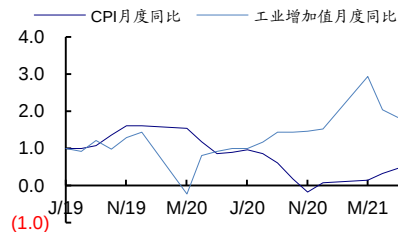


宏观经济

海外市场双周报

2021年07月15日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	15.40
社零总额当月同比	12.40
出口当月同比	-20.70
M2	8.60

相关研究报告:

《宏观经济宏观周报: 6月通胀预期的扩散暂时中断, 后续变化值得关注》——2021-07-13
 《宏观经济周报: 国信高频宏观扩散总指数再次上升》——2021-06-21
 《宏观经济周报: 食品价格周跌幅扩大, 6月CPI同比或有所回落》——2021-06-28
 《海外市场一周概览: 解读近期美国居民的收支情况》——2021-07-01
 《宏观经济宏观周报: 6月制造业维持高景气, 疫情下服务业拖累整体经济景气》——2021-07-05

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

联系人: 王艺熹

电话: 021-60893204
 E-MAIL: wangyixi@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观周报

海外投行年中展望看点汇总

● 海外投行年中展望观点汇总

关于经济增长: 各大投行比较一致的认为当前美国经济处于周期中持续向上的寻顶期。大多数投行认为美国经济在 Q3 见顶, 而由于前期疫苗接种落后, 欧元区经济见顶会慢几个月。支撑美国经济复苏的因素包括消费者支出维持高位、企业投资增速高以及全球资本支出周期的开启, 资本支出强势将对经济的其它部分形成正向拉动。

关于通胀和货币政策: 当前美国通胀压力的来源从商品价格上涨变成了劳动力紧缺。薪资大幅度上涨将会是具有普遍性、长时间通胀的标志。Taper 时点方面, 花旗银行认为美联储将在今年 9 月正式宣布 taper, 接下来在 12 月开始以每月 150 亿美元的速度减少购债规模, 并在 2022 年 12 月开启加息。高盛给出的 Taper 时点要晚一个季度。

关于美国房地产: 美国各大银行可能放松房贷审核标准, 放松对借贷者信用资质的要求。

关于美股、美债和美元: 目前的风险因素包括病毒变异、通胀和地缘政治。为了检验瑞银“历史高点买入也并不会比其他时点更有风险”的说法, 我们考察了历史上 8 次标普 500 指数较 12 个月前涨幅超过 40% 的情况, 可以发现, 除了 1987 年 9 月 28 日, 其余 7 次标普 500 在此后的 12 个月内均录得正收益。美债方面, 大多数机构认为 2022 年 Q3 时 10 年期美债利率才能上升至 2%, Q3 末 10 年期美债将上升至 1.68%, 年底上升至 1.79%。

关于经济结构的改变: 欧美国家受疫情压制时间长于我国, 疫情对其生产方式和经济结构的改造更加显著和深刻。

关于全球疫情: 抗拒疫苗已超越疫苗供应成为群体免疫建立的最大阻碍。美国以外的地区预计要到 2022 年年底才能有足够的疫苗接种, 所以进入到 2023 年才能看到全球疫苗接种比例显著提升。

● 海外疫情与疫苗接种进度追踪

欧美疫情受 Delta 毒株影响再次反弹, 英国新增病例数飙升, 美国、法国新增病例数也有上升之势。疫苗接种方面, 近两周来美国接种速度持续放缓, 主要与剩余人群接种意愿较低有关。目前美国完成接种者占总人口比例仅 48.1%, 占成年人口比例约 58.9%。欧洲接种持续跟进, 目前德国接种率最高 (每百人 97.8 剂), 意、法随后, 日本近两周接种人数显著上升。

● 主要资产走势概览

6 月底以来美股持续创新高, 美债利率下行。标普 500 指数 7 月 13 日收盘报 4369.21 点, 两周涨 1.8%; 道指 7 月 13 日收盘报 34888.79 点, 两周涨 1.74%; 纳指 7 月 13 日收盘报 14677.65 点, 两周涨 1.03%。

10 年期美债利率 6 月底以来下降 6.2bp, 7 月 14 日报 1.413%; 2 年期美债利率 7 月 14 日报 0.264%。

美元指数两周上涨 0.72 点, 7 月 14 日报 92.89 点; 伦敦金两周上涨 35.7 美元/盎司, 7 月 14 日报 1805.87 美元/盎司; 布油两周上涨 2.17%, 7 月 14 日报 76.29 美元/桶; 伦敦铜两周上涨 0.59%, 7 月 14 日报 9401.5 美元/吨。

内容目录

海外投行年中展望看点汇总	4
关于经济增长.....	4
关于通胀和货币政策.....	6
关于美国房地产	7
关于美股、美债和美元	8
关于经济结构的改变:	9
关于全球疫情.....	10
海外疫情与疫苗接种进度追踪.....	11
主要资产走势概览.....	11
美股.....	11
美债.....	12
伦敦金和美元指数	13
布伦特原油和伦敦铜.....	13
国信证券投资评级.....	15
分析师承诺	15
风险提示	15
证券投资咨询业务的说明.....	15

图表目录

图 1: 美国与欧元区实际 GDP 同比 (%)	4
图 2: 美国零售销售超越疫情前水平	4
图 3: 美国商业银行消费贷款 (十亿美元)	4
图 4: 美国耐用品出货量和新订单	5
图 5: 美国圆桌 CEO 经济展望指数	5
图 6: 美国 GDP 分项中个人消费支出与私人投资同比 (%)	5
图 7: 美国 PCE 与核心 PCE 同比 (%)	6
图 8: 美国私人部门平均时薪 (美元)	6
图 9: 房屋销售景气度维持高位、购买景气度大幅下滑	7
图 10: 调查显示美国居民预计房价上升不可持续	7
图 11: 标普 500EPS 与美国实际 GDP 增速	8
图 12: 标普 500 指数在 12 个月内涨超 40% 之后的 12 个月表现 (深蓝色加粗线为本次 上涨)	9
图 13: 美国劳动生产率和私人投资总额同比 (%)	10
图 14: 美国疫苗接种率: 东西海岸接种率高、中部南部接种率低	10
图 15: 美日德英法意六国每日新冠病例新增数 (7 天移动平均)	11
图 16: 主要国家每百人疫苗接种量 (剂, 截至 2021-7-13)	11
图 17: 美国疫苗接种进度 (截至 2021-7-13)	11
图 18: 标普 500 指数 (截至 2021-7-13)	12
图 19: 道琼斯工业指数 (截至 2021-7-13)	12
图 20: 纳斯达克指数 (截至 2021-7-13)	12
图 21: 美国 10 年期国债利率 (%) (截至 2021-7-14)	13
图 22: 美国 2 年期国债利率 (%) (截至 2021-7-14)	13
图 23: 伦敦金价与美元指数 (伦敦金: 美元/盎司) (截至 2021-7-14)	13
图 24: 布油价格走势 (美元/桶) (截至 2021-7-14)	14
图 25: 伦铜价格走势 (美元/吨) (截至 2021-7-14)	14
表 1: 摩根斯坦利全球实际 GDP 预测	6
表 2: 美国关键经济指标-彭博一致预期	6
表 3: 美国关键期限利率-彭博一致预期	9

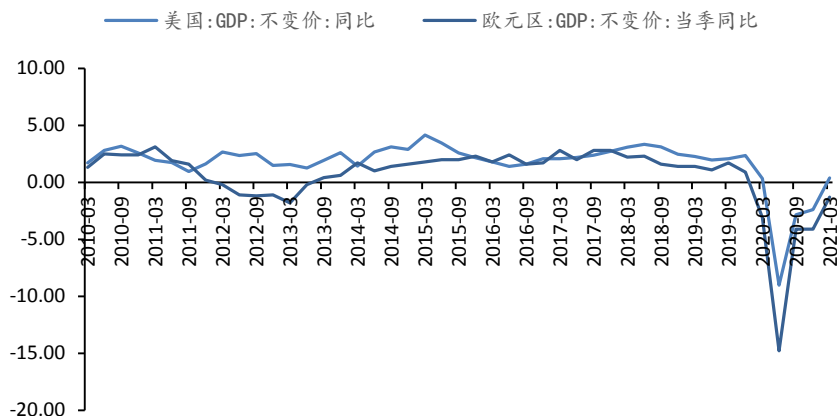
海外投行年中展望看点汇总

随着欧美疫苗接种率稳步提示，市场对于 Q3 欧美经济继续复苏已形成比较一致的预期。从近期 10 年期美债利率来看，目前市场已经接受美联储“暂时性通胀”的说法，通胀预期已从高点回落。在市场对通胀与经济增长两者的预期基本达成一致，但对于后期经济动能、Taper 时点和走向的判断有较大差异。我们总结了海外投行近期发布报告中比较值得关注的一些信息，供投资者参考。

关于经济增长

各大投行比较一致的认为当前（2021Q2 末）美国经济处于周期中（Midcycle Transition）持续向上的寻顶期。大多数投行认为美国在 Q3 见顶，而由于前期疫苗接种落后，欧元区经济见顶会慢几个月。

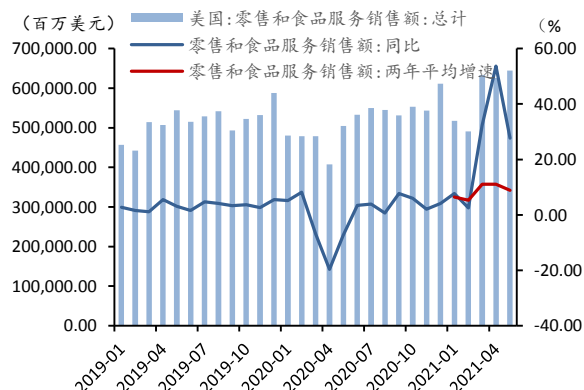
图 1：美国与欧元区实际 GDP 同比（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

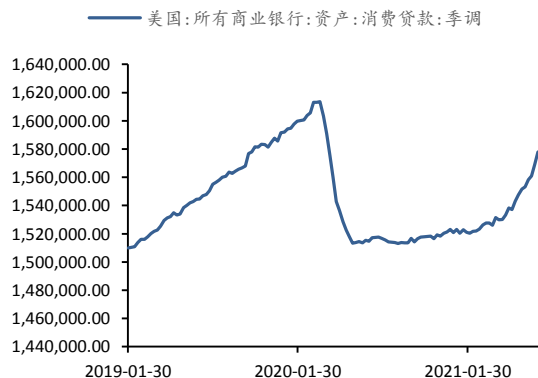
摩根斯坦利认为，支撑美国经济复苏的因素包消费者支出维持高位、企业投资增速高以及全球资本支出周期的开启。摩根大通指出，当前经济复苏速度较快，零售销售比疫情前水平高 20%，美国房地产销售量暴涨，而新屋开工维持 2006 年以来的最高水平，且有望维持高位。欧美消费者的超额储蓄将缓慢释放，家庭仍有增加负债的空间。

图 2：美国零售销售超越疫情前水平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

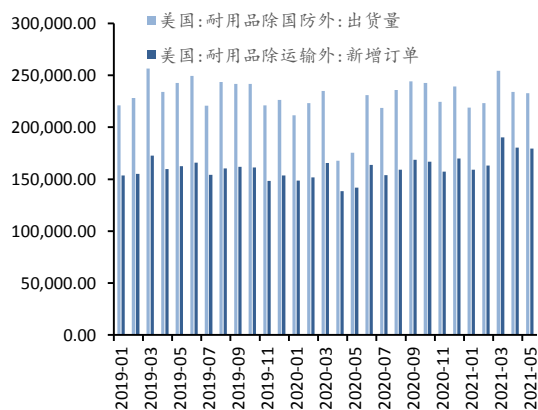
图 3：美国商业银行消费贷款（十亿美元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

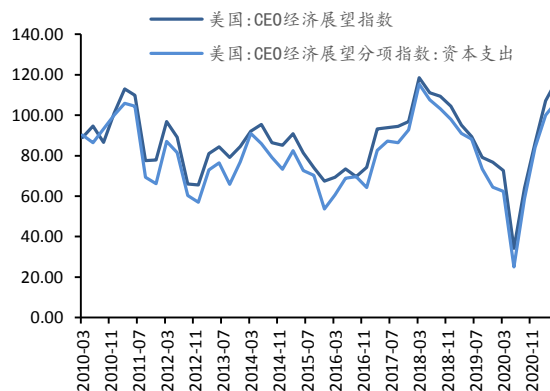
美林指出，多年以来的投资缺位、财政刺激催生的强劲消费者需求以及宽松的信用环境为新的强劲资本支出周期铺路，这轮周期从去年就已开启。领先指标中资本品订单和咨询会的 CEO 信心指数显示之后会有更强劲的增长。

图 4：美国耐用品出货量和新订单



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：美国圆桌 CEO 经济展望指数

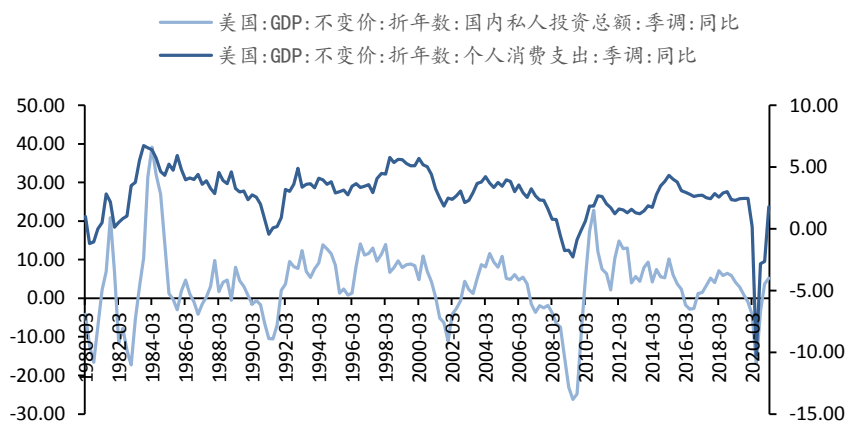


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资本支出强势将对经济的其它部分形成正向拉动，比如增加制造业活动、加快岗位创造速度和薪资增长，促使消费力更强，劳动生产率提升。Cornerstone 预计美国仅私人部门资本支出就能在 2021 年能为 GDP 贡献将近 2% 的增长，在 2022 年贡献 1% 的增长。除此之外，最近华盛顿热议的 1 万亿美元基建计划若能通过，将会有效解决长期以来一直拖累美国经济的重大的供给侧瓶颈问题，提升长期增长趋势。

摩根斯坦利指出资本支出（例如对建筑物、油井的投资）在投资周期中一直是落后（于消费复苏）的。当经济进入中周期时，产能需求开始催生投资需求，经济增长将继续激励资本支出。

图 6：美国 GDP 分项中个人消费支出与私人投资同比（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

欧洲方面，摩根大通指出欧洲的服务业缓慢修复，德国产能利用率达到 2 年高点，法国消费者支出仅在疫情相关（比如交运和旅游）产业被破坏。预计全球经济扩张高于基准线水平将持续到 2022 年年底。

表 1: 摩根士丹利全球实际 GDP 预测

	2020 实际	21E (市场一致预期)	21E (MS 预期)	22E (市场一致预期)	22E (MS 预期)
全球	-3.2	6.1	6.5	4.3	4.8
美国	-3.5	6.5	7.1	4.0	4.9
欧元区	-6.7	4.1	4.3	4.2	4.8
日本	-4.8	2.9	2.5	2.1	2.9

资料来源: Morgan Stanley、国信证券经济研究所整理

表 2: 美国关键经济指标-彭博一致预期

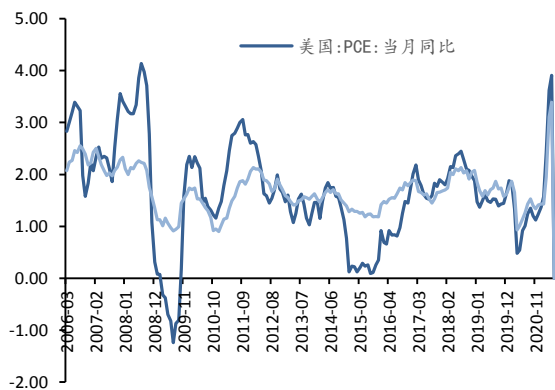
指标	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22
实际 GDP (同比%)	12.8	6.7	7.1	6.4	4.8	3.6	2.9
实际 GDP (经季调季环比折年率)	9.2	7.1	5.1	3.5	3	2.6	2.3
消费支出 (经季调季环比折年率)	10.3	6.1	4.5	3.7	3	2.7	2.5
政府支出 (经季调季环比折年率)	3	1.8	2	2.1	1.8	1.5	1.5
私人投资 (经季调季环比折年率)	7.9	9.7	7.5	5	4.6	3.5	3.1
出口 (经季调季环比折年率)	9.1	7.9	7.7	6	5.5	5.6	5
进口 (经季调季环比折年率)	8.5	7.5	6	4.9	4.2	4	4.2
工业产值 (同比%)	14.3	6.6	5.3	5.5	4.6	3.5	3
CPI (同比%)	4.6	4.3	4.3	3.7	2.5	2.2	2.2
PCE 价指 (同比%)	3.7	3.5	3.5	3.1	2.2	2	2.1
核心 PCE (同比%)	3.2	2.9	3.1	2.9	2.2	2	2.1
失业率 (%)	5.9	5.3	4.9	4.5	4.3	4.2	4
非农业就业人数 (万人, 每月变动)	85	64.2	50	35	30	25.4	22.1
平均时薪(同比%)	3.6	3.3	2.8	2.6	2.6	2.6	3

资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

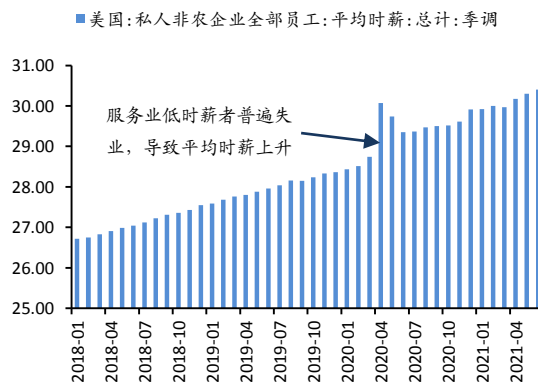
关于通胀和货币政策

多家机构指出, 当前美国通胀压力的来源从商品价格上涨变成了劳动力紧缺。瑞银指出, 1970 年代美国高通胀时期, CPI 篮子中食品和汽油占三分之一, 现在已降低至五分之一。彼时食品加工程度远低于现在, 而食品加工需要人工。此外居民在外用餐比例在此后 50 年内大幅提升, 所以现在的价格指数当中服务价格的重要性远高于 1970 年代。

摩根士丹利认为美国的核心 PCE 将在年内维持在 2% 以上且有超过 2.5% 的风险, 并指出核心通胀 2.5% 是美联储“未被言明的”底线, 薪资大幅度上涨将会是具有普遍性、长时间通胀的标志。

图 7: 美国 PCE 与核心 PCE 同比 (%)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 美国私人部门平均时薪 (美元)


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

大多数投行认为投资者无需对目前通胀情势过度担心, 但全局性且持久的通胀

仍有可能发生。瑞银认为通胀压力将在接下来几个月内随着疫情相关的供给吃紧的消散而减弱，但是通胀仍然是关键风险点。瑞银预计美国的通胀在接下来12个月内下降至2.5%-3.0%，比2010-2019疫情前时代的平均1.8%要高。

虽然美国5月的CPI创1992年以来最高，但最近市场对于通胀的担忧有所退潮，体现在10年期利率从今年3月最高的1.77%下降到目前1.4%左右。瑞银认为接下来几个月如果市场发行价格再次快速上升，那么通胀会再次给市场带来波动。

摩根大通则认为，全球化和技术革新（带来的成本降低）是保持通胀低位的核心因素，这两点并未被改变。

Taper 时点方面，花旗银行认为美联储将在今年9月正式宣布 taper，接下来在12月开始以每月150亿美元的速度减少购债规模，并在2022年12月开启加息。

高盛给出的Taper时点要晚一个季度，认为美联储将在今年9月开始讨论Taper，12月宣布Taper，并于2022年Q1正式开始以每月150亿美元的速度减少购债规模，此后在2023年3季度开启加息。高盛判断美国今年年末美国核心PCE将维持在3%。

瑞银认为美国基准利率将在2023年以前维持在0-0.25%之间，即2022年不会加息。

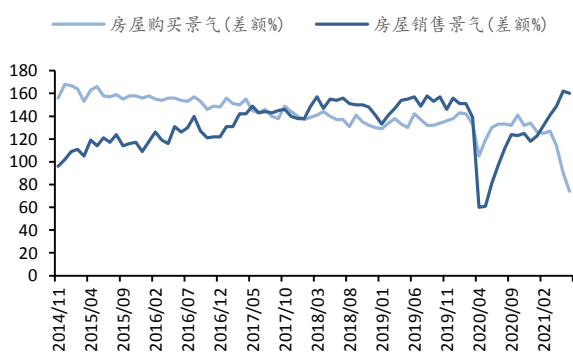
关于美国房地产

目前市场对于美国房地产市场的走势判断并不一致，摩根斯坦利的证券化产品分析师并不认为美国房地产市场热度能够持续，但同机构财富管理分析师 Lisa Shalett 认为房地产市场扩张有坚实的基础。

利空因素包括：

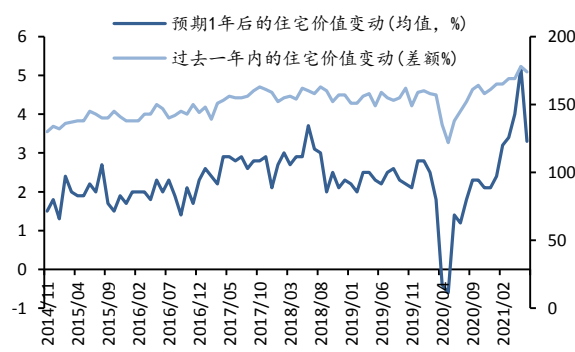
1. 密歇根消费者调查显示，现在只有36%的人认为目前是购房的好时机，这是1980年以来的最低水平。即使是次贷危机中期该指标也维持在50以上。

图 9：房屋销售景气度维持高位、购买景气度大幅下滑



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 10：调查显示美国居民预计房价上升不可持续



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

2. 目前可供消费者选择的借贷项目较少，获得房贷的难度较大。就房屋价格的“可负担性”指标而言，摩根斯坦利 Jim Egan 发现当前与历史平均月供和利息水平相比，房价的可负担性其实很高，这两个指标显示最“不可负担”的时期是2004-2006年。然而相对于次贷危机前，目前可供消费者选择的借贷项目变少，对于消费者的信用资质要求更加严格，虽然房地产市场非常健康，但对于消费者来说负担房价的能力降低了。

利好因素包括:

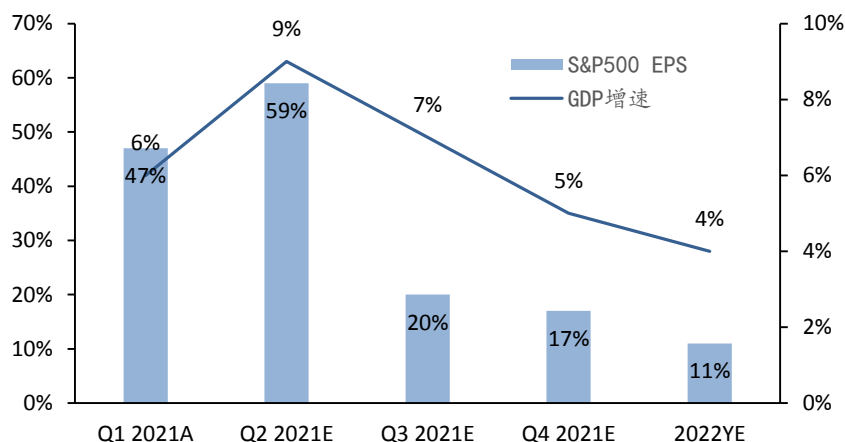
1. 人口结构方面，千禧一代的人口高峰正进入其家庭组建的黄金期，相应房产购置需求提升；
2. 放松的房贷标准：摩根斯坦利分析师 Lisa Shalett 指出，目前的购房借贷标准已经放松到六年以来新低，可以对冲高房价和房贷利率上升的影响。全美主要银行通过美联储压力测试，反映目前金融系统比较健康，可以支持信用扩张。
3. 目前已有证据表明**美国各大银行可能放松房贷审核标准，放松对借贷者信用资质的要求**。近期美国最高法院给与白宫换掉 FHFA 主任的权利，新上任的主席 Sarah Thompson 就任后立马表态称，当前美国房地产市场存在广泛的信用缺乏和房屋可负担性（特别是对于少数族裔）。摩根斯坦利分析师认为，房地产市场可能迎来信用扩张，特别是信用等级相对较低的部分。

美国房地产业高景气度可拉动家具、家用电器、花园设备等耐用品品类消费，进而拉动相关制造门类的增长。

关于美股、美债和美元

经历去年和今年的大牛市，美股下一步的上升动能受到广泛质疑。但瑞银认为股票指数还能再上涨，主要驱动是强劲的盈利增长、仍旧具有吸引力的估值水平（相较于债券资产）和维持宽松的全球货币政策。

图 11：标普 500EPS 与美国实际 GDP 增速



资料来源:Citi、国信证券经济研究所整理

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_22206

