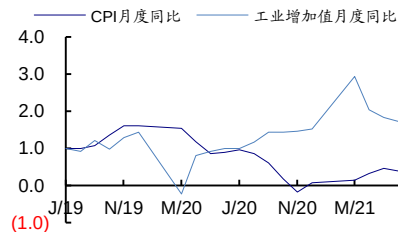


宏观经济

海外市场双周报

2021年07月30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	12.60
社零总额当月同比	12.10
出口当月同比	32.20
M2	8.60

相关研究报告:

《宏观经济宏观周报: 6月通胀预期的扩散暂时中断, 后续变化值得关注》——2021-07-13
 《宏观经济宏观周报: 7月PPI同比或再次上升至前期高点9.0%》——2021-07-19
 《宏观经济宏观周报: 食品价格止跌回升, 关注后续食品通胀预期是否升温》——2021-07-26
 《海外市场双周报: 海外投行年中展望看点汇总》——2021-07-16
 《宏观经济宏观周报: 6月制造业维持高景气, 疫情下服务业拖累整体经济景气》——2021-07-05

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

下半年美国经济动能在哪里? 美国二季度GDP点评及经济展望

● 美国二季度GDP点评

美国二季度GDP实际值同比上升12.2% (彭博一致预期12.8%), 两年平均增速为+1.0%, 高于一季度两年平均增速0.6%。GDP实际值环比+6.5%, 较一季度提升0.2个百分点。GDP名义值同比上升16.7%, 两年平均增速为3.2%。

分项来看, 个人消费支出大幅改善, 幅度高于彭博一致预期, 政府支出下降和私人投资不及预期拖累GDP, 贸易逆差扩大速度有所放缓。

个人消费支出二季度实际值环比+11.8% (折年率), 两年平均增速为+1.9% (前值+0.7%), 其中服务消费显著升温但仍低于疫情前, 耐用品消费略微降温, 非耐用品消费大幅上升, 物品消费水平整体大超疫情前水平。

与预期出入较大的是私人投资 (环比-3.5%) 和政府支出 (环比-1.5%)。政府支出下降属意料之外、情理之中。私人投资不及预期, 对二季度实际GDP环比值的净贡献为-0.57%。

● 下半年美国经济增长动能在哪里?

消费: 取决于薪资增速能否跟上物价上涨: 目前市场关于美国居民消费支出方面的担忧主要有二: 一是财政刺激退出居民消费随之退潮, 二是服务消费对耐用品消费形成挤出效应, 不能如前期一般能对中国出口形成强力支撑。关于担忧一, 随着居民收入结构改善, 正常薪资收入补位, 加上疫情影响淡化后居民储蓄进一步释放, 预计个人消费支出受到财政停止发钱的影响有限。美国居民消费是否能持续增长的关键在于薪资增速能否更上物价上涨。如果说薪资增速不能跟上涨价速度, 那么下半年消费缩水可能性很高。关于担忧二, 我们认为服务消费和耐用品消费并不一定是此消彼长的关系。不应过度高估服务消费对耐用品消费的挤出效应。

私人投资: CEO信心指数在历史高位: 目前资本开支预期处于高点水平, 美国私人投资在年内持续扩张的基础是当前不断堆积的消费需求。按照以往美国经济复苏时期的经验, 私人投资将在未来几年内维持较高增长。

政府支出: 未来十年财政预算占GDP比例大幅提升: 目前以拜登团队为首的民主党官员主要推进的财政支出法案有两个, 一个是此前风生水起、市场讨论度较高的基建法案。另一法案总规模为3.5万亿美元, 主要内容包括日间儿童照顾、扩大医保覆盖范围和应对气候变化等。虽然两项法案均未落地, 细项和规模仍存在变数, 但拜登治下美国未来几年内采取扩张性财政政策是比较确定的。

总的来看, 伴随美国居民收入结构正常化、私人和政府投资不断扩张, 美国经济的内生动力将得到有效修复, 加上政府采取扩张性财政政策, 我们判断美国GDP环比值回落至长期中枢附近至少要到2022年下半年。

● 海外疫情与疫苗接种进度追踪

Delta 袭扰全球, 欧美疫情反弹。西欧国家每百人疫苗接种人数反超美国。

内容目录

美国二季度 GDP 点评.....	4
下半年美国经济动能在哪里?	6
消费: 取决于薪资增速能否跟上物价上涨.....	6
私人投资: CEO 信心指数在历史高位	8
政府支出: 未来十年财政预算占 GDP 比例大幅提升	10
海外疫情与疫苗接种进度追踪.....	12
主要资产走势概览.....	13
美股.....	13
美债.....	14
伦敦金和美元指数	15
布伦特原油和伦敦铜.....	15
国信证券投资评级.....	17
分析师承诺	17
风险提示	17
证券投资咨询业务的说明.....	17

图表目录

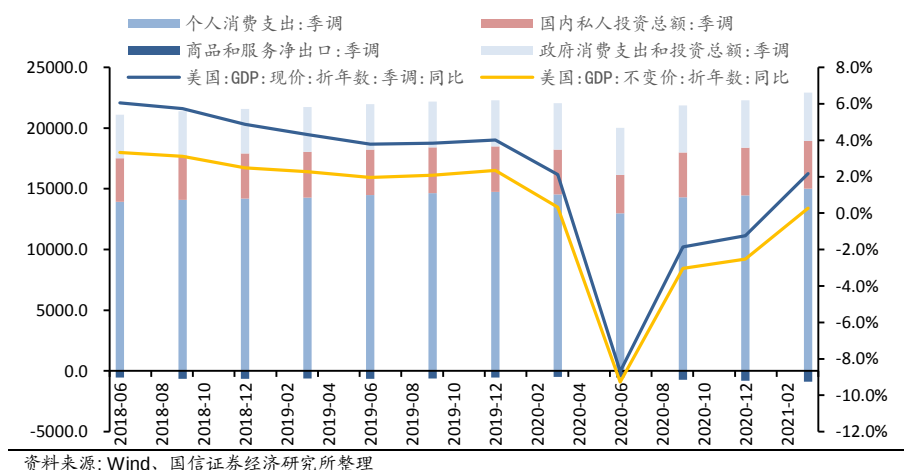
图 1: 美国 GDP (十亿美元) 与同比增速 (%), 2021 年采用两年平均增速	4
图 2: 美国 2021 年 Q1、Q2 个人消费支出分项两年平均增速 (%)	4
图 3: 美国 GDP 中政府支出分项对 GDP 贡献 (%)	5
图 4: 美国经济复苏年份私人投资总额同比 (均为年化变化率, %)	5
图 5: 美国居民收入结构 (十亿美元)	7
图 6: 密歇根大学消费者信心指数与个人消费支出同比 (%)	7
图 7: 新兴国家新增确诊病例数 1 (例)	8
图 8: 新兴国家新增确诊病例数 1 (例)	8
图 9: 美国 CEO 经济展望指数与私人投资同比 (%)	9
图 10: 美国私人投资非住宅同比与拟合值 (%)	9
图 11: 美国耐用品订单 (十亿美元)	9
图 12: 美国建造支出同比和新房销售同比 (%)	10
图 13: 美国建造支出 (百万美元) 与新房销售 (千套)	10
图 14: 道琼斯科技指数与私人投资同比 (%)	10
图 15: 美国财政预算 (十亿美元) 与其占 GDP 比重 (%), 灰色为预测值	11
图 16: 美国年内 GDP 分析要点 (括号内为占 GDP 比重)	12
图 18: 美国 GDP 名义值同比走势预测	12
图 19: 美国 GDP 实际值同比走势预测	12
图 20: 美日德英法意六国每日新冠病例新增数 (7 天移动平均)	13
图 21: 主要国家每百人疫苗接种量 (剂, 截至 2021-7-28)	13
图 22: 美国疫苗接种进度 (截至 2021-7-28)	13
图 23: 标普 500 指数 (截至 2021-7-28)	14
图 24: 道琼斯工业指数 (截至 2021-7-28)	14
图 25: 纳斯达克指数 (截至 2021-7-28)	14
图 26: 美国 10 年期国债利率 (%) (截至 2021-7-29)	15
图 27: 美国 2 年期国债利率 (%) (截至 2021-7-29)	15
图 28: 伦敦金价与美元指数 (伦敦金: 美元/盎司) (截至 2021-7-29)	15
图 29: 布油价格走势 (美元/桶) (截至 2021-7-29)	16
图 30: 伦铜价格走势 (美元/吨) (截至 2021-7-29)	16
表 1: 2021 年 Q2 美国 GDP 分项与预期值对比 (、%)	6
表 2: 美国经济关键经济指标彭博一致预期 (%)	6
表 3: 美国零售销售细项同比 (%)	8
表 4: 美国万亿美元基建计划内容	11

美国二季度 GDP 点评

美国二季度 GDP 实际值同比上升 12.2% (彭博一致预期 12.8%)，两年平均增速为+1.0%，高于一季度两年平均增速 0.6%。GDP 实际值环比+6.5%，较一季度提升 0.2 个百分点。GDP 名义值同比上升 16.7%，两年平均增速为 3.3%。

分项来看，个人消费支出大幅改善，幅度高于市场预期，政府支出下降和私人投资不及预期拖累 GDP，贸易逆差扩大速度有所放缓。

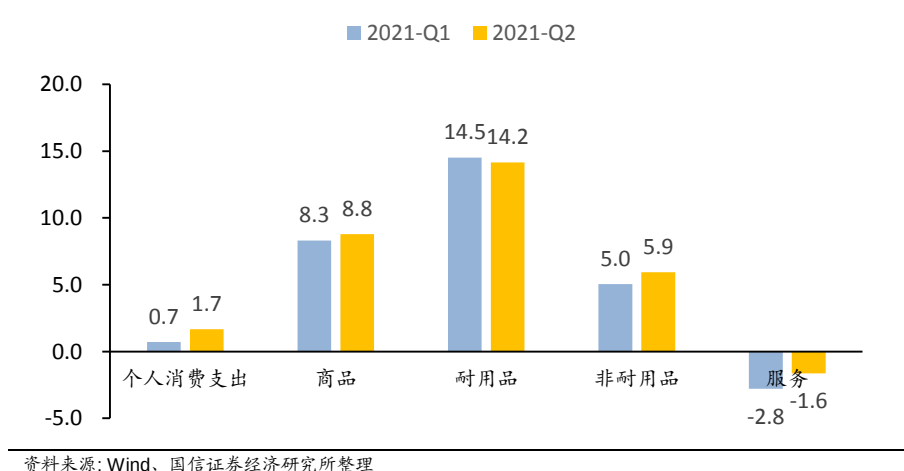
图 1: 美国 GDP (十亿美元) 与同比增速 (%), 2021 年采用两年平均增速



个人消费支出占美国 GDP 的 68% 左右，二季度实际值环比+11.8% (折年率)，两年平均增速为+1.7% (前值+0.7%)，其中服务消费显著升温但仍低于疫情前，耐用品消费略微降温，非耐用品消费大幅上升，物品消费水平整体大超疫情前水平。

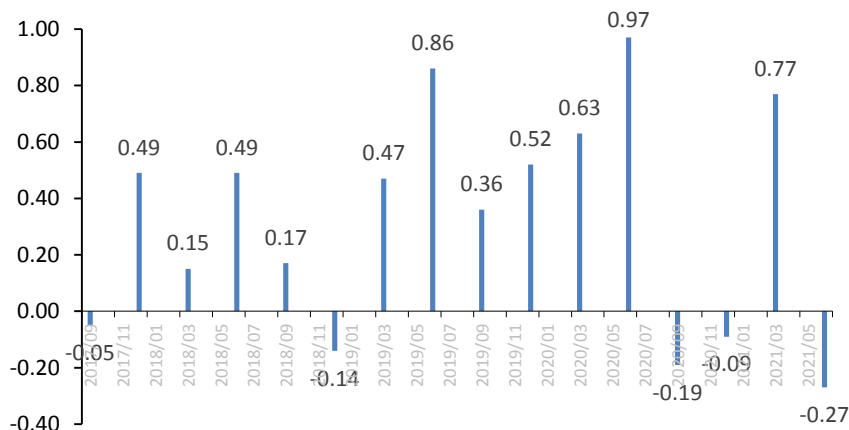
具体来看，耐用品两年平均增速+14.2%略低于前值+14.5%，反映地产销售降温；非耐用品两年平均增速达到 5.9%，较前值提升 0.9 个百分点；服务消费两年平均增速为-1.6% (前值-2.8%)，环比+12.0%。

图 2: 美国 2021 年 Q1、Q2 个人消费支出分项两年平均增速 (%)



与预期出入较大的是私人投资（环比-3.5%）和政府支出（环比-1.5%）。其中：政府支出下降应属意料之外、情理之中。一季度 1.9 万亿美金的财政刺激法案拉高政府支出水平，对 GDP 增长得贡献率达到 0.77%，属于历史较高水平。去年二季度美国政府推出 CAREs 法案，推高同比基数。同比环比基数都比较高，导致二季度政府支出成为 GDP 拖累项。

图 3：美国 GDP 中政府支出分项对 GDP 贡献（%）

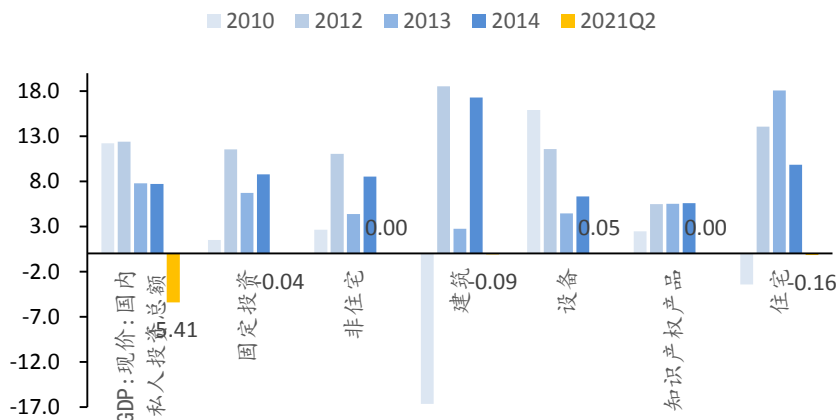


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

私人投资与市场预期出入较大。私人投资项对二季度实际 GDP 环比值的净贡献为-0.57%，其中建筑投资拖累达-0.18%，设备投资中信息处理设备拖累达-0.13%，住宅投资拖累达-0.49%。信息处理设备投资的下滑大概率反映居家办公后办公场所电脑购置需求的减弱，而建筑和住宅投资下滑可能反映新屋销售、成屋销售的高位回落，以及建筑行业用工困难问题。

私人投资其他分项虽对二季度 GDP 形成正贡献，但上升幅度与此前经济复苏相比非常有限。如下图所示，美国经济复苏期间私人投资规模通常会大幅提升。以 2010、2012-2014 年美国复苏期间为参照，私人投资分项水平大幅上升的情况在本轮经济复苏中并未出现。

图 4：美国经济复苏年份私人投资总额同比（均为年化变化率，%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 1: 2021 年 Q2 美国 GDP 分项与预期值对比 (%)

指标	彭博一致预期	实际值
实际 GDP (同比%)	12.8	12.2
实际 GDP (经季调季环比折年率)	9.2	6.5
消费支出 (经季调季环比折年率)	10.3	11.8
政府支出 (经季调季环比折年率)	3	-1.5
私人投资 (经季调季环比折年率)	7.9	-3.5
出口 (经季调季环比折年率)	9.1	6
进口 (经季调季环比折年率)	8.5	7.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

总体来看, 美国经济最大动能—居民消费在二季度修复程度比较理想, 后续服务业消费有待进一步回升, 耐用品消费可能进一步回落; 以以往经验来看私人投资中非住宅部分向上空间较大; 政府支出水平在年内缓慢回落概率较高。

表 2: 美国经济关键经济指标彭博一致预期 (%)

指标	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22
实际 GDP (同比%)	6.7	7.1	6.4	4.8	3.6	2.9
实际 GDP (经季调季环比折年率)	7.1	5.1	3.5	3	2.6	2.3
消费支出 (经季调季环比折年率)	6.1	4.5	3.7	3	2.7	2.5
政府支出 (经季调季环比折年率)	1.8	2	2.1	1.8	1.5	1.5
私人投资 (经季调季环比折年率)	9.7	7.5	5	4.6	3.5	3.1
出口 (经季调季环比折年率)	7.9	7.7	6	5.5	5.6	5
进口 (经季调季环比折年率)	7.5	6	4.9	4.2	4	4.2
工业产值 (同比%)	6.6	5.3	5.5	4.6	3.5	3
CPI (同比%)	4.3	4.3	3.7	2.5	2.2	2.2
PCE 价指 (同比%)	3.5	3.5	3.1	2.2	2	2.1
核心 PCE (同比%)	2.9	3.1	2.9	2.2	2	2.1
失业率 (%)	5.3	4.9	4.5	4.3	4.2	4
非农业就业人数 (万人, 每月变动)	64.2	50	35	30	25.4	22.1
平均时薪(同比%)	3.3	2.8	2.6	2.6	2.6	3

资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

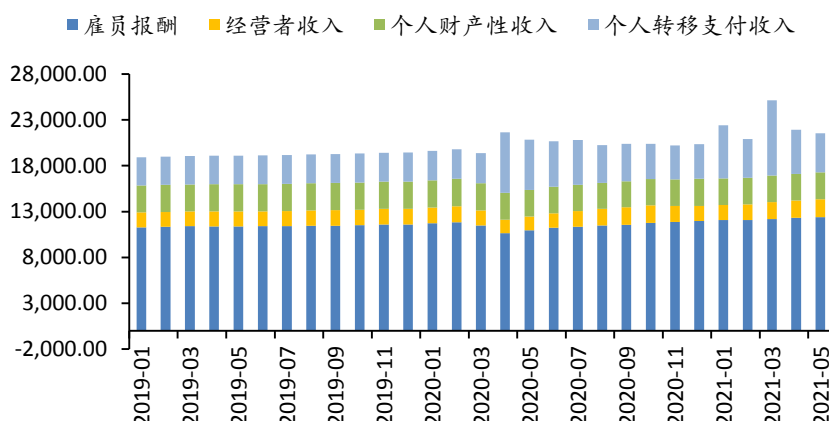
下半年美国经济动能在哪里?

消费: 取决于薪资增速能否跟上物价上涨

目前市场关于美国居民消费支出方面的担忧主要有二: 一是财政刺激退出居民消费随之退潮, 二是服务消费对耐用品消费形成挤出效应, 不能如前期一般能对中国出口形成强力支撑。

关于担忧一, 我们认为去年和今年的财政刺激主要是补位于居民失去的收入。随着居民收入结构改善, 正常薪资收入补位, 加上疫情影响淡化后居民储蓄进一步释放, 预计个人消费支出受到财政停止发钱的影响有限。今年二季度个人消费支出已强势回升。

图 5: 美国居民收入结构 (十亿美元)

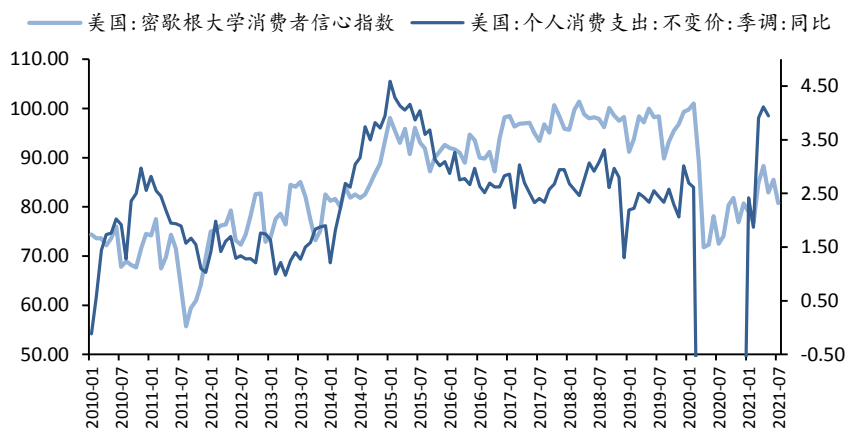


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

目前美国零售销售处于历史高位,6 月美国零售环比+0.6%, 同比+18%, 两年平均增速达到 10.7%, 显示目前美国居民消费增长强劲。

美国居民消费是否能持续增长的关键在于薪资增速能否更上物价上涨。7 月密歇根大学消费者信心指数已有所回落, 主要受飙升的物价影响。虽然二手车、机票、服饰等价格受疫情影响严重的物品价格上涨是导致通胀指标飙升的主因, 但不可否认的是, 食品、汽油和住所等与居民生活成本显著相关的价格也在提升。如果说薪资增速不能跟上涨价速度, 那么下半年消费缩水可能性很高。

图 6: 密歇根大学消费者信心指数与个人消费支出同比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

关于担忧二, 我们认为服务消费和耐用品消费并不一定是此消彼长的关系。从 6 月零售销售数据的细项来看, 食品服务和饮吧的服务类销售额两年平均增速达到 4.1% 的较高水平的同时, 电子和家用电器、建筑材料、园林设备、保健和个护及运动商品店等商品类零售销售额的两年平均增速较上个月均有提升, 证明居民服务消费水平提升的同时, 物品消费水平并未下降。二季度 GDP 数据则显示, 耐用品消费降幅有限, 非耐用品消费大幅上升。不应过度高估服务消费对耐用品消费的挤出效应。

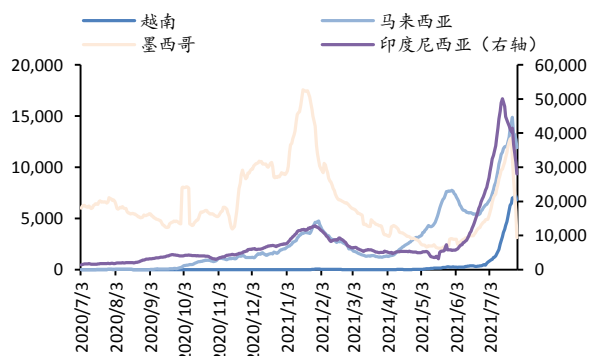
表 3: 美国零售销售细项同比 (%)

指标名称	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06
零售和食品服务销售额:总计	6.43%	5.33%	11.00%	11.08%	8.57%	10.67%
零售和食品服务销售额:总计(不包括机动车辆和零部件店)	5.83%	4.87%	9.77%	9.22%	7.39%	9.64%
机动车辆和零部件店	8.91%	7.10%	15.38%	18.08%	13.01%	14.62%
家具、家用装饰、电子和家用电器店	5.46%	3.29%	9.22%	9.88%	6.24%	未公布
电子和家用电器店	-0.67%	-2.77%	5.34%	6.11%	1.77%	4.71%
建筑材料、园林设备和物料店	8.31%	10.97%	20.61%	17.65%	12.32%	15.94%
食品和饮料店	6.85%	7.55%	6.96%	7.13%	7.10%	7.47%
保健和个人护理店	1.51%	1.34%	7.35%	5.80%	3.79%	7.74%
加油站	1.06%	1.09%	4.98%	3.34%	2.20%	5.44%
服装及服装配饰店	-1.29%	-3.96%	4.68%	4.77%	6.58%	7.86%
运动商品、业务爱好物品、书及音乐商店	14.52%	10.63%	22.63%	20.02%	16.92%	18.18%
日用品商场	7.40%	3.45%	9.03%	7.22%	6.58%	6.58%
杂货店	10.57%	8.46%	16.48%	14.03%	7.98%	13.54%
食品服务和饮吧	-3.86%	-6.01%	-1.17%	2.58%	3.00%	4.10%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

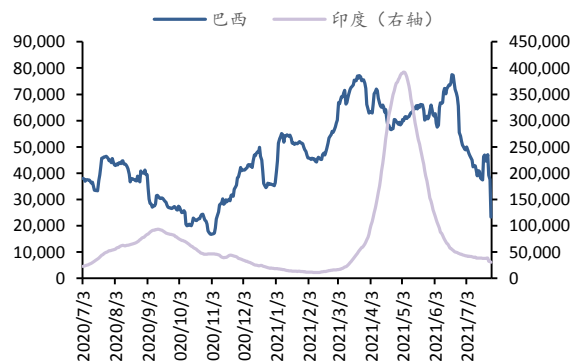
此外,当前东南亚及南美地区疫情较严重且未得到有效管控,Delta 病毒肆虐的背景下能够替代中国的新兴市场产能修复还有待时日。目前来看,全球疫苗产能为新兴市场国家提供足够疫苗的时间点将在 2022 年年底。另外美国进口缩水后欧洲可能接棒,持续为我国出口提供有力支撑。

图 7: 新兴国家新增确诊病例数 (例)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 新兴国家新增确诊病例数 (例)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

私人投资: CEO 信心指数在历史高位

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_24203

