



蒋飞：发达市场熊市或刚开启



文/意见领袖专栏作家 蒋飞



核心观点

今年以来 MSCI 发达市场指数持续下跌，截止到目前跌幅接近 20%。这在历史上很少出现，大部分投资者可能会认为此时已经接近底部，但我们认为发达国家熊市或刚刚开启，明年或将会迎来更大的考验。

当下全球经济周期的趋势正从滞胀向衰退转变，因此工业生产增速将向发达市场股票走势的方向回归。我们认为以美国为代表的发达市场走势将呈现三个阶段。

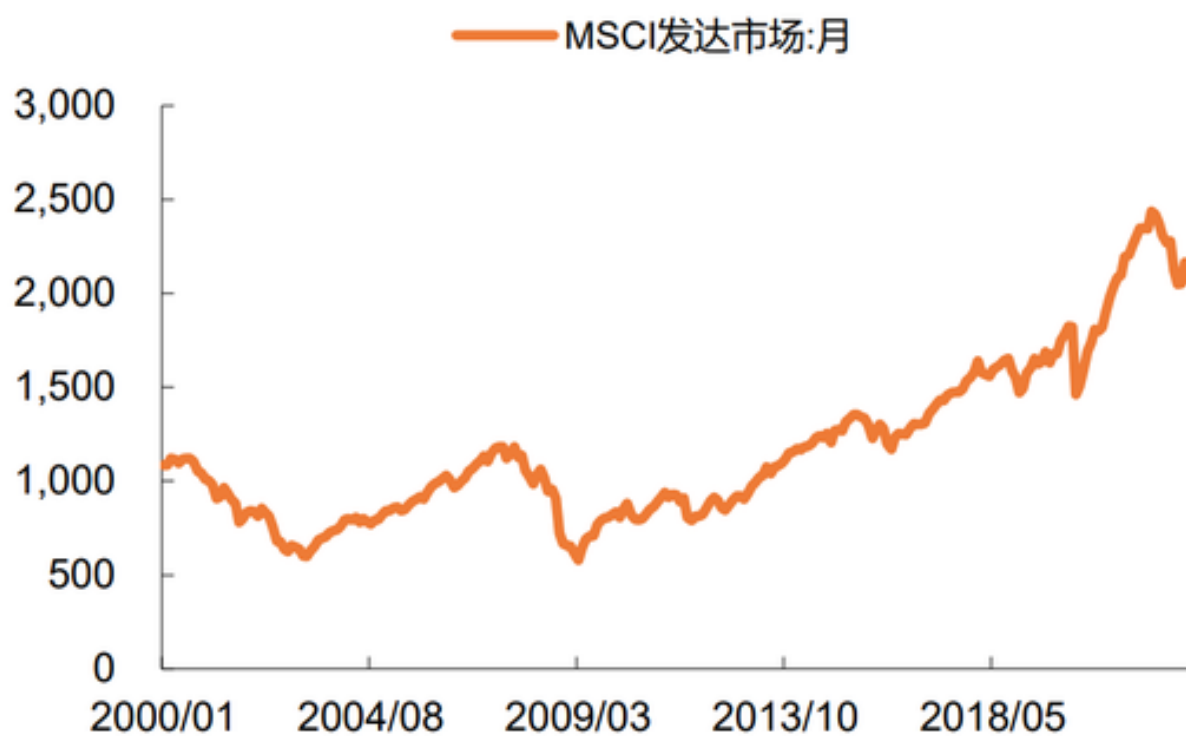
目前处于第一阶段，美联储持续收紧货币政策，促使工业生产继续下降，进而导致股市持续下跌。今年以来我们多次发布报告里强调美联储加息较晚和幅度较小，预计美十年期国债利率会升至 4% 以上，目前来看 3.5%

的国债利率仍不够。第二阶段或在四季度，随着欧美不断加息，劳动力市场进入收缩阶段。而随着失业率回升，工业生产量进一步下降，股市也将继续回调。第三阶段或在明年，经济危机可能爆发。美国货币政策收缩的力度过大很有可能导致需求快速大幅收缩，订单下降速度过快导致库存高企，市场恐慌导致信用利差大幅升高，股市或将出现较大幅度调整。

今年以来 MSCI 发达市场指数（该指数不包含中国股市）持续下跌，截止到目前跌幅接近 20%。这在历史上很少出现，大部分投资者可能会认为此时已经接近底部。但我们认为这可能才刚刚开始。

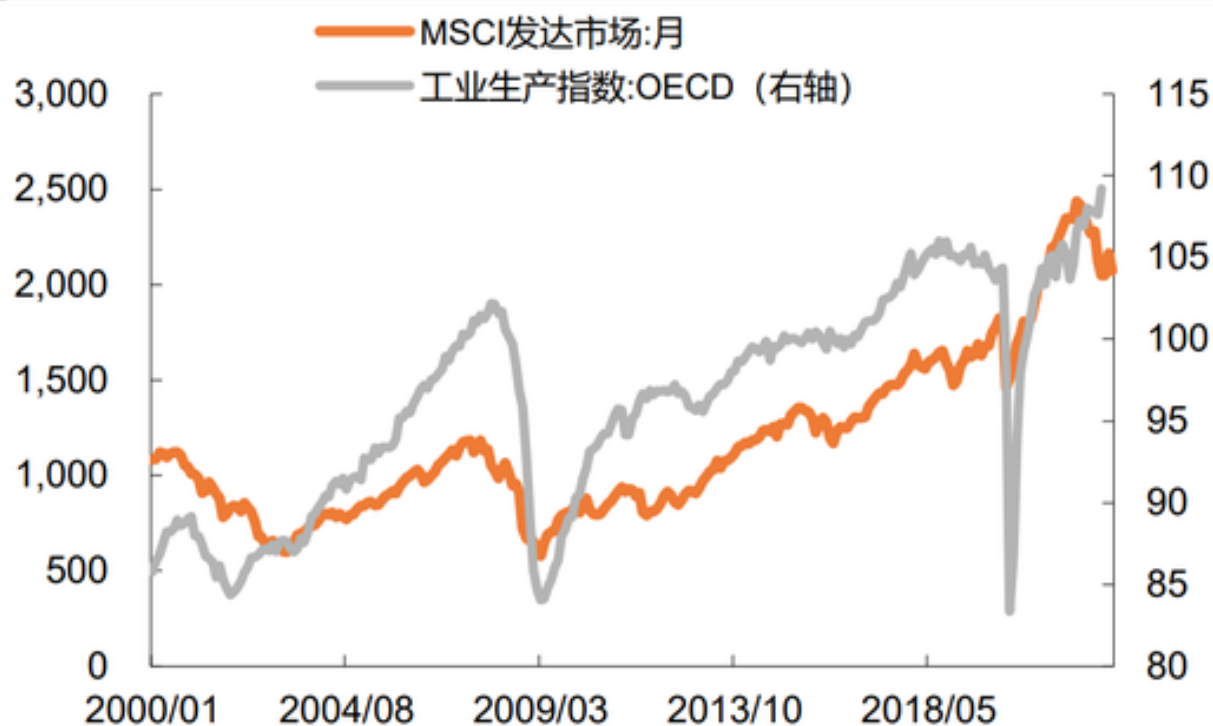
我们认为一国股市与其经济增速有着密切关系，从 2000 年以来的数据看，MSCI 发达市场指数与 OECD 工业生产走势高度相关，就是一个例证。如上所述 MSCI 发达市场指数已经从年初下跌 20%，而到最新的 OECD 工业生产指数是截至到今年 6 月的，相比年初还增加了 1.8%，显然两者发生了巨大的背离。

图 1: 今年以来 MSCI 发达市场指数持续下跌



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

图 2: MSCI 发达市场指数与 OECD 工业生产走势高度相关



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

我们认为这种背离并不多见, 很快将会纠正。而当下全球经济周期的趋势正从滞胀向衰退转变, 因此工业生产增速将向发达市场股票走势的方向回归。我们认为发达市场走势将呈现三个阶段。其中第一阶段是:

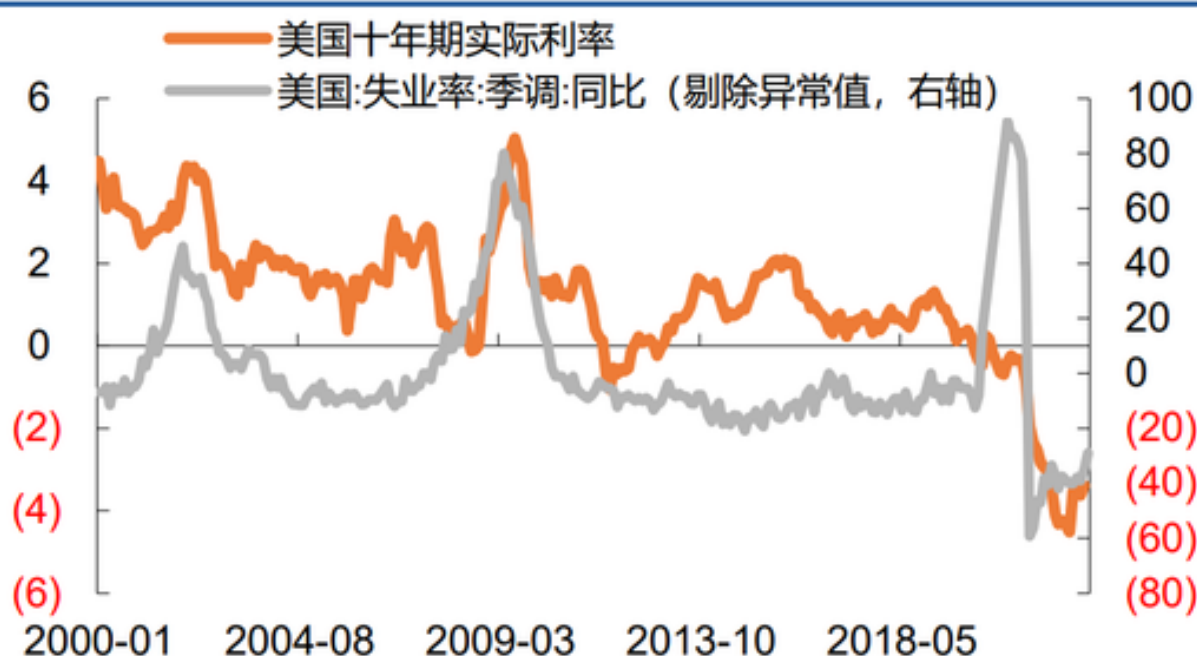
1

美十年期国债利率正突破 3.5%

今年以来我们多次发布报告里强调美联储加息较晚和幅度较小, 阻止不了通胀的逐级上升和持续时间。截止到现在, 美国的实际利率仍然较低, 比如当前美国十年期国债利率在 3.5%水平, 而 CPI 同比在 8.3%, 实际利率为-4.8%, 负值幅度都超过了国债利率, 显然利率过于落后。而过低的利

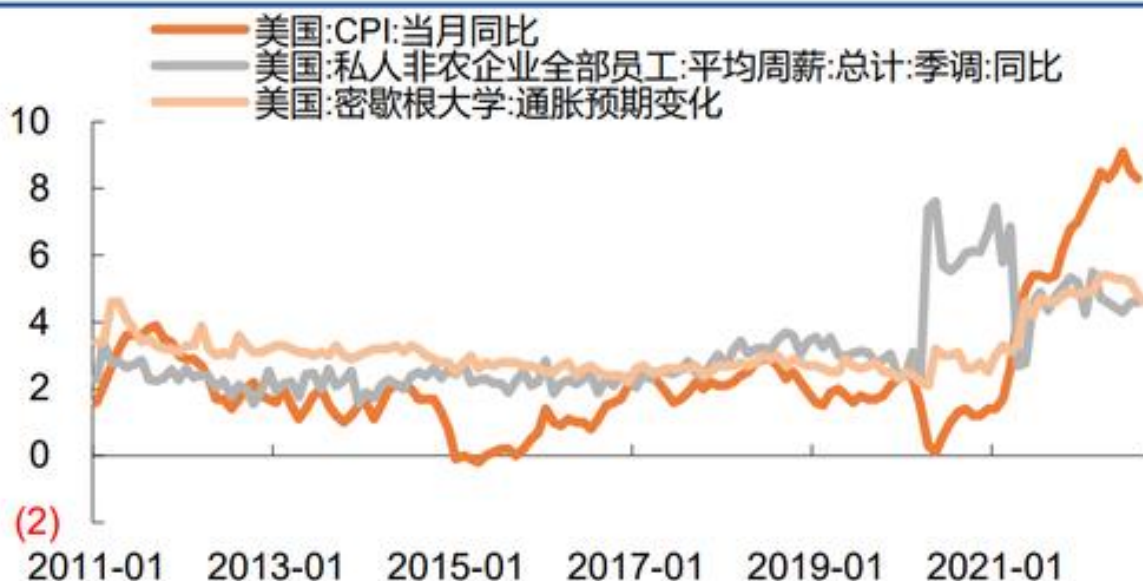
率导致劳动力市场仍然旺盛，失业率同比还在负增长速度上，并且远远低于过去二十年的增速水平。在这种过热的劳动力格局下，工资上涨势头强劲，8月私人非农企业员工的平均周薪增速还在4.6%，远远高于美国的短期利率和长期利率。

图 3：美国实际利率与失业率同比



资料来源：IFIND，长城证券研究院

图 4: 美国企业员工工资、CPI 同比与通胀预期变化



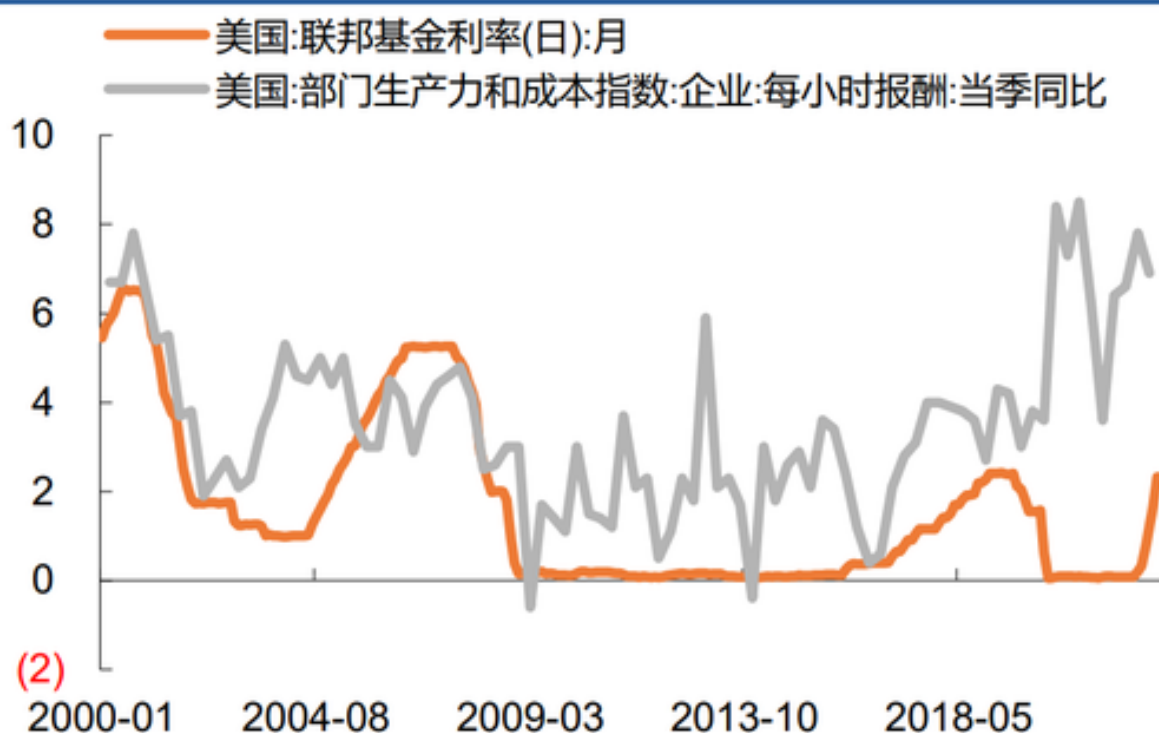
资料来源: IFIND, 长城证券研究院

利率上升到何种程度才能遏制通胀? 一种衡量尺度是基准利率高过工资上涨速度, 另一种是长期利率一直上升至美国失业率出现拐点。现在美国企业的每小时报酬每季同比为 6.9%, 还处于高位。而联邦基准利率只有 2.5%, 即使明天加息 75BP、再加两次 75BP, 也还只有 4.75%, 对于抑制工资上涨仍嫌不足。我们认为应当提高加息幅度, 并且截至目前累计加息效果对经济的冲击并不显著, 甚至市场预期转暖之后, 金融环境改善, 股市还会反弹, PMI 订单反而增加, 大宗商品价格也明显回升。

当前美国国债期限利差已经达到历史较低水平, 10Y-2Y 的利差达到 2001 年以来的新低, 这反映出未来经济走势即将发生转折。并且从近 20 余年的历史规律来看, 这一转折同时发生的是失业率的回升和降息周期的开启。但反观过去几次的历史, 可以看出十年期国债利率才是重要的优先

变量，其不受失业率、期限利差的影响，只有十年期国债利率上升至一定程度之后，才会促使失业率回升以及期限利差转向。

图 5: 联邦基准利率与美国企业每小时报酬当季同比



资料来源: IFIND, 长城证券研究院

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_46387

