

宏观动态报告

2020年10月19日

全球经济四季度承压 货币政策继续宽松

全球经济深度报告

核心内容：

分析师

● 美国经济强势反弹后将有所回落

美国房地产量价齐创新高，新屋开工与营建许可、成屋新屋销量与中间价、标普/CS房价指数等均远超预期，房地产销量已经创出14年来最高，房价在历史高位继续上涨。零售同比5.7%，2011年7月以来最高水平消费信心超预期。疫情严重，金融资产与不动产市场火爆，零售创新高，消费者信心维持高位，内需强劲拉动三季度复苏。

9月失业率降至7.90%，失业率连续第五个月下降。制造业PMI为55.4，服务业PMI指数57.8，恢复到疫情前的水平；财政赤字规模升2倍至3.13万亿美元，占GDP的15.2%，二战以来最高。核心PPI环比上升0.4%，同比增长0.6%，CPI环比回升至0.4%，年率为1.3%，均超预期；进口新高，贸易逆差新高。经济数据显示美国经济基本上已经恢复到2月疫情爆发前的水平。但疫情未得到有效控制，加上大选带来不确定性的影响，四季度经济回落可能性较大。

● 欧日经济明显回落

欧元区二季度GDP同比下降12.1%，是自统计以来最大降幅。9月服务业PMI指数47.6，大幅低于预期，四个月新低；制造业PMI为53.7，大幅好于预期。德法两国经济四季度下滑明显，在疫情二次爆发的背景下，欧元区经济四季度将回落。

日本二季度GDP环比折年率萎缩27.8%，GDP总量降至十年低位。人口老龄化与出口导向的经济结构难以解决，刺激政策的效果有限。8月出口额同比下降14.8%，连续21个月下降。综合PMI为45.5，生产继续萎缩，四季度仍不佳。

● 美联储维持货币稳定、欧洲银行或将加大刺激力度

美国通胀水平稳定，美联储维持零利率不变，近期美联储官员表态看，呼吁财政刺激，预计货币政策稳定。欧元区退缩压力再现，加上疫情反复，进一步宽松可能性上升。日本有陷入退缩风险，但货币供给创历史新高，货币政策难以解决结构性问题。

主要风险：全球疫情二次爆发持续上升、中美关系进一步紧张的风险

周世一

☎：(8610) 6656 8471

✉：zhoushiyi@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S013051107000403

目录

一、美国经济强势反弹 后将有所回落	4
(一) 内需拉动美国经济复苏	4
(二) 房地产市场量价新高	6
(三) 经济数据显示三季度经济已经复苏	7
(三) 但债务与大选压制四季度经济	8
二、欧日经济四季度下行风险加大	9
(一) 德法四季度经济减速	9
(二) 日本四季度经济将下滑	10
三、全球通胀压力有限 货币继续维持宽松	12
(一) 通胀稳定 美联储预计维持政策不变	12
(二) 欧洲银行或将进一步宽松	13
(三) 日本进一步货币刺激可能性有限	14

一、美国经济强势反弹 后将有所回落

美国二季度 GDP 修正值按年率计算下滑 31.7%，较初值上调了 1.2 个百分点，仍是有记录以来最大季度降幅。其中占美国经济总量约 70% 的个人消费开支降幅为 34.1%，较初次数据上调了 0.5 个百分点。

但三季度内需旺盛拉动美国经济强力复苏。房地产量价齐升，新屋开工与营建许可、成屋新屋销量与中间价、标普/CS 房价指数等均远超预期，最新公布的房地产销量已经创出 14 年来最高，房价在历史高位继续上涨。表明尽管疫情严重，资本市场的金融资产外，不动产市场启动。零售销售创新高，消费者信心维持高位，进口新高，均表明内需旺盛。消费占美国经济的 7 成以上，内需旺盛拉动美国经济强势复苏。

美国 9 月新增非农就业人口 66.10 万人，失业率于 8.4% 降至 7.90%，好于预期的 8.20%，失业率连续第五个月下降。美国制造业 PMI 指数为 55.4，服务业 PMI 报 57.8，已经恢复到了本次经济危机之前的水平；核心 PPI 环比上升 0.4%，同比增长 0.6%，CPI 环比回升至 0.4%，年率为 1.3%，均超预期；进口新高，贸易逆差新高。

但是，本财年财政赤字规模升 2 倍至 3.13 万亿美元，占 GDP 的 15.2%，二战以来最高。同时，居民与企业的债务水平也上升至金融危机以来的最高。债务水平过高压制未来的需求。随着疫情继续蔓延，加上选举带来的不确定性，美国经济在四季度面临回落的压力。

总体上，美国经济已经恢复到正常水平。但随着疫情持续，以及大选不确定性的影响，预计美国经济会在三季度反弹的基础上有所放缓。面对经济可能回落的局面，美联储在维持 0 利率并持续货币扩张的情况下，呼吁仅仅货币政策难以应对当前的局面，进一步的财政刺激是避免经济恶化的必要条件。

(一) 内需拉动美国经济复苏

10 月 16 日发布的 9 月零售销售增长 1.9%，增幅超预期，美国 9 月零售销售以三个月来最快的速度增长，零售同比增速为 2011 年 7 月以来最高水平。三季度末家庭需求动力强劲。彭博数据，预计第三季度消费者支出折合年率增长 37.2%，第二季度创下 33.2% 的纪录最大降幅。不过，预计第四季度增幅将大幅放缓至 3.7%。

美国商务部公布的整体零售销售额环比增长 1.9%，8 月为增长 0.6%，季调后同比增长 5.36%。高于预估中值的增长 0.8%。不含汽车和汽油的零售销售额增长 1.5%。9 月零售销售 13 个主要类别中有 12 个增长，其中服装、体育用品和机动车辆增长最快。唯一下降的类别是电子和家电销售。

尽管整体消费品支出已反弹至新高，但包括商品和服务在内的总支出仍落后于 2 月水平。

16日公布的美国10月密歇根大学消费者信心指数初值录得81.2，超过预期的80.5，上个月为80.4。就业增长放缓、卫生事件病例上升以及联邦政府没有额外的救助金，这些都促使消费者更加关注当前的经济状况。

美联储周三公布的8月份消费信贷总额下滑了72亿美元，7月份上修后为增长147亿美元。彭博调查经济学家中值预估为8月增加140亿美元。总消费信贷年率下降2.1%，7月份为增长4.3%。美国消费者信贷出乎意料地在8月份下降，信用卡余额连续第六个月下滑。在失业率仍居高不下的情况下，新冠疫情继续限制了部分消费者支出。

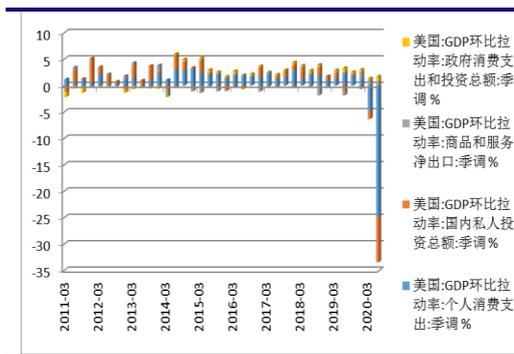
零售销售大幅增长，远超预期，内需强劲的主要原因，首先是因政府的失业救济和企业持续招聘，拉动居民收入上升。虽然每周600美元的失业救济已于7月到期，但总统唐纳德·特朗普批准了一项临时计划，可以给大多数申请人在一段时间内每周额外300美元的失业救济。不过这项计划的资金也在耗尽中，可能对未来消费者支出构成冲击。

同时，前期居民的高储蓄率为消费奠定了基础。4月份，因收到政府大规模的补贴，美国个人储蓄率高达33.6%，到了8月份居民储蓄率仍有至14.1%，大幅高于疫情前水平。前期较高的储蓄率使居民有能力增加支出。

最后，股市与房地产市场火爆，居民财富上升，也是推动消费增长的动力。美国联邦储备委员会公布的今年第二季度美国家庭财富净值环比增长近达119万亿美元，主要是受股市上涨和房地产市场火爆的推动。

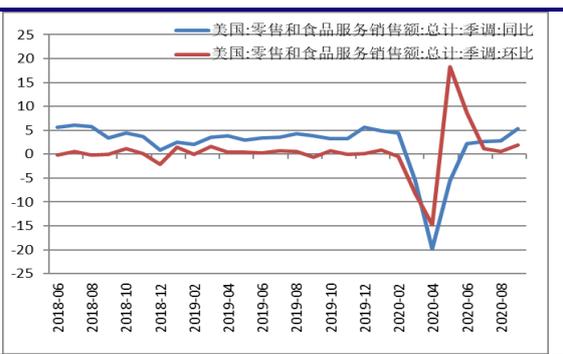
不过，随着新冠病例加速增多，加之国会未能就新一轮刺激方案达成共识，经济从疫情中反弹的态势面临威胁，劳动力市场的复苏已经在放缓。

图 1：美国 GDP (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：美零售增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 房地产市场量价新高

房地产方面，美国房地产继续量价齐升。美国 7 月 FHFA 房价指数同比升 6.5%，较前值的 5.7% 有所加速。环比上升 1%，前值自升 0.9% 修正至升 1%。因美国人在疫情封锁解除之后开始购房，5 月至 7 月之间，美国房价上涨逾 2%，创下有记录以来的最大两个月涨幅。

全美地产经纪商协会公布的今年 8 月美国成屋销售季调后年化总数为 600 万户，刷新 2006 年 12 月以来新高。美国当月的成屋售价中位数打破了 6 月和 7 月所创的纪录新高至 31.06 万美元，同比增长 11.4%，同比连涨 102 个月。成屋销售中位数售价已经高于 2007 年金融危机前楼市泡沫顶峰时的 23 万美元。

美国 8 月新屋销售按月升幅显著放缓至 4.8%，7 月增速则由 13.9% 向上修订至 14.7%。8 月新屋销售年化为 101.1 万，同比上升了 43%，高于预期的 89.5 万，亦高于 7 月的 96.5 万间。美国新屋销售持续上升，升至 14 年来最高。

8 月份新屋开工数环比下降 5.1%，至折合年率 142 万套。7 月份的增幅被向下修正为 17.9%。预测中值是 8 月份新屋开工数 149 万套。反映未来建筑活动的指标建筑许可下降了 0.9%，主要原因是多户型住宅许可减少。7 月建筑许可激增 17.9%，为 12 年来最大增幅。147 万套的建筑许可数字低于 151 套的经济学家预测中值，但仍高于大流行病爆发前 2 月份的水平。

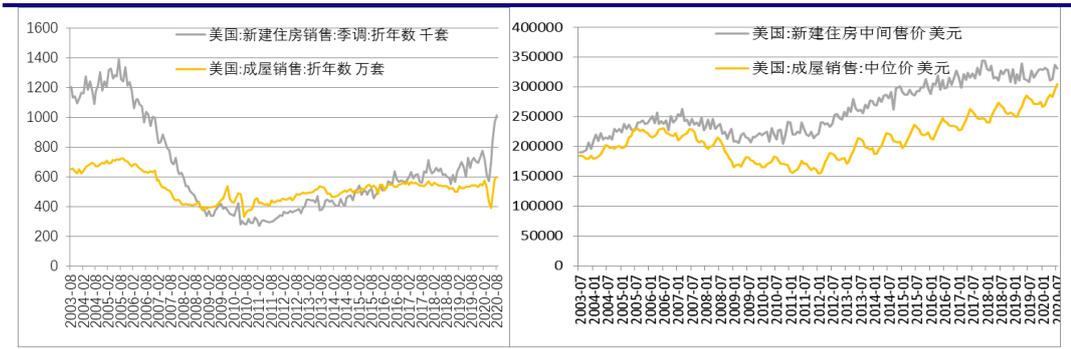
美国楼市一直是新冠疫情后经济反弹中最强劲的领域之一，今年夏天房价大涨，可以归因于处于历史低位的利率环境，在过去的两个月中，美国房贷利率一直保持在 3% 以下。上周，美国 30 年固定抵押贷款平均利率为 2.87%，为历史第二低水平，前一周的 2.86% 为历史低点。第二个原因是待售房屋供应有限；最后是远程办公令郊区和更大的独栋住宅需求旺盛，住房需求仍旧出现反弹。

鉴于利率接近历史最低水平，住房市场将保持强劲。预计今年余下时间里销售额会进一步增长，供过于求持续存在。房地美公布的 10 月中旬的美国 30 年期定息房贷利率降至 2.81%，为今年第 10 次刷新纪录低位，也是近 50 年有数据以来的最低水平。上一次历史最低纪录 2.86% 只保持了大概一个月。

从 3 月份开始，美国的房贷成本进入下滑通道。自 7 月以来，美国 30 年期固息房贷利率一直低于 3% 的水位线。9 月中旬，美联储 FOMC 将基准利率维持在 0%-0.25% 区间，并暗示将至少维持到 2023 年，以帮助美国经济从疫情中复苏。低利率刺激之下，美国房产交易量猛增。然而，需求的激增让房地产市场供应不足。

最近几个月因疫情影响，木材等原材料价格急剧上涨；同时，疫情也导致用工紧张吗，开工下降，这导致住宅的建筑成本增加的同时，供给难以增加。供需失衡下，住宅价格以更快的速度上升。

图 3：美国房地产价格、成交量



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

(三) 经济数据显示三季度经济已经复苏

周四美国供应管理协会（ISM）发布9月美国制造业PMI指数为55.4。该指数连续第四个月高于50的荣枯线，表示制造业呈扩张状态。但9月的数据略低于8月的56，代表制造业的扩张速度正在放缓。

9月服务业PMI报57.8，前值56.9，显示服务业扩张速度加快。PMI指数已经恢复到了本次经济危机之前的水平，因此可用于佐证美国经济正在实现V型复苏。

美国9月新增非农就业人口66.10万人，不及预期的增加87.50万，前值从增加148.9万下修到增加137.1万。

但美国9月失业率于8.4%降至7.90%，好于预期的8.20%，失业率连续第五个月下降。美国9月平均时薪年率录得4.70%，不及预期值0.1个百分点。

劳动力市场持续改善，主要是受新冠肺炎疫情抑制的经济活动继续恢复。9月，休闲和酒店、零售贸易、医疗保健和社会援助以及专业和商业服务领域的就业显著增加。

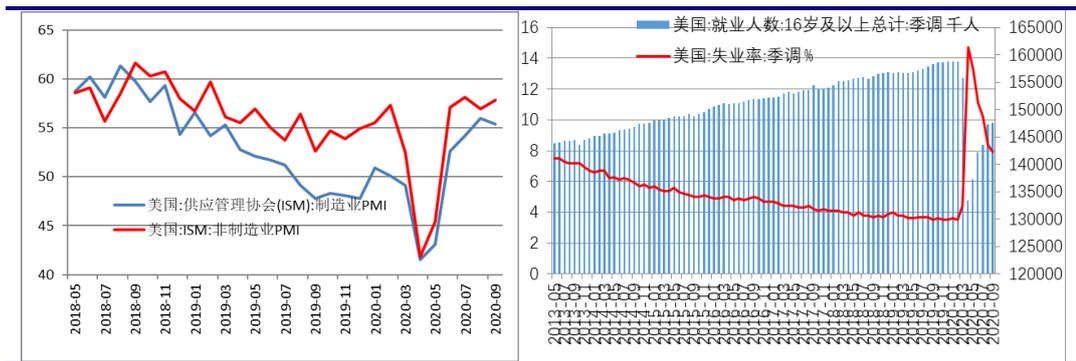
经季节性因素调整后，截止到10月8日初次申请失业金人数增加5.3万至89.8万。初请失业金人数上升，大选前提供更多财政援助的希望变得渺茫。因为大量政府救助到期后，新一轮救助仍在磋商中，影响到居民收入与消费能力，而11月美国大选又即将到来，外加疫情继续，就业方面充满了不确定性。

9月制造业产值下降0.3%，8月修正为增长1.2%。包括矿业和公用事业的总体工业产值下滑0.6%。三季度制造业产出年化增长39.8%。但在供应链受到干扰、资本投资有限、出口增幅疲软之际，制造业将面临更加漫长的复苏。制造业产值的下降反映了机动车、电子产品产出的疲软。不含汽车的制造业产值持平。虽然订单增加、消费者需求稳定、库存的补充可能令产值持续改善，但美联储的制造业产值指数仍然低于疫情前的水平。

美国9月工业产出环比下降0.6%，这是连续四个月增长后首次下降。大多数主要市场部门在9月份都出现下跌。消费品指数下跌1.6%，汽车产品和消费能源产品领跌，跌幅超过4%。

图4：美PMI指数

图5：非农就业与失业率



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

(三) 但债务与大选压制四季度经济

美国国会预算办公室表示，2020 财年美国联邦政府总收入 3.4 万亿美元，比上年下降 1%，其中大部分下降发生在 3 月疫情开始在美国蔓延之时。与此同时，随着联邦政府为小企业提供贷款、提高失业救济并向民众发放现金支票，总支出增长了 47%，达创纪录的 6.5 万亿美元。

美国联邦债务则飙升 25%，从 16.8 万亿美元增至 21 万亿美元。美国联邦预算委员会预计，债务占 GDP 的比重达 102%，为 70 多年来首次超过经济规模。

财政部表示，美国政府在下令关停企业以遏制病毒传播后，陆续推出可补充失业救济金以及小企业支持措施，导致 2020 财年联邦政府共支出超 6.5 万亿，其中大部分用于国会通过的 2.2 万亿的纾困法案。美财政部强调，政府向美国经济注入了空前的财政刺激，以应对新冠疫情、提振商业活动。

为筹措财政资金，截止到今年 8 月，财政部已经发行了 7.7 万亿国债。因债务不断攀升，美债吸引力下降，截止到 8 月份，日本持有的美国国债下降 146 亿美元，至 1.2784 万亿美元，占美国国债总额的 6.3%，低于七月份的 6.5%，比例创下历史新低。中国 8 月所持美债减少 54 亿美元，至 1.07 亿美元。这是中国连续第三个月减持美债。

同时，尽管美国家庭的财富大幅上升，但自 2010-2019 年间，美国家庭的汽车贷款、学生

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_1960



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>