

通缩压力上升 欧日四季度经济承压

——国际经济周报第 423 期

核心内容：

分析师

● 房地产火爆 美四季度经济温和增长

美国大选尘埃落定，拜登当选新一任美国总统，内阁人选主要由竞选团队成员担任；财政部长可能由以前的美联储主席耶伦出任，有利于及早推出刺激措施。三季度 GDP 确认增长 33.1%。因供给不足，利率历史低位，加上疫情导致需求上升，房地产市场火爆。内需方面的个人收入支出、零售销售与消费信心有所回落；生产方面，PMI 指数维持高位，订单增长。而通胀低迷，为进一步的财政和货币刺激提供了宽松的环境。

内需动力在四季度开始减弱。主要原因是疫情持续，而财政刺激计划因大选的党争而搁置。10月个人收入支出、零售均大幅回落，而消费信心指数也有所下降。居民消费支出占全部美国内需的8成左右，居民消费动力下降，意味着美国内需对经济的贡献在四季度会明显回落，从而拖累 GDP 增速。随着疫苗有效性得到确认，加上大选尘埃落定，预计明年一季度应该会加速。

● 通缩加剧，欧日四季度经济承压

欧元区三季度 GDP 修正值同比下降 4.4%，环比增长 12.6%；德国增长 8.5%超预期。欧盟预计 2020 年欧元区经济将萎缩 7.8%，将 2021 年欧元区经济增速自 6.1%下调至 4.2%。陆续采取新一轮封锁措施，从 PMI、经济景气指数等领先指标，和零售等内需数据看，预计经济在第四季度承压。

日本今年第三季度日本实际 GDP 环比上升 5.0%，按年率计算增幅为 21.4%，是 1980 年起有可比数据以来的最大增幅。CPI 下降加剧，通缩压力再现。2020 年 10 月 CPI 为 -0.4%，11 月东京 CPI 环比降 0.7%，创 2012 年 5 月以来最大跌幅。由于欧美疫情蔓延波及日本出口，加上政府向个人发放的 10 万日元补贴对消费的拉动效应已经过去，日本国内个人消费将下滑，四季度经济再次下降可能性很大。

周世一

☎：(8610) 6656 8471

✉：zhoushiyi@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S013051107000403

一、美国：房地产火爆 四季度经济温和增长

随着联邦总署通知拜登团队准备总统移交工作，美国大选尘埃落定，拜登当选新一任美国总统。在参议员与众议员改选中，民主党继续在众议院占优；而预期共和党仍可能继续控制参议院。最高法院的9名终身制大法官中，6名支持共和党的保守派，3名支持民主党的自由派。

拜登目前正在确定内阁人选，主要由竞选团队成员担任；最重要的财政部长可能由以前的美联储主席耶伦出任。耶伦作为温和派人士出任财长，有利于与前同事美联储主席鲍威尔合作，在财政政策方面今早推出刺激措施。拜登此前宣布以当选总统的身份，宣布将此前特朗普总统减少到1.6万的每年难民接受数量扩大至12万。同时，主张取消特朗普减税政策，计划在2021年至2030年增加4万亿美元的收入。为增加政府收入，其税收政策增加对大企业的税收，将企业所得税率从21%提高到28%，此外还将增加高收入群体的税收。

明年1月20日，拜登新一届政府上台后，美国政坛很可能形成民主党总统加众议院，VS共和党的最高法加参议院的均衡局面。这样一个制衡的政局，将使拜登在竞选中提出的大规模财政刺激、提高公司税，限制大资本影响，加大全民福利等计划难以顺利实施。

对于中美关系来说，拜登作为一个长期从政的专业政治家，在处理对外关系上，在内容方面会更为专业，在表达与沟通方式上会更为成熟。因而也可能更容易被东亚的含蓄文化所接受。当然，民主党的总统，可能也不会改变中美长期竞争的大趋势。

经济走势方面，三季度GDP确认增长33.1%。但目前的经济数据看，由于供给不足，利率历史低位，加上疫情导致需求上升，房地产市场非常火爆；但内需的核心指标，个人收入支出、零售销售与消费信心有所回落；生产方面，PMI指数维持高位，工业生产与订单低速增长。而通胀低迷，为进一步的财政和货币刺激提供了宽松的环境。随着疫苗有效性得到确认，加上大选尘埃落定，预计四季度美国经济低速增长后，明年一季度应该会加速。

美国商务部25日公布的第三季度美国GDP修正后年率计算增长33.1%，与10月末发布的初次数据保持一致。消费仍是主力，占经济总量约7成的消费支出增长40.6%，较初次数据下调0.1个百分点。企业资本支出的非住宅类固定资产投资增长21.8%，与初次数据相比上调1.5个百分点。上调了住宅类固定资产投资、出口等，下调了政府支出、进口等数值。

不过，内需动力在四季度开始减弱。主要原因是疫情持续，而财政刺激计划因大选的党争而搁置。10月个人收入支出、零售均大幅回落，而消费信心指数也有所下降。居民消费支出占全部美国内需的8成左右，居民消费动力下降，意味着美国内需对经济的贡献在四季度会明显回落，从而拖累GDP增速。

10月美国个人消费支出环比增长0.5%，远低于9月从1.4%下修至1.2%的调整后增速，为六个月来最低增速，但优于市场预期增速0.4%，为连续第六个月环比增长。支出下降的主要

原因是收入下降。10月美国个人收入环比下降0.7%，而市场预期下降0.1%或是零增长，9月增速从0.9%下修至0.7%。

个人储蓄率连续第六个月下降，达到13.6%，但仍高于疫情之前。4月份储蓄率因政府提供的社会救济增多而飙升至创纪录水平。如果国会不采取行动，将有两项应对疫情影响的失业救济计划在12月末到期，估计届时1200万人将受影响。

与个人收入支出下降对应的是零售增长下降。2020年10月美国零售月率增长0.3%，是半年来的最低，远低于预期的增长0.5%。9月份零售销售额增幅从1.9%向下修正0.3个百分点至1.6%。不包括汽车、汽油、建筑材料和食品服务在内的核心零售额10月仅微升0.1%，9月数据则从1.4%下调至0.9%，这进一步显示出消费恢复低于预期。美国零售额10月增速降至六个月来最低，对经济的拉动下降。

美国11月密歇根大学消费者信心指数终值76.9，预期77，前值77。消费者信心在11月下旬保持不变，与月中数据仅相差0.1个百分点，尽管预期部分显著下降，但影响被对当前经济状况更有利的评估所抵消。受美国多州实施新一轮限制措施和失业补贴到期等因素影响，消费支出疲软态势未来料将更加严峻，美国经济复苏或因此进一步放缓。

房地产市场火爆，房价再创历史新高，并连续上涨103个月。房地产销售的速度和数量都处在14年来的最高水平。

美国9月份标普CoreLogic凯斯席勒全国房价指数同比上涨6.96%，创2014年5月以来的最大升幅，前一个月的涨幅也达到5.81%。第三季度，全美181个大城市的房屋价格都同比升高。美国20城房价9月全线大幅上涨。美国西部城市凤凰城、西雅图、圣迭戈同比涨超9.5%。

美国联邦住房金融局公布的美国9月份房价同比上涨9.1%。远超预测范围的持平至上涨1.5%。美国第三季度房价指数环比创纪录上涨3.09%，同比上涨7.8%。折年率上涨12.38%，第二季度为4.12%。

全美地产经纪商协会(NAR)公布的今年10月美国成屋销售环比增长4.3%，按年率计算增长685万套。其中，独栋住宅销量环比攀升4.1%，按年率计算增长612万套，共管公寓销量增幅也达到5.8%，创下自2005年11月以来的新高。但待售房产短缺和新冠疫情重新抬头等多重因素可能会影响未来的成交量。

10月份成屋销售价格中值同比增长15.5%至31.3万美元，也创下历史最高纪录，反映出高端房产销售有所增加。按地区来看，美国四大地区成屋购买量均有增长，其中南部和中西部地区销售增长达到有记录以来最高，西部地区销量来到2006年以来最高水平。同时，四大地区成屋销售价格中值同比涨幅均达到两位数。

10月份美国待售房屋库存同比下降19.8%至142万套。以目前的销售速度，房屋库存将仅能维持2.5个月，为历史最低值。美国全国房地产经纪人协会认为，房屋供应量低于5个月表明房地产市场吃紧。

新屋方面，销量有所下降而价格大幅上升。10月份新建住宅折合年率销量下降0.3%至99.9万套，上月数据上修至100.2万套。新建住宅价格中值较上年同期上涨2.5%至330,600美元，10月份16.0%的新建住宅售价超过500,000美元。全年新建住宅销量有望达82.3万套，2019年为68.3万套，10月份房屋库存可供销售3.3个月，9月份为3.3个月。

美国新建住宅销量在 10 月份保持坚挺，依然处于 2006 年以来高点附近，并且大大高于疫情前的水平。

建筑许可和房屋竣工量均达到 2007 年以来最高水平。这可能有助于缓解严重的待售房屋短缺问题，这一问题已导致房价上涨。美国 10 月独栋房屋开工急升至逾 13 年高位。

近期美国房价表现强劲，这可能反映出今年早些时候因疫情而受到抑制的需求正在释放，同时也是因强劲需求。在疫情刺激居家办公的推动下，更多购房者涌向郊区和面积更大的房产，以寻求更加舒适的办公空间。

强劲的需求，加上低利率环境，是市场人士普遍认为的美国房价上涨主因。房地美近日公布的美国 30 年期固定抵押贷款利率均值进一步降至 2.72%，是该项调查开始近 50 年来的最低水平，也是该利率今年以来第 13 次创历史新低。由于抵押贷款利率的下降，自 2018 年底以来，美国家庭的月供中位数呈下降趋势。今年 8 月份，美国家庭的月供中位数为 1019 美元。低利率叠加楼市供不应求的中期难题，美国房价明年还将持续走强。

生产方面，美国 10 月 ISM 制造业 PMI 为 59.3，创 2018 年 11 月以来新高。其中，新订单、产出和就业以及库存等回到 50 以上。美国制造业活动恢复较快，而库存仍然处于快速下滑阶段，后续生产端将会持续回升。服务业 PMI 指数自 57.8 下滑至 56.6，主要是疫情再起对餐饮等服务业的影响。

美国 11 月 Markit 制造业 PMI 初值刷新了近 74 个月以来新高，美国 11 月 Markit 服务业 PMI 初值刷新 68 个月新高。

美国 10 月份耐用品订单增速快于预期，突显出制造业继续支撑经济。耐用品订单环比走高 1.3%。9 月的数据上修至增长 2.1%。超过预测中值的增长 0.8%。

劳工部周三发布的截至 11 月 21 日的一周，首次申请失业救济金的人数增加了 3 万至 77.8 万。截至 11 月 14 日当周，持续申请失业救济的美国人减少了 29.9 万，至 607 万。但是，申请补充失业救济的美国人人数继续增加，表明越来越多的人已经用完了州失业救济金。

美国通胀创下近半年来的最低，表明疫情影响下，消费需求不振，价格承压。10 月 CPI 环比持平，未实现预期的 0.1% 的增长；这是 5 个月来最低水平，9 月上升 0.2%。CPI 同比虽然上涨了 1.2%。剔除波动性较大的食品和能源成本的核心 CPI 环比持平，同比增长 1.6%。机票和新车价格上涨帮助抵消了汽油，医疗，汽车保险和服装成本下降的影响。由于杂货成本稳定且消费者继续外出用餐，食品价格上涨速度达到 6 月以来最快。

美国 10 月 PPI 环比升 0.3%，预期升 0.2%，前值升 0.4%。美国 10 月 PPI 年率上升 0.5%，市场预期为上升 0.4%。扣除食品和能源后的核心 PPI 低于预期。核心 PPI 月率上升 0.1%，市场预期为上升 0.2%，前值为上升 0.4%。核心 PPI 年率上升 1.1%，预期为上升 1.2%，前值为上升 1.2%。

PPI 幅略高于预期，但核心 PPI 低于预期，表明在疫情影响下，尽管供给不足，但厂商提价的能力有限。目前情况下，因为就业不足，加上疫情加速爆发，PPI 难以上升。

美国通货膨胀率仍处于低迷状态，疫情继续对经济的造成压力，尽管随着美国经济在第三季度回升，通货膨胀率趋于稳定，但鉴于服务业活动疲软，整体物价加速上升的风险较低。

因疫情影响，今年以来美国政府财政状况迅速恶化，因新冠疫情导致经济陷入停顿，税收收入下降。2021 财年第一个月的预算赤字为 2841 亿美元，2019 年 10 月为 1345 亿美元。收入同比下降 3.2%，支出增长 37.3%。截止到 9 月结束的 2020 财年，美国预算赤字创下 3.1 万亿美元纪录高位。

货币政策方面，美联储 10 月初维持当前 0%-0.25% 的利率不变，资产购买规模也维持不变。美联储宣战致力于利用其各种工具来支持美国经济，从而促进实现其就业最大化和物价稳定的目标，即实现就业最大化和 2% 的长期通胀率。由于通胀持续低于这一长期目标，委员会计划允许通胀在一段时间内略高于 2%。美联储表示继续每月购买“至少”1200 亿美元的公债，并将根据经济发展的需要使用其他工具和计划。

最新公布的美联储会议纪要显示，美联储讨论了调整购债规模，并预测经济风险偏向下行。美联储可能很快会对其债券购买计划进行调整，因为该行正在寻找其他支持经济的方式。目前美联储每月购买 1200 亿美元的国债和抵押贷款支持证券。美联储可能选择增加购买量或购买更长期的债券。

美联储委员对经济复苏的步伐表示担忧，指出经济增长仍远未达到 3 月卫生事件前的速度。经济预测风险偏向下行，经济活动和就业继续恢复，但仍远低于年初的水平。

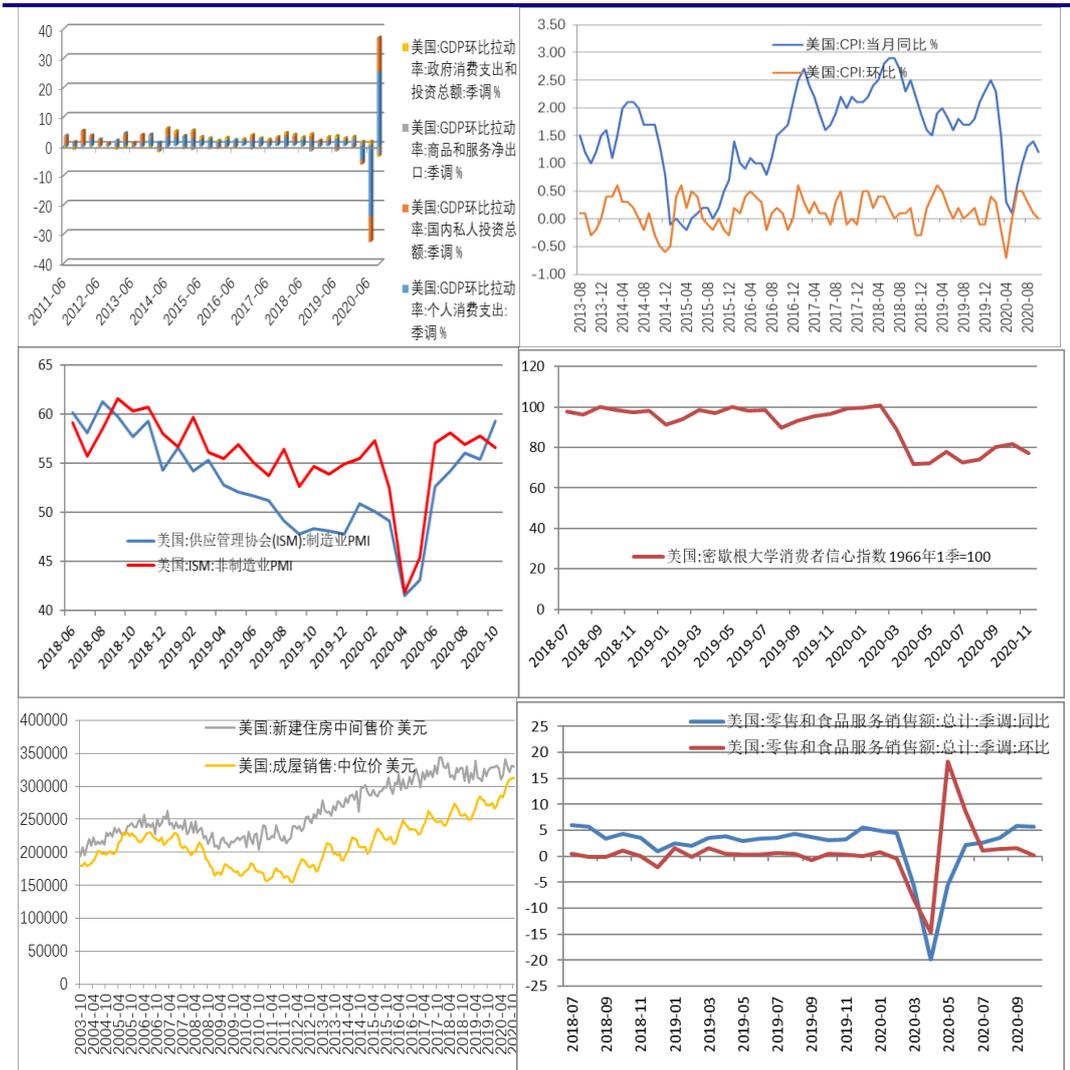
在会后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示，他认为美联储仍有充足的政策“弹药”，并承诺委员会坚定地致力于使用这些强有力的工具来支持经济。

鲍威尔再次呼吁政府尽快出台直接的财政刺激措施，重申美联储只拥有借贷权而非支出权。很可能需要货币政策和财政政策的进一步支持。

美国 10 月失业率自 9 月的 7.9% 大幅下降至 6.9%，为连续第六个月录得下滑。远低于预期的 7.7%。但美国近期新冠确诊病例激增增加了未来就业的不确定性。10 月份非农业部门新增就业人口达到 63.8 万人。10 月份美国劳动参与率环比上涨 0.3 个百分点至 61.7%，但仍较疫情前低了 1.7 个百分点。失业超过 27 周的长期失业人口环比增长 120 万人，达到 360 万人，占失业人口比重 32.5%。

美国自动数据处理公司（ADP）4 日公布的 10 月美国私人部门新增就业 36.5 万人，较 9 月的 75.3 万人大幅放缓。当月新增就业主要集中在服务业，就业人数环比增加 34.8 万人，其中休闲和酒店服务业就业人数环比增加 12.5 万人，教育与卫生服务业增加 7.9 万人。商品制造业就业人数环比仅增加 1.7 万人，制造业就业前景依然严峻。10 月份美国私人部门新增就业大幅收窄，显示美国就业市场在新冠疫情反弹影响下复苏步伐减缓。

图 1：美国 GDP (%)、PMI 指数、成屋新屋中间价 图 2：美零售、消费者信心指数、CPI



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

二、通缩压力上升 欧日四季度 GDP 承压

欧盟统计局发布的欧元区三季度 GDP 修正值同比下降 4.4%；预估同比下降 4.3%，环比增长 12.6%；预估环比增长 12.7%；欧盟 GDP 环比增长 11.6%；同比下降 4.3%。

欧盟经济在第二季度急剧下滑后于第三季度出现强劲反弹。在防疫措施最严格的第二季度，欧盟和欧元区经济环比分别下滑 11.4%和 11.8%。

第三季度，法国经济环比增幅最大，达 18.2%；西班牙和意大利环比分别增长 16.7%和 16.1%；立陶宛、捷克和拉脱维亚经济环比增幅仅分别为 3.7%、6.2%和 6.6%。

德国第三季度 GDP 环比增幅超过此前预期，经价格、季节和工作日调整，受私人消费、商业投资以及出口增加影响，德国今年第三季度国内生产总值环比增长 8.5%，创下历史最高涨幅，且超过此前预期的 8.2% 的增幅。反弹主要是由家庭支出增加和出口大幅增长推动的。

不过，由于欧元区自 10 月底开始，陆续采取新一轮封锁措施，从 PMI、经济景气指数等领先指标，和零售等内需数据看，预计经济在第四季度承压。

欧盟预计 2020 年欧元区经济将萎缩 7.8%，因第二波疫情及限制措施，第四季度欧元区经济增速将环比下跌 0.1%；将 2021 年欧元区经济增速预期自 6.1% 下调至 4.2%；预计 2020 年欧元区通胀将为 0.3%，2021 年为 1.1%，2022 年为 1.3%。欧盟将 2021 年欧元区经济增速自 6.1% 下调至 4.2%。

外需方面，尽管全球疫情严重，但欧元区 9 月季调后贸易帐录得 240 亿欧元，为 2020 年 2 月以来新高。

但内需不佳，欧元区 9 月零售销售环比下降 2%，预期减少 1.5%，前值减 4.4%；同比增 2.2%，预期增 2.8%，前值增 3.7%。欧元区 11 月消费者信心指数初值-17.6，预期-17.7，前值-15.5。内需四季度表现不佳。

调查数据都不好。欧元区 11 月 Sentix 投资者信心指数跌至负 10，差过 10 月的负 8.3，连续两个月恶化。11 月现况指数由负 32 跌至负 32.3，预期指数由 18.8 跌至 15.3，是 5 月以来最低。

欧元区 11 月 ZEW 经济景气指数自上月的 52.3 大幅下降至 32.8，远低于预期，主要是疫情再起，欧洲再次采取封锁措施的影响。不过，德国现况指数连续 6 个月上升，触及 3 月以来最高，至于预期指数跌至 5 月以来最低，但数据仍正面，反映当地经济沿着复苏轨道回升。

欧洲议会月初通过欧盟总额达 7500 亿欧元的经济复苏计划，以在未来 3-4 年内缓解成员国的经济下滑趋势，罗马尼亚将可从中获得 335 亿欧元，此外还将从欧盟未来 7 年跨年度预算中获得 460 亿欧元资金。欧洲议会与欧盟部长理事会将就此事进行最后谈判，以便允许成员国于 2021 年 1 月 1 日申请使用。

欧洲央行在 10 月 29 日决定维持三大利率不变，其中主要再融资利率为 0%，存款机制利率为 -0.5%，边际贷款利率为 0.25%。欧洲央行同时表示，维持紧急抗疫购债计划（PEPP）规模于 1.35 万亿欧元，资产购买计划下的净购买额为每月 200 亿欧元，且将在年底前额外进行

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_1231

