



海外经济金融十大新变化（下）



2022 年以来，欧洲大陆的地缘冲突触发全球避险情绪，国际经济和金融市场陡然生变。我们总结，国际经济与市场出现十大新变化、新趋势。

除全球经济与政策的五大变化外，国际金融市场亦呈现五大变化：6) 美股波动风险因全球经济政治不确定性上升而加大，但经历一轮调整后，美股估值水平、风险溢价水平以及相较于美债的长期配置吸引力均上升，深度调整信号尚不明显。7) 美债长端利率受更大压制，美债期限利差继续收窄乃至倒挂的风险上升。8) 国际油价急涨，市场对地缘冲突定价困难，全球石油供给短期亦难大幅上升。9) 黄金走强逻辑不断强化，黄金的避险属性、通胀保值属性、以及相对于美债和数字货币的配置价值，在当下均得以凸显。10) 美元短期获得更多支撑，因避险需求上升、美国经济相对于欧洲更具韧性。人民币避险价值更加凸显，在当下值得格外关注。

截至 3 月 4 日当周，VIX 整周均值为 31.3，较年初低点上涨 80%。2021 年 12 月以来，全球通胀演绎及美联储货币政策不确定性上升，经济政策不确定性指数（EPU）与标普 500 波动率指数（VIX）同步走高。近期地缘冲突爆发后，全球经济、通胀与美联储政策走向更添变数，美股波动更加剧烈。往后看，考虑到海外经济政策不确定性仍存，美股波动率 或仍处高位。

截至 3 月 10 日，美股标普 500 指数收于 4259.52 点，今年以来累跌 10.6%。不过综合来看，美股深度调整的信号尚不明确：经历本轮调整后，目前美股估值水平更趋合理。截至 3 月 4 日当周，标普 500 指数市盈率

(TTM) 为 21.2 倍，处于近十年历史分位的 45%；即便考虑无风险利率（10 年美债利率）上行可能带来的压力，由于近期美债利率也明显回调，标普 500 指数风险溢价水平接近 3%，处于近十年历史分位的 72%。基于当前估值测算，即使 10 年美债利率再上行 50bp，美股风险溢价水平也不会触及“危险值”（近十年历史分位的 80%）。衡量股债性价比的超额 CAPE 收益率在今年 2 月仍高达 2.9%，说明美股相对于美债的长期配置价值仍存。

今年以来截至 2 月 23 日（地缘冲突爆发前），10 年美债收益率上升约 50bp 至 2% 附近（其中 10 年 TIPS（实际）利率升约 50bp 至 -0.5%），2 年美债收益率上升约 85bp 至 1.6% 附近，10 年与 2 年期限利差由 80bp 左右收窄至 40bp 左右。2 月 24 日以来截至 3 月 9 日，10 年美债利率小幅回落 5bp 至 1.94%（其中实际利率大幅回落 36bp 至 -0.90%），2 年美债利率上升 10bp 至 1.68%，继而 10 年与 2 年美债期限利差收窄至 26bp。

近期 10 年美债利率回落原因可能有二：一是避险情绪驱动资金增配美债；二是市场对美国中期经济前景信心不足，正如实际利率大幅回落所示。往后看，需关注 10 年和 2 年美债期限利差“倒挂”风险：一方面，上述两方面因素短期内均难逆转，10 年美债利差或受压制。另一方面，历史数据显示，2 年美债利率基本维持在美国联邦基金利率水平附近，在加息周期时的上升节奏可能领先于政策利率变化节奏；期间美债期限利差通常收窄，因市场往往对加息后的美国经济前景缺乏信心。目前，美联储加息

周期的开启是较为确定的，2 年美债利率仍有向上趋势。尤其未来 1-2 个月，若美联储完成首次加息、但尚未启动缩表，美债期限利差继续缩窄的风险较高，由此给金融市场带来的风险也会增加。

值得一提的是，美联储缩表或难显著增加国债市场供给，继而对美债长端利率的影响或有限。美联储或于首次加息后的某个时间开始“大幅”缩表，其中或包括减少 10 年美债的持有，或在一定程度上推升 10 年美债利率。这也是美联储祭出“加息+缩表”组合的初衷所在，就是在短端利率抬升的同时，有意拉升长端利率，从而避免美债收益率曲线过快趋平甚至倒挂。然而，美联储 1 月会议纪要显示，美联储计划采取“被动”缩表（调整再投资、而非主动抛售），且可能优先出售 MBS、甚至将部分 MBS 转化为国债持有。因此，本轮缩表（至少在缩表之初）对 10 年美债利率的影响效果有待观察。



3 月 7 日，布伦特原油期货价盘中升破 130 美元/桶；3 月 10 日回落

至 109 美元/桶, 今年以来的涨幅达 40%。本轮油价强势具备基本面支撑, 地缘冲突进一步放大了能源紧缺预期。基本面上, 本轮“冷冬”以及海外经济解封加速等, 增加了原油需求。美油库存 2 月以来跌破 10 亿桶关口, 目前仍在探底; 美国前期战略石油储备投放不够果断, 对油价的抑制作用不及预期。欧佩克供给仍然克制, 最新 3 月 2 日会议仍维持 4 月增产 40 万桶/日、对油价上涨表现麻木。近期地缘冲突爆发后, 西方对俄制裁力度空前, 市场正在计入俄罗斯能源供给锐减的风险。据欧佩克数据, 俄罗斯石油制品产量占全球 7%; 据 BP 公司数据, 俄罗斯天然气产量占全球 17%。此外, 乌克兰和俄罗斯也是全球重要农产品生产国, 因生物燃料需求, 农产品与能源价格有正相关性。

往后看, 预计油价短期难以降温, 或保持 100 美元/桶以上, 但波动风险上升。首先, 因地缘冲突具有高度复杂性和不可预测性, 目前难言市场已经充分对其定价 (当然也有过度定价的可能, 如 3 月 8 日德国称不会停止从俄进口能源、欧盟宣布一系列能源保供稳价政策后, 油价大跌)。

其次, 原油供不应求的格局短期难以反转。参考 2014 年克里米亚战争后, 油价从 100 美元/桶水平“腰斩”。不过, 2014 年油价深跌的主因是供给急剧攀升, 当时正值美国页岩油革命, 美油大幅增产, 刺激欧佩克+也加入到增产竞赛中。本轮美国油企因债务压力、能源转型等问题, 投资增产动力不足。即便目前美国企业债务压力缓和、投资增产出现加速迹象, 以上一轮 (2016-2018 年) 美油增产为参照, 企业增加钻机后需要大约 4

个月左右才能实际释放产量。

此外，虽然伊朗石油出口有望回归，但美伊谈判的最终结果、以及伊朗原油出口能否有效替代俄罗斯出口，仍存不确定性。2月中旬美方称美伊谈判正处于“最后阶段”；3月3日伊朗称“已做好充分准备”，将石油生产和出口恢复到2018年美国实施对伊制裁之前的水平；3月7日，伊朗称其与西方国家的分歧“屈指可数”。然而，3月5日俄罗斯要求美国保证其制裁行为不会损害俄罗斯与伊朗的贸易，为美伊谈判增添了不确定性。1980年以来，伊朗石油出口最高达250万桶/日。据咨询公司Petro-Logistics数据，2021年12月至2022年1月，伊朗石油出口已恢复至70-100万桶/日，距离制裁前水平有150-180万桶/日的增量空间。然而，伊朗石油出口能否有效弥补俄罗斯石油出口的下降，仍有不确定性。2005年以来，俄罗斯石油出口约500万桶/日。

今年2月以来截至3月8日，伦敦黄金现货价由1800美元/盎司升至2050美元/盎司，创2020年8月以来新高；截至3月10日，金价仍处于2000美元/盎司附近。

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_39384

