

海外宏观周报

美联储会议纪要“放鸽”

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
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

李泉剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



平安观点：

■ **本周焦点简评：1) 美联储议息会议纪要“放鸽”。**美联储 11 月议息会议纪要显示，考虑到加息对经济活动的影响存在滞后性，且过快加息会影响金融市场稳定与实体经济复苏，多数与会官员预计美联储或“很快”放缓加息幅度。但往后看，即使美联储在 12 月加息 50BP，但后续的加息路径仍存在较大不确定性，尤其是美联储可能将利率长时间保持高位，High for longer 的表述并非空谈。**2) 欧央行会议纪要同样释放放缓加息的信号。**不过，尽管欧央行的会议纪要中同样透露了放缓加息的意愿，但当前欧央行仍处于“两难”境地。一方面，欧元区当前通胀情况更加严峻。10 月欧元区 HICP 同比、核心 HICP 同比仍在继续上行，环比增速也保持高位，这与美联储 CPI 同比初现拐点的现象并不相同。另一方面，欧元区经济下行压力更重。7 月以来，欧元区制造业 PMI 连续处于荣枯线以下，而美国目前仍在荣枯线之上。

■ **海外经济跟踪：1) 美国 10 月耐用品新增订单金额为今年 7 月以来最高水平，新屋销售继上月下降后有所反弹。**2) 美国最新初请/续请失业金人数均超预期上升，中短期通胀预期有所下降。3) 美国 11 月密歇根消费者信心指数有所回升，Markit 制造业和服务业 PMI 均低于预期，落在荣枯线下。4) 欧元区 11 月制造业和服务业 PMI 初值均高于预期，制造业 PMI 有所回升。5) 英国 11 月制造业和服务业 PMI 均高于市场预期，与前值持平。

■ **全球资产表现：1) 全球股市：亚太股市涨跌互现，中国 A 股、港股回调，韩国、印尼、俄罗斯股市已连续两周收跌，其余各地股市收涨。**美股方面，道指、标普 500 和纳指整周分别上涨 1.8%、1.5%和 0.7%。**2) 全球债市：短期美债利率跟随政策利率上升，美联储继续鹰派操作增强长期降息预期，中长期美债利率下行。**20 年期及以上美债利率连续第三周回落，10 年期美债收益率下跌至 3.68%，实际利率回落 21BP 至 1.36%。由于美国经济已出现恶化迹象，实质性衰退近在咫尺，**美国 10 年与 2 年期美债利率本周出现自 1982 年以来最深的倒挂。****3) 大宗商品：油铜持续下跌，加剧全球衰退预期。**布伦特和 WTI 油价整周分别大跌 4.6%和 4.7%，分别收于 83.6 和 76.3 美元/桶。**4) 外汇市场：美元指数整周下跌 0.84%，并于 11 月 24 日跌至 105.86，为 8 月中旬以来最低水平。**一方面，美国经济衰退预期不断加剧，美联储“放鹰”对汇率的提振效果难以抵消市场对美国未来经济的消极预期。另一方面，欧元区与英国制造业 PMI 超预期回升，缓和了欧洲经济进一步恶化的预期。

■ **风险提示：**地缘冲突发展超预期，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

1) 美联储议息会议纪要“放鸽”。当地时间 11 月 23 日(周三),美联储公布 11 月议息会议纪要。会议纪要显示,考虑到加息对经济活动的影响存在滞后性,且过快加息会影响金融市场稳定与实体经济复苏,多数与会官员预计美联储或“很快”放缓加息幅度。会议纪要指出,较小幅度的加息将给予政策制定者更多空间来评估连续加息所带来的影响。值得注意的是,与会官员虽普遍表示支持未来将采取不那么严厉的政策举措,但同时强调尚未看到通胀显著减弱迹象,仍需继续上调利率;承认经济下行风险加剧。会议纪要警告称,明年美国经济衰退可能性已升高至 50%左右。

我们认为,尽管美联储议息会议纪要释放出放缓加息的信号,但在核心 CPI 仍处高位、能源通胀与住房租金均有粘性的背景下,美国通胀并不会过快回落(我们预计年末美国 CPI 同比读数或在 7.5%左右),这也决定了美联储货币政策大幅转向的可能性较低。同时,尽管衰退预期不断发酵,但美国当前经济仍有韧性,亚特兰大联储 GDPNOW 模型预测,四季度美国实际 GDP 环比增速或达到 4.3%,这也给予了美联储保持较高利率的“底气”。往后看,即使美联储在 12 月加息 50BP,但后续的加息路径仍存在较大不确定性,尤其是美联储可能将利率长时间保持高位,“High for longer”的表述并非空谈。

2) 欧央行会议纪要同样释放放缓加息的信号。当地时间 11 月 24 日(周四),欧洲央行公布了 10 月货币政策会议纪要。纪要显示,官员们担心通胀可能会变得根深蒂固,需要进一步提高利率。7 月以来,欧央行已累计加息了 200 个基点,创下有史以来最快的紧缩记录。一些决策者表示,“即使在货币政策立场正常化、利率进入中性区域之后,可能还需要继续收紧,以达到欧洲央行 2%的中期通胀目标。”纪要称,在连续加息 75 个基点之后,放缓步伐是合适的。不过,与美联储所述的类似,欧洲央行的终端利率将显著提高。市场认为,存款利率的最高点应该在 3%,即还需要在目前的基础上再加息 150 个基点。另外,决策者们将缩减欧洲央行 9 万亿欧元资产负债表的计划提上了日程。通胀方面,成员们强调,最新的通胀数据继续超出预期,“一点也不令人放心。”

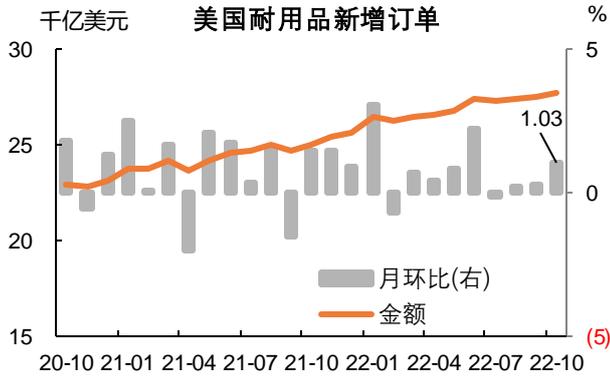
我们认为,尽管欧央行的会议纪要中同样透露了放缓加息的意愿,但当前欧央行仍处于“两难”境地。一方面,欧元区当前通胀情况更加严峻。10 月欧元区 HICP 同比、核心 HICP 同比仍在继续上行,环比增速也保持高位,这与美联储 CPI 同比初现拐点的现象并不相同。另一方面,欧元区经济下行压力更重。7 月以来,欧元区制造业 PMI 连续处于荣枯线以下,而美国目前仍在荣枯线之上。

二、海外经济跟踪

2.1 美国经济:通胀预期降温,经济衰退预期攀升

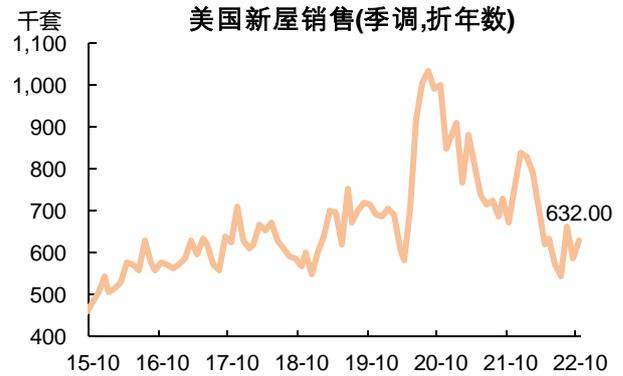
美国 10 月耐用品新增订单金额为今年 7 月以来最高水平,新屋销售继上月下降后有所反弹。11 月 23 日发布的美国 10 月耐用品新增订单数据显示,该月美国耐用品新增订单金额达 2773.8 亿美元,环比增长 1.03%,高于市场预期 0.4%,高于经修正的前值 0.3%,为今年 7 月以来最高水平。扣除波动性较大的运输设备,耐用品新增订单环比增长 0.5%,高于市场预期 0%,高于修正后的前值下降 0.9%;扣除飞机非国防资本的耐用品新增订单环比增长 0.7%,高于市场预期 0%,高于修正后的前值下降 0.8%。同日,全国房地产经纪人协会发布的数据显示,美国 10 月新屋销售总数继 9 月下降后有所反弹,10 月年化环比上升 7.5%至 63.2 万户,高于预期 57 万户,高于向下修正的前值 58.8 万户。但随着美联储继续收紧货币政策,预期未来订单新增将有所减慢。

图表1 美国 10 月耐用品新增订单环比增幅明显上升



资料来源: Wind,平安证券研究所

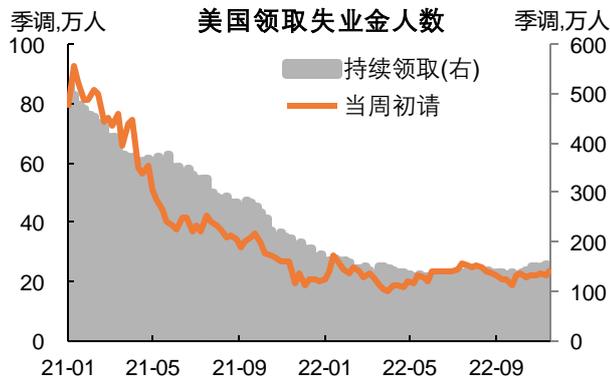
图表2 美国 10 月新屋销售超预期反弹



资料来源: Wind,平安证券研究所

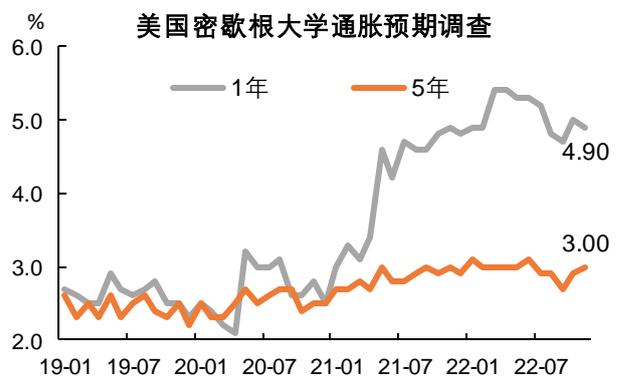
美国最新初请/续请失业金人数均超预期上升，中短期通胀预期有所下降。随着美联储继续加息，就业市场不断降温，截至11月19日当周，美国初请失业金人数为24万人，市场预期为22.5万人，前值经修正为22.3万。截至11月12日当周，美国续请失业金人数为155.1万，前值为152万人。美国11月密歇根大学1年期通胀预期终值下降至4.9%，市场预期与前值均为5.1%。但5年期通胀预期终值上升至3%，与市场预期持平，高于前值2.9%。

图表3 美国初请/续请失业金人数超预期上升



资料来源: Wind,平安证券研究所

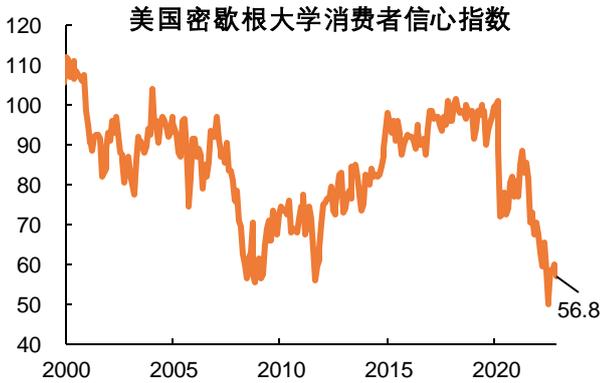
图表4 美国 1 年通胀预期小幅下降



资料来源: Wind,平安证券研究所

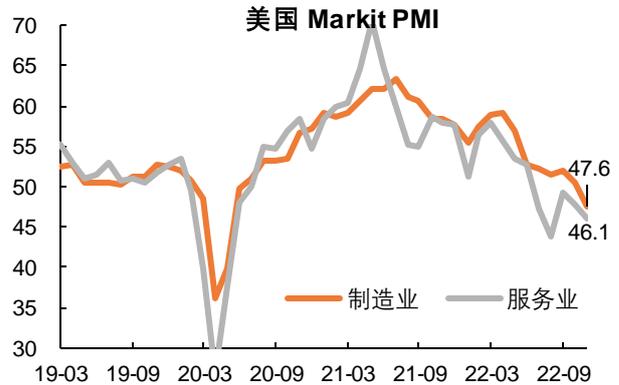
美国 11 月密歇根消费者信心指数有所回升，Markit 制造业和服务业 PMI 均低于预期，落在荣枯线下。11月23日，密歇根大学公布数据显示，美国11月信心指数终值为56.8，高于市场预期55，高于初值54.7，低于10月终值59.9。同日公布的11月Markit制造业PMI初值创两年来新低47.6，低于市场预期的50，前值为50.4；服务业PMI初值46.1，低于市场预期的48，前值为47.8；综合PMI初值46.3，低于市场预期的48，前值为48.2。美国11月Markit PMI全线进入收缩区间显示出，美联储持续加息使得需求过热的情况有所改善，通胀压力有所缓和，但也加强了美国经济衰退的预期。

图表5 美国 11月密歇根消费者信心指数有所回升



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表6 美国 Markit 制造业和服务业 PMI 均有所下降



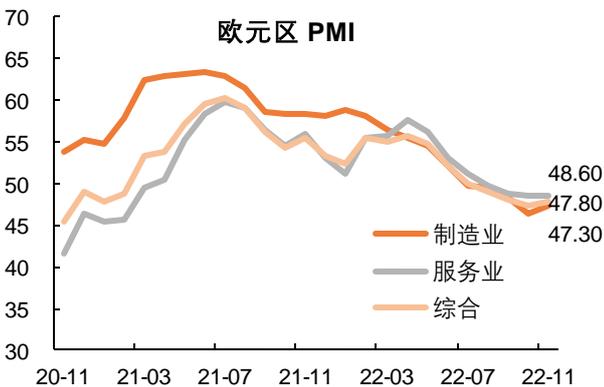
资料来源: Wind,平安证券研究所

2.2 欧洲经济：欧元区和服务业 PMI 指数略微回升，经济恶化程度好于预期

欧元区 11月制造业和服务业 PMI 初值均高于预期，制造业 PMI 有所回升。11月23日公布的数据显示，欧元区11月制造业 PMI 初值由10月46.4上升至47.3，高于市场预期的46；服务业 PMI 初值与8月持平，仍为48.6，但高于市场预期的48；综合 PMI 初值由10月47.3上升至47.8，高于市场预期的47.5。由于能源价格下跌以及供应瓶颈有所改善，欧元区制造业压力在一定程度上有所减轻，服务业继续受到需求疲软的影响，总体来看，欧元区 PMI 仍处于收缩区间，经济衰退似乎难以避免，但萎缩程度好于预期。分国别来看，德国11月制造业 PMI 初值从10月份45.1上升至46.7；服务业 PMI 初值从10月份46.5降至46.4。法国11月制造业 PMI 初值从10月份47.2上升至49.1；服务业 PMI 初值从10月份51.7跌破荣枯线，降至49.4。

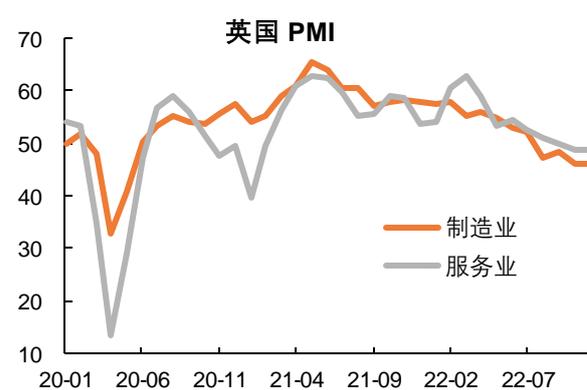
英国 11月制造业和服务业 PMI 均高于市场预期，与前值持平。英国11月各项 PMI 均高于市场预期；综合 PMI 初值从10月48.2上升至48.3，高于市场预期47.5；制造业 PMI 初值与上月46.2持平，高于市场预期45.8；服务业 PMI 初值也与上月48.8持平，高于市场预期48。

图表7 欧元区 11月制造业 PMI 超预期回升



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表8 英国 11月制造业和服务业 PMI 均与前值持平



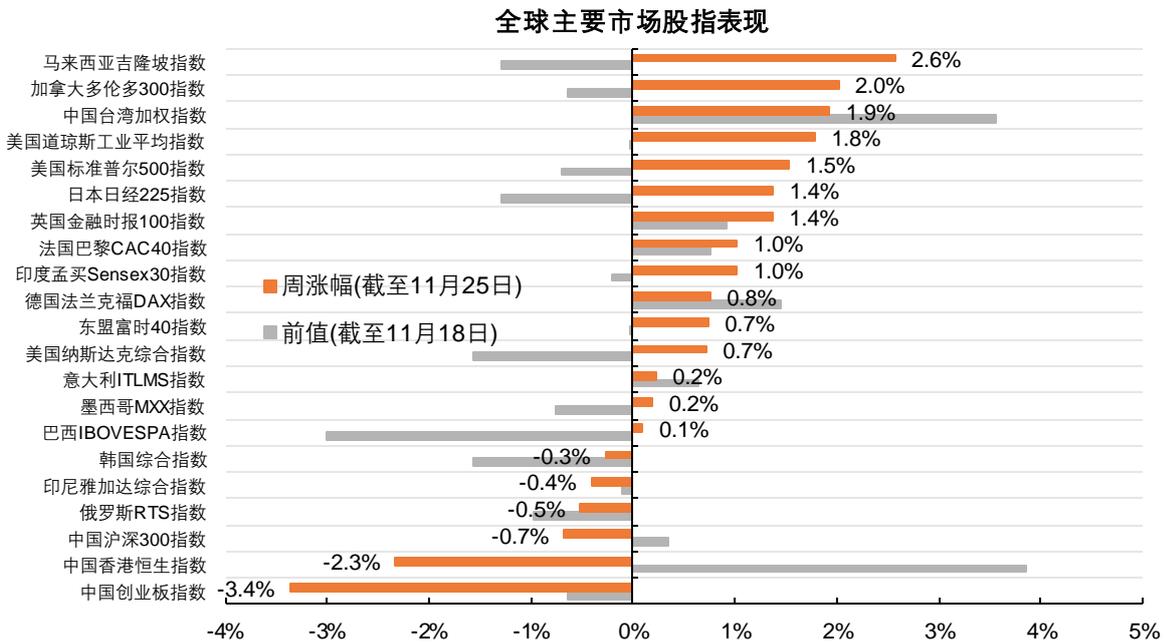
资料来源: Wind,平安证券研究所

三、全球资产表现

3.1 全球股市：亚太股市涨跌互现，美股欧股收涨

近一周（截至 11 月 25 日），亚太股市涨跌互现，中国 A 股、港股回调，韩国、印尼、俄罗斯股市已连续两周收跌，其余各地股市收涨。**美股方面**，道指、标普 500 和纳指整周分别上涨 1.8%、1.5%和 0.7%。美股上涨反映出美国经济正朝美联储期待的方向前进，对美股起到一定的拉动作用。但短期内美股或仍将承压：一方面，美联储官员连续“放鹰”，加息预期回升，美债利率仍存在上行可能、削弱美股风险溢价；另一方面，美国经济衰退预期攀升，影响市场盈利预期及风险偏好。**欧股方面**，德国 DAX、法国 CAC40 和意大利 ITLMS 指数整周分别上涨 0.8%、1%和 0.2%。欧元区 PMI 数据超预期回升，缓和和经济进一步恶化的预期，使欧股有所回暖。**亚洲及新兴股市方面**，俄罗斯 RTS 指数、韩国综合指数和印尼雅加达综合指数已连续两周下跌，而马来西亚、日本等地区股市回暖。

图表9 近一周全球多数地区股市反弹

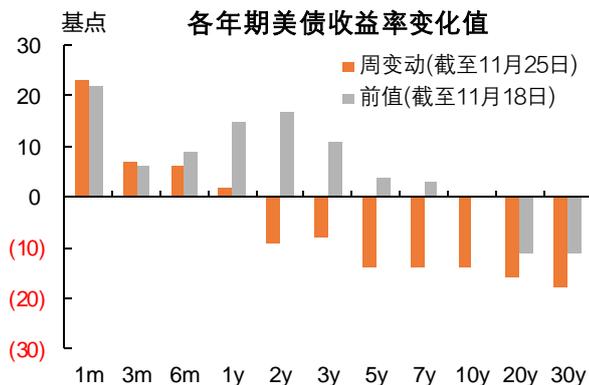


资料来源：Wind, 平安证券研究所

3.2 全球债市：美国 10 年与 2 年期美债利率出现自 1982 年以来最深的倒挂

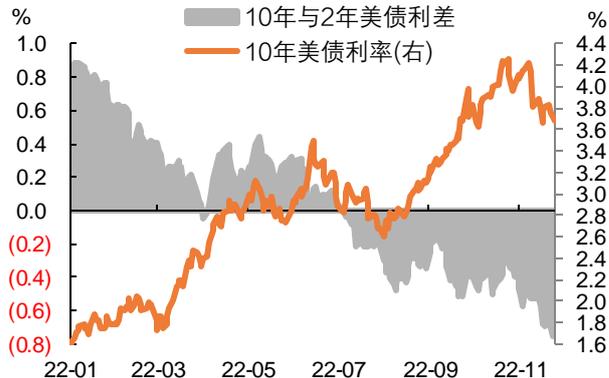
近一周（截至 11 月 25 日），短期美债利率跟随政策利率上升，美联储继续鹰派操作增强长期降息预期，中长期美债利率下行。20 年期及以上美债利率连续第三周回落，10 年期美债收益率下跌至 3.68%，10 年 TIPS 隐含通胀预期整周上升 7BP 至 2.32%，实际利率回落 21BP 至 1.36%。由于美国经济已出现恶化迹象，实质性衰退近在咫尺，11 月 23 日，美国 10 年与 2 年期美债利率出现自 1982 年以来最深的倒挂。

图表10 短期美债利率持续上涨，中长期美债利率下行



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表11 10年与2年美债利率创1982年以来最深倒挂

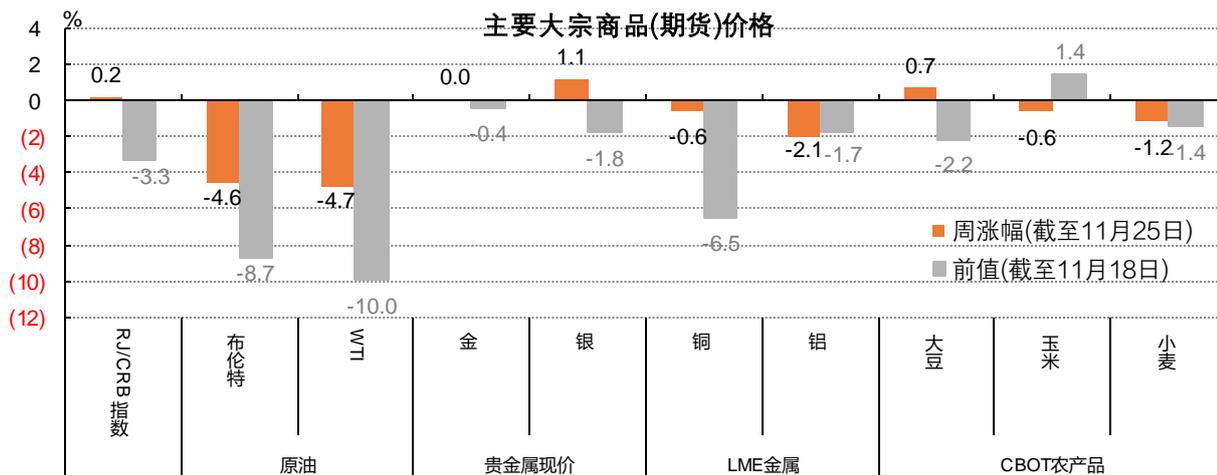


资料来源: Wind,平安证券研究所

3.3 大宗商品：油铜持续下跌，加剧全球衰退预期

近一周(截至11月25日), RJ/CRB 商品指数整周回升 0.2%, 但油价和铜价持续两周下跌, 加剧全球经济衰退预期。**能源方面**, 布伦特和 WTI 油价整周分别大跌 4.6% 和 4.7%, 分别收于 83.6 和 76.3 美元/桶。首先, 欧盟拟设定的俄罗斯原油价格上限高于预期, 对俄罗斯石油供应冲击程度较为有限, 油价受此影响自高位回落。全球激进加息引发市场对需求的担忧。其次, 库存和开采数量的增加, 也利空油价。美国 EIA 公布数据显示, 上周美国汽油和馏分油库存双双大幅增加, 汽油库存增加 310 万桶, 馏分油库存增加 170 万桶。此外, 美国活跃石油钻井平台数也有所增加。再次, WTI 原油通常会在感恩节当天或前后出现大幅下滑, 假期前后交易量惨淡也为油价创造了负面背景。**贵金属方面**, 金现货价本周暂无波动, 银现货价上涨 1.1%。**金属方面**, 全球衰退预期和需求担忧也对金属市场施压, LME 铜和铝价整周分别下跌 0.6% 和 2.1%。**农产品方面**, CBOT 大豆整周上涨 0.7%, 玉米和小麦整周分别下跌 0.6% 和 1.2%。

图表12 近一周原油、金属等价格大跌，主要受需求担忧和美元汇率上涨的拖累



资料来源: Wind,平安证券研究所

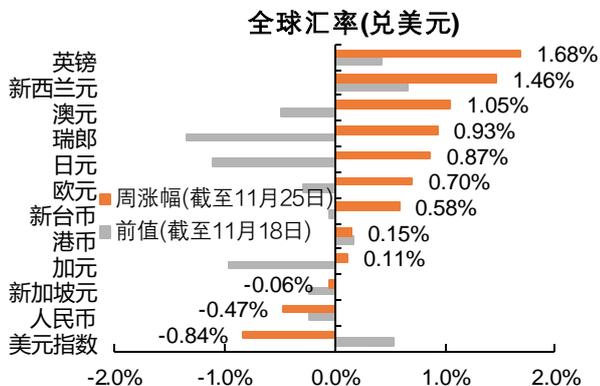
3.4 外汇市场：英镑汇率大涨，美元指数下跌

近一周(截至11月25日), 美元指数整周下跌 0.84%, 并于 11 月 24 日跌至 105.86, 为 8 月中旬以来最低水平。一方面,

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。

美国经济衰退预期不断加剧，美联储“放鹰”对汇率的提振效果难以抵消市场对美国未来经济的消极预期。另一方面，欧元区与英国制造业 PMI 超预期回升，缓和了欧洲经济进一步恶化的预期，结合欧央行与英国政府继续加息，欧洲货币汇率得以支撑。英镑、欧元兑美元整周分别上涨 1.68%、0.7%，新西兰元、澳元兑美元整周也分别上涨 1.46%、1.05%。

图表13 近一周美元汇率大涨、英镑汇率大跌



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表14 欧元汇率已显著跌破平价



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