

海外宏观周报

“通胀恐慌”再掀波澜

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：

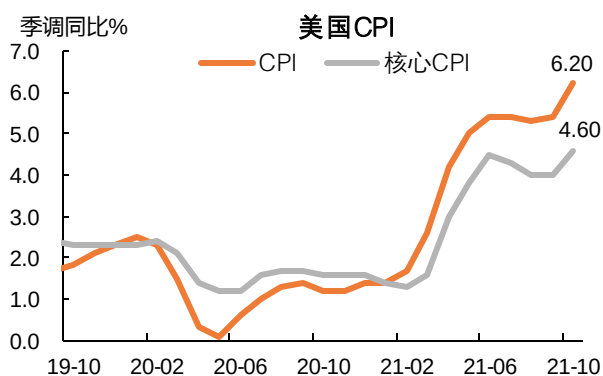
- 近一周，海外市场的主线是“通胀”：美国 CPI 和 PPI 出炉，CPI 超预期上升，使市场通胀预期上升、加息预期强化。同时，通胀恶化的背后也反应出实体经济的困难，即美欧能源紧缺、供应链受阻等问题严峻。居民通胀预期也在攀升，并进一步挫伤消费信心。虽然美国就业市场持续恢复，但也暂时难改市场对“滞”的悲观预期。“通胀恐慌”在资本市场上得以体现：美股方面，通胀和加息预期对科技、成长板块构成明显冲击。美债方面，“滞胀交易”体现得淋漓尽致，长端美债实际利率大幅下行、而隐含通胀预期大幅跃升。商品方面，通胀预期主要反映在贵金属及有色金属价格大涨。外汇方面，美元指数在加息预期的助推下升破 95 大关。
- 海外经济跟踪：1) 美国 10 月 CPI 同比增加 6.2%，创 31 年来最高；CPI 环比 0.9%，持平于今年 6 月的全年高点，也是 2008 年 6 月以来最高值。本次 CPI 读数超预期“爆表”，进一步加剧美国居民和市场的对通胀的悲观情绪，最新公布的 11 月密歇根居民通胀预期（未来 1 年）升至 4.9%，5 年 TIPS 国债隐含通胀预期在数据公布后升破 3%。2) 通胀担忧继续挫伤消费者信心，尤其抑制非耐用消费品的消费信心。美国 11 月密歇根大学消费者信心指数初值 66.8，为 2011 年以来最低。3) 美国就业市场恢复情况相对乐观，较高的职位空缺率和工资增速鼓励就业再匹配。美国 9 月 JOLTS 职位空缺率达 1043.8 万人，高于预期和前值。美国初请失业金人数下降至 26.7 万人，继续创疫情以来新低。4) 英国“滞胀”也严峻。英国经济也是德国、法国等欧洲经济的缩影，当前欧洲经济正在遭受供应链问题、能源危机以及持续不断的疫情等多重冲击，“滞胀”问题并不比美国乐观。5) 全球新冠确诊病例增速仍小幅上升，发达经济体前期接种的疫苗保护时间可能“到期”，亟需“加强针”的推广。
- 全球资产表现：股市，11 月 10 日（CPI 公布），美股纳指下跌 1.66%，“恐慌指数”VIX 为近一个月以来最高。展望明年，我们提示美股风格切换风险。债市，10 年美债收益率整周上行 13bp 至 1.58%，其中实际利率（10 年 TIPS 利率）下降 6bp 至 -1.15%，隐含通胀预期升 19bp 至 2.73%。5 年 TIPS 隐含通胀预期整周更是大涨 24bp 至 3.11%，已超过 2005 年峰值创下历史记录。大宗商品，COMEX 金和银价格整周分别上涨 2.8% 和 4.9%。LME 铜和铝整周分别涨 2.5% 和 5.6%。WTI 和布伦特原油分别收于 80.8 和 82.2 美元/桶。近期油价下挫反映市场对于供给端调整的担忧。外汇，11 月 12 日美元指数收于 95.12，创今年以来新高。往后看，欧元区的通胀压力和经济动能可能仍然在一段时间内落后美国，美元指数仍然有支撑。但本轮美元指数的高点或难超过 96（即 2015 年美元指数均值）。
- 风险提示：美国通胀形势超预期，美国经济增长不及预期，美联储政策收紧超预期等。

一、海外经济跟踪

1.1 美国经济：通胀爆表，通胀预期再上行

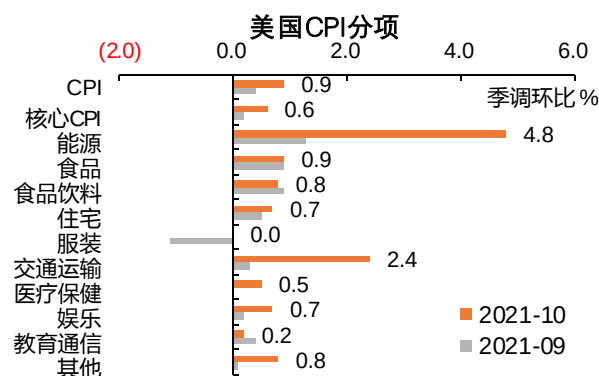
美国 10 月 CPI 同比增加 6.2%，预期 5.9%，前值 5.4%，该同比涨幅创 31 年来最高；10 月 CPI 环比 0.9%，预期 0.6%，前值 0.4%，该环比涨幅持平于今年 6 月的全年高点，也是 2008 年 6 月以来最高值。美国 10 月核心 CPI 同比增加 4.6%，预期 4.3%，前值 4%；核心 CPI 环比 0.6%，预期 0.4%，前值 0.2%。分项看，CPI 能源分项环比大涨 4.8%，前值 1.3%；交通运输分项环比大涨 2.4%，前值 0.3%。海外能源危机下，国际能源品价格上涨，叠加美国供应链瓶颈推升运输和物流价格，是 CPI 跃升的主因。此外，二手车和卡车价格继续高企，与能源品携手抬升交运成本。本次 CPI 读数超预期“爆表”，进一步加剧美国居民和市场的对通胀的悲观情绪，最新公布的 11 月密歇根居民通胀预期（未来 1 年）升至 4.9%，5 年 TIPS 国债隐含通胀预期在数据公布后升破 3%。

图表1 美国 10 月 CPI 同比再创新高



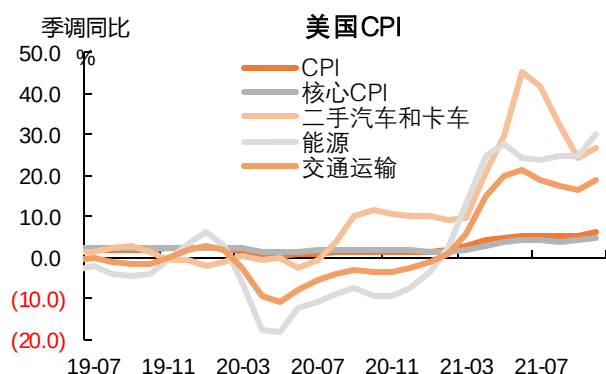
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 美国 10 月 CPI 能源和交运分项大幅上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 二手车和能源价格拉动交运价格及终端价格



资料来源: Wind, 平安证券研究所

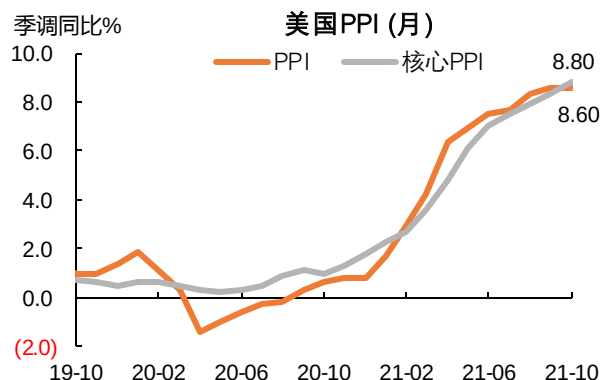
图表4 美国居民和市场通胀预期也同步上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

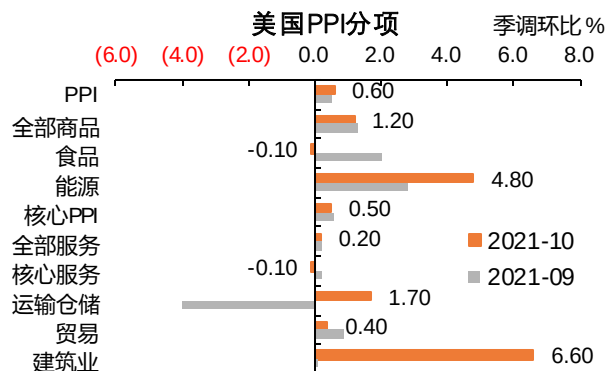
美国 10 月 PPI 同比增长 8.6%，符合市场预期，前值为 8.6%。核心 PPI 同比增长 8.8%，前值 8.3%。分项看，商品价格指数环比上涨 1.2%，服务价格指数环比上涨 0.2%。我们在前期报告中已提示，美国 PPI 与 CPI 之间的传导较为通畅，这与中国的情形不同。10 月 PPI 能源和运输仓储生产者价格亦显著上升，进一步印证供给端扰动带来的成本上升向终端价格传导，及 PPI 向 CPI 传导的逻辑。值得关注的是，10 月建筑业 PPI 环比大涨 6.6%，前值仅 0.1%，体现大宗商品及原材料价格压力进一步抬头。

图表5 美国 10 月 PPI 符合预期、继续上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

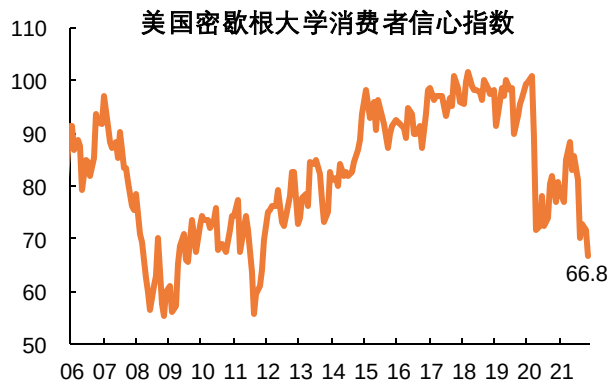
图表6 美国建筑业生产成本大幅跃升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

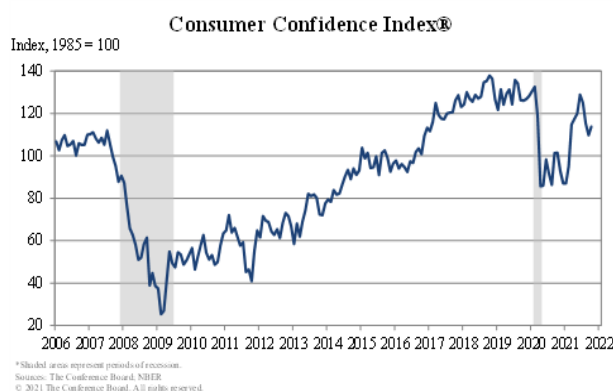
通胀担忧继续挫伤消费者信心，尤其抑制非耐用品的消费信心。美国 11 月密歇根大学消费者信心指数初值 66.8，为 2011 年以来最低，预期 72.5，前值（10 月终值）为 71.7。据官方解读，11 月消费者信心下滑，原因是美国通胀加速上行，四分之一的消费者认为通胀因素造成他们生活标准的缩水，而越来越多的消费者认为美国政府对通胀的管控失效。值得关注的是，今年下半年以来，美国咨商会（The Conference Board）的消费者信心指数显著强于密歇根数据，前值的统计侧重于耐用品、资本品消费，而后者侧重于非耐用品消费。说明目前通胀压力最先冲击“小件”商品消费信心。

图表7 美国密歇根居民消费信心继续下探



资料来源: Wind, 平安证券研究所

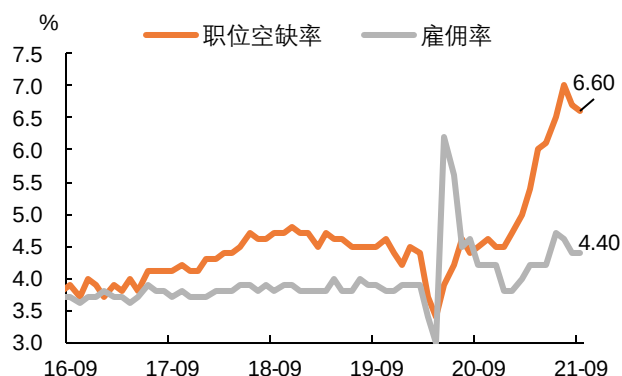
图表8 今年下半年以来，美国咨商会消费信心偏强



资料来源: The Conference Board, 平安证券研究所

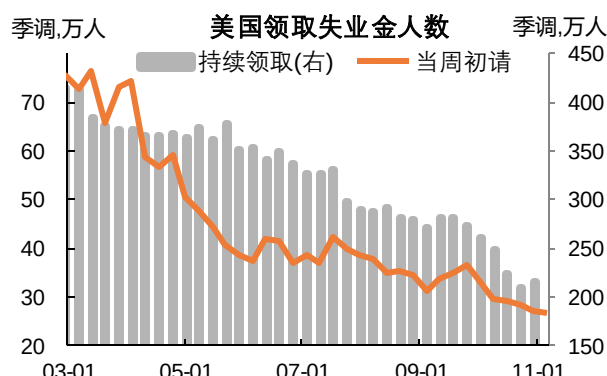
美国就业市场恢复情况相对乐观，较高的职位空缺率和工资增速鼓励就业再匹配。美国 9 月 JOLTS 职位空缺数达 1043.8 万人，高于预期的 1030 万人和前值 1062.9 万人；职位空缺率由 6.7% 小幅降至 6.6%，但仍处于历史高位。与此同时，9 月主动辞职人数在跃升 16.4 万人，达到创纪录的 443.4 万人，连续第二个月创历史新高。截至 11 月 6 日当周，美国初请失业金人数下降至 26.7 万人，继续创疫情以来新低；前一周续请失业金人数为 216 万人，略有反弹。整体而言，美国就业市场延续复苏态势，而考虑到当前疫情因素与“再就业”热情可能短期压制了部分就业增长，未来数月的美国就业前景比较乐观。

图表9 美国9月职位空缺率小幅回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 美国初请失业金人数继续下降

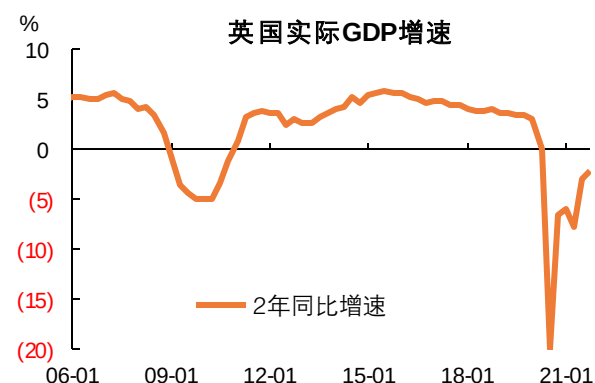


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.2 欧洲经济：英国“滞胀”也严峻

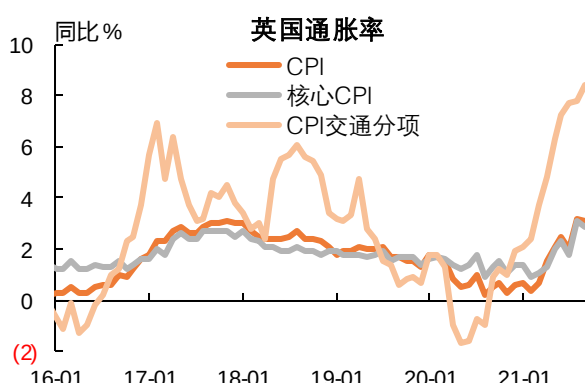
近一周英国经济数据频繁发布。其中，英国2021年三季度GDP同比初值为6.6%，低于预期的6.8%；三季度GDP环比折年率仅5.1%，大幅不及前值的24%；排除基数因素看两年同比增速，英国经济增长仍未回到2019年同期水平，且复苏的斜率正在放缓。11月9日，英国公司Kantar的数据显示，随着供应链中断的继续，英国食品价格正以2020年8月以来最快的速度上涨，例如10月英国食品杂货通胀率升至2.1%，为去年以来的最高水平。英国供应链问题，也在通过抬升交通成本拉动终端消费成为，9月英国CPI交通分项同比大涨8.4%。英国经济也是德国、法国等欧洲经济的缩影，当前欧洲经济正在遭受供应链问题、能源危机以及持续不断的疫情等多重冲击，“滞胀”问题并不比美国乐观。

图表11 英国GDP仍未恢复到2019年同期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 英国交通成本拉动终端价格

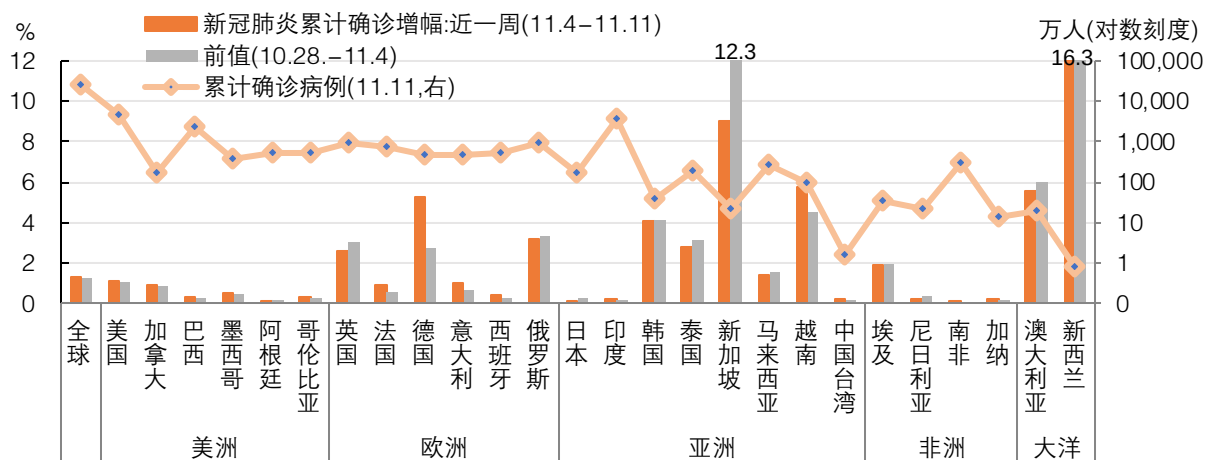


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 海外疫情：“加强针”推广受关注

近一周（截至11月11日），全球新冠确诊病例增速仍小幅上升，整周累计确诊增幅由1.23%上升至1.31%。主要发达地区中，德国、法国、意大利等欧元区国家疫情明显抬头，而美国、英国的确诊增速没有显著上升。亚洲地区疫情态势分化，近一周越南疫情反扑明显，而新加坡疫情有显著改善，其余地区的新增确诊速度基本持平于前值。

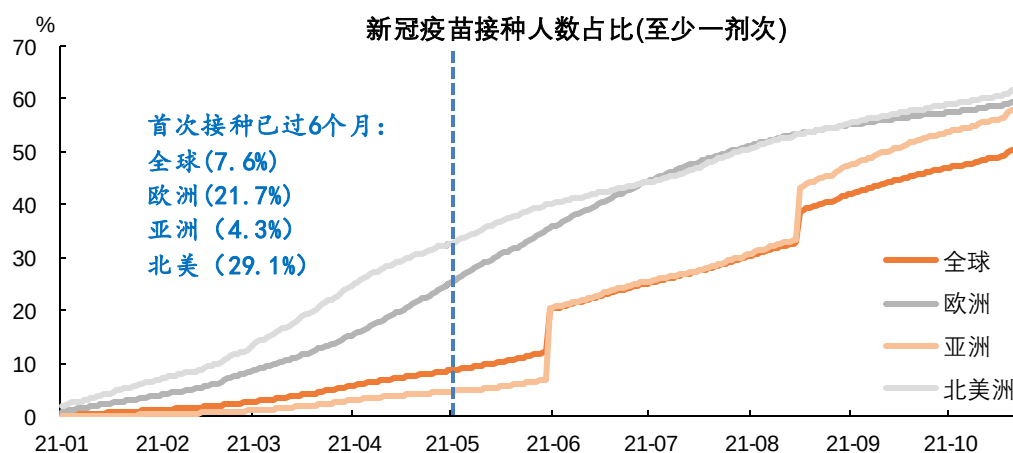
图表13 近一周，欧洲地区疫情有所反弹



资料来源: Wind,平安证券研究所

在当前阶段，对于疫苗推广较早的经济体（尤其如美欧发达经济体），其疫苗保护时间可能“到期”，亟需“加强针”的推广。而疫苗效用的下降与补接种的赛跑，一定程度上决定未来疫情反弹的风险。据 Our world in data 数据，截至今年11月初，全球平均接种“加强针”的人口比例不超过2%，而6月以前全球已经有7.6%的人至少接种了第一剂疫苗。11月10日华尔街日报报道了美国“加强针”的推进：辉瑞和BioNTech已要求美国食品和药物管理局授权其给所有18岁及以上的人注射加强针。一项基于1万多名志愿者的研究显示，接种加强针的保护率或超过95%。当前根据美国疾病控制和预防中心的数据，美国有近2500万人接受了COVID-19加强针注射，约占美国人口的13%，超过30%的65岁及以上的人接受了加强针。

图表14 全球有一定比例的疫苗已经接种超半年，其疫苗保护时间可能“到期”，亟需“加强针”的推广



资料来源: Wind,平安证券研究所

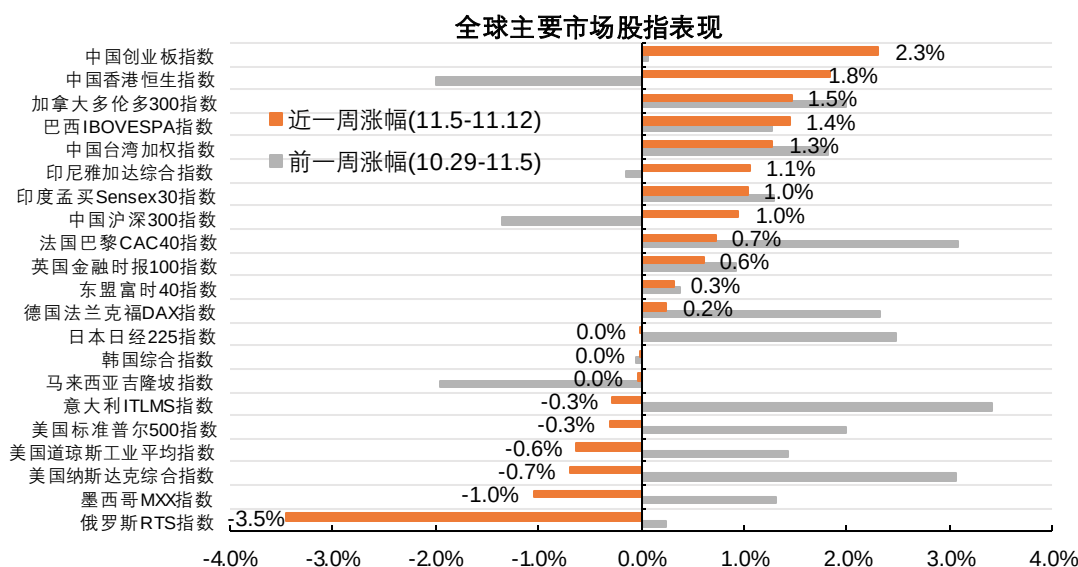
二、全球资产表现

2.1 全球股市：通胀扰动美股，关注风格切换风险

近一周（截至 11 月 12 日），全球股市涨跌互现，A 股和港股领涨，美股下跌。美股方面，道琼斯工业平均指数、标准普尔 500 指数、纳斯达克综合指数整周分别下跌 0.6%、0.3%和 0.7%。近一周，随着美国通胀指标“爆表”，市场通胀和加息预期对科技股造成更大压力，11 月 9 日和 10 日（PPI 和 CPI 公布的两天），美股纳指分别下跌 0.6%和 1.66%。近期美国通胀压力也加剧了美股波动，近一周“恐慌指数”VIX 为近一个月以来最高。

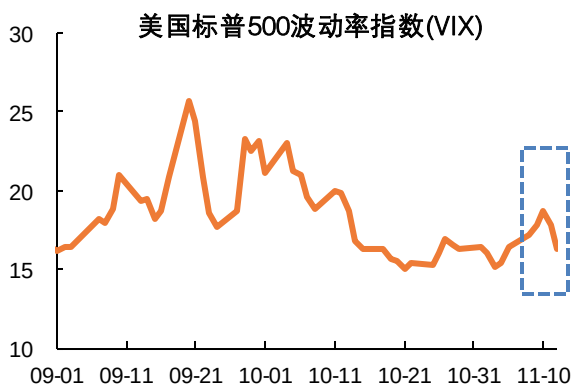
展望明年，我们提示美股风格切换风险：当前美股对美联储公信力仍未失去信心，但已经开始“观望”。如果明年一季度美国通胀演绎继续超预期，市场对于美联储加快紧缩周期的担忧或继续发酵。从历史经验来看，如果接近 4%的通胀率会有利于价值股、不利于成长股。同时，随着拜登财政法案落地，其社会支出法案、基建支出法案和加税的细节都有利于居民部门，利好基建和周期、价值股，而科技、成长股可能进一步承压。

图表15 近一周全球股市涨跌互现，A 股和港股领涨，美股下跌



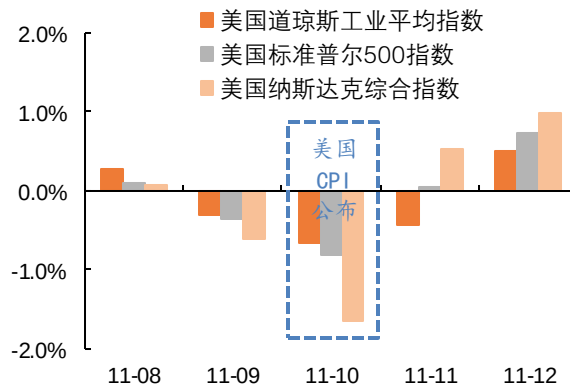
资料来源：Wind,平安证券研究所

图表16 通胀压力加剧美股波动



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表17 通胀和加息预期对科技股造成更大压力

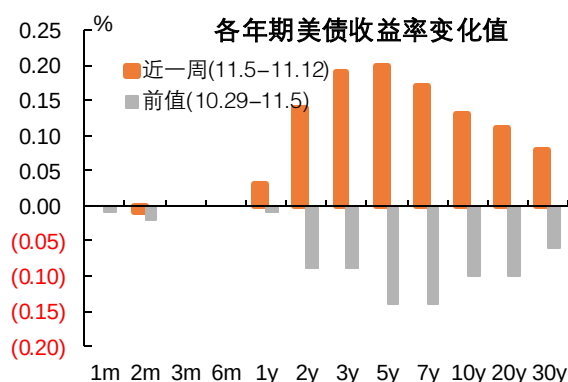


资料来源：Wind,平安证券研究所

2.2 全球债市：通胀预期攀升，加息预期也有所体现

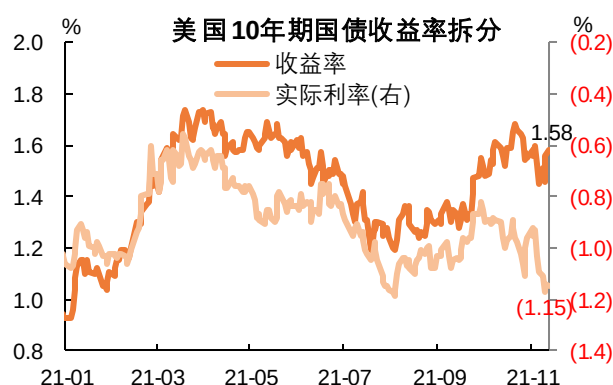
近一周（截至 11 月 12 日），大部分期限美债收益率上行。其中，5 年期美债收益率大幅上升 20bp，3 年期和 7 年期收益率变动次之。对于 3-7 年期美债，通胀预期和加息预期可能同时抬升收益率。美债市场的“滞胀交易”或已演绎至极致：10 年美债收益率整周上行 13bp 至 1.58%，其中实际利率（10 年 TIPS 利率）下降 6bp 至 -1.15%，隐含通胀预期升 19bp 至 2.73%。5 年 TIPS 隐含通胀预期整周更是大涨 24bp 至 3.11%，已超过 2005 年峰值创下历史记录。注意到，上一周美联储议息会议和英国加息“失败”使加息预期显著降温，但随着通胀超预期上升，市场对于加息的担忧重新升温，近一周美国、英国、澳大利亚短端国债利率触底回升。与之形成对比的是，德国短端利率仍在下降，欧央行目前在主要发达经济体央行中最偏鸽派。

图表18 近一周大部分期限美债收益率上行



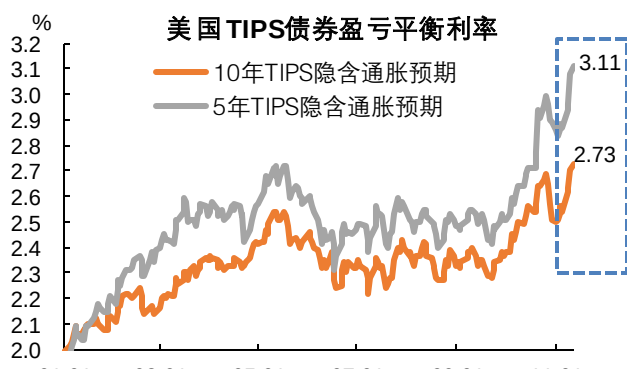
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表19 近一周美债实际利率大幅下行

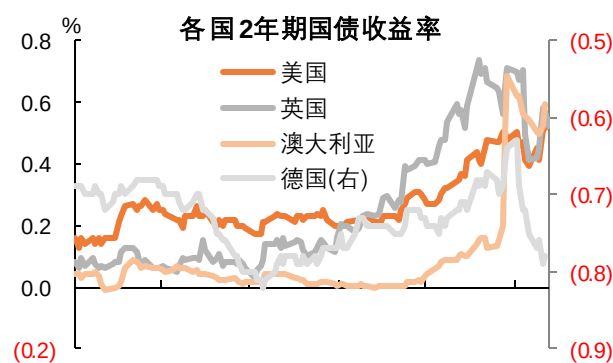


资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 近一周美债市场通胀预期进一步上升



图表21 美国、英国、澳大利亚短端国债利率触底回升



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_29446

