

繁荣的顶点？“衰退交易”的历史启示

6月中下旬以来，全球资本市场的反应，似乎已从“滞涨交易”转向“衰退交易”。“衰退交易”的历史演绎，本轮又有何异同？本文分析，可供参考。

➤ 一问：商品价格普跌，释放的信号？市场对经济“衰退”的担忧

6月中下旬以来，大宗商品普跌、主要经济体股市震荡调整、长债利率回落等，似乎显示全球市场定价逻辑转向对经济“衰退”的担忧。6月8日以来，全球大类资产普遍下跌，其中铜、油、金分别下跌20%、11%、6%。7月5日，油价日内一度跌超9%，历史上同等跌幅极为罕见，往往伴随有供求大幅扰动、或衰退直接冲击，显示了当下市场对衰退风险的高度关注。

“衰退交易”兴起的时点，经济的韧性与通胀的攀高，又带给市场新的困惑。6月，美国非农新增就业人数37.2万人，远超市场预期的26.5万人，美国零售销售同比也高达8.94%，仍处高位，美国经济基本面仍显现了较强的韧性。与此同时，美国6月CPI高达9.1%，再创近40年新高。经济到底处于“过热”“滞胀”还是“衰退”？近期的市场表现仍存疑惑。

➤ 二问：“衰退交易”，历史如何演绎？通常，股债更早反应、商品有所分化

通常情况下，股债市场对经济的二阶导数较为敏感，会领先经济3个季度左右给出信号，“衰退交易”亦不例外。“衰退交易”初期，股票市场往往表现为指数见顶回落，强周期股票调整、弱周期股票强势；债券市场，往往会表现为国债长端利率的见顶回落、期限利差倒挂、信用利差快速走阔等。“衰退交易”后期，股市则会续杀盈利后、率先反弹，市场底领先盈利底出现。

商品市场通常由供需决定，对经济的一阶导数更为敏感；供需结构不同，决定不同商品价格表现的差异。铜为代表的基本金属，价格往往见顶于“滞胀”阶段；油为代表的能源价格更晚见顶。“铜油比”对辅助预判经济有良好效果，该指标“滞胀”阶段会快速走低，底部位置对应“衰退”开启。“衰退交易”中，商品价格往往大幅调整，仅避险资产黄金市场表现良好。

➤ 三问：本轮周期的异同，可能的演进？市场更早反应，预期或有反复

油价为代表的能源价格，与实际供需的“脱钩”，以及韧性的经济数据、高涨的通胀指标，显示“衰退交易”似乎操之过急。当前原油市场对衰退预期的定价，隐含对接下来出行旺季出行需求的预期，较5月下降或超6%，这与出行监测大幅背离。与过往衰退交易中油价走势相比，本轮市场更为“纠结”；近期油价隐含波动率的攀升，同样显现了市场对于衰退交易的疑虑。

本轮经济“滞胀”到“衰退”的切换，或始于冬春之交；短期，市场预期或仍有反复。领先指标指向，美国步入“衰退”的时点或在今年底至明年初，且“硬着陆”风险显著抬升，市场影响不容忽视。结合全球大通胀的背景，未来一段时期，海外经济、市场预期的稳定性依然较差，预期反复在所难免。这一过程中，美股或将维持弱势，而美元的强势表现则可能得到延续。

风险提示：美联储货币政策收紧不及预期、欧央行货币政策收紧超预期

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

内容目录

一、周度专题：繁荣的顶点？“衰退交易”的历史启示.....	4
1.1、商品价格普跌，释放的信号？市场对经济“衰退”的担忧.....	4
1.2、“衰退交易”，历史的演绎？股债通常更早反应、商品相对滞后.....	6
1.3、本轮周期的异同，可能的演进？市场更早反应，预期或有反复.....	10
二、数据跟踪：发达国家股市普遍上涨，大宗商品价格多数反弹.....	14
2.1、权益市场追踪：全球资本市场普遍上涨.....	14
2.2、债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率走势分化.....	16
2.3、外汇市场追踪：美元指数走弱，人民币兑美元小幅升值.....	17
2.4、大宗商品市场追踪：大宗商品价格多数上涨.....	18

图表目录

图表 1：6 月 8 日以来，主要大类资产价格变动.....	4
图表 2：CRB 金属与油脂的价格走势.....	4
图表 3：6 月中旬以来，美、德国债收益率快速回落.....	4
图表 4：7 月 5 日，油价一度暴跌近 10%.....	5
图表 5：历史上，油价单日跌超 10%的触发背景.....	5
图表 6：6 月，美国非农新增就业维持在 40 万人左右.....	5
图表 7：6 月，美国劳动参与率下降、失业率持平.....	5
图表 8：美国商业零售销售同比仍处高位.....	6
图表 9：6 月，美国 CPI 再创近 40 年新高.....	6
图表 10：衰退交易中，标普 500 指数趋于回调.....	6
图表 11：衰退交易中，周期股走弱，防御板块占优.....	6
图表 12：衰退中，股市通常经历杀估值、盈利两阶段.....	7
图表 13：经济衰退开始后美股继续回调深度与月数.....	7
图表 14：衰退交易中，美债收益率趋于回落.....	7
图表 15：期限利差倒挂通常是经济衰退的信号.....	7
图表 16：历次期限利差倒挂领先经济衰退月数.....	7
图表 17：信用利差通常在衰退交易中快速走阔.....	7
图表 18：2021 年铜的终端需求分布.....	8
图表 19：2020 年油的终端需求.....	8
图表 20：铜油比底部位置多对应“衰退”的开启.....	8
图表 21：铜价、油价见顶相对衰退时点的领先性.....	8
图表 22：衰退交易中，美元通常快速上行.....	9
图表 23：历轮衰退过程中的美元指数表现.....	9
图表 24：历轮衰退过程中的黄金价格表现.....	9
图表 25：衰退时点前后，黄金与美元的涨跌表现.....	9
图表 26：历次衰退交易中，各大类资产的领先时长.....	9
图表 27：衰退交易中，各大类资产领先的平均时长.....	9
图表 28：衰退交易的各个阶段，大类资产的市场表现.....	10
图表 29：各类资产在衰退开启后多久开始交易复苏.....	10
图表 30：本轮市场的衰退交易比过往更早.....	10
图表 31：全球出行相关原油不同景气度消费量.....	10

图表 32: 历轮衰退交易中的油价表现.....	11
图表 33: 近期, 油价的隐含波动率再度攀升.....	11
图表 34: 2020 年 3 月起, 美日欧央行资产负债表快速扩张.....	11
图表 35: 2020 年 3 月至 2021 年, 风险资产普遍上涨.....	11
图表 36: 风险资产与避险资产的联动加强.....	11
图表 37: 股票市场与商品市场的联动加强.....	11
图表 38: 美国近 11 次经济着陆中, 硬着陆高达 8 次.....	12
图表 39: 市场预期的衰退风险显著提升.....	12
图表 40: 美国制造业 PMI 新订单领先 GDP 同比变化.....	12
图表 41: 美国批发商库存同比增速最高.....	12
图表 42: CME 市场已在定价远期降息预期.....	13
图表 43: 当前货币政策显著偏离泰勒规则.....	13
图表 44: 4 月以来, 市场的 2022 年加息预期大幅波动.....	13
图表 45: 股票市场、债券市场的波动率显著提升.....	13
图表 46: 当下美股盈利预期仍未反映经济衰退的预期.....	13
图表 47: 年初以来, 美股防御板块表现优于周期板块.....	13
图表 48: 近期, 美元指数在避险情绪驱动下走强.....	14
图表 49: 近期, 做空欧元的力量仍在不断走强.....	14
图表 50: 本周, 发达国家股指普遍上涨.....	15
图表 51: 本周, 新兴市场股指多数上涨.....	15
图表 52: 本周, 美股行业多数上涨.....	15
图表 53: 本周, 欧元区行业多数上涨.....	15
图表 54: 本周, 恒生指数反弹.....	16
图表 55: 本周, 恒生行业多数上涨.....	16
图表 56: 主要发达国家 10Y 国债收益率走势分化.....	16
图表 57: 本周, 美德 10Y 利率下行, 英国上行.....	16
图表 58: 新兴市场国家 10 年期国债收益率多数下行.....	17
图表 59: 本周, 土耳其、巴西 10 年期国债收益率分化.....	17
图表 60: 本周, 美元指数走强.....	17
图表 61: 本周, 欧元、英镑、日元兑美元升值.....	17
图表 62: 本周, 主要新兴市场兑美元多数贬值.....	17
图表 63: 本周, 土耳其里拉、雷亚尔兑美元贬值.....	17
图表 64: 本周, 主要发达国家兑人民币多数升值.....	18
图表 65: 本周, 美元兑人民币小幅贬值.....	18
图表 66: 本周, 大宗商品价格多数上涨.....	18
图表 67: 本周, 布伦特原油、WTI 原油价格震荡分化.....	19
图表 68: 本周, 焦煤、动力煤价格分化.....	19
图表 69: 本周, 铜铝价格共振上涨.....	19
图表 70: 本周, 铜价上涨, 通胀预期回落.....	19
图表 71: 本周, 贵金属价格小幅上涨.....	19
图表 72: 本周, 黄金价格上涨, 美债实际收益率回落.....	19

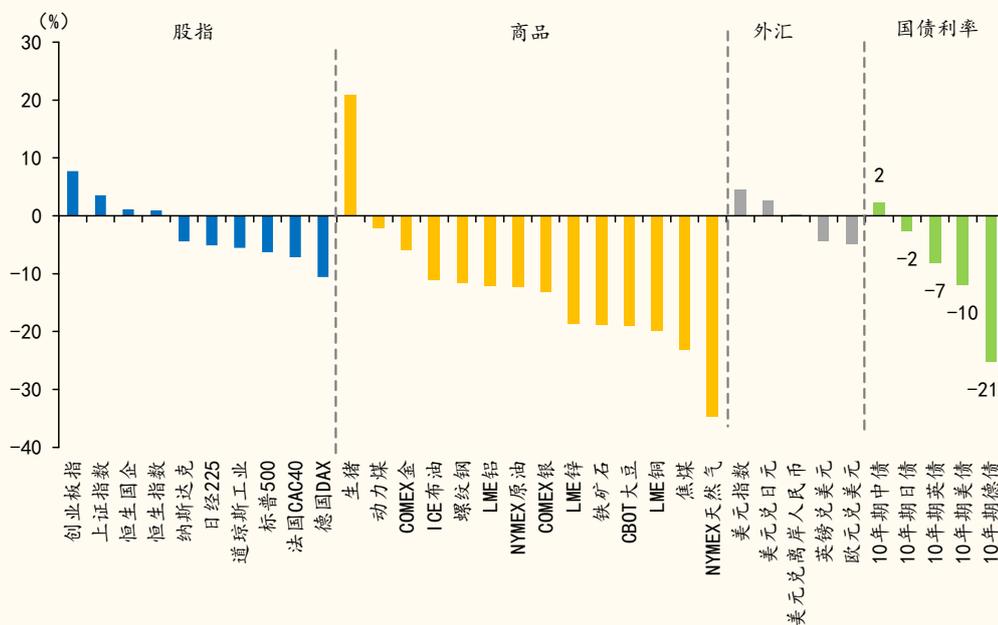
一、周度专题：繁荣的顶点？“衰退交易”的历史启示

6月中下旬以来，全球资本市场的反应，似乎已从“滞涨交易”转向“衰退交易”。“衰退交易”的历史演绎，本轮又有何异同？本文分析，可供参考。

1.1、商品价格普跌，释放的信号？市场对经济“衰退”的担忧

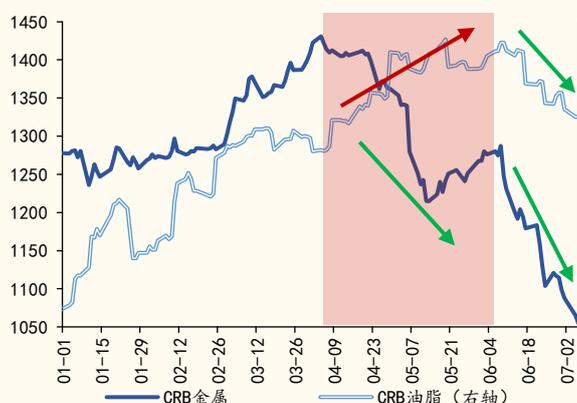
6月中下旬以来，大宗商品普跌、主要经济体股市震荡调整、长债利率回落等，似乎显示全球市场定价逻辑转向对经济“衰退”的担忧。6月8日以来，全球大类资产价格普遍下跌，其中LME铜、ICE布油、COMEX黄金价格分别下跌19.9%、11.1%、6.0%；主要经济体股市多数调整，德国DAX、法国CAC40、标普500、日经225分别下跌10.6%、7.2%、6.3%、5.1%；发达国家10Y国债收益率多数下行，10Y德债、美债、英债、日债分别下行21bp、10bp、7bp和2bp；美元创下近20年新高。全球市场的定价逻辑似乎都在向衰退交易转向。

图表 1：6月8日以来，主要大类资产价格变动



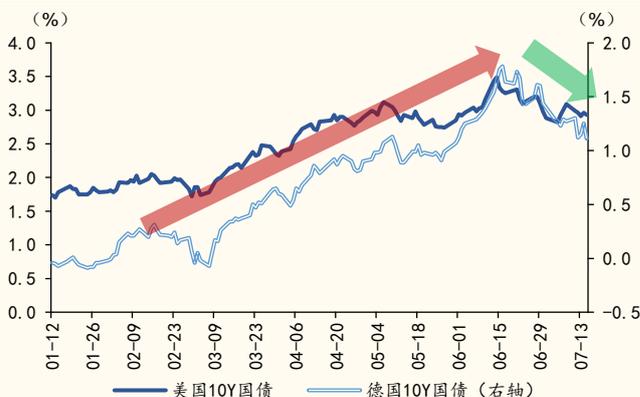
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：CRB 金属与油脂的价格走势



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 3：6月中旬以来，美、德国债收益率快速回落



来源：Wind，国金证券研究所

7月5日，油价跌超9%，历史上这一跌幅往往伴随有供求大幅扰动、或衰退直接威胁；而当下美国经济韧性仍强，显示了投资者对衰退的高度担忧。7月5日晚间，布伦特原油价格一度从112美元/桶暴跌至101美元/桶，跌幅一度达9.8%。回溯历史可以看到，油价单日下跌10%的情形并不多见；其中6次受产油国战争影响、2次受原油供给大幅异动，其余9次，分别发生在互联网泡沫、金融危机和新冠疫情的直接冲击下，经济均处于衰退环境之中。而本次离经济离衰退尚有距离，这一背景下的油价暴跌，更凸显了市场对衰退的担忧。

图表 4：7月5日，油价一度暴跌近10%



来源：Bloomberg，国金证券研究所

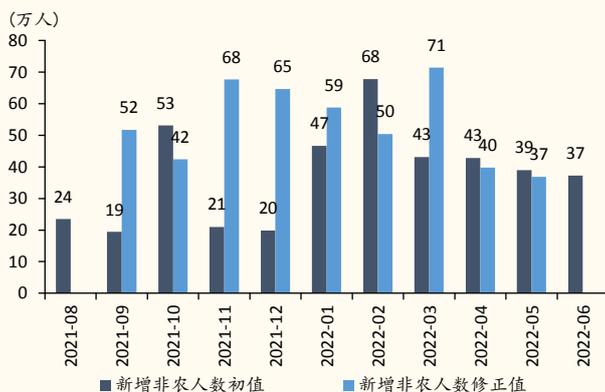
图表 5：历史上，油价单日跌超10%的触发背景



来源：Bloomberg，国金证券研究所

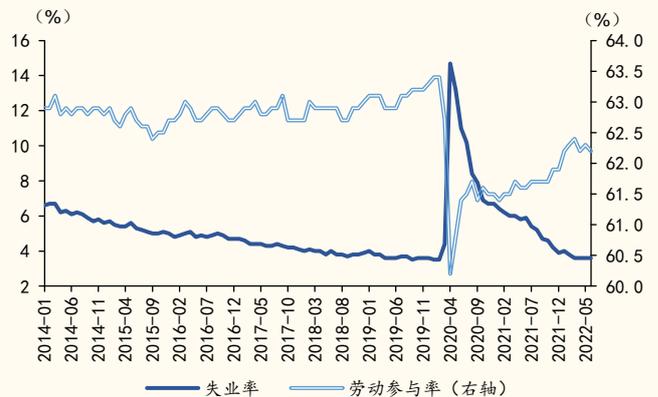
“衰退交易”兴起的时，经济的韧性与通胀的攀高，又带给市场新的困惑。从就业数据来看，美国非农新增就业人数 37.2 万人，远超市场预期的 26.5 万人，失业率也连续 4 个月维持在 3.6% 的低位，就业市场仍显现了较高的韧性；¹经济数据方面，6 月美国零售销售同比仍处高位，高达 8.94%，周频的红皮书商业零售销售数据也在 7 月 16 日再度升至 14.6%，反映了基本面较强的韧性。与此同时，美国 6 月 CPI 同比增速则高达 9.1%，再创近 40 年新高，并进一步对市场预期产生扰动。交易“滞胀”还是转向“衰退”，成为了市场关注的焦点。

图表 6：6 月，美国非农新增就业维持在 40 万人左右



来源：Bloomberg，国金证券研究所

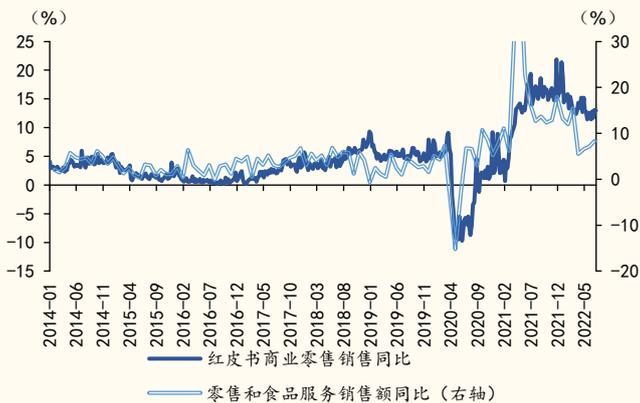
图表 7：6 月，美国劳动参与率下降、失业率持平



来源：Bloomberg，国金证券研究所

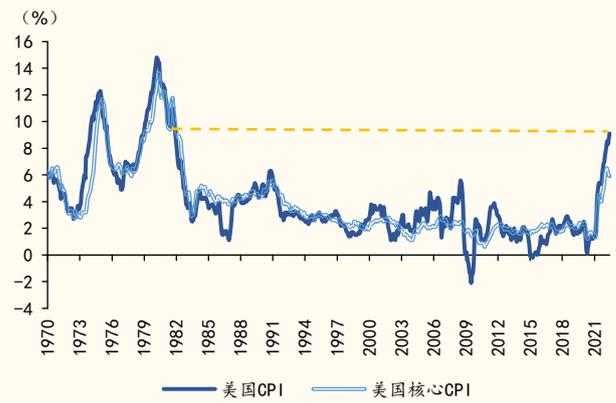
¹关于美国就业市场的讨论，详情参阅《从就业市场，看美国衰退有多远？》。

图表 8: 美国商业零售销售同比仍处高位



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 9: 6月, 美国CPI再创近40年新高

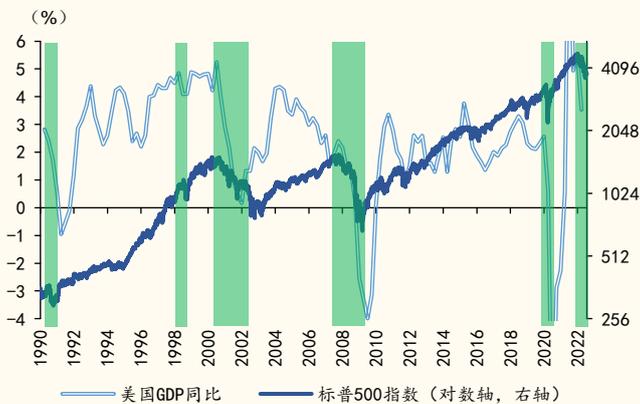


来源: Wind, 国金证券研究所

1.2、“衰退交易”，历史的演绎？股债通常更早反应、商品相对滞后

“衰退交易”中，股票市场通常会较早反应，主要表现为指数见顶回落、强周期股票的相对弱势、“杀估值”到“杀盈利”的两阶段下跌。1) 衰退交易中，标普 500 指数通常都会发生 20%以上幅度的回调，股市经历牛熊转换；2) 结构上，强周期板块调整幅度较大，周期性较弱的防御性板块相对占优；3) 股市通常会经历，加息周期中分母端冲击→衰退担忧下风险偏好冲击→衰退发生后盈利端冲击，前两者表现为“杀估值”，后一阶段则为“杀盈利”；经济步入衰退后，盈利预期的下修、与估值的被动抬升，往往使股市调整再延续一段时间。

图表 10: 衰退交易中，标普500指数趋于回调



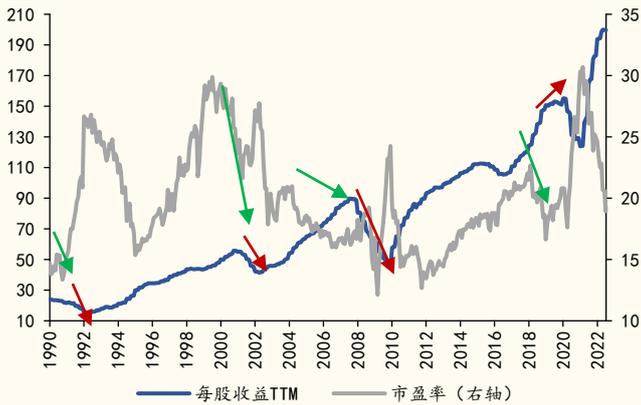
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 11: 衰退交易中，周期股走弱，防御板块占优



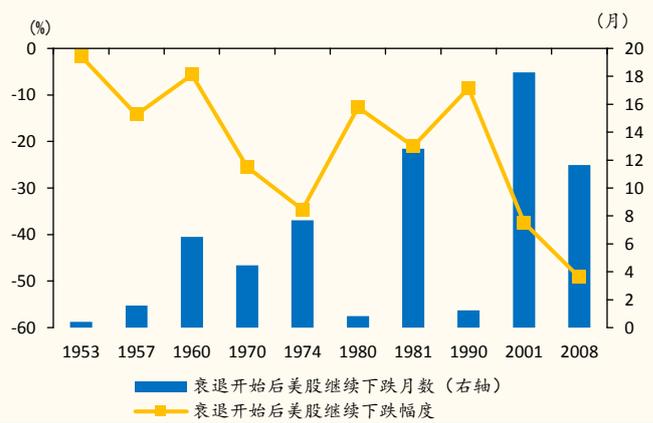
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 12: 衰退中, 股市通常经历杀估值、盈利两阶段



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

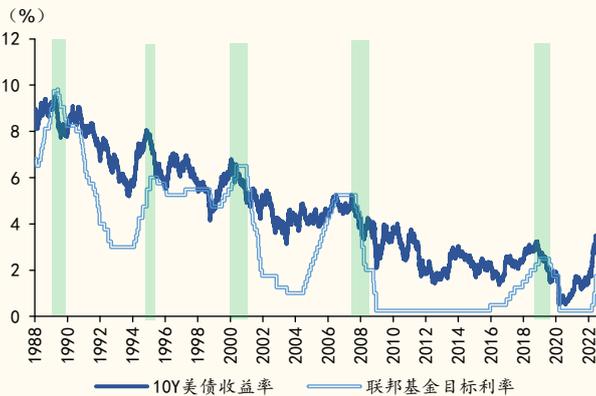
图表 13: 经济衰退开始后美股继续回调深度与月数



来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

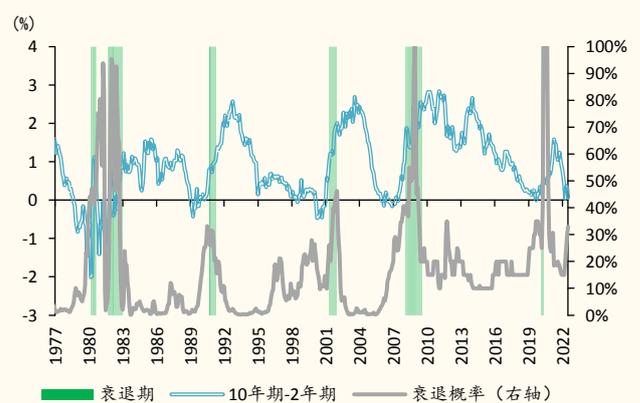
债券市场同样会提前反映经济衰退, 这通常表现为长端收益率的见顶回落、期限利差的倒挂、信用利差的快速走阔。1) 加息周期仍未结束, 但在避险需求与预期转向的驱动下, 长端收益率已经开始回落; 2) 期限利差倒挂一般领先经济衰退 3-4 个季度, 随后利差在底部区间震荡下行, 直至降息周期开启后起底回升; 3) 出于对低等级信用债违约风险的担忧, 信用利差通常快速走阔。

图表 14: 衰退交易中, 美债收益率趋于回落



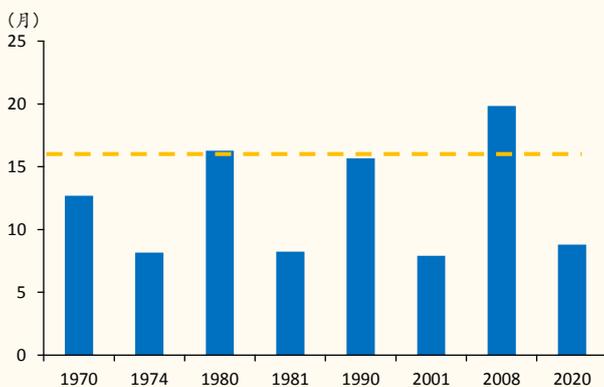
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 期限利差倒挂通常是经济衰退的信号



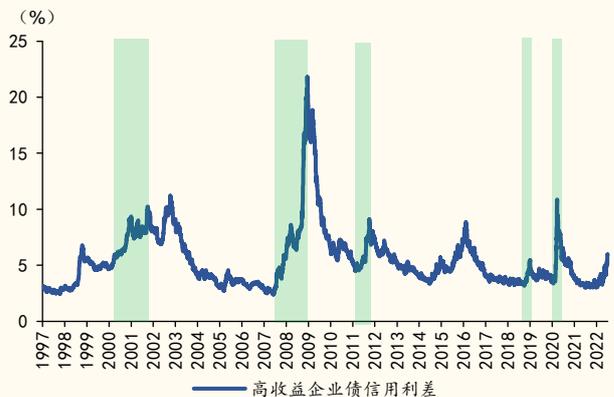
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 历次期限利差倒挂领先经济衰退月数



来源: Wind, 国金证券研究所

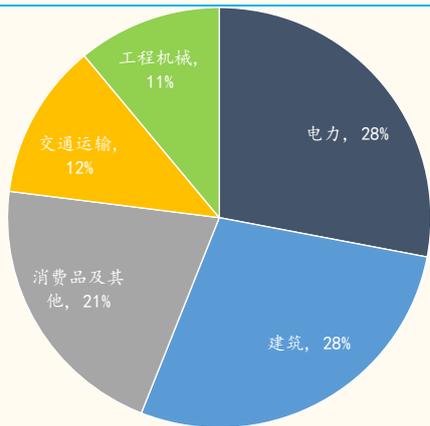
图表 17: 信用利差通常在衰退交易中快速走阔



来源: Wind, 国金证券研究所

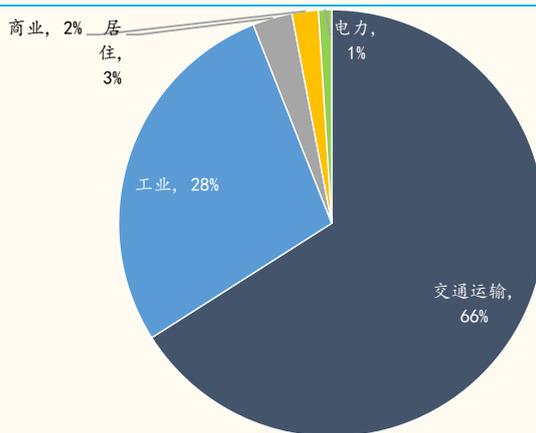
商品市场通常由供需决定，对经济的一阶导数更为敏感；供需结构不同，决定不同商品价格表现的差异。铜的需求结构中过半与工业生产相关，均指向强周期因素；而原油需求中 66%源自交运，弱化了油价对经济周期的反映。因此，铜为代表的基本金属，价格往往见顶于“滞胀”阶段；油为代表的能源价格更晚见顶。历史回溯来看，铜价见顶往往始于经济拐点处，通常领先油价见顶 1-4 个月，领先衰退时点约 6 个月，这与经济连续两季度负增长的衰退定义相恰。“铜油比”，在“滞胀”阶段通常快速走低，底部位置则对应“衰退”的开启。

图表 18: 2021 年铜的终端需求分布



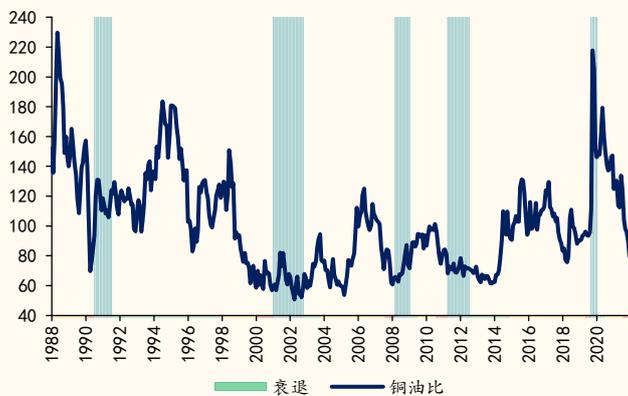
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 2020 年油的终端需求



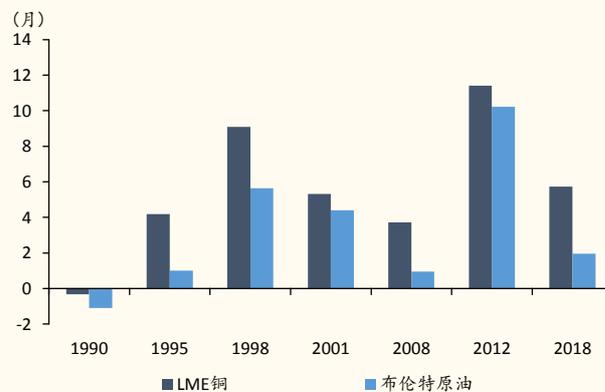
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 铜油比底部位置多对应“衰退”的开启



来源: Bloomberg, NBER, 国金证券研究所

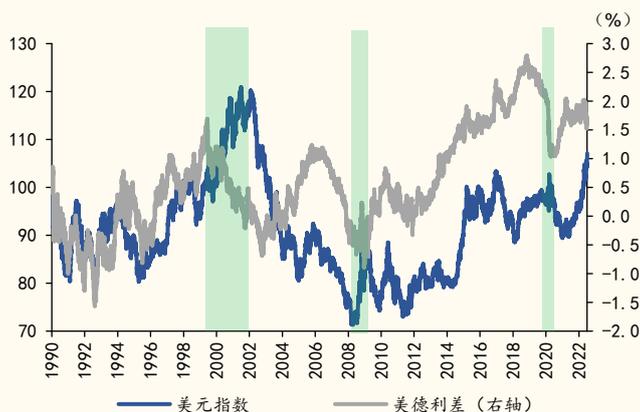
图表 21: 铜价、油价见顶相对衰退时点的领先性



来源: Bloomberg, NBER, 国金证券研究所

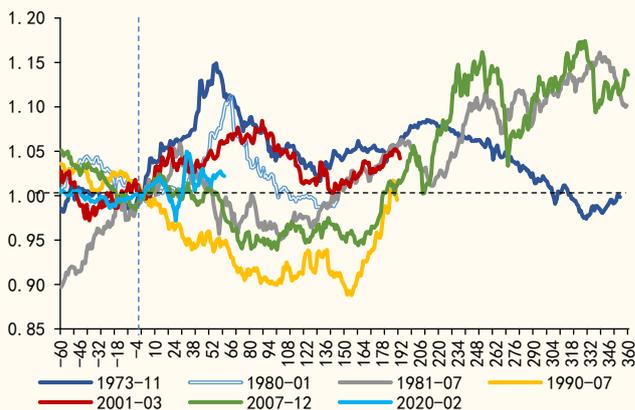
衰退交易过程中，避险资产美元与黄金通常会有较好的市场表现。1) 衰退发生后，避险情绪驱动下，黄金价格的上涨具有较高确定性，仅在 1980 年出现调整；1973 年、1981 年、1990 年、2001 年、2007 年和 2020 年，衰退开始后 3 个月，金价分别上涨 40%、7%、13%、2%、22%和 8%；2) 衰退交易中，美元指数多数情况下相对强势，但衰退初期的表现或受美欧基本面分化的影响。

图表 22: 衰退交易中, 美元通常快速上行



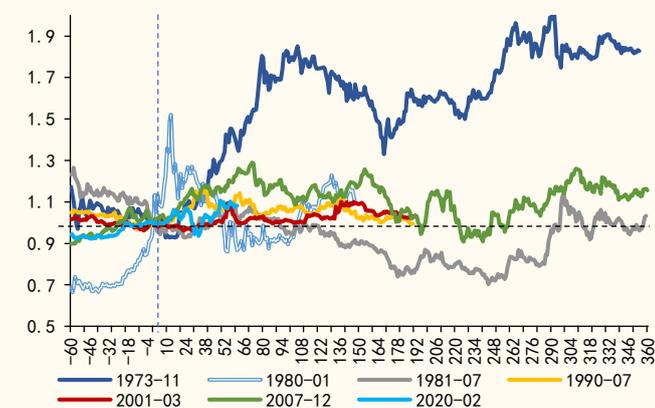
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 23: 历轮衰退过程中的美元指数表现



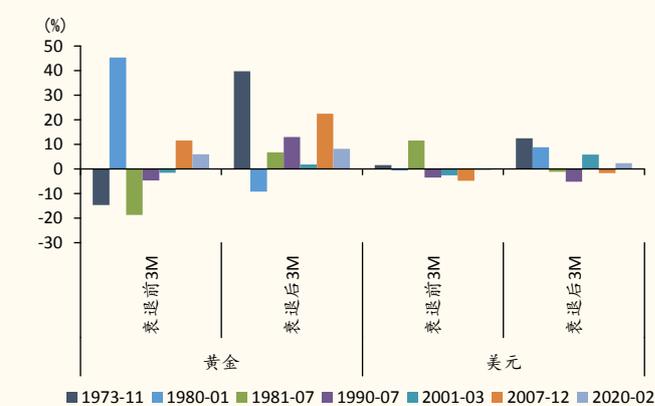
来源: Wind, NBER, 国金证券研究所

图表 24: 历轮衰退过程中的黄金价格表现



来源: Wind, NBER, 国金证券研究所

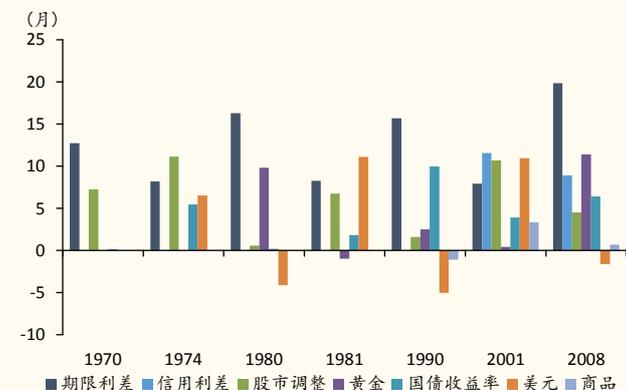
图表 25: 衰退时点前后, 黄金与美元的涨跌表现



来源: Wind, 国金证券研究所

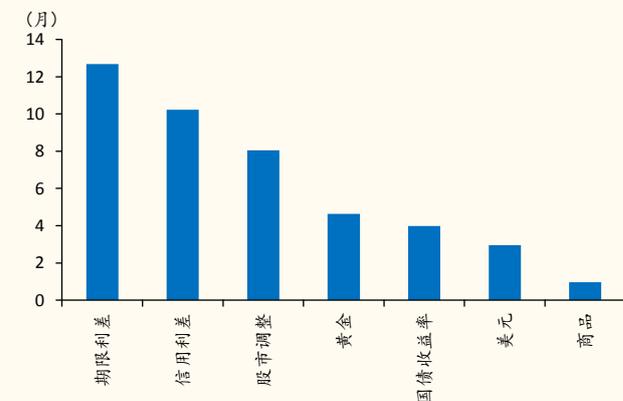
整体来看, 股债两市率先定价衰退, 通常提前 3 个季度左右; 随后黄金和美元开始交易衰退; 而商品市场的反应通常相对滞后。1) 从衰退交易的先后顺序来看, 股债两市通常率先对衰退做出反应, 一般领先衰退时点 3 个季度左右; 随后, 黄金和美元在衰退实质发生前约 1 个季度开始交易衰退; 最后, 商品市场反映相对滞后。2) 从衰退周期的市场表现来看, 美债>黄金>美元>商品>美股; 1990 年以来的衰退周期中, 5 类资产平均涨幅分别为 11%、9%、0.4%、-10%和-13%。3) 从转向复苏的顺序来看, 美股反弹→美债回调→商品上涨。

图表 26: 历次衰退交易中, 各大类资产的领先时长



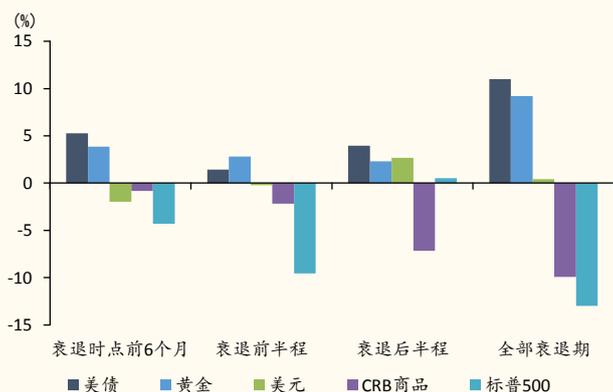
来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

图表 27: 衰退交易中, 各大类资产领先的平均时长



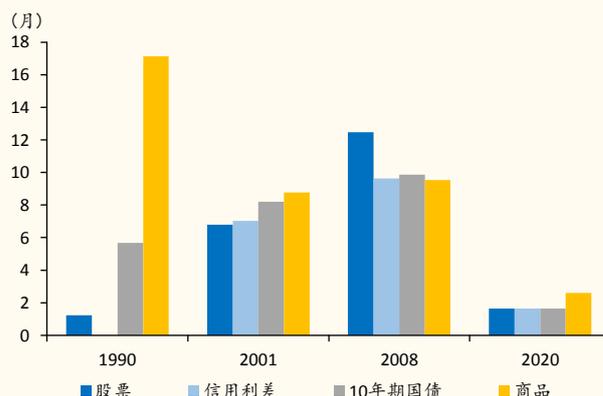
来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

图表 28: 衰退交易的各个阶段, 大类资产的市场表现



来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

图表 29: 各类资产在衰退开启后多久开始交易复苏

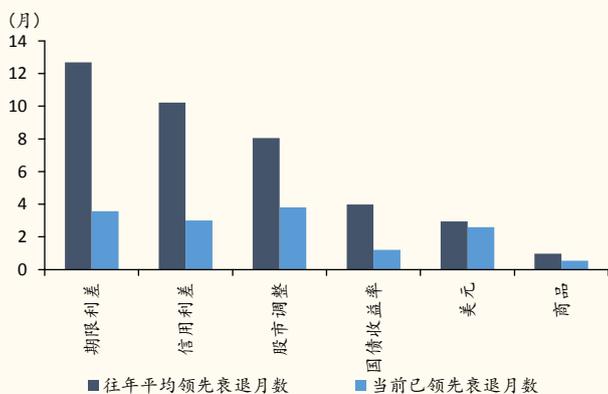


来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

1.3、本轮周期的异同, 可能的演进? 市场更早反应, 预期或有反复

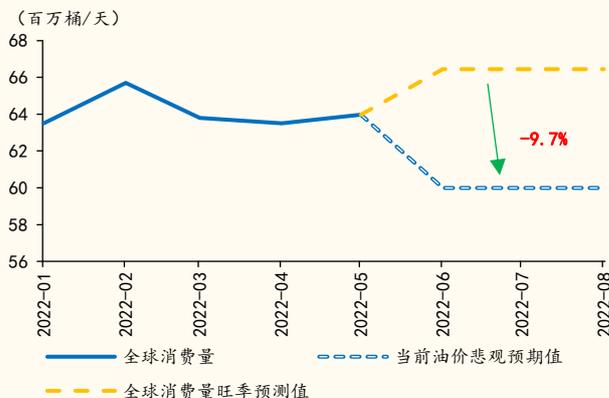
7月以来, 市场表现的纠结, 以及韧性的经济数据、高涨的通胀指标, 显示“衰退交易”似乎操之过急。根据国金石化团队的测算, 当前原油市场对衰退预期的定价, 隐含对于接下来出行旺季期间出行需求的预期, 较5月下降或超6%。这一体量的出行需求下滑, 与出行指数监测大幅背离, 显示了当前市场的对于衰退预期或过于悲观。相较过往衰退交易中的油价表现, 本轮油价更为“纠结”; 近期油价的隐含波动率再度攀升, 同样显现了市场对于本轮“衰退交易”的疑虑。除了商品市场, 股、债、汇等市场的“衰退交易”也在提前开启。

图表 30: 本轮市场的衰退交易比过往更早



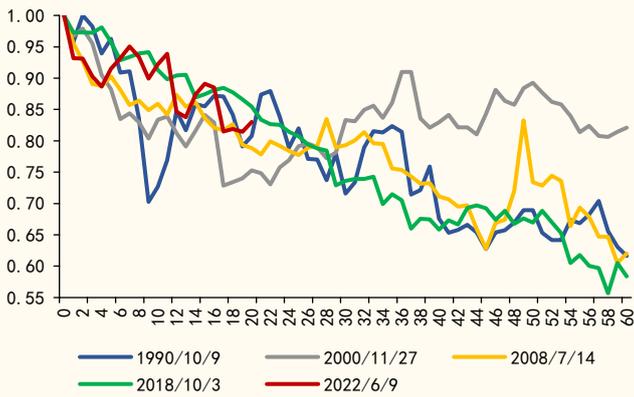
来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

图表 31: 全球出行相关原油不同景气度消费量



来源: EIA, 国金证券研究所

图表 32: 历轮衰退交易中的油价表现



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

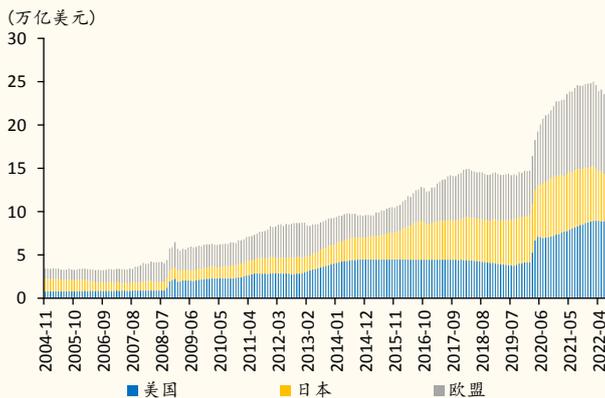
图表 33: 近期, 油价的隐含波动率再度攀升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

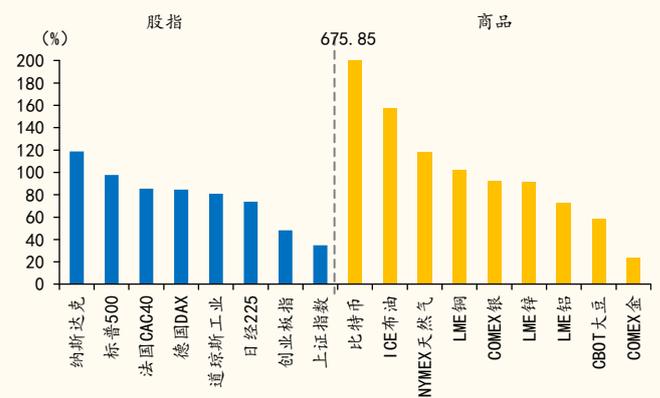
过去几年的全球大放水, 导致各类资产的金融属性显著提升、以及市场间联动性增强, 或是本轮衰退交易过早反应的主要原因。2020年3月以来, 为应对疫情, 欧美日主要央行均采取了极度宽松的货币政策, 三大经济体资产负债表规模由15万亿美元快速扩张至25万亿美元。流动性的长期过剩, 使各类资产的金融属性显著提高。2020年3月至2021年, 全球股指、商品等风险资产普遍上涨。流动性驱动下的普涨, 使各类资产间联动性显著加强。这表现为风险与避险资产、商品与股票市场的协同运动, 并导致本轮中商品市场对“衰退”提前反应。

图表 34: 2020年3月起, 美日欧央行资产负债表快速扩张



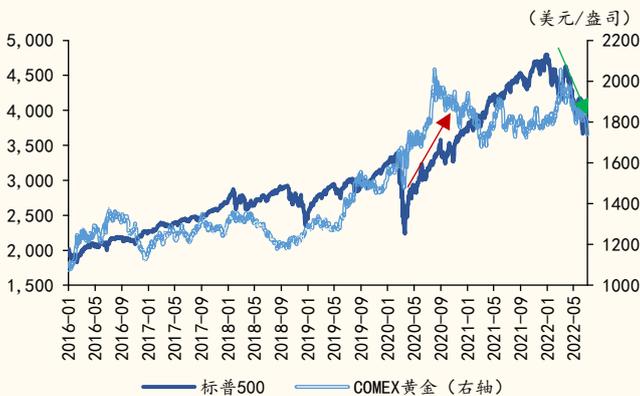
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 35: 2020年3月至2021年, 风险资产普遍上涨



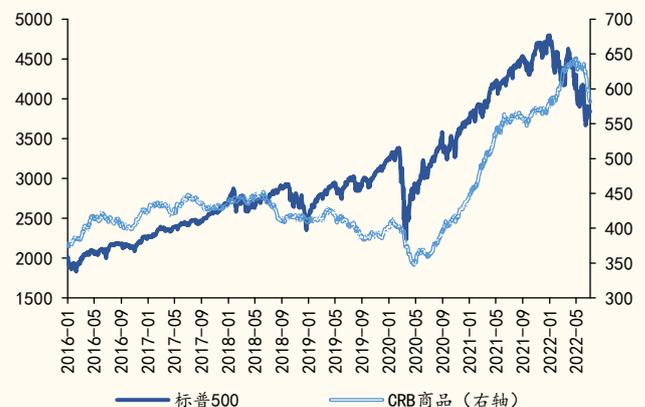
来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

图表 36: 风险资产与避险资产的联动加强



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: 股票市场与商品市场的联动加强



来源: Bloomberg, Wind, 国金证券研究所

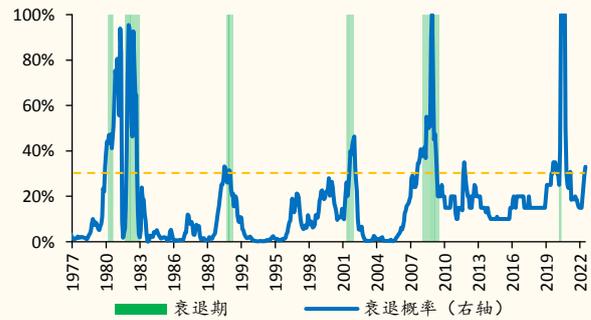
冬春之交或是本轮“滞涨”到“衰退”切换的起点，“硬着陆”风险仍待进一步市场定价。美国近11次经济着陆中，硬着陆高达8次，而本轮之中美联储对通胀“慢了一拍”的应对，或将导致“硬着陆”风险的进一步上升。从领先指标来看，历史经验显示，制造业PMI新订单指数一般领先于经济走势2-4个季度；该指标掉入50%的荣枯线以下后，GDP同比增速掉入负值区间的概率也会明显上升。6月制造业PMI新订单指数最新读数为49.2%，指向美国经济步入“衰退”的时点或在今年底至明年初，“硬着陆”风险的市场影响不容忽视。

图表 38: 美国近 11 次经济着陆中，硬着陆高达 8 次

图表 39: 市场预期的衰退风险显著提升



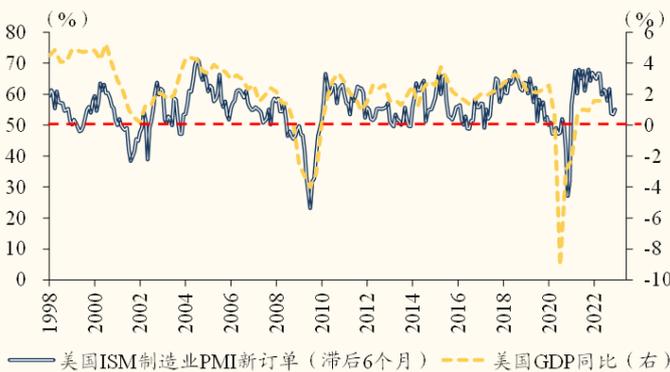
来源: Wind, 国金证券研究所



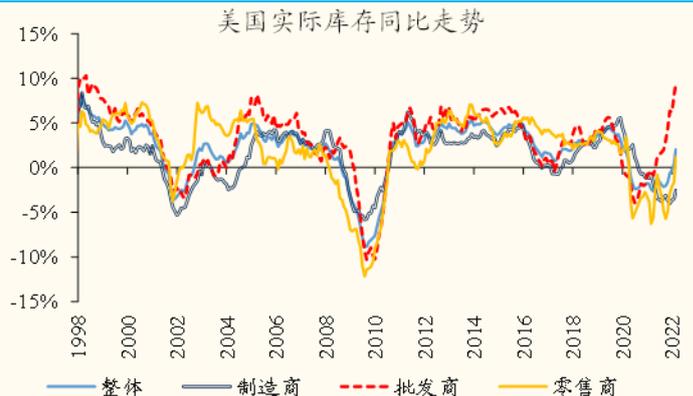
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 40: 美国制造业 PMI 新订单领先 GDP 同比变化

图表 41: 美国批发商库存同比增速最高



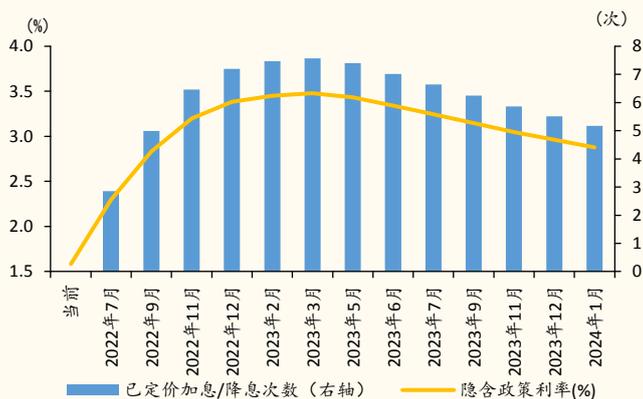
来源: Wind, 国金证券研究所



来源: BEA, 国金证券研究所

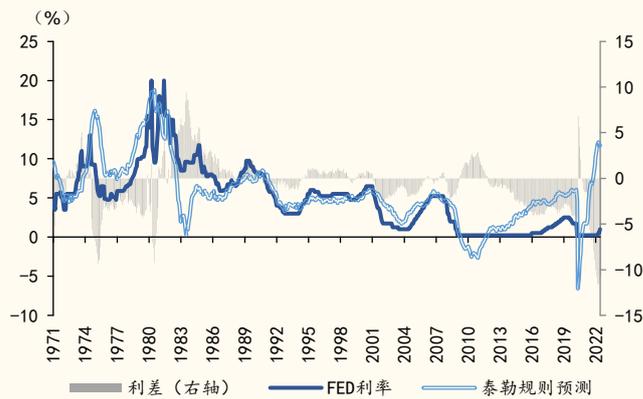
短期，市场在“衰退交易”与“滞胀交易”之间、预期或仍存反复。2022年6月，美国CPI高达9.1%，创近40年新高。通胀脱离长期低水位，对货币政策的锚定、与市场一致预期的形成，造成了极大扰动；加息尚未结束，市场已在定价2023年降息预期。4月以来，市场预期2022年加息幅度在1.5%-3.0%间大幅震荡，股债两市隐含波动率的显著上升。混乱的市场预期、与能源通胀再起的潜在风险，或导致未来一段时间市场仍在衰退交易与滞胀交易间多次反复。

图表 42: CME 市场已在定价远期降息预期



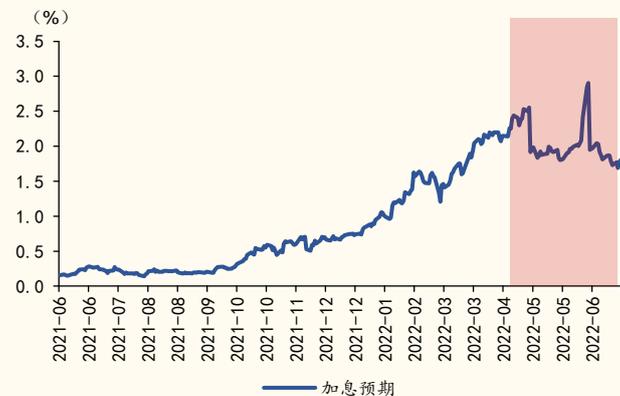
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 43: 当前货币政策显著偏离泰勒规则



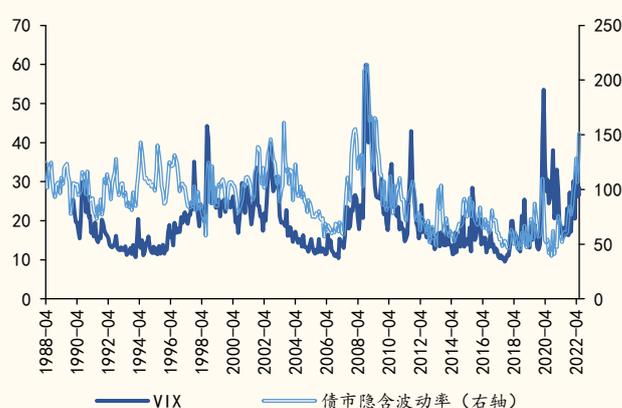
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 44: 4月以来, 市场的2022年加息预期大幅波动



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 45: 股票市场、债券市场的波动率显著提升



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

从“滞胀”向“衰退”演进的过程中，美股或仍维持相对弱势，而美元的强势或将得到延续。1) 当下，市场对未来一年美股 EPS 的预期仍高达 65.19，尚未充分反映未来经济衰退的可能。在“滞胀”向“衰退”演进的过程中，盈利预期的下调，或将对美股表现进一步形成压制；结构上来看，弱周期板块的市场表现或将相对占优；2) 衰退交易中的避险驱动、与滞胀交易中紧缩预期的走强，均将对美元指数构成支撑；从交易层面来看，CME 期货市场欧元非商业多头净持仓仍在减少，反映欧元的做空力量不断走强，美元的强势或将延续。

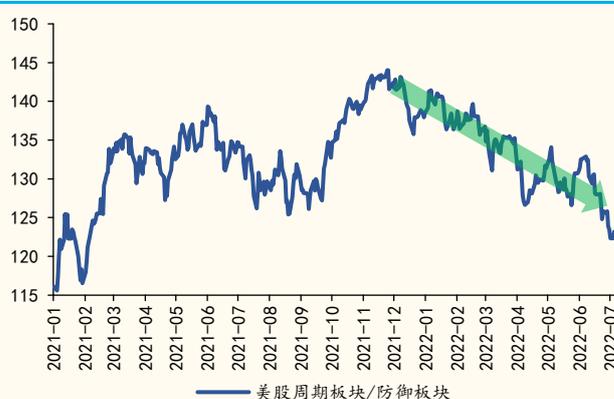
图表 46: 当下美股盈利预期仍未反映经济衰退的预期



来源: Wind, 国金证券研究所

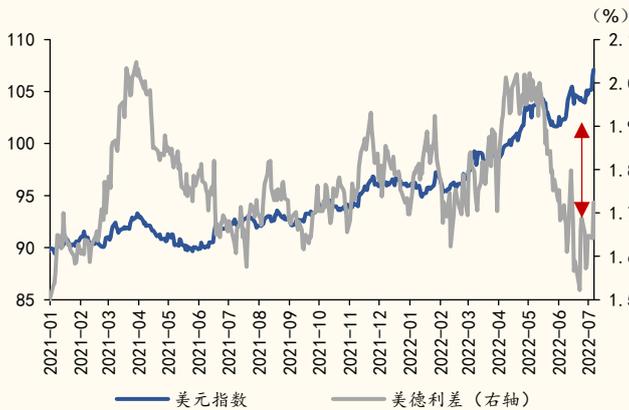
注: 以 2021 年 12 月 31 日为起点, 进行标准化处理。

图表 47: 年初以来, 美股防御板块表现优于周期板块



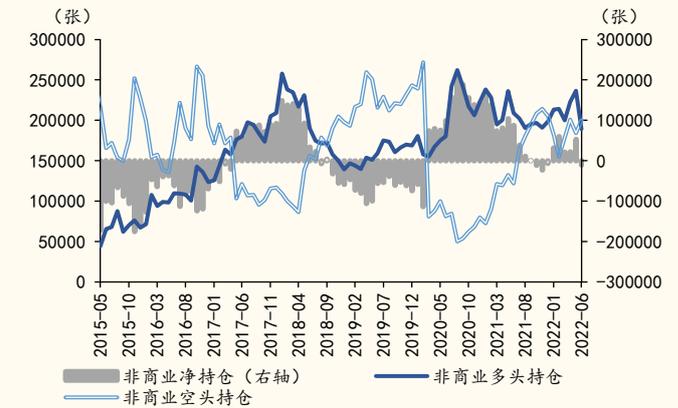
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 48: 近期, 美元指数在避险情绪驱动下走强



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 49: 近期, 做空欧元的力量仍在不断走强



来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

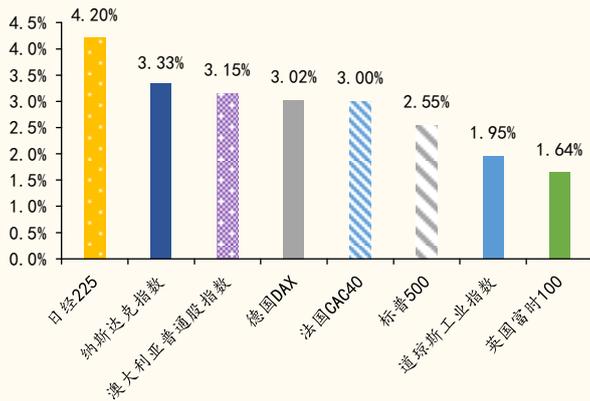
- 1) 6月中下旬以来, 大宗商品普跌、主要经济体股市震荡调整、长债利率回落等, 似乎显示全球市场定价逻辑转向对经济“衰退”的担忧。其中原油价格单日一度跌超 9%, 历史上这一跌幅并不多见, 并往往伴随有供求大幅扰动、或“衰退”直接冲击, 这显示了当下市场对“衰退”的高度担忧。“衰退交易”兴起的时, 经济的韧性与通胀的攀高, 又带给市场新的困惑。
- 2) 整体来看, 股债两市率先定价衰退, 通常提前 3 个季度左右; 随后黄金和美元开始交易衰退; 而商品市场的反映通常相对滞后。从衰退交易各阶段的市场表现来看, 股市通常在衰退后半程修复, 结构上, 对经济敏感度更高的强周期股表现相对弱势, 弱周期板块相对占优; 商品的跌幅逐步加深; “衰退交易”中, 美债、黄金、美元等避险资产, 通常有较好的市场表现。
- 3) 过去几年的全球大放水, 导致各类资产的金融属性显著提升; 市场间高度的联动性, 促成了本轮“衰退交易”的提前反应。以原油为代表, 市场已定价出行需求下滑超 6%, 衰退定价明显提前。向后看, 从领先指标来看, 冬春之交或是本轮衰退的起点。短期内, “衰退预期”与“滞胀预期”的博弈, 或仍有反复。这一背景下, 美股或仍维持弱势, 美元强势或将延续。

二、数据跟踪: 发达国家股市普遍上涨, 大宗商品价格多数反弹

2.1、权益市场追踪: 全球资本市场普遍上涨

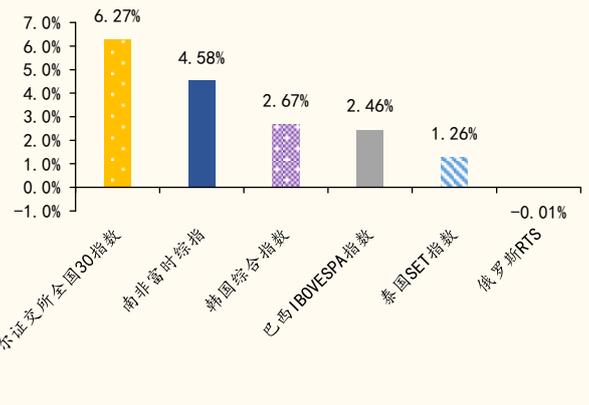
发达国家股指普遍上涨, 新兴市场股指多数上涨。日经 225、纳斯达克指数、澳大利亚普通股指数、德国 DAX、法国 CAC40、标普 500、道琼斯指数和英国富时 100 分别上涨 4.20%、3.33%、3.15%、3.02%、3.00%、2.55%、1.95%和 1.64%。伊斯坦布尔证交所全国 30 指数、南非富时综指、韩国综合指数、巴西 IBOVSPA 指数和泰国 SET 指数分别上涨 6.27%、4.58%、2.67%、2.46%和 1.26%; 仅俄罗斯 RTS 下跌 0.01%。

图表 50: 本周, 发达国家股指普遍上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

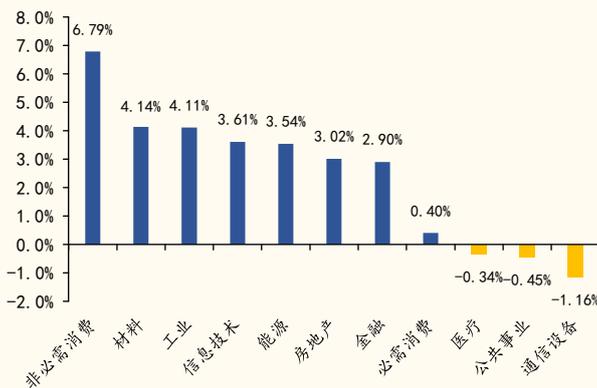
图表 51: 本周, 新兴市场股指多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

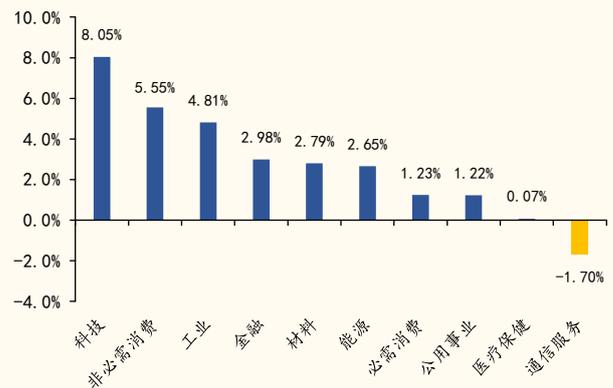
美国、欧元区各行业多数上涨, 通信、医疗板块相对弱势。美股行业中, 非必需消费、材料和工业领涨, 分别上涨 6.79%、4.14%和 4.11%; 仅通信设备、公用事业和医疗下跌, 分别下跌 1.16%、0.45%和 0.34%。欧股行业中, 科技、非必需消费和工业领涨, 分别上涨 8.05%、5.55%和 4.81%; 仅通信服务下跌 1.70%。

图表 52: 本周, 美股行业多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

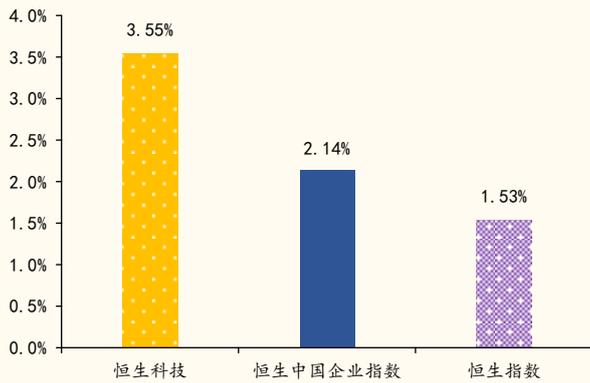
图表 53: 本周, 欧元区行业多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

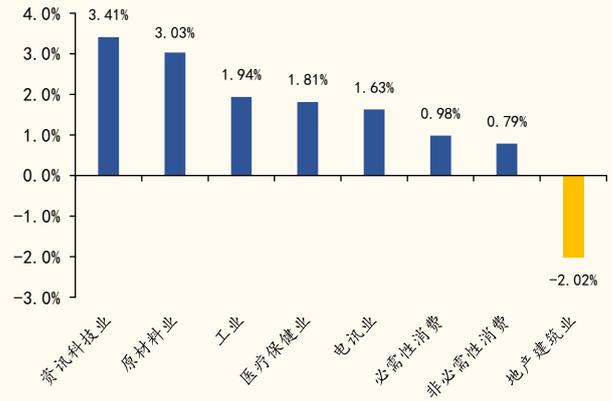
香港市场小幅反弹, 恒生行业多数上涨。本周, 恒生指数、恒生科技和恒生中国企业指数分别上涨 1.53%、3.55%和 2.14%。行业方面, 恒生行业多数上涨, 资讯科技业、原材料业和工业领涨, 分别上涨 3.41%、3.03%和 1.94%; 仅地产建筑业下跌, 跌幅为 2.02%。

图表 54: 本周, 恒生指数反弹



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 55: 本周, 恒生行业多数上涨

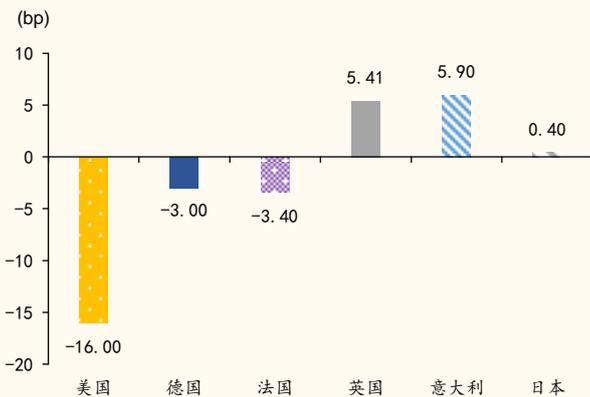


来源: Wind, 国金证券研究所

2.2、债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率走势分化

发达国家 10 年期债券收益率走势分化, 美、德收益率下行, 英、意、日国债收益率上行。美国、德国 10 年期国债收益率分别下行 16.0bp、3.0bp 至 2.77%、1.06%, 英国 10 年期国债收益率上行 5.4bp 至 2.26%。法国 10 年期国债收益率下行 3.4bp, 意大利、日本 10 年期国债收益率分别上行 5.9bp、0.4bp。

图表 56: 主要发达国家 10Y 国债收益率走势分化



来源: Wind, 国金证券研究所

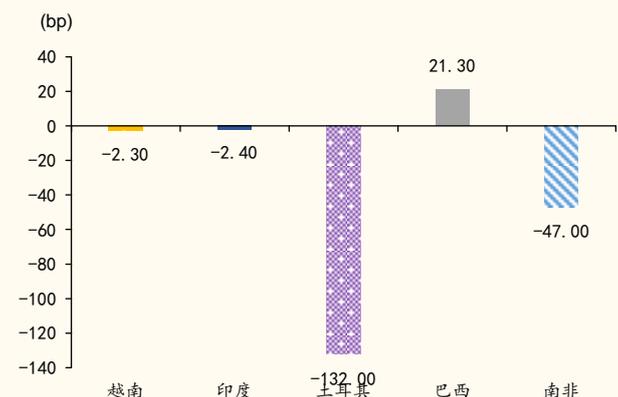
图表 57: 本周, 美德 10Y 利率下行, 英国上行



来源: Wind, 国金证券研究所

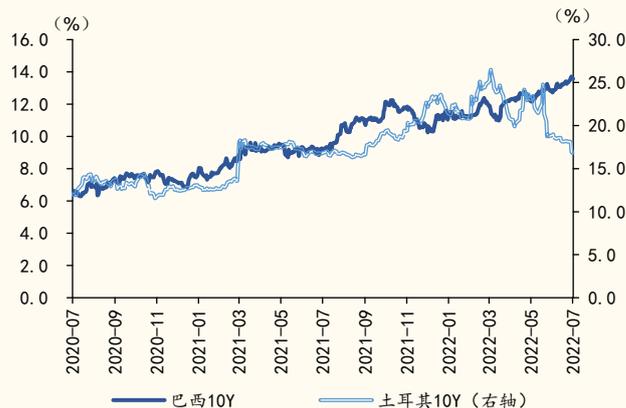
新兴市场 10 年期国债收益率多数下行, 巴西国债收益率上行。土耳其 10 年期国债收益率下行 132.0bp 至 16.82%, 巴西 10 年期国债收益率上行 21.3bp 至 13.6%。南非、印度、越南 10 年期国债收益率分别下行 47.0bp、2.4bp、2.3bp。

图表 58: 新兴市场国家 10 年期国债收益率多数下行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 59: 本周, 土耳其、巴西 10 年期国债收益率分化

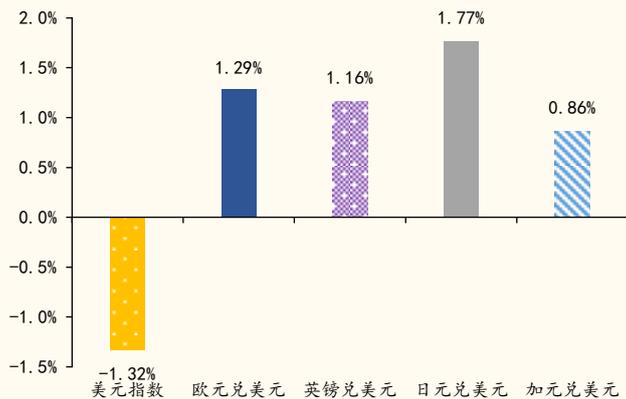


来源: Wind, 国金证券研究所

2.3. 外汇市场追踪: 美元指数走弱, 人民币兑美元小幅升值

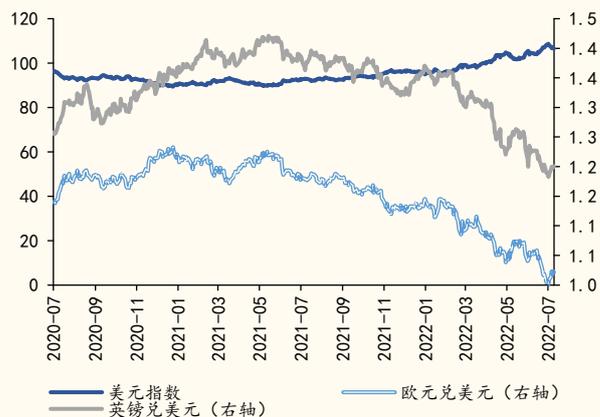
美元指数走弱, 欧元、英镑、日元兑美元升值。美元指数走弱, 欧元、英镑和日元兑美元分别升值 1.29%、1.16%和 1.77%。土耳其里拉、雷亚尔和菲律宾比索兑美元分别贬值 1.92%、1.63%和 0.06%; 印尼卢比和韩元分别升值 0.19%和 0.62%。

图表 60: 本周, 美元指数走强



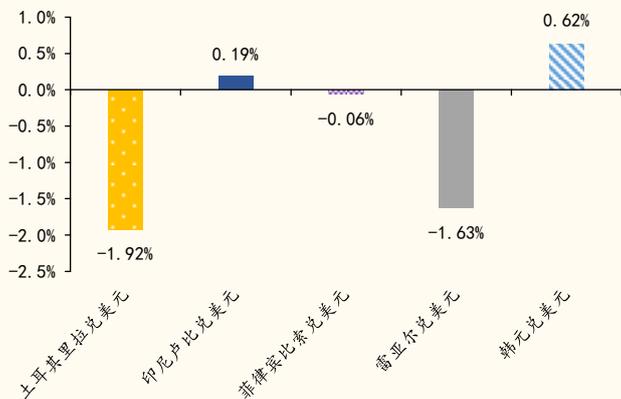
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 61: 本周, 欧元、英镑、日元兑美元升值



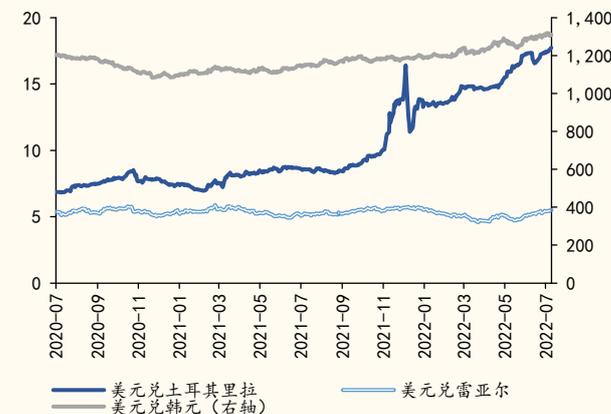
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 62: 本周, 主要新兴市场兑美元多数贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

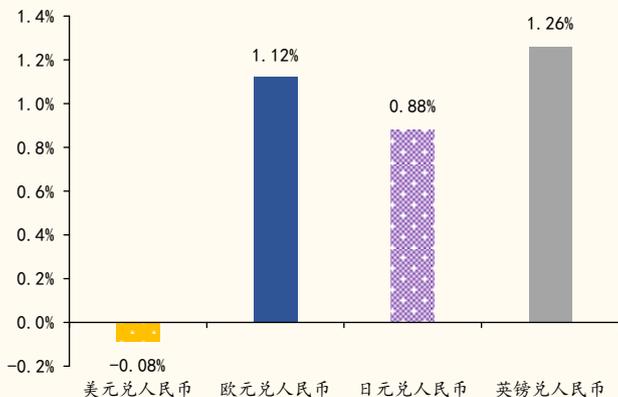
图表 63: 本周, 土耳其里拉、雷亚尔兑美元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元汇率小幅升值，人民币兑多数货币贬值。美元对人民币贬值 0.08%；英镑、欧元和日元兑人民币分别升值 1.26%、1.12%和 0.88%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比下行 57bp 至 6.7515，美元兑离岸人民币汇率下行 3bp 至 6.7585。

图表 64: 本周，主要发达国家兑人民币多数升值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 65: 本周，美元兑人民币小幅贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

2.4、大宗商品市场追踪: 大宗商品价格多数上涨

大宗商品价格多数上涨，生猪价格小幅回调。本周，有色金属大幅反弹，贵金属小幅上涨，原油价格、农产品价格、黑色金属走势分化。其中，下跌幅度最大的是焦煤和生猪，分别下跌 6.82%和 3.82%；涨幅最大的是 LME 镍和 LME 铜，分别上涨 13.76%和 5.59%。

图表 66: 本周，大宗商品价格多数上涨

类别	品种	2022-07-22	2022-07-14	2022-07-07	2022-06-30	2022-06-23
原油	WTI 原油	-1.27%	-6.77%	-2.86%	1.43%	-11.33%
	布伦特原油	2.67%	-5.30%	-8.85%	4.33%	-8.15%
贵金属	COMEX 黄金	1.40%	-1.95%	-3.74%	-1.23%	-1.09%
	COMEX 银	0.12%	-5.02%	-5.72%	-3.50%	-3.63%
有色	LME 铜	5.59%	-7.31%	-1.44%	-0.60%	-5.52%
	LME 铝	5.22%	-3.09%	1.42%	-1.20%	-0.28%
	LME 镍	13.76%	-3.44%	2.08%	0.81%	-4.53%
	LME 锌	4.20%	-5.70%	1.59%	-4.55%	-1.56%
黑色	动力煤	0.33%	-1.82%	1.21%	-1.29%	1.25%
	焦煤	-6.82%	-8.94%	-5.80%	5.27%	-13.12%
	沥青	4.40%	-5.55%	-10.77%	6.15%	-6.86%
	铁矿石	-1.05%	-4.46%	-6.48%	10.08%	-16.49%
农产品	螺纹钢	2.89%	-8.51%	-3.36%	4.74%	-8.16%
	生猪	-3.82%	3.17%	4.61%	6.61%	1.04%
	棉花	5.57%	-11.70%	-5.21%	-4.08%	-5.99%
	豆粕	-2.78%	1.84%	-1.18%	0.26%	-5.44%
	豆油	2.92%	-0.72%	-13.54%	0.65%	-11.12%

来源: Wind, 国金证券研究所

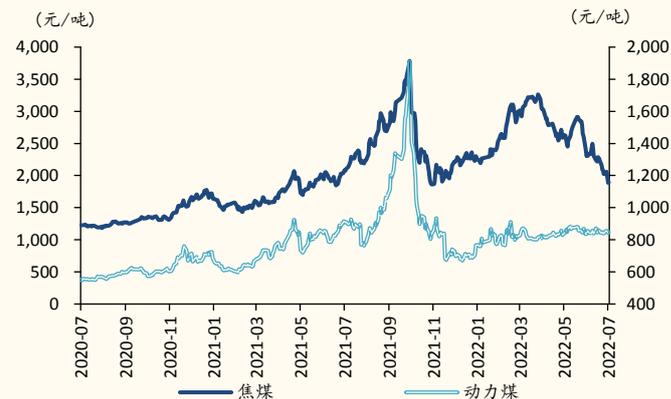
原油价格震荡分化，黑色金属走势分化。WTI 原油价格下跌 1.27%至 96.35 美元/桶、布伦特原油价格上涨 2.67%至 103.86 美元/桶。焦煤价格下跌 6.82%至 1886 元/吨，动力煤价格上涨 0.33%至 843 元/吨。铁矿石价格下跌 1.05 至 658 元/吨，沥青、螺纹钢价格分别上涨 4.40%、2.89%至 3936 元/吨、3811 元/吨。

图表 67: 本周, 布伦特原油、WTI原油价格震荡分化



来源: Wind, 国金证券研究所

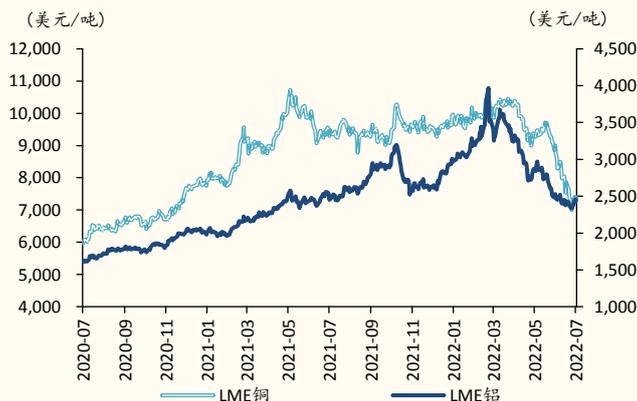
图表 68: 本周, 焦煤、动力煤价格分化



来源: Wind, 国金证券研究所

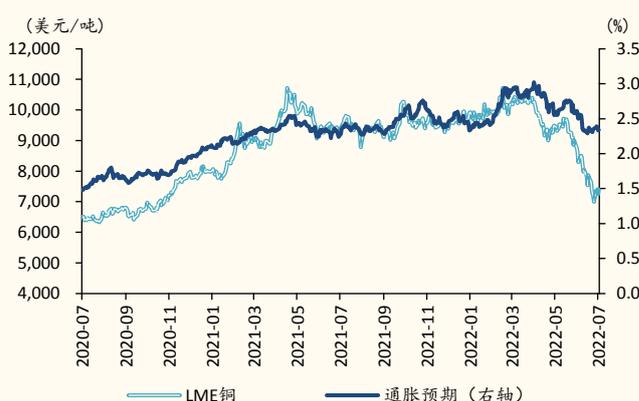
铜铝价格共振上涨, 贵金属价格小幅反弹。LME 铜和 LME 铝价格分别上涨 5.59%、5.22%至 7391 美元/吨、2457 美元/吨。通胀预期从前值的 2.36%回落至 2.34%。COMEX 黄金、COMEX 银分别上涨 1.40%、0.12%至 1727.40 美元/盎司、18.62 美元/盎司。10 年期美债实际收益率从前值的 0.57%回落至 0.43%。

图表 69: 本周, 铜铝价格共振上涨



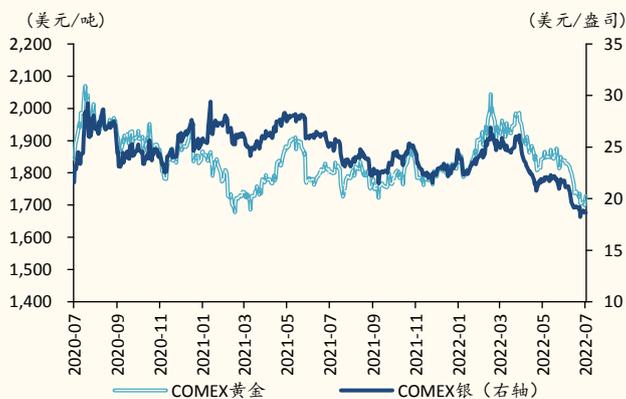
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 70: 本周, 铜价上涨, 通胀预期回落



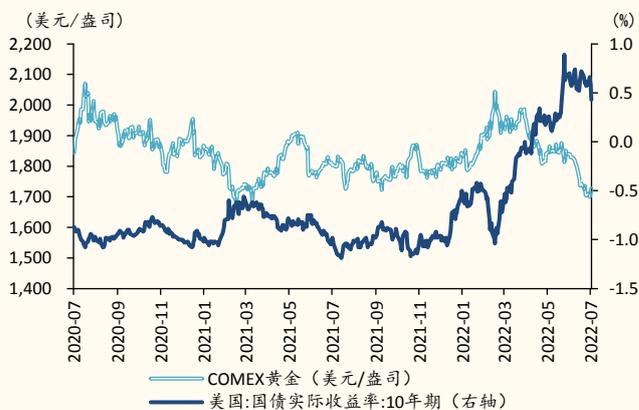
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 71: 本周, 贵金属价格小幅上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 72: 本周, 黄金价格上涨, 美债实际收益率回落



来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示:

- 1、美联储货币政策收紧不及预期:** 出于对经济衰退的担忧, 美联储货币政策及时转向实现“软着陆”。
- 2、欧央行货币政策收紧超预期:** 欧洲通胀的持续高企, 导致欧央行货币政策超预期收紧, 对美元形成压制。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402