

海外市场快评

海外流动性转向，全球配置迎来窗口

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号

S1060513060001

BOT313

WEIWEI170@pingan.com.cn

周畅 投资咨询资格编号

S1060522080004

ZHOUCHANG115@pingan.com.cn



事项：

近期海外宏观环境向好，美联储按兵不动，叠加10月非农新增就业数据放缓等影响，引发市场对美联储加息周期结束的预期。11月2日美联储FOMC会议后，截至11月6日，美债收益率快速回落，下跌9.5BP至4.64%，美元指数下跌1.3%至105.28，美股三大股指纳指、道指、标普500分别上涨3.5%、2.5%、3.0%。海外金融市场风险偏好显著回升，流动性转向或带来全球资产配置时机。

平安观点：

- 8月以来，海外市场的主要矛盾在于长端美债利率的快速上行，在金融条件收紧的环境下，流动性紧缩导致资产价格出现下行。8月份以来，主要受长端美债利率快速上行影响，全球发达经济体市场均出现一定程度的回调，且较多以股债双杀形式出现。8月初至10月底，美国三大股指纳指、道指、标普500分别下跌10.0%、7.2%、8.4%，同时美国10年期国债利率上行83BP；德国DAX下跌8.8%，同时德国10年期国债利率上行30BP；日本日经225下跌7.8%，同时日本10年期国债利率上行35.6BP。
- 美联储表态中性偏鸽+美债供给压力缓解+就业数据降温+通胀回落，均有利于风险偏好改善，多重利好带动10年期美债利率快速回落，11月以来美债利率已显著下行：
 - 一则美联储表态中性偏鸽，11月FOMC会议如期暂停加息。11月会议鲍威尔表态中性偏鸽，一方面强调通胀率居高不下，另一方面也暗示不急于加息，“需要加息但基于进展谨慎推进政策”。同时亦表示美联储在抗击通胀上已取得一定进步，对通胀保持乐观态度。
 - 二则美债供给压力缓解。11月2日美国财政部公布了新一季度（2023年11月至2024年3月）发债计划，将于2023年四季度和2024年一季度分别净发行美债7760亿美元、8160亿美元，其中四季度净发债量低于原先计划的8520亿元，表现出财政部不希望再推高三季度以来快速上行的美债利率，以及希望进一步缓解市场对于美债供给过多、需求不足的担忧。虽然此次仅为未来两季度的短期美债供给缓解，但财政部的表态也为美债利率下行提供了一定支撑。
 - 三则10月就业数据进一步边际降温。受美国UAW汽车工人罢工潮升级，叠加美国暑期旅行消费季结束等影响，美国10月新增非农就业人数15.0万人，低于预期的18万人和前值的29.7万人。同时失业率录得3.9%，为2022年1月以来新高，指向美国就业市场进一步边际降温。薪酬方面，时薪同比、环比增速继续放缓，同比增速回落0.2个百分点至4.1%，环

比增速回落 0.1 个百分点至 0.2%，保持稳定下行态势，工资增长带来的压力正逐步放缓。结合劳动参与率和失业率的变化来看，后续薪资增速有望进一步下降，将推动通胀进一步回落。

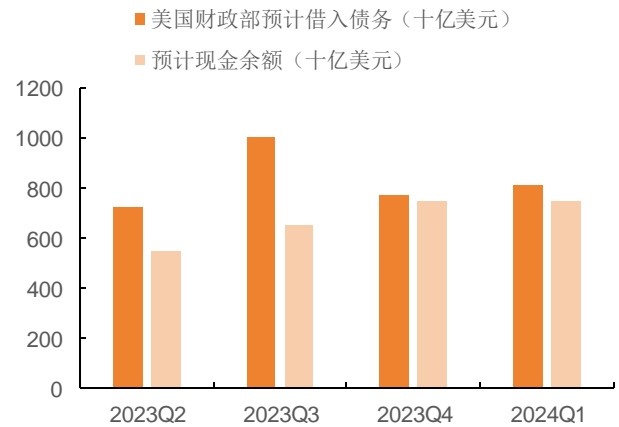
- 四则通胀有所缓和，9 月美国核心通胀延续下行。美国 9 月核心 CPI 同比增 4.1%，低于前值 4.3%，与预期持平，为连续第 6 个月回落；核心 CPI 季调环比增速为 0.3%，持平于预期和前值的 0.3%，其中核心商品通胀有所缓解，其环比已连续 4 个月为负。同时核心 PCE 价格指数同比增 3.7%，低于前值 3.9%，同今年 1 月核心 PCE 同比 4.9% 相比，已有较大放缓。

图表 1 三季度美国十年期国债呈快速上行



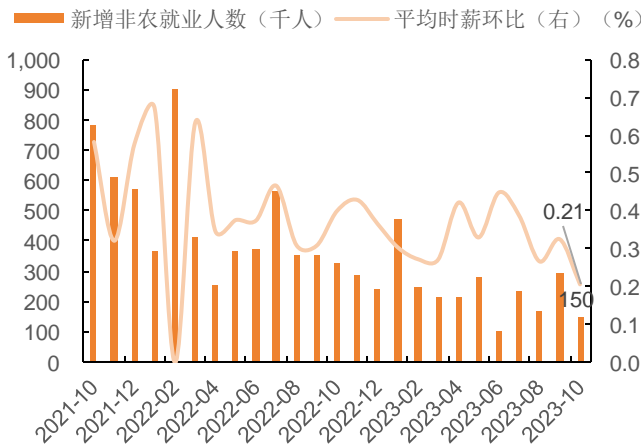
资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2023/11/6

图表 2 四季度净发债量较 7 月下调 760 亿美元



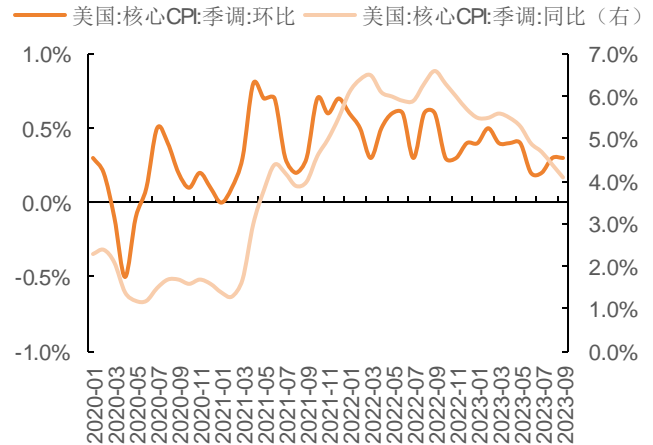
资料来源：美国财政部，平安证券研究所

图表 3 10 月就业数据进一步边际降温



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2023/11/6

图表 4 9 月核心通胀延续下行



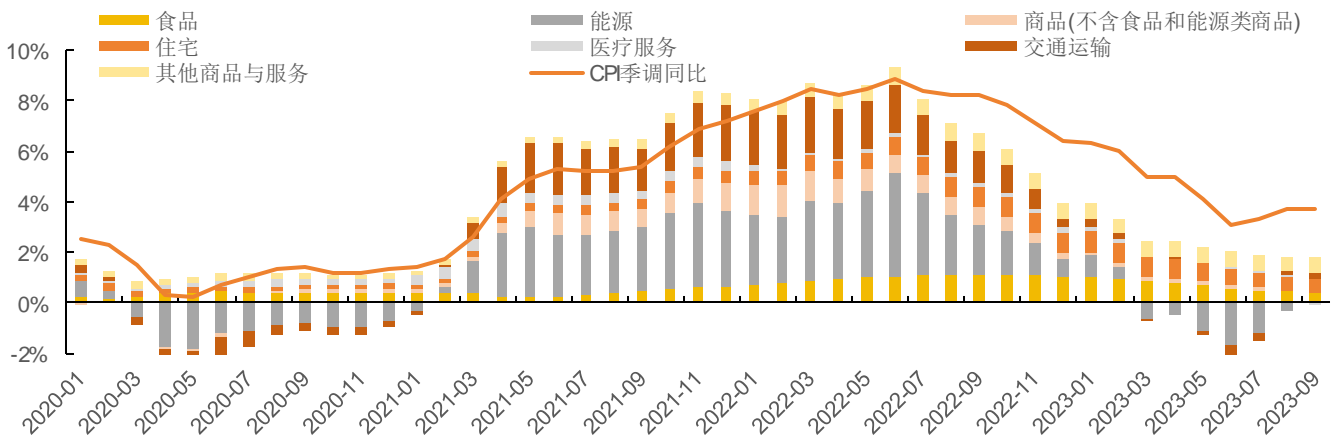
资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2023/11/6

- 展望后市，美国国债利率下行，叠加巴以冲突风险溢价有所消退，海外流动性有所改善，金融市场风险偏好显著回升，且下一组关键性数据（10 月美国通胀数据）将于 11 月 14 日才公布，全球配置有望迎来一个交易窗口期；
- 长端美债短期维持高位震荡，受多重利好推动，震荡中枢将有所下行，但受美联储收紧金融条件目标的约束，下行幅度或有限，目前尚未进入趋势性回落通道。如上文所述，美联储表态中性偏鸽、美债供给压力缓解、就业数据降温等多重利好共振下，长端美债短期或有望迎来一定程度下行。但需要注意的是，目前美联储仍处于需对金融条件收紧的立场，正如我们在《美联储 11 月议会点评一加息如期暂停，利率高位更久》报告中提到的，美联储在收紧金融条件目的下，不太会让美债利率大幅下行，否则美联储会再次加息或喊话加息。因此，当前金融条件仍将维持偏紧一段时间，长端美债利率短期仍将在高位震

荡，震荡中枢将有所下行，但美债真正进入趋势性回落通道还待美国经济下一步表现，如经济出现大幅度下行，或可能为美债趋势性转向时点。

- **中美利差收敛与海外流动性转向利好港股，短期建议关注美股、港股中科技成长股，以及港股对中美利差收缩敏感的板块。** 美股方面，11月以前美股已连续数周出现大盘回调，在美联储11月暂停加息后，美股大盘出现较大幅度的超跌反弹。考虑到盈利修正和近期宏观数据的疲软，我们认为，近期美股的反弹更多是美债收益率下降的结果。短期来看，风险偏好提升下，资金有望进一步流向美股，叠加美国经济仍有一定韧性，美股盈利仍有一定支撑，但同时今年年初以来的美股高估值仍待进一步消化。港股方面，目前港股估值仍处于历史底部区域，海外流动性转松，国内基本面逐步恢复推动资金加仓港股的动力提升，资金有望回归至港股，叠加港股对中美利差转向的敏感度更高，港股目前处于配置窗口。**综合而言，短期建议关注美股、港股中科技成长股，以及港股中对中美利差收缩敏感的板块，包括以恒生科技为代表的消费（医药、汽车）、港股互联网。**
- **美元保持 100-105 之间高位震荡，人民币承压有所改善，短期预计在 7.24-7.33 区间双向波动。** 美元今年以来的震荡上行，主要受两方面影响：一方面，美国国内，美国经济超预期表现、三季度美债收益率快速上行、美联储加息预期反复波动等，均影响利差；另一方面，美国以外地区的基本面及政策变化亦影响利差变化，今年下半年以来，欧元区经济预期转弱，尤其是德国经济出现进一步萎缩预期，美德等利差逐步走阔，欧元兑美元承压；另一方面，日本央行微调 YCC 政策，低于市场预期，也引发美元兑日元进一步走强。短期来看，美联储暂停加息下利率维持高位运行、欧元区经济持续疲软等影响下，美元指数仍有一定支撑，但同时，日央行目前已完成退出 YCC 政策的大部分工作，市场对中期日央行或进一步退出 YCC 和负利率的预期加剧，日元汇率或重回升值区间，对美元会形成一定干扰。人民币方面，国内积极因素不断累积，中央金融工作会议召开、万亿特别国债增发、政策密集出台，叠加中美关系进一步缓和，国内经济保持稳中向好的修复态势，同时央行和外管局启用稳汇率工具保障汇率在合理区间内稳定运行，对人民币的支撑或逐渐增强。但同时国内外货币政策仍维持分化等因素仍对人民币走势形成压力。整体来看，人民币短期承压将有所改善，预计在 7.24-7.33 间双向波动。
- **需要警惕的是，目前美联储仍处于需对金融条件收紧的立场，11月 FOMC 会议上鲍威尔强调“金融条件紧缩是需持续的，未来可能进一步加息”且“尚未考虑且讨论过降息”，意味着美联储亦在防止金融条件进入快速放松。**我们也提示，目前市场尚未达到美联储转向阶段，切勿对货币政策放松做过多预期。同时本次配置窗口期的持续性亦存在一定不确定性，需重点关注 11月 14日发布的美国 10月 CPI 数据，目前 CPI 基数较低，或出现 CPI 同比反弹。若通胀再次出现反弹，将再次引发市场对美联储加息的预期，或对大类资产价格走势造成一定冲击。

图表5 由于基数效应 CPI 有进一步反弹风险



资料来源：Wind，平安证券研究所；数据截至 2023/11/6

- 风险提示：1) 美国经济下行超预期；2) 美联储货币政策超预期收紧；3) 地缘冲突升级；4) 市场金融风险加剧。

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±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 2023 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