

海外宏观周报

市场对Taper预期更加明确

■ 核心摘要

1、主题评论：市场对Taper预期更加明确。在8月27日（本周五）举行的全球央行年会上，美联储主席鲍威尔就美国经济前景及货币政策发表讲话。具体来看，鲍威尔的讲话主要释放了如下信号：**1）整体经济方面**，疫情以来的政策使得美国经济强劲复苏，但是本次复苏并不均衡。**2）就业方面**，尽管近几个月就业市场明显恢复，但较疫情前仍有一定差距。**3）通胀方面**，目前的通胀压力仍然是“暂时的”。**4）货币政策方面**，鲍威尔仅是提到了年内开启Taper的可能性，但也再次重申Taper的时间和节奏并不是加息的直接信号。总体来看，市场在本次会议后形成了更加明确的taper预期：鲍威尔的讲话延续了7月FOMC会议纪要中的主要观点，明确了年内缩减购债的可能性，向市场投放了一定“确定性”；同时，其“通胀暂时论”和再次重申Taper与加息无关联的表态，进一步消除了投资者对于货币政策过快紧缩的担忧。往后看，如果8月新增非农就业足够乐观（如75万人以上），那么9月议息会议大概率将宣布即将开始Taper的节点。我们的基准预期是11月正式开始Taper。

2、美国经济：房地产销售企稳回升，核心PCE小幅上行。1）房地产市场方面，美国7月成屋销售季调折年数为599万套，较上月上升13万套，已连续两个月保持回升态势；7月新建住房销售季调折年数为708万套，较上月小幅上升7万套。总的来看，美国房地产市场逐步开始步入“主动补库存”的状态，且仍将持续一段时间。2）美国8月Markit制造业、服务业PMI分别为61.2、55.2，分别较7月下降2.2、4.7，其中制造业PMI为今年2月以来的首次下降，服务业PMI连续3个月下降，由5月份70.2的最高点大幅回落。我们认为美国8月PMI数据的回落主要是由于疫情爆发以及原材料短缺造成的，持续复苏的就业以及前几个月PMI新订单分项的高涨表明，下半年美国的复苏前景大方向上仍然较为明朗。3）美国6月核心PCE同比为3.62%，前值为3.58%，二者基本持平，PCE指标已有高位企稳迹象。个人消费支出中各分项的表现分化较为严重，7月耐用品及非耐用品消费环比下降，但仍然超过2019年同期；服务业消费环比小幅提升，但目前尚未恢复至2019年同期水平，未来仍有进一步改善的空间。

3、海外疫情：东南亚情况不容乐观。近一周以来，疫情在海外持续扩散，越南等东南亚国家尤为严重。受Delta病毒影响，越南确诊病例数不断攀升，4月下旬以来激增超过38万例，胡志明市已实行了严格的防疫措施。越南等东南亚国家疫情的大范围爆发使得本已脆弱的全球供应链雪上加霜，手机、芯片、汽车、纺织等产业链均收到了严重的冲击，可能进一步限制未来相关产品的供给，加剧供需缺口。

4、全球资产表现：全球股市——新兴市场领跑，主要股指均有上涨。近一周，Taper预期所带来的恐慌情绪逐渐消退，叠加鲍威尔讲话对市场预期的正面修正，全球主要股指基本均有反弹，新兴市场涨幅较大，与上周形成鲜明对比。**全球债市——美债收益率曲线趋于陡峭。**近一周，美债收益率小幅反弹5BP，由1.26%上涨至1.31%，其中通胀预期上涨12BP，达到2.39%，实际利率下降7BP，达到-1.08%，二者走势均与上周相反，继续分化。**商品市场——大宗商品普涨，原油低位反弹。**本周大宗商品价格普遍上涨，其中原油价格涨幅最大，主要受到墨西哥国家石油公司海上石油平台爆炸起火等因素影响，铜、铝等金属价格同样明显，动力煤及棉花有小幅下跌。**外汇市场——美元指数再次回到93下方。**本周鲍威尔的讲话并未对美元指数走势造成较大影响，继上周美元指数下上突破93之后，本周一美元指数再次下跌至93下方，在此之后持续在92.70-93.06之间窄幅震荡。受到美元指数走弱的影响，非美货币普遍上涨，新西兰元、澳元领涨。

一、主题评论：市场对 Taper 预期更加明确

在 8 月 27 日（本周五）举行的全球央行年会上，美联储主席鲍威尔就美国经济前景及货币政策发表讲话。具体来看，通过本次会议讲话，鲍威尔主要释放了如下信号：

1) 疫情以来的政策使得美国经济强劲复苏，但是本次复苏并不均衡。一方面，非服务消费的供需不均衡导致通胀高企；另一方面，就业情况虽然有所好转，但并不稳定，未来仍需进一步观察。

2) 就业方面，尽管近几个月就业市场明显恢复，但较疫情前仍有一定差距。目前（7 月）美国失业率为 5.4%，为疫情以来最低点，但较疫情前仍然偏高，同时劳动力参与率恢复较为滞后。虽然在“德尔塔”病毒的影响下仍有一定不确定性，就业市场整体前景依然较为明朗（the prospects are good for continued progress toward maximum employment）。对于 Taper 所需的“实质性进一步进展”（SFP）来讲，尽管目前的就业水平距离实现“最大就业水平”有了明显的进展，但是仍然有所差距。

3) 通胀方面，目前的通胀压力仍然是“暂时的”。鲍威尔认为，由于目前尚未出现普遍的通胀压力，汽车等商品价格已有见顶趋势，工资上涨速度基本符合美联储长期通胀目标（图表 1），叠加长期通胀预期较为稳定以及过去几十年全球普遍的通缩压力（图表 2），目前高企的通胀水平仍然只是“暂时的”，且已经有所缓解。但是他也承认目前的通胀水平已经达到进行 Taper 所需的条件。

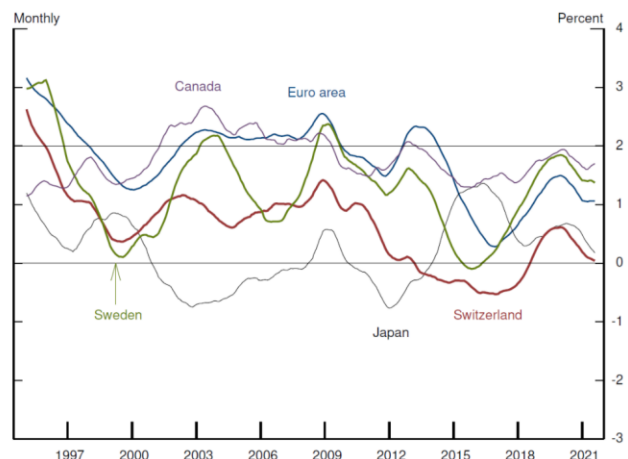
图表1 美国工资上涨速度仍较温和



资料来源: 美联储, 平安证券研究所

注: ECI=employment cost index (就业成本指数)。

图表2 全球主要经济体通胀中枢下行



资料来源: 美联储, 平安证券研究所

注: 图中为全球主要经济体通胀率。

4) 货币政策方面，鲍威尔仅是提到了年内开启 Taper 的可能性，但也再次重申 Taper 的时间和节奏并不是加息的直接信号（The timing and pace of the coming reduction in asset purchases will not be intended to carry a direct signal regarding the timing of interest rate liftoff）。鲍威尔表示，尽管 7 月的非农就业数据非常强劲，但是未来“德尔塔”变异毒株仍然可能对经济运行带来一定不确定性，仍需对相关指标保持密切关注。

总体来看，市场在本次会议后形成了更加明确的 taper 预期：鲍威尔的讲话延续了 7 月 FOMC 会议纪要中的主要观点，明确了年内缩减购债的可能性，向市场投放了一定“确定性”；同时，其“通胀暂时论”和再次重申 Taper 与加息无关联的表态，进一步消除了投资者对于货币政策过快紧缩的担忧。本次会议后，8 月 27 日当天美股、美债及大宗商品均有所反应：美股方面，纳指上涨 1.23% 再创历史新高，道指、标普同样表现不俗，分别上涨 0.69%、0.88%；美债方面，10 年期美债小幅下跌 3BP，一定程度上缓解了会议之前迅速上涨的趋势；大宗商品方面，WTI 原油、布伦特原油分别上涨 1.96%、2.29%，金、银等贵金属及铜等基本金属也均有一定上涨。

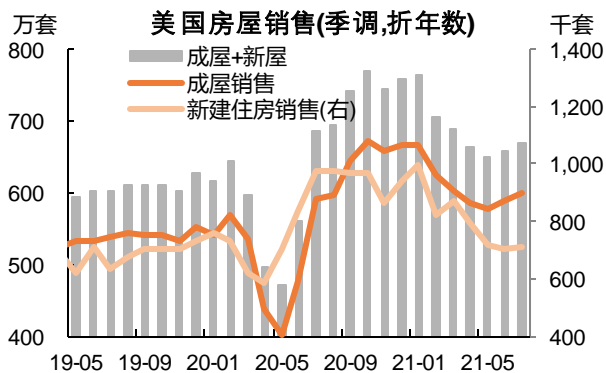
对于未来美联储货币政策的走向，我们认为，9月初发布的8月非农就业数据比较关键，这将决定9月举行的FOMC会议会释放怎样的信号。如果8月新增非农就业足够乐观（如75万人以上），那么9月议息会议大概率将宣布即将开始Taper的节点。此外，我们判断下半年美国经济复苏大方向仍然明朗，Q4复苏节奏或将快于Q3，经济的向上趋势将给予美联储迈向Taper足够的信心（参考报告《美国经济复苏下半场如何演绎？》）。因此，我们的基准预期是11月正式开始Taper。

二、海外经济跟踪

1、美国：房地产销售企稳回升，核心PCE小幅上行

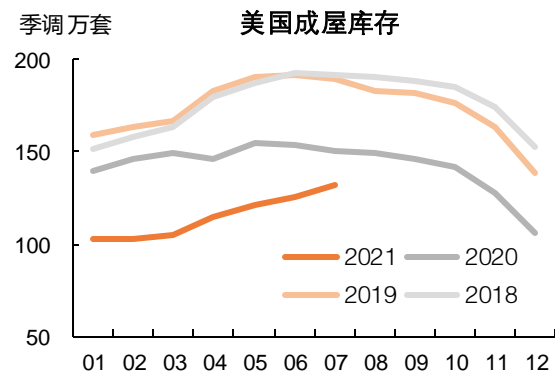
房地产市场方面，美国7月成屋销售季调折年数为599万套，较上月上升13万套，已连续两个月保持回升态势；7月新建住房销售季调折年数为708万套，较上月小幅上升7万套。美国房地产市场在经历年初以来的调整过后，目前已有筑底企稳的迹象，近两个月的新开工情况处于震荡之中，销售情况也小幅回暖。库存方面，美国7月成屋库存继续保持今年以来的持续回升趋势，但较前三年同期水平仍有一定差距。总的来看，美国房地产市场逐步开始步入“主动补库存”的状态，且仍将持续一段时间。在此我们仍然维持对美国房地产市场的判断，即下半年美国房地产市场仍将保持繁荣，并对美国今年的实际GDP增长形成有力支撑。

图表3 美国房地产销售企稳回升



资料来源: Wind,平安证券研究所

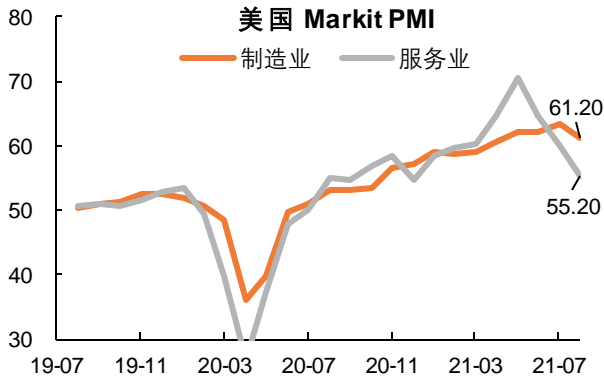
图表4 今年以来美国成屋库存持续上升



资料来源: Wind,平安证券研究所

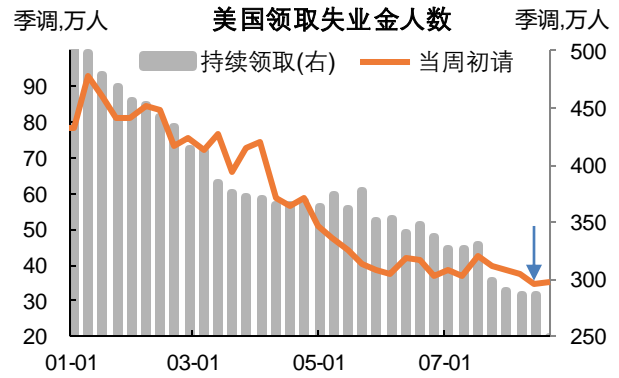
近一周公布的数据显示，美国就业复苏与经济活动的走势出现了分化，表现为制造业、服务业PMI双双下降，但领取失业金人数仍然处于低位。8月Markit制造业、服务业PMI分别为61.2、55.2，分别较7月下降2.2、4.7，其中制造业PMI为今年2月以来的首次下降，服务业PMI连续3个月下降，由5月份70.2的最高点大幅回落；与此同时，近几周以来美国领取失业金人数呈下降趋势。截至8月21日当周，初次申领失业金的人数为35.3万人，较上周小幅上升4000人，但仍然处于疫情爆发以来的次低点。我们认为美国8月PMI数据的回落主要是由于疫情爆发以及原材料短缺造成的，持续复苏的就业以及前几个月PMI新订单分项的高涨表明，下半年美国的复苏前景大方向上仍然较为明朗。

图表5 美国 8 月 Markit 制造业、服务业 PMI 双双下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

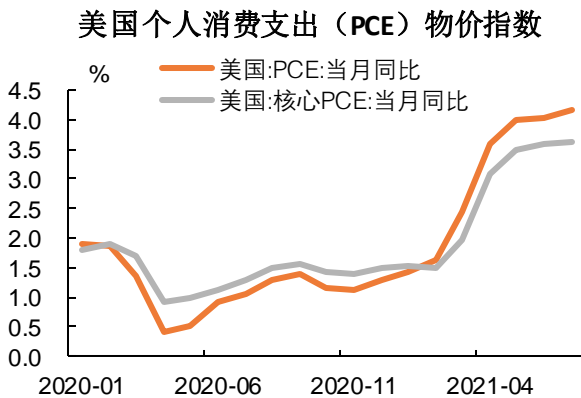
图表6 美国失业金申领人数位于低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

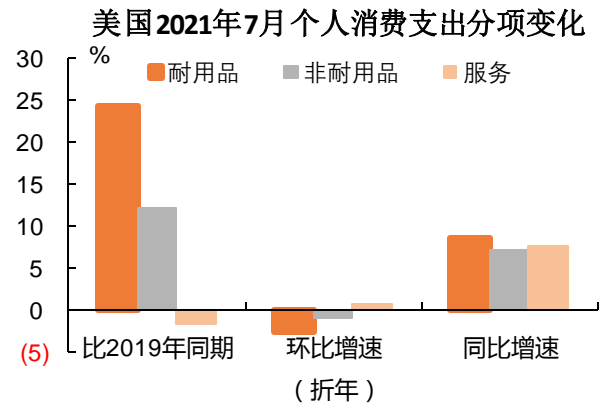
美国 6 月核心 PCE 同比为 3.62%，前值为 3.58%，二者基本持平，PCE 指标已有企稳迹象。今年 5 月以来，核心 PCE 同比由 3.47% 小幅上涨至 7 月的 3.62%，PCE 同比由 3.98% 小幅上涨至 4.17%，均未能延续今年一季度的迅速上涨趋势，目前已有在高位企稳的迹象。根据我们的估计，若按照每个月 PCE 指数环比上涨 0.2% 来计算，未来几个月美国的 PCE 指数同比将在 4.0%-4.5% 之间小幅波动。同时，个人消费支出中各分项的表现分化也较为严重，7 月耐用品及非耐用品消费环比下降，但仍然显著超过 2019 年同期；服务业消费环比小幅提升，但目前尚未恢复至 2019 年同期水平，未来仍有较大改善的空间。

图表7 美国 PCE 物价指数同比小幅上行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 美国服务业消费尚未恢复疫情前水平



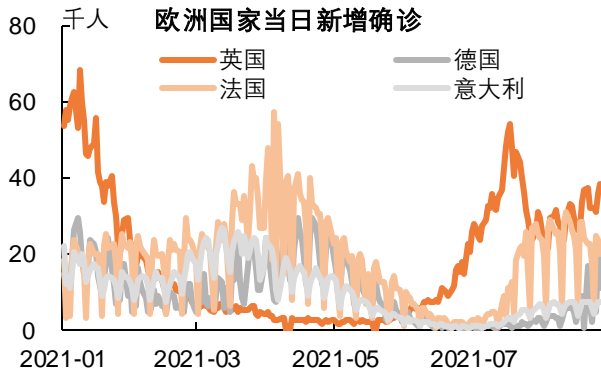
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2、海外疫情：东南亚情况不容乐观

近一周以来，疫情在海外持续扩散，越南等东南亚国家尤为严重。在去年疫情爆发后的大大部分时间里，越南成功控制住了新冠病毒的大范围蔓延，今年 4 月底前，越南仅报告数千例确诊病例。但受 Delta 病毒影响，越南确诊病例数不断攀升，4 月下旬以来激增超过 38 万例，其中大部分是在胡志明市及其周边省份发现的。自上个月开始，胡志明市实行了严格的防疫措施，包括限制市民出行、暂停非必要服务和大部分公共交通等。尽管采取了严格的防疫措施，越南目前疫

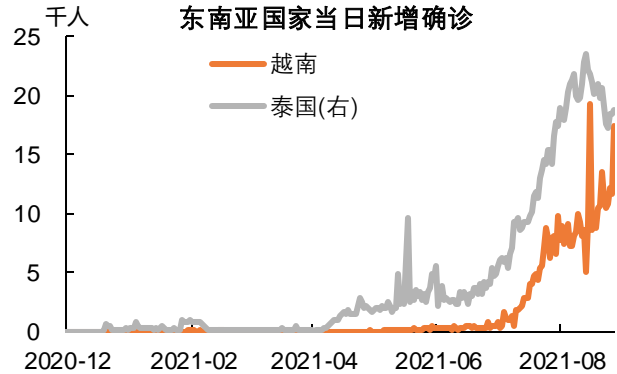
情状况仍然不容乐观，截至8月27日，越南当日新增确诊人数超过17000人，呈加速上升态势。越南等东南亚国家疫情的大范围爆发使得本已脆弱的全球供应链雪上加霜，手机、芯片、汽车、纺织等产业链均收到了严重的冲击，可能进一步限制未来相关产品的供给，加剧供需缺口。另外，欧洲新增确诊人数本周也未有好转，英国在解封后单日新增确诊人数一度降低至3万人以下，但近期又出现了上行的趋势，近期单日新增确诊人数一度超过35000人。

图表9 欧洲国家新增确诊人数居高不下



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表10 越南等国疫情大范围爆发



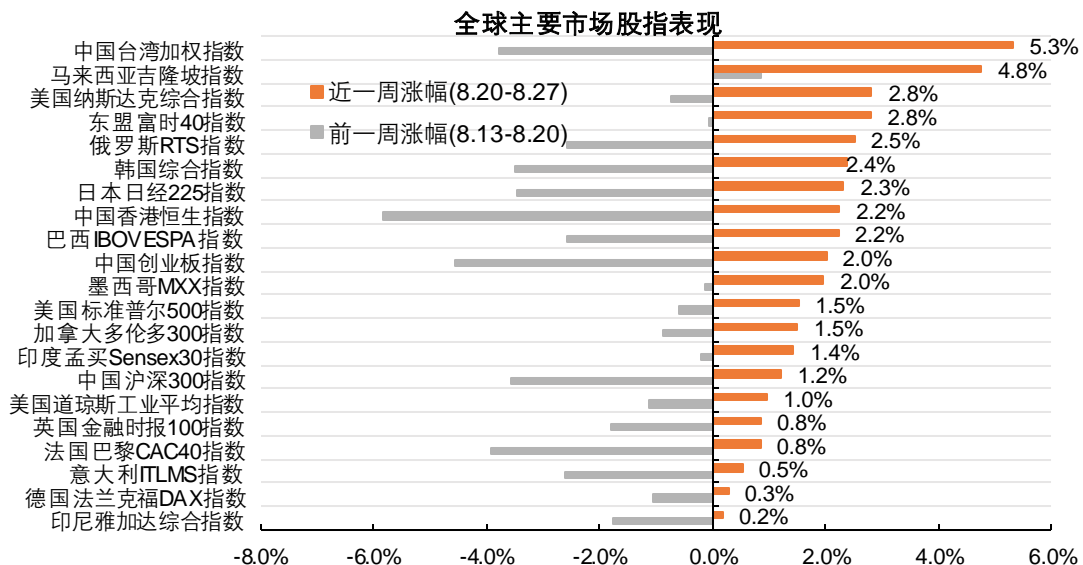
资料来源: Wind,平安证券研究所

三、全球资产表现

1、全球股市——新兴市场领跑，主要指数均有上涨

近一周，Taper预期所带来的恐慌情绪逐渐消退，叠加鲍威尔讲话对市场预期的正面修正，全球主要股指基本均有反弹，新兴市场涨幅较大，与上周形成鲜明对比。其中中国台湾加权指数、马来西亚吉隆坡指数分别上涨5.3%、4.8%，领跑全球股市，新兴市场指数整体表现优于发达市场。但是，受到疫情迅速扩散的影响，越南股市严重受挫，胡志明指数本周下跌4.5%。

图表11 近一周全球主要市场股指基本均有上涨



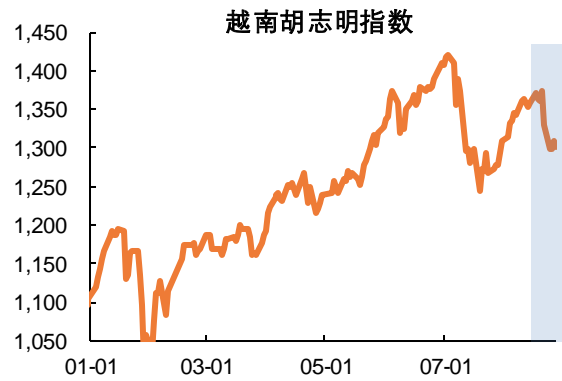
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表12 近一周新兴市场跑赢发达市场



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表13 近一周越南股市严重受挫



资料来源: Wind,平安证券研究所

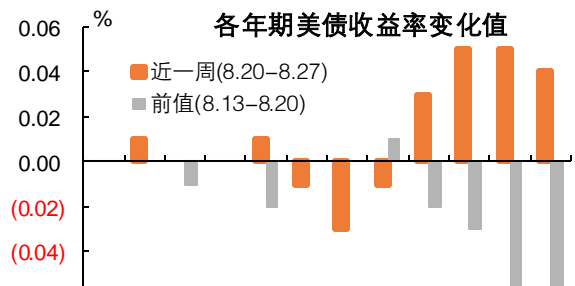
2、全球债市——美债收益率曲线趋于陡峭

近一周，10年美债收益率小幅反弹 5BP，由 1.26% 上涨至 1.31%。其中通胀预期上涨 12BP，达到 2.39%；实际利率下降 7BP，达到 -1.08%。二者走势均与上周相反，继续分化。在周五全球央行会议美联储主席鲍威尔发言后，市场对于 Taper 的恐慌预期得到了边际上的改善，10年期美债收益率由周四的 1.34% 下跌至周五收盘的 1.31%，本周内 10年期美债收益率走势出现“倒 U 形”曲线同时，美债收益率曲线变化也出现了反转，本周收益率曲线趋于陡峭，5年期及以下美债收益率涨跌互现，5年期以上美债收益率均有较大上涨。值得注意的是，7月中旬以来 10年美债空头持仓占比持续下降，我们认为，即使近期 10年美债收益率维持低位震荡，仍需警惕今年四季度美债收益率较快上行。

图表14 近一周 10年期美债收益率上涨



图表15 美债收益率曲线趋于平坦



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_25904

