

海外宏观周报

欧央行“施压”美联储

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **主题评论：欧央行“施压”美联储。**欧央行公布 9 月利率决议，欧央行整体而言对欧洲经济更加乐观，其将 2021 年欧元区 GDP 增长上调 0.4 个百分点至 5%。通胀方面，虽然推出了“对称 2%”的中期目标，但其预测的 2022-23 年通胀率仍显著低于 2%，这一方面或体现其“信心不足”，另一方面或也说明其将较为坚定地迈向 Taper 以及货币政策正常化，而不是像美联储那样允许通胀显著超调。欧央行提到四季度 PEPP 资产购买速度将比前两个季度而言有所下降，这不是缩减购债，而是在“总量控制”下校准 PEPP。预计这暂不会对资本市场造成较大波动，欧元也难以大幅走强。不过，欧央行政策路线图显得比美联储更加清晰和确定，美联储多少会感到一定压力，继而有望尽快释放更清晰的 Taper 信息。
- **海外经济跟踪：1) 美国 PPI 再走高。**美国 8 月 PPI 同比增长 8.3%，环比增长 0.7%，略超预期。其中，能源生产者价格环比增速大幅放缓，但食品生产成本环比大涨，运输仓储和贸易生产者成本维持快速上涨。美国 PPI 向 CPI 传导较为通畅，即将公布的美国 8 月 CPI 同比增速仍可能进一步走高。不过，美国持续高企的通胀不会成为触发“再通胀交易”的直接因素，也不太可能对美联储 Taper 节奏产生影响。**2) 美国职位空缺再扩大。**美国 7 月职位空缺数量新增 74.9 万个，总数达 1090 万个，职位空缺率为 6.9%。美国就业市场需求十分强劲，但由于疫情扰动以及正值暑期，求职者对新工作的要求很高，尤其零售业、医疗和社会救助、住宿和餐饮等患病风险较大的行业，其招工难度更大。我们认为，高企的职位空缺率和较低的雇佣率是不可持续的，维持四季度美国就业市场会加快修复的判断。**3) 海外疫情整体迎来边际缓和。**截至 9 月 10 日，全球近 7 日累计确诊增幅为 1.77%，前值为 2.04%。海外主要国家和地区的累计确诊增速均出现放缓，如美国、日本，以及越南、马来西亚、泰国和印度等东南亚地区。不过，英国、新加坡、澳大利亚等地区疫情仍在加速蔓延。
- **全球资产表现：股市，**美股整周表现为近三个月以来最差，我们前期已提示 9 月美股调整风险，欧股亦表现不佳，中国和日本股市逆势上涨。8 月下旬以来，全球市场风格出现变化，MSCI 指数显示新兴市场跑赢发达市场，中概股亦小幅回暖。**债市，**10 年美债收益率整周升 2bp 至 1.35%，其中实际利率跌 4bp 至 -1.05%，隐含通胀预期升 6bp 至 2.40%。8 月下旬以来美国企业债相对走强，市场风险偏好有所回温。**大宗商品，**近一周走势继续分化，油价小幅波动，贵金属下跌，铜铝涨势强劲，国内钢煤继续蹿升。**外汇，**美元指数整周回升 0.55%，收于 92.64。8 月非农数据疲弱带来的“恐慌”有所缓和，近一周多位美联储官员讲话表达了“8 月就业数据不改美联储 Taper 节奏”的看法，恰符合我们的判断。

一、主题评论：欧央行“施压”美联储

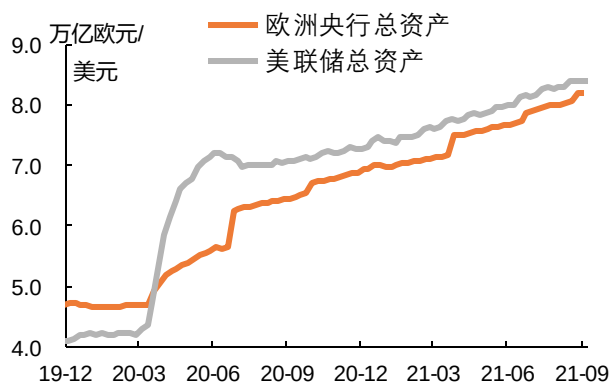
2021年9月9日，欧央行公布9月利率决议。重点信息如下：

- 1) 利率方面，维持三大关键利率不变（主要再融资利率 0%、主要再融资利率 0%、边际借贷利率 0.25%），符合市场预期。
- 2) 货币政策方面，继续进行 APP 项目下的资产购买。与前两个季度相比，未来紧急抗疫购债计划（PEPP）下的资产购买速度将会下降，以维持 PEPP 总额度 1.85 万亿欧元不变；未来可能不会用尽 PEPP 的额度、也可能不得不增加其规模（随后欧央行行长拉加德进一步解释，我们并不是缩减购债，而是校准 PEPP。）
- 3) 通胀方面，欧元区通胀目前处于略高于目标的过渡期；欧央行随时准备适当调整其所有工具，以确保通胀在中期稳定在对称 2% 的目标水平。
- 4) 经济预测方面，将 2021 年欧元区 GDP 增长预测上调 0.4 个百分点至 5%，预计 2022 和 2023 年 GDP 增长分别为 4.6% 和 2.1%；将 2021 年 HICP 增速上调 0.7 个百分点至 2.2%，预计 2022 和 2023 年 HICP 增速分别为 1.7% 和 1.5%。

我们认为，欧央行整体而言对欧洲经济更偏乐观，即使考虑到新一轮新冠疫情冲击，其认为经济前景风险大致平衡。通胀方面，虽然其推出了“对称 2%”的中期目标，但其预测的 2022-23 年通胀率仍显著低于 2%，这一方面或体现其“信心不足”，另一方面或也说明，其将较为坚定地迈向 Taper 以及货币政策正常化，而不是像美联储那样允许通胀显著超调。

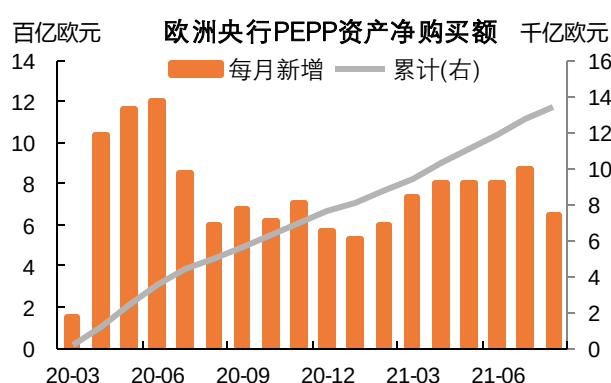
新冠疫情以来，欧央行 QE 的节奏保持阶梯式加速，相比美联储而言规模更小、节奏更加平稳（图表 1）。根据欧央行最新数据，8 月 PEPP 资产购买速度已经显著下降（图表 2）。欧央行在四季度放缓购债速度并不等同于美联储的 Taper，因其进行“总量控制”，所以四季度放缓购债算是符合预期，暂不会对资本市场造成较大波动，欧元也难以大幅走强。欧央行政策路线图显得比美联储更加清晰和确定，预计美联储多少会感到一定压力，继而有望尽快释放更清晰的 Taper 信息。换言之，美联储可能又多了一个维持 Taper 节奏的理由！

图表1 欧央行 QE 的节奏保持阶梯式加速



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表2 8月 PEPP 资产购买速度已经显著下降



资料来源：ECB, 平安证券研究所

二、海外经济跟踪

2.1 美国经济：PPI 再走高，职位空缺再扩大

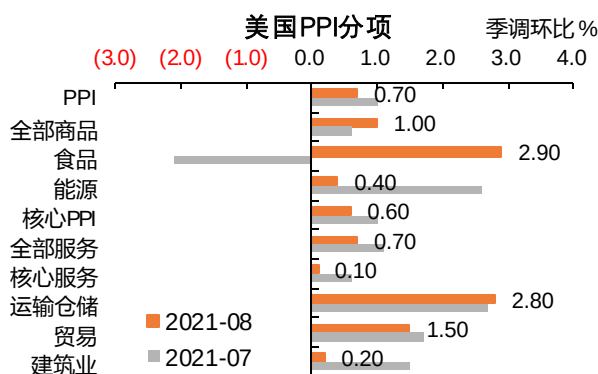
9月10日公布的最新数据显示，美国8月PPI同比增长8.3%，高于预期的8.2%，前值为7.8%，同比读数连续9个月上行并创历史新高；环比增长0.7%，预期为增长0.6%，前值为1%；8月核心PPI同比4.3%，较前值4.5%小幅回落；环比增长1.0%，高于前值的0.6%。结构上，能源生产者价格环比为0.4%，较前值2.6%大幅回落，这是PPI环比回落的主因。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

但食品生产成本环比大涨 2.9%，前值为-2.1%。**8月核心 PPI 蹿升的背后是运输仓储和贸易生产者成本维持快速上涨**，环比分别为 2.8%和 1.5%（图表 3）。

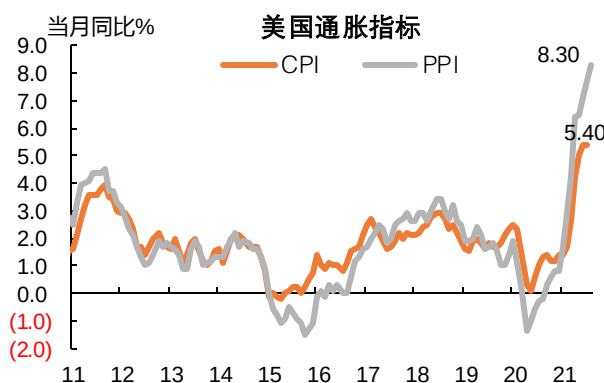
历史上，美国 PPI 和 CPI 增速走势相关性很强（图表 4），说明 PPI 向 CPI 的传导是较为通畅的，因此 9 月 14 日即将公布的美国 8 月 CPI 同比增速仍可能进一步走高。不过，我们在报告《“再通胀交易”卷土重来了么？》判断，美国持续高企的通胀不会成为触发“再通胀交易”的直接因素，也不太可能对美联储 Taper 节奏产生影响。

图表3 美国 8 月食品、物流和贸易产商成本快速上升



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表4 美国 PPI 向 CPI 的传导是较为通畅的

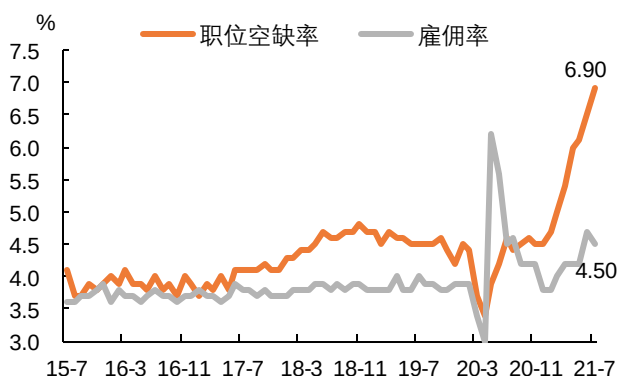


资料来源：Wind,平安证券研究所

9 月 8 日，美国劳工统计局（BLS）发布 JOLTS 报告显示，美国 7 月职位空缺数量新增 74.9 万个，总数达 1090 万个，职位空缺率为 6.9%（图表 5）。结构上，多个行业职位空缺有所增加，其中保健和社会援助（+29.4 万）增加最多，金融和保险（+11.6 万）以及住宿和餐饮服务（+11.5 万）次之。7 月雇佣人数和雇佣率分别为 670 万人和 4.5%，与前值基本持平。其中，零售业（-27.7 万人）、耐用品制造业（-4.1 万人）和教育服务业（-2.3 万人）的雇佣人数减少，州和地方政府教育部门（+3.3 万人）以及联邦政府部门（+2.1 万人）雇佣数有所增加。

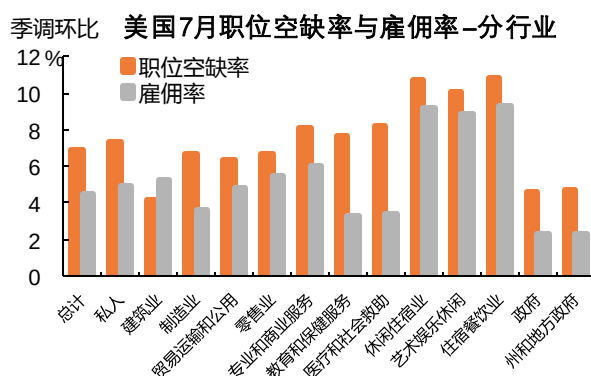
7 月 JOLTS 报告呈现出，美国就业市场需求十分强劲，但由于疫情扰动以及正值暑期，求职者对新工作的要求很高，尤其零售业、医疗和社会救助、住宿和餐饮等患病风险较大的行业，其招工难度更大（图表 6）。最新美联储褐皮书也提到，劳动力短缺仍然困扰着美国雇主，尽管工资已大幅增长，尤其是低收入人群的工资，但劳动力短缺现象广泛存在。我们认为，美国高企的职位空缺率和较低的雇佣率是不可持续的，未来可能转化为更多的就业匹配数，也可能先转化为工资进一步加速增长、再转化为就业匹配数。我们维持四季度美国就业市场会加快修复的判断。

图表5 美国 7 月职位空缺率再攀升，雇佣率小幅回落



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表6 零售、医疗、住宿餐饮等行业招工难度较大



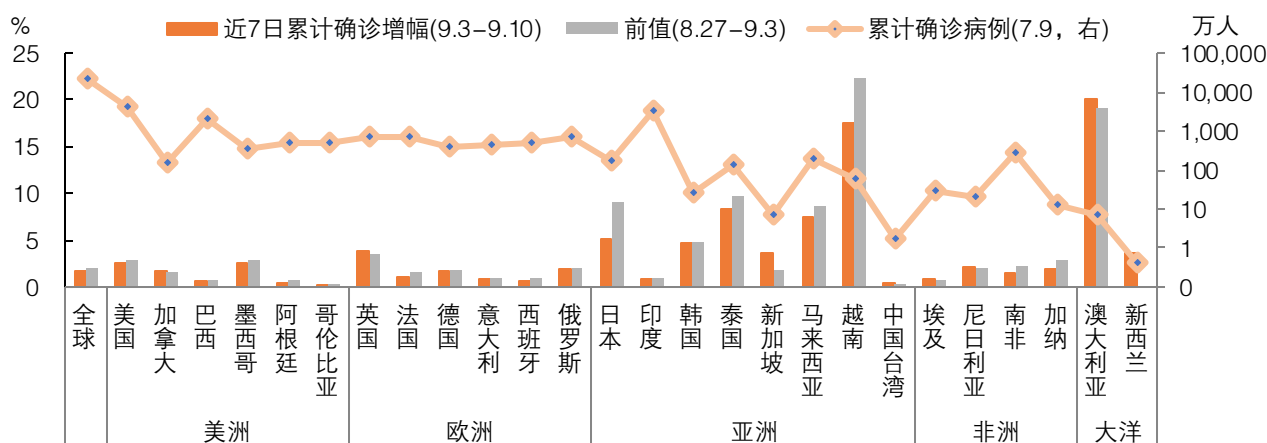
资料来源：Wind,平安证券研究所

2.2 海外疫情：整体迎来边际缓和

近一周，海外疫情整体迎来边际缓和。截至 9 月 10 日，全球近 7 日累计确诊增幅为 1.77%，前值为 2.04%。海外主要国家和地区的累计确诊增速均出现放缓（图表 7）：美国近 7 日累计确诊增速由 2.91% 下降至 2.53%，日本由 9.05% 大幅下降至 5.13%，越南、马来西亚、泰国和印度等东南亚地区确诊增速均有所下降。不过，英国、新加坡、澳大利亚等地区疫情仍在加速蔓延。

9 月 10 日路透社报道，美国高级卫生官员认为，辉瑞的新冠疫苗可能在 10 月底前获得给 5-11 岁儿童接种的授权。我们前期报告表示，美国今年实现“群体免疫”有两大障碍：一是“疫苗政治化”，美国人群中一直存在约 20-30% 的受访者表示不会接种新冠疫苗，这部分人群主要是共和党支持者；二是儿童接种问题，据 CDC 数据美国 12 岁以下的儿童占比约 15%。如果美国儿童疫苗推广加速，那么美国“群体免疫”前景将更加明朗，这可能会进一步加快四季度美国经济复苏的节奏，也可能帮助市场恢复对美国经济的信心。

图表 7 近一周，全球疫情整体迎来边际缓和



资料来源：Wind, 平安证券研究所

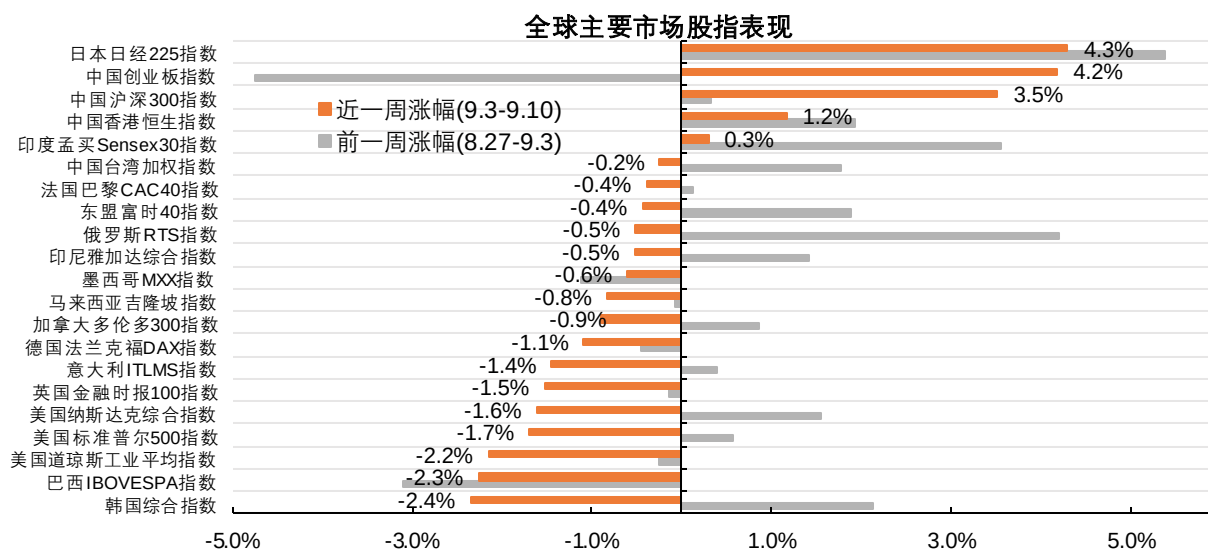
三、全球资产表现

3.1 全球股市：中日股市逆势上涨

近一周（截至 9 月 10 日），全球大部分市场股价均出现不同程度下跌。美股整周表现为近三个月以来最差，标普 500 和道指连跌五日，整周分别跌 1.7% 和 2.2%，纳指整周跌 1.6%。正如我们在报告《弱非农不改美联储 Taper 节奏》中提示的，9 月美股调整风险不容小觑。欧股亦表现不佳，英国 FT100、意大利 ITLMS、德国 DAX 和法国 CAC40 分别跌 1.5%、1.4%、1.1% 和 0.4%。欧央行议息会议宣布四季度放缓 PEPP 购债，令市场对于货币政策边际收紧有所担忧。

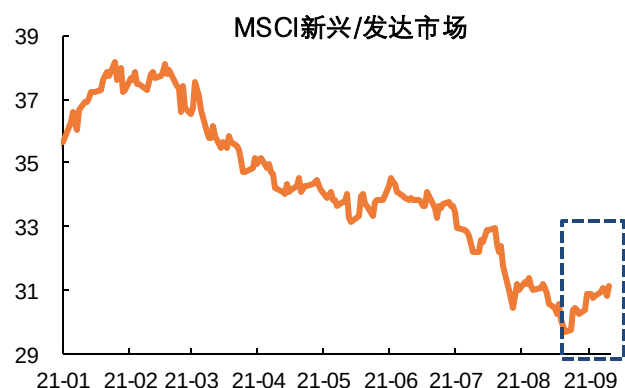
中国和日本股市逆势上涨。日经连续两周急涨并触及 6 个月高位，两周分别涨 5.4% 和 4.3%，日本东证指数破 1990 年以来最高。日本首相菅义伟宣布辞职后，市场对新政府充满期待，日本疫情显著缓和也有助推。中国 A 股创业板指继上周下跌 4.8% 后，本周强力反弹 4.2%；中国香港恒指连续回暖，两周分别上涨 1.9% 和 1.2%。注意到 8 月下旬以来，全球市场风格出现变化，MSCI 指数显示新兴市场跑赢发达市场，在美国和中国香港上市的中概股亦小幅回暖。但我们判断，这一风格转换的持续性尚待观察，虽然中美关系有边际缓和迹象，但美联储 Taper 尚未落地、中国互联网等行业监管周期尚未结束。

图表8 近一周日经连续急涨，A股创业板指强力反弹，恒指连续回暖，其余主要市场普遍下跌



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 8月下旬以来，新兴市场跑赢发达市场



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 8月下旬以来，中概股小幅回暖



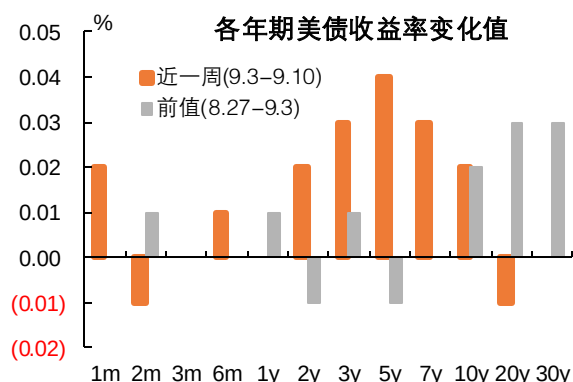
资料来源: Nasdaq, Hang Seng Bank, 平安证券研究所

3.2 全球债市：债牛行情有所降温

近一周，各年期美债收益率波动仍不明显，2-10年期美债收益率出现2-4bp的小幅上行，其余年期波动在2bp以内。10年美债收益率整周升2bp至1.35%，其中实际利率跌4bp至-1.05%，隐含通胀预期升6bp至2.40%。在美联储正式宣布Taper以前，以及美国债务上限问题悬而未决，美债市场或总体持观望态度，继而价格走势缺乏明确方向。

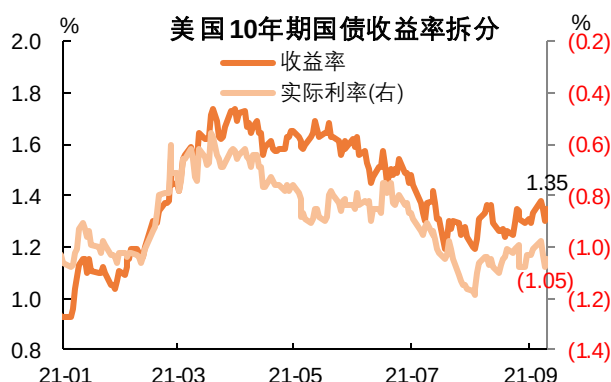
我们从美国企业债市场和全球国债市场找到更多线索：8月下旬以来，美国中长期企业债相对于国债的利差回落，企业债的相对走强一定程度上体现了市场风险偏好的边际升温（这与新兴市场股市转强的节奏吻合）。7月主要国家和地区的国债普遍走牛，但8月全球债牛行情有所降温，新一轮Delta病毒引发的市场避险情绪可能正在降温。综合来看，我们认为未来10年美债收益率进一步上升的概率较大。

图表11 近一周 2-10 年期美债收益率小幅上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 近一周 10 年期美债收益率升 2bp, 其中实际利率跌 4bp、隐含通胀预期升 6bp



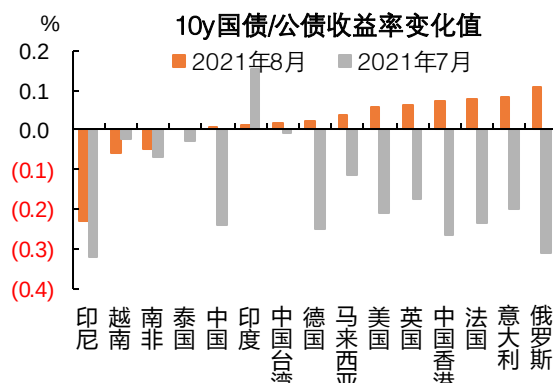
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 8 月下旬以来, 美国企业债相对于国债走强



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 8 月全球债牛行情有所降温



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.3 大宗商品：铜铝价格涨势强劲

近一周, 大宗商品走势继续分化, CRB 指数仅小幅上升 0.2%。其中, 国际油价小幅波动, WTI 和布伦特油价分别涨 0.6% 和 0.4%、分别收于 69.72 和 72.92 美元/桶; 贵金属下跌, COMEX 黄金和白银整周分别跌 2.3%和 3.6%, 金价收于 1792.1 美元/盎司、再次跌破 1800 美元的关口; LME 铜整周涨 2.3%至 9687.5 美元/吨, 为近两个月最高, LME 铝价涨势更为凶猛,

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_26539

