

海外宏观周报

美债收益率曲线倒挂

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：

- **本周焦点简评：1) 美国大规模释放原油储备。**拜登政府宣布美国历史上体量最大的战略石油储备 (SPR) 释放：将在未来 6 个月，每天向市场释放 100 万桶战略石油储备，以平抑高涨的国际油价。我们认为，美国政府抛售原油储备的主要原因在于，拜登政府希望平抑油价上涨带来的通胀压力，以应对即将到来的中期选举，但从实际效果来看，美国政府释放原油储备对国际油价的影响尚不确定。2) **俄乌局势有限缓和。**俄罗斯代表团团长梅津斯基在第五轮俄乌谈判第一天的会谈结束后表示，双方谈判很有建设性。俄罗斯代表团团长梅津斯基在第五轮俄乌谈判第一天的会谈结束后表示，乌克兰放弃加入任何军事联盟。
- **海外经济跟踪：1) 美国 3 月非农就业增长稳定，失业率下降，劳动参与率提升，就业市场整体表现强劲。但值得注意的是，3 月美国平均时薪环比增速回升，或反映出劳动力市场供需状况依然紧张，对通胀带来的压力不可忽视。2) 供需两弱之下，美国制造业 PMI 下滑，价格上涨压力加剧，且开始反作用与下游需求。不过就业指数环比明显回升、供应商交货指数小幅下滑，订单积压指数有所下降，均表明此前产能受限、供应链紧张的局面可能有所缓和。3) 欧元区通胀再创新高。欧元区 3 月 HICP 同比增长 7.5%，当月去除食品和能源等价格因素的核心通胀涨幅也继续显著上升，达到 3%。从环比来看，欧元区的通胀压力则更为明显，3 月欧元区 HICP 环比涨幅达到 2.5%，而此前从未超过 1%。4) 全球新冠累计确诊增速下降，海外疫情有所缓和。其中，韩国、越南、新加坡、新西兰等国新增确诊增速明显回落，但日本、法国、加拿大等国疫情有所反弹。欧洲多地解封程度扩大。**
- **全球资产表现：1) 全球主要股指多数上涨，俄股开盘大涨，欧股小幅反弹。**美股三大指数先涨后跌，走势出现分化。恒生指数继续反弹，整周涨幅达 3%，能源板块领涨，恒生科技指数整周上涨 3.3%。2) **各期限美债收益率走势分化，2 年期与 10 年期美债收益率出现倒挂。**本周 10 年期美债收益率的下行的主要原因是，国际油价明显回落带动通胀预期降温，而在上周美联储官员密集发声释放“鹰派”信号后，市场加息预期不断升温，推动 2 年期美债收益率上行。不过我们认为，这次 10Y 与 2Y 美债收益率倒挂与以往有所不同，并不一定意味着美国经济将在短时间内出现衰退，不必过于担忧。3) **美国释放大量原油储备，国际油价明显回落，WTI 原油价格再度降至 100 美元以下。**俄乌局势出现缓和后，贵金属、基本金属、农产品等价格均有回调。4) **美元指数再度走弱，欧元、人民币走强。**本周发布的非农数据并未显著推升美元指数，全球避险情绪的降温反而对美元指数形成压制，作为避险货币代表的日元也继续贬值。

一、每周焦点简评

1) 美国大规模释放原油储备。3月31日,美国白宫官网发布消息,拜登政府宣布美国历史上体量最大的战略石油储备(SPR)释放:将在未来6个月,每天向市场释放100万桶战略石油储备,以平抑高涨的国际油价。这意味着,美国将在半年内向市场释放约1.8亿桶的石油战略储备。截至3月25日,美国石油战略储备为5.68亿桶,此举将在未来半年削减其近三分之一的石油战略储备。白宫称,这一释放将持续至今年年底,以此作为过渡,直至美国国内提产。美国国内产量预计在今年将增加100万桶/日,明年将继续增加近70万桶/日。与此同时,美国总统拜登还在与其盟友以及合作伙伴协调这一行动,预计其他国家也将加入石油储备释放行动,总释放量或达每日100万桶以上。据IEA判断,从2022年4月开始,俄罗斯石油供应预计将减少300万桶/日。美国及其盟友的石油战略储备释放计划,将可弥补近三分之一的俄油退出缺口。

我们认为,美国政府抛售原油储备的主要原因在于,拜登政府希望平抑油价上涨带来的通胀压力,以应对即将到来的中期选举。但从实际效果来看,美国政府释放原油储备对国际油价的影响尚不确定;从历史上来看,美国政府抛售原油储备可在短期内压低油价,但难以改变中长期趋势。不过有所不同的是,本次美国政府释放的原油储备远超以往,其他国家也可能加入抛储行动,这些因素均给未来原油价格走势带来了较大不确定性。

2) 俄乌局势有限缓和。当地时间3月29日,备受关注的俄乌局势迎来重大进展。央视新闻等媒体报道,俄罗斯代表团团长梅津斯基在第五轮俄乌谈判第一天的会谈结束后表示,双方谈判很有建设性,俄总统普京与乌总统泽连斯基的会面可以与两国外交部草签和平条约同时进行,在审议的同时可以讨论条约的细节。俄罗斯代表团团长梅津斯基在第五轮俄乌谈判第一天的会谈结束后表示,乌克兰放弃加入任何军事联盟。俄罗斯国防部副部长福明同日表示,俄国防部决定大幅减少在基辅和切尔尼戈夫方面的军事行动。但在4月1日,乌克兰总统称,俄罗斯正集结力量,准备对顿巴斯发动新的打击。4月2日,俄罗斯方面称乌军直升机入境袭击俄油库,并造成油库起火。

我们认为,目前俄乌局势仍在主导海外市场的避险情绪。尽管本周俄乌之间交火仍在持续,但双方却重新开始释放积极信号,市场避险情绪也有所缓和,原油、贵金属、农产品等大宗商品价格回调、欧洲股市反弹等均指向了这一点。不过,俄乌冲突目前尚未尘埃落定,依然面临较大不确定性,叠加投资者在资产配置上的避险行为不会过快消散,大宗商品价格或将继续震荡。

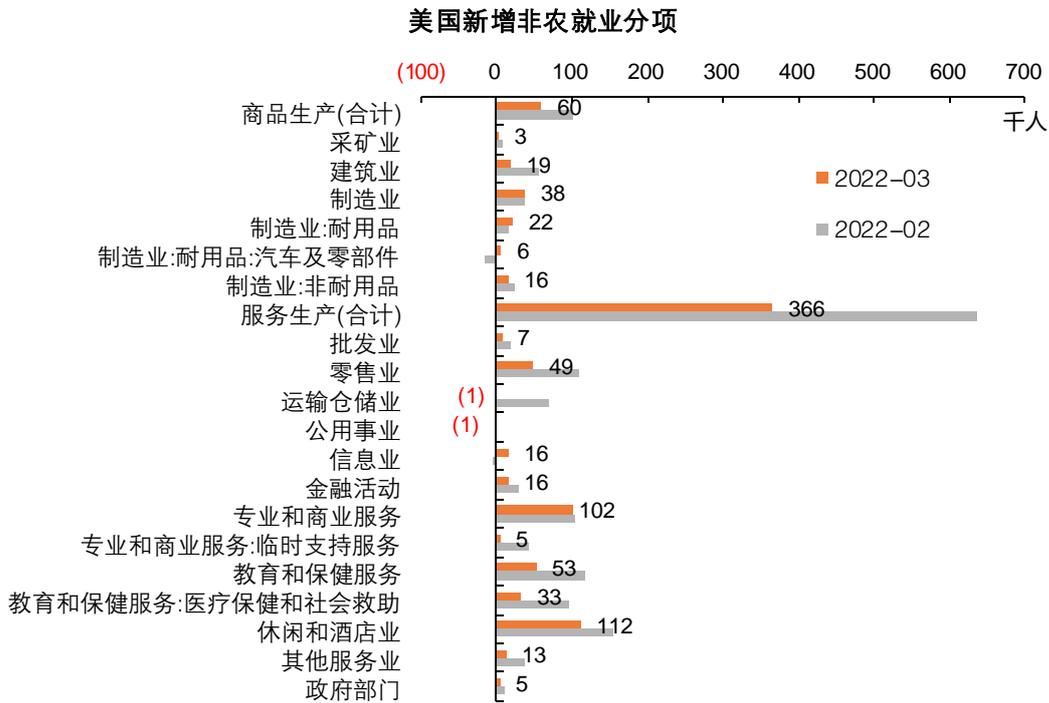
二、海外经济跟踪

2.1 美国经济

美国3月非农就业增长稳定,失业率下降,劳动参与率提升,就业市场整体表现强劲。美国劳工部4月1日公布的数据显示,3月美国新增非农就业43.1万人,虽略低于预期的47.5万人,但已连续11个月超过40万人,为1939年有记录以来持续时间最长的一次。并且,1、2月份非农新增就业人数也分别由此前的67.8万人、48.1万人,上修至75万人、50.4万人。其中,商品生产与服务生产新增就业人数环比小幅下降,但仍有显著增长,制造业、专业和商业服务、休闲和酒店业等就业持续恢复。美国3月失业率环比下降0.1%至3.6%,接近疫情前水平(2020年2月为3.5%),且劳动力参与率稳步提升至62.4%。2020年8月开始,美国劳动力市场恢复出现中断的迹象,主要表现即是劳动力参与率停滞不前。不过,2021年10月开始美国劳动力参与率重新开始增长,今年前三个月由61.9%增长至62.4%。照此进度,美国劳动力参与率或将于三季度恢复至疫情前水平。**3月美国劳动力市场继续恢复,主要原因在于:**1)家庭储蓄的下降可能迫使一部分人重新加入劳动力队伍,尤其在物价水平蹿升的背景下;2)疫情有所缓和后,之前在家照顾患病家属的工人重新进入工作岗位。

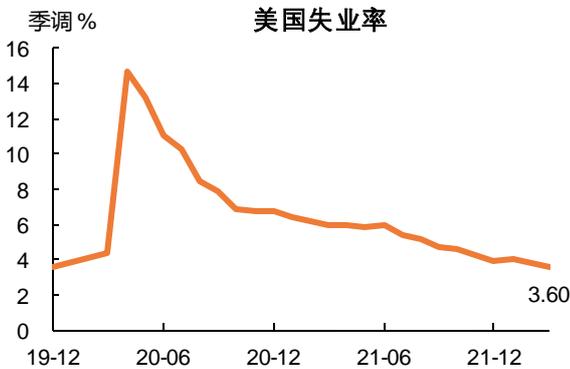
值得注意的是,3月美国平均时薪环比增速回升,或反映出劳动力市场供需状况依然紧张,对通胀带来的压力不可忽视。3月美国非农平均时薪环比增长0.4%,符合预期,但高于前值的0.1%;同比上涨5.6%,略高于预期的5.5%,亦高于前值的5.1%。

图表1 3月美国新增非农就业再超40万人



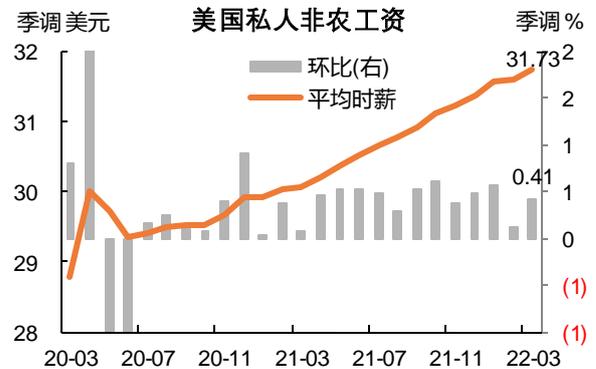
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表2 美国3月失业率继续下降



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表3 美国3月工资环比增速回升



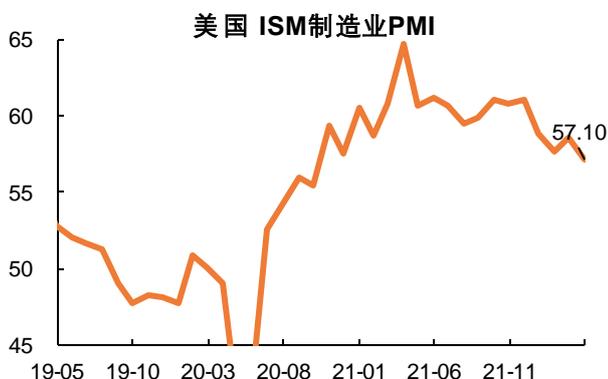
资料来源: Wind,平安证券研究所

美国3月ISM制造业PMI环比下滑。根据ISM本周发布的数据，3月美国制造业PMI环比下滑1.5至57.1，降至2020年9月以来最低点。分项来看，3月美国制造业供需均明显回落，是拖累制造业PMI下行的主要因素，其中生产、新订单指数分别下降4.0、7.9，均创下2020年5月以来新低。同时，物价指数由75.6蹿升至87.1，明显超出市场预期，表明在俄乌冲突爆发后，价格上涨压力加剧，且开始反作用与下游需求。不过，美国3月制造业PMI中就业指数环比明显回升、供应商交货指数小幅下滑，订单积压指数有所下降，均表明此前产能受限、供应链紧张的局面可能有所缓和。工厂库存指标从2月的53.6攀升至55.5、客户库存指标从2月的31.8上升至34.1，同样反映了这一点。

本周美国住房抵押贷款利率继续蹿升。截至3月26日，美国30期住房抵押贷款利率已升至4.67%，为2018年12月以来

最高值,而住房抵押贷款利率的上升已开始对美国房地产市场需求产生抑制作用,3月美国房地产市场销量出现超预期下滑。

图表4 3月美国ISM制造业PMI环比下降



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表5 美国住房抵押贷款利率蹿升



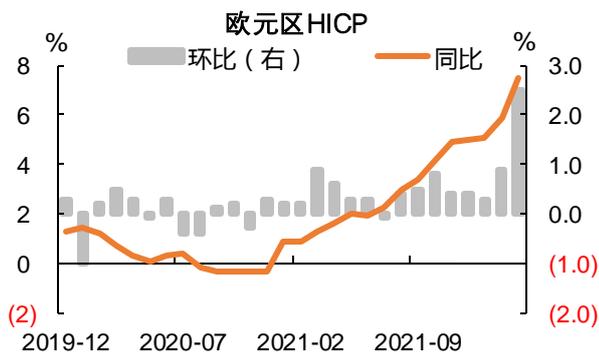
资料来源: Wind,平安证券研究所

从美国3月的就业市场情况及制造业PMI数据来看,目前美国的劳动力市场表现依然强劲,制造业景气程度虽有所回落,但仍处于扩张区间,经济“滞胀”的表现尚不明显。不过,价格水平的持续攀升已开始对经济的复苏造成一定影响,美联储有更强的动机在5月一次性加息50BP,但我们认为,美国目前经济仍然较为强劲,年内美国经济衰退的可能性并不大。

2.2 欧洲经济

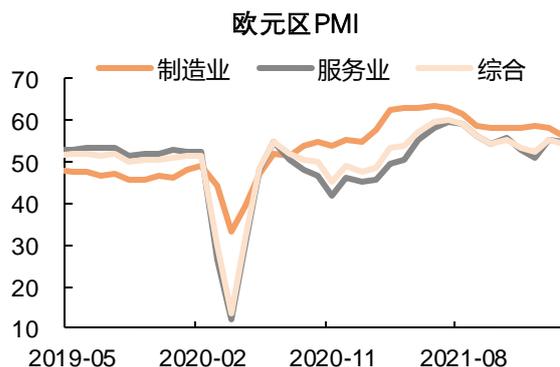
欧元区通胀再创新高。欧盟统计局4月1日公布的初步测算数据显示,欧元区3月消费价格指数(HICP)同比增长7.5%,比此前市场预期中值高出了0.9个百分点,再次刷新了纪录。当月去除食品和能源等价格因素的核心通胀涨幅也继续显著上升,达到3%。从环比来看,欧元区的通胀压力则更为明显,3月欧元区HICP环比涨幅达到2.5%,而此前从未超过1%。本周公布的欧元区Markit PMI终值显示,欧元区制造业景气度继续下降,制造业PMI由初值的57.0下调至56.5。

图表6 欧元区通胀再创新高



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表7 欧元区3月制造业PMI继续下滑



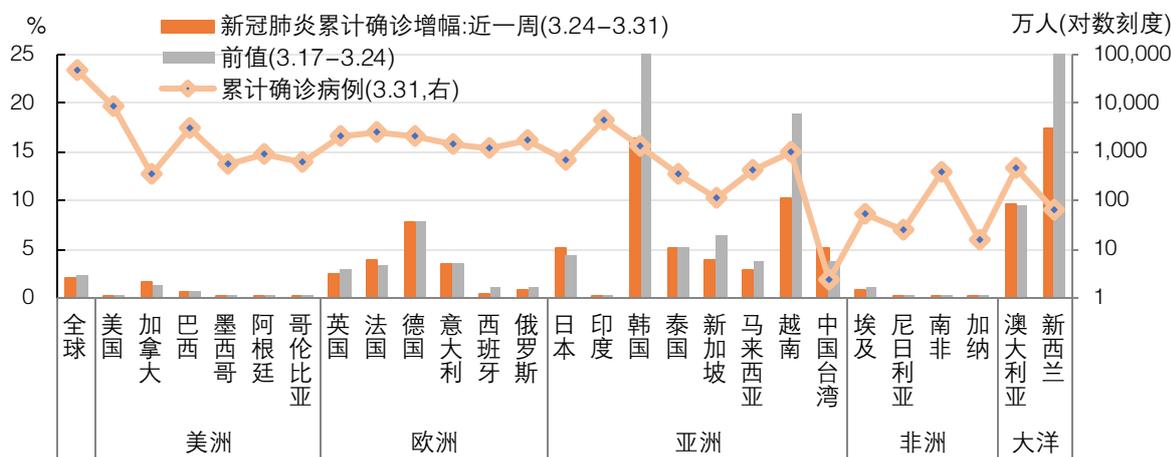
资料来源: Wind,平安证券研究所

2.3 海外疫情

近一周(截至3月31日),全球新冠累计确诊增速2.10%,低于上周的2.42%,海外疫情有所缓和。其中,韩国、越南、新加坡、新西兰等国新增确诊增速明显回落,但日本、法国、加拿大等国疫情有所反弹。欧洲多地解封程度扩大:意大利本

周五（4月1日）开始逐步取消其新冠限制，结束了当局两年多前宣布的紧急状态；英国大部分防疫措施也将于3月底和4月初结束，仅威尔士和苏格兰地区仍保留一些限制。美国授权为50岁及以上人群提供第二剂加强针，理由是，有数据显示第一针提供的免疫力正在减弱，以及Omicron变异株加剧感染风险。

图表8 近一周，海外疫情有所缓和



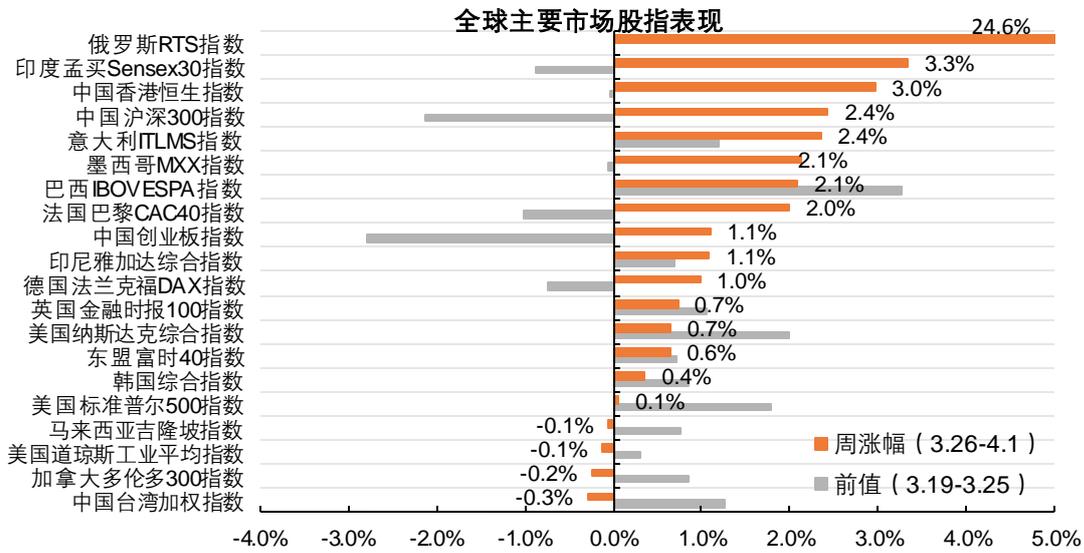
资料来源: Wind,平安证券研究所

三、全球资产表现

3.1 全球股市

全球主要股指多数上涨，**俄股**开盘大涨，**欧股**小幅反弹。本周地缘政治冲突继续缓和，而俄罗斯总统普京宣布天然气出口必须使用卢布结算，已停止交易近一个月的俄罗斯股市于3月28日全面恢复交易后，俄股全面上涨，俄罗斯RTS指数整周涨幅达24.6%。**欧股**同样有所反弹，法国巴黎CAC40指数、德国法兰克福DAX指数整周分别上涨2.0%、1.0%。**美股**三大指数先涨后跌，走势出现分化，纳指整周上涨0.7%，标普500小幅上涨0.1%，而道指下跌0.1%。本周美股小幅震荡的原因在于，适逢季末部分基金调仓导致周四美股大幅下挫，但在周五非农数据强劲及油价回落令投资者对经济增长的担忧消退的两大因素影响下，美股周五有所反弹。**港股**方面，本周恒生指数继续反弹，整周涨幅达3%，能源板块领涨，恒生科技指数整周上涨3.3%。

图表9 近一周全球主要股指多数上涨



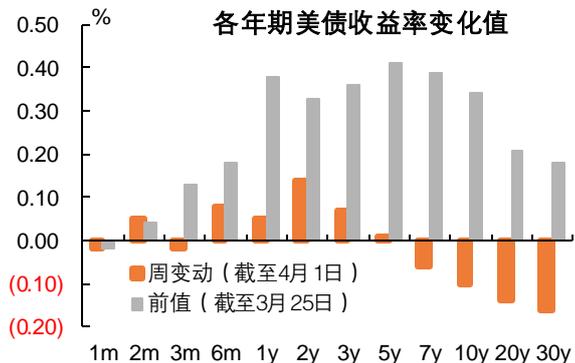
资料来源: Wind,平安证券研究所

3.2 全球债市

各期限美债收益率走势分化，2年期与10年期美债收益率出现倒挂。近一周(截至4月1日)，各期限美债收益率走势分化，短期限美债收益率小幅上涨，中长期美债收益率下降，其中2年期美债收益率上涨最为明显，整周上行14BP至2.44%，而10年期美债收益率整周下行10BP至2.38%，二者出现倒挂。本周10年期美债收益率的下行的主要原因是，国际油价明显回落带动通胀预期降温，隐含通胀预期整周下降16BP，基本回落至3月初水平；而在上周美联储官员密集发声释放“鹰派”信号后，市场加息预期不断升温，推动2年期美债收益率上行。

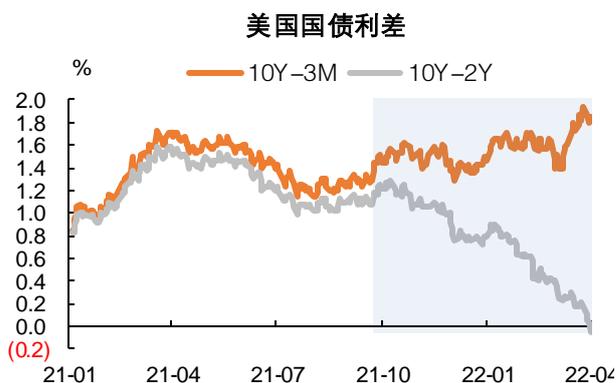
不过我们认为，近期部分期限美债收益率的倒挂与以往有所不同，并不一定意味着美国经济将在短时间内出现衰退，原因在于：一是，本次倒挂与以往最为不同的一点是，与衰退更加相关的10Y-3M利差并未倒挂，甚至近半年来有所上升。而在以往10Y-2Y与10Y-3M通常同步倒挂，且10Y-3M的倒挂程度更深。二是，1980年以来10Y-2Y美债利率倒挂后，美国经济并非全部陷入衰退，且倒挂与衰退的平均时间间隔也超过1年，这意味着美国经济在短期内陷入衰退的可能性不大。因此，对近期部分期限美债收益率倒挂不必过于担忧，而美联储的政策取向和节奏也不会有太大改变。

图表10 近一周不同期限美债收益率走势分化



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表11 10年期与2年期美债利差出现倒挂

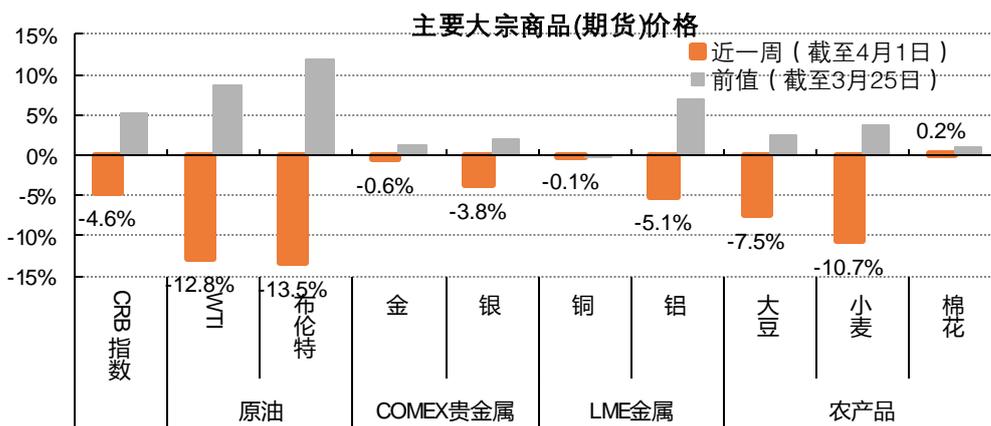


资料来源: Wind,平安证券研究所

3.3 大宗商品

美国释放大量原油储备,国际油价明显回落。近一周(截至4月1日),大宗商品价格普遍下跌,CRB指数整周下跌4.6%。原油方面,本周原油价格大幅回落,WTI、布伦特原油价格分别下跌12.8%、13.5%,其中WTI原油价格再度降至100美元/桶以下。美国政府3月31日宣布,将释放史上规模最大的战略石油储备,即未来6个月每天向市场释放100万桶战略石油储备,这意味着美国将在半年内向市场释放约1.8亿桶的石油战略储备,当天WTI、布伦特原油价格分别下跌7.0%、4.9%。贵金属方面,市场对俄乌冲突的担忧有所降温,黄金、白银等贵金属价格小幅回落,伦敦金现收于1943美元/盎司。基本金属方面,俄乌局势缓和同样压制铜、铝等大宗商品价格上行,铝价整周回落5.1%,铜价同样小幅下跌。农产品方面,本周大豆、小麦价格在俄乌局势缓和后出现深度回调,整周分别下跌7.5%、10.7%。

图表12 近一周大宗商品价格普遍下跌,原油、农产品价格明显回调



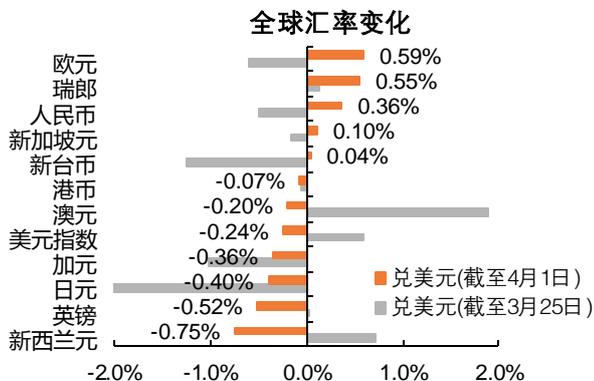
资料来源: Wind,平安证券研究所

3.4 外汇市场

美元指数再度走弱,欧元、人民币走强。近一周(截至4月1日)美元指数再度走弱,整周下跌0.24%至98.57,欧元、瑞郎、人民币等币种明显升值。本周发布的非农数据并未显著推升美元指数,全球避险情绪的降温反而对美元指数形成压制,

作为避险货币代表的日元也继续贬值。同时，俄乌冲突的缓和也使得市场对欧洲经济前景的信心重新回升，在推升欧元汇率的同时，亦对美元指数造成影响。

图表13 近一周美元指数加速上行，人民币汇率稳定



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表14 近一周美元指数升至 98.51



资料来源: Wind,平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033