

海外紧缩交易，或已接近“尾声”？

10月以来，美债市场调整的同时，美股明显反弹，股债“跷跷板”效应再现，或是紧缩交易已近尾声的体现。市场何去何从？本文分析，可供参考。

➤ 一问：海外市场“新”变化？股债“跷跷板”效应再现，或隐含新交易信息

10月以来，资本市场出现了一些新变化，美国股债“跷跷板”效应再现；其他子市场的表现也与前期出现了一些变化。加息周期正式启动前一个季度左右，紧缩交易对市场定价的影响就已经开始显现，大部分时间段表现为股债市场的同涨同跌。但近期，10Y美债利率震荡上行的同时，美股明显反弹，股债跷跷板效应再现。美元的回落、金价的平稳同样与前期走势相异。

正常经济周期下，股债跷跷板效应是常态，流动性环境明显变化时，容易出现股债市场的同涨同跌；近期市场新变化，或反映紧缩交易已近尾声。11月3日议息会议后鲍威尔讲话明显放鹰，但美股仍显韧性。相较紧缩预期，市场对经济弱化反应更为敏感。美国“外强中干”的三季度GDP数据、逼近荣枯线的10月PMI数据、结构恶化的非农数据发布后，均出现股市反弹。

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

➤ 二问：“新”变化的背后？紧缩预期影响减弱、交易逻辑出现分化

宏观指标“外强中干”，指向美联储加息或止步年初；市场利率领先政策利率1-2个季度的历史规律，或意味着今年底明年初市场利率顶部即将确认。

1) 美国经济动能已明显转弱，制造业PMI新订单连续4个月跌破50%荣枯线；2) 作为影响核心通胀的关键变量，房价、薪资增速的顶点均已出现；3) 就业市场也出现明显降温，“挑大梁”的服务业新增就业大幅下滑。

疫情等扰动下，本轮经济周期与政策周期严重错位，或导致利率高点的历史规律被打破；短端利率与期限利差走势，显示紧缩逻辑市场影响已近尾声。历史上来看，10Y美债利率的顶部均高于政策利率的高点；但本轮加息周期演绎到当下阶段，经济表现相较其他加息周期时要差很多。随着衰退的临近，10Y-2Y期限利差趋于下行，而2Y美债利率已基本消化终点利率预期。

➤ 三问：风险资产，反弹还是反转？紧缩交易尾端，市场波动加大

未来一段时期，紧缩交易下的估值压制或有所减弱，但盈利端的影响逐步显现，或导致股票市场波动依然较大。历史来看，受盈利下滑拖累，衰退初期的1-2个季度，美股仍面临下调风险。向后看，经济下行压力下，生产率下滑、海外收入减少或对美股盈利端造成冲击。1) 美股企业盈利与GDP为同步指标，经济衰退时面临下调；2) 强势美元或进一步侵蚀美股海外收入。

美债与贵金属已成资产配置优选，但短期交易行为对债市或仍有干扰；而全球需求走弱的背景下，商品的表现或仍将受到压制。历史上看，衰退前后黄金、美债等避险资产均表现较好，当下海外市场或已进入尾部风险集中暴露阶段，黄金和美债配置价值或进一步凸显。而商品市场，产出缺口与商品价格走势显著相关，当下全球经济持续走弱，或将对商品表现形成拖累。

风险提示：美联储货币政策收紧超预期、海外经济衰退超预期

内容目录

1、海外市场“新”变化？股债跷跷板效应再现，或隐含新交易信息.....	3
2、“新”变化的背后？紧缩预期影响减弱、交易逻辑出现分化.....	4
3、风险资产，反弹还是反转？紧缩交易尾端，市场波动加大.....	6

图表目录

图表 1: 标普 500 指数与美债收益率.....	3
图表 2: 标普 500 指数与彭博美债指数.....	3
图表 3: 美元指数与美德利差.....	3
图表 4: 黄金价格与美债实际利率.....	3
图表 5: 标普 500 指数与美债收益率.....	4
图表 6: 美联储议息会议前后标普 500 指数走势.....	4
图表 7: 美国制造业 PMI 新订单与 GDP 同比走势.....	4
图表 8: 美国房价同比与按揭利率.....	4
图表 9: 美国 CPI 住房与标普房价同比.....	5
图表 10: “挑大梁”的服务业新增就业大幅下滑.....	5
图表 11: 10 年期美债见顶领先最后一次加息交易日数.....	5
图表 12: 政策利率与 10 年期美债收益率走势.....	5
图表 13: 本轮美联储加息呈现明显“赶作业式”特征.....	6
图表 14: 美国制造业 PMI 与联邦基金目标利率走势.....	6
图表 15: 衰退前夕，美债期限利差趋于回落.....	6
图表 16: 2 年期美债利率已基本消化终点利率预期.....	6
图表 17: 经济衰退开始后美股继续回调深度与月数.....	7
图表 18: 衰退中，股市通常经历杀估值、盈利两阶段.....	7
图表 19: EPS 仍然有下修空间.....	7
图表 20: 美元强势冲击海外收入.....	7
图表 21: 衰退交易中，10Y 美债收益率趋于回落.....	8
图表 22: 历轮衰退过程中的黄金价格表现.....	8
图表 23: 9 月日本外汇储备变动情况.....	8
图表 24: 美日利差与日元汇率.....	8
图表 25: 全球 PMI 持续走低.....	8
图表 26: 产出缺口与商品价格表现.....	8
图表 27: 历轮 CRB 指数下跌的表现.....	9
图表 28: 历轮衰退期，商品下跌的持续时长与深度.....	9

10月以来，美债市场调整的同时、美股明显反弹，股债“跷跷板”效应再现，或是紧缩交易已近尾声的体现。市场何去何从？本文分析，可供参考。

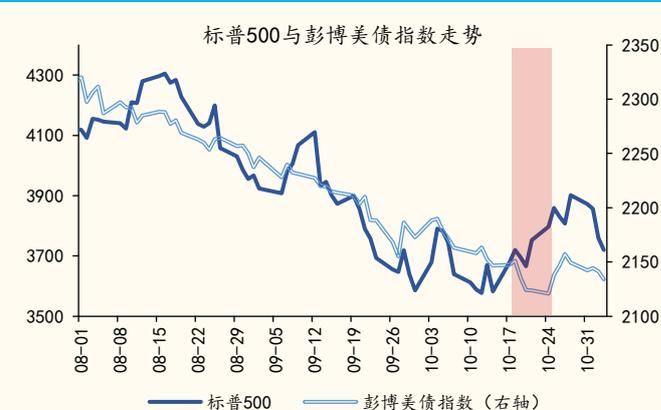
1、海外市场“新”变化？股债跷跷板效应再现，或隐含新交易信息

10月以来，资本市场出现了一些新变化，美国股债“跷跷板”效应再现。加息周期正式启动前一个季度左右，紧缩交易对市场定价的影响就已经开始显现，大部分时间段表现为股债市场的同涨同跌。年初至9月30日，10Y美债利率累计上行220bp，标普500指数累计下跌25.25%。但近期，10Y美债利率震荡上行的同时、美股明显反弹，股债跷跷板效应再现。10月以来，10Y美债利率上行60bp至10月24日峰值的同时，标普500指数上涨了8.8%。

图表 1: 标普 500 指数与美债收益率



图表 2: 标普 500 指数与彭博美债指数

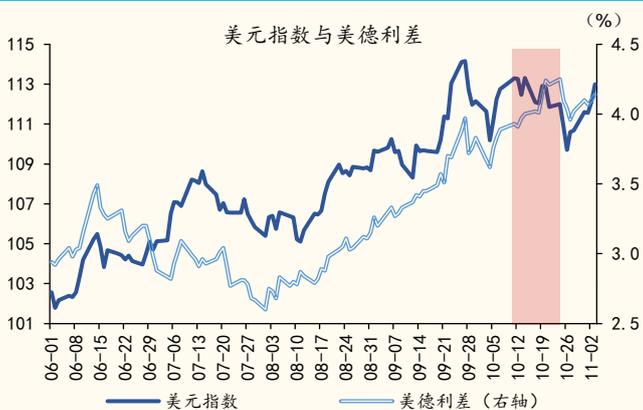


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

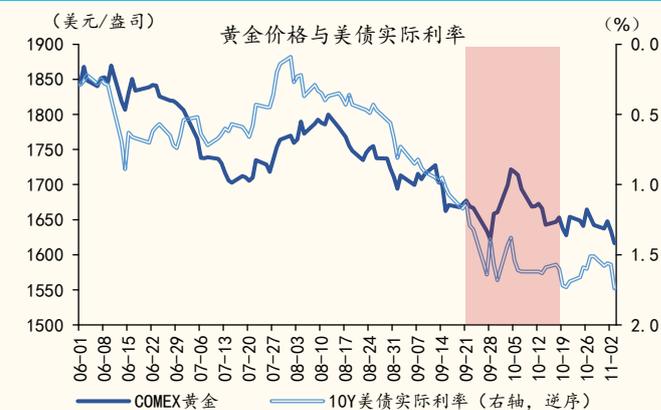
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

不仅资本市场如此，其他子市场的表现也与前期出现了一些变化。外汇市场上，美德利差持续走阔下，美元指数却有所回落。美德利差从9月28日的1.39%走扩56bp至10月31日的1.95%，这一期间，美元指数则从113.3下跌3.17%至109.7。商品市场上，黄金最为典型；实际利率持续上行，然而金价则波澜不惊。10年期美债实际利率从10月4日的1.38%上行约35bp至10月20日的1.73%，黄金价格则始终围绕在1650美元/盎司上下浮动。

图表 3: 美元指数与美德利差



图表 4: 黄金价格与美债实际利率

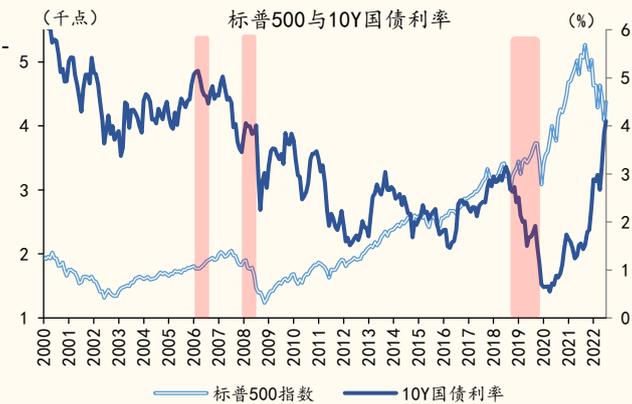


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

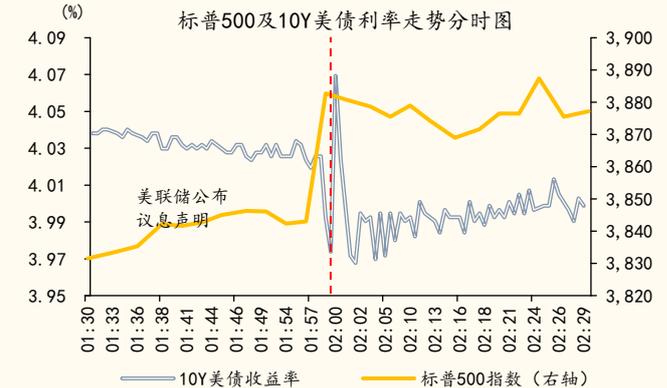
正常经济周期下，股债“跷跷板”效应是常态，流动性环境明显变化时，容易出现股债市场的同涨同跌；近期市场新变化，或反映紧缩交易已近尾声。历史规律显示，股债“跷跷板”效应是常态，仅 2006 年、2008 年、2019 年等流动性明显变化时期，股债才同涨同跌。11 月 3 日美联储议息会议后，鲍威尔讲话明显放鹰，但美股市场仍显韧性，标普 500 仅回调 1.05%。而相较紧缩预期，市场对经济弱化反应更为敏感。美国“外强中干”的三季度 GDP 数据、逼近荣枯线的 10 月 PMI 数据、结构恶化的非农数据发布后均出现了股市的反弹。

图表 5：标普 500 指数与美债收益率



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 6：美联储议息会议前后标普 500 指数走势

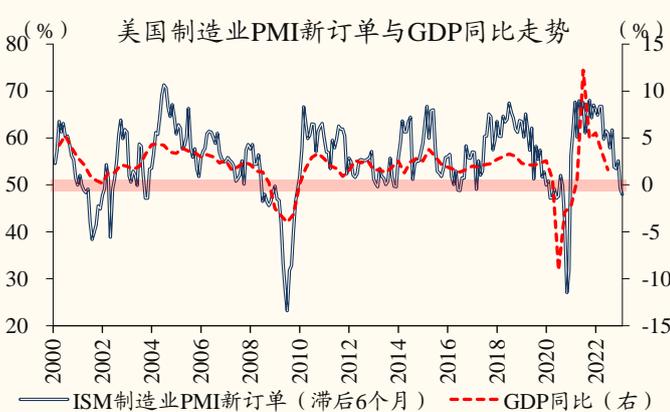


来源：Bloomberg，国金证券研究所

2、“新”变化的背后？紧缩预期影响减弱、交易逻辑出现分化

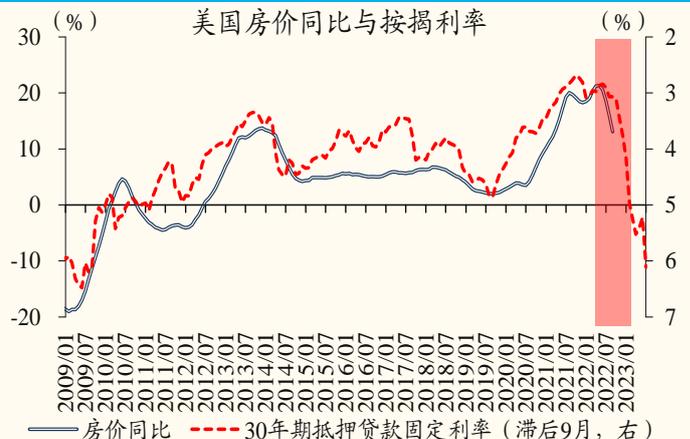
宏观指标的“外强中干”，或指向美联储继续上修终点利率的空间与概率可能不大，加息操作或止步于年初。1) 当下美国经济动能已明显转弱，制造业 PMI 新订单指数领先实际 GDP 同比 3 个季度左右，目前已持续回落 4 个季度，并连续 4 个月跌破 50% 荣枯线，“衰退”渐行渐近，或对加息形成掣肘。2) 作为影响核心通胀的关键变量，房价、薪资增速的顶点均已出现；3) 就业市场，“挑大梁”的服务业新增就业大幅下滑，就业市场也已经出现明显降温。

图表 7：美国制造业 PMI 新订单与 GDP 同比走势



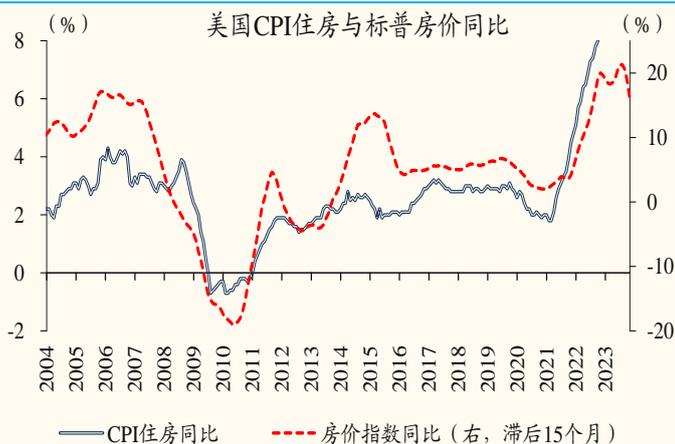
来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：美国房价同比与按揭利率



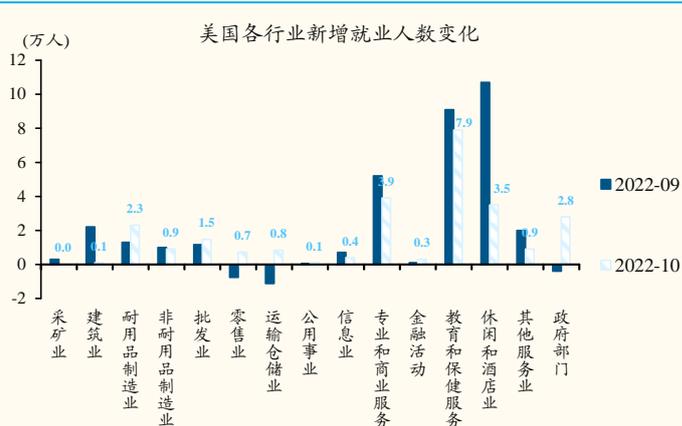
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9: 美国 CPI 住房与标普房价同比



来源: Wind, 国金证券研究所

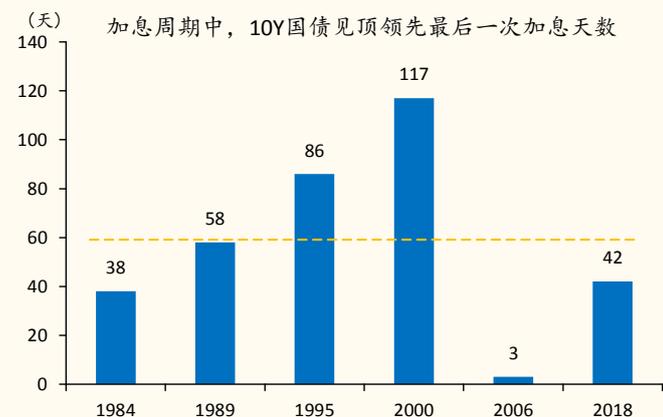
图表 10: “挑大梁”的服务业新增就业大幅下滑



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

历史规律显示,传统紧缩周期下,市场利率往往领先于政策利率 1-2 个季度,或意味着今年底明年初市场利率的顶部即将确认。在 1982 年以后,美联储将中介目标由数量型目标 M2 增速转向价格型目标货币市场利率。此后的 6 轮加息周期里, 10Y 美债收益率多领先政策利率约 1-2 个季度见顶。相对特殊的 2006 年,在地产风险隐现时加息戛然而止, 10Y 美债利率与政策利率同步见顶。

图表 11: 10 年期美债见顶领先最后一次加息交易天数



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 12: 政策利率与 10 年期美债收益率走势



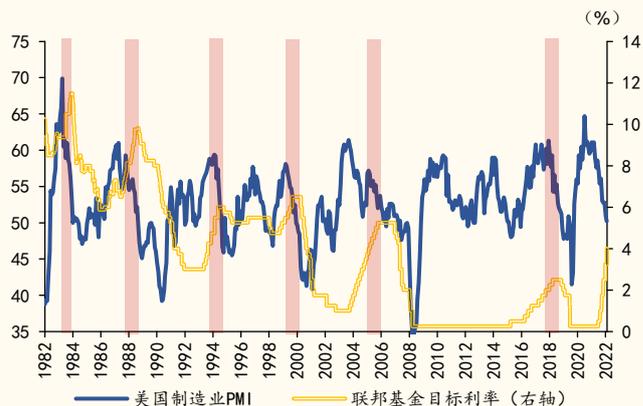
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

在新冠疫情等扰动下,本轮经济周期与政策周期严重错位,或导致利率高点的历史规律被打破。历史上来看, 10 年期美债收益率的顶部均高于政策利率的高点,仅 2006 年两者持平。但不同于往年加息周期多止步于制造业 PMI 下降 3 个季度左右窗口的历史规律,本轮加息周期演绎到当下阶段,美国制造业 PMI 已持续下滑近 4 个季度,经济表现相较于其他加息周期时要差很多。加息周期尚未走完,衰退就已迫近,或使本轮中市场利率高点低于政策利率。

图表 13: 本轮美联储加息呈现明显“赶作业式”特征

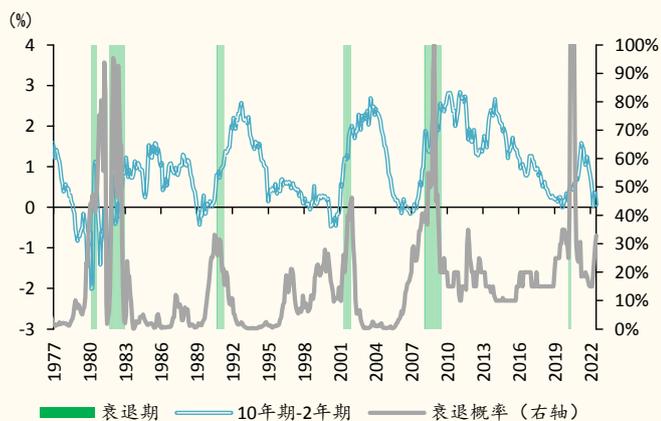


图表 14: 美国制造业 PMI 与联邦基金目标利率走势



中短端利率与期限利差的走势，也显示紧缩逻辑对市场的影响，或已近尾声。就期限利差而言，历史回溯来看，随着衰退的临近，10Y-2Y 期限利差均趋于下行，而 2Y 美债利率多与终点利率相当。当下，2Y 美债利率已上行至 4.69%，而美联储 3 季度点阵图显示本轮终点利率或为 4.65%，截至 11 月 6 日，市场最新预期为 5.1%。当下，2Y 美债利率已基本消化终点利率预期，上行空间或相对有限，指向紧缩预期对 10Y 美债利率的推升或已近尾声。

图表 15: 衰退前夕，美债期限利差趋于回落



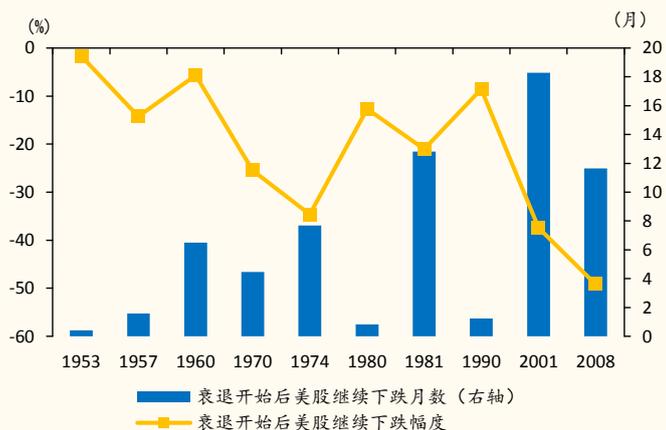
图表 16: 2 年期美债利率已基本消化终点利率预期



3、风险资产，反弹还是反转？紧缩交易尾端，市场波动加大

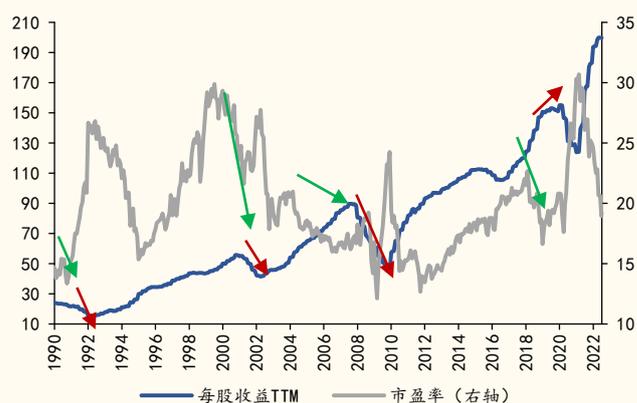
未来一段时期，紧缩交易下的估值压制或逐步减弱，但盈利走弱的影响逐步显现，或导致股票市场波动依然较大。历史来看，受盈利下滑拖累，衰退初期的 1-2 个季度，美股多仍面临下调风险。向后看，经济下行压力下，生产率下滑、海外收入减少均可能对美股盈利端造成冲击。1) 历史上看，非农生产率与 EPS 走势多为同步指标，2022 年 Q2 美国非农生产率同比增长-2.4%已回落至十年低位，或显示盈利下修仍未结束；2) 强势美元对美股海外收入形成明显侵蚀，三季度标普 500 成分股海外收入占比已回落至约 31%。

图表 17: 经济衰退开始后美股继续回调深度与月数



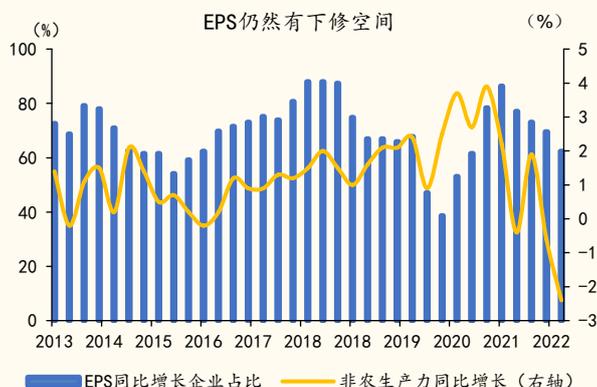
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 18: 衰退中, 股市通常经历杀估值、盈利两阶段



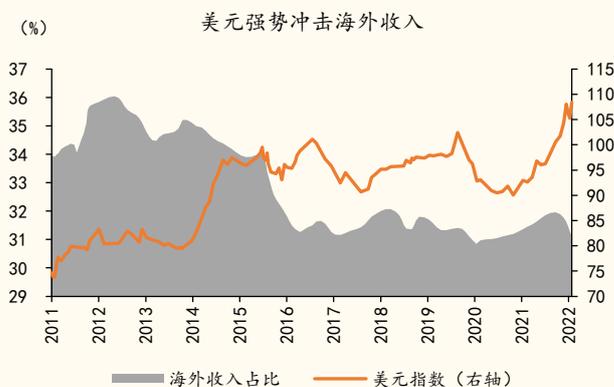
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 19: EPS 仍然有下修空间



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 20: 美元强势冲击海外收入

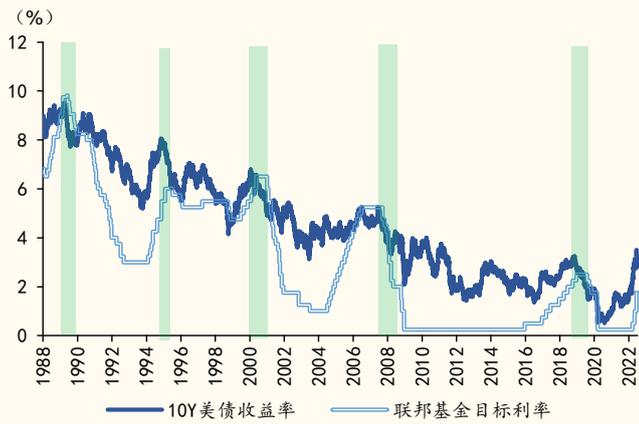


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

美债与贵金属已成资产配置优选, 但短期交易行为对债券利率或仍有干扰。历史上看, 衰退前后¹黄金、美债等避险资产均表现较好, 美债利率提前见顶, 而金价在前 6 轮衰退周期中均有上涨。当下海外市场或已进入尾部风险集中暴露阶段, 如美国高收益债违约潮等, 黄金和美债配置价值或进一步凸显。但短期, 美债或受交易行为扰动。为动用外储干预汇市, 9 月日央行已抛售债券约 510 亿美元, 10 月更进一步翻倍, 美债市场周均交易量约为 3 万亿美元, 日央行抛售构成明显压制。向后看, 美日利差压制下, 日本等央行抛售的扰动仍未消除。

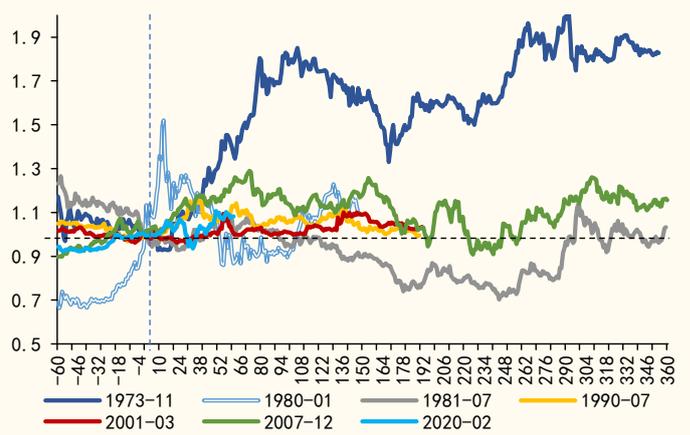
¹按照 NBER 定义的美国经济衰退期。

图表 21: 衰退交易中, 10Y 美债收益率趋于回落



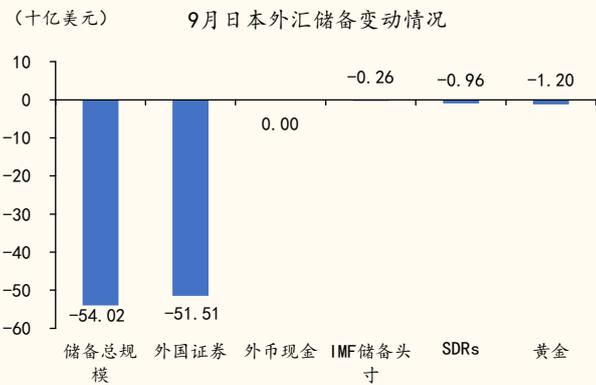
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 22: 历轮衰退过程中的黄金价格表现



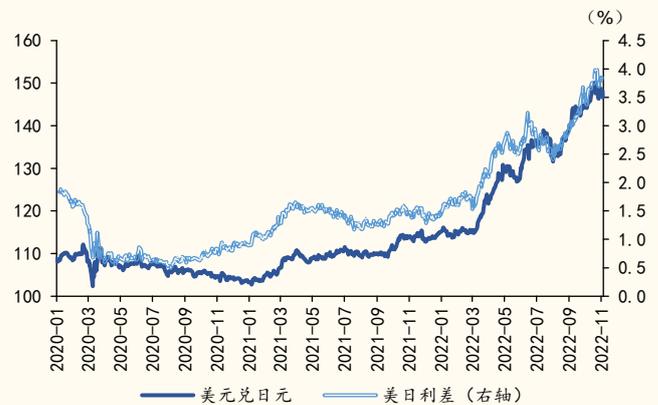
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 23: 9 月日本外汇储备变动情况



来源: 日本财务省, 国金证券研究所

图表 24: 美日利差与日元汇率



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

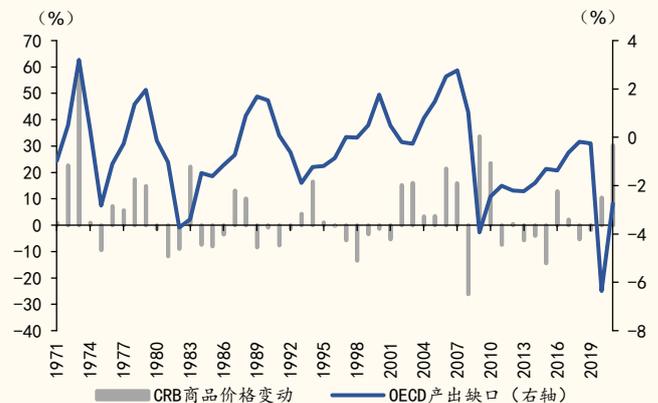
全球需求走弱的背景下, 商品的表现或仍将受到压制。全球制造业 PMI 指数持续下滑, 已连续两个月低于荣枯线, 美国也已逼近荣枯线。历史上看, 产出缺口与商品走势呈现正相关。2023 年 OECD 产出缺口占潜在 GDP 为-1.57%。产出缺口转负或将拖累商品价格表现。过去 7 轮衰退期内, 商品表现普遍较差。平均而言, 商品价格在衰退后持续下跌约 6 个季度, 下跌幅度将近 20%。

图表 25: 全球 PMI 持续走低



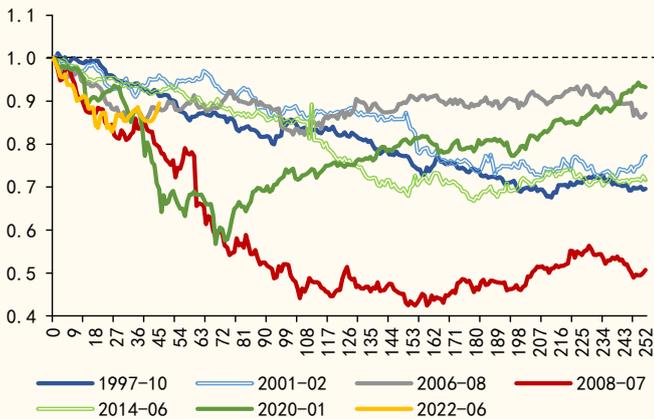
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 26: 产出缺口与商品价格表现



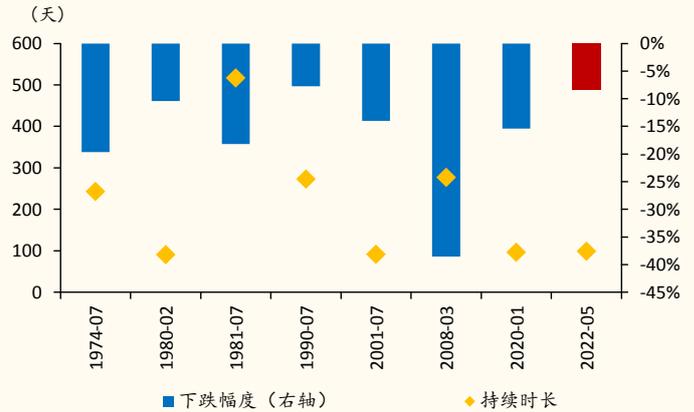
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 27: 历轮 CRB 指数下跌的表现



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 28: 历轮衰退期, 商品下跌的持续时长与深度



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- 1) 10月以来, 资本市场出现了一些“新”变化, 美国股债“跷跷板”效应再现; 其他子市场表现也与前期出现了一些变化, 或反映美国加息周期下, 紧缩交易的市场影响已近尾声。正常经济周期下, 股债跷跷板效应是常态, 流动性环境明显变化时, 容易出现股债市场的同涨同跌, 年初以来多数时间段即如此。市场表现显示, 股市对经济弱化反应相较紧缩预期更为敏感。
- 2) 宏观指标“外强中干”, 指向美联储加息或止步年初; 市场利率领先政策利率 1-2 个季度的历史规律, 或意味着今年底明年初市场利率顶部即将确认。疫情等扰动下, 本轮经济周期与政策周期严重错位, 或导致利率高点的历史规律被打破; 短端利率与期限利差走势, 显示紧缩逻辑市场影响已近尾声。本轮加息周期演绎到当下, 经济表现相较其他加息周期要差很多。随着衰退临近, 期限利差趋于下行, 而 2Y 美债利率已基本消化终点利率预期。
- 3) 未来一段时期, 紧缩交易下的估值压制或有所减弱, 但盈利端的影响逐步显现, 或导致股票市场波动依然较大。历史上受盈利下滑拖累, 衰退初期的 1-2 个季度, 美股面临下调风险。向后看, 经济下行压力下, 生产率下滑、海外收入减少或对美股盈利端造成冲击。1) 美股企业盈利与 GDP 为同步指标, 经济衰退时面临下调; 2) 强势美元或进一步侵蚀美股海外收入。
- 4) 美债与贵金属已成资产配置优选, 但短期交易行为对债市或仍有干扰; 而全球需求走弱的背景下, 商品的表现或仍将受到压制。历史上看, 衰退前后黄金、美债等避险资产均表现较好, 当下海外市场或已进入尾部风险集中暴露阶段, 黄金和美债配置价值或进一步凸显。商品市场, 产出缺口与商品价格走势显著相关, 当下全球经济持续走弱, 或对商品表现形成拖累。

风险提示:

- 1、**美联储货币政策收紧超预期:** 通胀率高居不下、就业市场韧性仍在, 可能会导致美联储货币政策收紧超预期, 持续大幅度加息。
- 2、**海外经济衰退超预期:** 持续大幅加息, 可能带来海外经济体需求的快速恶化, 叠加能源价格居高不下, 经济步入深度衰退。

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