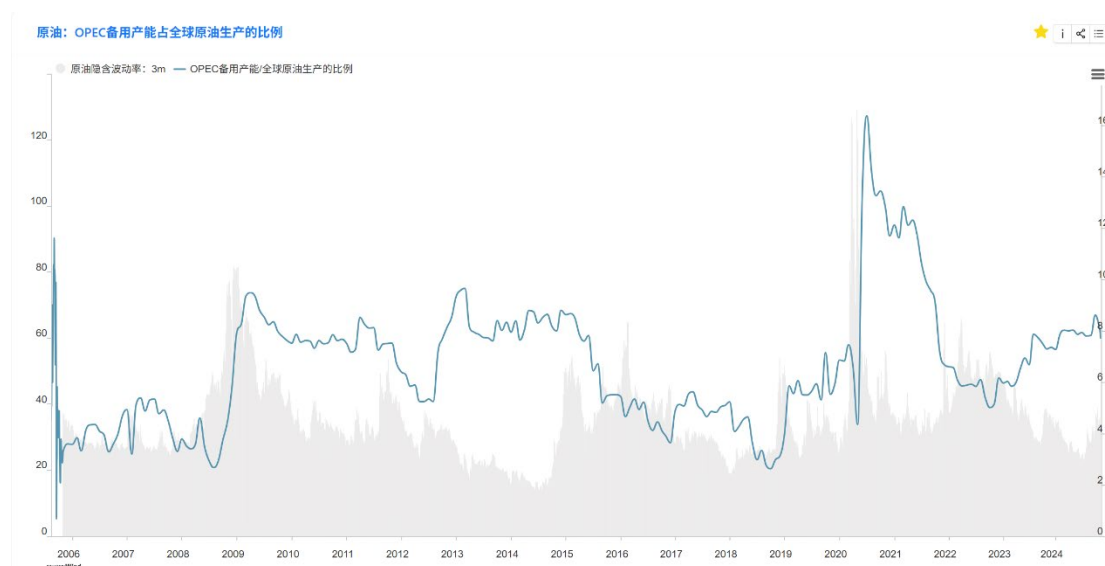
- 我们必须指出的是,每次OPEC+陷入内部矛盾时,外部压力往往才是罪魁祸首,最终使得OPEC+陷入内外交困的境地。以2025年背景而言,无论是全球贸易摩擦背景下的需求预期,还是非OPEC+供给,都给OPEC+造成了巨大的压力。
- 今年确实是一个值得推敲的相似场景,关税战带来的衰退前景、非OPEC+产量今明两年仍将大增,使得OPEC+的市场份额和原油收入都已经大大下降。如果最终OPEC+不能从内部解决问题,将有可能转变为一致对外的情形出现。
- 根据EIA最新预测,仅仅OPEC在2025年就有448万桶/日的备用产能,这里尚不包括OPEC盟友,比如产量已经大大下降的俄罗斯原油。根据现有规则,只要油价低于60美元/桶,俄油运输将不再进入制裁之列,而大量增产情景假设下,几乎可以保证油价远远低于60美元/桶。
- 欧盟委员会主席上周称将在两周内发布一份具体措施路线图,逐步停止所有俄罗斯化石燃料的进口。鉴于当前俄罗斯与欧盟之间的贸易量,我们认为实际影响并不大。只要欧美不限制售价低于60美元/桶俄油的贸易流动就不会对市场产生较大影响。

3.5月3日,OPEC+确认6月将增产41.1万桶/日。沙特6月原油配额设定为936.7万桶/日,不排除7月进一步增产。周五媒体就报道了这一大幅增产讨论,沙特的政策转变主因来自对哈萨克斯坦等OPEC+成员国日益增长的不满情绪。沙特是丰要产油国里目前最

老实本分减产的，但是伊拉克、哈萨克斯坦、俄罗斯持续超产引发沙特不满，因此沙特有意复产挑起价格战，这和 2020 年 3 月因为不满 e 情期间全球需求本就不足但俄罗斯继续超产，沙特主动增产开启价格战的情景非常相似。布伦特原油 1 年期价格结构转向 contango，是一个油价偏能的信号。目前沙特可增产空间较大，和“看跌油价到 40”相比，我认为更合理的叙事是油价后续反弹空间很有限，WTI 会在更长时间维持 70 美元下方低位。油价下跌 1% 大约对应美国 CPI 下降 0.03%，目前的价格下跌超过预期，并且是供给因素主导的而非需求不足主导的，这是一个有利于美国通胀缓和的积极信号。



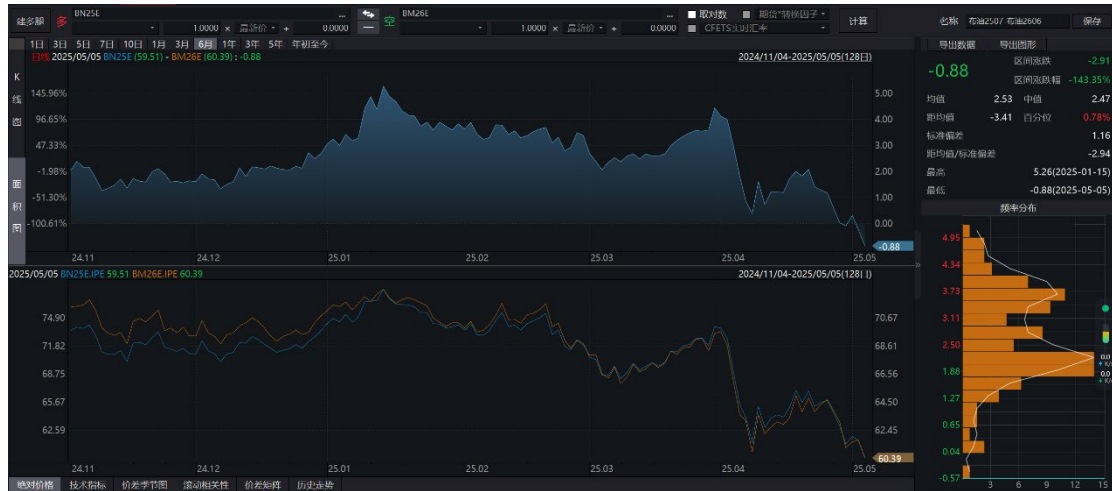
数据来源: Wind



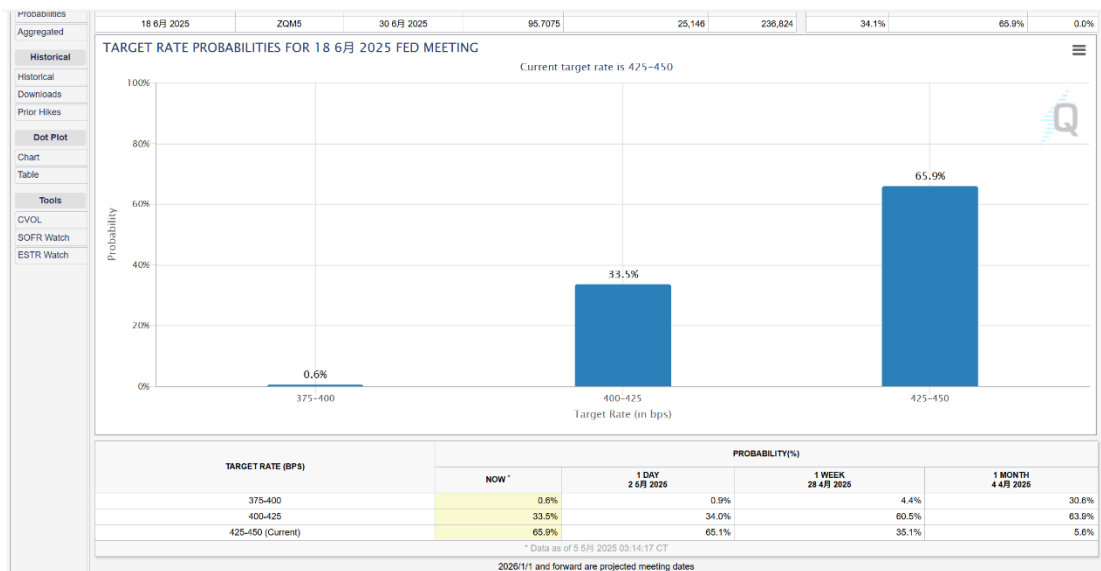
4. 微软云计算服务 Azure 业绩展望大超预期，给出 35% 的 YOY 指引。此外在电话会里明确驳斥此前微软砍数据中心业务的传闻，维持 26 年资本开支展望不变，且确认电力和数据中心仍有短缺。我不是 TMT 研究员所以看得比较粗糙，Azure 业绩超预期的最大贡献并非在 AI，而是在传统云业务的企业 B 端业绩贡献，这能够和第一条信息里的美国非农数据

相结合看，目前美国私人企业 CAPEX 增长仍有看点，因此微软的业绩是私营企业宏观景气驱动的而非 AI 技术驱动的，这能够在相当程度上缓解 M7 的 Deepseek 担忧。

META 大幅上调 25 年资本开支预期，约占 2025 年销售额的 37%。我们都知道美国 AI 叙事已经进入周期走平阶段，边际增速放缓，是没有二阶导的周期股了。但是应用巨头仍认为加大资本开支能够在贸易摩擦的大环境里提供收益，这是个能够大大打消市场不确定性的信号。1 月开始的 Deepseek 叙事证伪 M7 资本开支必要性的说法，目前并无足够的可信证据。

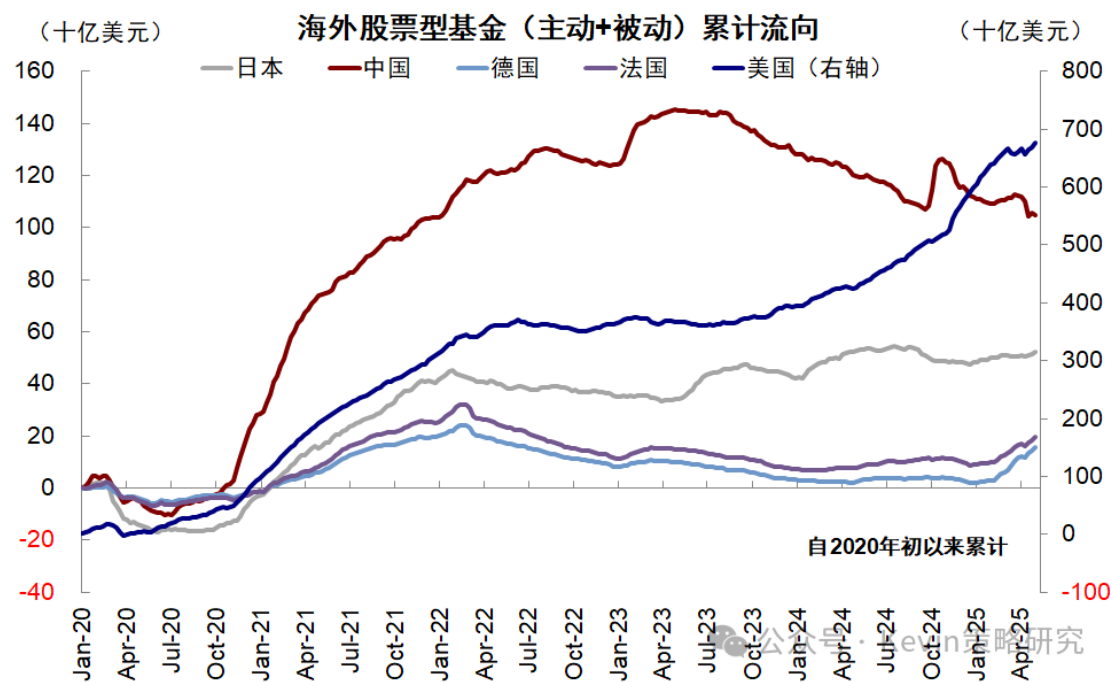


5. 油价下跌，通胀预期缓解；贸易摩擦前景偏鸽。这意味着美联储降息之路更顺畅吗？并非如此。非农就业显示私营部门增长仍然稳健，美国科技企业固定开支仍然积极。这说明鲍威尔在 3-4 月苦口婆心教导市场的观点没有错误：你们看新闻太高频了，我感觉经济没啥问题，等等再说降息的事儿。在系列数据公布后，目前 CME 工具已定价美联储 6 月不降息概率高达 66%，而 4 月初市场恐慌时则认为 6 月不降息概率仅有 5%；9 月开始降息是目前的大概率事件。因此和 4 月 23 日的节点相比，目前更新的叙事应该是美国的分子状态更好一些，而分母利好也少一些。



6. 因此回到标题。Anything But Us 是 4 月以来的交易舆论热点，即全面抛弃美国资产。目前这个叙事可以说是证伪了美国企业仍旧具有相当程度的比较优势。因此从绝对收益角度，美国经济软着陆方向确定，未来通胀变通缩、就业市场走软的方向也确定，这在当下不支持“美股继续走牛”的叙事，但是此前认为美国经济由于白宫政策性因素导致弱

于其他非美市场的判断也有问题，在全球 fund flow 角度，支持非美资金回流美股，让美股跑输其他市场的幅度收敛。



7. 晚些时候更新新台币、中债和国内观点，我目前仍倾向于这是美元黄昏的长尾影响，而非是新一轮非美货币升值+美元贬值的故事。即使中期去美元化方向确定，也无法用这个十年长逻辑进行短期交易。