华泰证券 HUATAI SECURITIES

宏观研究/动态点评

2021年01月16日

朱洵 SAC No. S0570517080002
研究员 SFC No. BQK711
021-28972070
zhuxun@htsc.com

易峘 SAC No. S0570520100005
研究员 SFC No. AMH263
evayi@htsc.com

相关研究

1《宏观：出口和顺差强势收官，持续性可期》2021.01
2《宏观：短期新增社融增长可能略显乏力》2021.01
3《宏观：需求走强，PPI 与食品通胀回升均超预期》2021.01

二次疫情拖累美国12月服务消费

美国2020年12月零售消费季调同比+2.9%（前值修正为+3.7%），当月季调环比-0.7%、低于彭博一致预期的环比持平；二次疫情拖累服务业消费，导致当月消费数据疲弱。2020年12月份，建材、家具、家用电器等主要可选消费同比增长均放缓；受二次疫情影响，餐饮、商场、加油站（反映出行）等消费同比增速较前值回落幅度较大。圣诞季本是传统消费旺季，而疫情影响造成“旺季不旺”，反映为消费数据环比回落、表现不佳。

美国2020年11月、12月零售消费连续表现不佳，但我们认为两大变量——疫情和财政刺激在今年Q1已逐渐明朗，消费增长仍可期。12月消费数据的疲弱一方面受到二次疫情冲击社会活动（餐饮等）的影响，此外，最新一轮的9000亿美元财政刺激直至今年1月初才正式获批、而此前一直处于两党博弈“拉锯战”当中，财政转移支付的刺激效应尚未在去年12月份体现。随着疫苗接种进度有望加快、民主党完成“弱横扫”，更大规模财政刺激正在酝酿等利好因素逐渐落地，消费增长（尤其是可选消费）动能有望重新恢复。

最新一轮9000亿美元财政刺激将于2021Q1正式实施，款项仍大多用于对居民收入的转移支付与抗疫纾困。我们预计除此以外，未来或将有更多的追加刺激（规模和节奏取决于疫情发展）。北京时间1月15日，拜登提出了一项（追加）1.9万亿美元的刺激方案——包括向低收入群体再直接支付1400美元，连同已确定的600美元在内，总金额将达到2000美元；将每周失业救济金提高到400美元、时长从今年一季度延长到前三季度等。民主党在参议院取得微弱优势，有助于推进更可观的强刺激+加税+扩大基建的财政扩张组合，但较大规模的财政刺激计划仍需经历两党博弈，我们认为最终落地的（追加）财政刺激规模可能低于拜登宣称的1.9万亿美元。

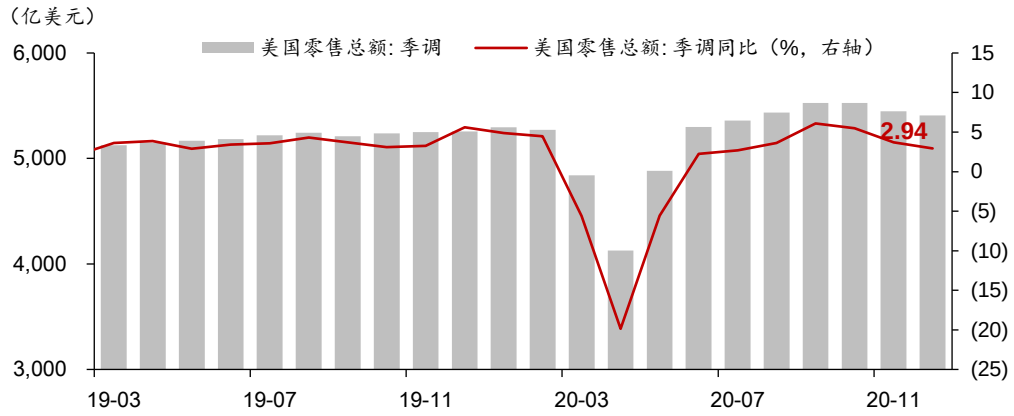
如果拜登宣称的追加财政刺激能够尽快落地，今年一季度，美国居民收入增速同比增速可能回升到+10%以上，较2020Q4明显回升、甚至可能超过2020Q2-Q3。更大规模的财政刺激，可能意味着更高的居民收入增速、更充分的医疗抗疫资金预算、更快落地的基建/清洁能源建设规划；2020年3月份美国出台2.4万亿美元刺激法案，对低收入群体直接支付1200美元/人，2020年4月份美国个人总收入同比增速超过10%；考虑今年Q1美国居民接受的财政转移支付力度可能不低于去年3月的cares法案，我们认为今年一季度美国居民收入增速也有望回升至+10%以上；疫苗的生产和接种有望加速，助推经济加快重启，居民（消费）风险偏好可能进一步好转；考虑到高频的餐饮、航空、出行等指标同比跌幅仍然较大，若服务业有序重启，今年上半年，消费环比有望维持正增长、同比上行空间更大。

本轮制造业库存/设备周期回升迹象已较为明确，而消费动能有望重新恢复，这或将带动美国通胀预期进一步走高。美国2020年12月制造业PMI显示新订单/产出/物价/外贸活动预期环比继续回升，而同期地产销售/新开工数据继续强势。制造业周期回升反映经济整体需求有持续好转的趋势，地产周期则与家电家具等可选消费有较强正相关性。压制消费需求的疫情、政策等不确定性有望逐渐消除，我们认为核心PCE有望逐渐往+2%的目标值回升。

风险提示：二次疫情和疫苗量产应用的不确定性、美国经济复苏弱于预期。

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

图表1： 2020 年 12 月美国零售表现较为疲弱



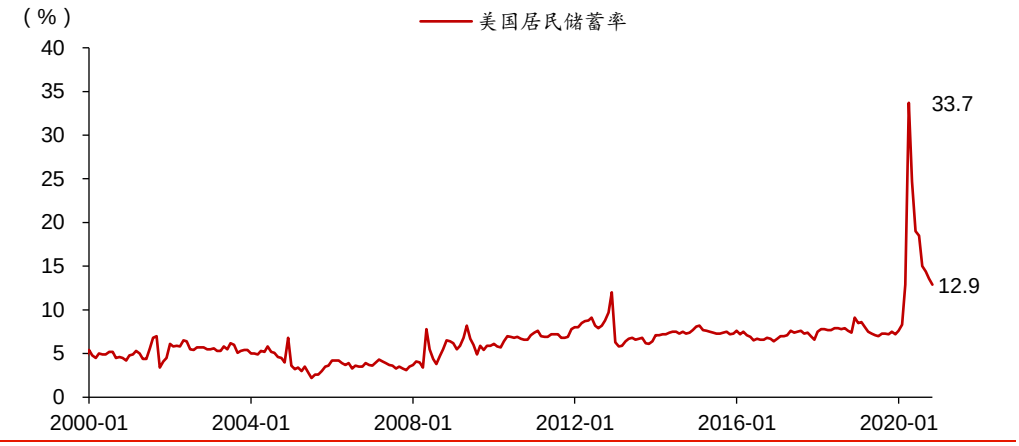
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 2020 年 12 月多类主要可选消费当月同比增速均现回落

当月季调同比，%	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03
零售及食品服务销售总额	2.90	3.70	5.49	6.09	3.61	2.70	2.23	-5.55	-19.86	-5.59
零售和食品服务(不含机动车辆)	1.10	3.10	4.27	4.84	3.19	1.71	0.78	-6.71	-16.64	-0.97
家具和家用装饰店	3.08	2.24	5.75	4.68	5.44	2.51	0.35	-27.64	-59.06	-19.31
电子和家用电器店	-16.60	-12.00	-4.82	-7.26	-4.14	-6.01	-19.63	-42.18	-53.27	-18.06
建筑材料、园林设备及物料店	17.00	17.90	17.98	18.72	16.76	15.91	19.58	18.60	3.35	5.97
食品和饮料店	8.90	10.80	9.61	10.45	9.58	11.12	11.99	14.61	12.30	29.21
保健和个人护理	5.80	4.20	3.18	5.33	4.22	4.15	-0.77	-7.58	-9.62	5.50
加油站	-12.10	-16.30	-14.61	-13.05	-14.93	-16.78	-19.20	-31.30	-39.32	-18.09
服装及服装配饰店	-16.03	-15.69	-10.46	-7.74	-20.14	-22.77	-24.26	-61.90	-86.46	-49.14
运动商品、业余爱好、书及音乐	15.20	18.10	16.01	17.13	9.64	17.43	21.62	-3.68	-45.03	-15.65
日用品商场	1.10	2.80	4.29	5.83	1.99	2.15	2.79	0.01	-5.99	9.28
杂货店零售业	4.70	1.70	8.77	9.48	8.60	10.53	11.31	14.21	13.04	30.85
无店铺零售业	19.20	26.30	27.73	25.95	28.17	23.52	23.68	29.00	22.68	14.31
食品服务和饮吧	-21.15	-16.64	-14.58	-14.29	-15.79	-19.30	-22.09	-38.11	-52.39	-27.04
机动车辆及零部件	10.10	5.90	10.42	11.14	5.27	6.71	8.12	-0.88	-32.93	-24.05

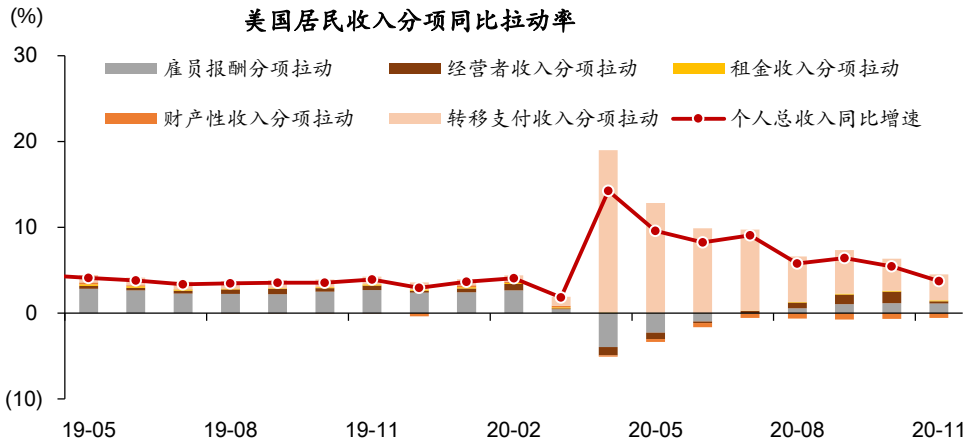
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 美国居民储蓄率虽然回落，但仍高于往年同期



资料来源：Wind，Bloomberg，华泰证券研究所

图表4： 新一轮财政刺激直至今年 1 月初方落地，财政转移支付对居民收入拉动效应暂未体现



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

二次疫情和疫苗量产应用的不确定性、美国经济复苏弱于预期。

免责声明

分析师声明

本人，朱洵、易峘，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间迟延。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

更多信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师朱洵、易峘本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_155