

证券研究报告 / 宏观数据

## “蓝潮”助推通胀交易

--- 海外宏观周度观察 (2021年第1周)

### 报告摘要:

美国佐治亚州参议院终选结束，民主党拿下关键的两个席位，“蓝潮”格局形成。这意味着至少在其上任的两年内很多政令将会相对顺畅。未来美国会出台更强的财政刺激计划。本周五，拜登就再次提出了数万亿刺激计划。美国实施增税计划的可能性也大大增加。根据美国税收政策中心的估算，拜登的增税计划将在未来十年为美国政府提供额外的 2.1 万亿美元的收入，占美国 GDP 的 0.8%。其它机构比如美国企业公共政策研究所和智库税收基金会的测算则更高 (3 万亿左右)。这会对美股企业盈利产生一定压力，但为医疗改革和基建计划等提供了条件。美国未来基建计划可期，具体实施可行性还需要再研究，但市场预期将先行。综上，由于“蓝潮”的影响，无论是更多的财政刺激，还是基建计划，都指向了通胀预期的抬升。受此影响，美国 10 年期国债收益率本周迅速上扬，突破 1.1%。未来一段时间内通胀交易值得关注。

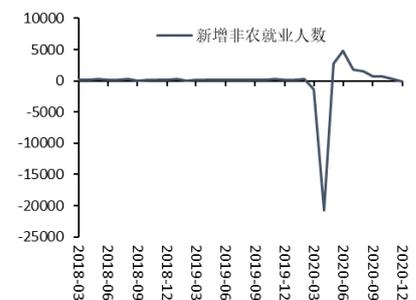
周五美国劳工部发布 12 月非农就业报告，12 月新增非农就业-14 万人，市场预期为 7.1 万人。非农数据大幅低于预期，但由于前两个月就业人数均上调较多，故而减弱了 12 月数据对市场情绪的影响。非农数据不及预期，反映出了 12 月疫情对经济的冲击，与我们此前预计一致。12 月平均时薪同比上涨 5.1%，预期 4.4%，前值 4.4%。就业人数下降的同时薪资增速提高，反映出疫情对于低薪劳动者的冲击更大。分项来看，就业减少的较多的行业是休闲和酒店业。疫情对服务业的打击可能在一季度持续存在，但考虑到财政刺激及民主党横扫后可能的更大规模的财政计划对疫情影响有较强的对冲作用，以及疫苗的逐步普及，二季度之后美国就业将有明显好转。欧元区 12 月经济景气指数录得 90.4，市场预期为 90，前值上修至 87.7。12 月经济景气指数小幅上行，但由于目前欧洲疫情仍然严重，封锁还在进行，一季度经济仍然承压。

美联储公布了去年 12 月议息会议的纪要文件。纪要中最值得关注的内容是“一旦达到‘实质性进展’的门槛，美联储就可以开始逐步缩减购债规模，缩减将是“渐进的”，最终缩减债券购买将与 2013-14 年的做法类似。”即充分的前瞻性沟通及逐级下降的 QE 规模。美联储这一表态是希望避免 QE 突然退出，造成类似 2013 年的“削减恐慌”的情形。

“蓝潮”形成后更多财政刺激的预期推动了全球股市的大幅上涨。更大规模财政刺激及经济复苏的预期下，本周主要债券长端收益率大幅抬升。本周工业品普涨，贵金属大跌。农产品涨跌互现。

风险提示：美联储政策退出快于预期。

### 相关数据



### 相关报告

- 《资金利率能否进一步下行?》 --20210103
- 《如果民主党拿下了参议院》 --20210103
- 《产需两端更趋平衡，部分行业已开启补库》 --20210102
- 《黄金价格影响因素分析》 --20201231
- 《美国债务与财政循环》 --20201230

### 证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001  
021-20361156 shenxf@nesc.cn

### 证券分析师：尤春野

执业证书编号：S0550520060001  
021-20361033 youcy@nesc.cn

## 目 录

1.	“蓝潮”来袭，关注通胀交易.....	3
2.	下周海外重点数据及事件预警.....	3
3.	美国新增非农再度转负，欧元区经济景气指数小幅上升.....	4
3.1.	美国非农数据不及预期.....	4
3.2.	欧元区经济景气指数小幅上行，消费受疫情冲击较严重.....	5
4.	美联储指明 QE 退出路径.....	6
5.	全球市场表现.....	6
5.1.	全球股市普涨.....	6
5.2.	主要债券收益率大幅上行.....	7
5.3.	大宗商品走势分化.....	8

## 图表目录

图 1:	新增非农就业转负.....	4
图 2:	失业率持平上月.....	4
图 3:	劳动参与率不变.....	5
图 4:	时薪同比上升.....	5
图 5:	欧元区经济景气指数小幅上行.....	5
图 6:	欧元区消费走弱.....	5
图 7:	全球股市普涨.....	7
图 8:	美债收益率.....	7
图 9:	欧债收益率.....	8
图 10:	日债收益率.....	8
图 11:	工业品大多上涨.....	8
图 12:	农产品涨跌互现.....	8
表 1:	重点数据及事件.....	4
表 2:	2013-2014 美联储 QE 退出路径.....	6

## 1. “蓝潮”来袭，关注通胀交易

美国佐治亚州参议院终选结束，民主党的乔恩·奥索夫(Jon Ossoff)和拉斐尔·沃诺克(Raphael Warnock)分别战胜了共和党的戴维·珀杜(David Perdue)和凯利·洛夫勒(Kelly Loeffler)。民主党拿下关键的两个席位，与共和党形成 50:50 的格局。由于在双方平票时，副总统会有决定性的一票，所以即将上台的民主党将成为参议院多数党，“民主党横扫”的“蓝潮”格局形成。拜登将在民主党掌控两院的情况下入主白宫。同时也意味着至少在其上任的两年内很多政令将会相对顺畅。

**未来美国会出台更强的财政刺激计划。**“蓝潮”的结果意味着民主党财政计划的阻力将大大降低。去年年末通过的财政纾困法案经历了漫长的谈判博弈，反应出两党之间分歧较大，民主党最终同意大幅降低财政刺激规模。但拜登及民主党高层均表示未来会推出更大规模的财政刺激。在本周五，拜登再次提出了数万亿刺激计划，就大大超出了市场预期。他表示：为了防止经济崩溃，我们需要财政支出，整个计划金额将达到数万亿美元。并称此前 12 月底国会通过的 9000 亿纾困法案仅是“预付款”。在拜登新的内阁成员中，提名为财政部长的耶伦始终赞成强刺激政策，表示将以就业为最大目标，愿意冒一定的通货膨胀风险。白宫行政管理与预算局局长候选人尼拉·坦登亦支持增加对州和地方政府的直接援助等财政措施。

**美国实施增税计划的可能性大大增加。**增税是民主党内部的主流意见，尤其是桑德斯一派对此呼声更高。从政治的角度来讲，拜登上台后提出增税计划是维护党内统一的重要基础；从财政的角度来讲，民主党未来的很多计划比如基建、医疗改革，都需要以财政收入的增加为基础。由于税收问题上共和党与民主党持完全相反的态度，所以此前在共和党占优的局面下，增税计划实施的可能性很低。但在民主党横扫的情况下，增税计划通过的概率大幅提升。根据美国税收政策中心的估算，拜登的增税计划将在未来十年为美国政府提供额外的 2.1 万亿美元的收入，占美国 GDP 的 0.8%。其它机构比如美国企业公共政策研究所和智库税收基金会的测算则更高(3 万亿左右)。这会对美股企业盈利产生一定压力，但为医疗改革和基建计划等提供了条件。

**美国未来基建计划可期，**具体实施可行性还需要再研究，但市场预期将先行。疫情后为了刺激经济，民主党和共和党都曾提出基建计划，但由于后续纾困法案谈判的胶着和美国大选的争端，基建计划一直被搁置。美国基建的主要资金来源是州政府和地方政府，以明州交通资金为例，其来源中州政府占 50%，地方政府占 35%，联邦政府只占 15%。所以想要实施基建计划，需要先解决地方政府财政问题。此前在共和党占优的形势下，基建计划较难实施；但民主党横扫之后，如果对州和地方政府的援助计划能够顺利进行，则未来美国基建刺激也可以期待。

综上，由于“蓝潮”的影响，无论是更多的财政刺激，还是基建计划，都指向了通胀预期的抬升。受此影响，美国 10 年期国债收益率本周迅速上扬，突破 1.1%。未来一段时间内通胀交易值得关注。

## 2. 下周海外重点数据及事件预警

表 1: 重点数据及事件

日期	国家	数据/事件
2021/01/11	欧元区	1 月 Sentix 投资者信心指数
2021/01/12	日本	11 月贸易帐
2021/01/12	美国	12 月 NFIB 小型企业信心指数
2021/01/13	欧元区	11 月工业产出
2021/01/13	美国	12 月季调后 CPI
2021/01/14	美国	至 1 月 9 日当周初请失业金人数
2021/01/15	英国	11 月三个月 GDP
2021/01/15	美国	12 月零售销售
2021/01/15	美国	12 月 PPI
2021/01/15	美国	12 月工业产出
2021/01/15	美国	1 月密歇根大学消费者信心指数初值

数据来源: 东北证券整理

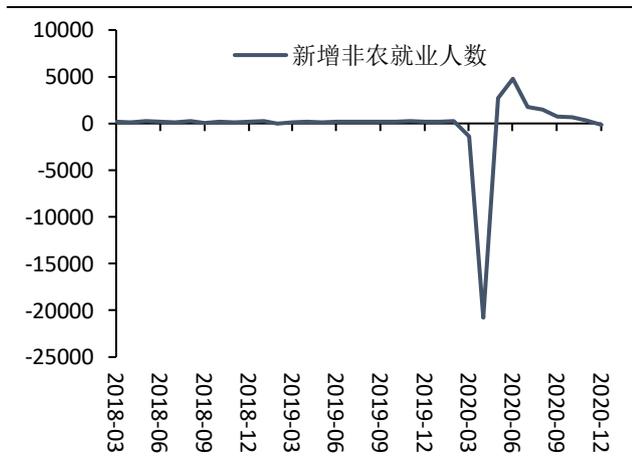
### 3. 美国新增非农再度转负，欧元区经济景气指数小幅上升

#### 3.1. 美国非农数据不及预期

周五美国劳工部发布 12 月非农就业报告，12 月新增非农就业-14 万人，市场预期为 7.1 万人。非农数据大幅低于预期，但由于前两个月就业人数均上调较多，故而减弱了 12 月数据对市场情绪的影响。12 月失业率为 6.7%，预期 6.8%，前值 6.7%。就业参与率录得 61.5%，持平市场预期及前值。

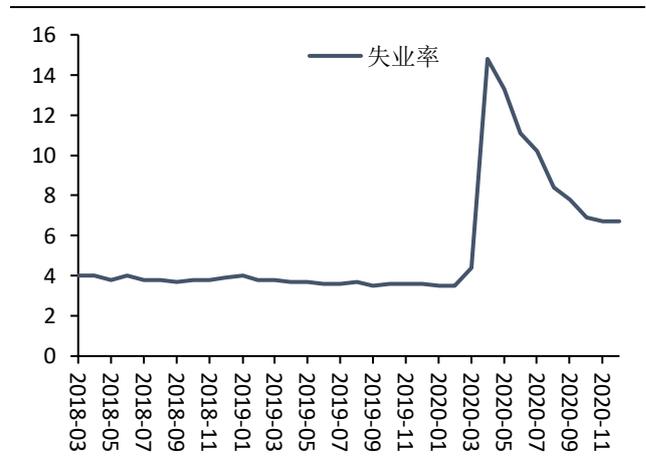
非农数据不及预期，反映出了 12 月疫情对经济的冲击，与我们此前预计一致。不过 12 月下旬美国通过了新的纾困法案，对未来就业市场有一定稳定作用。

图 1: 新增非农就业转负



数据来源: 东北证券, Wind

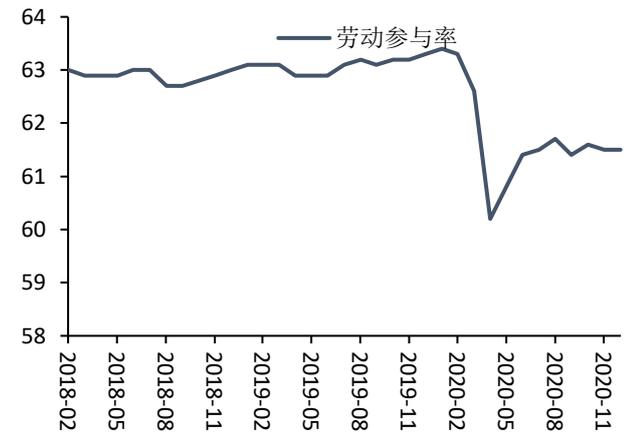
图 2: 失业率持平上月



数据来源: 东北证券, Wind

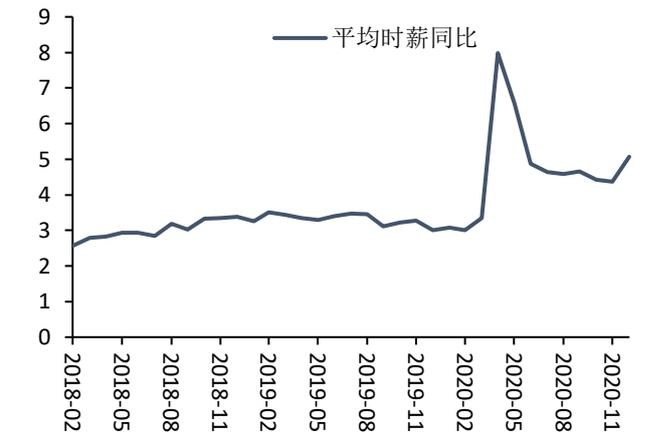
12 月平均时薪同比上涨 5.1%，预期 4.4%，前值 4.4%。就业人数下降的同时薪资增速提高，反映出疫情对于低薪劳动者的冲击更大。

图 3: 劳动参与率不变



数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 时薪同比上升



数据来源: 东北证券, Wind

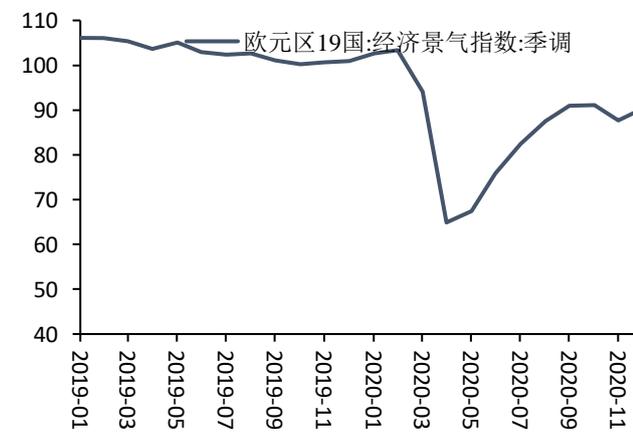
分项来看, 就业减少的较多的行业是休闲和酒店业, 其它服务型行业受到的冲击也较大, 反映出影响就业的核心因素为新一波疫情的快速蔓延。疫情对服务业的打击可能在一季度持续存在, 但考虑到财政刺激及民主党横扫后可能的更大规模的财政计划对疫情影响有较强的对冲作用, 以及疫苗的逐步普及, 二季度之后美国就业将有明显好转。

### 3.2. 欧元区经济景气指数小幅上行, 消费受疫情冲击较严重

欧元区 12 月经济景气指数录得 90.4, 市场预期为 90, 前值上修至 87.7。12 月经济景气指数小幅上行, 但由于目前欧洲疫情仍然严重, 封锁还在进行, 一季度经济仍然承压。

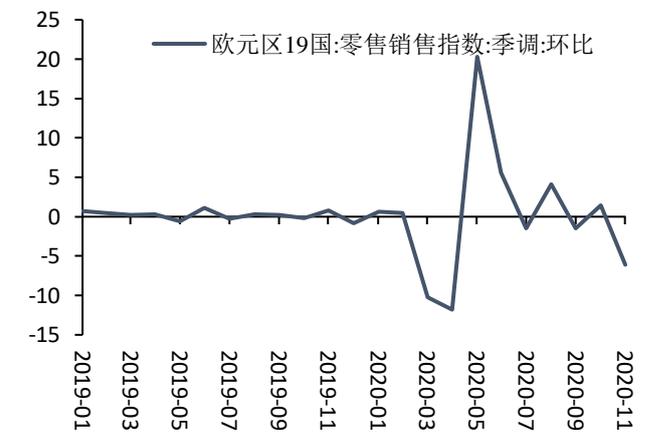
欧元区 11 月零售销售环比下降 6.1%, 市场预期为下降 3.4%, 前值上升 1.4%, 11 月封锁对消费的冲击超出市场预期, 而由于欧洲整体财政刺激力度远小于美国, 后续几个月的消费也难以很快复苏。

图 5: 欧元区经济景气指数小幅上行



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 欧元区消费走弱



数据来源: 东北证券, Wind

## 4. 美联储指明 QE 退出路径

当地时间 1 月 6 日，美联储公布了去年 12 月议息会议的纪要文件。纪要中最值得关注的內容是“一旦达到‘实质性进展’的门槛，美联储就可以开始逐步缩减购债规模，缩减将是“渐进的”，最终缩减债券购买将与 2013-14 年的做法类似。”

“2013-2014 年的做法”是指什么样的路径？即充分的前瞻性沟通及逐级下降的 QE 规模。美联储这一表态是希望避免 QE 突然退出，造成类似 2013 年的“削减恐慌”的情形。

1 月 8 日，美联储副主席克拉里达在公开演讲中表示，他不认为今年结束之前美联储会开始缩减购债规模，也不支持马上调整买债的久期构成，并且不担心美元走低和美债收益率大幅走高。克拉里达还称“从我的角度看，可能在开始考虑缩减购债步伐之前还有相当一段时间”。他还表示，美联储所购债券的久期将取决于经济复苏速度，当前无需调整购债的久期。他也承认如果过早缩减购债可能会干扰市场：“所以，我对此保持谨慎，直到我们开始真正看到经济复苏、稳步发展为止”，克拉里达也一再强调，距离这一目标还很遥远。

表 2: 2013-2014 美联储 QE 退出路径

日期	行动
2013 年 12 月 19 日	美联储利率决议宣布次年 1 月起每月 850 亿美元的购债规模缩减 100 亿美元，包括美国国债和 MBS 各减少 50 亿美元，至 750 亿美元，美联储开始逐步退出 QE。
2014 年 2 月	美联储宣布购债规模再缩减 100 亿美元到 650 亿美元。
2014 年 4 月	每月购债金额减码至 550 亿美元。
2014 年 5 月	每月购债金额减码至 450 亿美元。
2014 年 6 月	每月购债金额减码至 350 亿美元。
2014 年 10 月 29 日	耶伦主席宣布结束购债，标志着第三轮量化宽松货币政策全面结束。

数据来源：东北证券整理

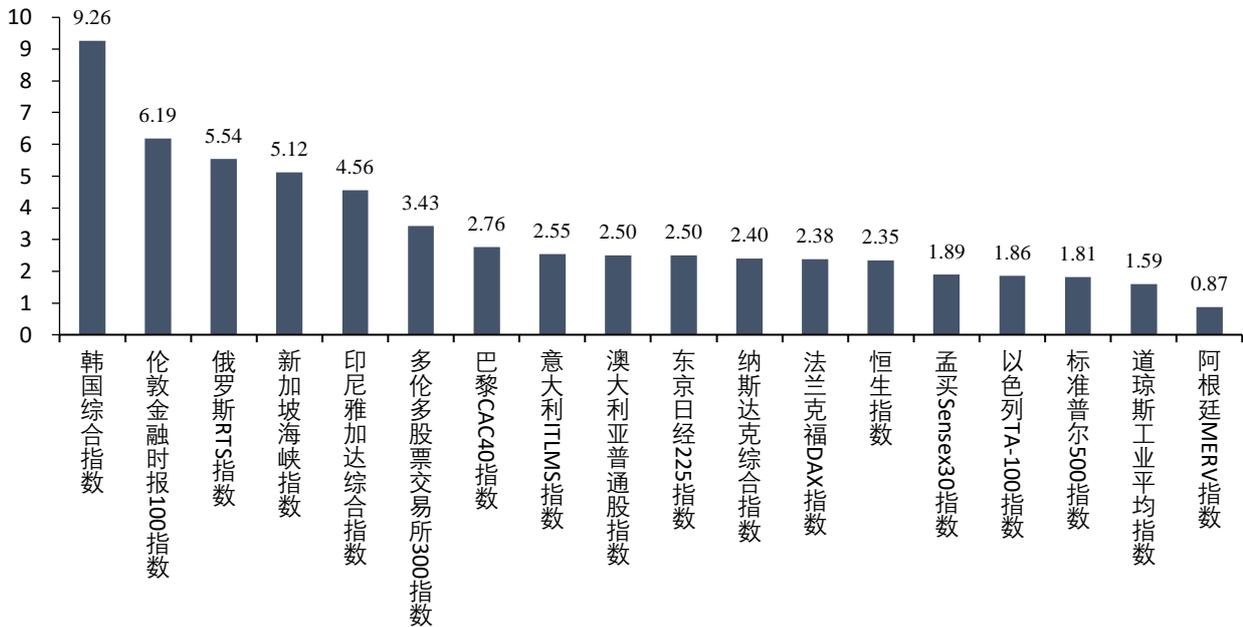
在民主党横扫的“蓝潮”局面形成后，美债收益率快速上升，反映出市场对未来经济的预期大幅抬升。但目前来看美联储不会很快采取行动，而美债收益率的上行也难以复制 2013 年上半年的快速大幅上升。

## 5. 全球市场表现

### 5.1. 全球股市普涨

“蓝潮”形成后更多财政刺激的预期推动了全球股市的大幅上涨。韩国股指上涨 9.26%，英国股指上涨 6.19%，俄罗斯股指上涨 5.54%，美国三大股指均上涨超 1.5%。

图 7: 全球股市普涨

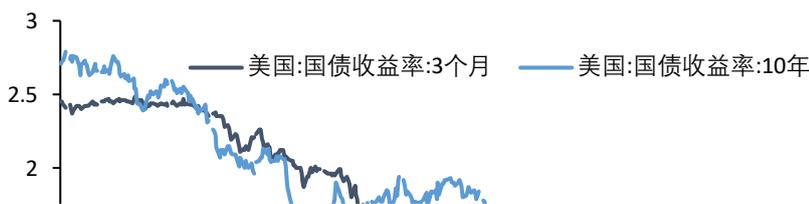


数据来源: 东北证券, Wind

### 5.2. 主要债券收益率大幅上行

更大规模财政刺激及经济复苏的预期下, 本周主要债券长端收益率大幅抬升。美国10年期国债收益率大幅上行20bp, 但3月期国债收益率小幅下降1bp。日本1年期国债收益率上行0.5bp, 10年期国债收益率上行0.2bp; 欧元区3月期公债收益率上行11.9bp, 10年公债收益率上行3bp。

图 8: 美债收益率



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\\_337](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_337)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn