

海外宏观周报（2021.03.21）

无需放大 SLR 豁免到期导致的美债抛压，关注其对美债市场脆弱性的影响

海外宏观数据跟踪：美国 2 月受极端天气影响供需复苏受阻。2 月份美国零售和食品服务销售额（括号为前值）同比增速为 6.27%(9.51%)，环比增速为-3.01%(7.58%)；美国零售销售额同比增速为 9.55%(12.99%)，环比增速为-3.07%(7.58%)。零售端增速的回落主要受 2 月份美国极寒天气以及一月份零售数据受前期 9000 亿财政刺激提振的高基数影响。2 月份美国工业总体产出指数同比增速为-4.25%(-1.95%)，全工业部门产能利用率为 73.76%(75.46%)。分行业看，大多数行业供给仍低于疫情前水平，但 2 月份机械、航空航天、服装与皮革制品行业工业产出指数同比增速均高于 2020 年 1 月水平；2 月份电气设备、食品饮料及烟草制品、服装与皮革制品和塑料橡胶制品产能利用率均高于 1 月份水平。

- **央行及流动性数据跟踪：SLR 豁免到期主要从限制扩表与迫使缩表两个途径对银行系统进行影响。**由于当前八大银行的 SLR 均高于最低要求，因此限制扩表可能是 SLR 豁免到期对银行系统的主要影响途径。同时，限制扩表也会降低银行从回购市场拆解资金进行期限错配的需求，因此也会对回购利率造成下行压力。**总的来说，无论是限制扩表还是迫使缩表，SLR 豁免到期都会对美债收益率施加上行压力，对回购利率、存款利率等短端利率施加下行压力。但在“限制扩表”途径下，SLR 豁免到期将减少银行系统的做市活动，放大美债利率的波动性，并在实体经济造成一定程度的“紧信用”影响，银行系统对美债的直接抛压将较小，更多的是增加美债市场的脆弱性。**
- **疫情数据跟踪：**截至 3 月 21 日，据约翰霍普金斯大学统计，新冠疫情全球累计确诊 122,908,517 例，其中全球有 21 个国家确诊超 100 万例，确诊人数前三的国家分别是美国(29,784,001 例)、巴西(11,950,459 例)和印度(11,599,130 例)；**欧洲第三波疫情风雨欲来，欧元区每日新增确诊人数开始反弹，最近一周重回 10 万例/日以上，其中疫情最严重的是法国，其在 3 月 20 日录得疫情单日新增 70415 例的数据。由于疫情的反弹，欧洲多国重新采取封锁措施，**法国包括巴黎在内的 16 个区域从当地时间周五午夜开始为期 1 个月的封锁。除法国外，意大利、德国、匈牙利、波兰和捷克等国家均宣布不同程度地延长或重新封锁。**疫苗接种方面，**截至 3 月 20 日，以色列接种速度一枝独秀，每百人接种剂数达 112 剂；第二梯队为英国与美国，每百人接种剂数分别为 43 和 36 剂；第三梯队为欧元区国家，欧元区当前每百人接种剂数为 13 剂，其主要国家德国与法国均为 12 剂左右。

风险提示：全球经济复苏不及预期，全球疫情控制不及预期，全球刺激政策不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师： 朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

经济数据跟踪.....4
疫情数据跟踪.....8
央行及流动性数据跟踪.....10
主要大宗商品数据跟踪.....14

图表目录

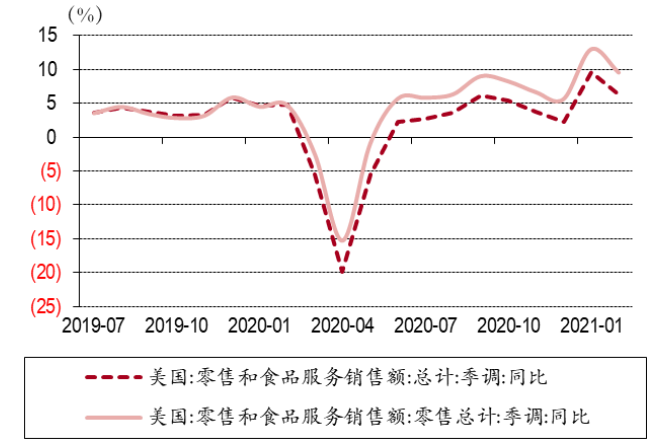
图表 1. 美国零售销售同比增速走势 4
图表 2. 美国工业生产指数同比增速走势 4
图表 3. 美国各部门供给水平与疫情前对比 4
图表 4. 本周新公布重要经济数据 5
图表 5. 美国宏观数据热力图 6
图表 6.美欧中日经济意外指数均下降 6
图表 7. G10 经济体与新兴市场经济意外指数均下行 6
图表 8. 其他地区宏观数据热力图 7
图表 9. 全球疫情继续蔓延，每日新增数目反弹上升 8
图表 10.日韩第三波疫情有所缓和 8
图表 11. 法国疫情卷土重来，注意欧洲第三波疫情 8
图表 12. 美国第三波疫情回落，巴西每日新增反弹 8
图表 13. 印度每日新增有所反弹 9
图表 14.巴西累计确诊数已超越印度 9
图表 15. 全球疫苗接种情况（每百人接种剂数） 9
图表 16. 美国八家全球系统性重要银行豁免前后 SLR 情况 11
图表 17. 美国 10 年债券利率大幅走高，收 1.74%，欧洲收益率上升，中国回落 12
图表 18. FRA 利差本周回落 12
图表 19. CP-OIS 利差本周回升 12
图表 20. 一般抵押物隔夜回购利率下降 12
图表 21. 投资级利差本周基本持平，高收益债利差上升 12
图表 22. 本周期铜价格小幅下降 14
图表 23.油价本周大幅回落 14
图表 24. 黄金期货价格本周小幅反弹 14
图表 25. USDX 美元指数本周上升，人民币贬值 14

经济数据跟踪

美国 2 月受极端天气影响供需复苏受阻。2 月份，美国零售和食品服务销售额同比增速为 6.27%，较前值 9.51%有所回落，环比增速为-3.01%，较前值 7.58%大幅降低；2 月份美国零售销售额同比增速为 9.55%，同样较前值 12.99%回落，环比增速为-3.07%，相比前值 7.58%大幅降低。**零售端增速的回落主要有两个原因，一是受 2 月份美国极寒天气影响，居民消费活动有所减弱；二是一月份零售数据受前期 9000 亿财政刺激提振，基数较高，故二月份增速回落比较正常，后续随着美国 1.9 万亿财政刺激中 1400 美元现金支票的发放，料零售增速将有所反弹。**

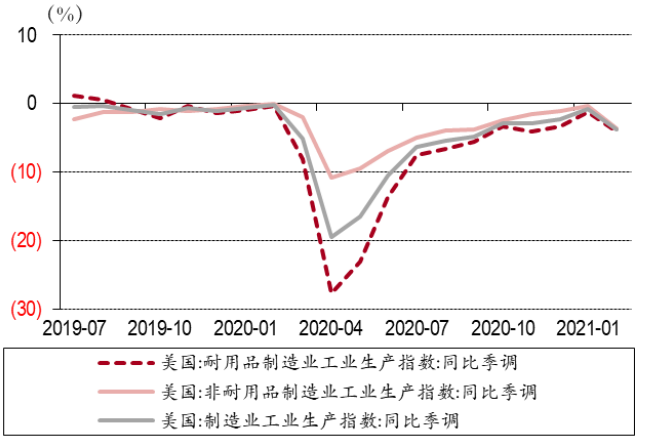
2 月份美国工业总体产出指数同比增速为-4.25%，较前值-1.95%有所下降；其中制造业工业生产指数同比增速为-3.83%，低于前值-0.81%；耐用品制造业工业生产指数同比增速为-4.01%，低于前值-1.26%；非耐用品制造业工业生产指数同比增速为-3.60%，低于前值-0.30%。**总体上看，1 月份各部门工业生产指数同比增速基本回到疫情前水平，但 2 月份受极端天气影响，供给受限导致增速回落。产能利用率方面，**2 月美国全工业部门产能利用率为 73.76%，较前值 75.46%下降；制造业产能利用率为 72.88%，低于前值 75.22%。分行业看，大多数行业供给仍低于疫情前水平，但 2 月份机械、航空航天、服装与皮革制品行业工业产出指数同比增速均高于 2020 年 1 月水平；2 月份电气设备、食品饮料及烟草制品、服装与皮革制品和塑料橡胶制品产能利用率均高于 1 月份水平。

图表 1. 美国零售销售同比增速走势



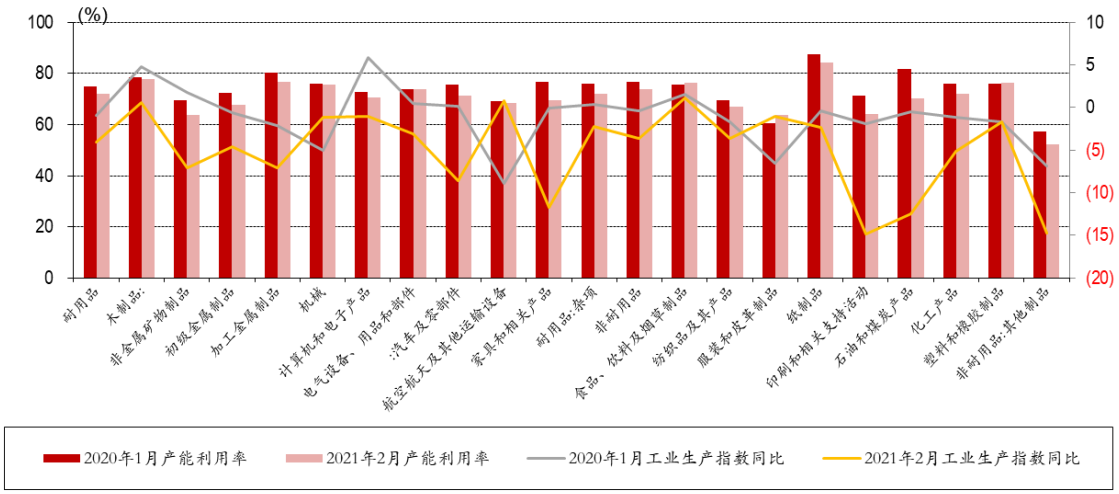
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 美国工业生产指数同比增速走势



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 美国各部门供给水平与疫情前对比



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 本周新公布重要经济数据

地区	日期	指标	今值	前值	预期值	是否高于预期
美国	3月16日	2月出口物价指数:同比(%)	5.20	2.30		
		2月进口价格指数:同比(%)	3.00	1.00		
		2月零售和食品服务销售:同比:季调(%)	6.27	9.51		
		2月核心零售总额:季调:同比(%)	9.55	12.99		
		2月工业产能利用率(%)	73.76	75.46		
		2月工业总体产出指数:同比(%)	-4.25	-1.95		
		3月NAHB住房市场指数	82.00	84.00		
	3月17日	2月新屋开工:私人住宅(千套)	100.70	111.00		
	3月18日	3月13日当周初次申请失业金人数:季调(千人)	770.00	725.00		
		3月06日持续领取失业金人数:季调(千人)	4124.00	4142.00		
欧元区	3月16日	2月CPI:同比(%)	0.60	0.60		
		3月德国ZEW经济景气指数	76.60	71.20	74.00	高于预期
		3月德国ZEW经济现状指数	-61.00	-67.20	-62.00	高于预期
		3月欧元区ZEW经济景气指数	74.00	69.60		
	3月17日	2月欧元区:CPI:同比(%)	0.90	0.90	0.90	持平预期
		2月欧元区:核心CPI:同比(%)	1.10	1.40	1.10	持平预期
	3月18日	Q4欧元区:每小时劳工成本指数:同比:季调(%)	3.00	1.60		
	3月19日	2月德国PPI:同比(%)	1.90	0.90	2.00	低于预期
日本	3月16日	1月产能利用率指数:同比(%)	-2.88	-0.11		
	3月19日	2月CPI:同比(%)	-0.40	-0.60		
		2月CPI(剔除食品和能源):同比(%)	0.30	0.20		

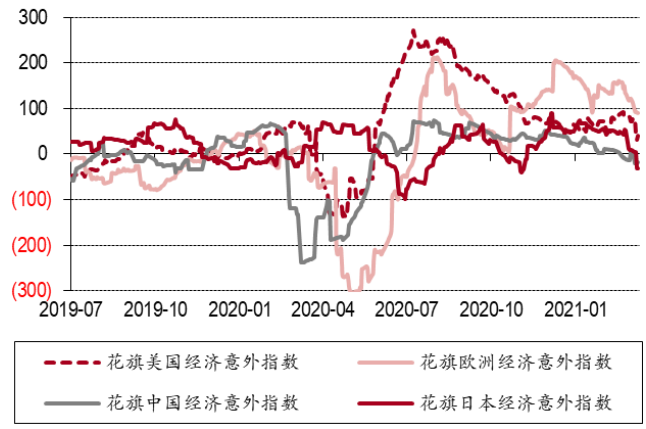
资料来源：万得，中银证券

图表 5. 美国宏观数据热力图

	指标	单位	2021-03	2021-02	2021-01	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03
总产出	GDP不变价	环比折年率季调%				4.10			33.40			-31.40			-5.00
	联邦政府财政赤字(盈余为负)	亿美元		3109.22	1628.32	1435.62	1452.66	2840.71	1246.11	2000.12	629.92	8640.74	3987.54	7380.22	1189.88
国际贸易指标	出口金额	同比季调%			-7.57	-10.10	-12.69	-13.68	-15.09	-17.62	-19.28	-24.76	-32.50	-28.92	-13.16
	进口金额	同比季调%			3.22	-0.03	0.50	-3.09	-6.30	-8.35	-11.29	-19.84	-24.28	-22.09	-11.34
	贸易差额	同比季调%			-53.71	-46.62	-68.16	-48.69	-32.16	-30.10	-21.69	-0.03	-9.86	-6.93	3.42
	贸易差额	亿美元			-682.13	-669.69	-690.38	-639.78	-632.24	-660.64	-621.10	-517.66	-563.10	-526.11	-472.43
个人消费指标	个人总收入	环比季调%			10.02	0.58	-1.23	-0.68	0.70	-2.72	0.70	-1.05	-4.02	12.42	-1.85
	个人实际可支配收入	环比季调%			10.95	0.18	-1.48	-0.94	0.45	-3.55	0.28	-1.89	-4.86	15.59	-1.44
	个人实际消费支出	环比季调%			2.01	-0.76	-0.60	0.19	1.13	0.91	1.22	5.93	8.52	-12.26	-6.46
	零售销售额	同比季调%		9.55	12.99	5.62	6.65	8.24	9.00	6.33	5.81	5.68	-0.97	-15.33	-2.60
	零售和食品服务销售额	同比季调%		6.27	9.51	2.28	3.79	5.44	6.09	3.61	2.70	2.23	-5.55	-19.86	-5.59
工业产出指标	工业总产值	环比季调%		-1.95	1.11	1.12	0.78	0.97	-0.61	0.86	6.01	10.33	5.22	-17.19	-7.09
	耐用品新增订单	环比季调%			3.38	1.25	1.30	1.81	2.08	0.44	11.78	7.72	14.99	-18.30	-16.72
	耐用品除国防外新增订单	环比季调%			2.35	1.39	1.33	0.81	3.79	1.00	10.49	9.67	15.02	-17.30	-17.54
	耐用品除运输外新增订单	环比季调%			1.37	1.67	0.99	1.95	1.52	1.09	3.28	4.01	3.40	-8.33	-1.80
	制造业新订单：核心资本品(剔除国防和飞机)	环比季调%			0.49	1.49	1.16	1.69	1.94	2.40	2.62	4.27	1.51	-6.57	-1.27
房地产指标	成屋销售	环比季调%			0.60	0.91	-2.08	4.50	7.87	1.19	23.69	18.95	-8.24	-18.32	-6.14
	新建住房销售	环比季调%			4.29	5.48	-13.06	0.00	-1.23	-0.20	16.55	20.34	22.46	-6.86	-14.53
	营建许可	环比%		-10.82	10.68	4.22	5.89	-0.06	4.67	-0.47	17.89	3.45	14.07	-21.39	-5.70
	新屋开工	环比季调%		-10.29	-5.15	7.53	1.50	6.47	4.66	-7.67	17.55	21.87	11.13	-26.40	-19.02
	标准普尔/CS房价指数:20个大中城市	同比%				10.10	9.20	8.09	6.72	5.38	4.16	3.49	3.56	3.82	3.85
	NAHB/富国银行住房市场指数		82.00	84.00	83.00	86.00	90.00	85.00	83.00	78.00	72.00	58.00	37.00	30.00	72.00
就业指标	新增非农就业人数	千人：季调		379.00	166.00	-306.00	264.00	680.00	716.00	1583.00	1726.00	4846.00	2833.00	-20679.00	-1683.00
	新增ADP就业人数	千人：季调		117.11	194.59	-75.50	301.56	421.87	821.06	465.76	231.90	4349.84	3169.55	-19391.82	-203.70
	失业率	季调%		6.20	6.30	6.70	6.70	6.90	7.80	8.40	10.20	11.10	13.30	14.80	4.40
	U6失业率	季调%		11.10	11.10	11.70	12.00	12.10	12.80	14.20	16.50	18.00	21.20	22.80	8.70
	私人非农平均时薪	美元：季调		30.01	29.94	29.91	29.61	29.52	29.50	29.47	29.37	29.35	29.74	30.07	28.74
通胀指标	CPI	同比%		1.70	1.40	1.40	1.20	1.20	1.40	1.30	1.00	0.60	0.10	0.30	1.50
	核心CPI	同比%		1.30	1.40	1.60	1.60	1.60	1.70	1.70	1.60	1.20	1.20	1.40	2.10
	PCE	同比%			1.45	1.26	1.15	1.21	1.35	1.24	1.01	0.92	0.54	0.48	1.34
	核心PCE	同比%			1.53	1.45	1.37	1.42	1.53	1.43	1.26	1.14	1.01	0.93	1.65
	PPI：最终需求	同比季调%		2.80	1.80	0.80	0.80	0.60	0.30	-0.20	-0.30	-0.60	-1.00	-1.40	0.30
	核心PPI：最终需求	同比季调%		2.50	2.00	1.20	1.40	1.30	0.90	0.50	0.70	0.30	0.20	0.30	1.10
景气指标	ISM制造业PMI			60.80	58.70	60.50	57.50	59.30	55.40	56.00	54.20	52.60	43.10	41.50	49.10
	ISM非制造业PMI			55.30	58.70	57.20	55.90	56.60	57.80	56.90	58.10	57.10	45.40	41.80	52.50
	Markit制造业PMI	季调		58.60	59.20	57.10	56.70	53.40	53.20	53.10	50.90	49.80	39.80	36.10	48.50
	Umich消费者信心指数		83.00	76.80	79.00	80.70	76.90	81.80	80.40	74.10	72.50	78.10	72.30	71.80	89.10
	Sentix投资信心指数		25.50	18.00	10.70	9.10	4.80	-1.10	-4.80	-15.60	-17.10	-22.30	-36.80	-39.10	0.20
货币供应指标	M1	环比季调%			1.85	0.75	1.59	1.01	1.61	0.70	1.23	2.04	238.98	12.73	6.32
	M2	环比季调%			1.60	0.44	1.34	0.73	1.23	0.35	0.82	1.65	4.99	6.45	3.51
汇率	USDX美元指数		91.95	90.94	90.54	89.96	92.03	94.02	93.85	92.17	93.48	97.38	98.26	99.02	98.96
	广义美元指数		113.21	113.12	112.24	111.56	113.50	116.47	117.26	116.01	117.45	120.78	121.19	122.64	122.78

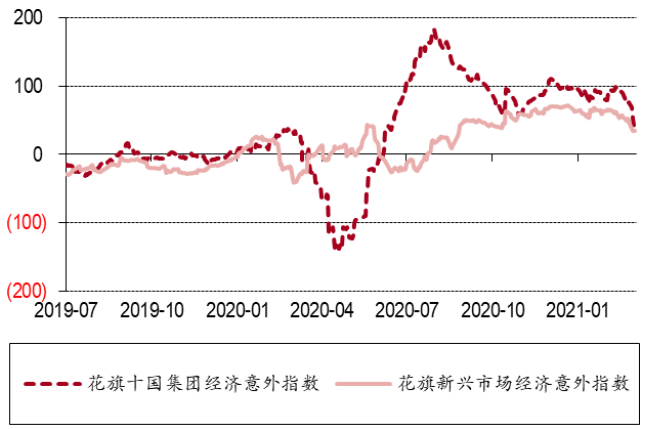
资料来源：万得，中银证券（USDX 美元指数数据截至 3 月 19 日，广义美元指数数据截至 3 月 12 日）

图表 6.美欧中日经济意外指数均下降



资料来源：bloomberg，中银证券

图表 7. G10 经济体与新兴市场经济意外指数均下行



资料来源：bloomberg，中银证券

图表 8.其他地区宏观数据热力图

	指标	单位	2021-03	2021-02	2021-01	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03
欧元区	GDP不变价	环比折年季调%				-2.60			59.90			-38.80			-14.20
	商品贸易出口	同比%			-11.40	2.50	-1.10	-9.00	-3.50	-12.50	-10.60	-10.40	-29.90	-30.00	-5.90
	商品贸易进口	同比%			-14.10	-1.30	-4.20	-11.60	-6.80	-13.40	-14.30	-12.10	-26.60	-25.40	-10.30
	商品贸易差额	亿欧元			62.79	294.28	254.91	296.81	236.91	138.63	270.35	199.96	87.25	21.31	293.15
	制造业产能利用率	%	79.20			78.10			73.00			66.80			80.80
	房价指数	同比%							4.90			4.90			5.10
	零售销售指数	环比季调%			-5.90	1.80	-5.40	1.60	-1.50	3.90	-1.50	5.60	20.30	-11.70	-10.30
	失业率	季调%			8.10	8.10	8.10	8.40	8.60	8.70	8.50	8.00	7.50	7.30	7.30
	PPI	同比%			0.00	-1.10	-2.00	-2.00	-2.30	-2.60	-3.20	-3.70	-5.00	-4.60	-2.80
	HICP	同比%		0.90	0.90	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.20	0.40	0.30	0.10	0.30	0.70
	核心HICP	同比%		1.10	1.40	0.20	0.20	0.20	0.20	0.40	1.20	0.80	0.90	0.90	1.00
	消费者信心指数	季调		-14.80	-15.50	-13.80	-17.60	-15.50	-13.60	-14.60	-14.90	-14.60	-18.90	-21.90	-11.50
	制造业PMI			57.90	54.80	55.20	53.80	54.80	53.70	51.70	51.80	47.40	39.40	33.40	44.50
	服务业PMI			45.70	45.40	46.40	41.70	46.90	48.00	50.50	54.70	48.30	30.50	12.00	26.40
	Markit综合PMI			48.80	47.80	49.10	45.30	50.00	50.40	51.90	54.90	48.50	31.90	13.60	29.70
	Sentix投资信心指数		5.00	-0.20	1.30	-2.70	-10.00	-8.30	-8.00	-13.40	-18.20	-24.80	-41.80	-42.90	-17.10
	经济景气指数	季调		93.40	91.50	92.40	89.30	92.50	92.30	89.10	84.20	78.10	70.20	67.80	95.30
	ZEW经济现状指数		-69.80	-74.60	-78.90	-75.70	-76.40	-76.60	-80.90	-89.80	-88.70	-89.60	-95.00	-93.90	-48.50
德国	GDP不变价	环比折年季调%				1.40			38.60			-33.50			-7.70
	工业生产指数	同比%			-3.10	-1.10	-3.70	-4.30	-8.70	-10.50	-11.60	-13.50	-22.90	-29.00	-13.50
	制造业PMI			60.70	57.10	58.30	57.80	58.20	56.40	52.20	51.00	45.20	36.60	34.50	45.40
	服务业PMI			45.70	46.70	47.00	46.00	49.50	50.60	52.50	55.60	47.30	32.60	16.20	31.70
	HICP	同比%		1.60	1.60	-0.70	-0.70	-0.50	-0.40	-0.10	0.00	0.80	0.50	0.80	1.30
	核心HICP	同比%		1.70	2.00	-0.10	-0.10	0.10	0.30	0.60	0.70	1.10	1.10	1.00	1.30
	PPI	同比%		1.90	0.90	0.20	-0.50	-0.70	-1.00	-1.20	-1.70	-1.80	-2.20	-1.90	-0.80
	GFK消费者信心指数		-12.90	-15.50	-7.50	-6.80	-3.20	-1.70	-1.70	-0.20	-9.40	-18.60	-23.10	2.30	8.30
	经济景气指数			95.80	92.80	95.10	94.90	97.60	96.10	94.90	89.10	82.90	76.50	73.30	92.70
	零售销售	同比%			-7.40	4.00	6.70	10.50	9.00	4.70	7.10	8.10	5.30	-4.40	2.40
	Sentix投资信心指数		11.90	8.60	9.20	6.90	1.30	1.40	-0.10	-4.50	-10.50	-17.20	-35.30	-36.00	-16.90
法国	GDP不变价	环比折年季调%				-5.70			96.90			-44.00			-21.50
	工业生产指数	同比季调%			-0.23	-3.18	-4.86	-4.53	-6.71	-7.27	-9.15	-11.90	-23.68	-35.03	-18.11
	制造业PMI			56.10	51.60	51.10	49.60	51.30	51.20	49.80	52.40	52.30	40.60	31.50	43.20
	服务业PMI			45.60	47.30	49.10	38.80	46.50	47.50	51.50	57.30	50.70	31.10	10.20	27.40
	HICP	同比%		0.80	0.80	0.00	0.20	0.10	0.00	0.20	0.90	0.20	0.40	0.40	0.80
	核心CPI	同比%		0.60	1.10	0.20	0.40	0.30	0.40	0.60	1.40	0.40	0.70	0.30	0.70
	PPI	同比%			0.40	-1.00	-1.90	-2.10	-2.30	-2.50	-2.50	-2.50	-3.90	-4.40	-2.50
	经济景气指数			91.00	90.10	92.80	88.50	93.00	96.10	92.40	84.30	79.90	70.50	70.60	99.50
	零售销售	同比%			-4.40	7.80	-11.50	5.20	2.60	6.30	-0.10	3.50	-3.70	-29.70	-13.50
英国	GDP不变价	环比折年季调%							81.10			-56.40			-11.50
	工业生产指数	同比季调%			-4.83	-3.29	-3.89	-5.36	-5.60	-5.73	-7.19	-12.22	-20.75	-24.46	-8.89
	制造业PMI			55.10	54.10	57.50	55.60	53.70	54.10	55.20	53.30	50.10	40.70	32.60	47.80
	服务业PMI			49.50	39.50	49.40	47.60	51.40	56.10	58.80	56.50	47.10	29.00	13.40	34.50
	CPI	同比%			0.70	0.60	0.30	0.70	0.50	0.20	1.00	0.60	0.50	0.80	1.50
	核心CPI	同比%			1.40	1.40	1.10	1.50	1.30	0.90	1.80	1.40	1.20	1.40	1.60
	PPI	同比%							-0.86	-0.86	-0.95	-0.86	-1.21	-0.69	0.35
	GFK消费者信心指数		-16.00	-23.00	-28.00	-26.00	-33.00	-31.00	-25.00	-27.00	-27.00	-30.00	-34.00	-34.00	-9.00
	零售销售指数不变价	同比季调%			-5.90	3.10	2.30	6.00	4.50	2.70	1.20	-2.00	-13.10	-22.90	-6.40
日本	GDP	同比%				-1.10			-4.70			-9.00			-1.10
	出口金额	同比季调%		-0.75	7.82	0.83	-1.68	-1.79	-5.73	-13.12	-20.08	-26.56	-27.53	-22.35	-10.60
	进口金额	同比季调%		11.10	-2.88	-11.99	-13.16	-10.79	-16.58	-18.81	-22.22	-20.14	-20.71	-7.36	-9.25
	贸易差额	亿日元 季调		2173.81	-3253.76	7495.56	3625.37	8691.53	6837.46	2443.75	70.75	-2729.08	-8413.37	-9318.71	72.04
	商业销售额	同比%			-4.80	-3.50	-6.00	-2.70	-12.70	-12.40	-12.90	-12.40	-21.20	-16.00	-5.80
	工业生产指数				97.80	93.80	94.70	95.20	91.50	88.10	87.20	80.20	78.70	86.40	95.80
	产能指数	同比%			-1.32	-0.92	-1.02	-0.92	-0.51	-0.31	-0.41	-0.10	-0.20	-0.10	-0.41
	机械订单	同比季调%			3.29	15.43	0.87	1.41	-3.37	-15.13	-18.57	-25.45	-16.78	-9.50	-1.64
	制造业PMI			51.40	49.80	50.00	49.00	48.70	47.70	47.20	45.20	40.10	38.40	41.90	44.80
	服务业PMI			46.30	46.10	47.70	47.80	47.70	46.90	45.00	45.40	45.00	26.50	21.50	33.80
	CPI	同比%		-0.40	-0.60	-1.20	-0.90	-0.40	0.00	0.20	0.30	0.10	0.10	0.10	0.40
	核心CPI	同比%		-0.40	-0.60	-1.00	-0.90	-0.70	-0.30	-0.40	0.00	0.00	-0.20	-0.20	0.40
	PPI	同比%		-0.69	-1.47	-1.96	-2.25	-2.06	-0.79	-0.59	-0.99	-1.58	-2.65	-2.45	-0.39
	失业率	季调%			2.90	3.00	3.00	3.10	3.00	3.00	2.90	2.80	2.80	2.60	2.50
	M1	同比%		14.60	14.30	13.80	14.00	14.10	14.30	14.00	13.20	12.30	9.20	7.10	6.20
	M2	同比%		9.60	9.40	9.10	9.10	9.00	9.00	8.60	7.90	7.20	5.10	3.70	3.20
	Sentix投资信心指数		20.00	16.10	13.60	14.50	6.10	-2.60	-2.30	-8.60	-11.40	-17.00	-31.70	-30.50	-17.50
	消费者信心指数			33.70	30.00	31.80	33.60	33.30	32.80	29.30	29.50	28.50	24.10	21.30	31.10

资料来源：万得，中银证券

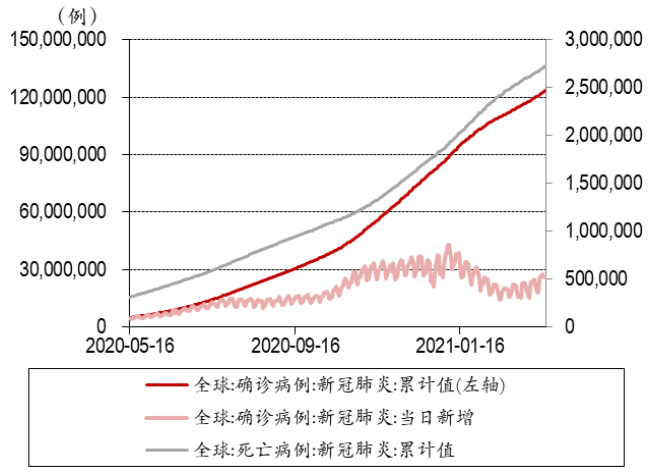
疫情数据跟踪

截至 3 月 21 日，据约翰霍普金斯大学统计，新冠疫情全球累计确诊 122,908,517 例，其中全球有 21 个国家确诊超 100 万例，确诊人数前三的国家分别是美国(29,784,001 例)、巴西(11,950,459 例)和印度(11,599,130 例)；全球累计因新冠死亡人数达 2,711,083 人，死亡人数前三的国家分别是美国(541,918 例)、巴西(292,752 例)和墨西哥(197,827 例)。

具体到国家层面，日本第三波疫情有所缓解，但滚动死亡率超过第一、二波疫情峰值且未见拐点；**从 9 月末开始美国开启第三波疫情，当前每日新增病例已稳步下降，目前已降至 10 万例/日以下；欧洲第三波疫情风雨欲来，欧元区每日新增确诊人数开始反弹，最近一周重回 10 万例/日以上，其中疫情最严重的是法国，其在 3 月 20 日录得疫情单日新增 70415 例的数据。由于疫情的反弹，欧洲多国重新采取封锁措施，**法国包括巴黎在内的 16 个区域从当地时间周五午夜开始为期 1 个月的封锁，不过本次封锁较前几次有所放松，相关措施包括关闭非必要商业活动、学校保持开放、居民不能在住所 6 英里以外活动、无正当理由不能离开所在地区等。**除法国外，意大利、德国、匈牙利、波兰和捷克等国家均宣布不同程度地延长或重新封锁。另外，在新兴国家中巴西和印度的每日新增病例有所反弹，需关注其对全球供应链的影响。**

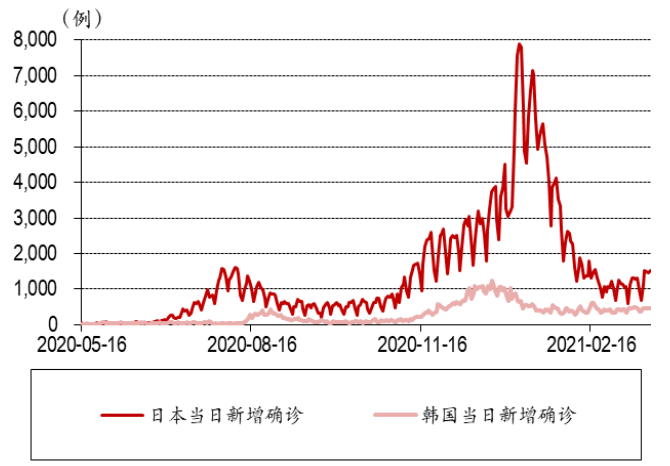
疫苗接种方面，截至 3 月 20 日，以色列接种速度一枝独秀，当前其每百人接种剂数达 112 剂；第二梯队为英国与美国，每百人接种剂数分别为 43 和 36 剂；第三梯队为欧元区国家，欧元区当前每百人接种剂数为 13 剂，其主要国家德国与法国均为 12 剂左右。

图表 9. 全球疫情继续蔓延，每日新增数目反弹上升



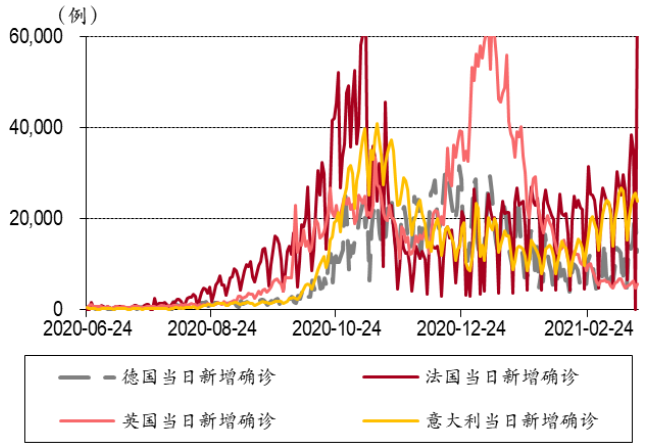
资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 3 月 20 日）

图表 10. 日韩第三波疫情有所缓和



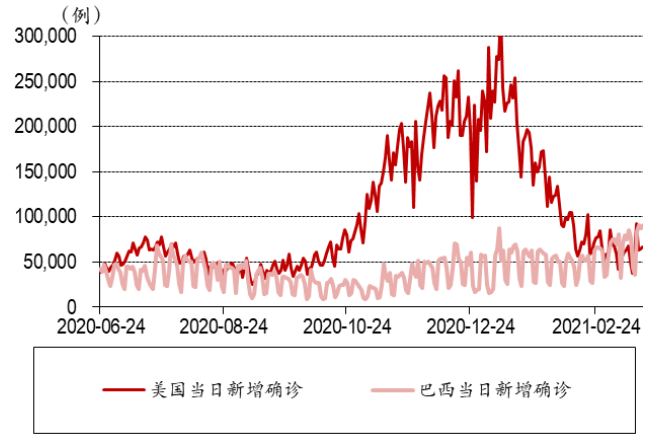
资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 3 月 20 日）

图表 11. 法国疫情卷土重来，注意欧洲第三波疫情



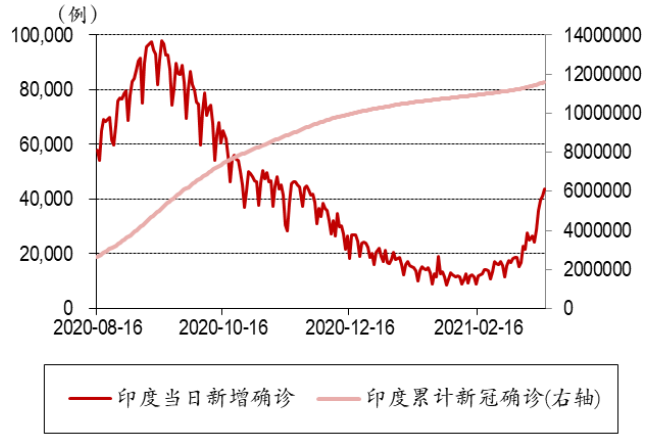
资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 3 月 20 日）

图表 12. 美国第三波疫情回落，巴西每日新增反弹



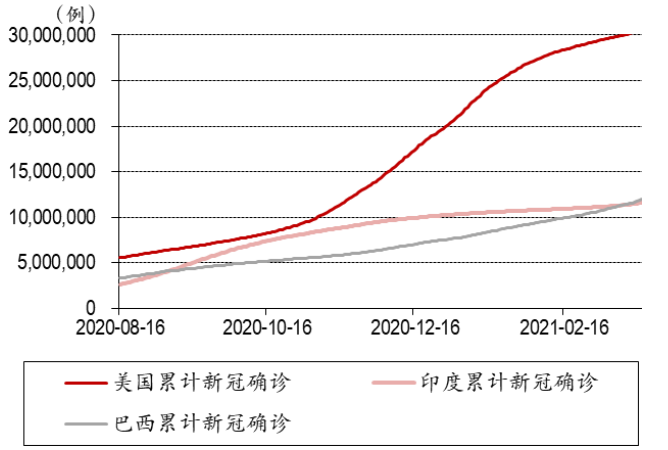
资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 3 月 20 日）

图表 13. 印度每日新增有所反弹



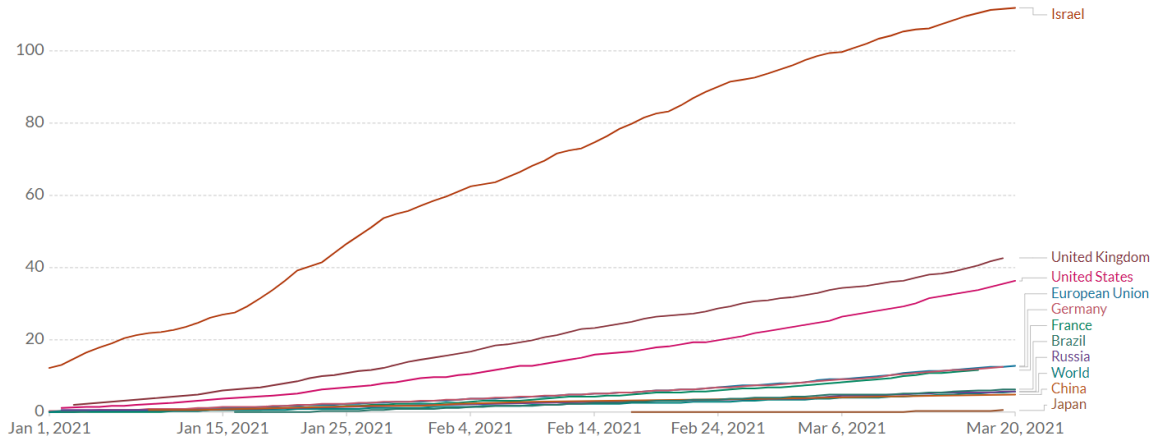
资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 3 月 20 日）

图表 14. 巴西累计确诊数已超越印度



资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 3 月 20 日）

图表 15. 全球疫苗接种情况（每百人接种剂数）



资料来源：OurWorldinData，中银证券

央行及流动性数据跟踪

如何理解补充杠杆率(SLR)豁免到期的影响？3 月 19 日美联储宣布 SLR 豁免将于 3 月 31 日照常到期，并计划重新评估 SLR 以确保它在高储备环境下仍能发挥作用。在 SLR 豁免生效前，美国全球系统性重要银行(GSIB，摩根大通、花旗等八家银行)均受 eSLR 约束，其控股公司补充杠杆率需达到 5%，其存款分支则需要达到 6%，而疫情初期美联储将超额储备金与银行持有的国债排除在 SLR 计算之外。在前期报告《两难的联储与两难的美股》中我们提到，若 SLR 豁免到期后不延期，银行杠杆敞口的巨大增加将迫使银行缩表以满足合规要求，这不但将削弱银行吸纳存款和发放信贷的能力，使实体经济融资成本上升，亦不利于财政不后续国债的发行与美联储量化宽松流动性的接收；还将使银行系统释放大量国债卖盘，抬升利率水平，进一步提高融资成本；同时，银行系统缩表将削弱一级交易商在国债市场上的做市能力，增加收益率的波动性。**我们在这里更深入地探讨 SLR 豁免到期的影响路径与真实影响力。**

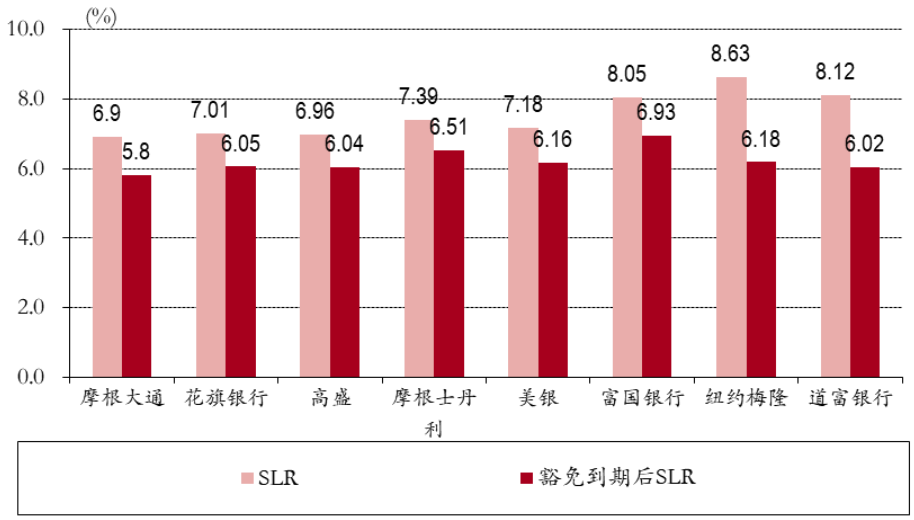
首先，从数据上看当前美国八家 GSIB 似乎未受 SLR 严重制约。前文提到 eSLR 对系统性重要银行的存款分支与控股公司均有约束，据瑞信研究，由于存款分支的 SLR 豁免需要申请且程序繁琐，各大银行似乎并没有积极响应，因此这里重点讨论 SLR 对控股公司的约束，即各 GSIB 需达到 5%的 SLR。**从各大银行公布的报表可知，其豁免后的 SLR 均大幅高于 5%水平，即使是豁免后的 SLR 仍高于 5%，最低的摩根大通也达到 5.8%水平，因此 SLR 豁免到期似乎未对银行资产负债表带来强大的短期冲击。**

SLR 豁免到期主要从限制扩表与迫使缩表两个途径对银行系统进行影响。由于 SLR 是对银行资产负债表的限制，我们认为其对银行行为的影响主要有两个途径：**一、限制扩表，**比如说减少对美债的购买、减少对美债的做市活动（承接市场上的卖盘）、减少吸纳存款、减少信贷投放等。尽管限制扩表的行为不会对美债产生直接的抛压，但会减少银行系统对美债的需求，以及在美债抛压较大的时候进一步降低其流动性（减少做市），进而增加美债收益率的波动性；另一方面，银行减少吸纳存款可能会打压市场短端利率，使本已不断走低的短端收益率有转负的可能。**二、迫使缩表，**比如直接抛售美债，**需要注意的是，在考虑资产端的影响时，我们必须关注其在负债端的对应项，**例如要考虑银行资产端的美债对应的是负债端的回购还是存款，假如负债端对应的是货币基金等机构的回购协议，那么其缩表途径为抛售美债的同时停止回购的滚续；若负债端对应的是存款，那么抛售美债在总体银行系统内可以降低 SLR，但对于单一银行来说则未必（可能负债端存款未减少，资产端美债转换为超储），**因此银行为应对 SLR 到期的抛售美债问题很可能会针对负债端为回购协议的资产，这时候将直接对美债收益率施加上行压力，且减少回购市场的需求，压低短端利率。**

由于当前八大银行的 SLR 均高于最低要求，因此限制扩表可能是 SLR 豁免到期对银行系统的主要影响途径。同时，限制扩表也会降低银行从回购市场拆解资金进行期限错配的需求，因此也会对回购利率造成下行压力。**总的来说，无论是限制扩表还是迫使缩表，SLR 豁免到期都会对美债收益率施加上行压力，对回购利率、存款利率等短端利率施加下行压力。但在“限制扩表”途径下，SLR 豁免到期将减少银行系统的做市活动，放大美债利率的波动性，并在实体经济造成一定程度的“紧信用”影响，银行系统对美债的直接抛压将较小，更多的是增加美债市场的脆弱性。**

美联储提高隔夜逆回购操作(ON-RRP)的限额正是为了回收货币市场特别是货币市场基金的流动性，对冲短端利率下行风险。隔夜逆回购操作相当于是对手方发放给美联储的一笔短期抵押贷款，其创设目的主要是为了给货币市场利率提供下界，其主要对手方是各种货币市场基金（因为存款机构可以直接通过超储进行储备）。因此，本次美联储提高隔夜逆回购操作的目的在于回收货币市场特别是货币市场基金的流动性，**以防止 SLR 豁免到期和财政通用账户中大量流动性释放导致短端利率的过度走低。**

图表 16. 美国八家全球系统性重要银行豁免前后 SLR 情况



资料来源：Federal Financial Institutions Examination Council，中银证券

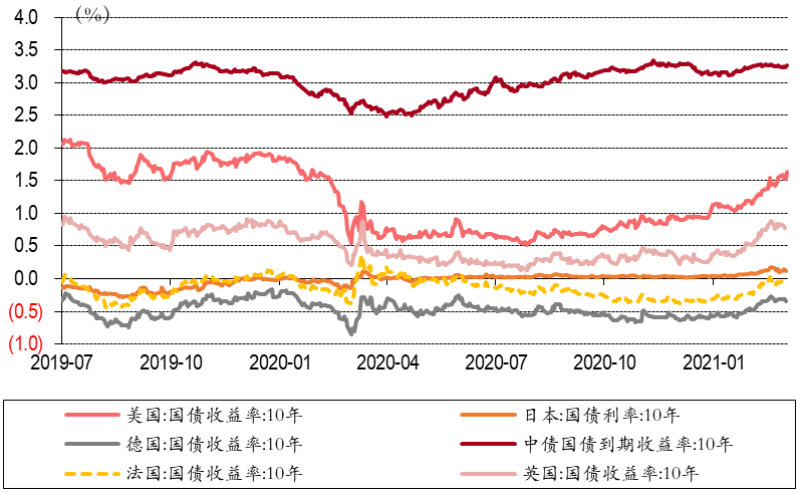
3 月会议美联储基本维持按兵不动，陈述中有两处修改。1. 将"经济活动与就业的复苏节奏近几月有所放缓，受疫情影响最大的行业依然疲软，弱势需求和油价此前的下跌拖累了消费价格通胀"改为"经历了一段较为疲弱的复苏后，经济活动和就业指标最近有所走高，尽管受疫情影响最大的行业依然维持弱势，通胀继续维持在 2%以下"，**这番改动一方面体现了 2 月份美国就业数据的亮眼，另一方面表明美联储对经济前景更加乐观。2.** 将隔夜逆回购操作(ON RRP)每日单一对手方的限额从 300 亿美元提高至 800 亿美元，在 3 月 23 日后停止对机构 CMBS 的购买。**本次美联储提高隔夜逆回购操作的目的在于回收货币市场特别是货币市场基金的流动性，以防止财政通用账户中大量流动性释放导致短端利率的过度走低**。

另外，本次会议中我们认为需要关注美联储"数据驱动"的政策操作以及后疫情时期的政策框架。"数据驱动"指的是美联储的实际行动必须以实际通胀/就业数据的变化为前提，而不能单单看到 SEP 中相关预测的上调就开始推断美联储的政策行为，其各种预测或者言论都是以实际数据为基础的，是会跟随实际数据进行修改的。**"后疫情政策框架"**指的是一方面美联储政策重心专注于充分就业与价格稳定，"救市"已经不是其必须考虑的事项；另一方面后疫情时期美联储监测的指标以及对指标的认知有了很大的不同，对金融稳定的认知、广泛而包容"的就业目标和劳动参与率的重要性都可以包含在此框架中。

3 月 19 日日本央行公布了其利率决议，根据决议内容，日本央行维持基准利率在-0.1%不变，但调整收益率曲线控制（YYC）政策，把 10 年期日本国债收益率目标范围从正负 0.2%扩大至正负 0.25%。同时，日本央行维持了 12 万亿日元的年度 ETF 购买上限不变，但删除了 6 万亿日元的年度股票 ETF 目标，且表示接下来将只购买追踪东证指数的 ETF，而不再购买日经指数 225 指数 ETF。

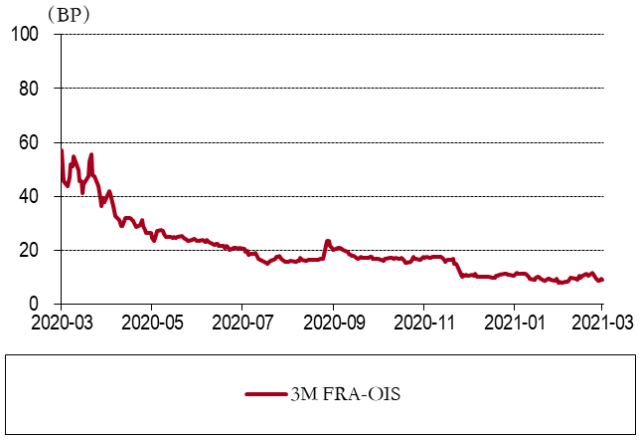
需要注意的是，本周巴西、土耳其和俄罗斯央行均宣布进行加息，分别将基准利率从 2%上调至 2.75%，从 17%上调至 19%，以及从 4.25%上调至 4.5%，均与各国迅速走高的通货膨胀与贬值的货币有关。

图表 17. 美国 10 年债券利率大幅走高，收 1.74%，欧洲收益率上升，中国回落



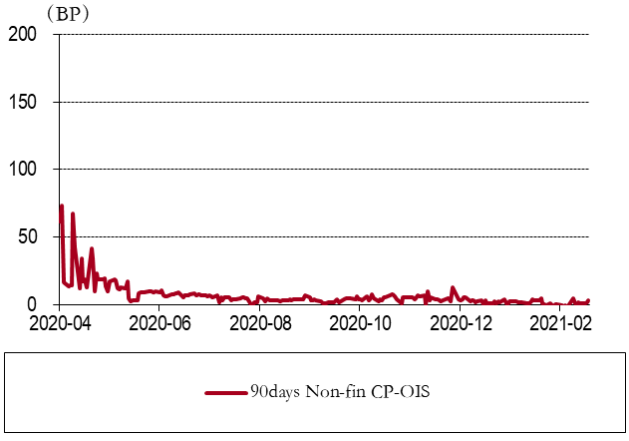
资料来源：万得，中银证券

图表 18. FRA 利差本周回落



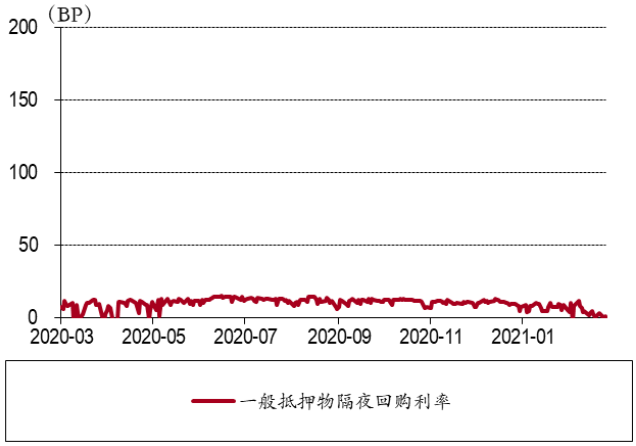
资料来源：Bloomberg，中银证券

图表 19. CP-OIS 利差本周回升



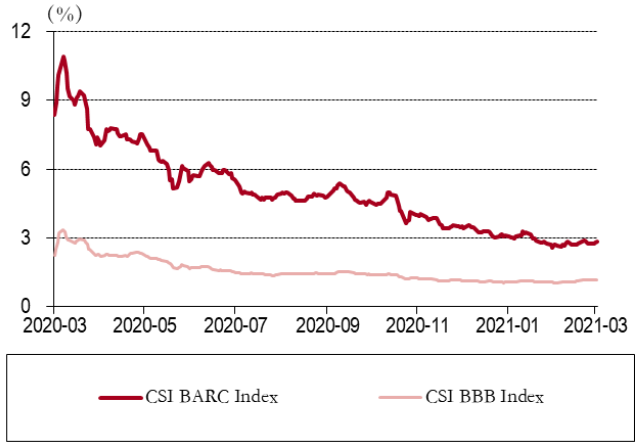
资料来源：Bloomberg，中银证券

图表 20. 一般抵押物隔夜回购利率下降



资料来源：Bloomberg，中银证券

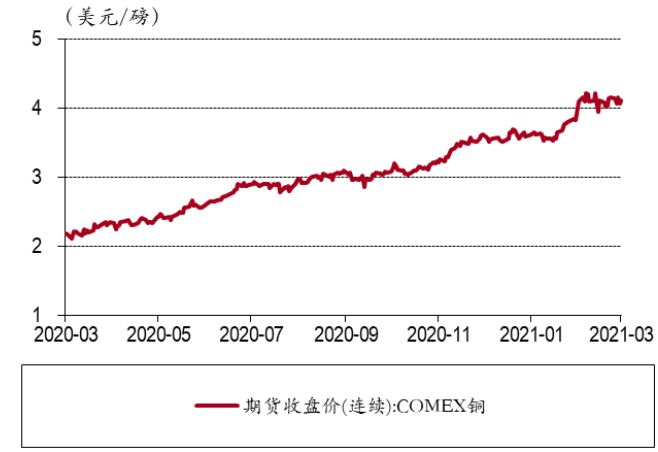
图表 21. 投资级利差本周基本持平，高收益债利差上升



资料来源：Bloomberg，中银证券

主要大宗商品数据跟踪

图表 22. 本周期铜价格小幅下降



资料来源：万得，中银证券

图表 23.油价本周大幅回落



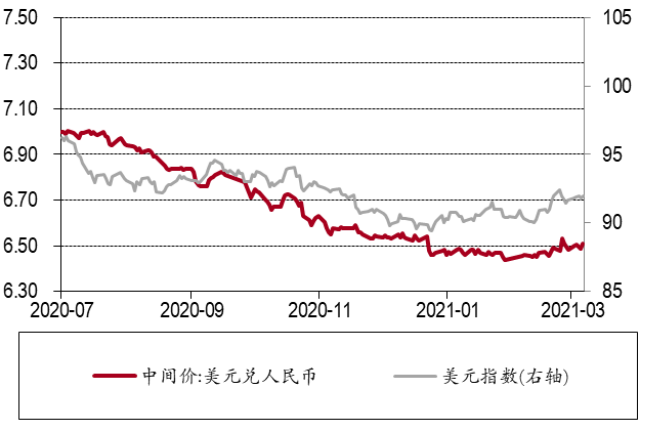
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 黄金期货价格本周小幅反弹



资料来源：万得，中银证券

图表 25. USDX 美元指数本周上升，人民币贬值



资料来源：万得，中银证券

风险提示：全球经济复苏不及预期，全球疫情控制不及预期，全球刺激政策不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371