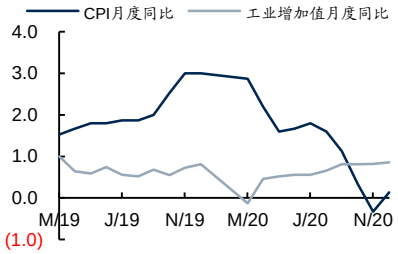
宏观经济

海外市场一周概览

2021 年 02 月 23 日

CPI 与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	2.90
社零总额当月同比	4.60
出口当月同比	13.5
M2	9.40

相关研究报告:

《海外市场一周概览：剖析美国居民的资产构成》 ——2021-02-03

《宏观经济周报：本周宏观扩散指数再次上升》——2021-02-08

《宏观经济周报：疫情反复或对经济形成一定拖累，但幅度应较有限》 ——2021-02-01

《海外市场一周概览：美国基建，重返 2009》——2021-01-26

《宏观经济周报：1 月国内融资需求强劲，价格上涨势头猛烈》 ——2021-02-22

证券分析师：董德志
电话：021-60933158
E-MAIL：dongdz@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100001
联系人：王艺熹
电话：021-60893204
E-MAIL：wangyixi@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

宏观周报

美国经济复苏的三条主线

● 美国经济如何复苏？主要关注三条主线

房地产市场趋势再起：开春后美国房地产市场将延续去年火热态势，并拉动制造业复苏。我们认为美国私人住宅市场在开春后会延续去年的火热，主要原因包括以下三点：1）房产市场目前处于一年中淡季，销售量暂时回落不能说明问题；2）低利率环境对贷款购房友好；3）当前房屋库存下降，房地产商仍旧在主动补库存。

非耐用品制造有待提升：供应链在过去数月内形成制造业最大掣肘，目前需等待非耐用品制造回升。2020 制造业复苏主要由耐用品订单拉动。地产市场火热直接拉动了建筑材料及用品，以及家具、电器等耐用消费品品类的订单增加。预计接下来住房销售的回温可继续拉动耐用消费品制造。近期国际大宗商品价格的上涨可能提高工厂生产成本，挤占利润空间。

服务业就业有待修复：随着疫苗接种的展开，居家令放松将拉动服务业就业。金融服务类就业已基本恢复疫情前水平，公共事业、运输仓储、零售批发和专业服务受疫情影响较小，而信息业、教育保健和休闲酒店业就业水平有待进一步提升。

总体来看，美国就业市场是重点观察对象，疫苗普及率为关键变量。美联储主席鲍威尔认为美国目前的真实失业率在 10%左右。在就业实现明显复苏前，美联储不会收紧货币政策。

● 海外疫情与疫苗接种进度追踪

近一周来，美国每日新增病例数继续下降且疫苗接种进度领先。德国中小学昨日复课，该国“每十万人七日累计新增确诊”指标已连续三日上升。意大利新增病例数有反弹趋势，且疫苗接种进度落后。后期来看，风险主要来自于病毒变异使得现有疫苗失效。

● 上周主要资产走势概览

美股：春节以来，美国经济复苏预期提升，股市行情集中在顺周期板块。近几日的美债利率超预期上升引发股市下调。标普 22 日收报 3876.50 点，道指收报 31521.69 点，纳指收报 13533.05 点，三大股指在 8-22 日期间分别变化-0.27%、+1.2%和-2.33%。

美债：2 月以来 10 年期美债利率共上升 28.5bp，23 日报 1.379%。美联储官员将利率上升解读为市场对经济复苏（而不是对通胀）的反应。目前来看即便通胀升破 2%，美联储也不会在短期内加息。23 日 2 年期美债利率报 0.121%。

伦敦金：2 月 23 日报 1808.44 美元/盎司。

美元指数：2 月 23 日报 90.17。

布油价格自 2 月 1 日以来已上涨 18.07%，截至 23 日布油报 65.83 美元/桶。

伦铜价格一路飙升，23 日最高报 9269.5 美元/吨，为 2011 年以来最高水平，2 月伦铜价格涨幅达到 20%。

内容目录

美国经济如何复苏？主要跟随三条主线 4
房地产市场趋势再起 4
非耐用品制造有待提升 6
服务业就业有待修复 8
总体来看，美国就业市场是重点观察对象，疫苗普及率为关键变量 9
海外疫情与疫苗接种进度追踪 11
上周主要资产走势概览 12
美股 12
美债 13
伦敦金和美元指数 14
布伦特原油和伦敦铜 14
国信证券投资评级 16
分析师承诺 16
风险提示 16
证券投资咨询业务的说明 16

图表目录

图 1：2008 年来美国成屋库存与售价中位数 4
图 2：美国新建房屋与成屋销售对比 4
图 3：美国 NAHB 住房市场指数 5
图 4：美国住宅可供给月数 5
图 5：美国营建许可和建造支出同比（%） 5
图 6：美国营建许可同比（%，按户型分类） 5
图 7：美国 30 年和 15 年抵押贷款固定利率（%） 6
图 8：美国建筑业和贸易运输业雇佣率（%） 6
图 9：美国 ADP 建筑业就业人数（千人） 6
图 10：美国制造业中耐用品新订单同比（%） 7
图 11：美国制造业计算机及资本品新订单同比（%） 7
图 12：美国 ADP 制造业就业变化 7
图 13：美国 ISM 制造业 PMI 指数：物价、就业和供应商交付分项 8
图 14：美国各行业对 GDP 增长贡献占比（%） 8
图 15：美国服务业分行业占服务就业人数比例（%） 8
图 16：美国 ADP 非农就业人数（千人） 9
图 17：美国服务类细分行业就业人数（千人） 9
图 18：Google Mobility 全美主要生活场景流量 9
图 19：美国劳动劳动参与率 2015 年开始修复 10
图 20：美国个人收入来源中转移支付比例增加 10
图 21：美国具体货币和财政政策与经济复苏的关系及对应经济指标 11
图 22：美日德英法意六国每日新冠病例新增数（7 天移动平均） 11
图 23：美日德英法意六国群体免疫建立进度（粗略估计） 12
图 24：2 月 8 日-22 日标普 500 指数 13
图 25：2 月 8 日-22 日道琼斯工业指数 13
图 26：2 月 8 日-22 日纳斯达克指数 13
图 27：2 月 8 日-23 日美国 10 年期国债利率（%） 14
图 28：2 月 8 日-23 日美国 2 年期国债利率（%） 14
图 29：2 月 9 日-2 月 23 日伦敦金价与美元指数（伦敦金：美元/盎司） 14
图 30：8 日-23 日布伦特原油价格走势（美元/桶） 15
图 31：2 日-23 日伦铜价格走势（美元/吨） 15

表 1：美国服务业各分行业 2021 年 1 月就业人数/2020 年 1 月就业人数 9
表 2：美国不同口径失业率数据：官方失业率下降，U6 仍在高位 10
表 3：美日德英法意六国疫苗供应和接种情况 12

美国经济如何复苏？主要关注三条主线

我们将美国接下来的经济复苏主要归结于三条主线，分别是房地产市场趋势再起，制造业的持续复苏和服务业就业恢复正常水平。

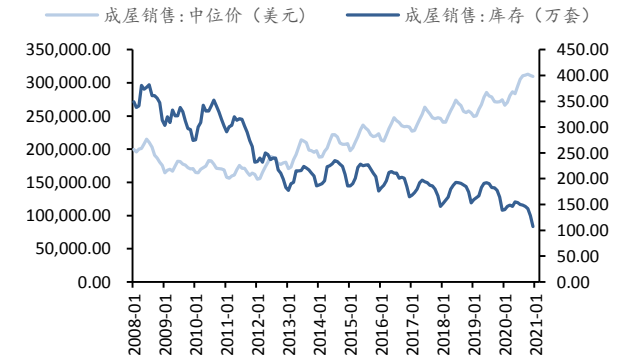
房地产市场趋势再起

开春后美国房地产市场将延续去年火热态势，并拉动制造业复苏。

美国 1 月成屋销售总数为 669 万户，略低于前值 676 万户，同比增长 23.7%。从去年 10 月开始，美国成屋和新房销售均成回落态势，但我们认为美国私人住宅市场，尤其是新建房屋市场在开春后会继续去年的火热，主要原因包括以下三点：1）房产市场目前处于一年中淡季，销售量暂时回落不能说明问题；2）低利率环境对贷款购房友好；3）当前房屋库存下降，房地产商仍旧在主动补库存。

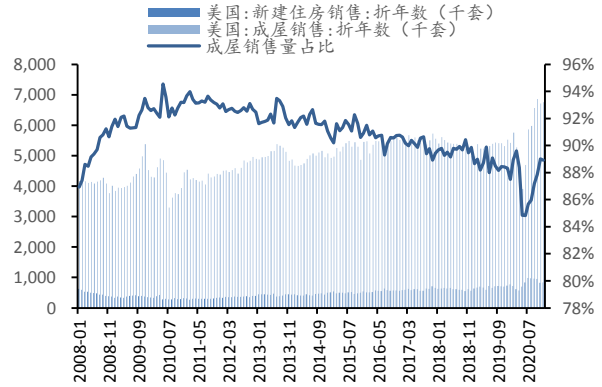
首先，美国房地产市场存在明显以年为周期的淡旺季。每年 5-10 月是房地产市场的旺季，而随着气温降低，住户看房和搬迁意愿减弱，销售数量和价格下降，市场进入淡季。成屋季节性强过新房市场，而成屋销售量通常构成美国住房销售的 90%，占绝对主导。从成屋市场销售的历史季节性规律来看，待淡季一过，房地产市场销售回升的概率较大。

图 1：2008 年来美国成屋库存与售价中位数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：美国新建房屋与成屋销售对比



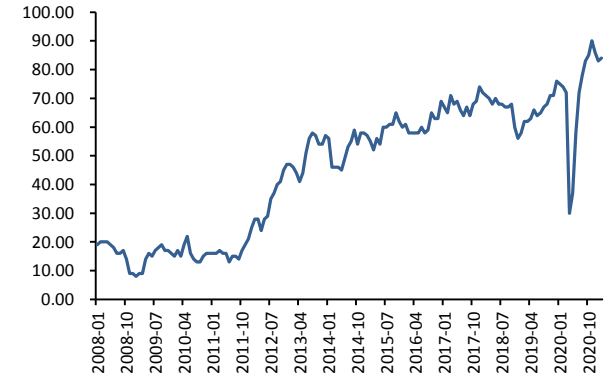
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

当前处于历史最低水平的利率环境对居民贷款购房非常友好。疫情后美联储开启无限量化宽松（QE），目前正以每月 400 亿美金的速度购买 MBS 债券，持续为美国房产房贷市场提供支持。根据美联储 2 月 18 日公布的数据，美国 30 年抵押贷款利率为 2.67%，低于次贷危机中后期美联储首次启动量化宽松后的 30 年抵押贷款利率。

除低利率环境对购房友好外，疫情还增强了美国居民的购房意愿，对于独栋房屋的需求得到大幅提升。

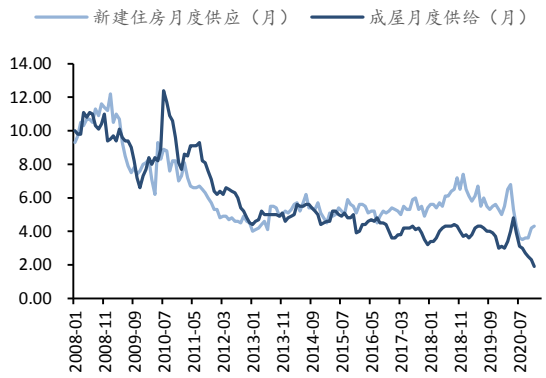
近几月房屋成交量的下降主要反映供给缩小的问题，当前美国成屋和新建住房可供应月度远低于历史平均水平，且成屋供给还在下降。目前新屋供给已明显抬头，预计将缓解供给紧张问题，给过度飙升的房价降温。

图 3：美国 NAHB 住房市场指数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：美国住宅可供给月数

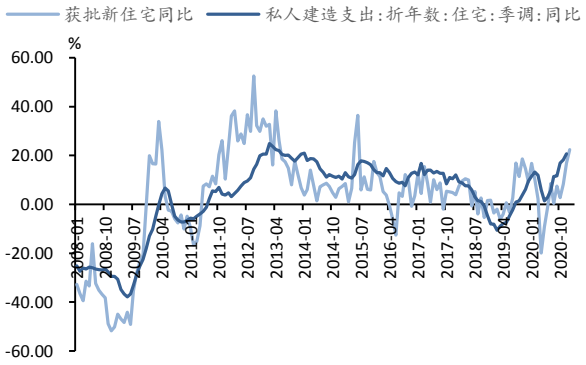


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

美国地产商目前处于主动补库存的阶段，全美营建许可数量持续上升（下图左），其中 1 单元住宅同比上涨最为明显（下图右深蓝线）。今年 2 月美国住宅类建造支出环比上升 20.75%，创 2013 年以来最高同比增速。

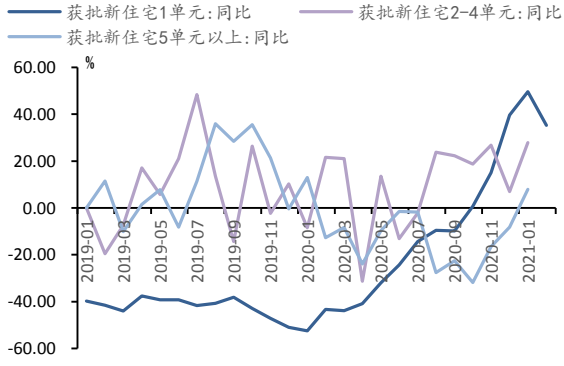
美国私人住宅库存的回升将有利于目前飙升的房价回落，鼓励更多居民购置房产。

图 5：美国营建许可和建造支出同比（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

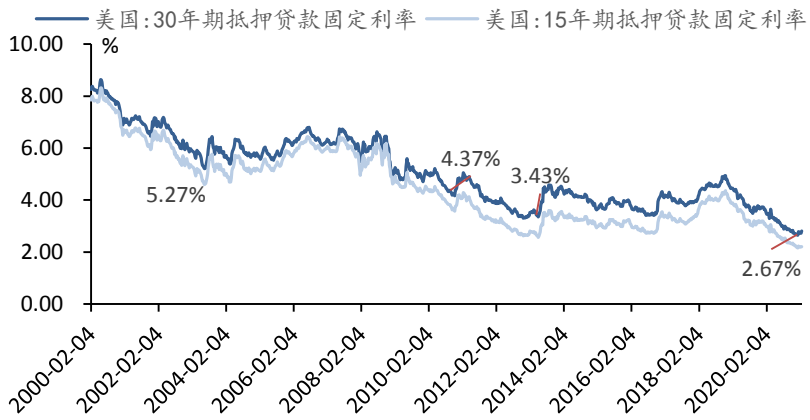
图 6：美国营建许可同比（%，按户型分类）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

美国 NAHB 房产指数由“当前一户房销售”、“6 个月内一室户销售”和“潜在买家数量”三个分项组成，对私人住宅市场走向有较好的预示性。该指数自去年夏天以来一直高于历史平均，2021 年 2 月该指数又见抬升趋势，预示着房地产市场会在春季回温。

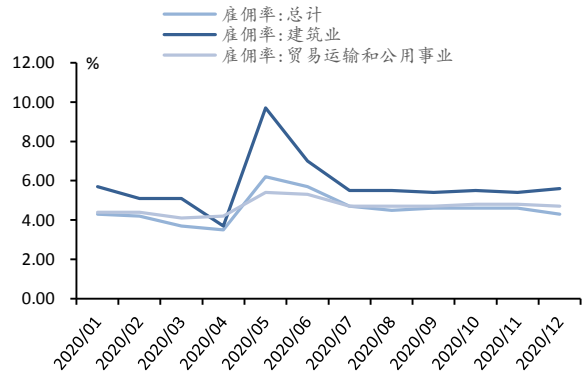
图 7：美国 30 年和 15 年抵押贷款固定利率（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

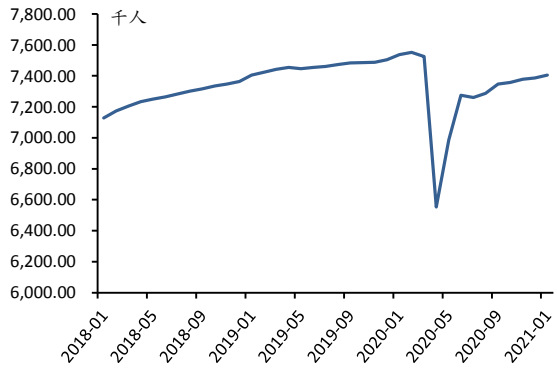
另外，新屋开工数量的攀升可拉动建筑工人就业。根据美国招工网站 Indeed 的数据，除了仓储业受益于疫情期间网购数量激增外，建筑类招工数量明显增加。但以 2021 年 1 月 ADP 就业数据看，建筑业就业人数还未回到疫情前水平。

图 8：美国建筑业和贸易运输业雇佣率（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：美国 ADP 建筑业就业人数（千人）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

私人住宅的成交可进一步拉动家具、电器等品类的耐用品消费，进而拉动相关制造门类的增长。

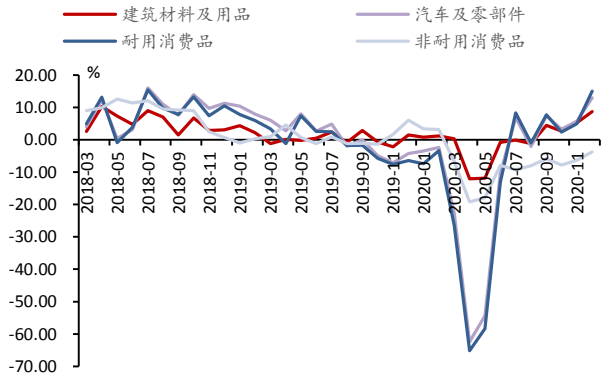
非耐用品制造有待提升

制造业方面，供应链在过去数月内形成最大掣肘，目前需等待非耐用品制造回升。

2020 制造业复苏主要由耐用品订单拉动。地产市场火热直接拉动了建筑材料及用品（下图左红线），以及家具、电器等耐用消费品（下图左深蓝线）品类的订单增加。预计接下来住房销售的回温可继续拉动耐用消费品制造。

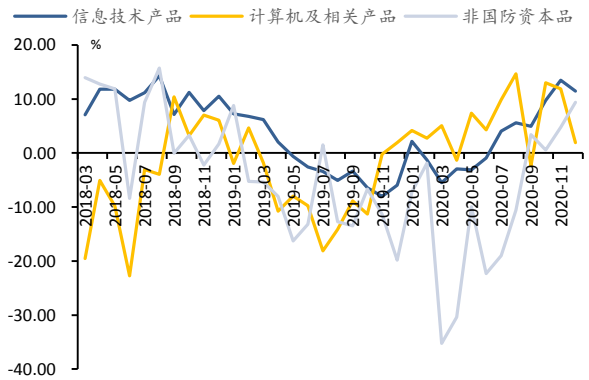
汽车及其零部件制造在疫情期间也取得亮眼成绩（下图右黄线）。按出货量金额算，汽车生产占美国制造业出货总量约 12%。目前，缺少汽车芯片问题已对全球汽车制造商构成严重困扰。据 ECIA 测算，缺芯问题将持续到今年三季度，预计将对汽车制造商出货造成严重拖累。

图 10：美国制造业中耐用品新订单同比（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 11：美国制造业计算机及资本品新订单同比（%）

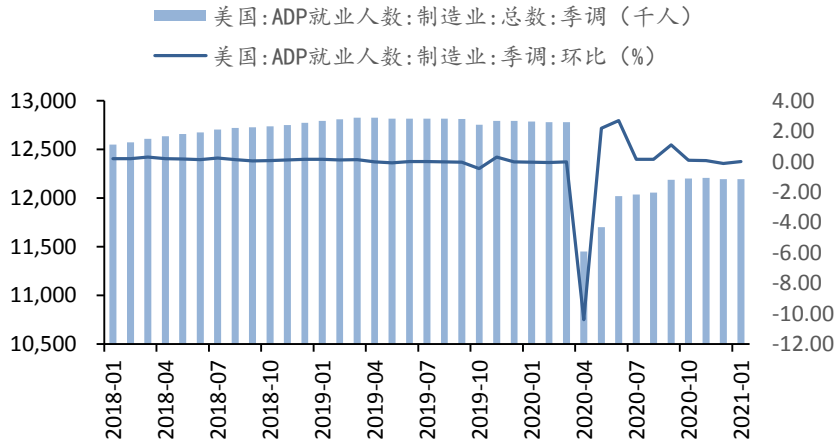


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相比之下，非耐用消费品制造在疫情之后表现逊色。由于存在基数效应，预计今年春季可见非耐用品制造同比数据的增长。目前来看拜登发放每人$1400 美金现金支票是大概率事件，待经济复苏企稳，预计消费者对非耐用消费品的实际需求将大幅增加，拉动非耐用品消费制造的回升。

目前，虽然制造业 PMI 已连续数月回升，但 ADP 制造业就业人数仍远低于疫情前水平。由于全美学生未能回校上课等多方面原因，今年 1 月美国有将近 500 万人表示他们因为疫情相关因素不能出门找工。情况将随着天气转暖且疫苗推广持续进行而改善。

图 12：美国 2018 年以来制造业就业人数变动

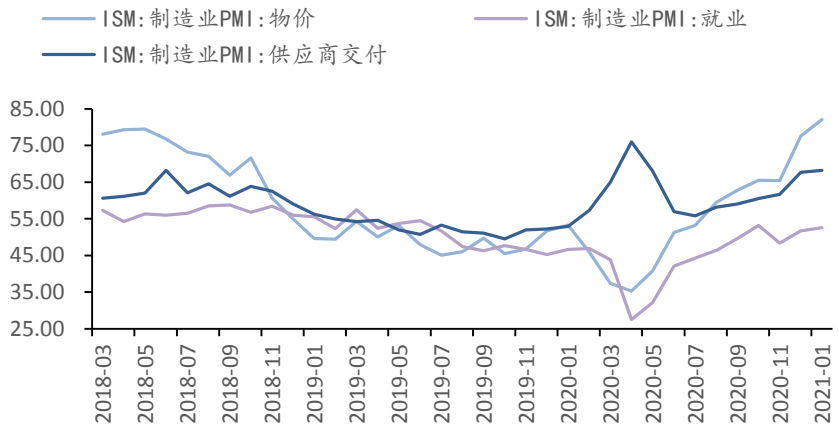


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

疫情对供应商货物交付速度的拖累在过去数月内对制造业复苏形成最大掣肘。根据 ISM 发布的 PMI 报告，大量受访采购经理表达了供应链延迟问题对其所在工厂生产造成的困扰。许多生产者都表示在疫情后意欲搭建更本地化的供应链，以提高其抗风险能力。

另外，近期国际大宗商品价格的上涨明显抬升了 PMI 分项中的物价指数（下图紫线），这可能提高工厂生产成本，挤占利润空间。

图 13：美国 ISM 制造业 PMI 指数：物价、就业和供应商交付分项



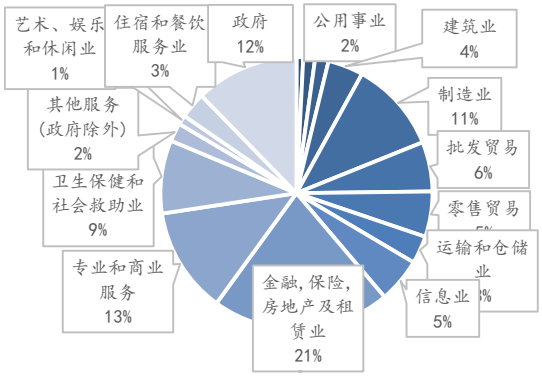
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

服务业就业有待修复

随着疫苗接种的展开，居家令放松将拉动服务业就业。

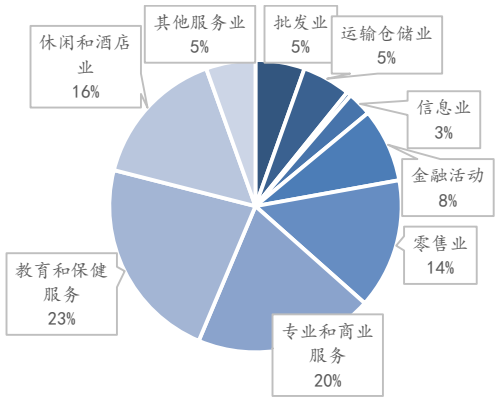
疫情前，美国服务业占整体非农就业人数的 83%左右。其中，教育保健服务（23%）和专业商业服务（20%）占比最高，休闲酒店业（16%）和零售业（14%）次之。休闲和酒店业受疫情影响最为严重。

图 14：美国各行业对 GDP 增长贡献占比（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 15：美国服务业分行业占服务就业人数比例（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从近期 ADP 就业数据来看，管理和专业类岗位受疫情影响较小，服务职业受疫

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_17938