2021 年 02 月 28 日

宏观研究团队

10Y 美债破 2%风险三论：

不要过度“依恋”美联储

——宏观经济专题

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）
xuji@kysec.cn
证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）
caojinqiu@kysec.cn
证书编号：S0790120080057

10Y 美债利率持续上行、导致美股调整之际，部分市场观点寄希望于美联储加码宽松。但从历史经验来看，10Y 美债利率及美联储政策，都是经济趋势的追随者。

● **美联储操作大多时候不会盯住市场波动，仅在流动性危机出现时会**

货币政策目标要不要盯住资产价格，一直是个有争议的话题；现实操作中，美联储操作大多时候不会盯住，仅在市场波动引发流动性危机时会。比如，1987 年、2020 年，美股剧烈调整、导致流动性危机爆发后，美联储实施了快速降息。大部分时段，美联储操作并不盯住资产价格，历史上曾多次在美股回调期间大幅加息。

2 月以来，多位美联储官员表示美债上行是经济基本面改善的自然结果，无一官员表示要加码宽松。虽然 10Y 美债利率上行、导致美股调整，但美国经济 2 月以来持续向好，美元拆借利率及企业信用利差均处于历史低位。美联储内无一官员表示要加码宽松，多位官员称不担心美债上行、认为后者是经济向好的自然结果。

● **美联储操作不需要配合财政扩张**

历史经验显示，美联储的货币政策操作不需要配合财政政策。美联储拥有高度的政治独立性，不受美国政府或国会的行为干扰。回溯以往美国财政扩张阶段，美联储既出现过持续降息，如 1989-1992 年、2000-2003 年及 2008 年。同时，美联储也曾大幅收紧货币政策，如 2018 年连续加息 4 次、并持续加快“缩表”节奏。

2020 年下半年以来，美国财政持续扩张、10Y 美债利率不断上行的同时，美联储也未扩大国债净购买规模。从美联储资产负债表的变化来看，2020 年 6 月至 11 月，美联储每月国债净购买规模在 650 至 962 亿美元之间；2020 年 12 月，及 2021 年 1 月、2 月，美联储对国债的净购买规模分别为 823、772、785 亿美元。

● **10Y 美债及货币政策的主导变量是经济趋势**

回溯历次美股调整及美国财政扩张阶段，美联储货币政策及 10Y 美债表现不一背后，与美国经济基本面的趋势变化密切相关。总结规律来看，历次美国经济趋势向好阶段，如 2018 年，无论美股调整及财政扩张幅度如何，美联储最终均选择了收紧货币政策，10Y 美债利率持续大幅上行。与之相反，美国经济开始趋势恶化时，美联储往往快速放松货币政策，10Y 美债利率也进入到下行通道中。

伴随美国经济修复加快及通胀压力大幅抬升，重申 10Y 美债破 2%风险、对高估值资产存不利影响。美国经济修复阶段，10Y 美债利率和 CPI 的节奏走势相近；历次 CPI 同比升至 2%以上阶段，10Y 美债利率均破 2%。伴随美国疫情改善、经济修复加快，叠加油价上涨，美国 CPI 同比或于 3 月后升至 2%以上、高点甚至可能超 4%。受此影响，10Y 美债利率破 2%风险较大，易加大高估值资产波动。

● **风险提示：**因疫苗效果不佳，疫情频频反弹。

相关研究报告

目 录

1、 周度专题：不要过度“依恋”美联储 4
1.1、美联储操作大多时候不会盯住市场波动，仅在流动性危机出现时会 4
1.2、美联储操作不需要配合财政扩张 6
1.3、10Y 美债及货币政策的主导变量是经济趋势 8
2、 大类资产回溯：主要经济体长端国债利率大幅上行 11
3、 重点关注：美国 2 月非农就业数据 13
4、 数据跟踪：美国 1 月耐用品订单增速超预期 13
4.1、 美国数据 13
4.1.1、 美国 1 月耐用品订单环比、1 月新屋销售年化总数双双高于预期 13
4.1.2、 当周 EIA 原油库存小幅增加，初请失业金人数好于预期 14
4.2、 欧洲数据 14
4.2.1、 欧元区 2 月经济景气指数、德国 2 月 IFO 商业景气指数继续上升 14
5、 风险提示 14

图表目录

图 1： 2 月以来，10Y 美债利率快速、大幅上行 4
图 2： 10Y 美债利率的上行，带动美股等资产调整 4
图 3： 1996 年前，美股调整阶段，美联储操作不一 4
图 4： 1996-2009 年，美股调整阶段，美联储操作不一 4
图 5： 2010 年以来，美股调整阶段，美联储操作不一 5
图 6： 2018 年，伴随美股调整，美联储曾大幅缩表 5
图 7： 2 月以来，美国疫情形势持续加速改善 6
图 8： 美国流动性环境持续保持宽松状态 6
图 9： 2020 年以来，美国实施的财政刺激政策情况 6
图 10： 大规模财政刺激下，美国 2020 年财政赤字激增 6
图 11： 2018 年，伴随财政扩张，美联储加快加息节奏 7
图 12： 2018 年，伴随财政扩张，美联储大幅缩表 7
图 13： 历次财政扩张后，美国经济景气均加快修复 7
图 14： 美国财政扩张阶段，10Y 美债利率多次大幅上行 7
图 15： 2020 年下半年以来，美联储未明显扩大国债净购买规模 7
图 16： 美联储加息、降息操作，跟随美国经济趋势变化 8
图 17： 美联储缩表、QE 操作，跟随美国经济趋势变化 8
图 18： 历轮美债熊市的开启，与美国经济景气改善及通胀水平抬升密切相关 8
图 19： 美债期限利差与美国宏观经济形势密切相关 9
图 20： 2Y 美债利率走势主要受美国货币环境影响 9
图 21： 美国经济景气改善及 CPI 同比高于 2%阶段，10Y 美债利率均上行至 2%以上 9
图 22： 美国通胀走势主要受服务项价格影响 10
图 23： 美国服务消费与疫情发展高度负相关 10
图 24： 美国服务消费修复推动油价进入上涨通道 10
图 25： 3 月后，美国通胀压力将大幅抬升 10
图 26： 历史经验显示，长端美债利率的上行易导致美股等高估值风险资产波动加大 10

图 27: 当周，美元下跌，欧元、英镑上涨 11
图 28: 当周，美元指数震荡下跌 11
图 29: 当周，主要国家 10Y 国债收益率继续大幅上行 12
图 30: 当周，10Y 美债收益率继续上行 12
图 31: 当周，全球主要股指涨普遍下跌 12
图 32: 当周，纳斯达克、恒指双双下跌 12
图 33: 当周，WTI、Brent 原油价格双双上涨 12
图 34: 当周，COMEX 黄金价格下跌 12
图 35: 美国 1 月耐用品订单环比增速高于预期 13
图 36: 美国 1 月新屋销售年化总数高于预期 13
图 37: 美国当周 EIA 原油库存小幅增加 14
图 38: 美国当周初请失业金人数好于预期 14
图 39: 欧元区 2 月经济景气指数继续上升 14
图 40: 德国 2 月 IFO 商业景气指数继续上升 14

表 1: 美联储官员最新对美国经济、货币政策前景，及美债利率上行的看法 5
表 2: 海外重点数据发布日期情况 13

1、 周度专题：不要过度“依恋”美联储

事件：2 月以来，10Y 美债利率快速上行，先后升破 1.1%、1.5%，并导致美股等高估值资产持续调整。部分市场观点提出，因美股等资产调整，以及美国即将实施新一轮财政刺激，美联储需要加码宽松、让 10Y 美债利率不再大幅上行。

资料来源：Wind、彭博社

1.1、美联储操作大多时候不会盯住市场波动，仅在流动性危机出现时会

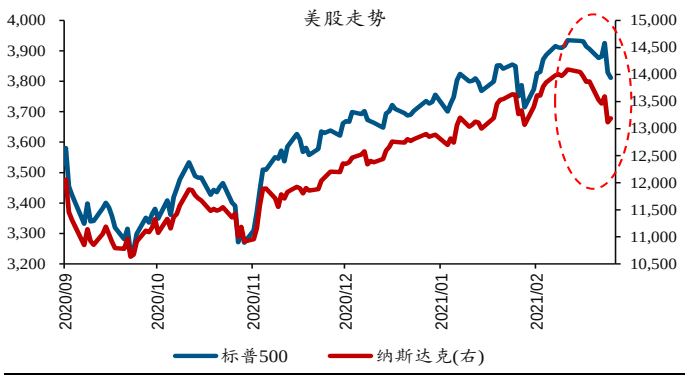
随着 10Y 美债利率上行、导致美股等持续调整，部分市场观点提出美联储需要进行宽松对冲。2 月以来，10Y 美债利率大幅上行，先后升破 1.1%、1.5%，并超过了美国疫情集中爆发前水平。10Y 美债利率的快速上行，导致美股等高估值资产持续调整。以美股表现为例，纳斯达克、标普 500 指数分别较前期高点下跌 6.4%、3.1%。部分市场观点提出，美联储必须加码货币宽松政策（如实施利率曲线控制 YCC 或扭曲操作 OT 等政策），以维稳市场情绪。

图1：2 月以来，10Y 美债利率快速、大幅上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

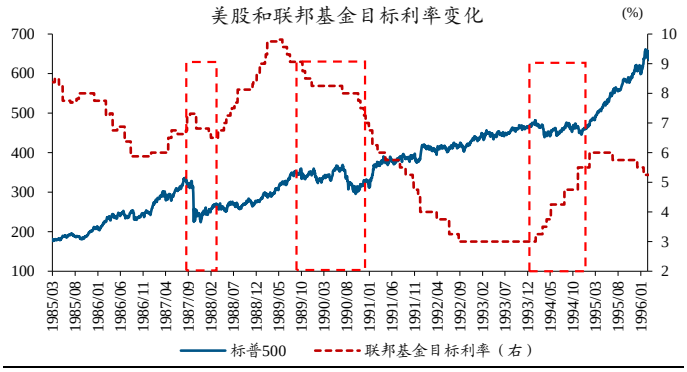
图2：10Y 美债利率的上行，带动美股等资产调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

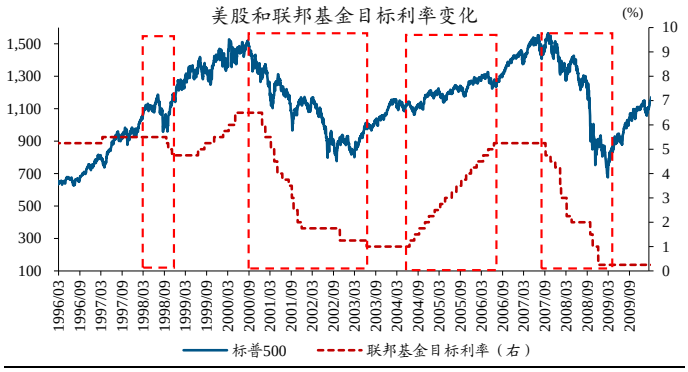
货币政策目标要不要关注资产价格，一直是个有争议的话题；现实操作中，美联储操作大多时候不会盯住，仅在市场波动引发流动性危机时会。比如，1987 年、2020 年，美股剧烈调整、导致流动性危机爆发后，美联储实施了宽松对冲、大幅降息。在大部分时段，美联储操作并不盯住资产价格。典型的包括 1993 年至 1994 年、2015 年以及 2018 年，美股持续回调的同时，美联储均按原定计划、实施了加息操作。

图3：1996 年前，美股调整阶段，美联储操作不一



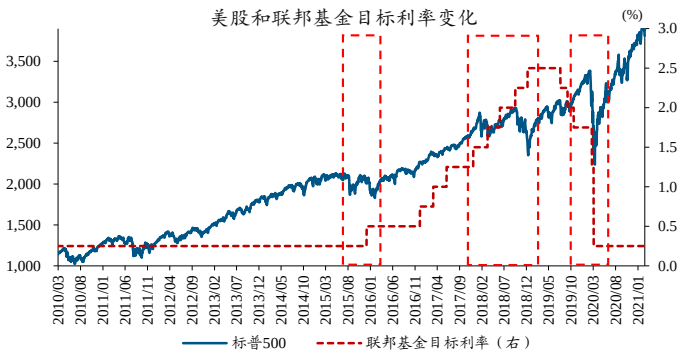
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：1996-2009 年，美股调整阶段，美联储操作不一



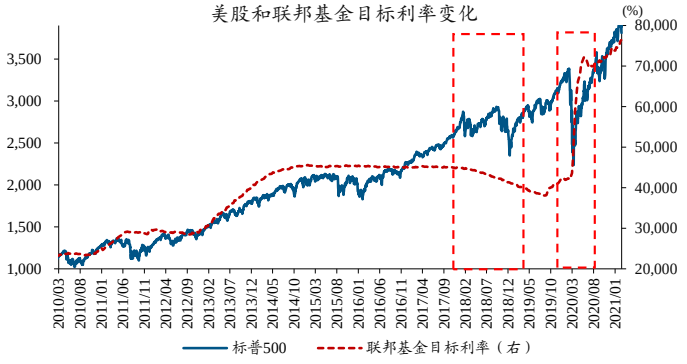
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2010 年以来，美股调整阶段，美联储操作不一



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2018 年，伴随美股调整，美联储曾大幅缩表



数据来源：Wind、开源证券研究所

2 月以来，多位美联储官员表示美债上行是经济基本面改善的自然结果，无一官员表态需要加码货币宽松。2 月以来，美国疫情形势持续、大幅改善，以工业生产为代表的各类线下经济活动不断向好。同时，美国流动性环境整体宽松，美元拆借利率及企业信用利差均处于历史低位。这一背景下，大部分美联储官员均表达了对美国经济前景的乐观预期，无一官员表态需要加码货币宽松。其中，美联储副主席 Clarida 公开表示不担心美债利率上行，纽约联储主席 Williams 认为美债利率上行是反映了美国经济前景及疫苗接种进展。

表1：美联储官员最新对美国经济、货币政策前景，及美债利率上行的看法

姓名	职位	立场	投票状态	最新表态
Jerome Powell	主席	中立	常任	美国经济复苏仍有“很长的路要走”，美联储将保持利率接近零，直至充分就业与通胀升至 2%
Richard Clarida	副主席	中立	常任	**对美国经济前景更为乐观，不担心美债收益率上行**
John C. Williams	纽约联储主席	中立	常任	**美债收益率的上行反映了前景以及疫苗接种进展，对美联储的购债计划持观望态度**
Randal Quarles	金融监管副主席	中立	常任	预计经济复苏稳定但不令人鼓舞
Lael Brainard	理事	中立	常任	美国离实现就业和物价目标还很远，需要一些时间才能实现
Michelle Bowman	理事	中立	常任	美联储将维持宽松政策，直至实双重目标
Chris Waller	理事	中立	常任	
Thomas I. Barkin	里士满联储主席	鸽派★	2021 年	经济有望“在短期内”恢复健康
Raphael W. Bostic	亚特兰大联储主席	鸽派★★	2021 年	**不认为美联储今年需要调整购债计划**
Mary C. Daly	旧金山联储主席	鹰派◆	2021 年	认为高通胀不会很快出现
Charles L. Evans	芝加哥联储主席	鸽派★	2021 年	**对 2021 年的美国经济感到乐观**

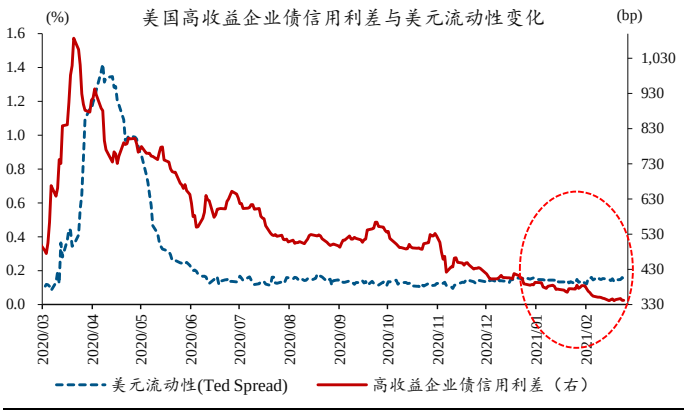
资料来源：Fed、开源证券研究所

图7：2 月以来，美国疫情形势持续加速改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：美国流动性环境持续保持宽松状态

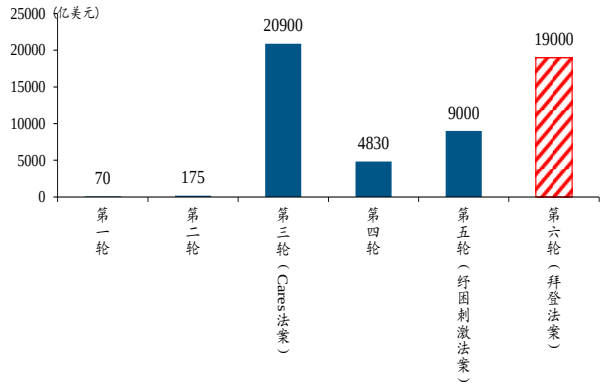


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、美联储操作不需要配合财政扩张

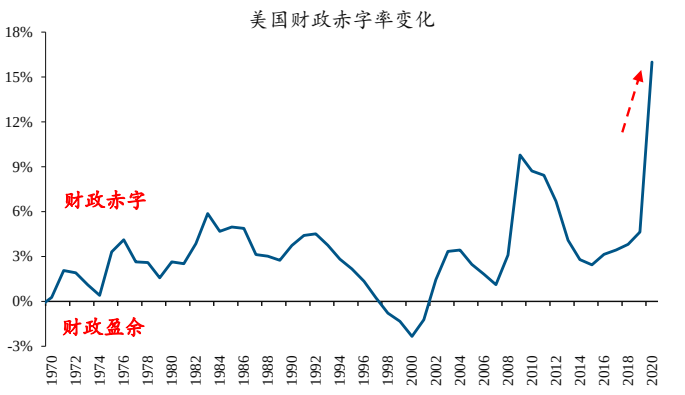
还有部分市场观点提出为了配合财政扩张，美联储需要加码宽松。2020 年疫情爆发以来，美国已先后实施了 5 轮财政刺激，合计刺激规模超过 2.5 万亿美元。拜登上任后，通过积极协调、运作，以及借助国会预算协调程序的便利，即将推动新一轮的 1.9 万亿美元的财政刺激落地。因为担忧美国财政政策持续扩张、大幅推升政府债务规模，部分市场观点提出，美联储必须加码宽松，以压低 10Y 美债利率、减轻政府偿债压力。

图9：2020 年以来，美国实施的财政刺激政策情况



数据来源：Wind、开源证券研究所

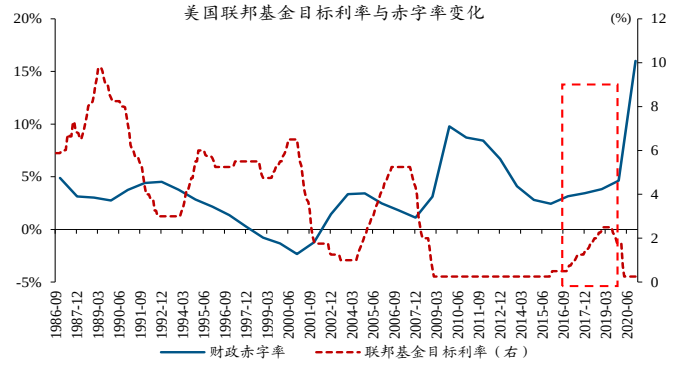
图10：大规模财政刺激下，美国 2020 年财政赤字激增



数据来源：Wind、开源证券研究所

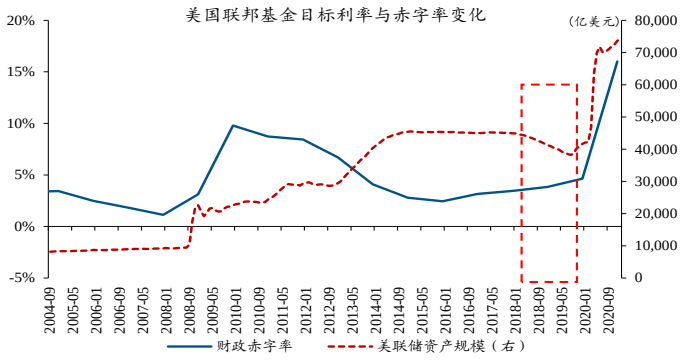
历史经验显示，美联储货币政策操作不需要配合财政政策。美联储拥有高度的政治独立性，政策实施不受美国政府或国会干扰。回溯历次美国财政政策扩张阶段，美联储的货币政策操作并不一致。在 1989 年至 1992 年、2000 年至 2003 年，以及 2008 年，伴随美国财政扩张，美联储均实施了降息。与之相反，2018 年，特朗普减税法案落地后，美联储加快加息节奏，并通过“缩表”、大幅缩减资产规模。对应到 10Y 美债走势上，2018 年及 2003 年，10Y 美债利率均曾大幅上行。

图11：2018 年，伴随财政扩张，美联储加快加息节奏



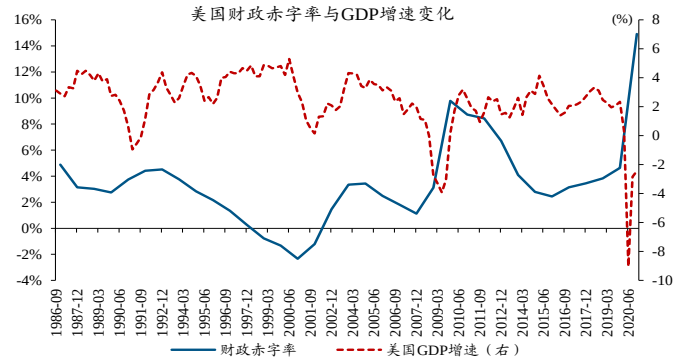
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2018 年，伴随财政扩张，美联储大幅缩表



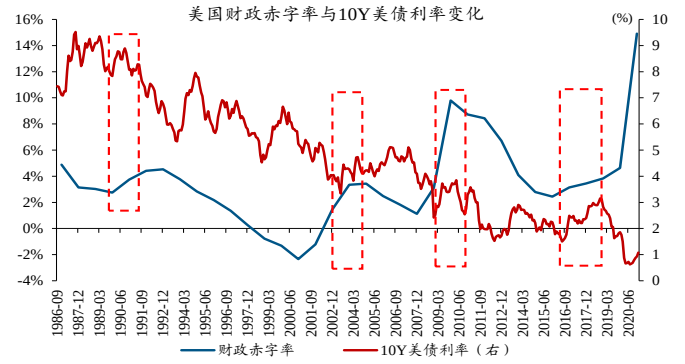
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：历次财政扩张后，美国经济景气均加快修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

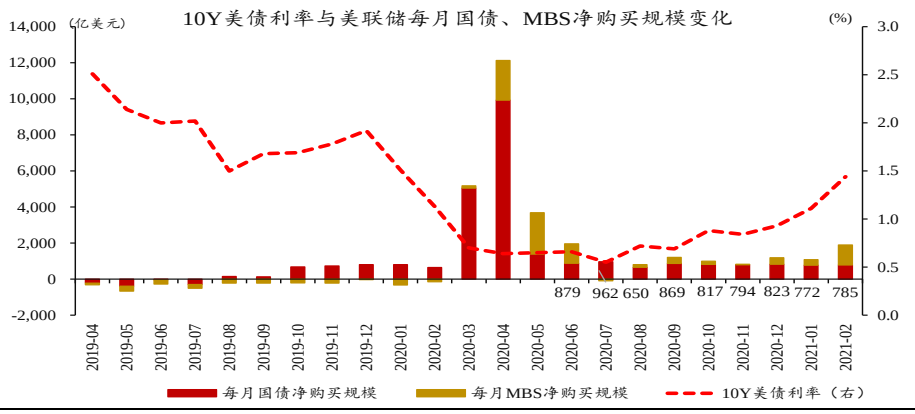
图14：美国财政扩张阶段，10Y 美债利率多次大幅上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

2020 年下半年以来，美国财政政策持续扩张、10Y 美债利率不断上行的同时，美联储也未扩大国债净购买规模。自 2020 年下半年起，美国财政部先后实施了 2 轮财政刺激，分别为企业及居民部门提供了 4830、9000 亿美元的财政援助。但在同期 10Y 美债利率由 0.55%升至 1.4%以上的过程中，美联储未扩大国债的净购买规模。美联储资产负债表显示，2020 年 6 月至 11 月，美联储每月对国债的净购买规模在 650 亿美元至 962 亿美元之间；2020 年 12 月，以及 2021 年 1 月、2 月，美联储对国债的净购买规模分别为 823、772、785 亿美元。

图15：2020 年下半年以来，美联储未明显扩大国债净购买规模

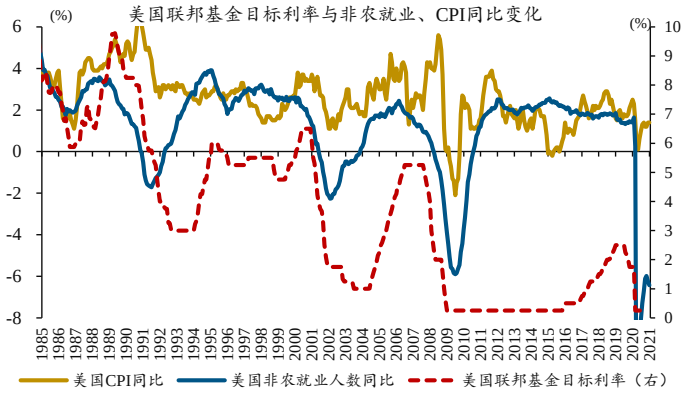


数据来源：Fed、开源证券研究所

1.3、10Y 美债及货币政策的主导变量是经济趋势

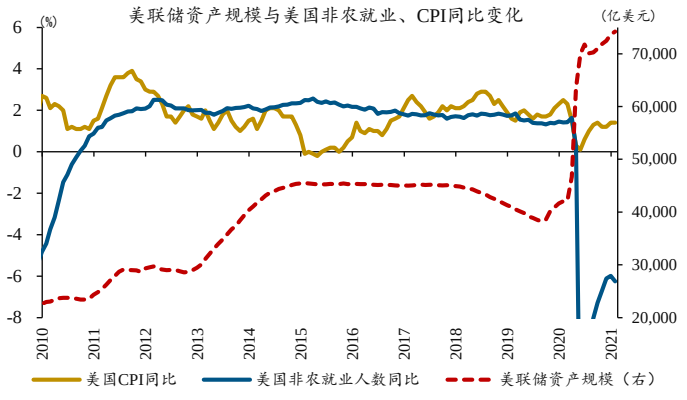
美联储的货币政策操作，一直是追随美国经济趋势的变化而调整，不受其他因素影响。美联储的政策目标是最大化就业与物价稳定。回溯历次美股调整的宏观背景，在美国经济基本面趋势向好阶段，如 1993 年至 1994 年、2015 年及 2018 年，美联储均选择了加息。相反，经济趋势恶化阶段，如 1990 年、2007 年至 2009 年及 2020 年，美联储均实施了降息。美联储在美国财政扩张阶段的操作，也有同样规律。如 2018 年，伴随经济的快速增长使政府偿债压力显著减轻，美联储为防止经济过热风险，选择了大幅加息及加快缩表节奏。

图16：美联储加息、降息操作，跟随美国经济趋势变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

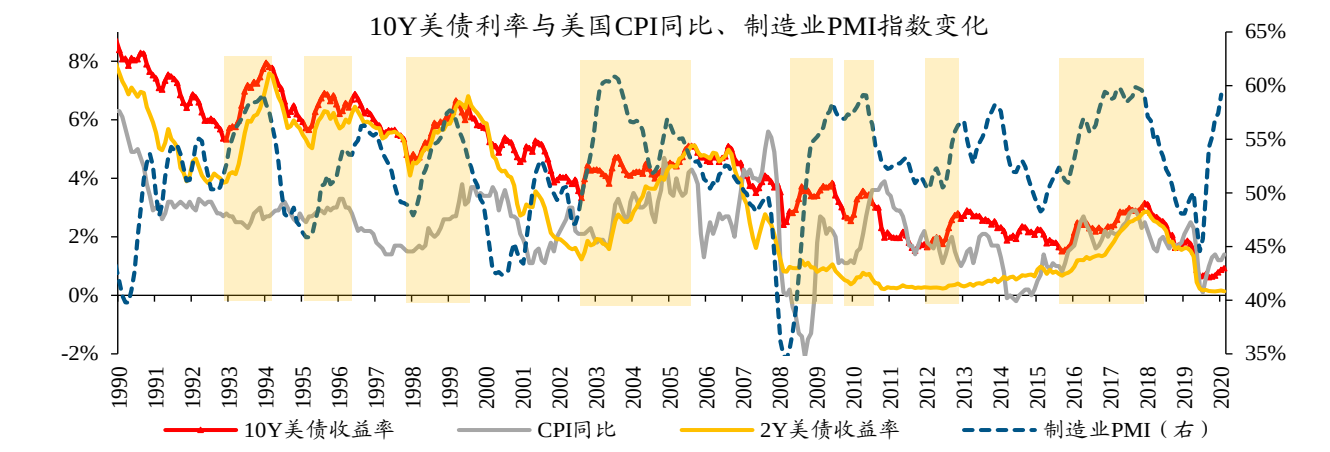
图17：美联储缩表、QE 操作，跟随美国经济趋势变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

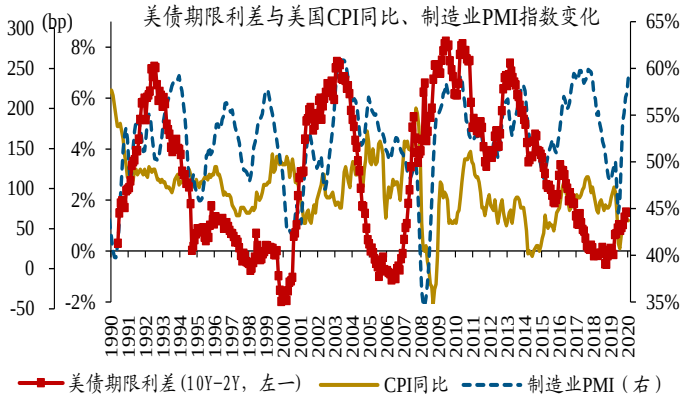
10Y 美债利率的走势，同样是美国经济基本面的“追随者”。以美债熊市为例，历轮美债熊市的开启，均缘于美国经济景气改善及通胀水平抬升，并且往往领先美联储的政策立场变化。举例来看，美国财政政策在 1990 年、2003 年及 2009 年持续扩张期间，10Y 美债利率大幅上行，均是受到美国经济基本面大幅改善的推动。2008 年至 2014 年，美联储前后 3 轮 QE、1 轮 OT 政策实施期间，10Y 美债利率曾多次大幅上行，同样缘于美国经济基本面的走强。**（详细分析，请参考我们已发报告《10Y 美债利率会否破 2%？》）**

图18：历轮美债熊市的开启，与美国经济景气改善及通胀水平抬升密切相关



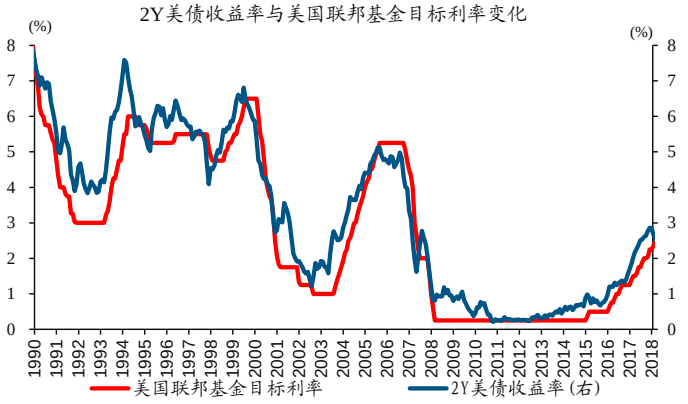
数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：美债期限利差与美国宏观经济形势密切相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

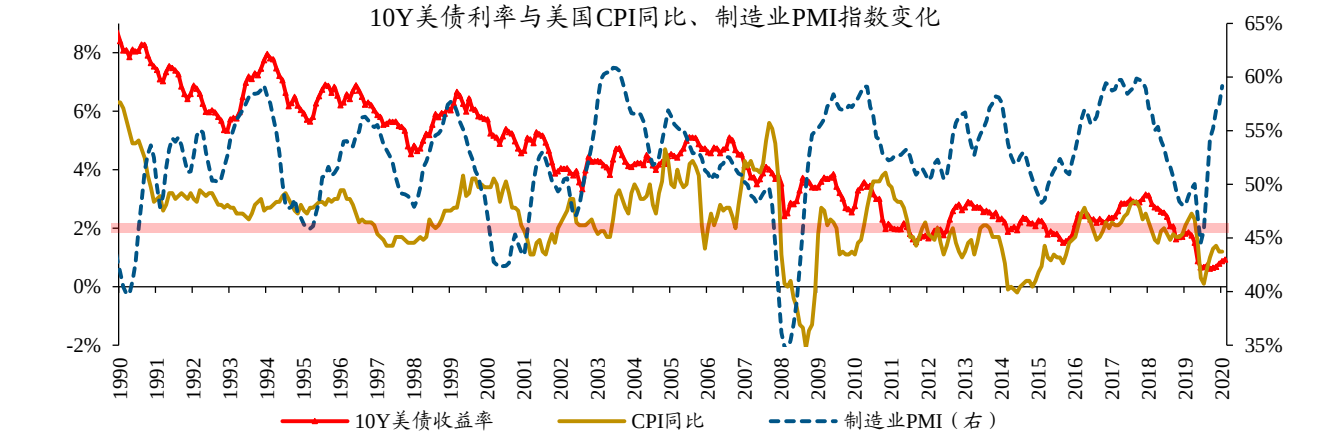
图20：2Y 美债利率走势主要受美国货币环境影响



数据来源：Wind、开源证券研究所

伴随美国经济修复显著加快及通胀压力大幅抬升，重申 10Y 美债利率破 2%风险。历史经验显示，美国经济改善阶段，10Y 美债利率和 CPI 的节奏走势相近；历次 CPI 同比升至 2%以上阶段，10Y 美债利率均破 2%。2020 年，因疫情频频反弹、压制服务消费的修复，美国 CPI 中权重最大的服务项的价格反弹力度较弱，拖累整体 CPI 表现。但随着美国疫苗大规模推广、疫情加速改善，美国服务消费的修复已开始显著加快，并推动油价进入加速上涨通道中。受此影响，美国 CPI 同比可能将于 3 月后升至 2%以上、高点甚至超过 4%[①]。

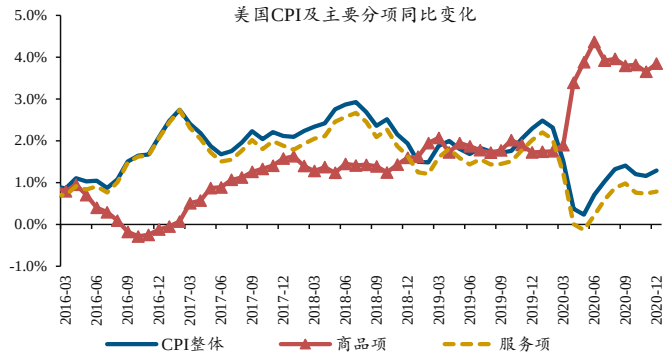
图21：美国经济景气改善及 CPI 同比高于 2%阶段，10Y 美债利率均上行至 2%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

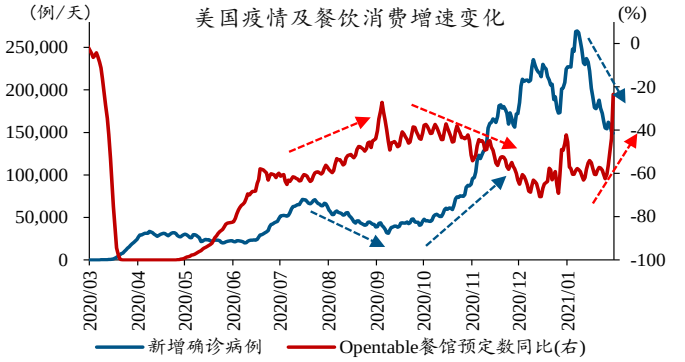
[①] 关于美国通胀及油价的详细分析，请参考我们已发报告《10Y 美债破 2%风险之再论》、《油价上涨远未结束》。

图22：美国通胀走势主要受服务项价格影响



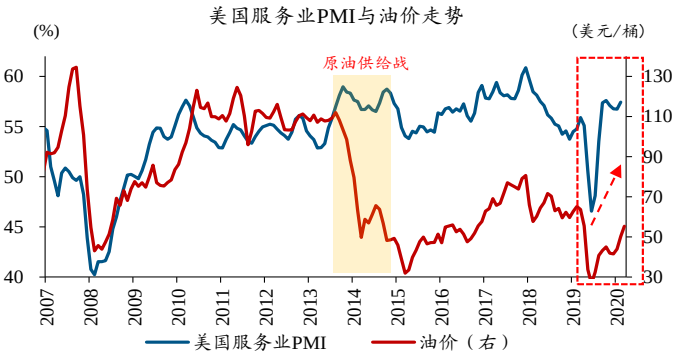
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：美国服务消费与疫情发展高度负相关



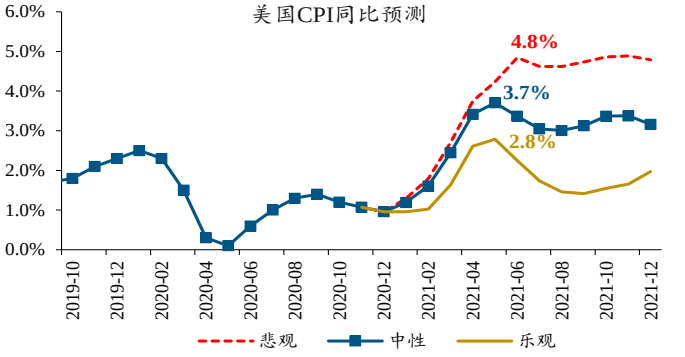
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：美国服务消费修复推动油价进入上涨通道



数据来源：Wind、开源证券研究所

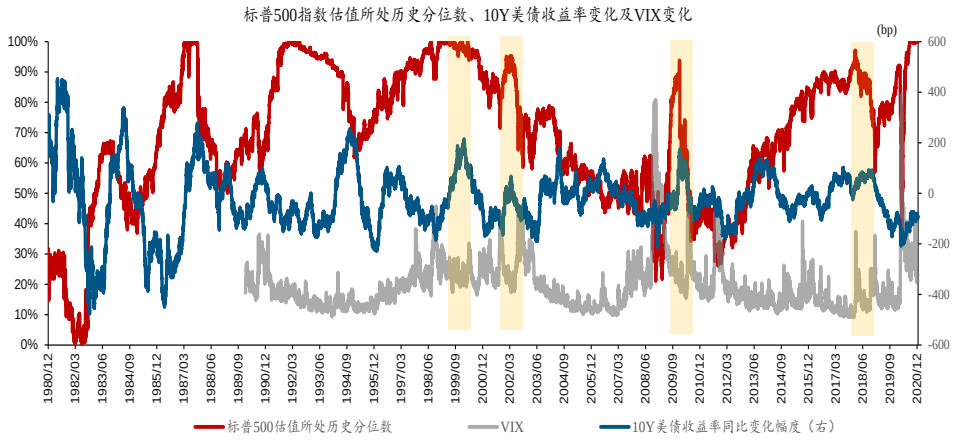
图25：3月后，美国通胀压力将大幅抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

再次重申10Y美债利率破2%风险、对高估值资产存不利影响。2020年4月后，在利率水平大幅回落的支持下，以美股为首的风险资产的估值持续提升，带动资产价格大幅上涨。最新数据显示，美股等资产的估值均处于历史峰值附近。结合历史经验来看，随着10Y美债利率上行通道打开，美股等高估值资产的估值将承压、波动加大。**（更详细分析，请参考我们已发布报告《通胀归来》）**

图26：历史经验显示，长端美债利率的上行易导致美股等高估值风险资产波动加大



数据来源：Wind、开源证券研究所

经过研究，我们发现：

（1）经验显示，美联储一般仅在市场波动引发流动性危机时，进行宽松对冲。比如，1987 年、2020 年，美股剧烈调整、导致流动性危机爆发后，美联储实施了快速降息。在大部分时段，美联储的政策操作并不盯住资产价格。

（2）2 月以来，虽然 10Y 美债利率上行、导致美股调整，但美国经济基本面持续向好，美元拆借利率及企业信用利差均处于历史低位。美联储内无一官员表示要加码宽松，多位官员称不担心美债上行、认为后者是经济向好的自然结果。

（3）美联储拥有高度的独立性，政策实施不受美国政府或国会干扰。回溯以往美国财政扩张阶段，美联储的政策实施大相径庭。比如，在 1989-1992 年、2000-2003 年及 2008 年，美联储均进行了降息操作。相反，2018 年，特朗普减税法案落地后，美联储曾连续加息 4 次，并持续加快“缩表”节奏。

（4）2020 年下半年以来，美国财政持续扩张、10Y 美债利率不断上行的同时，美联储也未扩大国债净购买规模。数据显示，2020 年 6 月至 11 月，美联储每月国债净购买规模在 650 至 962 亿美元之间；2020 年 12 月，以及 2021 年 1 月、2 月，美联储对国债的净购买规模分别为 823、772、785 亿美元。

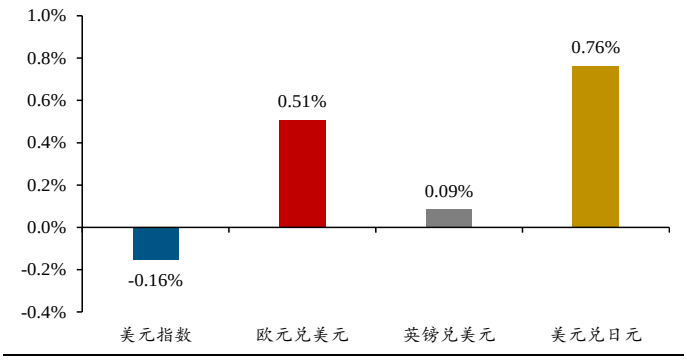
（5）总结规律来看，主导美联储货币政策及 10Y 美债走势的核心因素是经济趋势。历次美国经济趋势向好阶段，如 2018 年，无论美股调整及财政扩张幅度如何，美联储最终均选择了收紧货币政策，10Y 美债利率持续大幅上行。相反，美国经济趋势恶化阶段，美联储往往快速放松货币政策，10Y 美债利率也进入到下行通道中。

（6）重申观点：伴随美国疫情改善、经济修复加快，叠加油价上涨，美国 CPI 同比或于 3 月后升至 2%以上、高点甚至可能超 4%。受此影响，10Y 美债利率破 2%风险较大，对高估值资产存不利影响。

2、 大类资产回溯：主要经济体长端国债利率大幅上行

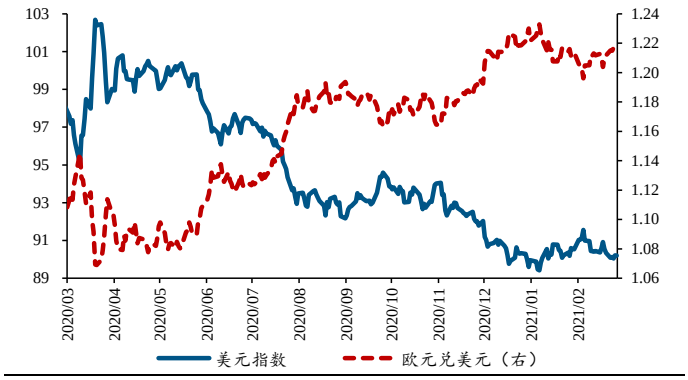
当周（2 月 22 日-2 月 26 日），美元下跌，欧元、英镑上涨。美元指数下跌 0.16%至 90.2。其他货币方面，欧元、英镑兑美元分别上涨 0.51%、0.09%至 1.218、1.402；日元汇率下跌，美元兑日元上涨 0.76%至 106.23。

图27：当周，美元下跌，欧元、英镑上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

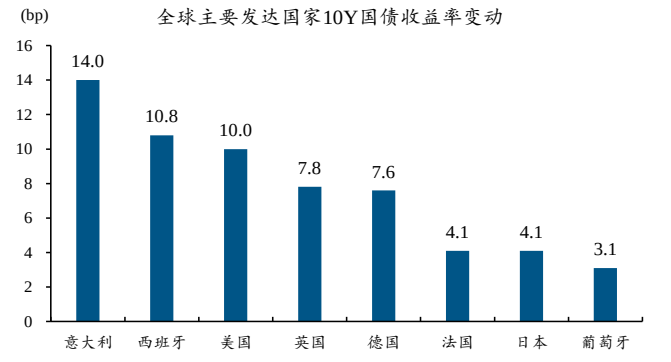
图28：当周，美元指数震荡下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

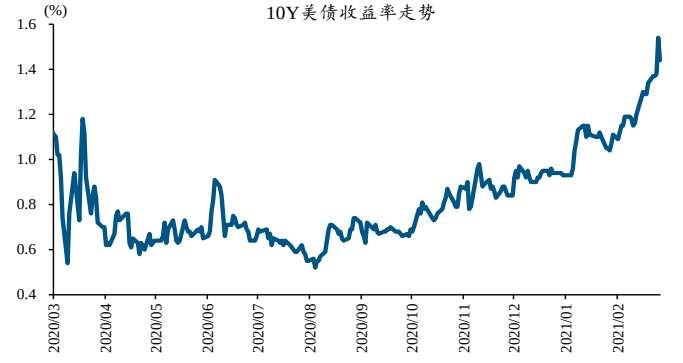
当周（2 月 22 日-2 月 26 日），主要经济体 10Y 国债收益率大幅上行。10Y 美债收益率上行 10bp 至 1.44%。其他债市方面，10Y 英、德、法债收益率分别上行 7.8bp、7.6bp、4.1bp 至 0.82%、-0.27%、-0.03%。

图29：当周，主要国家 10Y 国债收益率继续大幅上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

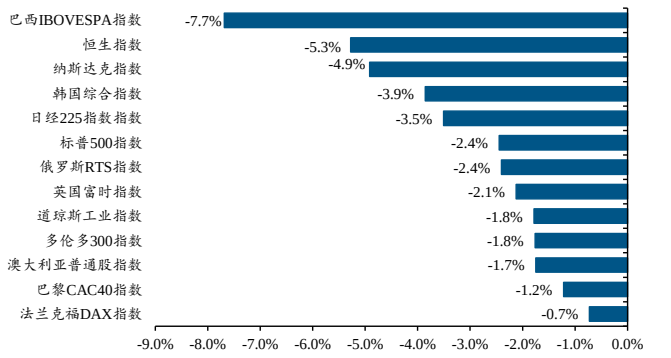
图30：当周，10Y 美债收益率继续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

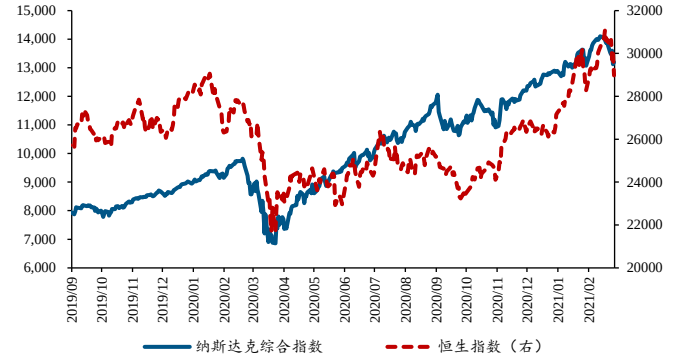
当周（2 月 22 日-2 月 26 日），全球主要股指普遍下跌。美股道琼斯、纳斯达克、标普 500 分别下跌 1.8%、2.4%、4.9%。亚洲股指方面，日经 225、韩国综指分别下跌 3.5%、3.9%。欧洲股指方面，法国 CAC40、英国富时分别下跌 1.2%、2.1%。

图31：当周，全球主要股指涨普遍下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

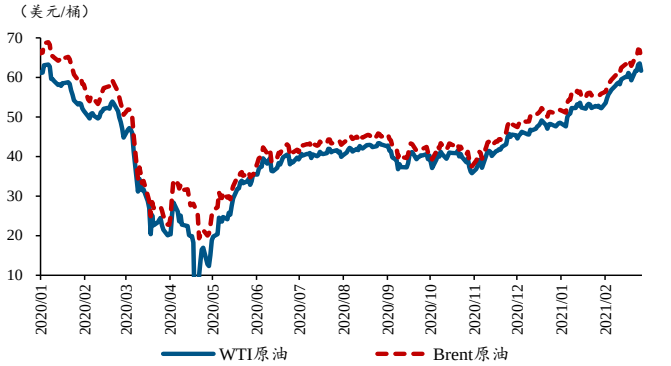
图32：当周，纳斯达克、恒指双双下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

当周（2 月 22 日-2 月 26 日），原油上涨，黄金下跌。原油方面，Brent、WTI 原油分别上涨 2.73%、4.09%至 64.63 美元/桶、61.66 美元/桶。黄金方面，COMEX 黄金下跌 2.78%至 1728.2 美元/盎司。

图33：当周，WTI、Brent 原油价格双双上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：当周，COMEX 黄金价格下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 重点关注：美国 2 月非农就业数据

表2：海外重点数据发布日期情况

地区	日期	经济指标	期间	调查值	前值
美国	3/1	ISM 制造业 PMI	2 月	58.7	58.7
		营建支出环比	1 月	0.7%	1%
	3/3	ISM 非制造业 PMI	2 月	58.7	58.7
		当周 EIA 原油库存(万桶)	至 2 月 26 日	--	-725.8
	3/4	工厂订单环比	1 月	1%	1.1%
		当周初请失业金人数(万人)	至 2 月 27 日	--	73
	3/5	贸易帐(亿美元)	1 月	-675	-666
		非农就业人口变动(万人)	2 月	13.3	4.9
欧元区	3/2	调和 CPI 同比	2 月	1.1%	0.9%
德国	3/1	CPI 同比	2 月	1.2%	1%

资料来源：Wind、开源证券研究所

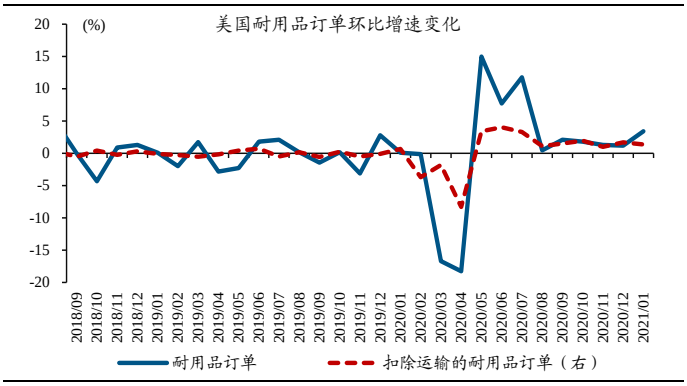
4、 数据跟踪：美国 1 月耐用品订单增速超预期

4.1、 美国数据

4.1.1、 美国 1 月耐用品订单环比、1 月新屋销售年化总数双双高于预期

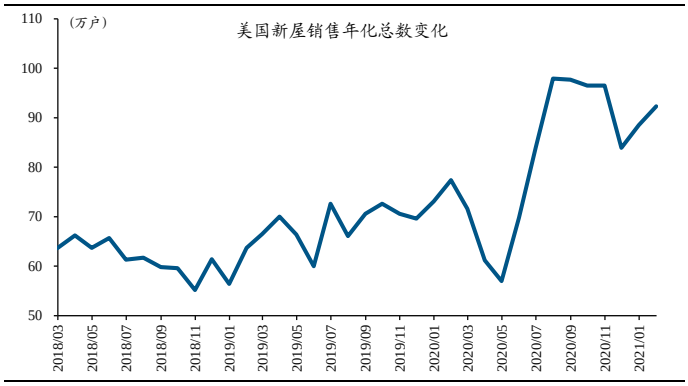
当周（2 月 22 日-2 月 26 日），美国公布了 1 月耐用品订单及新屋销售数据。其中，美国 1 月耐用品订单环比增速由 1.2%升至 3.4%，高于预期 1.1%；扣除变动较大的运输类，1 月耐用品订单环比增 1.4%，高于预期的 0.7%，但前值由增 1.1%上修为增 1.7%。1 月新屋销售年化总数从 88.5 万户升至 92.3 万户，高于预期 85.6 万户；1 月新屋销售总数环比增速达到 4.3%，高于预期 1.6%。

图35：美国 1 月耐用品订单环比增速高于预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：美国 1 月新屋销售年化总数高于预期

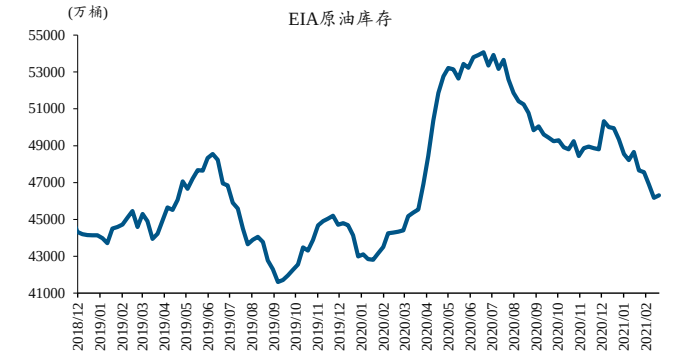


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.2、 当周 EIA 原油库存小幅增加，初请失业金人数好于预期

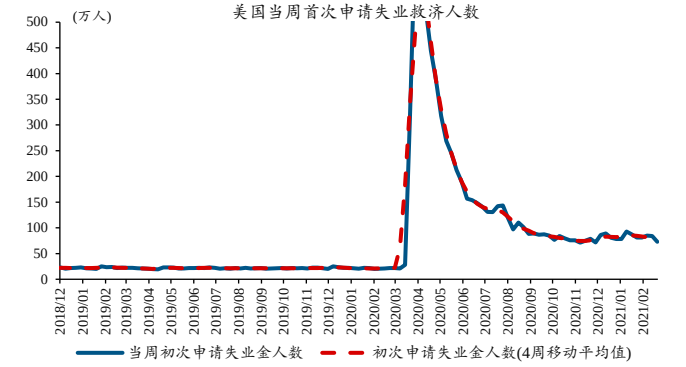
当周（2 月 22 日-2 月 26 日），美国公布了 2 月 19 日当周 EIA 原油库存数据、2 月 20 日当周初请失业金人数。其中，当周 EIA 原油库存增加 128.5 万桶，前值减少 725.8 万桶，预期减少 519.0 万桶。当周初请失业金人数减少 11.1 万，降至 73 万，预期 82.5 万。

图37：美国当周 EIA 原油库存小幅增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：美国当周初请失业金人数好于预期



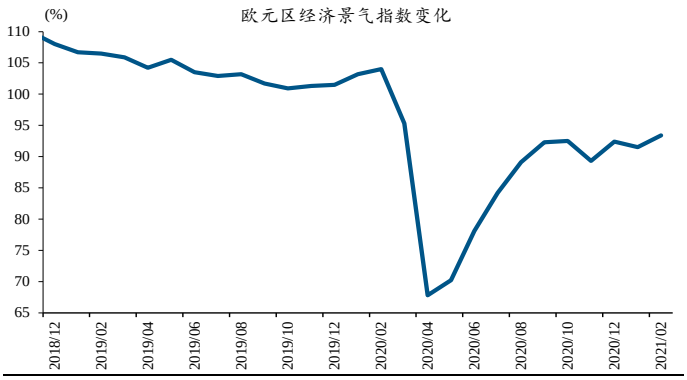
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 欧洲数据

4.2.1、 欧元区 2 月经济景气指数、德国 2 月 IFO 商业景气指数继续上升

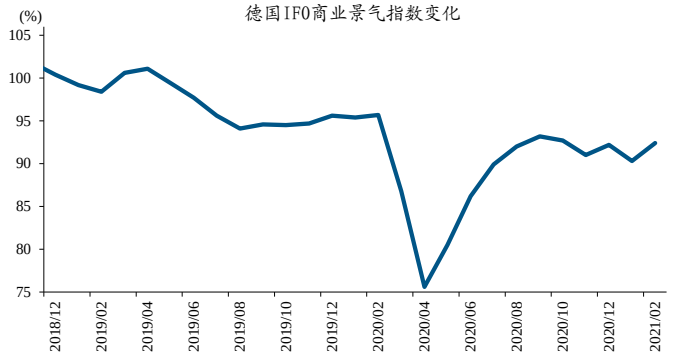
当周（2 月 22 日-2 月 26 日），欧元区公布的 2 月经济景气指数由 91.5%升至 93.4%，高于预期 92.1%。德国公布的 2 月 IFO 商业景气指数录得 92.4%，高于预期 90.5%、前值 90.1%。

图39：欧元区 2 月经济景气指数继续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：德国 2 月 IFO 商业景气指数继续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

因疫苗效果不佳，疫情频频反弹。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn