

海外宏观周报（2021.02.21）

美国 1 月零售超预期以及关注美国通胀回归

- **海外宏观数据跟踪：1 月美国零售数据超预期走高。**美国 1 月零售和食品服务销售额同比增长 7.43%，前值为 2.53%，增速达 2011 年 10 月以来最高；美国 1 月零售销售额同比增长 10.83%，前值为 5.88%，本月增速录得 1994 年 3 月以来最高。**1 月份零售数据与 2020 年 9 月份零售销售超预期类似，均表现为耐用品消费增速与线下服务消费增速的修复，其驱动因素亦类似，**即（1）居民现金/失业补助的到账，分别是特朗普 8 月份签署行政令延长的失业补助和 12 月份通过的 9000 亿财政刺激中的现金支票和失业补助；（2）疫情的阶段性好转，表现为 8 月末 9 月初美国新冠滚动死亡率的见顶回落和 1 月份以来疫苗接种速度加快导致的致死率拐点的出现。
- **疫情数据跟踪：**截至 2 月 21 日，据约翰霍普金斯大学统计，新冠疫情全球累计确诊 111,133,590 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(28,077,638 例)、印度(10,991,651 例)和巴西(10,139,148 例)；**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；**欧元区第二波疫情自 8 月初开始，目前每日新增有所稳定，欧元区国家每日新增从第二波疫情峰值 20 万/天下降到目前 10 万例/天以下。
- 近期海外再通胀交易再度风起云涌，大宗商品价格不断创新高，10 年期美债利率也上行突破了 1.3%。但需要注意的是，**短期通胀补偿（名义利率与实际利率之差）的变动通常是通胀溢价的波动引起的，当通胀溢价的中枢水平大致稳定的时候，其与估值水平高度正相关，因此在短期内美债利率的上行实际上支撑了美股的估值，而非压制。**市场担心的美债利率走高对美股估值造成压制的情况可能会在两种情况下出现：（1）当利率中枢整体抬升的时候（比如 10 年期美债利率中枢上升至 2.5-3.0%水平）；（2）第二种情况是通胀预期开始趋势性上升的时候，其通常发生在再通胀持续了一段时间后。**总的来说，我们认为 2021 年是美国通胀回归的一年，疫苗接种带来的经济复苏、大规模财政刺激、极度宽松的货币政策以及制造业补库与油价回升的共振将大概率使美国核心 PCE 价格同比增速在上半年突破 2%，下半年在 2.5%以上波动。**尽管在平均通胀目标制下美联储不会在 2021 年加息，但其有意无意忽略的高通胀将大概率使其在 2021 下半年开始逐步退出宽松，而通胀数据的不断升温将很可能使通胀预期在 Q2-Q3 开始趋势性上行，从而压制美股估值。**实际利率方面，**为了降低私人部门与联邦政府的融资成本，我们预计美联储将允许名义利率随通胀补偿上行，即实际利率保持低位震荡，而实际利率开始趋势性上行的时点将与美联储宣布开始退出宽松的时间一致。由于欧洲在经济复苏的内生性动能、疫苗接种速度方面均不如美国，且各成员国财政压力和经济水平差异较大，因此欧央行当前正实施隐性的收益率曲线控制(YCC)以营造宽松的金融环境。在此背景下，2021 年美德实际利差很可能将延续 2020 年 9 月份以来的上行走势，叠加美联储与欧央行的扩表速度差不断收敛，这或将继续为美元指数提供上行的动能。

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.....9
央行及流动性数据跟踪.....11
主要大宗商品数据跟踪.....13

图表目录

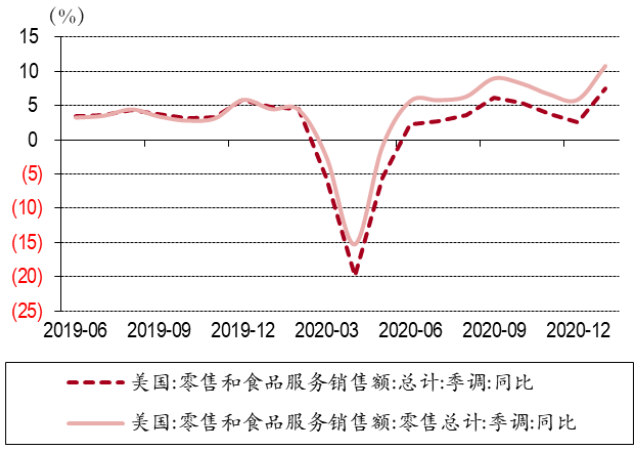
图表 1. 美国零售销售同比增速 4
图表 2.美国新冠每日新增及滚动致死率数据 4
图表 3. 美国每百人疫苗接种人数 5
图表 4. 美国 Markit PMI 走势 5
图表 5. 欧元区 PMI 走势 5
图表 6. 本周新公布重要经济数据 6
图表 7. 美国宏观数据热力图 7
图表 8.美欧日经济意外指数均上行，中国下降 7
图表 9. G10 经济体与新兴市场经济意外指数均走高 7
图表 10. 其他地区宏观数据热力图 8
图表 11. 全球疫情继续蔓延，每日新增数目反弹上升 9
图表 12.日韩第三波疫情有所缓和 9
图表 13. 欧洲第二波疫情有所稳定 9
图表 14. 美国第三波疫情回落 9
图表 15. 印度每日新增稳定回落 10
图表 16.美国与印度累计确诊差距正重新扩大 10
图表 17. 中日美欧 10 年债券利率均较大幅走高，10 年期美债收益率升破 1.3% 12
图表 18. FRA 利差走低 12
图表 19. CP-OIS 利差本周走平 12
图表 20. 一般抵押物隔夜回购利率走平 12
图表 21. 投资级与高收益公司债利差均走阔 12
图表 22. 本周期铜价格上升 13
图表 23. 春节假期油价大幅飙升后，本周震荡 13
图表 24. 黄金期货价格本周继续下跌 13
图表 25. USDX 美元指数本周走低，人民币贬值 13

经济数据跟踪

1 月美国零售数据超预期走高。美国 1 月零售和食品服务销售额同比增长 7.43%，前值为 2.53%，增速达 2011 年 10 月以来最高；美国 1 月零售销售额同比增长 10.83%，前值为 5.88%，本月增速录得 1994 年 3 月以来最高。**事实上 2020 年 9 月美国零售数据同样经历了一波超预期的上行，且两者之间有一定的相似性。**9 月份美国零售和食品服务销售额同比增长 6.09%，零售销售额同比增长 9.0%，均较 8 月份大幅提高，且 9 月份与 1 月份相比，耐用品消费增速（如机动车及零部件、家具和家用装饰、建材等）与线下服务消费增速（加油站、服装及服装配饰、日用品商场等）均有可观的修复。

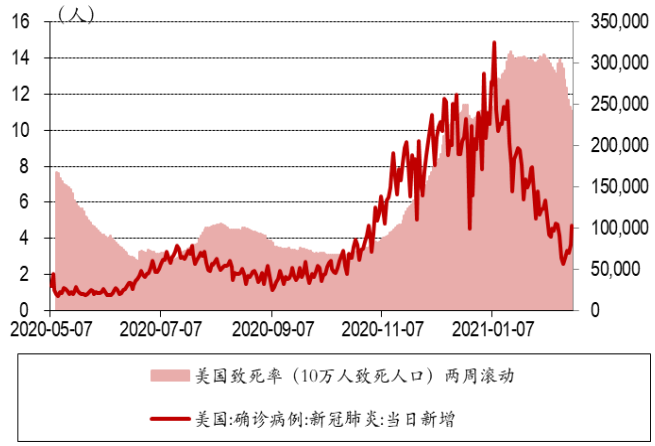
我们认为两个因素是两阶段零售增速超预期的共同原因：1. 居民现金/失业补助的到账，CARES 法案所提供的 600 美金每周的失业补助在 2020 年 7 月末到期，尽管 8 月份特朗普签署行政令延长失业救助计划，但白宫经济顾问库德罗在接受 CNN 采访时曾说"补助需要数周来开始运转"，这也是当时 8 月份零售数据与人均可支配收入均下滑，但 9 月份两者均迎来修复的原因。另一方面，12 月 21 日美国参众两院就 9000 亿美元的财政刺激方案达成一致，刺激方案中包括了向年收入低于 75000 美金的成年人以及每个儿童 600 美元的现金发放、300 美元每周的联邦失业补助等。因此新一轮的现金发放与失业补助大概率在 1 月份到账，且相比于去年 9 月，本轮救助还包括了一次性的现金支票，刺激力度更强，这也是 1 月美国零售销售增速大超预期的原因。**2. 疫情的阶段性好转，**我们在此前的报告中曾提到相比于新冠每日新增确诊人数，新冠疫情的滚动致死率是更好的经济先行指标。美国该指标在 8 月末 9 月初开始见顶回落，相似地，由于疫苗接种的不断推进(可以看到美国每百人疫苗接种人数自 1 月份开始快速上升)，美国新冠滚动致死率在 1 月份停止上升并出现拐点。疫情的好转带来消费者风险偏好的提升是线下服务消费获得修复的最重要原因。

图表 1. 美国零售销售同比增速



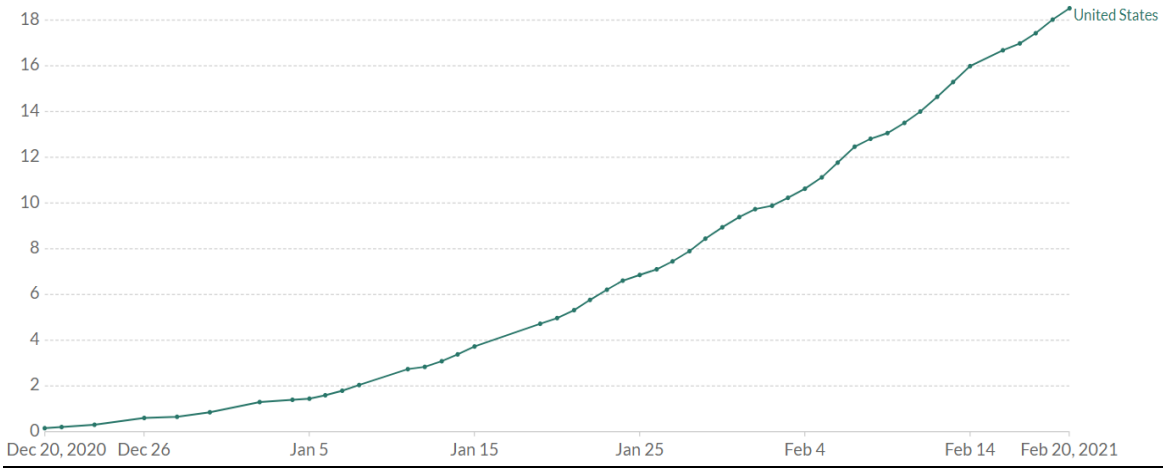
资料来源：万得，中银证券

图表 2.美国新冠每日新增及滚动致死率数据



资料来源：万得，中银证券

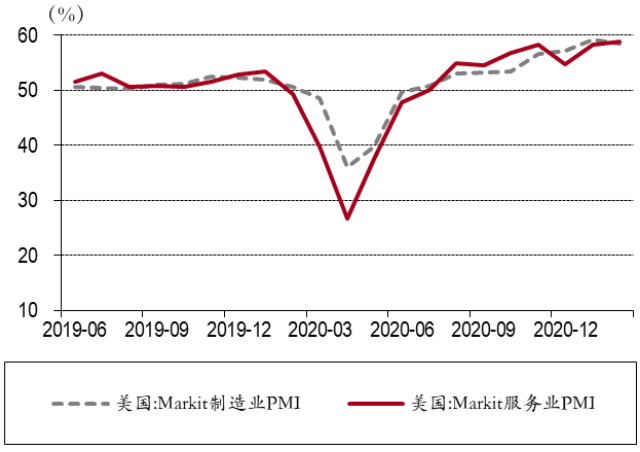
图表 3. 美国每百人疫苗接种人数



资料来源：Our World in data，中银证券

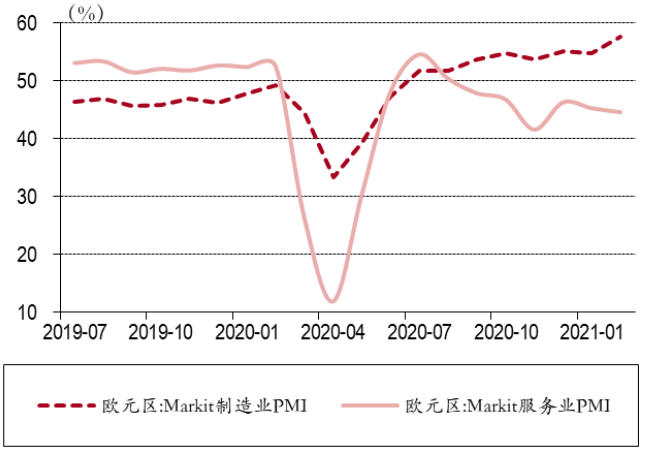
美欧 2 月 PMI“延续特色”，美国复苏高景气，欧洲制造业服务业继续分化。2 月美国 Markit 制造业 PMI 初值为 58.5，较 1 月小幅下降 0.7，但仍处历史高位；2 月美国 Markit 服务业 PMI 初值录得 58.9，前值为 58.3，录得 2015 年 3 月份以来最高值，从先行指标看美国复苏仍延续高景气。另一方面，欧元区 2 月制造业 PMI 为 57.7，较前值 54.8 大幅上升 2.9，为 2018 年 2 月份以来最高；而服务业 PMI 初值则录得 44.7，前值为 45.4，已连续 6 个月位于荣枯线以下，欧洲制造业服务业景气度由于疫情原因继续分化。**然而，美国服务业 PMI 就业指标仍存隐忧，**IHS Markit 最新报告指出，为削减成本以及应对疫情带来的不确定性，服务业企业仍不愿意扩大雇佣数量，因此疫情仍是未来美国就业数据以及经济复苏的最大拖累。

图表 4. 美国 Markit PMI 走势



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 欧元区 PMI 走势



资料来源：万得，中银证券

图表 6.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	2月17日	1月PPI:最终需求:同比:季调(%)	1.80	0.80		
		1月核心PPI:同比:季调(%)	2.30	1.80		
		1月零售和食品服务销售:同比:季调(%)	7.43	2.53		
		1月核心零售总额:季调:同比(%)	10.83	5.88		
		1月工业产能利用率(%)	75.55	74.88		
		1月工业总体产出指数:同比(%)	-1.83	-3.15		
		2月NAHB住房市场指数	84.00	83.00		
	2月18日	2月13日当周初次申请失业金人数:季调(千人)	861.00	848.00		
		2月06日持续领取失业金人数:季调(千人)	4494.00	4558.00		
	2月20日	2月Markit制造业PMI:季调	58.50	59.20		
		2月Markit服务业PMI:商务活动:季调	58.90	58.30		
欧元区	2月16日	12月德国工业生产指数:同比(%)	-1.80	-3.70		
		2月德国ZEW经济景气指数	71.20	61.80	59.60	高于预期
		2月欧元区:ZEW经济景气指数	69.60	58.30		
	2月17日	1月英国CPI:同比(%)	0.70	0.60		
		1月英国核心CPI:同比(%)	1.40	1.40		
	2月19日	1月法国CPI:同比(%)	0.60	0.00		
		2月法国制造业PMI(初值)	55.00	51.60		
		2月法国服务业PMI(初值)	43.60	47.30		
		2月德国制造业PMI(初值)	60.60	57.10	57.00	高于预期
		2月德国服务业PMI(初值)	45.90	46.70	46.50	低于预期
		2月欧元区:制造业PMI(初值)	57.70	54.80	54.70	高于预期
		2月欧元区:服务业PMI(初值)	44.70	45.40	45.90	低于预期
日本	2月15日	第四季度GDP(初值):同比(%)	-1.20	-5.80		
		第四季度GDP(初值):环比:季调(%)	3.00	5.30		
		12月产能利用率指数:同比(%)	-0.11	-3.12		
	2月17日	1月进口额:同比(%)	-9.53	-11.56		
		1月出口额:同比(%)	6.42	1.98		
	2月19日	1月CPI:同比(%)	-0.60	-1.20		
		1月CPI(剔除食品和能源):同比(%)	0.20	-0.50		
		2月制造业PMI(初值)	50.60	49.70		

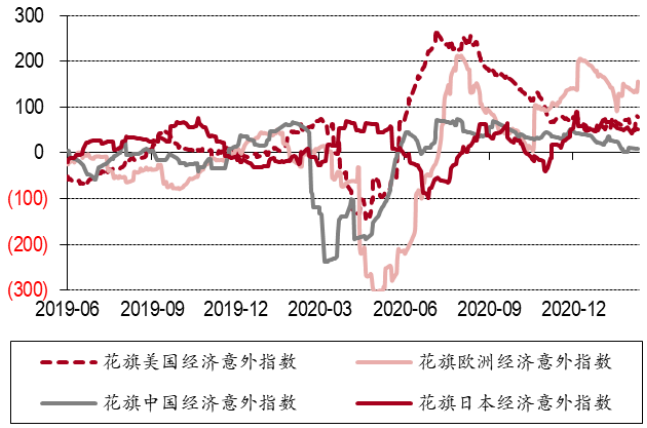
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 美国宏观数据热力图

	指标	单位	2021-02	2021-01	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02
总产出	GDP不变价	环比折年率季调%			4.00			33.40			-31.40			-5.00	
	联邦政府财政赤字(盈余为负)	亿美元		1628.32	1435.62	1452.66	2840.71	1246.11	2000.12	629.92	8640.74	3987.54	7380.22	1189.88	2352.78
国际贸易指标	出口金额	同比季调%			-10.18	-12.74	-13.60	-15.00	-17.51	-19.29	-24.77	-32.44	-28.86	-12.54	-0.65
	进口金额	同比季调%			-0.23	0.45	-3.11	-6.41	-8.45	-11.31	-19.82	-24.26	-22.08	-11.03	-4.27
	贸易差额	同比季调%			-45.84	-68.08	-48.17	-31.12	-29.12	-21.57	-0.20	-9.72	-6.76	4.43	20.40
	贸易差额	亿美元			-666.13	-690.05	-637.55	-627.28	-655.63	-620.50	-518.50	-562.38	-525.31	-467.48	-376.53
个人消费指标	个人总收入	环比季调%			0.60	-1.30	-0.68	0.77	-2.58	0.90	-1.05	-4.02	12.42	-1.85	0.75
	个人实际可支配收入	环比季调%			0.18	-1.51	-0.89	0.54	-3.40	0.49	-1.89	-4.86	15.59	-1.44	0.58
	个人实际消费支出	环比季调%			-0.61	-0.68	0.23	1.13	0.91	1.22	5.93	8.52	-12.26	-6.46	-0.11
	零售销售额	同比季调%		10.83	5.88	6.65	8.24	9.00	6.33	5.81	5.68	-0.97	-15.33	-2.60	4.40
	零售和食品服务销售额	同比季调%		7.43	2.53	3.79	5.44	6.09	3.61	2.70	2.23	-5.55	-19.86	-5.59	4.48
工业产出指标	工业总产值	环比季调%		0.84	1.12	0.83	1.11	-0.64	0.86	6.01	10.33	5.22	-17.19	-7.09	0.41
	耐用品新增订单	环比季调%			0.47	1.30	1.81	2.08	0.44	11.78	7.72	14.99	-18.30	-16.72	-0.15
	耐用品除国防外新增订单	环比季调%			0.55	1.18	0.81	3.79	1.00	10.49	9.67	15.02	-17.30	-17.54	-1.94
	耐用品除运输外新增订单	环比季调%			0.73	0.83	1.95	1.52	1.09	3.28	4.01	3.40	-8.33	-1.80	-3.71
	制造业新订单：核心资本品(剔除国防和飞机)	环比季调%			0.58	0.96	1.69	1.94	2.40	2.62	4.27	1.51	-6.57	-1.27	-4.17
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	5.36
	新建住房销售	环比季调%			1.57	-12.64	-1.66	-1.23	-0.20	16.55	20.34	22.46	-6.86	-14.53	-7.49
	营建许可	环比%		10.39	4.22	5.89	-0.06	4.67	-0.47	17.89	3.45	14.07	-21.39	-5.70	-6.38
	新屋开工	环比季调%		-5.95	8.18	1.50	6.47	4.66	-7.67	17.55	21.87	11.13	-26.40	-19.02	-3.09
	标准普尔/CS房价指数:20个大中城市	同比%				9.08	8.01	6.70	5.37	4.16	3.48	3.55	3.82	3.84	3.46
	NAHB/富国银行住房市场指数		84.00	83.00	86.00	90.00	85.00	83.00	78.00	72.00	58.00	37.00	30.00	72.00	74.00
就业指标	新增非农就业人数	千人；季调		49.00	-227.00	264.00	680.00	716.00	1583.00	1726.00	4846.00	2833.00	-20679.00	-1683.00	289.00
	新增ADP就业人数	千人；季调		174.19	-77.62	298.84	408.70	753.92	481.81	215.68	4485.49	3340.55	-19408.88	-301.89	147.24
	失业率	季调%		6.30	6.70	6.70	6.90	7.80	8.40	10.20	11.10	13.30	14.80	4.40	3.50
	U6失业率	季调%		11.10	11.70	12.00	12.10	12.80	14.20	16.50	18.00	21.20	22.80	8.70	7.00
	私人非农平均时薪	美元；季调		29.96	29.90	29.61	29.52	29.50	29.47	29.37	29.35	29.74	30.07	28.74	28.51
通胀指标	CPI	同比%		1.40	1.40	1.20	1.20	1.40	1.30	1.00	0.60	0.10	0.30	1.50	2.30
	核心CPI	同比%		1.40	1.60	1.60	1.60	1.70	1.70	1.60	1.20	1.20	1.40	2.10	2.40
	PCE	同比%			1.28	1.12	1.19	1.35	1.24	1.01	0.92	0.54	0.48	1.34	1.84
	核心PCE	同比%			1.45	1.37	1.41	1.53	1.43	1.26	1.14	1.01	0.93	1.65	1.87
	PPI：最终需求	同比季调%		1.80	0.80	0.80	0.50	0.30	-0.20	-0.30	-0.60	-1.00	-1.40	0.30	1.10
	核心PPI：最终需求	同比季调%		2.00	1.20	1.40	1.20	0.90	0.50	0.70	0.30	0.20	0.30	1.10	1.10
景气指标	ISM制造业PMI			58.70	60.50	57.50	59.30	55.40	56.00	54.20	52.60	43.10	41.50	49.10	50.10
	ISM非制造业PMI			58.70	57.70	55.90	56.60	57.80	56.90	58.10	57.10	45.40	41.80	52.50	57.30
	Markit制造业PMI	季调	58.50	59.20	57.10	56.70	53.40	53.20	53.10	50.90	49.80	39.80	36.10	48.50	50.70
	Umich消费者信心指数		76.20	79.00	80.70	76.90	81.80	80.40	74.10	72.50	78.10	72.30	71.80	89.10	101.00
	Sentix投资信心指数		18.00	10.70	9.10	4.80	-1.10	-4.80	-15.60	-17.10	-22.30	-36.80	-39.10	0.20	20.30
货币供应指标	M1	环比季调%		3.31	9.16	7.88	0.95	2.05	1.06	2.15	3.60	4.94	12.73	6.32	0.67
	M2	环比季调%		1.61	0.44	1.34	0.73	1.23	0.35	0.82	1.65	4.99	6.45	3.51	0.28
汇率	USDX美元指数		90.34	90.54	89.96	92.03	94.02	93.85	92.17	93.48	97.38	98.26	99.02	98.96	98.13
	广义美元指数		111.78	112.24	111.56	113.50	116.47	117.26	116.01	117.45	120.78	121.19	122.64	122.78	117.74

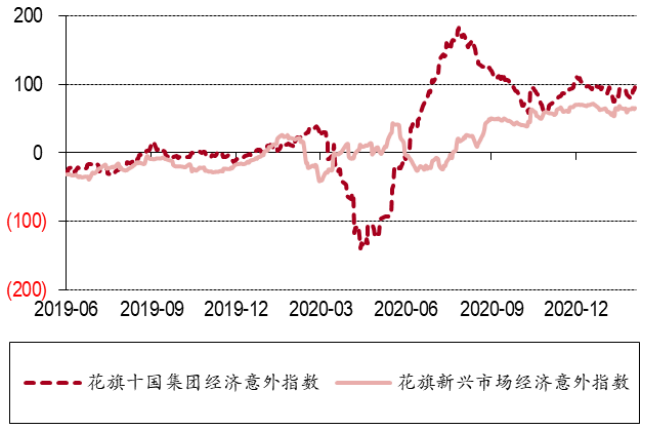
资料来源：万得，中银证券（USDX 美元指数数据截至 2 月 19 日，广义美元指数数据截至 2 月 12 日）

图表 8.美欧日经济意外指数均上行，中国下降



资料来源：bloomberg，中银证券

图表 9. G10 经济体与新兴市场经济意外指数均走高



资料来源：bloomberg，中银证券

图表 10. 其他地区宏观数据热力图

	指标	单位	2021-02	2021-01	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02
欧元区	GDP不变价	环比折年季调%			-2.40			59.90			-39.20			-14.10	
	商品贸易出口	同比%			2.30	-1.10	-9.10	-3.50	-12.50	-10.60	-10.40	-29.90	-30.00	-5.90	1.40
	商品贸易进口	同比%			-1.40	-4.40	-11.60	-6.90	-13.40	-14.40	-12.20	-26.60	-25.40	-10.20	-1.70
	商品贸易差额	亿欧元			292.22	257.01	295.85	238.38	139.21	271.91	200.99	87.59	21.25	291.84	232.77
	制造业产能利用率	%			78.10			73.00			66.70			80.80	
	房价指数	同比%						4.90			4.90			5.10	
	零售销售指数	环比季调%			2.00	-5.70	1.40	-1.50	4.10	-1.60	5.70	20.30	-11.80	-10.20	0.50
	失业率	季调%			8.30	8.30	8.40	8.60	8.60	8.60	7.90	7.60	7.30	7.40	7.20
	PPI	同比%			-1.10	-1.90	-2.00	-2.30	-2.60	-3.20	-3.70	-5.00	-4.60	-2.80	-1.40
	HICP	同比%		0.90	-0.30	-0.30	-0.30	-0.30	-0.20	0.40	0.30	0.10	0.30	0.70	1.20
	核心HICP	同比%		1.40	0.20	0.20	0.20	0.20	0.40	1.20	0.80	0.90	0.90	1.00	1.20
	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	-6.40
	制造业PMI		57.70	54.80	55.20	53.80	54.80	53.70	51.70	51.80	47.40	39.40	33.40	44.50	49.20
	服务业PMI		44.70	45.40	46.40	41.70	46.90	48.00	50.50	54.70	48.30	30.50	12.00	26.40	52.60
	Markit综合PMI		48.10	47.80	49.10	45.30	50.00	50.40	51.90	54.90	48.50	31.90	13.60	29.70	51.60
	Sentix投资信心指数		-0.20	1.30	-2.70	-10.00	-8.30	-8.00	-13.40	-18.20	-24.80	-41.80	-42.90	-17.10	5.20
	经济景气指数	季调		91.50	92.40	89.30	92.50	92.30	89.10	84.20	78.10	70.20	67.80	95.30	104.00
	ZEW经济现状指数		-74.60	-78.90	-75.70	-76.40	-76.60	-80.90	-89.80	-88.70	-89.60	-95.00	-93.90	-48.50	-10.30
德国	GDP不变价	环比折年季调%			0.40			38.60			-33.50			-7.70	
	工业生产指数	同比%			-1.80	-3.70	-4.30	-8.70	-10.50	-11.60	-13.50	-22.90	-29.00	-13.50	-2.50
	制造业PMI		60.60	57.10	58.30	57.80	58.20	56.40	52.20	51.00	45.20	36.60	34.50	45.40	48.00
	服务业PMI		45.90	46.70	47.00	46.00	49.50	50.60	52.50	55.60	47.30	32.60	16.20	31.70	52.50
	HICP	同比%		1.60	-0.70	-0.70	-0.50	-0.40	-0.10	0.00	0.80	0.50	0.80	1.30	1.70
	核心HICP	同比%		2.00	-0.10	-0.10	0.10	0.30	0.60	0.70	1.10	1.10	1.00	1.30	1.40
	PPI	同比%		0.90	0.20	-0.50	-0.70	-1.00	-1.20	-1.70	-1.80	-2.20	-1.90	-0.80	-0.10
	GFK消费者信心指数		-15.60	-7.50	-6.80	-3.20	-1.70	-1.70	-0.20	-9.40	-18.60	-23.10	2.30	8.30	9.90
	经济景气指数			92.80	95.10	94.90	97.60	96.10	94.90	89.10	82.90	76.50	73.30	92.70	102.20
	零售销售	同比%			2.60	6.00	10.20	8.70	4.60	7.10	8.00	5.20	-4.40	2.20	7.80
	Sentix投资信心指数		8.60	9.20	6.90	1.30	1.40	-0.10	-4.50	-10.50	-17.20	-35.30	-36.00	-16.90	4.50
法国	GDP不变价	环比折年季调%			-5.30			97.20			-44.40			-21.60	
	工业生产指数	同比季调%			-2.98	-4.49	-3.98	-5.82	-6.31	-8.23	-11.30	-23.22	-34.94	-17.59	-1.38
	制造业PMI		55.00	51.60	51.10	49.60	51.30	51.20	49.80	52.40	52.30	40.60	31.50	43.20	49.80
	服务业PMI		43.60	47.30	49.10	38.80	46.50	47.50	51.50	57.30	50.70	31.10	10.20	27.40	52.50
	HICP	同比%		0.80	0.00	0.20	0.10	0.00	0.20	0.90	0.20	0.40	0.40	0.80	1.60
	核心CPI	同比%		1.20	0.20	0.40	0.30	0.40	0.60	1.40	0.40	0.70	0.30	0.70	1.20
	PPI	同比%			-1.20	-1.80	-2.10	-2.30	-2.50	-2.50	-2.50	-3.90	-4.40	-2.50	-1.10
	经济景气指数			90.40	93.00	88.50	93.00	96.10	92.40	84.30	79.90	70.50	70.60	99.50	105.80
	零售销售	同比%			9.10	-11.60	5.20	2.60	6.30	0.00	3.60	-3.70	-29.70	-13.50	1.40
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%			-3.29	-3.89	-5.36	-5.60	-5.73	-7.19	-12.22	-20.75	-24.46	-8.89	-2.60
	制造业PMI		54.90	54.10	57.50	55.60	53.70	54.10	55.20	53.30	50.10	40.70	32.60	47.80	51.70
	服务业PMI		49.70	39.50	49.40	47.60	51.40	56.10	58.80	56.50	47.10	29.00	13.40	34.50	53.20
	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	1.70
	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	1.70
	PPI	同比%						-0.86	-0.86	-0.95	-0.86	-1.21	-0.69	0.35	0.52
	GFK消费者信心指数				-26.00	-33.00	-31.00	-25.00	-27.00	-27.00	-30.00	-34.00	-34.00	-9.00	-7.00
	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	-0.20
日本	GDP	同比%			-1.00			-4.70			-9.00			-1.10	
	出口金额	同比季调%		8.76	-1.31	-1.20	-1.83	-7.49	-11.76	-20.34	-25.93	-25.32	-22.64	-10.41	-5.94
	进口金额	同比季调%		-2.86	-12.21	-13.65	-11.11	-16.59	-19.33	-22.77	-20.07	-20.77	-7.57	-8.98	-13.92
	贸易差额	亿日元 季调		-3238.61	7495.56	3625.37	8691.53	6837.46	2443.75	70.75	-2729.08	-8413.37	-9318.71	72.04	11065.82
	商业销售额	同比%			-3.50	-6.00	-2.70	-12.70	-12.40	-12.90	-12.40	-21.20	-16.00	-5.80	-3.90
	工业生产指数				93.80	94.70	95.20	91.50	88.10	87.20	80.20	78.70	86.40	95.80	99.50
	产能指数	同比%			-0.92	-1.02	-0.92	-0.51	-0.31	-0.41	-0.10	-0.20	-0.10	-0.41	-0.41
	机械订单	同比季调%			15.26	1.00	1.99	-3.96	-14.73	-19.05	-25.85	-17.46	-9.50	-1.28	-6.29
	制造业PMI			49.80	50.00	49.00	48.70	47.70	47.20	45.20	40.10	38.40	41.90	44.80	47.80
	服务业PMI			46.10	47.70	47.80	47.70	46.90	45.00	45.40	45.00	26.50	21.50	33.80	46.80
	CPI	同比%		-0.60	-1.20	-0.90	-0.40	0.00	0.20	0.30	0.10	0.10	0.10	0.40	0.40
	核心CPI	同比%		-0.60	-1.00	-0.90	-0.70	-0.30	-0.40	0.00	0.00	-0.20	-0.20	0.40	0.60
	PPI	同比%		-1.56	-1.96	-2.25	-2.06	-0.79	-0.59	-0.89	-1.58	-2.75	-2.45	-0.49	0.69
	失业率	季调%			2.90	2.90	3.10	3.00	3.00	2.90	2.80	2.90	2.60	2.50	2.40
	M1	同比%		14.20	13.80	14.00	14.10	14.30	14.00	13.20	12.30	9.20	7.10	6.20	6.00
	M2	同比%		9.40	9.10	9.10	9.00	9.00	8.60	7.90	7.20	5.10	3.70	3.20	3.00
	Sentix投资信心指数		16.10	13.60	14.50	6.10	-2.60	-2.30	-8.60	-11.40	-17.00	-31.70	-30.50	-17.50	7.00
	消费者信心指数			30.00	31.80	33.60	33.30	32.80	29.30	29.50	28.50	24.10	21.30	31.10	38.20

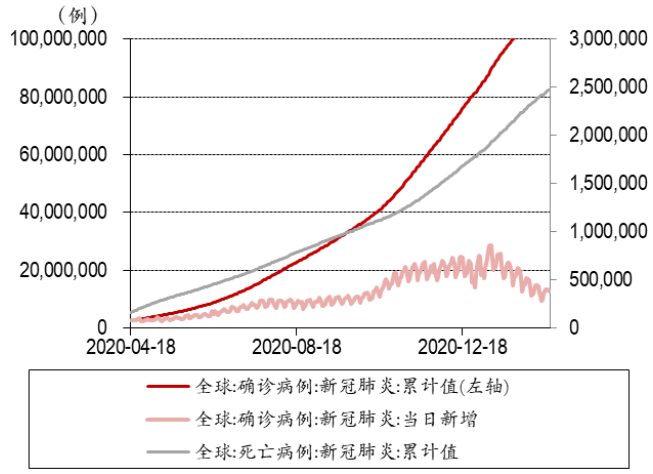
资料来源：万得，中银证券

疫情数据跟踪

截至 2 月 21 日，据约翰霍普金斯大学统计，新冠疫情全球累计确诊 111,133,590 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(28,077,638 例)、印度(10,991,651 例)和巴西(10,139,148 例)；全球累计因新冠死亡人数达 2,461,688 人，死亡人数前三的国家分别是美国(497,670 例)、巴西(245,977 例)和墨西哥(179,797 例)。

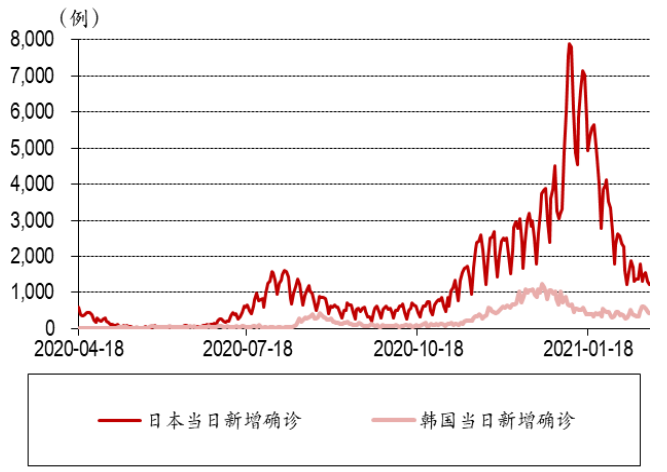
具体到国家层面，日本第三波疫情有所缓解，但滚动死亡率超过第一、二波疫情峰值且未见拐点；**从 9 月末开始美国开启第三波疫情，当前每日新增病例已稳步下降，目前已降至 10 万例/日以下；**欧元区第二波疫情自 8 月初开始，目前每日新增有所稳定，欧元区国家每日新增从第二波疫情峰值 20 万/天下降到目前 10 万例/天以下。

图表 11. 全球疫情继续蔓延，每日新增数目反弹上升



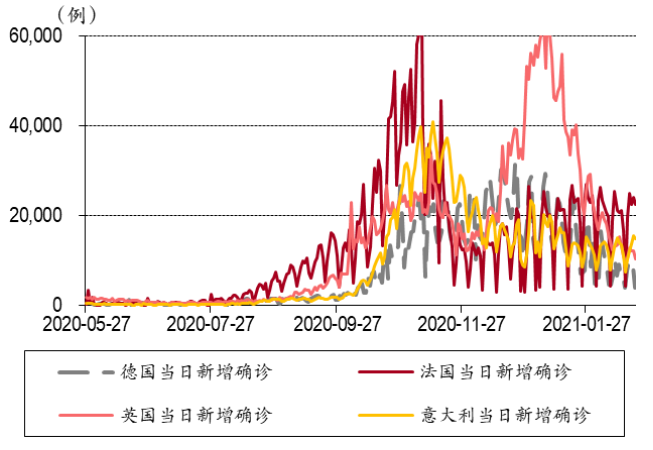
资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 2 月 20 日）

图表 12.日韩第三波疫情有所缓和



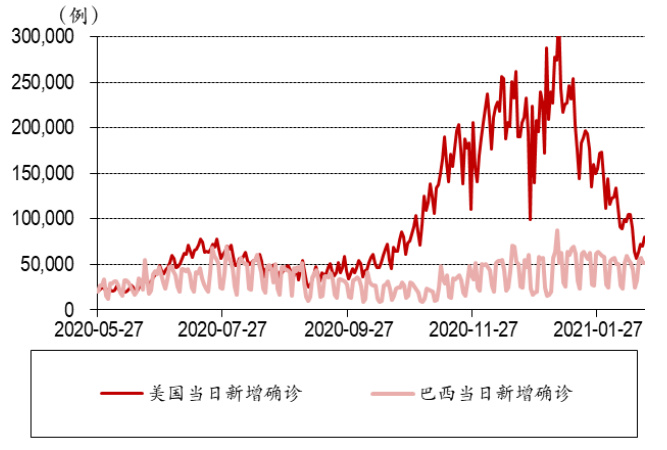
资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 2 月 20 日）

图表 13. 欧洲第二波疫情有所稳定



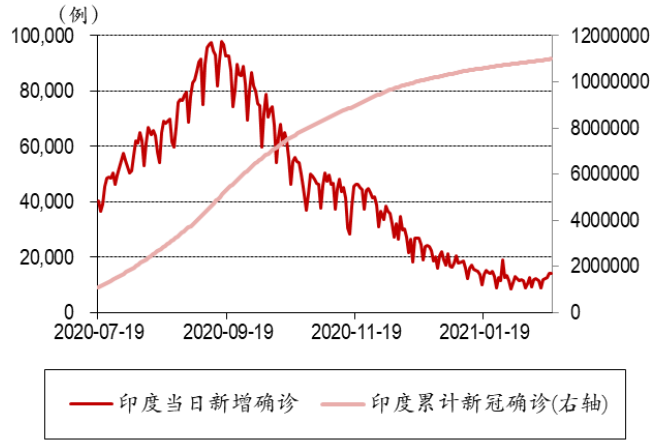
资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 2 月 20 日）

图表 14. 美国第三波疫情回落



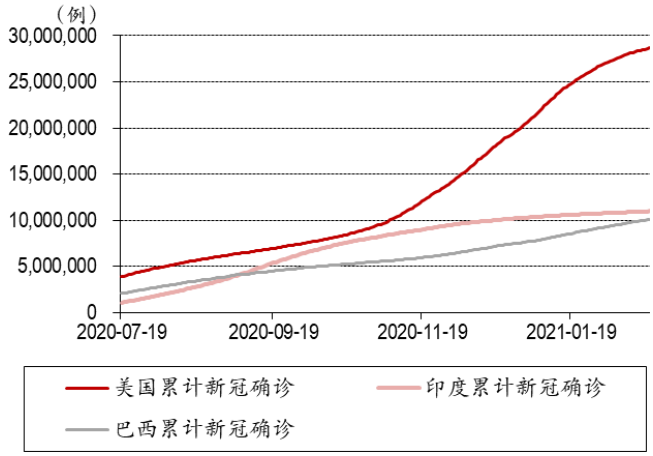
资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 2 月 20 日）

图表 15. 印度每日新增稳定回落



资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 2 月 29 日）

图表 16.美国与印度累计确诊差距正重新扩大



资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 2 月 20 日）

央行及流动性数据跟踪

2 月 17 日美联储公布了 1 月会议纪要，纪要再次强调了保持宽松货币政策的必要性，继续对投资者进行"心理按摩"。除此以外，纪要有三点内容或值得关注：**1. 美联储注意到了会议（1 月 26-27 日）前国债利率上行的现象，并认为这与财政刺激带来的通胀补偿(inflation compensation)上升有关。2. 当前的通胀数据和就业水平离政策目标仍有差距，**且由于大量居民离开了就业市场的原因（劳动参与率降低），实际失业率比当前数据更高。同时，少数族裔（如西裔和非裔）失业率要高于国民平均，这与美联储"包容性"的就业目标有一定差距。**3. 纪要中提到 PCE 和核心 PCE 价格同比增速很可能在 2021 年第二季度短暂地上行至 2%以上，**但美联储认为这只是暂时性现象，不能与长期性的通胀上升混为一谈，因此不会收紧货币政策。

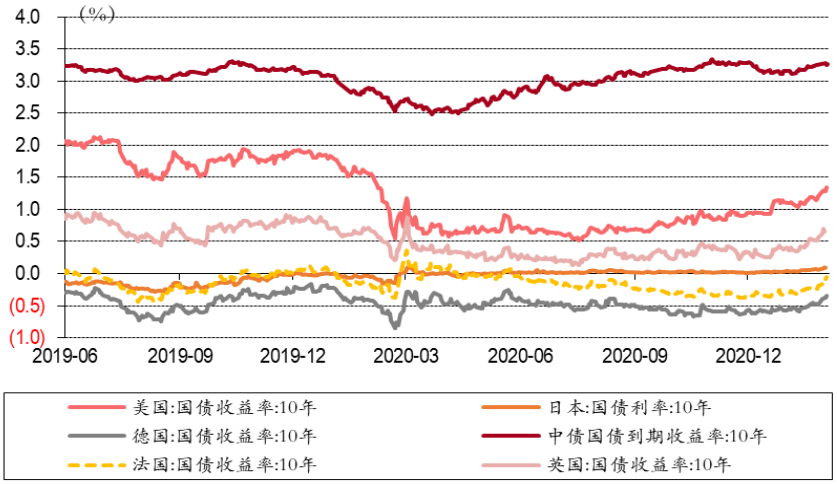
需要注意的是，美联储在关于美债利率上行的论述中提到了"通胀补偿"而非"通胀预期"，这与我们前期报告《美国实际利率简析》中的论述一致，即名义利率与实际利率之差为通胀补偿而非通胀预期，通胀补偿包含了通胀预期与通胀溢价，其中通胀预期通常相对平稳（我们也很难想象投资者在每秒钟的交易中均变化其通胀预期），因此短期通胀补偿的变动通常是通胀溢价的波动引起的。同时，**当通胀溢价的中枢水平大致稳定的时候，其与估值水平高度正相关，因此在短期内美债利率的上行实际上支撑了美股的估值，而非压制。**

市场担心的美债利率走高对美股估值造成压制的情况可能会在两种情况下出现：**（1）当利率中枢整体抬升的时候（比如 10 年期美债利率中枢上升至 2.5-3.0%水平），**利率和股价/估值之间直接的负相关更多体现在中枢水平而非短期波动上，而利率中枢的抬升我们估计将在美联储首次加息后才能看到，我们认为 2021 年美联储面对较高的核心通胀料将保持政策定力，加息可能性不大；但进入 2022 年后长期在 2.5%上方的核心 PCE 增速将使美联储货币政策遭受压力，为避免通胀预期的过度上行，美联储或将在 2022 年进行加息操作。**（2）第二种情况是通胀预期开始趋势性上升的时候，**其通常发生在再通胀持续了一段时间后，这时候投资者提高了自身的通胀预期，但通胀补偿的变化相对滞后，使通胀溢价走低，进而压缩了估值（可以参考 2015 年-2016H1 的情况），我们预计这种情况很可能在下半年出现，届时很可能伴随美联储资产购买退出的开始（可参考报告《泰勒规则预测美联储 2021 年下半年开始退出宽松》），从而对市场造成较大负面影响。

总的来说，我们认为 2021 年是美国通胀回归的一年，疫苗接种带来的经济复苏、大规模财政刺激、极度宽松的货币政策以及制造业补库与油价回升的共振将大概率使美国核心 PCE 价格同比增速在上半年突破 2%，下半年在 2.5%以上波动。尽管在平均通胀目标制下美联储不会在 2021 年加息，但其有意无意忽略的高通胀将大概率使其在 2021 下半年开始逐步退出宽松，而通胀数据的不断升温将很可能使通胀预期在 Q2-Q3 开始趋势性上行，从而压制美股估值。

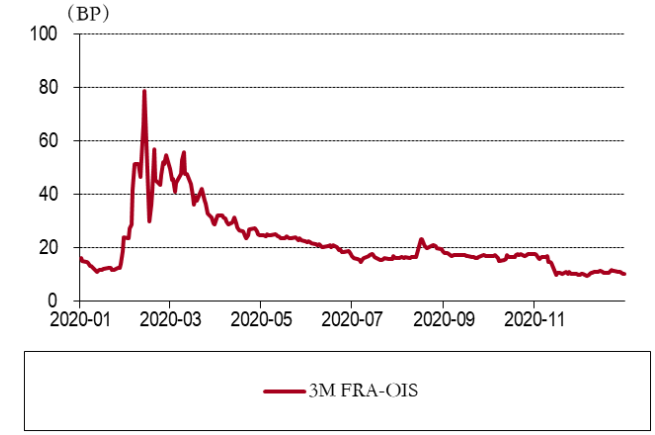
实际利率方面，为了降低私人部门与联邦政府的融资成本，**我们预计美联储将允许名义利率随通胀补偿上行，即实际利率保持低位震荡，而实际利率开始趋势性上行的时点将与美联储宣布开始退出宽松的时间一致。**实际利率除了在从自身中枢水平和通胀溢价两个通道影响美股估值外，美德实际利差是美元指数绝佳的先行指标。**由于欧洲在经济复苏的内生性动能、疫苗接种速度方面均不如美国，且各成员国财政压力和经济水平差异较大，因此欧央行当前正实施隐性的收益率曲线控制(YCC)以营造宽松的金融环境。**在德债利率已经失去弹性的情况下，随着欧洲经济逐渐从疫情中复苏，德国实际利率走低的概率更大，当然我们也不排除在经济复苏的过程中欧央行将允许德债利率跟随通胀预期走高，这种情况下德国实际利率将更加稳定，但也没有上行的空间。**因此 2021 年美德实际利差很可能将延续 2020 年 9 月份以来的上行走势，叠加美联储与欧央行的扩表速度差不断收敛，这或将继续为美元指数提供上行的动能。**

图表 17. 中日美欧 10 年债券利率均较大幅走高，10 年期美债收益率升破 1.3%



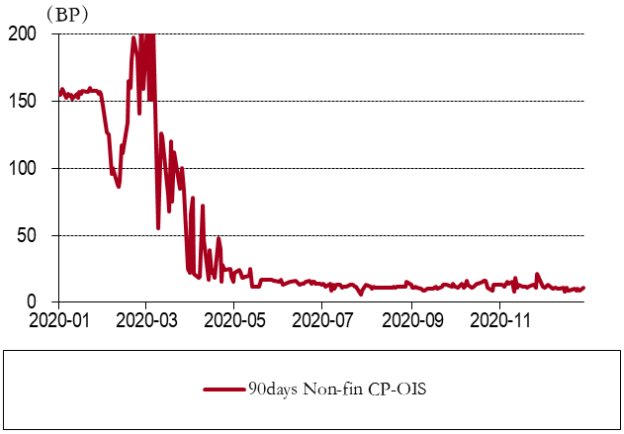
资料来源：万得，中银证券

图表 18. FRA 利差走低



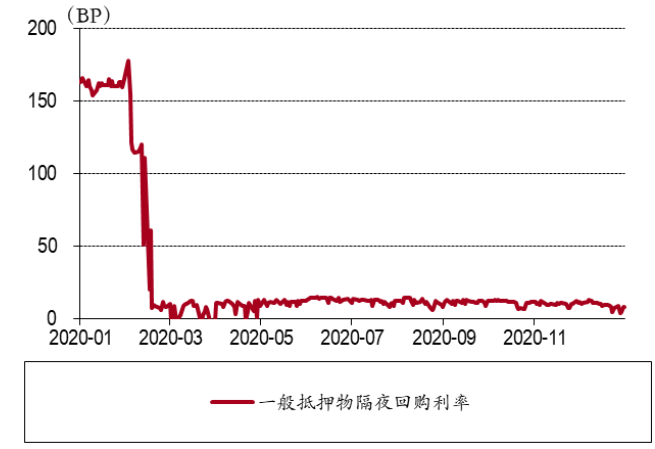
资料来源：Bloomberg，中银证券

图表 19. CP-OIS 利差本周走平



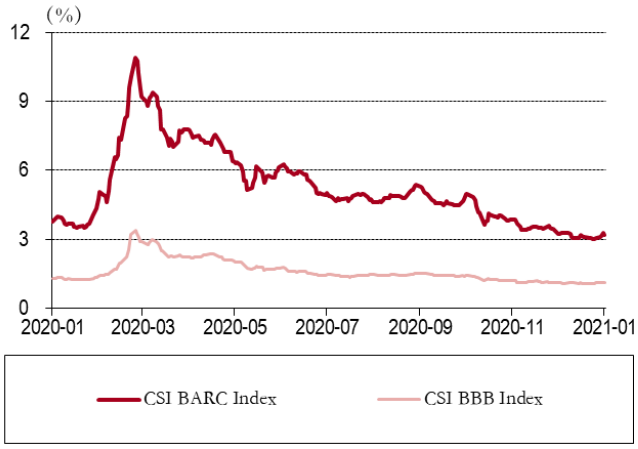
资料来源：Bloomberg，中银证券

图表 20. 一般抵押物隔夜回购利率走平



资料来源：Bloomberg，中银证券

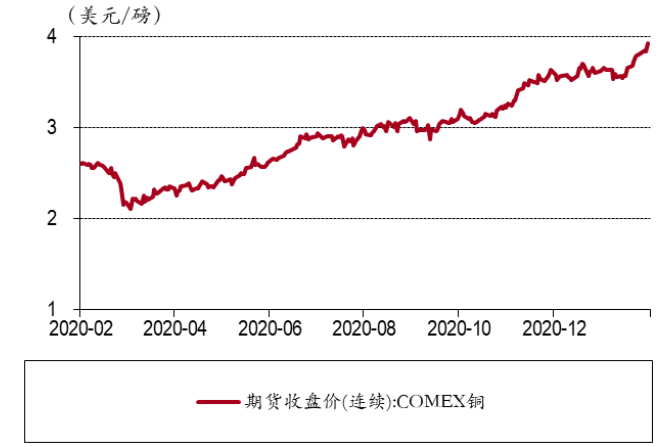
图表 21. 投资级与高收益公司债利差均走阔



资料来源：Bloomberg，中银证券

主要大宗商品数据跟踪

图表 22. 本周期铜价格上升



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 春节假期油价大幅飙升后，本周震荡



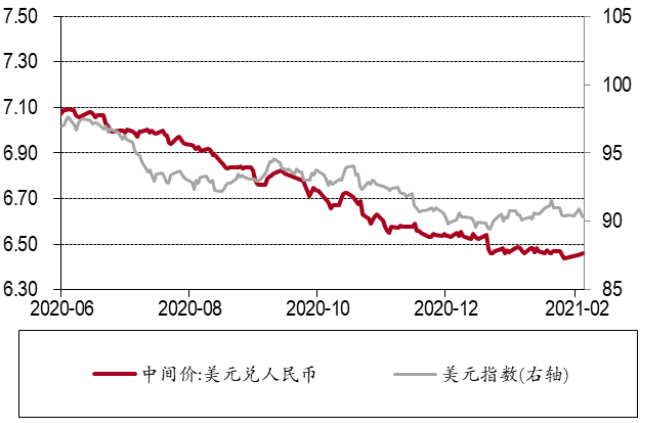
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 黄金期货价格本周继续下跌



资料来源：万得，中银证券

图表 25. USDX 美元指数本周走低，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