

## 宏观动态跟踪报告

## 海外“衰退交易”之我见

## 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

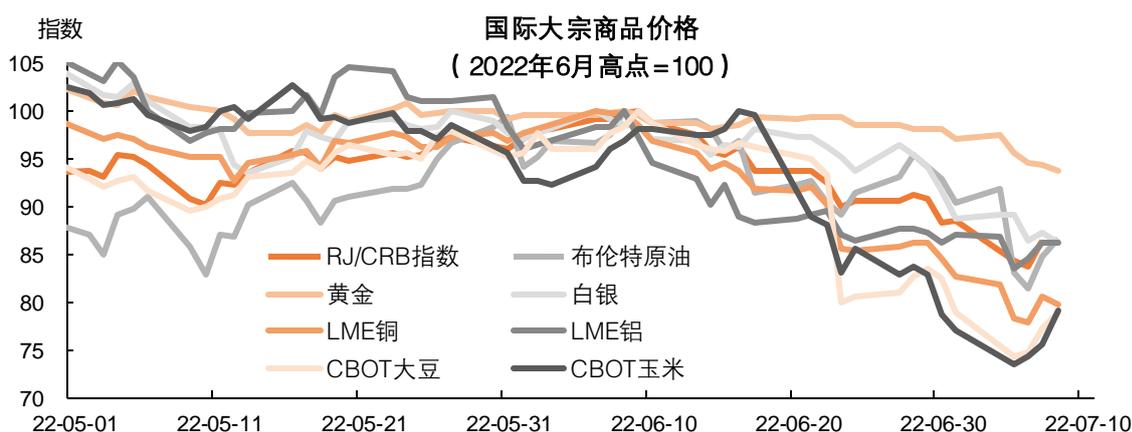


## 平安观点：

- **海外市场“衰退交易”正当时。**大宗商品价格集体降温凸显需求担忧，几乎所有品种商品价格均有下降。“大宗商品之王”原油、对经济景气度高度敏感的“铜博士”，6月以来最深跌幅均可达20%左右。美债市场回暖暗示经济衰退预期升温，10年期美债收益率回落，10年期与2年期美债收益率再度“倒挂”。欧洲市场的衰退预期更为激烈，股市深度调整。
- **美欧经济下行信号渐强。**7月以来美国亚特兰大联储模型预测，今年二季度美国经济将环比萎缩1-2%左右。考虑到美国经济已于一季度环比萎缩1.5%，这意味着“技术性衰退”或即将到来。虽然GDP增速并非经济衰退的唯一标尺，但“衰退”二字无疑更加具象地展现在市场面前。另有一系列具备领先性的经济景气与信心指标，续写了经济下行趋势。
- **美欧央行激进紧缩增大衰退风险。**美欧央行纷纷做出年内最为“鹰派”的表态，加剧市场对经济“硬着陆”的担忧。值得注意的是，美欧货币紧缩对通胀的遏制效果并未立竿见影，央行的强硬态度在金融市场却激起波澜：美国芝加哥联储调整后的金融指数升破0，美国30年抵押贷款利率达到2008年底以来最高水平。
- **衰退预期或令金融波动风险更近一步。**经济预期的走弱增加了金融市场波动风险。6月以来海外金融市场已然风波不断。欧洲方面，欧央行加快退出政策支持，引发债券市场抛售，10年期意大利国债利率一度突破4%的“警戒线”。日本方面，日元快速贬值，令市场怀疑日本央行宽松政策的可持续性，10年日债期货曾两度触发交易所熔断机制。
- **“衰退交易”如何演绎面临三大不确定性。**一是，市场会否低估经济的韧性。美国紧俏的就业市场暗示经济与衰退之间仍有距离。二是，市场会否低估供给的脆弱性。美国原油库存仍处于2004年以来最低水平。欧佩克产量不达标等供给冲击仍在上演。三是，市场会否低估政策的灵活性。如果通胀形势改善，货币政策或更需关注经济下行与金融不稳定风险，继而选择在适当的时点“踩刹车”，尝试实现经济的“软着陆”。
- **人民币资产逆势走出“独立行情”。**新冠疫情以来，美欧似乎太过倚赖货币和财政刺激，而中国逆周期调控更为适度，方使经济行稳致远。虽然今年上半年人民币资产阶段性承压，但展望下半年，在中国复苏和海外衰退的“预期错位”中，人民币资产6月以来不畏外围波动走出“独立行情”。中国经济和市场的稳定表现，为原本黯淡的全球经济前景带来一缕阳光。
- **风险提示：**地缘政治冲突影响超预期，美欧滞胀与衰退压力超预期，金融市场波动超预期等。

海外市场“衰退交易”正当时。截至今年7月上旬，RJ/CRB商品指数距离6月的最高点下调超15%，几乎所有品种商品价格均有下降。“大宗商品之王”原油价格最大回落近20%，对经济景气度高度敏感的“铜博士”最深跌幅超20%，国际大豆、玉米和小麦“三兄弟”齐跌超25%。今年6月以来截至7月上旬，美元指数最大升幅仅5%左右，美元升值对商品计价的影响，难掩商品实际价格的调整。美债市场回暖暗示经济衰退预期升温，10年期美债收益率由6月中旬的3.5%跌落至7月初的2.8%。10年期与2年期美债收益率继今年4月以来再度“倒挂”，但不同的是，这一次倒挂发生于美债利率的下行时期，“衰退交易”的特征更为明显。欧洲市场的衰退预期更为浓烈，截至7月5日的一个月里，德国DAX和意大利ITLMS指数深度回调均超15%，今年以来已累计下跌均超20%。

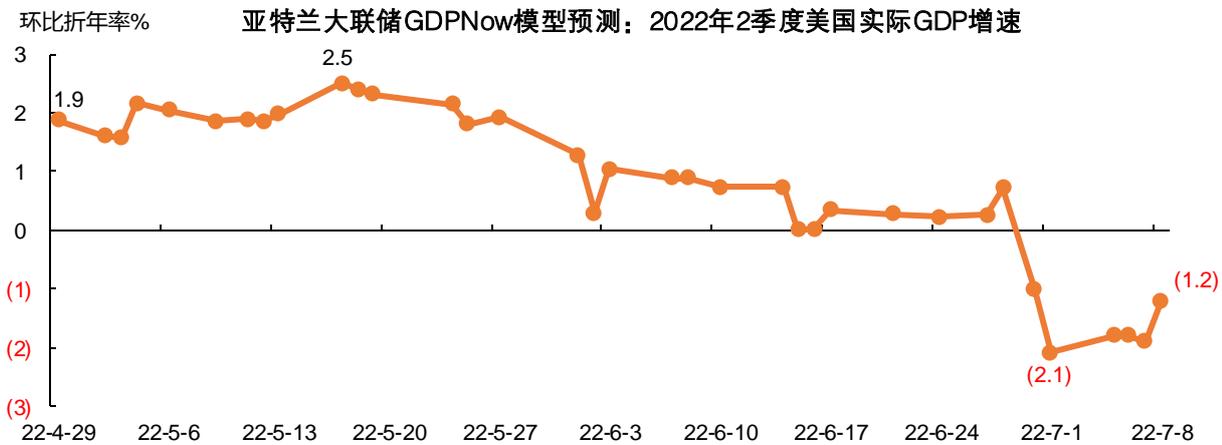
图表1 2022年6月中旬以后，国际大宗商品价格显著回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

美欧经济下行信号渐强。近期公布的经济数据隐忧频现，表明美欧经济景气加速下滑。消费方面，美国5月个人消费支出环比仅增长0.2%，且支出增速自2021年12月以来首次低于收入增速。投资方面，美国5月营建支出环比为-0.1%，为近一年以来首次负增长。7月以来美国亚特兰大联储模型预测，今年二季度美国经济将环比萎缩1-2%左右。考虑到美国经济已于一季度环比萎缩1.5%，这意味着“技术性衰退”或即将到来。虽然GDP增速并非经济衰退的唯一标尺，但“衰退”二字无疑更加具象地展现在市场面前。另有一系列具备领先性的经济景气与信心指标，续写了经济下行趋势。美欧制造业和服务业PMI指数均滑落至近两年以来最低水平；美国6月密歇根消费信心指数已经低于2008年次贷危机时期水平，欧元区7月Sentix投资信心指数也已低于2011年欧债危机爆发时水平。

图2 今年7月以来美国亚特兰大联储模型预测二季度美国经济将环比萎缩1-2%左右

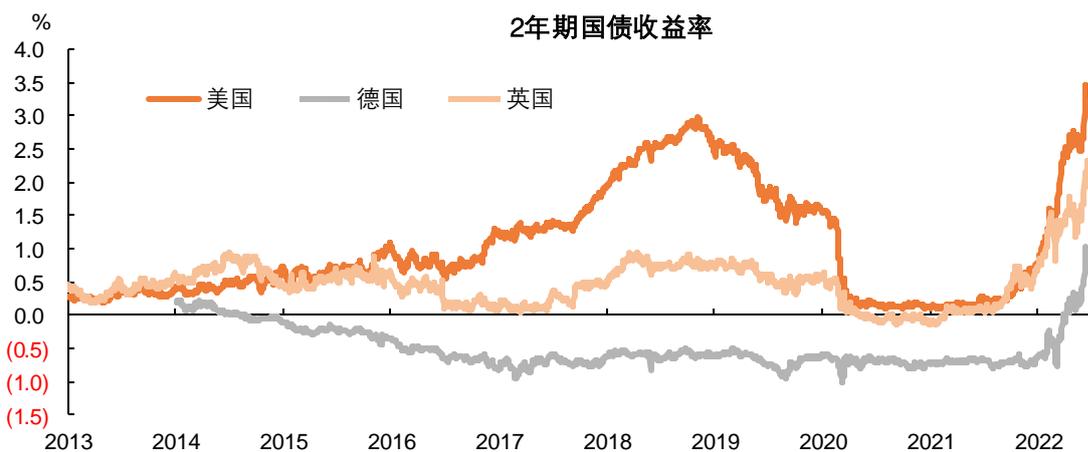


资料来源：亚特兰大联储,平安证券研究所

**美欧央行激进紧缩增大衰退风险。**美欧央行6月以来声势浩荡，纷纷做出年内最为“鹰派”表态，加剧市场对经济“硬着陆”的担忧。欧央行6月9日宣布于7月停止购债计划，并将启动11年以来的首次加息。美联储6月15日宣布加息75BP，并引导市场相信年末美国政策利率将达到3.5%左右的“限制性”水平。美、欧、英央行领导人于6月29日齐聚一堂，更加统一了抗击通胀的战线，均认为通胀是货币政策的头号敌人，并已做好准备采取“更强有力的行动”。

值得注意的是，美欧货币紧缩对通胀的遏制效果并未立竿见影：美联储今年以来已累计加息150BP，英国央行自去年12月以来已累计加息110BP，但最新美英CPI通胀率仍处于近40年以来新高。央行的强硬态度在金融市场却激起波澜：6月上半月，美欧短端国债收益率继续蹿升、续创次贷危机以来新高；6月10日以来，美国芝加哥联储调整后的金融指数升破0，金融体系处于2020年5月以来最紧张水平；截至6月底，美国30年抵押贷款利率达到2008年底以来最高水平。

图3 美欧货币紧缩预期下，短端国债利率大幅攀升，金融市场条件迅速收紧



资料来源：Wind,平安证券研究所

**衰退预期或令金融波动风险更近一步。**纵观历史，金融危机往往比经济危机先行一步，这或许并非偶然。经济预期走弱增加金融市场波动风险，因市场在资产定价过程中容易过度悲观，并且可能产生对货币政策的不信任，催生较为极端的交易行为。

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。

事实上，6月以来海外金融市场已然风波不断：欧洲方面，俄乌冲突后通胀形势急剧恶化，不断迫使欧央行加快退出政策支持，货币紧缩与财政宽松的矛盾，或威胁欧元区债务可持续性，引发债券市场抛售。6月中旬，10年期意大利国债利率突破4%的“警戒线”，新一轮“欧债危机”苗头初现。日本方面，今年以来日元的快速贬值，以及其反映出的日本通胀和外贸逆差困境，不断令市场怀疑日本央行宽松政策的可持续性。在日本央行6月15日会议前夕，投资者押注日本央行可能会放弃收益率曲线控制（YCC），10年日债期货盘中大跌并两度触发交易所熔断机制，10年日债利率收盘时高出日本央行目标2.1个基点。后来，在日本和欧元区货币政策引导下，欧债与日债市场暂时恢复平静，但这些风波仍为我们敲响警钟。

图4 今年6月中旬，日本和欧元区债券市场出现恐慌性抛售，日元和欧元汇率走弱



资料来源：Wind, 平安证券研究所

**“衰退交易”如何演绎面临三大不确定性。**一是，市场会否低估经济的韧性。最新公布的美国6月新增非农就业37.2万人，新冠疫情前这一数字仅20万人左右，紧俏的就业市场暗示经济与衰退之间仍有距离。此外，经济运行存在自我调节机制，若大宗商品价格出现实质性回落，前期受通胀压制的投资和消费需求有望获得一定程度的修复。

二是，市场会否低估供给的脆弱性。6月底以来，美国WTI原油船上交货现价比期货价高出2美元/桶左右，凸显了当下终端供需格局与市场预期的“分道扬镳”。截至6月末，美国原油库存仍处于2004年以来最低水平，且比2014年油价破百时期的库存水平还要低10%左右。未来几个月，原油需求未必出现大幅下滑，而供给或也难明显修复。况且，以利比亚为代表的欧佩克成员产量不达标、挪威石油工人罢工、里海管道联盟暂停石油供应等供给冲击事件仍在轮番上演。

三是，市场会否低估政策的灵活性。若这一轮商品价格持续调整，海外通胀压力或迎来喘息。根据2000年以来油价与美国CPI通胀率的强相关性估算，今年下半年，油价每下降10美元/桶，美国CPI同比或可下降0.4个百分点左右。此外，无论

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\\_43861](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43861)

