

春节假期海外市场动态跟踪

“类紧缩交易”何时休？

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



平安观点：

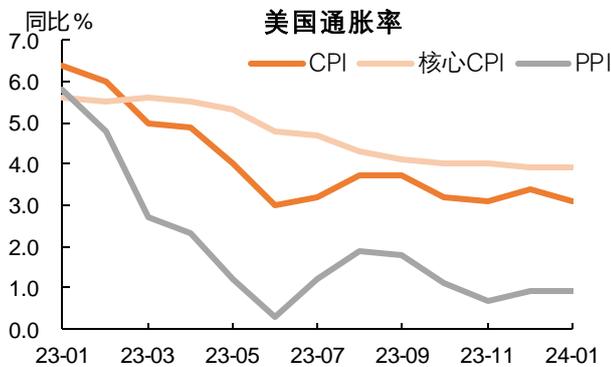
- **主题评论：“类紧缩交易”何时休？** 美国通胀数据高于预期，引发市场降息预期大幅修正。截至2月17日，CME数据显示市场对首次降息的押注推迟至6月，全年降息次数减少至3.9次。美国金融市场上演“类紧缩交易”，10年美债利率一度升破4.3%，美元指数一度上至接近105，美股有所承压。**美国通胀会不会持续反弹？这一风险目前相对可控。**首先，美国经济增长韧性或减缓通胀回落，但未必引发通胀上行。最新公布的1月美国零售销售环比收缩，指向美国消费增长趋于降温。**其次**，红海局势等相关供给冲击，尚不至于令美国通胀明显反弹。集装箱运价、美国PMI交付指数等数据暗示，相关供给扰动或远弱于2021-22年新冠冲击和俄乌冲突的影响。**最后**，美国通胀预期保持相对稳定，有利于通胀走向2%目标。**需要指出的是**，美国市场上演“类紧缩交易”，并非完全出于对于美国通胀和货币政策的担忧。例如，美元指数的上行，或部分归因于欧洲和日本孱弱的经济数据；美债利率的上行，或部分归因于美债供需担忧。而且，虽然美国资产上演“类紧缩”行情，但非美资产近期表现亮眼，或也侧面反映全球投资者对于美元流动性并不过度担忧。我们认为，“类紧缩交易”或不会持续太久，美债利率和美元指数或已基本处于全年顶部，美股虽有阶段调整风险，但全年表现仍有望保持积极。
- **海外经济政策：1）美国：**1月核心CPI同比增速持平于3.9%，CPI同比增速回落至3.1%，均高于市场预期。其中，住房项价格环比增速扩大，剔除住房以外的服务类价格也有所反弹；多位美联储官员表示在降息问题上仍需更多信心，博斯蒂克表示夏季是开始降息的合理节点；1月零售销售额环比超预期回落至-0.8%；1月工业产出环比回落，连续两个月后首次下跌；2月消费者信心指数持续上行，创2021年7月以来新高；1月联邦政府预算赤字回落；最新初请失业金人数回落至21.2万人，略低于市场预期。**2）欧洲：**欧元区2023年四季度GDP同比终值为0.1%，持平于初值。英国2023年四季度GDP环比增速为-0.3%，经济连续两个季度下滑；1月CPI同比增速持平于4%，略低于预期。**3）日本：**2023四季度实际GDP环比折年率为-0.4%，意外萎缩。
- **全球大类资产：1）股市：**美股下跌，科技股回调；欧日股市上涨，日经225指数直逼历史高位。**2）债市：**10年期美债收益率整周上涨13BP至4.3%，其中实际利率整周上涨5BP至1.97%，隐含通胀预期上涨8BP至2.33%。**3）商品：**布伦特油价整周上涨1.6%，至83.5美元/桶；金价整周下降1.3%，至1997.9美元/盎司。**4）外汇：**美元指数整周上涨0.47%，收至104.28；非美货币贬值，欧元和英镑贬值幅度较大。
- **风险提示：**海外金融风险超预期，海外货币政策超预期，国际地缘局势超预期等。

一、主题评论：“类紧缩交易”何时休？

我们在报告《上修 2024 年美国经济增长预测至 2%》中指出，考虑美国经济前景更为乐观，通胀走势不确定性犹存，维持“美联储全年降息 3 次左右”的判断；继而，市场降息预期仍有修正空间，“宽松交易”或阶段遇阻，即 10 年美债利率保持在 4% 以上的时间更长，美元指数偏强，美股估值和风险偏好压力阶段加大。

近一周公布的美国通胀数据高于预期，引发市场降息预期大幅修正。2 月 13 日公布的数据显示，美国 1 月 CPI 和核心 CPI 环比均强于预期，其中住房及非住房服务价格均出现反弹；此外，2 月 16 日公布的 PPI 数据也高于预期。服务价格的粘性，以及生产成本的回升，似乎提醒市场，“供给驱动型”通胀的回落空间已然有限，美国通胀能否顺利回落更添不确定性。截至 2 月 17 日，CME 数据显示市场对首次降息的押注推迟至 6 月，全年降息次数减少至 3.9 次。与此同时，**美国金融市场上演“类紧缩交易”**：近一周，10 年美债利率一度升破 4.3%；美元指数一度上至接近 105；美股有所承压，标普 500 指数整周收跌 0.42%，终结了连续五周的上涨。

图表1 美国 1 月核心 CPI 和 PPI 通胀率回落受阻



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表2 市场降息预期推迟，全年降息次数押注减少

CME FedWatch	2024.2.7	2024.2.17
3 月降息概率	21.5%	10.0%
5 月降息概率	68.1%	38.4%
6 月降息概率	98.7%	81.6%
全年降息次数	5.0	3.9

资料来源：CME, 平安证券研究所

在降息预期快速降温后，一个值得思考的问题是，美国通胀会不会持续反弹？货币紧缩预期会不会继续升温？我们认为，这一风险目前相对可控。

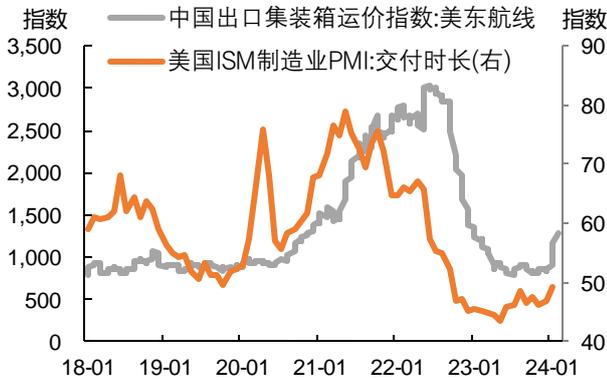
首先，**美国经济增长韧性或减缓通胀回落，但未必引发通胀上行**。截至 2 月 16 日，GDPNow 模型预测今年一季度美国 GDP 环比折年增长 2.9%，经济增长势头不减。但美联储一直强调，其不追求经济降温，只要经济韧性不影响通胀回落。在支出法解构的 GDP 中，私人消费与通胀的关系最为密切。最新公布的 1 月美国零售销售环比收缩 0.8%，显著弱于预期，指向美国消费增长趋于降温。我们认为，在（实际）利率偏高、工资增长放缓、储蓄率趋稳（难以进一步下降）的背景下，今年美国消费增长大概率弱于去年，预计消费增长将由去年的 2.2% 下降至 1.8%（参考报告《上修 2024 年美国经济增长预测至 2%》）。继而，消费增长或难引发通胀反弹。

其次，**红海局势等相关供给冲击，尚不至于令美国通胀明显反弹**。我们在判断通胀走势时，已经考虑到供给改善空间不足的情况，继而预计 2024 年美国通胀环比增速或小幅高于 2023 年下半年，全年 PCE 同比或在 2-2.4% 左右（参考报告《上修 2024 年美国经济增长预测至 2%》）。虽然红海局势持续紧张令供应链压力抬头，但当前数据暗示，相关供给扰动或远弱于 2021-22 年新冠冲击和俄乌冲突的影响。截至 2 月 2 日当周，中国出口集装箱运价指数（美东航线）高出 2023 年均值 36%，但仍为 2022 年均值的 50%。美国 ISM 制造业 PMI 中的交付时长指数在 1 月录得 49.1，虽然有所反弹，但仍连续 16 个月低于 50。据此，全球供应链压力或不足以令美国通胀明显反弹。

最后，**美国通胀预期保持相对稳定，有利于通胀走向 2% 目标**。截至 2 月，克利夫兰联储模型通胀预期（十年）录得 2.14%，仍较好地保持在 2% 附近；密歇根调查的 1 年和 5 年居民通胀预期分别录得 3.0% 和 2.9%，进一步接近 2015-2019 年均值

的 2.6% 和 2.5%。2 月 9 日最新公布的费城联储调查显示，专业人士对 2024 年以及更长期（5 年和 10 年）的 PCE 通胀率预测均集中于 2-2.1% 区间，十分接近 2% 的通胀目标。实际通胀水平与通胀预期相互作用。我们认为，通胀预期的稳定，进一步增加了实际通胀水平顺利回落的概率。

图表3 美国供应链压力抬头，但幅度暂时有限



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表4 美国长期通胀预期保持稳定



资料来源：克利夫兰联储, 平安证券研究所

需要指出的是，美国市场上演“类紧缩交易”，并非完全出于对于美国通胀和货币政策的担忧。例如，美元指数的上行，或部分归因于欧洲和日本孱弱的经济数据。2 月 14-15 日先后公布的数据显示，截至 2023 年四季度，德国、英国和日本均不幸陷入“技术性衰退”；美债利率的上行，或部分归因于美债供需担忧，背景是财政部融资需求暂时扩大，以及市场预期美国大选后可能出现扩张性财政取向。而且，虽然美国资产上演“类紧缩”行情，但非美资产近期表现亮眼，或也侧面反映全球投资者对于美元流动性并不过度担忧。譬如，近一周，在美股调整的同时，非美地区股市多数上涨，其中日经 225 指数整周大涨 4.3%，并刷新近 34 年来新高、逼近 1989 年的历史高位。

总结而言，我们认为美国通胀前景仍有望趋于稳定，并逐步迈向 2% 目标，美联储仍将伺机降息，只是降息节点仍有争议。伴随近一周市场降息预期的修正，目前 CME 数据显示的市场降息押注（全年降息 3.9 次），已经基本接近美联储 12 月预测以及我们的基准预期（全年降息 3 次）。在此背景下，“类紧缩交易”或不会持续太久；4.3% 的 10 年美债利率和接近 105 的美元指数或已基本处于全年顶部，美股虽有阶段调整风险，但盈利驱动下的全年表现仍有望保持积极。

二、美国 1 月通胀数据简评

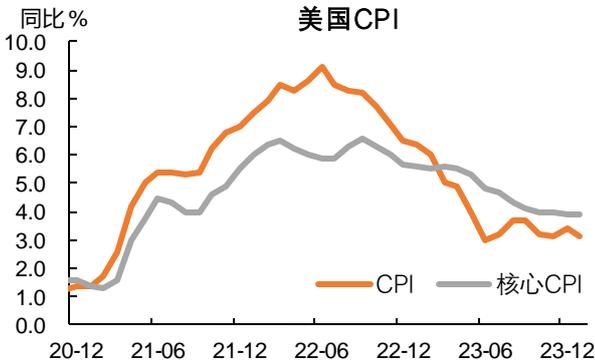
美国 1 月核心 CPI 同比增速持平于 3.9%，CPI 同比增速回落至 3.1%，均高于市场预期。2 月 13 日，美国劳工部公布数据显示，美国 1 月 CPI 同比增速为 3.1%，预期为 2.9%，前值为 3.4%；CPI 环比增速为 0.3%，预期和前值为 0.2%。剔除食品和能源，核心 CPI 同比增速为 3.9%，预期为 3.7%，持平于前值；核心 CPI 环比增速为 0.4%，预期和前值为 0.3%。

结构上，服务价格环比增速扩大。服务价格环比增速为 0.7%，高于前值的 0.4%。一方面，住房项价格环比增速扩大，主因是业主等价租金增速扩大，同时普通租金维持高增速。住房价格环比上涨 0.6%，高于前值的 0.4%，创 2023 年 9 月以来新高。其中业主等价租金的环比增速反弹至 0.6%，而普通租金的环比增速持平于 0.4%。另一方面，剔除住房以外的服务类价格有所反弹。剔除租金，服务价格环比上涨 0.6%，高于前值的 0.4%。在薪资增长加速的背景下，外出就餐、医疗、交通运输、教育和其他个人服务服务环比增速扩大，其中医疗和交通运输服务环比上涨 0.7% 和 1%；保险费率同样上涨，其中健康和汽车保险均环比上涨 1.4%。

食品价格上涨，但核心商品和能源价格延续下降态势。食品价格环比上涨 0.4%，前值为 0.2%，主因是水果蔬菜和非酒精饮料价格上涨。能源价格环比下跌 0.9%，跌幅较前值的 0.2% 小幅扩大。剔除食品和能源，核心商品价格环比下跌 0.3%，

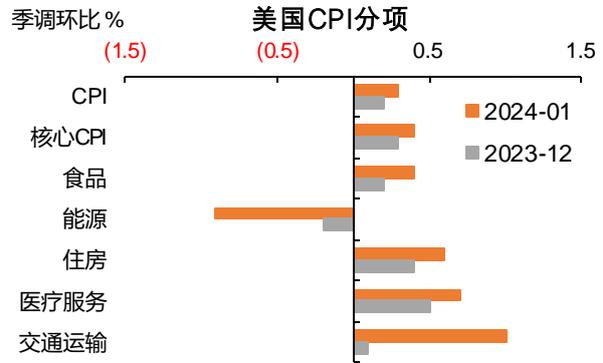
其中二手车价格大幅回落 3.4%，家具和服装价格均有所下降。

图表5 美国 1 月核心 CPI 同比增速持平于 3.9%



资料来源：同花顺,平安证券研究所

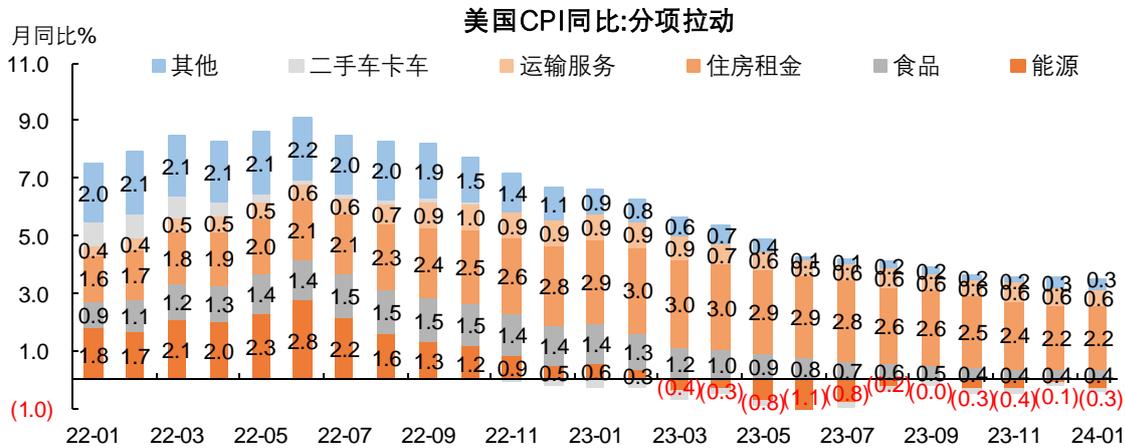
图表6 住房和医疗服务价格环比增速扩大



资料来源：美国劳工部 (BLS), 平安证券研究所

从 CPI 同比拉动看，住房租金依然贡献最大，能源分项的拖累扩大。住房价格在整个 CPI 指数中约占三分之一，住房租金对 CPI 的拉动为 2.2%，持平于前值；交通运输服务的拉动为 0.6%，持平于前值；能源分项的拖累为 0.3%，前值为 0.1%；食品的拉动为 0.4%，持平于前值。

图表7 从 CPI 同比拉动看，住房租金贡献最大，而能源分项的拖累缩窄



资料来源：BLS, 同花顺,平安证券研究所

此外，本周还公布了生产者价格数据，美国 1 月 PPI 同比超预期反弹。2 月 16 日，美国劳工部公布数据显示，美国 1 月 PPI 同比增速为 0.9%，预期为 0.6%，前值修正为 0.9%；剔除食品和能源，核心 PPI 同比增速为 2%，预期为 1.6%，前值为 1.7%。结构上，能源价格环比增速为-1.7%，较前值的-1%有所扩大；食品价格环比下降 0.3%。

市场的降息预期显著回落。截至 2 月 13 日 CPI 数据公布当天，据 CME FedWatch 数据，3 月首次降息的概率由前一天的 16% 下降至 9%，5 月首次降息的概率由前一天的 61% 下降至 34%；2024 年全年降息幅度由前一天的 111BP 缩小至 87BP，持续趋近于美联储 2023 年 12 月的预测 (75BP)。美债利率和美元指数反弹，美股三大指数下挫：2 月 13 日，10 年美债利率整日上涨 14BP 至 4.31%，美元指数上涨 0.69% 至 104.86，美股三大指数跌幅在 1.35-1.8%。

三、海外经济政策

3.1 美国：零售和工业回落，消费信心上扬

近一周（截至 2 月 16 日），多位美联储官员表示在降息问题上仍需更多信心，博斯蒂克表示夏季是开始降息的合理节点。2 月 14-16 日，美联储理事巴尔、亚特兰大联储主席博斯蒂克、以及旧金山联储主席戴利均表示，美联储在降息问题上仍需更多信心；巴尔表示，1 月超预期的通胀表现显示通胀回归 2% 的过程较为“颠簸”，美联储要持续看到“好的数据表现”，才能开始调整限制性政策；博斯蒂克则表示，美联储可能在夏季某个时点开始将利率下降至更加“中性”（neutral stance）的水平，但是否提前降息则取决于未来通胀数据的变化。芝加哥联储主席古尔斯比则试图安抚市场紧张情绪，即使未来几个月通胀水平略高于预期，通胀也能顺利降至 2% 的目标；美联储无需等到通胀已经达到 2% 才开始降息。

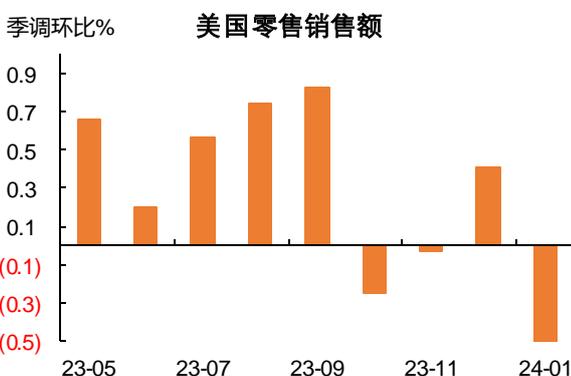
图表8 近一周美联储官员讲话主要观点

时间	人物	主要观点
2 月 14 日	美联储理事 Barr	1 月超预期的通胀表现显示通胀回归 2% 的过程较为“颠簸”，现阶段过早判断经济是否“软着陆”还为时尚早。美联储要持续看到“好的数据表现”，才能开始调整限制性政策。
2 月 14 日	芝加哥联储主席 Goolsbee	市场不必对一个月的通胀数据反应过度，即使未来几个月通胀水平略高于预期，美联储也依旧能顺利实现将通胀降至 2% 的目标；同时，美联储无需等到通胀率已经达到 2% 才开始降息；美联储应对长时间维持限制性政策保持谨慎，在降息之前等待过长时间时，需要转而更多关注就业最大化的目标。
2 月 16 日	亚特兰大联储主席 Bostic	美联储可能在夏季某个时点开始将利率下降至更加“中性”（neutral stance）的水平，但是否提前降息则取决于未来通胀数据的变化；重申 2024 年的两次降息预测，但如果通胀比预期冷却得更快，三次降息是可以预见的。
2 月 16 日	旧金山联储主席 Daly	当需要耐心时，我们将需要抵制迅速采取行动的诱惑，并准备随着经济的发展灵活应对。尽管金融市场定价和调查反映的预测表明通胀正朝着美联储的 2% 目标迈进，我们需要更多时间和数据来确保它们会实现。对经济的预期仍接近 12 月制定最新预测时的水平，3 次降息是今年的合理基准。

资料来源：美联储，平安证券研究所

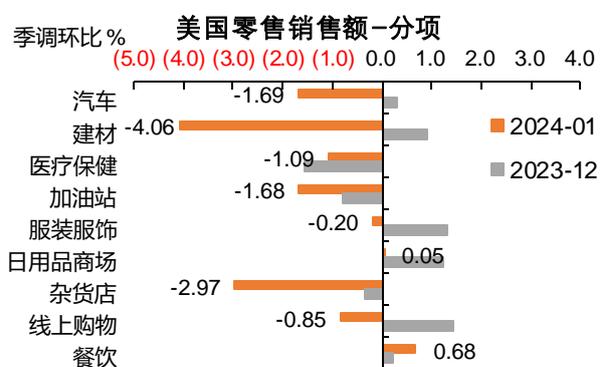
美国 1 月零售销售额环比超预期回落至-0.8%，建材、杂货店和汽车等零售销售额回落。2 月 15 日，美国商务部数据显示，美国 1 月零售销售额环比增速为-0.8%，预期为-0.1%，前值由 0.6% 下修至 0.4%，创 2023 年 3 月以来最大跌幅；剔除汽车和零部件，零售销售额环比增速为-0.6%，前值为 0.4%，同创 2023 年 3 月以来最大跌幅。结构上，建材、杂货店和汽车等零售销售额环比大幅回落，其中线上购物环比回落 0.9%，创 2022 年 11 月以来最大跌幅；餐饮销售额环比小幅上涨 0.7%。

图表9 美国 1 月零售销售额环比超预期回落至-0.8%



资料来源：同花顺，平安证券研究所

图表10 建材、杂货店和汽车等零售销售额回落

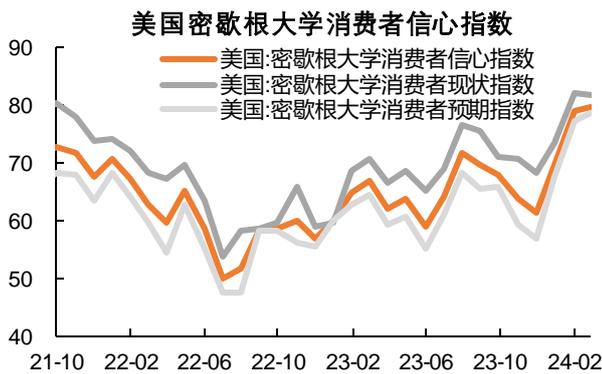


资料来源：同花顺，平安证券研究所

美国 1 月工业产出环比回落，连续两个月后首次下跌。2 月 15 日，美联储公布数据显示，美国 1 月工业产出环比增速为-0.5%，预期为 0%，前值为 0.1%，连续两个月后首次下跌。其中，机动车和零件生产指数环比下跌 0.2%，原油生产指数环比下跌 0.8%。

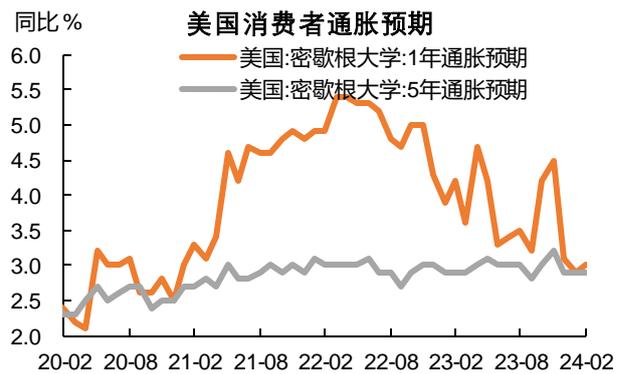
美国 2 月消费者信心指数持续上行，创 2021 年 7 月以来新高。2 月 16 日，密歇根大学公布数据显示，美国 2 月消费者信心指数为 79.6，预期为 80，前值为 79，创 2021 年 7 月以来新高；1 年期通胀预期反弹至 3%，高于预期和前值的 2.9%，但仍处于 2020 年 12 月以来的低位；5 年期通胀预期为 2.9%，预期为 2.8%，持平于前值。消费者继续表示相信通胀放缓和劳动力市场的走强趋势将保持下去。

图表11 美国 2 月消费者信心指数持续上行



资料来源：同花顺,平安证券研究所

图表12 美国 2 月消费者 1 年期通胀预期反弹至 3%



资料来源：同花顺,平安证券研究所

美国 1 月联邦政府预算赤字回落，受益于偿债成本增速有所放缓。2 月 12 日，美国财政部公布数据显示，美国 1 月联邦政府预算赤字为 219.3 亿美元，远低于 2023 年 12 月的 1294 亿美元。赤字水平大幅回落，主要受益于政府借贷成本下降，其中 1 月利息支出为 692 亿美元，同比增速回落至 35%，较低于第一财季的 37%。但政府赤字规模仍在扩张，财政处于不可持续的路径上。2024 财年前四个月（2023 年 10 月至 2024 年 1 月）赤字达到 5319 亿美元，同比上涨 15.6%。

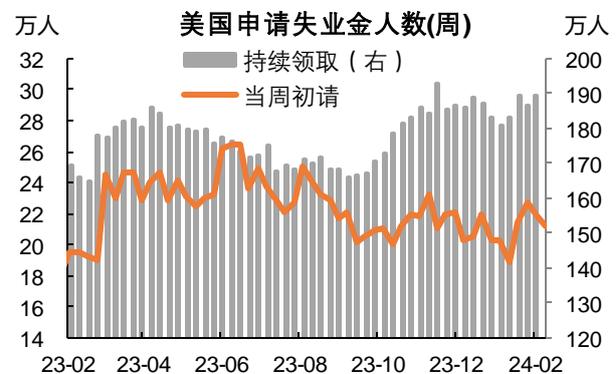
美国最新初请失业金人数回落至 21.2 万人，略低于市场预期。2 月 15 日，美国劳工部公布，截至 2 月 9 日当周，美国初请失业金人数为 21.2 万人，预期和前值为 22 万人；截至 2 月 2 日当周，美国续请失业金人数为 189.5 万人，预期为 188 万人，前值为 186.5 万人，创 2023 年 11 月以来新高。

图表13 美国 2024 财年政府赤字已达到 5319 亿美元



资料来源：同花顺,平安证券研究所

图表14 美国最新初请失业金人数回落至 21.2 万人



资料来源：同花顺,平安证券研究所

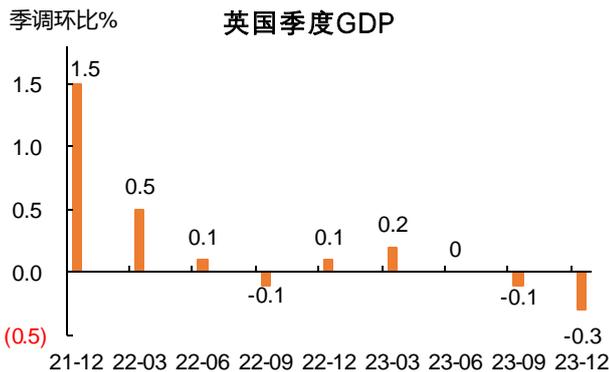
3.2 欧洲：德国、英国“技术性衰退”

欧元区 2023 年四季度 GDP 同比终值为 0.1%，持平于初值。2月14日，欧盟统计局公布数据显示，欧元区 2023 年四季度 GDP 同比增速终值为 0.1%，符合预期，持平于初值，高于第三季度的 0%，增速连续 6 个季度后首次止跌回升；2023 年四季度 GDP 环比增速终值为 0%，符合预期，持平于初值，高于第三季度的-0.1%。结构上，欧洲第一大经济体——德国四季度 GDP 同比增速收窄至-0.2%，但连续两个季度同比萎缩、陷入衰退；法国（0.7%）和意大利（0.5%）等国家 GDP 均实现小幅增长。

英国 2023 年四季度 GDP 环比增速为-0.3%，经济连续两个季度下滑。2月15日，英国国家统计局数据显示，英国 2023 年四季度 GDP 同比增速为-0.2%，预期为 0.1%，前值为 0.3%；环比增速为-0.3%，预期为-0.1%，前值由 0%下调至-0.1%，经济连续两个季度下滑；2023 年 GDP 较去年小幅增长 0.1%。结构上，居民消费对 GDP 增长拖累 0.08 个百分点，较三季度有所收窄；总资本支出对 GDP 增长贡献最大（0.44 个百分点）；政府支出对 GDP 拖累 0.06 个百分点；净出口对 GDP 增长的拖累最大（-0.63 个百分点）。

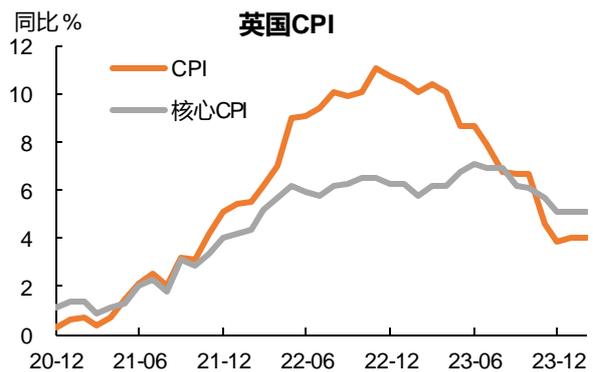
英国 1 月 CPI 同比增速持平于 4%，略低于预期。2月14日，英国国家统计局数据显示，英国 1 月 CPI 同比增速为 4%，预期为 4.2%，持平于前值；剔除食品和能源，核心 CPI 同比增速为 5.1%，预期为 5.2%，连续第二月持平于前值。结构上，服装、家具和食品与非酒精饮料等商品价格环比回落；住房通胀压力仍较为显著，其中业主等价租金环比上涨 0.4%，连续第二个月持平于前值；医疗服务价格环比增速扩大至 1.3%，前值为 0.5%，而交通价格止涨回落，环比下降 2.8%。

图表15 英国 2023 年四季度 GDP 环比增速为-0.3%



资料来源：英国国家统计局(ONS), 平安证券研究所

图表16 英国 1 月 CPI 同比增速持平于 4%

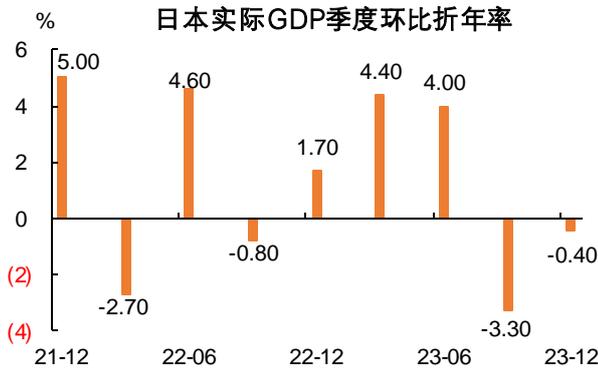


资料来源：同花顺, 平安证券研究所

3.3 日本：四季度 GDP 意外萎缩

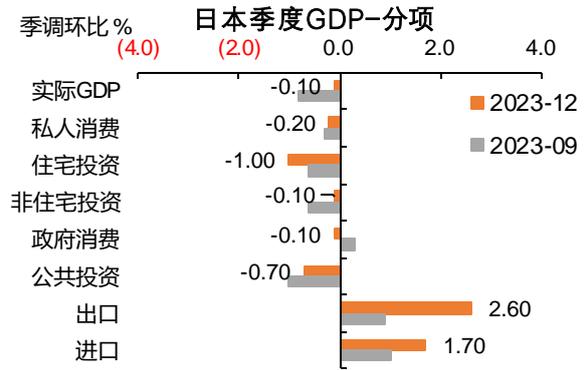
日本 2023 年四季度实际 GDP 环比折年率为-0.4%。2月15日，日本内阁府公布数据显示，日本 2023 年四季度实际 GDP 环比折年率为-0.4%，预期为 1.4%，前值为-3.3%，经济连续两个季度萎缩、陷入衰退。内需收缩对日本经济形成较大拖累。私人消费环比收窄至-0.2%，但仍连续三个季度收缩，酒精饮料、汽油等商品需求受压于物价高涨。私人投资同样走弱，其中住宅投资环比跌幅扩大，非住宅投资连续三个季度收缩，受累于设备投资增速下滑。受益于访日游客消费增加、以及日企参与新药物开发，出口环比扩大至 2.6%。

图表17 日本 2023 年四季度 GDP 环比折年率为-0.4%



资料来源：同花顺,平安证券研究所

图表18 私人消费、投资等内需收缩



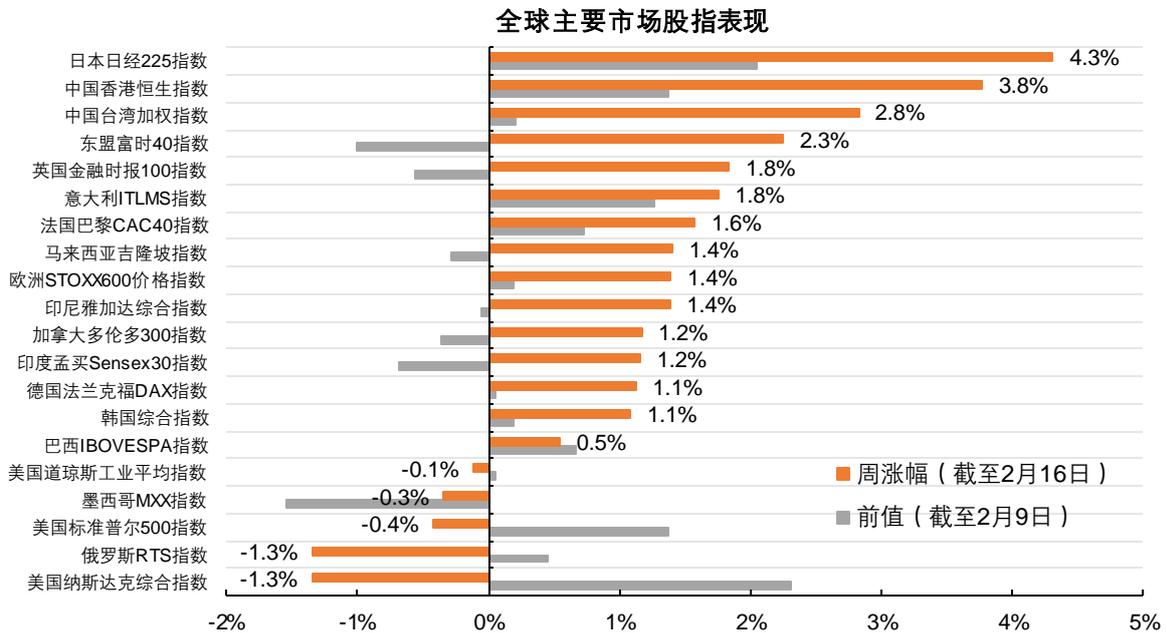
资料来源：同花顺,平安证券研究所

四、全球大类资产

4.1 股市：美股下跌，日股创新高

近一周（截至2月16日），美股下跌，科技股回调；欧日股市上涨，日经225指数直逼历史高位。美股方面，纳斯达克综指、标普500指数和道琼斯工业指数整周分别下跌1.3%、0.4%和0.1%。宏观层面，通胀表现超预期，市场降息预期显著回落。微观层面，标普500指数11个行业中，信息技术和通信服务板块回调幅度最大，整周分别下挫2.5%和1.6%，但由于市场关于下周英伟达公布的2023年四季度财报的展望普遍更为乐观，芯片股表现优于科技股整体表现，费交所半导体股指数整周微跌0.7%；房地产和非必需品消费板块本周同样有所回调，可能与企业四季度盈利能力略逊于预期有关，根据Factset数据，截至2月16日，这两个行业营收和EPS不及预期的企业占比均高于标普500指数所有企业的整体状况，其中房地产板块接近一半的企业财报表现不佳。欧洲股市方面，欧洲STOXX600指数、德国DAX指数、法国CAC指数和英国金融时报100指数整周分别上涨1.4%、1.1%、1.6%和1.8%。亚洲股市方面，日本日经225整周大涨4.3%，并曾于2月16日盘中高见38865.06，创近34年来新高，与1989年的历史高位仅相差0.1%。根据日经中文网报道，日本上市企业2023财年的净利润预期为43.5万亿日元，较上财年增长13%，主因是物价上涨和日元贬值，令企业国内和国际经营环境改善，推高企业收益。

图表19 美股逆势下跌，欧日股市上涨，日股涨幅领先

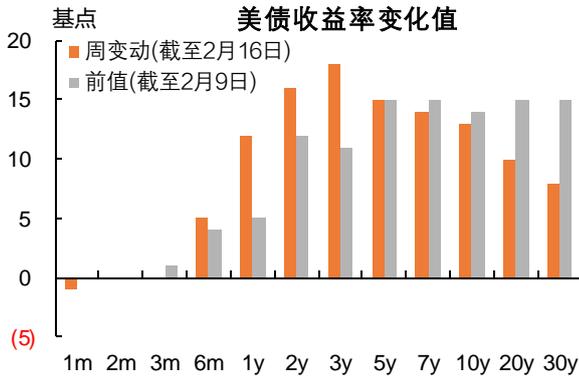


资料来源: Wind, 平安证券研究所

4.2 债市：美债利率上升

近一周（截至2月16日），中长期美债利率上升。10年期美债收益率整周上涨13BP至4.3%，其中实际利率整周上涨5BP至1.97%，隐含通胀预期上涨8BP至2.33%。截至本周，10年与2年期美债利率倒挂幅度扩大3BP至34BP。近期美债利率回升的原因或是多方面的：一是，美国经济维持韧性、通胀数据超预期，令市场降息预期显著回落。二是，美联储官员的“鹰派”口吻没有丝毫松动，近一周多位美联储官员表示在降息问题上仍需更多信心。三是，美债供需存短期担忧。1月31日，美国财政部公布2-4月再融资方案，连续第三次提高了长期债券的季度发行规模，但表示此次将是最后一次增加发债规模，并预计2025年之前可能不会再增加发行规模。四是，美国大选选情影响财政前景。根据美国CNN报道，最新民调显示，特朗普的支持率以微弱的优势领先于拜登。2月15日，花旗银行报告预计，特朗普上台或快速启动新一轮的减税刺激政策，扩张性财政取向或加大美债供需担忧、推升美债利率。

图表20 中长期美债利率上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21 10年期名义、实际利率同步上行

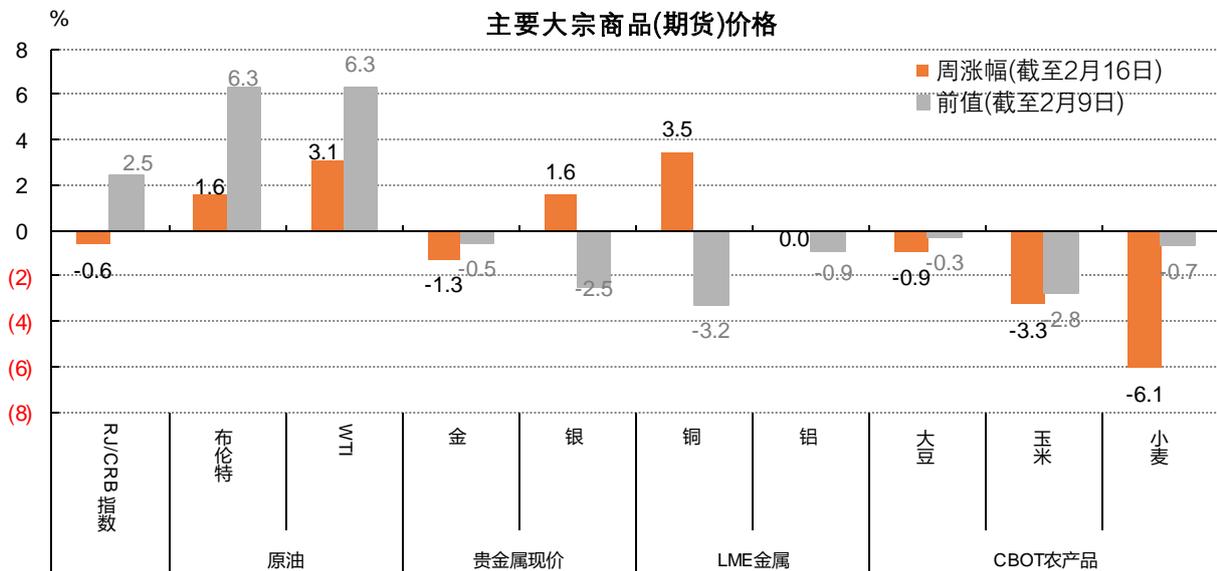


资料来源: Wind, 平安证券研究所

4.3 商品：油价上涨

近一周(截至2月16日), 油价上涨, 黄金和粮食价格下跌。原油方面, 布伦特油价整周上涨1.6%, 至83.5美元/桶; WTI原油价格整周上涨3.1%, 至79.2美元/桶。本周影响油价的因素主要有两方面: 巴以冲突持续, 地缘政治风险溢价对油价有所支持; 根据美国EIA报告, 截至2月9日当周, 美国汽油库存下跌366万桶, 创2023年11月以来新高, 支撑油价的上涨。**贵金属方面**, 金价整周下降1.3%, 至1997.9美元/盎司; 银价整周上涨1.6%。**金属方面**, LME铜价整周上涨3.5%, 而铝价基本持平。**农产品方面**, CBOT大豆、玉米和小麦整周下跌0.9%、3.3%和6.1%。

图表22 油价上涨, 黄金和粮食价格下跌



资料来源: Wind, 平安证券研究所

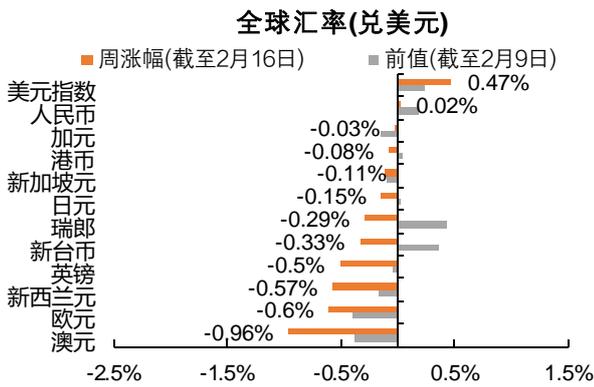
4.4 外汇：美元升值

近一周(截至2月16日), 美元指数整周上涨0.47%, 收至104.28; 非美货币贬值, 欧元和英镑贬值幅度较大。美国方

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。

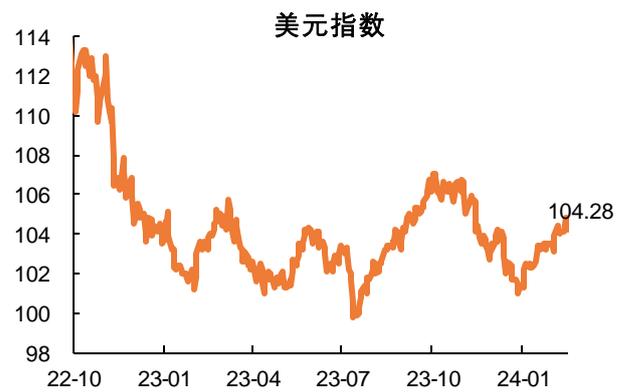
面，通胀超预期，市场预期显著回落，令美债利率上升、美元走强。欧元区方面，欧元兑美元整周下跌 0.6%。尽管欧元区 2023 年四季度经济摆脱负增长，但是仍处于停滞水平；此外，欧央行行长维持“鹰派”指引，2月15日，拉加德表示欧央行不会急于降息，因为过早降息可能令通胀再度回归，并迫使欧央行再度收紧货币政策。英国方面，英镑兑美元整周下跌 0.5%。英国 1 月通胀低于预期，令 10 年英国国债利率整日（2 月 14 日）下跌 8BP 至 4.13%；但英国央行行长贝利表示，前一个月略超预期，而 1 月则略低于预期，这些结果“基本让我们保持原状”，暗示央行并不急于调整紧缩的货币政策。日本方面，日元兑美元整周下跌 0.2%。2 月 16 日，日银行长植田和男重申，如果央行对于 2024 和 2025 财年的通胀预测得以实现，日本将远离通货紧缩，日银也会开始重新审视现有的宽松货币政策；但是此前（2 月 9 日）他也表示，即使解除负利率政策，日本金融状况仍维持相对宽松。

图表 23 非美货币贬值，欧元和英镑贬值幅度较大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 24 美元指数整周收至 104.28



资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示：海外金融风险超预期，海外货币政策超预期，国际地缘局势超预期等。

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±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 2024 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

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层