



张瑜： 如何理解近期市场开启 risk off 模式？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张瑜



主要观点

1、如何理解近期市场开启 risk off 模式？

本周美股、美债收益率均下行，市场开启 risk off 模式。本周 FOMC 会议纪要发布后，会议内容整体偏鹰，但市场即期反映却是美股下跌、美债收益率下行、美元指数走强，市场呈现 risk off 的情绪。那么如何理解近期市场呈现的避险属性与美债收益率的下行？

首先，关于美联储 Taper 的前景仍不明确。一方面，从美联储 FOMC 会议纪要发布后的即期反应来看，尽管从官员的表态来看美联储内部对经

经济增长前景与是否应启动 Taper 仍有分歧，但纪要整体方向偏鹰派，通过联邦基金期货隐含的加息预期也可看到，本周加息预期进一步提前；而立场偏鹰派的会议纪要也使得市场担心在疫情仍严重的情况下，过早 Taper 会进一步冲击经济。另一方面，美联储官员表态上也普遍偏鹰派。不过 8 月 20 日达拉斯联储 Kaplan 讲话表示如果 Delta 病毒影响持续存在，可能会调整对减码的看法；Kaplan 在美联储中为鹰派程度第二高的官员，其表态上的转变也带来市场对 Taper 的担忧有所弱化，并带来周五股债双涨。

其次，近期美国疫情大幅反弹，对经济增长形成一定冲击，这也进一步加剧了市场避险情绪。近期美国新增重症病例人数已接近去年 12 月峰值，防疫措施已有所收紧，带来美国近期餐厅就餐、电影票房等高频数据都出现回落，而 7 月零售销售环比负增长、新屋开工环比走弱，8 月消费者信心指数大幅回落，为 2011 年 12 月以来新低。

最后，从资金层面来看，近期美元流动性仍宽松，且全球 Delta 疫情带来的避险情绪也加大了市场对美元资产的需求。数据上看，一则，近期美联储隔夜逆回购用量仍高，反映短期市场流动性仍处于极度宽松环境。二则，近期美元、美债多头持仓均在上行，反映资金对美元美债需求仍高。三则，以彭博新兴市场资本流动指数衡量可以看到，近期资金从新兴市场流出，或因 Delta 疫情带来的全球避险情绪提升。

2、海外疫情跟踪

美国计划自 9 月 20 日当周开始让国民接种加强针。为控制 Delta 毒

株导致的确诊病例激增、疫苗有效性下降的问题，8月18日，美国卫生官员宣布计划让所有美国人接种新冠疫苗加强针，预计9月20日开始实施。同日，拜登政府表示，将要求养老院强制为工作人员接种疫苗，表明养老院居民将作为第一批接种加强针。

风险提示：美国疫情严重程度超预期

报告目录

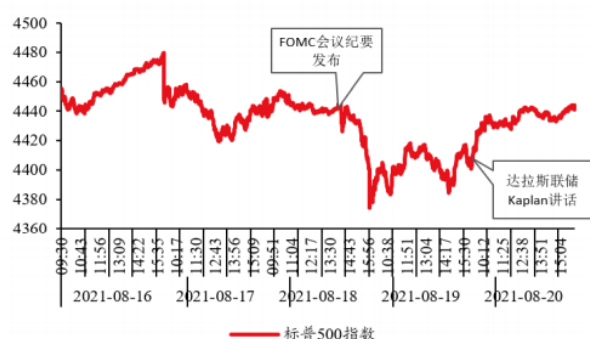
一、如何理解近期市场开启 risk off 模式？	5
二、全球经济与复工跟踪	8
（一）高频数据：欧元区出行数据回落	8
（二）月度数据：美国8月消费者信心指数大幅走弱	10
三、海外流动性与资产价格跟踪	11
四、海外疫情与政策跟踪	13

报告正文

一如何理解近期市场开启 risk off 模式？

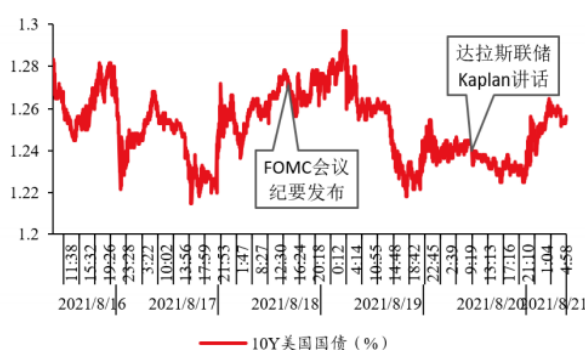
本周美股、美债收益率均下行，市场开启 risk off 模式。本周 FOMC 会议纪要发布后，会议内容整体偏鹰，但市场即期反映却是美股下跌、美债收益率下行、美元指数走强，市场呈现 risk off 的情绪。那么如何理解近期市场呈现的避险属性与美债收益率的下行？

图表 1 FOMC 会议纪要发布后美股走势偏弱



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 2 本周美国 10Y 国债收益率走势偏下行



资料来源: Bloomberg, 华创证券

首先, 关于美联储 Taper 的前景仍不明确。一方面, 从美联储 FOMC 会议纪要发布后的即期反应来看, 尽管从官员的表态来看美联储内部对经济增长前景与是否应启动 Taper 仍有分歧, 但纪要整体方向偏鹰派, 通过联邦基金期货隐含的加息预期也可看到, 本周加息预期进一步提前; 而立场偏鹰派的会议纪要也使得市场担心在疫情仍严重的情况下, 过早 Taper 会进一步冲击经济。另一方面, 美联储官员表态上也普遍偏鹰派。不过 8 月 20 日达拉斯联储 Kaplan 讲话表示如果 Delta 病毒影响持续存在, 可能会调整对减码的看法; Kaplan 在美联储中为鹰派程度第二高的官员, 其表态上的转变也带来市场对 Taper 的担忧有所弱化, 并带来周五股债双涨。

图表 3 Kaplan 本周表态鹰派程度有所减弱

鹰/鸽程度 (排序靠前, 鹰派程度越高)	官员	职位/是否有投票权	近期表态
	Bullard	圣路易斯联储, 无投票权	8月18日 美国经济朝着美联储的就业和物价目标取得了“很大进展”, 倾向于明年一季度缩减购债, 四季度上调利率
	Kaplan	达拉斯联储, 无投票权	8月20日 如果Delta病毒的影响持续存在, 可能会调整对减码的看法
	Waller	理事, 有投票权	8月5日 对经济前景很乐观, 可能比其他人预想的更早缩减资产购买规模
	Harker	费城联储, 无投票权	
	Bostic	亚特兰大联储, 有投票权	8月9日 美联储应该会在未来一个月或两个月的就业增长强劲后, 缩减资产购买规模, 并比过去几次更快的推进缩减规模
	George	堪萨斯联储, 无投票权	8月11日 随着经济复苏正在进行, 货币政策应该过渡到更中性的环境
	Barkin	里士满联储, 有投票权	8月11日 美联储正在接近政策减码, 预计将在未来几个月内实现, 我非常支持减码, 并以经济允许的最快速度想正常化回归
	Rosengren	波士顿联储, 无投票权	8月17日 支持美联储在今年秋季缩减月度资产购买规模, 到2022年中完成
	Quarles	理事, 有投票权	
	Mester	克利夫兰联储, 无投票权	
	Clarida	副主席, 有投票权	8月4日 如果经济符合决策者的预期, 美联储有望于2023年开始加息
	Daly	旧金山联储, 有投票权	8月12日 鉴于经济复苏势头强劲, 美联储可能会在年底前开始取消超宽松的货币刺激政策
	Bowman	理事, 有投票权	
	Williams	纽约联储, 有投票权	
	Powell	主席, 有投票权	
	Evans	芝加哥联储, 有投票权	8月10日 预计今年晚些时候可以看到经济的实质性进展, 如果12月的会议上做出这样的判断, 那么减码实际上可能会从明年开始启动
	Brainard	理事, 有投票权	
	Kashkari	明尼阿波利斯联储, 无投票权	8月15日 如果我们能看到更多强劲的就业市场报告, 那说明我们已经取得很大进展, 此时可以开始缩减资产购买规模

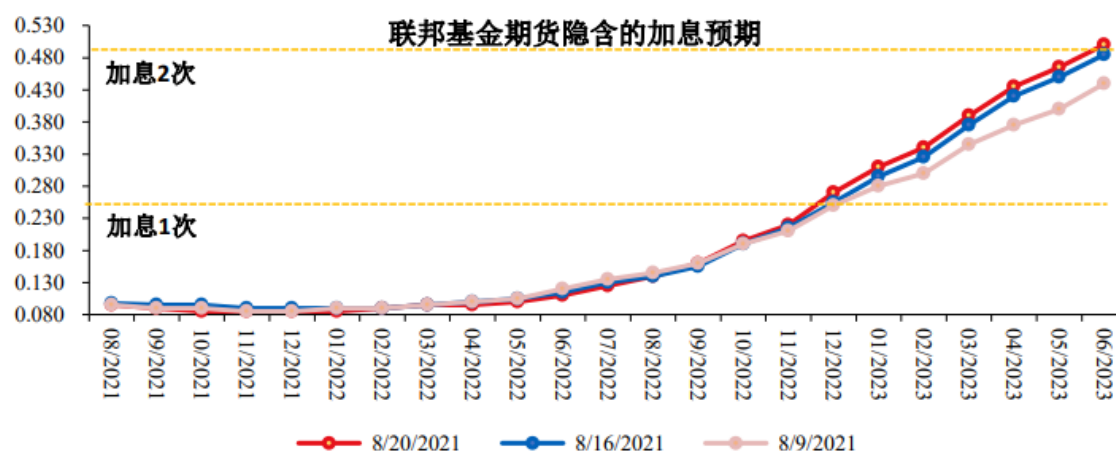
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 4 美联储内部对经济增长前景与是否应启动 Taper 仍有所分歧

领域	纪要表述
就业	与会者 普遍(generally) 指出, 与大流行病相关的供应方面因素, 如护理需求、对病毒的持续担忧、退休人数的增加和失业保险支付的扩大, 继续对劳动力参与率和就业增长造成压力。大多数(A majority of)与会者预计, 这些因素中的大部分将在未来几个月得到缓解
通胀	与会者 普遍(generally) 预计, 随着这些暂时性因素的影响消散, 通胀压力将会缓解, 但几位与会者指出, 供应链中断和投入成本增加超过预期, 可能会使价格的上行压力持续到 2022 年。 几位(several) 与会者表示, 最近基于调查的指标的增加表明, 长期通胀预期可能上升到与委员会目标一致的水平之上。
经济前景	在讨论与经济前景有关的不确定性和风险时, 许多(many) 与会者表示, 不确定性相当高, 疫苗接种进展缓慢以及围绕德尔塔变异的发展给经济前景带来了下行风险。
金融稳定	一些(a few) 与会者强调了长期低利率和资产估值大幅上升可能导致失衡的情况, 这可能增加金融稳定风险。
货币政策	与会者 普遍(generally) 认为, 委员会在实现最大就业和通胀目标方面“进一步取得实质性进展”的标准尚未实现, 特别是在劳动力市场条件方面, 经济前景仍然存在风险。 大多数(most) 与会者预计, 经济将继续朝着这些目标取得进展, 如果经济的发展与他们预期的大致一致, 他们判断, 委员会关于资产购买指导中的标准可能会在今年达到。

资料来源: Fed, 华创证券

图表 5 本周加息预期有所提前



资料来源: Bloomberg, 华创证券

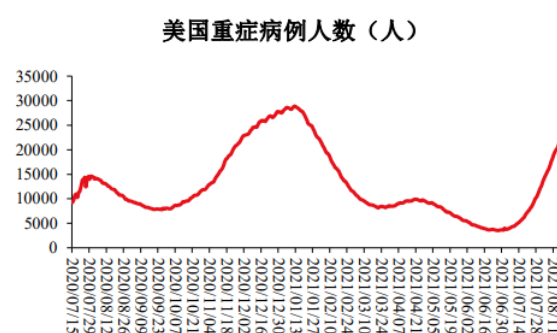
其次，近期美国疫情大幅反弹，对经济增长形成一定冲击，这也进一步加剧了市场避险情绪。近期美国新增重症病例人数已接近去年 12 月峰值，防疫措施已有所收紧，带来美国近期餐厅就餐、电影票房等高频数据都出现回落，而 7 月零售销售环比负增长、新屋开工环比走弱，8 月消费者信心指数大幅回落，为 2011 年 12 月以来新低。

图表 6 美国近期新增死亡病例大幅提升



资料来源: our world in data, 华创证券

图表 7 美国重症病例人数已接近去年 12 月峰值



资料来源: our world in data, 华创证券

图表 8 7 月新屋开工、零售销售环比有所走弱，消费者信心指数大幅走低

	2020/10	2020/11	2020/12	2021/01	2021/02	2021/03	2021/04	2021/05	2021/06	2021/07	2021/08
GDP	实际GDP (季调环比折年率%)		4.5			6.3			6.5		
	实际GDP-个人消费 (季调环比折年率%)		3.4			11.4			11.8		
	实际GDP-私人投资 (季调环比折年率%)		24.7			-2.3			-3.5		
	实际GDP-政府支出 (季调环比折年率%)		-0.5			4.2			-1.5		
消费	零售销售 (月环比%)	0.1	-1.4	-1.2	7.6	-2.9	11.3	0.9	-1.4	0.7	-1.1
	零售销售, 汽车除外 (月环比%)	0.1	-1.2	-2.1	8.3	-2.7	9.8	-0.1	-0.4	1.6	-0.4
	耐用品消费支出 (同比%)	16.8	13.4	10.2	21.7	16.9	53.2	70.6	25.8	13.0	
	非耐用品消费支出 (同比%)	6.0	5.1	3.0	8.1	5.1	7.2	22.4	12.2	8.9	
	服务消费支出 (同比%)	-6.6	-7.1	-7.2	-6.8	-7.2	4.1	19.8	14.0	8.6	
	个人消费支出PCE:环比折年率 (%)	0.4	-0.6	-0.9	2.9	-1.3	4.6	0.5	-0.6	0.5	
工业	制造业新订单:核心资本品(剔除国防和飞机):季调:同比	2.1	3.3	5.7	5.5	8.6	11.8	22.9	21.7	17.2	
	耐用品除国防外:新增订单:季调:当月同比	-0.5	1.4	5.0	3.8	1.3	25.6	52.7	36.5	25.7	
	耐用品除运输外:新增订单:季调:当月同比	0.8	2.3	4.2	5.4	8.0	13.6	26.0	22.6	18.2	
	工业产值 (同比%)			4.5			6.3			6.5	
房地产	国内非金融企业利润:同比			5.3			29.2				
	新屋销售 (千套)	969	865	943	993	823	873	785	724	676	
	新屋开工 (千套)	1,514	1,551	1,661	1,625	1,447	1,725	1,514	1,594	1,650	1,534
	营建许可 (千套)	1,595	1,696	1,758	1,883	1,726	1,755	1,733	1,683	1,594	1,635
就业	成屋销售 (万套)	673	659	665	666	624	601	585	578	586	
	新增非农就业人数 (私人, 千人)	954	359	-274	122	622	724	226	555	769	703
	失业率 (%)	6.9	6.7	6.7	6.3	6.2	6.0	6.1	5.8	5.9	5.4
	U5失业率 (%)	8.0	7.9	7.9	7.4	7.3	7.1	7.2	6.9	6.9	6.5
	平均周工时 (小时)	34.2	34.2	34.2	34.4	34.0	34.4	34.3	34.3	34.2	34.2
	平均时薪同比增速	4.5%	4.7%	5.5%	5.3%	5.2%	4.6%	1.2%	2.4%	3.8%	4.7%
物价	平均周薪同比增速	6.3%	6.9%	7.7%	7.8%	6.2%	7.8%	3.6%	3.0%	4.8%	5.3%
	CPI:当月同比(%)	1.2	1.2	1.4	1.4	1.7	2.6	4.2	5.0	5.4	5.4
	核心CPI:当月同比(%)	1.6	1.6	1.6	1.4	1.3	1.6	3.0	3.8	4.5	4.3
	PCE:当月同比(%)	1.2	1.1	1.3	1.4	1.6	2.5	3.6	4.0	4.0	
景气指数	核心PCE:当月同比(%)	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	2.0	3.1	3.4	3.5	
	ISM制造业PMI	59.3	57.5	60.5	58.7	60.8	64.7	60.7	61.2	60.6	59.5
	ISM服务业PMI	56.6	55.9	57.7	58.7	55.3	63.7	62.7	64.0	60.1	64.1
	密歇根大学消费者信心指数	81.8	76.9	80.7	79.0	76.8	84.9	88.3	82.9	85.5	81.2
	Sentix投资信心指数	-1.1	4.8	9.1	10.7	18.0	25.5	38.6	40.1	39.9	39.1
											30.1

资料来源: wind, Bloomberg, 华创证券整理

最后，从资金层面来看，近期美元流动性仍宽松，且全球 Delta 疫情带来的避险情绪也加大了市场对美元资产的需求。数据上看，一则，近期美联储隔夜逆回购用量仍高，反映短期市场流动性仍处于极度宽松环境。二则，近期美元、美债多头持仓均在上行，反映资金对美元美债需求仍高。三则，以彭博新兴市场资本流动指数衡量可以看到，近期资金从新兴市场流出，或因 Delta 疫情带来的全球避险情绪提升。

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_34547

