

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号：S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话：86-10-56511920

王蔚然

研究助理

wangweiran@sczq.com.cn

电话：86-10-56511796

相关研究

- 供需双弱，经济承压
- 通胀风险缓解，关注疫情变化
- 9月经济数据点评：GDP破5，国内供需两弱

- 美联储如期启动 Taper，鲍威尔表态整体偏鸽，暂不考虑加息。由于市场预期已较为充分，并未出现“Taper Tantrum”。疫情常态化预期下，财政刺激预期回落，美债短期突破3月份高点有一定难度，中长期美债走势仍然取决于服务业和就业的修复情况。目前中美利差超过130BP，Taper对于国内资本市场影响有限。
- Taper如期而至，加息尚需等待。美联储将于11月启动缩减QE，每月减少购债150亿美元，基本符合市场预期。鲍威尔承认供应链问题比预想的更加持久，但终将回归常态，相信经济将走向供需平衡，因此通胀仍然是“暂时的”。目前距离充分就业仍有差距，尚未考虑加息。市场情绪在会议后有所好转，美股三大指数均提振走高，美债收益率上行3BP至1.6%，美元指数小幅回落，原油价格跌超3%，市场冲击不大。
- 短期来看，美债收益率上冲前期高点1.77%有一定难度。此轮Taper相较于2013年差异较大，由于市场对Taper的预期已经较为充分，因此并未出现2013年的“Taper Tantrum”。目前，美债收益率距离今年3月高位的1.77%仍有15BP左右距离。但制造业景气度高点已过，拜登的财政刺激计划规模从3.5万亿缩减至1.75万亿，且存在一定变数，因此情绪亢奋程度相较于3月明显较弱，短期美债上冲前期高位仍有一定困难。
- 对于中长期美债收益率的判断，我们认为需要继续关注美国服务业的恢复程度和就业修复情况。疫情以来，美国失业率虽然不断下行，但劳动力参与率始终未能修复，因此距离充分就业还有明显的差距。需求端来看，随着出行限制减少和疫情常态化，服务型消费逐渐复苏，而前期受益于替代效应的耐用品消费则出现回落，因此需求侧出现一定的结构性变化，服务业可能接棒制造业拉动美国经济走强。
- 中美利差超130BP，对国内冲击有限。目前中美利差保持在130BP以上，安全垫保护仍然充足，且今年以来A股相较于海外市场涨幅较小，过高估值的风险已经得到了一定程度的释放，因此即使短期美债收益率上冲，也不会像年初一样出现大幅度的回调。

风险提示：疫情超预期

美联储如期启动 Taper，鲍威尔表态整体偏鸽，暂不考虑加息。由于市场预期已较为充分，并未出现“Taper Tantrum”。疫情常态化预期下，财政刺激预期回落，美债短期突破 3 月份高点有一定难度，中长期美债走势仍然取决于服务业和就业的修复情况。目前中美利差超过 130BP，Taper 对于国内资本市场影响有限。

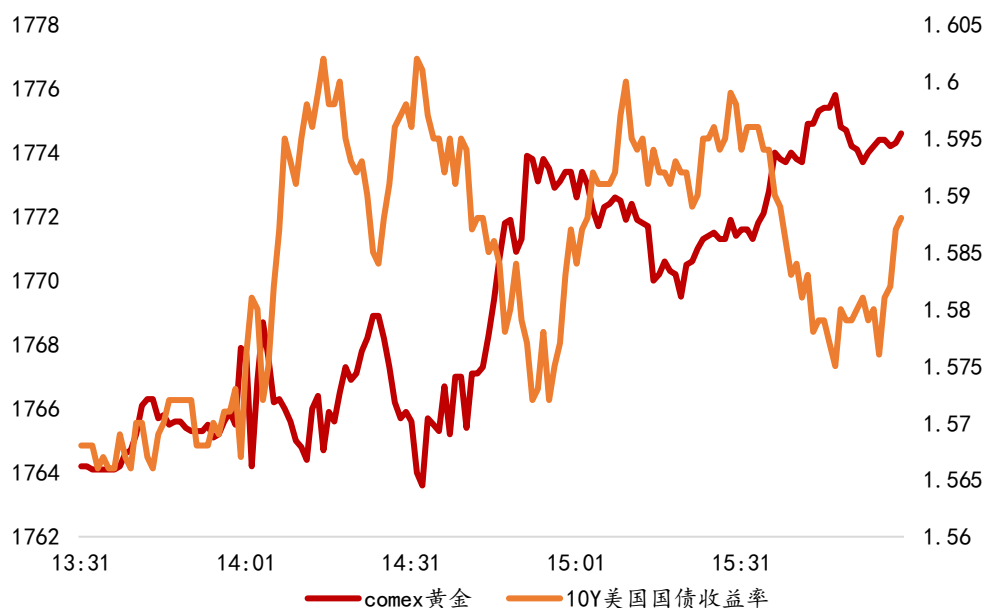
Taper 如期而至，加息尚需等待

11 月 4 日凌晨，美联储公布利率决议，鲍威尔表态整体偏鸽。由于经济恢复取得一定进展，将于 11 月启动缩减 QE，每月减少购债 150 亿美元（100 亿美元国债和 50 亿美元 MBS），但委员会可能随着经济前景变化灵活调整缩减节奏，基本符合市场预期。

对通胀表态方面，鲍威尔承认供应链问题比预想的更加持久，但终将回归常态，相信经济将走向供需平衡，因此通胀仍然是“暂时的”。目前距离充分就业仍有差距，尚未考虑加息。

市场情绪在会议后有所好转，美股三大指数均提振走高，美债收益率上行 3BP 至 1.6%，美元指数小幅回落，原油价格跌超 3%，市场冲击不大。

图 1：黄金、美债分时图

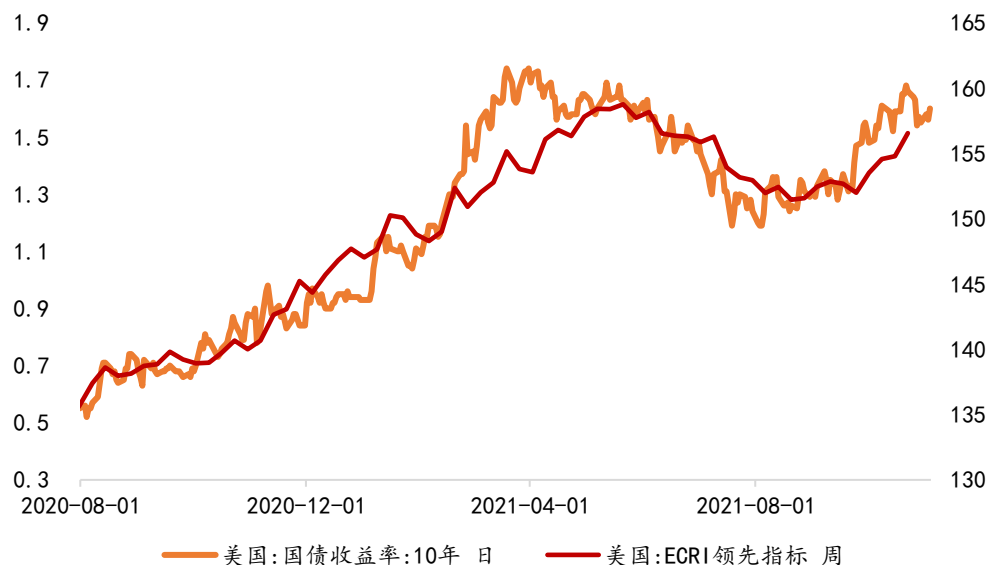


资料来源：Wind, 首创证券

制造业拐点已现，服务业有望接棒

由于近期美国经济动能有所修复，美债收益率随之抬升。但短期来看，美债收益率上冲前期高点 1.77% 有一定难度。此轮 Taper 相较于 2013 年差异较大，由于市场对于 Taper 的预期已经较为充分，因此并未出现 2013 年的“Taper Tantrum”，美债收益率在会议后仅小幅上行 3BP。

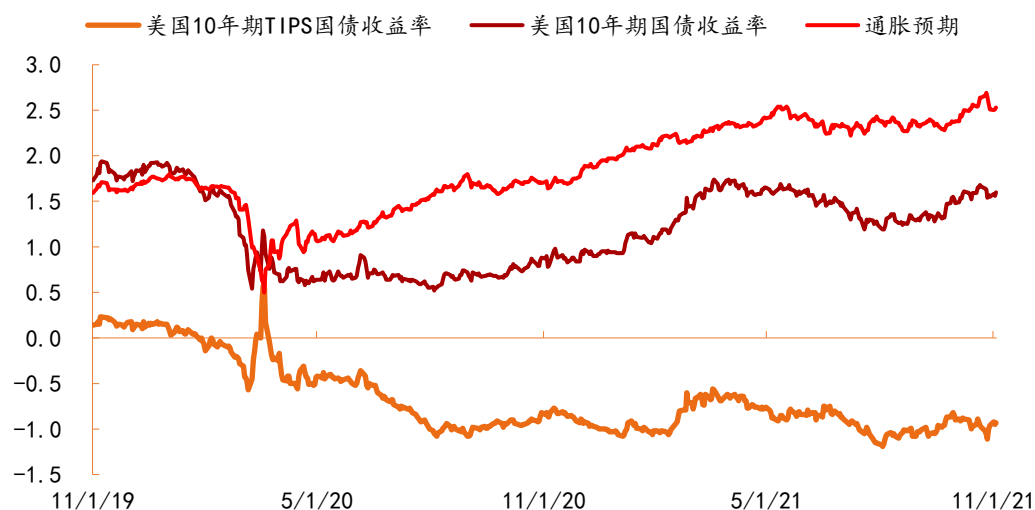
图 2：ECRI 与美债收益率保持一致



资料来源：Wind, 首创证券

目前，美债收益率距离今年 3 月高位的 1.77% 仍有 15BP 左右距离。但制造业景气度高点已过，拜登的财政刺激计划规模从 3.5 万亿缩减至 1.75 万亿，且存在一定变数，因此情绪亢奋程度相较于 3 月明显较弱，短期美债收益率上冲前期高位仍有一定困难。

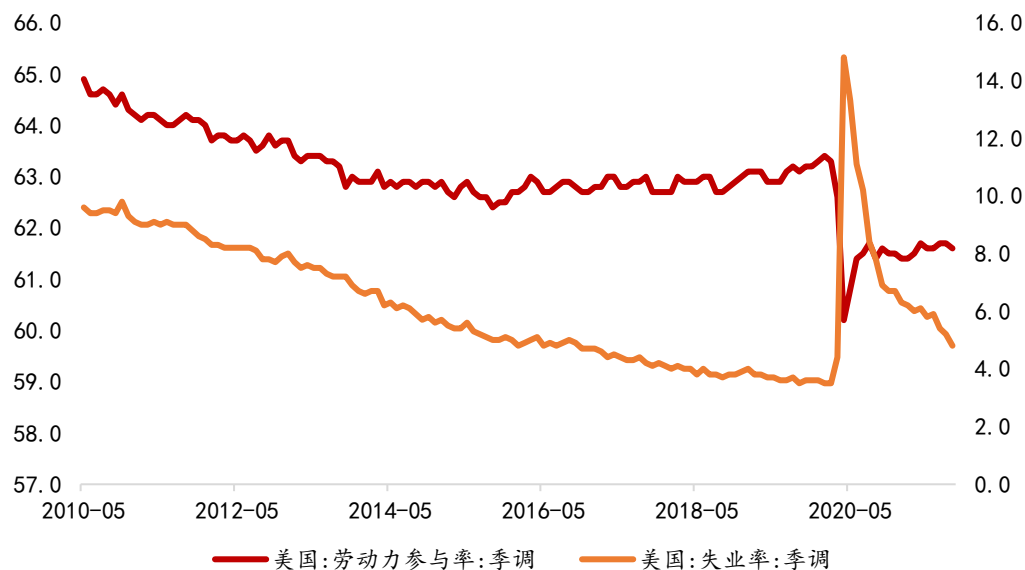
图 3：通胀预期偏高



资料来源：Wind, 首创证券

对于中长期美债收益率的判断，我们认为需要继续关注美国服务业的恢复程度和就业修复情况。疫情以来，美国失业率虽然不断下行，但劳动力参与率始终未能修复，因此距离充分就业还有明显的差距。

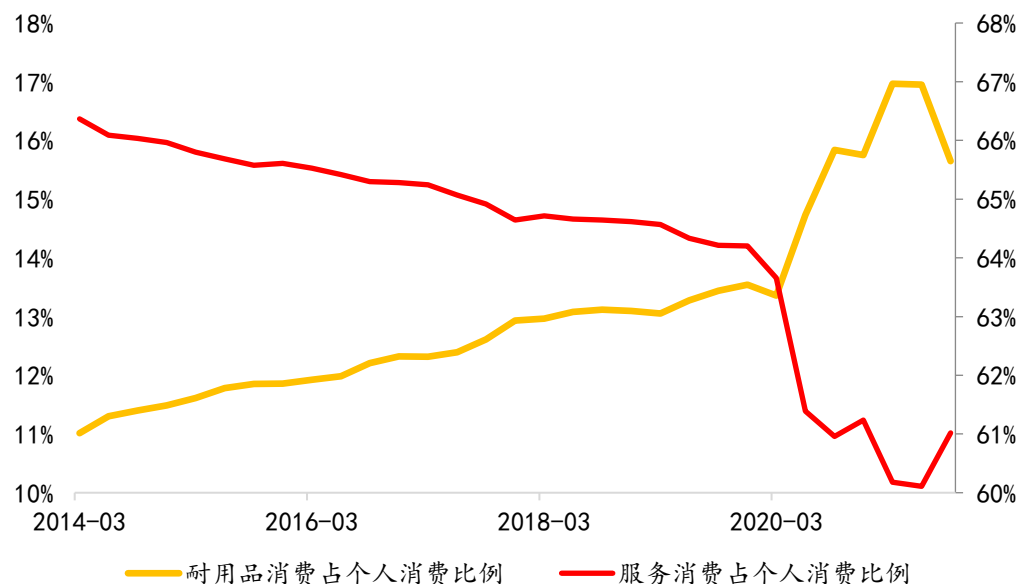
图 4：美国劳动力市场



资料来源：Wind, 首创证券

需求端来看，美国私人消费中，随着出行限制减少和疫情常态化，服务型消费逐渐复苏，而前期受益于替代效应的耐用品消费则出现回落，因此需求侧出现一定的结构性变化。

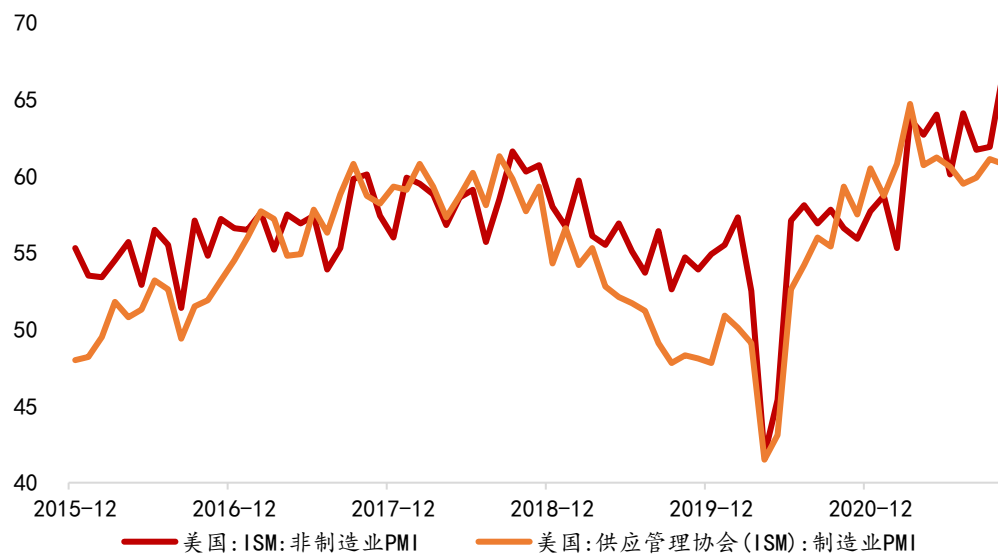
图 5：美国私人消费：耐用品对服务替代效应出现下降



资料来源：Wind, 首创证券

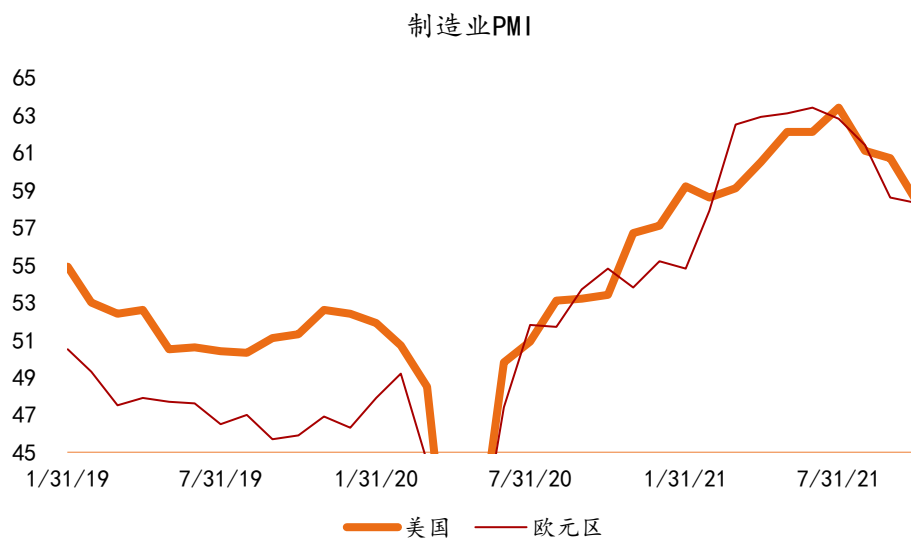
由于需求的结构性变化，近期服务业修复速度加快，10 月非制造业 PMI 录得 66.7 刷新 2005 年以来新高，而全球制造业已出现下行拐点。

图 6：美国制造业服务业景气度分化



资料来源：Wind, 首创证券

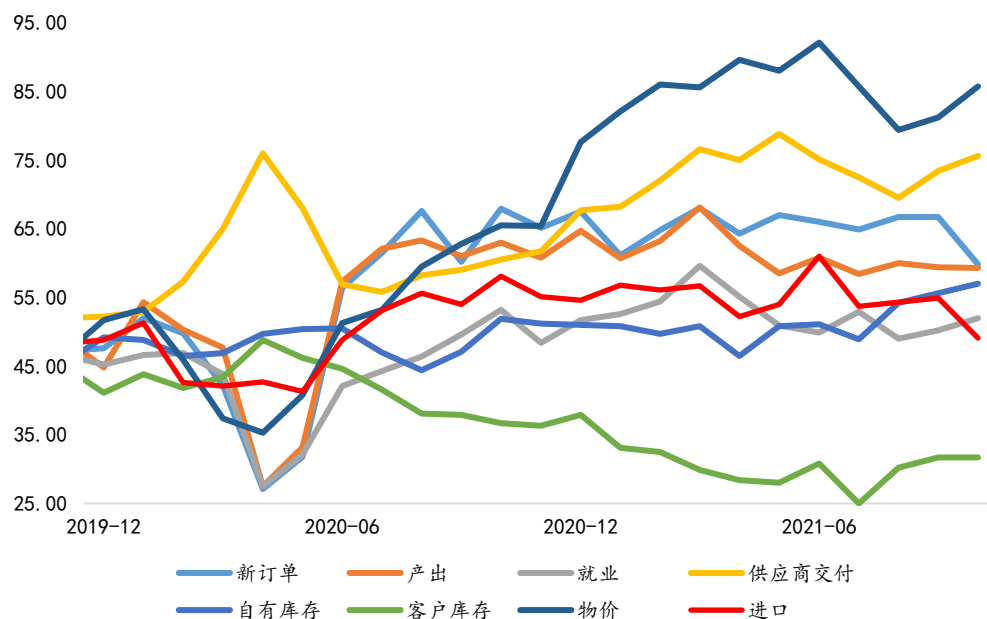
图 7：美国欧洲制造业 PMI 下行



资料来源：Wind, 首创证券

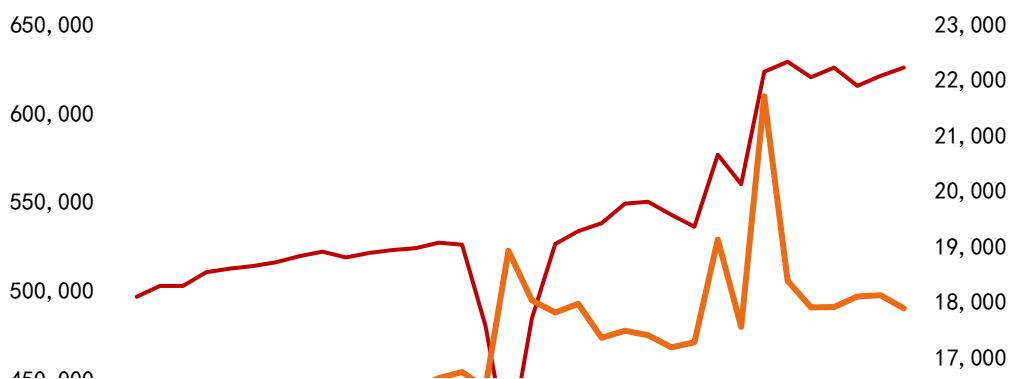
从美国 PMI 分项来看，产出分项持续保持震荡，而新订单分项持续高于产出，供需的不匹配导致供应商交付分项继续保持高位，供应链问题仍在延续，叠加近期能源危机，物价也随之走高，市场对于通胀的担忧加强。

图 8：ISM：PMI 分项



从零售方面来看，虽然零售和食品服务销售额仍然在高位，但个人可支配收入已经下行，耐用品新增订单也出现小幅回落，PMI 分项中，进口、新订单等需求表征的分项回落，就业则出现反弹，中期来看供应链问题有望得到好转，通胀风险可能随之下降。

图 9：美国居民收支



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_29153

