

全球市场观察

美国政策急收，中国政策慢放

美联储面对控通胀的政治压力，加速收紧政策，冲击全球市场，过去两年美元大放水期间涨幅较大资产面临更大回调压力。中国因率先收紧政策和疫情反复而承受房地产压力和消费疲弱，经济二次下行，政策再度转向宽松，但政策宽松仍显迟缓，短期内不足以快速稳定经济，难以对冲美国政策紧缩对全球市场的溢出效应。全球市场面对美国政策急收和中国政策慢放的局面，等待美国政策紧缩步伐、通胀下行时点和中国经济宽松演进、经济企稳时点。

国际市场

- **货币市场**：疫情降低劳动力流动性，部分大龄劳工、家庭主妇和外来移民退出市场，劳工短缺持续推升通胀，主要央行和政府面临控通胀政治压力。美联储加速收紧政策，更多央行料将追随，国际流动性迎来拐点，长端利率已先上升。
- **债券市场**：美国国债利率仍有上升空间，收益率曲线或先陡后平，加息前中长期利率上升最快，加息后短期利率加速抬升。美国实体和国际市场融资成本逐步上升，部分新兴市场或出现新一轮动荡。
- **外汇市场**：中美率先修复经济和收紧政策推动 G2 货币先后走强。短期内美联储加速紧缩支撑美元偏强，部分新兴市场货币仍有动荡，但 G2 之外地区经济有更大修复空间、开启紧缩后汇率或有反复，不同货币仍将分化。
- **股票市场**：美股对政策紧缩因素反应后，因盈利强劲料将迎来反弹，但通胀居高和紧缩加码的可能性隐藏经济衰退和股市更大幅度调整的风险。回避过去两年美元大放水期间涨幅巨大板块，选择盈利增长和估值优势作为安全垫。
- **大宗商品**：由于美国政策紧缩、中国投资疲弱和供应链修复，商品通胀将逐步下行，但不同商品表现将有分化。

中国市场

- **货币市场**：短期拆借利率基本平稳，未有趋势性下降。在信用扩张受阻和经济尚未企稳情况下，流动性宽松仍需加码。市场对降息有预期，但降准和定向信贷宽松的可能性更大。
- **债券市场**：国债收益率下降反映经济下行预期，短端利率降幅较大因市场预期降息但宽松持续时间仍不确定。信用风险趋于下降，但企业债融资受资本支出需求疲弱制约，政府加快债券发行引领信用恢复与社融反弹。
- **外汇市场**：人民币汇率强于经济基本面和利差变化，或因巨额贸易顺差和债市开放吸引大量外汇流入。但随着中美利差加速下降，未来人民币或由强转弱。
- **股票市场**：A 股对央行降息和喊话反应平淡，投资者信心依然较弱，担心宽信用受阻、经济重启不定、政策转向不彻底和美元流动性紧缩，市场静待政策氛围进一步向好和宽信用的实际效果。

香港市场

- **货币市场**：在联系汇率机制下，港币利率将随美元升息而上升，本地因素和内地货币政策宽松或暂时延缓港币利率随美元利率上升过程。
- **股票市场**：港股市场短期内仍受到美联储政策紧缩和内地经济疲弱的压制，但随着内地政策向好、经济见底和低估优势显现，港股具备明显修复空间，全年相对表现料超越全球同业。

叶丙南, Ph.D
(852) 3761 8967
yebingnan@cmbi.com.hk

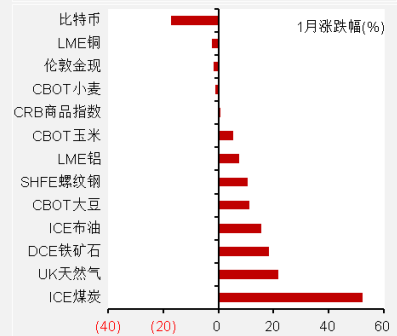
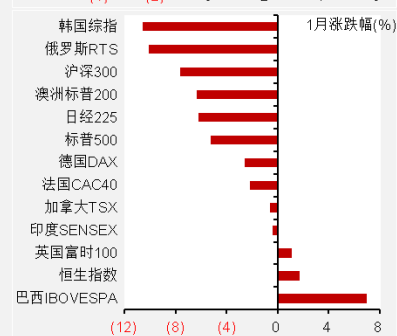
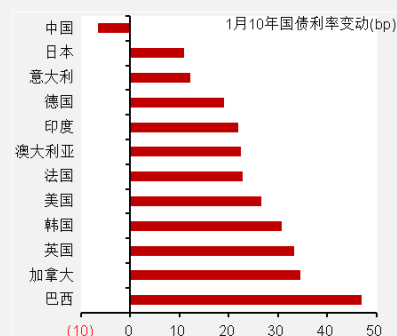


图 1: 全球市场年度表现

(%)		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022YTD
货币市场 (隔夜/7 天利率)	美元	0.15	0.17	0.08	0.09	0.27	0.69	1.43	2.38	1.54	0.08	0.06	0.08
	欧元	0.63	0.13	0.45	0.14	-0.13	-0.33	-0.35	-0.36	-0.45	-0.50	-0.51	0.00
	日元	0.13	0.13	0.11	0.11	0.11	0.01	0.00	-0.00	0.01	0.01	0.01	-0.00
	英镑	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.25	0.50	0.75	0.75	0.10	0.25	0.25
	加元	0.99	0.99	0.97	0.99	0.55	0.49	1.00	1.82	1.78	0.20	0.10	0.18
	澳元	4.25	3.00	2.50	2.50	2.00	1.50	1.50	1.50	0.75	0.04	0.04	0.05
	人民币				0.00	2.32	2.59	3.09	3.04	2.65	2.46	2.29	2.21
	印度	8.56	8.29	8.97	8.70	6.82	6.26	5.85	6.56	4.75	2.93	3.45	3.30
债券市场 (10 年国债利率)	美国	1.9	1.8	3.0	2.2	2.3	2.5	2.4	2.7	1.9	0.9	1.5	1.8
	欧元区	2.6	1.7	2.2	0.6	0.8	0.3	0.5	0.3	-0.1	-0.6	-0.2	-0.1
	日本	1.0	0.8	0.7	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.1	0.1
	英国	2.1	1.8	3.0	1.8	2.0	1.3	1.3	1.3	0.9	0.3	1.0	1.2
	加拿大	1.9	1.8	2.8	1.8	1.4	1.7	2.0	2.0	1.7	0.7	1.4	1.7
	澳大利亚	3.7	3.3	4.2	2.8	2.9	2.8	2.6	2.3	1.4	1.0	1.7	1.8
	中国	3.4	3.6	4.6	3.6	2.8	3.0	3.9	3.2	3.1	3.1	2.8	2.8
	印度	8.6	8.0	8.8	7.9	7.8	6.5	7.3	7.4	6.6	5.9	6.5	6.6
外汇市场 (升值/贬值率)	美元指数	1.6	-0.6	0.6	12.6	9.3	3.7	-9.9	4.1	0.4	-6.7	6.7	-0.8
	欧元	-3.2	1.9	4.2	-12.0	-10.3	-3.1	14.1	-4.5	-2.2	8.9	-6.9	0.4
	日元	5.5	-11.3	-17.6	-12.0	-0.4	2.7	3.8	2.8	0.8	5.2	-10.3	0.8
	英镑	-0.4	4.6	1.9	-5.9	-5.4	-16.1	9.3	-5.5	4.0	3.0	-1.0	1.1
	加元	-2.3	2.9	-6.6	-8.6	-16.0	2.9	6.8	-7.7	5.1	1.9	0.7	0.7
	澳元	-0.2	1.8	-14.3	-8.4	-10.7	-1.2	8.3	-9.6	-0.4	9.6	-5.5	-0.7
	人民币	4.7	1.0	2.9	-2.4	-4.5	-6.6	6.7	-5.2	-1.4	6.5	2.6	0.5
	印度卢比	-15.9	-2.8	-11.5	-2.3	-4.5	-2.4	6.3	-8.4	-2.1	-2.4	-1.7	0.0
股票市场 (涨跌幅)	巴西雷亚尔	-11.2	-8.2	-12.8	-11.8	-32.0	19.8	-1.5	-14.6	-3.9	-22.4	-6.9	0.8
	美国标普 500	0.0	13.4	29.6	11.4	-0.7	9.5	19.4	-6.2	28.9	16.3	26.9	-4.6
	德国 DAX	-14.7	29.1	25.5	2.7	9.6	6.9	12.5	-18.3	25.5	3.5	15.8	-1.7
	法国 CAC40	-17.0	15.2	18.0	-0.5	8.5	4.9	9.3	-11.0	26.4	-7.1	28.9	-0.7
	英国 FTSE100	-5.6	5.8	14.4	-2.7	-4.9	14.4	7.6	-12.5	12.1	-14.3	14.3	2.0
	加拿大 TSX	-11.1	4.0	9.6	7.4	-11.1	17.5	6.0	-11.6	19.1	2.2	21.7	0.5
	澳洲标普 200	-14.5	14.6	15.1	1.1	-2.1	7.0	7.0	-6.9	18.4	-1.5	13.0	-4.8
	日经 225	-17.3	22.9	56.7	7.1	9.1	0.4	19.1	-12.1	18.2	16.0	4.9	-4.4
商品市场 (涨跌幅)	沪深 300	-25.0	7.6	-7.6	51.7	5.6	-11.3	21.8	-25.3	36.1	27.2	-5.2	-7.6
	恒生指数	-20.0	22.9	2.9	1.3	-7.2	0.4	36.0	-13.6	9.1	-3.4	-14.1	1.7
	印度 ENSEX30	-24.6	25.7	9.0	29.9	-5.0	1.9	27.9	5.9	14.4	15.8	22.0	2.2
	巴西 BOVESPA	-18.1	7.4	-15.5	-2.9	-13.3	38.9	26.9	15.0	31.6	2.9	-11.9	8.0
	CRB 指数	-8.3	-3.4	-5.0	-17.9	-23.3	9.2	0.7	-12.4	9.4	-9.7	38.5	10.5
	ICE 布油	12.8	4.4	-0.3	-47.3	-35.0	49.4	17.4	-18.7	21.9	-21.7	50.7	14.6
	ICE 鹿特丹煤炭	-11.4	-17.7	-10.8	-18.3	-27.4	87.7	5.1	-9.1	-37.3	27.7	73.9	42.9
	LME 铜	-22.0	5.1	-7.2	-14.8	-25.4	17.6	31.7	-18.6	4.3	25.7	25.8	-0.3
商品市场 (涨跌幅)	LME 铝	-18.8	2.5	-12.9	3.3	-19.3	12.5	34.2	-18.2	-2.7	9.8	42.0	7.9
	SHFE 螺纹钢	-12.5	-5.3	-10.5	-27.3	-31.2	60.7	32.3	-10.3	4.8	22.9	-1.7	11.9
	CBOT 小麦	-17.6	19.1	-22.5	-2.2	-20.3	-13.0	4.5	17.7	11.2	14.7	20.0	-0.1
	CBOT 大豆	-13.9	16.7	-8.4	-20.8	-15.5	16.6	-4.6	-7.0	6.9	37.0	2.3	14.2
	伦敦金现	10.1	7.1	-28.0	-1.8	-10.4	8.5	13.2	-1.6	18.3	25.1	-3.6	-1.5
	比特币						48.0	1324.2	-73.4	94.1	304.6	59.4	-16.2

资料来源: Bloomberg, CMBIS

目录

一、国际市场	4
1. 货币市场	4
国际货币流动性迎来拐点	4
美联储加速紧缩三个步骤	4
2. 债券市场	6
美债利率仍有上升空间，收益率曲线或先陡后平	6
实体部门和国际市场融资成本上升	7
3. 外汇市场	9
美元短期偏强，中期或有反复	9
非美货币分化，部分新兴市场货币仍有动荡	10
4. 股票市场	11
美股或很快迎来反弹，但中期面临通胀不下和紧缩加码风险	11
盈利增长与估值优势是抵御美元加息的安全垫	12
5. 大宗商品	13
商品价格再次攀升	13
商品通胀将逐步下行	13
二、中国市场	15
1. 货币市场	15
货币市场利率基本平稳但未趋势性下行	15
流动性宽松仍需加码	15
2. 债券市场	17
国债收益率下降反映经济下行预期	17
信用风险趋于下降，债券融资引领社融反弹	17
3. 外汇市场	18
人民币汇率强于经济基本面	18
未来人民币可能转弱	19
4. 股票市场	20
市场信心依然较弱	20
静待政策氛围进一步好转与宽信用实际效果	20
三、香港市场	22
1. 货币市场	22
港币利率将随美元升息而上升	22
中国货币宽松或部分对冲美元升息影响	22
2. 股票市场	23
行业涨跌分化	23
四大影响因素	24

一、国际市场

1. 货币市场

随着美联储加速收紧政策，国际货币流动性迎来拐点。美联储正面临控制通胀的政治压力，劳工短缺或持续推升通胀，强化美联储鹰派立场。美联储政策紧缩包括削减资产购买、加息和缩表。越来越多央行转向控制通胀，开始收紧政策。

国际货币流动性迎来拐点

随着美联储开始收紧政策，国际货币流动性将逐渐迎来拐点，因美元作为主导性国际货币，其利率水平决定国际货币流动性状况。美联储官员点阵图预测中值显示今年将加息 3 次至 0.88%，联邦基金利率期货和 OIS 隐含利率显示市场预期今年加息 5 次至 1.25%。

美联储正面临控制通胀的政治压力，美国社会和国会关注焦点已从失业转向通胀。美国经济在 2021 年加速修复，第四季度 GDP 两年平均增速升至 1.6%，进一步趋近 2% 的潜在增速。美国失业率大幅下降，2021 年 12 月降至 3.9%，已低于美联储官员对长期均衡失业率的估计中值（4% 左右）。美国核心 PCE 通胀在 2021 年 12 月达到 4.9%，连续 9 个月大幅超过美联储 2% 的通胀目标，以 10 年盈亏平衡通胀率衡量的通胀预期领先通胀率大约 3 个月，已连续 13 个月超过美联储的通胀目标，2021 年 1 月以来降幅微小仍在 2.4% 左右，显示市场预期通胀率短期内难以显著下降。

美联储意识到通胀可能持续的风险，已放弃通胀“暂时性”的观点。“通胀暂时性”的判断依赖三个条件：一是疫情导致的供应短缺问题很快解决，二是过热的商品需求逐步下降并回归常态，三是通胀预期稳定在低水平。但供应短缺持续时间远超预期，最初是原材料、运输服务短缺和交货延迟，现在是劳工短缺，因疫情导致大龄劳动者、家庭主妇和外来移民较长时间退出劳动力市场，劳动参与率回升极为缓慢。由于服务业对劳工成本最敏感，劳工短缺可能持续推升服务业通胀。商品需求从过热状态回归常态，需要宏观政策回归正常，目前美国货币政策状态依然极度宽松。通胀预期比较稳定，但处于高位，较高通胀预期长时间持续又会推升要素成本和实际通胀。

美联储主席鲍威尔去年获得白宫连任提名后快速完成由鸽派向鹰派的转变。鲍威尔 11 月底在国会作证时，一改往日与市场提前沟通做法，放弃之前反复提及的“通胀暂时性”判断，释放可能加快收紧政策的信号，完成了由鸽派向鹰派的转变。美联储官员在 2021 年 12 月会议上强化鹰派立场，对 2022 年加息幅度的估计中值升至 75 个基点。美联储在 2022 年 1 月会议上提出包括加速削减资产购买、尽快加息和计划缩表的政策紧缩组合。

越来越多央行追随美联储转向控制通胀，开始收紧货币政策。英国央行去年 12 月加息 15 个基点后，今年 2 月 3 日再次加息 25 个基点，近半数委员希望更大幅度加息，市场预计 5 月份利率可能升至 1%。随着欧元区通胀率创历史新高，欧央行也不得不放弃“通胀暂时性”的说法，货币市场押注欧央行年内将加息 25 个基点，明年存款便利利率转正。

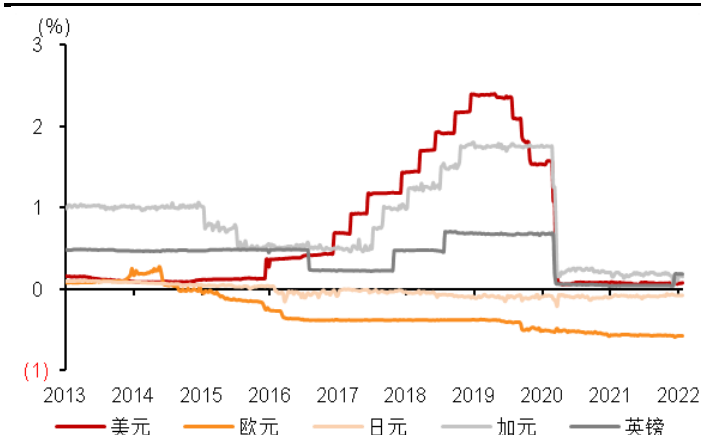
美联储加速紧缩三个步骤

(1) 加速削减资产购买，至 2022 年 3 月停止资产购买。

(2) 尽快加息。美联储最早可能在 3 月会议上宣布首次加息。美联储官员平均预计 2022-2024 年分别加息 3、3、2 次，长期均衡利率在 2.5% 左右，但市场预计 2022-2023 年分别加息 5、2 次，2024 年停止加息，因前面两年需要快速遏制通胀，后面一年又需要呵护就业与增长。动态来看，加息的频次和幅度取决于美国通胀压力和经济韧性，加息峰值是否超过 2.5% 取决于是否需要在某段时期实施偏紧的政策来遏制通胀。

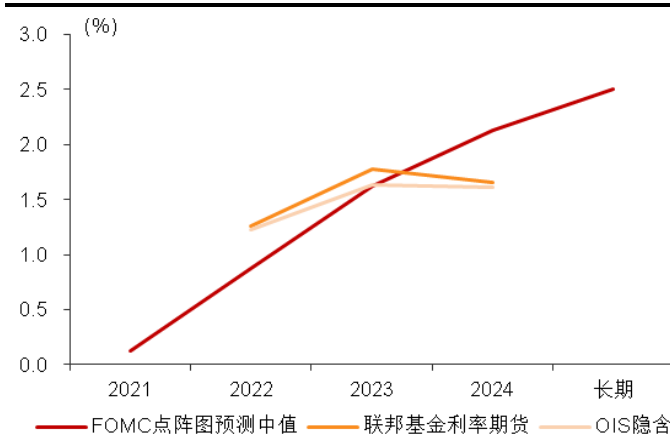
(3) 计划缩表。缩表原则包括：调整联邦基金目标利率是改变政策立场主要工具；缩表时间和节奏根据最大化就业和物价稳定目标确定，将在加息周期启动后开始；主要通过调整持有证券本金再投资规模这种更可测方式进行，最终仍会持有一定规模债券以便在充裕准备金条件下有效实施货币政策，最终持有债券主要是政府债券，从而将持有债券对信贷资源分配的影响降至最低。总体来看，美联储缩表将采取渐进方式，以降低对市场影响。

图 2: 国际货币隔夜/7 天拆借利率



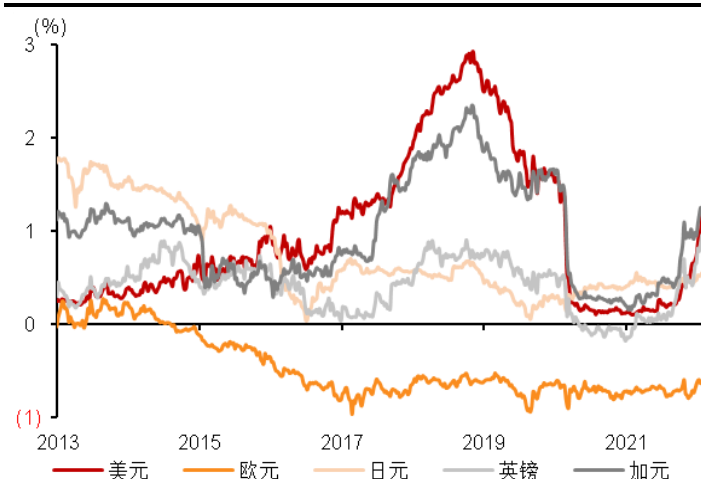
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 3: 美联储和市场对美元加息路径预期



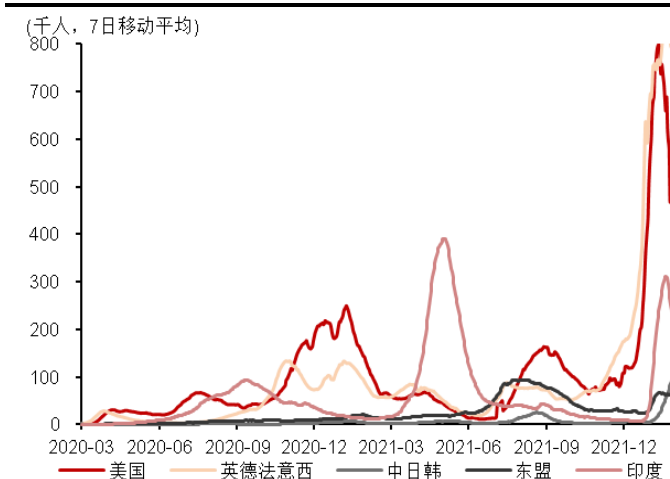
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 4: 2 年期国债收益率反映主要央行加息预期



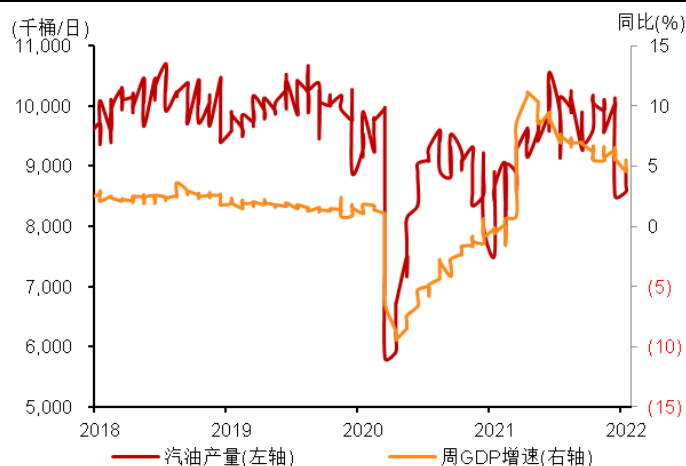
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 5: 主要经济体新冠肺炎新增病例数



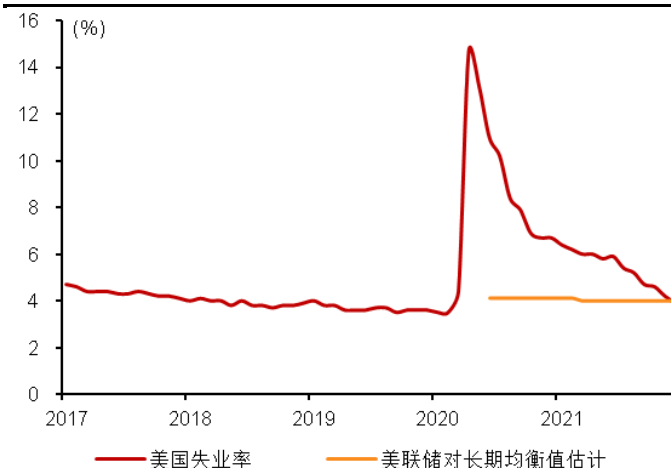
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 6: 美国经济修复小幅放缓



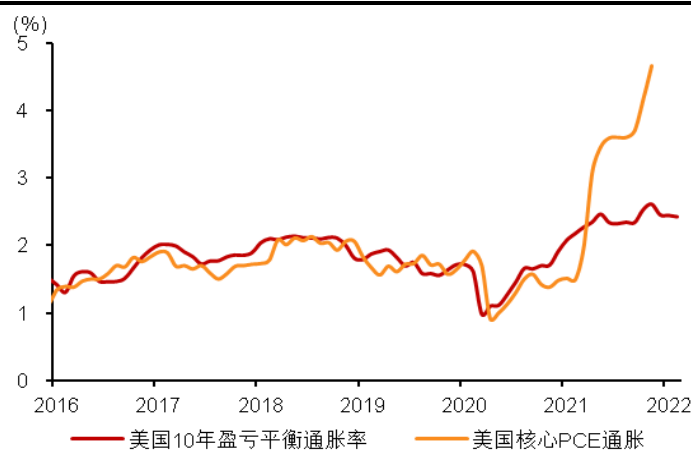
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 7: 美国失业率已降至长期均衡值以下



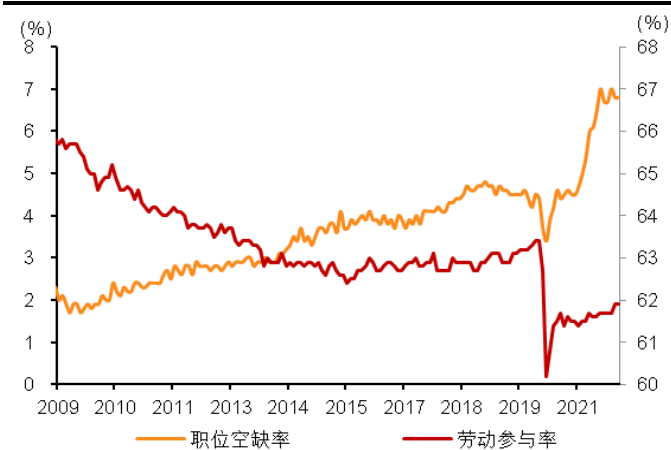
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 8: 美联储和白宫面临控制通胀的政治压力



资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 9: 美国劳工短缺或持续推升服务业通胀



资料来源: Bloomberg, CMBIS

2. 债券市场

美国国债利率仍有上升空间，因经济延续修复、通胀居高和货币政策收紧。美国国债收益率曲线或先陡后平，经济强劲与政策紧缩预期推动收益率曲线陡峭化，加息周期中收益率曲线逐步平坦化，缩表促进收益率曲线更加陡峭。美国国债利率上升将推升国内实体部门和国际市场的融资成本，可能引发部分新兴市场新一轮动荡。

美债利率仍有上升空间，收益率曲线或先陡后平

美国债券利率仍有上升空间，因经济延续修复、通胀居高和货币政策收紧。短期债券利率主要受货币市场流动性影响，将随着加息周期到来和流动性收紧而逐步上升。中长期债券利率变化与名义 GDP 潜在增速趋势一致，但受美联储政策的影响，包含对未来经济周期和政策变化的预期。美国名义 GDP 潜在增速在 2021 年第二季度和第四季度达到 5% 以上，2022 年将有所下降，但因宏观政策依然偏松，经济延续修复，进一步趋近潜在增速，劳工短缺或持续推升通胀，名义 GDP 实际增速仍有上升空间，美联储或加快收紧货币政策，逐

步削減对中长期利率的压制。据估计，美联储在次贷危机后三轮 QE 中累计购买资产 3.5 万亿美元压低 10 年期国债利率约 1.25 个百分点，在应对疫情冲击 QE 中累计购买资产 5 万亿美元压低 10 年期国债利率约 2.5 个百分点。如果美联储反向缩表与正向扩表对利率影响幅度具有对称性，那么假设其他条件不变，美联储缩表 5000-7000 亿美元将推升美国中长期利率约 0.25 个百分点。

美国国债收益率曲线或先陡后平，中期利率上升最快，其次是长期利率，最后是短期利率。在加息周期开启之前，政策紧缩信号已开始推升中长期利率，中长期利率包含对未来短期利率的预期。中期利率因包含的远期期限与未来加息周期（2-3 年）重叠度最高而上升最快，长期利率因隐含的远期期限更长包括加息周期之后伴随经济下行而来的降息周期，上升幅度不及中期利率。据统计，去年第四季度以来美国 2 年期国债收益率累计上升 90 个基点，而 10 年期国债收益率上升 34 个基点。在加息周期启动之后，短期利率将随政策利率不断上升，中期利率仍有一定上升空间，但因已提前反映加息预期而升幅不及短期利率，长期利率上升幅度更小，因不断加息增加未来经济下行风险和再度降息的可能性，收益率曲线开始趋向平坦化。

美联储对缩表与加息政策组合的选择也会影响收益率曲线。不同于加息周期推动收益率曲线平坦化，缩表主要消除 QE 对中长期利率的压制，倾向于推动收益率曲线陡峭化。例如，堪萨斯城联储主席乔治主张美联储可以更多依靠收缩资产负债表来减少加息的激进程度，避免收益率曲线过度平坦化，降低对金融机构激励机制扭曲和金融脆弱性风险。

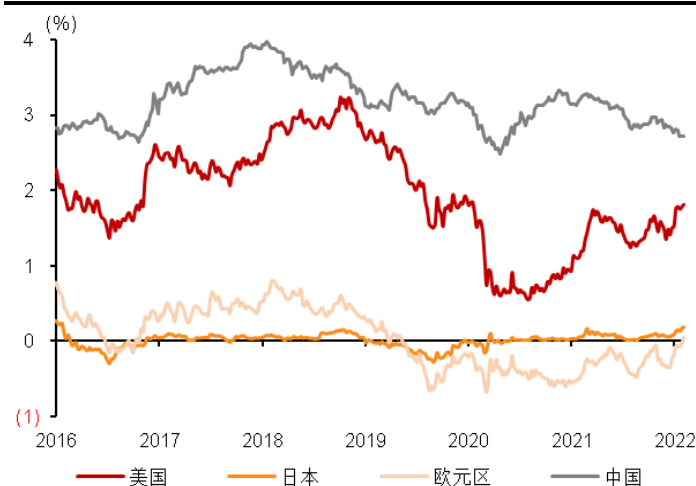
实体部门和国际市场融资成本上升

美国国债利率上升意味着政府融资成本上升，对扩张性财政政策的约束增加。为应对疫情冲击，美国政府实施大规模财政刺激，美国联邦政府债务/GDP 比例由 2019 年末的 108% 大幅升至 2021 年上半年末的 130% 以上，但由于低利率环境，联邦政府债务利息支出/GDP 比例保持在不到 1.5% 的历史低位水平。随着国债利率上升，政府融资成本抬升，对财政扩张的制约增加。

美国国债利率作为无风险利率是金融市场定价的基准，国债利率上升已推升长期信用债、按揭贷款等私人部门融资成本。随着加息周期到来，私人部门短期融资成本也将逐步上升。短期内，由于美国经济延续修复，企业盈利基本面强劲，企业信用利差仍在低位水平。但随着货币政策持续收紧到达某个临界点之后，投资者将开始关注经济下行和企业信用风险，信用利差可能开始逐步上升。

美国国债利率上升将推升国际市场融资成本，或引发部分新兴市场新一轮动荡，因美国国债利率被视为国际市场无风险利率，是国际市场定价的基准。从历史经验来看，美元加息将推升新兴市场政府和私人部门融资成本，对基本面脆弱且高度依赖国际资本的经济体冲击较大。此轮美元加息与中国经济疲弱相遇，势必引发部分新兴市场新一轮动荡。据国际金融协会调查，受美联储政策紧缩和地缘政治冲突影响，2022 年 1 月国际投资者从大部分新兴市场撤出资金，除中国债市和拉美股市分别吸引 90 亿美元和 65 亿美元净流入外，其他新兴市场整体出现 144 亿美元证券投资净流出。

图 10: 四大经济体 10 年国债收益率



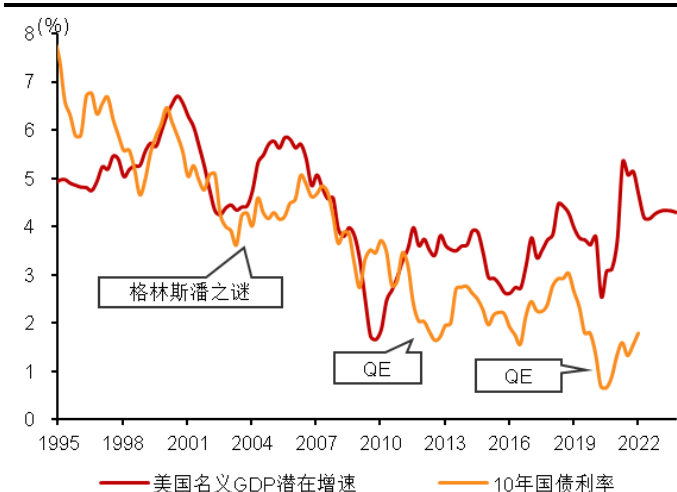
资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 11: 新兴市场 10 年国债收益率



资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 12: 美国 10 年国债收益率反映名义 GDP 潜在增速



资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 13: 三大央行资产负债表规模



资料来源: Bloomberg, CMBIS

图 14: 美国疫情期间财政刺激逐渐到期



图 15: 四大经济体 M2 增速



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37107

