

## 宏观动态跟踪报告

## 海外“衰退交易”之我见

## 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

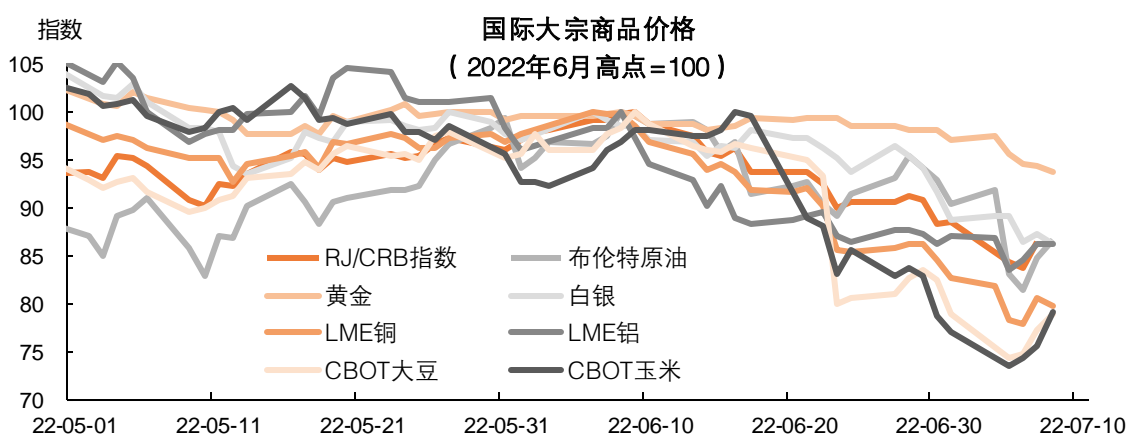


## 平安观点：

- **海外市场“衰退交易”正当时。**大宗商品价格集体降温凸显需求担忧，几乎所有品种商品价格均有下降。“大宗商品之王”原油、对经济景气度高度敏感的“铜博士”，6月以来最深跌幅均可达20%左右。美债市场回暖暗示经济衰退预期升温，10年期美债收益率回落，10年期与2年期美债收益率再度“倒挂”。欧洲市场的衰退预期更为激烈，股市深度调整。
- **美欧经济下行信号渐强。**7月以来美国亚特兰大联储模型预测，今年二季度美国经济将环比萎缩1-2%左右。考虑到美国经济已于一季度环比萎缩1.5%，这意味着“技术性衰退”或即将到来。虽然GDP增速并非经济衰退的唯一标尺，但“衰退”二字无疑更加具象地展现在市场面前。另有一系列具备领先性的经济景气与信心指标，续写了经济下行趋势。
- **美欧央行激进紧缩增大衰退风险。**美欧央行纷纷做出年内最为“鹰派”的表态，加剧市场对经济“硬着陆”的担忧。值得注意的是，美欧货币紧缩对通胀的遏制效果并未立竿见影，央行的强硬态度在金融市场却激起波澜：美国芝加哥联储调整后的金融指数升破0，美国30年抵押贷款利率达到2008年底以来最高水平。
- **衰退预期或令金融波动风险更近一步。**经济预期的走弱增加了金融市场波动风险。6月以来海外金融市场已然风波不断。欧洲方面，欧央行加快退出政策支持，引发债券市场抛售，10年期意大利国债利率一度突破4%的“警戒线”。日本方面，日元快速贬值，令市场怀疑日本央行宽松政策的可持续性，10年日债期货曾两度触发交易所熔断机制。
- **“衰退交易”如何演绎面临三大不确定性。**一是，市场会否低估经济的韧性。美国紧俏的就业市场暗示经济与衰退之间仍有距离。二是，市场会否低估供给的脆弱性。美国原油库存仍处于2004年以来最低水平。欧佩克产量不达标等供给冲击仍在上演。三是，市场会否低估政策的灵活性。如果通胀形势改善，货币政策或更需关注经济下行与金融不稳定风险，继而选择在适当的时点“踩刹车”，尝试实现经济的“软着陆”。
- **人民币资产逆势走出“独立行情”。**新冠疫情以来，美欧似乎太过倚赖货币和财政刺激，而中国逆周期调控更为适度，方使经济行稳致远。虽然今年上半年人民币资产阶段性承压，但展望下半年，在中国复苏和海外衰退的“预期错位”中，人民币资产6月以来不畏外围波动走出“独立行情”。中国经济和市场的稳定表现，为原本黯淡的全球经济前景带来一缕阳光。
- **风险提示：**地缘政治冲突影响超预期，美欧滞胀与衰退压力超预期，金融市场波动超预期等。

海外市场“衰退交易”正当时。截至今年7月上旬，RJ/CRB商品指数距离6月的最高点下调超15%，几乎所有品种商品价格均有下降。“大宗商品之王”原油价格最大回落近20%，对经济景气度高度敏感的“铜博士”最深跌幅超20%，国际大豆、玉米和小麦“三兄弟”齐跌超25%。今年6月以来截至7月上旬，美元指数最大升幅仅5%左右，美元升值对商品计价的影响，难掩商品实际价格的调整。美债市场回暖暗示经济衰退预期升温，10年期美债收益率由6月中旬的3.5%跌落至7月初的2.8%。10年期与2年期美债收益率继今年4月以来再度“倒挂”，但不同的是，这一次倒挂发生于美债利率的下行时期，“衰退交易”的特征更为明显。欧洲市场的衰退预期更为浓烈，截至7月5日的一个月里，德国DAX和意大利ITLMS指数深度回调均超15%，今年以来已累计下跌均超20%。

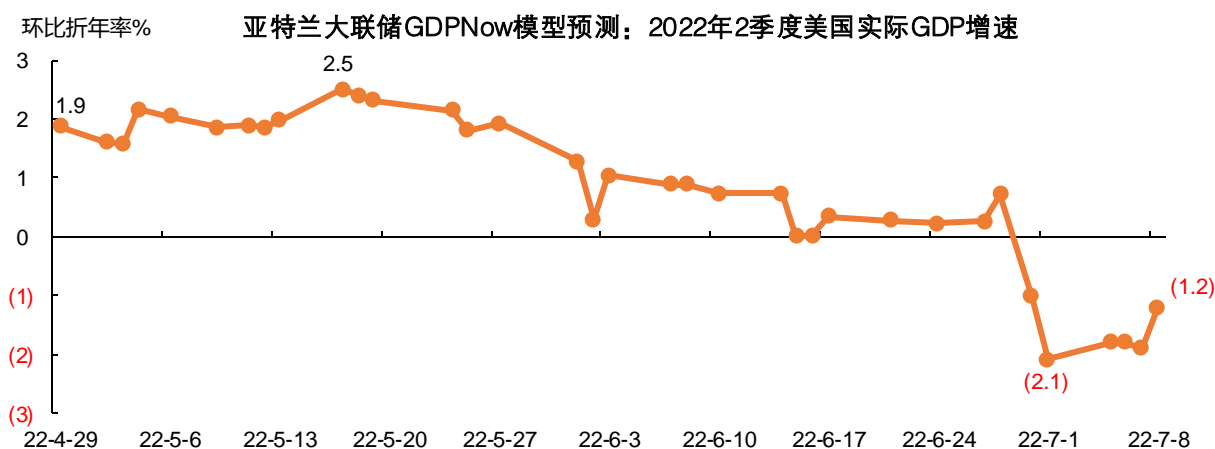
图表1 2022年6月中旬以后，国际大宗商品价格显著回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

美欧经济下行信号渐强。近期公布的经济数据隐忧频现，表明美欧经济景气加速下滑。消费方面，美国5月个人消费支出环比仅增长0.2%，且支出增速自2021年12月以来首次低于收入增速。投资方面，美国5月营建支出环比为-0.1%，为近一年以来首次负增长。7月以来美国亚特兰大联储模型预测，今年二季度美国经济将环比萎缩1-2%左右。考虑到美国经济已于一季度环比萎缩1.5%，这意味着“技术性衰退”或即将到来。虽然GDP增速并非经济衰退的唯一标尺，但“衰退”二字无疑更加具象地展现在市场面前。另有一系列具备领先性的经济景气与信心指标，续写了经济下行趋势。美欧制造业和服务业PMI指数均滑落至近两年以来最低水平；美国6月密歇根消费信心指数已经低于2008年次贷危机时期水平，欧元区7月Sentix投资信心指数也已低于2011年欧债危机爆发时水平。

图表2 今年7月以来美国亚特兰大联储模型预测二季度美国经济将环比萎缩1-2%左右

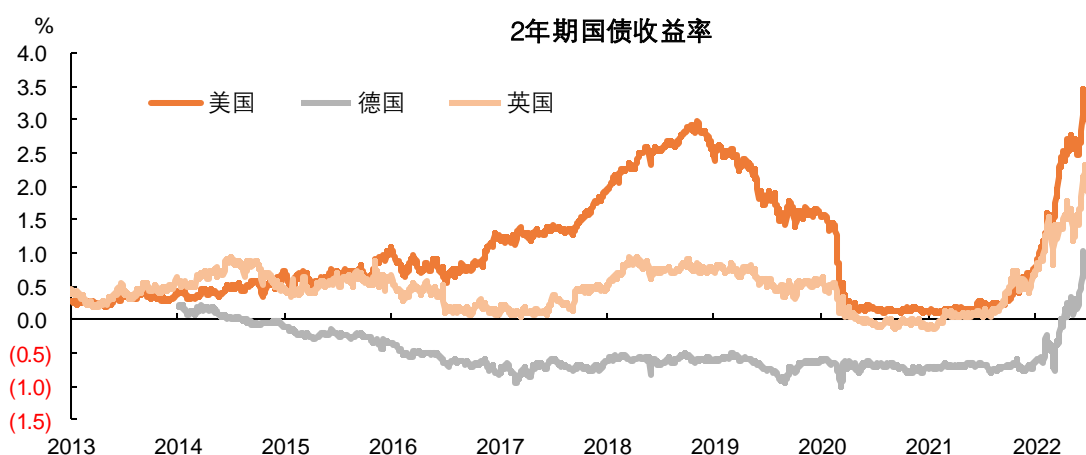


资料来源：亚特兰大联储,平安证券研究所

**美欧央行激进紧缩增大衰退风险。**美欧央行6月以来声势浩荡，纷纷做出年内最为“鹰派”表态，加剧市场对经济“硬着陆”的担忧。欧央行6月9日宣布于7月停止购债计划，并将启动11年以来的首次加息。美联储6月15日宣布加息75BP，并引导市场相信年末美国政策利率将达到3.5%左右的“限制性”水平。美、欧、英央行领导人于6月29日齐聚一堂，更加统一了抗击通胀的战线，均认为通胀是货币政策的头号敌人，并已做好准备采取“更强有力的行动”。

值得注意的是，美欧货币紧缩对通胀的遏制效果并未立竿见影：美联储今年以来已累计加息150BP，英国央行自去年12月以来已累计加息110BP，但最新美英CPI通胀率仍处于近40年以来新高。央行的强硬态度在金融市场却激起波澜：6月上半月，美欧短端国债收益率继续蹿升、续创次贷危机以来新高；6月10日以来，美国芝加哥联储调整后的金融指数升破0，金融体系处于2020年5月以来最紧张水平；截至6月底，美国30年抵押贷款利率达到2008年底以来最高水平。

图表3 美欧货币紧缩预期下，短端国债利率大幅攀升，金融市场条件迅速收紧



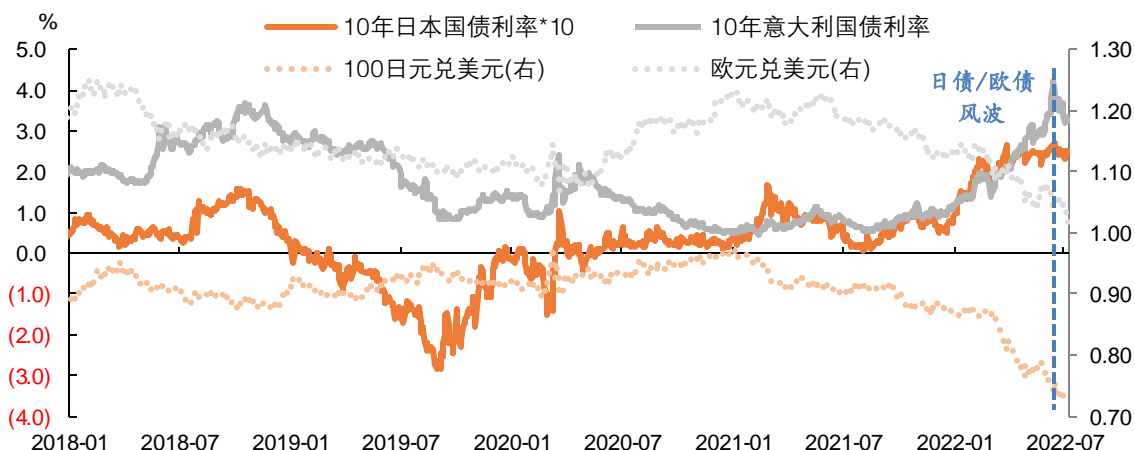
资料来源：Wind,平安证券研究所

**衰退预期或令金融波动风险更近一步。**纵观历史，金融危机往往比经济危机先行一步，这或许并非偶然。经济预期走弱增加金融市场波动风险，因市场在资产定价过程中容易过度悲观，并且可能产生对货币政策的不信任，催生较为极端的交易行为。

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。

事实上，6月以来海外金融市场已然风波不断：欧洲方面，俄乌冲突后通胀形势急剧恶化，不断迫使欧央行加快退出政策支持，货币紧缩与财政宽松的矛盾，或威胁欧元区债务可持续性，引发债券市场抛售。6月中旬，10年期意大利国债利率突破4%的“警戒线”，新一轮“欧债危机”苗头初现。日本方面，今年以来日元的快速贬值，以及其反映出的日本通胀和外贸逆差困境，不断令市场怀疑日本央行宽松政策的可持续性。在日本央行6月15日会议前夕，投资者押注日本央行可能会放弃收益率曲线控制（YCC），10年日债期货盘中大跌并两度触发交易所熔断机制，10年日债利率收盘时高出日本央行目标2.1个基点。后来，在日本和欧元区货币政策引导下，欧债与日债市场暂时恢复平静，但这些风波仍为我们敲响警钟。

图4 今年6月中旬，日本和欧元区债券市场出现恐慌性抛售，日元和欧元汇率走弱



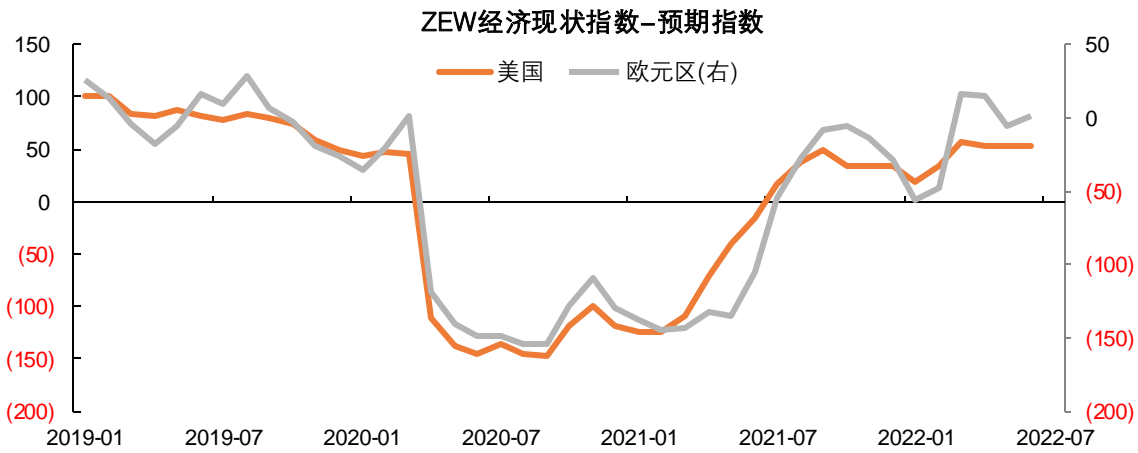
资料来源：Wind,平安证券研究所

**“衰退交易”如何演绎面临三大不确定性。一是，市场会否低估经济的韧性。**最新公布的美国6月新增非农就业37.2万人，新冠疫情前这一数字仅20万人左右，紧俏的就业市场暗示经济与衰退之间仍有距离。此外，经济运行存在自我调节机制，若大宗商品价格出现实质性回落，前期受通胀压制的投资和消费需求有望获得一定程度的修复。

**二是，市场会否低估供给的脆弱性。**6月底以来，美国WTI原油船上交货现价比期货价高出2美元/桶左右，凸显了当下终端供需格局与市场预期的“分道扬镳”。截至6月末，美国原油库存仍处于2004年以来最低水平，且比2014年油价破百时期的库存水平还要低10%左右。未来几个月，原油需求未必出现大幅下滑，而供给或也难明显修复。况且，以利比亚为代表的欧佩克成员产量不达标、挪威石油工人罢工、里海管道联盟暂停石油供应等供给冲击事件仍在轮番上演。

**三是，市场会否低估政策的灵活性。**若这一轮商品价格持续调整，海外通胀压力或迎来喘息。根据2000年以来油价与美国CPI通胀率的强相关性估算，今年下半年，油价每下降10美元/桶，美国CPI同比或可下降0.4个百分点左右。此外，无论是出于对货币政策的信任，还是对经济衰退的担忧，近期通胀预期已出现积极变化。如美国10年TIPS国债隐含通胀预期于7月上旬回落至2.3%，创近9个月以来最低水平。若通胀形势改善，货币政策或更需关注经济下行与金融不稳定风险，继而选择在适当的时点“踩刹车”，尝试实现经济的“软着陆”。

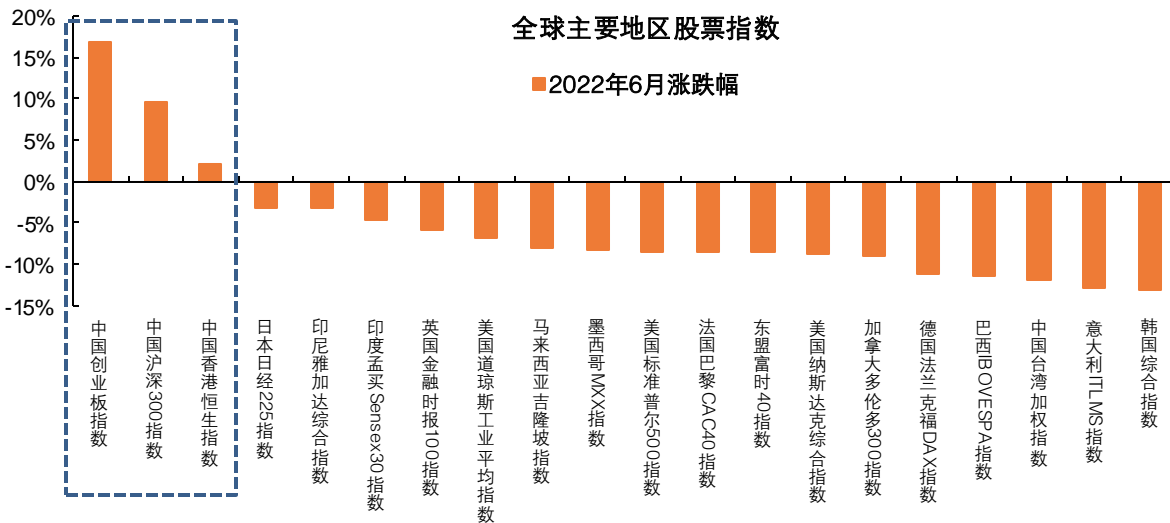
图表5 ZEW 经济现状指数与预期指数差值保持较高水平，暗示“衰退预期”与“衰退”之间仍有距离



资料来源: Wind,平安证券研究所

人民币资产逆势走出“独立行情”。新冠疫情以来，美欧在“现代货币理论”思想指导下，似乎太过倚赖货币和财政刺激，一定程度上酿成通胀恶果。反观中国，强而有力的防疫措施，辅以适度的逆周期调控，实现了疫后复苏的全球领先。宏观政策的高效与克制，方使经济行稳致远。今年上半年，美欧经济因俄乌冲突和商品涨价而处于“过热”之中，中国经济突遇疫情冲击而面临更大下行压力，国内外经济和货币周期“错位”，使人民币资产价格阶段性承压。展望下半年，海外经济下行风险更近一步，而中国经济复苏势能亟待释放。因此，在中国复苏和海外衰退的“景气错位”中，今年6月以来人民币资产不畏外围波动走出“独立行情”，6月超过700亿元北向资金流入中国股市，映射出人民币资产的相对吸引力。作为全球第二大经济体，中国经济和市场的稳定表现，更将在亚洲乃至全球市场中发挥“压舱石”作用，为原本黯淡的全球经济前景带来一缕阳光。

图表6 2022年6月，A股和港股在全球大部分地区股市中表现“一枝独秀”



资料来源: Wind,平安证券研究所

风险提示：地缘政治冲突影响超预期，美欧滞胀与衰退压力超预期，货币政策变化超预期，金融市场波动超预期等。

## 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

上海

北京

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

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

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