

怎么看美国主客观数据的背离？

证券研究报告

2021年08月15日

● 核心结论

近期美国客观数据偏强、主观数据偏弱；经济强劲、信心不足。

(1) 就业及服务消费等客观数据表现强劲。首先，7月31日当周美国续请失业金人数降至286.6万人，与2013年5-8月水平相当。6-7月美国新增非农就业人数均超90万人。结合二手车价格飙升可知，大量低收入群体回归就业市场。此外，疫情约束逐渐消退，个人消费结构呈现跷跷板特征，5月以来耐用品消费降温、服务消费反弹。

(2) 经济系统性风险降温，年内美国实际GDP环比折年率高点或在Q3。大量低收入群体回归就业市场，美国经济系统性风险进一步降低。此外，耐用品消费同时影响贸易逆差，因此该消费分项转弱对美国影响有限。相反，服务消费属于内生因素，解封后的报复性服务消费或带动Q3美国实际GDP环比折年率明显高于Q2。

(3) 高通胀及确诊人数反弹令消费者信心指数等主观数据重挫。8月美国密歇根大学消费者信心指数骤降至疫后最低。我们认为有两点原因：首先，高通胀形势仍未降温，令美国民众对消费前景产生担忧，5月以来高通胀背景下拜登支持率亦大幅下滑。此外，Delta病株令美国新冠确诊人数再度反弹，加剧了低收入群体对于就业和生活的不安心理。

美联储和资本市场更在意哪个数据？从8月消费者信心指数公布后美元与美债表现来看，市场确实在意这一数据，但只要度过确诊高峰信心就会恢复，预计该指数有望于9月回升。对于美联储而言，就业才是核心矛盾，预计8-9月鲍威尔将官宣Taper，8月底的Jackson Hole全球央行会议或为较好的时间窗口。此外，美联储政策往往受政治因素干扰，中期选举和大选年份往往偏松，今年落地Taper符合拜登诉求。

一旦Taper靴子落地，市场反应如何？美债收益率仍处低位，市场尚未计入Taper的或有影响。历史经验告诉我们市场只相信主席给出的信号，静待鲍威尔官宣。2013年5月22日伯南克宣布Taper后的一个月内全球多数资产出现不同程度下挫，说明美联储收紧流动性大概率会对各类资产形成阶段性扰动。但是7月FOMC上美联储开设了常备回购便利（SRF）工具，意在Taper期间为市场提供短期流动性，预计本次Taper冲击弱于2013年。

风险提示：美国经济增长不及预期；美联储货币政策超预期。

分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



陶冷



15000831636



taoling@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

一、近期美国客观数据偏强、主观数据偏弱	3
(一) 就业及服务消费等客观数据表现强劲	3
1. 续请失业金人数及新增非农等数据表明低收入群体加速回归就业市场	3
2. 地产销售及耐用品消费降温符合预期，服务消费加速回升表明美国经济仍强劲	4
(二) 高通胀及确诊人数反弹令消费者信心指数等主观数据重挫	8
二、美联储和资本市场更在意哪个数据?	10
三、一旦 Taper 靴子落地，市场反应如何?	10

图表目录

图 1: 美国续请失业金人数	3
图 2: 美国新增非农就业人数	3
图 3: 2020 年 1 月以来美国汽车及其他机动车辆零售金额与二手汽车及卡车价格指数	4
图 4: 美国个人储蓄率	4
图 5: 美国新屋及成屋销售折年数及其同比	5
图 6: 美国新增住房抵押贷款规模与地产销售金额之比	5
图 7: NAHB 美国房地产市场指数	6
图 8: 2019 年 1 月以来美国个人耐用品及服务消费支出变化	6
图 9: 美国实际 GDP 增速及预测值	7
图 10: 美国密歇根大学消费者信心指数	8
图 11: 美国 CPI 同比	8
图 12: 拜登支持率	9
图 13: 今年以来英美新冠当日新增确诊人数	9
图 14: 10 年期美债收益率及 10 年期 TIPS 收益率	11
图 15: 2013 年 Taper 预期发酵、预期引导到靴子落地执行阶段各类资产表现 (国债单位为: BP)	11
表 1: 2021 年 1-6 月美国零售分项环比增幅变化	7

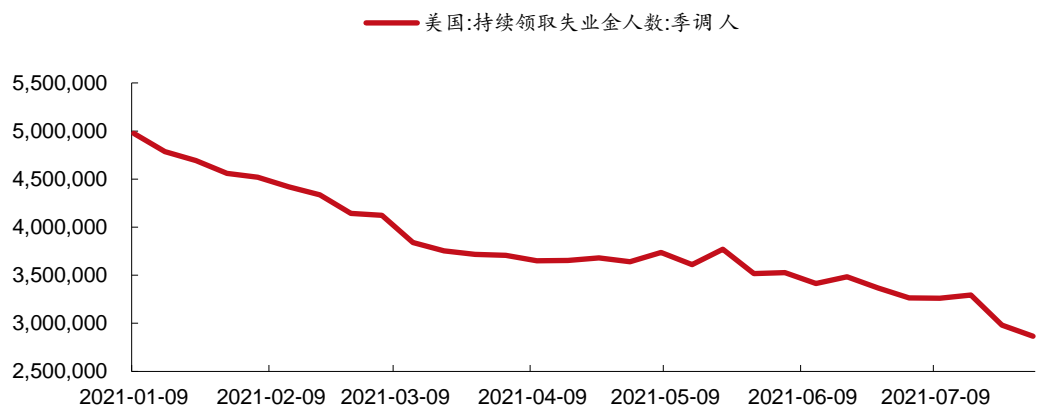
一、近期美国客观数据偏强、主观数据偏弱

(一) 就业及服务消费等客观数据表现强劲

1. 续请失业金人数及新增非农等数据表明低收入群体加速回归就业市场

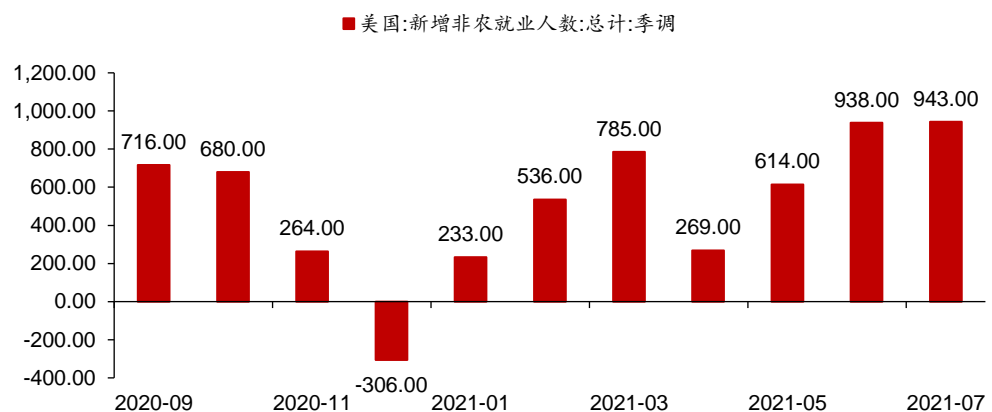
6月以来美国就业数据加速改善。如图1所示4-5月续请失业金人数处于平台期，但6-7月再次大幅回落。截止7月31日当周美国续请失业金人数降至286.6万人，大幅低于5月底的351.7万人，与2013年5-8月水平相当（2013年5月22日美联储时任主席伯南克官宣Taper）。此外，6、7月美国新增非农就业人数分别为93.8万人及94.3万人，接连创下2020年9月以来最佳。

图1：美国续请失业金人数



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图2：美国新增非农就业人数

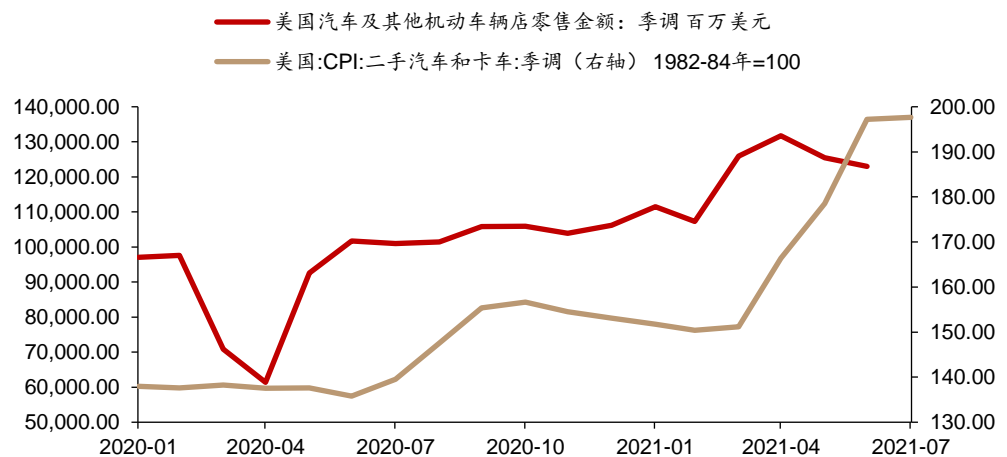


资料来源：WIND，西部证券研发中心

二手车价格大涨表明近期回归就业市场的主体为低收入群体。如图3所示，美国二手车价格指数5月有所上浮，而6月更是大幅跳升。很多人认为这是全球缺“芯”导致一手车供给不足的结果。但零售数据中的汽车及其他机动车辆分项包括80+%(每个月会略有波动)一手车销售数据及20-%的二手车销售数据。4月该分项跳升大概率与美国第三轮抗疫刺

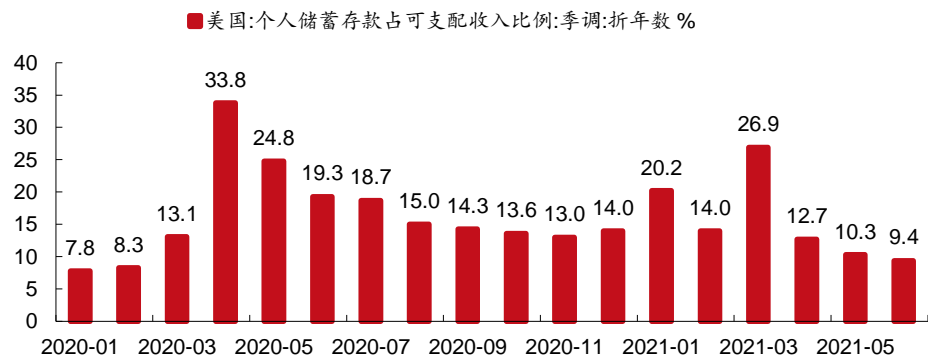
激又给老百姓发了支票有关，随后5-6月该指标略有下降但仍明显高于3月，表明二手车销量并不差。结合零售及二手车价格指数评估，我们认为二手车价格突然暴涨与低收入群体加速回归就业市场有关。截止6月底美国有22个州提前结束了疫后失业救济金，截止8月10日这一数字进一步提高至26个¹。此外，7月4日以来美国基本全面解除疫后防疫措施，低收入群体就业意愿明显上升。但碍于Delta病株的高感染性搭乘公共交通上下班存在感染风险，因此购买价格相对低廉的二手车成为低收入群体回归就业市场的“标配”。此外，大量低收入群体回归就业市场说明美国经济系统性风险进一步降低。

图3：2020年1月以来美国汽车及其他机动车辆零售金额与二手汽车及卡车价格指数



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图4：美国个人储蓄率



资料来源：Wind，西部证券研发中心

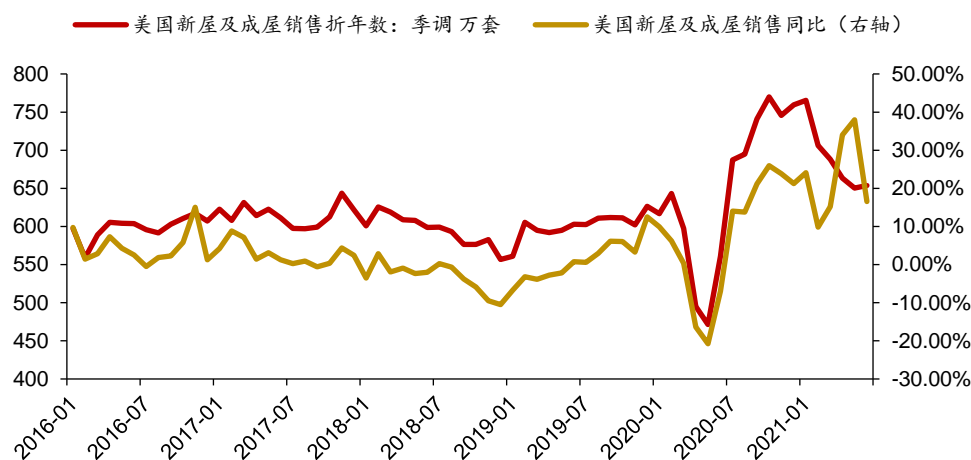
2. 地产销售及耐用品消费降温符合预期，服务消费加速回升表明美国经济仍强劲

疫后美国地产销售陡增与购房周期缩短等因素有关；就业恢复令购房周期重新拉长回疫前水平，地产销售降至合理水平。2020年5月美国新屋销售跳升、6月超越疫前水平，7月成屋销售亦开始显著高于疫前。很多人认为这是疫后低利率的结果，但结合图6可知，

¹ <https://www.cnn.com/2021/08/10/pandemic-unemployment-insurance-ends-in-septemberheres-who-loses-aid.html>

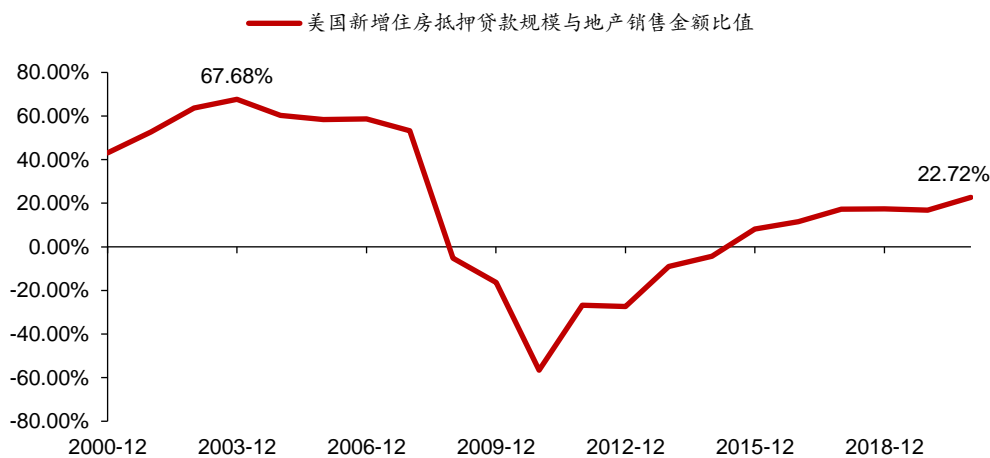
2020年美国住房抵押贷款量并不大。可见疫后美国地产销售火爆另有原因，我们认为原因有两点：一是疫情极大地刺激了民众改善型住房的需求，加上远程办公成为可能，也会有很多人愿意在郊区购房；二是疫后出行受约束甚至不用“上班”的状态令购房者加速看房，购房周期进而缩短。此外，从住房抵押贷款与地产销售金额比值亦可看出疫后购房者以不太需要大规模贷款的中产和高净值群体为主，而这一群体今年已经快速回归工作岗位，购房周期被自动拉长回到疫前水平。加上改善型住房或已部分兑现，进而今年以来美国地产销售热度降温。此外，NAHB房地产市场指数反映美国地产景气度，今年以来该指标有所回落，但7月仍为80，而疫前最高水平也只有78，表明美国地产商仍看好美国地产市场，今年销售回落属于预期之内，是向合理趋势水平回归的结果。

图5：美国新屋及成屋销售折年数及其同比



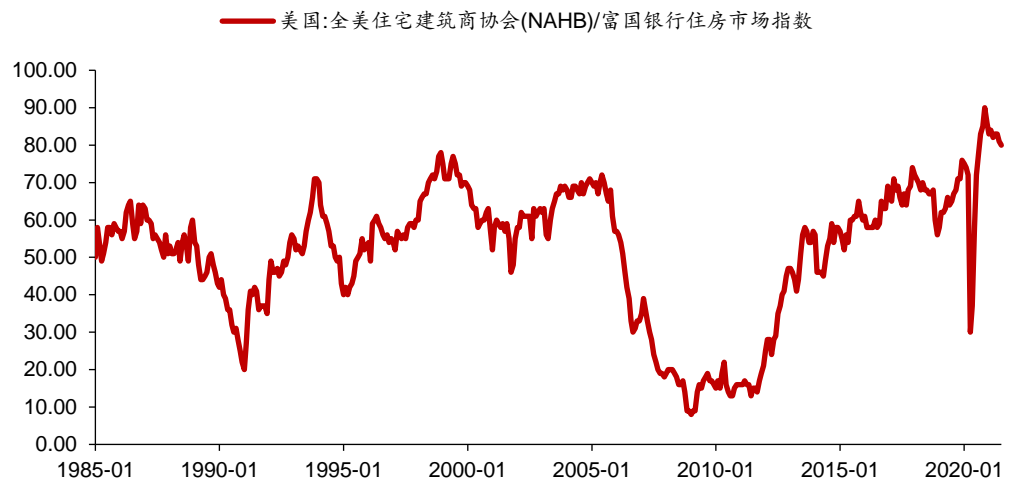
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图6：美国新增住房抵押贷款规模与地产销售金额之比



资料来源：Wind，西部证券研发中心

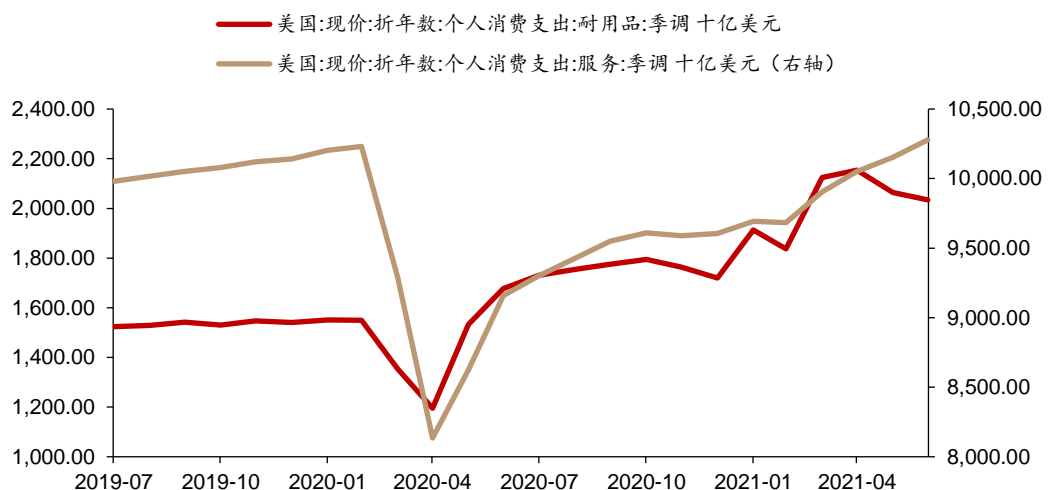
图7: NAHB 美国房地产市场指数



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

个人消费结构呈现跷跷板特征:耐用品消费降温是服务开放的结果。除了地产销售火爆外,疫后美国个人耐用品销售也极其强劲。2021年4月美国个人消费支出较2020年1月高出5.8%,其中耐用品消费支出高出38.9%、非耐用品消费支出高出13.6%,而服务消费则较2020年1月低1.5%。事实上,2010-2019年美国个人耐用品消费支出年均增速仅为4.1%,说明疫后该指标变化严重超出合理水平。这一异常与疫后财政转移支付及服务消费受约束等因素有关。也就是说,疫后个人消费结构被破坏,耐用品与服务消费存在跷跷板关系。目前疫情约束解除、财政转移支付基本结束,耐用品消费也自然降温。可见,5-6月美国个人耐用品消费支出持续回落具有合理性,未来一段时间大概率亦会持续下滑。

图8: 2019年1月以来美国个人耐用品及服务消费支出变化

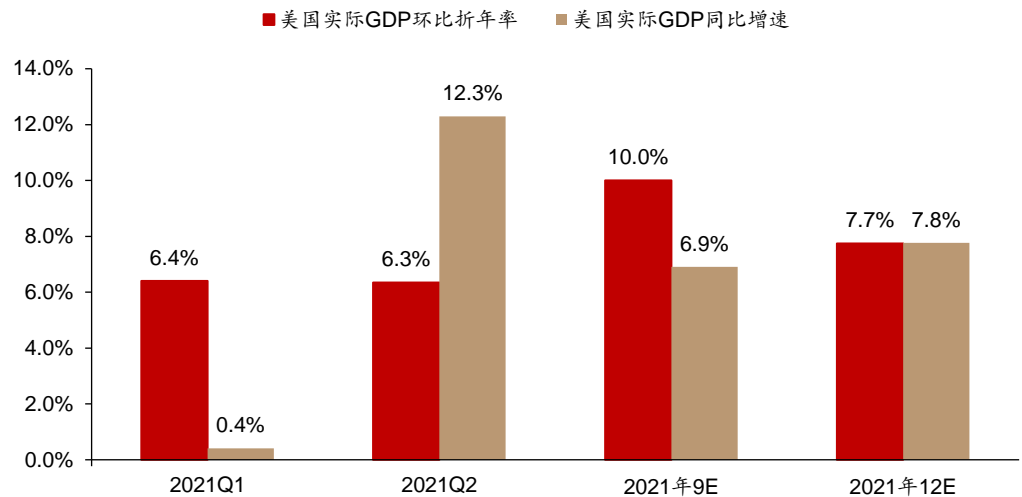


资料来源: WIND, 西部证券研发中心

服务消费向好才是美国经济强劲的保障。亦如图8可知,随着疫情约束逐渐消退,5月以来美国个人消费重心开始由耐用品向服务切换,6月美国个人服务消费支出首次超越疫前

(2020年2月)水平。事实上这一转变非常利好美国经济。首先,耐用品消费对美国经济正向贡献有限,降温也不会导致经济下行风险,原因有二:一方面耐用品多为进口商品,消费增加的同时也加大贸易逆差,对实际GDP贡献几乎抵消;另一方面耐用品消费上升会加剧输入型通胀,对美国经济前景存在一定威胁。相反,服务消费偏向内生,该消费分项上升利好美国经济:目前服务消费刚刚恢复到疫前水平,仍有空间;解封后,报复性服务消费需求大概率推动Q3经济加速改善。我们预计Q3或现年内美国实际GDP环比折年率高点。

图9:美国实际GDP增速及预测值



资料来源:WIND,西部证券研发中心

表1:2021年1-6月美国零售分项环比增幅变化

	2021-06	2021-05	2021-04	2021-03	2021-02	2021-01
杂货店零售业	3.38%	-3.55%	-1.00%	10.91%	-2.75%	0.61%
电子和家用电器店	3.27%	-5.52%	1.28%	17.63%	-5.79%	16.56%
服装及服装配饰店	2.58%	2.17%	-1.41%	23.94%	-5.48%	6.25%
加油站	2.51%	0.24%	-1.39%	10.07%	3.20%	4.60%
食品服务和饮吧	2.33%	3.71%	5.11%	13.94%	-1.41%	9.99%
日用品商场	1.92%	-3.12%	-2.43%	13.12%	-6.01%	10.13%
保健和个人护理店	1.61%	-1.18%	0.10%	8.05%	-1.70%	0.92%
无店铺零售业	1.18%	-2.28%	0.10%	5.41%	-3.11%	16.86%
食品和饮料店	0.64%	1.02%	0.74%	0.85%	-0.53%	1.89%
总计	0.55%	-1.72%	0.90%	11.28%	-2.86%	7.56%
建材园林及物料店	-1.62%	-5.25%	-3.26%	14.12%	-4.79%	7.81%
运动爱好书籍及音乐商店	-1.73%	-1.66%	-1.83%	23.67%	-6.40%	10.88%
机动车辆及零部件店	-2.05%	-4.60%	4.40%	17.01%	-3.61%	4.92%
家具和家用装饰店	-3.59%	-2.25%	1.10%	8.22%	-5.18%	13.91%

资料来源:西部证券研发中心

(二) 高通胀及确诊人数反弹令消费者信心指数等主观数据重挫

8月美国密歇根大学消费者信心指数骤降至疫后最低。8月13日公布的美国8月密歇根大学消费者信心指数初值仅为70.2，低于疫情初期（2020年4月为71.8）水平，为2012年以来最差。目前美国经济和消费水平显著好于疫情初期，与该指标（前值为81.2）骤降的变化并不相符。但考虑到该指标为家庭调查数据，我们就能大致理清背后的原因了。

首先，高通胀形势仍未降温，令美国民众对消费前景产生担忧。4月美国CPI同比升至4.2%、5月为5.0%、6-7月均高达5.4%。通胀走高的同时美国个人耐用品消费支出确实有所回落，尽管前文已指出这是消费结构跷跷板的结果，但仍然会令民众产生通胀高企、消费降温的误解。结合图12可知，自美国CPI创出金融危机后新高拜登支持率就开始回落，随着通胀持续走高7月底拜登支持率已经降至上任后最低水平。通胀走高与拜登支持率回落的同步既说明高通胀对拜登施政形成掣肘，也反映出高通胀或已影响了民众生活质量并在一定程度上打击了民众对美好生活的向往。

图 10：美国密歇根大学消费者信心指数



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 11：美国 CPI 同比

— 美国:CPI:当月同比 %
— 5.60

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_25133

