

海外市场跟踪（第03期）

“拜登交易”具体在交易什么？

■ 核心摘要

1、主题评论：“拜登交易”具体在交易什么？“拜登交易”行情仍在继续，本周股商汇齐牛，金债齐熊。随着拜登政府新政不断推行、美国短期疫情防控与经济复苏、以及中长期对内对外发展路径不断明朗，市场 risk on 情绪再度边际加强。

为何“拜登交易”延续至今？2020年美国大选结果的不确定性持续时间长、直至2021年1月才基本解除，使拜登交易行情更加滞后。但更重要的是，本轮“拜登交易”除了交易“确定性”，还有一系列更为具体的乐观预期值得市场进行“交易”：**1）交易美国经济切实走向复苏的预期。**近期公布的美国经济数据不乏亮点，生产较强恢复、就业温和反弹、疫情防控成效初显，美国经济复苏形势整体向好。**2）交易拜登财政计划推行更顺利的预期。**拜登政府全力推动1.9万亿刺激计划落地，包括使用每年只能使用一次的“预算调整”工具。2月5日参众两院通过了最终的预算决议，拜登计划落地预期增强。**3）交易美国制造业与供应链修复的预期。**近期拜登“Buy American”计划，以及发动全球供应链审查等举措，在美国中长期制造业与贸易发展上，或给予市场更多信心。**4）交易中美与国际关系“正常化”的预期。**近期拜登政府在中美关系上提到“耐心”、“一个中国”、“合作”等，同时表现出积极参与国际合作、团结盟友的热情，未来一个整体上趋于稳定的国际形势是可以期待的。

预计未来一段时间，“拜登交易”行情有可能延续。其一，“零利率+QE”的货币环境为“拜登交易”提供基础；其二，当前美国复苏阶段还未到达尾部，未来疫情、就业、消费等持续改善仍可能提振投资者乐观情绪；其三，拜登上台后执政表现可圈可点，包括上任后快速施政、严肃对待疫情防控、大规模财政计划、明确的国内中长期发展规划（基建与气候变化、美国制造等）、“正常化”的对外政策等。“拜登交易”与以往“新政交易”的区别，值得特别关注。

2、海外重点跟踪：1）欧洲1月经济数据有喜有忧，欧央行预期管理难度加大。欧元区通胀指标意外跃升，经济回暖、HICP权重变更、能源价格上涨、德国加税等均是原因。近期欧洲央行有效仿美联储“平均通胀目标制”的考虑，短期通胀水平意外跃升或加大了欧央行预期管理的紧迫性。**2）海外疫情与疫苗跟踪：关注病毒变异风险。**截至2021年2月5日，全球累计确诊超1.06亿人，全球累计确诊增长率有所下降，防疫政策与疫苗推广的初步效果正在浮现。但是，需密切关注病毒变异及其带来的风险，包括其传播速度、检测难易、致死率、疫苗有效性等，目前各国已经公布的相关研究与结论较为有限。

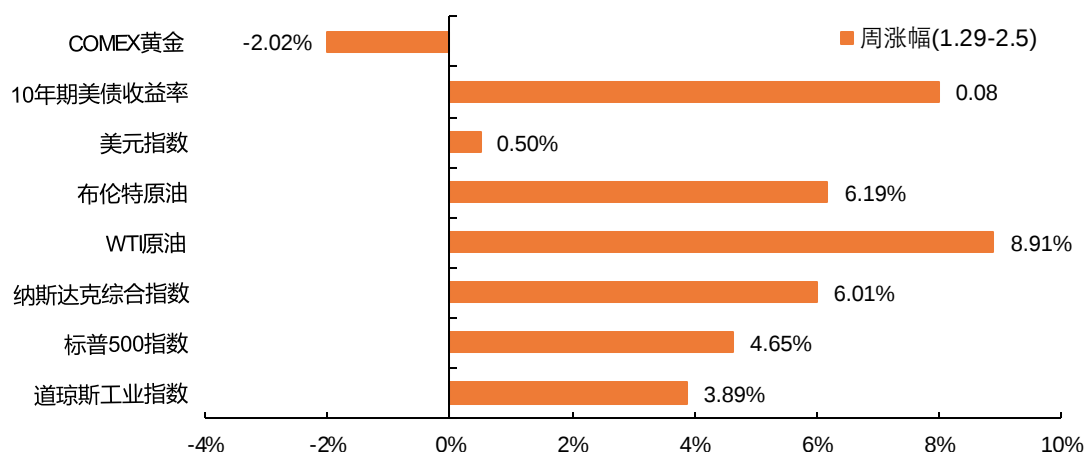
3、全球资产表现：全球股市——全体走牛，美欧领涨，“复苏交易”是主逻辑。本周全球股市上涨的主逻辑可归结为“复苏交易”，美欧等陆续发布GDP、就业和PMI等经济数据，多数略好于预期，但也没有“过度”好到政策可以提前退出的程度，基本面与政策面均给予市场一定信心。**全球债市——美债延续熊陡，意大利债收益率仍下行，美联储发言“有鸽有鹰”。**意大利近期政局变动值得关注。美国达拉斯联储总裁柯普朗发言偏鹰，他认为美联储QE助推了GameStop等股票近期的交易狂潮。**商品市场——原油强劲，“白银疯狂”迅速退潮。**市场一定程度上保持未来一段时间石油产量稳定、供给偏紧的预期。银价于2月1日在“逼空大战”中激增9.3%，但2月2日骤跌10.25%。**汇率市场——美元、澳元走强，欧元近期筑顶回落。**近期欧洲央行对于欧元走强的“口头干预”、市场在通胀意外走高后对货币政策疑虑更多等因素，或使欧元走弱。美元指数近期震荡上行的可持续性有待观察。我们在《美元仍然有些美》报告中指出，美元在长期贬值通道上仍可能具备阶段性反弹机会，需关注短期美国经济“一枝独秀”的程度。但近期看跌美元头寸依然可观，市场观点与基本面的碰撞或使美元维持震荡行情。

风险提示：病毒变异与影响超预期，疫苗效用与推广不及预期，美联储货币政策变化超预期。

一、主题评论：“拜登交易”具体在交易什么？

本周“拜登交易”行情仍在继续，股商汇齐牛，金债齐熊。2月1日-5日期间，美股道指、标普和纳指分别涨3.9%、4.6%和6.0%，美油和英油分别涨8.9%和6.2%，美元指数小幅上涨0.5%，10年期美债收益率涨0.08个百分点，黄金跌2.0%（图表1）。上周美联储发言后的市场消极情绪在本周有所恢复，或是美股上涨的部分原因；石油价格上行或有部分原因来自库存减少。但是，“拜登交易”行情更可能是本周各类资产表现的主逻辑，即随着拜登政府新政不断推行、美国短期疫情防控与经济复苏、以及中长期对内对外发展路径不断明朗，市场 risk on 情绪再度边际加强。

图表1 本周“拜登交易”行情仍在继续



资料来源: Wind, 平安证券研究所

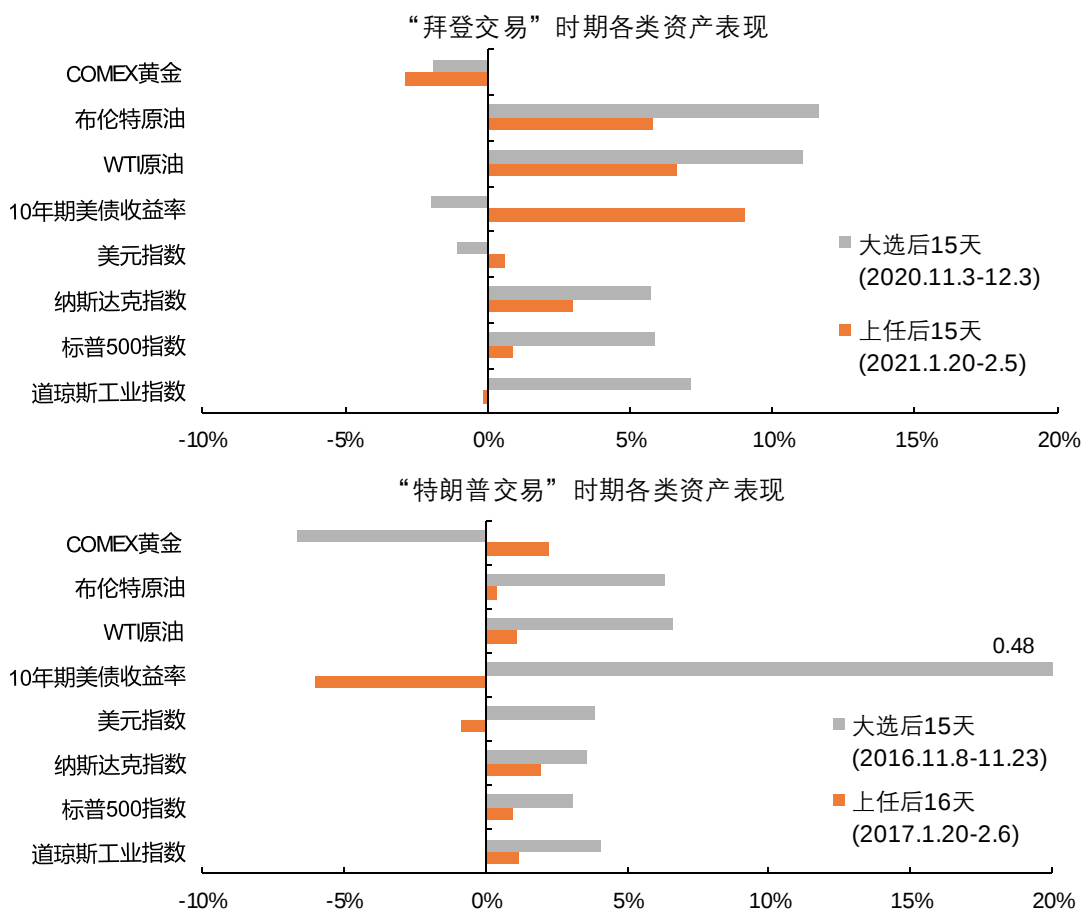
注：10年期美债收益率表现为利率绝对值的变化

“拜登交易”好像有些超预期。“新政交易”是美国一道较为特殊的风景线，一般表现为大选后市场 risk on 情绪在不确定性消除后释放。然而，本周的“拜登交易”似乎有一些超预期的迹象：一是，距离美国总统大选已经过去三个月，本轮新政交易行情已比预期持续更长或是更滞后一些；二是，原本市场对拜登上台后新的监管和税收环境下科技股表现的担忧好像尚未显现，我们仍看到纳指领涨美股并创新高。

我们对比大选后（2020年11月8日）和拜登正式上任后（2021年1月20日）的15日左右的“拜登交易”行情，大选后的美股和石油价格涨幅更明显，但美元走弱和美债走牛并不符合新政交易行情，而拜登上任后虽然美股涨幅没有那么显著，但各类资产表现均符合新政交易特点。我们对比“拜登交易”与“特朗普交易”行情，大选后半个月，特朗普时期的新政交易行情更显著（美元明显走强、美债和黄金明显走弱），而正式上任后的半个月，特朗普的新政交易行情似乎已经褪去（美债和黄金走强、美元走弱）（图表2）。

我们认为可从三方面理解为何“拜登交易”可以延续至今：一是，2020年美国大选有其特殊性，邮寄选票争议等事件干扰下，大选结果的不确定性持续时间长，直至2021年1月才基本解除，使拜登交易行情更加滞后。二是，“零利率”环境为本轮新政交易行情提供基础。特朗普交易更快褪去，还有2016年12月美联储加息至0.5-0.75%的原因。而2021年1月美联储，最新表态依然维持“零利率+QE”的政策组合。三是，也是我们认为更重要的是，本轮“拜登交易”除了交易“确定性”，还有一系列更为具体的乐观预期值得市场进行“交易”。

图表2 “拜登交易”与“特朗普交易”的比较



资料来源: Wind, 平安证券研究所

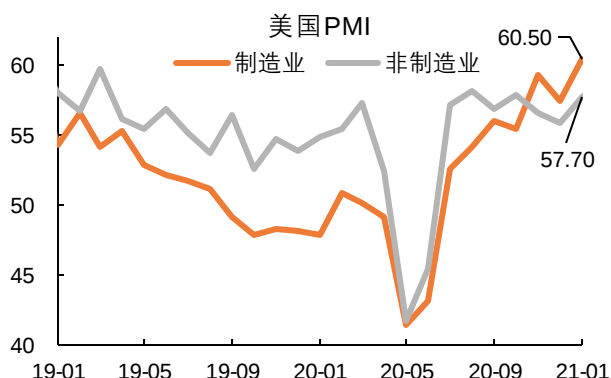
注: 10 年期美债收益率表现为利率绝对值的变化

那么, “拜登交易”具体在交易什么?

1) 交易美国经济切实走向复苏的预期。本周公布的美国经济数据不乏亮点, 显示美国经济复苏形势整体向好。生产较强恢复: 2月2日公布的美国1月制造业PMI达到60.5, 前值为57.5; 2月4日公布的非制造业PMI达到57.7, 前值为55.9 (图表3)。就业温和反弹: 2月5日公布的1月失业率为前值6.7%下降至6.3% (图表4); 截至1月30日的当周初次申请失业金人数降至77.9万, 前值为81.2万 (图表5); 2月5日公布的1月非农部门就业新增加4.9万人, 预期为增加5万人, 12月数据修正为减少22.7万人。其中, 服务生产人员1月新增1万人, 前值为减少28万人 (图表6)。疫情防控成效初显: 美国当日新增病例数 (7日中心移动平均) 继续快速下降 (图表7); 据牛津大学统计, 美国每日疫苗接种保持130万左右, 每百人疫苗接种数于2月5日已经达到11剂 (图表8)。

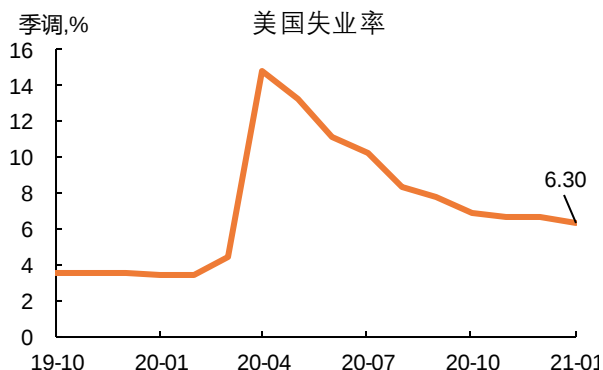
2) 交易拜登财政计划推行更顺利的预期。本周拜登政府正在尽最大努力尽快推动1.9万亿刺激计划落地, 包括使用每年只能使用一次的“预算调整” (budget reconciliation) 工具, 从而使参议院能以“简单多数”通过拜登的救助提案 (否则需要2/3票数)。2月1日路透社报道, 美国参众两院的民主党高层联合提交了一份1.9万亿美元的预算方案。2月4日路透社报道, 参议院民主党人准备举行一场马拉松式的“连续投票” (vote-a-rama), 旨在绕过共和党的反对。自2月4日下午开始, 参议院进行了长达15小时的通宵辩论, 2月5日凌晨, 两党对此预算决议的投票结果为50比50, 而副总统贺锦丽最后投下关键一票使其通过。2月5日下午, 众议院以219:209通过了最终的预算决议。至此, 拜登1.9万亿刺激计划落地进程愈发明朗。

图表3 美国1月制造业和非制造业PMI均上行



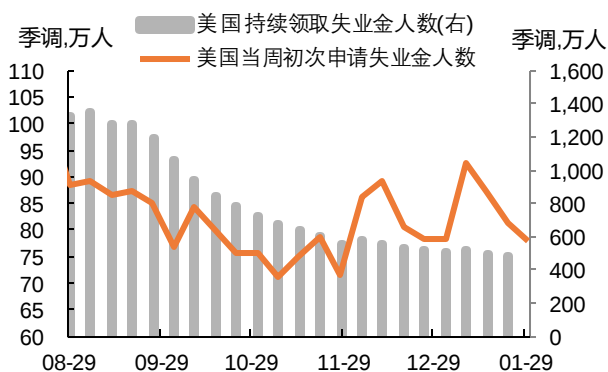
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 美国1月失业率下降0.4个百分点



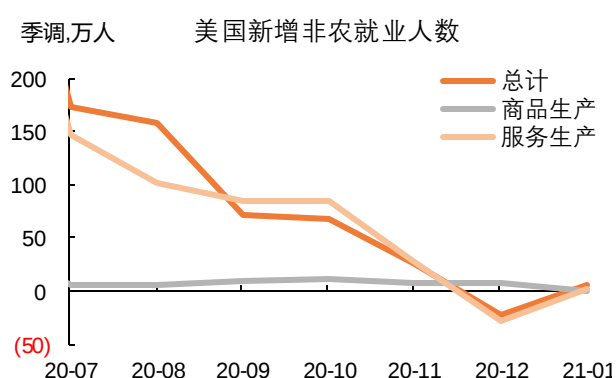
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 美国当周初次申请失业金人数持续减少



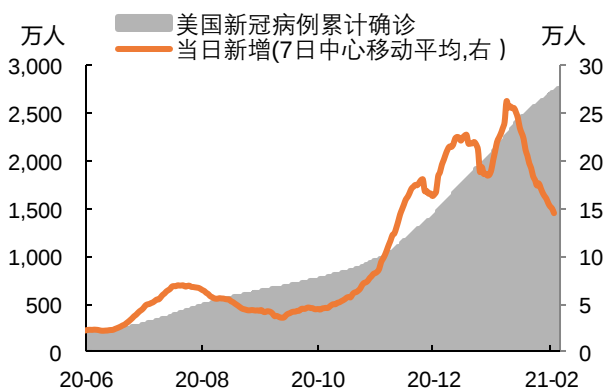
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 美国新增非农就业人数转正



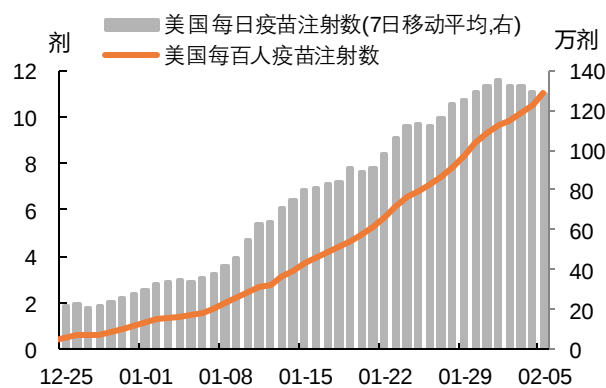
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 美国新增新冠病例数快速下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 美国新冠疫苗接种快速推进

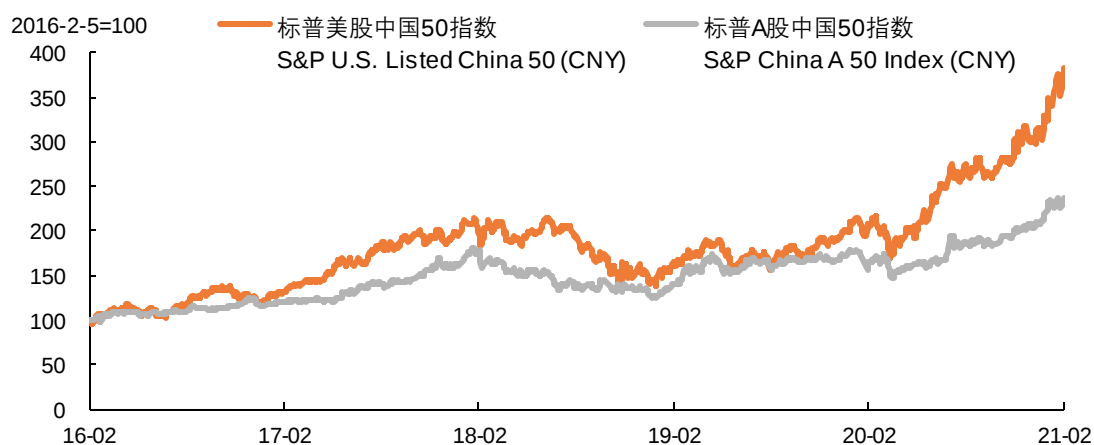


资料来源: Our World in Data, 平安证券研究所

3) 交易美国制造业与供应链修复的预期。近期拜登“Buy American”计划，以及发动全球供应链审查等举措，在美国中长期制造业与贸易发展上，或给予市场更多信心。1月25日，拜登在演讲中提到“Buy American”计划，签署了《关于确保未来由美国工人在美国制造的行政令》，旨在敦促联邦政府增加对美国产品和服务的采购，加强国内制造业，为新技术创造市场。此行政令对部分美国政府采购经费做出规定，要求一种产品必须至少有50%的零部件来自美国本土，才有资格成为联邦政府采购对象。此前，拜登在竞选时承诺要创造至少500万个制造业工作岗位，并计划在4年内用4000亿美元的预算购买美国的商品与服务，用3000亿美元投资在包括人工智能和5G等美国重要科研上。2月4日路透社报道，拜登计划采取行政措施，责令对美国关键供应链进行审查，旨在确保美国能够获取短期应对危机所需商品，以及其他中长期发展所需关键技术和原材料。

4) 交易中美元与中美关系“正常化”的预期。近期拜登政府在中美关系上提到“耐心”、“一个中国”、“合作”等，同时表现出积极参与国际合作、团结盟友的热情。2月3日，美国国务院表示在台湾问题上支持“一个中国”政策没有改变。2月4日，拜登上任后首次发表外交政策演讲。拜登将中国称为“最重要的竞争对手”(most serious competitor)，声称将直面中国给美国带来的“挑战”，主要包括经济、知识产权、所谓的“人权”、国际关系与全球治理等方面。但亦展现了一定合作姿态，表示在符合美国利益的情况下，美国已经准备与中国合作。除中国外，拜登讲话还涉及与盟国紧密合作、俄罗斯的“侵略行动”、缅甸局势、应对气候变化、也门战争等。整体而言，拜登政府目前对华政策取向仍不是非常明确，但在“美国回来了”、“反特朗普”等思想下，未来一个整体上趋于稳定的国际形势(包括中美关系)是可以期待的。值得关注的是，随着2020年拜登当选预期加强、2021年拜登正式上台，美股中概股不断有亮眼表现，近期仍强势上涨，或一定程度上反映市场对中美关系的期待(图表9)。

图表9 美股中概股继续强势上涨



资料来源: S&P, 平安证券研究所

未来一段时间，“拜登交易”行情有可能延续。其主要逻辑在于：其一，“零利率+QE”的货币环境大概率持续，为“拜登交易”提供基础；其二，当前美国复苏阶段还未到达尾部，疫情、就业、消费等仍有不少“复苏空间”，在此过程中持续的边际改善仍可能刺激投资者乐观情绪；其三，也是更重要的是，拜登在上台后的执政表现“可圈可点”。近期“拜登交易”不是单纯的“复苏交易”，更包括具有“拜登特色”的乐观预期：上任后快速施政、严肃对待疫情防控、大规模财政计划、明确的国内中长期发展规划(基建与气候变化、美国制造等)、“正常化”的对外政策等。我们认为，“拜登交易”与以往历届总统上台后的“新政交易”的区别，是特别值得关注的。

二、海外重点跟踪

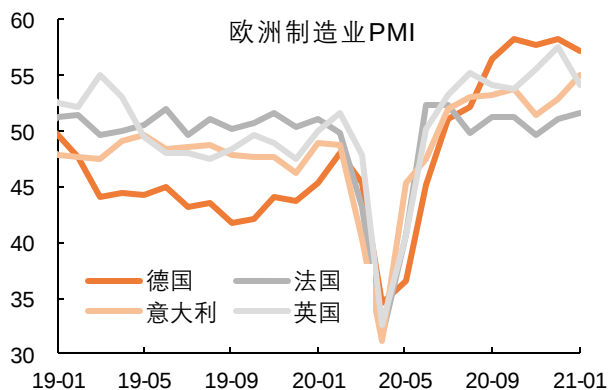
欧洲 1 月经济数据有喜有忧，欧央行预期管理难度加大

欧洲国家 1 月制造业 PMI 有喜有忧，德国英国下降、法国意大利上升。2 月 1 日公布了欧洲国家 1 月制造业 PMI，其中德国为 57.1，前值 58.3；法国为 51.6，前值 51.1；意大利为 55.1，前值 52.8，增幅较大；英国为 54.1，前值 57.5，仍超预期（图表 10）。考虑到 PMI 数值较多体现环比经济活动状况，且主要国家指数均超过 50 的枯荣线，欧洲整体制造业活动恢复尚可。

欧元区通胀指标意外跃升，经济回暖恐非主因。2 月 3 日欧盟统计局公布欧元区 1 月通胀指标（HICP）初步估值同比为 0.9%，预期为 0.5%，此前该数值已经连续五个月负增长。1 月核心 HICP 达到 1.4%，为 5 年来最高水平，预期 0.9%，前值仅 0.2%（图表 11）。经济回暖可能仅是通胀指标意外跃升的部分原因，更需要注意 HICP 权重变化的影响。根据欧盟统计局的要求，欧洲大多数统计机构在 2021 年 1 月改变了 HICP 权重，以应对疫情导致的消费模式的变化。这一变化或影响该指标的历史可比性。此外，能源价格上涨、德国加税等亦可能是推高欧元区通胀的原因。

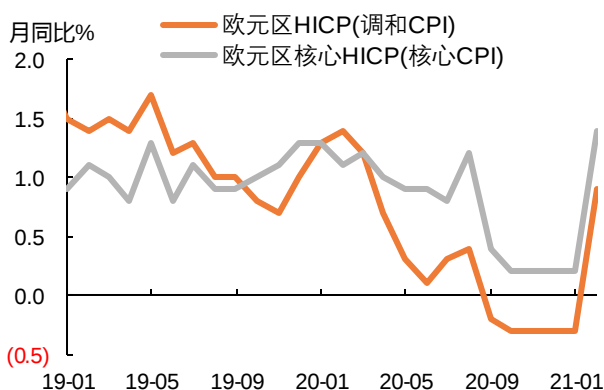
经济有回暖迹象、通胀指标走高，欧央行预期管理难度加大。1 月 27 日，欧洲央行管理委员会成员 Klaas Knot 强调，欧洲央行具有包括降息在内的必要工具，以防止欧元的进一步走强，其发言被视为对欧元升值的“口头干预”。但一段时间内，欧央行仍需保持货币宽松支持经济复苏。2 月 4 日，欧洲央行发布最新宏观经济研究报告称，虽然欧元区 2020 年 12 月下旬开始新冠疫苗接种后公众对抗击疫情的信心增强，但实现群体免疫尚需时日，疫情恐将继续对欧元区公共卫生及经济前景构成挑战。目前，市场对欧洲央行是否会进一步放松货币政策更加不确定，欧洲央行管理市场预期的难度也在加大。2 月 5 日，路透社报道，欧央行管理委员会委员暨芬兰央行总裁雷恩表示，欧洲正面临疫情后长期的超低通胀，欧洲央行需要调整其物价目标，以可信地对抗这种“低通胀”。“引导较长期通胀预期达到目标的方法，是在通胀持续处于低位之后，允许实际通胀在一段时间内超过目标。”我们看到，欧洲央行有效仿美联储“平均通胀目标制”的考虑，短期通胀水平意外跃升或加大了欧央行预期管理的紧迫性。

图表 10 欧洲国家 1 月制造业 PMI 有喜有忧



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 11 欧元区 1 月通胀指数跃升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

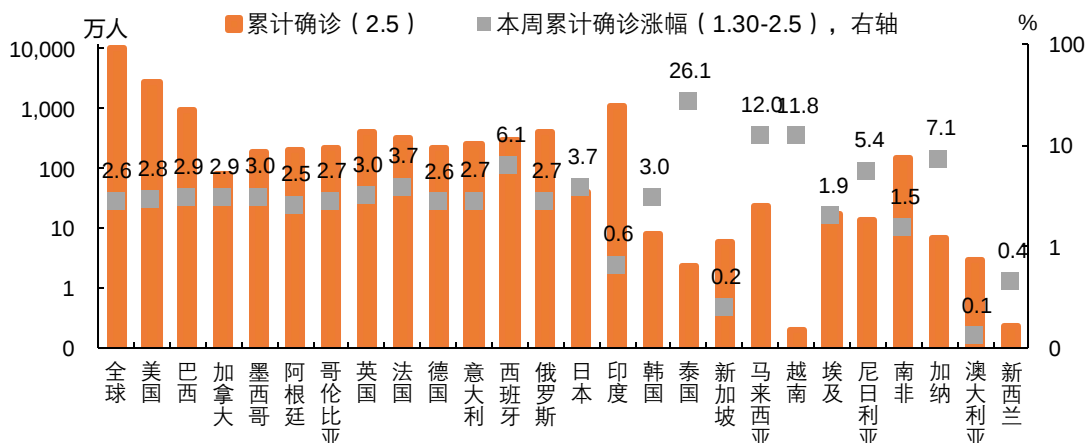
海外疫情与疫苗跟踪：关注病毒变异风险

当前，需密切关注新冠病毒变异及其带来的风险，包括其传播速度、检测难易、致死率、疫苗有效性等，目前各国已经公布的相关研究与结论较为有限。1 月 30 日，美国 CDC 发布数据显示，全美已发现 437 例变异病毒感染病例。美国华盛顿大学研究所最新发布的新冠疫情模型预测结果显示，如果变异新冠病毒在美广泛传播，部分民众放松防范，美国新冠死亡病例将可能出现“春季激增潮”。2 月 3 日，福克斯新闻报道，美国堪萨斯州发现首例变异病毒病例，至此美国已有 34 个州发现了变异病毒感染病例，累计超过 600 例。2 月 3 日，明尼苏达大学传染病研究与政策中心主任迈克尔·奥斯特霍尔姆警告称，变异毒株将造成极大的麻烦，美国最“黑暗”的日子还在前方。2 月 4 日，英国“疫苗大臣”纳齐姆·扎哈维表示，全球存在大约 4000 种变异新冠病毒，现有疫苗对变异病毒无效的可能性“非常小”。《纽约时报》的

统计数据显示,美国新增确诊病例数量增长有所放缓,但同时美国新增死亡病例仍处于较高水平,仅2月3日一天美国就新增死亡病例3843例。据CNN援引相关领域专家的说法,变异病毒更加难以检测,尤其是在南非和巴西发现的两种变异病毒,在疫苗抗性和再感染性方面都有值得担忧的发现。

截至2021年2月5日,全球新冠累计确诊超1.06亿人,全球累计确诊增长率有所下降(2.6%,上周3.4%),防疫政策与疫苗推广的初步效果正在浮现。本周累计确诊增长最明显的国家是泰国(26.1%,上周28.0%)、马来西亚(12.0%,上周13.0%)和越南(11.8%,上周7.0%),西班牙累计确诊明显回落(6.1%,上周为8.1%)。

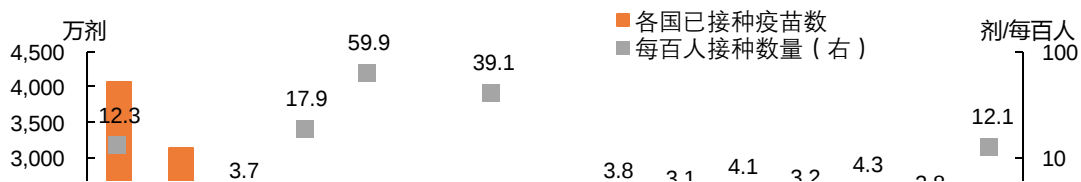
图表12 本周各国新冠疫情发展情况一览(截至2月5日)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

据Bloomberg统计,截至2月6日,全球已经有73个国家接种了超过1.28亿剂疫苗,全球平均每天接种469万剂。其中,美国已经注射了4050万剂疫苗,该数字已经超过美国累计确诊人数,过去一周平均每天注射143万剂。从每百人接种数看,以色列(59.9,上周51.7)、阿联酋(39.1,上周29.0)和英国(17.9,上周13.3)领先全球,美国这一数字达到12.3,欧盟仅3.7。

图表13 目前各国新冠疫苗接种进度一览(截至2月6日)



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_18164

