

宏观研究/年度策略

2020年11月16日

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

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

相关研究

- 1《宏观：负利率时代的抵抗元年》2019.10
- 2《宏观：冬尽春归，否极泰来》2018.11
- 3《宏观：风起通胀，渐显宝藏》2017.11

2021 海外宏观展望：全球重启影响几何？

疫情、疫苗和美国大选后的政策安排等不确定性终将明朗，“重启”是 2021 年海外宏观经济最重要的关键词。短期内，海外疫情影响难言完全消除，未来影响最大的对冲变量，在于有效性高、可大规模生产接种的疫苗问世。美国新任政府最可能的组合是拜登+共和党参议院+民主党众议院，这意味着新一轮财政刺激计划可能规模偏小，短期经济增长、通胀、美元、美债利率的上行动能都可能偏低。但越过短期大选相关波动看，随着疫情和疫苗相关不确定性下降，美国和欧洲经济进一步重启，企业盈利可能回升，长端利率终将迎来阶段性上行压力。

2021 年海外经济重启，上半年主要看制造业；下半年主要看服务业。美国目前消费和企业投资增长均已经达到较高水平、且库存周期处于低位（从同比增速来看）；如果疫苗研发等积极因素更早兑现，美国经济增长甚至可能在明年上半年就环比加速回升。美国经济运行更为稳健，起财政救助覆盖群体更广、二次疫情影响相对较小、周边环境更稳定；但欧元区今年的基数更低，明年反弹空间更大。如果疫苗得到推广应用，明年海外工业生产有望先修复、随后是消费和第三产业。

2021 年美国可能走向再通胀，欧元区通胀也有望触底回升。欧美当前通胀走势的分化，是 1) 货币政策的运行效力；2) 核心消费的反弹动能；3) 经济增长强度的预期等多方面因素的综合体现，但核心变量仍在于疫情的影响，如果疫情得到有效控制、而财政和货币刺激短期并不退出，则欧美通胀都有望回升。预计 2021 年美国失业率回落、但短期难回到疫前水平，重点关注第三产业就业的恢复。

2021 年海外主要经济体赤字率或有所回落，但仍在高位；考虑疫情反复等因素，财政救助等扩张性政策短期难以很快退出，但长期终将退出。拜登-民主党主打强刺激+加税+扩大基建的财政扩张组合，但财政扩张幅度受共和党占多数席位的参议院掣肘。随着名义 GDP（分母）回升，预计财政赤字率也将回落 4.5 个百分点左右，但降回到疫情前水平仍需时日。

各大央行的超宽松货币政策短期均难以退出。我们预计美联储将在较长时间内保持基准利率在低位，会更加注重提振劳动力市场、而对通胀的容忍度有所提高。联储的扩表规模/速率与财政刺激力度负相关，取决于国会与联储的博弈。考虑到欧元区经济运行、财政协同、抗疫应对、区域治理等方面都面临更多的问题，即便在 2017-2019 年内外经济环境相对较好时、也未能实现升息和资产负债表正常化，我们认为 2021 年欧央行也将继续维持当前的超宽松货币政策，但货币政策也难以独立扛起经济复苏的大旗。

如果疫苗能在 2021 年初如期量产，美债利率阶段性走高的时点或将提前，而美元指数长期下行趋势不改。美债利率上行可能“迟到”但不会“缺席”，几个月来增长/通胀预期的变化和长债利率的极度“不协调”终将正常化。全球各家医药巨头的新冠疫苗试验结果或将进入集中发布期，类似 11 月 9 日辉瑞公布的疫苗利好，将提振尽早实现广泛接种、消除疫情影响的预期，可能将美债长端利率反转上行的时间点提前。通胀的上行预期可能比基本面修复预期反映更快，影响实体经济资本开支意愿、以及资产价格的重要变量——实际利率（名义利率-通胀）短期内仍会回落。即便存在拜登政府投放强基建刺激的预期，但本轮美元周期进入下行通道的趋势难以逆转，美元指数的下行节奏和美债利率的阶段性上行压力呈负相关。

风险提示：海外疫情控制不及预期、影响社会生产生活；新冠疫苗研发投产不及预期；美国新任总统权力交接过程存在不确定性，扰动市场风险预期。

正文目录

三大不确定性终将明朗.....	3
二次疫情在欧美继续发酵，疫情中期影响难言完全消除	3
大选基本落定，奠定了 2021 年美国宏观经济政策的主要路径.....	3
高效、可大规模应用的疫苗问世，是可能消除疫情影响的最重要强心针	4
其他不确定性：英国脱欧等地缘政治事件	5
“重启”是 2021 年海外宏观经济最重要的关键词	6
美国消费回暖具有延续性；须关注疫情对欧洲社会活动的影响	7
预计美国地产周期回升，而对政府投资扩张偏谨慎	8
库存周期有望成为中期拉动生产的核心因素，工业全面重启仍翘望疫苗	9
美国进口环比升幅可能更大，贸易逆差或继续扩大	10
通胀预期可能较基本面更早兑现，美欧通胀均有望回升	11
失业率短期难回到疫前水平，关注第三产业就业恢复.....	13
美国赤字规模和赤字率均有望回落，财政扩张受参议院掣肘.....	15
超宽松货币政策短期难以退出，更注重就业目标和利率曲线控制	16
美债利率终会阶段性走高，美元指数下行趋势不改	19
风险提示.....	20

三大不确定性终将明朗

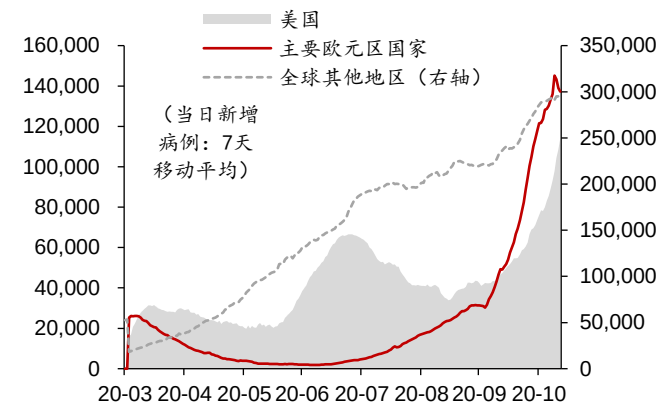
二次疫情在欧美继续发酵，疫情中期影响难言完全消除

在分析 2021 年海外宏观经济时，疫情仍是必须纳入考量的首要扰动项。今年新冠疫情在欧美的发展一波三折，对于主要欧元区国家（英、法、德、意、西等），新增病例数在 4 月初达到上半年高点、随后开始回落，7 月中旬降至低点；然而随着社会活动重启，三季度以来新增病例数重新大幅增长，截至 11 月上旬，当前的日新增病例数超过 4 月初水平的 5 倍。相对于欧洲国家的“天灾”，美国的疫情波折有“人祸”的成分，下半年出现两个高峰，一是在 7 月份“Black Lives Matter”全美游行示威活动中，由于缺乏有效、整体的防控意识，新增疫情明显超出 4 月份高点；二是进入秋冬季以来，新增病例再度大幅上升。美国新增疫情整体表现为“波动中上行”的态势。

截至 11 月 12 日，据 WHO 数据，全球新冠病例 10 月以来累计新增超过 1700 万例、占累计病例数的 34%。近期欧美新增病例死亡数、滚动死亡率再次抬头。为应对二次疫情，美国迈阿密等地、西班牙部分地区、英国和法国全国已开始实施新的社会活动封锁措施，但目前新增病例仍在高位震荡，主要欧元区国家 7 天疫情新增死亡病例之和重新升至 1 万人以上。

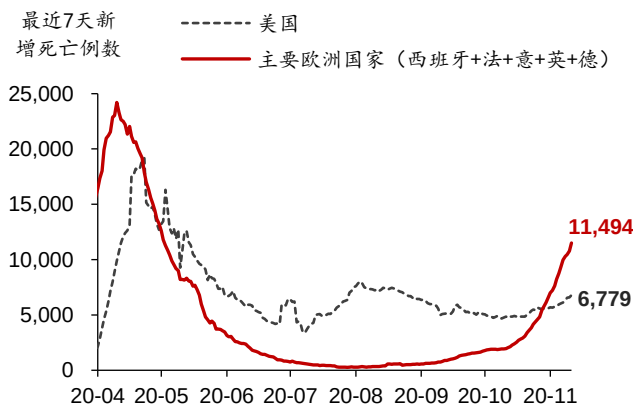
从一些中高频指标来看，重新升级的疾控政策对欧美地区出行、餐饮、旅游的再次冲击已在体现。由于欧美国家的人员结构、社区组织架构等较我国更为复杂，疫情防控措施在实际执行端效果或有折扣，难言通过社会活动限制措施彻底控制新增疫情。未来对冲疫情影响的最大变量，在于有效性高、可大规模生产接种的疫苗问世。在此之前，疫情对社会生产、经贸活动的负面影响可能会趋于常态化，其影响幅度随着新增疫情的季节性（或事件性）扩张而呈现阶段性波动。

图表1： 美国和主要欧元区国家日新增病例大幅超过 4 月高点



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表2： 新冠疫情最近 7 天新增死亡病例：欧洲进入四季度以来大幅增加



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

大选基本落定，奠定了 2021 年美国经济政策的主要路径

在 11 月份之前，市场将美国大选视为影响 2021 年美国、乃至全球的增长/通胀/政策预期的最大变量之一。目前大选基本尘埃落定，如我们在《拜登当选，关注参议院多数席位归属》（2020/11/08）中所分析，对于总统人选本身，只要不发生类似“选举人团未按照该州投票结果投给对应的候选人”的极端事件，市场对于拜登当选已基本完全“Priced in”。而在拜登成功当选美国总统后，美国明年的增长和通胀走势及债券市场价格的变化，更需关注的是参议院多数席位“花落谁家”。

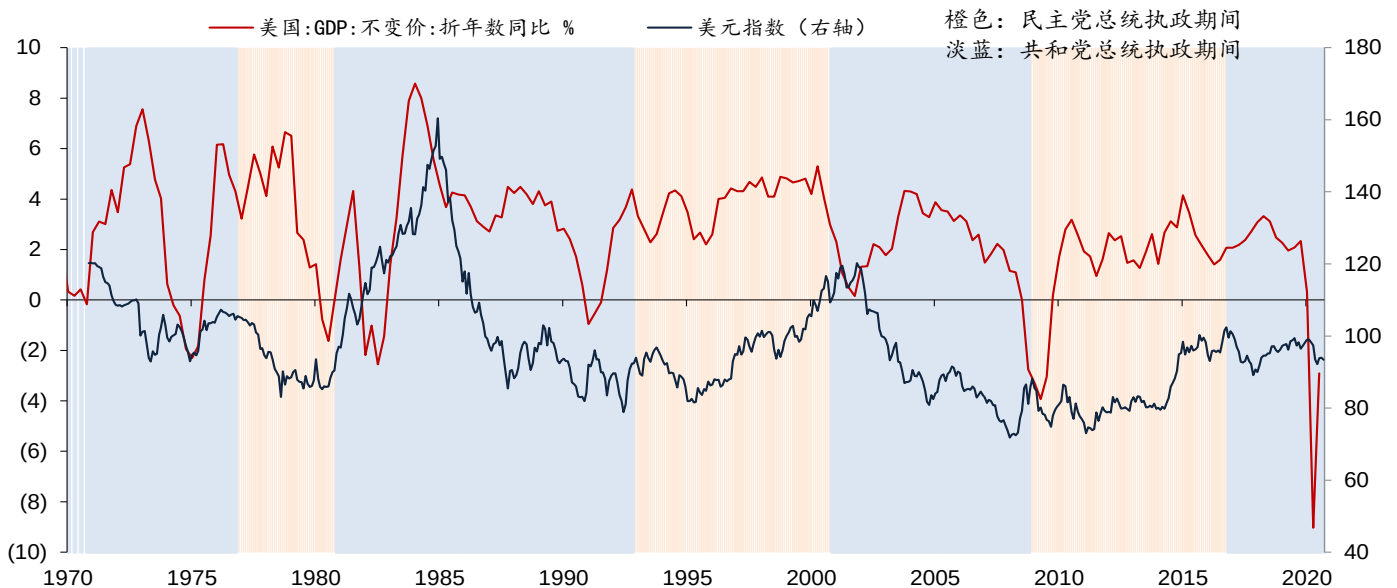
疫情影响下的美国财政政策取向，是影响短期利率、资产价格和板块相对表现的重要因素之一。民主党-拜登的主要思路是强刺激+加税+扩大基建的财政扩张组合，同时注重改善收入分配，重建国际合作机制。目前看来，民主党“横扫”总统+两会的概率已较低，共和党大概率继续保有参议院席位优势，最可能的是拜登+共和党参议院+民主党众议院，即我们在《美国大选结果“排列组合”之影响》（2020/10/14）中列出的第二种情形：美国

参议院对财政政策组合有较强的影响力，民主党的财政刺激-基建规划，不可避免将受到共和党参议院的掣肘；这意味着新一轮财政刺激计划可能规模偏小（预计可能 5000-8000 亿美元），有望在 2021Q1 推出；短期经济增长、通胀、美元、美债利率的上行动能，都可能低于民主党横扫的情形。

但同时，我们在《拜登当选，关注参议院多数席位归属》（2020/11/08）中指出，越过短期大选相关波动看，随着疫情和疫苗相关不确定性下降，美国经济进一步重启，企业盈利可能回升，长端利率可能走高。拉长时间看，目前仍然在某种程度上压制消费和投资活动的三大不确定性——疫情、疫苗/特效药、大选，至少有 1-2 项在明年年中将明朗化，而美国目前消费和企业投资增长均已经达到较高水平、且库存周期处于底部。综合看，明年 2-3 季度美国经济增长仍有环比明显加速的可能性。另一方面，拜登更“可预测”、合作与竞争并举的外交风格可能缓解市场对贸易摩擦再度成为不确定性源头的担忧，推升对人民币和亚洲资产的风险偏好。

往前看，大选相关的不确定性、可能造成资产价格波动的潜在风险因素，均已较大选前明显下降。1) 关注将在明年 1 月初完成改选的佐治亚州两个参议员席位，如民主党能够追平共和党的总席位数，对可能推出的财政和基建刺激仍是利好；2) 如特朗普无视大选结果，在共和党议员占多数的州强行指定支持自己的选举人团，这种情况下，明年 1 月 6 日的选举人投票将不再只是“走程序”，而可能演变为共和党副总统彭斯、民主党众议长佩洛西、以至两党议员间的大幅分立。如果真的出现这种情形，将涉及美国宪法条文解释争议，阶段性推升避险情绪。

图表3： 美国 GDP 增速和美元指数走势，与民主党/共和党总统在任期间的对比



资料来源：Wind, US Election Project, 华泰证券研究所

高效、可大规模应用的疫苗问世，是可能消除疫情影响的最重要强心针

对应我们上文的分析，如要彻底消除疫情对海外经济活动的影响，最可期待的只能是有效性高、可大规模生产接种的疫苗问世。市场对此翘望已久，所以当 11 月 9 日晚间，美国辉瑞制药公司（彭博代码：PFE.N）宣布其新冠 mRNA 疫苗在 7 月下旬至今的三期临床试验中有效性超过 90%、希望能在明年 1 月上市，2020 年生产 5000 万剂、2021 年生产多达 13 亿剂的消息放出之后，欧洲股市、美国长端利率的短期反应较为正面。

如我们在《疫苗量产若提前，宏观如何演变？》（2020/11/10）中所述，若疫苗量产和全球经济更全面重启的预期确定提前，则全球增长环比加速的时点也将提前，推升明年总体增长和通胀——上游大宗商品及下游服务业消费品价格的边际变化可能更大。基准情形下，

明年 2-3 季度，美国经济内生动能集聚，增长环比加速；如果疫苗真的在 2021 年初就实现量产投放，实体经济环比增速或将在疫苗量产后第 2 个季度加速上升，美国经济增长/通胀加速上行的时点可能会提前 2 个月左右，在明年上半年就会体现。若经济增长环比加速提前，2021 全年名义经济增速同比回升幅度也可能更大。尽管对于疫苗尽早量产的乐观预期可能提前反映在资产价格端，但考虑疫苗有效性仍有待进一步认证、短期难以实现“全民接种”，各国的疫情救助政策（财政/货币等方面）仍难言迅速退出。

其他不确定性：英国脱欧等地缘政治事件

距离今年 12 月 31 日英国脱欧过渡期结束还有不到两个月，目前英国和欧盟仍在就政府补贴、渔业配额和《英国国内市场法》的内容进行谈判。在英国和欧盟正式达成协议前，不确定性可能会导致外汇市场波动和避险情绪升温。目前双方都已表示出继续谈判的意向；如果无法在过渡期结束前达成协议或简化版协议，从而“无协议脱欧”，其实是“分则两害”的结局。

倘若过渡期内英国和欧盟双方未达成协议，双方自 2021 年起将回到世贸组织框架下，重新实施边检和关税。届时，欧盟向英国出口的汽车整车和零部件将被征收 10% 的关税，主要影响德国、西班牙等欧盟国家的汽车产业。欧盟农产品也可能被课以更高关税，拖累法国、荷兰等国的农业及相关批发贸易产业。

另一方面，无协议脱欧对英国的冲击可能大于欧盟。据 WTO 数据，2018 年英国出口欧盟的商品占英国总出口约 46%，欧盟已成为英国最大的出口市场（同时英国有约 53% 的进口商品来自欧盟）。无协议脱欧可能会造成英国出口大幅减少。另外，欧盟与 70 多个国家达成的贸易协定将不再适用于英国，包括加拿大和土耳其等。

图表4：英国脱欧进程表

时间	事件
2013/1/23	英国首相卡梅伦表示将就脱欧问题进行全民公投
2015/5/28	英国政府向下议院提交并公布有关“脱欧公投”的议案
2016/6/23	脱欧公投正式开始，支持脱欧的票数占比52%
2017/2/1	英国议会下议院通过脱欧法案，授权首相启动脱欧程序
2017/3/29	英国正式向欧盟递交脱欧申请，启动脱欧谈判
2018/6/20	英国上议院通过《退出欧盟法案》，确定2019年3月29日正式退出欧盟后的法律框架
2018/11/20	英国政府与欧盟达成脱欧协议草案，约定英国正式脱欧后设置21个月过渡期
2019/1/15	英国议会下议院否决此前英国政府与欧盟达成的脱欧协议
2019/2/20	英国首相重启脱欧协议谈判
2019/3/12	英国议会下院再次否决英国政府与欧盟协商修改后的脱欧协议
2019/4/10	欧盟同意将脱欧日期延迟至2019年10月31日
2019/10/28	欧盟同意将脱欧日期延迟至2020年1月31日
2020/1/9	英国议会下议院通过脱欧法案
2020/1/31	英国正式脱欧，结束其47年的欧盟成员国身份
2020/10/1	欧盟称英国的《英国国内市场法》草案违反脱欧协议并提出法律行动
2020/12/31	英国脱欧过渡期结束日，若过渡期内英欧未达成协议，双方贸易自2021年起将回到世贸组织框架下，重新实施边检和关税

资料来源：BBC，ABC，华泰证券研究所

“重启”是 2021 年海外宏观经济最重要的关键词

图表5： 2021 海外宏观主要经济数据预测

经济数据预测		2020全年	2021全年	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4-E	2021Q1-E	2021Q2-E	2021Q3-E	2021Q4-E
美国GDP	不变价同比,%	-3.4	5.5	0.3	-9.0	-2.9	-1.9	0.9	12.0	5.3	4.5
美国GDP	不变价环比折年率	-3.4	5.5	-5.0	-31.4	33.1	6.8	6.0	4.5	3.8	3.5
美国GDP	现价折年数,十亿美元	20962	22524	21561	19520	21158	21609	22083	22391	22664	22957
美国GDP	现价同比,%	-2.2	7.5	2.1	-8.5	-1.8	-0.6	2.4	14.7	7.1	6.2
美国GDP主要分项:											
居民消费	不变价同比,%	-3.6	6.2	0.2	-10.2	-2.9	-1.3	1.9	13.7	5.4	4.4
居民消费	不变价环比折年率	-3.6	6.2	-6.9	-33.2	40.7	8.2	6.1	3.2	4.1	4.1
私人投资 (其他)	不变价同比,%	-10.9	12.9	-7.0	-23.5	-8.9	-4.0	1.5	32.5	12.0	9.3
私人投资 (其他)	不变价环比折年率	-10.9	12.9	-13.6	-58.1	108.0	12.6	8.2	21.6	6.1	2.0
私人投资 (设备)	不变价同比,%	-5.3	14.5	-5.8	-14.9	-2.4	2.0	10.0	26.6	13.1	9.8
私人投资 (设备)	不变价环比折年率	-5.3	14.5	-15.2	-35.9	70.1	17.0	14.8	12.6	8.2	4.1
私人投资 (住宅)	不变价同比,%	4.7	13.3	6.6	-4.0	6.6	9.3	8.9	25.2	12.0	8.7
私人投资 (住宅)	不变价环比折年率	4.7	13.3	19.0	-35.5	59.3	17.0	17.0	12.6	2.0	4.1
政府消费&投资	不变价同比,%	-1.0	29.8	-13.2	-18.5	6.4	23.2	41.4	52.4	19.2	14.7
政府消费&投资	不变价环比折年率	-1.0	29.8	-30.0	-6.4	189.2	21.6	21.6	26.2	8.2	4.1
净出口	不变价同比,%	1.4	2.1	2.7	2.1	0.4	0.3	1.0	1.4	3.0	3.0
净出口	不变价环比折年率	1.4	2.1	1.3	2.5	-4.5	2.0	4.1	4.1	2.0	2.0
美国失业率	期末值, %	6.7	5.3	4.4	11.1	7.9	6.7	6.3	5.9	5.6	5.3
美国核心PCE	当期均值, %	1.5	2.0	1.8	1.0	1.4	1.6	1.9	2.4	1.8	1.7
美国核心CPI	当期均值, %	1.3	2.0	1.5	0.7	1.4	1.6	2.0	2.5	1.8	1.8
美国财政赤字	十亿美元	3100.0	2578.2	-	-	-	-	-	-	-	-
美国财政赤字	/GDP, %	16.0	11.6	-	-	-	-	-	-	-	-
联邦基金利率	期末值, %	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
美元指数	期末值, 点	96.1	91.5	98.3	98.8	94.1	93.0	92.5	92.0	91.0	90.5
10年期美债利率	期末值, %	0.95	1.10	1.37	0.69	0.65	0.95	1.25	1.35	1.20	1.10
欧元区GDP	不变价同比,%	-7.8	3.3	-3.3	-14.8	-4.4	-8.7	-4.2	11.8	0.7	6.1
日本GDP	不变价同比,%	-5.4	2.1	-1.9	-10.1	-5.9	-3.7	-2.6	6.4	2.4	2.4

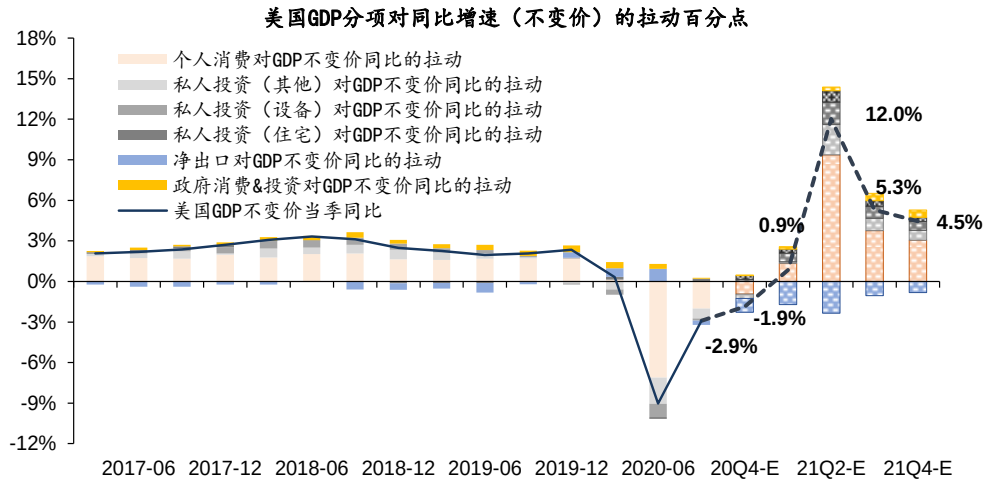
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

美国、欧元区 2020Q3 GDP 已公布, 不变价同比增速分别比 Q2 回升 6.1 和 10.5 个百分点, 但仍为负增长。美国 Q3 GDP 同比-2.9% (环比折年率+33.1%), Q3 居民消费和私人投资对 GDP 的拉动较二季度分别改善 5.1 和 2.4 个百分点; 欧元区 Q3 GDP 同比-4.3% (环比折年率+61.1%)。需注意的是, 虽然 Q3 GDP 环比大幅反弹, 但美欧三季度 GDP 绝对值仍低于今年一季度。整体看, Q3 美欧居民消费改善幅度均大于工业生产。

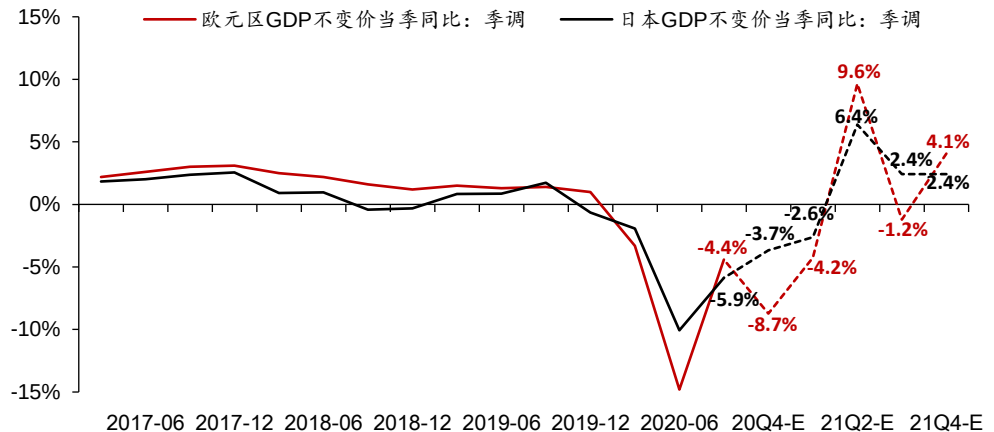
尽管均处于复苏轨道中, 但美国经济相对欧洲仍更稳健; 美国财政救助覆盖群体更广、二次疫情影响相对较小、周边环境更稳定等, 都是可能的影响因素。如果多方积极因素形成良性互动——在新一轮 (待定的) 财政刺激、新冠疫苗在 2021 年初大规模投产-接种 (辉瑞是美国公司)、表现更好的权益市场 (和实体良性互动) 等因素综合作用下, 美国经济增长甚至可能在明年上半年就环比加速回升。预计 2020/2021 年美国 GDP 不变价增速分别为-3.4%、5.5%, 2020Q4~2021Q4 的季度增速依次为-1.9%、0.9%、12%、5.3%、4.5%。

欧洲经济面临着较多的不确定性: 英国脱欧过渡期将于今年 12 月 31 日结束, 但目前英国与欧盟尚未达成脱欧后的贸易协议; 二次疫情自 10 月以来来势凶猛, 冬季气温下降疫情管控难度加大, 多个主要国家已重启封锁措施; 种族问题、民族问题、宗教问题等始终是欧洲经济稳定运行的干扰项。目前来看, 二次疫情对经济的整体影响可能低于一次疫情, 欧洲内部经济表现呈现分化, 德国相对更好, 而二次疫情较严重的南欧和英国相对表现较弱。环比而言, 欧元区复苏的节奏和美国类似 (疫情在欧美的发展节奏不会差异过大)。预计 2020/2021 年欧元区 GDP 不变价增速分别为-7.8%、3.3%, 从 2020Q4~2021Q4 的季度增速依次为-8.7%、-4.2%、11.8%、0.7%、6.1%。

日本的疫情控制情况相对欧美较好, 目前经济正在缓慢复苏 (尽快缺乏快速上行动能。), 若明年夏季东京奥运会顺利举办, 有望带动 2021Q2~Q3 日本经济环比较快增长。预计 2020/2021 年日本 GDP 不变价增速分别为-5.4%、2.1%, 从 2020Q3~2021Q4 的季度同比增速依次为-5.9%、-3.7%、-2.6%、6.4%、2.4%、2.4%。

图表6：如新冠疫苗在 2021 年初大规模投产-接种，美国经济增长可能在明年上半年就出现环比加速回升

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：欧元区经济不稳定因素更多；日本则期盼奥运会对经济能有所拉动

资料来源：Wind，华泰证券研究所

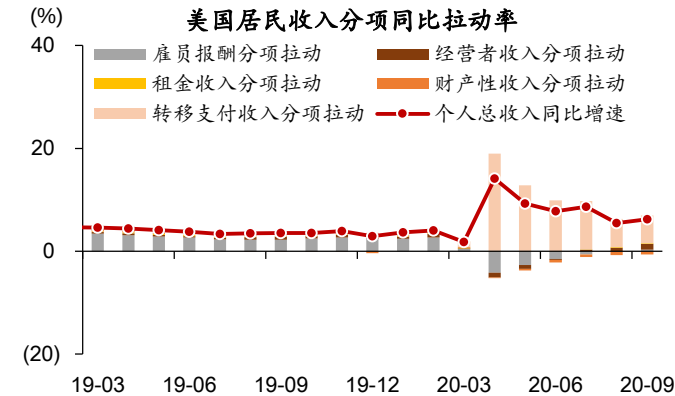
美国消费回暖具有延续性；须关注疫情对欧洲社会活动的影响

相对上半年一次疫情期间，发达经济体消费均有可观改善，美欧日三季度消费数据同比均已转正。虽然对低收入家庭的抗疫补贴在 7 月 31 日后暂缓，但 9 月美国零售消费绝对值仍比 7 月值高出 2.5%、比疫情前的今年 1 月值高出 3.7%，

我们在《补贴退潮下美国零售超预期的启示》（2020/10/16）当中已阐述了美国零售数据的韧性所在；往前看，美国服务业正在重启，居民消费、地产和汽车周期均在修复过程中，当前较强的数据或具有一定延续性。今年美国居民储蓄率上行，风险偏好正逐渐修复，叠加股市财富效应加持，有望支持总体消费增长。从行业角度，我们更看好第三产业重启和可选消费的环比修复幅度；此后可能推出的对低收入群体的后续财政补贴，也有望托底必选消费。产品端，美国建材和机动车销售表现较强，建材销售的较强表现与我们观察到的美国成屋销售、新开工等指标均显著向好的迹象相对应，体现的是地产周期的拉动效应。

总结起来，美国消费数据的趋势向好，但改善斜率将综合取决于新一轮财政刺激的推出情况、疫苗/疫情的未来演进，以及地产周期的回升强度。对欧元区经济体而言，消费数据最主要的影响变量就是二次疫情。在疫苗大规模应用前，疫情以及阶段性实施的社会封锁措施，仍将对第三产业重启和社会活动的正常化造成较大的负面影响。

图表8： 财政补贴对美国居民收入拉动有所下降



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表9： 美国消费数据韧性较强



资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表10： 美国零售热力图：汽车、建材等可选消费支持居民消费快速回暖

美国零售及食品服务销售额季调同比	2020-09	2020-08	2020-07	2020-06	2020-05	2020-04	2020-03	2020-02	2020-01	2019-12	2019-11	2019-10	2019-09
美国销售总额（含批发/零售/制造商）		-0.42	-1.01	-4.17	-11.67	-18.41	-5.04	1.28	2.07	1.87	0.71	-0.16	0.36
零售及食品服务销售总额	5.36	2.77	2.70	2.23	-5.55	-19.86	-5.59	4.48	4.87	5.61	3.25	3.31	3.77
零售和食品服务(不含机动车辆)	3.99	2.23	1.71	0.78	-6.71	-16.64	-0.97	4.12	4.43	6.08	2.40	2.83	3.46
家具和家用装饰店	4.61	5.11	2.51	0.35	-27.64	-59.06	-19.31	4.99	6.33	0.89	2.38	1.82	2.25
电子和家用电器店	-6.44	-3.85	-6.01	-19.63	-42.18	-53.27	-18.06	0.30	0.16	-0.43	-2.33	-2.71	-1.09
建筑材料、园林设备及物料店	19.06	16.56	15.91	19.58	18.60	3.35	5.97	5.47	1.17	2.46	0.95	-1.87	-1.34
食品和饮料店	10.46	9.58	11.12	11.99	14.61	12.30	29.21	3.71	1.45	3.66	2.75	2.26	2.62
保健和个人护理	5.31	3.74	4.15	-0.77	-7.58	-9.62	5.50	0.40	1.07	3.36	-0.35	2.45	2.06
加油站	-13.34	-14.91	-16.78	-19.20	-31.30	-39.32	-18.09	1.61	9.60	8.62	0.26	-4.66	-2.43
服装及服装配饰店	-12.46	-21.20	-22.77	-24.26	-61.90	-86.46	-49.14	0.75	1.97	1.89	-3.24	-2.16	-0.08
运动商品、业余爱好、书及音乐	14.37	9.02	17.43	21.62	-3.68	-45.03	-15.65	2.10	2.82	3.15	-0.50	4.21	4.00
日用品商场	4.34	2.06	2.15	2.79	0.01	-5.99	9.28	2.22	1.50	1.11	-0.56	0.56	0.72
杂货店零售业	9.58	8.59	10.53	11.31	14.21	13.04	30.85	3.78	1.47	3.85	2.90	2.45	2.80
无店铺零售业	23.81	22.85	23.52	23.68	29.00	22.68	14.31	8.55	8.30	20.20	8.85	13.91	13.65
食品服务和饮吧	-14.45	-15.69	-19.30	-22.09	-38.11	-52.39	-27.04	5.05	6.39	5.47	4.35	4.98	5.88
机动车辆及零部件	10.88	4.87	6.71	8.12	-0.88	-32.93	-24.05	5.91	6.64	3.80	6.74	5.30	5.03

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

预计美国地产周期回升，而对政府投资扩张偏谨慎

除零售数据亮眼以外，三季度以来，美国经济数据的一大亮点是新屋销售、开工同比触底回升，与新申请抵押贷款呈现同步向好态势。我们认为美国地产周期受益于实际利率处于低位、近期高净值人群的财富效应释放、经济预期的趋稳，具有一定延续性。

作为美国私人部门投资的重要组成部分，地产周期的回暖或意味着设备投资、建筑投资等

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_1396

