

美国增长或将呈“过热”之势

华泰研究

2021年2月24日 | 美国

深度研究

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

研究员 常慧丽, PhD
SAC No. S0570520110002
SFC No. BJC906
changhui@htsc.com
+86-10-63211166

研究员 朱洵
SAC No. S0570517080002
SFC No. BQK711
zhuxun@htsc.com
+86-21-28972070

近期，美国疫苗接种进度“渐入佳境”、经济重启动能集聚。美国通胀预期一路攀升。政策“呵护”反弹并“容忍”通胀——拜登政府强力财政刺激方案逐渐成型、美联储总体保持鸽派态度。3月底前，美国议会就可能通过新一轮最高1.9万亿美元的刺激计划。本文中，我们分析在不同数额的新一轮财政刺激下美国经济的可能走势。我们预计，即使在最为温和的新增7000亿美元刺激假设下，美国通胀压力也可能明显高于市场业已高涨的预期（彭博一致预期2021年核心PCE：1.8%）。

即使没有进一步财政刺激，美国经济反弹本已“蓄势待发”——鉴于美国居民此前多轮刺激后集聚的1.6万亿美元“过剩储蓄”势必将在疫苗推进和经济重启并行加速的背景下转换为可选消费、尤其是服务消费支出。

如在经济重启自身动能之上叠加新一轮刺激的效果，我们预计美国GDP同比增长将在今年2季度回到潜在增速，更重要的是，GDP可能在2021年2季度到4季度之间回到潜在水平（即产出缺口弥合）、此后总需求可能超出潜在产出。在年初已发放9000亿美元第四轮财政救助的基础上，拜登政府再次提出1.9万亿美元的财政刺激计划，并逐渐获得政府内部更多支持。预计3月底前，国会最终通过的刺激计划数额在1-1.5万亿美元（低端假设新增刺激7000亿美元、高端1.7万亿美元）。而我们估算，美国GDP在2021年底回升至潜在水平所需的进一步刺激金额约3800亿美元，由此推算——

1) 基准情形下，美国今年1季度再通过1-1.5万亿美元的财政刺激计划，取中间值1.2万亿，则进一步财政刺激的体量约超出弥合产出缺口所需数额约8200亿美元（约占2020年GDP的4%），其中2021年“超额刺激”约为GDP的1%，2022年超额刺激达到GDP的3%左右。

2) 如果国会通过假设高端、即1.7万亿美元的进一步刺激计划，则2021-22“超额”刺激体量可能达到约1.32万亿美元（GDP的6-7%，其中2021年2-3%、2022年4-5%）。

3) 保守的假设下，即进一步刺激规模仅7000亿美元附近，两年仍将“超额刺激”3200亿美元左右（1.5-2% GDP、2021年4季度产出缺口弥合、超额部分均落在2022年）。

从居民收入角度分析，继2020年7.2%的高增长后，下一轮刺激可能推动美国居民可支配收入2021年同比再上升2-7%，2020-21两年平均增长远高于年化~4%的趋势增速，总刺激强度也可能超出弥补美国家庭收入损失所需体量的数倍。其中对消费倾向较高的低收入家庭超额补贴幅度最为显著。

通胀上升同时，美联储为恢复“理想”就业水平可能继续维持宽松的货币政策——政策目标改为“平均通胀”可能导致联储政策收紧滞后、且幅度偏缓。

由于美国今年的财政刺激体量可能最早在2季度就将总需求抬升至潜在水平之上、和2009年“刺激不足”的历史形成鲜明对比，所以，美国本轮的通胀压力也可能大幅超过08年金融危机后的水平。我们认为，相对于潜在通胀压力而言，市场对“通胀”警惕度仍有待提高，部分原因是金融危机后通胀迟迟“缺席”。但回顾历史，金融危机后的刺激强度远不足以弥补彼时产出缺口，推升通胀更无从谈起。所以，本次通胀压力与十二年前相比不可同日而语。

风险提示：美国新一轮刺激不及低端预期，疫情超预期反复。

正文目录

美国疫苗接种推进速度“渐入佳境”，疫情明显缓和.....	4
经济重启动能集聚、居民消费反弹后劲十足.....	6
下一轮大规模财政刺激箭在弦上.....	10
估算不同情形下美国本轮“超额”刺激的体量及回归潜在产出水平的时点.....	12
财政刺激对美国居民收入的提振也可能“用力过猛”.....	15
大量“超额”财政刺激将推升美国核心通胀及全球粮油等商品价格.....	17
超宽政策下的通胀压力——可能不再是“狼来了”的故事.....	19
风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 美国疫苗推进提速, 疫情缓和	4
图表 2: 按目前疫苗注射速度, 4 月底美国将完成 50% 人群的疫苗覆盖, 6 月初完成 70% 人口覆盖	4
图表 3: 美国重症率和死亡率均明显下降	5
图表 4: 疫情和可选消费、尤其是体验式消费倾向明显反相关	5
图表 5: 消费再次走弱是去年四季度美国经济增长降速的主要原因	7
图表 6: 美国零售增长去年 Q4 短暂回落后再度快速扩张, 经济为重启的背景下已大幅高于疫情前水平	7
图表 7: 1 月份, 主要可选消费对零售增长的贡献明显反弹	7
图表 8: 1 月份, 多项可选消费环比回升	7
图表 9: 苹果设备指数: 美国主要城市和地区 2 月中旬以来回升, 但仍有大幅回升空间	7
图表 10: 2 月下旬, 美国酒店入住率出现回升	7
图表 11: 美国 2020 年 12 月底发布的上一轮 9000 亿美元财政刺激细节	8
图表 12: 美国居民部门持有大额超额储蓄有待释放	9
图表 13: 美国财政刺激的“外溢效应”——进口回升明显强于出口, 贸易逆差将继续走阔	9
图表 14: 拜登政府以及财长耶伦提议的 1.9 万亿美元财政刺激计划组成	11
图表 15: 三种财政刺激情形下, 对居民直接转移支付 (现金+失业救济+育儿补贴) 数额的假设	11
图表 16: 无新增刺激情形下, 估计 2021 年底美国产出缺口 (名义值) 在年化 3800 亿美元的水平	13
图表 17: 3 种财政刺激情形下 2021 年 fiscal impulse 及“超额刺激”的估算	14
图表 18: 3 种财政刺激情形对 2021 年美国名义 GDP 的提振	14
图表 19: 三种财政刺激情形下美国 2021-2022 年的超额刺激数额, 及产出缺口弥合时点	14
图表 20: 由非农报告估算美国家庭受疫情影响的累计收入损失 (不含转移支付)	16
图表 21: 不含转移支付情形下, 2020-2021 美国家庭部门疫情期间总收入损失估算	16
图表 22: 三种情形下美国居民收入增长均可能高于 (本应回落) 的趋势水平	16
图表 23: 全球主要经济体 2020 年均采取大幅宽松的财政政策	18
图表 24: 全球主要央行去年均大幅扩表、幅度大幅超过 2008 年后水平	18
图表 25: 产出缺口弥合推升核心通胀	18
图表 26: 美国 M2 增速为 50 年来最高, 名义增长滞后回升仅因为货币流通速度受疫情压制	18
图表 27: 而通胀预期上升后货币流动速度也有望“正常化”, 名义产出将大幅回升	18
图表 28: 通胀预期已接近 30 年高点, 而利率调整暂时滞后	20
图表 29: 全球农产品价格大幅上涨	20
图表 30: 能源与金属价格也反映通胀预期大幅回升	20
图表 31: 而全球航油和出行能源需求仍远未恢复, 大宗商品供需缺口可能进一步扩大	20
图表 32: 全球陆地交通活跃度尚未恢复至疫情前一半的水平	20
图表 33: 美国石油产量大降 2-3 成	20
图表 34: 石油用量距离疫情前水平差距仅 5%, 航油一项即可弥补	21
图表 35: 三大交易所的铜库存也在近 20 年低点	21

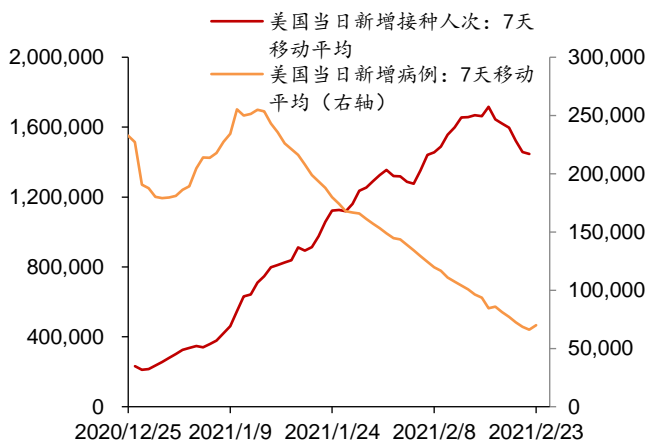
美国疫苗接种推进速度“渐入佳境”，疫情明显缓和

美国疫苗接种节奏“渐入佳境”。截至2月22日，美国疫苗最近7天平均接种量达到144.6万剂，近日单日接种人数有所回落、但仍在100万人以上（图表1）；**美国疫苗接种覆盖率达到19.8%**。美国CDC数据显示大部分州已进入1c接种阶段（为65岁以上老人、高危易感人群共1.29亿人接种疫苗），时间节点与CDC此前发布的疫苗接种规划大致相符，目前各州对疫苗接种优先人口的接种覆盖率普遍在20%-50%。如维持目前接种推进速度不变（以最新的7天平均值为准），我们预计美国有望在今年4月25日完成50%人口的接种覆盖、6月5日完成70%人口的疫苗接种（以至少接种一剂疫苗作为覆盖标准，图表2）。假设在去年底疫苗开始大规模接种前，具有新冠抗体的人群占美国总人口的10%左右，那么美国大体完成“群体免疫”的时间点可能在2个月后（以超过50%的人口具有抗体作为“群体免疫”的标准）。

疫苗接种“渐入佳境”同时，美国疫情全面缓解。WHO数据显示，截至2月23日，美国最近7天平均新增病例数已经回落到7.0万人/天，而去年12月末这一数字为18万人/天、今年1月末为15.3万人/天。更值得注意的是，随着具有抗体的人口占比上升、美国医疗资源压力有所缓和，截至2月23日，美国新冠住院病人数为5.5万人，较1月末回落4.0万人；滚动死亡率（新增死亡例数/新增确诊数）回落到1.5%，而去年Q4的阶段高点在2%左右；重症病例占住院总人数比例为20.9%，重症病例总数和住院人数均较1月上中旬大幅下降（图表3）。这一系列数据显示疫情对美国社会资源占用和对经济活动的影响明显缓和。

疫情缓和将提振居民消费倾向、释放美国居民大额“超额”储蓄。去年以来的数据表明，多数月份，居民消费倾向与疫情的边际变化有联动关系。当月新增疫情较上月上行、抑制居民消费倾向，反之则释放消费需求——我们从美国的新增疫情与餐饮等线下消费数据端，观察到了相近的迹象（图表4）。今年1月份，尽管新增疫情较去年12月基本持平，但疫苗开始量产接种带来较强的疫情应对信心，多项体验式消费增速环比显著上行。我们预计从2月往后，新增疫情环比回落、叠加疫苗接种加快，美国居民消费倾向有望进一步提升。而此前居民消费倾向暂时受到压制是大量财政刺激无法有效转化为总需求和通胀预期的主要原因。

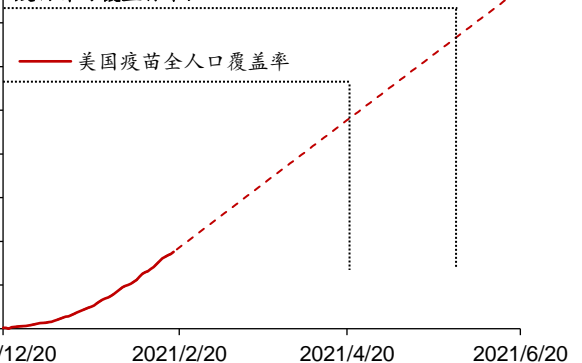
图表1：美国疫苗推进提速，疫情缓和



资料来源：Wind，华泰研究

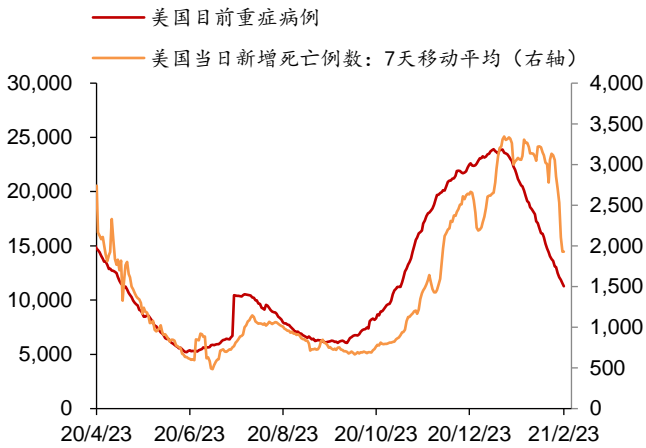
图表2：按目前疫苗注射速度，4月底美国将完成50%人群的疫苗覆盖，6月初完成70%人口覆盖

我们假设维持目前接种推进速度不变（以最新的7天平均值为准），预测美国全人口覆盖率（以至少接种一剂疫苗作为覆盖标准）



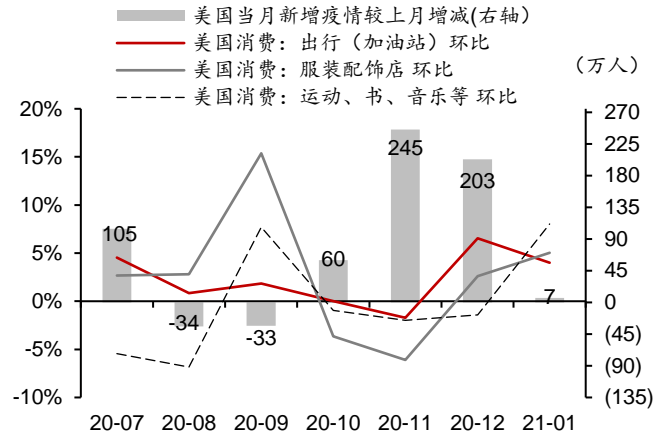
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表3： 美国重症率和死亡率均明显下降



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4： 疫情和可选消费、尤其是体验式消费倾向明显反相关



资料来源: Wind, 华泰研究

经济重启动能集聚、居民消费反弹后劲十足

在去年4季度短暂走弱后，今年初以来，美国中高频指标显示其总需求在疫情缓和+新一轮财政刺激驱动下大幅反弹。如我们在《二次疫情拖累美国12月服务消费》(2021/01/15)中所述，去年11-12月美国消费数据的疲弱一方面受二次疫情冲击社会活动(餐饮等)的影响，此外，最近一轮9000亿美元财政刺激直至今年1月初才正式实施、去年11-12月处于转移支付“真空期”。美国2020Q4 GDP分项中居民消费环比略弱于季节性，成为2020年4季度GDP增长环比减速的主因(图表5)。

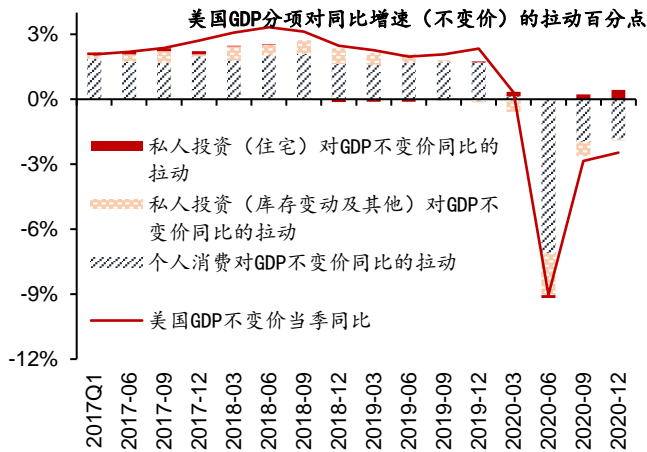
而随着疫苗接种和财政刺激两大变量在今年Q1逐渐明朗，今年一系列数据显示美国需求强劲反弹，且后劲可期——美国经济意外指数(反映数据实际强于彭博一致预期的幅度)在去年12月走低后，今年1月以来再度反弹；1月ISM制造业PMI分项中的新订单、产出仍高于60%，就业、订单库存、物价预期较前值继续上行，进口预期回升，显示其补库存需求较强；美国今年1月非农时薪季调环比+0.2%、高于彭博一致预期的-0.2%。随着劳动生产率提高，高技术含量和附加值的行业盈利和薪资增长更明显，今年Q1美国居民部门的工资性、财产性、经营性收入同比增速均有望高于去年Q2。美国今年1月零售消费环比(非年化)跳升至5.3%(去年Q4均值-0.8%)、大幅强于彭博一致预期的+0.8%；1月零售季调同比+7.4%(去年Q4均值+3.9%)，为2012年以来最高的单月同比增速(图表6)。如我们在《海外：疫情趋缓，增长通胀预期跳升》(2021/02/16)中所述，美国经济增长动能再集聚，近期大宗商品加速涨价、美债名义收益率快速上行，集中反映了通胀上行+经济重启+政策刺激预期。

我们分析，美国2021年来经济增长再次明显加速，主要受以下两方面因素驱动：

1) 疫情边际缓和下，储蓄率回落，同时出行、物流和服务业消费均有所恢复——由美国大城市苹果设备指数&1月零售消费中的“加油站”分项、线上零售、酒店及餐饮消费等数据可见(图表7-10)。考虑到截至2月中旬，美国酒店、航空、餐饮等服务业高频指标同比跌幅仍然较大，未来服务业消费还有较大的反弹空间。

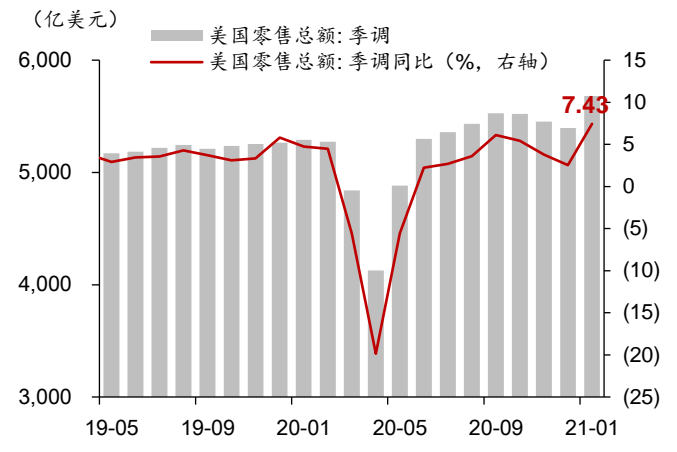
2) 去年底通过、已开始实施的9000亿美元财政刺激计划进一步提振总需求(图表11)，尤其是居民可选消费、医疗支出等。如我们在《上调2021年美国增长和财政赤字率预测》(2021/01/15)中所阐释的，美国最近一轮财政刺激主体仍是转移支付，以及加大对医疗抗疫资金的支持力度。短期内，美国进口需求可能加速扩张、拉动全球贸易活动和制造业周期回升，补库存和设备投资需求可能更具持续性。今年Q1，9000亿美元财政刺激开始实施、并且市场预期还有更大规模的财政刺激在途，去年Q4被压抑的美国居民消费意愿重新释放。随着现金派发(对低收入群体600美元/人)恢复，1月份，电子和家用电器(月环比非折年14.7%)、家具(12%)、建材(4.6%)、运动商品(8%)等各类可选消费、体验式消费环比均显著反弹(括号中为当月环比增速)。

图表5: 消费再次走弱是去年四季度美国经济增长降速的主要原因



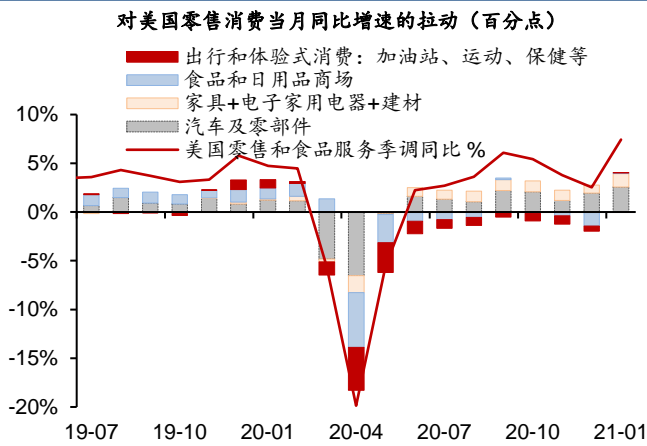
资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 美国零售增长去年Q4短暂回落后再度快速扩张, 经济重启的背景下已大幅高于疫情前水平



资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 1月份, 主要可选消费对零售增长的贡献明显反弹



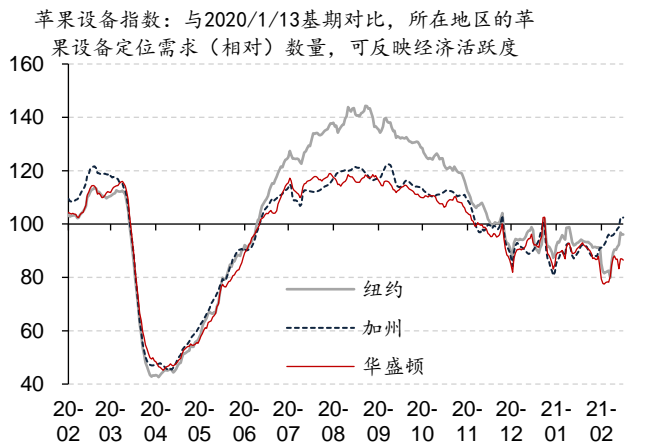
资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 1月份, 多项可选消费环比回升

美国零售及食品服务销售额季调环比	2021-01	2020-12	2020-11	2020-10	2020-09
零售及食品服务销售总额	5.30	-1.00	-1.08	-0.05	1.72
家具和家用装饰店	12.00	-0.70	-1.10	0.20	0.14
电子和家用电器店	14.70	-6.50	-3.49	1.09	-1.96
建筑材料、园林设备及物料店	4.60	-0.10	1.13	0.13	0.37
食品和饮料店	2.40	-1.40	1.56	-0.71	-0.01
保健和个人护理	1.30	1.00	-0.74	-0.71	1.11
加油站	4.00	6.50	-2.41	-0.16	1.83
服装及服装配饰店	5.00	2.60	-6.82	-3.36	15.37
运动商品、业余爱好、书及音乐	8.00	-1.40	-0.59	-0.82	7.68
日用品商场	5.50	-1.80	-0.97	-1.13	3.24
无店铺零售业	11.00	-7.30	0.19	2.44	-2.05
食品服务和酒吧	6.93	-4.57	-3.99	-0.50	2.37
机动车辆及零部件	3.10	2.00	-1.66	0.01	3.14

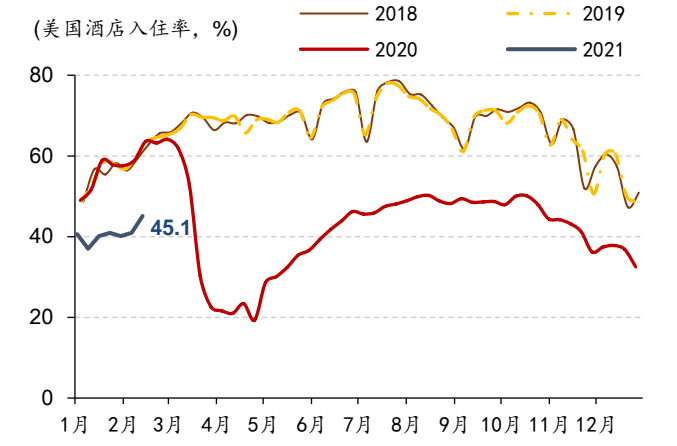
资料来源: Wind, 华泰研究

图表9: 苹果设备指数: 美国主要城市和地区2月中旬以来回升, 但仍大幅回升空间



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表10: 2月下旬, 美国酒店入住率出现回升



资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

图表11： 美国 2020 年 12 月底发布的上一轮 9000 亿美元财政刺激细节

2020/12/20 美国 9000 亿美元经济救助方案内容		
措施	内容	金额 (亿美元)
现金派发	向成人和儿童每人提供 600 美元的一次性付款；2019 年收入个人低于 7.5 万美元或夫妇低于 15 万美元具备资格	1,660
失业救济	为失业人员提供额外每周 300 美元的救济，直至 2021/3/14	1,200
营养与农业	食品券与营业福利，130 亿美元 支持农民和牧场主，130 亿美元	260
支持小企业	继续支持小企业贷款，2840 亿美元 向小企业赠款提供资金，200 亿美元 为小企业现场活动场所提供资金，150 亿美元 SBA 债务减免，55 亿美元	3,250
帮扶弱势群体	支持社区金融和少数族裔存款机构，帮助低收入者和少数族裔度过难关	120
邮政与宽带	支持邮政服务，100 亿美元 支持宽带安装，70 亿美元	170
学校与儿童援助	支持学校恢复和重新开放，820 亿美元 支持儿童保护与援助，100 亿美元	920
新冠检测与疫苗分发	采购疫苗，免费提供给需要的人，200 亿美元 疫苗分发，90 亿美元 疫苗储备，30 亿美元 支持各州新冠检测，220 亿美元 心理健康支持，45 亿美元 新冠病毒研究，10 亿美元 支持印第安健康服务项目，10 亿美元	690
交通运输	航空公司员工和承包商的工资支持，160 亿美元 过境费用，140 亿美元 高速公路，100 亿美元 城际巴士，20 亿美元 机场，20 亿美元 美国铁路，10 亿美元	450
租房保护	暂停驱逐令延长一个月至 2021 年 1 月，并向租房者提供紧急援助，250 亿美元	250
延长 CARES 法案	延长各州和地方使用 CARES 法案下未动用资金的最后期限一整年 允许美联储继续使用 CARES 方案提供的 4,290 亿美元未动用资金用于紧急贷款计划	
合计		9,000

资料来源：Bloomberg，华泰研究

往前看，我们预计美国消费反弹后劲十足——去年的“超额”储蓄有望转换为消费动能，而下一轮财政刺激可能同时提振消费、并大概率催生数额相当可观的新增超额储蓄。美国居民储蓄率自今年 6 月开始飙升，一度达到 20% 以上的水准，截至 2020 年 10 月已经高企

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_17934

