

宏观研究/动态点评

2020年10月17日

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

陈莉 SAC No. S0570520070001
研究员 SFC No. BMV473
0755-82766183
chenli2832@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：猪价下行抑制 CPI, PPI 回升暂缓》
2020.10
- 2《宏观：财政宽松落地推动社融 M2 再超预期》
2020.10
- 3《宏观：贸易持续回暖，出口韧性或可持续》
2020.10

补贴退潮下美国零售超预期的启示

美国 9 月零售数据点评

北京时间 10 月 16 日晚间，美国商务部公布美国 9 月零售销售季调环比 +1.9%，显著高于彭博一致预期的 +0.7%，9 月季调同比达到 +5.4%（前值 +2.8%）；9 月份核心零售销售（不含机动车辆）季调环比 +1.5%，一致预期为 +0.4%。我们认为，美国服务业正在重启，居民消费、地产和汽车周期均在修复过程中，当前较强的数据或具有一定延续性。受数据提振信心，美国三大股指 10 月 16 日晚间盘中均走高。

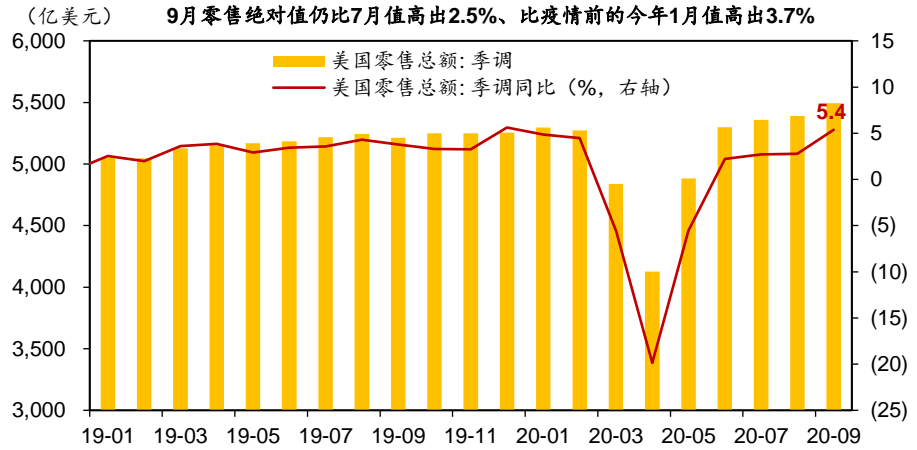
虽然对低收入家庭的抗疫补贴在 7 月 31 日后暂缓，有观点认为补贴退潮后，消费或有所回落；但实际上，9 月零售（经季调）绝对值仍比 7 月值高出 2.5%、比疫情前的今年 1 月值高出 3.7%。补贴退潮下，美国零售数据的韧性印证了我们此前“大选噪音难掩基本面恢复”的判断。结构数据显示，可选消费加速修复。9 月服装和配件零售环比 +11%（前值 +1.4%）；运动商品-音乐-书籍零售环比 +5.7%（前值 -7.4%）；机动车零售环比 +3.6%（前值 +0.7%）。同比角度，建材物料和机动车销售表现较强，同比分别为 +19.1%（前值 +16.6%）、及 +10.9%（前值 +4.5%）。建材销售的较强表现，也与我们观察到的美国成屋销售、新开工等指标均显著向好的迹象相对应。

我们认为，今年美国居民储蓄率上行，风险偏好正逐渐修复，叠加股市财富效应加持，有望支持总体消费增长。疫情影响了居民未来收入预期、使得储蓄倾向增强，上半年美国居民储蓄率创下历史新高（4 月份高点达到 33.6%，8 月份最新值仍有 14.1%）。随着经济逐渐重启、美国新冠疫情累计/滚动死亡率平缓回落，居民消费偏好正逐渐修复。同时，美国居民资产配置中股市占比较高，今年美股的较强表现，或也体现为股市资产增值的财富效应，对可选消费（旅游/汽车/住房改善/服装/电子产品等）和个人投资产生支撑。

往前看，近期可选消费，尤其汽车、服装等可能随着经济重启继续修复。此后可能推出的对低收入群体的后续财政补贴，也有望托底必选消费。在疫情较为严重的上半年，财政救助主要支持的是中低端必需消费；随着经济逐步重启、对经济的预期好转，美国住房、汽车、服装等方面开支开始回暖。我们认为这一趋势的转变具有一定延续性，因为疫情主要冲击的是中低收入人群的收入增长预期，而对高净值人群影响相对有限。在大选结果落定后，新一轮抗疫财政救助方案或有望出台，继续托底必选消费。

除零售消费外，数据显示美国私营部门投资也在走上复苏轨道。9 月末公布的美国 ISM 制造业 PMI 显示产品库存去化、在手订单回升，新订单和产出 PMI 均高于 60%。8-10 月数据显示，美国成屋和汽车库存呈现加快去化、而新屋开工与抵押贷款申请同步回暖，或预示新一轮新的补库需求正在酝酿中。在美国出口尚未恢复、政府部门投资受财政压力掣肘的背景下，消费和私人部门投资的回暖，有望对美国经济增长预期起到正面提振效应。

风险提示：全球范围内疫情控制情况差于预期，美国经济复苏不及预期；美国大选结果的不确定性，带来政策、经济环境等方面的不确定性。

图表1： 9月美国零售环比表现强于市场一致预期，季调同比高于前值2.6个百分点

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 结构数据显示，可选消费正在加速修复

美国零售及食品服务销售额季调环比	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01
零售及食品服务销售总额	1.91	0.57	1.12	8.55	18.28	-14.71	-8.22	-0.44	0.79
零售和食品服务(不含机动车辆及零部件)	1.47	0.54	1.58	8.42	12.31	-15.19	-3.81	-0.46	0.80
家具和家用装饰店	0.50	2.09	2.15	39.02	77.07	-48.92	-22.07	-0.06	4.03
电子和家用电器店	-1.61	0.44	19.36	38.47	24.64	-43.41	-17.56	-1.27	0.77
建筑材料、园林设备及物料店	0.63	2.43	-1.90	1.09	12.77	-2.17	0.69	-1.79	3.40
食品和饮料店	0.02	-1.35	0.35	-1.59	2.17	-12.86	26.86	-0.09	-0.21
保健和个人护理	1.68	-0.54	4.33	7.20	3.09	-14.58	5.15	-0.04	0.83
加油站	1.47	0.86	4.53	15.01	12.04	-24.46	-16.51	-2.95	-0.60
服装及服装配饰店	10.96	1.43	2.66	99.73	180.12	-73.48	-48.67	-1.64	-0.62
运动商品、业余爱好物品、书及音乐	5.75	-7.37	-5.45	27.80	77.64	-34.01	-17.23	0.24	0.69
日用品商场	1.79	-0.43	-0.04	2.97	5.99	-13.63	8.50	-0.11	0.54
杂货店零售业	1.05	1.32	4.15	21.97	19.76	-25.80	-13.87	-0.89	4.34
无店铺零售业	0.46	0.24	0.36	-2.76	7.72	9.37	4.99	1.21	0.90
食品服务和饮吧	2.07	4.30	4.16	27.16	31.29	-34.32	-30.04	-0.30	0.92
机动车辆及零部件	3.60	0.69	-0.61	9.05	48.30	-12.22	-25.88	-0.38	0.76

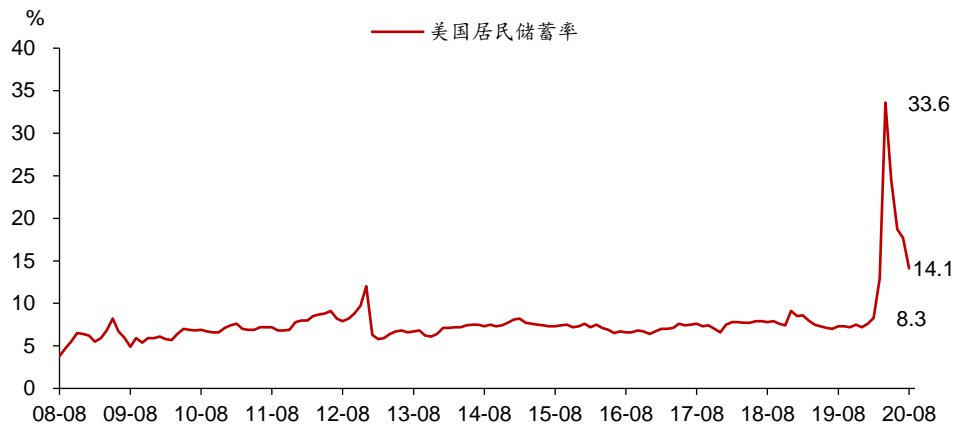
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 从同比角度，建材物料和机动车销售表现较强

美国零售及食品服务销售额季调同比	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01
美国销售总额(含批发/零售/制造商)		-0.42	-1.01	-4.17	-11.67	-18.41	-5.04	1.28	2.07
零售及食品服务销售总额	5.36	2.77	2.70	2.23	-5.55	-19.86	-5.59	4.48	4.87
零售和食品服务(不含机动车辆)	3.99	2.23	1.71	0.78	-6.71	-16.64	-0.97	4.12	4.43
家具和家用装饰	4.61	5.11	2.51	0.35	-27.64	-59.06	-19.31	4.99	6.33
电子和家用电器	-6.44	-3.85	-6.01	-19.63	-42.18	-53.27	-18.06	0.30	0.16
建材园林物料	19.06	16.56	15.91	19.58	18.60	3.35	5.97	5.47	1.17
食品和饮料	10.46	9.58	11.12	11.99	14.61	12.30	29.21	3.71	1.45
保健和个人护理	5.31	3.74	4.15	-0.77	-7.58	-9.62	5.50	0.40	1.07
加油站	-13.34	-14.91	-16.78	-19.20	-31.30	-39.32	-18.09	1.61	9.60
服装	-12.46	-21.20	-22.77	-24.26	-61.90	-86.46	-49.14	0.75	1.97
运动/玩具/书/音乐	14.37	9.02	17.43	21.62	-3.68	-45.03	-15.65	2.10	2.82
日用品商场	4.34	2.06	2.15	2.79	0.01	-5.99	9.28	2.22	1.50
食品杂货店	9.58	8.59	10.53	11.31	14.21	13.04	30.85	3.78	1.47
无店铺零售业	23.81	22.85	23.52	23.68	29.00	22.68	14.31	8.55	8.30
食品服务和饮吧	-14.45	-15.69	-19.30	-22.09	-38.11	-52.39	-27.04	5.05	6.39
机动车辆及零部件	10.88	4.87	6.71	8.12	-0.88	-32.93	-24.05	5.91	6.64

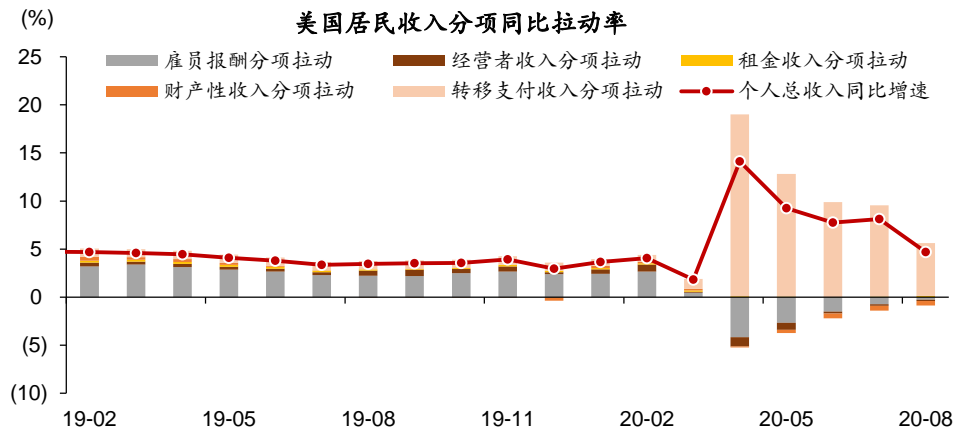
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 上半年美国居民储蓄率一度创下历史新高



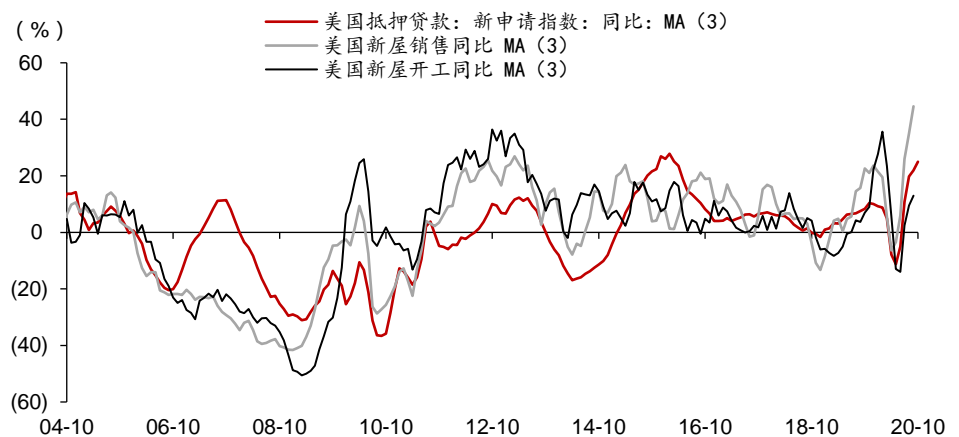
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表5： 财政转移支付对美国居民收入形成拉动效应



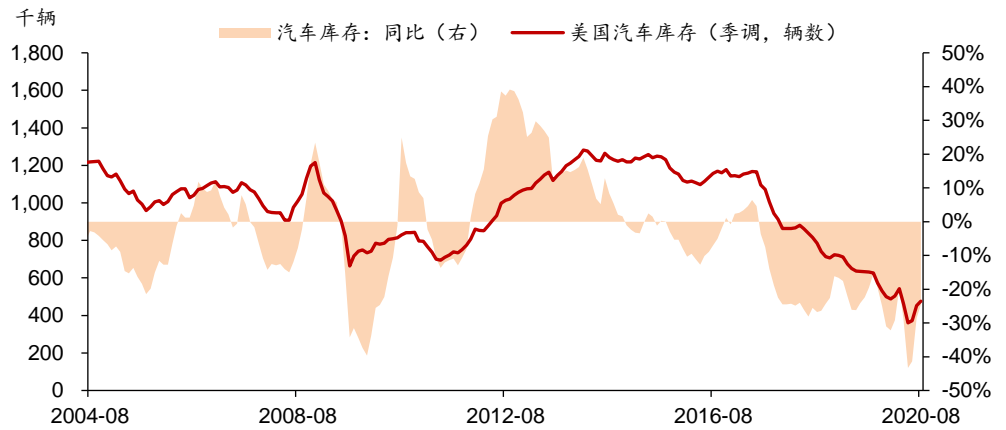
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表6： 美国新屋销售、开工、抵押贷款申领等地产相关指标表现强势



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表7：美国汽车库存正加快去化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：美国制造业 PMI 结构显示产品库存去化、在手订单回升

美国PMI	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09
美国:ISM非制造业PMI	57.80	56.90	58.10	57.10	45.40	41.80	52.50	57.30	55.50	54.90	53.90	54.70	52.60
美国:ISM制造业PMI	55.40	56.00	54.20	52.60	43.10	41.50	49.10	50.10	50.90	47.80	48.10	48.30	47.80
新订单	60.20	67.60	61.50	56.40	31.80	27.10	42.20	49.80	52.00	47.60	47.20	49.10	47.30
产出	61.00	63.30	62.10	57.30	33.20	27.50	47.70	50.30	54.30	44.80	49.10	46.20	47.30
就业	49.60	46.40	44.30	42.10	32.10	27.50	43.80	46.90	46.60	45.20	46.60	47.70	46.30
供应商交付	59.00	58.20	55.80	56.90	68.00	76.00	65.00	57.30	52.90	52.20	52.00	49.50	51.10
自有库存	47.10	44.40	47.00	50.50	50.40	49.70	46.90	46.50	48.80	49.20	45.50	48.90	46.90
客户库存	37.90	38.10	41.60	44.60	46.20	48.80	43.40	41.80	43.80	41.10	45.00	47.80	45.50
订单库存	55.20	54.60	51.80	45.30	38.20	37.80	45.90	50.30	45.70	43.30	43.00	44.10	45.10
物价	62.80	59.50	53.20	51.30	40.80	35.30	37.40	45.90	53.30	51.70	46.70	45.50	49.70
新出口订单	54.30	53.30	50.40	47.60	39.50	35.30	46.60	51.20	53.30	47.30	47.90	50.40	41.00
进口	54.00	55.60	53.10	48.80	41.30	42.70	42.10	42.60	51.30	48.80	48.30	45.30	48.10

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

全球范围内疫情控制情况差于预期，美国经济复苏不及预期；美国大选结果的不确定性，带来政策、经济环境等方面的不确定性。

免责声明

分析师声明

本人，朱洵、陈莉，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、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

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_2019

