



王涵谈资产表现那点事儿： 近期全球资产走势的三处 “背离”



文/新浪财经意见领袖专栏作家 王涵



内容摘要

6月联储会议以来全球资产：疫情反复导致市场整体“Risk Off”。分资产看，整体上国债>高收益债>商品>股票。分区域看，美元资产表现整体好于其他资产：美股、美债、美元均走强。权益市场方面，发达跑赢新兴、成长重新跑赢价值，新兴市场资金转为净流出。债券市场方面，美债曲线明显平坦化，10年期美债一度下破1.2%。全球避险情绪的背后，主要是受Delta变种病毒影响，6月以来欧洲和美国疫情出现反复，主要发达经济体的经济复苏的势头均有所放缓。

资产三处“背离”：美债利率超预期下行，美股一枝独秀，美元走强。

虽然在疫情反复背景下，全球整体资产呈现“避险抬头”，但部分资产走

势仍超出市场预期：(1) 6月会议美联储释放边际转紧信号，但10年期美债利率却持续下行，一度下破1.2%；(2) 美债上涨的同时，美元明显走强；(3) 在其他股市整体下跌的同时，美股“一枝独秀”。

美长债利率缘何“无视”联储转紧、通胀超预期，持续、快速下行：

结构上看：接受“暂时性通胀” + 经济预期恶化。

拆分10年期美债名义利率看，通胀预期和实际利率均有下行。一方面，5月CPI大超预期，机构迅速上修对年内通胀预期，联储也随后上调了通胀预期，使得市场逐步 price in 联储对通胀容忍度的上升。另一方面，财政退坡叠加疫情反复，经济复苏预期也明显降温。

购买者看：财政“泄洪”释放流动性 + 欧洲投资者加大购买。

财政部TGA释放大量流动性，美债供给整体减少，而SLR豁免结束限制了银行国债持有，流动性涌入货基进而存入ONRRP也需要国债抵押，这共同推升美债价格。此外，基于“基本面美强于欧，货币政策美紧于欧”，欧洲投资者加大了对美债的购买。

资金整体回流美国，推动了美元和美股的走强。如前所述，美国在基本面和货币政策方面的相对吸引力，使得资金回流美国，助推了美元的走强。而利率下行抬升估值，进一步推升了美股。

展望：长期美联储仍是“覆水难收”，关注三季度波动的风险。在高债务的压力下，美联储仍然有动力配合财政压低利率。但即使是在“覆水

难收”道路上，联储“做做样子”的调整也可能带来波动。当前市场预期量打得越满，联储边际调整超出市场预期的可能性也越高。需持续关注 7-9 月联储操作及其对市场带来的潜在冲击。

风险提示：疫情形势发展超预期；美欧货币政策调整超预期。

6 月联储会议以来的资产走势：

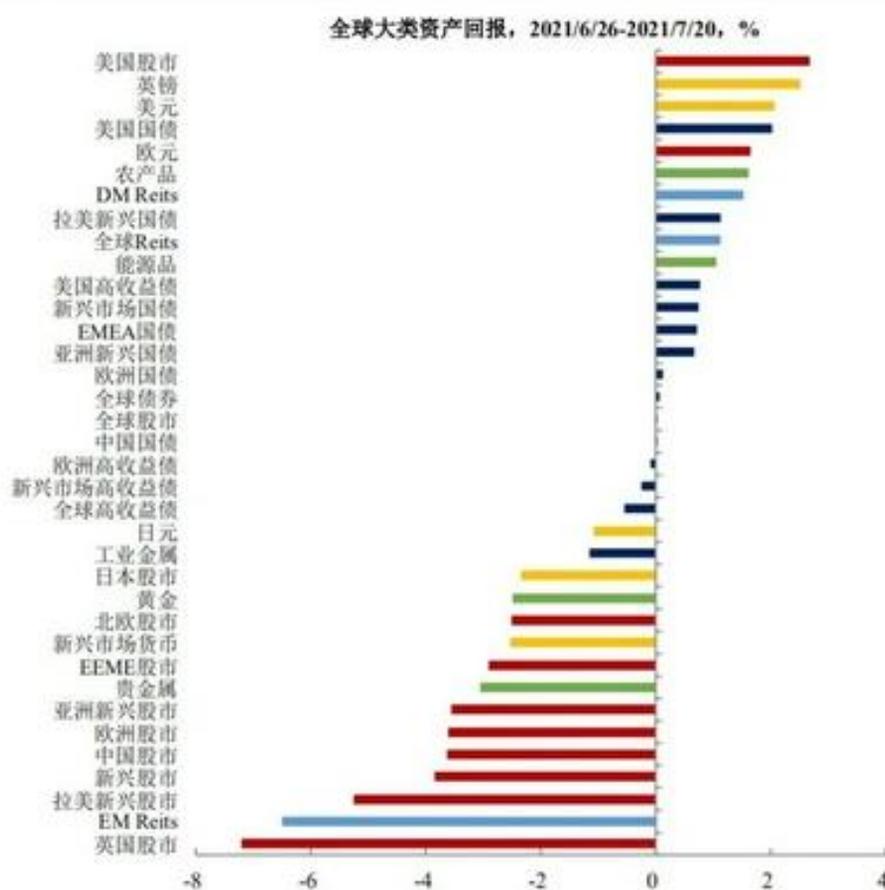
整体避险&三处背离

图表 1：6 月美股、美债走强，全球市场整体呈现 Risk-off

6 月联储 FOMC 会议以来，全球资产走势整体呈现 Risk Off：

1) 分资产看，整体上国债 > 高收益债 > 商品 > 股票；

2) 分区域看，美元资产表现整体好于其他发达经济体和新兴经济体资产；美股、美债、美元均走强。



注 1：股市均为 MSCI 总回报指数，债券均为 Bloomberg Barclays 债券指数，商品为标普高盛总回报指数，均为以美元计。

注 2：EMME 指欧洲新兴与中东地区，EMEA 指欧洲、中东、非洲。

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2: VIX 和避险指数均有所上升, 市场避险情绪升温

市场避险情绪有所升温: Westpac 避险指数自 5 月以来整体上行, VIX 指数在 7 月中旬也有小幅抬升。

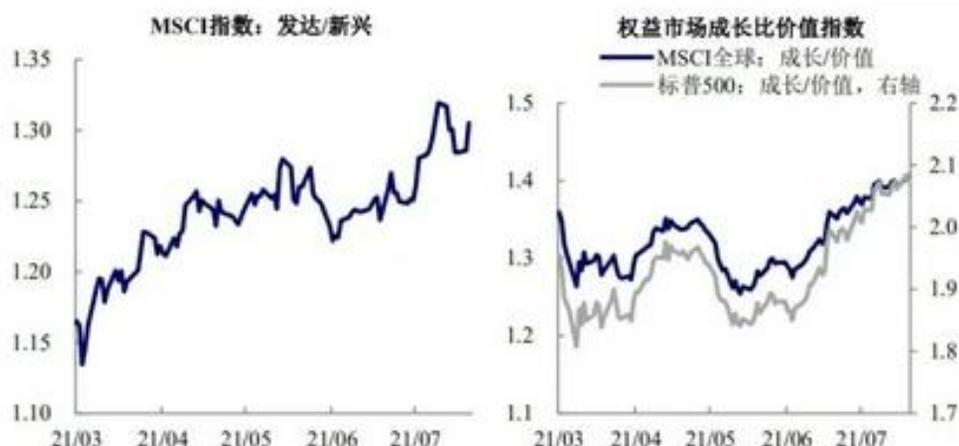


数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3: 6 月美联储会议后, 权益市场发达跑赢新兴、成长跑赢价值

权益市场方面:

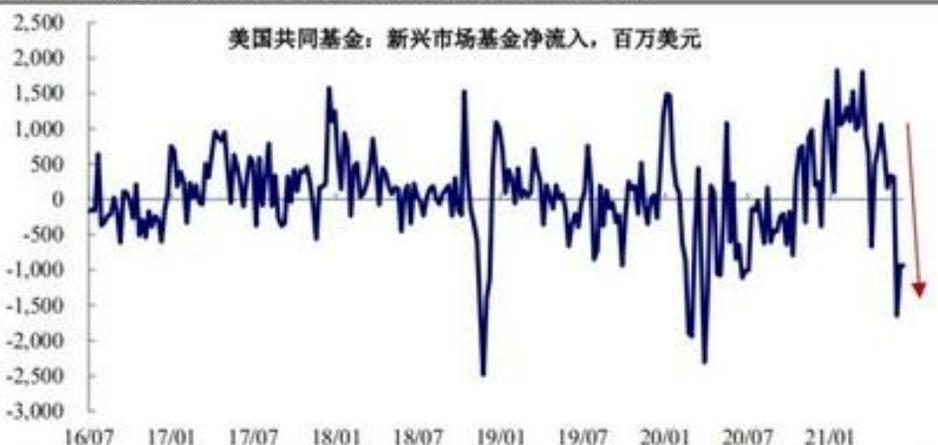
- 1) 发达经济体跑赢新兴市场; 以及虽然其他市场股票整体下跌, 美股表现却呈现领跑, 这是资产表现令人“费解”的背离之处一。
- 2) 无论是全球还是美国, 股市风格均有所反转: 成长重新跑赢价值。



注: 成长和价值并不以市值来区分, 成长股根据收入增速、PE 和动量三个因子来划分。
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4: 5 月下旬以来, 新兴市场基金资金整体净流出

进一步来看新兴市场, 5 月下旬以来, 新兴市场基金的资金流开始从净流入转为净流出。



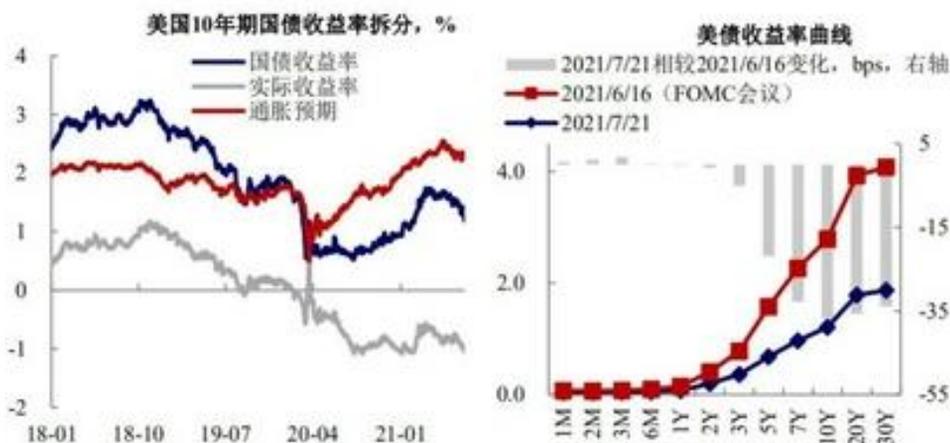
数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5: 10 年期美债利率持续下行, 美债收益率曲线平坦化

债券市场方面:

(1) 虽然 6 月会议美联储释放边际转紧信号, 但 10 年期美债利率持续下行至 2 月前后的位置, 且通胀预期与实际利率均在下行, 这是背离之处二;

(2) 长端下行的同时, 中短部整体调整有限, 美债收益率曲线明显平坦化。

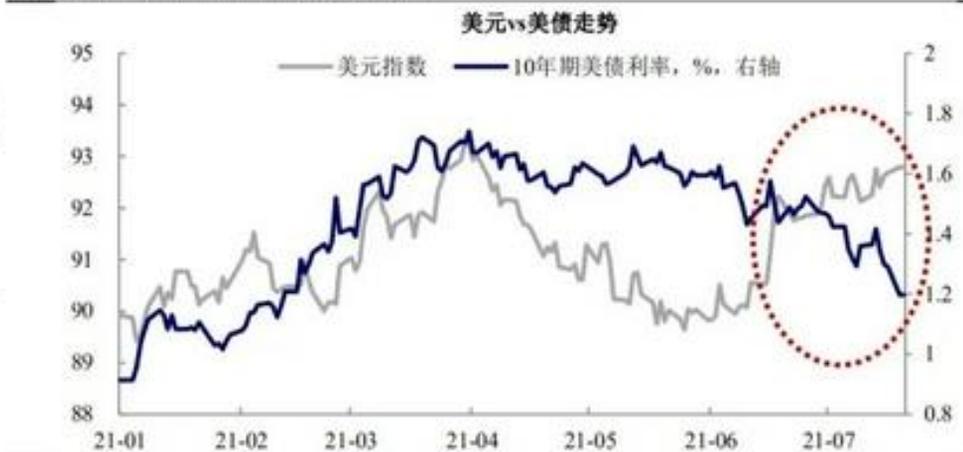


数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6: 美债利率与美元走势背离

历史上来看, 美元与美债利率走势在多数时期呈现一定正相关性。

但 6 月 FOMC 会议后, 美债利率下行的同时, 美元反而上行, 这是背离之处二。



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

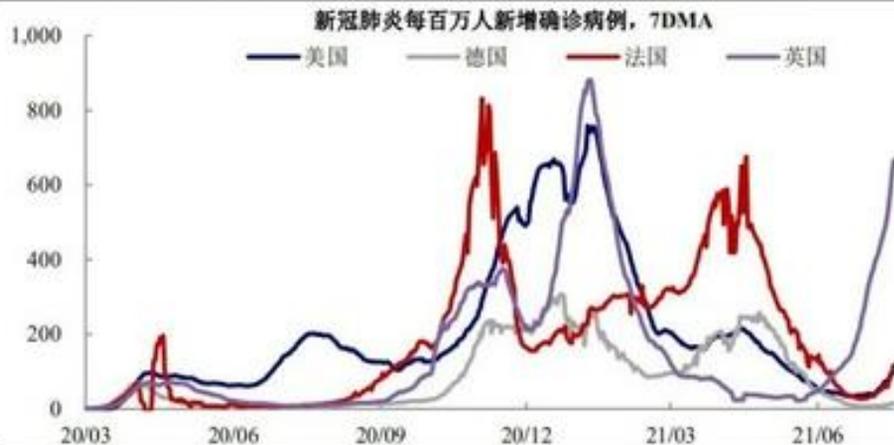
易于理解的“避险”:

Delta 扰动下的复苏预期恶化

图表 7: Delta 变种病毒扰动下, 疫情再次抬头, 经济复苏预期恶化

易于理解的在于“避险”的部分:

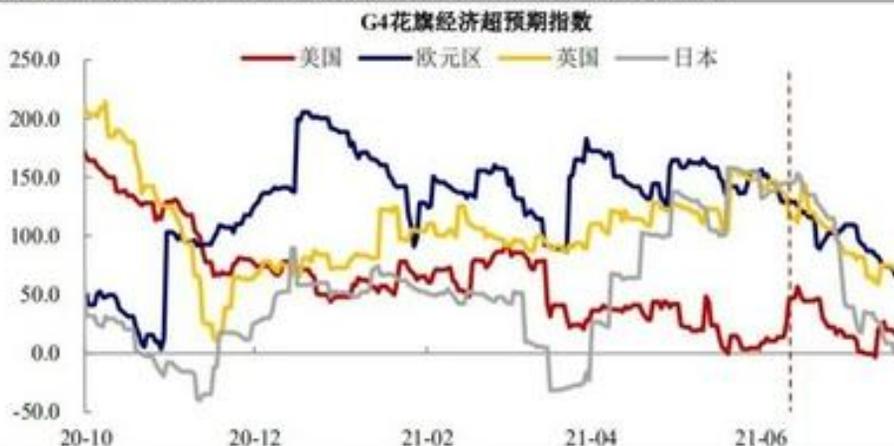
受 Delta 变种病毒影响, 英国自 6 月以来新增确诊大幅升高, 已接近前期高点; 美国与欧洲其他经济体疫情也在 7 月以来迎来明显反弹。



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 8: 6 月以来, 主要发达经济体的经济数据整体弱于预期

在此背景下, 主要发达经济体的经济复苏的势头均有所放缓。



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

如前所述, 虽然在 Delta 变异毒株扰动下, 全球整体资产呈现“避险抬头”, 但部分资产 (主要是美元资产) 的走势仍然超出市场预期:

(1) 6 月议息会议美联储通过点阵图进行预期引导, 释放了边际转紧的信号, 但 10 年期美债利率却持续下行, 一度下破 1.2%, 下行幅度明显超出市场预期。

(2) 和今年以来美元、美债利率的同向变动不同的是, 6 月以来, 美债利率下行的同时, 美元明显走强。

(3) 在其他主要市场股市均下跌的时候，美股“一枝独秀”。

在本部分，我们资产表现的“背离”，进行进一步探讨。

三处背离的背后：从美债说到美元和美股

美债：

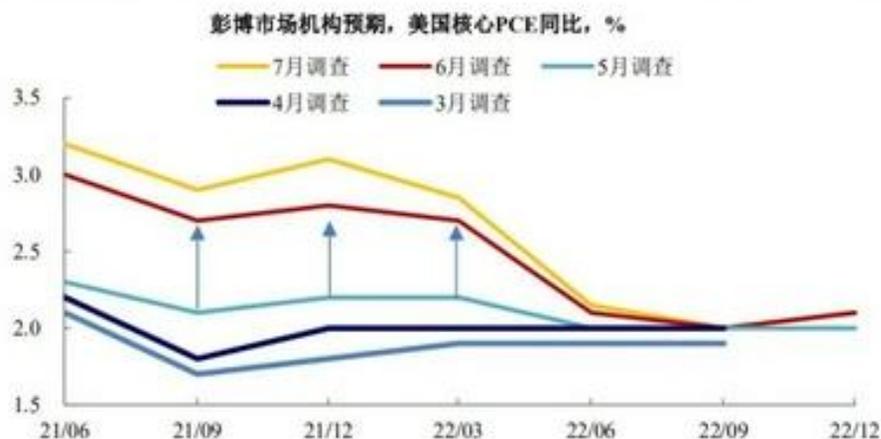
1) 结构上看：接受“暂时性通胀” + 经济预期恶化

2) 购买者看：财政“泄洪”增加货币基金流动性 + 欧洲投资者加大购买

图表 9：2021 年 6 月公布 CPI 数据后，机构显著上调了对 21 年内美通胀预期

1) 如何理解通胀预期的下行：

2021 年 6 月公布 5 月 CPI 数据之后，美国主要金融机构显著上调了对 22 年 1 季度之前的核心通胀预期。



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

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_32844

