



彭文生：外围动荡，如何布局？





全球市场风险偏好下滑，7月19日美股大幅收跌，油价大幅下挫，10年期美债收益率跌破1.2%，创下自2月以来的低位。外围动荡，原因何在？如何把握后市走势，提前布局资本市场？

宏观

多因素致美债利率创新低，反弹待促发因素

7月19日美债10年期利率下跌10bp，一度跌破1.2%，其中实际利率和通胀预期大致各贡献一半。实际利率跌至-1.1%，基本回到年初水平。在《长端利率普跌，货币政策分化》中提到，过去一周后半段全球主要经

经济体长端利率明显下跌，全球资产呈现 risk off 的特征。除美债季节性[1]和技术因素[2]之外，在德尔塔毒株全球扩散、美国政策退坡、以及劳动力市场供需错配加剧的背景下，市场或许正在下调美国中长期经济增长预期（上半年尤其 3 月在多重利好下，市场预期打得过满），和相应的，下次加息周期下的终端政策利率（详见《预计美债利率 Q3 后期反弹》）。另外，近期美债供需失衡也是压低利率的重要因素。过去两个月，美联储购买了几乎所有的美债净供给，这个比例年初至今是 60%。

我们构建的美国经济中短期预期差[3]表明消费者对美国中长期经济增长更为悲观。历史上，美债 10 年 2 年利差与该预期差高度相关，该预期差收窄，即消费者对中长期更为悲观时，往往预示着长端利率向下承压。5 月底该预期差显著收窄，对应 6 月利率曲线显著平坦化（6 月议息会议加速平坦化）；6 月底最新预期差持续收窄，预示着接下来曲线将有进一步平坦化（主要由长端驱动）的压力。另外，财政货币政策退坡的风险降低了市场对经济潜在增长和自然利率 r^* 的预期，而 r^* ，根据我们的研究，恰恰是美债实际利率的中枢。6 月 25 日公布的财政支出初步协议不及预期，一路下跌 30bp。

除了以上基本面因素，交易和配置因素仍在发挥作用。美债作为唯一的大体量（较）高收益安全资产，其本土和海外投资者的吸引力巨大，尤其在风险偏好回落时。过去几个月，在较低波动环境下，套利交易盛行。本土投资者以接近零的融资成本套入较高的长端收益；同时，欧洲和日本

的投资者也可享受可观的外汇对冲后的美德、美日利差。另外，在低利率波动环境下，风险平价基金增配债券。最后，TGA（Treasury General Account，美国财政部在美国中央银行的存款账户）压降导致的流动性泛滥为这些套利交易提供充裕弹药。同时，为了压降 TGA，财政部缩减债券发行，减少国债净供给。以上交易配置行为和 TGA 压降提升了长久期美债的相对需求，进而对利率形成向下压力。

上周五密歇根大学调查中消费者预期降至近五个月低点，尤其其中一项显示物价高企已经开始抑制受访者的消费需求。上周日 OPEC+ 达成协议，给成员国更多增产空间，周一油价大跌，拉动通胀预期下跌，进而和实际利率（市场对中长期增长预期）一起带动名义利率继续走低。下周 Conference Board 调查数据可以帮助我们更好判断消费者对经济的预期调整，其与密歇根大学消费者预期组成的中短期预期差往往对利率曲线（2 年 10 年利差）有一定领先性。未来几周，我们仍预计 10 年利率在 1.3%-1.4% 震荡，并于 9 月反弹。反弹需要触发剂。触发器包括但不限于美联储官宣购债缩减，疫苗升级进而对德尔塔毒株形成有效保护，财政力度的超预期，流动性的边际收紧，债务上限提升后长久期债券的供给增加。

全球经济复苏方向未变，但节奏或放缓

刘政宁

近期海外资产价格波动加剧，一个讨论较多的话题是美国经济增速见顶。我们认为，从 GDP 环比增速看，美国 Q2 GDP 年化环比增速或达到

9%，确实大概率为年内高点，但下半年增速也不会差。考虑到美国居民剩余储蓄仍然较多，我们预计 Q3 和 Q4 GDP 年化环比增速仍分别有望达到 5%和 4%左右（这里也考虑了一些供给瓶颈带来的拖累），仍将显著高于 2010-19 年 2.3%的季度平均环比增速。换句话说，下半年美国经济仍将以高于趋势的速度扩张，美国经济见顶的说法其实是被夸大了。

欧洲方面，由于主要国家疫苗接种开启的时间晚于美国，其经济重启的时间也晚于美国。目前来看，欧元区主要国家的服务业在加快修复，欧元区整体 GDP 环比增长高点或将出现在 Q3。这意味着下半年欧元区经济也有继续扩张的空间。

但我们也注意到，近期一些抑制增长的风险因素在增多，一是美国供给瓶颈在加剧，二是疫情反复带来扰动。这些因素尚不至于逆转经济复苏的趋势，但会影响复苏的节奏。

供给方面，二季度以来，美国的供给瓶颈有所加剧，最为突出的是劳动力短缺。由于人手不足，一些企业被迫推迟扩张或缩减业务，生产经营活动受到影响。如果供给瓶颈持续时间较长，也会给美国经济带来“滞”的压力，经济复苏的斜率也将下降，这点需要特别关注。

疫情方面，近期 Delta 病毒在英国和部分东南亚国家快速扩张，美国疫情也出现反弹。从宏观分析的角度看，我们主要关注疫情是否会对供给和需求带来负面冲击，比如疫情是否会导致社交隔离，令生产和供给再次陷入停滞。截止目前，在发达国家，我们尚未看到这种的迹象，一个原因

是发达国家疫苗接种率较高，能够降低感染风险。但不排除一些人会因为担心疫情而进行自发的社交隔离，进而对劳动力供给和线下消费需求带来一定负面影响。对发展中国家而言，由于疫苗接种不足，政府实施社交隔离措施的可能性相对较高，这些国家的经济增长将面临比发达国家更大的下行风险。

美联储货币政策不确定性进一步上升。我们之前的基准情形是，美联储将在7月底的议息会议上继续讨论Taper事宜，最快会在9月宣布Taper。但如果疫情对美国乃至全球经济增长带来较大负面影响，不排除美联储也会延后Taper的时间点。总而言之，下半年美国货币政策面临较高不确定性，变数也非常大。

固定收益

近期海外市场风险偏好下降，美债收益率再次下降，其实前一阶段国内债市与美债类似，市场本来预期债券收益率会上升，但是5月以来债券收益率持续下行，尤其是央行全面降准之后10年国债收益率快速降至3%以下，目前10年国债活跃券在2.93%附近。回过头来看，全球债券收益率都在下降，这可能不是单独现象，这背后可能反映的是虽然全球经济环比在复苏，但是剔除基数效应之后，经济增速并没有回到疫情之前，比如二季度GDP环比增速并不高哦，而两年复合增速也只有5.5，仍然低于2019年四季度的5.8%，既然经济没有回到疫情前，债券收益率自然不应该高于疫情前。

之前债券投资者普遍比较谨慎，主要可能有三点担忧：一是担心流动性不能保持宽松，二是地方债供给会不会冲击比较大，三是美联储 taper 海外流动性收紧对国内会不会有影响。不过这几点疑虑正在逐步消除：一是央行全面降准打消了流动性顾虑，央行不但没有收紧，反而可能进一步宽松，市场担心 PPI 高位意味的通胀压力，但是从上游到下游传递不足，央行更担心整体经济复苏；二是七月之后地方债发行仍然不快，这背后可能是多方面考虑，一方面是避免基建进一步刺激上游商品价格上涨，另一方面也有防范隐性债务增长的考虑；三是美联储收紧顾虑打消，既然美国投资者都不太担心，国内就更不用太担心。之前市场顾虑较多比较谨慎，很多投资者踏空，7 月以来市场补仓行为持续，预计不会很快结束，配置行为可能继续支撑市场。

从货币政策看，短期 MLF 和 LPR 都没有动，短端可能不会出现大幅下降，但是在控制地产和基建背景下，市场会面临缺高收益资产的问题，这种缺资产的状况可能会推动利差进一步压缩，长端仍可能会有比较好的表现。更何况目前海外风险开始显现，上半年支撑经济的外需出现较大不确定性，加上地产基建持续受限，如果经济下行压力加大，后续基准利率也可能下调，这样收益率下行空间可能进一步打开。当然在控地产基建背景下，需要防范相关领域违约风险。

策略

受担忧变异病毒在全球主要国家升级可能引发新一轮大范围防控封锁、

进而拖累增长前景的影响，全球市场周一进入避险模式，欧美股市大跌，10 年美债大幅回落至 1.19%，基本回到 2 月初此轮利率走高前的水平。美元指数受避险和欧洲受损更大两者共同的推动而走强至 93 以上，进而压制了黄金的表现。国际油价则大跌 6.5%，进一步加剧了市场的波动与担忧。

局部疫情的反复可能对全球市场和主要资产带来何种影响，我们从海外和中国两个角度分析如下。

从海外视角看，首先，仅就市场本身来看，突然大跌并没有太多直接的“先兆”和催化剂，英国等地 Delta 变异病毒导致的疫情升级已经持续了一个月有余，市场在此刻做出如此剧烈的反映显得有些“后知后觉”。因此我们猜测不排除是在前期积累了较多涨幅之后顺势调整。当然，英国昨天在疫情不断升级的背景下依然决定全国解封，可能成为加剧市场担心的诱因。不过，由于市场本身波动幅度不小且油价和美债利率骤降也明显加剧了担忧情绪，所以不排除市场或需要一段时间消化、同时看是否有更多的负面因素浮出水面，但只要不是持续急跌诱发新的恐慌，我们预计整体的动荡程度应该可控。

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_32967

