

海外宏观周报

美国“类滞胀”格局加剧

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



平安观点：

■ 本周海外市场关注度较高的宏观事件：1) 拜登基建计划规模腰斩，投票推迟。本周拜登宣布了 1.75 万亿美元的缩水版社会支出基建计划，规模遭到腰斩。往后看，一旦拜登基建计划规模有所下调，说明关于债务上限的博弈也已经结束，12 月 3 日前两院有较大概率通过提高债务上限的提案。2) 欧央行公布利率决议，维持三大利率不变。本周欧洲央行公布货币政策会议决议，维持三大关键利率不变，同时也宣布维持紧急抗疫购债计划 (PEPP) 规模在 1.85 万亿欧元不变，资产购买计划 (APP) 的购债速度维持在每月 200 亿欧元不变。在此我们仍然认为，有“欧债危机”以及美联储“缩减恐慌”的教训在先，即使短时间内通胀高企，欧央行也不会过快收紧政策。3) 加拿大央行宣布将结束量化宽松并维持利率不变，暗示可能早至明年 4 月加息。加拿大央行一如预期将关键隔夜利率维持在 0.25%，并表示将结束债券购买计划，同时暗示最快可能于 2022 年 4 月加息。

■ 海外经济跟踪：1) 美国经济三季度增长不及预期，“类滞胀”格局加剧。美国 2021 年 3 季度实际 GDP 环比折年率仅为 2.0%，其中耐用品消费及房地产相关投资是主要拖累项。美国 9 月零售销售总额环比上升 0.74%，增速较 8 月小幅回落。美国 9 月 PCE 同比上升 4.38%，核心 PCE 同比上升 3.64%，增速均达到近 30 年以来新高。美国 9 月新屋销售季调折年数大幅反弹至 80 万套，较上月大幅上升近 10 万套，美国房地产市场在开工下滑的同时需求依然旺盛。2) 欧洲通胀再创新高，增长略超预期。欧元区 10 月 HICP 同比上涨 4.1%，创近 13 年以来新高；核心 HICP 同比上涨 2.1%，超过金融危机期间高点，为 2003 年以来新高。欧元区第三季度 GDP 环比增长 2.2%，高于市场预期的 2.1%；同比增长 3.7%，略超预期 3.5%，较二季度增幅明显回落。3) 海外疫情“双落差”格局或逐步形成。韩国本周宣布将于 11 月 1 日起逐步放松防疫措施，而俄罗斯却将实施更为严格的封锁措施，韩国与俄罗斯完全相反的防疫措施表明，全球范围内的“双落差”格局或许正在逐步形成。

■ 全球资产表现：股市，发达市场领跑，消费、科技板块继续回暖。近一周发达市场股指多数上涨，纳指上涨 2.7% 领先全球，创业板指数紧随其后，但新兴市场表现不佳，主要股指均有下跌。债市，美债收益率曲线平坦化，短期限美债变动较小，10 年期美债收益率收于 1.55%，较上周下降 11BP，其中通胀预期下降 13BP，实际利率上升 2BP。大宗商品，动力煤暴跌，农产品回暖。本周大宗商品除农产品外均有下跌，其中动力煤下跌 14.2%，美国原油库存意外回升带动油价下行。外汇，美元指数收于 94.14，整周上涨 0.57%，再度突破 94。本周美元指数的上行并未对其他货币产生普遍影响，非美货币走势仍然保持分化，澳元领涨，欧元、日元明显贬值。

一、海外经济跟踪

1.1 拜登基建计划规模腰斩

本周海外市场关注度较高的宏观事件包括：

1) 拜登基建计划规模腰斩，投票推迟。美国东部时间 10 月 28 日，拜登宣布了 1.75 万亿美元的缩水版社会支出基建计划（Build Back Better Act），规模遭到腰斩。其中人力基建领域的部分优先事项被砍，但保留部分环保领域的大幅投资。由于众议院自由派领袖 Jayapal 表示反对，投票流程被递延至下周，基建计划仍存变数。最新的社会支出基建法案的支出项目中，环保和儿童教育占比超 50%；5,500 亿的清洁能源及气候投资和税收抵免仍为该法案的头号支出项目。但免费社区大学、带薪家庭假、调降处方药价格、医保扩展到牙科及视力等项目被砍。我们在报告《难和解的美国两党，避不开的债务上限》中提到，债务上限与拜登基建计划实际上早已紧密捆绑，而拜登基建计划也存在规模下调的可能性。**往后看，一旦拜登基建计划规模有所下调，说明关于债务上限的博弈也已经结束，12 月 3 日前两院有较大概率通过提高债务上限的提案。**

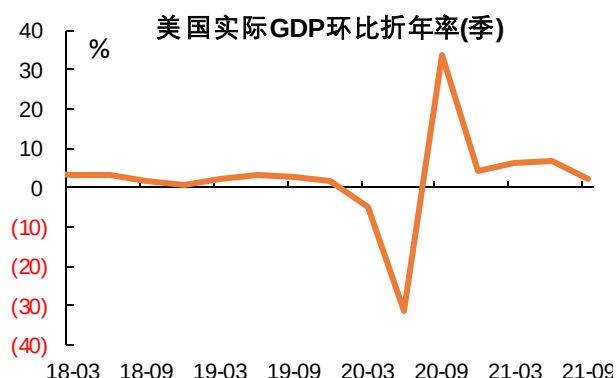
2) 欧央行公布利率决议，维持三大利率不变。本周欧洲央行公布货币政策会议决议，维持三大关键利率不变，符合预期。欧央行同时宣布维持紧急抗疫购债计划（PEPP）规模在 1.85 万亿欧元不变，资产购买计划（APP）的购债速度维持在每月 200 亿欧元不变。欧央行表示，紧急抗疫购债计划（PEPP）将至少持续到 2022 年 3 月底，最终结束时间点取决于疫情结束时间。欧洲央行一如预期维持政策不变，总裁拉加德承认，通胀将在更长时间内处于高位，但反驳了市场对物价压力将触发最早明年升息的押注。拉加德表示，欧洲央行已经对其立场进行了大量的“反省”，但得出的结论是，通胀仍将是暂时的，因此做出政策回应还为时尚早。她还提到了市场对明年 10 月加息的预期，认为这些预期与欧洲央行的政策指引不符。**在此我们仍然认为，有“欧债危机”以及美联储“缩减恐慌”的教训在先，即使短时间内通胀高企，欧央行也不会过快收紧政策。**

3) 加拿大央行宣布将结束量化宽松并维持利率不变，暗示可能早至明年 4 月加息。加拿大央行一如预期将关键隔夜利率维持在 0.25%，并表示将结束债券购买计划，理由是加拿大经济增长强劲、新冠疫苗接种率高、就业增长强劲。该央行暗示，最快可能于 2022 年 4 月升息，并表示，由于能源价格上涨和供应瓶颈，通胀率将在明年大部分时间维持在目标水平以上。加拿大央行还表示，将于 11 月 1 日结束量化宽松计划，并开始将到期的加拿大国债回笼资金进行再投资。

1.2 美国经济：三季度增长不及预期，“类滞胀”格局加剧

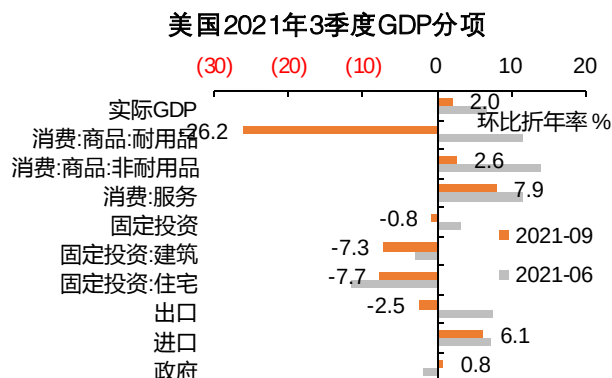
美国 2021 年 3 季度实际 GDP 环比（折年率，下同）仅为 2.0%，远逊于 2 季度 6.7% 的增长率，与市场预测的增长 2.8% 也有一定差距。与疫情前相比，这一增速也稍显疲软，2016-2019 年美国 GDP 季度环比增速均值为 2.41%。**消费方面**，耐用品消费明显走弱，环比下降 26.1%，显示出美国耐用品消费在经历了一段时间的高涨后已被“透支”，非耐用品及服务消费虽然保持正增长，但增速明显减慢，可能与三季度财政补贴逐步退出、居民收入下降有关；**投资方面**，与房地产相关的投资是主要拖累项，但从销售数据上看美国房地产需求不弱，房地产投资下滑主因原材料不足、劳动力短缺所导致；**进出口方面**，出口环比由正转负，而进口仍然保持 6.1% 的增长率，表明供应链问题对美国国内生产的影响较大，在报告《美国对华关税调整：一个“痛定思痛”后的必然选择》中我们判断，美国供应链瓶颈或在未来 1-2 个季度内得到一定缓解，但彻底改善可能需要更长时间。**政府支出方面**，3 季度美国政府支出环比小幅增长 0.8%，美国政府支出目前仍受到债务上限及刺激法案的双重限制，四季度发力空间依然有限。

图表1 美国3季度GDP环比折年率大幅回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

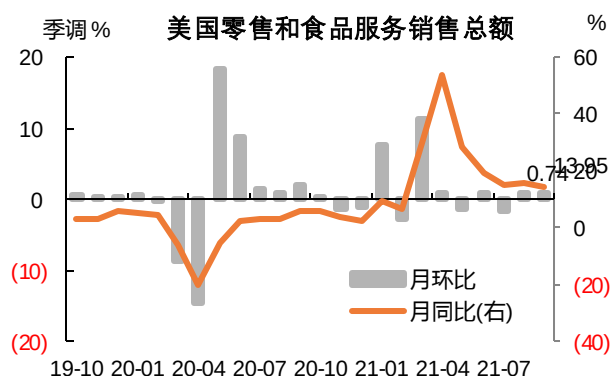
图表2 耐用品消费及房地产投资是美国3季度GDP主要拖累



资料来源: Wind, 平安证券研究所

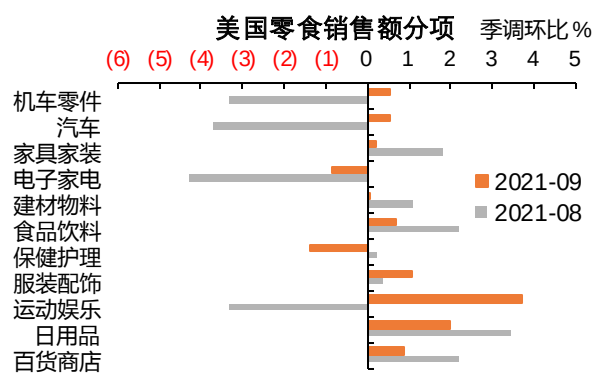
美国9月零售销售总额环比上升0.74%，增速较8月小幅回落，耐用品消费仍然较弱。分项来看，汽车相关消费9月环比小幅回升，但仍显疲弱；家具、家电、建材等其他耐用品消费表现也不尽如人意，也从侧面说明美国耐用品消费已开始走弱；与此同时，运动娱乐、日用品等分项环比明显上涨，成为来动9月美国消费的主要力量。

图表3 美国9月零售消费环比小幅上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 美国9月耐用品消费疲软

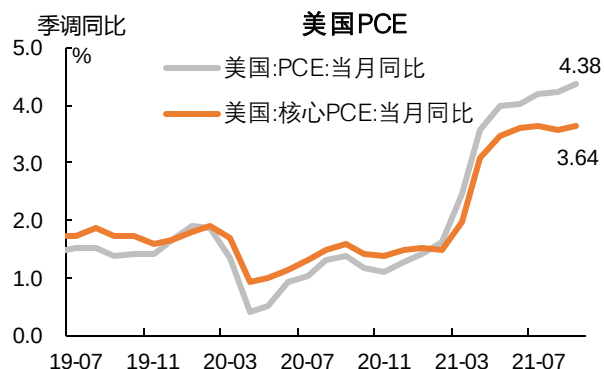


资料来源: Wind, 平安证券研究所

美国9月PCE同比上升4.38%，核心PCE同比上升3.64%，增速均达到近30年以来新高。根据美联储10月20日发布的“褐皮书”，劳动力短缺以及供应链的堵塞仍是推升通胀的主要驱动力，而物价上行的压力已开始对美国经济复苏产生一定的负面影响，消费者信心、企业生产活动、商品出口等方面都受到了压制，正如我们在《美国对华关税调整，一个“痛定思痛”后的必然选择》中所说的，美国经济边际走弱和通胀压力不断加剧，形成“类滞胀”局面，而现阶段“胀”已成为“滞”的催化剂。

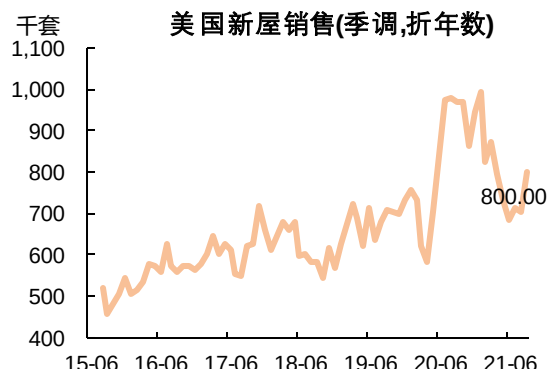
美国9月新屋销售大幅反弹，季调折年数达到80万套，较上月大幅上升近10万套，达到今年3月以来最高点。尽管近期原材料及劳动力的短缺对美国房地产市场供给侧造成了一定影响，但需求仍然旺盛，符合我们前期对于美国房地产市场的判断。

图表5 美国 9 月 PCE 再创新高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 美国 9 月新屋销售大幅反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

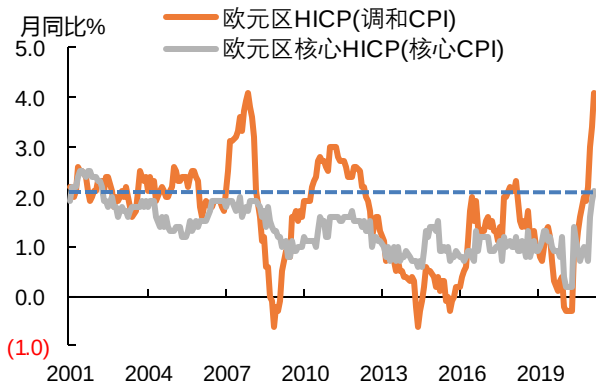
1.3 欧洲经济：通胀再创新高，增长略超预期

欧元区 10 月 HICP 同比上涨 4.1%，创近 13 年以来新高；核心 HICP 同比上涨 2.1%，超过金融危机期间高点，为 2003 年以来新高。分国别来看，欧元区主要经济体中德国、西班牙通胀“高烧不退”，10 月 HICP 分别为 4.6%、5.5%；而法国、意大利稍好，10 月 HICP 分别为 3.2%、3.1%。与美国类似，欧元区通胀高企也由能源价格上涨及供应链阻塞引起：10 月欧元区能源价格同比上涨 23.5%，是拉高当月通胀的主因；食品和烟酒价格同比上涨 2.0%；服务价格同比上涨 2.1%；非能源类工业产品价格同比上涨 2.0%。

高涨的通胀并未对欧央行的货币政策形成约束。根据 10 月 28 日欧洲央行公布的货币政策会议决议，将维持三大关键利率不变，符合预期。欧央行同时宣布维持紧急抗疫购债计划（PEPP）规模在 1.85 万亿欧元不变，资产购买计划（APP）的购债速度维持在每月 200 亿欧元不变，且再度重申紧急抗疫购债计划（PEPP）将至少持续到 2022 年 3 月底。正如我们在《欧元区通胀也是“暂时的”吗？》中的分析，有“欧债危机”以及美联储“缩减恐慌”的教训在先，即使短时间内通胀高企，在新货币政策策略的指引下，欧央行定力更胜以往，并不会过快收紧政策。

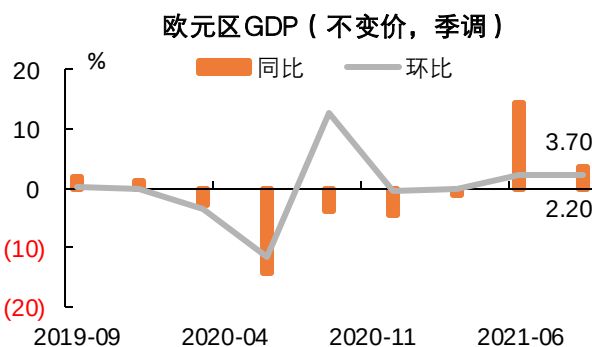
欧元区第三季度 GDP 环比增长 2.2%，为一年来新高，高于市场预期的 2.1%；同比增长 3.7%，略超预期 3.5%，较二季度增幅明显回落。值得一提的是，本季度欧元区所有国家 GDP 同比增长均为正，其中法国 GDP 环比增长 3%，超出市场预期，成为三季度欧洲经济复苏的主要驱动力；而受到供应链阻塞的影响，德国经济环比增长 1.8%，较上季度小幅回落。

图表7 欧元区 10 月 HICP 继续上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 欧元区三季度 GDP 环比增长 2.2%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.4 海外疫情：“双落差”格局或逐步形成

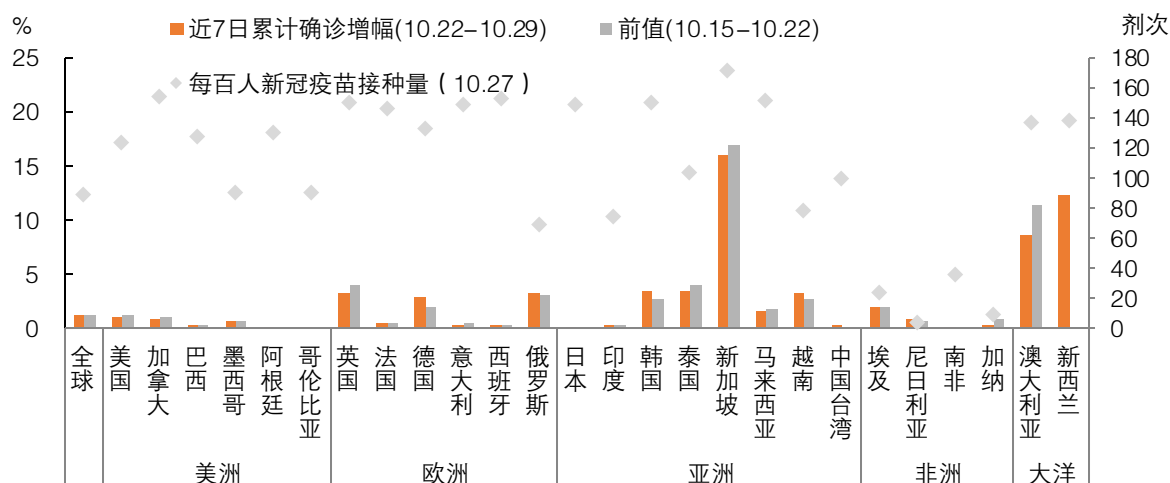
近一周，海外疫情整体增速小幅放缓，全球近7日累计确诊增幅为1.20%，前值为1.22%。尽管全球疫情的增速仍在放缓，但韩国、俄罗斯等国疫情却不容乐观。俄罗斯10月30日新增确诊病例40251例，再创疫情以来新高；韩国疫情也出现了反弹，连续多日新增确诊人数在2000人以上。不过面对疫情的再度传播，韩国与俄罗斯却作出了截然相反的选择：

一方面，韩国政府10月25日公布了防疫计划草案，拟于11月1日开启“与新冠共存”模式，分三步走回归正常生活秩序，并初步预计将在明年1月末完全解除防疫措施。自英国7月初完全放开防疫措施以来，澳大利亚、新西兰、新加坡、丹麦等国也陆续解除了国内的防疫措施。正如我们在报告《全面解禁后的英国，来自“躺平”的启示》中提到的，英国的全面解禁将会成为发达经济体后续防疫政策的“敲门砖”，尽管近期英国的新增确诊人数也再度回升，其他国家在种种压力下也不得不选择向疫情“妥协”。

另一方面，随着俄罗斯疫情持续恶化，包括首都莫斯科在内，俄罗斯部分地区提前启动政府要求的“带薪休假”，这是自去年6月以来，俄罗斯实施的最为严格的防疫封锁措施。

韩国与俄罗斯完全相反的防疫措施表明，全球范围内的“双落差”格局或许正在逐步形成：目前发达国家与发展中国家的疫苗接种进度已出现较大差距，部分发达国家已开始接种加强针，“免疫落差”格局实际上已经初步形成；而随着发达国家疫苗接种的不断推进，面对疫情也越来越有“底气”，英国、韩国等主要经济体的解禁表明，“开放落差”也开始初步显现

图9 近一周，全球累计确诊增速小幅放缓



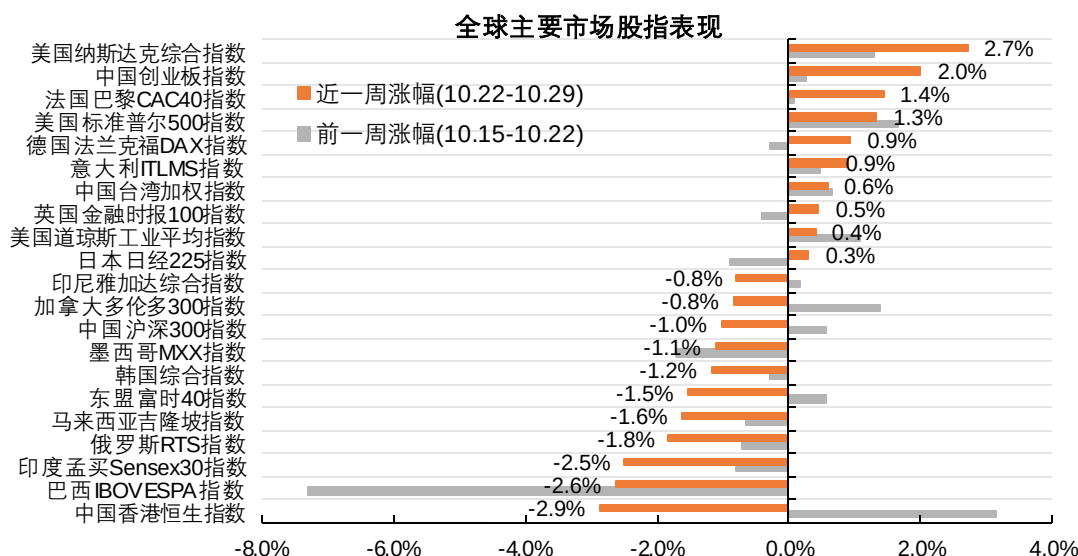
资料来源：Wind, 平安证券研究所

二、全球资产表现

2.1 全球股市：发达市场领跑，消费、科技板块继续回暖

近一周发达市场股指多数上涨，纳指上涨2.7%领先全球，创业板指数紧随其后，但新兴市场表现不佳，主要股指均有下跌。分区域来看，近一周发达市场与新兴市场表现严重分化，MSCI发达市场指数本周上涨0.8%，而新兴市场指数下跌2.2%，新兴市场相对发达市场表现降至8月底以来最低点，虽然本周加拿大央行宣布结束量化宽松，欧洲央行也放缓了PEPP购债速度，但新兴市场更为激进的货币政策（如巴西央行10月27日宣布加息1.5%）以及疫情的不确定性（俄罗斯10月28日起为控制疫情提前启动“带薪休假”），都对其股市造成了负面影响；分板块来看，近一周全球消费、科技板块继续回暖，受到大宗商品走弱的影响，能源、原材料板块明显回撤。

图表10 近一周发达市场股指多数上涨，新兴市场表现不佳，纳指涨幅领先



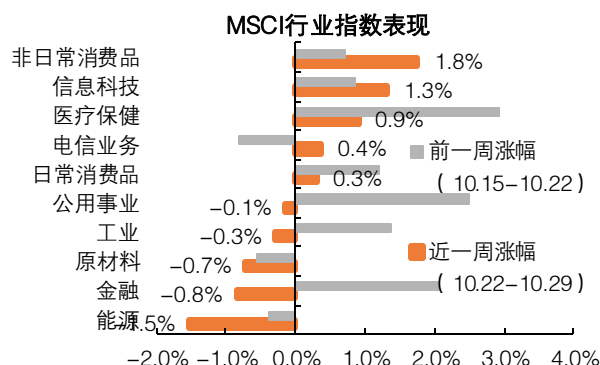
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表11 近一周发达市场与新兴市场股市表现分化



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表12 近一周全球消费、科技板块继续回暖



资料来源: Wind,平安证券研究所

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_28564

