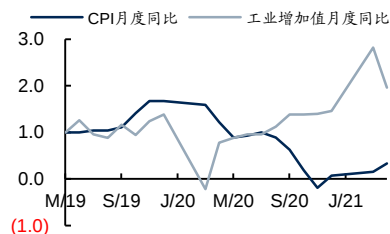


宏观经济

海外市场一周概览

2021年05月18日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	19.90
社零总额当月同比	17.70
出口当月同比	32.30
M2	8.10

相关研究报告:

《海外市场一周概览: 欧洲经济复苏走到哪一步了?》——2021-04-27
 《宏观经济周报: 国内经济向上修复趋势或进一步加强》——2021-04-26
 《宏观经济周报: 国内通胀预期进一步扩散, 通胀风险持续升温》——2021-05-17
 《海外市场一周概览: 美国3月零售显示内需强劲, 进口有待持续扩张》——2021-04-21
 《宏观经济周报: 4月出口再超预期, 打消出口竞争力明显下降的担忧》——2021-05-10

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001
 联系人: 王艺熹
 电话: 021-60893204
 E-MAIL: wangyixi@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观周报

欧美一季度 GDP 的两年平均增速是多少?

● 欧美一季度 GDP 两年平均增速是多少?

美国一季度 GDP 稳健回升, 名义值超过疫情前最高。美国一季度实际 GDP 同比增长 0.4%, 环比增长 6.4%, 名义值则大增 10.7% (均为年化值)。2 年平均增速来计算, 美国一季度实际 GDP 同比增长 0.36% (年化), 名义值同比增长 2.19% (年化)。此次经济修复速度比历次经济衰退后快, 但两年平均增速来看美国一季度 GDP 增速并不算非常高, 包括设备投资等多分项均未超过历史平均增速。

欧洲方面, 一季度经济仍然低迷。一季度欧元区 GDP 同比下行 1.8%, 在绝对值上继续下行, 但下行幅度有明显缩小。从高频指标来看 3 月欧洲零售销售指数同比大增 12%, 但两年平均增速仅为 1.5%, 与历史同比对比来看并不算很高, 居民消费有待进一步修复。后期值得关注的是欧盟财政刺激计划 (包含 Next Generation EU 及 MMF) 是否会为欧元区经济带来强劲提振。

● 欧美经济复苏均存在制约, 美国就业修复缓慢, 欧洲内生动力不足

理想的复苏路径并不一定能迅速实现, 美国服务业及房地产复苏均存在不同程度阻碍。美国 4 月就业修复低于预期主要原因是居民对于感染新冠的恐惧犹存, 叠加每周 300 美元的失业金补助让其返工意愿较低。美国房地产市场情况亦不乐观。供应链延迟、木材价格飙升与招工困难问题给美国房地产持续扩张形成拖累。欧洲经济复苏的问题则在于内生动力不足, 增长比较依赖外需拉动。

接下来, 欧美经济复苏之路可能比较坎坷。今年年末北半球冬季仍将存在小规模疫情反扑, 叠加各种原因造成美国经济复苏缓慢, 各类数据螺旋式改善。经济前景的不确定性将直接导致全球央行行动更难以预测, 造成市场波动。目前来看疫情对经济的扰动是逐次减弱的, 就算疫情再次给欧美经济复苏带来扰动, 但大势仍将向好。

● 海外疫情与疫苗接种进度追踪

海外疫情方面, 欧美各国疫情均有缓和之势, 美、德、意、法等国新增病例数稳步下降。目前美国大于 18 岁的人口, 已有 60% 接种至少一剂疫苗, 47% 完成疫苗接种, 每百人疫苗接种剂数超过 80。欧盟疫苗接种速度提升, 每百人疫苗接种剂数超过 40。

● 上周主要资产走势概览

美股: 标普 500 指数 5 月 17 日收盘报 4163.29 点, 五月以来共下跌点 17.88, 跌幅为 0.43%; 道琼斯工业指数 5 月 17 日收盘报 34327.79 点, 五月以来共涨 452.94 点, 涨幅达到 1.34%; 纳斯达克指数五月以来持续下跌, 5 月 17 日收盘报 13379.05 点, 跌幅达到 4.18%。

美债: 美国 10 年期国债利率 5 月 18 日报 1.637%, 较月初共上行 4.3bp。美国 2 年期国债利率截至 5 月 18 日报 0.161%, 较月初上行 1.1bp。

伦敦金价 5 月 18 日报 1868.91 美元/盎司, 较月初涨 5.68%。

美元指数 5 月 18 日报 90.09, 较月初共跌 0.59%。

布伦特原油 5 月 18 日报 69.59 美元/桶, 月初以来涨幅达到 4.74%。

伦敦铜价 5 月 18 日报 10447.5 美元/吨, 月初以来涨幅为 6.51%。

内容目录

欧美一季度 GDP 两年平均增速是多少？	4
美国一季度 GDP 稳健回升，名义值超过疫情前最高	4
欧洲方面，一季度经济仍然低迷	6
欧美经济复苏均存在制约	7
美国就业修复缓慢，欧洲内生动力不足	7
海外疫情与疫苗接种进度追踪	12
上周主要资产走势概览	13
美股	13
美债	14
伦敦金和美元指数	15
布伦特原油和伦敦铜	15
国信证券投资评级	17
分析师承诺	17
风险提示	17
证券投资咨询业务的说明	17

图表目录

图 1: 美国 GDP 分项 2 年平均增速 (%)	4
图 2: 美国 GDP 名义值与实际值环比 (%)	4
图 3: 次贷危机前后美国 GDP 修复情况 (十亿美元)	4
图 4: 此次经济衰退前后美国 GDP 修复情况 (十亿美元)	4
图 5: 美国 PCE 中商品项 (十亿美元)	5
图 6: 美国 PCE 中服务项 (十亿美元)	5
图 7: 美国 GDP (名义值) 中非住宅投资同比 (%)	5
图 8: 美国 GDP (名义值) 中住宅投资 (十亿美元)	5
图 9: 美国 GDP 中净出口 (十亿美元) 及环比 (%)	6
图 10: 美国 GDP 中进口与出口 (十亿美元)	6
图 11: 欧元区 GDP 实际值同比 (%)	6
图 12: 欧元区零售销售指数同比 (%)	7
图 13: 欧元区出口额及同比	7
图 14: 美国房地产市场指标	8
图 15: 美国零售和食品服务销售额 (百万美元)	8
图 16: 美国中小企业职位空缺指数持续上升	8
图 17: 美国分族裔失业率 (%)	9
图 18: 芝商所木板期货价格 (美元/千板尺) 今年以来大幅上涨	10
图 19: 次贷危机与欧债危机后复苏期欧元区 GDP 增长贡献率 (%)	10
图 20: 欧元区 GDP 增加值总额(不变价, 百万欧元)	11
图 21: 欧元区及美国产出缺口 (%)	11
图 22: Taper 期间美国 2 年期与 10 年期国债收益率 (%)	12
图 23: 美日德英法意六国每日新冠病例新增数 (7 天移动平均)	12
图 24: 主要国家每百人疫苗接种量 (剂, 截至 2021-5-17)	13
图 25: 美国疫苗接种进度	13
图 26: 标普 500 指数 (截至 2021-5-17)	14
图 27: 道琼斯工业指数 (截至 2021-5-17)	14
图 28: 纳斯达克指数 (截至 2021-5-17)	14
图 29: 美国 10 年期国债利率 (%) (截至 2021-5-17)	15
图 30: 美国 2 年期国债利率 (%) (截至 2021-5-17)	15
图 31: 伦敦金价与美元指数 (伦敦金: 美元/盎司) (截至 2021-5-17)	15
图 32: 布油价格走势 (美元/桶) (截至 2021-5-17)	16
图 33: 伦铜价格走势 (美元/吨) (截至 2021-5-17)	16
表 1: 过去 4 个季度中欧元区主要国家 GDP 环比与同比 (%)	7
表 2: 欧盟 Next Generation 财政刺激计划分项内容	7
表 3: 美国 U3-U6 失业率及劳动参与率 (%)	9
表 4: 美联储 2013-2014 年逐步退出 QE 历程	11
表 5: 美日德英法意六国疫苗供应和接种情况	13

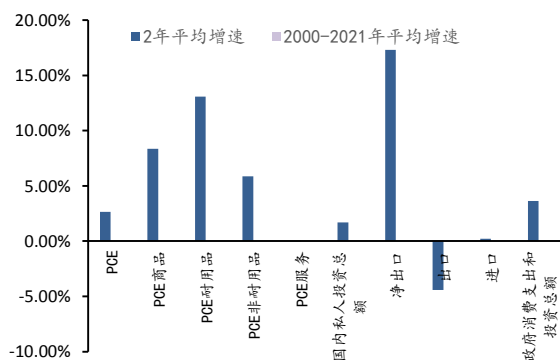
欧美一季度 GDP 两年平均增速是多少？

美国一季度 GDP 稳健回升，名义值超过疫情前最高

由于美国 GDP 数据是经过季节调整的，不同季度之间可比性较高，比如今年一季度可以直接与 2019 年四季度（疫情前最后一个季度）对比。本报告提供两种思路考察美国今年一季度 GDP。一是与 2019 年一季度相比得出两年平均增速，用来观察经济复苏的力度，二是与 2019 年四季度的经济体量相比，得出经济的修复程度。

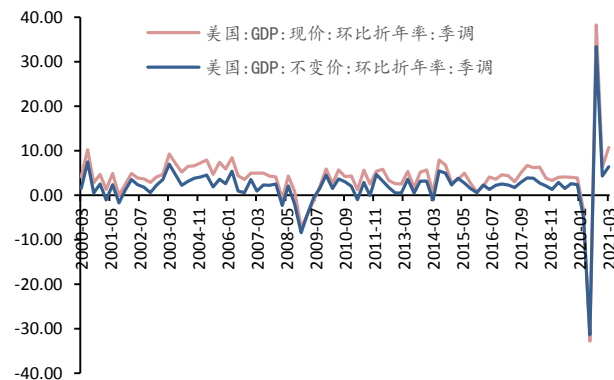
美国一季度实际 GDP 同比增长 0.4%，环比增长 6.4%，名义值则大增 10.7%（均为年化值）。若用 2 年平均增速来计算，美国一季度实际 GDP 同比增长 0.36%（年化），名义值同比增长 2.19%（年化）。

图 1：美国 GDP 分项 2 年平均增速（%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：美国 GDP 名义值与实际值环比（%）

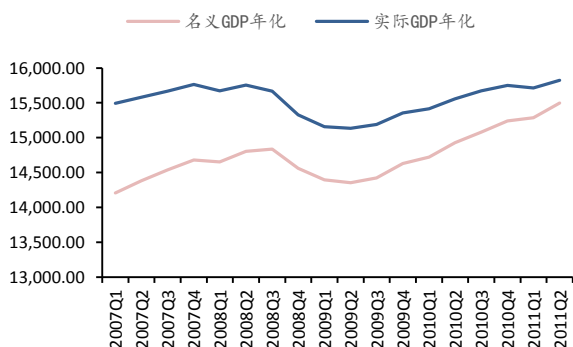


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

单从 GDP 增长这一指标看，美国总体经济势头向好，经济修复速度比历次经济衰退后快，但两年平均增速来看美国一季度 GDP 增速并不算高，包括设备投资等多分项均未超过历史平均增速。

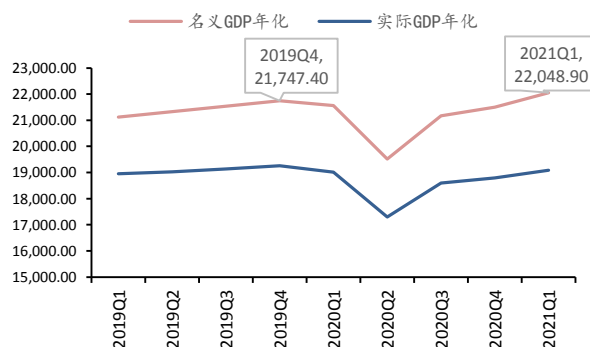
次贷危机过后，从最低点开始算美国季调后的实际 GDP 回到危机前花了 8 个季度，这一次预计只要 4 个季度。2021Q1 名义 GDP 已超过 2019 年 Q4 的高点，实际值离高点还差 0.86%。

图 3：次贷危机前后美国 GDP 修复情况（十亿美元）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：此次经济衰退前后美国 GDP 修复情况（十亿美元）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

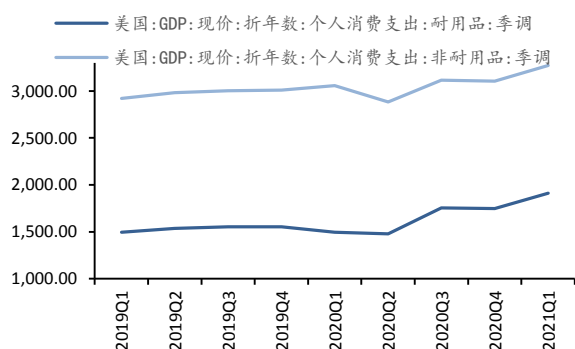
在今年 1-2 月美国受确诊人数最多的一波疫情冲击，叠加极端天气影响的情况

下，实际 GDP 实现了 0.36% 的增长。预计 Q2 经济复苏全面开启，实际 GDP 可超过 2019Q4。

个人消费支出方面，Q1 耐用品和非耐用品消费都进一步增长，服务业消费继续低迷。耐用品表现亮眼，此次危机中个人消费支出的低点在 2020 年 Q2，而 2020 年 Q3 耐用品与非耐用品消费就已大幅超出疫情前高点。

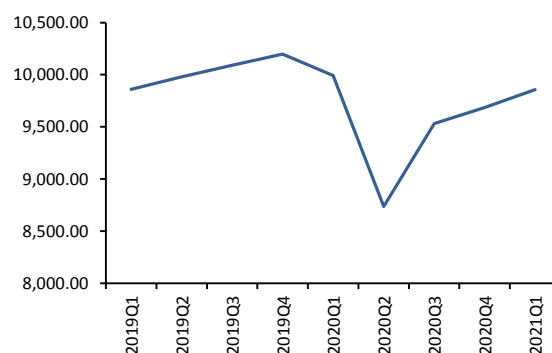
美国一季度个人消费支出的两年平均增速为 2.64%，而历史平均增速为 3.97%，主要受服务（两年平均增速为 -0.02%）拖累。2021Q1 耐用品两年平均增速达 13.08%。作为参照，2000-2021 年的 20 年间耐用品消费的平均同比增速为 3.47%。服务消费还在改善的过程当中，Q1 服务小幅距离 2019Q4 高点还有 3.3% 的距离。

图 5：美国 PCE 中商品项（十亿美元）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

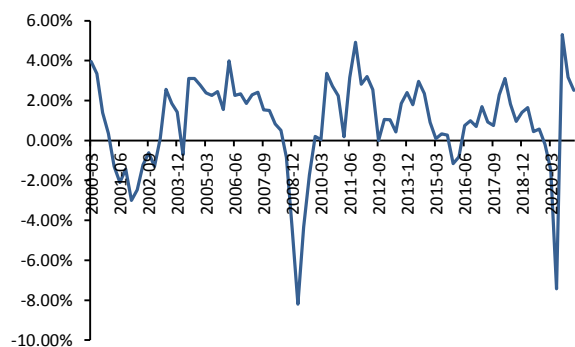
图 6：美国 PCE 中服务项（十亿美元）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

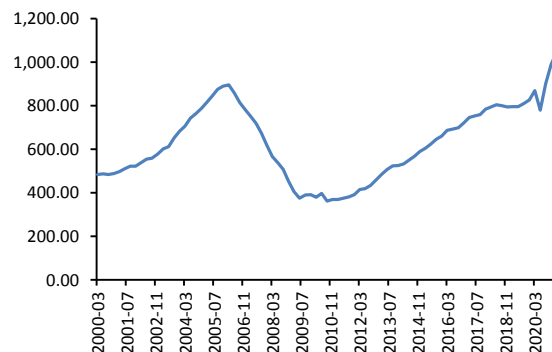
历史来看，美国实际 GDP 增长主要靠个人消费支出和私人投资两项拉动。今年一季度，美国国内私人投资中住宅分项继续大幅度上升，2020Q3 超过次贷危机前的历史高位，2021 年 Q1 仍在创历史新高，同比增加 20.15%，两年平均同比增速为 14.52%，反应疫情以来美国的地产热。设备投资增速稍显逊色，同比增速达 11.7%，两年平均增速达 2.49%，历史平均增速为 2.9%。

图 7：美国 GDP（名义值）中非住宅投资同比（%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：美国 GDP（名义值）中住宅投资（十亿美元）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

美国经济复苏期间进出口趋于扩张，但目前进出口的绝对规模还未回到疫情前水平。美国 4 月贸易逆差创历史记录，一季度净出口两年平均扩大速度为 17.3%，远高于 7.36% 的历史平均水平。其中，进口总额为 31592 亿美元，两年平均增速为 0.21%，仍小于 2019Q2 的历史最高 31594 亿美元。从美国一季度进出口

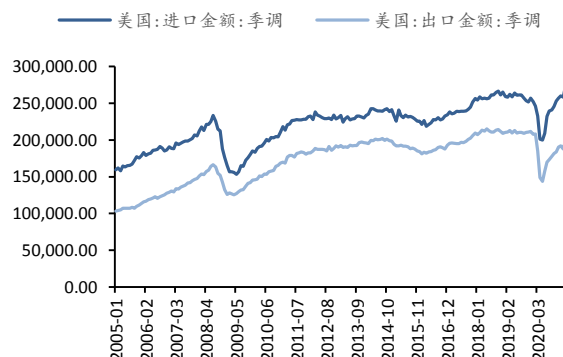
数据与疫情前数据来看，疫情期间美国在国际贸易市场上的参与度有较大幅度的降低。

图 9：美国 GDP 中净出口（十亿美元）及环比（%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：美国 GDP 中进口与出口（十亿美元）



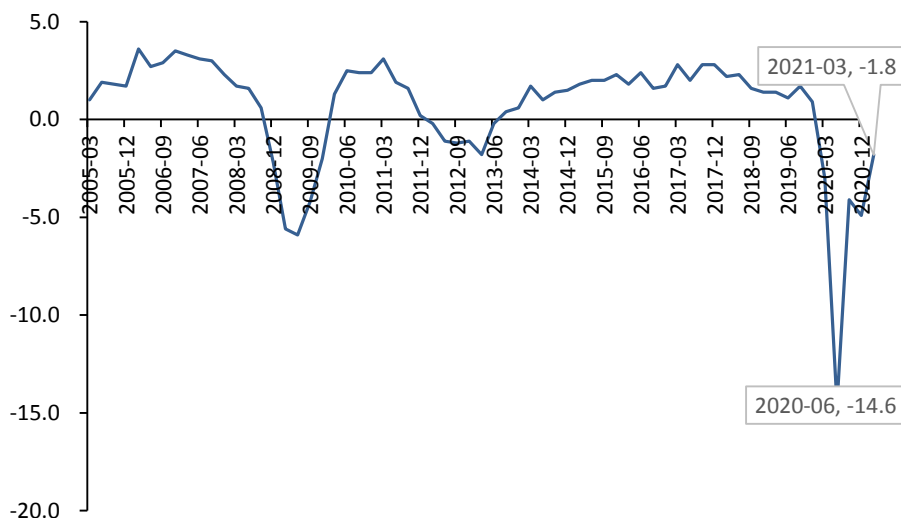
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

总体来看，美国一季度经济复苏势头向好，复苏速度相对于次贷危机后更快，接下来的季度中复苏力度很可能会进一步加强。

欧洲方面，一季度经济仍然低迷

一季度欧元区 GDP 同比下行 1.8%，在绝对值上继续下行，但下行幅度有明显缩小。计算可得 2020 及 2021 年一季度的两年平均同比变化为 -3.4%。

图 11：欧元区 GDP 实际值同比（%）

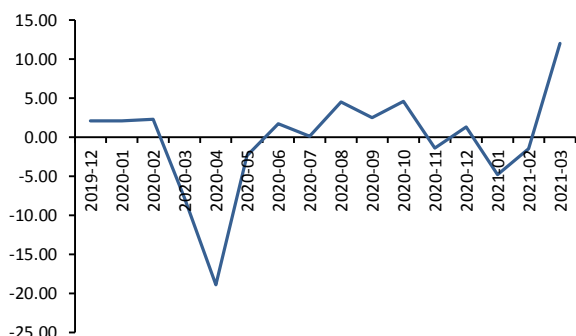


资料来源：Wind、Eurostat、国信证券经济研究所整理

欧元区 GDP 各分项的高频指标来看，经济复苏还未完全开启。3 月欧洲零售销售指数同比大增 12%，但两年平均增速仅为 1.5%，与历史同比对比来看并不算很高，居民消费有待进一步修复。

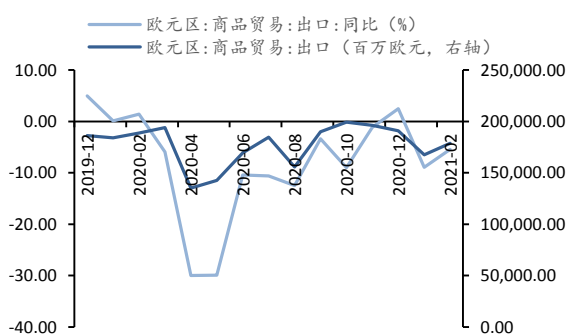
欧元区出口占 GDP 比例较高，对整体经济影响较大。目前公布的欧元区出口同比值还未转正，但美国经济复苏利好欧元区出口，有望带动欧洲经济增长。

图 12: 欧元区零售销售指数同比 (%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 欧元区出口额及同比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

分国家来看, 德、法、意等人口大国一季度经济受到明显冲击, 今年疫情最为严重的法国一季度 GDP 同比下降 3%。

表 1: 过去 4 个季度中欧元区主要国家 GDP 环比与同比 (%)

区域	环比 (%)				同比 (%)			
	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
欧元区	-11.6	12.5	-0.7	-0.6	-14.6	-4.1	-4.9	-1.8
欧盟	-11.2	11.7	-0.5	-0.4	-13.8	-4	-4.6	-1.7
德国	-9.7	8.7	0.5	-1.7	-11.2	-3.8	-3.3	-3
西班牙	-17.8	17.1	0	-0.5	-21.6	-8.6	-8.9	-4.3
法国	-13.6	18.5	-1.4	0.4	-18.6	-3.7	-4.8	1.5
意大利	-12.9	15.8	-1.8	-0.4	-18.1	-5.2	-6.6	-1.4

资料来源: Eurostat、国信证券经济研究所整理

后期值得关注的是欧盟财政刺激计划 (包含 Next Generation EU 及 MMF) 是否会为欧元区经济带来强劲提振。该计划总规模为 2.018 万亿欧元, 时间跨度为 2021 年-2027 年。欧盟将以共同债务形式借款, 应对新冠疫情带来的经济冲击, 这是欧盟首次作出共同财政支出的努力。目前各国支出计划尚未确定, 后期影响值得关注。

表 2: 欧盟 Next Generation 财政刺激计划分项内容

名称	规模 (亿欧元)
复兴与适应基金 (Recovery and Resilience Facility) 弱化新冠疫情的经济与社会影响, 帮助欧盟更好的适应电子化转型和生态环境方面的挑战	6275
REACT-EU, 针对地区凝聚力	475
Horizon Europe, 科学研究基金, 旨在 2021 年-2027 年间将欧盟的科研支出扩大 50%	50
InvestEU, 投资组织, 代表欧洲 PE、VC 及基建部门投资者	56
Rural Development, 乡村建设	75
Just Transition Fund, 提高对低碳能源的投资力度, 减少对石化能源的依赖	100
RescEU, 自然灾害及卫生危机应对	19

资料来源: EU Comission、国信证券经济研究所整理

欧美经济复苏均存在制约

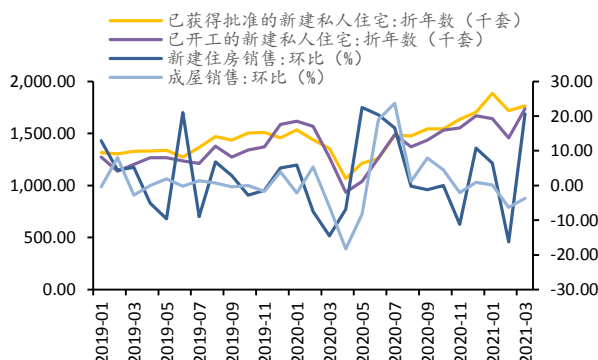
美国就业修复缓慢, 欧洲内生动力不足

往后看, 欧洲和美国经济复苏均存在不同的障碍。市场对于前期美国经济复苏的动力已剖析得颇为明了, 去年疫情以来耐用品消费支撑制造业景气, 接下来

服务业消费可能对耐用品消费形成挤出效应（根据 3 月与 4 月零售销售及个人消费支出数据，挤出效应还未显现，且 4 月汽车及零部件销售大幅上升）。

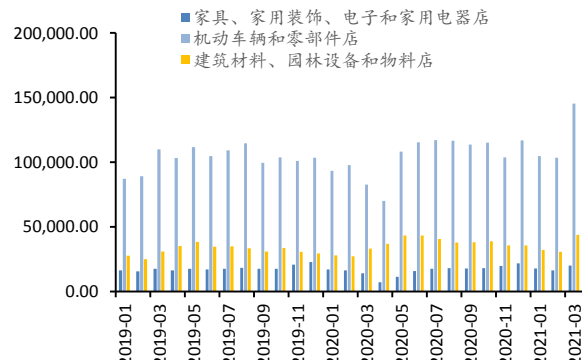
房地产市场方面，2020 年疫情催生大量购房需求，叠加历史低位的房贷利率共同推动房地产大热，新旧住房销售均达到历史高位水平，推动美国房价大涨。房屋成交催生大量耐用品需求（如家具、家装品、家用电器等），造成了疫情期间美国制造业高景气度的。

图 14: 美国房地产市场指标



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 美国零售和食品服务销售额（百万美元）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

目前市场讨论最多的情况，即美国和欧洲相继在今年夏、秋达成群体免疫且欧美各项经济数据持续改善，美国就业持续复苏。此种情况下美联储最早在今年下半年开始与市场沟通 Taper，并于沟通开始的半年内（参照上次沟通-实际开始时间间隔）开始缩减 QE 购债。QE 缩减或将在 2023 年上半年完成，但此次美联储购债速度远超上次，彻底退出 QE 可能需要更长时间。此后联储或将进入加息周期。

然而理想的复苏路径并不一定能迅速实现，美国服务业及房地产复苏均存在不同程度阻碍。

从去年疫苗问世以来，市场一直在等发达国家就业反弹，前周美国 4 月就业报告却是就业市场迅速复苏的一盆冷水。美国 4 月失业率不降反增，非农就业仅增加 26.6 万人，远低于预期 99.8 万人；制造业就业人数减少 1.8 万；休闲酒店业就业仅增加 33.1 万人，距离 2020 年 2 月还有 280 万（或 16.8%）的缺口。

图 16: 美国中小企业职位空缺指数持续上升

45.00

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_19669

