

海外宏观周报

美联储转向希望消退

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

研究助理

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **本周焦点简评：1、美联储转向希望消退。**虽然美国CPI同比自今年6月以来持续下降，但随着核心CPI继续以6%的速度上升，核心PCE物价指数在9月甚至加速上升的情况下，通胀率要恢复到美联储能够容忍的水平还有较长的路要走。周四公布的上周美国首次申请失业救济人数不增反降，接近历史低位，也证明尽管美联储持续激进加息，但劳动力市场仍旧强劲，让着力放缓经济增长、打压通胀的美联储“鹰派”更有理由支持进一步加息。12月美联储加息50BP或75BP仍不确定，但结合多位美联储官员发言为鸽派转向泼冷水可知，美联储加息远未抵达终点，可能更高、更持久。**2、欧洲央行或将加息至“限制性水平”。**基于欧洲通胀仍“高烧不退”，截至今年10月，欧元区调和CPI同比达到10.9%且未见下降趋势，美国通胀也在高位徘徊的现状，12月欧洲央行大概率维持加息75BP。值得注意的是，未来欧洲央行进一步加息需要考虑潜在的债务风险。为应对新冠疫情冲击，欧洲各国纷纷推出大额财政刺激计划拉动经济，这导致欧洲整体杠杆水平居于高位。今年以来，由于俄乌冲突导致各国不得不再度采取大规模经济救助措施应对能源危机。在既有高负债之上，叠加欧洲央行愈发激进的加息措施，使得欧洲债务违约的风险加大。
- **海外经济跟踪：**1) 美国PPI增速超预期放缓，住房市场持续降温，但就业市场依然强劲。2) 欧元区和英国通胀均为历史最高水平。
- **全球资产表现：**1) **全球股市：**中国港股、欧股领涨，美股及部分亚太股市回调。中国香港恒生指数整周涨3.8%，连续第三周上涨。美股方面，标普500和纳指整周分别跌0.7%和1.6%，道指则几乎不变。美联储官员连续“放鹰”，加息预期回升、美债利率反弹，限制了风险偏好。2) **全球债市：**各期限美债收益率涨跌互现：7年期及以下美债利率有所上涨，因市场加息预期重新升温；20年期及以上美债利率连续第二周回落，反映市场经济预期仍然悲观。10年美债实际利率整周大涨14BP至1.57%，隐含通胀预期回落14BP至2.25%、创一个月以来新低。3) **大宗商品：**油价和铜价大跌，凸显市场对衰退的担忧升温。布伦特和WTI油价整周分别跌8.7%和10.0%，分别收于87.6和80.1美元/桶，美油曾于盘中跌破80美元关口。LME铜和铝价整周分别跌6.5%和1.7%。4) **外汇市场：**美元指数整周涨0.25%，收于106.97，但仍处于8月下旬以来最低水平。美联储“放鹰”对美元汇率的提振有限：一方面，本周公布的PPI数据继续走弱，住房市场持续降温，美国经济前景堪忧。另一方面，欧央行表示仍将继续加息，英国政府宣布大规模加税，欧洲货币汇率得到支撑。
- **风险提示：**地缘冲突发展超预期，全球通胀压力超预期，全球经济下行压力超预期，海外货币政策走向超预期等。

一、每周焦点简评：美联储转向希望消退

1、美联储转向希望消退。美国时间 11 月 15 日（周二），美联储副主席布雷纳德就美国经济前景发表讲话，释放美联储将放缓加息步伐的信号。她在讲话中表示，累计加息对经济影响的表现可能滞后，现阶段应考虑如何平衡通胀与就业的双向风险，担忧持续紧缩产生的溢出效应，FOMC 可能很快就适合放慢加息节奏。然而，其他几位美联储高官于几日后的讲话中表示，目前，美联储的收紧政策对通胀的影响有限，可能将保持更长时间的高利率。美联储理事沃勒在周四的讲话中称，美联储还有一段路要走，明年还需要提高利率。圣路易斯联储主席布拉德于周四表示，即便使用“鸽派”假设，美联储的政策利率目标区间也需至少上升到 5.00%-5.25%，才能具有“足够限制性”以遏制通胀，而更严格的假设将要求利率升至 7% 以上。明尼阿波利斯联储主席卡卡利周四发表讲话称，现有数据无法显示美国通胀已经降温，还没有到停止继续加息的时候，难以预测何时停止加息。

我们认为，虽然美国 CPI 同比自今年 6 月以来持续下降，但随着核心 CPI 继续以 6% 的速度上升，核心 PCE 物价指数在 9 月甚至加速上升的情况下，通胀率要恢复到美联储能够容忍的水平还有较长的路要走。本周公布的美国首次申请失业救济人数不增反降，接近历史低位，也证明尽管美联储持续激进加息，但劳动力市场仍旧强劲，让着力放缓经济增长、打压通胀的美联储“鹰派”更有理由支持进一步加息。12 月美联储加息 50BP 或 75BP 仍不确定，但结合多位美联储官员发言为鸽派转向泼冷水可知，美联储加息可能更高、更持久。

2、欧洲央行或将加息至“限制性水平”。周五，欧洲央行行长拉加德表示，目前欧元区通胀率已经飙升到欧洲央行目标的五倍多，为了降低通胀，利率可能需要提高到限制经济增长的水平。自 7 月以来，欧洲央行实施了有史以来最为激进的货币紧缩政策，前所未有地加息 200BP。当前，欧洲央行的存款利率为 1.5%，预计 12 月将把利率上调到 2% 或更多。此外，拉加德还称，将通过缩减 5 万亿欧元的债务来进一步收紧政策并预计从明年上半年开始缩表。对于欧元区可能面临的经济衰退的风险，拉加德则表示，经济衰退本身并不足以抑制通胀飙升。

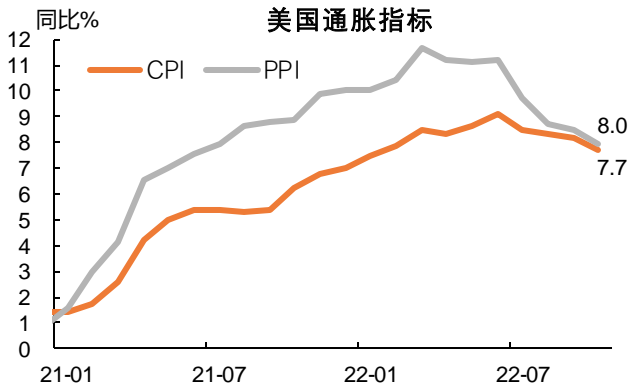
我们认为，基于欧洲通胀仍“高烧不退”，截至今年 10 月，欧元区调和 CPI 同比达到 10.9% 且未见下降趋势，美国通胀也在高位徘徊的现状，12 月欧洲央行大概率维持加息 75BP。值得注意的是，未来欧洲央行进一步加息需要考虑潜在的债务风险。为应对新冠疫情冲击，欧洲各国纷纷推出大额财政刺激计划拉动经济，这导致欧洲整体杠杆水平居于高位。今年以来，由于俄乌冲突导致各国不得不再度采取大规模经济救助措施应对能源危机。在既有高负债之上，叠加欧洲央行愈发激进的加息措施，使得欧洲债务违约的风险加大。

二、海外经济跟踪

2.1 美国经济：美国 PPI 增速超预期放缓，住房市场持续降温，但就业市场依然强劲

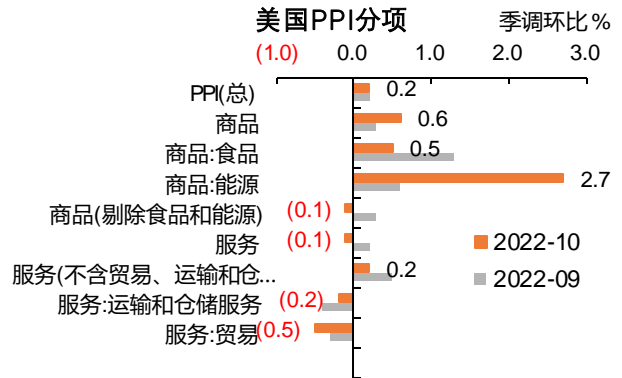
美国 PPI 增速超预期放缓。11 月 15 日，美国劳工部公布的数据显示，美国 10 月 PPI 同比增长 8%，较上月 8.4% 的水平有所放缓，低于 8.3% 的市场预期，为 2021 年 8 月以来最低的月度同比增速。继今年 3 月 PPI 同比达到 11.7% 的涨幅峰值后，美国 PPI 同比增速已连续下降 8 个月。PPI 环比增长 0.2%，与上月修正值持平，但低于市场预期的 0.4%。剔除波动较大的食品和能源，美国 10 月核心 PPI 同比增长 6.7%，低于前值及市场预期 7.2%；环比降至 0，低于前值 0.2% 及市场预期 0.3%。分项来看，服务成本相较上月下降 0.1%，为 2020 年 11 月以来首次下降；商品价格相较上月上涨 0.6%，为今年 6 月上涨 2.2% 以来的最大涨幅。结合前不久公布的美国 CPI 数据可知，美国 CPI 与 PPI 增速双双超预期放缓，通胀压力有所缓解，为美联储放慢加息节奏带来更多空间。但本周美联储多位官员的“鹰派”发言将放缓加息的预期打破。

图表1 美国 PPI 同比增速超预期放缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

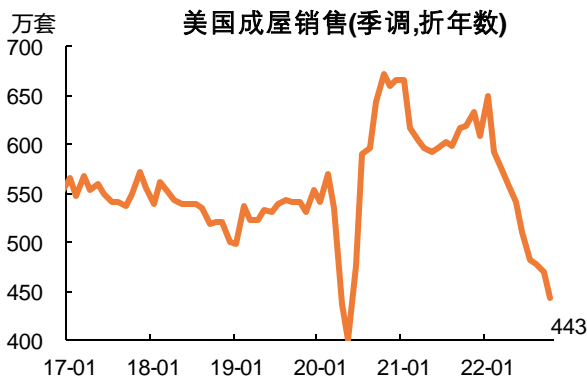
图表2 美国服务成本下降, 商品价格上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

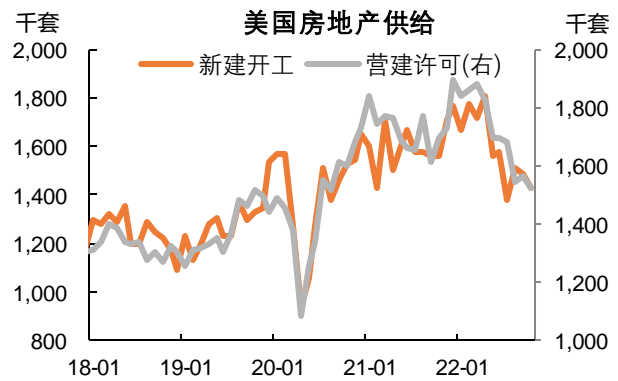
美国住房市场持续降温。美国全国房地产经纪人协会发布的数据显示,美国10月成屋销售创2015年以来新低(除2020年疫情初期外),折年数仅达443万户,环比下降5.9%;10月新建开工数量为2020年9月以来(除今年7月外)最低水平,仅达142.5万户,环比下降4.2%;10月营建许可数量也为2020年9月以来最低水平152.6万户,环比下降2.4%。美联储今年累计加息已达375BP,由于房地产市场是对利率最为敏感的行业,截至11月12日当周,30年期固定抵押贷款利率平均为7.08%,为2016年后最高水平,居于历史高位的抵押贷款利率减弱了住房需求,使得住房市场持续降温。

图表3 美国成屋销售疫情爆发以来新低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

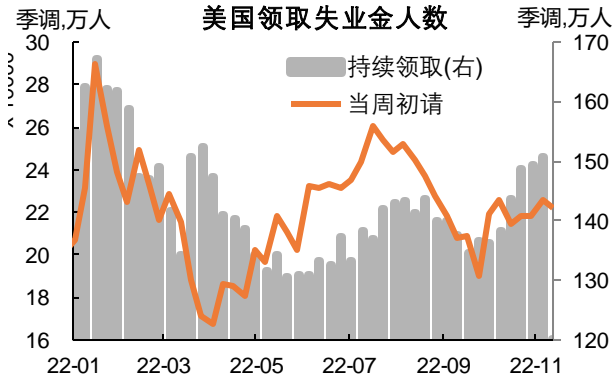
图表4 美国住房市场受利率上调影响持续降温



资料来源: Wind, 平安证券研究所

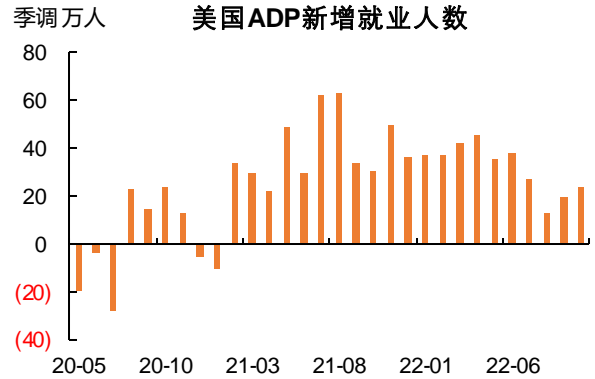
美国就业市场依然强劲。截至11月12日,美国当周初请失业金人数为22.2万人,虽低于预期22.8万人,但较前值22.6万人有所下降,接近历史低位。结合前不久公布的高于市场预期回升的美国“小非农”就业数据,10月ADP就业人数新增23.9万人,高于市场预期的19.5万人、以及9月经下修后的19.2万人,可知当前美国就业市场尚未降温。虽然续请失业金人数有所反弹,截至11月5日达到150.7万人,较前值149.4万人有所增加,但仍低于预期151万人。因此,尽管美联储持续采取紧缩加息政策,但国内劳动力市场依然强劲。

图表5 美国初请失业金人数有所下降



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表6 美国新增ADP就业人数高于市场预期回升

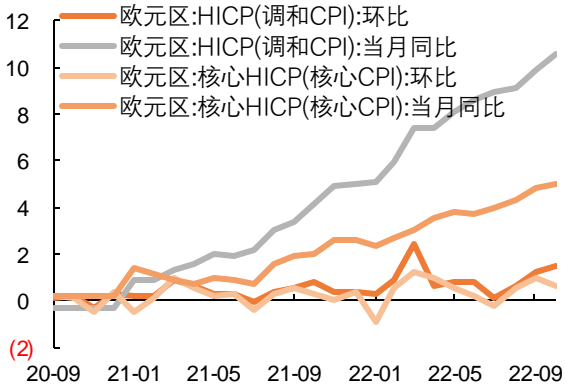


资料来源: Wind,平安证券研究所

2.2 欧洲经济：欧元区 and 英国通胀均为历史最高水平

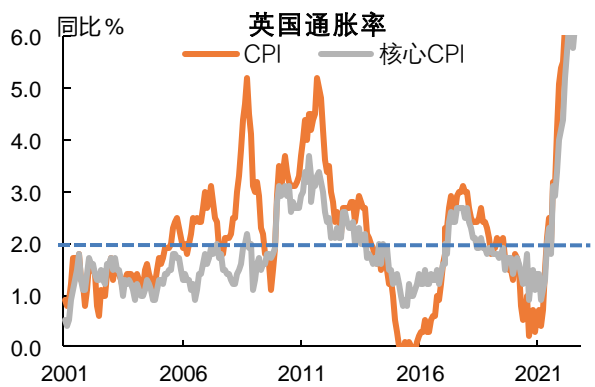
11月15日公布的数据显示，欧元区10月HICP同比上升10.6%，低于市场预期10.7%，高于上月9.9%。其中，剔除能源、食品、烟酒的欧元区核心HICP同比上升5%，与前值和市场预期持平，可知能源与食品价格大幅上涨仍然是推升当月通胀水平的主要因素。同日，欧元区三季度经济数据公布，经季节调整后三季度欧元区GDP环比增长0.2%，与前值和市场预期持平。同比来看，经季节调整后，三季度欧元区GDP增长2.1%，也同前值和市场预期持平。11月16日公布的数据显示，英国10月CPI同比高达11.1%，高于市场预期10.7%和上月10.1%，核心CPI同比为6.5%，高于市场预期6.4%，与前值持平。

图表7 10月欧元区HICP与核心HICP创历史新高



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表8 10月英国通胀率创历史新高



资料来源: Wind,平安证券研究所

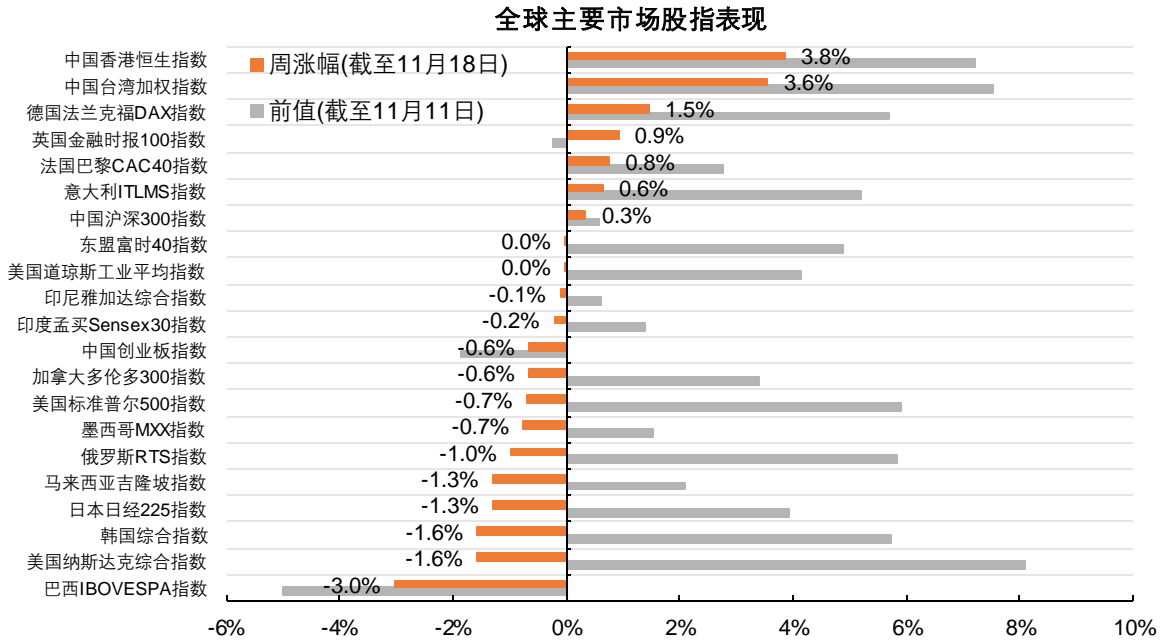
三、全球资产表现

3.1 全球股市：美股及部分亚太股市回调

近一周（截至11月18日），全球股市涨跌互现，中国港股、欧股领涨，美股及部分亚太股市回调。中国香港恒生指数整周涨3.8%，连续第三周上涨。中国防疫政策优化、民企融资支持加大、游戏板块政策松动等，加上主要经济体领导人于G20会议后积极互动，提振港股表现。美股方面，标普500和纳指整周分别跌0.7%和1.6%，道指则几乎不变。美联储官员连

续“放鹰”，加息预期回升、美债利率反弹，限制了风险偏好。**欧股方面**，德国 DAX、法国 CAC40 和意大利 ITLMS 指数整周分别涨 1.5%、0.8% 和 0.6%。英国 FT100 指数整周涨 0.9%。**亚洲及新兴股市方面**，巴西、韩国、日本、马来西亚等亚太地区股市整周表现不佳。

图表9 中国港股、欧股领涨，美股及部分亚太股市回调

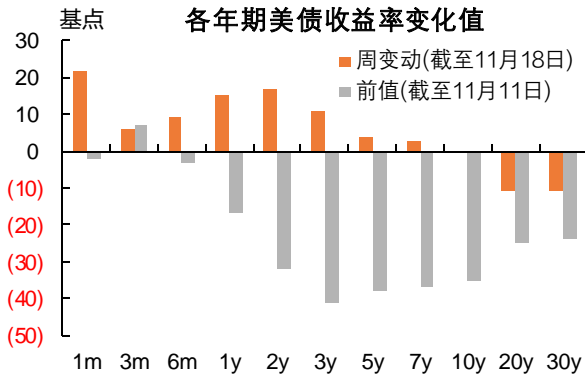


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 全球债市：10 年美债实际利率反弹

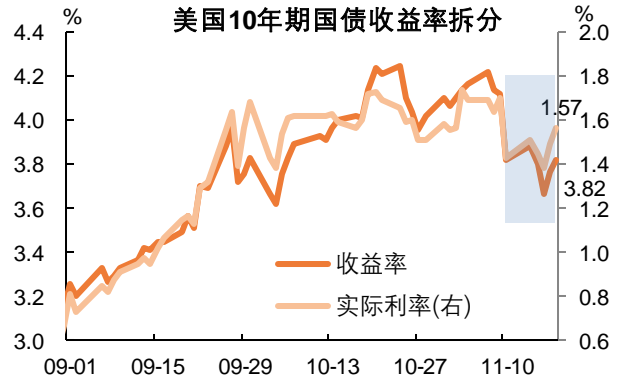
近一周（截至 11 月 18 日），各期限美债收益率涨跌互现：7 年期及以内美债利率有所上涨，因市场加息预期重新升温；20 年期及以上美债利率连续第二周回落，反映市场经济预期仍然悲观。继而，10 年与 2 年期美债利率倒挂程度加深 17BP 至 69BP。10 年美债利率整周几乎不变，维持在 3.82%。不过，10 年美债实际利率整周大涨 14BP 至 1.57%，隐含通胀预期回落 14BP 至 2.25%、创一个月以来新低。30 年期英国国债收益率整周跌 10BP，本周继续创 9 月以来最低水平。英国宣布秋季预算草案，加税和减支规模达 550 亿英镑，进一步提振了债市信心。

图表10 短端美债利率反弹，长端美债利率下跌



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表11 10年美债实际利率整周上涨

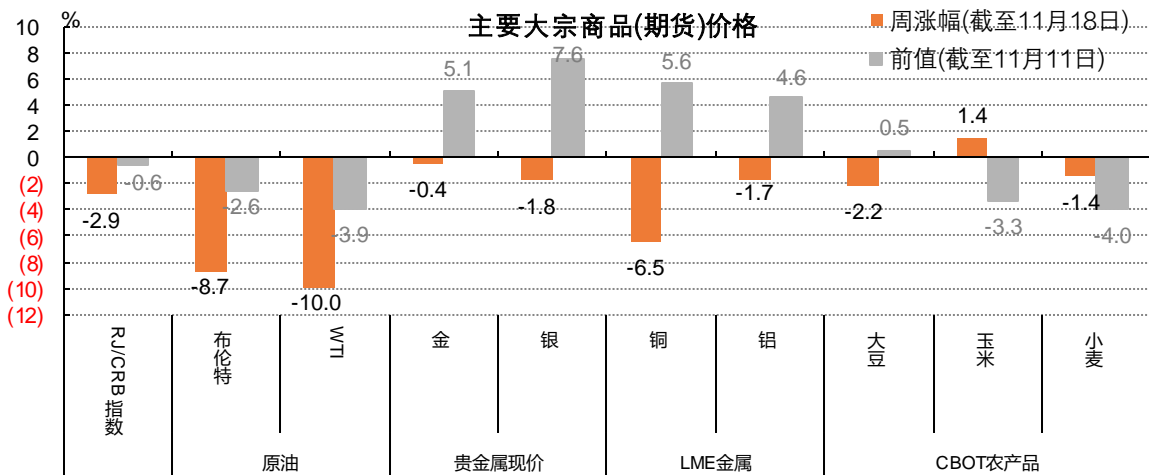


资料来源: Wind,平安证券研究所

3.3 大宗商品：油铜大跌，凸显衰退担忧

近一周(截至11月18日),RJ/CRB商品指数整周跌2.9%,油价和铜价大跌,凸显市场对衰退的担忧升温。**能源方面**,布伦特和WTI油价整周分别跌8.7%和10.0%,分别收于87.6和80.1美元/桶,美油曾于盘中跌破80美元关口。需求方面,11月14日公布的OPEC月报,年内第五次下调2022、2022年石油需求预期。此外,美联储、欧央行等均表示将继续加息,市场对明年经济衰退的预期升温。消息面上,据路透社,G7集团计划于11月23日宣布为俄罗斯原油进口设定的价格上限。**贵金属方面**,伦敦金银现货价本周分别跌0.4%和1.8%。**金属方面**,LME铜和铝价整周分别跌6.5%和1.7%。**农产品方面**,CBOT大豆、玉米和小麦整周分别跌2.2%、涨1.4%和跌1.4%。

图表12 油铜价格大跌，凸显衰退担忧



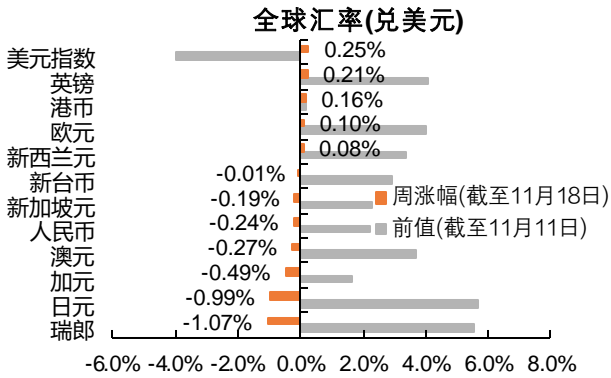
资料来源: Wind,平安证券研究所

3.4 外汇市场：美元指数小涨

近一周(截至11月18日),美元指数整周涨0.25%,收于106.97,但仍处于8月下旬以来最低水平。美联储“放鹰”对美元汇率的提振有限:一方面,本周公布的PPI数据继续走弱,住房市场持续降温,美国经济前景堪忧。另一方面,欧央行表示仍将继续加息,英国政府宣布大规模加税,欧洲货币汇率得到支撑。英镑、欧元兑美元整周分别跌0.21%、0.10%。近一

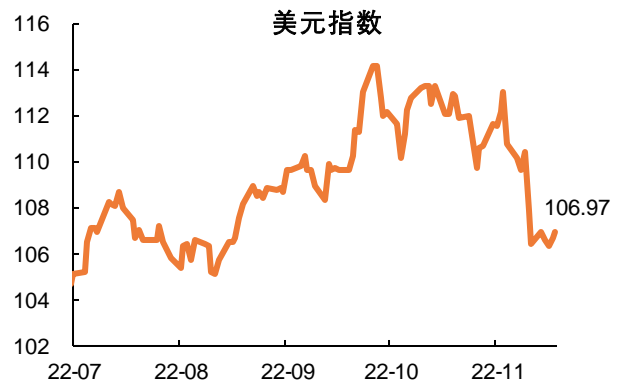
周，瑞郎、日元兑美元整周分别跌 1.07%、0.99%，汇率回调较明显，当前市场整体避险需求不强。

图表13 美元指数小涨，瑞郎、日元回调



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表14 美元指数维持8月以来低位



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，全球经济下行压力超预期，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