2020 年 12 月 20 日

# 美元看空“陷阱”

## ——宏观经济专题

宏观研究团队

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

**近期，“美联储大放水必将导致美元趋势走弱”、“美元已进入 8~10 年下行周期”等论调频现。我们从 3 个视角全面论证、提示看空美元的逻辑“陷阱”，供市场参考。**

● **美联储“大放水”，必将导致美元趋势走弱？历史经验并不支持这一逻辑**

**美联储“大放水”与美元指数走弱之间，从历史经验来看，并没有明显相关关系。**5 月以来，美元指数持续回落、并于 12 月中旬跌破 90，部分市场观点将美元走弱归因于美联储大放水。但从历史经验来看，这一逻辑并不成立。以 2008-2014 年为例，美联储资产规模扩张了 4 倍、远超其他央行，同期美元指数上涨 11.7%。

**3 月至今，美元指数的走势，与美联储的“放水”节奏也无明显关系。**3 月至 5 月，美联储快速向市场注入了 3 万亿美元流动性，但同时美元指数由 97 升至 100 以上。相反，6 月以来，美联储扩表节奏显著放缓，欧、日央行扩表开始加速，节奏远超美联储。结果来看，美元指数自高位回落，欧元、日元汇率双双大涨。

● **美元进入 8~10 年下行周期？无论从短期还是长期视角来看，这一判断为时尚早**

**短周期来看，美欧经济偏离程度对美元指数走势影响最大；美元指数 5 月以来的走弱，与美国疫情总体控制差于欧洲、持续拖累经济预期有关。**5 月以来，美国疫情总体防控较差，先后出现 2 轮疫情大反弹；而欧洲方面，仅在 9 月后疫情出现二次反弹，且疫情的严峻程度弱于美国。较差的疫情防控，持续拖累美国经济的修复预期。5 月至今，美元指数与美德新增死亡病例之差的走势基本完全相反。

**长周期来看，美元周期轮回与全球产业变局紧密相关；逆全球化思潮下，认定美元趋势走弱为时尚早。**1970 年至今，美元共经历 3 轮大周期。美元周期轮回背后，是制造业从美国逐步向日欧、亚洲四小龙及中国转移；美元走强阶段，均对应制造业转移陷入瓶颈。2008 年以来，美元持续走强缘于美国拥抱逆全球化、拖累全球制造业转移。伴随着逆全球化思潮越发盛行，认定全球制造业转移加速为时尚早。

● **美元中短期走势，核心影响因素是什么？疫情控制、宏观形势**

**疫情的发展，对经济预期的影响较大；随着获得更多疫苗支持、有望更早控制住疫情，美国经济预期趋于加快修复。**12 月以来，辉瑞、莫德纳等产商疫苗先后入市。美国预定的疫苗最多，且获得辉瑞、莫德纳等优先供应承诺；欧洲虽然也预定了较多疫苗，但订单多分布研发进度相对落后的厂商。伴随疫苗供应充足及率先开启疫苗接种，美国控制住疫情的时间有望早于欧洲，支撑经济预期更快修复。

**从美国经济及政策的演绎路径视角来看，也不支持美元指数持续大幅走弱。**一方面，美国库存周期已经重启，经济修复开始加快；刷新历史记录的财政刺激力度，也显著缓解了私人部门资产负债表遭受的冲击，使经济具备更大复苏弹性。另一方面，伴随经济复苏加快，美国刺激政策可能更快退出；由于还有大量的财政刺激资金未使用，政策退出对美国经济影响十分有限。最新数据来看，9 月以来，美欧经济领先指标之差已止跌反弹，10Y 美债与德债收益率之差开始加速走扩。

**风险提示：**疫苗效果不及预期。

相关研究报告

# 目 录

1、 周度专题：美元看空“陷阱”.....4
1.1、 一问：美联储“大放水”，必将导致美元趋势走弱？.....4
1.2、 二问：美元指数已进入 8~10 年的下行周期？.....5
1.3、 三问：美元中短期走势，核心影响因素是什么？.....8
2、 大类资产回溯：长端国债收益率普遍上行.....11
3、 重点关注：当周申请失业金人数及美国 11 月耐用品订单.....13
4、 数据跟踪：美国 11 月工业产出好于预期.....13
4.1、 美国数据.....13
4.1.1、 美国 11 月工业产出环比好于预期，零售销售环比差于预期.....13
4.1.2、 美国 12 月 Market 制造业及服务业 PMI 继续高企.....14
4.1.3、 美国 11 月 NAHB 房产市场指数高企，营建许可、新屋开工总数双双超预期.....14
4.1.4、 美国当周 EIA 原油库存减少，初请失业金人数反弹.....15
4.2、 欧洲数据.....15
4.2.1、 欧元区 12 月制造业、服务业 PMI 双双反弹.....15
5、风险提示.....16

# 图表目录

图 1： 5 月以来，美元指数高位回落.....4
图 2： 3 月疫情爆发后，美联储资产规模大幅扩张.....4
图 3： 2008 年至 2014 年，美联储资产规模大幅扩张，美元指数持续走强.....4
图 4： 美联储“放水”最快阶段，美元指数持续走强.....5
图 5： 6 月以来，欧、日央行扩表节奏远快于美联储.....5
图 6： 6 月以来，欧元、日元兑美元汇率双双大涨.....5
图 7： 短周期内，美欧经济偏离程度对美元影响最大.....6
图 8： 6 月以来，美元走势与美德疫情形势密切相关.....6
图 9： 美元指数的大周期轮回背后，与全球的产业变局紧密相关.....6
图 10： 美元指数前 2 轮大周期，对应 2 轮制造业转移.....7
图 11： 美元最新 1 轮大周期，对应制造业向中国转移.....7
图 12： 2008 年以来，全球贸易额占 GDP 比重不断下滑.....7
图 13： 2008 年以来，美国主动引导产业资本回流本土.....7
图 14： 2020 年大选，特朗普得票数高居历史第二.....7
图 15： 美国民众拥抱逆全球化，与贫富差距拉大相关.....7
图 16： 美国预定的疫苗规模位居全球首位.....8
图 17： 美国预定疫苗可满足 12 亿以上的人次接种需求.....8
图 18： 美国预计在 2021 年 1 季度完成高危人群接种.....8
图 19： 欧洲完成高危人群等接种的时间可能晚于美国.....8
图 20： 疫情爆发后，美国财政刺激力度位居全球之首.....9
图 21： 财政刺激支持下，美国居民状况远好于欧洲居民.....9
图 22： 美国库存增速止跌反弹，库存领先指标大幅抬升.....9
图 23： 伴随库存周期重启，美国经济修复开始加快.....9
图 24： 就业的复苏进程，一般决定美联储收紧节奏.....10

图 25：因就业恢复至衰退前水平，美联储 2014 年退 QE ..... 10
图 26：美国财政刺激计划的支出进度跟踪 ..... 10
图 27：美国政府还有较多的财政刺激资金未使用 ..... 10
图 28：9 月来，美欧经济领先指标之差开始止跌反弹 ..... 10
图 29：9 月来，10Y 美债与德债收益率之差加速走扩 ..... 10
图 30：当周，美元下跌，欧元、英镑上涨 ..... 12
图 31：当周，美元指数走弱 ..... 12
图 32：当周，主要国家 10Y 国债收益率多数上行 ..... 12
图 33：当周，10Y 美债收益率上行 ..... 12
图 34：当周，全球主要股指涨跌分化 ..... 12
图 35：当周，纳斯达克上涨，恒指微跌 ..... 12
图 36：当周，WTI、Brent 原油价格双双上涨 ..... 13
图 37：当周，COMEX 黄金价格上涨 ..... 13
图 38：美国 11 月工业产出环比好于预期 ..... 14
图 39：美国 11 月零售销售环比差于预期 ..... 14
图 40：美国 12 月 Markit 制造业 PMI 继续高企 ..... 14
图 41：美国 12 月 Markit 制造业 PMI 小幅回落 ..... 14
图 42：美国 11 月 NAHB 房产市场指数继续高企 ..... 15
图 43：美国 11 月营建许可、新屋开工总数双双超预期 ..... 15
图 44：美国当周 EIA 原油库存减少 ..... 15
图 45：美国当周初请失业金人数反弹 ..... 15
图 46：欧元区 12 月制造业 PMI 指数反弹 ..... 16
图 47：欧元区 12 月服务业 PMI 指数大幅反弹 ..... 16

表 1：海外重点数据发布日期情况 ..... 13

# 1、 周度专题：美元看空“陷阱”

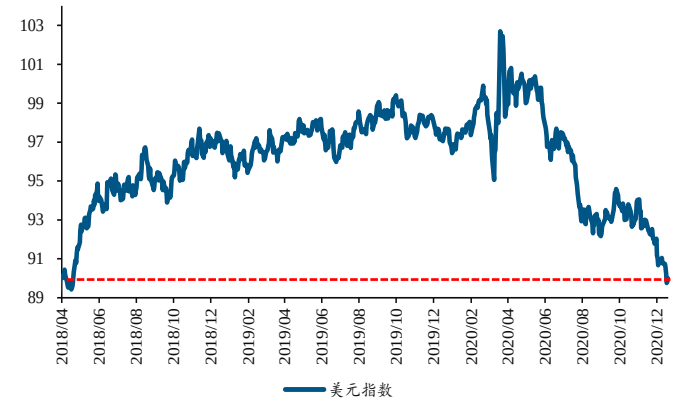
**事件： 12 月 17 日，美元指数跌破 90。**

资料来源：Wind

## 1.1、 一问：美联储“大放水”，必将导致美元趋势走弱？

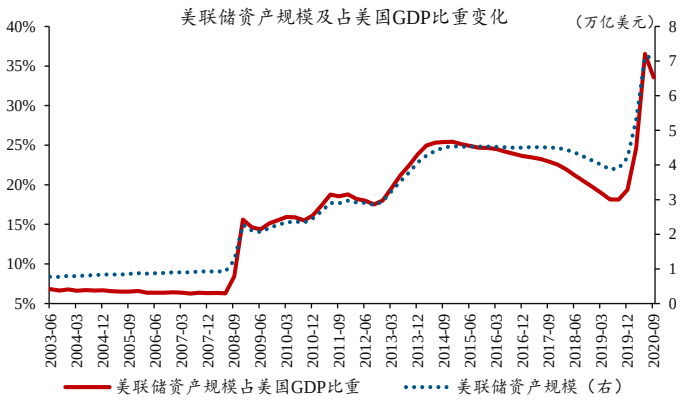
**美联储“大放水”与美元指数走弱之间，从历史经验来看，并没有明显相关关系。**美元指数自 5 月下旬起由高位回落，12 月 17 日进一步跌破 90、刷新 2018 年 4 月以来新低。美元指数的持续下跌，引发市场广泛讨论。部分市场观点提出，“美元指数走弱主因美联储‘大放水’”。但从历史经验来看，这一逻辑并不成立。以 2008 年至 2014 年为例，美联储先后实施了 3 轮 QE、1 轮 OT，资产规模扩张了 4 倍（由 9000 多亿美元大幅扩张至 4.5 万亿美元），远超其他主流央行；同期，美元指数由 77 左右上行至 86，涨幅高达 11.7%。

**图1：5 月以来，美元指数高位回落**



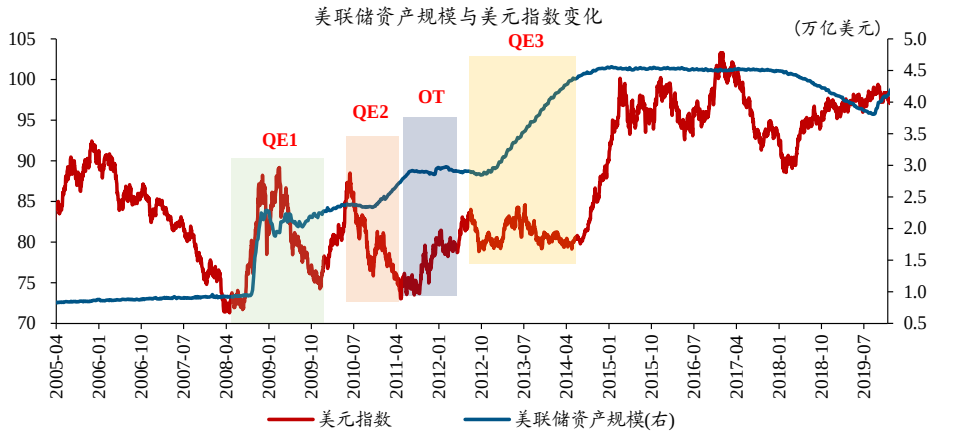

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图2：3 月疫情爆发后，美联储资产规模大幅扩张**




数据来源：Wind、开源证券研究所

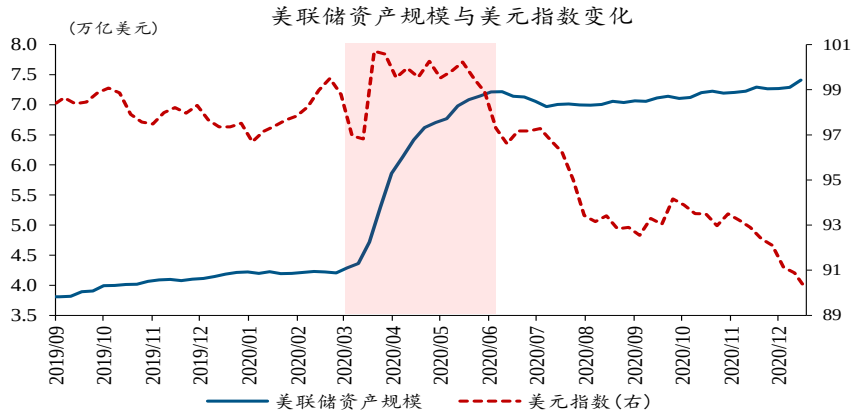
**图3：2008 年至 2014 年，美联储资产规模大幅扩张，美元指数持续走强**




数据来源：Wind、开源证券研究所

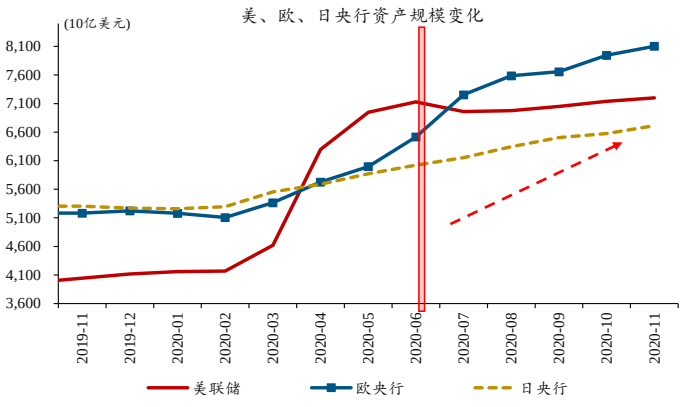
**3 月至今，美元指数的走势，与美联储的“放水”节奏也无明显关系。**3 月至 5 月，美联储为托底经济、维稳市场，向市场快速注入了 3 万多亿美元的流动性，但同时美元指数由 97 升至 100 以上。6 月以来，美联储扩表节奏显著放缓，资产规模维持在 7.2 万亿美元左右；欧、日央行扩表开始加速，资产规模分别由 6、5.9 万亿美元扩张至 8.1、6.7 万亿美元。结果来看，美元指数自高位回落，而欧元兑美元汇率由 1.14 大幅升值 10%至 1.225，美元兑日元汇率由 107.65 持续下挫 3.7%至 103.65。

**图4：美联储“放水”最快阶段，美元指数持续走强**



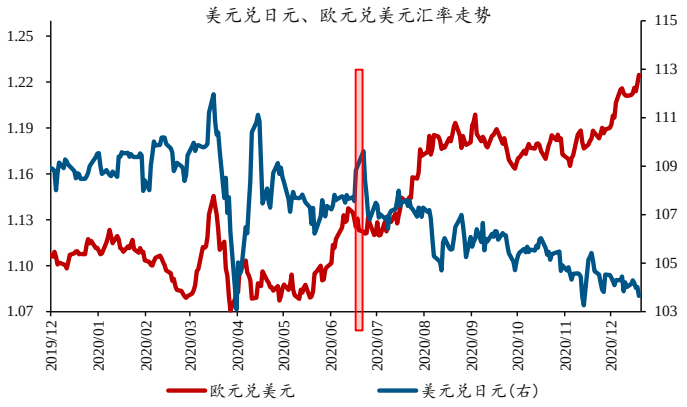

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图5：6 月以来，欧、日央行扩表节奏远快于美联储**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：6 月以来，欧元、日元兑美元汇率双双大涨**

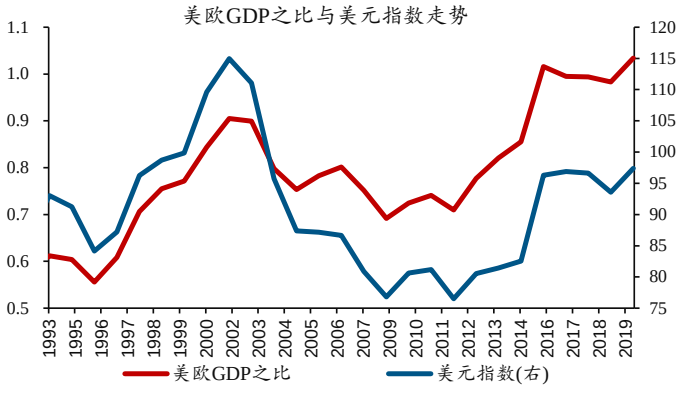



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、 二问：美元指数已进入 8~10 年的下行周期？

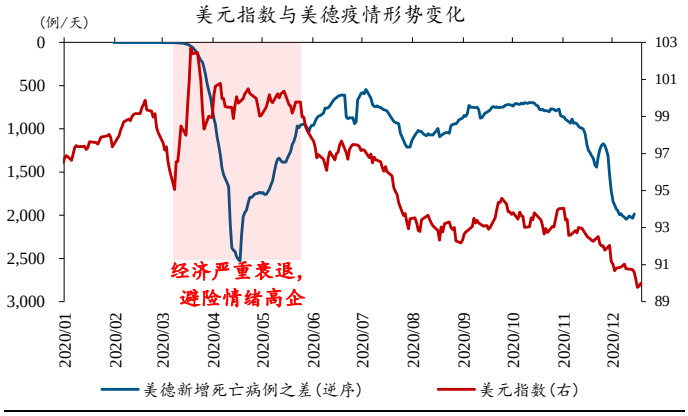
**短周期来看，美欧经济偏离程度对美元指数走势影响最大；美元指数 5 月以来的走弱，与美国疫情总体控制差于欧洲等、持续拖累经济预期有关。**5 月下旬以来，美元走弱、欧元走强背后，与美欧疫情的演绎路径不同有关。由于疫情防控较差，美国先后在 6 月至 7 月以及 9 月至今，出现 2 轮疫情大反弹。而欧洲仅在 9 月后出现疫情二次爆发，且疫情严峻程度弱于美国。较差的疫情防控，使市场对美国经济的修复预期持续弱于欧洲。数据显示，6 月以来，美元指数与美德新增死亡病例之差的走势基本完全相反。

**图7：短周期内，美欧经济偏离程度对美元影响最大**




数据来源：Wind、开源证券研究所

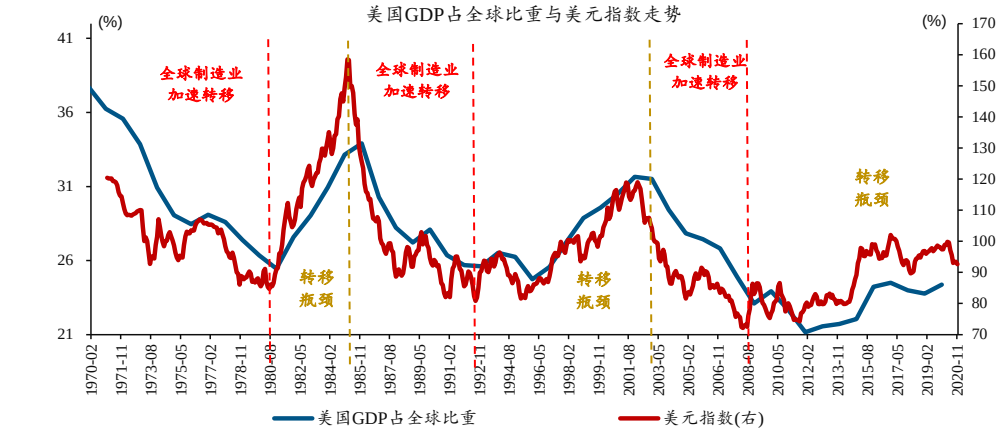
**图8：6月以来，美元走势与美德疫情形势密切相关①**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**长周期来看，美元指数周期轮回背后，与全球产业变局紧密相关。**大历史观来看，美元指数反映的是美国与非美经济表现的相对强弱程度。1970 年至今，美元指数先后经历了 3 轮大周期。大历史观来看，美元指数周期轮回背后，与全球的产业变局紧密相关。其中，美元指数 3 轮大周期中的走弱阶段，分别对应制造业从美国向日欧、日欧向亚洲“四小龙”、以及亚洲“四小龙”向中国加速转移。相反，美元指数 3 轮大周期中的走强阶段，均对应制造业转移陷入瓶颈。

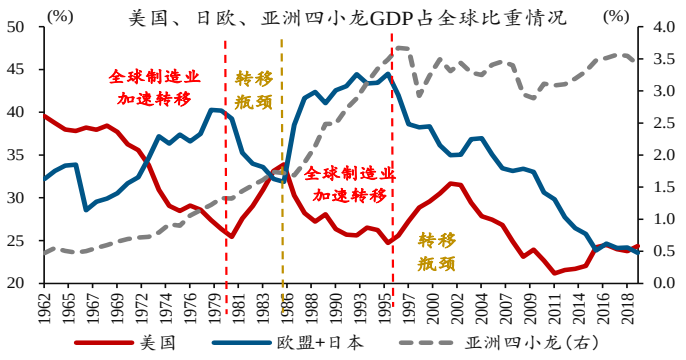
**图9：美元指数的大周期轮回背后，与全球的产业变局紧密相关**




数据来源：Wind、开源证券研究所

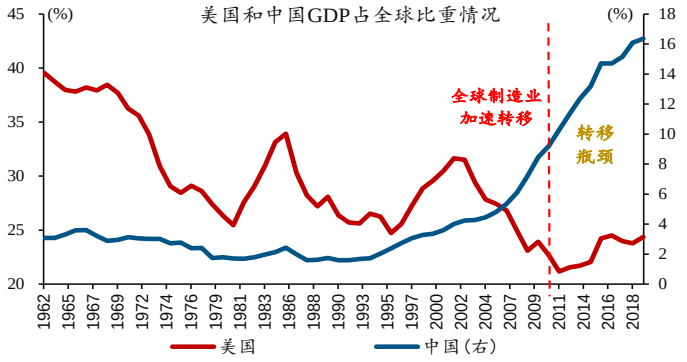
① 德国经济在欧元区经济中占比最大，最具有代表性；同时，德国疫情与欧元区疫情变化方向基本一致。

**图10：美元指数前 2 轮大周期，对应 2 轮制造业转移**




数据来源：Wind、开源证券研究所

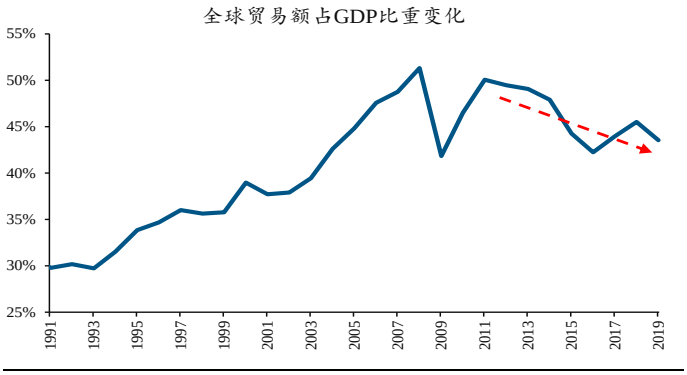
**图11：美元最新 1 轮大周期，对应制造业向中国转移**




数据来源：Wind、开源证券研究所

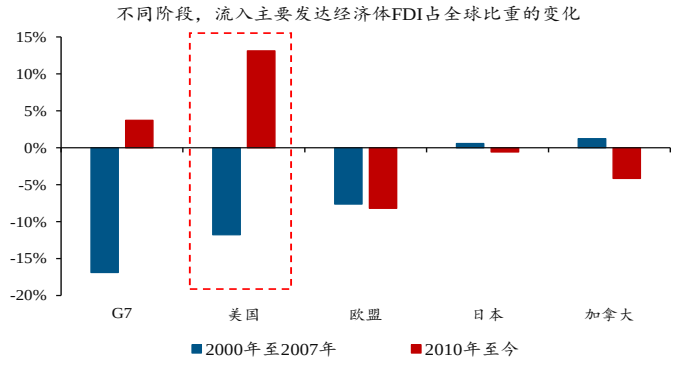
**逆全球化思潮下，认定美元指数将趋势走弱为时尚早。**对比美元指数 3 轮大周期中的走强阶段，不难发现，最新一轮的趋势走强(2008 年至今)已持续了 12 年时间，远超前 2 轮的 6.4 年、9.6 年。这背后，与逆全球化思潮兴起密切相关。具体而言，作为过去 60 年全球化的最大“推手”，美国自 2008 年起开始转向拥抱逆全球化，频频推行各类贸易保护政策，并主动引导产业资本回流本土。受此影响，全球产业转移持续陷入瓶颈。在美国国内贫富差距越拉越大、社会割裂持续加剧及越来越多民众支持逆全球化背景下，认定全球产业转移将开始加速、带动美元趋势走弱显然为时尚早。

**图12：2008 年以来，全球贸易额占 GDP 比重不断下滑**



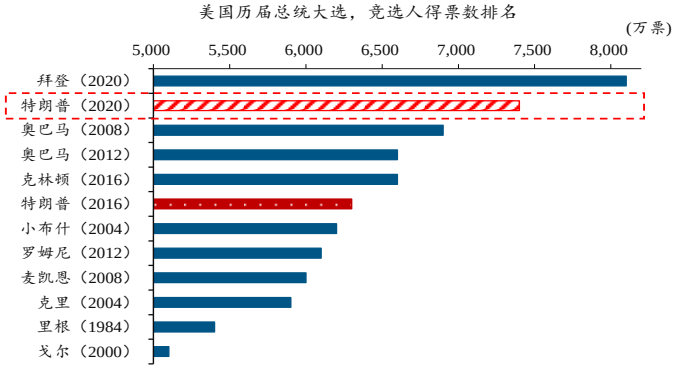

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图13：2008 年以来，美国主动引导产业资本回流本土**



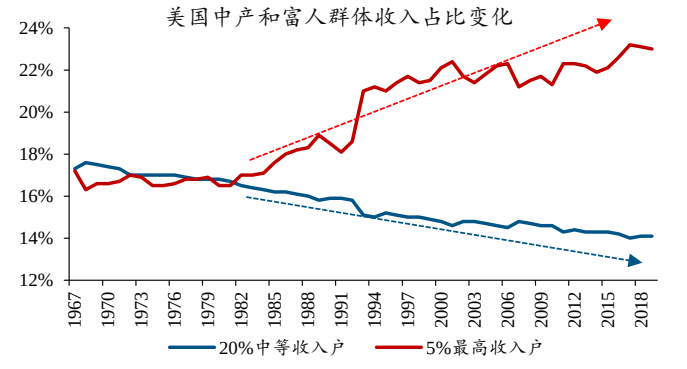

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图14：2020 年大选，特朗普得票数高居历史第二**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图15：美国民众拥抱逆全球化，与贫富差距拉大相关**

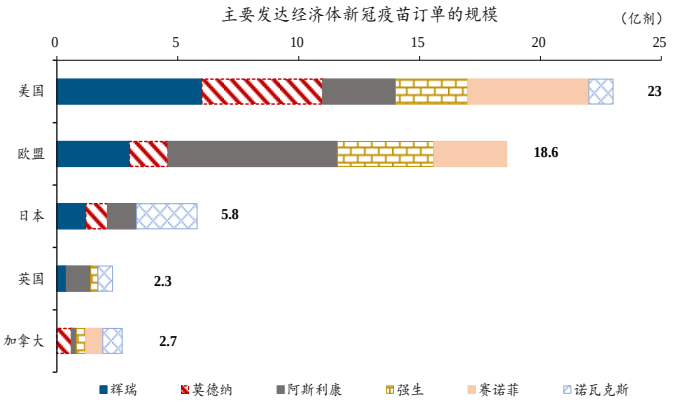



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、 三问：美元中短期走势，核心影响因素是什么？

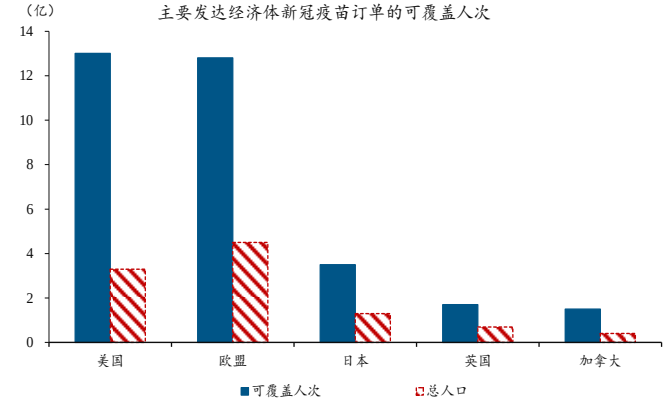
**疫情的发展，对经济预期的影响较大；随着获得更多疫苗支持、有望更早控制住疫情，美国经济预期趋加快修复。**12 月以来，辉瑞、莫德纳等疫苗厂商的疫苗已先后入市。从主要疫苗厂商的产能及订单分布情况来看，美国预定的疫苗量最大，且获得了辉瑞、莫德纳等厂商的优先供应承诺。而欧洲方面，虽然也预定了较多疫苗，但订单多分布在阿斯利康、强生等研发进度相对落后的厂商。随着率先开启疫苗接种，美国可能在 2021 年 1 季度前后完成对高危人群的疫苗覆盖，2 季度接近全民免疫目标。相比美国，欧洲完成高危人群等接种的时间可能相对较晚。

**图16：美国预定的疫苗规模位居全球首位**



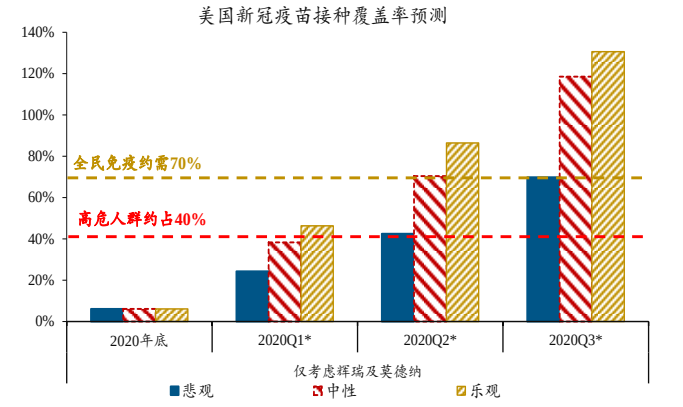

数据来源：各大疫苗生厂商、开源证券研究所

**图17：美国预定疫苗可满足 12 亿以上的人次接种需求**



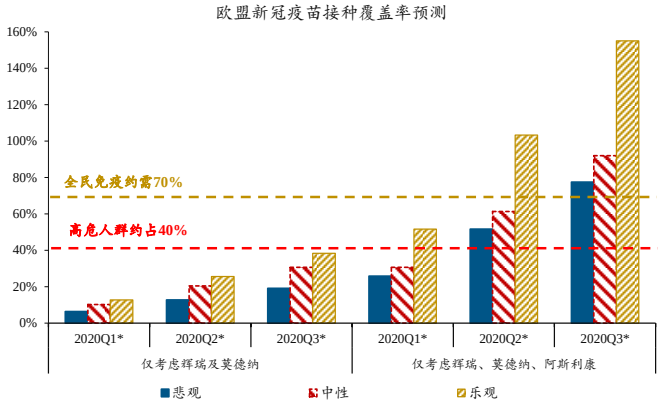

数据来源：各大疫苗生厂商、开源证券研究所

**图18：美国预计在 2021 年 1 季度完成高危人群接种**




数据来源：各大疫苗生厂商、开源证券研究所

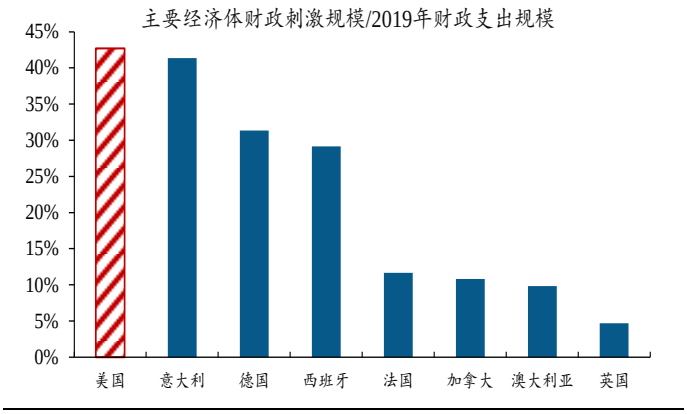
**图19：欧洲完成高危人群等接种的时间可能晚于美国**




数据来源：各大疫苗生厂商、开源证券研究所

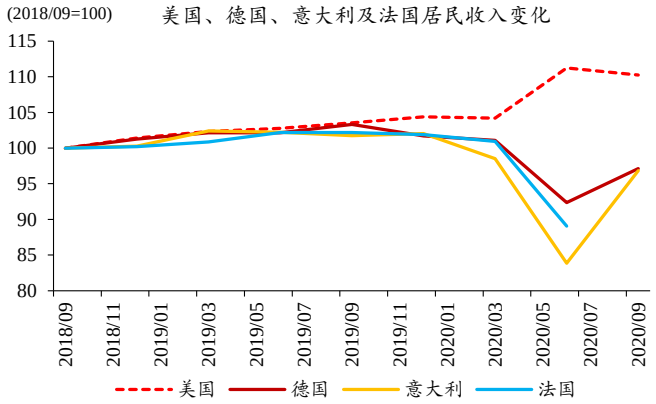
**更大力度的财政刺激政策支持下，美国经济复苏的弹性空间，远远超过了欧洲等。**疫情爆发后，美国先后实施了 4 轮财政刺激，合计刺激规模接近 2.6 万亿美元。从财政刺激规模占 2019 年的财政支出比重来看，美国超过了德国、意大利、法国等一众欧洲国家。同时，由于财政刺激政策包括了直接向居民提供大额现金支票及失业金补贴等，美国居民收入水平在疫情后“不降反升”，远远好于德国、意大利、法国等欧洲国家的居民收入表现。更大力度的财政刺激支持、更好的居民资产负债表状况，使美国经济的复苏弹性空间，远远超过欧洲等。

图20：疫情爆发后，美国财政刺激力度位居全球之首




数据来源：各国政府官网、开源证券研究所

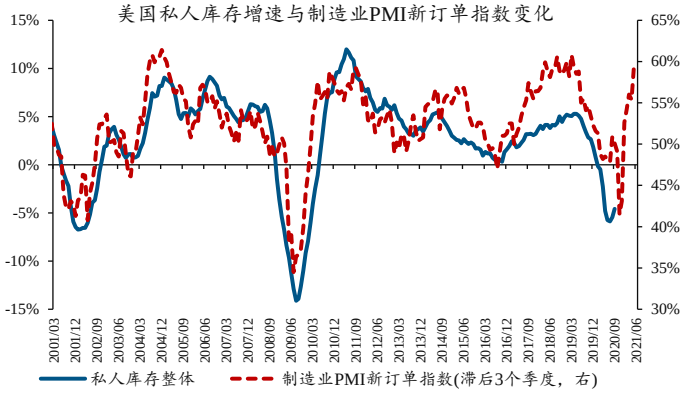
图21：财政刺激支持下，美国居民状况远好于欧洲居民




数据来源：Wind、开源证券研究所

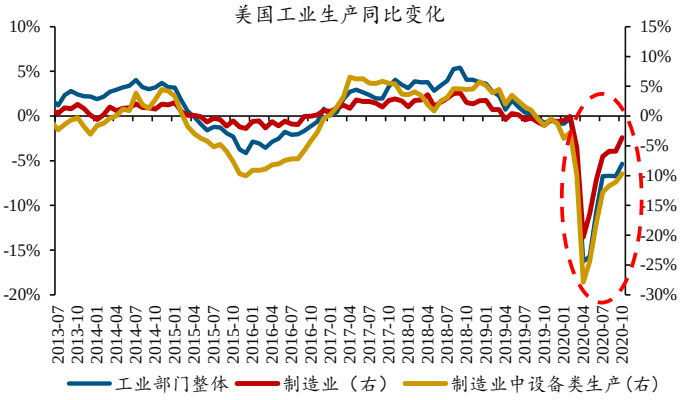
**从最新经济数据来看，美国库存周期已经重启，经济修复开始加快。**前期因生产与需求错位，美国批发、零售及制造业库存纷纷快速回落，拖累整体库存降至历史极低水平。9 月以来，随着主要经济大州疫情控制相对较好、持续推进复工复产，美国库存增速止跌反弹，库存领先指标制造业 PMI 新订单指数大幅抬升。伴随库存周期重启，美国经济修复开始加快，工业生产等持续向好。

图22：美国库存增速止跌反弹，库存领先指标大幅抬升




数据来源：Wind、开源证券研究所

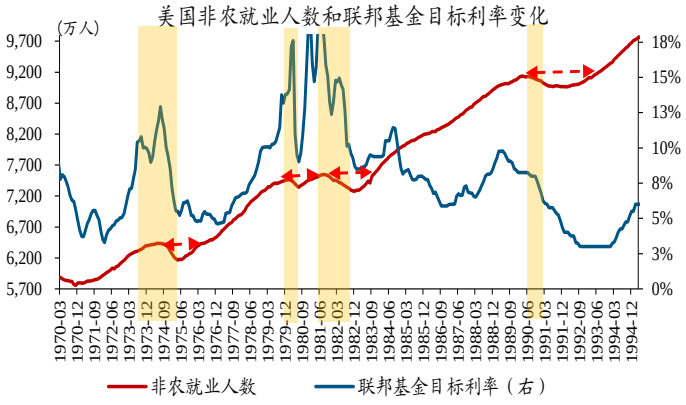
图23：伴随库存周期重启，美国经济修复开始加快




数据来源：Wind、开源证券研究所

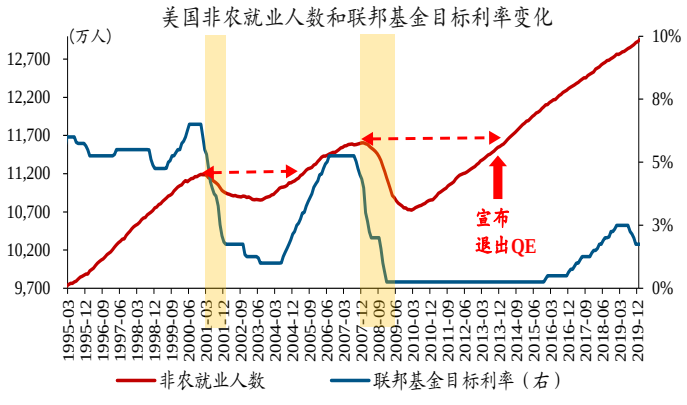
**随着经济复苏加快，美国刺激政策可能更快退出；因为还有大量财政刺激资金未使用，政策退出对美国经济的影响十分有限。**回溯历史，历次美国经济走出衰退后，财政刺激政策往往率先退出；与此同时，就业恢复或接近衰退前水平时，美联储宽松货币政策一般开始退潮（2008 年前不再降息，2008 年后退出 QE）。随着有望更早控制住疫情，以及经济复苏加快、具备更大弹性空间等，美国退出宽松货币政策的时点可能早于欧洲。财政刺激政策方面，虽然已近退出，但由于美国政府还有大量的刺激资金未使用，政策退出对经济的影响十分有限。

**图24：就业的复苏进程，一般决定美联储收紧节奏**



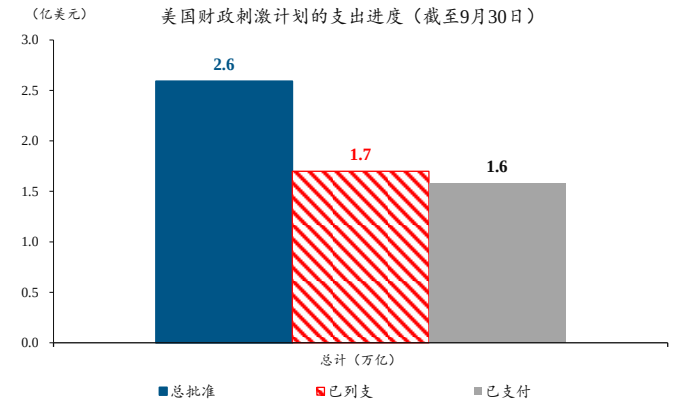

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图25：因就业恢复至衰退前水平，美联储 2014 年退 QE**



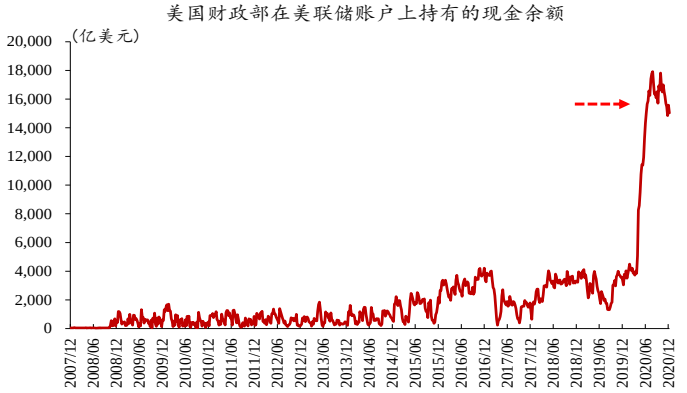

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图26：美国财政刺激计划的支出进度跟踪**




数据来源：US Congress、开源证券研究所

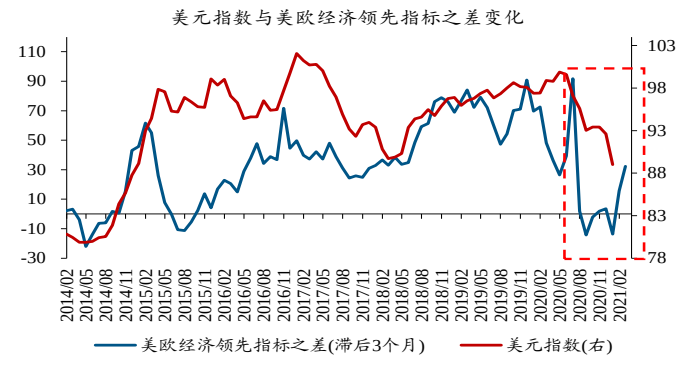
**图27：美国政府还有较多的财政刺激资金未使用**




数据来源：Fed、开源证券研究所

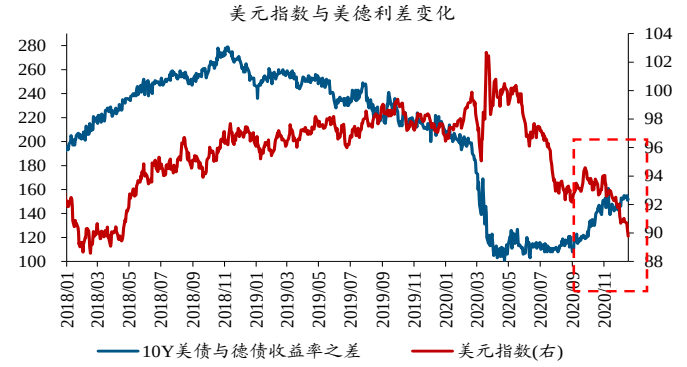
**综合来看，美国疫情发展及宏观形势的演绎路径，均不支持美元指数持续大幅走弱。**前期美国疫情控制较差、持续拖累经济预期等背景下，美弱、欧强格局形成，带动美元指数不断走弱。但展望未来，随着美国有望在疫苗支持下、更早控制住疫情，以及更强的财政刺激力度带来更大的复苏弹性空间、刺激政策退出时点可能更早等，美弱、欧强格局将有所改变。从最新数据来看，美欧经济领先指标之差已止跌反弹，10Y 美债与德债收益率之差也开始加速走扩。

**图28：9 月来，美欧经济领先指标之差开始止跌反弹**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图29：9 月来，10Y 美债与德债收益率之差加速走扩**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**经过研究，我们发现：**

1）5 月以来，美元指数高位回落，并在 12 月中旬跌破 90、刷新近 2 年新低；部分市场观点提出美元走弱主因美联储大放水。但从历史经验来看，这一逻辑并不成立。以 2008-2014 年为例，美联储资产规模扩张了 4 倍、远超其他央行，同期美元指数上涨 11.7%。

2）3 月至今，美元指数的走势，与美联储的“放水”节奏也无明显关系。具体来看，3 月至 5 月，美联储快速向市场注入了 3 万亿美元流动性，但同时美元指数由 97 升至 100 以上。相反，6 月以来，美联储扩表节奏显著放缓，欧、日央行扩表开始加速，节奏远超美联储。结果来看，美元指数自高位回落，欧元、日元汇率双双大涨。

3）美元指数已进入 8~10 年下行周期？短周期来看，美欧经济的偏离程度对美元指数影响最大。5 月以来，美国疫情防控较差，先后出现 2 轮疫情大反弹；而欧洲仅在 9 月后疫情明显反弹，且严峻程度弱于美国。较差的疫情防控，持续拖累美国经济修复预期。5 月至今，美元与美德新增死亡病例之差的走势基本完全相反。

4）长周期来看，1970 年至今，美元共经历 3 轮大周期。美元周期轮回背后，是制造业从美国逐步向日欧、亚洲四小龙及中国转移；历轮美元走强阶段，均对应制造业转移陷入瓶颈。2008 年以来，美元持续走强缘于美国拥抱逆全球化、拖累全球制造业转移。随着逆全球化在美国越发盛行，认定全球制造业转移将加速、带动美元趋势走弱为时尚早。

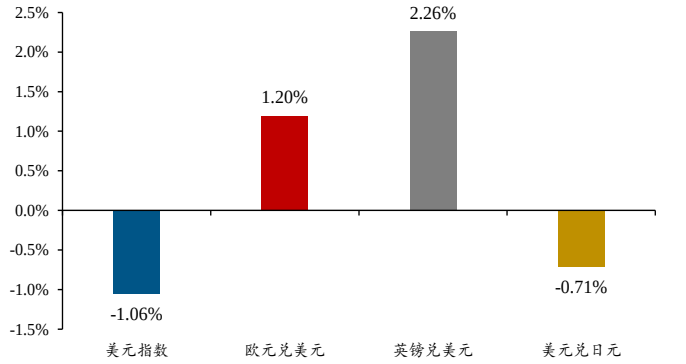
5）展望未来，由于预定了大量的疫苗及率先开启疫苗接种，美国接下来控制住疫情的时间有望早于欧洲等。具体来看，12 月以来，辉瑞、莫德纳等疫苗厂商的疫苗已先后入市。从主要疫苗厂商的产能及订单分布来看，美国预定的疫苗量最多，且获得了辉瑞、莫德纳等的优先供应承诺；欧洲虽然也预定了较多疫苗，但订单多分布研发进度相对落后的厂商。随着率先开启疫苗接种，美国控制住疫情的时间有望早于欧洲等。

6）从美国经济及政策的演绎路径视角来看，也不支持美元指数持续大幅走弱。一方面，美国库存周期已经重启，经济修复开始加快；刷新历史记录的财政刺激力度，也显著缓解了私人部门资产负债表遭受的冲击，使经济具备更大复苏弹性。另一方面，伴随经济复苏加快，美国刺激政策可能更快退出；由于还有大量的财政刺激资金未使用，政策退出对美国经济影响十分有限。最新数据显示，9 月以来，美欧经济领先指标之差已止跌反弹，10Y 美债与德债收益率之差开始加速走扩。

## 2、 大类资产回溯：长端国债收益率普遍上行

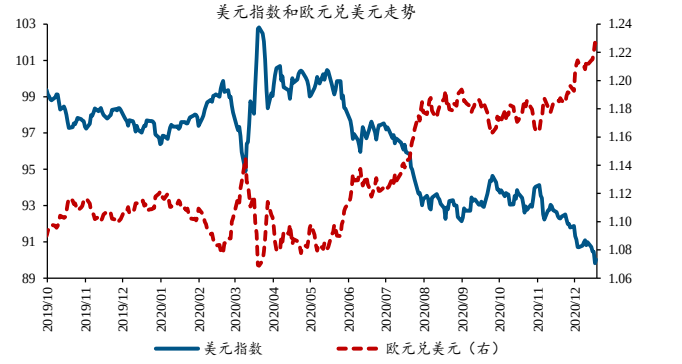
**当周（12 月 14 日-12 月 18 日），美元下跌，欧元、英镑上涨。**美元指数下跌 1.06%至 89.99。其他货币方面，欧元、英镑兑美元分别上涨 1.2%、2.26%至 1.23、1.35；日元汇率上涨，美元兑日元下跌 0.71%至 104.04。

**图30：当周，美元下跌，欧元、英镑上涨**




数据来源：Wind、开源证券研究所

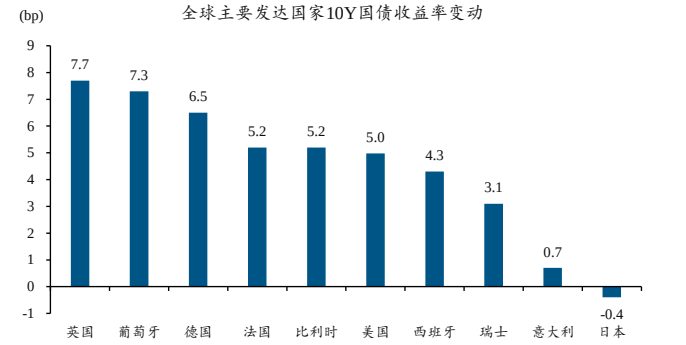
**图31：当周，美元指数走弱**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**当周（12 月 14 日-12 月 18 日），长端国债收益率多数上行。**10Y 美债收益率上行 5bp 至 0.95%。其他债市方面，10Y 英、德、法债收益率分别上行 7.7bp、6.5bp、5.2bp 至 0.25%、-0.57%、-0.33%。

**图32：当周，主要国家 10Y 国债收益率多数上行**




数据来源：Wind、开源证券研究所

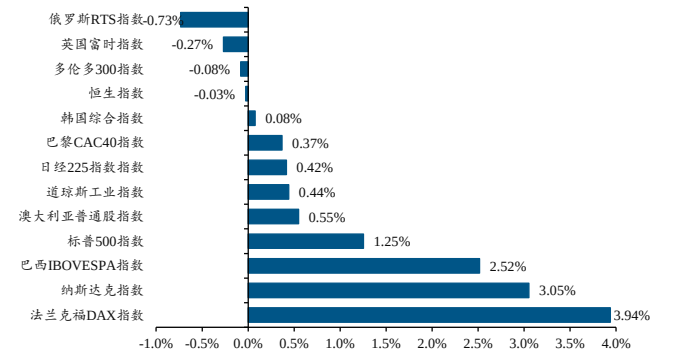
**图33：当周，10Y 美债收益率上行**




数据来源：Wind、开源证券研究所

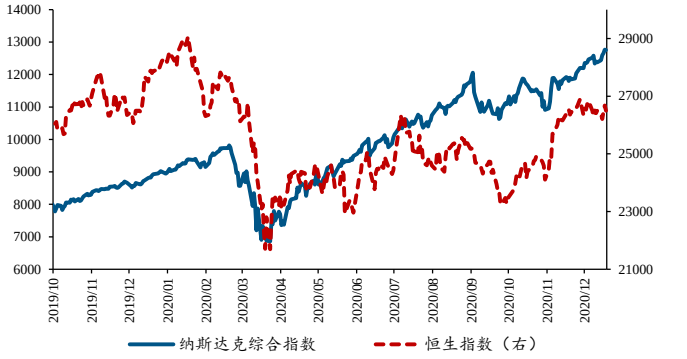
**当周（12 月 14 日-12 月 18 日），全球主要股指涨跌分化。**美股方面，纳斯达克、标普 500、道琼斯分别上涨 3.05%、1.25%、0.44%。亚股方面，韩国综指上涨 0.08%，恒指下跌 0.03%。欧股方面，德国 DAX、英国富时分别上涨 3.94%、下跌 0.27%。

**图34：当周，全球主要股指涨跌分化**




数据来源：Wind、开源证券研究所

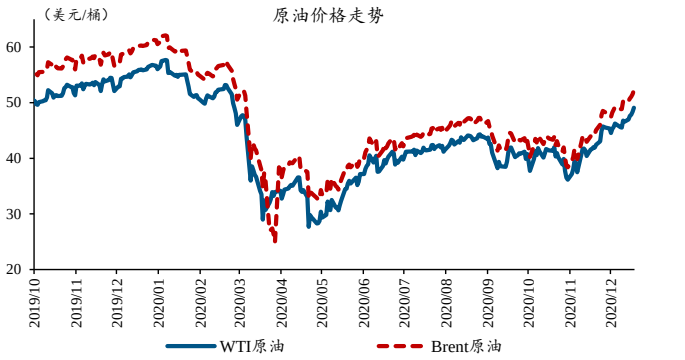
**图35：当周，纳斯达克上涨，恒指微跌**




数据来源：Wind、开源证券研究所

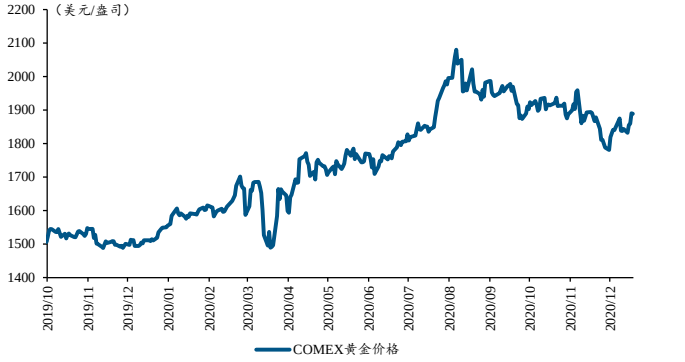
**当周（12 月 14 日-12 月 18 日），原油、黄金大幅上涨。**原油方面，WTI、Brent 原油分别上涨 5.43%、4.58%至 49.1 美元/桶、52.3 美元/桶。黄金方面，COMEX 黄金上涨 2.46%至 1888.9 美元/盎司。

**图36：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37：当周，COMEX 黄金价格上涨**




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、 重点关注：当周申请失业金人数及美国 11 月耐用品订单

**表1：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 | 12/22 | 成屋销售总数年化(万户) | 11 月 | 662 | 685 |
| | | 谘商会消费者信心指数 | 12 月 | 97.5 | 96.1 |
| | 12/23 | 当周初请失业金人数(万人) | 12 月 19 日 | | 88.5 |
| | | 核心 PCE 物价指数年率 | 11 月 | 1.4% | 1.4% |
| | | 个人支出月率 | 11 月 | -0.1% | 0.5% |
| | | 核心 PCE 物价指数月率 | 11 月 | 0.1% | 0% |
| | | 新屋销售总数年化(万户) | 11 月 | 99 | 99.9 |
| | | 当周 EIA 原油库存(万桶) | 12 月 18 日 | -- | -313.5 |
| | | 耐用品订单环比 | 11 月 | 0.6% | 1.3% |
| 欧元区 | 12/21 | 消费者信心指数初值 | 12 月 | -18.3 | -17.6 |
| 德国 | 12/22 | Gfk 消费者信心指数 | 1 月 | -9.5% | -6.7% |

资料来源：Wind、开源证券研究所

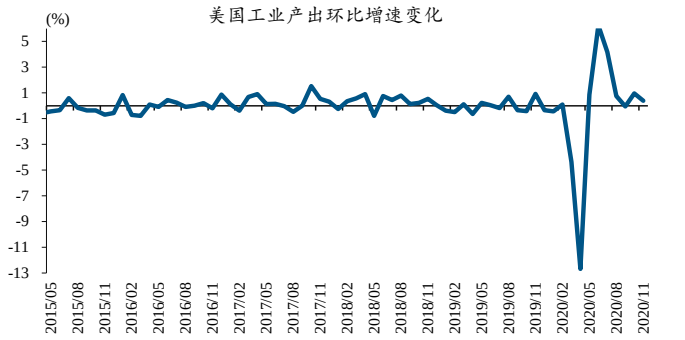
## 4、 数据跟踪：美国 11 月工业产出好于预期

### 4.1、 美国数据

#### 4.1.1、 美国 11 月工业产出环比好于预期，零售销售环比差于预期

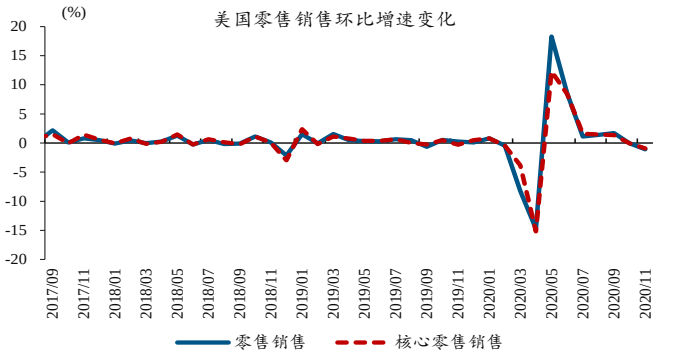
当周（12 月 14 日-12 月 18 日），美国公布了 11 月工业产出及零售销售数据。其中，美国 11 月工业生产环比增长 0.4%，高于预期 0.3%；11 月零售销售环比降低 1.1%，差于预期-0.3%、前值-0.1%。工业生产与零售销售表现分化，表明疫情反弹主要拖累线下消费需求等，对生产活动的扰动相对有限。

图38：美国 11 月工业产出环比好于预期




数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：美国 11 月零售销售环比差于预期

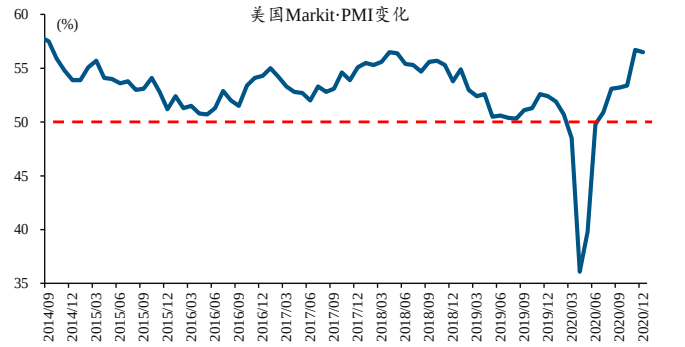



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 4.1.2、美国 12 月 Market 制造业及服务业 PMI 继续高企

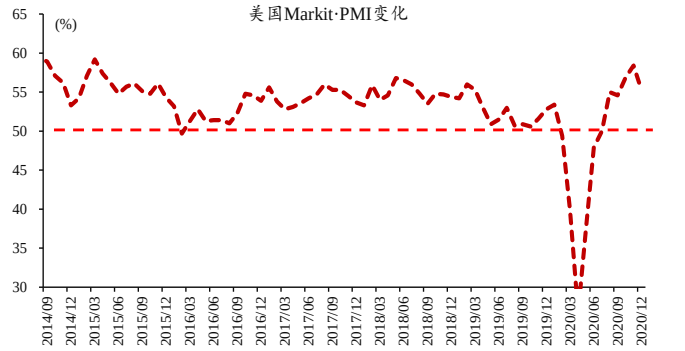
当周（12 月 14 日-12 月 18 日），美国公布了 12 月 Markit · PMI 数据。其中，美国 12 月制造业 PMI 为 56.5%，高于预期 55.7%，略低于前值 56.7%；服务业方面，美国 12 月服务业 PMI 由 58.4%回落至 55.3%，远高于 50%的荣枯线以上。

图40：美国 12 月 Markit 制造业 PMI 继续高企




数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：美国 12 月 Markit 制造业 PMI 小幅回落

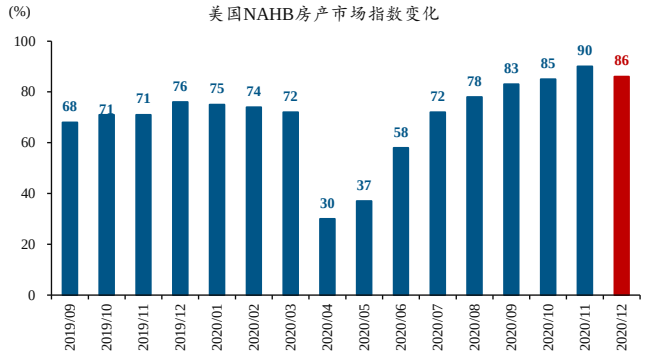



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 4.1.3、美国 11 月 NAHB 房产市场指数高企，营建许可、新屋开工总数双双超预期

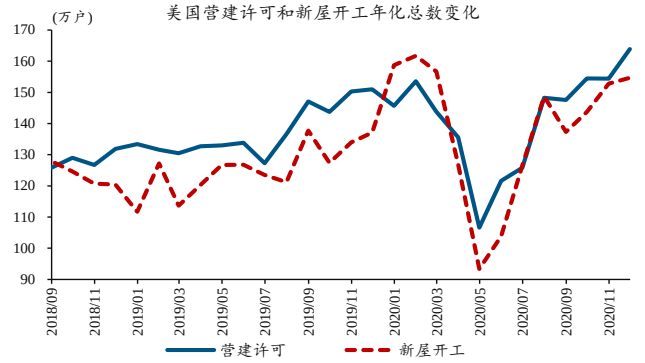
当周（12 月 14 日-12 月 18 日），美国公布了 11 月 NAHB 房产市场指数及地产开工数据。其中，美国 11 月 NAHB 房产市场指数由 90%降至 86%，略低于预期 88%，仍维持在较高水平。地产开工方面，美国 11 月新屋销售年化总数为 154.7 万套，高于预期 153 万套、前值 152.8 万套；11 月营建许可总数为 163.9 万套，高于预期 155 万套、前值 154.4 万套。

图42：美国 11 月 NAHB 房产市场指数继续高企




数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：美国 11 月营建许可、新屋开工总数双双超预期

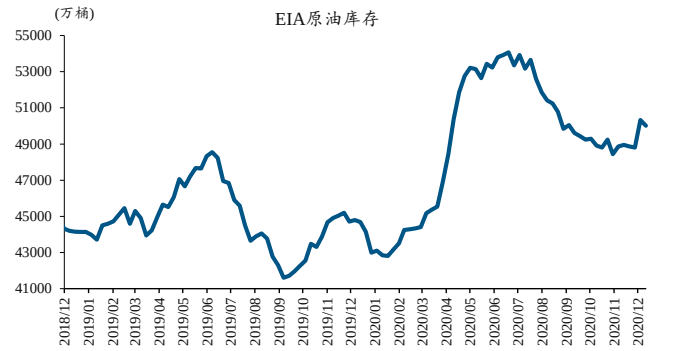



数据来源：Wind、开源证券研究所

#### 4.1.4、 美国当周 EIA 原油库存减少，初请失业金人数反弹

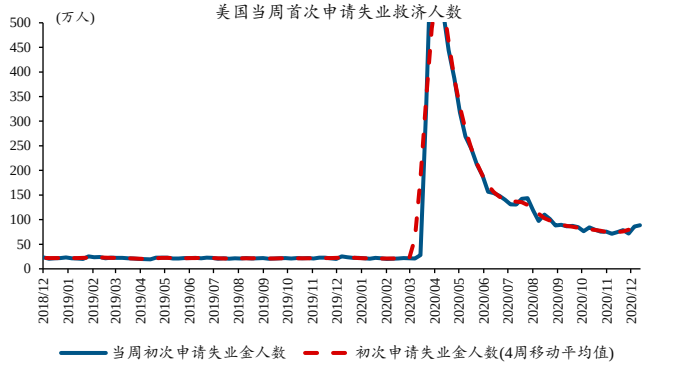
当周(12 月 14 日-12 月 18 日)，美国公布了 12 月 11 日当周 EIA 原油库存数据、12 月 12 日当周初请失业金人数。其中，当周 EIA 原油库存减少 313.5 万桶，预期为减少 193.7 万桶，前值为增加 1518.9 万桶。12 月 12 日当周初请失业金人数为 88.5 万人，差于预期 80 万人、前值 86.2 万人，刷新近 14 周新高。申请失业金人数的反弹，表明疫情反弹对美国经济复苏的节奏形成干扰；但随着疫苗陆续入市等，疫情对经济的扰动或趋减弱。

图44：美国当周 EIA 原油库存减少




数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：美国当周初请失业金人数反弹



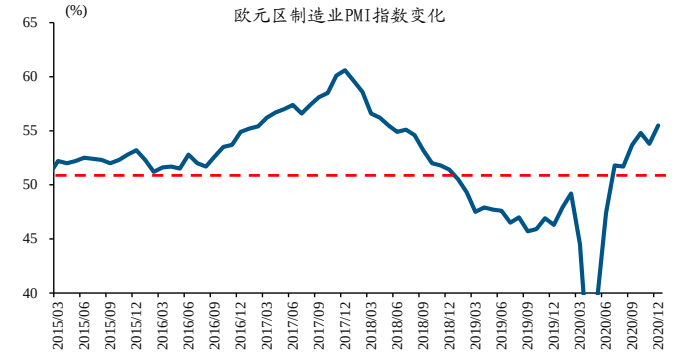

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 4.2、 欧洲数据

#### 4.2.1、 欧元区 12 月制造业、服务业 PMI 双双反弹

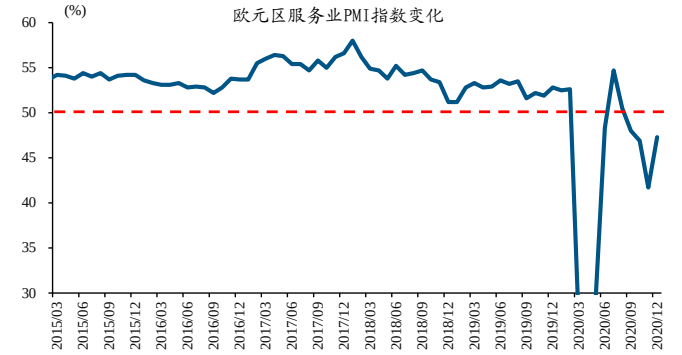
当周（12 月 14 日-12 月 18 日），欧元区公布了 12 月 PMI 数据。其中，欧元区 11 月制造业 PMI 为 55.5%，高于预期 53%、前值 53.8%。服务业方面，11 月服务业 PMI 由 41.7%大幅升至 47.3%，高于预期 41.9%。欧元区 PMI 数据双双反弹，表明加强防疫、控制住疫情后，欧元区经济修复重回正轨。

图46：欧元区 12 月制造业 PMI 指数反弹




数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：欧元区 12 月服务业 PMI 指数大幅反弹




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5、风险提示

疫苗效果不及预期。

## 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