

国庆期间海外市场的新变化

当金融风险与通胀风险同时上升

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

李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



平安观点：

■ **当金融风险与通胀风险同时上升。**近两周，市场对美联储加息的预期先降后升，继而美国金融市场随加息预期变化而波动。9 月下旬至 10 月 4 日以前，市场加息预期降温，主因英国养老金危机、瑞信暴雷传闻等金融风险信号冒头，加上英国央行重启 QE、澳洲央行放缓加息等举措，令市场怀疑全球央行紧缩的可持续性。10 月 4 日及以后，加息预期反弹，主因市场关于瑞信暴雷的担忧缓解，且 OPEC+ 宣布大幅减产并快速抬升油价，加上美国就业市场数据仍然强劲，市场重新认识到美联储持续加息的可行性与必要性。往后看，一方面，**国际金融风险不容小觑，且不排除成为货币紧缩的掣肘**；另一方面，**国际油价在冬季存在回补风险，美国 CPI 通胀率回落的幅度可能受限**。继而，**美欧央行需要在“稳金融”和“抗通胀”之间，艰难地寻求平衡**。美欧央行有可能出台有针对性的举措（如加强口头指引、重启 QE、启动新的金融工具、为金融机构注资等），以帮助维护金融市场稳定，为抗击通胀创造政策空间。对于市场而言，在前期货币紧缩预期较满、资产价格调整幅度较大的背景下，短期美股美债可能回暖、美元汇率可能回落；但是，**当前判断市场风格切换仍然为时尚早**。未来一段时间，**金融风险与通胀风险仍将并存，不宜盲目押注美欧央行政策转向**；如果发生重大金融风险事件，市场或受到新一轮冲击。市场风格切换，或需等到美欧通胀压力实质性缓和、经济衰退兑现，继而货币政策切实转向。

■ **海外经济与政策跟踪：**1) OPEC+ 宣布自 11 月起大幅减产 200 万桶/日；美国立即追加石油抛储规模。2) 美联储多位官员发声，继续传递抗击通胀信号。3) 美国方面：美国 9 月非农数据再超预期，失业率再度回落，工资环比增速小幅反弹，整体劳动力市场依然紧张；9 月制造业 PMI 降至疫情以来新低，服务业 PMI 趋稳；8 月核心 PCE 同比增速超预期反弹；8 月职位空缺数量环比大幅减少。4) 欧洲方面：欧元区 8 月 PPI 同比、环比增速均上行；欧元区 8 月失业率继续保持低位。

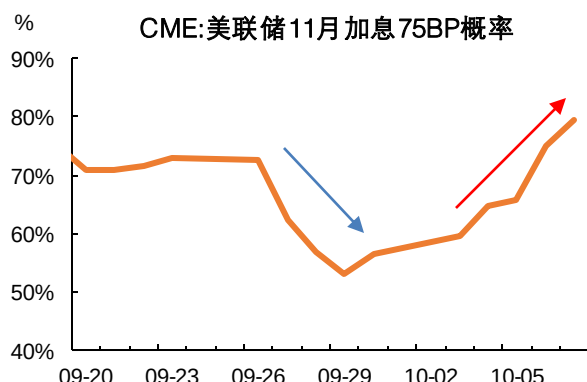
■ **全球资产表现：**1) **股市方面**，全球股市多数收涨，亚洲及新兴股市涨幅领先。美股道指、标普 500、纳指整周分别上涨 2.0%、1.5%、0.7%。2) **债市方面**，加息预期升温引短端美债收益率上行，1 年期以下美债收益率上行幅度均超过 10BP，10 年期美债收益率整周上涨 6BP 至 3.89%。10 年期意债与德债利差升破 250BP 的“警戒线”。3) **商品方面**，主要大宗商品价格多数上涨，原油、贵金属等走强。WTI 和布伦特油价整周分别大涨 16.5% 和 11.3%，至 92.6 和 97.9 美元/桶。4) **外汇方面**，美元指数整周小幅反弹 0.54% 至 112.76，而非美货币走势分化，加元、新加坡元等（兑美元）有所升值，而瑞郎、英镑、欧元、澳元、日元等贬值。

■ **风险提示：**地缘局势变化、海外金融风险上升、国际能源形势恶化等。

一、当金融风险与通胀风险同时上升

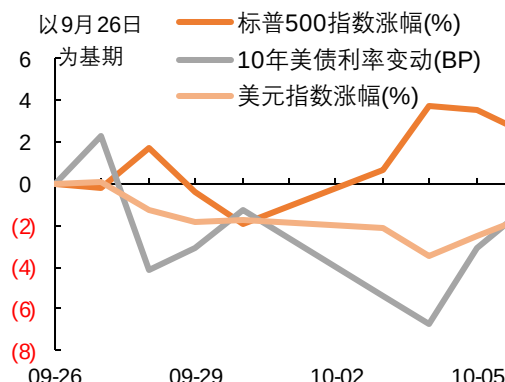
近两周，市场对美联储加息的预期先降后升，继而美国金融市场随加息预期变化而波动。CME 数据显示，美联储 11 月加息 75BP 的概率在 9 月 26 日以前保持在 70% 以上，但 9 月 28 日至 10 月 3 日期间回落至 60% 以下，10 月 4 日以后持续反弹并于 10 月 7 日接近 80%，创下美联储 9 月 21 日议息会议以来新高。与此同时，海外资产价格受加息预期影响而波动：10 月 3-4 日，美股标普 500 和纳斯达克指数两日累涨 5.7%，10 年美债收益率累跌 21BP 至 3.62%，美元指数下跌 1.8% 至 110.2；10 月 5-7 日，标普 500 和纳指三日分别累跌 4.0% 和 4.7%、整周涨幅缩窄至 1.5% 和 0.7%，10 美债收益率三日累涨 27BP 至 3.89%、整周累涨 6BP，美元指数反弹至 112.8、整周累涨 0.5%。

图表1 近两周市场对美国加息的预期先降后升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 美国金融市场表现随加息预期变化而波动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

10 月 4 日以前，加息预期为何降温？英国养老金危机、瑞信暴雷传闻等金融风险信号冒头，加上英国央行重启 QE、澳洲央行放缓加息等举措，令市场怀疑全球央行紧缩的可持续性。

具体来看：1) 英国央行宣布无限量 QE 救市。9 月下旬英国政府宣布大规模减税计划后，英镑暴跌、英国债券市场遭遇抛售，英国养老金遭遇抵押品危机，迫使英国央行出手救市。9 月 28 日，英国央行宣布推迟量化紧缩 (QT)，并无限量地增加长端国债的购买，理由是“市场运行失调，有金融稳定风险”。2) 瑞信暴雷传闻扰动市场。10 月 2 日，澳洲广播公司 (ABC) 记者发布推文称，“一家大型投资银行濒临破产”，市场随即将矛头指向最近深受各种负面消息困扰的瑞士信贷 (Credit Suisse)，引发瑞信股价暴跌、信用违约互换 (CDS) 价格暴涨。3) 澳洲央行加息不及预期。10 月 4 日，澳洲联储加息 25 个基点至 2.60%，而市场预期为加息 50 个基点，此前该央行已连续 4 次加息 50 个基点。其突然放缓的加息进程，令市场怀疑全球央行紧缩是否正在步入尾声。

10 月 4 日及以后，加息预期为何反弹？一方面，市场关于瑞信暴雷的担忧缓解；另一方面，OPEC+ 宣布大幅减产并快速抬升油价，加上美国就业市场数据仍然强劲，市场重新认识到美联储持续加息的可行性与必要性。

具体来看：1) 瑞信风波暂缓。10 月 4 日，有关“大型银行濒临破产”的推文被删除，瑞信美股盘中涨幅近 9%；10 月 7 日，瑞信宣布回购价值 30 亿瑞郎 (约 30 亿美元) 的自身债券，瑞信美股盘前迅速涨超 6%；截至 10 月 7 日美股收盘，瑞信股价报 4.85 美元/股，收复 9 月 21 日以来跌幅。2) OPEC+ 大幅减产引发油价反弹至一个月以来新高。10 月 5 日，OPEC+ 宣布自 11 月起大幅减产 200 万桶/日，布伦特和 WTI 原油期货价在 10 月 4-7 日里累计涨幅均超过 10%，10 月 7 日分别收于 98 和 93 美元/桶，创 8 月 30 日以来新高。3) 美国就业数据仍然强劲。10 月 7 日公布数据显示，9 月美国新增非农就业人数 26.3 万，高于预期的 25.5 万；失业率环比意外回落 0.2 个百分点至 3.5%，为新冠疫情以来最低水平。

如何看待金融风险？我们认为，全球央行强力紧缩之下，国际金融风险不容小觑，且不排除成为货币紧缩的掣肘。事实上，在今年 6 月中旬，欧洲和日本债券市场出现剧烈波动，已是金融风险冒头的信号。近两周，英国养老金危机、瑞信风波等，

进一步为全球市场和央行敲响警钟——央行强力紧缩下的金融风险不容小觑。从一些关键指标看，美国金融市场压力也在上升：9月下旬以来，芝加哥联储（调整后）美国金融状况指数继6月以来再一次升破0，此前这一指标为正的时期均对应着不同程度的“金融危机”（2007-08年次贷危机、2011年欧债危机、2020年初“美元荒”等）。美国5-7年企业债与10年国债的利差，在9月下旬超过2个百分点，刷新2020年5月以来新高。

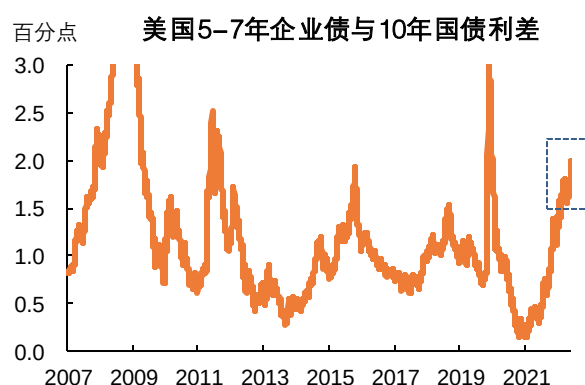
“金融稳定”是美联储以及绝大部分央行的隐含职责之一，也是货币紧缩以抗击通胀的隐含前提。如果金融风险继续上升，央行很难心无旁骛地推进紧缩，正如英国央行重启QE所显示的那样。

图表3 美国金融状况指数再度升破0



资料来源: Wind, 平安证券研究所

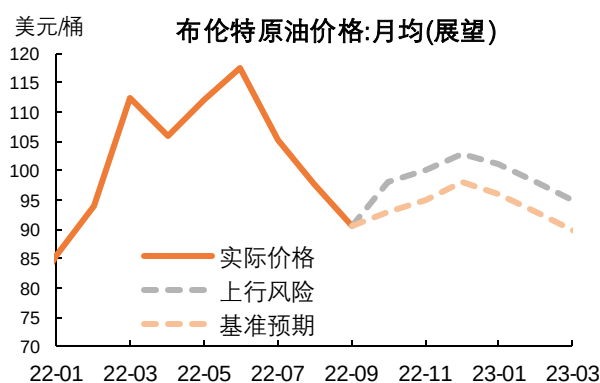
图表4 美国企业债与国债利差进一步走阔



资料来源: Wind, 平安证券研究所

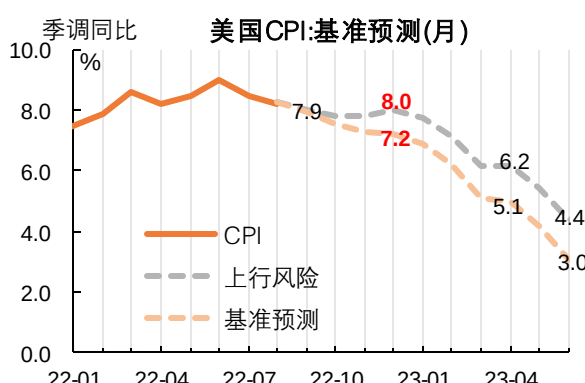
如何看待通胀风险？ 鉴于 OPEC+ 已宣布大幅减产，加上冬季能源需求明显高于夏季，欧洲能源纾困政策效果或不及预期，国际油价在本轮冬季（今年 10 月至明年 1 月）存在回补风险。对于美国而言，7-8 月美国 CPI 通胀率有所回落，主因能源价格回落；我们测算，假设未来 3-4 个月能源价格环比不再回落（甚至小幅增长），美国 CPI 月度环比或回升至 0.5-0.7%，今年年末 CPI 同比可能接近甚至突破 8%；即便 2023 年一季度 CPI 环比回落至 0.2-0.3%，CPI 同比仍可能达到 5-6%，与 2% 的目标仍有很大距离。继而，考虑到高通胀的持续性，在不发生重大金融风险事件的前提下，美联储大概率维持 9 月会议的加息计划，即将政策利率推升至 4.5% 以上、且维持一段时间。

图表5 国际油价在本轮冬季可能反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 美国 CPI 通胀率在今年4季度回落幅度或有限



资料来源: Wind, 平安证券研究所

往后看，美联储及海外央行需要在“稳金融”和“抗通胀”之间，艰难地寻求平衡。美欧央行有可能出台有针对性的举措（如加强口头指引、停止 QT 或重启 QE、重启或设立新的金融工具缓解局部流动性紧张、为特定金融机构注入资金等），以帮助

维护金融市场稳定，努力为持续加息以抗击通胀创造政策空间。但需要指出的是，“高通胀”和“高金融风险”的环境是史无前例的（1970-80年代美国通胀虽高、但金融市场的复杂程度远不及当下；2008、2011年美国次贷危机、欧债危机时期，金融风险虽高，但通胀压力远不及当下，央行救市不受物价目标的掣肘），如果“金融风险”比“经济衰退”提早降临，海外央行货币紧缩进程可能被迫提前放缓甚至转向。

对于市场而言，在前期市场对货币紧缩预期较满、资产价格调整幅度较大的背景下，短期美股美债回暖、美元汇率回落可能“不足为奇”；但是，当前判断市场风格切换仍然为时尚早。未来一段时间，金融风险与通胀风险仍将并存，不宜盲目押注美欧央行货币政策转向；况且如果发生重大金融风险事件，市场势必会受到新一轮冲击。市场风格切换，或需等到美欧通胀压力实质性缓和、经济衰退兑现，继而货币政策切实转向时。

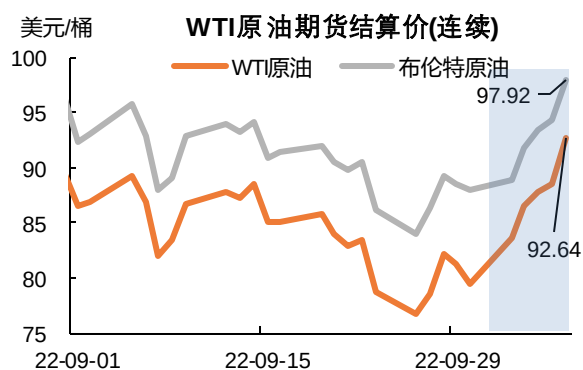
二、海外经济与政策跟踪

2.1 OPEC+大幅减产

OPEC+宣布自11月起大幅减产200万桶/日。10月5日，石油输出国组织（欧佩克）与非欧佩克产油国第33次部长级会议在奥地利维也纳举行，会议决定从11月起，将原油总产量日均下调200万桶，本次减产将创下新冠疫情以来欧佩克石油最大减产幅度。2021年全球原油消费量约为9400万桶/日，这意味着本次OPEC+的减产计划相当于全球石油需求量的2%左右。同时，本次减产的有效期或延至2023年12月31日。俄罗斯副总理诺瓦克也表示，俄罗斯可能会削减石油产量，以抵消西方对俄罗斯石油实施价格上限带来的影响。本次OPEC+协议是在欧盟对俄罗斯石油进口禁令生效前达成的，市场担心此举将会加剧供应紧张，推高通胀。

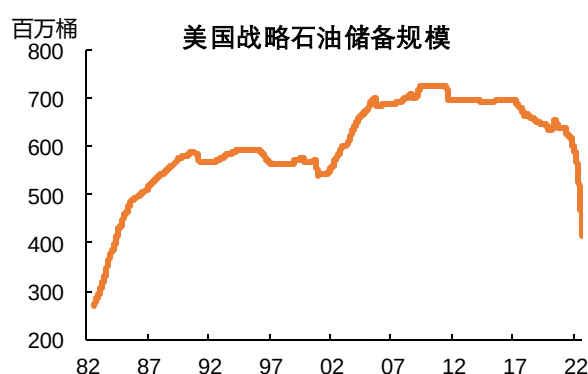
在OPEC+宣布减产决定之后，美国立即追加石油抛储规模。当地时间10月5日，白宫发表声明称，美国能源部将继续执行总共1.8亿桶的战略石油储备释放计划，在下个月再向市场释放1000万桶战略石油储备。目前，美国战略石油储备规模已降至1984年以来最低。同时拜登还呼吁美国能源公司继续通过缩小批发和零售汽油价格之间差距来降低油价。不过，此举并未能缓解能源市场的紧张情绪，本周下半周国际原油价格明显反弹。

图表7 本周国际油价明显反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 今年以来美国战略石油储备规模大幅下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 美联储维持“鹰派”

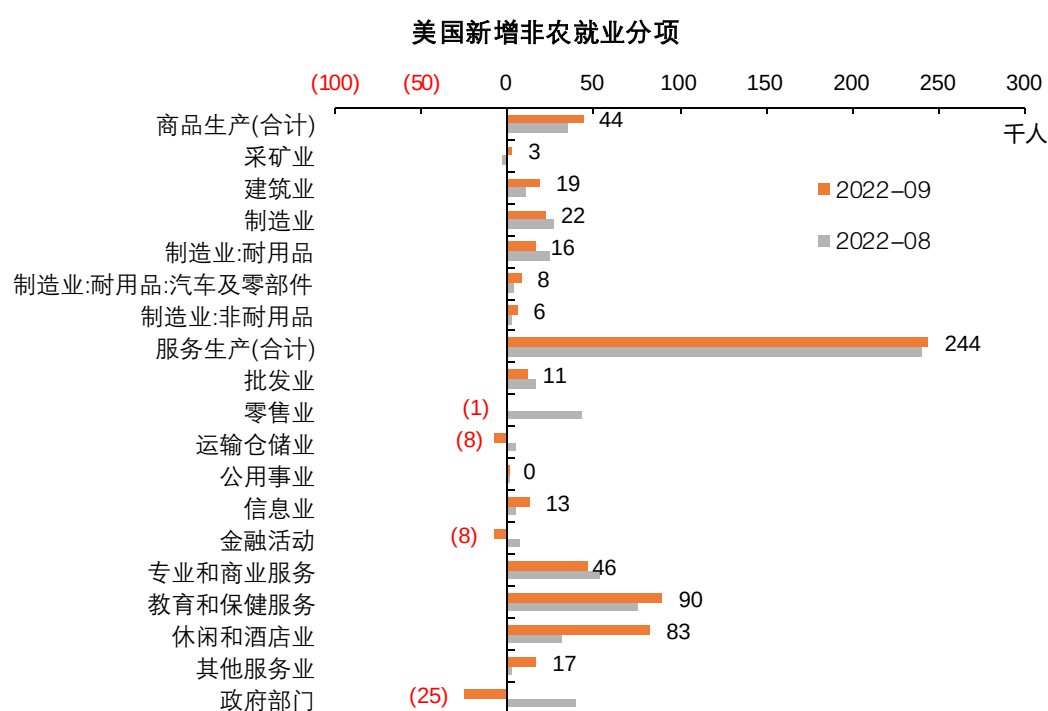
美联储多位官员发声，继续传递抗击通胀信号。国庆假期期间，沃勒、埃文斯、库克、博斯蒂克等多位美联储官员接连发声，向外传递继续抗击通胀的信号。美联储理事沃勒表示，目前还没有在通货膨胀问题上取得有意义的进展，预计明年年初还会加息，美国经济在2022年下半年的增长将低于趋势水平，且本周五的就业报告可能不会改变美联储应该专注于降低通胀的观点。美联储埃文斯表示，货币政策需要更具限制性，因为通胀率很高。美联储还需要进一步加息，并朝着4.5%-4.75%利

率的方向前进，很可能到明年春季达到，美联储下次会议将讨论加息 50 个基点还是 75 个基点，政策制定者们预计未来两次会议的加息幅度为 125 个基点。美联储理事库克表示，恢复价格稳定可能需要持续加息，然后在一段时间内实行限制性利率政策，直到有信心将通胀稳定在 2%。美联储博斯蒂克表示，希望美联储在年底前实现 4% 到 4.5% 的利率，并警告不要“过早地”改变方向，如果通胀没有迅速回到 2%，美联储不应“反应过度”。

2.3 美国经济：非农数据再超预期

美国非农数据再超预期。美国劳工部 10 月 7 日公布的数据显示，9 月美国新增非农就业人数 26.3 万，高于预期的 25.5 万。其中商品生产、服务生产方面新增就业人数均高于 8 月，而政府部门新增就业人数转负，是 9 月新增非农就业人数回落的主要拖累因素。具体来看，商品生产中的采矿业、建筑业以及制造业中的汽车及零部件、非耐用品等行业新增就业人数均小幅回升。而服务生产中的休闲和酒店业、其他服务业、教育和保健服务业等行业新增就业人数明显增长，或与开学季来临以及出行、娱乐活动增加有关，但零售业、运输仓储业以及金融活动等服务业新增就业人数出现负增长。

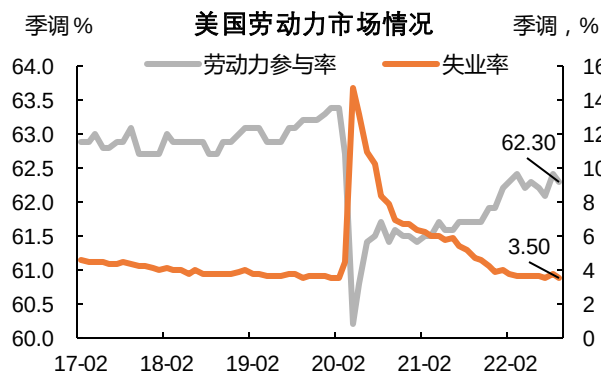
图9 美国 9 月商品生产、服务生产新增非农就业人数继续增长，政府部门为主要拖累因素



资料来源: Wind, 平安证券研究所

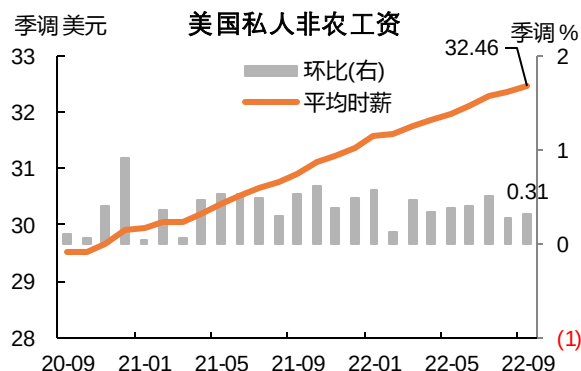
美国 9 月失业率再度回落，工资环比增速小幅反弹，整体劳动力市场依然紧张。9 月美国失业率环比下降 0.2 个百分点至 3.5%，而劳动参与率仅略降 0.1 个百分点至 62.3%。整体来看，当前美国劳动力市场供需仍较为紧张，这在私人工资增速上同样有所体现：9 月美国私人工资环比增长 0.31%，同比增长 5.0%，工资上涨带来的通胀压力并未明显缓解。非农数据发布后，市场加息预期再度升温，10 月 7 日当日美股明显下跌，道指、标普 500、纳指跌幅单日分别达到 2.1%、2.8%、3.8%，而 10 年期美债收益率上涨 6BP，美元指数亦得到支撑。

图表10 美国 9 月失业率再度回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 美国 9 月工资环比增速小幅反弹

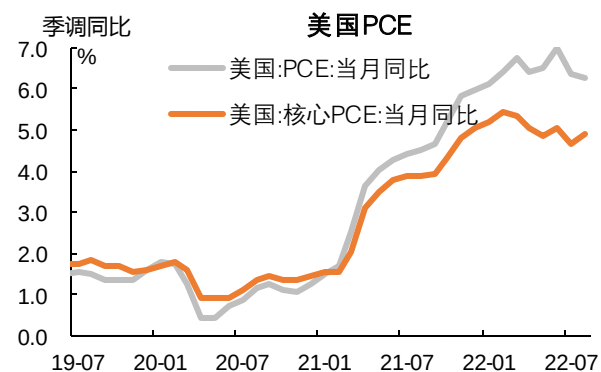


资料来源: Wind, 平安证券研究所

美国 8 月核心 PCE 同比增速超预期反弹。9 月 30 日美国商务部公布的数据显示, 美国 8 月 PCE 物价指数同比增长 6.2%, 高于市场预期的 6%, 前值由 6.3% 上修至 6.4%, 同比增速为连续第二个月下滑, 并创今年 2 月份以来最低增速; 8 月 PCE 物价指数环比为 0.3%, 高于预期的 0.1%, 前值-0.1%。不过, 剔除食品和能源价格的核心 PCE 物价指数 8 月同比增长 4.9%, 高于预期的 4.7%, 前值亦由 4.6% 上修至 4.7%, 同比增速创今年 5 月以来最高纪录; 8 月核心 PCE 物价指数环比增长 0.6%, 高于预期的 0.5%, 环比增速仍接近历史高位。

美国 8 月职位空缺数量环比大幅减少。10 月 4 日美国劳工部职位空缺和劳动力流动调查 (JOLTS) 公布的数据显示, 美国 8 月份职位空缺降幅超过预期, 从 7 月的 1120 万减少至 8 月的 1010 万, 降至 2021 年 6 月以来的低点, 且低于市场预期的 1110 万, 表明美国劳动力需求尽管仍然强劲, 但正在放缓。从行业来看, 职位空缺降幅最大的是医疗保健和社会援助、其他服务和零售贸易。同时, 8 月美国招聘也出现了下滑, 劳工部的数据称, 8 月总招聘人数降至 627.7 万, 这是自 2021 年 5 月以来的最低水平。

图表12 美国 8 月核心 PCE 同比增速反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 美国 8 月职位空缺数量大幅减少



资料来源: Wind, 平安证券研究所

美国 9 月制造业 PMI 降至疫情以来新低, 服务业 PMI 趋稳。制造业方面, 9 月美国制造业供给状况小幅改善, 但需求端大幅回落, 新订单指数环比下降 4.2 至 47.1, 为 2020 年 6 月以来最低值。另外, 在 8 月的明显反弹之后, 9 月美国制造业就业指数再度回落至荣枯线以下, 表明制造业就业的紧张情况继续缓和。**服务业方面,** 美国 9 月 ISM 服务业 PMI 降至 56.7, 高于市场普遍预期的 56.0, 但略低于前值 56.9, 总体来看表现较为平稳。分项来看, 代表供需的商业活动、新订单分项均

出现回落，而就业分项则出现了明显反弹。分行业来看，9月住宿和餐饮服务，艺术、娱乐和休闲，运输和仓储等三个行业位于收缩区间，而其他15个行业仍在扩张。

图表14 美国9月制造业PMI降至疫情以来新低，服务业PMI趋稳

分项	美国 ISM 服务业 PMI				美国 ISM 制造业 PMI			
指数	2022.9	2022.8	变化	趋势延续(月数)	2022.9	2022.8	变化	趋势延续(月数)
PMI	56.7	56.9	-0.2	28	50.9	52.8	-1.9	28
商业活动/生产	59.1	60.9	-1.8	28	50.6	50.4	0.2	28
新订单	60.6	61.8	-1.2	28	47.1	51.3	-4.2	1
就业	53	50.2	2.8	2	48.7	54.2	-5.5	1
交付	53.9	54.5	-0.6	40	52.4	55.1	-2.7	79
库存	44.1	46.2	-2.1	4	55.5	53.1	2.4	14
价格	68.7	71.5	-2.8	64	51.7	52.5	-0.8	28
积压订单	52.5	53.9	-1.4	21	50.9	53	-2.1	27
新出口订单	65.1	61.9	3.2	8	47.8	49.4	-1.6	2
进口	51.3	48.2	3.1	1	52.6	52.5	0.1	4
库存情绪	47.2	47.1	0.1	2	N/A	N/A	N/A	N/A
客户库存	N/A	N/A	N/A	N/A	41.6	38.9	2.7	72

资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.4 欧洲经济：南欧国家债务风险持续暴露

能源价格上涨，欧元区8月PPI同比、环比增速均上行。10月4日欧盟统计局数据显示，8月欧元区PPI同比上升43.3%，高于市场预期的43.2%，前值为38.0%；环比增速继续上行至5%，创今年三月以来最高。从细分项目上看，能源仍是推动欧元区PPI上行的主要因素，8月欧元区PPI在能源领域环比大涨11.8。除能源外，8月非耐用消费品环比上涨0.8%，资本品领域环比上涨0.4%，耐用消费品环比上涨0.3%，中间产品环比上涨0.1%，扣除能源后的总工业价格环比仅上涨0.3%。

欧元区失业率继续保持低位。9月30日欧盟统计局公布的数据显示，欧元区19国8月份失业率达6.6%，与上月及预期值持平，相较去年同期略有下降，但仍意味着有近1100万人处于失业状态。而在欧盟27国范围内，失业率则为6.0%，意味着失业人数为近1300万。分国家来看，德国、法国、意大利、比利时等经济体8月失业率均持平或回落，而荷兰等经济体失业率有所反弹。

OECD宣布将通胀加权的通胀，短时间中国际能源价格或继续高位震荡，这也意味着欧元区的通胀压力将持续显现。五

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_47003

