

“滞”与“胀”之争 ——2022下半年海外经济与市场展望

2022年8月9日

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号：S1060520090001
邮箱：zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般从业资格编号：S1060120100009
范城恺 一般从业资格编号：S1060120120052

投资要点

- **美国经济：滞与胀，仍在赛跑。** 展望下半年，美国经济或仍将在“滞”与“胀”之间徘徊，货币政策面临艰难选择。我们认为，美联储需要引导市场相信其有能力加息至3.5%以上的限制性水平。但在“中性利率”之后，美联储加息节奏或需要从“前置发力”（front-loading）转变为“小幅度、可持续”的加息。这样的组合或可增加美国经济“软着陆”的概率，并营造一个相对友好的市场环境。
- **非美经济：全球紧缩，风险冒头。** 在全球通胀和美联储持续紧缩之下，非美经济所受冲击不断显现。1) 欧元区：欧债风险不容小觑。即便欧央行已祭出预期引导工具，但欧元区经济金融风险仍不能排除。2) 日本：日本经济和日元汇率受到输入性通胀、贸易逆差、债市抛售等多重压力。3) 新兴市场：资本流入放缓压力或将持续全年，但下半年有望边际缓和。
- **大宗商品：超级周期，有望落幕。** 下半年开始，本轮大宗商品“超级周期”有望循序渐进地落幕。原因包括：1) 高价格下供需逐渐走向平衡；2) 全球紧缩下商品金融属性弱化；3) 与俄乌冲突有关的供给担忧消退。不过，供给恢复的不确定性以及能源转型压力等，或影响商品价格回落的节奏。
- **金融市场：美元资产，暂现光芒。** 下半年，美元资产在全球市场中表现或相对较好。但考虑到美国“滞”与“胀”的博弈仍将继续，近期美国市场表现有过于乐观之嫌。1) 美债：10年美债利率或在2.7-3.3%高位震荡。2) 美股：高通胀、高利率和衰退风险之下，调整风险尚未排除，但成长有望跑赢价值。3) 美元汇率：有望保持强势。美国经济在全球范围内具备一定优势，市场对于美联储紧缩的决心和可持续性更有信心。
- **风险提示：国际地缘局势超预期，海外通胀压力超预期，海外货币紧缩力度超预期，国际金融市场波动超预期等。**



目录CONTENTS

- ◎ 美国经济：滞与胀，仍在赛跑
- ◎ 非美经济：全球紧缩，风险冒头
- ◎ 大宗商品：超级周期，或将落幕
- ◎ 金融市场：美元资产，暂现光芒

1. 美国经济：滞与胀，仍在赛跑

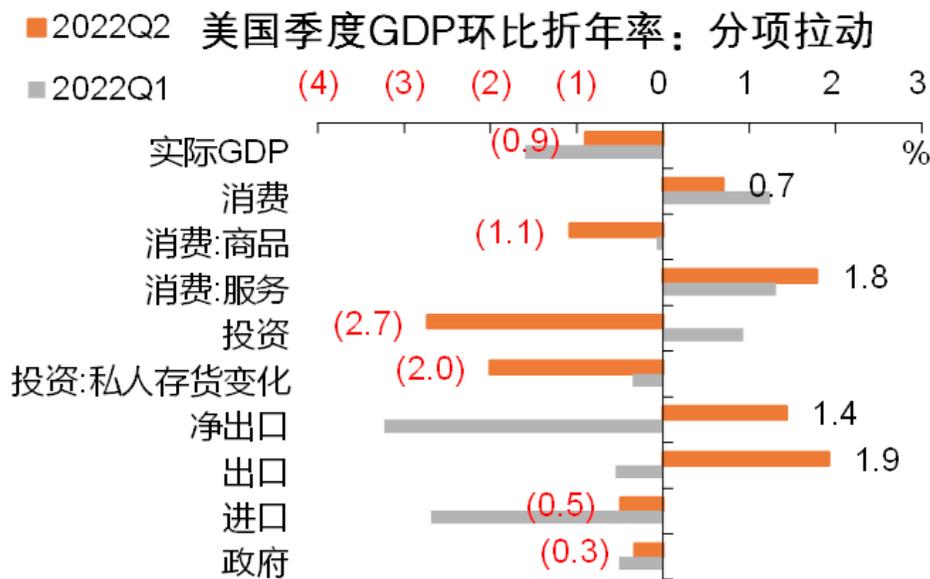
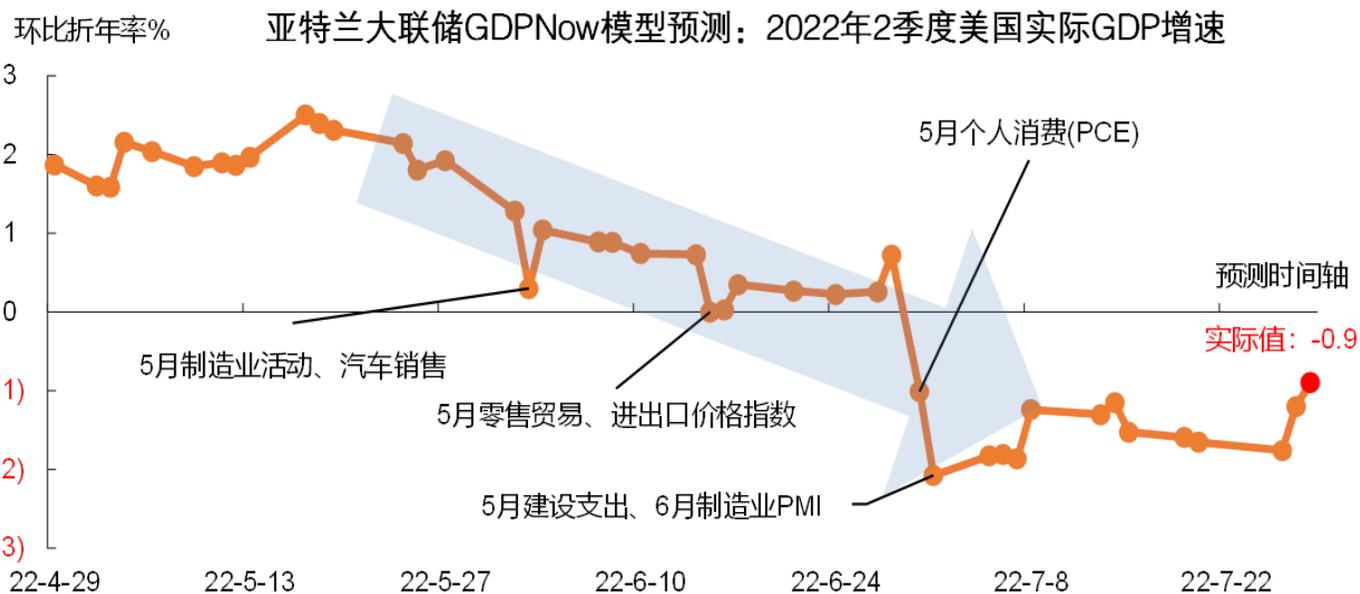
- 今年以来，俄乌冲突爆发令全球“滞胀”风险再升。现阶段，美欧通胀率尚未实质性“见顶”，经济仍有一定韧性，但经济下行乃至衰退预期已然升温，商品价格与通胀预期均有所松动。
- 展望下半年，美国经济或仍将在“滞”与“胀”之间徘徊，货币政策面临艰难选择，市场预期也很难稳定。当前，美联储货币紧缩旨在制造适度的“滞”，抑制居高不下的“胀”，即实现经济“软着陆”。但当前通胀仍居高位，经济暂呈韧性，这一组合令市场反而担忧，由于“滞”的程度不够，“胀”难以实质缓解（也就是实现“软着陆”困难重重），进而担忧美联储仍然“落后于曲线”。
- 理想情形下，我们可以看到美欧通胀率有序回落，美欧央行适时放缓加息节奏，市场风险偏好回升。然而，若海外通胀回落不及预期，这将产生一系列负面影响：1) 高通胀直接冲击经济与市场。通胀进一步侵蚀消费能力与信心、加剧企业成本压力，市场悲观预期抑制风险偏好等。2) 货币紧缩被迫加力，“紧缩恐慌”再袭。3) 经济“硬着陆”风险上升，“衰退交易”更近一步。

1.1 衰退担忧正当时

➤ 美国经济陷入“技术性衰退”，经济下行信号渐强。美国2022年2季度实际GDP环比萎缩0.9%，已连续两个季度环比负增长。从环比看，投资（私人库存）以及商品消费的下降是主要拖累。事实上，自5月以来，随着各类经济指标走弱，美国亚特兰大联储模型对于二季度GDP数据的预测值一路走低。

◎ 今年5月以后，亚特兰大联储模型不断下调二季度经济预测

◎ 环比看：投资和商品消费是主要拖累，但服务消费和出口增长仍强

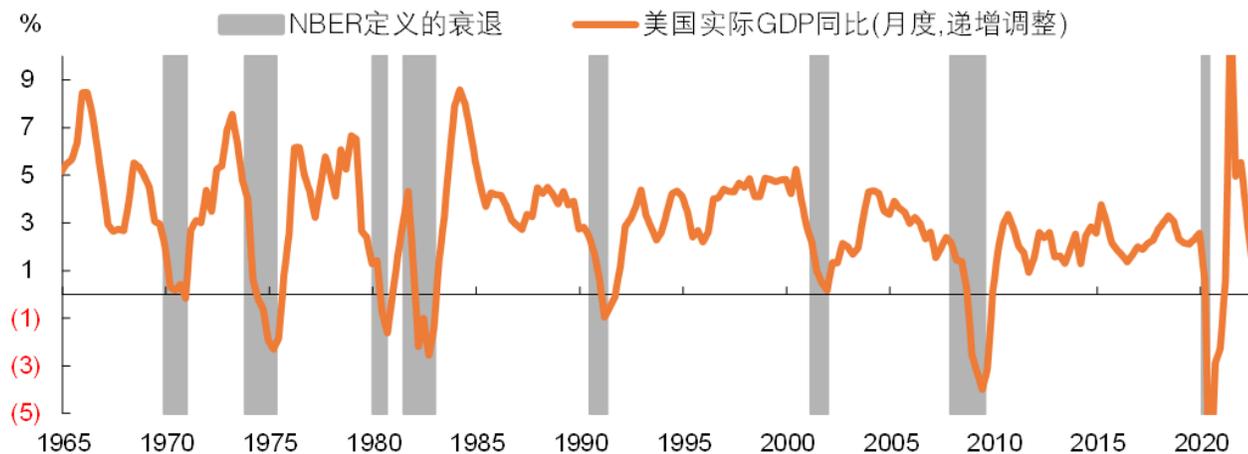


资料来源：亚特兰大联储，Wind，平安证券研究所

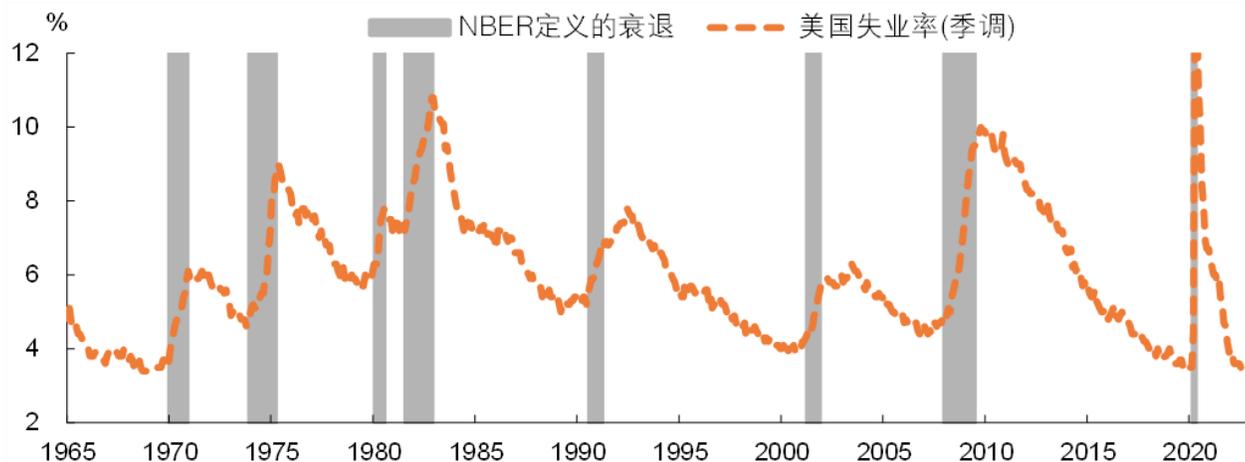
1.1 衰退担忧正当时

- 美国经济是否已陷入“衰退”？
- 观察美国国家经济研究局（NBER）的定义区间，衰退或需同时满足两大条件：
 - 1) 实际GDP同比负增长或几乎停滞（0.2%以下）
 - 2) 失业率明显反弹
- 我们认为，今年下半年美国“衰退”的概率不大；本轮衰退节点或在2023年上半年。

◎ NBER衰退区间：美国实际GDP同比负增长或几乎停滞



◎ NBER衰退区间：美国失业率明显反弹

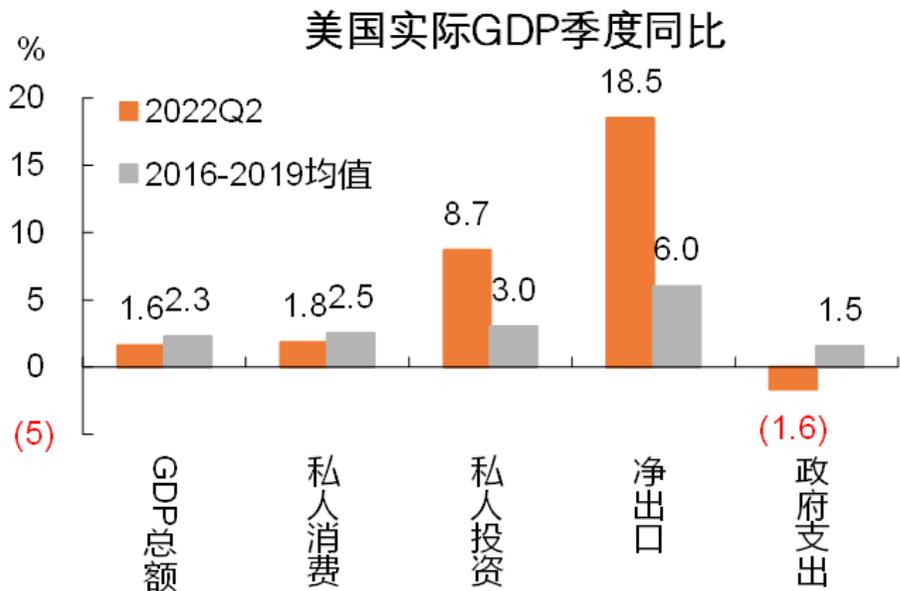


资料来源：Wind，平安证券研究所

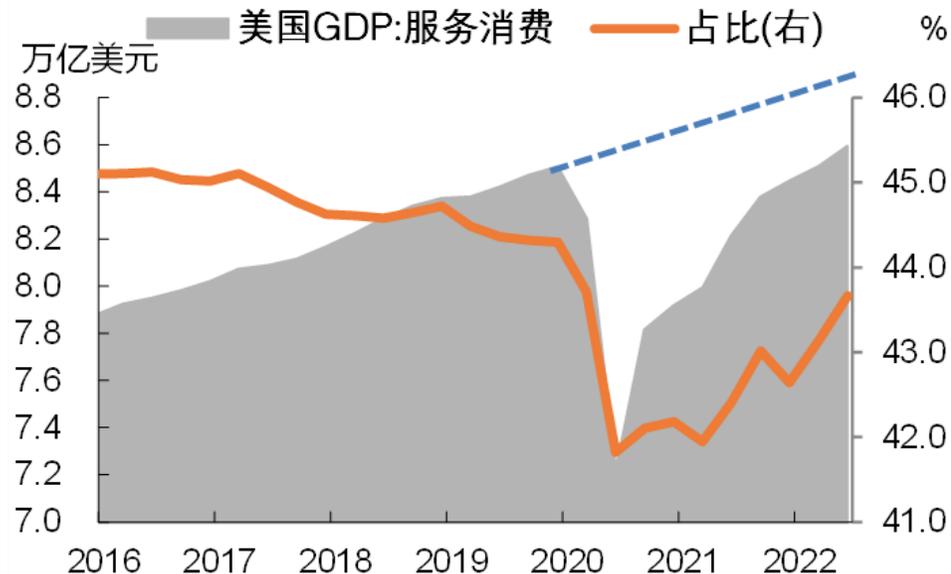
1.1 衰退担忧正当时

➤ **2022年美国实际GDP有望实现正增长。**美联储（6月）和IMF（7月）最新预测，2022年美国的经济仍能保持2.8%和2.3%的正增长。主要原因在于，美国经济增长尚未完全回到疫情冲击前的趋势增长水平，尤其美国服务业仍有较大复苏空间，有望托底经济增长。美国服务消费占GDP总额的44-45%左右，二季度服务消费环比增1.8%、同比增4.6%。预计2022年美国GDP同比增速有望达到1.5%以上。

◎ 同比看：投资和净出口同比增速是主要拉动



◎ 美国服务业消费尚未恢复至疫情前趋势增长水平，服务消费占比低于疫情前水平1个百分点左右

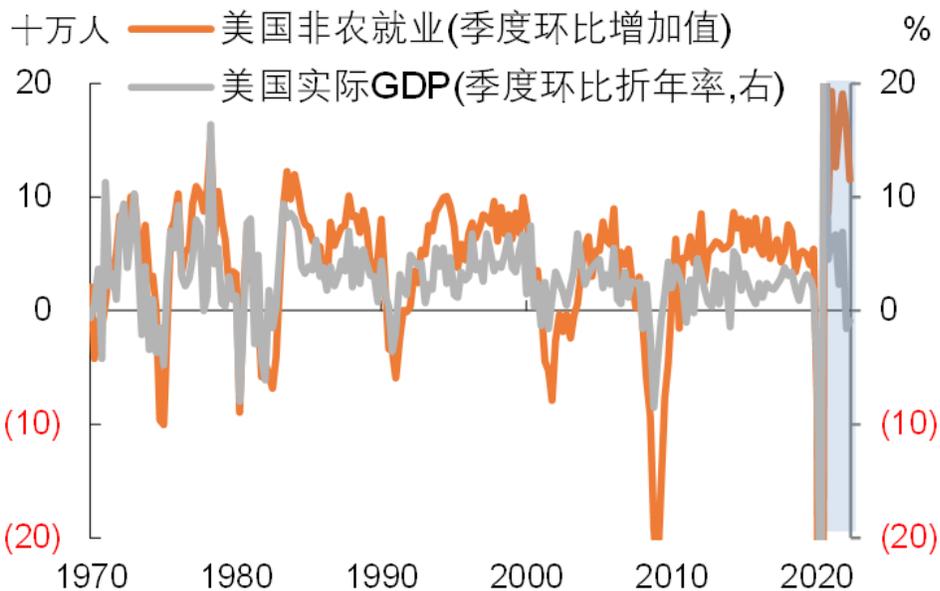


资料来源：Wind，平安证券研究所

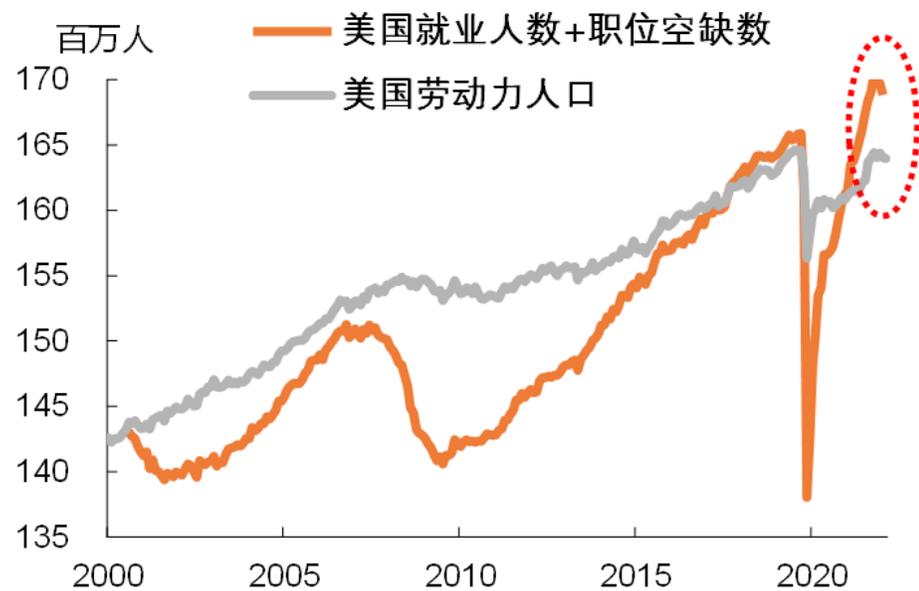
1.1 衰退担忧正当时

➤ **2022年美国就业市场有望保持相对紧俏。**当前，美国就业数据韧性好于GDP数据。美国7月新增非农就业人数达到52.8万人，远超市场预期的25万人、也高于疫情前平均水平的20万人；美国失业率也降至3.5%，达到疫情以来新低，与2020年2月持平。疫情后，美国劳动力需求增长迅猛，但劳动力人口恢复停滞（美国7月劳动参与率与疫情前仍有1.3个百分点的差距）。预计下半年美国失业率有望保持在3.5-3.8%的历史低位。

◎ 美国非农就业与GDP增速走势背离



◎ 美国劳动力需求强于疫情前水平、供给弱于疫情前水平，使就业市场吃紧

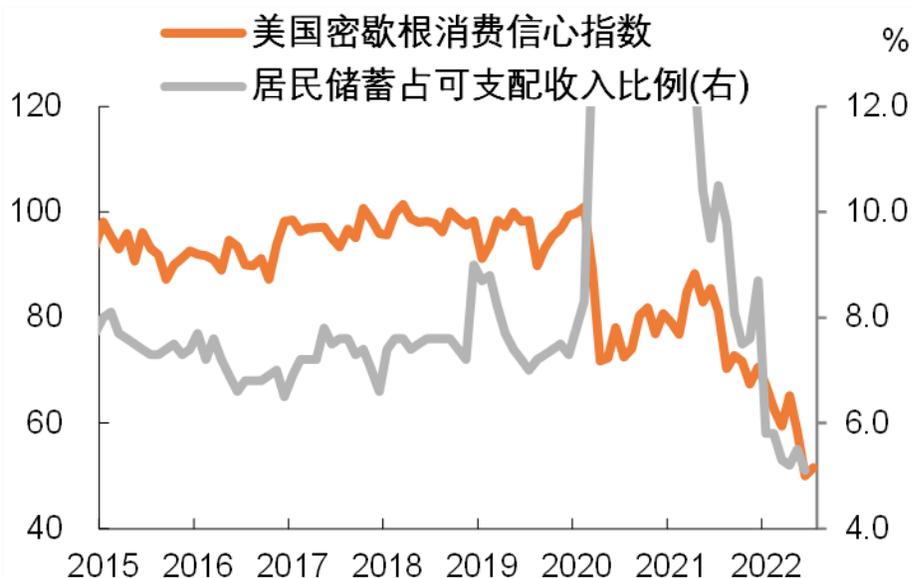


资料来源：Wind，平安证券研究所

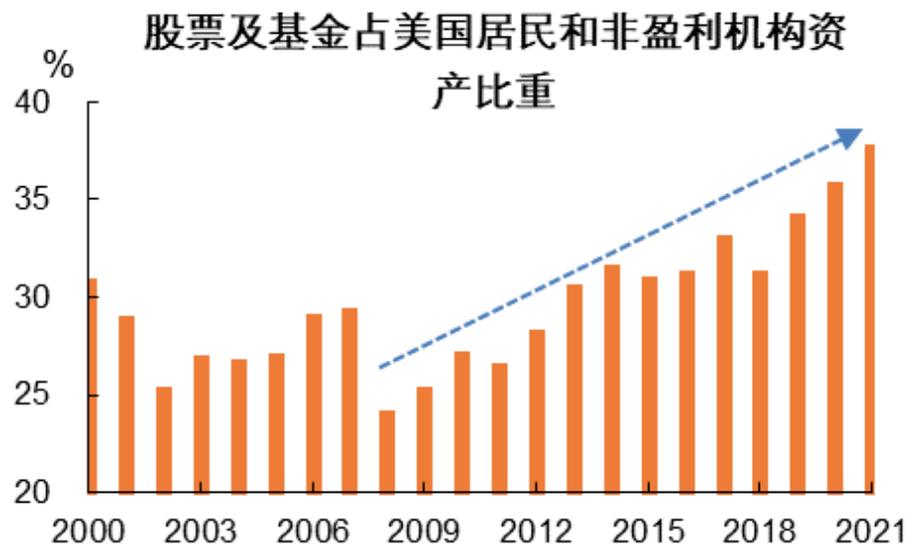
1.1 衰退担忧正当时

- 不过，仍需警惕“衰退预期”的自我实现：一是，消费和投资信心低迷，或影响消费和投资动力。尤其考虑到，美国居民储蓄率已经低于疫情前水平；二是，上半年美国股票价格下跌，或形成负财富效应。近年来股票及基金占美国居民及非盈利机构资产的比重不断提升，2021年已超过35%；三是，如果美国通胀回落不及预期、美联储激进加息至3.5%以上“限制性水平”，需求放缓的压力会进一步上升。
- 因此，尽管美国经济年内未必实质性衰退，但在预期的作用下，“衰退交易”仍可能升温。

◎ 美国消费信心和储蓄率均显著下降



◎ 股票在美国居民部门资产中占比不断提升

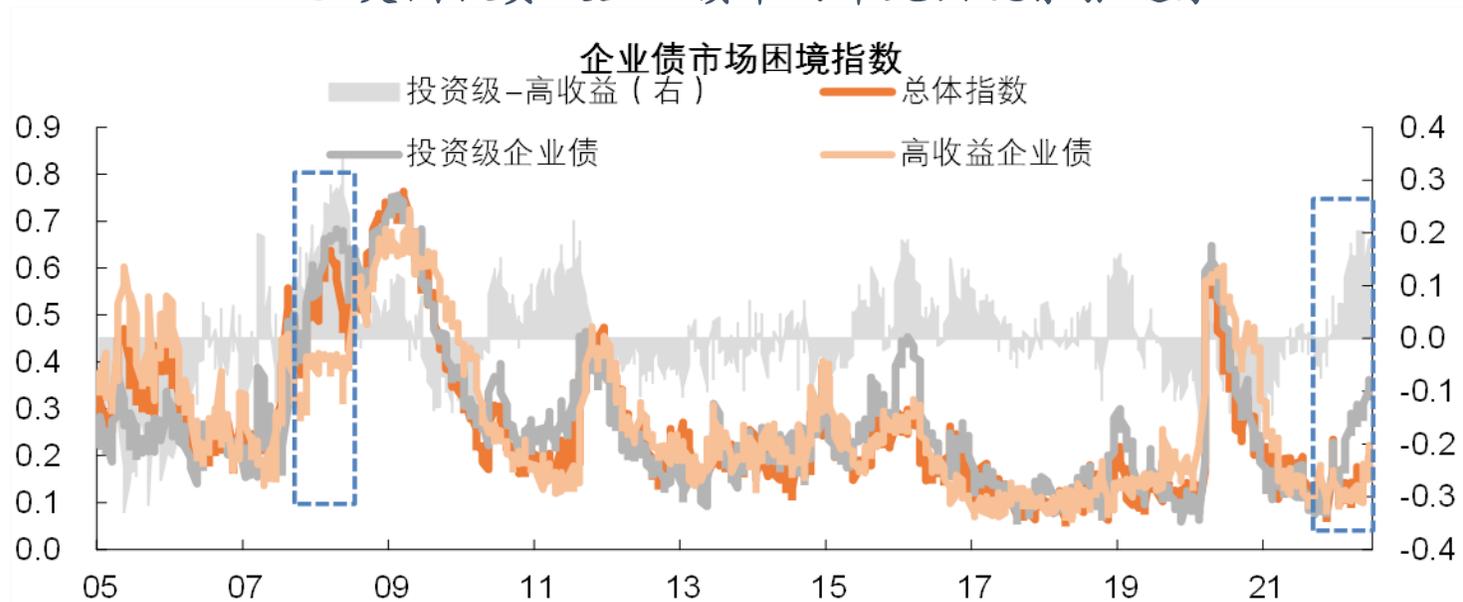


资料来源：Wind，平安证券研究所

1.1 衰退担忧正当时：以美国企业债市场为例

- 近期美国高收益企业债收益率上升，反映出市场对经济的悲观预期，亦是“衰退交易”升温的一种表现。
- **美国企业债市场压力表现在：**一是，美国国债利率迅速上行后，投资级企业债市场率先出现紧张迹象；二是，全球金融危机后监管政策趋紧使得交易商资产负债表规模出现“停滞”，限制了交易商的做市能力；三是，高收益企业债信用利差上升，易引发企业债违约，加剧收益率上行，形成恶性循环。

◎ 美国投资级企业债市场率先出现紧张迹象

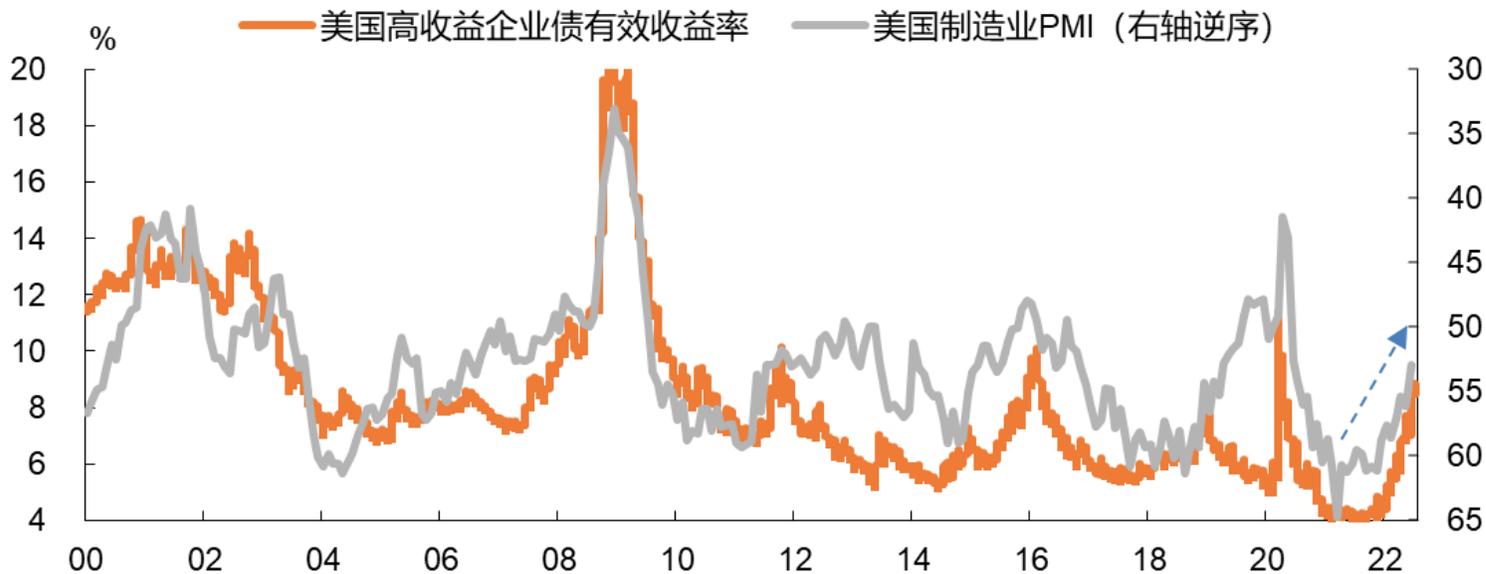


资料来源：Wind，平安证券研究所

1.1 衰退担忧正当时：以美国企业债市场为例

➤ 企业债市场悲观预期的“自我实现”效应：一方面，“金融加速器理论”表明，企业债收益率的上行将增加企业融资成本，企业可能通过裁员、减少投资等方式降低支出，加剧经济下行压力；另一方面，近年来美国企业不断通过举债进行股票回购，利率上行、融资环境收紧也将对美股回购造成影响，进而影响股市表现。

◎ 美国高收益企业债收益率或将随着美国经济基本面的走弱继续上行

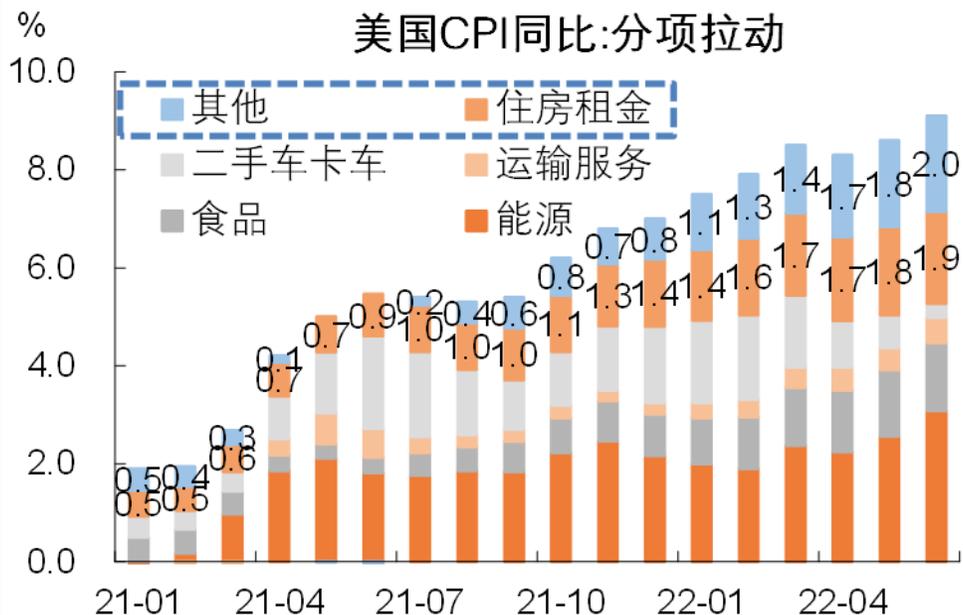


资料来源：Wind，平安证券研究所

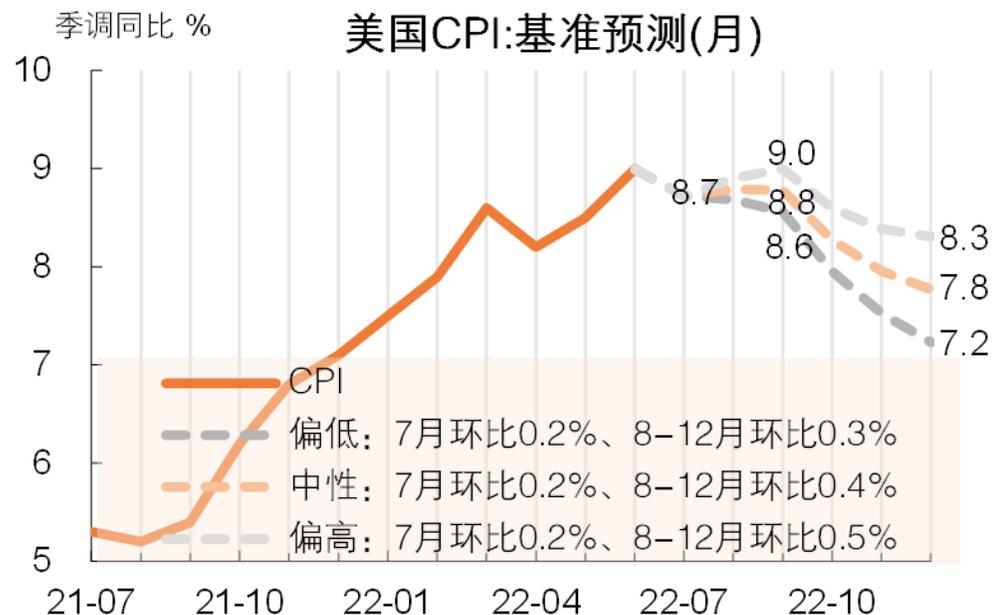
1.2 通胀压力暂难消

- 展望下半年，尽管能源和食品涨价压力有望缓和，且加息将进一步抑制需求，但美国住房租金以及其他服务业通胀压力或难以明显缓解，通胀预期以及“工资-物价”螺旋的风险仍高。
- 我们的基准预测显示，美国CPI同比增速于今年3季度仍将处于8.8%左右，年末回落至7.8%左右（对应PCE同比在6%左右、高于美联储6月预测的5.2%）。

“需求因素”仍在加速拉动美国CPI通胀率



预计下半年美国CPI通胀率仍维持相对高位

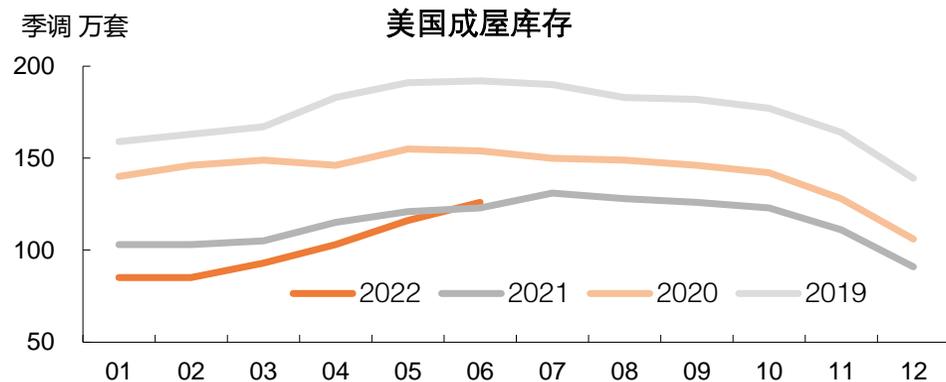


资料来源: Wind, 平安证券研究所

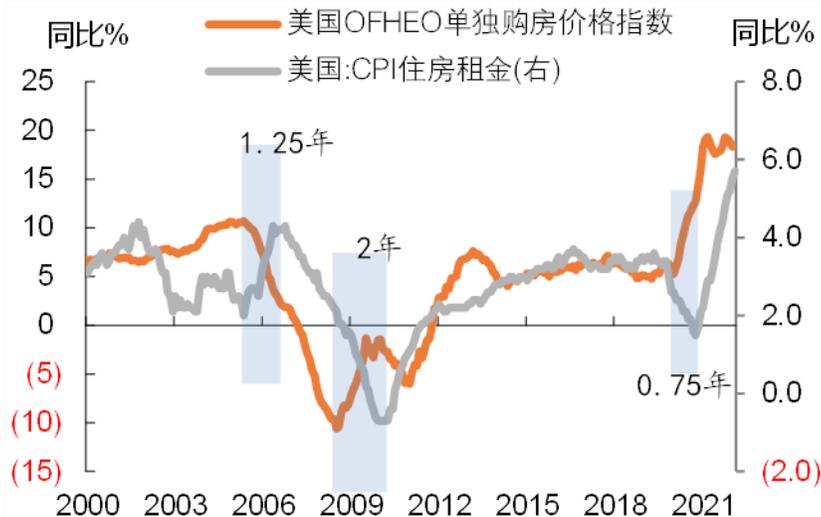
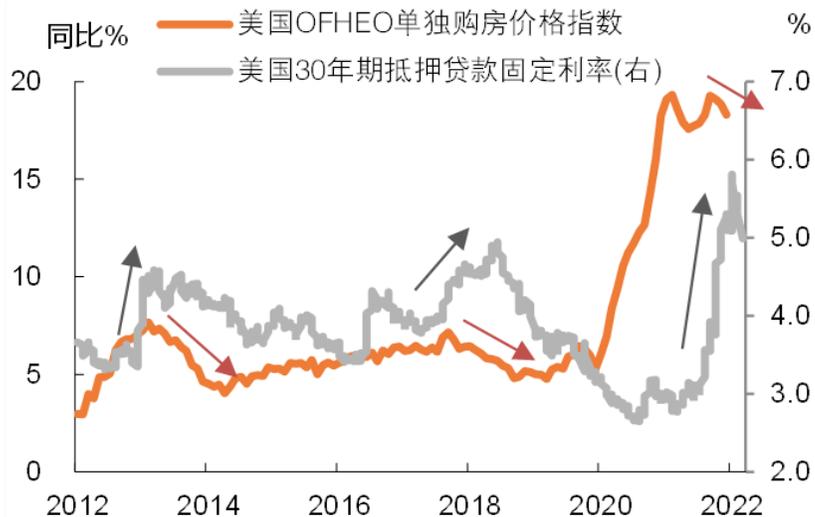
1.2 通胀压力暂难消

➤ “住房租金”在美国CPI中占比高达三分之一。本轮美国房价持续、大幅上涨，且主要由真实需求拉动，而非完全归功于宽松的金融环境。因此，预计下半年美国CPI住房租金环比增速维持高位（0.6%左右），拉动CPI月度环比0.2个百分点左右。

◎ 美国成屋库存处于历史低位，凸显住房供需紧张



◎ 历史上，从美国贷款利率上升到房价增速回落、再到住房租金增速回落，或需1-2年时间

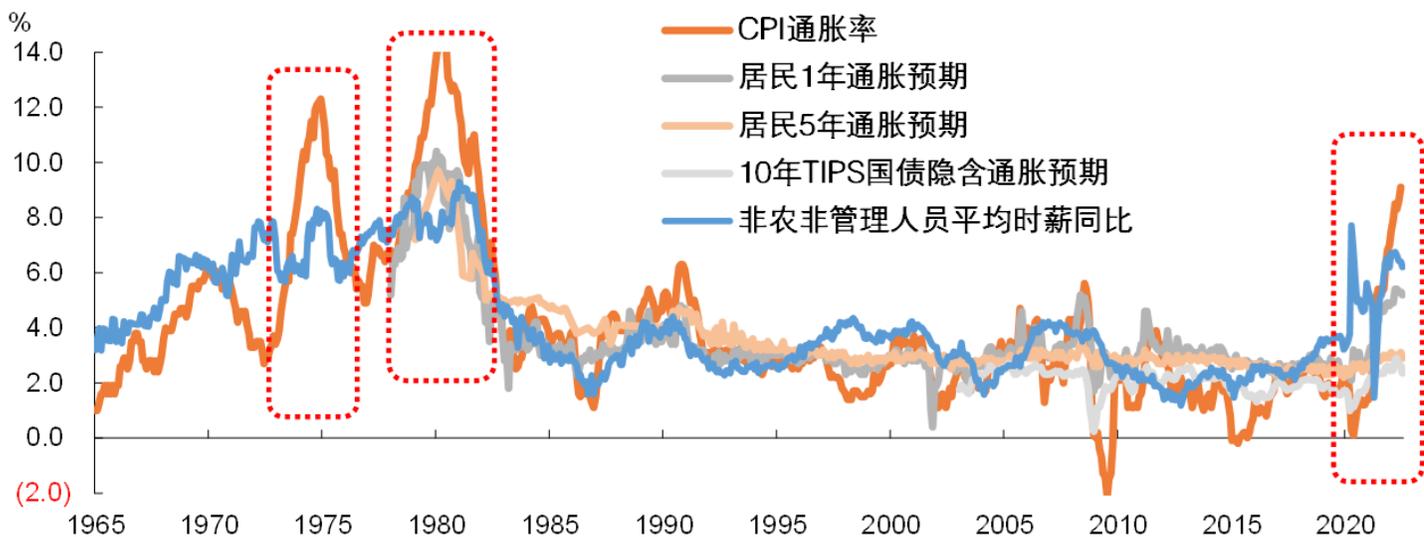


资料来源：Wind，平安证券研究所

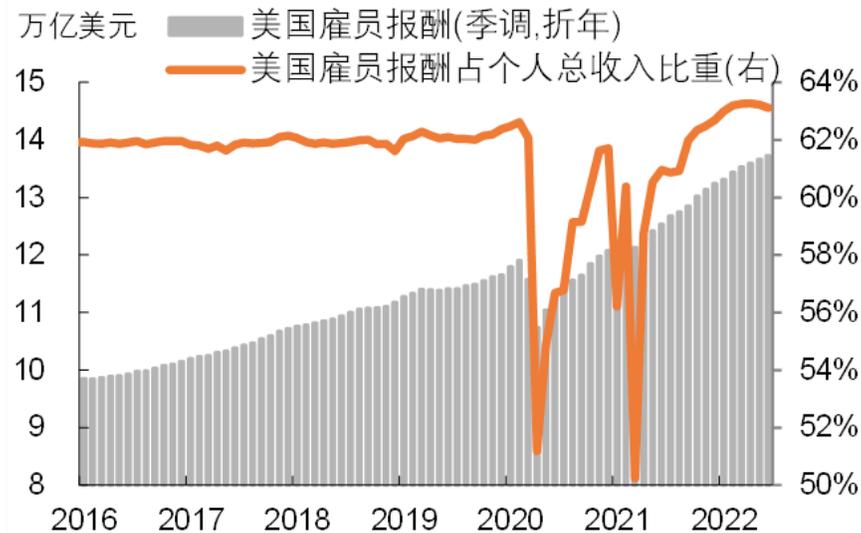
1.2 通胀压力暂难消

➤ **CPI通胀率高企背景下，通胀预期“脱锚”以及“物价-工资”螺旋风险上升。**1978年以来的数据显示，美国CPI通胀率、密歇根1年通胀预期、以及非农非管理人员时薪增速，三者之间的相关系数均高于0.8。“物价-工资”螺旋在CPI通胀率走高的时期更为明显。当前，无论是高企的标题通胀率，还是紧俏的就业市场，均可能造成工资上涨压力，并最终导致居民收入更快增长、通胀更加顽固。

◎ 在高通胀时期，美国CPI通胀率、通胀预期与工资增速密切相关



◎ 美国雇员报酬占收入比重已高于疫情前水平



资料来源：Wind，平安证券研究所

1.3 “中性利率”下一步

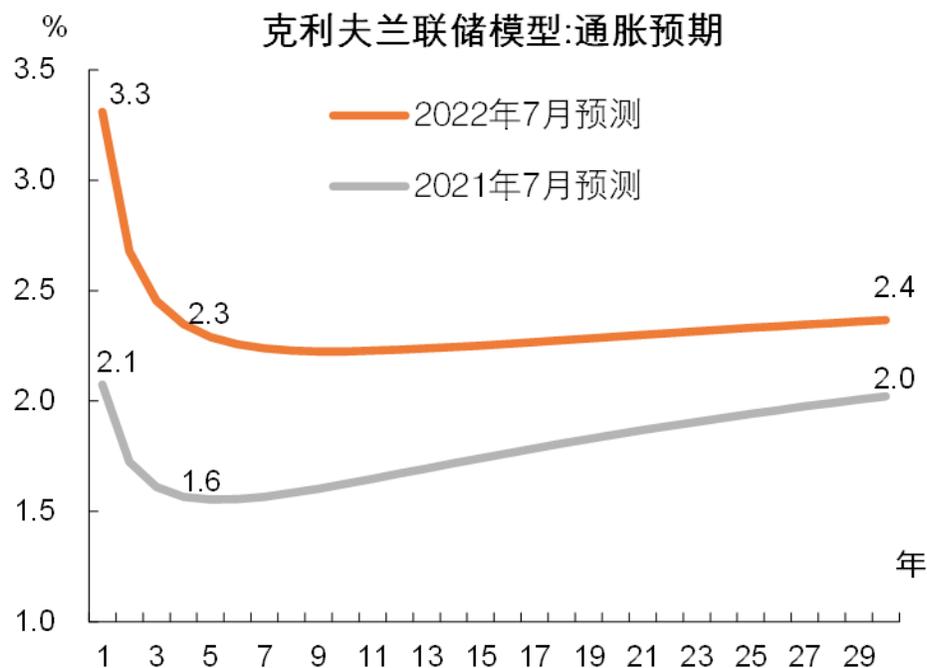
➤ 美联储7月会议后，美国政策利率达到**2.25-2.50%**区间，处于广泛认为的“中性利率”水平。在通胀高企之下，美国政策利率将继续迈向“限制性水平”。在此背景下，我们思考两个问题：

➤ 1、合适的“限制性水平”是多少？**3.5%够不够？**

➤ 不少观点认为，合理的美国实际利率在1.5%左右（2007-2019年美国非农企业生产力年均增长1.4%），再加上2%左右的目标通胀水平，政策利率应达到**3.5%**左右。但争议在于：当前美国短、中和长期通胀预期或已超过**2%**

（7月克利夫兰联储模型显示1年、5年和30年通胀预期分别为**3.3%**、**2.3%**和**2.4%**）。这或意味着，美联储或需加息至更高水平，才能真正限制居民和企业基于通胀预期选择的支出和投资行为，达到遏制需求的目的。

◎ 美国短、中、长期通胀预期或均已高于**2%**



1.3 “中性利率”下一步

- 2、理想的加息节奏是什么？
- 首先，“中性利率”之后，美联储加息决策需更加谨慎。考虑到，当前美国经济下行信号渐强、通胀（预期）有所回落（主要和大宗商品价格调整相关），且在中性利率水平之上的加息对需求的限制或更为明显。此外，9月以后美联储将按计划加速缩表，美联储在利率决议上亦需更加谨慎。
- 其次，“欲速则不达”。若美联储加息幅度过大，市场衰退预期可能过快升温，导致美债利率不升反降、金融市场条件不紧反松，这与美联储加息的目的背道而驰。换言之，美联储需要令市场相信，本轮加息周期有较强延续性。
- 我们的基准预期是，9月加息50BP，11月、12月各加息25BP，年末政策利率达到3.25-3.50%区间。明年上半年或有1-2次加息，使政策利率高点达到3.75%或4%。

◎ 7月非农数据走强，令市场加息预期升温。截至8月5日，CME利率期货市场预计9月加息75BP、11月和12月分别加息25BP，年末政策利率达3.5-3.75%

MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2022/9/21	0.0%	32.0%	68.0%	0.0%	0.0%			
2022/11/2	0.0%	0.0%	18.0%	52.3%	29.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	4.3%	26.1%	46.9%	22.7%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	3.2%	20.6%	41.7%	28.8%	5.7%	0.0%
2023/3/15	0.0%	0.0%	2.9%	19.1%	39.8%	29.9%	7.7%	0.5%
2023/5/3	0.0%	0.6%	6.1%	23.1%	37.9%	25.6%	6.3%	0.4%
2023/6/14	0.2%	2.9%	13.5%	29.5%	32.6%	17.2%	3.8%	0.2%
2023/7/26	1.3%	6.9%	19.4%	30.7%	26.9%	12.2%	2.5%	0.1%

1.3 “中性利率”下一步

- 总结而言，我们对下半年美国经济的韧性相对乐观，但对于通胀回落的速度相对悲观。继而，美联储需要引导市场相信其有能力加息至3.5%以上的限制性水平。但在“中性利率”之后，美联储加息的节奏或需从“前置发力”（front-loading）转变为“小幅度、可持续”的加息。这样的组合或可增加美国经济“软着陆”的概率，并营造一个相对友好的市场环境。



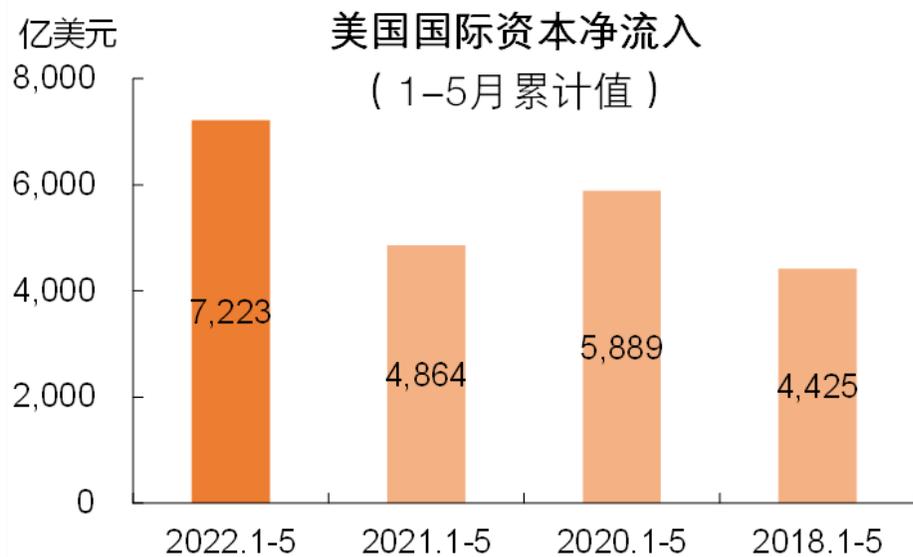
目录CONTENTS

- 美国经济：滞与胀，仍在赛跑
- 非美经济：全球紧缩，风险冒头
- 大宗商品：超级周期，或将落幕
- 金融市场：美元资产，暂现光芒

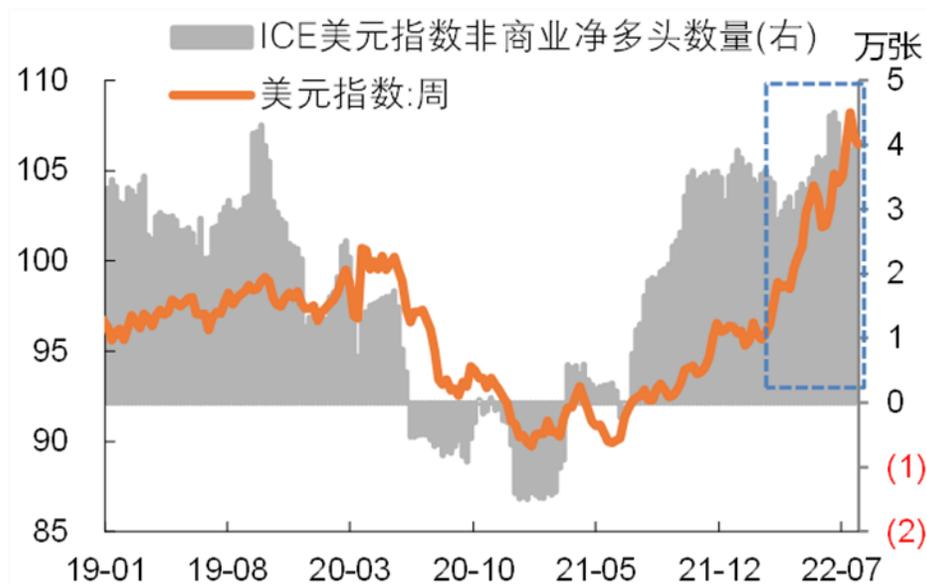
2. 非美经济：全球紧缩，风险冒头

- 在全球通胀和美联储持续紧缩之下，非美经济所受冲击不断显现。
- 美联储紧缩的外溢效应主要体现在：1) 收紧美元流动性，加大非美经济体资本外流与汇率贬值压力；2) 驱使非美央行联动加息，衍生金融风险；3) 美国经济下行压力加大，不利于非美地区出口。

◎ 美联储强力紧缩下，“美元回流”压力增大



◎ 美元升值预期处于历史高位

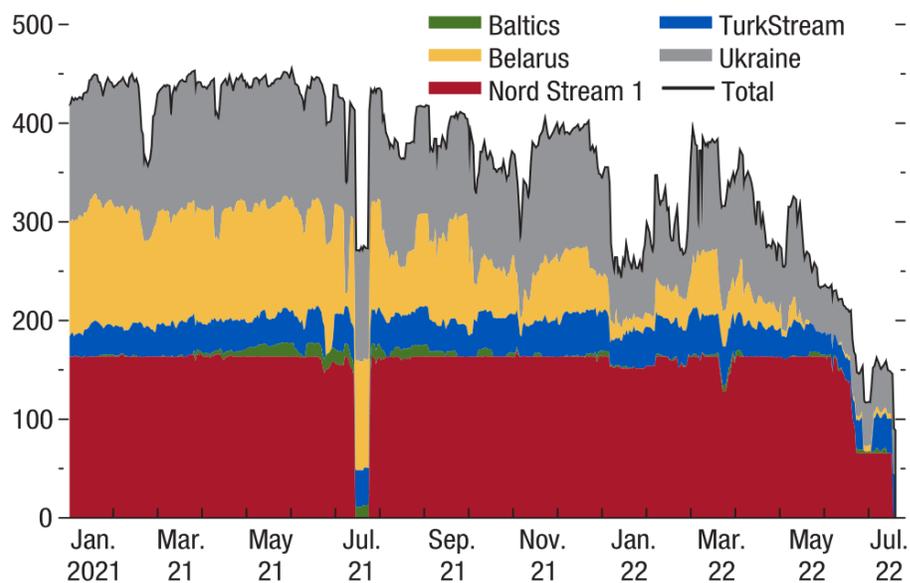


资料来源：Wind，平安证券研究所

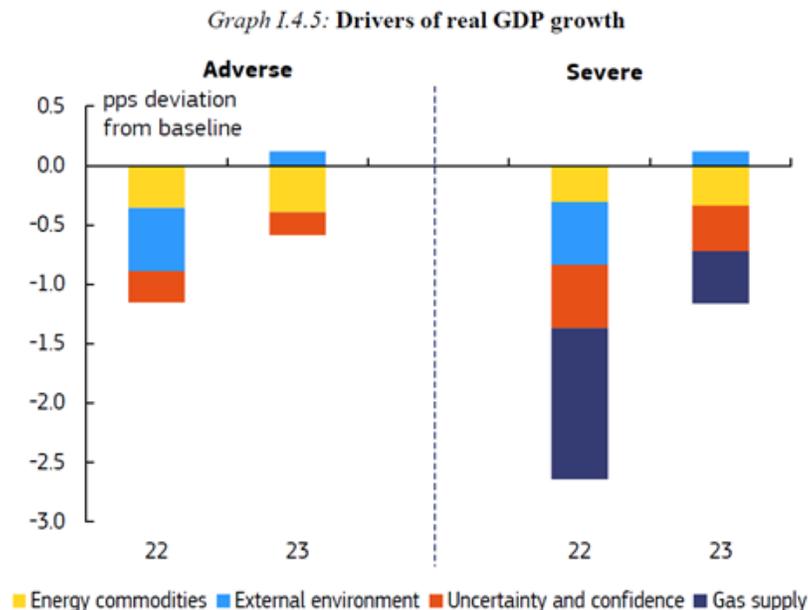
2.1 欧元区：欧债风险不容小觑

- ▶ 欧元区经济受俄乌冲突的直接影响，衰退风险不断上升。欧盟委员会2022年5月的春季经济预测报告，将2022年欧元区经济增长预期大幅下调1.3个百分点，至2.7%，并强调这只是中性预测。欧盟认为，在极端情形下（如俄罗斯停供天然气），欧元区2022年经济增速将降至0.2%。英国经济与商业研究中心发布报告称，由于俄罗斯天然气供应减少，欧洲经济衰退的风险大幅上升，2022年冬季欧洲经济出现衰退的概率达40%。

◎ 欧洲天然气总供给已经减少50%以上



◎ 天然气断供将对欧元区经济形成巨大拖累

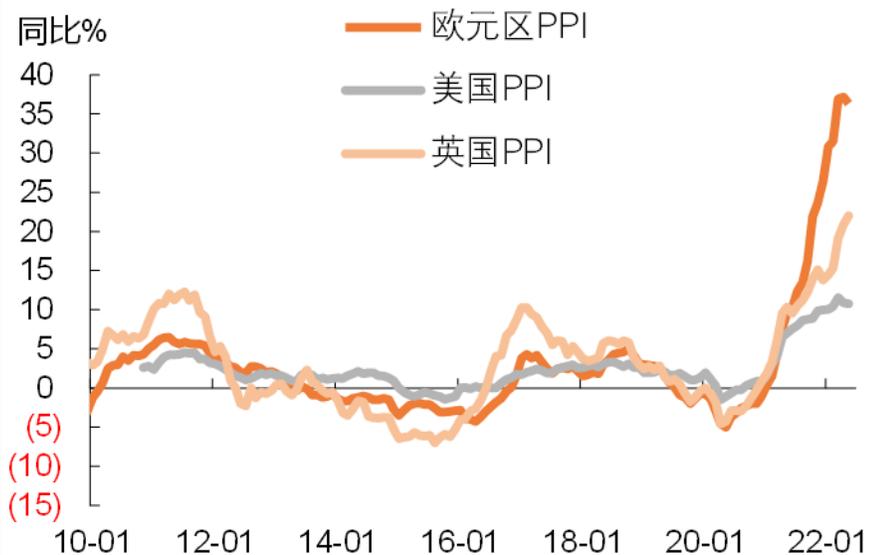


资料来源：IMF(2022.7)，EU(2022.5)，平安证券研究所

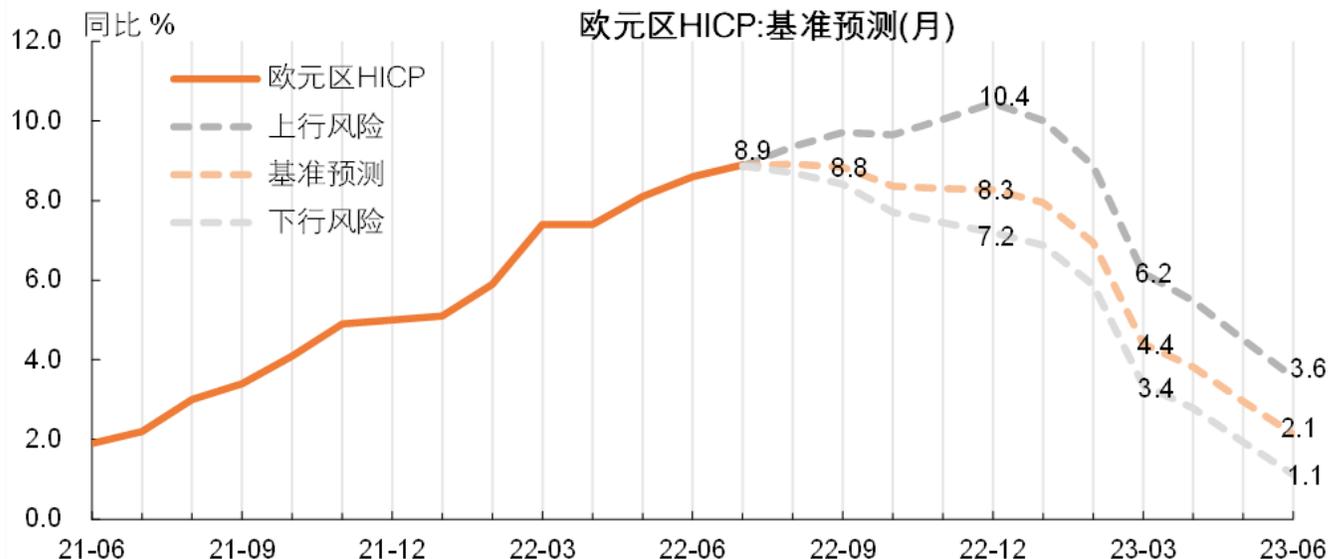
2.1 欧元区：欧债风险不容小觑

- 欧元区通胀压力多源自供给端，更加难以控制。欧元区7月HICP同比终值达8.9%。我们测算，由于能源紧缺，未来几个月欧元区HICP同比仍有破9%的风险，且年内或难明显回落。对比美国和英国，欧元区通胀压力更多来自供给端。2022年2月以来，欧元区PPI同比增速已超30%，而美国和英国的PPI同比水平仅分别为10%和20%左右。这意味着，欧央行通过货币紧缩来遏制通胀将更为艰难。

◎ 欧元区PPI通胀率高于美国和英国



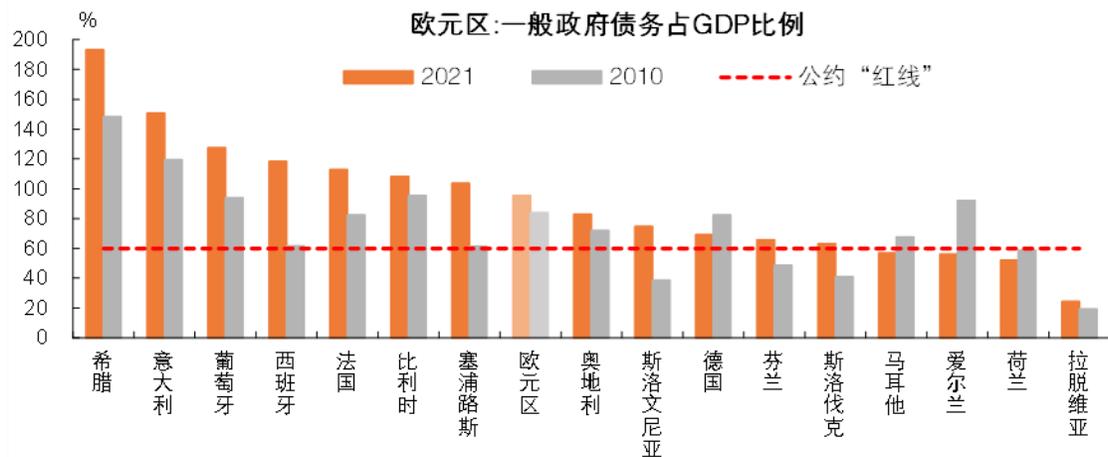
◎ 欧元区HICP上行风险或更显著



2.1 欧元区：欧债风险不容小觑

- 当前欧元区政府债务和财政赤字压力并不弱于**2010年欧债危机爆发前夕**，且成员间分化依然明显。为配合财政刺激，欧盟阶段性摆脱了财政束缚，使得成员国政府债务率和财政赤字率显著上升，继而中期债务风险上升，其中希腊、意大利等债务压力相对更大。
- 欧央行货币紧缩可能使成员国政府债务风险更加靠前。欧央行7月大幅加息50个基点，但由于同时公布了“反碎片化”工具，市场表现相对平静。历史上，欧央行在2011年4月和7成两次加息后，欧债危机在同年11月爆发。当前，市场预计欧央行9月仍将至少加息50BP，数次加息后，债券市场波动风险仍值得高度关注。

◎ 2021年欧元区成员债务率普遍高于2010年水平



◎ 2011年欧央行加息2次后引燃欧债危机

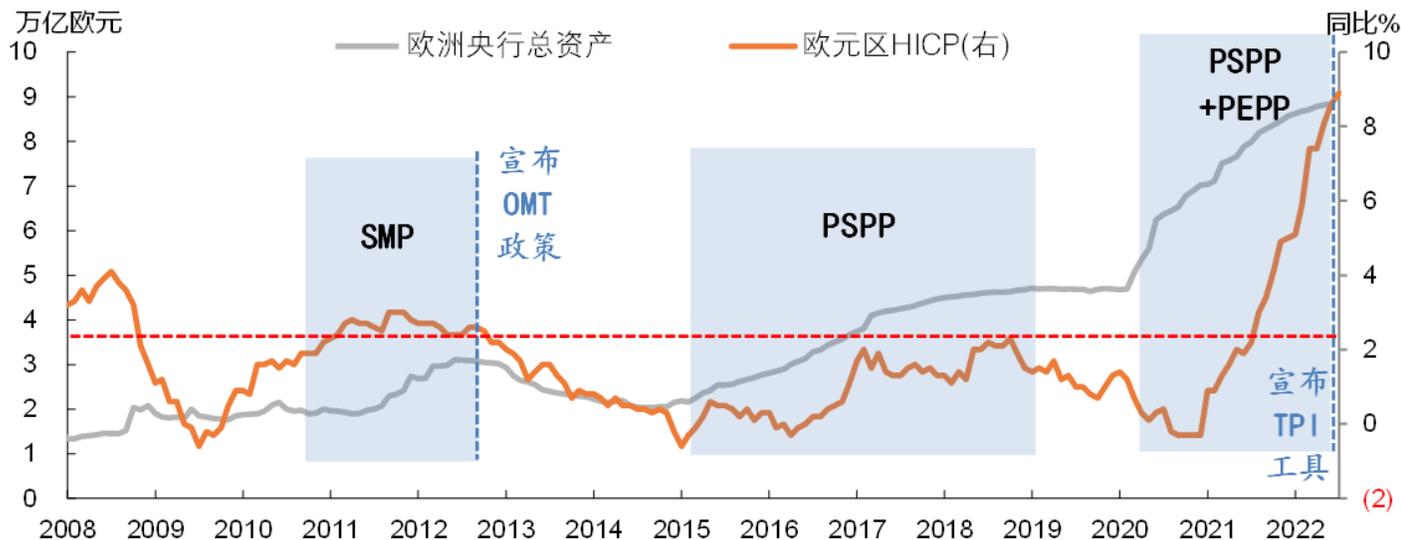


资料来源：Wind，平安证券研究所

2.1 欧元区：欧债风险不容小觑

- 欧央行7月加息后，同步推出新工具“传导保护机制”（TPI）。欧央行启动新工具，将持续面临控制通胀目标、干预市场时机、“道德风险”等多重约束，需要仔细权衡。因此，新工具的实际运作和效果仍待观察：
- 首先，欧央行工具只能起到平抑波动的效果，不能从根本上解决欧元区成员国的经济风险和财政可持续性问题的。其次，在实际操作中这一工具预计会受到约束：1) 虽然欧央行没有给出TPI工具的规模上限，但由于受制于控通胀目标，预计实际操作规模有限；2) TPI工具的判定要求成员国的财政和宏观经济状况可持续、没有出现严重失衡。如何判定干预市场的时机和程度，料将有争议。

◎ 欧央行本轮政策工具或受制于控通胀目标



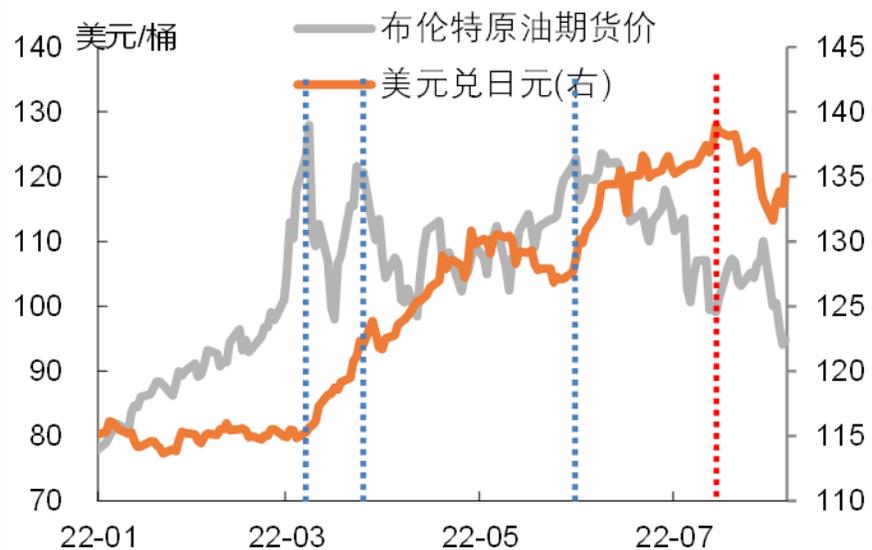
资料来源：Wind，平安证券研究所

2.2 日本：货币宽松争议不断

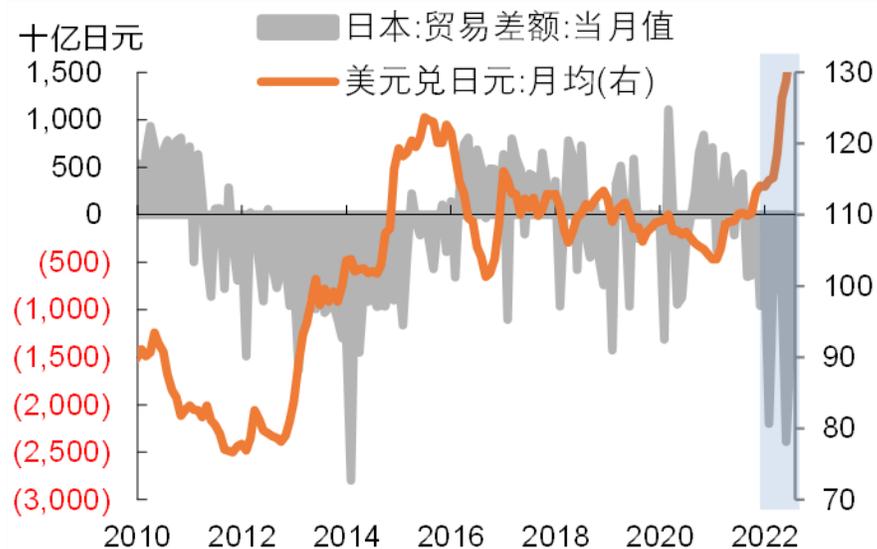
➤ 当前，日本经济与日元汇率面临四重压力：

- 1) 通胀不再“低”。能源等原材料价格飙升，加剧了日本的“输入性通胀”压力。今年以来国际油价曾三次升破120美元/桶，日元均加速贬值。
- 2) 经济不再“稳”。日本贸易持续逆差，放大了原材料涨价对日本经济的负面冲击，强化了汇率贬值预期。

◎ 今年以来油价上破120美元/桶时日元加速贬值；
油价跌破100美元/桶后日元汇率反弹



◎ 截至今年6月，日本已连续11个月经历贸易逆差



资料来源：Wind，平安证券研究所

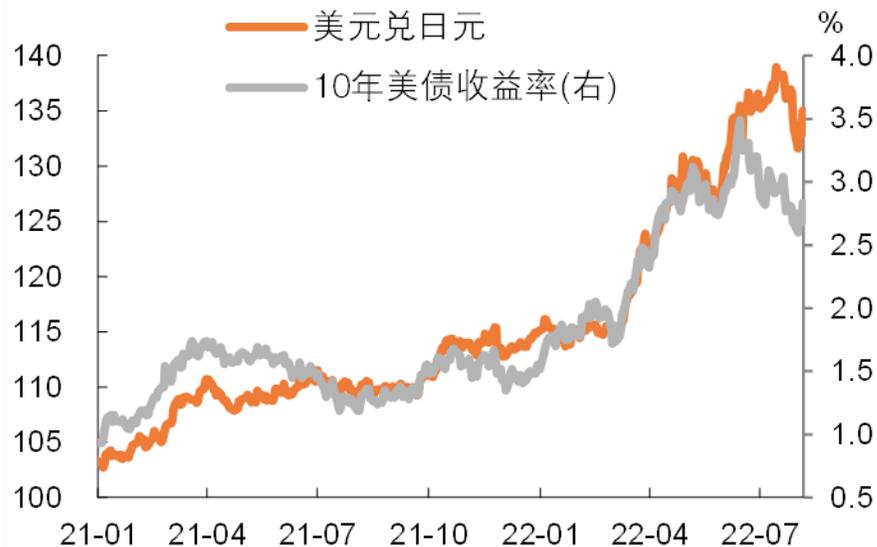
2.2 日本：货币宽松争议不断

- **3) 利率不再“低”。**历史上，当10年日债利率升破0.1%时，日元汇率便有压力。今年4月中旬以后，10年日债利率升破0.24%，威胁收益率曲线控制（YCC）目标，逼迫日本央行扩大购债规模。
- **4) 美债不再“避险”。**今年3月以来，美债收益率快速攀升，触发日元汇率急贬。历史上，当国际金融市场波动较大时，市场避险需求上升，避险资金往往同时青睐美债、日元等“避险资产”。但这一次美债也一度惨遭抛售，进而干扰了日元的避险属性。10年美债利率升破3.5%后，引发日债期货熔断、日债市场动荡。

◎ 10年日债利率“破位”加剧日元抛售



◎ 美债利率上升促使日元贬值



资料来源：Wind，平安证券研究所

2.2 日本：货币宽松争议不断

- 日本央行年内或仍将选择“弃汇保债”。1) 虽然今年日本CPI或在2%以上，但日本央行认为通胀不是需求引发的，货币政策不宜对此反应；2) 高利率、高汇率的组合未必对日本经济更好；3) 货币政策框架不易轻易变化，否则可能引发市场剧烈波动。正如6月中旬市场押注日本央行放弃收益率曲线控制，日债期货一度暴跌；4) 认为日元或不会一直贬值，如果美欧衰退，日元“避险属性”有望回归；5) 日本央行行长黑田东彦坚持“安倍经济学”（低利率、弱日元、宽财政），其任期将于2023年4月结束。

◎ 美国经济走弱时，日元汇率可能走强，但美欧衰退节点或在2023年上半年

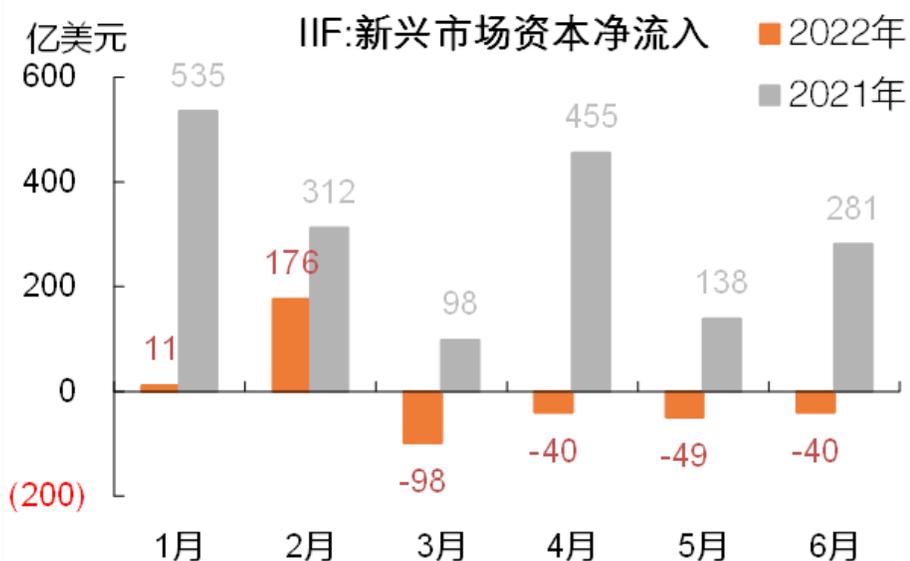


资料来源：Wind，平安证券研究所

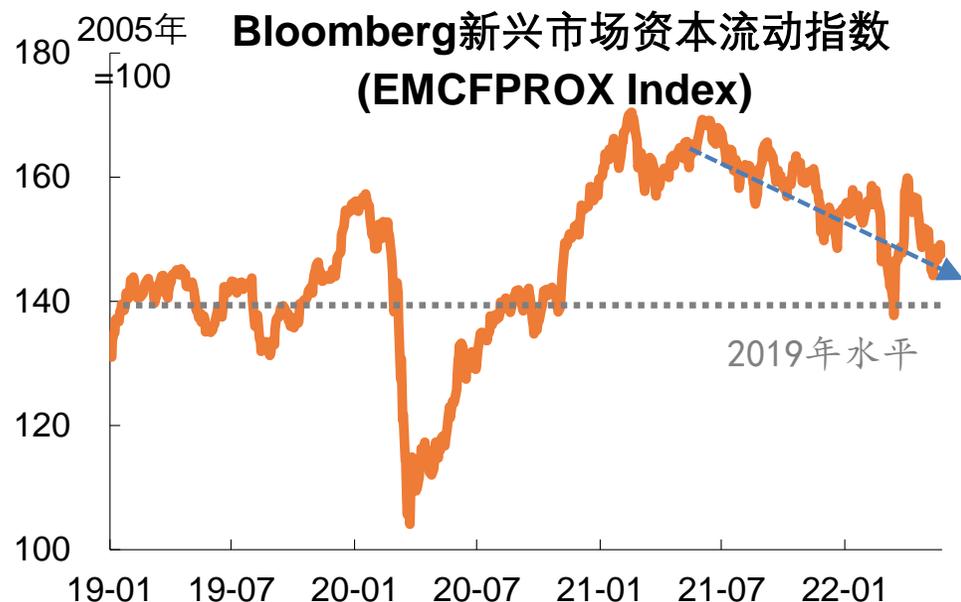
2.3 新兴市场：资本外流压力持续

- 今年以来，新兴市场资金流入较2021年同期明显放缓。据IIF统计，尤其今年3-6月，新兴市场已连续4个月经历资本净外流。俄乌冲突与美联储紧缩下，新兴市场资本流入放缓压力或将持续全年。
- 一方面，全球流动性仍将继续收紧，新兴市场资金流入节奏至少应向疫情前水平收敛。

◎ 2022年1-6月新兴市场资本流入显著疲弱



◎ 新兴市场资本流速正在向疫情前水平收敛

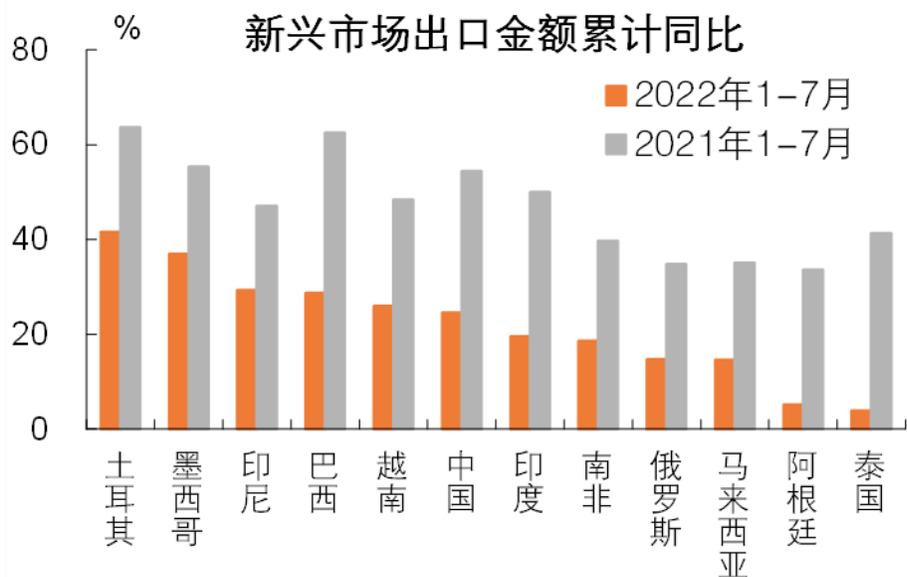


资料来源：IIF, Bloomberg, 平安证券研究所

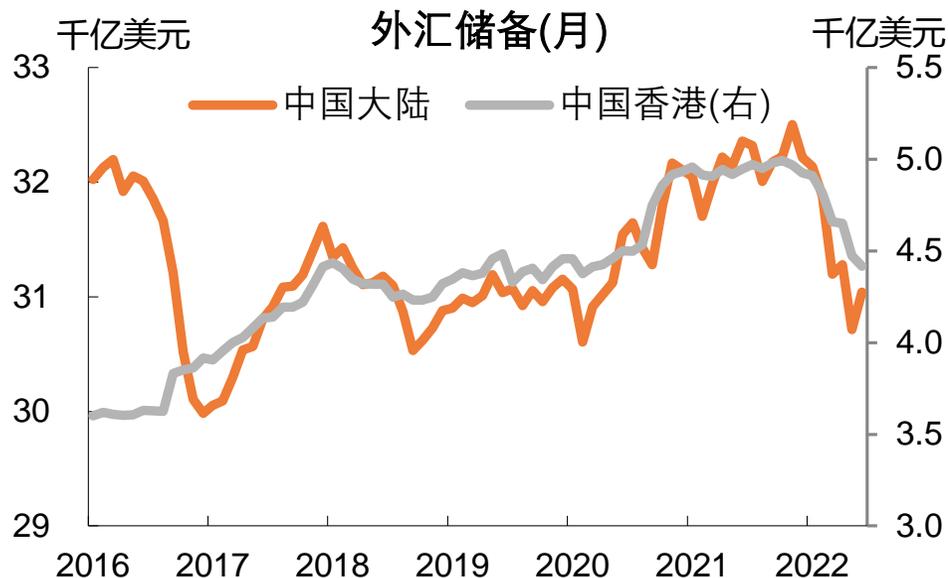
2.3 新兴市场：资本外流压力持续

- 另一方面，今年新兴市场经济金融整体状况或不如**2021年**。具体表现在出口增速放缓、经常账户走弱、积累外汇储备的能力减弱等。美联储紧缩和美元升值背景下，中国香港、泰国等经济体加快释放外储以抵御汇率贬值。预计下半年，美欧需求的进一步弱化，以及美元流动性趋紧，将持续对新兴市场产生负面外溢效应。

◎ 2022年以来新兴市场出口增速趋缓



◎ 今年美元升值迫使部分新兴市场动用外汇储备干预汇率过快贬值

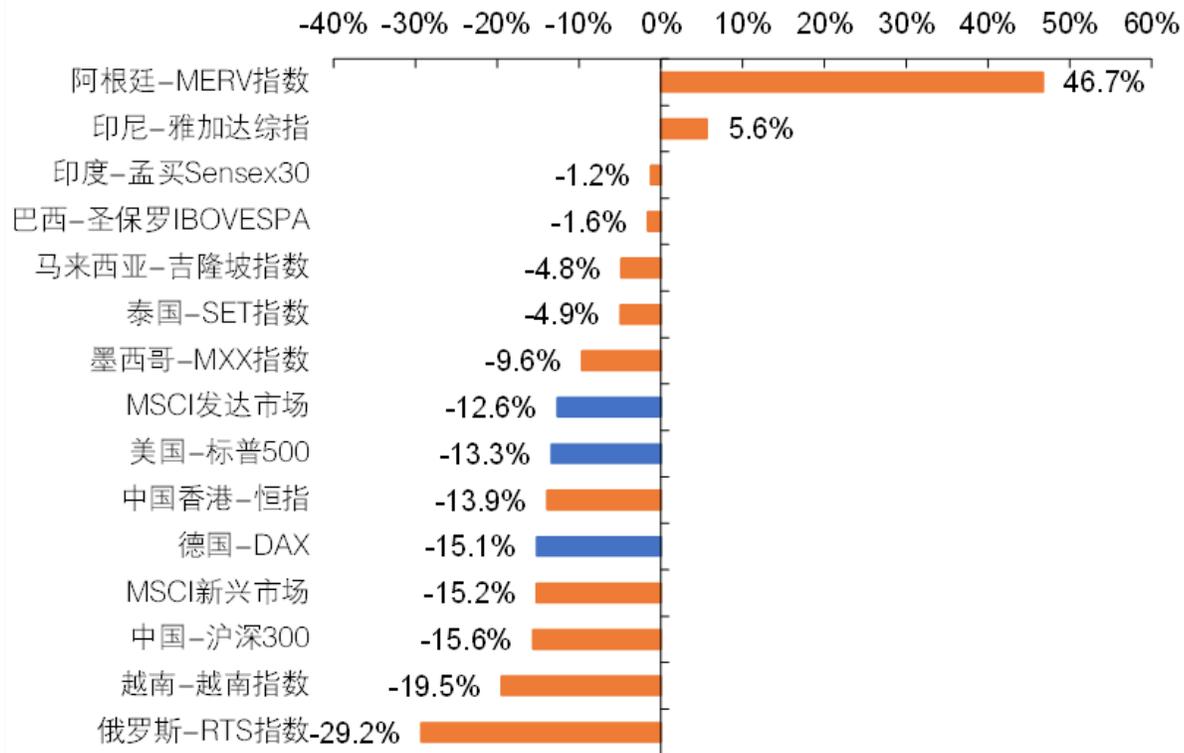


2.3 新兴市场：资本外流压力持续

- 不过，今年以来新兴市场资产表现明显分化：一方面，俄罗斯、越南和中国等股市面临地缘风险、经济下行、监管政策等额外压力。另一方面，“资源出口地区”（如拉美）以及“产业链转移受益地区”（如东南亚）在地缘冲突后受益，股市表现积极。
- 展望下半年，若美联储紧缩放缓，新兴市场资本外流压力或边际缓和，全球风险偏好回也有望带动新兴市场资产表现好于上半年。

◎ 今年以来，新兴市场股市表现分化，部分地区股市表现明显好于发达市场

新兴市场股市表现 (2022年1-7月)



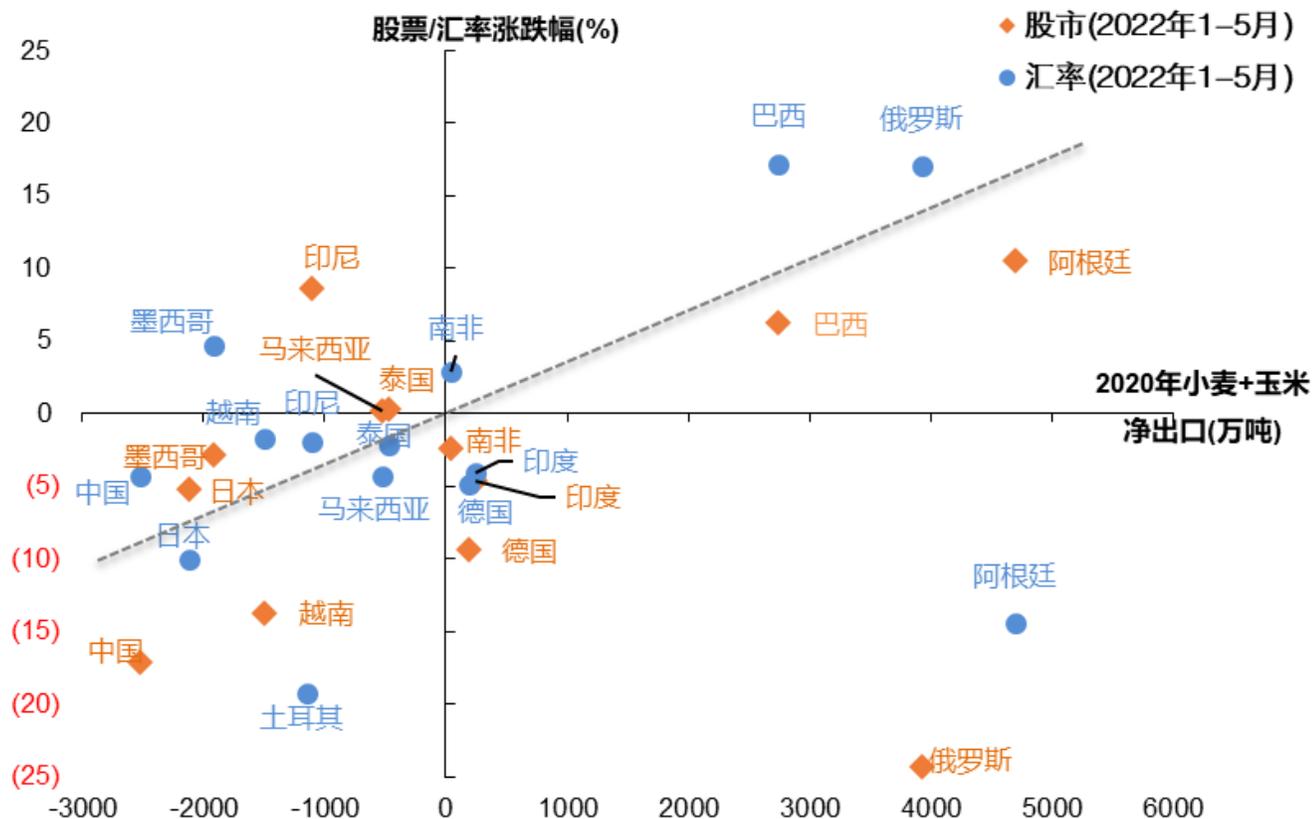
资料来源：Wind，平安证券研究所

2.3 新兴市场：资本外流压力持续

◎ 东南亚积极参与多个区域贸易合作

国家	IPEF	RCEP	CPTPP
中国		√	已申请
美国	√		已退出
印度	√		
韩国	√	√	
澳大利亚	√	√	√
新西兰	√	√	√
新加坡	√	√	√
日本	√	√	√
越南	√	√	√
马来西亚	√	√	√
印尼	√	√	
菲律宾	√	√	
泰国	√	√	
文莱	√	√	√
柬埔寨		√	
老挝		√	
缅甸		√	

◎ 我们以“2020年小麦和玉米净出口总量”作为衡量相关农产品资源丰富程度指标，可以发现，今年1-5月大部分地区股市与汇率的表现与小麦和玉米的资源丰富程度正相关。



资料来源：Wind，平安证券研究所



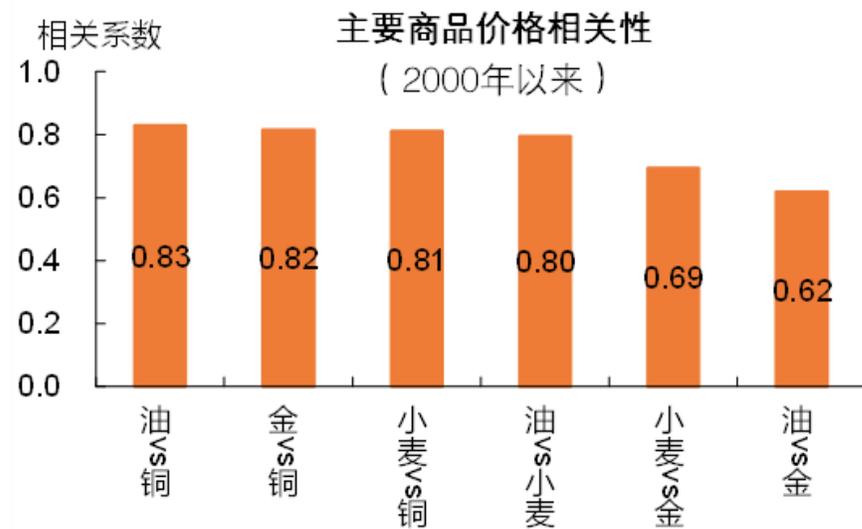
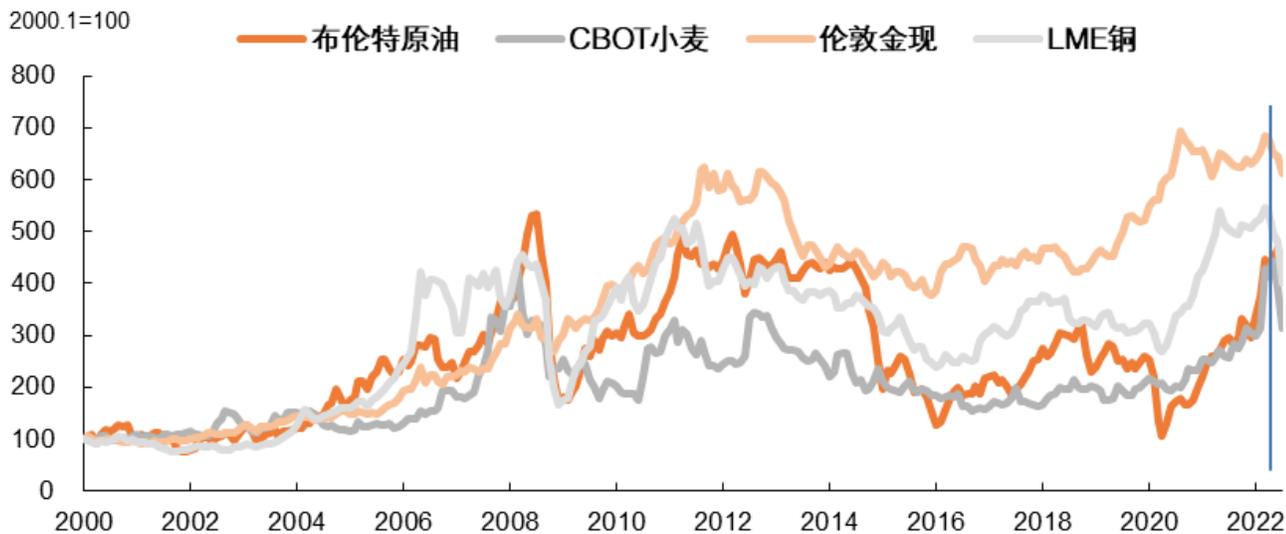
目录CONTENTS

- ◎ 美国经济：滞与胀，仍在赛跑
- ◎ 非美经济：全球紧缩，风险冒头
- ◎ 大宗商品：超级周期，或将落幕
- ◎ 金融市场：美元资产，暂现光芒

3. 大宗商品：超级周期，或将落幕

- 2022下半年开始，本轮大宗商品“超级周期”有望循序渐进地落幕。
- 原因在于：1) 高价格下供需逐渐走向平衡；2) 全球紧缩下商品金融属性弱化；3) 与俄乌冲突有关的供给担忧缓解。
- 不过，供给恢复的不确定性以及能源转型压力等，或影响商品价格回落的节奏。

◎ 鉴于大宗商品价格之间的相关性，预计大部分品种价格均可能承受回调压力



资料来源：Wind，平安证券研究所

3.1 原油：供需平衡带动价格中枢下移

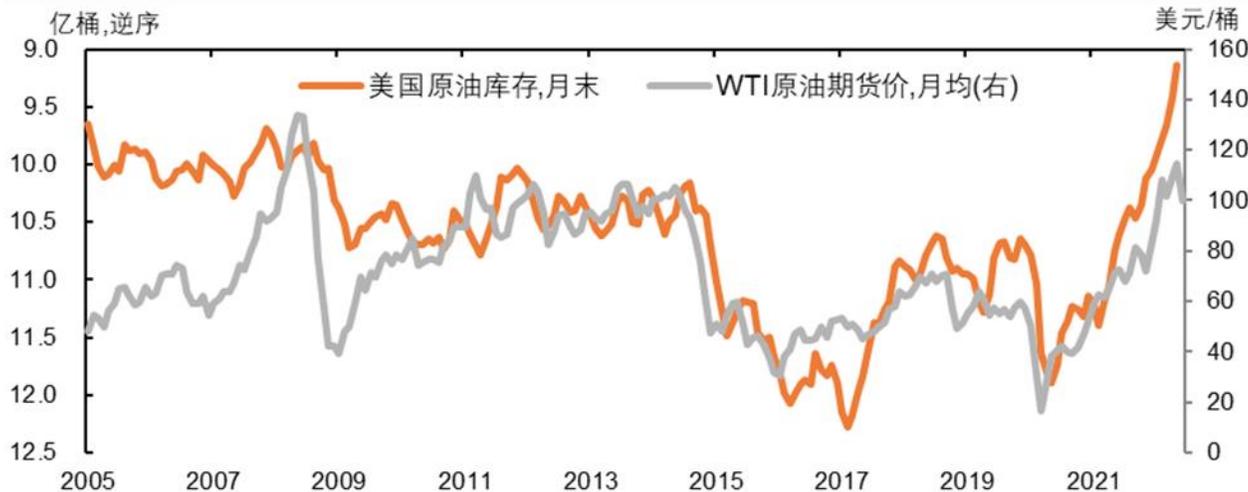
- 2022上半年，俄乌冲突的爆发以及围绕俄罗斯的制裁措施，冲击了全球能源供给，进一步抬升了原已处于高位的国际能源价格。国际油价波动区间由年初的80美元/桶附近，升至近期的100美元/桶附近。
- 展望未来一年，我们的基准预测为，国际油价（布伦特原油）波动中枢将缓慢下移至95美元/桶。核心原因在于：全球原油库存有望回升，驱动油价中枢下移。预计全球能源需求增速或保持平稳下行，供给保持稳步增长，自2022年三季度起，全球原油库存或将开始筑底回升，但累库节奏可能较为缓慢。因此，油价波动中枢或出现下移，但可能不会大幅下跌。



资料来源: Wind, 平安证券研究所

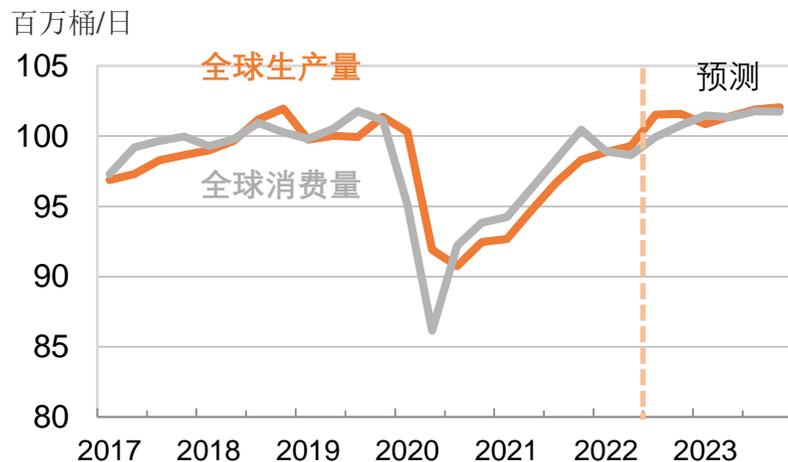
3.1 原油：供需平衡带动价格中枢下移

◎ 美国原油库存与WTI原油价格保持较强相关性。当前美油库存不足**9.2**亿桶，绝对水平为**2004**年以来最低，且低于**2011-2014**年油价破百期间**10.4**亿桶左右的库存水平。



◎ 据美国能源信息署 (EIA) 最新预测，自**2022**年二季度末，全球液体燃料生产量或于**2020**年二季度以来首次超过消费量，意味着全球原油库存或将开始止跌回升。

EIA:全球液体燃料生产与消费平衡



OECD国家原油和其他燃料商业库存



资料来源：EIA，Wind，平安证券研究所

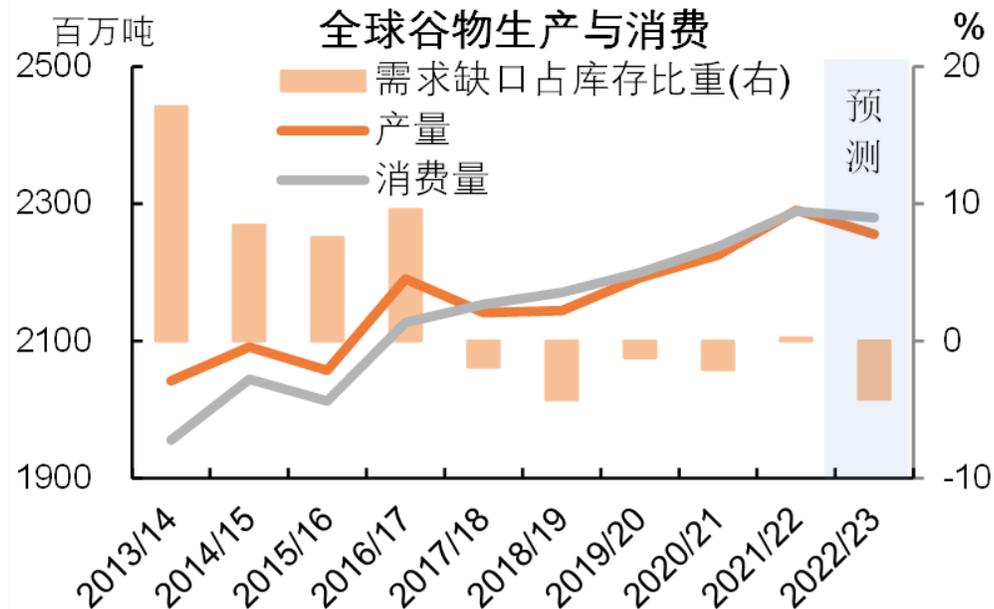
3.1 原油：供需平衡带动价格中枢下移

- 考虑到国际油价影响因素的高度不确定性，在基准预测基础上，我们分别提示油价上行和下行风险，并倾向于认为油价的下行风险更大。
- 上行风险：今年下半年能源需求超预期、以及地缘冲突制造新的供给冲击等。在此情形下，预计未来一年国际油价波动中枢升至120美元/桶。
- 下行风险：全球经济更快下行、俄罗斯能源出口好于预期、欧佩克增产超预期、以及伊朗原油恢复出口等。在此情形下，预计未来一年国际油价波动中枢下降至80美元/桶。
 - 1) 全球经济更快下行，如美欧货币紧缩力度超预期、新一轮新冠疫情冲击超预期等。
 - 2) 美欧围绕俄罗斯的能源制裁效果可能不及预期，因俄罗斯能源仍在出口至印度等地区，且可能间接流入欧洲。
 - 3) 欧佩克增产有可能加速。8月3日“欧佩克+”（OPEC+）同意9月增产10万桶/日，力度不及预期。7月初欧佩克秘书长巴尔金多去世，未来欧佩克在增产决议上的团结和克制仍有出现松动的可能。
 - 4) 伊朗石油出口仍有可能恢复。6月底，在欧盟撮合之下，美国和伊朗在多哈举行谈判，尚未取得明显进展，但通胀压力下，美欧继续推动谈判的意愿仍存。8月3日，伊朗、美国和欧盟表示将派遣代表前往维也纳继续谈判。

3.2 农产品：供给扰动不及预期

- 2022上半年，俄乌冲突影响了以玉米和小麦为代表的全球粮食供给（预期），驱动国际粮价大幅攀升。但6月以来，国际粮价大幅回调。
- 展望未来一年，我们认为国际粮价再度明显上行的动力不足，波动中枢或逐步回归至2021年四季度水平。
- 1) 全球农产品供给韧性较强。全球谷物协会6月23日发布的预测报告显示，因小麦和玉米丰收，2021/22年全球谷物产量预计为22.90亿吨，同比增长2.9%，也略高于同期消费需求的22.89亿吨。受俄乌战争、极端天气的影响，2022/23年全球谷物产量预计为22.55亿吨，同比下降1.5%，比同期的消费需求低2500万吨。但这部分需求缺口仅占目前全球谷物库存的4.2%，与2018/19年相当，即仍处于历史正常波动区间，需求缺口对粮价的支撑或有限。

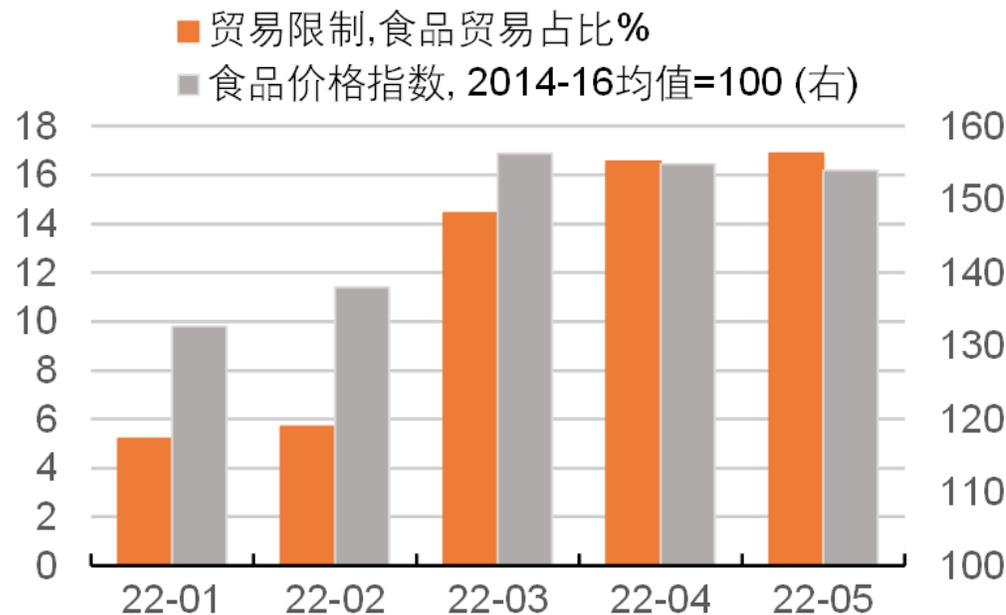
◎ 预计2022/23年全球谷物需求缺口尚可控



3.2 农产品：供给扰动不及预期

- 2) 全球粮食贸易在逐步恢复。
- 世界银行数据显示，今年6月初以来，随着全球粮食供应压力缓和，全球食品贸易管制政策开始松绑。
- 俄罗斯和乌克兰两国的粮食有望重返国际市场：
 - 一是，乌克兰积极拓展向外运输粮食的通道，粮食出口同比跌幅收窄。乌克兰官方称，截至7月9日多瑙河通往黑海的运输航线已经恢复，通过该航线乌克兰每月可增加50万吨的粮食出口。
 - 二是，7月乌克兰粮食安全运输协议达成，预计乌克兰粮食出口将恢复到冲突前的九成以上。
 - 三是，美欧在最新对俄制裁中，明确松绑了俄罗斯的粮食出口。

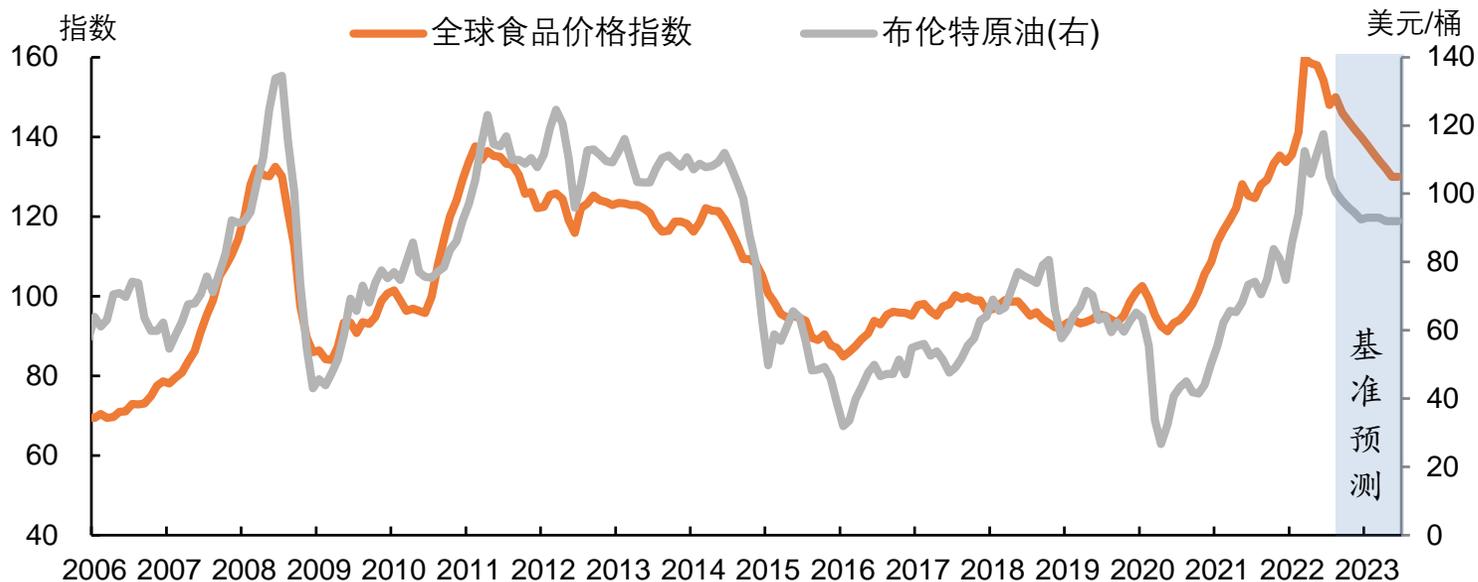
◎ 全球食品贸易限制进一步升级空间有限



3.2 农产品：供给扰动不及预期

- **3) 能源价格中枢下移或带动粮价回落。**历史数据显示，全球食品价格与国际油价走势高度相关。基于国际油价中枢缓慢下移的预测，国际粮价上涨压力有望得以缓解。食品价格与油价有一系列直接相关性，例如农业生产中的农药、化肥等产品来自化石燃料，农用机械的生产和运行需要燃料，以及生物燃料与化石燃料有替代关系等。中国农药价格指数在今年1月见顶后，到5月已连续4个月下降，累计降幅为10.4%。

◎ 全球食品价格与国际油价走势高度相关



资料来源：Wind，平安证券研究所

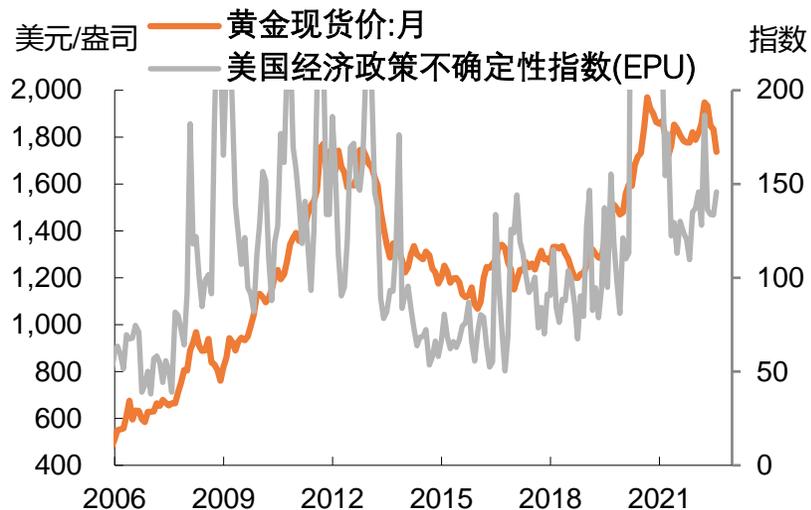
3.3 黄金：主要受实际利率上行压制，但也存在反弹机会

- 当前美国实际利率基本达到疫情前水平，但随着美联储持续加息，实际利率仍有一定上行空间，继而使金价承压。
- 不过，出于地缘政治风险上升、市场通胀预期反弹、美欧衰退概率上升和美元指数降温等，金价或存在短线反弹机会。

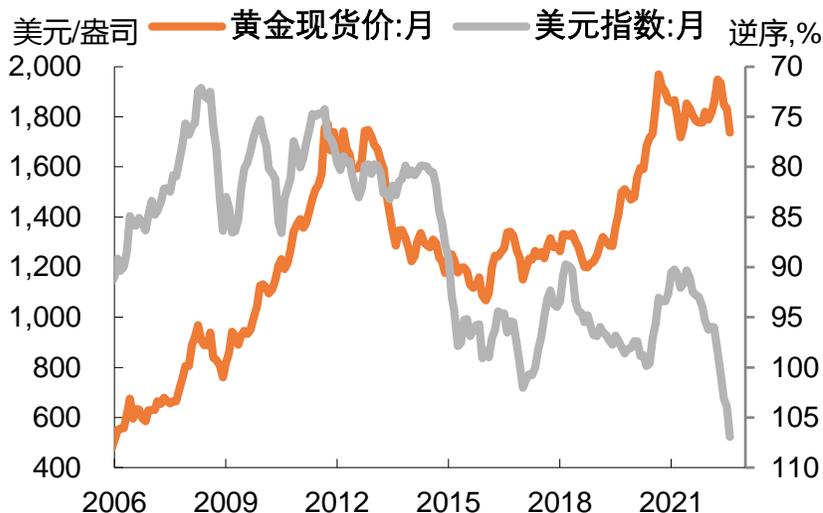
◎ 金价与美国实际利率走势高度相关



◎ 金价的避险属性仍受到激发



◎ 金价受美元升值的抑制

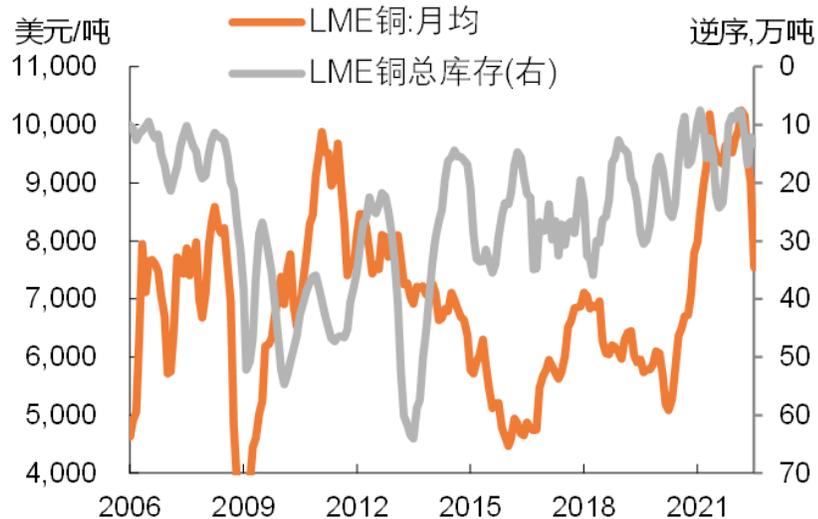


资料来源：Wind，平安证券研究所

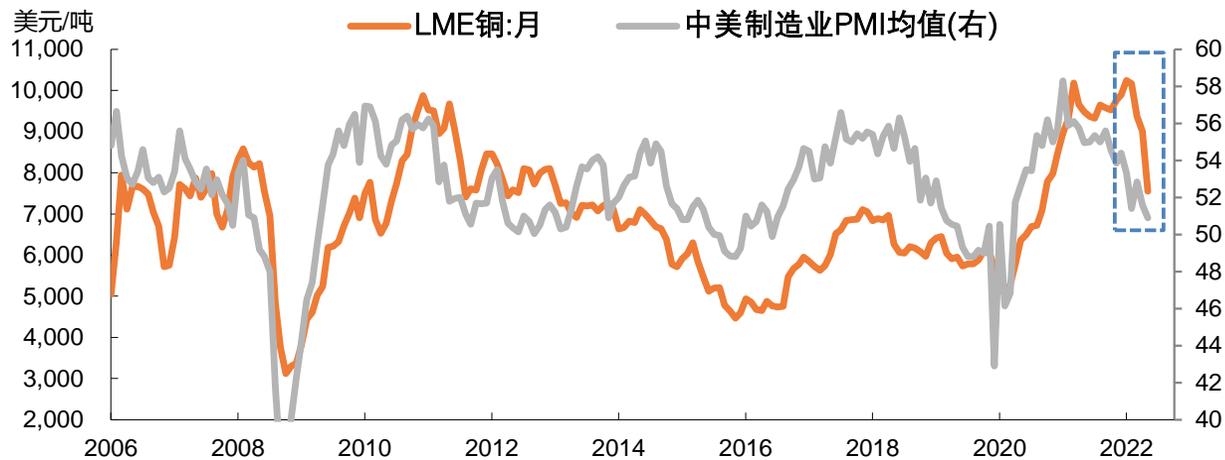
3.4 铜：主要受经济下行拖累

- “铜博士”顺经济周期。铜价在上半年受地缘冲突影响而走高，并处于历史高位，与全球制造业景气的下行暂时背离；下半年全球制造业景气或仍趋弱，铜价或随经济下行而降温。
- 铜价与库存的相关性并不强。但是“绿色经济”浪潮下，铜的需求上升并显著抬升铜价。

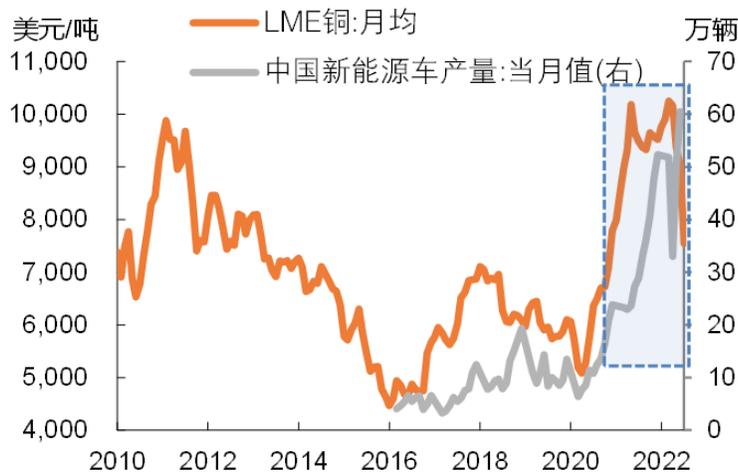
◎ 铜价与库存水平的相关性不强



◎ 铜价与中美经济景气度有较好相关性



◎ 2020年以来，铜价与中国新能源车产量同步走高



资料来源：Wind，平安证券研究所



目录CONTENTS

- ① 美国经济：滞与胀，仍在赛跑
- ② 非美经济：全球紧缩，风险冒头
- ③ 大宗商品：超级周期，或将落幕
- ④ 金融市场：美元资产，暂现光芒

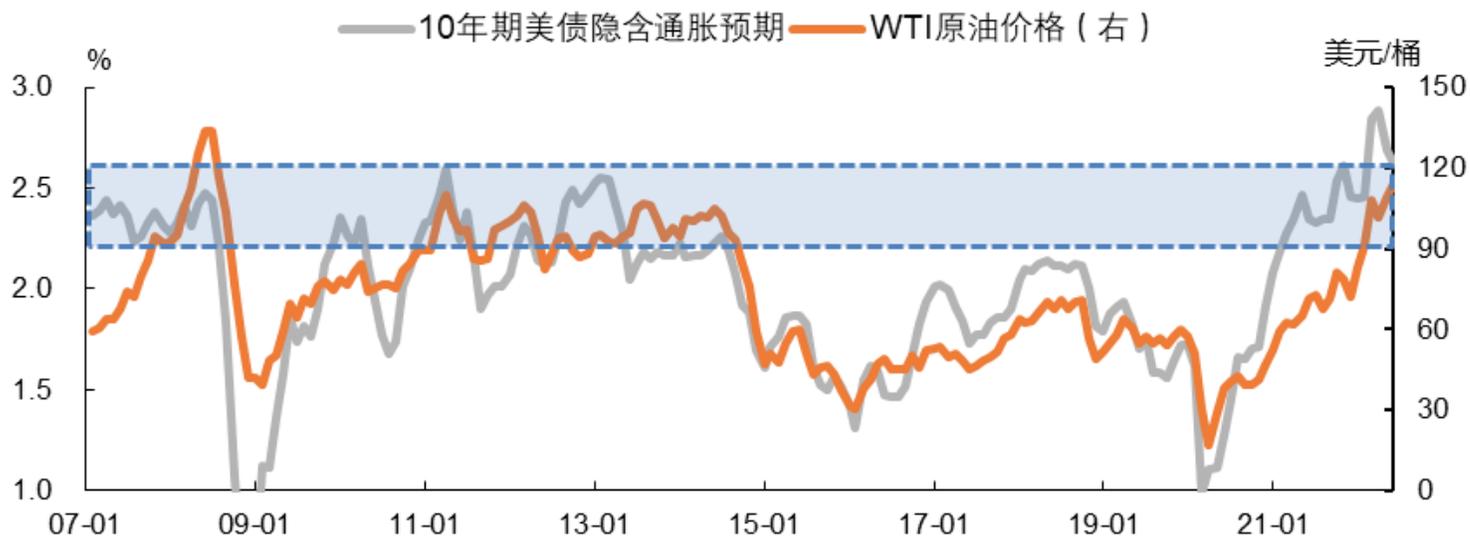
4. 金融市场：美元资产，暂现光芒

- 我们倾向于认为，下半年美元资产在全球市场中表现或相对较好。
 - 1) 在大宗商品价格回调、而经济韧性仍存的背景下，本轮美国经济实现“软着陆”仍有希望。近期美股和美债走强，主要体现对上半年“地缘风险+高通胀+强紧缩”的悲观情绪的修复。
 - 2) 站在全球配置角度，美联储紧缩及其外溢风险仍存，当前市场风险偏好很难大幅回升，美元资产相对于非美资产具有更强安全属性，美元汇率保持偏强、增厚投资安全垫。
- 但考虑到美国“滞”与“胀”的博弈仍将继续，近期美国市场表现也有过于乐观之嫌。后续关注两种偏离：
 - 一是，**美国经济和通胀的韧性超预期**。从而美联储加息力度超预期（如加息至4%以上），或者加快缩表，继而美债利率有可能反弹（当前2.8%左右的10年美债利率水平与本轮政策利率终点可能差距过大），美股或也重新上演“紧缩恐慌”而出现震荡调整。
 - 二是，**美国经济走弱但通胀压力超预期**。（例如出现新的供给冲击造成大宗商品价格反弹），美联储或坚持紧缩、不惜“制造”衰退以遏制通胀，美国经济“硬着陆”（深度衰退）风险上升。在此背景下，不排除美股出现新一轮深度调整（10%以上）的可能，但美债市场或进一步交易衰退而走强。

4.1 美债：利率维持高位震荡

- 2022年以来，美债收益率出现明显蹿升，10年期美债收益率由去年末的1.5%升破3%，最高升破3.5%。近期，10年美债利率已回落至2.8%左右。其中，实际利率近期在0.3%附近，隐含通胀预期在2.5%附近。
- 1) 美债隐含通胀预期或维持高位震荡，因油价处于历史高位。美债隐含通胀预期与原油价格高度相关。以往WTI油价位于90-120美元/桶的高位区间时，10年期美债隐含通胀预期多在**2.2%-2.6%**区间内震荡。我们认为，下半年10年美债隐含通胀预期或保持在上述区间。

◎ 美债隐含通胀预期与原油价格高度相关

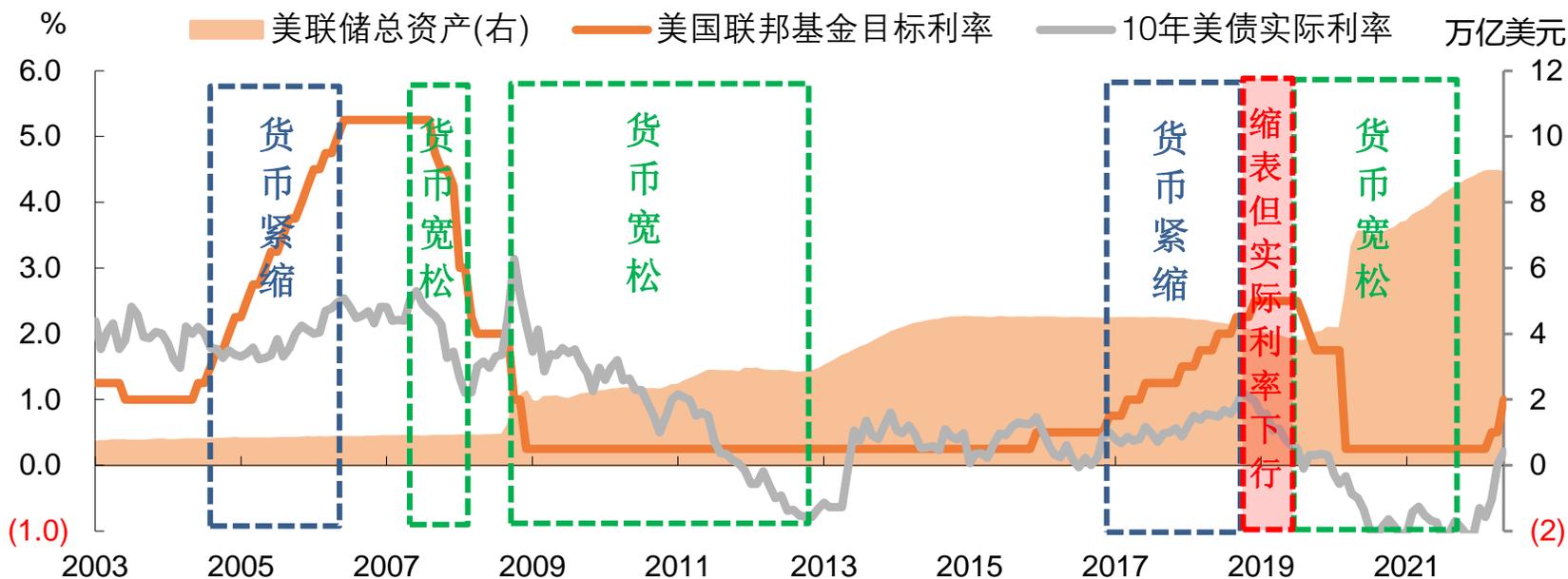


资料来源：Wind，平安证券研究所

4.1 美债：利率维持高位震荡

- 2) 实际利率受加息和缩表的拉动，也受经济预期转弱的拖累。一方面，美联储加息和缩表通常会相应提振美债实际利率。另一方面，美债实际利率也与美国经济预期相关，悲观的经济预期或拖累实际利率上行。这也意味着，“加息+缩表”对美债利率的影响存在不确定性。如2018年4季度至2019年中，美联储加息一次并持续缩表，但美债实际利率下行，主因市场经济预期走弱。

◎ 2018-19年美联储缩表期间，美债实际利率不升反降，说明美债实际利率不仅受货币政策取向影响，也受经济预期影响

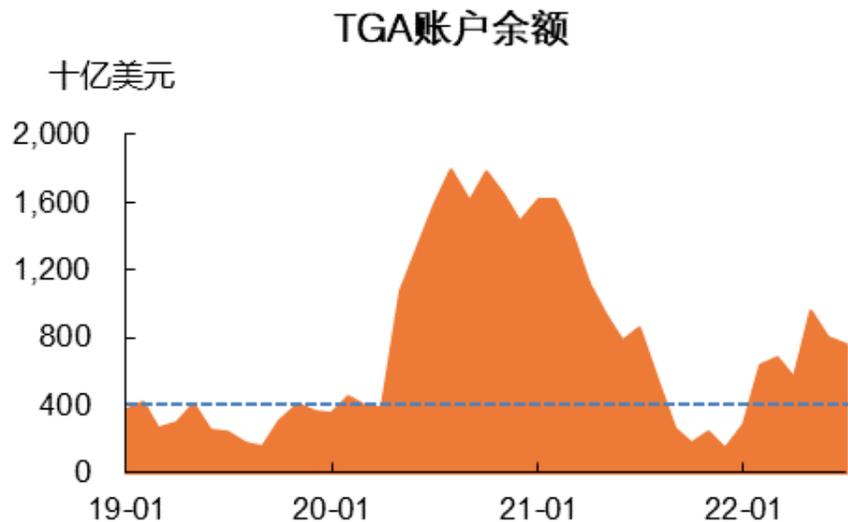


资料来源：Wind，平安证券研究所

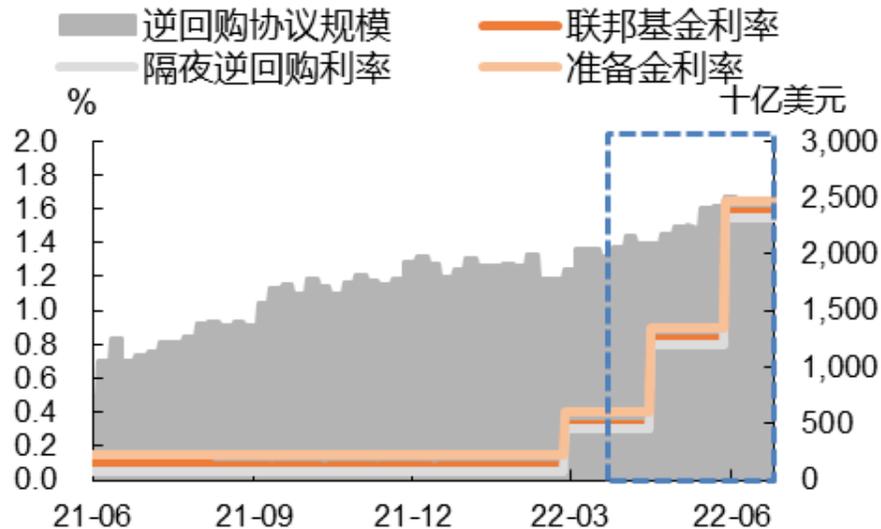
4.1 美债：利率维持高位震荡

- 3) 本轮美联储缩表对美债利率的影响可能较为有限。一是，目前美联储逆回购协议规模超2万亿美元，美国财政部一般存款账户余额超过7500亿美元，均可提供流动性缓冲。美联储按当前计划将于年内缩表5225亿美元，年内美国流动性不会过于紧张。二是，今年新发美债的减少也可对冲缩表后美债供给的增加。
- 综上，我们判断下半年10年期美债实际利率或在0.5-1.0%，名义利率或在2.7%-3.3%区间内高位震荡。

◎ 美国财政部一般存款规模明显高于疫情前



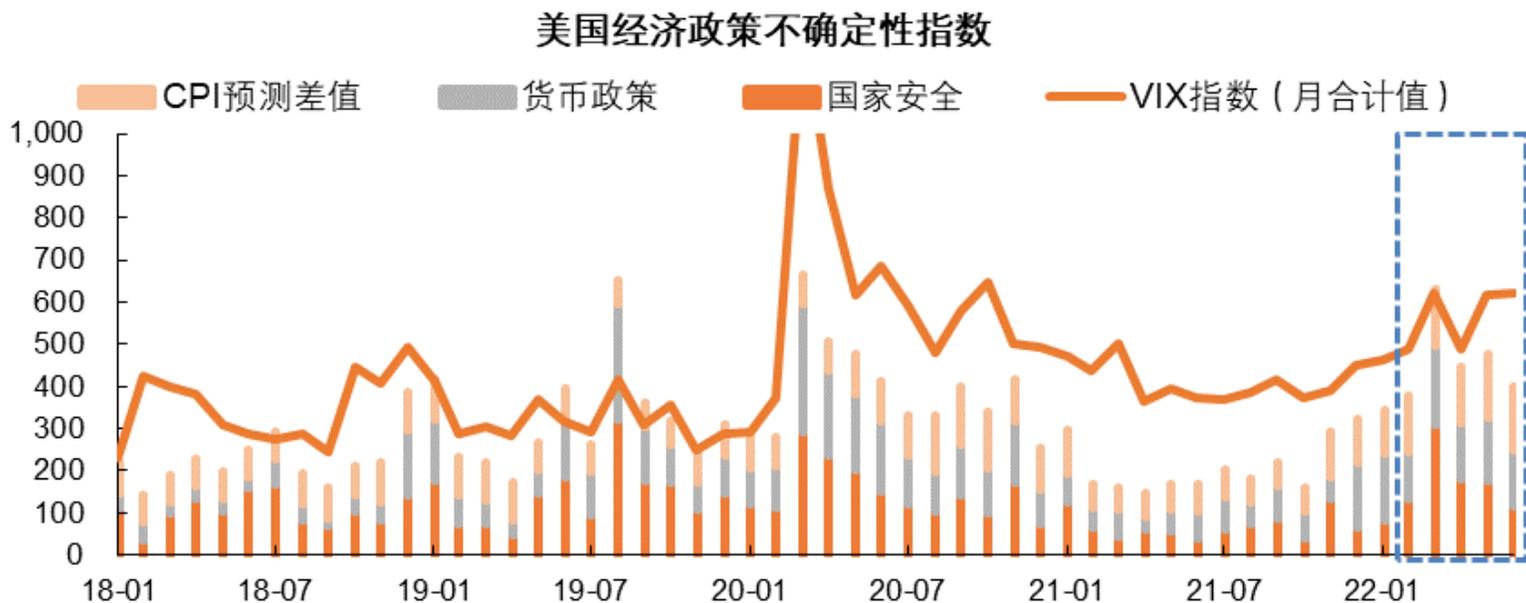
◎ 目前美国金融市场流动性较为充裕



4.2 美股：调整风险尚未消除

- 今年上半年，美股受到地缘风险、美联储加息、高通胀三重压力，出现深度调整。俄乌冲突爆发使得原油等国际大宗商品价格迅速蹿升，美国国内通胀压力加剧，美联储加快货币政策正常化步伐。在此三重压力之下，经济不确定性明显提升，美国股市恐慌情绪升温，带动美股三大指数明显回调。

◎ 上半年在地缘风险、加息、高通胀三重压力之下，市场恐慌情绪升温

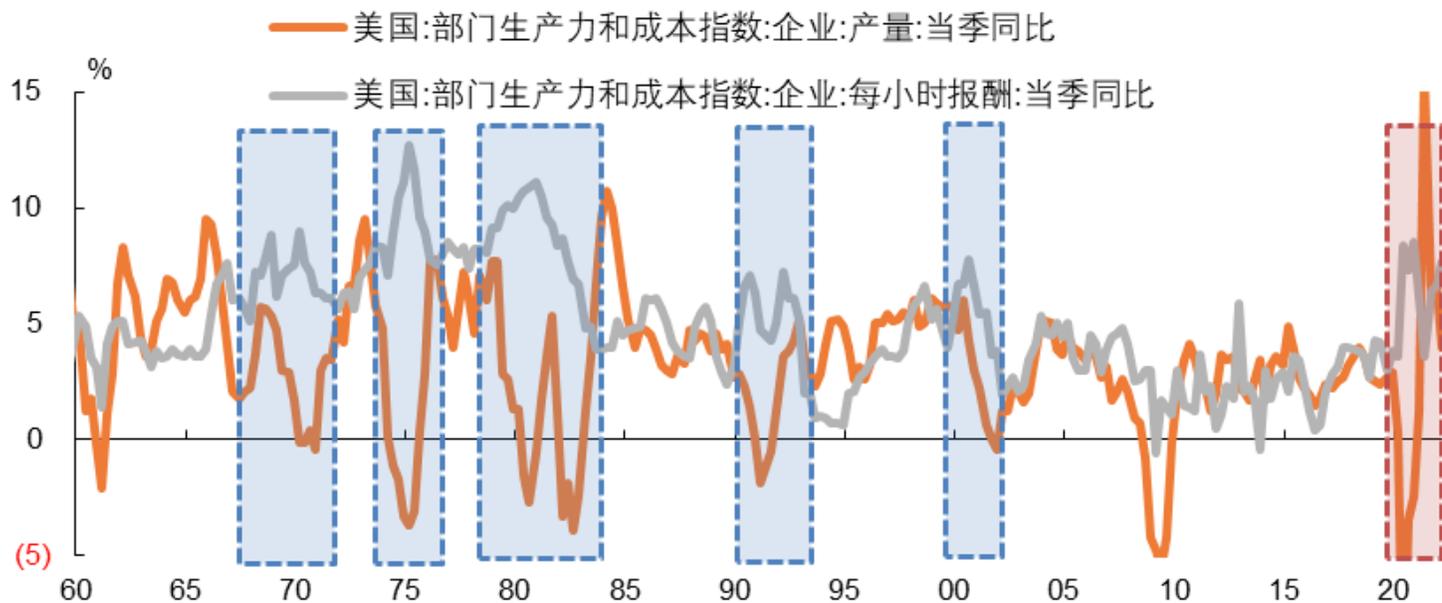


资料来源：Wind，平安证券研究所

4.2 美股：调整风险尚未消除

- 高通胀对美国上市公司的生产力可能产生冲击。这突出表现在，原材料、劳动力成本攀升等削弱企业生产力及盈利能力。历史上，美国非农企业生产力的走低往往伴随着高通胀的冲击，这一现象在上世纪70至90年代曾多次出现。而当前的高通胀亦开始对美国企业盈利能力造成实际冲击。以美国零售巨头沃尔玛为例，燃料成本增加、通胀带来的库存提升以及工资支出的增长使得其一季度经营利润同比下降23%。

◎ 历史上，美国企业生产力的走低往往伴随着高通胀冲击

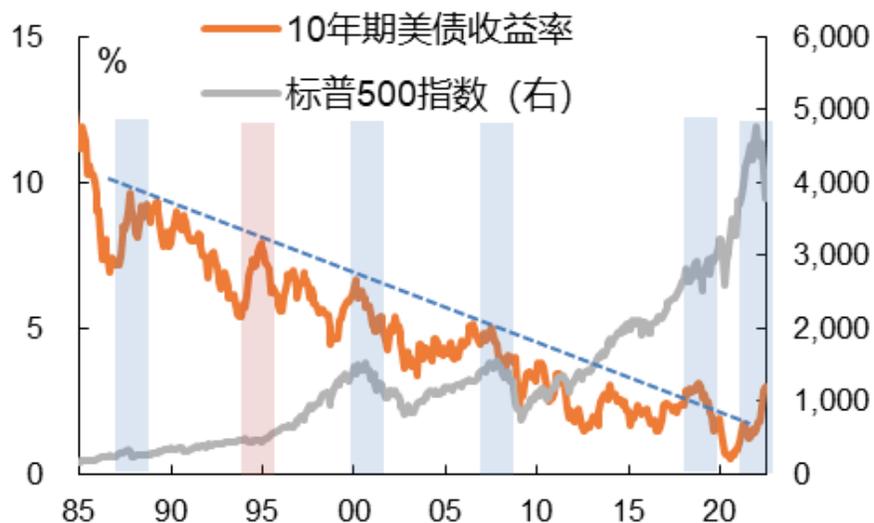


资料来源：Wind，平安证券研究所

4.2 美股：调整风险尚未消除

➤ 美债利率处于高位也将持续对美股施压。冲击渠道至少有四：一是，美债利率上行导致风险溢价下跌，美股投资价值下降，且美债利率上涨到一定高度往往引发美股显著调整。如2019年以及2022年初，美债收益率突破此前收益率高位的延长线，美股深度调整如期而至。二是，美股股息率与美债利率的比值走低，股债性价比被削弱，股债配置再平衡令美股承压。三是，企业融资成本上升，且不同评级企业债利差走阔，对企业资产负债表的健康施压。四是，回购成本上升，尤其大型科技企业以回购对抗股价下跌的能力或减弱。

◎ 美债收益率达到或突破顶部趋势线水平后，美股往往遭遇明显调整



◎ 今年以来美国企业债收益率上升、信用利差扩大



资料来源：Wind，平安证券研究所

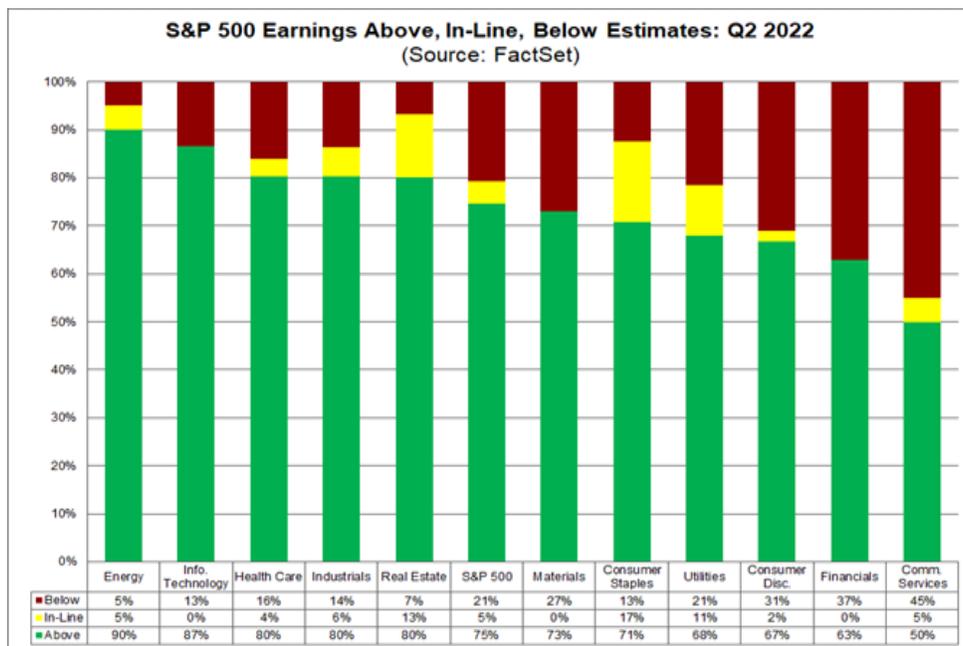
4.2 美股：调整风险尚未消除

- 美股调整压力有滞后的可能：1) 市场对美联储加息的持续性和美债利率水平或有所低估。2) 回购热情暂时高涨。据法巴银行8月1日的报告，已宣布的回购规模已触及逾10年来的最高水平。这是近期美股反弹迅猛的推手之一。3) 盈利与盈利预期尚未充分反映经济下行压力和衰退预期。截至8月5日，标普500指数成分股公司中，超过87%的企业已经公布了二季度财报，其中75%的公司业绩超出预期。据Factset最新统计2022Q2标普500指数EPS季度同比约4.8%，但市场对3、4季度的盈利增速预测仍高达8.7-9.2%。

已宣布的回购规模已触及逾10年来的最高水平



2022Q2大部分美国上市企业盈利好于预期

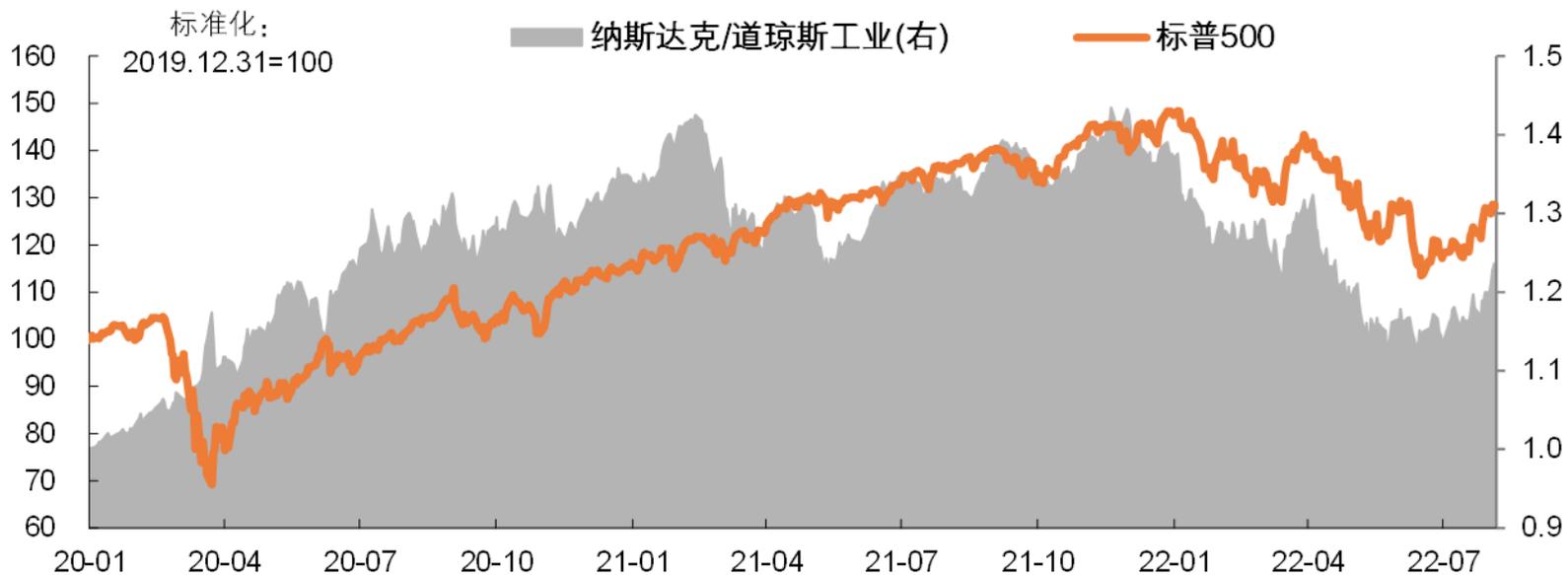


资料来源：BNP, Factset, 平安证券研究所

4.2 美股：调整风险尚未消除

- 从板块来看，上半年美股的调整主要来源于美联储加息、美债利率迅速上行后，成长板块的明显回调，而价值板块调整幅度相对较小。
- 下半年，成长有望跑赢价值。如果通胀压力缓和，货币紧缩预期降温，推动成长股反弹；如果通胀压力超预期，市场或更加关注衰退风险，美股或整体调整，但价值板块调整幅度可能更深。

◎ 2022上半年美股整体下跌且成长板块跑输

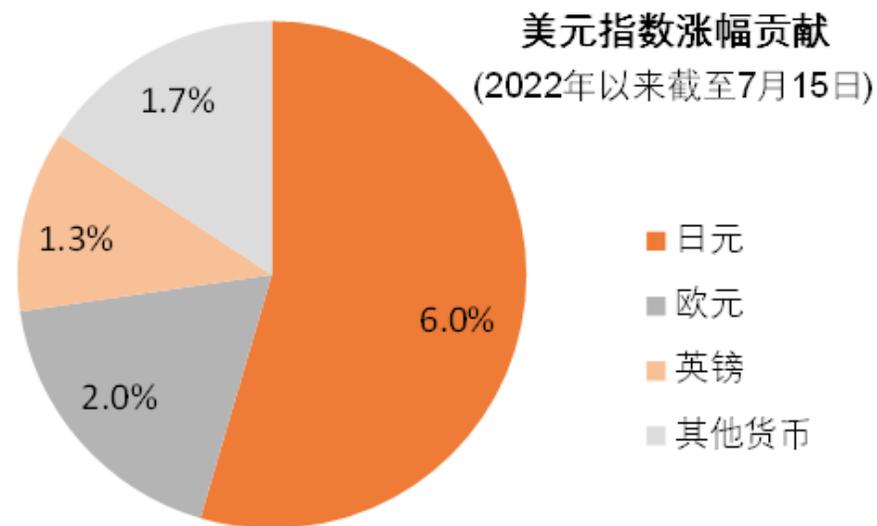
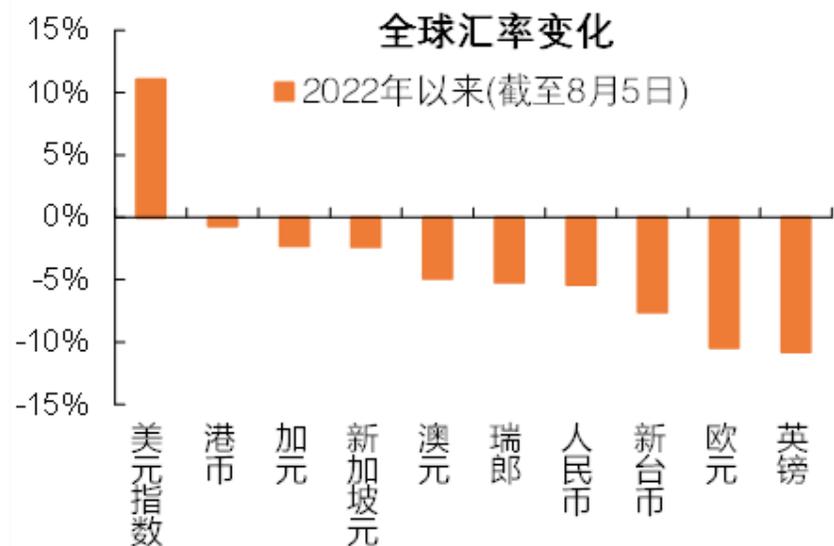


资料来源：Wind，平安证券研究所

4.3 美元：保持强势

- 俄乌冲突后，美元指数不断创下新高，主要受到两方面因素驱动。一是，美元的避险属性凸显。特别是，日元在此期间并未表现出传统上的“避险属性”，反而出现了急速贬值，成为美元指数上涨的加速器。二是，俄乌冲突影响下，美国的经济基本面相对欧洲、日本更具韧性。今年以来至8月5日，美元指数涨11%，美元兑欧元、美元兑日元分别涨15%和10%，分别贡献了美元指数涨幅的6.0和2.0个百分点。

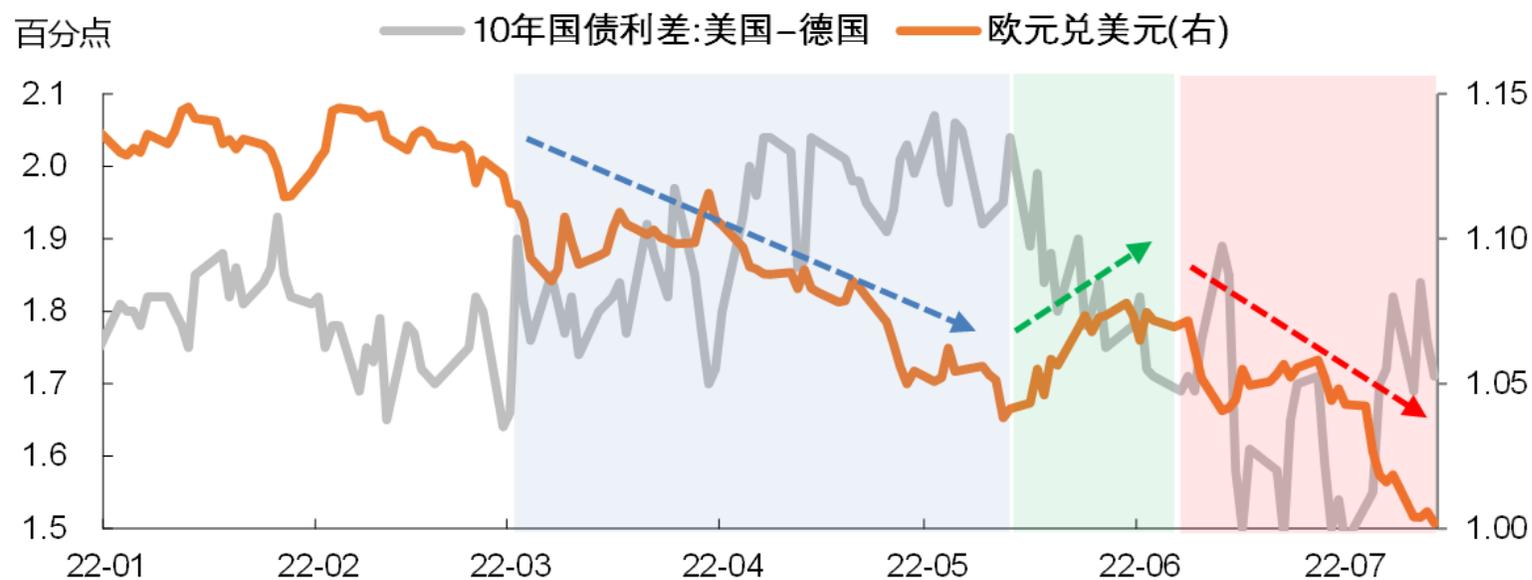
◎ 2022年俄乌冲突后，欧元和日元贬值是美元指数上行的主要贡献



4.3 美元：保持强势

- 从美元指数的上述两方面驱动因素来看，下半年美元仍将偏强。
- 一是，欧央行货币紧缩的可持续性存疑。欧央行释放11年以来首次加息的信号初期，欧元汇率阶段性反弹。但相比美国，欧元区通胀更受能源和食品价格的影响，货币紧缩的效果或有限，反而更容易威胁经济增长前景。此外，欧债利率攀升压力与债务风险，更是货币紧缩的牵制因素。

◎ 俄乌冲突后，美欧债市和汇率经历三个阶段：美联储紧缩、欧央行紧缩、欧央行紧缩“过度”



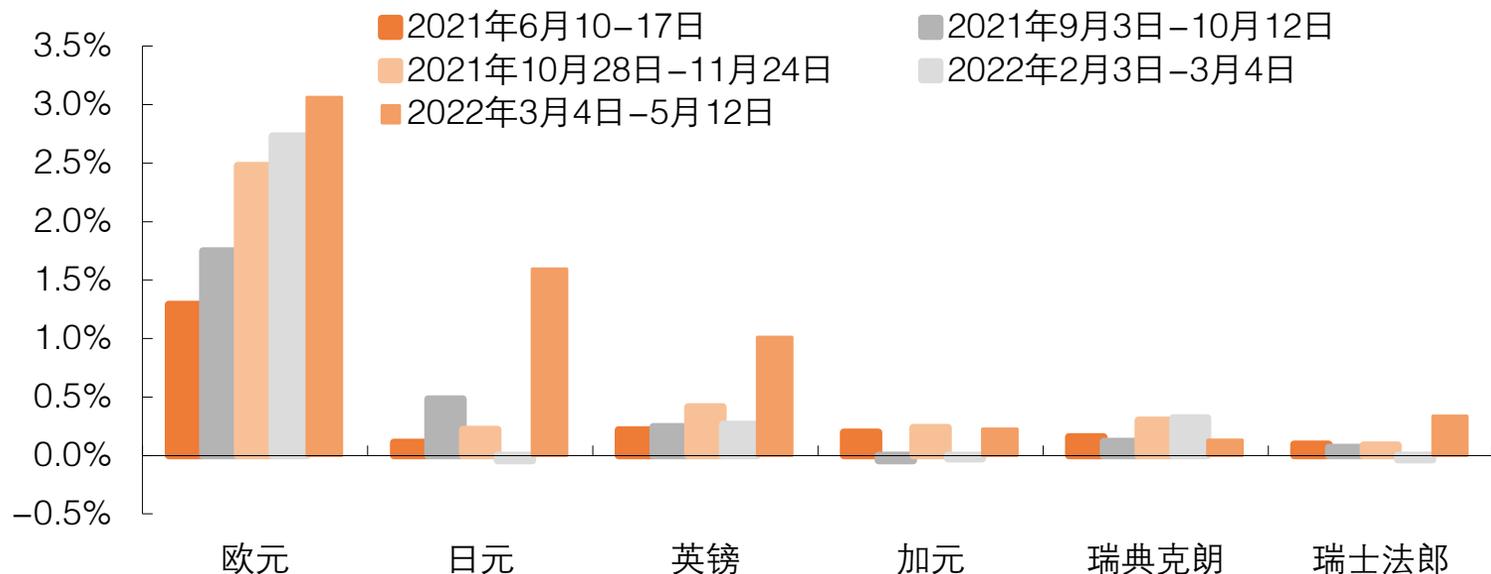
资料来源：Wind，平安证券研究所

4.3 美元：保持强势

- 二是，如前所述，在日本“输入性通胀+贸易逆差+货币宽松”的组合下，日元汇率可能持续受到压制。
- 总结而言，美元汇率偏强的直接原因是美联储紧缩，但深层次原因是美国经济在全球范围内具备一定优势，（如能源独立性强于欧洲、“财政赤字货币化”的效率强于日本等），继而市场对于美联储紧缩的决心和可持续性更有信心。

◎ 今年日元贬值对美元指数上涨的贡献，显著强于前几轮美元升值周期

构成货币对美元指数升值的贡献

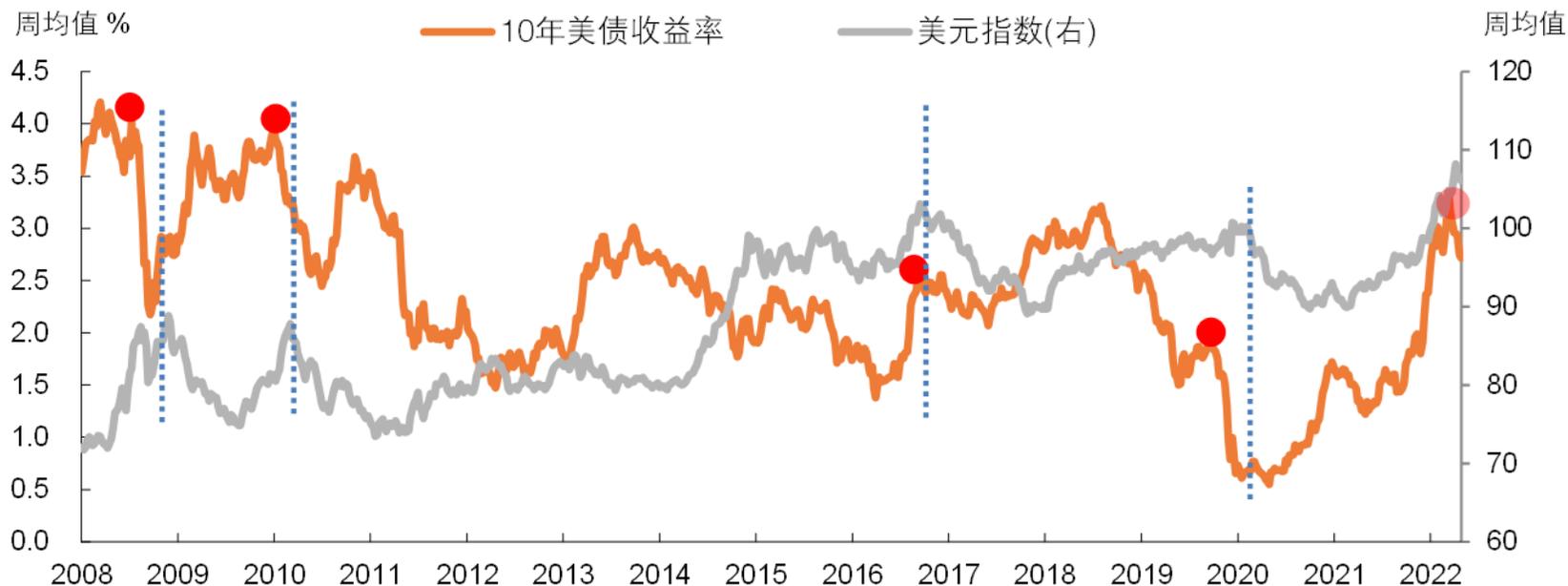


资料来源：Wind，平安证券研究所

4.3 美元：保持强势

- 不过，当前美元指数或已进入筑顶阶段，进一步上行的空间有限。一方面，如果美国经济如期走弱，美联储适当放缓加息节奏，美联储紧缩对欧洲和日本的负面效应也会边际减弱；另一方面，美元指数和美债利率具有一定联动性，美债利率见顶或也预示着美元指数见顶。

◎ 2008年以来，10年美债利率见顶后，美元指数通常在一个季度内见顶



资料来源：Wind，平安证券研究所

风险提示

- **1、海外宏观方面**，地缘冲突演化存在不确定性，海外通胀形势可能超预期恶化，海外央行紧缩力度可能更强，由此可能引发海外避险情绪升温，国际金融市场波动加剧。
- **2、海外金融市场方面**，若美联储缩表对流动性的影响超预期，美债利率和美元指数可能超预期上行；若海外经济前景超预期恶化，金价或超预期上涨。若原油需求下滑超预期，或原油产能及出口恢复超预期，原油价格可能超预期下行。

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±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±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。