

宏观研究/动态点评

2020年12月22日

朱洵 SAC No. S0570517080002
研究员 SFC No. BQK711
021-28972070
zhuxun@htsc.com

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

相关研究

- 1《宏观：确认温和退出基调、构建发展新格局》2020.12
- 2《宏观：日央行议息：维持宽松基调、推进结构性改革》2020.12
- 3《宏观：美国零售增速暂时回落》2020.12

美国如期通过新一轮财政纾困方案

美国两院于北京时间 12 月 22 日通过了总额 9000 亿美元的新一轮抗疫财政刺激计划；最终金额较 10 月初草案削减过半，我们认为市场对此已有一定预期。在经历美国共和-民主两党多个月的博弈后，美国新一轮财政刺激终于落地。此前美国两党围绕财政刺激体量反复争论商讨，财政刺激规模缩水已是大概率事件。而财政刺激能够在 2020 年底前得到通过，仍然是对美国居民消费、经济增长较为重要的信心提振。预计该计划将由总统在未来几天内正式签署。

党派纷争是财政刺激拖延数月、规模相对较小的核心原因。今年 10 月 2 日，美众议院通过了 2.2 万亿美元的抗疫财政救助法案，但随后两党围绕刺激规模、覆盖群体等产生争议，法案拖延至今方才通过、且规模削减过半。我们在《拜登当选，关注参议院多数席位归属》（2020/11/08）、《2021 海外宏观展望：全球重启影响几何？》（2020/11/16）中就指出，拜登-民主党主打强刺激+加税+扩大基建的财政扩张组合，但参议院被共和党占据的“混合政府”面临更多利益妥协，新一轮财政刺激可能规模偏小。未来，拜登政府的（抗疫/基建）刺激计划仍需在党派博弈中“砥砺前行”。

本次财政刺激款项大多用于对居民收入的转移支付与抗疫纾困。美国消费增速 11 月暂时回落，但随着纾困方案落地及经济重启预期升温，消费与投资增速均有望保持强劲。——我们在《美国零售增速暂时回落》（2020/12/20）中指出，如今年年末~明年 Q1，疫苗量产接种、新一轮财政刺激落地这两项利好兑现，美国消费有望得到较强支撑。目前看来，这两大变量均在有序推进落地。

美国在 2020/03/27 推出的 2.4 万亿美元 CARES 计划，给予中低收入群体 1200 美元/人的一次性现金派发；对失业群体提供每周额外 600 美元、持续四个月的救济。本轮财政刺激现金派发、失业救济的持续时长与 CARES 相同，而金额为此前的一半（详细方案请见图 4/图 5）。尽管援助力度有所减弱，但参考今年二三季度，财政转移支付仍将支撑居民收入、拉动近期较弱的必选消费。而疫苗量产有望改善居民风险偏好、刺激消费信心、提振市场价格预期、改善企业现金流和盈利预期，对汽车、服装等可选消费起到较强拉动效应。消费旺盛有望拉动补库需求和设备投资增长。

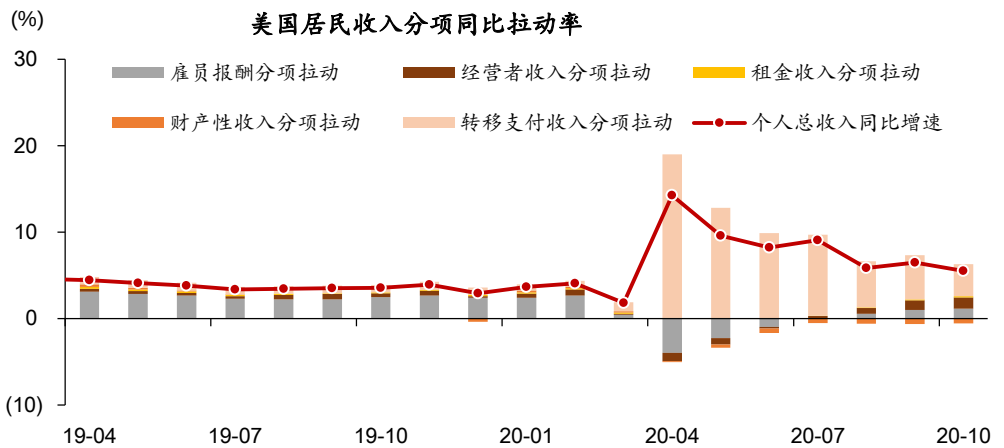
随着增长和通胀预期更趋积极，近期包括上游价格在内的周期性指标全面回升，美债利率曲线有望进一步陡峭化。近期包括原油、工业金属、农产品在内的大宗商品价格普涨，我们维持《疫苗量产若提前，宏观如何演变？》（2020/11/10）及《FOMC 点评：增长通胀预期转暖不改宽松基调》（2020/12/17）的判断，经济重启预期升温、制造业启动补库周期、美联储短期维持对通胀回升的“容忍度”、短期流动性保持相对宽松，叠加财政刺激终于落地，有望支持美债利率曲线进一步陡峭化。金融及周期相关板块的相对表现仍然可期。

美国经济基本面体现韧性，但中小企业和部分行业的自我修复能力仍有不确定性，超宽松货币政策和大额财政救助在短期难以有效退出。往前看，2021 财年，现金派发、税务减免非常规性支出仍是财政赤字主要推手；美国财政赤字额和赤字率都可能回落，但降回到疫情前水平仍需时日。

风险提示：二次疫情和疫苗量产应用的不确定性、美国经济复苏弱于预期。

图表1： 美国居民储蓄率虽然回落，但仍高于往年同期

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表2： 财政转移支付对美国居民收入的拉动效应仍然存在

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表3： 疫情爆发以来，美国的六轮财政刺激措施**疫情爆发以来，美国六轮财政刺激措施**

时间	措施
2020/3/6	83亿美元救助，用于开发疫苗并协助州和地方政府应对疫情
2020/3/18	1000亿美元经济救助案，提供免费的新冠测试，确保感染者和照顾人员享有带薪休假，提供额外的医疗补助资金，食品援助和失业救济金
2020/3/27	2.4万亿美元经济救助，对家庭发放现金，政府直接支出，发放企业贷款，支持货币政策
2020/4/21	4840亿美元救助案，加码小企业贷款和经济救助，支持医院和新冠检测
2020/8/8	延长部分救济措施，涉及失业救济金、薪资税、学生贷款减免以及联邦暂停驱逐令
2020/12/20	9000亿美元救助案，包括小企业援助、失业救济金、现金补贴，以及用于学校新冠病毒检测和疫苗分发的更多资金等

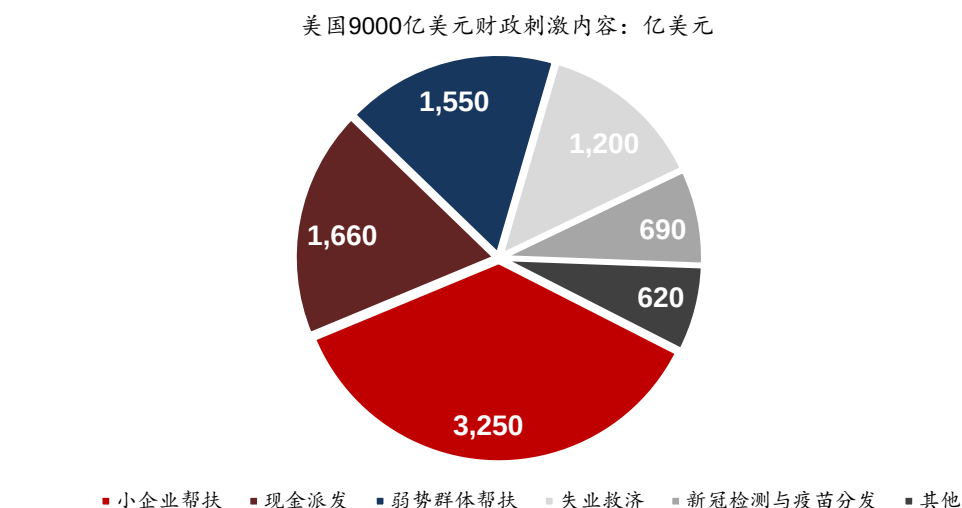
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表4： 2020/12/22 美国 9000 亿美元财政刺激明细

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	1660
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	1200
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	3250
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		9000

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表5： 2020/12/22 美国 9000 亿美元财政刺激：现金派发、失业救济占比仍较大



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

风险提示

二次疫情和疫苗量产应用的不确定性、美国经济复苏弱于预期。

免责声明

分析师声明

本人，朱洵、易垭，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门、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任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师朱洵、易恒本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

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_663

