

海外宏观周报

美欧央行政策取向分化

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) 美联储纪要与官员讲话继续偏鹰。**美联储3月会议纪要暗示，未来可能需要1次或者多次加息50个基点；每月缩减950亿美元资产上限（600亿国债+350亿MBS）可能是合适的。美联储“二把手”布雷纳德表示，货币政策在今年稍晚或转向“更加中性的立场”，并称将根据需要进一步收紧政策。我们认为，美联储每月950亿美元的缩表节奏基本符合预期；预计5月和6月美联储可能选择单次加息50bp，但下半年如果“滞”的压力开始大于“胀”，美联储仍可能放缓加息节奏。2) **欧央行紧缩缺乏底气。**欧央行3月货币会议纪要显示，央行内部目前对如何应对通胀存在分歧，部分官员主张采取“观望”立场，担心俄乌冲突可能导致“技术性衰退”。我们认为，欧央行货币政策在“滞胀”压力面前更加陷入两难。欧央行有可能设计新的工具，以一种相对温和的方式，“延续”长达七年的购债计划，尽量做到循序渐进、避免经济“硬着陆”。3) **俄乌局势更加焦灼。**乌克兰总统4月5日表示，如果北约提议乌加入，乌克兰就准备加入。北约秘书长7日警告，乌克兰战争可能还会持续数周、数月甚至数年。我们认为，近期俄乌谈判的进展不及我们的预期，市场或需认识到俄乌冲突可能演变为“持久战”的风险。假如俄乌局势持续焦灼，海外市场波动可能加剧；围绕俄罗斯的制裁有望持续，俄乌地区的能源和粮食等产品供给或受更大影响，全球通胀压力影响各国货币政策选择。
- **海外经济跟踪：1) 美国经济：**美国3月ISM非制造业PMI、Markit服务业PMI均好于2月但不及预期。美国最新一周初请失业金人数创54年新低。美国2月耐用品订单环比下降2.1%，五个月来首次出现萎缩。美国2月贸易逆差继续维持高位，出口增长快于进口。2) **欧洲经济：**欧元区2月PPI同比31.4%，环比增速放缓，能源部门同比大涨87.2%。德国2月工业产出环比升0.2%，法国环比-0.9%，欧元区3月工业信心指数下滑。
- **全球资产表现：1) 全球股市多数收跌，中美科技成长板块显著承压。**美股纳指和A股创业板指整周分别跌3.9%和3.6%。2) **10年美债收益率突破2.7%。**随着美联储继续“放鹰”，各年期美债收益率继续上升，其中长端美债收益率大幅跃升，10y与2y美债利差回升至19bp。当前市场仍在消化美联储加息和缩表对流动性的冲击。3) **国际农产品价格大涨，能源价格继续降温。**CBOT小麦和大豆整周分别上涨7.5%和6.7%。WTI和布伦特油价分别收于98.3和102.8美元/桶，整周继续下降1-1.5%。CRB商品指数整周涨3.3%，COMEX黄金整周上涨1.1%，LME铜整周上涨0.7%。4) **美元指数盘中升破100点。**美元指数整周收于99.84，4月8日盘中最高升至100.19。美联储与欧央行政策方向分化加剧，欧元兑美元整周大跌1.54%。俄乌局势焦灼、美国“股债双杀”，也增加美元需求。

一、每周焦点简评

1) 美联储纪要与官员讲话继续偏鹰。4月6日，美联储公布3月FOMC会议纪要，暗示假如没有俄乌冲突，美联储很可能3月就加息50个基点；许多官员表示，未来可能需要1次或者多次加息50个基点；官员们“普遍同意”，每月缩减950亿美元资产上限可能是合适的，即在三个月内每月逐步减少600亿美元的国债和350亿美元的MBS上限。4月5日，美联储“二把手”布雷纳德表示，降低通胀水平是目前“至关重要”的任务，美联储将有条不紊地加息和缩表，使货币政策在今年稍晚转向“更加中性的立场”，并称将根据需要进一步收紧政策。4月7日，圣路易斯联储主席布拉德表示，美联储需要大幅提高利率以控制通货膨胀，但可能并不像看起来那样“落后于曲线”；其基于泰勒规则，得出美联储需要将其基准短期借款利率提高到3.5%左右。截至4月8日，CME FedWatch显示，市场认为年底美联储加息至2.5%及以上的概率，由一周前的71.0%进一步上升至74.4%。

我们认为，美联储每月减少950亿美元的缩表节奏基本符合我们的预期，但仍需警惕未来缩表节奏加快的可能；对于今年美联储加息节奏，我们仍然维持“前快后可能慢”的判断：预计5月和6月美联储可能选择单次加息50bp，但下半年的加息节奏仍待观察，具体将取决于：缩表对美债利率及经济的影响、美国通胀压力是否边际缓和、美国经济下行压力是否超预期等。如果“滞”的压力开始大于“胀”，美联储仍可能放缓加息节奏。

2) 欧央行紧缩缺乏底气。4月7日，欧央行3月货币会议纪要显示，央行内部目前对如何应对通胀存在分歧：许多成员认为，当前的高通胀水平及其持续存在要求立即采取进一步措施使货币政策正常化，部分决策者希望推动确定净债券购买的“确切结束日期”，为第三季度加息奠定基础；但其他人则主张采取“观望”立场，因为俄乌冲突对欧元区经济影响存在不确定性，冲突持续扩大可能“导致技术性衰退”，即GDP连续两个季度出现负增长。据华尔街见闻，欧央行4月8日的内部消息显示，欧央行可能对彻底结束净购债有点“后悔和后怕”。其正在设计一种危机工具，以期在未来得以有效防止欧元区较弱经济体的国债收益率飙升，上述应急工具可能会涉及以某种形式购买债券以控制收益率。

我们认为，欧央行货币政策在“滞胀”压力面前更加陷入两难。相比美联储，一方面，欧央行货币政策难以缓解因供给因素导致的“能源通胀”；另一方面，欧央行更需要关注经济的不确定性与衰退风险。我们预计，欧央行有可能设计新的工具，以一种相对温和的方式，“延续”长达七年的购债计划，尽量做到循序渐进、避免经济“硬着陆”。继而，美欧央行货币政策取向正在进一步走向分化（美联储趋紧、欧央行更松），这也是本周美元指数盘中破100的重要背景。

3) 俄乌局势更加焦灼。据CGTN，乌克兰总统泽连斯基4月5日表示，俄乌谈判的条约中关于去军事化和去纳粹化的条款，乌克兰不会谈；关于加入北约，如果北约提议乌克兰加入，乌克兰就准备加入。据环球网，联合国大会7日投票通过一项关于暂停俄罗斯在联合国人权理事会成员资格的决议。据BBC，北约秘书长7日警告，乌克兰战争可能还会持续数周、数月甚至数年，世界必须为乌克兰“持久战”做好准备。据央视新闻，当地时间8日，欧盟正式通过第五轮对俄制裁措施。

我们认为，近期俄乌谈判的进展不及我们的预期，市场或需认识到俄乌冲突可能演变为“持久战”的风险。假如俄乌局势持续焦灼，海外市场波动可能加剧：一是，围绕俄罗斯的制裁有望持续，国际经贸秩序持续面临波动。二是，俄乌地区的能源和粮食等产品供给或受更大影响，相关大宗商品价格波动加剧。三是，全球通胀压力更难缓和，进一步影响各国货币政策选择。

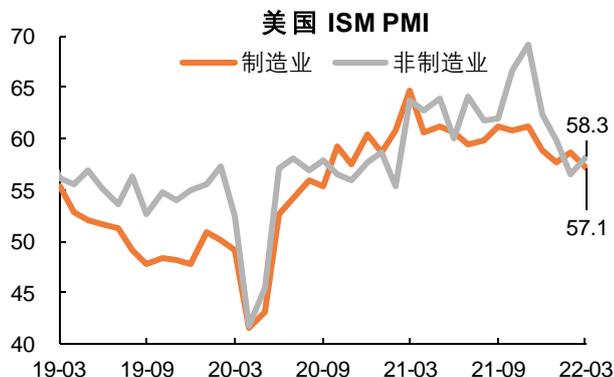
二、海外经济跟踪

2.1 美国经济

美国3月ISM非制造业PMI、Markit服务业PMI均好于2月但不及预期。美国3月ISM非制造业PMI指数为58.3，不及预期的58.6，好于2月的56.5，2月时该数据意外创下一年新低。美国3月Markit服务业PMI终值58，预期58.9，前值56.5。分项看：新订单指数有明显改善，新出口订单指数大幅改善，商业活动指标小幅上涨，就业情况在变好，价格分项指数在原本已经很高的水平继续小幅攀升，供应商交货时间有所改善，进口分项指数、库存情绪指标跌入萎缩区间。Markit评论称，美国3月放宽了疫情限制措施，服务业活动得到提振，但通胀压力下，服务业收费价格正以前所未有的速度上涨。

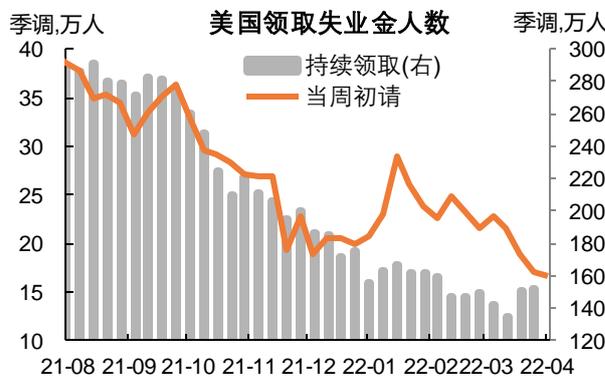
美国最新一周初请失业金人数创 54 年新低。截至 4 月 2 日当周，美国初请失业金人数降至 16.6 万人，好于预期的 20 万人，创近 54 年的新低，前值修正为 17.1 万人。截至 3 月 26 日当周，美国续请失业金人数增加至 152.3 万人。新冠病例减少以及消费者需求强劲，支撑了包括招聘在内的企业活动，美国初请失业金人数在今年大部分时间里都在下降。

图表1 美国 3 月 ISM 非制造业 PMI 上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 美国最新一周初请失业金人数创 54 年新低

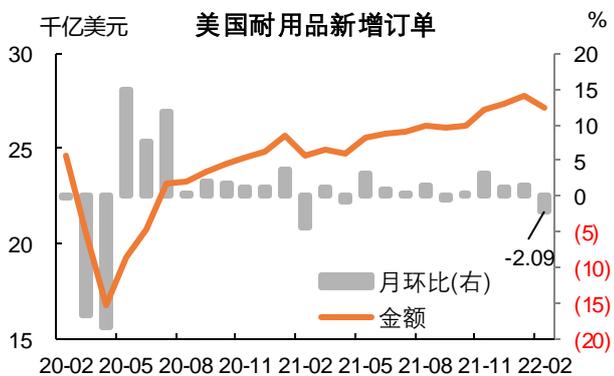


资料来源: Wind, 平安证券研究所

美国 2 月耐用品订单环比下降 2.1%，五个月来首次出现萎缩。美国 2 月耐用品订单录得 2.72 万亿美元，环比下降 2.1%，打破此前连续 4 个月的增长势头，下降幅度也超过市场预期的下降 1%。分项看，客机和汽车领域环比明显萎缩，剔除运输和国防等行业的核心耐用品订单环比下降 0.3%，这是该分项数据 12 个月来首次出现下滑。企业投资也出现一年来的首次下降，表明制造商仍在供应短缺问题上苦苦挣扎。

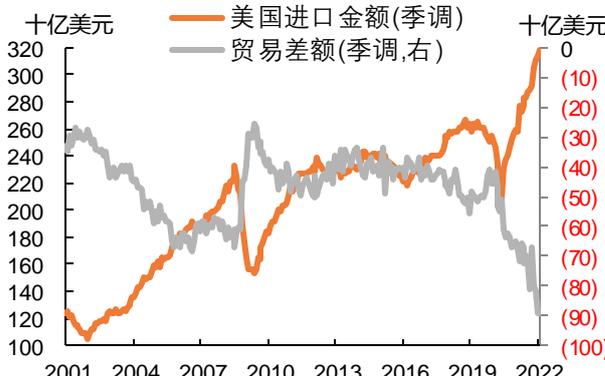
美国 2 月贸易逆差继续维持高位，出口增长快于进口。美国 2 月商品和服务贸易逆差为 891.9 亿美元，预期为 885 亿美元，为该数据历史上的第二大水平，今年 1 月贸易逆差为纪录高位，为 897 亿美元。2 月服务贸易顺差下降，商品贸易逆差也有所萎缩。2 月进口额增长 1.3%，达到创纪录的 3178 亿美元，出口增长 1.8% 至 2286 亿美元。出口方面，美国 2 月份商品出口增长了 28 亿美元，主要是出口工业用品和医药制剂。服务业出口增长了 13 亿美元，其中大部分是旅游相关出口，这是新冠疫情形势趋缓的结果。进口方面，2 月商品进口增加了 17 亿美元，主要贡献是原油和其他化学品的出货量增加，但汽车和零部件的进口量有所下降。2 月服务进口增加 24 亿美元，包括运输、旅行和知识产权费用等。

图表3 美国 2 月耐用品订单超预期萎缩



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 美国贸易逆差继续维持历史高位



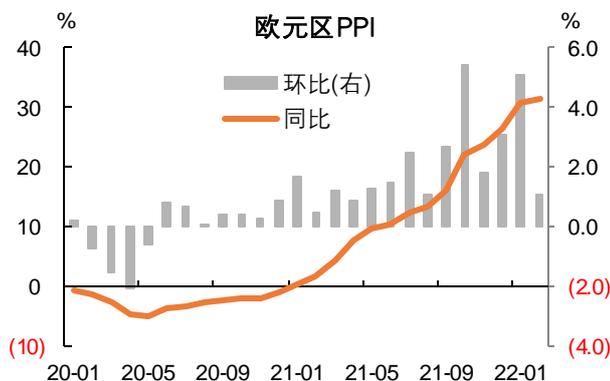
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 欧洲经济

欧元区 2 月 PPI 同比 31.4%，环比增速放缓，能源部门同比大涨 87.2%。欧元区 2 月 PPI 同比飙升 31.4%，预期 31.6%。2 月欧元区 PPI 环比涨幅为 1.1%，前值为 5.1%。PPI 分项中，能源部门同比大增 87.2%，中间产品同比上涨 20.8%，耐用品上行 7.2%，非耐用品同比上涨 6.8%，资本品同比上涨 5.9%，不含能源的全行业商品价格同比上涨 12.2%。

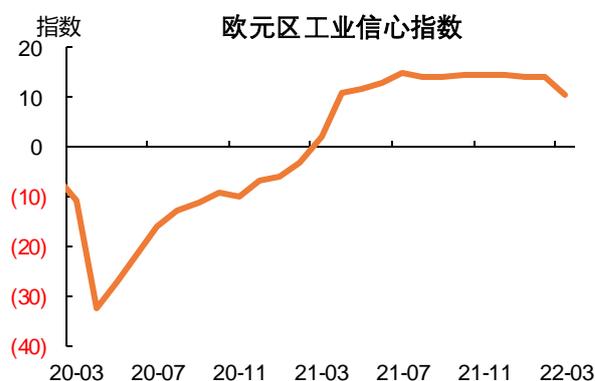
德国 2 月工业产出（季调）环比上升 0.2%，法国环比-0.9%，欧元区 3 月工业信心指数下滑。德国 2 月工业产出（季调）环比上升 0.2%。数据显示，当月德国建筑业产出环比下降 0.7%，能源业产出环比上升 4.9%。去除能源和建筑业后，工业产出环比上升 0.1%。此外，1 月工业产出环比升幅从初值 2.7%下调为 1.4%。德国联邦经济和气候保护部表示，经济发展的不确定性大大增加，预计地缘冲突将减缓工业复苏。据德国联邦统计局，受国外新订单减少影响，今年 2 月德国工业新订单环比减少 2.2%。法国 2 月工业产出（季调）环比-0.9%，前值 1.6%。此前欧盟统计局公布的数据显示，欧元区 3 月工业信心指数下滑，创 2021 年 4 月以来新低。

图表5 欧元区 2 月 PPI 同比 31.4%，环比增速放缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 欧元区 3 月工业信心指数下滑



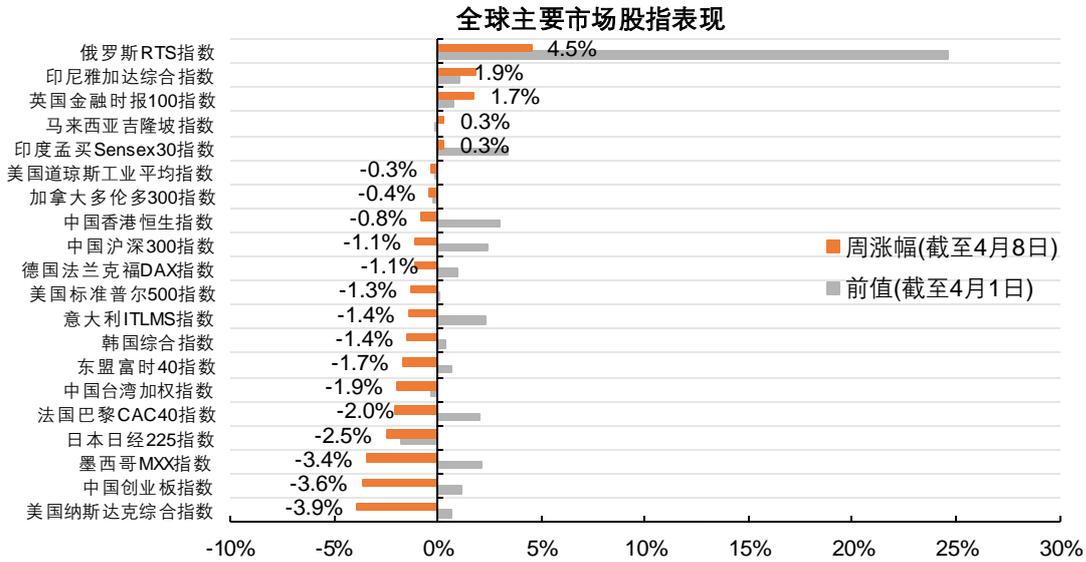
资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、全球资产表现

3.1 全球股市

全球股市多数收跌，中美科技成长板块显著承压。近一周（截至 4 月 8 日），全球股市多数收跌，中美科技成长板块显著承压，美股纳指和 A 股创业板指整周分别跌 3.9% 和 3.6%。美联储继续鹰派表态，加上俄乌局势焦灼，阻碍了全球股市回暖。**美股方面**，纳指、标普 500 和道指整周涨幅分别为 -3.9%、-1.3% 和 -0.3%，美股风格分化加剧。**欧股方面**，德国 DAX 和法国 CAC40 指数整周分别下跌 1.1% 和 2.0%，基本回吐前一一周的涨幅。俄罗斯 RTS 指数整周涨 4.5%，较上周逾 20% 的涨幅放缓。4 月 8 日，俄罗斯央行宣布将关键利率由 20% 下调至 17%，俄股当日下跌。俄央行表示，俄罗斯经济的外部条件还很复杂，很大程度上限制了俄罗斯的经济活动。

图表7 近一周全球股市多数收跌，中美科技成长板块显著承压

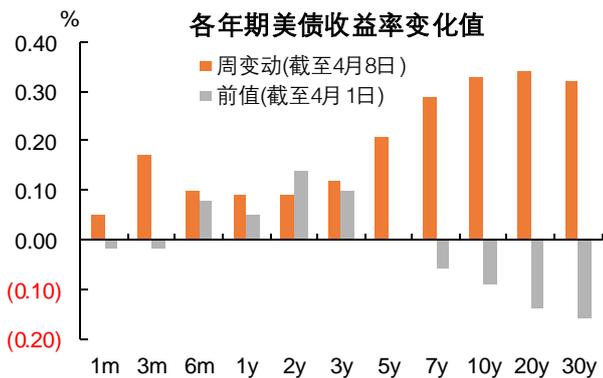


资料来源: Wind,平安证券研究所

3.2 全球债市

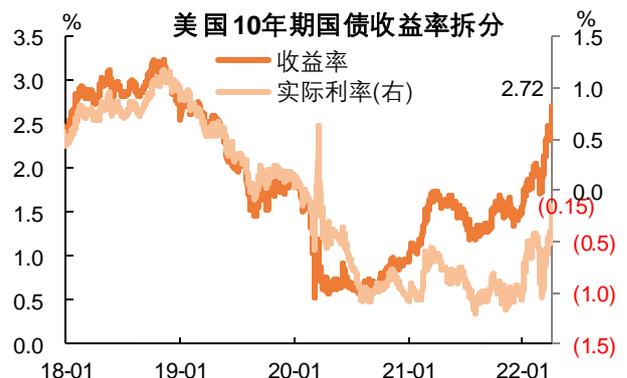
10年美债收益率升破 2.7%。近一周(截至4月8日),随着美联储继续“放鹰”,各年期美债收益率继续上升,其中长端美债收益率大幅跃升,美债收益率曲线平坦化趋势得到一定缓解,10y与2y美债利差回升至19bp。10年美债收益率整周大幅上升33bp至2.72%,创2019年3月以来新高。拆分来看,实际利率升26bp至-0.15%,隐含通胀预期升8bp至2.87%。当前市场仍在消化美联储加息和缩表对流动性的冲击。正如4月5日,美联储“二把手”布雷纳德的加速缩表言论,导致10年期美债飙升16bp,创2020年3月疫情爆发以来的最大涨幅。

图表8 长端美债收益率跃升



资料来源: iFinD, Wind,平安证券研究所

图表9 10年美债实际利率较快回升



资料来源: iFinD, Wind,平安证券研究所

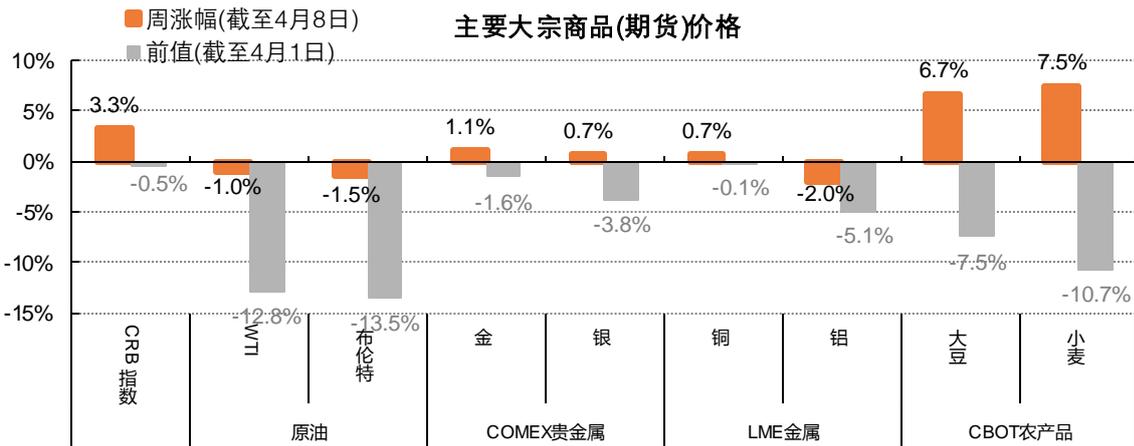
3.3 大宗商品

国际农产品价格大涨,能源价格继续降温。近一周(截至4月8日),CRB商品指数整周涨3.3%,主要由农产品价格上涨带动。COMEX黄金整周上涨1.1%,LME铜整周上涨0.7%。农产品方面,CBOT小麦和大豆整周分别上涨7.5%和6.7%,

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

修复了大部分上周跌幅。俄乌地区粮食生产所受影响进一步受到市场关注。4月8日FAO表示,3月全球食品价格继2月之后再创历史新高,食品价格指数平均为159.3,创1990年设立该指数以来的最高值,环比上涨12.6%,同比上涨33.6%。FAO将2022年全球小麦产量预测从上月的7.9亿吨下调至7.84亿吨。油价方面,WTI和布伦特油价分别收于98.3和102.8美元/桶,整周继续下降1-1.5%。4月6日路透社报道,国际能源署(IEA)成员国仍在讨论将共同释放多少石油储备以冷却市场。其中美国计划自己释放1.8亿桶战略储备,其中有6000万桶参与到IEA的1.2亿桶抛储计划,另外美国盟国将再释放6000万桶石油库存。消息放出之后油价开启下跌。

图表10 近一周国际农产品价格大涨,能源价格继续降温

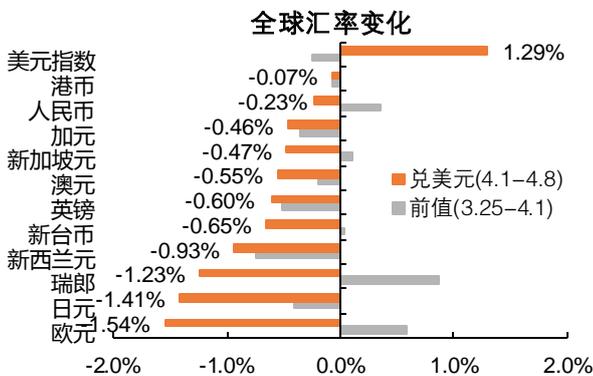


资料来源: Wind,平安证券研究所

3.4 外汇市场

美元指数盘中升破100点。近一周(截至4月8日),美元指数整周大涨1.29%,收于99.84。4月8日曾于盘中升破100点,最高升至100.19,创2020年5月以来新高。美联储与欧央行政策方向分化加剧,欧元兑美元整周大跌1.54%。此外,俄乌局势持续焦灼,市场避险情绪升温,黄金价格与美元指数同步上涨。美联储鹰派表态后引发“股债双杀”,也增加了美元现金需求。近期日本央行面对日元贬值“无动于衷”,死守“债券收益率底线”,日本央行行长黑田东彦坚称日元疲软有助于日本整体经济。但是,日本央行前执行理事 Hideo Hayakawa 在4月7日接受彭博采访时表示,由于担心日元疲软以及公众对通胀的不满,日本央行最早可能在今年夏天调整其对收益率的控制。

图表11 近一周日元、欧元等兑美元汇率走弱



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表12 美元指数整周收盘接近100点大关



资料来源: Wind,平安证券研究所

风险提示：地缘冲突发展超预期，全球通胀压力超预期，海外货币政策走向超预期等。

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