

海外宏观周报

全球股债双杀：似曾相识？

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：

- **全球股债双杀：似曾相识？** 美联储 2021 年 12 月会议纪要表露坚定加息决心，并首次讨论缩表，鹰派程度超市场预期。**1) 关于加息：**在 12 月议息会议后，不乏市场声音认为美联储加息周期可能比点阵图慢。但我们此前已强调：“不要低估美联储加快紧缩步伐的决心！”目前来看，在 3 月首次加息是大概率事件，这已经逐渐成为市场与美联储的共识；我们目前仍预计美联储将于 2022 年内加息 3 次。**2) 关于缩表：**本次纪要提到缩表是超预期的。上一次，美联储在加息周期启动了近 2 年之后才开始缩表。我们认为，美联储最早可能在 2022 年二季度（首次加息后）就尝试开始缩表。**3) 关于市场：**美联储缩表节点提前，主要风险是长端美债收益率较快拉升，继而美股等风险资产施压。回顾 2021 年 2-3 月长端美债收益率上行时期，彼时市场表现与今时简直“如出一辙”：股债双杀、油价逆势上涨、美元波动不大。往后看，短期市场可能将持续呈现 risk off 状态，情绪的缓和或需等到本月美联储议息会议后给出更多指引。
- **海外经济跟踪：1) 美国经济：**美国 12 月非农就业人口增长逊于预期，但失业率降至 4% 以下，薪资跳涨，“小非农”格外强劲等，进一步证明美国劳动力市场紧俏。12 月制造业 PMI 下滑至近一年新低，服务业 PMI 创近一个季度以来新低。美国经济领先高频指标继续下滑，体现新冠疫情蔓延对经济的短期扰动。**2) 欧洲经济：**欧元区 12 月 HICP 同比上涨 5%，略高于 11 月的 4.9%，但同比增速或正在企稳。欧央行仍坚持“通胀暂时论”。欧元区制造业景气在 2021 年底保持韧性，但服务业景气也因疫情冲击而明显下滑。**3) 海外疫情：**全球新冠病例因 Omicron 病毒传播而急剧上升，单日新增确诊数远超 2021 年高峰，不过死亡病例暂未明显上升、仅为 2021 年高峰的一半。近一周，世卫组织（WHO）警告 Omicron 致病虽没有 Delta 严重，但不应被归类为“轻度”。未来全球病例或继续急剧增长，短期或使海外医疗体系承压，同时检测能力或也将受到考验。
- **全球资产表现：股市，**近一周全球大部分股市下跌，中美成长股暴跌。欧洲和部分亚洲股市表现出韧性。本轮美股压力释放幅度尚不及 2021 年 2-3 月水平。**债市，**10 年美债收益率整周大幅跃升 24bp 至 1.76%，超过 2021 年 3 月高点。实际利率整周跃升 32bp 至 -0.72%；隐含通胀预期回落 8bp 至 2.48%。2021 年 2-3 月的美债收益率上升也由实际利率带动，但通胀预期也呈上行趋势。**大宗商品，**CRB 指数整周涨 2.4%。油价整周“逆势”大涨 5%；OPEC+ 维持小幅增产计划，OPEC 实际产量进一步低于目标，美油库存进一步下降。做多原油期货的热情仍处于近 6 个月以来高位。**外汇，**美元指数收于 95.74，处于近一个半月以来新低。美联储缩表压力并未使美元显著走强，而 1 月 7 日美国非农数据不及预期，打压了市场对于美国经济和美元的信心（但对于美联储紧缩的担忧不一定明显缓解）。

一、全球股债双杀：似曾相识？

美联储会议纪要表露坚定加息决心，并首次讨论缩表，鹰派程度超市场预期。美联储 2021 年 12 月会议纪要显示，许多委员认为，或有必要提前或以更快的速度加息。另一方面，许多委员认为，本轮缩表（balance sheet runoff）的适当速度可能会比上一个正常化时期更快。具体来看，会议纪要显示：“几乎所有委员都认为，在首次加息后，在某个时间点启动缩表进程可能是合适的。（Almost all participants agreed that it would likely be appropriate to initiate balance sheet runoff at some point after the first increase in the target range for the federal funds rate.）”但他们也强调，具体决定将取决于经济数据。

我们简要解读与判断如下：

1) 关于加息：在 12 月议息会议后，不乏市场声音认为美联储加息周期可能比点阵图慢。包括德意志银行等国内外机构参考历史经验，或认为美联储点阵图所预测的加息路径往往被推迟，并认为本轮加息进程可能也会更慢。但正如我们在前期报告《美联储“放鹰”，是福是祸？》《美联储正在与市场“赛跑”》等强调：“不要低估美联储加快紧缩步伐的决心！”美联储本轮紧缩周期与历史有诸多不同：复苏迅猛、通胀超调、“同辈压力”（多数非美央行同步紧缩）等。目前 CME 利率期货市场预计美联储将于 2022 年加息 3 次，且首次加息已提前至 3 月。在与市场的博弈中，美联储的最优策略是尽量缩短与市场预期之间的差距。1 月 6 日圣路易斯联储主席布拉德也表示，美联储最早可能在 3 月升息。目前来看，在 3 月首次加息是大概率事件，这已经逐渐成为市场与美联储的共识；我们目前仍预计美联储将于 2022 年内加息 3 次。

2) 关于缩表：本次纪要提到缩表是超预期的。因为在 12 月议息会议后的采访中，有记者提到关于缩表的问题，但鲍威尔仅表述，委员们首次进行了关于资产负债表的讨论，但尚未有任何结论。且上一次，美联储在加息周期启动了近 2 年之后才开始缩表。从本次会议纪要来看，美联储对于缩表的讨论虽是首次，但已经有比较明确的结论。预计在 2022 年 1 月会议中，将进行更加充分的讨论，并开始向市场提供相关指引。我们认为，美联储最早可能在 2022 年二季度（首次加息后）就尝试开始缩表，中性情形或于 2022 年下半年开始缩表，最晚或于 2023 年初缩表。

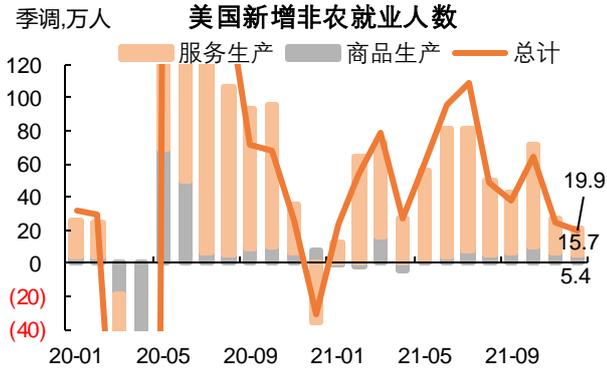
3) 关于市场：美联储缩表节点提前，主要风险是长端美债收益率较快拉升，继而对美股等风险资产施压。美国时间 2022 年 1 月 5 日会议纪要公布后，市场反应明显：美股三大指数跌幅扩大，纳指整日大跌 3.3%；10 年美债升破 1.7%；油价维持涨势；美元指数波动不大、维持在 96 附近。回顾 2021 年 2-3 月长端美债收益率上行时期，彼时市场表现与今时简直“如出一辙”：2021 年 2 月 25 日 10 年期美债收益率急涨，盘中一度涨超 1.6%。这引发了当周全球股票市场普跌，A 股港股领跌，成长板块更显脆弱。截至 2021 年 2 月 26 日当周，A 股创业板指、沪深 300 以及中国香港恒指分别跌 11.3%、7.6% 和 5.4%；美股道指、标普 500 和纳指分别跌 1.8%、2.4% 和 4.9%。不过，当时国际油价仍在上涨并创下 2020 年新冠疫情以来新高。美元指数波动不大，在 90 点附近震荡。（参考 2021 年 3 月 1 日报告《全球股债双杀》。）我们预计短期市场可能仍将持续呈现 risk off 状态，情绪的缓和或需等到本月美联储议息会议后给出更多指引。

二、海外经济跟踪

2.1 美国经济：就业紧俏，景气下滑

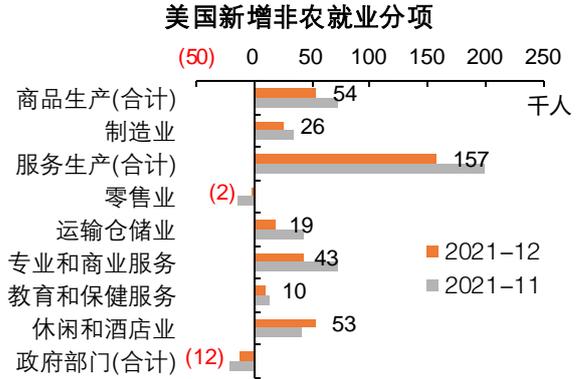
美国 2021 年 12 月非农就业人口增长逊于预期，但失业率降至 4% 以下，薪资跳涨，“小非农”格外强劲等，进一步证明美国劳动力市场紧俏。近一周公布的 2021 年 12 月美国就业市场数据包括：**1) 新增非农就业**仅 19.9 万人，预期增长 44.7 万人，前值（修正后）为 24.9 万人。结构上，商品生产新增 5.4 万人，服务生产新增 15.7 万人，均弱于前值；专业和商业服务、仓储运输等行业就业恢复放缓，不过休闲和酒店业就业恢复加快。**2) 失业率**下降 0.3 个百分点至 3.9%，好于预期的 4.1%，进一步接近美联储最新预测的 2022 年末失业率的 3.5%。**3) 劳动参与率**持平在 61.9%，比疫情前水平低 1.5 个百分点。**4) 非农平均时薪**环比上涨 19 美分至 31.31 美元，同比上涨 4.7%。**5) “小非农”**（ADP 私人部门就业）新增 80.7 万人，数据格外强劲，为 2020 年 6 月以后的第二高（前高为 2021 年 5 月的 88.2 万人）。此外，高频数据看，截至 1 月 1 日当周的初请失业人数为 20.7 万人，仅微幅上升。

图表1 美国 2021 年 12 月非农数据疲弱



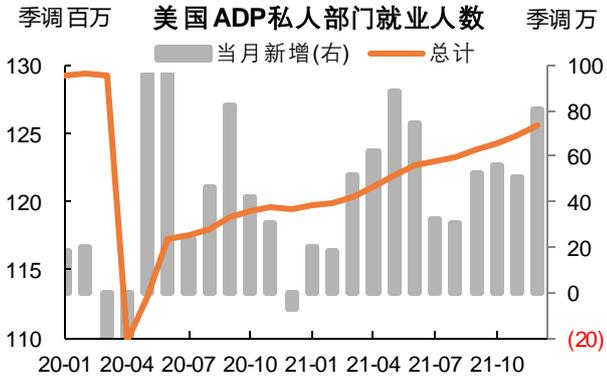
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 运输仓储、商业服务等就业放缓



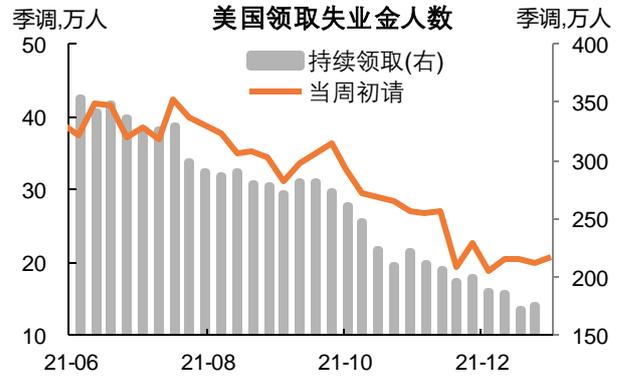
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 美国“小非农”就业格外强劲



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 美国申领失业人数微幅反弹但仍处低位

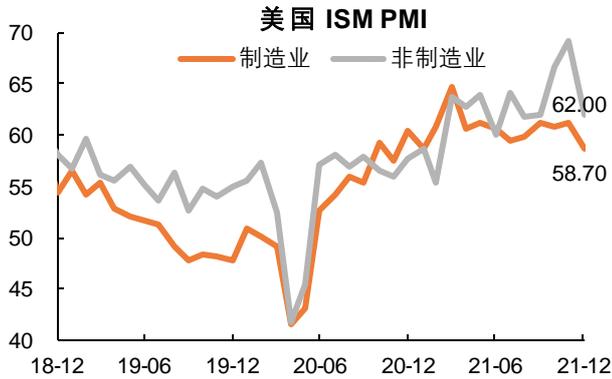


资料来源: Wind, 平安证券研究所

ISM 和 Markit 统计的数据均显示,美国 2021 年 12 月制造业 PMI 下滑至近一年新低,服务业 PMI 创近一个季度以来新低;制造业生产价格压力缓解,但服务业生产价格压力升至历史新高。美国 2021 年 12 月 ISM 制造业 PMI 下降至 58.7,前值 61.1;服务业 PMI 下降至 62.0,前值 69.1。美国 12 月 Markit 制造业 PMI 终值为 57.7,为 2020 年 12 月以来最低。其中,制造业投入物价指数终值为 83.1,为 2021 年 6 月以来最低;产出分项指数终值为 53.8,11 月终值为 53.2。美国 12 月 Markit 服务业 PMI 终值降至 57.6,创 2021 年 9 月份以来新低,前值 58。其中,输入价格分项指数终值升至 77.4,创 2009 年有数据记录以来的新高;商业预期分项指数终值升至 2020 年 11 月份以来新高。

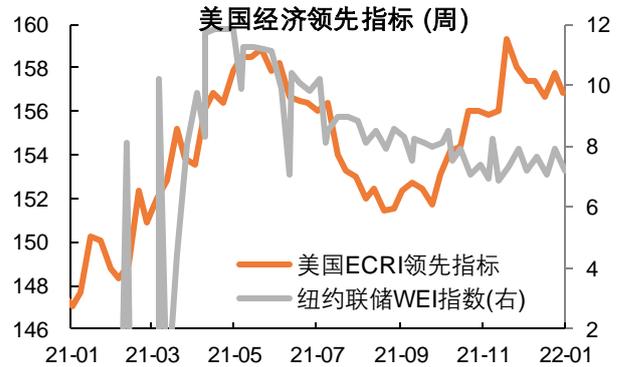
近一周美国经济领先高频指标继续下滑,体现新冠疫情蔓延对经济的短期扰动。截至 12 月 31 日,美国 ECRI 领先指标为 156.81,比前值下降 0.96;截至 2022 年 1 月 1 日,纽约联储每周经济指数 (WEI) 录得 7.16%,也较前值回落 0.75 个百分点。

图表5 美国制造业和服务业 PMI 均明显回落



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表6 美国经济领先指标小幅回落



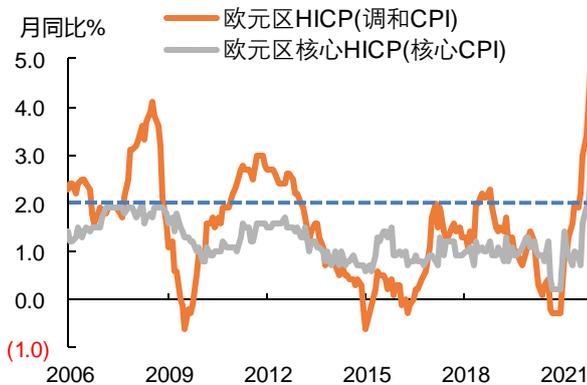
资料来源: Wind,平安证券研究所

2.2 欧洲经济：通胀或正在企稳

欧元区 2021 年 12 月 HICP 同比上涨 5%，略高于 11 月的 4.9%，但同比增速或正在企稳。分项看，能源分项同比上涨 26%，虽仍是主要推动因素，但略低于 11 月的 27.5%；食品、酒精和烟草的价格上涨了 3.2%，高于 11 月的 2.2%；非能源工业品上涨 2.9%，高于 11 月的 2.4%；服务价格上涨 2.4%，低于 11 月的 2.7%。德国 12 月 HICP 初值同比升 5.7%，低于 11 月 6.0%的创纪录增速，同比增速为近六个月来首次放缓。欧央行首席经济学家讲话仍坚持“通胀暂时论”：欧洲央行首席经济学家菲利普表示，在长期价格增长缓慢之后，创纪录的欧元区通胀率为 5%，这很奇怪。但是其重申，通胀是暂时的。并认为 2022 年的通胀率将下降。根据其预测，2022 年欧元区通货膨胀率将高于 2%的目标，但在 2023 年和 2024 年将下降并“略低于”目标。

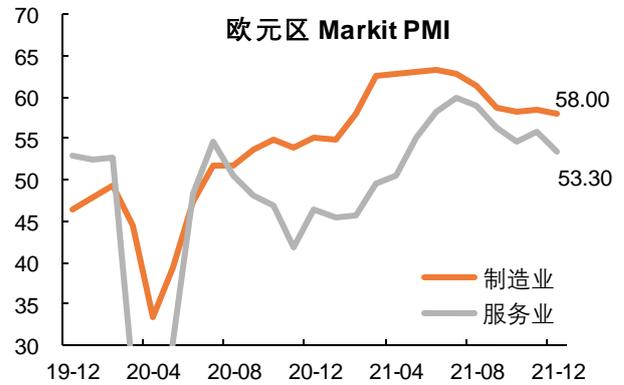
欧元区制造业景气在 2021 年底保持韧性，但服务业景气也因疫情冲击而明显下滑。欧元区 2021 年 12 月 Markit 制造业 PMI 终值从 11 月的 58.4 降至 58.0，与初值相符，仍远高于荣枯分水岭 50。欧元区制造业活动在 2021 年底仍保持韧性，工厂利用供应链瓶颈缓解的时机，以创纪录的速度囤积原材料。欧元区 2021 年 12 月服务业 PMI 终值 53.1，预期 53.3，初值 53.3，创自 2021 年 4 月份新低。奥密克戎来袭掀起新一轮封锁，遏制了欧元区主要服务业的增长，如果实施更严格的限制，增长势头可能会进一步减弱。通胀有所缓解，但仍处于高位。

图表7 欧元区通胀同比增速或在企稳



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表8 欧元区服务业景气度明显下滑



资料来源: Wind,平安证券研究所

2.3 海外疫情：全球病例急剧增长

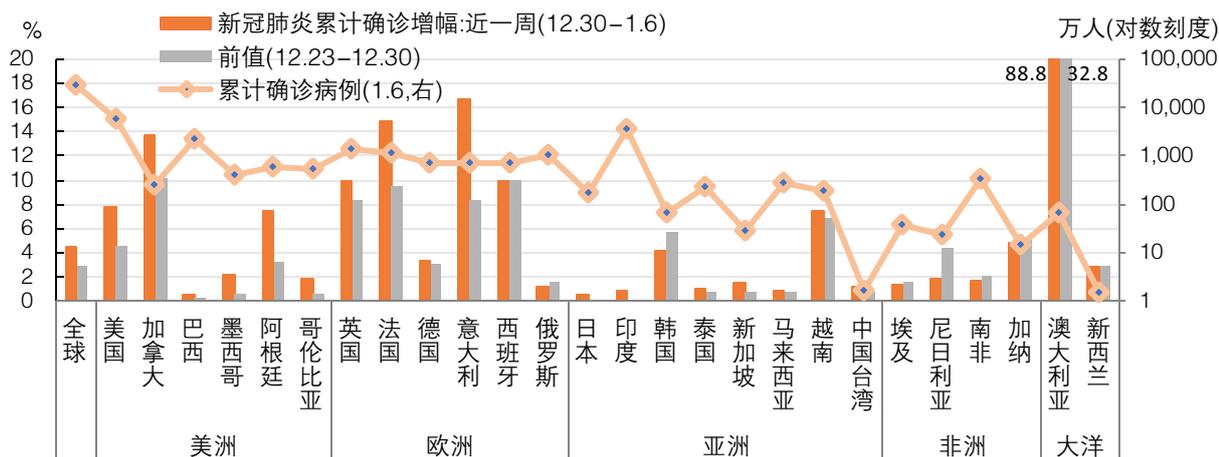
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

全球新冠病例因 Omicron 病毒传播而急剧上升, 单日新增确诊数远超 2021 年高峰, 不过死亡病例暂未明显上升、仅为 2021 年高峰的一半。近一周(截至 2022 年 1 月 6 日), 全球新冠累计确诊病例整周增长 4.56%, 前值 2.99%。其中, 包括美国、加拿大、巴西、墨西哥、阿根廷、英国、法国和意大利等主要美洲和欧洲地区疫情加速扩散, 日本和众多东南亚疫情也开始恶化, 但南非、尼日利亚、加纳等非洲地区疫情增速反而继续下降。截至 2022 年 1 月 6 日, 全球单日新增确诊突破 200 万例, 远超 2021 年高峰时期的 80 万例。但死亡病例增长尚不明显, 目前单日新增死亡平均为 6-8 千人, 仅为 2021 年高峰时期的一半。

近一周, 世界卫生组织 (WHO) 警告 Omicron 致病虽没有 Delta 严重, 但不应该被归类为“轻度”。WHO 官员称, 更多的证据表明新冠病毒 Omicron 变异株正在影响上呼吸道, 引起的症状比以前的变体更轻。早期研究表明, 与 Delta 相比, Omicron 导致的住院风险较低, 在年轻人和老年人中引发严重疾病的风险似乎都有所降低。WHO 总干事谭德塞表示, “虽然与 Delta 相比, Omicron 引发的疾病似乎没有那么严重, 特别是那些接种了疫苗的人, 但这并不意味着应该被归类为轻度。”

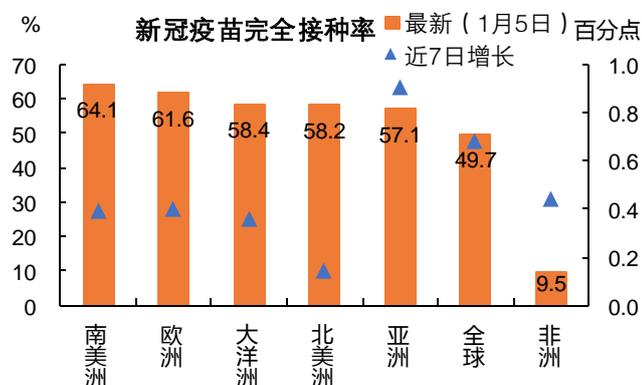
未来全球病例或继续急剧增长, 短期或使海外医疗体系承压, 同时检测能力或也将受到考验。WHO 警告称, 在 Omicron 和 Delta 导致新增感染创纪录之际, 未来一段时间全球新增病例或如“海啸般”袭来。Omicron 的高传播性意味着它将在数周内许多地方成为主流毒株, 在很大一部分人口仍未接种疫苗的国家构成威胁。在 Omicron 变体引发感染率飙升的情况下, 全球各地当局努力设法降低实验室的负担, 解决试剂盒供应紧张问题, 英国和以色列已全面修订新冠检测政策。

图表9 近一周全球确诊病例加速增长, 大部分美洲、欧洲和亚洲地区疫情加速扩散, 但大部分非洲疫情降温



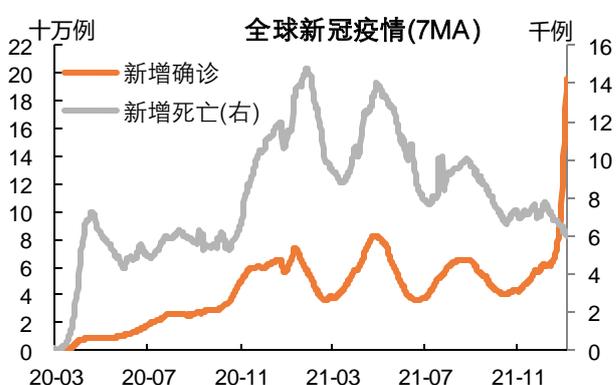
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 近一周全球疫苗接种跟踪



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 全球新增确诊急剧上升, 但死亡病例尚未加速



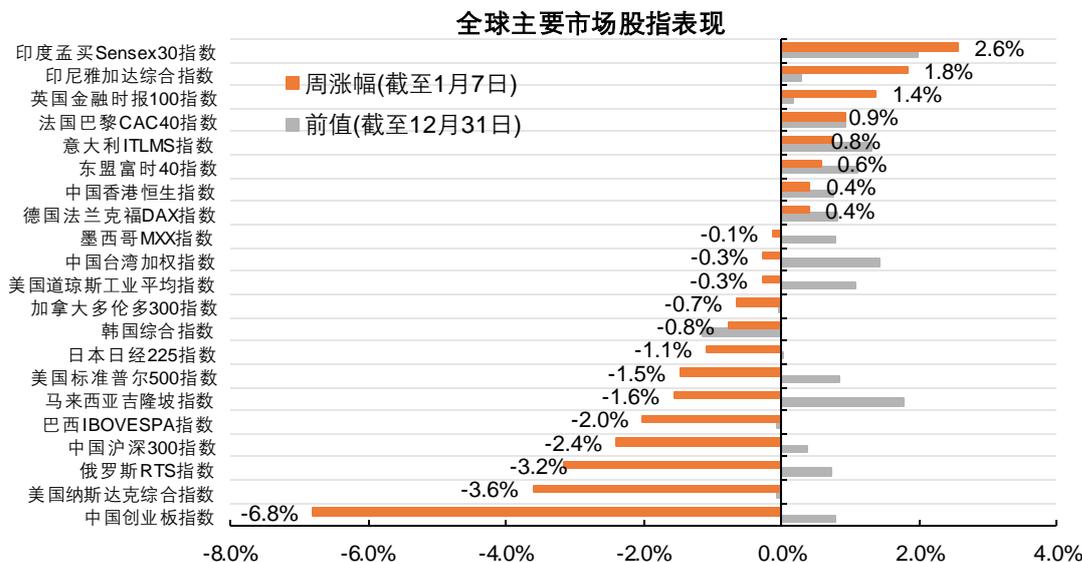
资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、全球资产表现

3.1 全球股市：中美成长暴跌

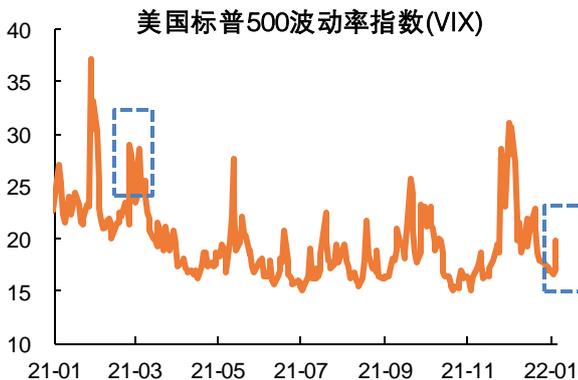
近一周(截至1月7日),全球大部分股票市场下跌,尤其中美成长股暴跌。美股纳指、标普500和道指整周分别下跌3.6%、1.5%和0.3%;A股创业板指和沪深300分别下跌6.8%和2.4%。但欧洲股市和部分亚洲股市表现出韧性,英国FT100、法国巴黎CAC40和意大利ITLMS指数整周分别上涨1.4%、0.9%和0.8%。东盟和中国香港股市整周回暖。往后看,我们猜测本轮美股压力可能需要继续释放;若将2021年2-3月美债收益率上行期间所作为参考系,美股目前的压力可能尚未完全释放,VIX恐慌指数、以及道指和纳指的相对表现(变化),尚不及2021年2-3月水平。

图表12 近一周全球大部分股票市场下跌,尤其中美成长股暴跌;欧洲股市和部分亚洲股市表现出韧性



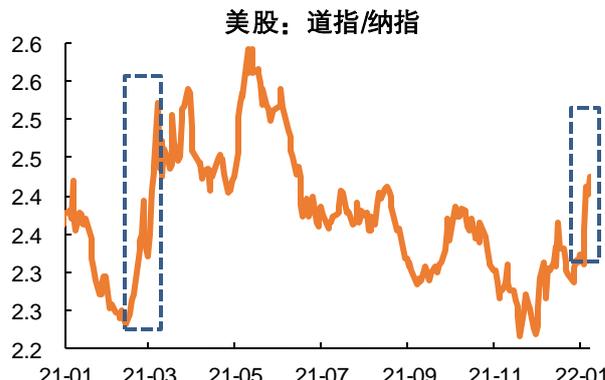
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表13 美股恐慌指数尚不及2021年2-3月水平



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表14 美股成长板块压力也尚不及2021年2-3月水平



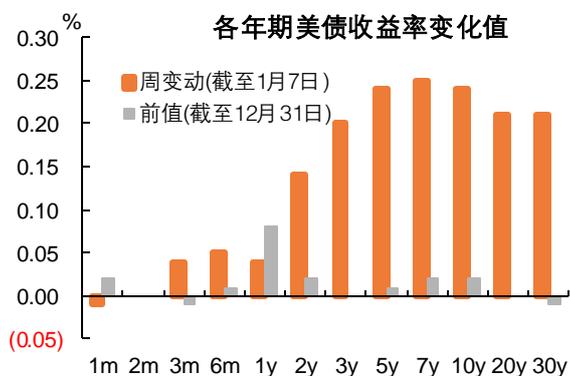
资料来源: Wind,平安证券研究所

3.2 全球债市：长端美债利率跃升

近一周（截至1月7日），长端美债利率大幅跃升，短端美债利率小幅上升，美债收益率曲线陡峭化。美联储会议纪要暗示缩表或很快到来，该政策主要目的恰是为防止美债收益率倒挂，“人为”抬升长端美债利率。具体来看，10年美债收益率整周大幅跃升24bp至1.76%，超过2021年3月高点、创新2020年1月以来新高。其中，10年TIPS（实际）利率整周跃升32bp至-0.72%，创2021年4月以来新高；隐含通胀预期回落8bp至2.48%。

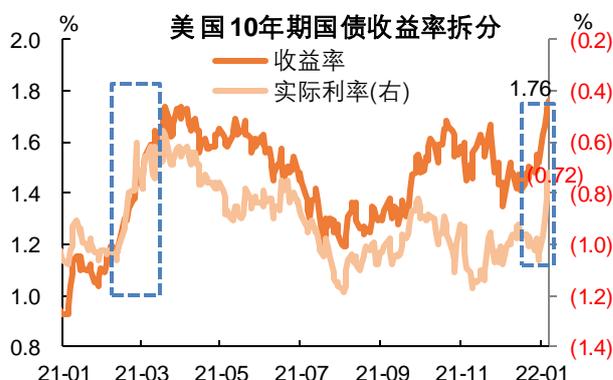
对比2021年2-3月行情，当时10年美债收益率也由实际利率带动，但通胀预期也呈上行趋势，这一点与当下的行情有别。背后原因是，2021年美债利率的上行背景是经济复苏势头迅猛，且美联储以鸽派论调安抚市场，因此表现为通胀预期和实际利率同步上升。但目前的区别在于，市场对于美联储紧缩（缩表）的担忧拉升了实际利率和名义利率，但原本已处于高位的通胀预期受到了美联储紧缩的压制。往后看，我们认为，一方面实际利率或仍有上升空间，因美联储紧缩步伐较为坚决，但另一方面通胀预期可能也会继续下行，最终美债利率上行节奏有望放缓。

图表15 近一周长端美债利率大幅跃升



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表16 近一周实际利率带动美债利率上行, 类似2021年2-3月

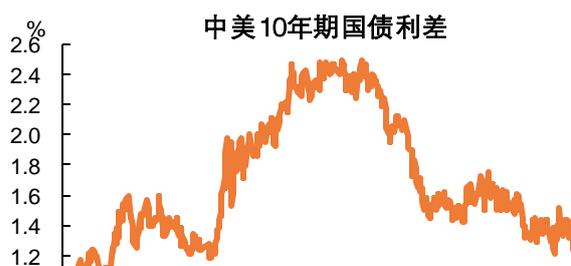


资料来源: Wind,平安证券研究所

图表17 近一周美债隐含通胀预期回落, 不同于2021年2-3月的趋势



图表18 近一周中美10年期国债利差快速收窄, 为2019年7月以来最低水平



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_35808



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn