

海外宏观周报

联储“放鹰”，新兴“淡定”

■ 核心摘要

1、主题评论：联储“放鹰”，新兴“淡定”。美联储6月16日会议信号有所转“鹰”，6月17日-18日美股大盘和价值股受挫，美元指数升破92点。在美联储政策转鹰过程中（或相关预期发酵时），新兴市场通常表现出较大脆弱性，如2013年“紧缩恐慌”和2021年初的美债收益率上行对新兴股市的冲击。然而6月17日-18日，MSCI新兴市场指数涨0.04%，而MSCI发达市场跌1.2%，与美欧日股市相比，中国A股、港股、越南、马来西亚等多个新兴市场表现出更强韧性。

为什么新兴市场表现更为“淡定”？一是，10年美债利率并未上行，美国市场对新兴资本的“拉力”不足。二是，当前全球风险偏好仍维持高位，美股成长板块仍然维持强劲。较强的风险偏好，仍在鼓励资本向新兴市场流动。加上通胀预期降温，美股价值板块、以价值板块为主的欧洲股市等受挫，部分资金进一步流向新兴市场。三是，新兴市场股价经历了2021年1季度的冲击后，目前相对于发达市场的估值水平仍然低于2020年下半年的水平，回撤的空间较为有限。

未来一段时间，美联储即将讨论和实施Taper，随着美债收益率上行、风险偏好回落，新兴市场仍有可能受影响，但有望表现出较强韧性，大概率不会发生类似2013年和2021年初的显著冲击。第一，新兴市场资本外流的“拉力”有限。因为美联储政策转向更加温和，美债收益率上行不会太快，美元反弹不会太强，美国对资金的回笼能力有限。第二，新兴市场对资本的“吸力”仍强。欧美需求持续拉升新兴市场的出口景气，新兴市场国家整体经济和金融状况较为健康。第三，当前新兴市场资本流出的空间较为有限。近年来流入新兴市场的资本规模远不及2013年以前，目前新兴市场资产估值水平较低。

2、美国经济：消费筑顶、生产加速。1) 美国5月PPI增速继续创历史新高、且环比增速仍在上升。美国5月PPI季调同比增长6.5%；季调环比增长0.8%，前值0.6%。食品价格持续上涨并对相关企业成本造成较大压力，能源价格与供应链瓶颈等涨价因素仍在显现。2) 美国5月零售销售同比大幅回落、且环比下滑。结构上，美国消费开始从耐用品向非耐用品、服务业消费转移。随着财政补贴退坡、耐用品消费强劲后或迎来间隔期、以及消费信心暂未完全恢复，目前美国消费已经出现筑顶迹象。往后看，“群体免疫”或将再拉动非耐用品和服务消费，但耐用品消费的拐点难以改变，未来零售销售总额未必会出现明显增长、还可能继续环比下滑。3) 美国5月工业产出环比增速加快，汽车业产出大增6.7%。美国工业生产在强劲需求以及疫苗进展下仍在加速。4) 美国初请失业金人数结束6连降。

3、海外疫情与疫苗跟踪：英国推迟解封。“疫苗优生”英国受困于变异病毒，连续两周单日新增超7000病例，英国首相约翰逊14日宣布将解封日期推迟4周至7月19日。亚洲疫情“有好有坏”，中国台湾近一周的日增病例均降至200例以内，越南疫情又有小幅反弹。疫苗方面，美国接种速度小幅提升。目前全美60%成年人接种了至少1剂疫苗，若按此速度，拜登“70%美国成年人接种至少1剂疫苗”目标的完成日期，或从计划的7月4日推迟至7月中左右。

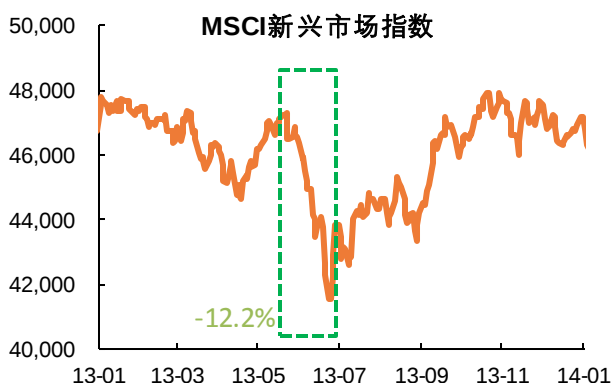
4、全球资产表现：全球股市——大部分地区股指下跌，亚太/新兴市场韧性好于欧洲/发达市场。全球债市——10年美债利率因通胀预期回落而下行，欧洲债市表现不佳。近一周，1年期及以内美债利率上升2-4bp不等，因为美联储上调了隔夜逆回购利率。10年美债利率16日美联储会议后升至1.57%，18日收于1.45%，整周跌2bp，而实际利率升6bp，隐含通胀预期跌8bp。商品市场——除原油外大部分商品价格回落，有色金属价格大跌。商品价格受挫，一方面源于美元升值，另一方面源于通胀预期回落。外汇市场——美元指数升破92点，跃升至近两个半月最高。近一周美元直线跃升略超预期，主要包括了市场对美联储加息预期提前的恐慌情绪，类似的急涨难以持续，未来一段时间美元更可能呈现波动、温和上行趋势。

一、主题评论：联储“放鹰”，新兴“淡定”

美联储 6 月议息会议传递的信号有所转“鹰”，其大幅上修 2021 年经济增速并维持着较低的失业率预测，点阵图显示加息预期提前。6 月 16 日联储决议当日，美股三大股指收跌，10 年美债利率一度上升 10bp，美元指数由 90.5 附近跃升至 91.4。17-18 日标普 500 和道琼斯工业指数维持跌势，10 年美债利率回落，美元指数升破 92 点。

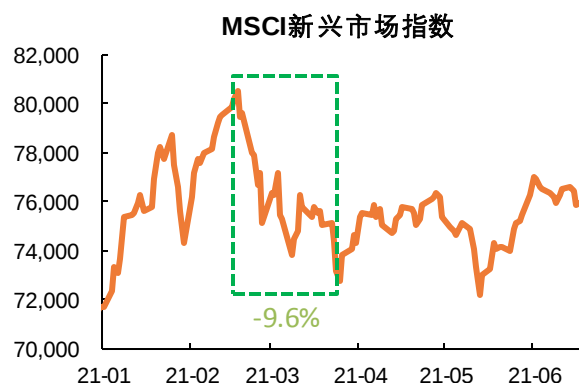
在美联储政策转鹰过程中（或相关预期发酵时），新兴市场通常表现出较大脆弱性。2013 年的“紧缩恐慌”，一度造成新兴市场股债汇“三杀”，MSCI 新兴市场指数在一个月中最大回撤达 12.2%（图表 1）。2021 年 2 月-3 月由于美国经济向好、加息预期提前，新兴市场亦经历了明显冲击，MSCI 新兴市场在一个半月中的最大回撤达 9.6%（图表 2）。

图表1 2013 年新兴股市受“紧缩恐慌”冲击



资料来源: Wind, 平安证券研究所

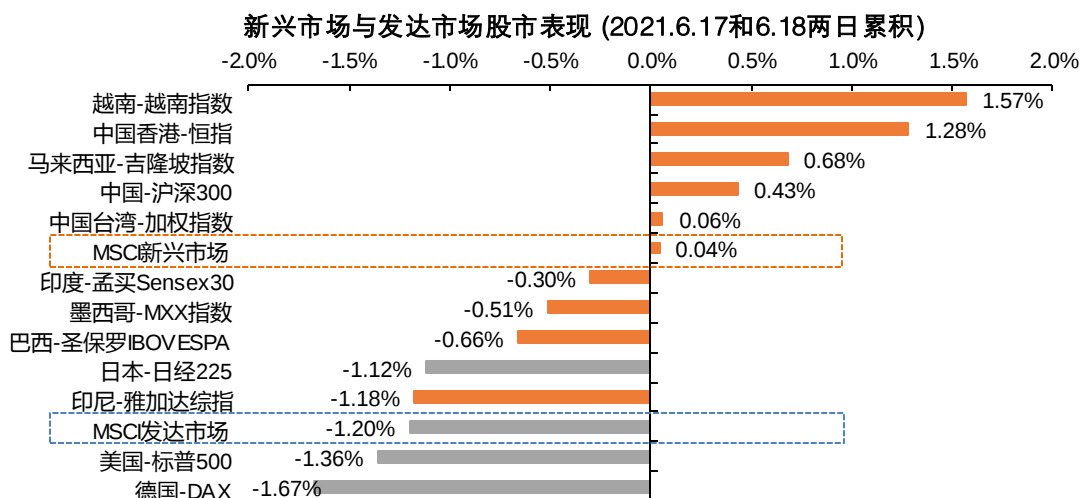
图表2 2021 年初新兴股市受美债收益率上行冲击



资料来源: Wind, 平安证券研究所

然而美联储 6 月议息会议后，新兴市场股市比发达市场表现出更强韧性。美联储 6 月议息会议后的两日里，尤其对比美欧发达市场而言，新兴市场股市反应较为温和，17-18 日 MSCI 新兴市场指数涨 0.04%，而 MSCI 发达市场跌 1.2%，与美欧日大盘股市表现相比，中国 A 股、港股、越南、马来西亚、印度等多个新兴市场表现出更强韧性（图表 3）。

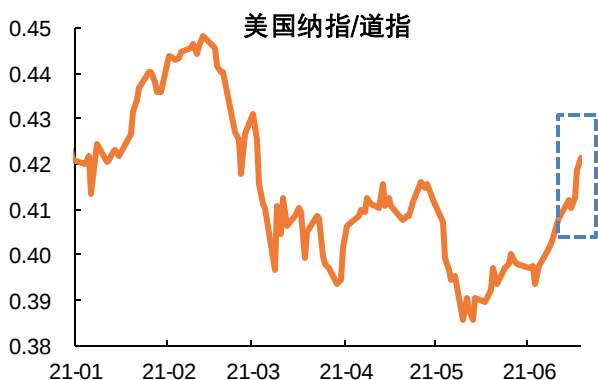
图表3 美联储 6 月议息会议后，新兴市场股市比发达市场表现出更强韧性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

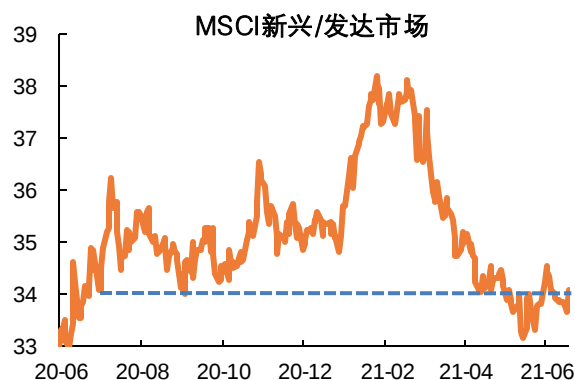
为什么新兴市场表现更为“淡定”？一是，10 年美债利率虽然一度跃升但很快回落，18 日收于 1.45%、仍处于 2 月下旬以来较低水平。美债利率并未上行，继而对外国资本的吸引力并未显著提升，美国市场对新兴资本的“拉力”不足。二是，当前全球风险偏好仍维持高位，美债利率钝化的背景下，美股成长板块仍然维持强劲（图表 4），美国企业债与国债的利差也维持在较低水平。较强的风险偏好，仍在鼓励资本向新兴市场流动。加上通胀预期降温，美股价值板块、以价值板块为主的欧洲股市等受挫，部分资金进一步流向新兴市场。三是，新兴市场股价经历了 2021 年 1 季度的冲击后，目前相对于发达市场的估值水平仍然低于 2020 年下半年的水平（图表 5），回撤的空间较为有限。

图表4 美股成长板块表现优于价值板块



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 新兴市场相较于发达市场的估值处于偏低水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

未来一段时间，美联储即将讨论和实施 Taper，随着美债收益率上行、风险偏好回落，新兴市场仍有可能受影响，但有望表现出较强韧性，大概率不会发生类似 2013 年和 2021 年初的显著冲击。我们在报告《新兴市场能否承受“美元回流”压力？》以及中期展望中强调：第一，新兴市场资本外流的“拉力”有限。因为美联储政策转向更加温和，美债收益率上行不会太快，美元反弹不会太强，美国对资金的回笼能力有限。第二，新兴市场对资本的“吸力”仍强。欧美需求持续拉升新兴市场的出口景气，新兴经济体积累了更充足的外汇储备，偿债能力有所提升，近年来“双赤字”问题亦并未发酵，整体经济和金融状况较为健康。第三，当前新兴市场或不具备资本大幅外流的基础。近年来流入新兴市场的资本规模远不及 2013 年以前，而经历了年初的调整后，目前新兴市场资产估值水平处于历史低位。

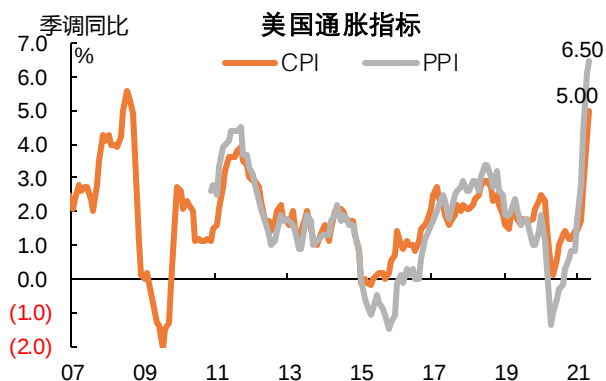
二、海外重点跟踪

1、美国经济：消费筑顶、生产加速

美国 5 月 PPI 增速继续创历史新高、且环比增速仍在上升。美国 5 月 PPI 季调同比增长 6.5%，继续创该数据自统计以来的最大同比增速，前值为 6.1%；季调环比增长 0.8%，前值 0.6%，环比增速仍在上升，而 5 月 CPI 环比增速（0.6%）是回落的（前值 0.8%）。5 月核心 PPI 季调同比增长 5.9%，前值为 4.7%；环比 1.1%，前值为 1.0%。值得注意的是，与中国 CPI 和 PPI 的“剪刀手”情况不同，美国 CPI 与 PPI 增速走势的同步性较高。

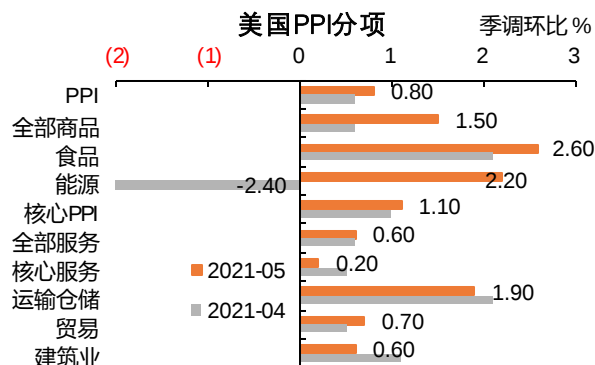
分项看，大部分分项环比仍在加速，其中食品、能源环比分别升 2.6%和 2.2%，但 4 月能源环比下降 2.4%、食品分项上涨 2.1%，说明近两个月食品价格持续上涨并对相关企业成本造成较大压力。除食品能源外，运输和仓储服务分项环比也连续大涨 2%左右，能源价格与供应链瓶颈等涨价因素仍在显现。

图表6 美国 CPI 与 PPI 增速同步蹿升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 美国 5 月 PPI 环比仍高速增长

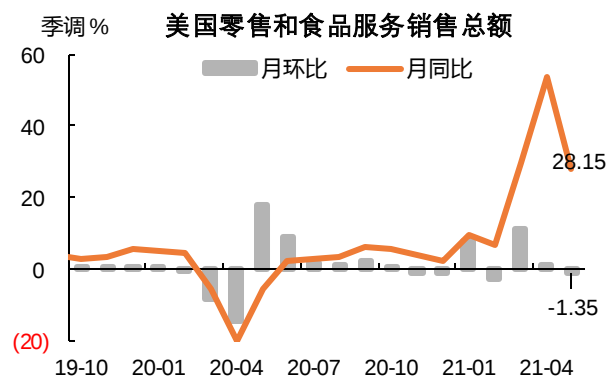


资料来源: Wind, 平安证券研究所

美国 5 月零售销售同比大幅回落、且环比下滑。5 月零售和食品服务销售总额为 28.15%，较前值 53.4% 大幅回落，除了基数原因外，5 月数据季调环比下滑 1.35%。结构上，随着疫苗接种和消费场景恢复，美国消费开始从耐用品向非耐用品、商品向服务业消费转移，汽车、家具家电、建材物料等分项环比大幅回落，食品饮料、医疗保健、服装配饰、百货商店等分项环比上升。

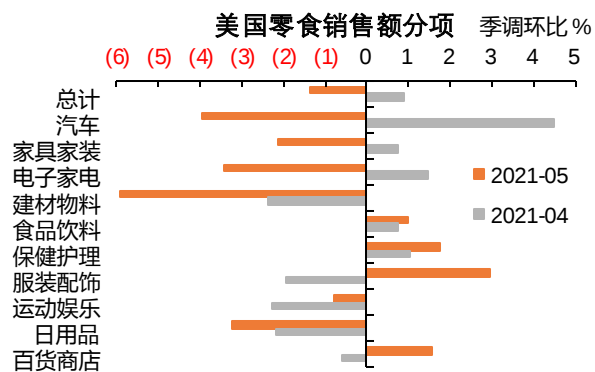
随着财政补贴退坡、耐用品消费强劲后或迎来间隔期、以及消费信心暂未完全恢复，目前美国消费已经出现筑顶迹象。往后看，虽然“群体免疫”对消费场景以及消费信心的恢复均可能有促进作用，这将拉动非耐用品和服务消费，但耐用品消费的拐点难以改变，未来零售销售总额未必会出现明显增长、还可能继续环比下滑。

图表8 美国 5 月零售数据同比增速回落、环比下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 美国消费从耐用品向非耐用品、服务业转移

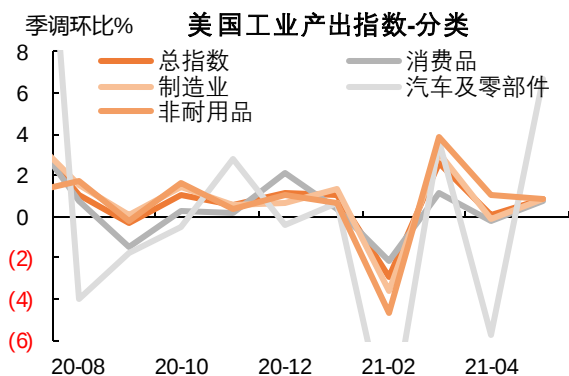


资料来源: Wind, 平安证券研究所

美国 5 月工业产出环比增速加快，汽车业产出大增 6.7%。美国 5 月工业产出总指数环比增长 0.8%，高于预期的 0.7% 和前值 0.1%；同比 16.3%，前值 17.6%。分项中，消费品和制造业环比分别增 0.8% 和 0.9%。制造业中，耐用品环比增 1.0%（前值 -1.2%），其中汽车和零部件环比大增 6.7%（前值 -5.7%）；非耐用品环比 0.8%。剔除汽车业生产后，制造业产出环比增长 0.5%（前值 0.3%）。整体看，美国工业生产在强劲需求以及疫苗进展下仍在加速，部分环节的短期制约因素（如汽车生产前期受芯片短缺等扰动），目前也已经得到较大缓解。

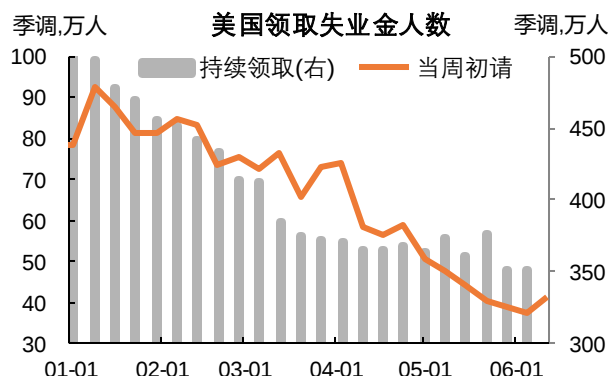
美国初请失业金人数结束 6 连降。截至 6 月 12 日当周，美国初次申请失业救济人数为 41.2 万人，超预期的 36 万人和前值的 37.5 万人，结束了连续 6 周的下降。截至 6 月 5 日当周，续请失业金人数为 351.8 万人，基本持平于修正后的前值，但高于预期的 342.5 万人。

图表10 美国 5 月工业产出环比增速加快



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 美国初请失业金人数结束 6 连降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

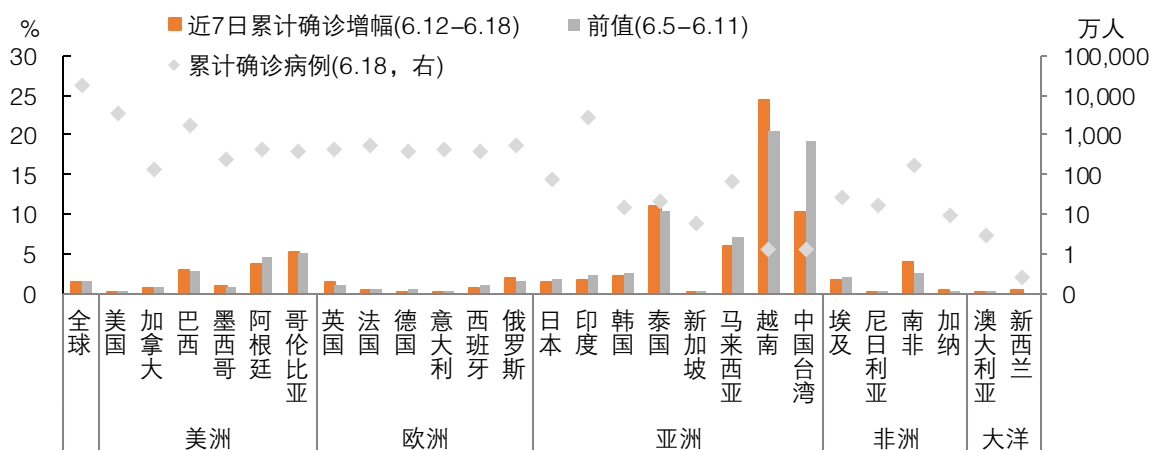
2、海外疫情与疫苗跟踪：英国推迟解封

全球疫情有所改善，截至 6 月 18 日，全球新冠累计确诊 1.79 亿人，近一周全球累计确诊增速有所回落（1.42%，前值 1.57%），全球疫情改善主要由“高存量地区”疫情好转的带动，印度本周累计确诊涨幅降至 1.6%（前值 2.3%），美国继续保持稳定（0.3%，前值 0.3%）。

欧洲方面，“疫苗优生”英国受困于变异病毒，连续两周日增超 7000 病例，且 6 月 17 和 18 日均破万例，根据英国疫情通报的信息，过去一周英国 99% 的确诊病例系感染 Delta 变异毒株。英国首相约翰逊 14 日宣布将解封日期推迟 4 周至 7 月 19 日。按英国原先的解封计划，6 月 21 日可进入解封第四阶段，即取消剩余限制措施。

亚洲疫情“有好有坏”，中国台湾近一周的日增病例均降至 200 例以内，本周累计确诊增幅为 10.2%，较前值 19.2% 减少近半。越南疫情又有小幅反弹（累计确诊增幅 24.4%，前值 20.4%），疫苗接种滞后也给防控效果拖后腿，越南最大城市、18 岁以上常住人口达到 700 万的胡志明市目前仅收到 14 万剂新冠疫苗。泰国累计确诊增幅基本维持上周水平（11.0%，前值 10.4%），虽然泰国已经大规模开展疫苗接种活动，但要表现在确诊数字的减少上尚需时日。

图表12 近一周主要国家或地区新冠疫情发展情况一览（截至 6 月 18 日）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

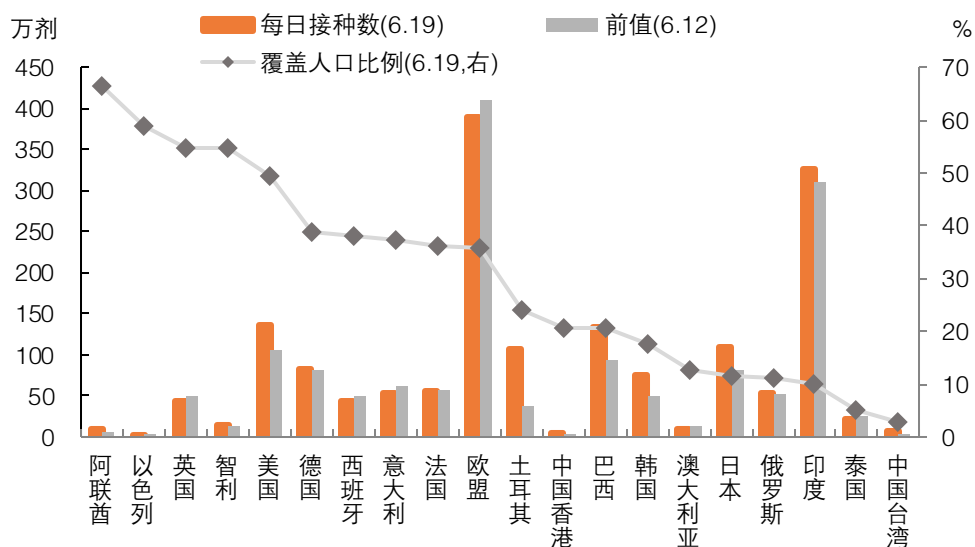
请务必阅读正文后免责条款

全球疫苗方面，据 Bloomberg 统计，截至北京时间 6 月 19 日，全球已经有 180 个国家接种超过 25 亿剂疫苗，全球平均每天接种量超过 3730 万剂。

欧美方面，欧盟累计接种量近 3.2 亿剂，近一周平均每日接种量为 390 万剂/天（前值 400 万剂/天），接种速度依然仅次于中国大陆。美国的接种速度在经过连续 7 周的收敛后，小幅提升至 136 万剂/天（前值 106 万剂），根据 CDC 披露的分年龄接种数据，目前 1.55 亿成年人接种了至少 1 剂疫苗，占成年人口比重 60%。**若按此速度，“70%美国成年人接种至少 1 剂疫苗”目标的完成日期，要从拜登计划的 7 月 4 日推迟至 7 月中。**亚洲方面，日本（每日接种量 110 万剂，前值 83 万剂）和韩国（75 万剂，前值 49 万剂）均有大幅度提高。

部分新兴市场国家发力。印度每日接种量超过 325 万剂（前值 311 万剂），再度突破历史新高。土耳其和巴西的单日接种量均突破百万剂，分别达到 106 万剂/日和 132 万剂/日。泰国已于 6 月 7 日全面展开新冠疫苗接种，但目前还未体现在接种速度上。泰总理在 6 月 16 日的电视讲话中表示，有能力实现月均接种 1000 万剂疫苗的目标，预计 10 月将为全国 70% 的人口（近 5000 万人）接种至少 1 剂疫苗，并承诺在 120 天内重开国门恢复旅游。

图表13 新冠疫苗接种进度一览（截至 6 月 19 日）



资料来源: Bloomberg (数据获取日为北京时间6月19日), 平安证券研究所

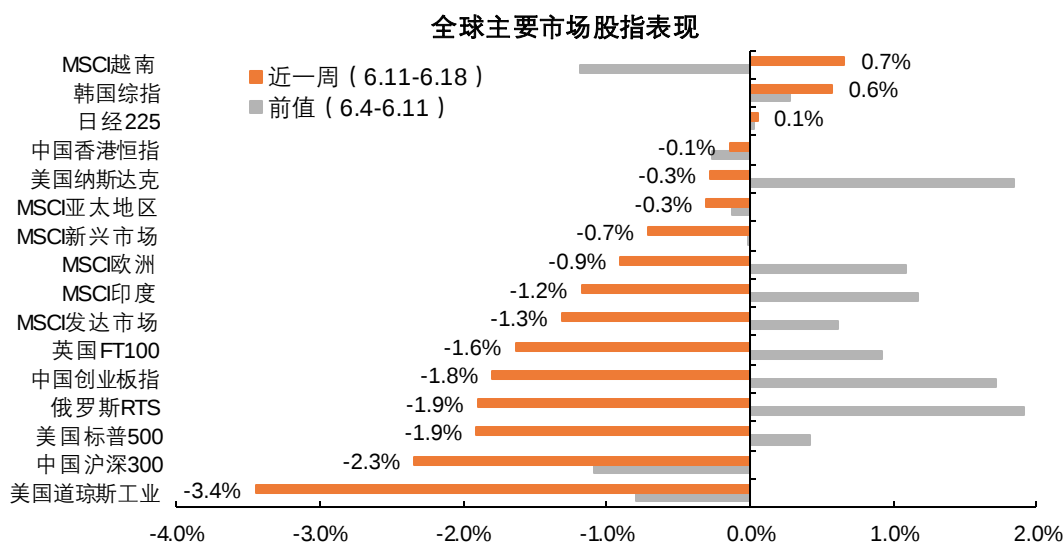
注: “覆盖人口比例”表示, 已接种疫苗能够满足完全接种的人数占总人口的比例

三、全球资产表现

1、全球股市——大部分地区股指下跌，亚太/新兴市场韧性好于欧洲/发达市场

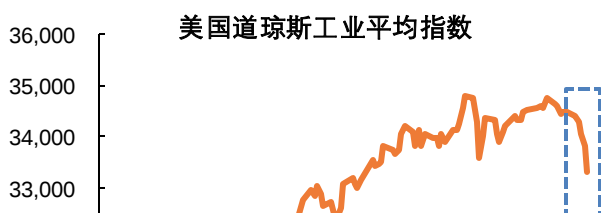
近一周（截至 6 月 18 日），受美联储 6 月议息会议释放偏鹰信号（或在此前预期提前发酵）的影响，全球大部分地区股市出现下跌。不过，相较于欧洲和发达市场，亚太和新兴市场表现出更强韧性，MSCI 亚太和新兴市场分别跌 0.3% 和 0.7%，而 MSCI 欧洲和发达市场分别跌 0.9% 和 1.3%。风格方面，美股价值板块受重挫，道指跌 3.4%，主因是通胀预期和大宗商品价格的回落；成长板块表现优于价值板块，纳指跌 0.3%，标普 500 和道指分别跌 0.3% 和 1.9%。

图表14 近一周大部分地区主要股指下跌，亚太/新兴市场韧性好于欧洲/发达市场

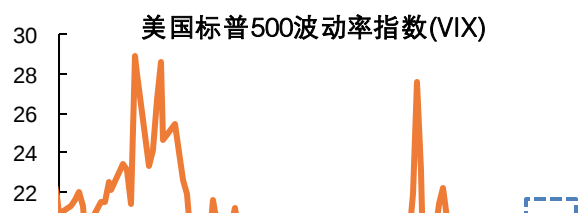


资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 近一周美股道指受重挫



图表16 近一周美股波动率达近一个月高位



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_20246

