

海外宏观周报

“拜登新政”可能后劲不足

■ 核心摘要

1、主题评论：“拜登新政”可能后劲不足。2020年“疫情+特朗普”的“低基数”，让拜登在2021年一季度的执政表现格外亮眼：成功推动1.9万亿救助法案落地、翻倍完成疫苗接种目标等。同时，拜登正在积极推动总规模超4万亿、年均支出4千亿美元的“基建+家庭”计划落地。但近期，市场对美国经济的信心出现似乎拐点，美元走弱，花旗美国经济意外指数下降。

近一周美国4月经济表现的全貌进一步清晰，几乎所有经济指标都在“跌”、除了物价在“涨”。首先是，**就业数据疲弱**。近一周公布3月职位空缺率高于疫情前水平、雇佣率也较高，说明企业用工需求不弱，但劳动力与职位的匹配不是一蹴而就的。其次是，**消费和生产等经济活动以及景气度环比转弱**。3月经济指标环比增速强劲较大程度上是源于2月的低基数，但抬升了市场对未来经济指标的预期值。近一周公布的4月工业生产指数、产能利用率环比增速放缓，4月零售销售环比几乎没有增长，5月消费者信心初值跌落至3月以前水平。最后但也是尤为重要的是，**通胀指标与通胀预期快速上行**。近一周公布的通胀指标让市场“炸锅”。债券交易数据显示，TIPS隐含通胀预期也已达到历史高位、且明显高于美联储3月预期中值（2.4%）。

除经济数据略显消极，“拜登新政”正在经历更多挫折。一是，**疫情防控与疫苗推广遭遇瓶颈**。今年3月至4月中旬，美国新增确诊病例回升；4月中旬以来，疫苗每日接种量开始下降，倒退回2个月前水平（200万剂/日）。二是，**拜登的大规模财政计划或受更大质疑**。经济数据体现出的“慢就业+快通胀”，与拜登财政支出的目标背离。这加剧了美国政界和公众对拜登新政的质疑，包括对其后续想要推动的财政计划。共和党领袖麦康奈尔（McConnell）表示基建计划的合理规模只有6-8千亿美元，且认为不推翻特朗普时期实施的减税政策是“红线”。此外，近一周以色列和巴勒斯坦的冲突显著升级，拜登所在民主党对以色列的支持不如共和党坚定，这可能进一步激化两党矛盾。

未来一段时间，对“拜登新政”以及美国经济的基准预期或需调整。疫情方面，“群体免疫”或难在7月以前实现，疫情扰动仍将持续1-2个月，**短期经济数据改善程度可能仍受抑制**。财政计划方面，预计拜登在国会中的阻力将比之前预期得更大，基建计划的缩水程度、加税计划的推行难度可能提高，**美股风格调整（科技股受挫）的预期可能转弱**。中美经贸关系方面，拜登可能需要进一步向共和党“靠近”，或意味着对华政策可能更偏强硬，**中概股利空情绪可能升温**。美元资产方面，虽然通胀压力显著，但美联储政策转向或受经济复苏缓慢的制约，如果美联储仍然按兵不动，**短期市场风险偏好并不会显著转弱**；但由于拜登财政计划阻力更大，美国中长期经济增长的预期可能转弱，**未来一年美元指数上行的天花板可能更低**。

2、美联储：美国通胀数据前后，美联储多位官员发言不改“鸽派”论调，看淡通胀风险。我们认为，美联储与市场沟通的难度很大、市场对美联储“误判”通胀风险的担忧加剧，继而对美联储行动的预期可能会更加“保守”（预判美联储政策转向提前），未来1-2个月市场波动风险较大。我们维持判断，6月或7月的FOMC会议美联储大概率开始讨论缩减QE。

3、海外疫情与疫苗跟踪：亚洲多国疫情告急、东南亚疫情反弹、日本疫情显著升温。全球疫苗接种继续提速。

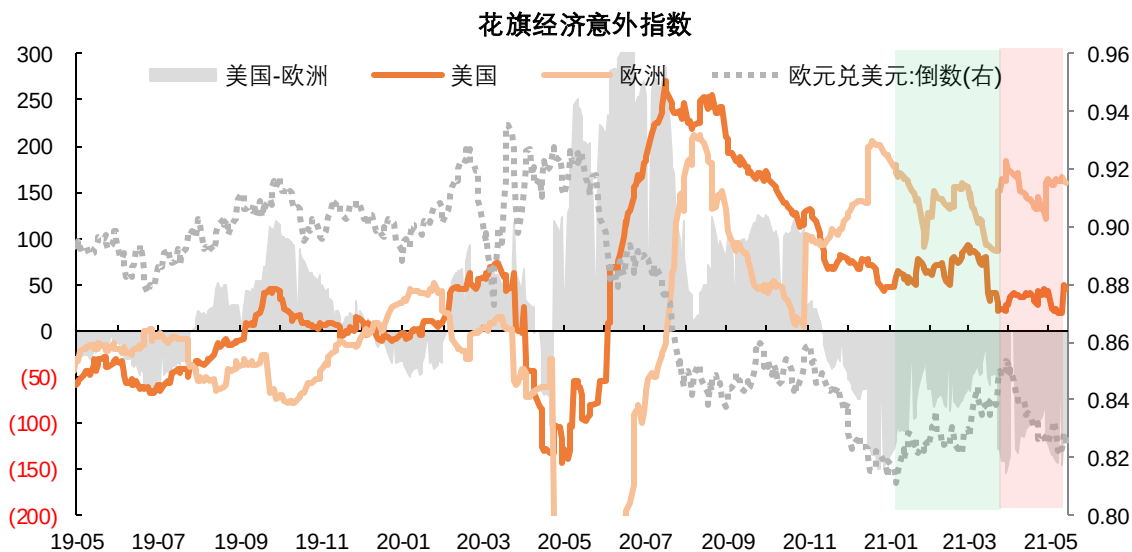
4、全球资产表现：全球股市——美国通胀走高引股市震荡，A股“逆势”领涨全球。全球债市——10年美债多空博弈或加剧（通胀预期或强、而实际利率或弱），10年TIPS隐含通胀预期升破2.5%。商品市场——油价受美国油管事件扰动，贵金属仍强，金属市场终于降温。外汇市场——英镑强势，美元指数短线蹿升、整周走平，比特币跌破5万美元关口。

一、主题评论：“拜登新政”可能后劲不足

2020 年“疫情+特朗普”的“低基数”，让拜登在 2021 年一季度的执政表现格外亮眼。4 月 29 日拜登执政百日之际，《纽约时报》专门刊登评论，对拜登前三个月的表现大加赞扬：成功推动 1.9 万亿救助法案落地、翻倍完成疫苗接种目标、纠正特朗普时期的“疯狂”、巩固了国际盟友关系等。同时，拜登有望进一步推动两党合作，继而推动总规模超 4 万亿、年均支出 4 千亿美元的“基建+家庭”计划落地，完成对美国“一代人仅能看见一次”的大手笔建设。

然而今年 4-5 月，市场对“拜登新政”以及美国经济的信心似乎出现拐点，美元突然走弱是明显的信号，花旗美国经济意外指数下了一个台阶，尤其与欧洲对比，美国经济所获乐观预期明显转弱（图表 1）。

图表1 拜登执政三个月后，尤其与欧洲对比，市场对美国经济的信心由强转弱

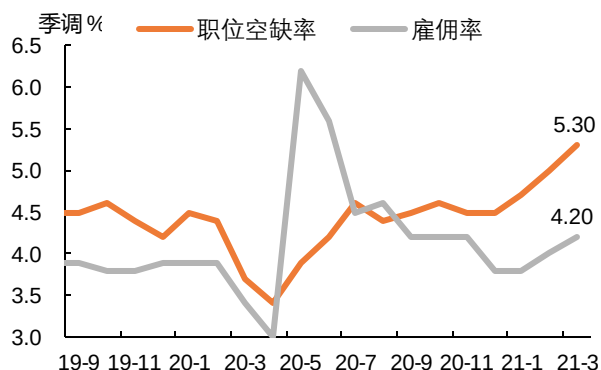


资料来源: Wind, 平安证券研究所

截至最近一周，随着美国通胀指标、零售销售等数据公布，美国 4 月经济表现的全貌进一步清晰，全方位的“环比转差”是最直观的感受。更具体地说，几乎所有经济指标都在“跌”、除了物价在“涨”。

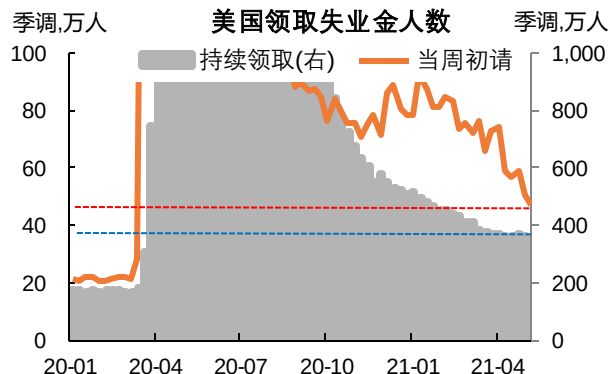
首先是，**就业数据疲弱**。4 月新增非农就业远不及市场预期。虽然冷静分析后我们认为就业恢复状况没有那么糟，但肯定不能说“好”。近一周公布了 3 月职位空缺及劳动力流动调查（JOLTS）结果，职位空缺率高于疫情前水平、雇佣率也较高（图表 2），说明企业用工需求不弱，但劳动力与职位的匹配不是一蹴而就的。申领失业金人数确实边际持续改善，但仍是疫情前的 2 倍以上（图表 3）。目前 820 万的就业缺口，按照 3 月预期的每月补足 100 万、则“充分就业”目标或于 2022 年初达成。但现在看，“非线性”的复苏节奏让我们对美国就业恢复的节奏更难把握（参考报告《警惕美国就业的“非线性”复苏》）。

图表2 美国 3月职位空缺率和雇佣率升高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

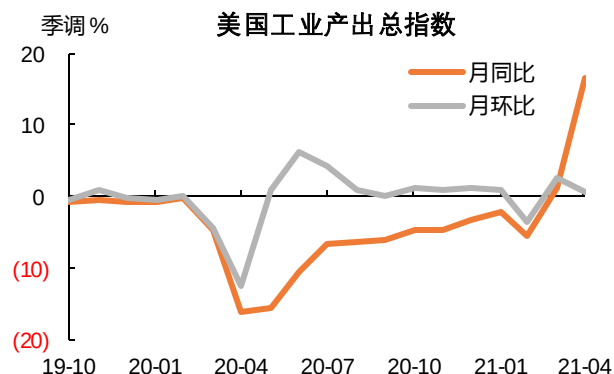
图表3 美国失业金申领人数仍为疫情前的 2 倍以上



资料来源: Wind, 平安证券研究所

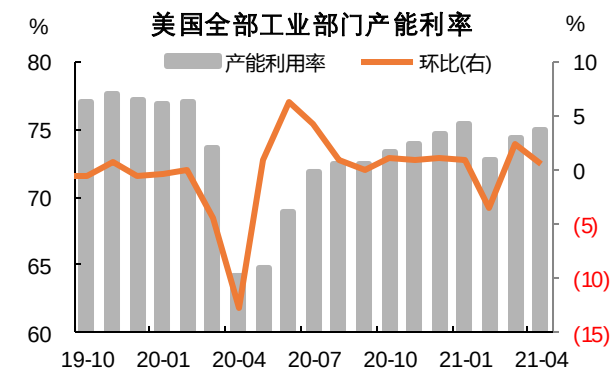
其次是，消费和生产等经济活动以及景气度环比转弱。3月经济指标环比增速强劲较大程度上是源于2月的低基数，但抬升了市场对未来经济指标的预期值。4月绝大部分经济数据让市场失望：4月制造业和非制造业 PMI 弱于3月，近一周公布的4月工业生产指数环比增速（0.7%）不及前值（2.4%）和预期（1%）（图表4），4月产能利用率环比增速放缓（图表5），4月零售销售环比几乎没有增长亦让市场失望（图表6），5月消费者信心初值跌落至3月以前水平（图表7）。

图表4 美国 4月工业产出指数环比增速放缓



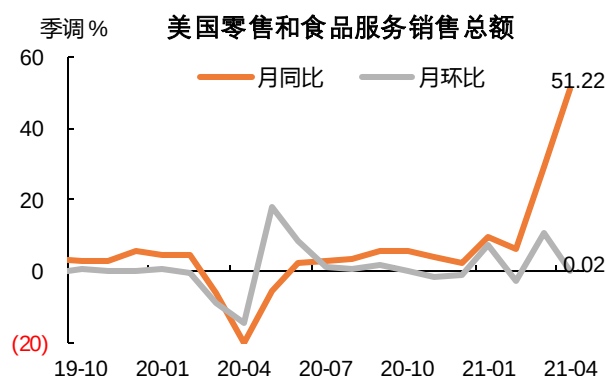
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 美国 4月产能利用率环比增速放缓



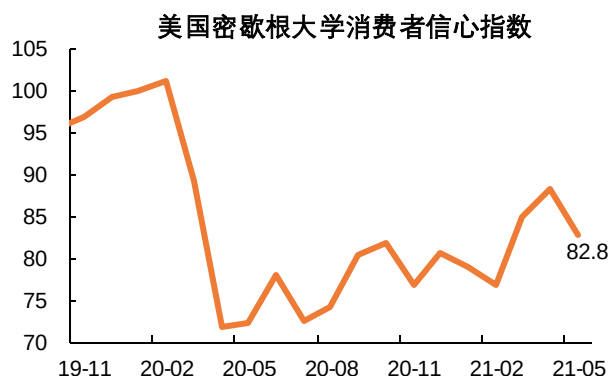
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 美国 4 月零售销售总额环比持平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

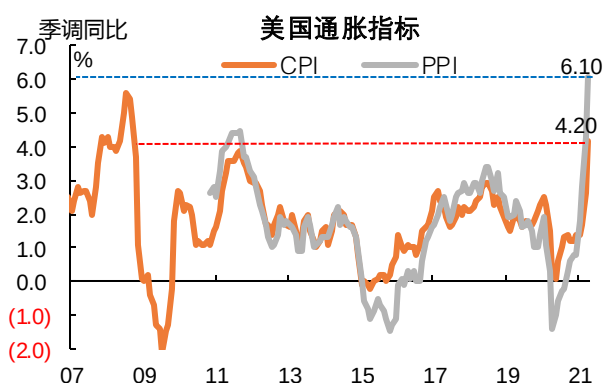
图表7 美国 5 月消费者信心指数(初值)滑落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

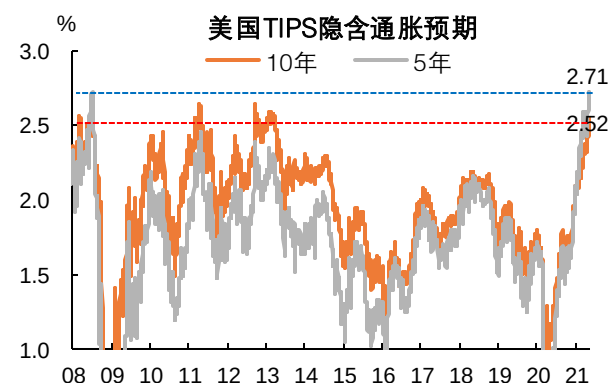
最后但也是尤为重要的是，通胀指标与通胀预期快速上行。近一周公布的通胀指标让市场“炸锅”，虽然基数效应让 4 月 CPI 和 PPI 的同比读数容易达到历史高位，但其环比增幅仍然大超市场预期（图表 8）。宏观层面是国际大宗商品正在重启一段较快的涨势，微观层面是越来越多的企业已经开始涨价计划、所谓“价格粘性”对通胀的屏障作用正在减弱。多因素进一步推升通胀预期，债券交易数据显示，TIPS 隐含通胀预期也已达到历史高位、且明显高于美联储 3 月预期中值（2.4%）（图表 9）。

图表8 美国 4 月通胀指标超预期骤升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 美国债券市场交易的通胀预期处历史高位

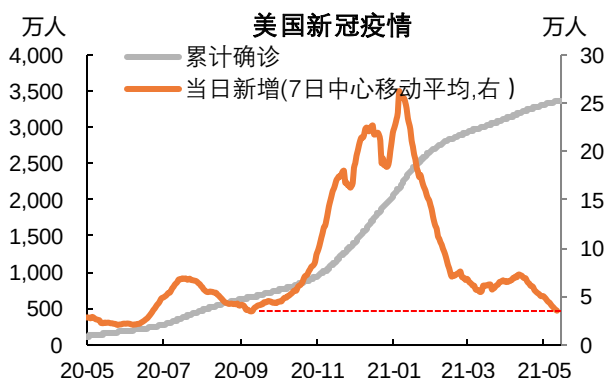


资料来源: Wind, 平安证券研究所

除了略显消极的经济指标，“拜登新政”正在经历更多挫折。

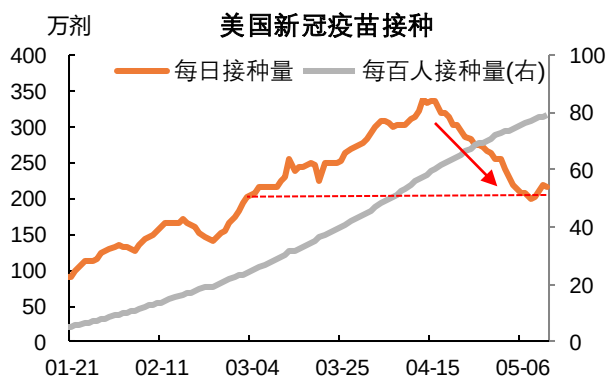
一是，疫情防控与疫苗推广遭遇瓶颈。今年 3 月初至 4 月中旬，美国新增确诊病例出现回升，目前新增速度仍不低于去年 9 月水平；4 月中旬以来，美国新冠疫苗每日接种量开始下降，目前已“倒退 2 个月”降至 200 万剂/日水平。近一周媒体报道拜登政府“花式”鼓励接种——免费接送、好礼相送，侧面反映出疫苗推广的难度。需要注意，当前疫情仍是阻碍就业与经济活动复苏的关键因素，而疫苗接种降速使美国“群体免疫”的前景略显黯淡，尤其是与同期欧洲及大部分国家疫苗接种不断提速相比。

图表10 美国每日新增确诊持平于去年9月水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 美国疫苗接种速度降至今年3月水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二是，拜登的大规模财政计划或受更大质疑。拜登上台后追加的 1.9 万亿救助计划，核心目标是帮助经济（尤其就业）快速复苏，但所受最大的争议就是力度过大致使通胀走高。拜登和耶伦的理念是，保就业比防通胀更重要。但目前，至少近期经济数据体现出的“慢就业+快通胀”，与拜登财政支出的目标背离。这加剧了美国政界和公众对拜登新政的质疑，包括对其后续想要推动的财政计划。大规模财政刺激是否“过犹不及”？如果说，第一笔钱（1.9 万亿经济纾困）“没花好”，那么第二、第三笔钱（2.3 万亿基建和 1.9 万亿家庭计划）呢？近一周拜登与两党高层会晤共商基建和家庭计划，据外媒报道，双方未能达成共识。此前共和党领袖麦康奈尔（Mitch McConnell）表示基建计划的合理规模只有 6-8 千亿美元，且认为不推翻特朗普时期实施的减税政策是“红线”。

此外，拜登新政还遇到一系列不容小觑的麻烦。例如，拜登在移民问题上的“仁慈”，导致大量移民扎堆拥入、引发了“边境危机”。又如，近一周美国输油管道遭到黑客攻击，这引发了公众对美国经济与国家安全的担忧。再如，国际形势方面，近一周以色列和巴勒斯坦的冲突显著升级，拜登所在民主党对以色列的支持不如共和党坚定，这可能进一步激化两党矛盾，也可能增加公众对拜登军事政策的怀疑，如拜登 4 月宣布计划撤军阿富汗以“结束美国耗时最长的战争”。国际经济方面，近期拜登呼吁取消“疫苗专利”引欧洲盟友不满；在美国贸易逆差创历史新高的背景下，拜登在下一阶段中美贸易谈判中的压力可想而知。

我们认为，未来一段时间，对“拜登新政”以及美国经济的基准预期或需调整。疫情方面，“群体免疫”或难在 7 月以前实现，疫情扰动仍将持续 1-2 个月，短期经济数据的改善可能仍受一定程度的抑制。财政计划方面，预计拜登在国会中的阻力将比之前预期得更大，基建计划的缩水程度、加税计划的推行难度可能提高，继而此前美股风格调整（科技股受挫）的预期可能转弱。国际关系尤其中美经贸关系方面，拜登可能需要进一步向共和党“靠近”以消除隔阂与不信任，这或意味着对华政策可能更偏强硬，中概股利空情绪可能升温。美元资产方面，虽然通胀压力显著、但美联储政策转向或受经济复苏缓慢的制约，如果美联储仍然按兵不动，短期市场风险偏好并不会显著转弱；但由于拜登财政计划阻力更大，美国中长期经济增长的预期可能转弱，未来一年美元指数上行的天花板可能更低。

二、海外重点跟踪

1、美联储：努力安抚市场对通胀的担忧

美国通胀数据前后，美联储多位官员发言不改“鸽派”论调，看淡通胀风险。我们认为，有三类情形均可能使美联储表现出对通胀的漠视：一是美联储所掌握的信息确实显示通胀压力是暂时的、可控的。二是美联储不确定通胀是否是暂时的，但需要兑现“平均通胀目标制”，选择按兵不动。三是美联储可能意识到了通胀风险超预期升温，但考虑到维护市场稳定、努力做到“不急转弯”，所以选择稍显“违心”地安抚市场，但实际情况可能已经（或很快将）开始讨论缩减QE。但无论是何种情况，可以较为确定的是，美联储与市场沟通的难度很大、市场对美联储“误判”通胀风险的担忧加剧，继而对美联储行动的预期可能会更加“保守”（预判美联储政策转向提前），继而未来1-2个月市场波动风险较大。我们维持此前的判断，6月或7月的FOMC会议上，美联储大概率开始讨论缩减QE。

5月11日（4月CPI公布前），美联储理事（长期票委）布雷纳德讲话称，“通胀的实质性持续升高，不仅需要薪资或物价在复工后一段时间内上涨，还需要普遍预期，它们会继续以持久加快的速度上涨。在有限时间内与疫情相关的涨价不可能长久改变通胀的动态。”亚特兰大联储主席（2021年票委）博斯蒂克称，美联储维持宽松政策状态是适宜的。美国仍然处于复苏路径上，但完成复苏还有很长的路要走。费城联储主席（2023年票委）哈克称，让通胀运行于略高于联储目标2%是合理的。在讨论减码QE之前，应当先观察就业市场的恢复情况，现在就讨论减码QE还显得言之过早。明尼阿波利斯联储主席（2023年票委）卡什卡利称，美国远未实现充分就业。

5月12日（4月CPI公布后），美联储副主席（长期票委）克拉里达称，4月CPI数据确实令人惊讶，但通胀上行很大程度上是暂时现象，主要与去年经济关停时的基数效应，以及供应链瓶颈推升价格有关。与高通胀相比，更担心美国劳动力市场的健康。亚特兰大联储主席（2021年票委）博斯蒂克称，美国经济正处于重新开放后的“动荡时期”，通胀预计会大幅波动，并且直到9月份都会出现大量噪音。美联储在一定程度上认为通胀压力是暂时的，尚不足以做出货币政策响应，现在判断通胀是否处于令人担忧的趋势言之过早。

2、海外疫情与疫苗跟踪：亚洲多国疫情告急

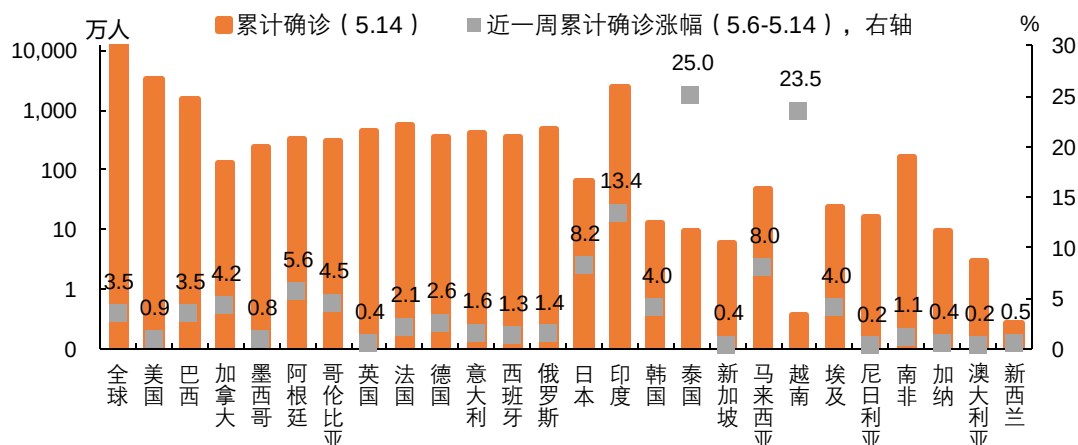
全球疫情方面，截至5月15日，全球新冠累计确诊1.62亿人，近一周全球累计确诊增长3.5%，前值4.0%。

亚洲方面，东南亚疫情反弹，“封城+疫苗”齐上阵：近一周，马来西亚累计确诊涨幅增加至8.0%（前值6.3%），政府已于5月12日开始实施为期4周的全国封锁，禁止所有民众跨州、跨县移动，并禁止社交聚会、运动及教育活动。新加坡卫生部周四表示，过去一周非密切接触感染人数达到15人（前值7人），政府宣布周日起至6月13日全国收紧防疫措施，聚会人数上限减至2人，增加居家办公场景等。泰国累计确诊病例涨幅依然“领跑”全球（25.0%，前值28.1%），曼谷已计划陆续开放14所非医院疫苗接种中心，优先为高风险群体接种。越南疫情也出现反弹趋势，多病例无法确认源头，目前已加快疫苗接种进程。

日本疫情升温，近一周累计确诊涨幅达到8.2%（前值7.2%），日本国立感染症研究所指出，目前日本全境90%以上的患者感染了“N501Y”变种毒株，该毒株导致重症的风险增加40%，东京奥运会前景蒙上阴影。印度本周累计涨幅为13.4%（前值17.2%），单日新增确诊病例已经连续22天超过30万例，目前印度累计确诊病例超过2437万例。

欧美方面，美国本周累计确诊涨幅继续下降（0.9%，前值1.2%）；欧洲疫情基本控制，欧盟呼吁成员国暂停本国与印度之间的非必要旅行往来，以保护来之不易的防疫成果。

图表12 近一周各国新冠疫情发展情况一览（截至5月14日）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

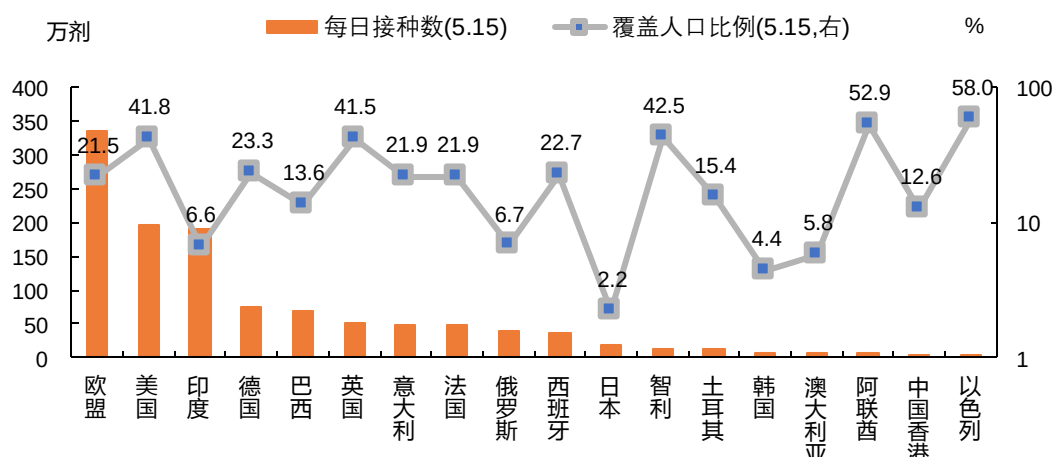
全球疫苗接种不断加速, 据 Bloomberg 统计, 截至北京时间 5 月 15 日, 全球已经有 176 个国家接种了 14.1 亿剂疫苗, 全球平均每天接种约 2270 万剂 (前一周约为 2020 万剂)。

亚洲方面, 日本疫苗接种滞后, 据路透社报道, 截至 4 月底, 日本进口了 2800 万剂辉瑞公司的新冠疫苗, 但由于人力和物流的瓶颈, 其接种工作的步伐仍然缓慢, 目前只使用了库存数量的 15%, 其余 2400 万剂仍在低温保存中。印度近一周平均接种速度再度下降, 目前为 189 万剂/天 (前值 197 万剂/天), 覆盖人口比例仅为 6.6%。

欧洲方面, 英国累计接种超 5500 万剂, 覆盖人口比例达到 41.5%。欧盟疫苗接种工作明显提速, 累计接种量达到 1.91 亿剂, 近一周平均每日接种量已经突破 300 万剂, 达到 334 万剂/天 (前值 288 万剂/天), 接种速度领跑全球。

美国方面, 目前美国已经注射将近 2.68 亿剂疫苗, 46.8% 的人口接种了至少 1 剂疫苗, 近一周平均接种速度为 195 万剂/天 (前值 229 万剂/天)。美国疾控部门批准全美 12 岁以上青少年接种辉瑞疫苗, 目前加洲地区部分接种点已向青少年开放。

图表13 海外新冠疫苗接种进度一览 (截至5月15日)



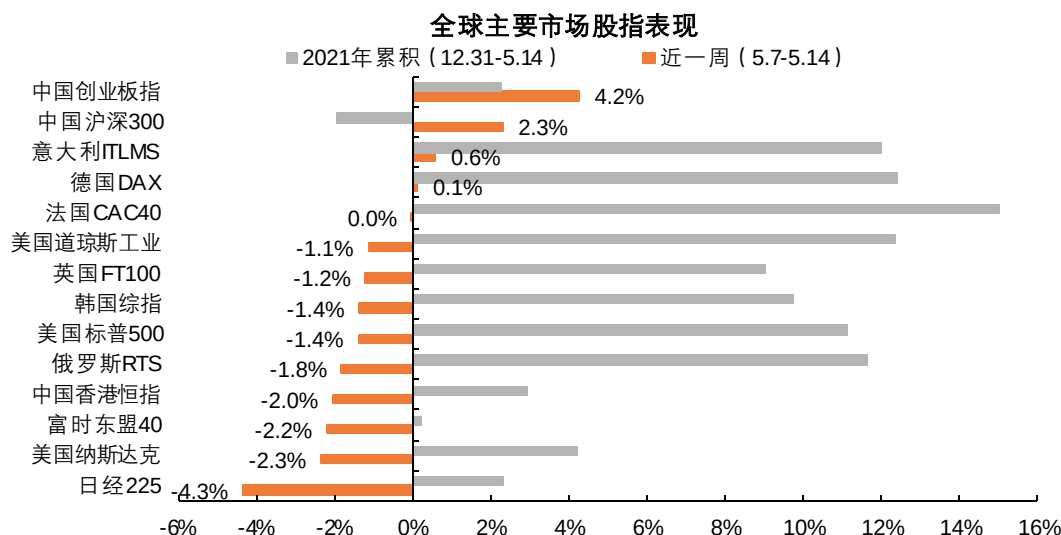
资料来源: Bloomberg (数据获取日为北京时间5月15日), 平安证券研究所

三、全球资产表现

1、全球股市——美国通胀走高引股市震荡，A股“逆势”领涨全球

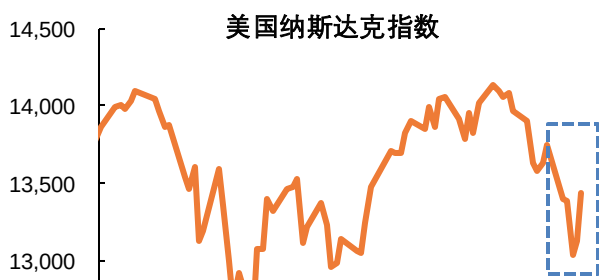
5月12日美国CPI数据公布后引发美股及全球大部分股市剧烈震荡，美股VIX恐慌指数升至近两个月最高。5月13-14日美股回暖，但纳指整周仍然跌2.3%。日均225指数整周跌4.3%，日本疫情告急、日本央行“坐视不管”仍由股市受挫。A股不惧美股波动“逆势”上涨。

图表14 美国通胀走高引股市震荡，A股“逆势”领涨全球



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表15 美国CPI公布后美股受重挫，之后回暖



图表16 5月12日VIX恐慌指数升至近两个月最高



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_19580

