

宏观研究/动态点评

2021年01月17日

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

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

相关研究

- 1《宏观：二次疫情拖累美国 12 月服务消费》
2021.01
- 2《宏观：出口和顺差强势收官，持续性可期》
2021.01
- 3《宏观：短期新增社融增长可能略显乏力》
2021.01

上调 2021 年美国增长和财政赤字率预测

民主党在 1 月 5 日拿下佐治亚两名参议院席位、形成事实意义上的民主党“横扫”格局。鉴于此，我们将 2021 年美国实际 GDP 增速预测值从 5.5% 上调至+6%；预计同比增速高点在二季度，为+12.7%；预计环比高点在一季度，2021Q1 环比折年率为+6.9%。预计 2021 年全年现价 GDP 增速为+8.1%（此前预测值为+7.5%）。我们认为，2021 年美国 GDP 的居民消费、库存、设备投资、政府投资分项，都可能更高于我们在《2021 海外宏观展望：全球重启影响几何？》（2020/11/16）中的预期——尽管我们当时的预期值已可能是市场较高水平。由此，我们对全年美国 GDP 增速的预期值较目前市场主流预期高出超过 2 个百分点（美联储、OECD、IMF、世界银行对美国 2021 年实际 GDP 增速的最新预测均值为 3.5%）。

2021 年一季度结束前，美国已确定和潜在（待落地）的财政刺激规模可能在 1 万 6 千亿美元左右，或将达到 2020 财年（2019Q4~2020Q3）美国全年名义 GDP 的约 7-8 个百分点。民主党在 2021 年 1 月的佐治亚州参议员决选中取得全部两个席位、从而完成实质意义上的“横扫”，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。我们预计除在 2021 年 1 月已确定的 9000 亿美元抗疫财政刺激（2020 年末获批）以外，在 2021 年 1 季度结束前，拜登政府可能还有 6000-8000 亿美元的追加刺激（规模和节奏取决于疫情发展）。

我们将 2021 财年美国赤字率预测上调至 GDP 的 12.9%（此前预测为 11.6%），民主党“横扫”伴生的扩张性财政政策仍可能带来赤字率（较“混合政府”情形）的小幅上行。现金派发、失业救济等非常规财政支出仍可能是财政赤字的主要推手。虽然如我们上文所述，财政刺激有望推升经济增速、扩大税基，而拜登税改目标“给富人加税”，这些因素可能贡献一定的税收增长，但相比财政支出的主动扩张，仍然杯水车薪。

更大规模的财政刺激，可能推高居民收入增速、及加大政府资金对基建刺激/清洁能源建设规划和医疗抗疫资金的支持力度——如我们在《民主党获佐治亚两个席位有何影响？》（2021/01/06）中所述。同时，货币政策和流动性仍有望维持宽松基调。疫苗的生产和接种有望从 2 月开始加速，助推经济加快重启。疫苗和刺激政策两大变量正逐步往更明朗的方向推进。

如 2021 年 1 季度两项财政刺激计划能够落地，可能推动 1 季度美国居民可支配收入增速加速至 15% 以上，大幅拉动美国消费及全球贸易需求。今年一季度美国名义经济增速有望明显高于去年 Q2（当时为负增长），居民部门的工资性、财产性、经营性收入增速均有望高于去年 Q2。2020Q2，在 CARES 抗疫财政刺激出台后，美国居民可支配收入同比增速当季上行到+13%；如新的两项财政刺激在今年一季度落地，我们预计美国居民可支配收入当季同比增速可能加速至+15% 以上，消费需求和风险偏好可能进一步修复。短期内，美国进口需求可能加速扩张、拉动全球贸易活动和制造业周期回升——补库存和设备投资需求可能更具持续性。

我们将 2021 年美国核心 PCE 中枢预测微幅上调至+2.1%；同时，收益率曲线可能进一步陡峭化——预计一季度美国 10 年期国债收益率上行至 1.3%、二季度达到 1.5%；但 2021 年下半年收益率总体或不再攀升。低基数下，今年 2 季度核心 PCE 同比或将达到年内高点。我们维持《民主党获佐治亚两个席位有何影响？》（2021/01/06）的判断，经济重启预期升温、制造业启动补库周期、美联储短期维持对通胀回升的“容忍度”、短期流动性保持相对宽松，更大规模的财政刺激有望落地，将支持美债利率曲线进一步陡峭化。金融及周期相关板块的相对表现仍然可期。

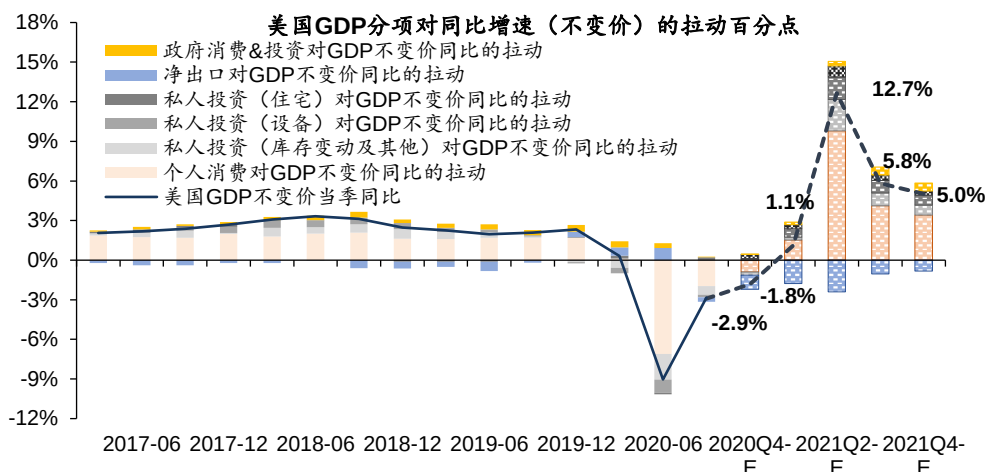
风险提示：二次疫情和疫苗量产应用的不确定性、美国经济复苏弱于预期。

图1：2021 年美国主要宏观经济数据预测

经济数据预测		2020全年	2021全年	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4-E	2021Q1-E	2021Q2-E	2021Q3-E	2021Q4-E
美国GDP ↑	不变价同比,%	-3.3	6.0	0.3	-9.0	-2.8	-1.8	1.1	12.7	5.8	5.0
美国GDP ↑	不变价环比折年率	-3.3	6.0	-5.0	-31.4	33.4	6.8	6.9	5.7	3.9	3.5
美国GDP ↑	现价折年数,十亿美元	20956	22651	21561	19520	21170	21573	22090	22529	22845	23142
美国GDP ↑	现价同比,%	-2.2	8.1	2.1	-8.5	-1.7	-0.8	2.5	15.4	7.9	7.3
美国GDP主要分项:											
居民消费 ↑	不变价同比,%	-3.5	6.6	0.2	-10.2	-2.8	-1.3	2.2	14.3	5.9	4.9
居民消费 ↑	不变价环比折年率	-3.5	6.6	-6.9	-33.2	41.0	8.2	7.0	4.5	4.1	4.1
私人投资 (库存及其他) ↑	不变价同比,%	-10.4	13.9	-7.0	-23.5	-8.0	-3.1	2.8	34.5	12.5	9.8
私人投资 (库存及其他) ↑	不变价环比折年率	-10.4	13.9	-13.6	-58.1	116.7	12.6	9.1	22.9	6.1	2.0
私人投资 (设备) ↑	不变价同比,%	-5.4	15.1	-5.8	-14.9	-2.6	1.7	9.9	27.1	14.2	10.9
私人投资 (设备) ↑	不变价环比折年率	-5.4	15.1	-15.2	-35.9	68.2	17.0	15.6	14.8	9.5	4.1
私人投资 (住宅) ↑	不变价同比,%	5.0	13.6	6.6	-4.0	7.2	10.0	9.5	25.9	12.0	8.7
私人投资 (住宅) ↑	不变价环比折年率	5.0	13.6	19.0	-35.5	63.0	17.0	17.0	12.6	2.0	4.1
净出口	不变价同比,%	-0.5	30.2	-13.2	-18.5	7.2	24.2	42.6	53.6	19.2	14.7
净出口	不变价环比折年率	-0.5	30.2	-30.0	-6.4	198.7	21.6	21.6	26.2	8.2	4.1
政府消费&投资 ↑	不变价同比,%	1.3	2.4	2.7	2.1	0.3	0.2	1.1	1.7	3.4	3.4
政府消费&投资 ↑	不变价环比折年率	1.3	2.4	1.3	2.5	-4.8	2.0	4.9	4.9	2.0	2.0
美国失业率 ↓	期末值, %	6.7	5.1	4.4	11.1	7.8	6.7	6.2	5.7	5.4	5.1
美国核心PCE ↑	当期均值, %	1.4	2.1	1.8	1.0	1.4	1.4	1.7	2.5	2.0	2.2
美国核心CPI ↑	当期均值, %	1.8	2.4	2.3	1.3	1.7	1.7	2.0	2.8	2.3	2.5
美国财政赤字 ↑	十亿美元	3136.0	2882.2	-	-	-	-	-	-	-	-
美国财政赤字 ↑	/GDP, %	14.9	12.9	-	-	-	-	-	-	-	-
联邦基金利率	期末值, %	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
美元指数 ↑	期末值, 点	95.8	90.0	98.3	98.8	94.1	92.1	90.0	91.0	90.0	89.0
10年期美债利率 ↑	期末值, %	0.86	1.20	1.37	0.69	0.65	0.86	1.30	1.45	1.30	1.20

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图2：2021 年美国GDP同比增速的高点可能在二季度



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图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：民主党完成横扫，有望推出更大规模的财政刺激计划，赤字率较“混合政府”情形走高

单位：十亿美元	2020原计划	2020实际值	2021财年：民主党“横扫”
财政收入 主动型	0	0	0
周期性	3431	2936	3,900
其他	201	484	212
财政收入	3,632	3,420	4,112
财政支出 主动型	4,020	4,842	6,251
周期性	459	709	464
其他	278	1,005	279
财政支出	4,757	6,556	6,994
财政赤字（正数表示赤字）	1,125	3,136	2,882
财政赤字率	5.4%	14.9%	12.9%

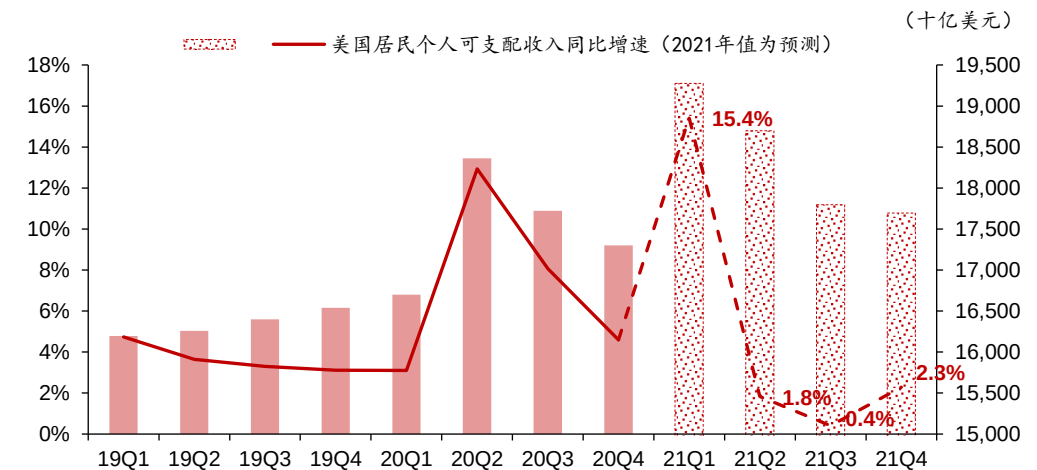
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：拜登政府 2021 年可能实施的税收和财政方案

拜登上任后可能实施的税收和财政方案	2021年计划	备注
税收（增加量，单位：十亿美元）		
个人所得税	73	提高年收入40万美元以上个体的所得税
企业所得税	41	提高企业所得税至28%
其他	32	
合计	143	
支出（单位：十亿美元）		
清洁能源及基建	500	4年任期内总计2万亿；若为混合政府，则2021年推进更慢
疫情救助法案	1,600	预计刺激规模：第一轮9000亿（已确定），第二轮6000-8000亿（我们认为）；并随着疫情发展或有追加
合计	2,100	

资料来源：拜登竞选网站，Tax Foundation

图表6：如 2021 年 1 季度两项财政刺激计划落地，可能推动当季美国居民可支配收入同比增长加速至 15%以上



资料来源：Wind，Bloomberg，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、易垲，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延迟。

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、易恒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_156

