

## 海外宏观周报

## 日股首破历史，多股指创新高

## 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：

■ **海外经济政策：1) 全球：**IIF 数据显示，全球债务总量再创新高，但债务占 GDP 比重下降。**2) 美国：**美联储 1 月会议纪要增量不多，但市场维持“紧缩交易”惯性，关注 3 月会议前后市场风格切换可能。美联储多名官员发声，强调是否降息取决于数据表现，哈克称 5 月降息可能性不大。**CME 降息预期近一周继续降温，全年降息押注由 3.9 次减少至 3.2 次。美国 1 月经济领先指标连续第 23 个月环比下降，但不再暗示经济将陷入衰退。美国 2 月 Markit 制造业 PMI 创 17 个月新高，服务业 PMI 回落。美国初请失业金人数下降至一个月来最低。3) 欧洲：**央行会议纪要显示，决策者对通胀前景更加乐观，但认为讨论降息为时尚早。英国央行决策者辩证谈论降息预期，市场目前押注首次降息或在 8 月。**欧元区、英国 2 月制造业 PMI 超预期回落，而服务业 PMI 均好于预期。**

■ **全球大类资产：1) 股市：**全球股市多数上涨，日股首次突破历史，美股道指、标普续创新高。美国方面，纳斯达克综指、标普 500 指数和道琼斯工业指数整周分别上涨 1.4%、1.7%和 1.3%。宏观层面，美联储降息预期仍在推迟，限制了科技股涨幅，但经济前景仍然乐观，为股市的积极表现铺路。微观层面，2 月 22 日，英伟达业绩靓丽，股价当日涨超 16%，令标普 500 指数创 2023 年 1 月以来的最佳单日表现。**日经 225 指数整周上涨 1.6%，站上 39000 点大关，首次突破 1989 年历史高位的 38957.44 点。**我们认为，相较 2023 年二季度，当下海外流动性环境更佳，日本经济“摆脱通缩”的概率上升，日本资本市场改革也由起步观察阶段进入到加速落地阶段。日股具备中长期配置价值。**2) 债市：**5 年期及以上美债利率回落，1 年期及以上美债利率上升。10 年美债收益率下跌 4BP 至 4.26%，10 年 TIPS 利率（实际利率）整周下跌 1BP 至 1.96%，隐含通胀预期整周下跌 3BP 至 2.30%。尽管市场的降息预期仍在推迟，但是市场对远期利率上行的空间出现分歧。**3) 油价回调，金价反弹，不同商品价格表现分化。**原油方面，布伦特原油整周下跌 2.2%，至 81.6 美元/桶；WTI 原油整周下跌 3.4%，至 76.5 美元/桶。美联储降息预期降温，或令部分投资者更加担忧高利率对经济的负面影响。**4) 外汇：**美元指数整周下跌 0.29%，回落至 104 以下；英镑和欧元升值，日元仍走贬。虽然美国降息预期有所推迟，但欧央行和英国央行也谨慎对待降息，且英国和欧元区制造业 PMI 表现好于预期，令英镑和欧元走强。日本方面，近期经济数据不佳，市场对日银转向的预期或出现下降，日元维持弱勢。

■ **风险提示：**美国经济和通胀超预期上行，美联储降息预期超预期推迟，国际金融风险超预期上升等。

## 一、海外经济政策

### 1.1 全球：全球债务创新高

全球债务总量再创新高，但债务占 GDP 比重下降。2月21日，国际金融协会（IIF）公布数据显示，全球债务截至2023年12月达到313万亿美元，创历史新高，全年增加了15万亿美元。其中，增加部分的55%来自发达国家，主要在美国、法国和德国增加；在新兴市场中，中国、印度和巴西的债务增加。从世界整体来看，债务余额与GDP之比达到331%，与2022年12月（333%）相比有所下降，连续3年下降。不过，由于经济增长率和通胀率减弱，债务与GDP之比的下降速度放缓。

### 1.2 美国：美联储维持谨慎，经济领先指标更乐观

美联储1月会议纪要增量不多，但市场维持“紧缩交易”惯性，关注3月会议前后市场风格切换可能。2月21日，美联储公布1月议息会议纪要，基本维持2月以来的政策基调，谨慎对待降息。参会者强调，在对通胀持续回落到2%更有信心之前，不合适降息；价格稳定的进展可能会停滞，过快放松政策立场有风险。缩表方面，参会者指出，放慢缩表可能有助于平稳过渡到充裕的准备金水平，或者可以将缩表持续得更久；即使开始降息后，缩表也可能持续一段时间。此外，参会者提到金融环境限制性不足可能导致通胀进展停滞、资产估值相比基本面偏高、地缘政治等经济金融风险。我们认为，本次会议纪要并没有明显的增量信息。但是，当前市场维持“紧缩交易”惯性，投资者容易放大鹰派信号。往后看，美联储3月会议前后是比较关键的观察窗口，如果新一期的就业和通胀数据有所降温，加上美联储最新经济预测将进一步明确降息路径，市场风格有可能再度回到“宽松交易”（参考报告《美联储1月会议纪要后的三个问题》）。

美联储多名官员发声，强调是否降息取决于数据表现，哈克称5月降息可能性不大。2月22日，费城联邦储备银行总裁哈克表示，货币政策方面的下一步行动是降息，5月降息是可能的，但可能性不大，预计在今年下半年开始降息；无论美联储采取什么行动，都将是数据驱动。美联储副主席杰斐逊称，他将会关注一系列经济指标，以确定是否降息时机已到，而不是专注于单一指标；对美联储在将通胀率降至2%的目标方面所取得的进展保持“谨慎乐观”态度。美联储理事库克表示，随着通胀缓解和劳动力市场正常化，经济面临的风险已经变成“双面”，但现在还不是降息的时候；一旦数据让人们更加确信通胀趋缓是可持续的，在某些时候美联储将能够降息。

CME 降息预期近一周继续降温，全年降息押注由 3.9 次减少至 3.2 次。CME 数据显示，截至2月23日，市场认为3月首次降息的概率为4%，前一周为10%；认为5月首次降息的概率为26.2%，前一周为38.4%；认为6月首次降息的概率为66.9%，前一周为81.6%；认为2024全年降息次数（加权平均）为3.2次，前一周为3.9次。

图表1 CME 期货市场预计首次降息在6月

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	96.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	25.3%	73.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	14.3%	52.0%	33.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.2%	35.4%	41.5%	14.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.7%	26.7%	39.5%	23.2%	4.7%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.1%	2.9%	16.2%	33.1%	31.4%	14.0%	2.3%
2024/12/18	0.0%	0.1%	2.0%	11.7%	27.4%	32.0%	19.8%	6.2%	0.8%
2025/1/29	0.0%	1.2%	7.6%	20.8%	30.0%	25.0%	12.0%	3.1%	0.3%
2025/3/12	0.4%	3.4%	12.1%	23.9%	28.3%	20.5%	9.0%	2.2%	0.2%

资料来源：CME, 平安证券研究所

图表2 CME 降息预期在近一周继续降温

CME FedWatch	2024.2.16	2024.2.23
3月降息概率	10.0%	4.0%
5月降息概率	38.4%	26.2%
6月降息概率	81.6%	66.9%
全年降息次数	3.9	3.2

资料来源：CME, 平安证券研究所

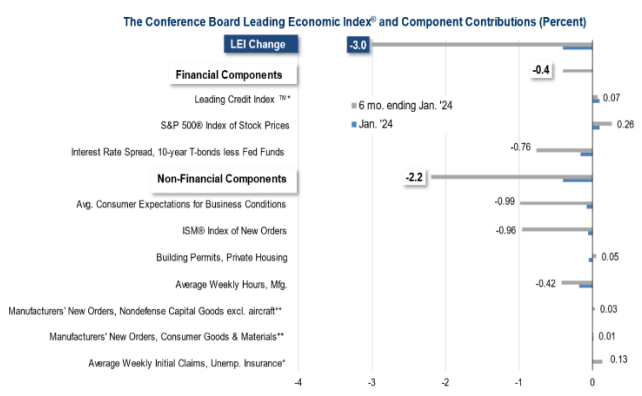
美国 1 月经济领先指标连续第 23 个月环比下降，但不再暗示经济将陷入衰退。2 月 20 日，美国咨商会公布数据显示，美国咨商会领先指标（LEI）1 月连续第 23 个月环比下降，达到 2020 年 4 月以来的最低水平。不过，该指标自 2022 年夏季以来首次不再暗示美国经济将陷入衰退，因为指标 10 个组成部分中有 6 个都做出了积极的贡献。

图表3 美国咨商会领先指标不再暗示衰退



资料来源: The Conference Board, 平安证券研究所

图表4 指标 10 个分项中有 6 个出现改善

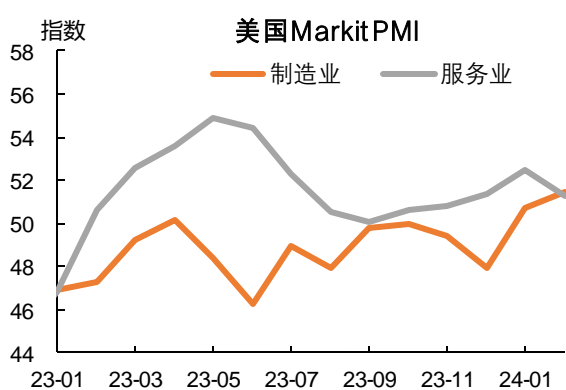


资料来源: The Conference Board, 平安证券研究所

美国 2 月 Markit 制造业 PMI 创 17 个月新高，服务业 PMI 回落。2 月 22 日，标普全球公布的数据显示，美国 2 月 Markit 制造业较 1 月进一步上升，继续位于荣枯线上方，创下 2022 年 9 月以来最高，主要受益于订单增长强劲。不过，服务业有所回落且不及预期。具体来看，美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值 51.5，创 17 个月新高，预期 50.7，前值 50.7；服务业 PMI 初值 51.3，创三个月新低，预期 52.3，前值 52.5；综合 PMI 初值 51.4，预期 51.8，前值 52。

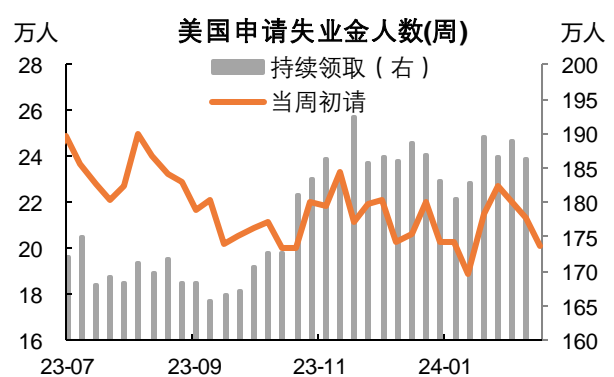
美国初请失业金人数下降至一个月来最低。2 月 22 日，美国劳工部（BLS）公布数据显示，截至 2 月 17 日当周，初请失业金人数录得 20.1 万人，较前值减少 1.2 万人，且低于预期（路透）的 21.8 万人，创 1 月 13 日当周以来最低；截至 2 月 10 日，续请失业金人数录得 186.2 万人，较前值减少 2.7 万人。

图表5 美国 2 月 Markit 制造业 PMI 创 17 个月新高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 美国初请失业金人数下降至一个月来最低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 1.3 欧洲：欧央行对通胀更乐观，英国央行对经济更乐观

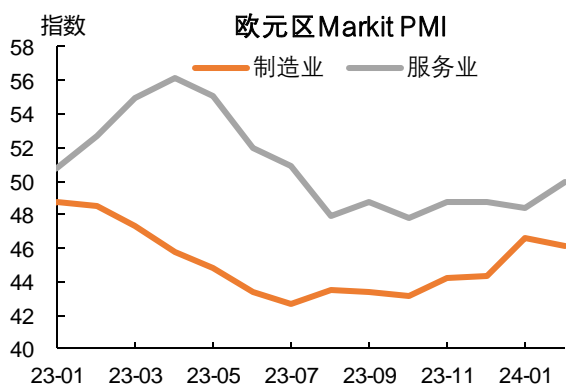
欧央行会议纪要显示，决策者对通胀前景更加乐观，但认为讨论降息为时尚早。2 月 22 日，欧央行公布 1 月会议纪要，决策者一致认为，通胀正在得到控制，但鉴于薪资快速上涨和核心价格压力巨大，任何有关降息的讨论都为时过早。不过，

决策者们似乎也比多年来任何时候都更看好通胀前景，“多次会议以来，实现通胀目标的风险首次被视为大致平衡，或者至少变得更加均衡。”决策者们还表示，即使 3 月的新预测显示通胀将回落至 2% 的目标以下，只要低于目标的程度较小且是暂时的，降息也不会自动成为下一步行动。

**英国央行决策者辩证谈论降息预期，市场目前押注首次降息或在 8 月。**2 月 20 日，英国央行行长贝利在国会听证会中表示，投资者对今年降息的押注并非不合理；英国经济在去年年底陷入衰退后出现了明显的好转迹象；外界强烈聚焦于经济衰退，相对忽视了就业市场及家庭收入好转的表现。但他同时表示，市场对降息的押注并非没有道理，英国央行将在今年剩余时间内降息。英国央行副总裁布罗德班特称，2024 年降息是可能的，但时间取决于不明确的通胀前景。路透调查显示，英国央行将在第三季度开始降息，最有可能是在 8 月首次降息。

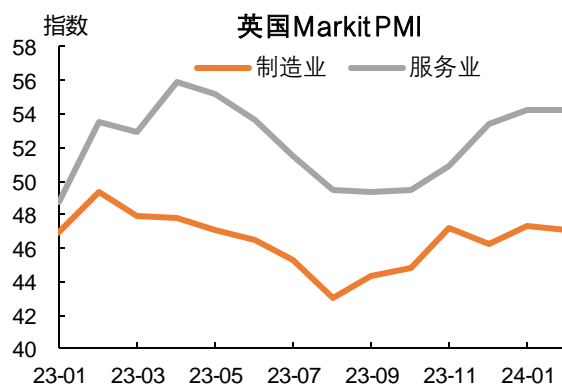
**欧元区、英国 2 月制造业 PMI 超预期回落，而服务业 PMI 均好于预期。**2 月 22 日，标普全球公布的报告显示，欧元区 2 月制造业 PMI 从 1 月的 46.6 滑落至 46.1，逊于预期值 47，显示欧元区制造业的低迷在本月进一步加深，自 2022 年 7 月以来，欧元区制造业 PMI 一直低于 50；服务业则从 48.5 跃升至 50，远超预期值 48.8，结束持续 6 个月的萎缩；综合 PMI 由 47.9 升至 48.9，略高于预期值 48.5，为连续第 9 个月处于荣枯线下。英国 2 月制造业 PMI 为 47.1，创三个月高点，前值为 47.0，预期 47.5；2 月服务业 PMI 为 54.3，前值为 54.3，预期 54.1。

图表7 欧元区制造业 PMI 回落，服务业 PMI 上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 英国制造业 PMI 回落，服务业 PMI 持平



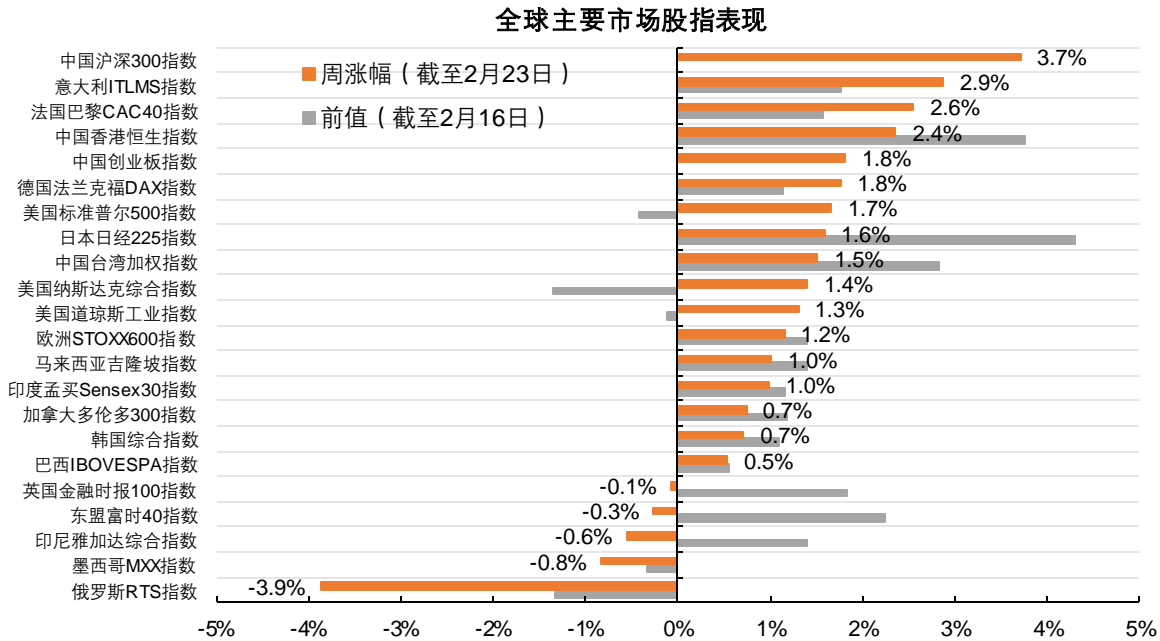
资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 二、全球大类资产

### 2.1 股市：日股创新高

近一周（截至 2 月 23 日），全球股市多数上涨，日股首次突破历史，美股道指、标普续创新高。美国方面，纳斯达克综指、标普 500 指数和道琼斯工业指数整周分别上涨 1.4%、1.7%和 1.3%。宏观层面，美联储降息预期仍在推迟，限制了科技股涨幅，但经济前景仍然乐观，为股市的积极表现铺路。微观层面，2 月 22 日，英伟达业绩靓丽，股价当日涨超 16%，令标普 500 指数创 2023 年 1 月以来的最佳单日表现，纳指也录得近一年来的最大单日涨幅；2 月 23 日盘中，英伟达市值短暂突破 2 万亿美元大关，从 1 万亿到 2 万亿仅用了八个月。欧洲方面，欧洲 STOXX600 指数整周上涨 1.2%，也刷新历史新高。亚洲方面，日本日经 225 整周上涨 1.6%，站上 39000 点大关，首次突破 1989 年历史高位的 38957.44 点。我们在报告《全球比较框架下，再谈日股优势》中指出，今年以来，日股在“全球比较”中又一次脱颖而出，并非偶然。相较 2023 年二季度，当下海外流动性环境更佳，日本经济“摆脱通缩”的概率上升，日本资本市场改革也由起步观察阶段进入到加速落地阶段。我们目前仍认为，日股具备中长期配置价值。

图表9 全球股市多数上涨

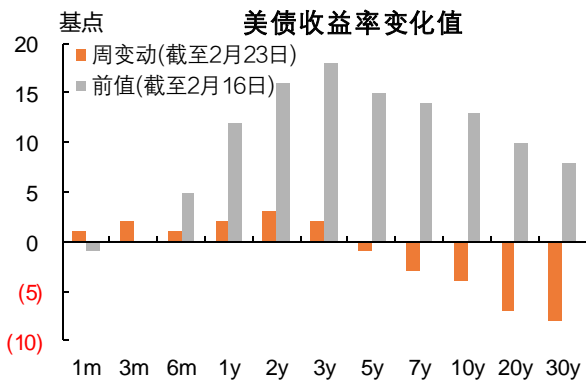


资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 2.2 债市：中长期美债利率回落

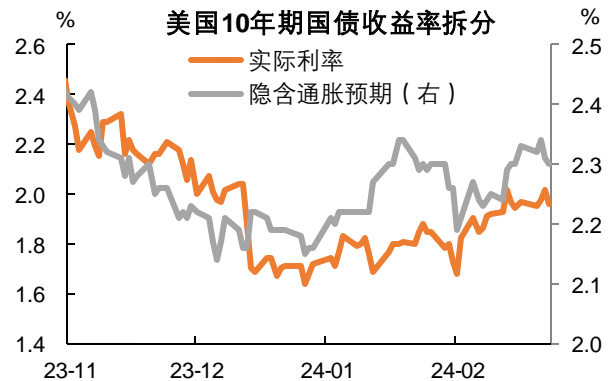
近一周（截至2月23日），5年期及以上美债利率回落，1年期及以上美债利率上升。10年美债收益率下跌4BP至4.26%，10年TIPS利率（实际利率）整周下跌1BP至1.96%，隐含通胀预期整周下跌3BP至2.30%。尽管市场的降息预期仍在推迟，但是市场对远期利率上行的空间出现分歧。我们认为，近期除了降息预期的修正外，美债供需前景，以及“股债跷跷板”效应，可能也在影响美债利率；但无论如何，政策利率走向仍是今年美债的核心定价因素，美债利率有望在降息预期稳定后逐步回落（参考报告《美联储1月会议纪要后的三个问题》）。

图表10 5年期及以上美债利率回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 10年美债实际利率和通胀预期小幅下行

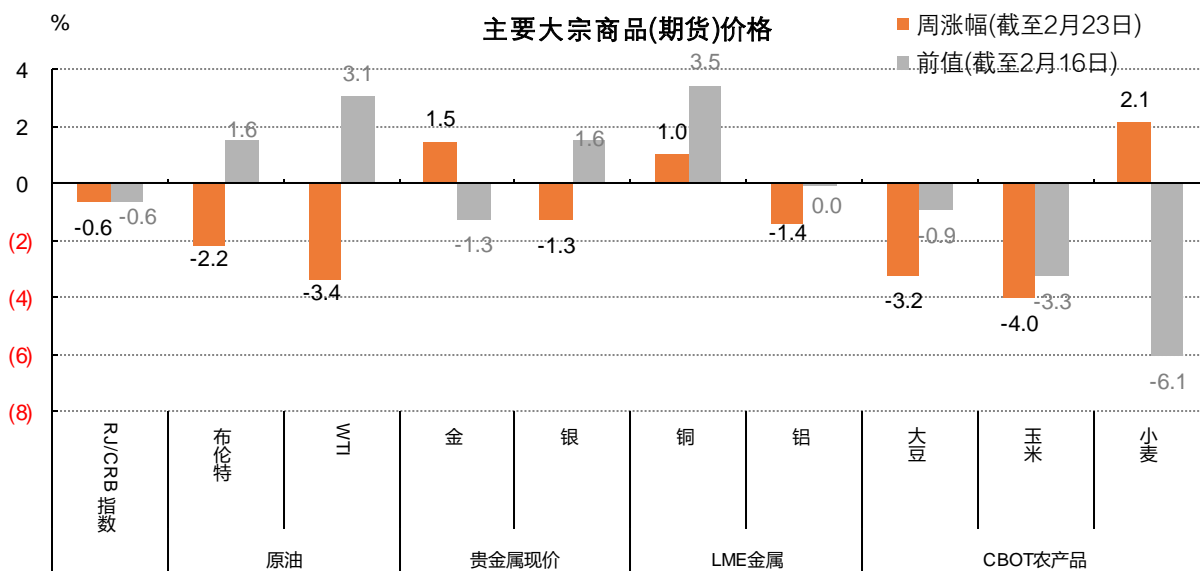


资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 2.3 商品：油价回调

近一周（截至2月23日），油价回调，金价反弹，不同商品价格表现分化。原油方面，布伦特原油整周下跌2.2%，至81.6美元/桶；WTI原油整周下跌3.4%，至76.5美元/桶。需求方面，美联储降息预期降温，或令部分投资者更加担忧高利率对经济的负面影响；供给方面，截至2月16日当周，美国商业原油库存累库351.4万桶，虽然累库但幅度不及预期，主要由于净进口量的下降。贵金属方面，金价整周上涨1.5%，银价整周下跌1.3%。金属方面，LME铜、铝价整周分别上涨1.0%、下跌1.4%。农产品方面，CBOT大豆、玉米和小麦整周分别下跌3.2%、下跌4%和上涨2.1%。

图表12 油价回调，金价反弹

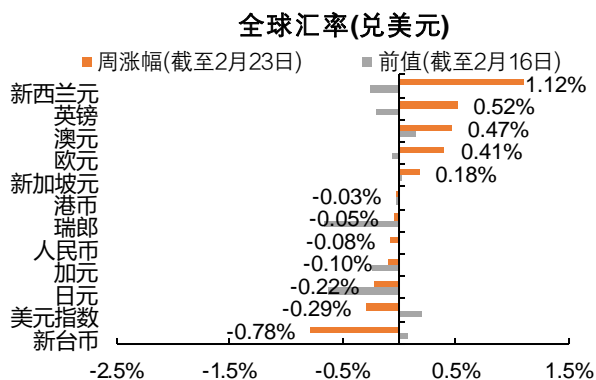


资料来源：Wind, 平安证券研究所

## 2.4 外汇：美元指数回落

近一周（截至2月23日），美元指数整周下跌0.29%，回落至104以下；英镑和欧元升值，日元仍走贬。虽然美国降息预期有所推迟，但欧央行和英国央行也谨慎对待降息，且英国和欧元区制造业PMI表现好于预期，令英镑和欧元走强。日本方面，近期经济数据不佳，市场对日银转向的预期或出现下降，日元维持弱势。

图表13 英镑、欧元等走强，日元仍走贬



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表14 美元指数回落至104以下



资料来源：Wind, 平安证券研究所

**风险提示：**美国经济和通胀超预期上行，美联储降息预期超预期推迟，国际金融风险超预期上升等。

## 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