平安证券

宏观深度报告

海外经济金融十大新变化

证券分析师

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

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号 S1060120100009 ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号 S1060120120052 FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

平安观点：

2022 年以来，欧洲大陆的地缘冲突触发全球避险情绪，国际经济和金融市场陡然生变。本篇报告在前期研究基础上，总结国际经济与市场的十大新变化。

- **一、美欧经济迎“开门红”。**美欧经济较快摆脱疫情影响，美欧经济解封加速。2022 年开年以来的经济数据显示，美国经济基本面运行良好，面对奥密克戎冲击的韧性超过预期。最新纽约联储 WEI 指数显示，今年 1 季度美国实际 GDP 同比或达 5%以上，高于 IMF 预测的全年经济增速的 4%。
- **二、全球通胀风险再升。**近期全球性通胀压力主要源于三个方面：能源价格、食品价格和国际运价。美国通胀形势仍然严峻，通胀预期反弹，3 月 7 日，美国 5 年 TIPS 隐含通胀预期升至 3.29%，再创历史新高。
- **三、美国经济前景“蒙尘”。**首先，美国通胀对经济增长的抑制作用放大。其次，美国服务消费的增长趋势不及预期、增长空间或不足。美国居民储蓄率已快速回落至 6.4%、低于疫情前水平。最后，美国财政紧缩节奏较快，中长期财政计划阻力加大。当前美国经济已有“过热”之嫌，美国政府债务可持续性更受质疑，且地缘政治局势或分散拜登推动财政计划的精力。
- **四、欧洲经济更显脆弱。**欧盟对俄罗斯商品进口依赖度较高，欧俄贸易往来明显比美俄更加紧密。尤其是，欧元区能源对俄罗斯进口依赖性强，包括 40%的天然气和 27%的石油进口。如果地缘冲突升级，欧元区原本狭小的财政空间将更受挤压。欧元资产配置需更谨慎。
- **五、美联储更难“软着陆”。**地缘冲突后的金融市场更加波动，美债期限利差更快收窄，美联储短期更不宜激进加息，3 月或仅加息 25bp。但美国中期通胀压力上升，美联储或需采取更积极的行动遏制通胀，可能单次加息 50bp。但如果美国经济因加息而紧缩，美联储或需暂缓加息进程。
- **六、美股波动风险加大。**今年以来截至 3 月 8 日，美股标普 500 指数累跌 12.5%，美股 VIX 指数上扬。不过，在经历本轮调整后，目前美股估值水平更趋合理。截至 3 月 4 日当周，标普 500 市盈率（TTM）处于近十年历史分位的 45%；风险溢价水平接近 3%，处于近十年历史分位的 72%。超额 CAPE 收益率在 2 月仍高达 2.9%。美股深度调整信号尚不明确。
- **七、美债期限利差缩窄。**截至 3 月 8 日，10 年美债利率回落至 1.86%、实际利率大幅回落至-1.04%，10 年与 2 年美债期限利差收窄至 23bp。10 年美债利率承压，因避险需求、美国中期经济前景“蒙尘”等。往后看，需关注 10 年和 2 年美债期限利差“倒挂”风险。此外，美联储缩表或难显著增加国债市场供给，继而对美债长端利率的影响或有限。

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。

- **八、油价急涨续创新高。**3 月 7 日，布伦特原油期货价盘中升破 130 美元/桶。往后看，预计油价至少在一个季度内难以降温。首先，地缘冲突具有高度复杂性和不可预测性，难言市场定价已经充分。其次，原油供不应求的格局短期难以反转。美国油企增加钻机后需要大约 4 个月左右才能实际释放产量。美伊谈判的结果、以及伊朗原油出口能否有效替代俄罗斯出口，仍有不确定性。1980 年以来伊朗石油出口最高 250 万桶/日，而 2005 年以来俄罗斯石油出口约 500 万桶/日。

- **九、黄金走强逻辑强化。**3 月 8 日，国际金价升破 2000 美元/盎司。当前黄金走强逻辑不断强化：1）避险属性，受地缘冲突、全球经济和通胀的不确定性而激发。2）通胀保值属性，在国际油价冲高、通胀预期上升时得以凸显。3）黄金较美债更有配置价值。今年以来，10 年美债实际利率仍处于-0.5%以下历史低位、且近期加速回落。4）黄金较数字货币更有配置价值。近期比特币单价徘徊于 4 万美元附近，明显低于 2021 年 6.7 万美元的历史高点。

- **十、美元获得更多支撑。**3 月 7 日，美元指数站上 99 关口。美元指数短期获得更多支撑，因避险需求上升、美国经济相对于欧洲更具韧性。往后看，未来 1-2 个月美元指数或维持高位震荡。但如果市场充分计入加息预期、且政策落地后对美国经济逐渐产生紧缩效果，美元就可能承受走弱的压力。此外，本轮人民币的避险价值凸显，或一定程度上弱化美元的避险价值。人民币在 SWIFT 系统中的市场份额已超越传统避险货币日元。

- **风险提示：**

  1）国际地缘冲突演化或超预期，继而主要宏观假设或发生重大变化。
  2）海外通胀走势或超预期，海外“滞胀”风险上升。
  3）海外金融市场稳定性存在隐患，海外金融资产投资存在风险。
  4）原油市场走势不确定，围绕俄罗斯的经济制裁走向存变数，伊朗原油出口释放及其引发欧佩克增产存在可能。
  5）国际地缘冲突或迅速降温，继而黄金、美元等避险类资产价格或出现调整。
  6）美联储等海外央行货币政策紧缩力度或超预期，海外经济与市场或受较大冲击。

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。

正文目录

一、 美欧经济迎“开门红”.....6
二、 全球通胀风险再升.....7
三、 美国经济前景“蒙尘”.....8
四、 欧洲经济更显脆弱.....9
五、 美联储更难“软着陆”.....10
六、 美股波动风险加大.....11
七、 美债期限利差缩窄.....12
八、 油价急涨续创新高.....13
九、 黄金走强逻辑强化.....14
十、 美元获得更多支撑.....15

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。

图表目录

图表 1 美欧防疫“严格指数”显著回落 6
图表 2 全球商业航班数量明显回升 6
图表 3 美国 1 月零售销售超预期回暖 7
图表 4 最新 WEI 显示美国一季度 GDP 增速或超 5% 7
图表 5 2022 年以来全球能源价格持续蹿升 8
图表 6 2022 年以来全球食品价格较快上涨 8
图表 7 2022 年以来国际运价仍处历史高位 8
图表 8 近期美国通胀预期反弹 8
图表 9 美国通胀急涨往往抑制居民消费信心 9
图表 10 美国消费结构更加“扭曲”，服务消费势头较弱 9
图表 11 美国居民储蓄率已低于新冠疫情前水平 9
图表 12 美国财政支出快速下降 9
图表 13 欧盟对俄商品进口依赖度较高 10
图表 14 欧俄贸易往来明显比美俄更加紧密 10
图表 15 欧盟 28 国自俄罗斯的能源品进口量较大 10
图表 16 新冠疫情以来欧元区债务压力显著攀升 10
图表 17 3 月 7 日市场预计美联储年内加息 148bp 11
图表 18 市场对美联储加息预期先升温后降温 11
图表 19 2021 年 12 月以来 EPU 和 VIX 同步走高 11
图表 20 美股估值低于近十年历史分位 50% 11
图表 21 美股风险溢价水平接近“机会值” 12
图表 22 美股超额 CAPE 收益率仍有 2.9% 12
图表 23 避险情绪往往驱动资金增配美债 13
图表 24 美国经济景气相对转弱或压制 10 年美债利率 13
图表 25 2 年美债利率在加息周期时的上升节奏可能领先于政策利率变化节奏 13
图表 26 2014 年克里米亚战争后油价暴跌 14
图表 27 2014 年美国和欧佩克加速增产令油价崩塌 14
图表 28 美国油企增加钻机至实际增产或需 4 个月左右 14
图表 29 历史上伊朗原油出口量大多不及俄罗斯 14
图表 30 避险情绪驱动金价上涨 15
图表 31 油价（通胀预期）上升带动金价上涨 15
图表 32 美债实际利率较低支撑金价高企 15
图表 33 数字货币价格降温驱动金价上涨 15

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。

图表 34 市场对美元的看法通常呈现“顺周期”..... 16
图表 35 美国相对欧洲经济前景转强、支撑美元走强..... 16
图表 36 “美元强、人民币更强”仍在演绎 16
图表 37 人民币国际支付市场份额超越日元..... 16

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。

我们在 2022 年 1 月 6 日的报告《2022 年全球经济金融风险全景图》中，全面提示今年全球经济与金融市场风险：全球经济将面临新冠疫情、经济下行、通胀压力、能源转型和供应链瓶颈五大挑战；与此同时，以美联储为代表的全球央行积极迈向正常化，金融风险可能累积而生。今年以来，地缘冲突触发全球避险情绪，国际经济和金融市场陡然生变。本篇报告在前期研究基础上，梳理国际经济与市场的新变化、新趋势。

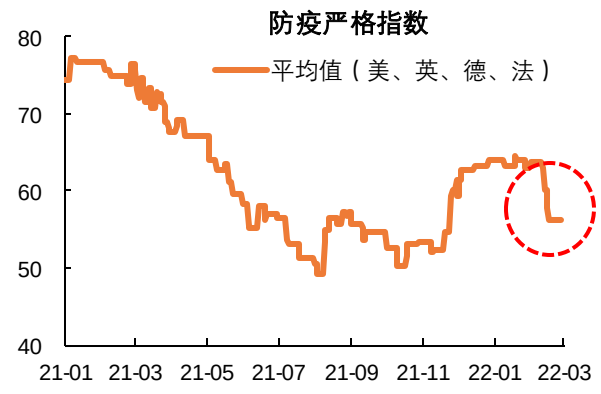
今年以来，国际经济金融呈现十大新变化：1）美欧经济较快摆脱新一轮疫情冲击，尤其美国经济韧性超过市场预期。**2）全球通胀**风险继续上升，能源价格、粮食价格和国际运价仍创新高，尤其美国通胀压力仍然严峻。**3）美国中期经济前景**蒙尘，因通胀对经济的抑制效应上升、美国服务消费复苏不及预期、以及财政退坡节奏加快。**4）欧洲经济**更显脆弱，因欧洲与俄罗斯和乌克兰的经贸合作程度更深，尤其能源对外依赖度高。**5）美联储货币政策**的节奏更难把握，全年或呈现“慢-快-慢”。即首次加息相较谨慎，但通胀高企或迫使其后续加息更加激进；而若激进加息引发经济下行风险，美联储或需放缓紧缩步伐。**6）美股**波动风险因全球经济政治不确定性上升而加大，但经历一轮调整后，美股估值水平、风险溢价水平以及相较于美债的长期配置吸引力均上升，深度调整信号尚不明显。**7）美债**长端利率受更大压制，美债期限利差继续收窄乃至倒挂的风险上升。**8）国际油价**急涨，短期或是难解之题。市场对于地缘冲突和能源紧缺的定价或难言充分，未来一个季度全球石油供给亦难大幅上升。**9）黄金**走强逻辑不断强化，黄金的避险属性、通胀保值属性、以及相对于美债和数字货币的配置价值，在当下均得以凸显。**10）美元**短期获得更多支撑，因避险需求上升、美国经济相对于欧洲更具韧性。**人民币**避险价值更加凸显，人民币资产的独立性、人民币国际化进程加速，在当下均值得格外关注。

一、 美欧经济迎“开门红”

美欧经济较快摆脱疫情影响解封加速，开年经济更显韧性。2021 年 12 月以来，奥密克戎病毒席卷全球，为全球经济增长前景增添了不确定性。IMF 在 1 月的预测中，下调 2022 年全球经济增长预测 0.5 个百分点，至 4.4%，大幅下调 2022 年美国经济增长预测 1.2 个百分点，至 4.0%。**不过，新一轮疫情冲击力度或不及预期，美欧防疫“常态化”方向未改。**截至目前，美欧已经积极推进经济解封，以英国为代表的“第一梯队”选择彻底与新冠疫情“共存”，同时多国已逐步放开边境管制。2022 年 2 月中旬以来，牛津大学统计的美欧防疫“严格指数”已基本回落至奥密克戎出现前水平；2022 年以来截至 3 月 4 日，Flightradar24 追踪的全球商业航班数量（7 日移动平均）已达 10 万架/日，已恢复至 2019 年同期 94%的水平。

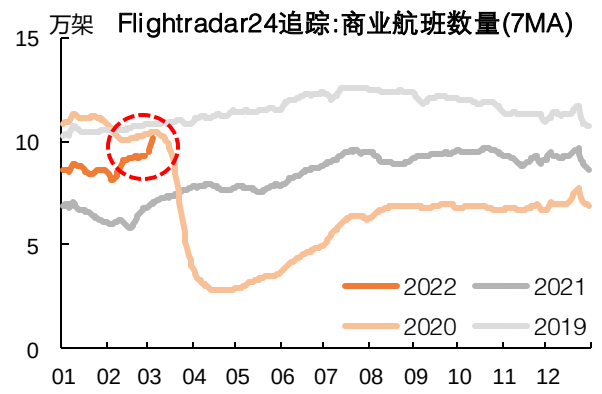
2022 年开年以来的经济数据显示，美国经济面对奥密克戎冲击的韧性超过预期。美国 2021 年四季度 GDP 环比折年率达 6.9%（预期 5.5%），2022 年 1 月新增非农就业 47 万人（预期 15 万人），1 月零售销售额环比增长 3.8%（预期 2.1%），2 月 ISM 制造业 PMI 达 58.6（预期 58.0），1 月成屋销售年化 650 万套（预期 610 万套）。最新纽约联储周度经济指数（涵盖日常消费、就业市场、生产力三个方面的高频数据）显示，2022 年一季度美国实际 GDP 同比或达 5%以上，高于 IMF 预测的全年经济增速的 4%。

图表1 美欧防疫“严格指数”显著回落



资料来源：Wind, Our World in Data, 平安证券研究所

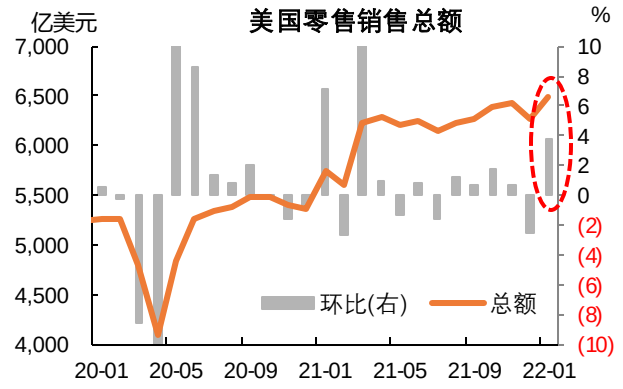
图表2 全球商业航班数量明显回升



资料来源：Flightradar24, 平安证券研究所

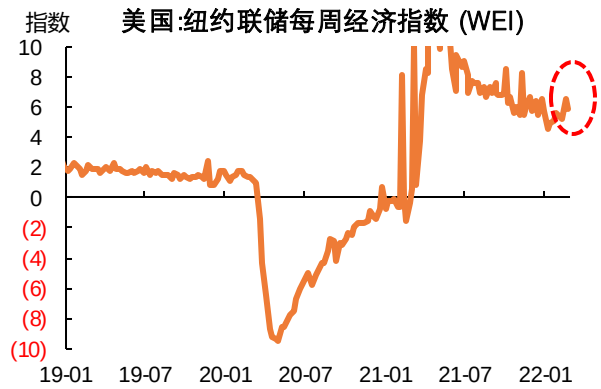
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表3 美国1月零售销售超预期回暖



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表4 最新WEI显示美国一季度GDP增速或超5%



资料来源：Wind,纽约联储,平安证券研究所

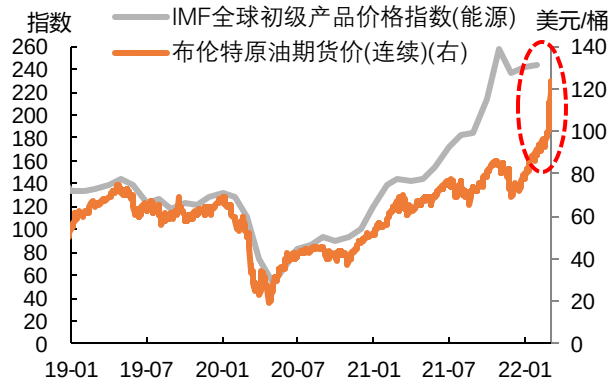
二、 全球通胀风险再升

2022年开年以来，全球通胀压力仍在加剧。IMF在1月的预测中，将2022年发达经济体通胀率大幅上调1.6个百分点，至3.9%，新兴和发展中经济体通胀上调1.0个百分点，至5.9%。近期，全球性通胀压力主要源于三个方面：**一是，能源价格**因地缘冲突、局部经济解封等原因持续蹿升。IMF全球能源产品价格指数1月同比已达75%。布伦特原油2月均价达94美元/桶，环比和同比分别上涨10%和50%，且截至3月7日布伦特油价已升破120美元/桶。据欧佩克数据，俄罗斯石油制品产量占全球7%；据BP公司数据，俄罗斯天然气产量占全球17%。**二是，食品价格**因地缘冲突、气候变化等原因较快上涨。FAO全球食品价格指数1月同比达到20%。CRB食品现货指数2月均值环比和同比分别上涨5.6%和38%。CBOT小麦、玉米和大豆期货2月均价同比分别上涨24%、18%和15%。据FAO数据，俄罗斯和乌克兰两国的小麦和玉米出口量合计占全球出口量的25%和15%。**三是，国际运价**因供应链瓶颈尚未缓解而仍处高位。上海出口集装箱运价指数（SCFI）在1月上破5100点、继续创历史新高；截至2月底，集装箱运价同比仍高达70%，约为新冠疫情前水平的5倍。据美国亚特兰大联储在2月的特别调查，大部分受访企业预计供应链问题仍将持续6-12个月。

尤其值得关注的是，美国通胀形势仍然严峻。美国1月CPI同比超预期升至7.5%。相比欧洲通胀压力集中于能源和食品，美国通胀压力更为广泛，通胀结构已向需求因素倾斜，更面临住房成本上升以及工资-物价螺旋的压力。此外，美国通胀预期“失控”风险上升，短期和中期通胀预期显著高于2%、长期通胀预期已略高于2%：美国密歇根大学2月调查显示，居民对未来一年通胀预期高达4.9%；克里夫兰联储2月的模型结果显示，30年通胀预期已升至2.19%。近期地缘冲突爆发以来，美国通胀预期出现明显反弹迹象。**3月7日，美国5年TIPS国债盈亏平衡通胀预期升至3.29%**，超过2021年11月高点再创历史新高。我们的模型预测，美国2月CPI环比或达0.5%、同比达7.6%，继续创40年来新高。

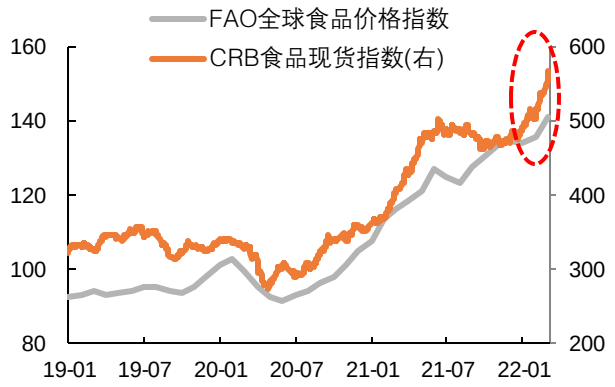
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表5 2022 年以来全球能源价格持续蹿升



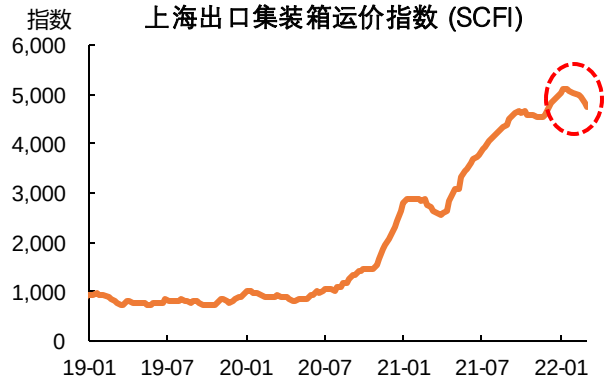
资料来源：Wind,平安证券研究所

图表6 2022 年以来全球食品价格较快上涨



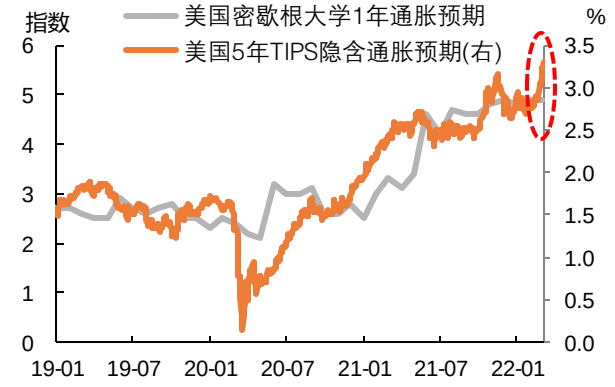
资料来源：Wind,平安证券研究所

图表7 2022 年以来国际运价仍处历史高位



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表8 近期美国通胀预期反弹



资料来源：Wind,平安证券研究所

三、 美国经济前景“蒙尘”

虽然美国短期经济增长势头平稳，但中期经济前景（2022 年下半年及以后）出现更多隐忧。首先，美国通胀对经济增长的抑制作用或进一步放大。历史上，美国通胀指标急涨阶段，消费信心往往迅速下降，包括 1970、1980 和 1990 年代美国 CPI 通胀率破 5%的三段时期。在通胀率创新高的背景下，美国 2022 年 2 月密歇根大学消费者信心指数终值跌落至 62.8，继续

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_39254