

## 宏观研究/动态点评

2020年12月17日

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

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

### 相关研究

- 1《宏观：年底前财政扩张加速落地》2020.12
- 2《宏观：11月增速再上台阶，4Q GDP 增长或超预期》2020.12
- 3《宏观：FOMC 前瞻：货币政策保持现有宽松基调》2020.12

# 美国零售增速暂时回落

我们认为 11 月美国零售消费的环比回落符合季节性，重点仍关注 12 月圣诞节拉动相关消费情况、美国新一轮财政刺激能否尽快落地、疫苗能否如期量产接种。美国 11 月零售消费季调同比+4.1%（前值+5.5%），季调环比-1.1%、低于彭博一致预期的-0.3%。季节性来看，2010-19 年间，除两个年份外，其余年度 12 月份零售消费环比均较 11 月上行。结合近期我国往美国出口贸易较强表现来看，预计美国 12 月零售大概率较 11 月环比反弹，圣诞季消费需求继续释放。

美国二次疫情规模扩大，对 11 月消费需求产生一定扰动。汽车销售当月有所降温，但建材销售仍然旺盛，或反映地产新开工需求仍然较高。在新一轮财政补贴暂时搁浅的背景下，食品等必选消费对整体的拉动有限；二次疫情影响下，餐厅上座率下降，线下零售受到冲击。

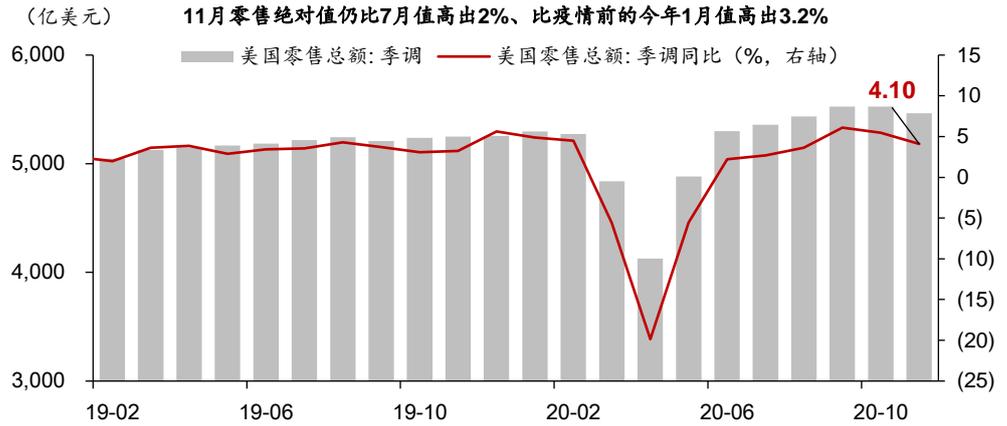
我们核心关注的仍是今年年末~明年 Q1，疫苗能否如期实现量产接种、以及美国新一轮财政刺激能否落地，如这两项利好兑现，一系列市场和政策环境因素仍有望对美国消费起到较强支撑。美国居民储蓄率虽然回落，但目前仍高于往年同期（今年 4 月份高点达到 33.6%，2019 全年均值为 7.5%，10 月份仍有 13.6%）。美国两会接近就 9000 亿美元左右的新一轮抗疫财政刺激达成一致，但仍需国会投票通过。顺利的话，新一轮财政刺激有望在今年末~2021Q1 落地，参考今年二三季度，财政转移支付将对居民收入和消费起到较强支撑。

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。考虑高频的餐饮、航空、出行等指标同比跌幅仍然较大，若服务业加快重启，美国零售消费环比有望回到正增长、同比上行空间更大。美国 11 月制造业 PMI 显示在手订单/物价/外贸继续回升，新订单和产出 PMI 连续 5 个月高于 60%，疫苗量产或成为加速制造业周期回升的强心针。

如我们在《疫苗量产在望点燃经济重启预期》（2020/12/01）中所述，二次疫情对欧美工业生产的影响大于消费，海外供需缺口短期扩大，短期继续利好部分生产重启较好的国家（中日韩等）的出口、中期拉动目前处于底部的库存回补、长期推动设备周期回升。截至 11 月数据，零售商销售同比已连续 4 个月转正，但制造商和批发商销售同比仍负增长。零售消费有望通过库存、进货路径传导，持续拉动批发商、制造厂商的补库和生产需求。目前美国待售住房和汽车库存均处于近五年来的低位，补库需求仍然突出。

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: 受二次疫情影响, 11月美国零售表现平淡



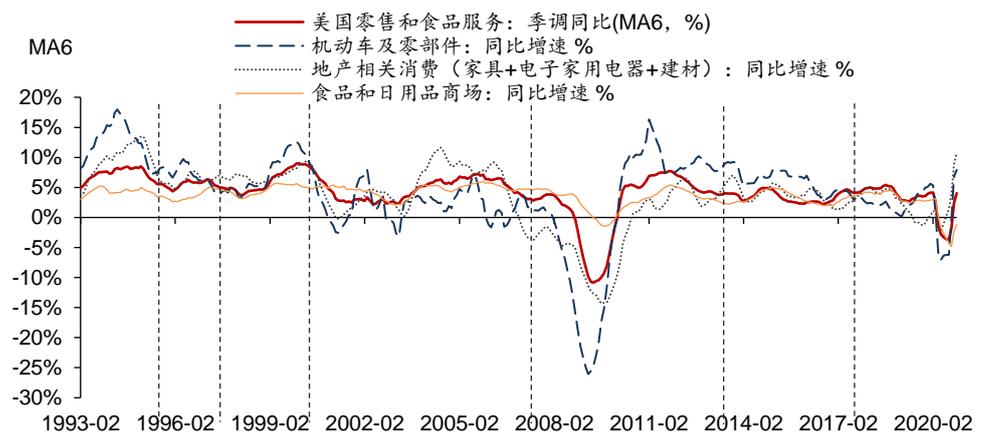
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 建材销售的较强表现或说明地产新开工强势

美国零售及食品服务销售额季调同比 (%)	2020-11	2020-10	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01	2019-12	2019-11
美国销售总额 (含批发/零售/制造商)	4.10	5.49	6.09	3.61	2.70	2.23	-5.55	-19.86	-5.59	4.48	4.87	5.61	3.25
零售及食品服务销售总额	3.60	4.27	4.84	3.19	1.71	0.78	-6.71	-16.64	-0.97	4.12	4.43	6.08	2.42
零售和食品服务(不含机动车辆)	3.65	5.75	4.68	5.44	2.51	0.35	-27.64	-59.06	-19.31	4.99	6.33	0.89	2.47
家具和家用装饰店	-8.29	-4.82	-7.26	-4.14	-6.01	-19.63	-42.18	-53.27	-18.06	0.30	0.16	-0.43	-2.01
电子和家用电器店	18.74	17.98	18.72	16.76	15.91	19.58	18.60	3.35	5.97	5.47	1.17	2.46	0.70
建筑材料、园林设备及物料店	10.91	9.61	10.45	9.58	11.12	11.99	14.61	12.30	29.21	3.71	1.45	3.66	2.75
食品和饮料店	3.45	3.18	5.33	4.22	4.15	-0.77	-7.58	-9.62	5.50	0.40	1.07	3.36	-0.04
加油站	-17.08	-14.61	-13.05	-14.93	-16.78	-19.20	-31.30	-39.32	-18.09	1.61	9.60	8.62	0.36
服装及服装配饰店	-16.10	-10.46	-7.74	-20.14	-22.77	-24.26	-61.90	-86.46	-49.14	0.75	1.97	1.89	-3.19
运动商品、业余爱好、书及音乐	19.62	16.01	17.13	9.64	17.43	21.62	-3.68	-45.03	-15.65	2.10	2.82	3.15	-0.78
日用品商场	3.36	4.29	5.83	1.99	2.15	2.79	0.01	-5.99	9.28	2.22	1.50	1.11	-0.62
杂货店零售业	10.51	8.77	9.48	8.60	10.53	11.31	14.21	13.04	30.85	3.78	1.47	3.85	2.90
无店铺零售业	29.16	27.73	25.95	28.17	23.52	23.68	29.00	22.68	14.31	8.55	8.30	20.20	8.92
食品服务和酒吧	-17.20	-14.58	-14.29	-15.79	-19.30	-22.09	-38.11	-52.39	-27.04	5.05	6.39	5.47	4.35
机动车辆及零部件	6.04	10.42	11.14	5.27	6.71	8.12	-0.88	-32.93	-24.05	5.91	6.64	3.80	6.64

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 主要项目销售与整体零售消费同比增速的对比



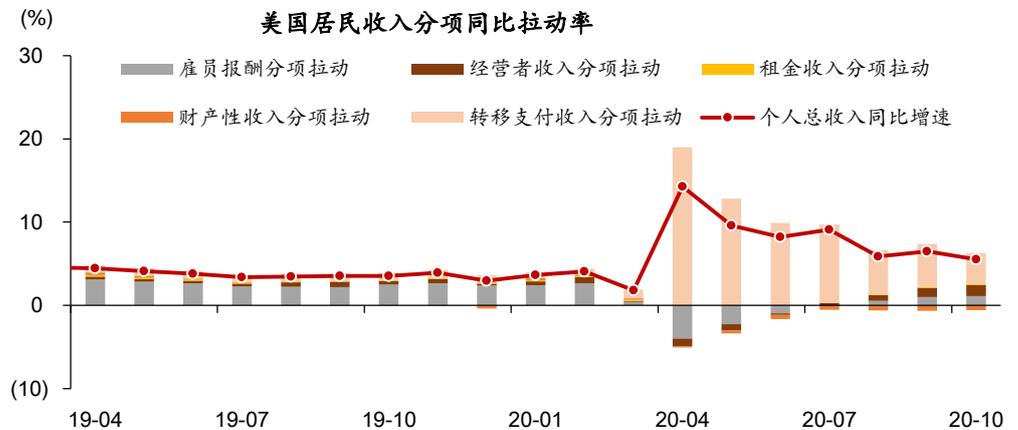
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4：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5：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

### 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、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、易岷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\\_772](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_772)

