

滞胀交易再起；中美贸易缓和 国庆假期海外经济数据与市场变化综述

证券研究报告

2021年10月06日

● 核心结论

疫情降温，国庆期间公布的海外9月服务业PMI多现回升。疫后全球商品需求一直不差，加上此前疫情对服务业存在约束，因此直至今今年Q2全球制造业的疫后恢复一直好于服务业。Q3以来欧美进一步解除防疫措施，令服务业恢复前景更为明朗。当然7-8月各国遭遇Delta病株又阶段性扰乱了复苏节奏，但9月欧美日疫情降温后其服务业再度呈现积极变化。

美贸易逆差扩张说明Q4欧美消费强劲？耐用品消费大概率继续降温、非耐用品及服务消费确实值得期待。8月美国贸易逆差刷新历史新高，但背后是服务贸易顺差收缩而非商品贸易逆差扩张。同时，8月美国耐用品订单环比增长1.8%，但与历年数据比较仅是正常水平。在财政转移支付、服务消费受约束、地产销售带动地产后周期等因素共振下，疫后美国家庭部门对耐用品出现了消费透支。5月以来美国个人耐用品消费金额已由高位回落，这是透支后地正常放缓过程。往后看，耐用品消费难以明显攀升，但非耐用品消费和服务消费或在Q4密集的节日中呈现较为积极的变化。

美国输入型通胀降温、内生性通胀压力仍大。10月1日公布的8月美国PCE同比再创新高，但此前公布的8月CPI同比出现降温苗头。两通胀指标的反差说明美国通胀已由输入型通胀转向内生性通胀，前者是基数切换的结果、后者则是由报复性服务需求导致的服务价格与人力成本上升所致。

油价大涨叠加债务上限风险，美国再现滞胀交易。国际航空有望加速恢复并进一步提振原油需求，美国页岩油存在供给约束，明年原油仍存供给缺口，明年油价中枢大概率上移。10月OPEC+会议未能进一步增持又加剧了市场对于短期原油供给不足的担忧，这是国庆期间油价大涨的主因、也令通胀预期升温。此外，美国债务上限困扰以及Atlanta FED下修Q3实际GDP环比折年率预期令市场担忧经济下行压力进而出现滞胀交易。

Q4海外市场的核心矛盾看“拜登加税靴子”如何落地。疫情反弹掣肘了Q3经济增长，疫情降温Q4美国经济环比变化也会更为强劲。但经济因素并非Q4海外市场交易的关键，核心变量仍为拜登新政，一旦加税靴子落地美股势必有一波急跌。

中美经贸关系如预期缓和。拜登政府对中欧等经济体的贸易缓和或与打压通胀预期诉求有关。若美国对华削减关税，叠加Q4基建落地，金属制品、塑料制品及电气设备等行业或受益。一旦“基建与加税”等内政落地，明年中期选举前拜登政府或将再度对外施压。

风险提示：全球新冠疫情变化超预期；欧美经济运行风险；欧美货币及财政政策风险；各国政治格局变化超预期。



分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、疫情降温，海外 9 月服务业 PMI 多现回升	3
二、美贸易逆差扩张说明 Q4 欧美消费强劲？不能过度乐观	4
三、原油价格大涨叠加债务上限风险，美国再现滞胀交易	5
（一）8 月美国 PCE 同比续创新高；输入型通胀降温、内生性通胀压力仍大	5
（二）油价大涨背景下，市场选择了滞胀交易而非再通胀交易	6
四、中美经贸关系如预期缓和	8
（一）中美经贸关系如预期缓和	8
（二）一旦美国对华削减关税，金属制品、塑料制品及电气设备等行业或受益	9
（三）明年中期选举前拜登政府或将再度对外施压	9
五、风险提示	9

图表目录

图 1：美国 ISM 制造业与非制造业 PMI	3
图 2：日本制造业与服务业 PMI	3
图 3：欧元区制造业与服务业 PMI	3
图 4：英国制造业与服务业 PMI	3
图 5：美国密歇根大学消费者信心指数	4
图 6：欧美日英新冠肺炎当日新增确诊人数 7 天移动平均值（例）	4
图 7：美国贸易差额与商品贸易差额	4
图 8：2015-2019 年及今年 1-8 月美国耐用品订单金额（1 月=1）	4
图 9：美国个人耐用品消费支出	5
图 10：美国 PCE 与核心 PCE 同比（%）	6
图 11：美联储 9 月经济展望	6
图 12：7 月以来国际油价走势	7
图 13：10 年期美债收益率	7
图 14：通胀预期：10Y 美债收益率与 10 年期 TIPS 收益率之差	7
图 15：10 年期 TIPS 收益率	7
图 16：美国亚特兰大联储 GDPNow 模型	7
图 17：美国 CPI 同比	8
图 18：拜登支持率	8
图 19：2019 年建筑业投入占比	9

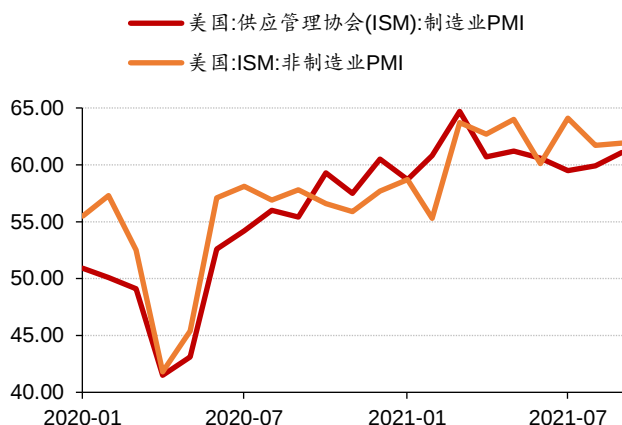
一、疫情降温，海外9月服务业PMI多现回升

月初一般为全球主要经济体公布制造业与非制造业 PMI 及其他经济景气指标的时段，国庆期间我们也透过景气数据看到了海外各经济体 9 月经济运行情况。

美国方面，9 月 ISM 制造业 PMI 与非制造业 PMI 分别录得 61.1 与 61.9，前者为四个月新高、后者亦高于前值。此外，9 月密歇根大学消费者信心指数终值为 72.8，高于前者但仍为疫后较低水平，我们在此前报告中提到过该指标为家庭部门的主观调查数据，数据疲软大概率与财政转移支付结束等因素有关。

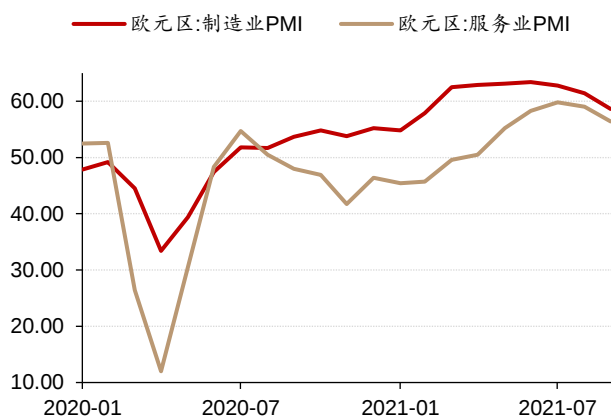
欧元区方面，9 月制造业 PMI 为 58.6，为今年 3 月以来首度跌至 60 下方；9 月服务业 PMI 为 56.4，尽管明显低于前值 59，但仍为疫后第四高。英国方面，9 月制造业 PMI 为 57.1，亦为今年 4 月以来首度跌至 60 下方；9 月服务业 PMI 为 55.4，高于前值 54。与英国类似，日本 9 月制造业 PMI 也是进一步下滑至 51.5，但服务业 PMI 回升至 47.8，尽管仍低于荣枯线，但已然是疫后较高水平。

图 1：美国 ISM 制造业与非制造业 PMI



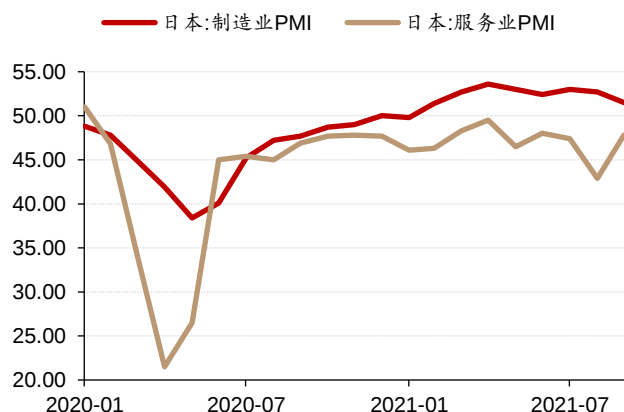
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 3：欧元区制造业与服务 PMI



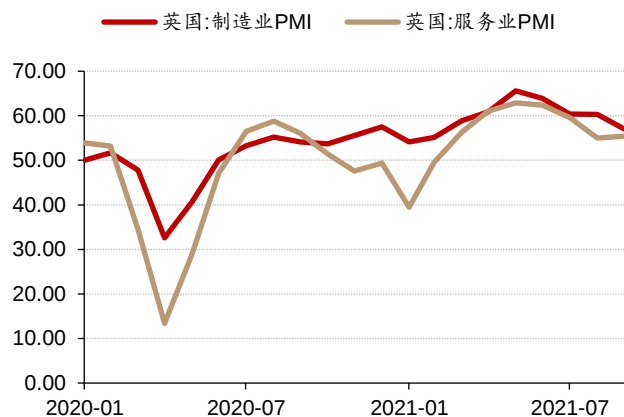
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 2：日本制造业与服务 PMI



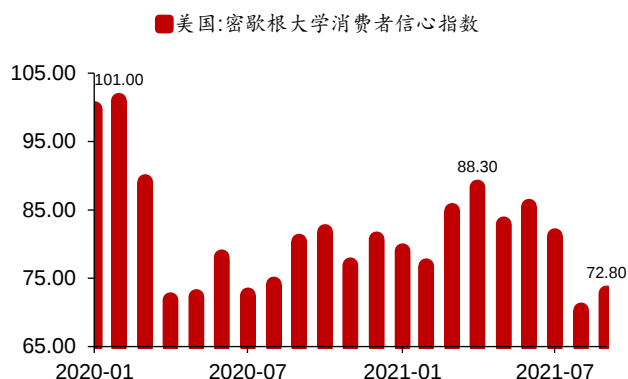
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 4：英国制造业与服务 PMI



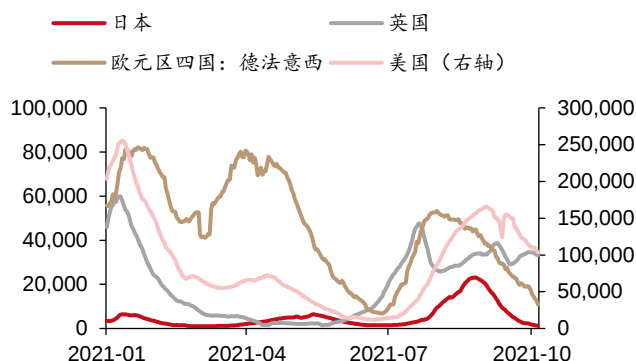
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：美国密歇根大学消费者信心指数



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：欧美日英新冠肺炎当日新增确诊人数 7 天移动平均值（例）



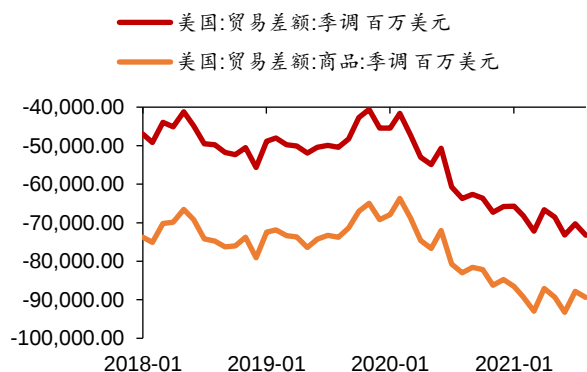
资料来源：Wind，西部证券研发中心

疫后全球商品需求一直不差，加上此前疫情对服务业存在约束，因此直至今今年 Q2 全球制造业的疫后恢复一直好于服务业。Q3 以来欧美进一步解除防疫措施，令服务业恢复前景更为明朗。当然 7-8 月各国遭遇 Delta 病株又阶段性扰乱了复苏节奏，但 9 月欧美日疫情降温后其服务业再度呈现积极变化。

二、美贸易逆差扩张说明Q4欧美消费强劲？不能过度乐观

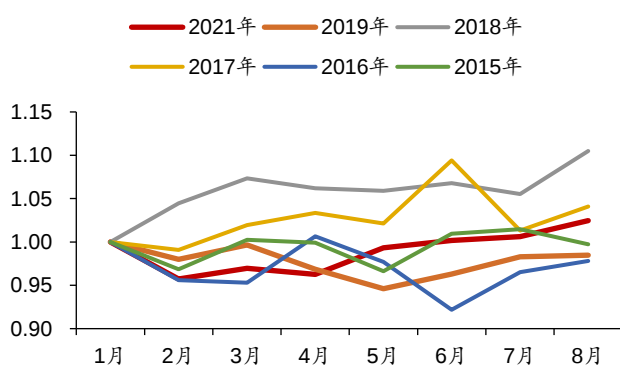
国庆期间美国方面还公布了 8 月贸易逆差与耐用品订单，这两个指标都很强劲，会给人一种“防止海运运力不足，圣诞订单前置”的感觉。但我们认为实际情况可能没有这么积极。8 月美国贸易逆差为 732.5 亿美元，进一步刷新了历史记录，但贸易逆差创纪录的背后是服务贸易顺差收缩而非商品贸易逆差扩张。其中，8 月美国商品贸易逆差为 894.1 亿美元，虽然较 7 月略有扩张、但今年 3 月及 6 月该指标都曾突破 930 亿美元。

图 7：美国贸易差额与商品贸易差额



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 8：2015-2019 年及今年 1-8 月美国耐用品订单金额（1 月=1）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

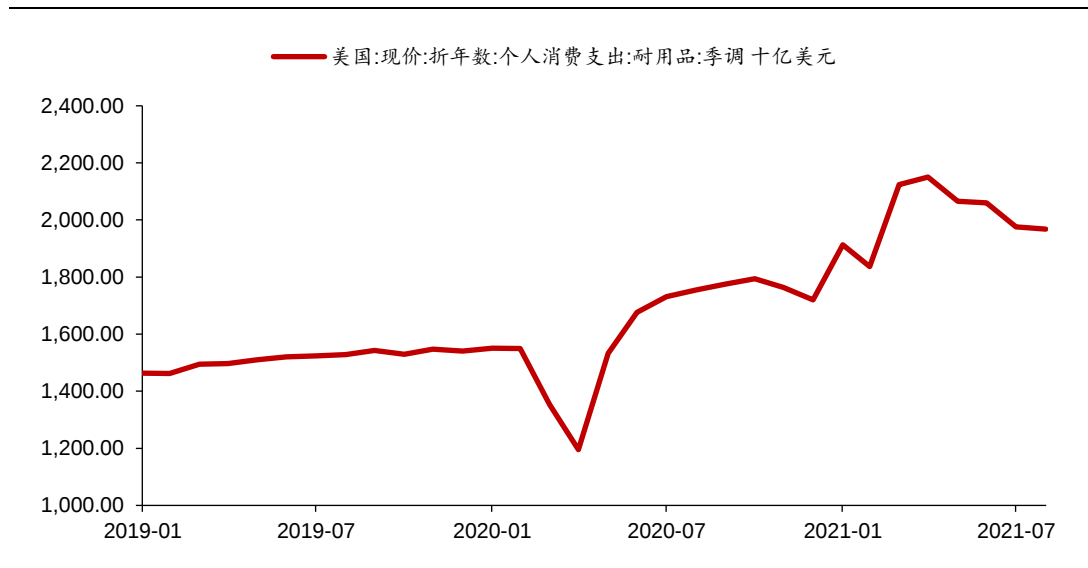
此外，8 月美国耐用品订单环比增长了 1.8%，确实不低，但如图 8 所示，我们将 2015-2019 年及今年 1 月美国耐用品订单金额设为 1，观察历年 2-8 月耐用品订单金额变化。不难发现，今年 8 月该指标确实好于 2015 年、2016 年及 2019 年，但仍弱于 2017-2018 年。换

言之，今年美国耐用品订单数据仅是正常水平，没有超越或者低于季节性。

如图9所示，疫后美国个人耐用品消费金额增长异常，今年4月该指标高出去年1月38.7%，而2010-2019年该指标的年均增幅是4.1%。换言之，在财政转移支付、服务消费受约束、地产销售带动地产后周期等因素共振下，疫后美国家庭部门对耐用品出现了消费透支。5月以来美国个人耐用品消费金额已由高位回落，这是透支后地正常放缓过程。在此背景下，今年Q4即便有密集的节日，美国个人耐用品消费也难以明显攀升。

当然，疫后美国老百姓的非耐用品消费相对理性，而服务消费刚刚回暖，因此这两块应该在Q4万圣节、感恩节、圣诞节及新年假期中呈现出较为积极的变化。

图9：美国个人耐用品消费支出



资料来源：Wind，西部证券研发中心

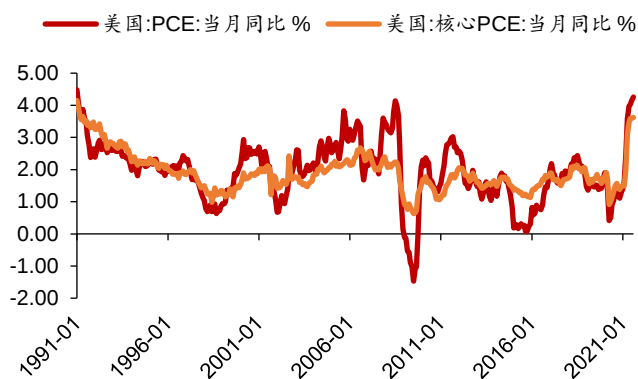
三、原油价格大涨叠加债务上限风险，美国再现滞胀交易

（一）8月美国PCE同比续创新高；输入型通胀降温、内生性通胀压力仍大

10月1日公布的8月美国PCE同比为4.3%，核心PCE同比为3.6%，后者与前值持平、前者再创1991年2月以来新高。与此形成对照的是，此前公布的8月美国CPI同比为5.3%，低于6-7月的5.4%反而出现了降温的苗头。这两个通胀指标的反差说明美国通胀已由输入型通胀转向内生性通胀，前者是基数切换的结果、后者则是由报复性服务需求导致的服务价格与人力成本上升所致。

当然，9月议息会议上美联储在经济展望中预计今年全年美国PCE同比升至3.7%、核心PCE同比为4.2%，说明目前美国的内生性通胀压力很可能已经接近阶段性高点水位。

图 10: 美国 PCE 与核心 PCE 同比 (%)



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 11: 美联储 9 月经济展望

Variable	Median ¹				
	2021	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	5.9	3.8	2.5	2.0	1.8
June projection	7.0	3.3	2.4		1.8
Unemployment rate	4.8	3.8	3.5	3.5	4.0
June projection	4.5	3.8	3.5		4.0
PCE inflation	4.2	2.2	2.2	2.1	2.0
June projection	3.4	2.1	2.2		2.0
Core PCE inflation ⁴	3.7	2.3	2.2	2.1	
June projection	3.0	2.1	2.1		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	0.1	0.3	1.0	1.8	2.5
June projection	0.1	0.1	0.6		2.5

资料来源: FED, 西部证券研发中心

(二) 油价大涨背景下, 市场选择了滞胀交易而非再通胀交易

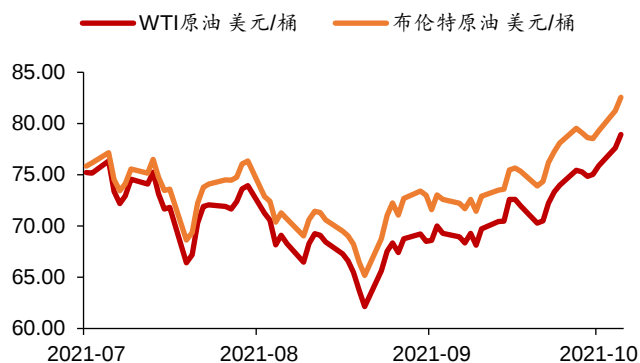
10月4日 OPEC+会议上表示维持原定的8月起每月增产40万桶/天的计划不变, 原油价格应声大涨。我们在10月5日报告《2022年六大宏观猜想》中指出, 11月起美国全面放开疫苗护照并拉开国际航空加速恢复的序幕, 加上去年7月以来美国页岩油未增资产开支, 因此明年原油仍存供给缺口, 将进一步去库存。即便 OPEC+明年加速增持也难以扭转原油供需吃紧的格局, 而当下的“不作为”将加剧市场对于短期原油供给不足的担忧, 这是触发国际油价大涨的主因。

截至10月5日收盘, WTI原油与 Brent原油分别较国庆假期前上涨5.2%与5.1%至78.93美元/桶与82.56美元/桶。原油价格大涨也提振了通胀预期, 我们看到10年期美债收益率再度上破1.5%。事实上, 市场交易的并不是再通胀、而是滞胀。如图14所示, 10年期美债收益率与10年期 TIPS 收益率之差反映的是通胀预期, 伴随着油价快速走高, 进入10月美国通胀预期也再度攀升并创出5月下旬以来最高。但通胀预期走高的同时, 10年期 TIPS 收益率代表的美国实际利率却小幅走低。

我们在此前的报告中强调, 疫情暴发以来, 疫情波动成为10年期 TIPS 收益率的关键影响因素。10月1-5日美国当日新增确诊人数7天移动平均值仍处下行, 加上 Taper 在即、PMI 数据向好, 因此, 我们认为实际利率反常走低与市场对于美国债务上限的担忧有关。近期美国财长耶伦多次在公开场合强调, 10月18日将是美国债务上限的最后期限。如果两党未能及时上调债务上限, 将损害美元的储备货币地位并导致经济衰退。而当下参议院共和党仍表示不会对上调债务上限一事投支持票。并且, 债务上限问题解决前, 基建与加税政策也难有进展, 因此市场出现了事件驱动型的滞胀交易。

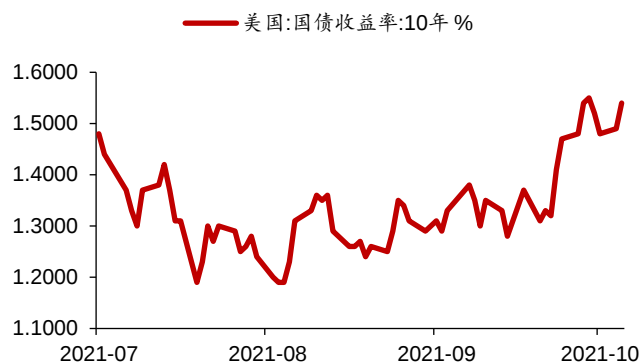
此外, 10月5日美国亚特兰大联储 GDPNow 模型更新了对 Q3 美国实际 GDP 环比折年率的预测, 降至1.3%。而 Q2 该指标高达6.7%。从 Q3 实际 GDP 下行, 和通胀预期升温来看, 市场对于美国发生滞胀的担忧也不足为奇。但问题是 Q4 美国会出现滞胀吗? 我们认为并不会。美联储在9月议息会议的经济展望中预计今年全年美国经济增长仅为5.9%。Q2 美国实际 GDP 折年数相对去年 Q4 增长了3.2%, 假若 Q3 实际 GDP 环比折年率确实仅为1.3%, 那么 Q4 就将高达9.1%。这也是在市场交易滞胀过程中黄金表现平平的主因。

图 12: 7 月以来国际油价走势



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 13: 10 年期美债收益率



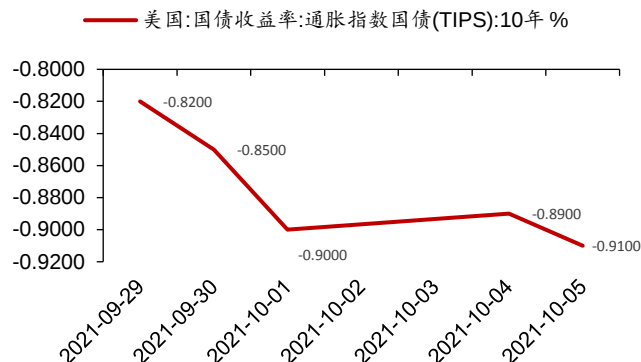
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 14: 通胀预期: 10Y 美债收益率与 10 年期 TIPS 收益率之差



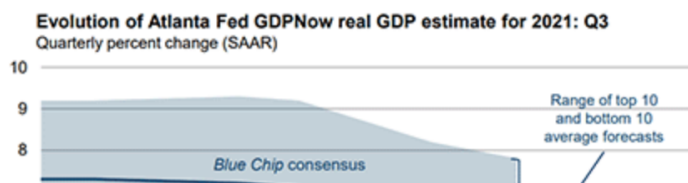
资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 15: 10 年期 TIPS 收益率



资料来源: Wind, 西部证券研发中心

图 16: 美国亚特兰大联储 GDPNow 模型



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_27290