

海外宏观周报

“紧缩恐慌”延续

证券分析师

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

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

研究助理

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) 多位美联储官员对外发声，释放“鹰派”信号。我们认为，美联储或需进一步“制造”衰退，令需求更快降温，以增加通胀回落的确定性。对于市场而言，未来一段时间内“衰退恐慌”与“紧缩恐慌”的交替出现可能持续压制风险资产的表现。2) 日本政府公布新任行长提名。我们认为，尽管中长期来看日本央行的货币政策有必要做出改变，但学者出身的植田和男就任后，短时间内可能并不会对当前的货币政策做出较大调整，更可能采取小幅、渐进的方式进行微调，以免引起市场的大幅震荡。3) 美国债务上限问题再度引发关注。我们认为，当前美国政府债务问题尚未进入“白热化”阶段，两党仍有充裕时间达成一致。对于市场而言，未来一段时间内长端美债利率或将受到压制。但总的来看，当前影响美债收益率的主要因素仍是美联储货币政策与美国经济基本面，债务上限问题尚不会成为美债利率的主导因素。
- **海外经济跟踪：**1) 美国通胀压力反复，1月CPI、PPI同比均超预期，尤其是能源价格出现反弹。2) 美国零售销售超预期增长。在未经通胀调整的条件下，今年1月美国零售销售环比增长3%，逆转了此前连续两个月下滑态势，增幅远高于市场普遍预计的1.9%。3) 欧元区2022年12月份季调后经常账户录得158.96亿欧元顺差，为2021年9月份以来最大顺差，较去年11月份127.88亿欧元顺差再度扩大。4) 欧元区工业生产出现小幅萎缩。欧元区2022年12月工业生产指数环比下降1.1%，预期下降0.8%。
- **全球资产表现：**1) **全球股市：**全球股市走势分化，欧洲股市出现回暖，美股涨跌互现，A股、港股出现调整。本周欧盟统计局公布的最终数据显示，欧元区2022年第四季度GDP环比增长0.1%，较2021年第四季度同比增长1.9%。总的来看，能源冲击对于欧元区的影响明显低于市场预期，目前欧元区经济仍保持韧性。在此影响下，本周欧洲股市继续回暖。2) **全球债市：**多数期限美债收益率继续上行，6个月至5年期美债收益率上行幅度均在10BP以上。而与加息预期关系最为密切的两年期美债收益率升至4.6%以上，创下去年11月中旬以来新高，表明本周市场对于美联储货币政策的紧缩预期仍在升温。3) **大宗商品：**主要大宗商品价格多数走弱，除铜价小幅上涨外，其余大宗商品价格均出现调整。紧缩预期升温下美元指数的上行，以及实际利率的小幅反弹同样对贵金属价格形成压制。4) **外汇市场：**市场紧缩预期的升温同样带动美元指数继续上行，美元指数整周涨0.29%，收于103.88，并在本周四一度突破104。同时，尽管本周日本政府正式公布新任行长的提名，但日元汇率并未得到提振，日元对美元汇率创下近两个月以来的最低值。

一、每周焦点简评

1) 多位美联储官员对外发声, 释放“鹰派”信号。美联储理事鲍曼表示, 美联储将需要继续提高利率, 以便使利率达到足够高的水平, 使通胀率回落到联储的目标水准。鲍曼还说, 一旦利率达到足够的限制性水平, 利率将需要保持“一段时间”以恢复价格稳定, 但没有具体说明她希望看到的利率峰值。圣路易斯联储银行总裁布拉德表示, 美联储继续加息将帮助“锁定”通胀放缓的趋势, 即使经济继续增长。克利夫兰联储银行总裁梅斯特称通胀仍然过高, 并指出, 在上次货币政策会议上, 她对以大于其他同僚所希望的幅度加息持开放态度。梅斯特表示, 美联储“在将政策从非常宽松的立场转向限制性立场方面已经取得了明显进展, 但我认为还有很多工作要做”。

我们认为, 劳动力市场的持续紧俏, 以及通胀压力的反复, 使得美联储不得不重新评估此前的政策立场。尤其是 1 月美国 CPI 数据显示, 美国通胀结构中供给因素改善效果在边际减弱, 而需求因素没有明显降温, 这使得未来通胀回落的幅度存疑, 美联储或需进一步“制造”衰退, 令需求更快降温, 以增加通胀回落的确定性。对于市场而言, 未来一段时间内“衰退恐慌”与“紧缩恐慌”的交替出现可能持续压制风险资产的表现。

2) 日本政府公布新任行长提名。2023 年 2 月 14 日, 日本政府向国会提名原日本央行审议委员、经济学者植田和男出任日本央行行长, 同时提名内田真一、冰见野良三为新的日本央行副行长。据日本经济新闻等多家媒体报道, 此前黑田东彦继任者的热门人选——雨宫正佳拒绝担任日本央行行长一职。

我们认为, 尽管中长期来看日本央行的货币政策有必要做出改变, 但学者出身的植田和男就任后, 短时间内可能并不会对当前的货币政策做出较大调整, 更可能采取小幅、渐进的方式进行微调, 以免引起市场的大幅震荡。而在此之前, 日本央行有可能开展对当前非常规货币政策的审查工作, 以产生类似“前瞻性指引”的作用。此外, 植田和男以往的政策观点也使得其可能更重视与国内外相关机构的沟通, 并推动货币政策与财政政策更好地进行协作, 以提高日本的长期潜在增长率。

3) 美国债务上限问题再度引发关注。美国国会预算办公室(CBO)本周表示, 美国财政部将在 7 月至 9 月之间的某个时间耗尽其支付所有账单的能力, 除非提高或暂停目前 31.4 万亿美元的举债上限。CBO 还表示, 从 2024 年到 2033 年, 联邦预算年均赤字规模料达到 2 万亿美元。

我们认为, 当前美国政府债务问题尚未进入“白热化”阶段, 两党仍有充裕时间达成一致。对于市场而言, 未来一段时间内长端美债利率或将受到压制: 一方面, 触及债务上限后, 美债供给将明显下降; 另一方面, 财政部动用 TGA 账户, 将为市场补充一定流动性。同时, 随着市场对于债务上限问题关注度的升高, 避险情绪也将带动长端美债利率下行。不过, 短端美债利率可能出现明显波动。但总的来看, 当前影响美债收益率的主要因素仍是美联储货币政策与美国经济基本面, 债务上限问题尚不会成为美债利率的主导因素。

二、海外经济跟踪

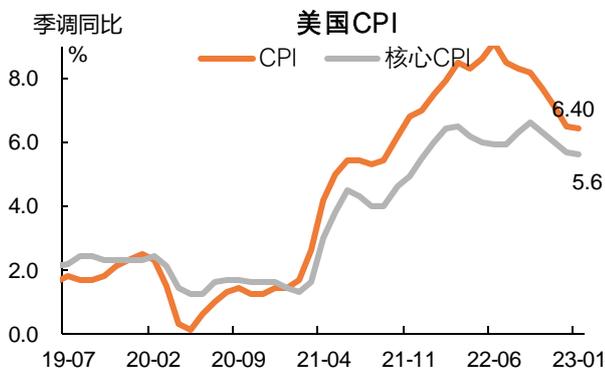
2.1 美国经济: 通胀压力反复, 零售超预期

2023 年 1 月美国 CPI 和核心 CPI 同比小幅回落, 但幅度不及预期。美国劳工部 (BLS) 2 月 14 日公布数据显示, 美国 1 月 CPI 同比 6.4%, 高于预期的 6.2%, 前值 6.5%; 1 月 CPI 季调环比 0.5%, 持平于预期, 前值 0.1% (终值)。1 月核心 CPI 同比 5.6%, 高于预期的 5.5%, 前值 5.7%; 1 月核心 CPI 季调环比 0.4%, 持平于预期, 前值 0.4% (终值)。结构上, 几乎没有“好消息”, 大多数分项价格压力反弹。在美国 1 月 CPI 分项中: 能源分项环比大幅上升 2%, 前值-3.1%; 食品分项环比上升 0.1 个百分点至 0.5%; 住房租金环比 0.8%, 持平于前值, 保持高增; 服装、交通运输、教育和通讯等分项环比均高于前值; 仅医疗保健分项环比-0.4%, 低于前值的 0.3%。从 CPI 同比拉动看, 住房租金拉动 2.8 个百分点、创疫情以来新高; 能源拉动 0.6 个百分点, 结束了连续 6 个月下降趋势; 食品和运输服务拉动持平于前值; 二手车和卡车拉动-0.3%, 前值-0.2%; 除上述分项的“其他”项目拉动 1.1 个百分点。

本周公布的 PPI 数据同样表明, 当前美国通胀压力并未明显缓解。美国劳工统计局本周四公布的数据显示, 受能源成本上

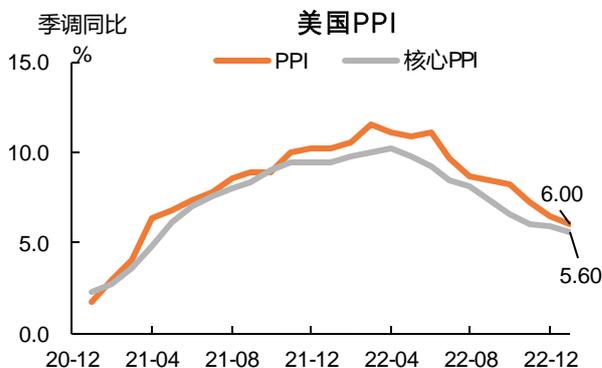
涨提振，美国 1 月 PPI 环比上涨 0.7%，为去年 6 月份以来最大增幅，高于市场预期的 0.4%；PPI 同比则上涨 6%，市场预期为 5.4%；扣除食品和能源后的核心 PPI 环比上涨 0.5%，同样高于预期的 0.3%。另外，PPI 中能源价格上涨 5%，但食品价格下降 1%。

图表1 美国 CPI 回落幅度不及预期



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 美国 PPI 同比同样处于高位

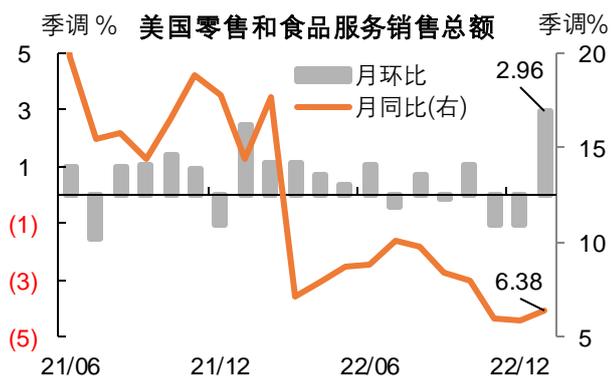


资料来源: Wind, 平安证券研究所

美国零售销售超预期增长。美国商务部 2 月 15 日公布的数据显示，在未经通胀调整的条件下，今年 1 月美国零售销售额环比增长 3%，逆转了此前连续两个月下滑态势，增幅远高于市场普遍预计的 1.9%。从同比来看，1 月美国零售销售增长 6.4%。分项来看，当月餐馆和酒吧零售销售额增长了 7.2%，增幅居所有主要行业之首。汽车及零部件销售额环比增长 5.9%。加油站收入环比持平。同时，在线零售商销售额环比增长 1.3%，电子产品和电器商店销售额也增长了 3.5%。

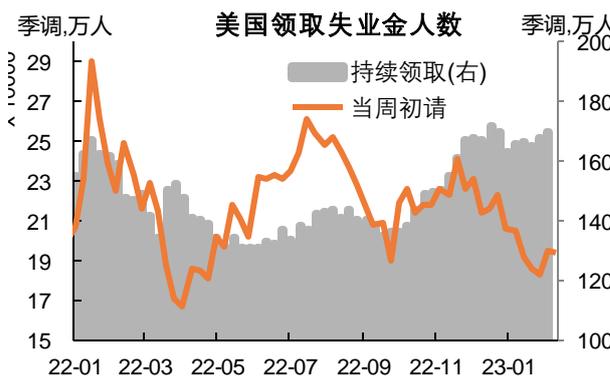
美国劳动力市场依然紧俏。美国劳工部本周四公布的数据显示，美国截至 2 月 11 日当周初请失业金人数为 19.4 万，低于市场预期的 20 万，前值修正为 19.5 万。此外，美国截至 2 月 4 日当周续请失业金人数为 169.6 万，略高于预期的 169.5 万，前值修正为 168 万。

图表3 美国零售销售超预期增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 近期美国劳动力市场依然紧俏



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 欧洲经济：经常项目顺差扩大，工业生产小幅萎缩

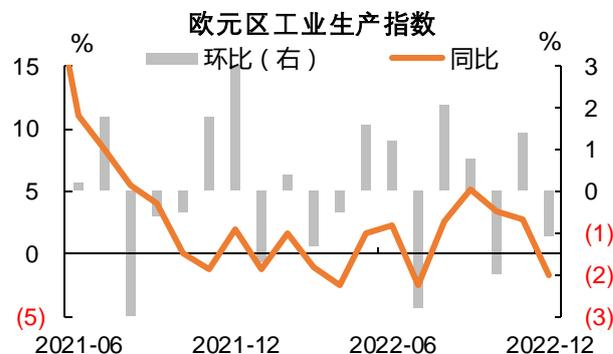
欧元区经常项目顺差扩大。本周欧洲央行公布数据显示，欧元区 2022 年 12 月份季调后经常账户录得 158.96 亿欧元顺差，为 2021 年 9 月份以来最大顺差，较去年 11 月份 127.88 亿欧元顺差再度扩大。这一数据表明，能源危机对欧元区的负面冲击正在逐渐缓解。**欧元区工业生产出现小幅萎缩。**2 月 15 日公布的数据显示，欧元区 2022 年 12 月工业生产指数环比下降

1.1%，预期下降 0.8%，前值 1.00%。从同比来看，12 月欧元区工业生产指数下滑 1.7%，为 2022 年 8 月以来最低值。

图表5 2022 年 12 月欧元区经常项目顺差扩大



图表6 2022 年 12 月欧元区工业生产萎缩

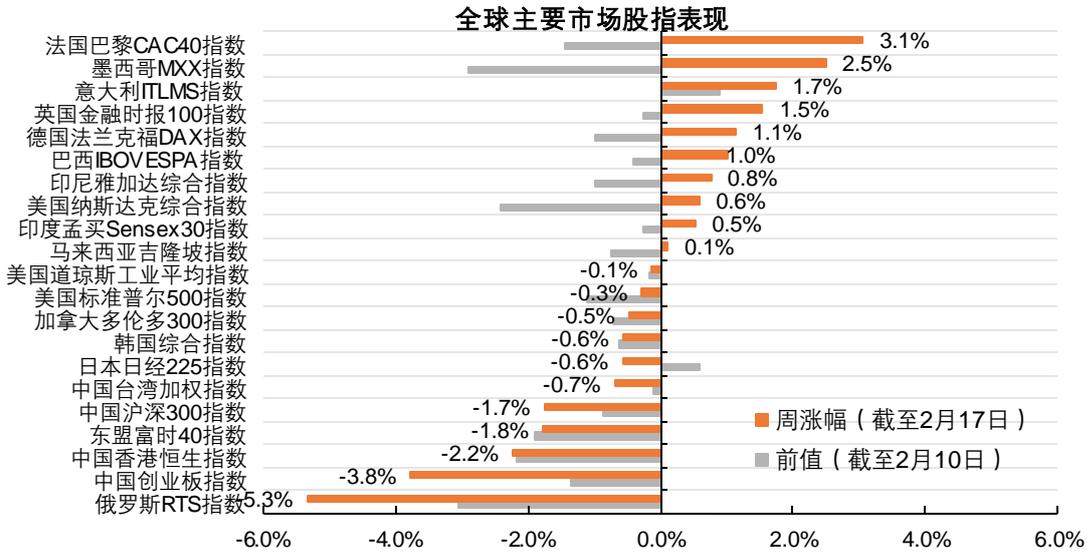


三、全球资产表现

3.1 全球股市：全球股市走势分化，欧股回暖

近一周（截至 2 月 17 日），全球股市走势分化，欧洲股市出现回暖，美股涨跌互现，A 股、港股出现调整。美股方面，三大股指本周表现并不一致，标普 500、道指均延续了此前的下跌趋势，本周分别跌 0.3%、0.1%。尽管本周公布的一系列经济数据及美联储官员的讲话导致无风险利率明显上行，但纳指在经历了此前的充分调整后，市场已逐步消化了科技巨头的业绩表现，本周纳指反而逆势上行，整周涨 0.6%。欧股方面，本周欧盟统计局公布的最终数据显示，欧元区 2022 年第四季度 GDP 环比增长 0.1%，较 2021 年第四季度同比增长 1.9%。总的来看，能源冲击对于欧元区的影响明显低于市场预期，目前欧元区经济仍保持韧性。在此影响下，本周欧洲股市继续回暖，德国 DAX 指数整周涨 1.1%，意大利 ITLMS 指数整周涨 1.7%，法国 CAC40 指数整周涨 3.1%。亚洲及新兴股市方面，本周亚洲及新兴股市多数收跌。其中，俄罗斯股市跌幅较上周继续扩大，整周下跌 5.3%。A 股、港股均表现不佳，创业板指数跌幅达到 3.8%。

图表7 近一周全球股市走势分化，欧股回暖

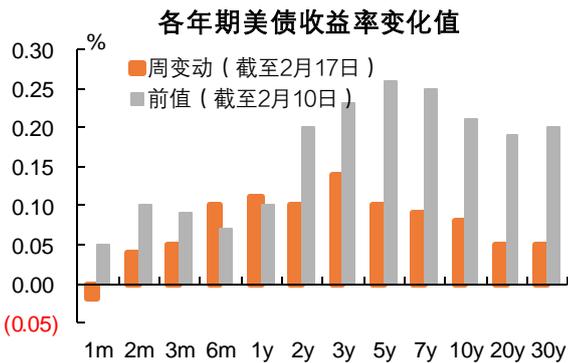


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 全球债市：多数期限美债收益率继续上行

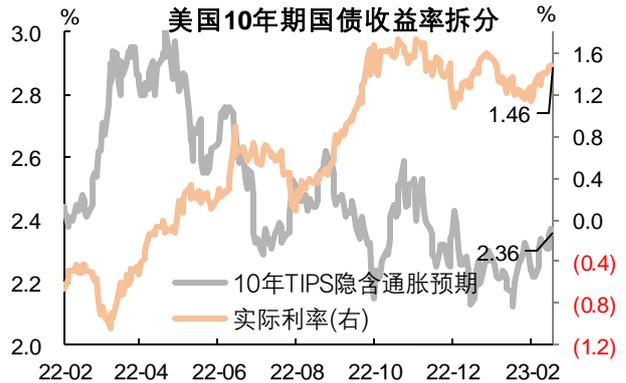
近一周（截至2月17日），多数期限美债收益率继续上行，3年期美债收益率上涨达14BP，而6个月至5年期美债收益率上行幅度均在10BP以上。而与加息预期关系最为密切的两年期美债收益率升至4.6%以上，创下去年11月中旬以来新高，表明本周市场对于美联储货币政策的紧缩预期仍在升温。10年期美债收益率上行8BP至3.82%，同样创下今年以来新高。拆分来看，本周实际利率与隐含通胀预期均继续上涨，整周分别上行3BP、5BP。

图表8 近一周多数美债收益率上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 近一周美债实际利率、通胀预期小幅上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

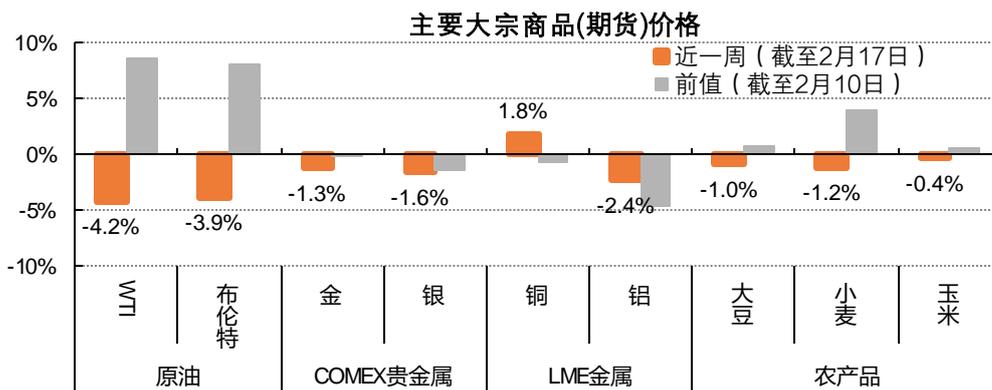
3.3 大宗商品：主要品种价格多数走弱

近一周（截至2月17日），主要大宗商品价格多数走弱，除铜价小幅上涨外，其余大宗商品价格均出现调整。能源方面，布伦特和WTI油价整周分别下跌3.9%和4.2%，分别收于83.0和76.3美元/桶。本周原油价格的回落，主要源于市场紧缩预期的升温。1月美国超预期的CPI数据，以及多为美联储官员的发言，均导致市场开始重新评估美联储未来的加息路径，而

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。

对于终点利率的预测更是明显上调。**贵金属方面**，紧缩预期升温下美元指数的上行，以及实际利率的小幅反弹同样对贵金属价格形成压制，COMEX 黄金、白银现货价本周分别下跌 1.3%、1.6%，其中黄金价格本周一度创下年内新低。**金属方面**，本周铜、铝价格走势分化，在其余大宗商品价格均走弱的背景下，铜价本周逆势上涨 1.8%，再度突破 9000 美元/吨，而铝价整周下跌 2.4%。**农产品方面**，本周主要农产品价格均出现回落，CBOT 大豆、小麦、玉米整周跌幅分别为 1.0%、1.2%、0.4%。

图表10 近一周大宗商品价格多数走弱

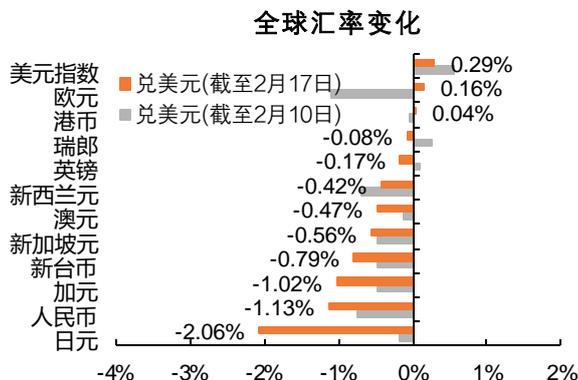


资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.4 外汇市场：美元指数继续反弹，非美货币多数下跌

近一周 (截至 2 月 17 日)，市场紧缩预期的升温同样带动美元指数继续上行，美元指数整周涨 0.29%，收于 103.88，并在本周四一度突破 104。同时，尽管本周日本政府正式公布新行长的提名，但日元汇率并未得到提振：截至 2 月 17 日，日元对美元汇率跌至 1 美元兑换 134.17 日元创下近两个月以来的最低值。此外，人民币汇率本周同样出现调整，美元兑人民币中间价贬至 6.8659。

图表11 近一周美元指数继续上涨，日元大跌



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 美元指数反弹至 103.88



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