

海外宏观周报

市场交易美国经济“见顶”

■ 核心摘要

1、美国经济：服务业 PMI 不及预期，就业数据缺乏亮点，市场倾向于判断美国经济“见顶”。一方面，7月6日公布的美国服务业 ISM PMI 指数仅为 60.1，低于前值的 64 和预期值的 63.5。在制造业活跃度已经“见顶”的背景下，市场对于美国服务业修复给予很高期望，而 6 月服务业 PMI 可能较大程度上挫伤了市场对于经济复苏前景的信心，这是近一周市场倾向于判断美国经济已经“见顶”的重要背景。但我们认为，美国 PMI 指标是在前值很高的基础上边际放缓，经济恢复的实际节奏仍然较快，不宜简单解读为“后劲不足”。另一方面，7月7日公布的 5 月数据显示职位空缺数仍然较高，自主离职人数下降，这被市场解读为劳动力市场过热的情形进入尾声。5 月就业调查与 6 月非农数据不算特别强劲，这可能边际增添了市场对于就业恢复的担忧。我们强调，由于数据调查日期在 6 月中旬以前，上述数据尚未受到美国额外失业金补贴提前到期的“助推”，7 月非农数据更加值得期待。目前对美国就业恢复过度悲观尚无必要。

2、欧洲经济：1) 欧洲央行新设“2%的对称通胀目标”。7月8日欧洲央行宣布，将中期通胀目标设立为“2%的对称通胀目标”，此前的目标为“低于但接近 2%”。可以理解为，欧洲央行理想的中期通胀水平是围绕 2% 窄幅波动而不是低于 2%。虽然拉加德在采访中强调，此策略与美联储的“平均通胀目标制”（允许货币政策超调以实现 2% 的平均通胀目标）是不一样的，但我们认为，即使欧洲央行的新策略可能仍不及美联储那样“松”，但这显然已经比此前的框架更“松”。**2) 欧洲复苏势头仍足。**7月5日公布的欧元区 6 月服务业和综合 PMI 均明显上升，欧洲经济不比美国落后太多。往后看，近期欧洲央行正在加快购债速度，新的货币政策框架释放偏鸽信号，这意味着下半年欧元区货币和财政均在边际加力。欧元区经济是否会出现“过热”风险成为了一个更值得思考的问题，欧洲“再通胀交易”的机会可能已经加大，以周期股为核心的欧洲股市有望表现得相对积极。

3、海外疫情与疫苗跟踪：英国疫情未散，解封在即。英国本周累计确诊增幅为 4.2%（前值 3.3%），单日新增病例已破 3 万例，但英政府本周已公布解封计划，并将于 7.12 正式确认是否按计划实施 7.19 的最后阶段解封。美国 Delta 变种病毒病例已占现有病例的半数以上。东南亚疫情亦有所升温，尤其越南和泰国。

4、全球资产表现：1) 全球股市：新兴市场继续跑输发达市场，中美周期板块继续跑输成长板块，周期板块的跑输反映了市场正在交易中美经济复苏“见顶”。**2) 全球债市：**7月8日 10 年美债收益率降破 1.3%，实际利率和通胀预期的同时下行。美债市场正在交易美国“经济见顶、通胀见顶、政策见顶”。除基本面因素外，站在配置策略角度，美债的高需求还源自：外国债券收益率下降与美元升值预期加强；美股和美国企业债价格屡创新高，“避险需求”驱动市场增配美债。我们认为，不应简单用“见顶回落”来形容美国经济复苏的下半场，“高基数+高储蓄+就业空间+服务业空间+供给约束+美联储不急转弯”等多因素均仍有望助力美国经济持续复苏、甚至通胀“二次探顶”。**3) 商品市场：**大宗商品价格走势分化，油价经历大幅波动，阿联酋“拒不合作”使 OPEC 会议再次未就增产达成共识，但媒体报道美国拜登政府撮合 OPEC 谈判，EIA 原油库存继续下降，供给约束是近期以及未来一段时间影响油价走势的核心。**4) 外汇市场：**7月7日美元指数收于 92.72、创 4 月初以来最高，但 7 月 9 日回落 92.10、接近两周低点。美元指数创新高的主因是美债走强提升了美元需求，此外美联储隔夜逆回购工具持续发力回收流动性、亦对美元提供支撑。不过，近期市场对于美国经济“见顶”的看法亦可能限制看多美元的交易。我们维持判断，下半年美元指数有望震荡中维持温和上涨趋势。

一、海外经济跟踪

1、美国经济：服务业 PMI 不及预期，就业数据缺乏亮点，市场倾向于判断美国经济“见顶”

7月6日公布的美国服务业 ISM PMI 指数仅为 60.1，低于前值的 64 和预期值的 63.5。其中商业活动与生产、新出口订单、库存情绪以及就业等为显著拖累项，新订单、交付和库存形成小幅拖累，而积压订单和进口指数反而大幅增长。整体而言，在制造业活跃度已经“见顶”的背景下，市场对于美国服务业修复给予很高期望，而 6 月服务业 PMI 可能较大程度上挫伤了市场对于经济复苏前景的信心，这是近一周市场倾向于判断美国经济已经“见顶”的重要背景。但我们认为，美国 PMI 指标是在前值很高的基础上边际放缓，经济恢复的实际节奏仍然较快，不宜简单解读为“后劲不足”。

图表1 美国 6 月服务业 PMI 显著不及预期，服务业和整体经济出现增长放缓迹象

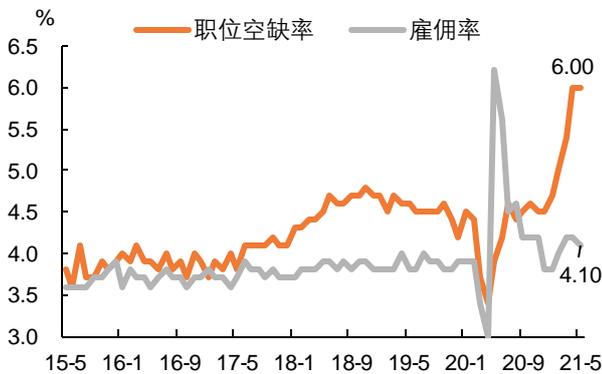
分项	美国服务业 ISM PMI						美国制造业 ISM PMI		
	6 月	5 月	变化	变化方向	变化率	趋势延续 (月数)	6 月	5 月	变化
服务业 PMI	60.1	64	-3.9	增长	更慢	13	60.6	61.2	-0.6
商业活动与生产	60.4	66.2	-5.8	增长	更慢	13	60.8	58.5	2.3
新订单	62.1	63.9	-1.8	增长	更慢	13	66	67	-1
就业	49.3	55.3	-6	反向	由增转降	1	49.9	50.9	-1
交付	68.5	70.4	-1.9	缓慢	更慢	25	75.1	78.8	-3.7
库存	49.9	51.5	-1.6	反向	由增转降	1	51.1	50.8	0.3
价格	79.5	80.6	-1.1	上升	更慢	49	92.1	88	4.1
积压订单	65.8	61.1	4.7	增长	更快	6	64.5	70.6	-6.1
新出口订单	50.7	60	-9.3	增长	更慢	5	56.2	55.4	0.8
进口	58.2	50.4	7.8	增长	更快	9	61	54	7
库存情绪	37.2	40.5	-3.3	太低	更快	3	N/A	N/A	N/A
客户库存	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	30.8	28	2.8
整体经济				增长	更慢	13			
服务业				增长	更慢	13			

资料来源: Wind, 平安证券研究所

于此同时，另一个重要的数据来自美国就业市场调查 (JOLTS)，7月7日公布的 5 月数据显示职位空缺数仍然较高，从 4 月的 919.3 万小幅上升至 920.9 万，创下历史新高，但低于市场预期的 932.5 万。职位空缺率整体则维持 6.0% 不变。自主离职人数当月录得 360 万人，而自主离职率则为 2.5%，两项数据较上次调查均出现下降，这被市场解读为劳动力市场过热的情形进入尾声。5 月雇佣率小幅下降 0.1 个百分点至 4.1。近一周公布的初请失业金人数 (37.3 万人) 基本持平于前值，仍未疫情前水平的 1.8 倍，而续请失业金人数 (333.9 万人) 下降较明显，但仍为疫情前水平 2 倍。

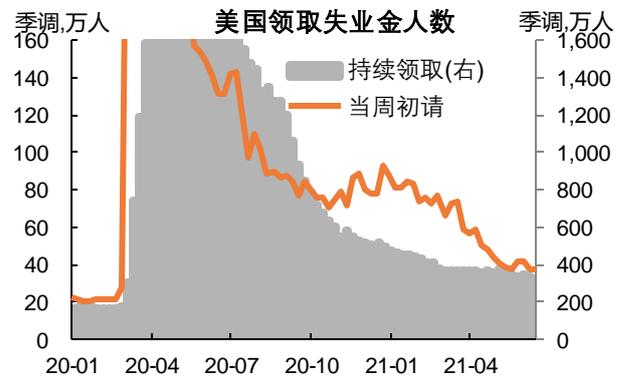
整体而言，5 月就业调查与 6 月非农数据不算特别强劲，这可能边际增添了市场对于就业恢复的担忧。我们强调，如我们在报告《美国 6 月非农拉开“超级 Q3”序幕》中指出，由于数据调查日期在 6 月中旬以前，5 月就业调查与 6 月非农数据尚未受到美国额外失业金补贴提前到期的“助推”，7 月非农数据更加值得期待。换言之，目前对美国就业恢复过度悲观尚无必要。

图表2 高企的职位空缺率仍将转换为就业恢复动能, 雇佣率偏高主因是劳动力市场整体供应尚不足



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 美国申请失业金人数仍约为疫情前 2 倍



资料来源: Wind, 平安证券研究所

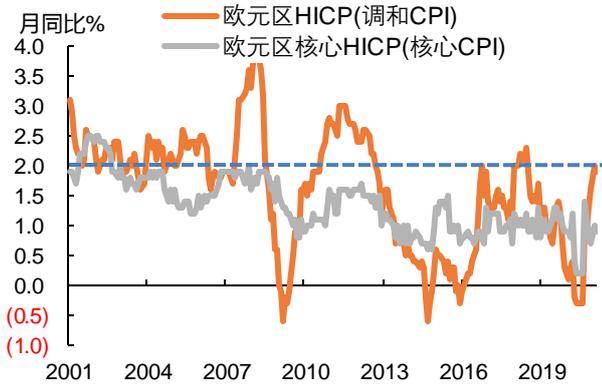
2、欧洲经济：欧洲央行新设“2%的对称通胀目标”

7月8日，欧洲央行批准了新的货币政策策略，将中期（over medium term）通胀目标设立为“2%的对称通胀目标”（symmetric 2% inflation target），此前的目标为“低于但接近2%”（below but close to 2%）。

对此我们的理解是，无论如何，这在一定程度上肯定是“调高”了通胀目标，即货币政策取向走“松”。此前的“非对称”目标隐含的信号是通胀低于2%可以接受、但高于2%不能接受，这一政策目标在过去的效果是，欧元区通胀率自2013年之后大部分时间里不超过2%，核心通胀率自2008年以后持续而显著低于2%（）。 “对称”意味着，据官方表述，高于或低于这一目标的通胀都是不理想的（undesirable），而换言之，据欧洲央行行长拉加德表述，通胀率不可能一直是2%，与这一目标出现暂时的、温和的偏离，这是可以接受的（that is OK）。我们认为，可以理解为欧洲央行理想的中期通胀水平是围绕2%窄幅波动而不是低于2%。不过，拉加德在采访中强调，此策略与美联储的“平均通胀目标制”是不一样的，她认为美联储的策略是允许货币政策超调（overshooting）以实现2%的平均通胀目标（言下之意是欧洲央行不允许货币政策超调）。我们认为，即使欧洲央行的新策略可能仍不及美联储“平均通胀目标制”那样“松”，但这显然已经比此前的框架更“松”。

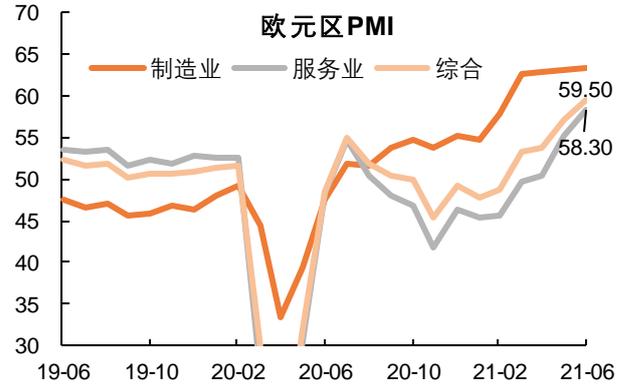
7月5日公布的欧元区6月服务业和综合PMI均明显上升，对比来看，欧元区6月PMI有点类似美国5月的情形（制造业PMI维持高位、服务业PMI明显上扬）。从这个角度看，欧洲经济不比美国落后太多。往后看，近期欧洲央行正在加快购债速度，新的货币政策框架释放偏鸽信号，这意味着下半年欧元区货币和财政均在边际加力。欧元区经济复苏前景确实不错，但是否会出现“过热”风险，成为了一个在当前节点更值得思考的问题。这对于投资的启示是，欧洲“再通胀交易”的机会可能已经加大，以周期股为核心的欧洲股市有望表现得相对积极。

图表4 欧元区(核心)通胀率持续低于 2%



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表5 欧元区 6月服务业和综合 PMI 明显上升

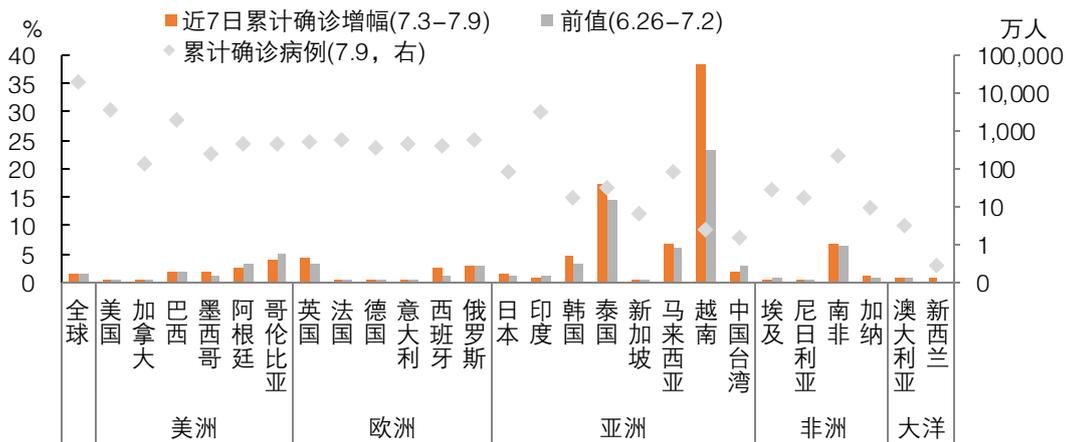


资料来源: Wind,平安证券研究所

3、海外疫情与疫苗跟踪：英国疫情未散但解封在即

全球疫情方面，截至 7 月 9 日全球新冠累计确诊 1.87 亿人。近一周全球累计确诊增速较上周有所抬升（1.57%，前值 1.48%）。亚洲方面，近一周越南累计确诊增幅升至 38.6%（前值 23.2%），不断给在越设厂的供应商带来压力，三星和苹果的供应商已要求工人住在工厂里，以减少疫情传播干扰。泰国累计确诊增幅亦有增加（17.2%，前值 14.7%），泰国疫情管理中心表示，将从 7.12 起在曼谷等地实施更严厉的管制措施，并将原定于 7.31 到期的紧急状态法再次延长至 9.30。欧美方面，英国疫情仍不见好转，本周累计确诊增幅为 4.2%（前值 3.3%），单日新增病例已破 3 万例，英国设定的解封日期 7.19 即将到来，本周已公布解封计划，政府将于 7.12 正式确认是否按计划实施最后阶段解封。美国亦难逃 Delta 变种的“魔爪”，累计确诊病例增幅小幅上升至 0.4%（前值 0.3%），根据 CDC 的估计，Delta 变种病毒引发的病例已成为“主流”病例，美国现有病例的 51% 以上。

图表6 近一周主要国家或地区新冠疫情发展情况一览（截至 7 月 9 日）



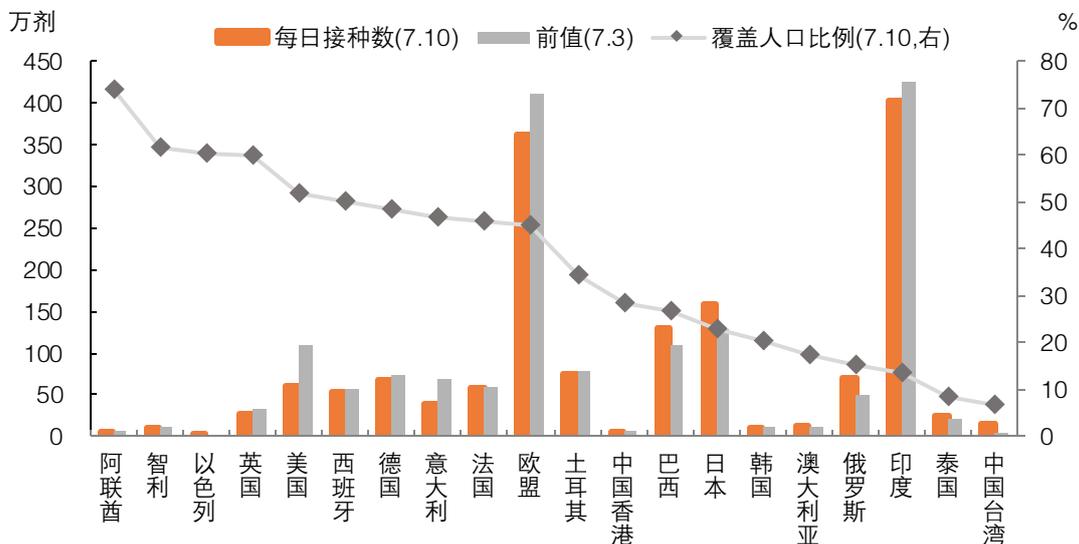
资料来源: Wind,平安证券研究所

全球疫苗方面，据 Bloomberg 统计，截至北京时间 7 月 10 日，全球已经有 180 个国家接种超过 33.6 亿剂疫苗，全球平均每天接种 3270 万剂（前值 4080 万剂/日）。美国方面，疫苗覆盖人数边际放缓趋势明显。美国近一周接种速度为 59 万剂/日（前值 109 万剂/日），目前已接种了 3.33 亿剂次疫苗，覆盖人口比例为 52.0%。根据此前测算，若以日增百万剂接种量的速度，则达到 75% 的疫苗覆盖人口比例至少还需要 4 个月，若再考虑目前接种速度的放缓趋势，则上述时点将进一步后移。欧洲方面，欧盟累计接种量超 4 亿剂，近一周平均每日接种量为 362 万剂/天（前值 412 万剂/日），

请务必阅读正文后免责条款

覆盖人口比例为 45.1%。英国累计接种量超过 8000 万剂，覆盖人口比例为 59.9%，若英国在 7.19 顺利实施解封，则彼时完全接种疫苗的群体入境英格兰将不必强制隔离。

图表7 新冠疫苗接种进度一览 (截至 7 月 10 日)



资料来源: Bloomberg (数据获取日为北京时间 7 月 10 日), 平安证券研究所

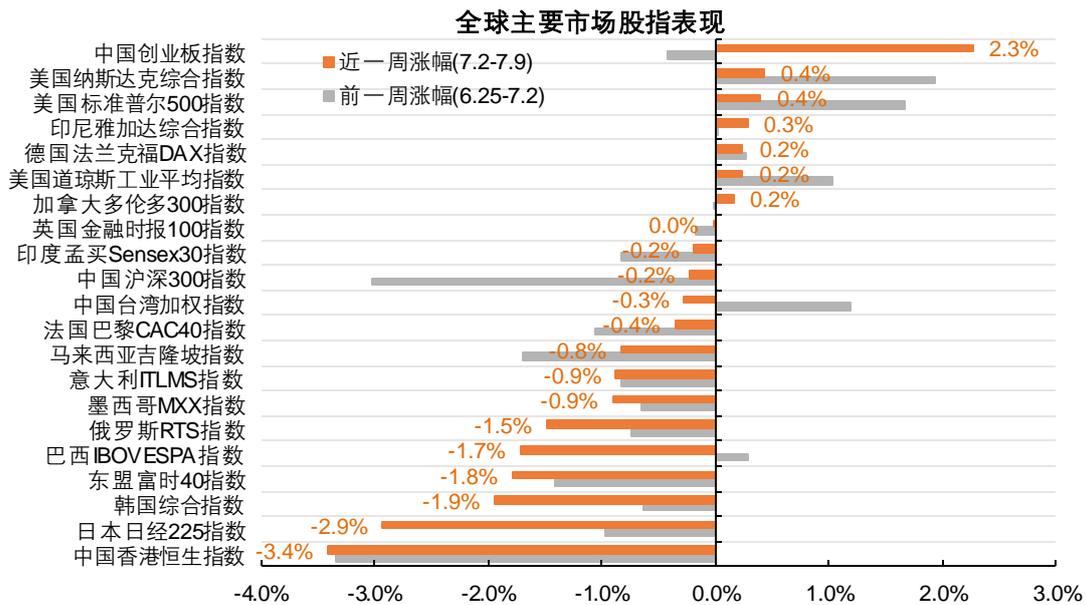
注: “覆盖人口比例”表示, 已接种疫苗能够满足完全接种的人数占总人口的比例

二、全球资产表现

1、全球股市——新兴市场继续跑输，中美周期板块继续跑输

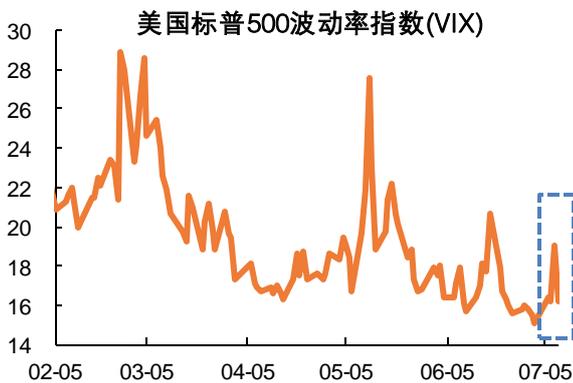
近一周（截至7月9日），全球股票市场表现并不积极。新兴市场继续跑输发达市场，二者的比值创2006年以来最低。美股三大指数整周小幅收涨0.2-0.4%，A股沪深300小幅收跌0.2%、创业板指大幅收涨2.3%。中美股市的成长板块跑赢周期板块，鉴于周期板块通常与经济表现有更强的相关性，近一周周期板块的跑输反映了市场正在交易中美国经济复苏“见顶”。7月8日美股VIX恐慌指数创近半个月新高，因为10年美债利率跌破1.3%的关键点位。

图表8 全球市场表现不积极，新兴市场继续跑输发达市场，中美周期板块继续跑输成长板块



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表9 7月8日美股VIX恐慌指数蹿升



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表10 新兴市场与发达市场相对表现为近年来最差



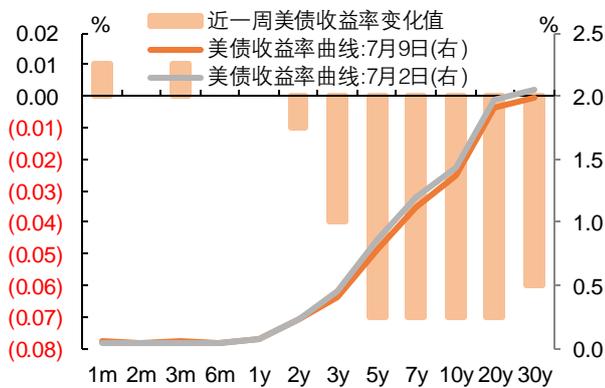
资料来源: Wind,平安证券研究所

2、全球债市——10 年美债收益率降破 1.3%

近一周，美债收益率意外快速下降引发全球市场关注，大部分地区国债/公债随美债走强。7月7日，美国10年TIPS国债（实际利率）降至-0.95%，为今年2月12日以来的最低水平；7月8日，10年TIPS隐含通胀预期降至2.22%，为今年3月9日以来最低。实际利率和通胀预期的同时下行使10年美债收益率于7月8日降破1.3%。

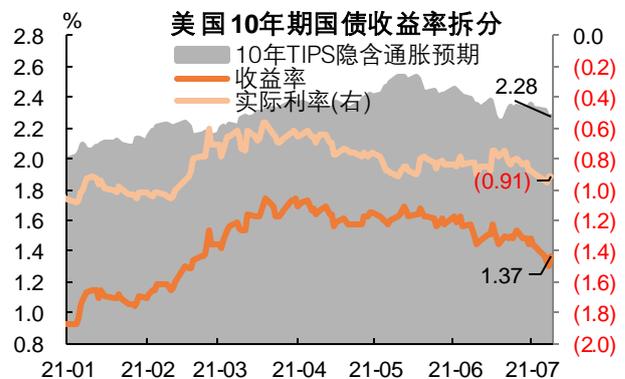
总结而言，美债市场正在交易美国“经济见顶、通胀见顶、政策见顶”。除基本面因素外，站在配置策略角度，助推美债短期走强的因素还包括：1) 外国债券收益率下降与美元升值预期加强，美债相对于外债的吸引力加强；2) 美股和美国企业债价格屡创新高，“避险需求”驱动市场增配美债；3) 美债供给或有不足，因美国财政部TGA账户充裕。但目前看，交易层面因素多属暂时性的，而关于基本面的判断，市场仍有巨大分歧，而我们的观点是，不应简单用“见顶回落”来形容美国经济复苏的下半场，“高基数+高储蓄+就业空间+服务业空间+供给约束+美联储不急转弯”等多因素均仍有望助力美国经济持续复苏、甚至通胀“二次探顶”（参考报告《再通胀交易仍可期》）。

图表11 近一周2年期及以上美债利率下行



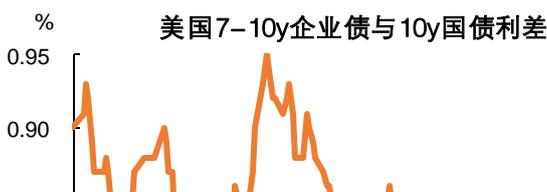
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表12 10 年美债利率与实际利率降至 2 月下旬水平



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表13 近一周美国企业债与国债利差由低位回升



图表14 近一周大部分地区国债/公债随美债走强



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_20686



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn