

海外紧缩交易，或已接近“尾声”？

10月以来，美债市场调整的同时，美股明显反弹，股债“跷跷板”效应再现，或是紧缩交易已近尾声的体现。市场何去何从？本文分析，可供参考。

➤ 一问：海外市场“新”变化？股债“跷跷板”效应再现，或隐含新交易信息

10月以来，资本市场出现了一些新变化，美国股债“跷跷板”效应再现；其他子市场的表现也与前期出现了一些变化。加息周期正式启动前一个季度左右，紧缩交易对市场定价的影响就已经开始显现，大部分时间段表现为股债市场的同涨同跌。但近期，10Y美债利率震荡上行的同时，美股明显反弹，股债跷跷板效应再现。美元的回落、金价的平稳同样与前期走势相异。

正常经济周期下，股债跷跷板效应是常态，流动性环境明显变化时，容易出现股债市场的同涨同跌；近期市场新变化，或反映紧缩交易已近尾声。11月3日议息会议后鲍威尔讲话明显放鹰，但美股仍显韧性。相较紧缩预期，市场对经济弱化反应更为敏感。美国“外强中干”的三季度GDP数据、逼近荣枯线的10月PMI数据、结构恶化的非农数据发布后，均出现股市反弹。

赵伟 分析师 SAC 执业编号: S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

➤ 二问：“新”变化的背后？紧缩预期影响减弱、交易逻辑出现分化

宏观指标“外强中干”，指向美联储加息或止步年初；市场利率领先政策利率1-2个季度的历史规律，或意味着今年底明年初市场利率顶部即将确认。

1) 美国经济动能已明显转弱，制造业PMI新订单连续4个月跌破50%荣枯线；2) 作为影响核心通胀的关键变量，房价、薪资增速的顶点均已出现；3) 就业市场也出现明显降温，“挑大梁”的服务业新增就业大幅下滑。

疫情等扰动下，本轮经济周期与政策周期严重错位，或导致利率高点的历史规律被打破；短端利率与期限利差走势，显示紧缩逻辑市场影响已近尾声。历史上来看，10Y美债利率的顶部均高于政策利率的高点；但本轮加息周期演绎到当下阶段，经济表现相较其他加息周期时要差很多。随着衰退的临近，10Y-2Y期限利差趋于下行，而2Y美债利率已基本消化终点利率预期。

➤ 三问：风险资产，反弹还是反转？紧缩交易尾端，市场波动加大

未来一段时期，紧缩交易下的估值压制或有所减弱，但盈利端的影响逐步显现，或导致股票市场波动依然较大。历史来看，受盈利下滑拖累，衰退初期的1-2个季度，美股仍面临下调风险。向后看，经济下行压力下，生产率下滑、海外收入减少或对美股盈利端造成冲击。1) 美股企业盈利与GDP为同步指标，经济衰退时面临下调；2) 强势美元或进一步侵蚀美股海外收入。

美债与贵金属已成资产配置优选，但短期交易行为对债市或仍有干扰；而全球需求走弱的背景下，商品的表现或仍将受到压制。历史上看，衰退前后黄金、美债等避险资产均表现较好，当下海外市场或已进入尾部风险集中暴露阶段，黄金和美债配置价值或进一步凸显。而商品市场，产出缺口与商品价格走势显著相关，当下全球经济持续走弱，或将对商品表现形成拖累。

风险提示：美联储货币政策收紧超预期、海外经济衰退超预期

内容目录

1、海外市场“新”变化？股债跷跷板效应再现，或隐含新交易信息.....	3
2、“新”变化的背后？紧缩预期影响减弱、交易逻辑出现分化.....	4
3、风险资产，反弹还是反转？紧缩交易尾端，市场波动加大.....	6

图表目录

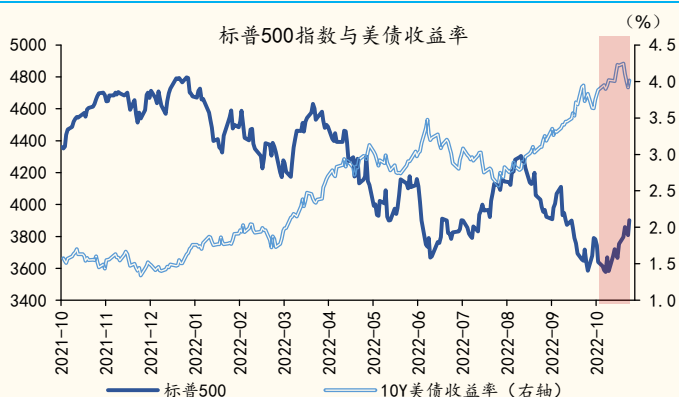
图表 1：标普 500 指数与美债收益率.....	3
图表 2：标普 500 指数与彭博美债指数.....	3
图表 3：美元指数与美德利差.....	3
图表 4：黄金价格与美债实际利率.....	3
图表 5：标普 500 指数与美债收益率.....	4
图表 6：美联储议息会议前后标普 500 指数走势.....	4
图表 7：美国制造业 PMI 新订单与 GDP 同比走势.....	4
图表 8：美国房价同比与按揭利率.....	4
图表 9：美国 CPI 住房与标普房价同比.....	5
图表 10：“挑大梁”的服务业新增就业大幅下滑.....	5
图表 11：10 年期美债见顶领先最后一次加息交易日数.....	5
图表 12：政策利率与 10 年期美债收益率走势.....	5
图表 13：本轮美联储加息呈现明显“赶作业式”特征.....	6
图表 14：美国制造业 PMI 与联邦基金目标利率走势.....	6
图表 15：衰退前夕，美债期限利差趋于回落.....	6
图表 16：2 年期美债利率已基本消化终点利率预期.....	6
图表 17：经济衰退开始后美股继续回调深度与月数.....	7
图表 18：衰退中，股市通常经历杀估值、盈利两阶段.....	7
图表 19：EPS 仍然有下修空间.....	7
图表 20：美元强势冲击海外收入.....	7
图表 21：衰退交易中，10Y 美债收益率趋于回落.....	8
图表 22：历轮衰退过程中的黄金价格表现.....	8
图表 23：9 月日本外汇储备变动情况.....	8
图表 24：美日利差与日元汇率.....	8
图表 25：全球 PMI 持续走低.....	8
图表 26：产出缺口与商品价格表现.....	8
图表 27：历轮 CRB 指数下跌的表现.....	9
图表 28：历轮衰退期，商品下跌的持续时长与深度.....	9

10月以来，美债市场调整的同时、美股明显反弹，股债“跷跷板”效应再现，或是紧缩交易已近尾声的体现。市场何去何从？本文分析，可供参考。

1、海外市场“新”变化？股债跷跷板效应再现，或隐含新交易信息

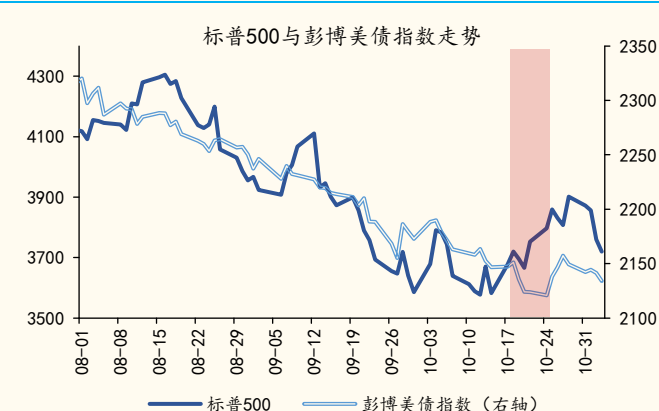
10月以来，资本市场出现了一些新变化，美国股债“跷跷板”效应再现。加息周期正式启动前一个季度左右，紧缩交易对市场定价的影响就已经开始显现，大部分时间段表现为股债市场的同涨同跌。年初至9月30日，10Y美债利率累计上行220bp，标普500指数累计下跌25.25%。但近期，10Y美债利率震荡上行的同时、美股明显反弹，股债跷跷板效应再现。10月以来，10Y美债利率上行60bp至10月24日峰值的同时，标普500指数上涨了8.8%。

图表 1：标普 500 指数与美债收益率



来源：Bloomberg，国金证券研究所

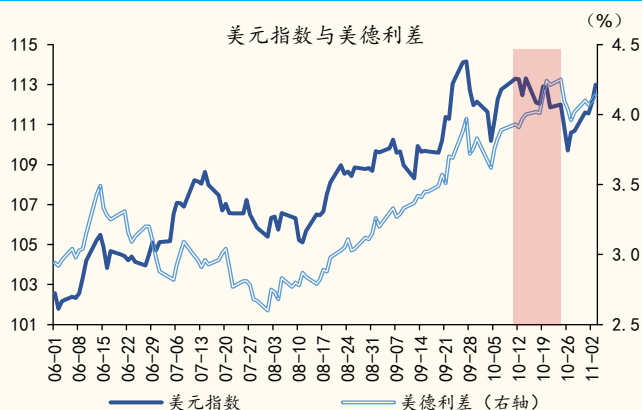
图表 2：标普 500 指数与彭博美债指数



来源：Bloomberg，国金证券研究所

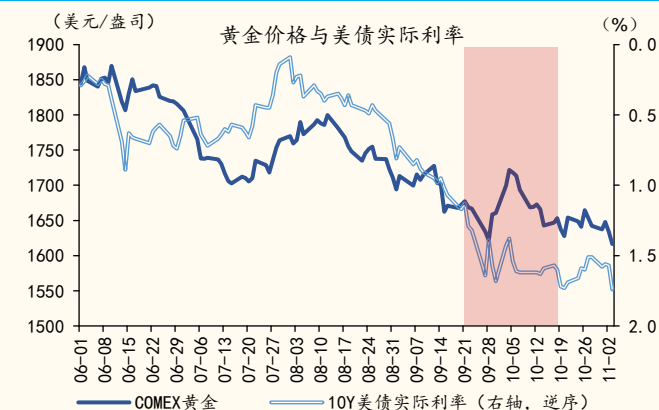
不仅资本市场如此，其他子市场的表现也与前期出现了一些变化。外汇市场上，美德利差持续走阔下，美元指数却有所回落。美德利差从9月28日的1.39%走扩56bp至10月31日的1.95%，这一期间，美元指数则从113.3下跌3.17%至109.7。商品市场上，黄金最为典型；实际利率持续上行，然而金价则波澜不惊。10年期美债实际利率从10月4日的1.38%上行约35bp至10月20日的1.73%，黄金价格则始终围绕在1650美元/盎司上下浮动。

图表 3：美元指数与美德利差



来源：Wind，国金证券研究所

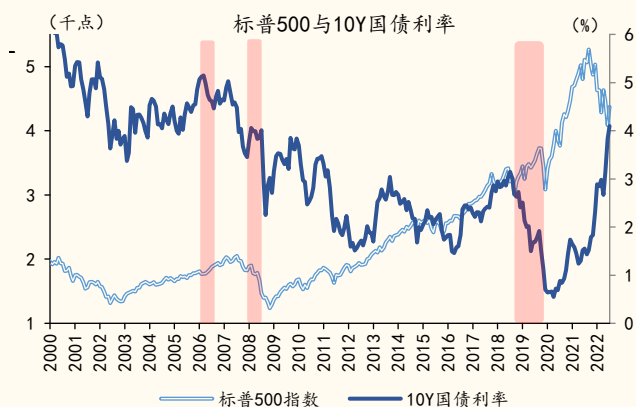
图表 4：黄金价格与美债实际利率



来源：Wind，国金证券研究所

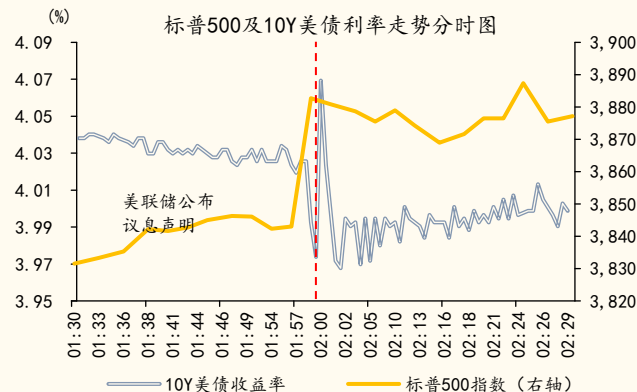
正常经济周期下，股债“跷跷板”效应是常态，流动性环境明显变化时，容易出现股债市场的同涨同跌；近期市场新变化，或反映紧缩交易已近尾声。历史规律显示，股债“跷跷板”效应是常态，仅 2006 年、2008 年、2019 年等流动性明显变化时期，股债才同涨同跌。11 月 3 日美联储议息会议后，鲍威尔讲话明显放鹰，但美股市场仍显韧性，标普 500 仅回调 1.05%。而相较紧缩预期，市场对经济弱化反应更为敏感。美国“外强中干”的三季度 GDP 数据、逼近荣枯线的 10 月 PMI 数据、结构恶化的非农数据发布后均出现了股市的反弹。

图表 5：标普 500 指数与美债收益率



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 6：美联储议息会议前后标普 500 指数走势

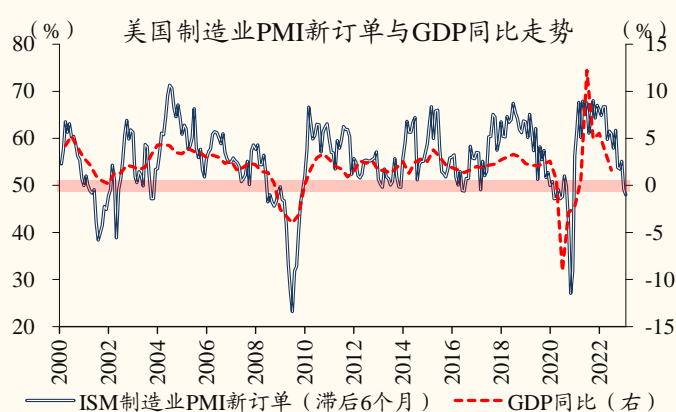


来源：Bloomberg，国金证券研究所

2、“新”变化的背后？紧缩预期影响减弱、交易逻辑出现分化

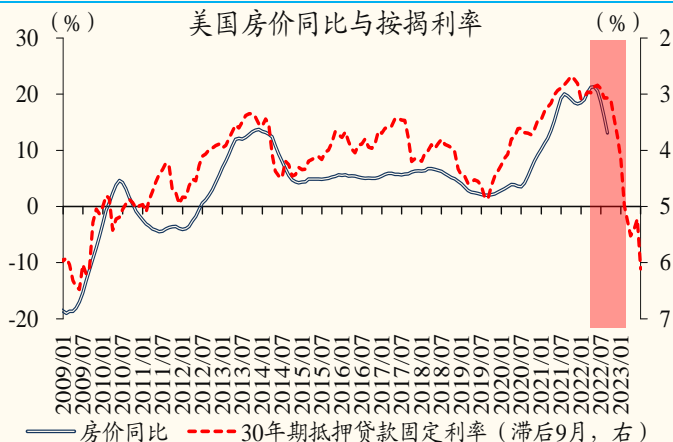
宏观指标的“外强中干”，或指向美联储继续上修终点利率的空间与概率可能不大，加息操作或止步于年初。1）当下美国经济动能已明显转弱，制造业 PMI 新订单指数领先实际 GDP 同比 3 个季度左右，目前已持续回落 4 个季度，并连续 4 个月跌破 50% 荣枯线，“衰退”渐行渐近，或对加息形成掣肘。2）作为影响核心通胀的关键变量，房价、薪资增速的顶点均已出现；3）就业市场，“挑大梁”的服务业新增就业大幅下滑，就业市场也已经出现明显降温。

图表 7：美国制造业 PMI 新订单与 GDP 同比走势



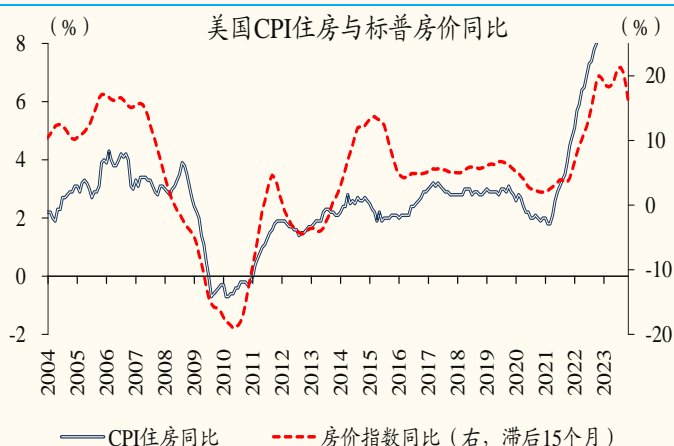
来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：美国房价同比与按揭利率



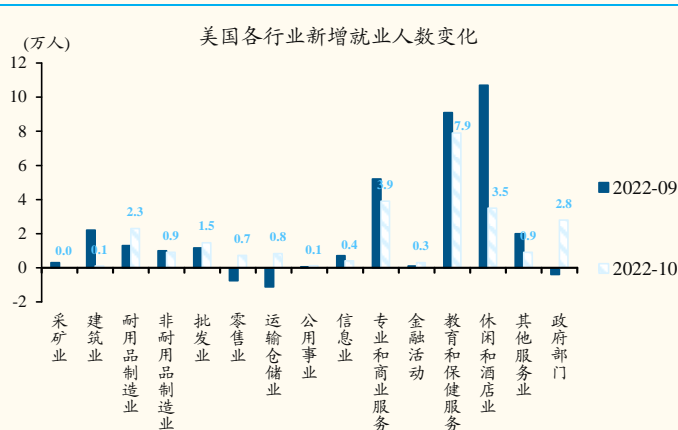
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：美国 CPI 住房与标普房价同比



来源：Wind，国金证券研究所

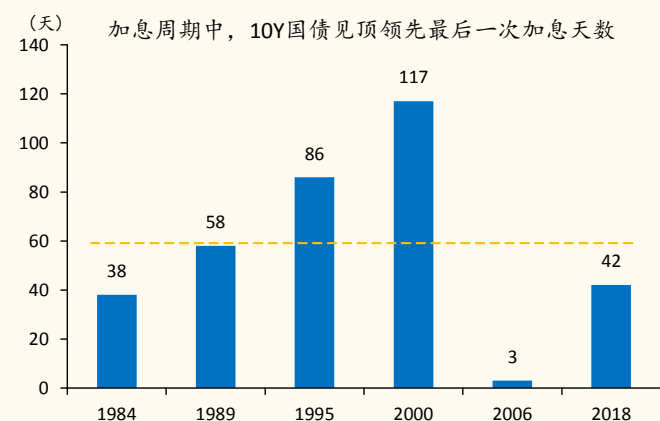
图表 10：“挑大梁”的服务业新增就业大幅下滑



来源：Bloomberg，国金证券研究所

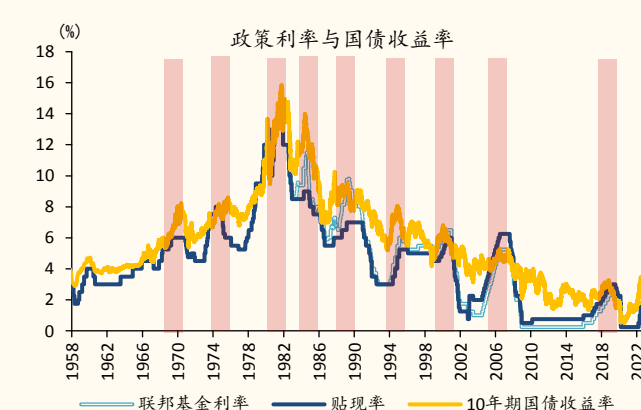
历史规律显示，传统紧缩周期下，市场利率往往领先于政策利率 1-2 个季度，或意味着今年底明年初市场利率的顶部即将确认。在 1982 年以后，美联储将中介目标由数量型目标 M2 增速转向价格型目标货币市场利率。此后的 6 轮加息周期里，10Y 美债收益率多领先政策利率约 1-2 个季度见顶。相对特殊的 2006 年，在地产风险隐现时加息戛然而止，10Y 美债利率与政策利率同步见顶。

图表 11：10 年期美债见顶领先最后一次加息交易天数



来源：Bloomberg，国金证券研究所

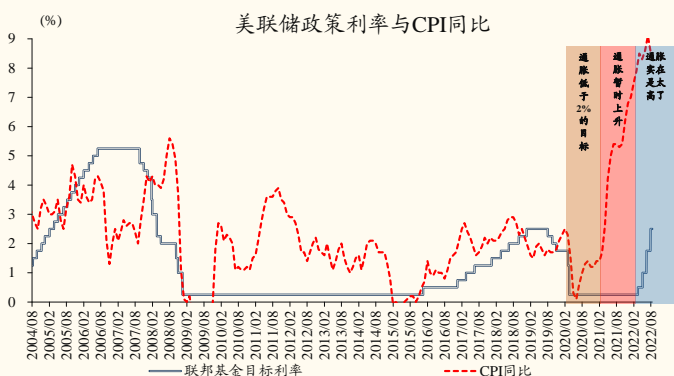
图表 12：政策利率与 10 年期美债收益率走势



来源：Bloomberg，国金证券研究所

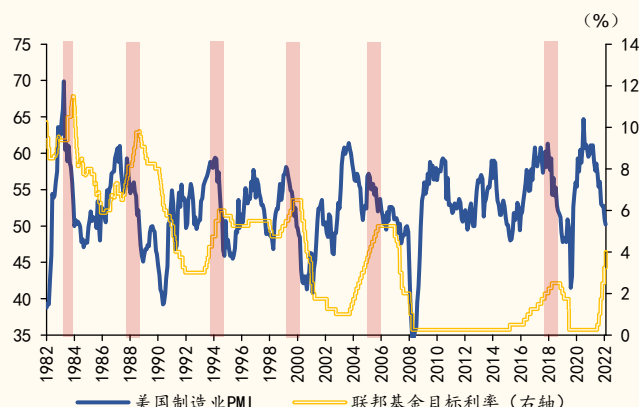
在新冠疫情等扰动下，本轮经济周期与政策周期严重错位，或导致利率高点的历史规律被打破。历史上来看，10 年期美债收益率的顶部均高于政策利率的高点，仅 2006 年两者持平。但不同于往年加息周期多止步于制造业 PMI 下降 3 个季度左右窗口的历史规律，本轮加息周期演绎到当下阶段，美国制造业 PMI 已持续下滑近 4 个季度，经济表现相较于其他加息周期时要差很多。加息周期尚未走完，衰退就已迫近，或使本轮中市场利率高点低于政策利率。

图表 13: 本轮美联储加息呈现明显“赶作业式”特征



来源: Fred, Wind, 国金证券研究所

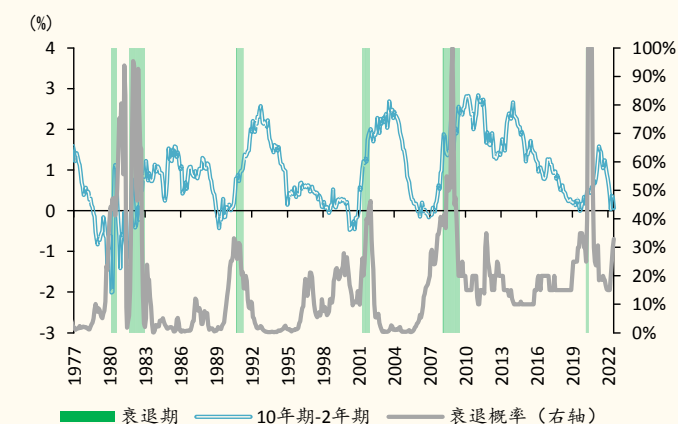
图表 14: 美国制造业 PMI 与联邦基金目标利率走势



来源: Wind, 国金证券研究所

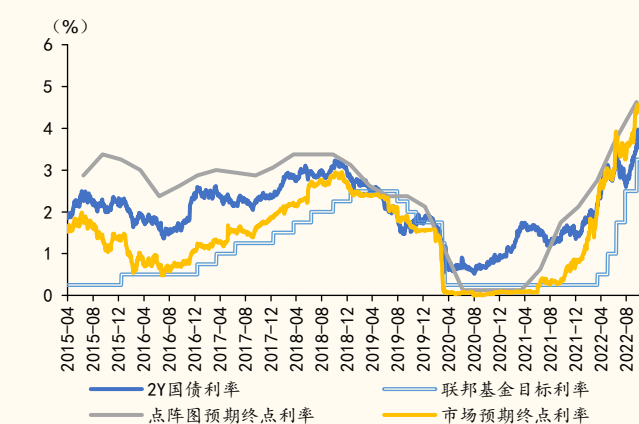
中短端利率与期限利差的走势，也显示紧缩逻辑对市场的影响，或已近尾声。就期限利差而言，历史回溯来看，随着衰退的临近，10Y-2Y 期限利差均趋于下行，而 2Y 美债利率多与终点利率相当。当下，2Y 美债利率已上行至 4.69%，而美联储 3 季度点阵图显示本轮终点利率或为 4.65%，截至 11 月 6 日，市场最新预期为 5.1%。当下，2Y 美债利率已基本消化终点利率预期，上行空间或相对有限，指向紧缩预期对 10Y 美债利率的推升或已近尾声。

图表 15: 衰退前夕，美债期限利差趋于回落



来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

图表 16: 2 年期美债利率已基本消化终点利率预期



来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

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_48652

