

春节海外金融市场的两个预期差

2022 年 02 月 05 日

证券分析师 陶川

执业证号: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

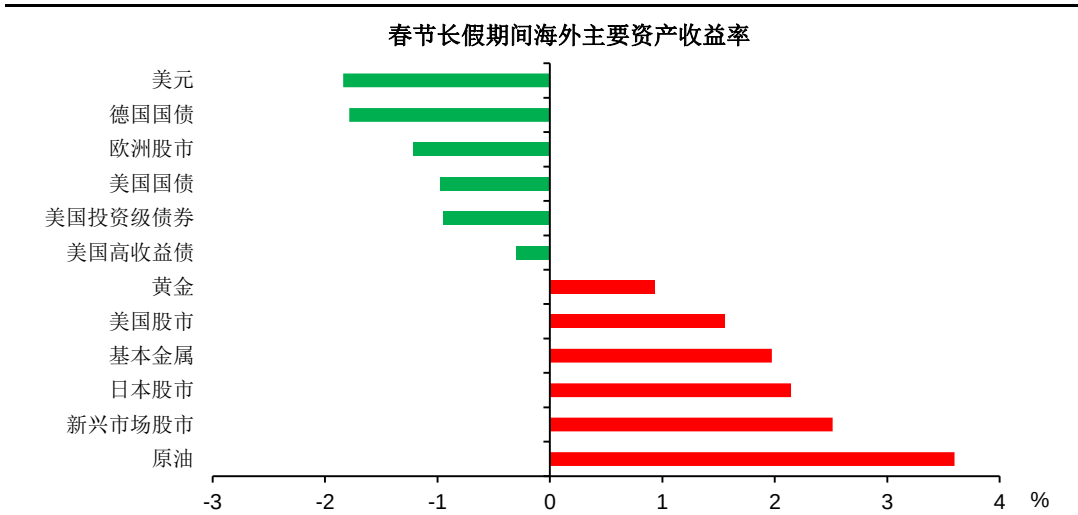
研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

- 春节长假即将结束，海外金融市场也结束了春节长假的走势，如图 1 所示，在春节期间海外金融市场的 5 个交易日中，大宗商品整体上表现最好，海外债市和美元表现不佳，股市在欧美之间则出现了明显的分化。
- 如何理解上述海外金融市场在春节期间的表现？我们不妨先来从相关的新闻中寻找线索，如图 2 所示，如果搜索整体春节假期彭博关于海外金融市场的所有新闻报道，你会发现出现频率最高的词汇不是美股也不是美元，而是德债！
- 德债发生了什么？如图 3 所示，春节期间 10 年期德债利率飙升了 25bp，远超同期 10 年期美债利率回升的 14bp，创下 2019 年 1 月以来的新高。德债利率的这一飙升发生在欧元区通胀持续上行的背景下，其超预期（本文所指预期均为市场预期）的程度甚至超过了美国（图 4），如此一来，欧央行终于不再淡定，在 2 月 3 日的议息会议上，欧央行行长拉加德放弃了对于 2022 年不加息的承诺，成为欧元区股债双杀的导火索，会后，货币市场已经开始押注欧央行在 2022 年加息 2 次。
- 因此，欧央行的由鸽转鹰是春节海外市场第一个预期差。我们认为不可轻视这一冲击的持续发酵。如图 5 所示，2014 年以来美股科技巨头相对于全球市场的超额表现与欧央行的 QE 密切相关，这背后很可能是欧央行宽松的流动性外溢支撑了美股的超额表现。因此，如果欧央行在今年（本文所指今年均为 2022 年）转向货币紧缩，近 10 年来美股跑赢全球股市的局面很可能就此被打破。同时，正如我们此前报告多次指出的，德债的负利率一直以来是制约美债上行的一个重要因素，而今随着德债走出负利率，将赋予美债利率的更多的上行空间。
- 美国非农就业的意外强劲，是春节海外市场的第二个预期差。1 月的 46.7 万的新增非农就业，伴随着此前两个月上修的 70.9 万，表明新一轮的奥密克戎疫情并未阻碍美国就业的复苏。2022 年伊始美国就业复苏在行业层面是广泛的，并且劳动参与率出现了疫情后最大幅度的跳升。然而，薪资持续的超预期回升表明劳动力市场依然供不应求。值得关注的是，2022 年 1 月美国非农就业距离疫情前 295 万人的缺口主要受休闲和酒店业的拖累，如果不考虑这一疫情受损行业，当前美国非农就业已经基本恢复到了疫情前的水平（图 6）。因此，随着奥密克戎疫情的消退，美国劳动力市场实现充分就业指日可待，这也意味着美联储今年加息四次是站得住脚的。
- 在上述两个预期差下，我们预计节后海外市场仍将在基本面的复苏与政策面的收紧之间反复博弈。我们依然认为通胀上行的风险在 2022 年上半年不会缓解，因此在股市和债市波动加大的同时，大宗商品有望继续录得良好表现。就国内而言，我们预计节后 A 股将迎来反弹，但后续市场的走势仍取决于基本面改善或政策加码的预期能否兑现。
- 风险提示：疫情扩散超预期，政策对冲经济下行力度不及预期

- 1、《宏观周报 20220202：大宗商品为何不惧历次美联储加息？》2022-02-02
- 2、《宏观周报 20220129：美股跌不休，美联储的“心理防线”在哪？》2022-01-29
- 3、《宏观周报 20220128：以史为鉴，中美股市共振下行几时休？》2022-01-28
- 4、《宏观月报 20220126：加息 4 次+缩表，2022 年市场的不可承受之重？》2022-01-26
- 5、《宏观周报 20220124：基建“明牌”，那基建股呢？》2022-01-24

图 1：春节期间海外主要大类资产收益率表现



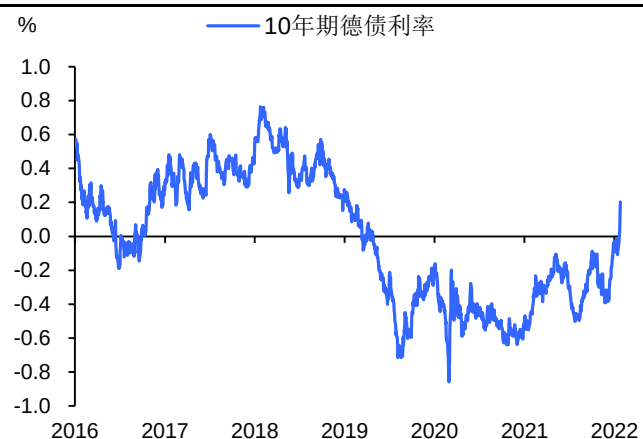
数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图 2：春节假期彭博关于海外金融市场报道的高频词汇



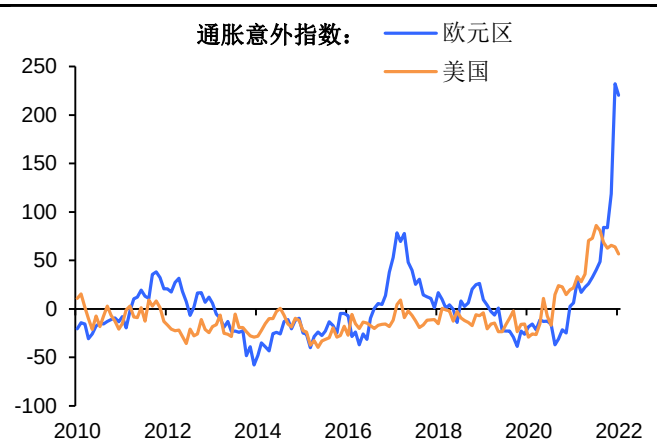
数据来源：Bloomberg，Wordart，东吴证券研究所

图 3: 春节期间 10 年期德债利率飙升至三年来新高



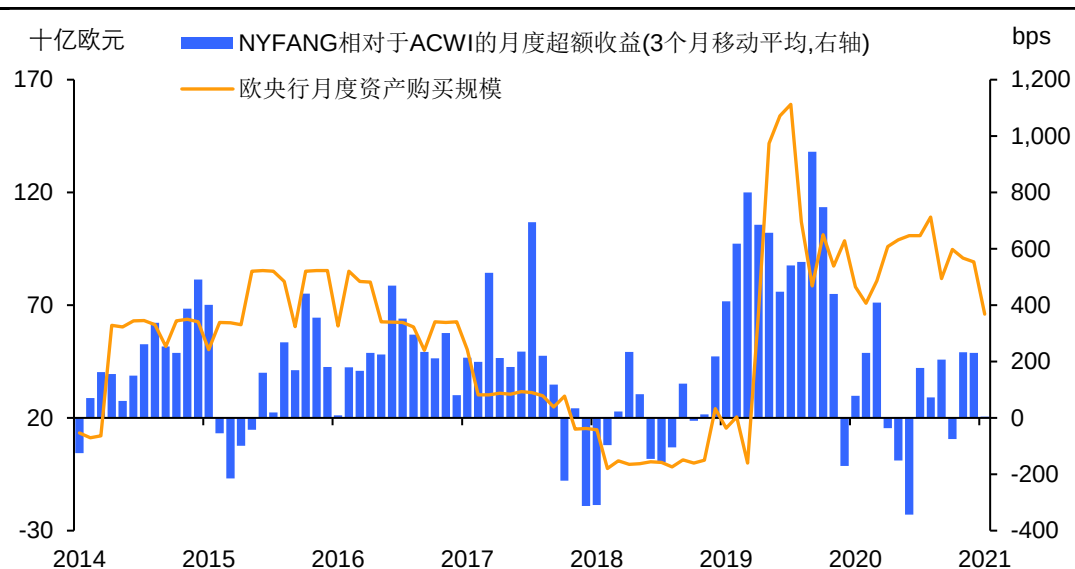
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 4: 当前欧元区通胀上行的风险不亚于美国



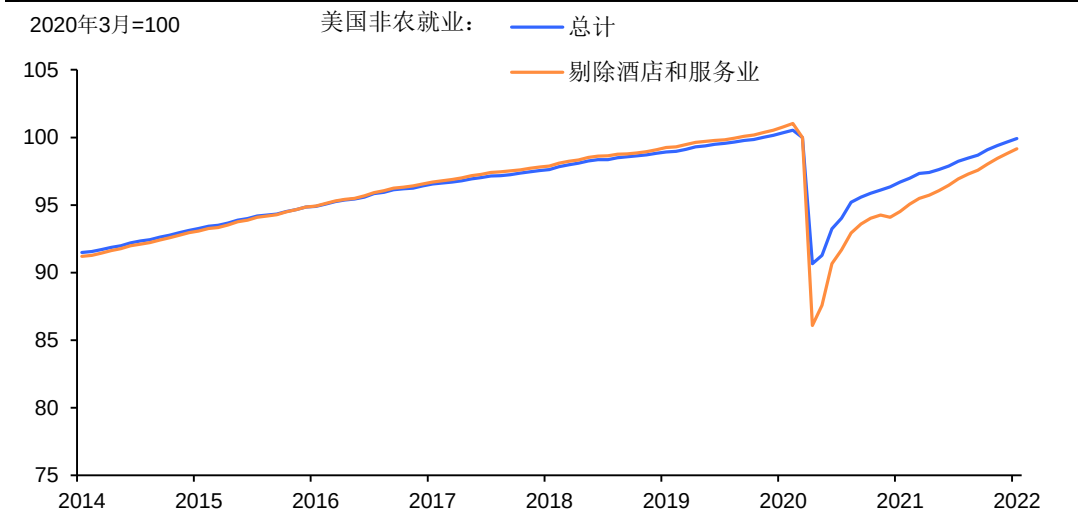
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 5: 2014 年以来欧央行宽松的流动性外溢支撑了美股的超额表现



数据来源: Haver, Bloomberg, 东吴证券研究所

图 6：剔除酒店和服务业，当前美国非农就业已经恢复至疫情前水平



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>