宏观周报 20211101

“滞”还是“胀”，海外市场如何定价？

2021 年 11 月 01 日

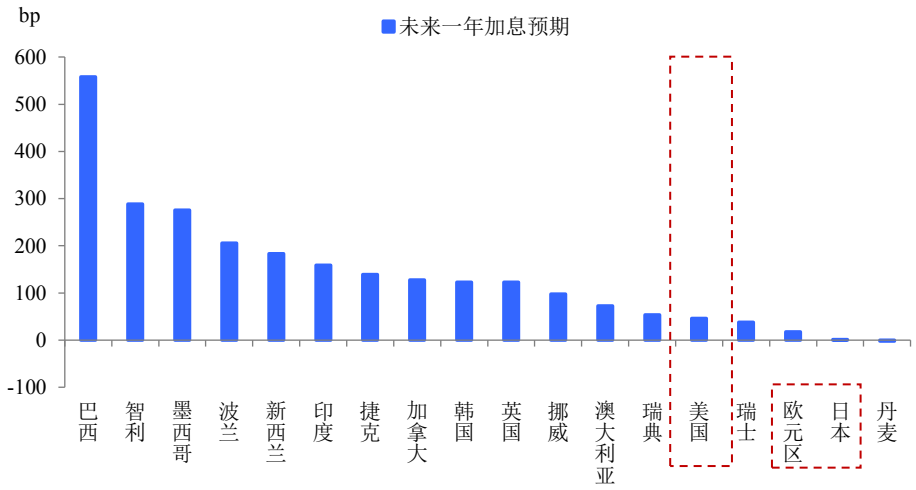
证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn
研究助理 邵翔
shaox@dwzq.com.cn

- **回顾 2021 年 10 月，经济上的滞涨风险越来越明显，利率大幅波动，但未能阻挡美股继续刷新历史新高，不同资产对于滞涨的看法可能有所不同。**10 月供给担忧下大宗商品的疯狂导致通胀预期再次升温，货币政策紧缩的预期开始席卷主要经济体（图 1），不过经济增速放缓的迹象已经显现（中美第三季度 GDP 均出现明显下滑），**“滞涨”的特点越来越明显，不过从资产表现来看，不同市场似乎对于“滞”和“胀”的侧重点有所不同**，这可能是后续跟踪资产价格表现的重要线索。
- 除了商品市场外，**反响最激烈的可能是货币市场。**货币市场一般指的是期限在 1 年及以内的流动性工具市场以及以此为基础而产生的衍生品市场。当前通胀压力下，**货币市场对于货币紧缩的预期最为浓烈，更重于定价“胀”**。这点从利率期货和互换等衍生品工具的价格变化可以看出，以美国为例，2021 年 10 月 29 日货币市场价格变化体现的重要预期信号是**短期注重“胀”，中长期则开始考虑“滞”的影响**（图 2）：
  - **2022 年和 2023 年美联储加息或加速。**货币市场对 2022 和 2023 年加息预期继续升温——2022 年至少 2 次，2023 年 3 次以上；
  - **2023 年之后加息速度将放缓。**中长期看通胀高企和加息加速不利于经济增长，市场认为 2023 年之后经济动能的回落将导致加息节奏明显慢于政策预期。
- **外汇市场作为货币市场的延伸，在发达经济体之间定价上更偏向“胀”，但新兴市场“滞”的因素已经开始显现。**汇率的表现在发达经济体和新兴市场之间出现分化：对于部分新兴市场经济体而言，**尽管加息先行，但通胀和加息对于经济和市场的冲击已经开始显现**，典型的比如巴西和土耳其（图 3）；对于发达经济体而言，**通胀预期下的货币政策紧缩预期主导汇率的变化**（图 4），不过由于美元指数中权重最大的欧元和日元紧缩预期依旧偏弱，这是美元指数依旧保持坚挺的重要原因。
- **债券市场长端和短端出现明显分化。**债市短端利率与货币市场的联动更加紧密，比较典型的是 2 年期美债利率和美国隔夜利率互换价格（图 5）。**货币市场不断升温的短期加息因素是短端美债收益率上涨的重要原因**。不过，长端利率似乎在质疑“通胀-加息”逻辑的持续性，10 年期美债实际利率在 2021 年 10 月持续下降（图 6），**“滞”的因素似乎占了上风**。这导致长短端利差持续收窄。
- 除此之外，**交易因素对于债市的影响可能也值得关注。**在短端，**对冲基金的基差收敛交易——做多短端（主要是 2 年期）国债期货，做空短端国债现券**，短期内使得短端美债收益率上涨压力更大（图 7）。在长端，由于美欧股市在 2021 年 10 月创新高或持续居于高位，权益资产收益率明显高于债券，**保险资金资产组合再平衡（rebalance）将买入更多长端国债（尤其是 30 年期），对收益率形成压制**，可以参考今年 3 月之后的情形（图 8）。
- **股市方面，发达经济体依旧淡定，新兴市场感受到“滞胀”的压力。**与债市相比，股市明显更加淡定,尤其是发达经济体（图 9），通胀升温和紧缩风险并未阻碍 10 月美股继续刷新历史高位。不过**新兴市场股市表现不佳，货币政策收紧和中国经济动能放缓带来的压力开始显现**（图 10）。
- 从美股的部门表现来看，**政策明显落后于通胀可能依旧是主要逻辑**。涨价逻辑（“胀”）下可选消费（主要是汽车、地产链等）和能源股表现居前。科技股紧随其后，这与 2021 年 10 月 10 年期美债实际收益率向下是一致的，**股市可能对加速加息仍抱有较大怀疑**（图 11）。
- 综合而言，**由于不同资产久期不同，海外市场对于“滞涨”的定价存在差异。**从 2021 年 10 月市场表现来看，**短期限的资产更重视“胀”的因素，长期限的资产似乎更注重“滞”的定价**。前者以货币市场为代表，后者则体现在长端国债。欧美发达经济体股市可能依旧认为**政策将明显滞后于通胀**。
- **展望后市，货币市场的“热情”可能会出现阶段性降温，债市长短端利差可能重新扩大，权益资产的区域分化继续。**海外货币市场对于明后年加息的预期可能有些“激进”，以美元货币市场利率为例，2022 年加息 2 次以上，2023 年加息 3 次以上落地的可能性不大，预期降温是大概率事件；随着货币市场降温和交易因素褪去，美债长短端利差可能重新扩大，这可能利好银行等周期板块。对于科技类成长股来说，关注 10 年美债实际利率的变化，重要的时间窗口可能是 12 月美联储议息会议调整点阵图。而滞涨风险可能继续施压新兴市场权益市场的表现。
- **风险提示：**疫情扩散超预期，国内外政策超预期

1、《宏观月报 20211031：不升反跌，PMI 为何创新低？》2021-10-31
2、《宏观周报 20211029：一文尽览拜登 1.75 万亿基建法案大看点》2021-10-29
3、《宏观周报 20211028：量化房地产税对地方财政和居民收入的影响》2021-10-28
4、《宏观周报 20211025：拜登基建大幅缩水涉及哪些领域？》2021-10-25
5、《宏观周报 20211024：出口量价拆分的分析框架》2021-10-24

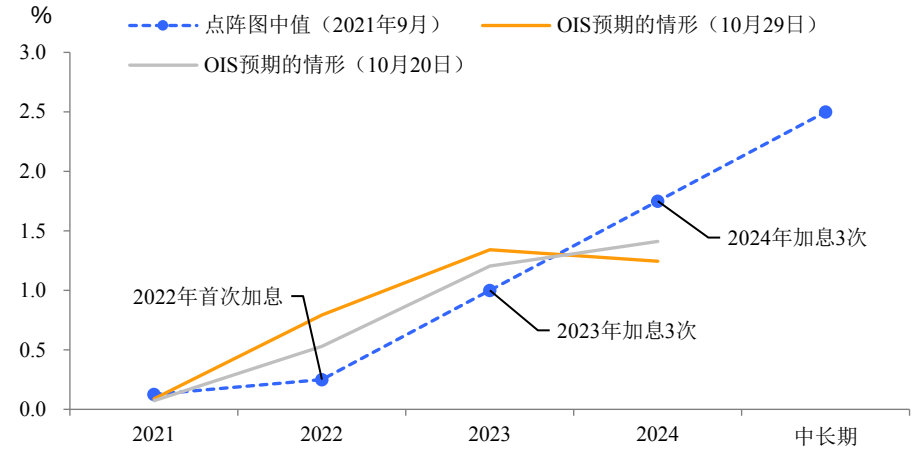
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：全球主要经济体（不含中国）未来一年加息预期（2021 年 10 月 29 日）



数据来源：Bloomberg,东吴证券研究所

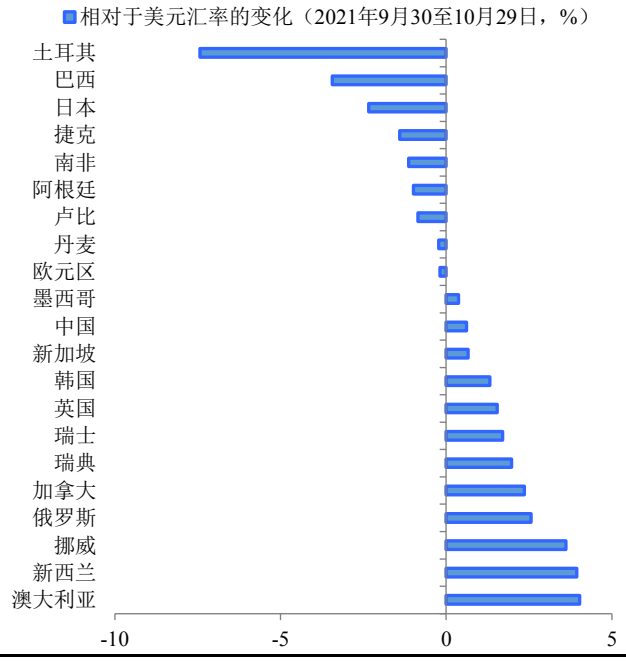
图 2：2021 年 10 月货币市场对于 2022 年和 2023 年的加息预期不断升温



数据来源：Bloomberg,东吴证券研究所

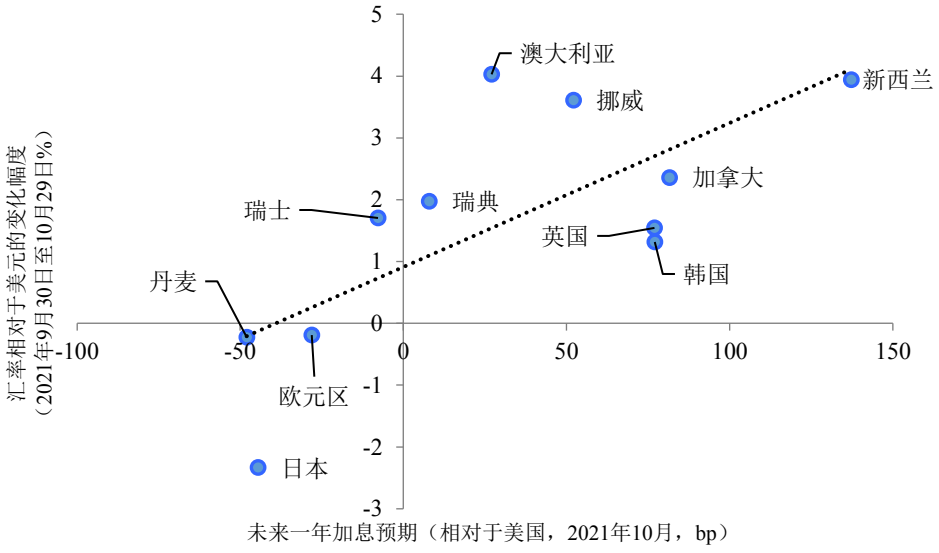
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 3：2021 年 10 月全球主要经济体货币相对美元的变化



数据来源：Bloomberg,东吴证券研究所

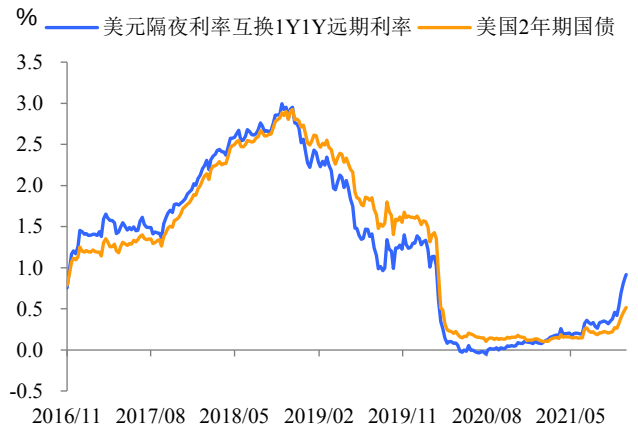
图 4：2021 年 10 月发达经济体的汇率变化反映了未来加息预期的情况



数据来源：Bloomberg,东吴证券研究所

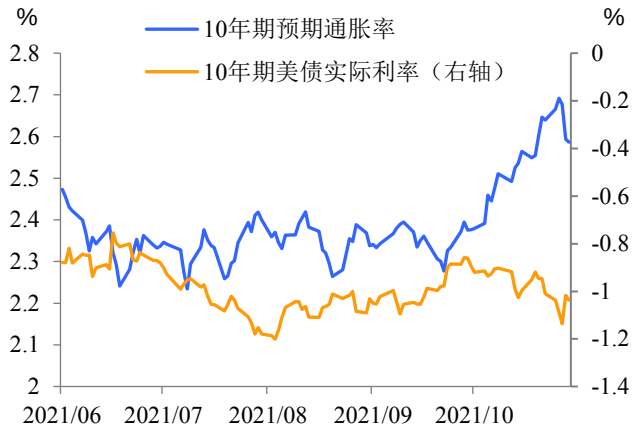
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：2 年美债收益率受货币市场影响明显



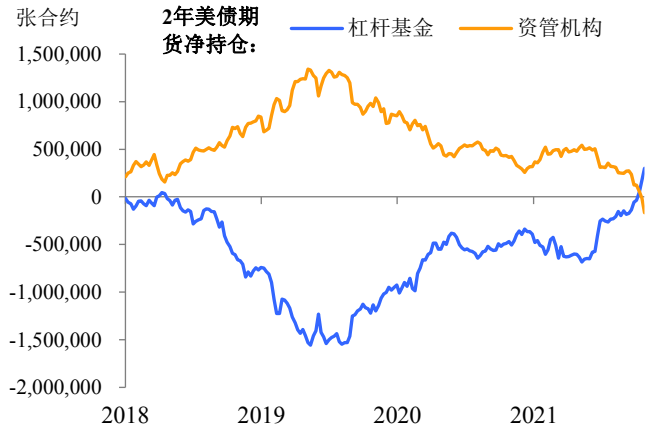
数据来源：Bloomberg,东吴证券研究所

图 6：2021 年 10 月 10 年期美债实际利率中枢下行



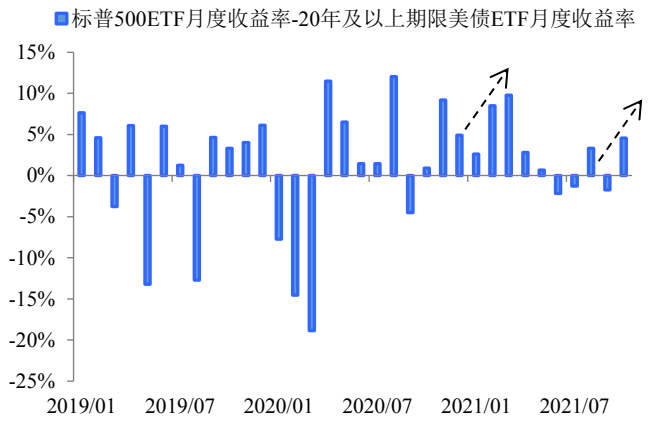
数据来源：Bloomberg,东吴证券研究所

图 7：杠杆基金逆势加仓 2 年期美债期货多仓



数据来源：Bloomberg,东吴证券研究所

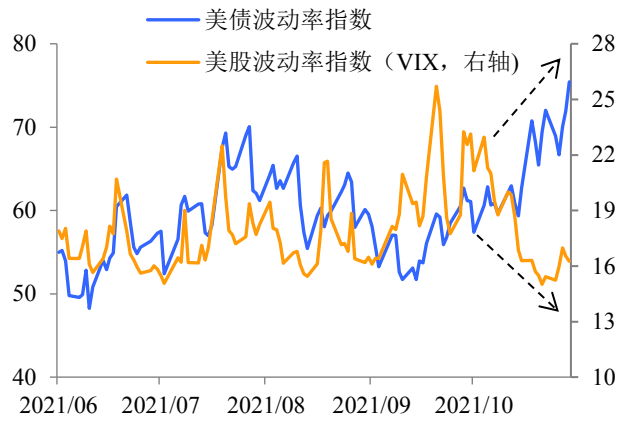
图 8：2021 年 10 月股票收益率明显好于债券可能导致保险资金资产再平衡



数据来源：Bloomberg,东吴证券研究所

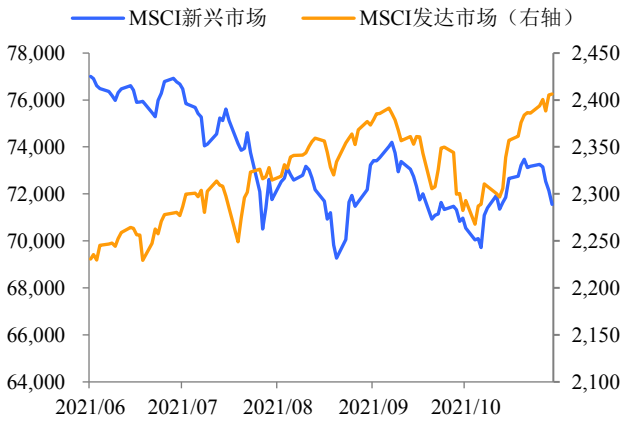
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 9：相较美债市场，美股市场波动率明显偏低



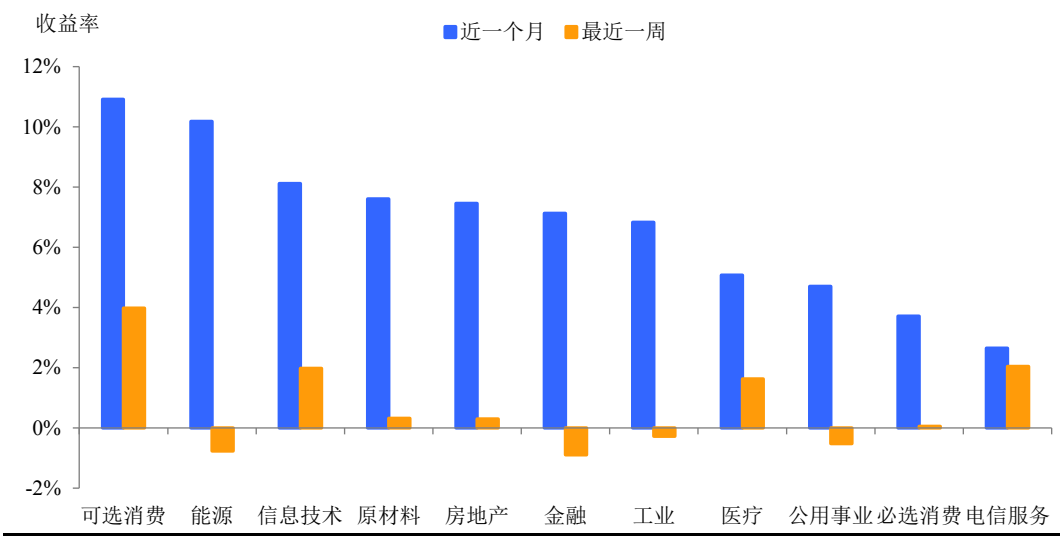
数据来源：Bloomberg,东吴证券研究所

图 10：2021 年 10 月发达经济体股市表现明显更好



数据来源：Bloomberg,东吴证券研究所

图 11：截至 2021 年 10 月 29 日标普 500 一级板块收益率



数据来源：Bloomberg,东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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