

广发宏观

Q3 海外或有三点预期差

分析师：张静静



SAC 执业证号：S0260518040001



SFC CE.no: BOP790



010-59136616



zhangjingjing@gf.com.cn

报告摘要：

- 预期差之一：疫苗接种速率放缓或不影响美国经济修复进程。我们提供三点逻辑：

第一，7 月美国疫情或将逐步得到控制，为经济加速修复提供保障。根据 WHO 的定义，群体免疫需要有相当一部分比例人群完成疫苗接种后实现，这个比例并不确定，参考其他传染病的经验可能在 80-95% 之间¹。美国传染病学专家福奇认为该比例为 75-80%²。但以色列的经验说明疫情得到控制或仅需疫苗接种率突破 50%。以色列疫苗接种率突破 50% 后单日新增确诊人数开始骤降，尽管当前接种率仅为 59.2%，但新增确诊人数已有一个月未再破百。目前美国疫苗接种完成率已达 39.2%，该指标将于 6 月底到 7 月初突破 50%。

第二，7 月 4 日美国将全面解除疫后封锁，为经济加速修复提供政策环境。目前美国尚有 15 个州未全面解除疫后封锁。根据各州安排，以 7 月 4 日佛蒙特州解除封锁为里程碑美国就将迎来全面解封³。届时疫情对美国经济行为的约束将显著降低，服务业亦将加速吸收就业、经济不确定性降温亦有助于资本开支加速。

第三，目前美国已有 24 个州表示将在 6 月中下旬结束疫后额外失业救助⁴，此后低收入者回归就业市场意愿将上升，该变化亦将为美国经济加速修复提供劳动力支持。

- 7 月美国将正式步入经济过热阶段：经济更为均衡、资本开支全面加速。

当前美国经济局部过热，整体失衡。根据定义，OECD 综合领先指标（CLI）超过 100 且继续攀升对应经济过热，由该指标可知美国经济已于 3 月开始过热。但美国经济中服务业占比接近 7 成，疫情对经济行为的约束解除前服务业仍受掣肘；我们在报告《美国哪些行业即将进入强资本开支阶段？》中亦指出，2021Q1 非住宅建筑投资同比增速为金融危机后最低，说明疫情约束下美国企业资本开支意愿仍保守。也就是说定性看，疫情约束消除后美国经济才会过热。定量（CLI）与定性的反差表明美国经济处于“局部过热、整体失衡”状态。

7 月后美国经济将呈现过热特征，Q3 数据同比放缓但环比将再度加速。依据前文，进入 7 月后美国经济将逐步均衡，服务业快速恢复、企业资本开支全面加速，因此 Q3 美国实际 GDP 环比折年率大概率高于 Q2。但受基数影响，Q3 美国实际 GDP 同比增速大概率显著放缓。

7-8 月就业数据值得关注，初请失业金人数将骤降，新增非农就业大概率陡升。正如我们在 4 月美国就业数据点评《时薪同增骤降会否影响美国通胀与货币政策？》中提到的，疫情约束解除前不必过度解读美国就业数据。

¹ https://www.who.int/news-room/q-a-detail/herd-immunity-lockdowns-and-covid-19?gclid=Cj0KCQjwp86EBhD7ARIsAFkgakgntaRjk1kfC_SKCBAtuiK6iPgEjwSSnWulsVmiMImTxxPNi8F9WcaApytEALw_wcB#

² <https://news.harvard.edu/gazette/story/2020/12/anthony-fauci-offers-a-timeline-for-ending-covid-19-pandemic/>

³ <https://www.nytimes.com/interactive/2020/us/states-reopen-map-coronavirus.html>

⁴ <https://www.cnet.com/personal-finance/24-states-end-bonus-unemployment-benefits-early-heres-whats-happening-now/>

但是7月疫情对美国经济的约束就将逐步解除，理论上7-8月美国初请失业金人数将骤降、新增非农就业人数大概率飙升，否则就说明美国经济可能受到疫情的长期掣肘。此外，在财政转移支付的干扰下美国失业率口径与疫情前不同、时薪同比也将受到低收入群体回归就业的掣肘而在未来数月转负，但这两个指标对理解就业市场的意义暂时较为有限，无须过度关注。

● 预期差之二：Q3美元指数反弹或为大概率，届时非美汇率或有贬值压力。

Q2美元指数贬值为第三轮财政刺激所致。正如我们在4月9日报告《近期美元回落在反映什么？会持续吗？》中所指出的，3月11日落地的第三轮财政刺激导致Q2美国财政赤字与贸易逆差同时大幅扩张。美联储有意在Q2帮助集中发债的财政部压低国债发行成本，因此4月以来10年期TIPS收益率大幅回落。此外，4-5月美股不断创新高市场风险偏好较好，投资者暂无变现诉求。进而Q2美元指数贬值。

四因素即将边际反转，Q3美元指数大概率反弹。首先，基于前文7月后美国不会再提供额外的抗疫刺激，财政赤字率将收敛。第二，失去财政转移支付、开始消费服务的老百姓也将降低对于可贸易品的消费诉求，Q3美国贸易逆差有望回落。第三，财政不发债、美联储就不需要继续大量购债，甚至我们反复强调Q3美联储将给出Taper信号，届时10年期TIPS收益率亦将回升。第四，我们在4月26日报告《为什么群体免疫将成为美股调整催化剂？》中指出假若削减QE与加税靴子同时在Q3落地，则美股或有一波调整，风险偏好一旦转差投资者变现诉求亦将推升美元指数。

美元指数是全球汇率走势的 β ，Q3多数非美汇率或存在贬值压力。

● 预期差之三：市场尚未反映美联储Taper影响，10年期美债收益率或将于Q3上破2%。

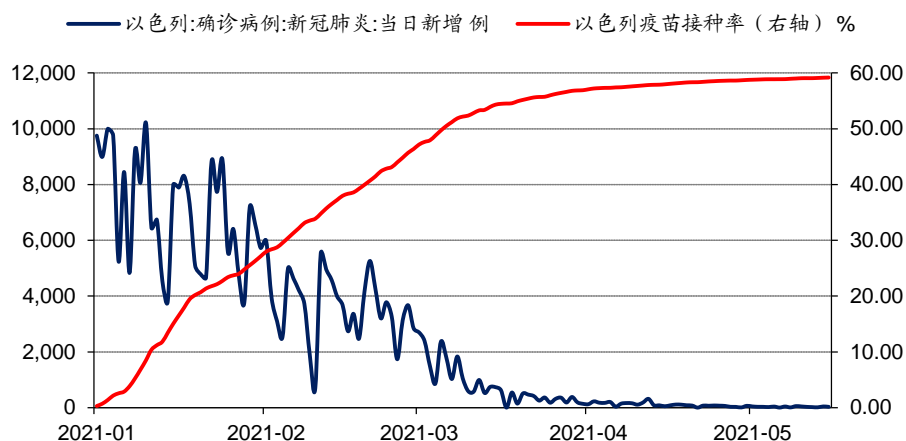
实际利率反映货币政策，由TIPS可知市场尚未对Taper计价。TIPS收益率反映的是投资者对美联储货币政策看法。疫情前10年期TIPS收益率为0.1%，目前为-0.81%，仍处于疫后较低水平，表明投资者尚未反映美联储削减QE对债市的影响。假若疫情对经济约束解除、货币政策正常化，10年期TIPS起码应该由负转正。我们一直认为Q3美联储提供削减QE时间表、明年Q3附近结束QE，明年Q4引导加息预期。可见，未来一年10年期TIPS收益率的上浮空间将接近100BP。

Q3削减QE预期引导及落地阶段，10Y美债收益率将再度走高并有望上破2%。疫情对经济的约束将在7月解除，往Q2末到Q3初看10Y美债收益率的上行风险已经显著高于下行风险。目前看7月底议息会议或者8月底Jackson Hole会议或为美联储强化削减QE预期的重要时间窗口。一般而言，在预期引导阶段市场反应最强烈，届时10年期TIPS收益率有望一次性走高30-50BP并推动10Y美债收益率快速破2%。

● 上述预期差对于全球市场的影响：第一，美元指数是全球汇率走势的 β ，Q3多数非美汇率或存在贬值压力；第二，美元走高与10年期美债收益率上升共振或掣肘全球流动性；第三，若拜登加税（企业税）亦在Q3落地，则美股将受到EPS与估值双重掣肘，进而有一波像样的调整并约束全球风险偏好；第四，逻辑上，削减QE率先冲击美债，直至美债收益率升至某种阈值后美股才有反映。但若Q3中后期全球风险偏好转差，届时10年期美债收益率又将自高位回落并缓和全球流动性。

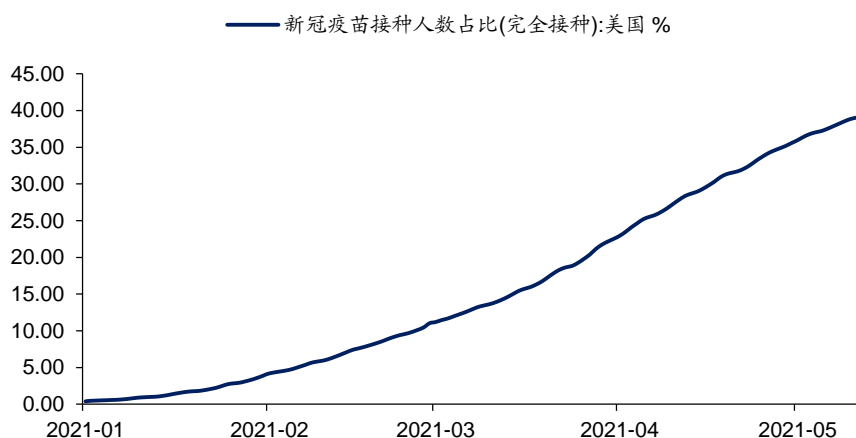
● 核心假设风险：美国疫情变化超预期；美国疫苗接种情况不及预期；美联储货币政策超预期；拜登政策超预期；美股表现超预期。

图1：以色列疫苗接种完成率以及新增确诊人数



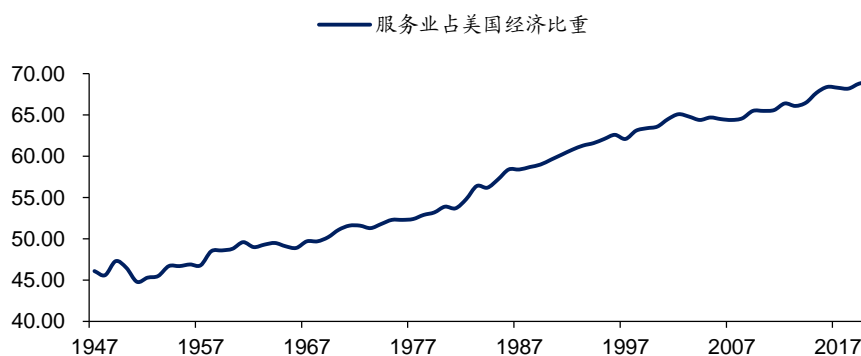
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：美国疫苗接种率



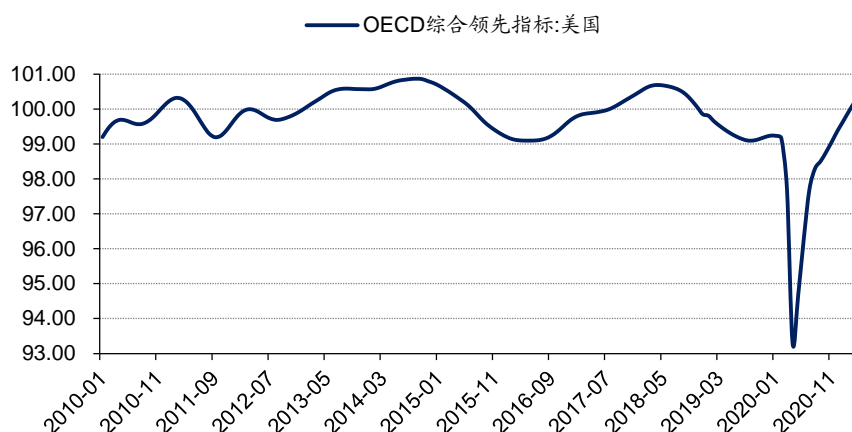
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：美国服务业占经济比重(%)



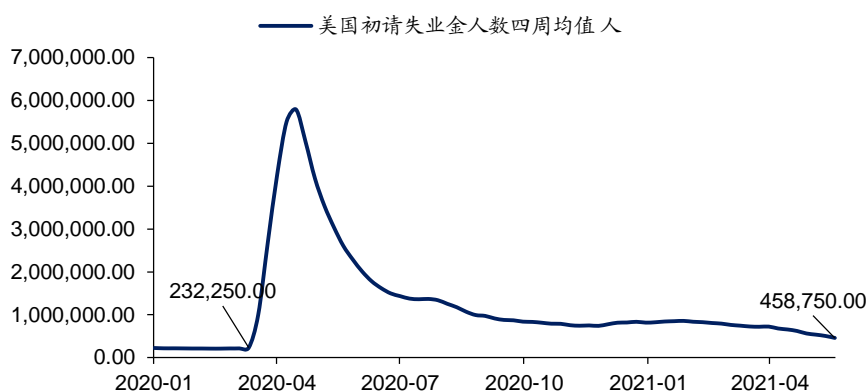
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4: OECD综合领先指标 (CLI):美国



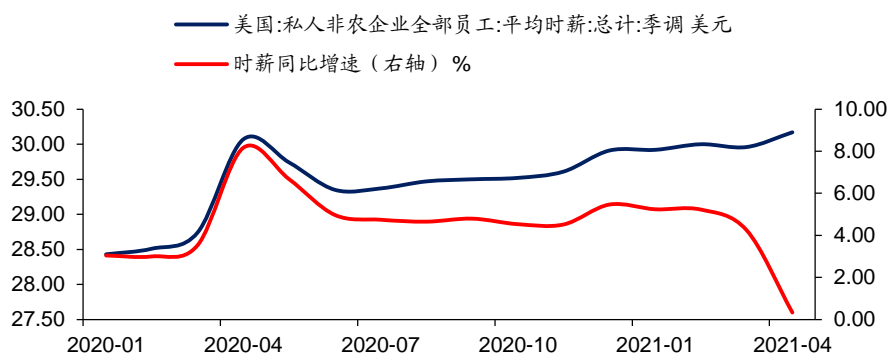
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图5: 美国初请失业金人数四周均值



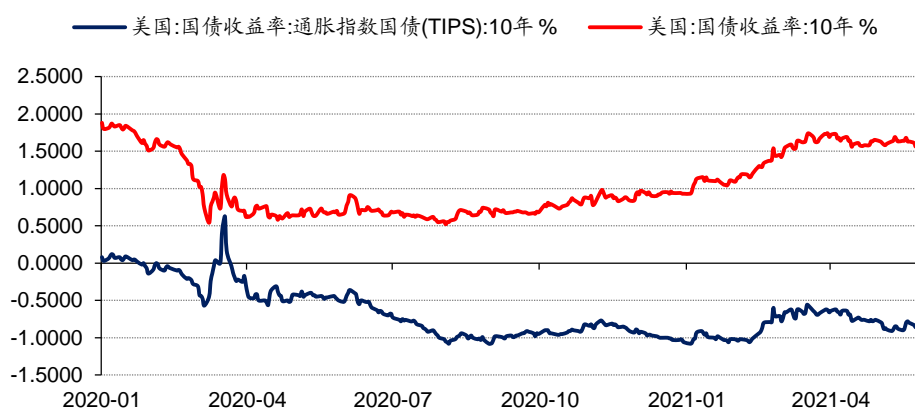
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 美国私人非农时薪及其同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 7：10 年期美债收益率与 10 年期 TIPS 收益率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

广发宏观研究小组

郭磊：广发证券首席经济学家、首席分析师，2016 年加入广发证券发展研究中心。
张静静：联席首席分析师，理学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
吴棋滢：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
贺晓束：资深分析师，经济学硕士，2017 年加入广发证券发展研究中心。
钟林楠：资深分析师，经济学硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。
王丹：资深分析师，经济学硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。
王岫：经济学硕士，2020 年 8 月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究

人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。