

强刺激美国领衔，弱复苏欧洲改善

相关研究：

1. 《回归与重启—2021年中国宏观经济展望》 2020.12.30
2. 《海外复苏美国主导，国内增长动力切换—2021年二季度宏观经济展望》 2020.03.29

分析师：祁宗超

证书编号：S0500519010001

Tel: 021-68634510-8370

Email: qizc@xcsc.com

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路
958号华能联合大厦5层湘财证券研究所

<http://www.xcsc.com>

核心要点：

□ 美国疫情逐步受控，经济恢复加速

拜登政府上台后，一方面推行科学的防疫政策，另一方面加快疫苗的接种进度。美国日均新增确诊病例逐步回落，截至5月15日，已经下降至2万例以内，美国已有47.1%的人口（约1.56亿人）至少接种一剂新冠疫苗，有36.7%的人口（约1.22亿人）完成了两剂新冠疫苗的接种。新冠肺炎疫情的有效控制促进了美国经济的快速恢复。2021年一季度美国实际GDP环比折年率录得6.4%，较去年四季度的4.3%进一步上升2.1个百分点，环比增速明显加快，且明显高于疫情前的水平。3月制造业PMI指数录得64.7，创1982年12月以来新高，非制造业PMI录得63.7，创2005年8月以来新高。

□ 消费修复明显，地产量价齐升

得益于疫情期间直接发放现金的财政刺激以及经济逐步修复背景下的消费者信心不断提升，美国经济的消费环节出现了比较明显的回升。从消费者信心指数的绝对值来看，离疫情前的水平仍有一段距离，随着美国疫苗接种率的提升，全民免疫的到来，消费水平仍有改善空间。积极的财政政策和较低的房贷利率驱动美国房地产市场的量价齐升。随着美国疫情逐步得到控制，预计下半年美国房地产市场会逐步降温。制造业投资来看，随着下游需求的逐步复苏，以及极度宽松的货币政策环境促进制造业投资持续回升，核心资本品制造业订单回升至三年多以来的高位，下半年有望继续维持高景气。

□ 就业数据仍弱，通胀持续走高

在疫情逐步得到控制经济逐步修复的背景下，失业率开始稳步回落，但较疫情前的就业情况仍有一定的差距。非农新增就业人数远低于预期和前值，一方面对感染病毒的担忧、失业救济金福利降低了人们的工作意愿，另一方面美国经济仍未完全走出新冠肺炎疫情的影响。预计随着美国疫苗接种率的进一步上升，劳动力市场供需两方面均有望进一步改善，从而推动失业率再度下行。通胀的压力一方面来自于不断上行的大宗商品价格，另一方面来自于失业救济推升的工资上行压力。本轮的大宗商品价格上涨既有实体层面的因素，也有货币层面的因素。从供需错配的角度来看，美国的通胀压力可能持续到实现群体免疫的三季度，之后随着供需缺口逐步缩小，价格低基数效应逐步消失，通胀压力得到逐步缓解。

□ 积极财政刺激，宽松货币缓退

短短的一年内美国财政刺激计划已经达到了5.8万亿美元的规模，接近美国GDP的约27%。相比当年全球金融海啸2年内累计7870亿美元的财政刺激规模，本轮的刺激力度达到史无前例的水平。大规模的财政刺激一方面促进了美国经济的快速复苏，但成为了市场对于美国经济产生通胀的重要担忧来源。从财政政策实施的节奏来看，美国经济有望继续保

持高景气，引领全球主要经济体经济增长。目前驱动美联储继续保持极度宽松政策的主要原因还是就业市场的疲软，随着下半年美国逐步实现全民免疫，劳动力市场的供需结构得到修复，就业情况有望进一步改善，届时我们可能会看到美联储逐步退出资产购买计划的信号。在此之前，美联储的货币政策可能还会维持宽松的状态以维护就业市场的机会复苏。

□ 欧洲分化温和复苏，美强欧弱局面有望改善

今年3月份以来，欧洲疫情数据整体恶化，德、法国意大利均宣布再次延长区域或全国性的封锁。部分欧洲国家的经济增长特别是服务业再次受到冲击，一季度的整体经济增长来看，仅法国GDP同比增速转正，还是建立在去年一季度负增长低基数的基础上。经济复苏的节奏和强度相较于美国显得较为疲弱。通胀方面来看，虽然国际大宗商品市场出现了比较大的涨幅，但欧洲主要经济体的通胀水平整体表现相对温和。欧央行4月议息会议后，市场对于欧洲财政刺激计划的预期不断升温，同时认为欧洲的经济复苏可能存在着更大的预期差。展望下半年，随着欧洲疫苗接种率的提升，同时在中美两大经济体率先取得经济修复进展的带动下，欧洲经济修复的节奏有望加快，美强欧弱的局面可能会有所缓和。

□ 风险提示：

全球通胀超预期，海外疫情发展超预期。

正文目录

1 美国：政策刺激延续，经济增长领衔	4
1.1 疫情逐步受控，经济恢复加速.....	4
1.2 消费修复明显，地产量价齐升.....	5
1.3 就业数据仍弱，通胀持续走高.....	8
1.4 积极财政刺激，宽松货币缓退.....	9
2 欧洲：结构分化明显，总体温和复苏	12
2.1 疫情仍有反复，内部结构分化.....	12
2.2 加快购债计划，美强欧弱局面改善.....	14

图表目录

图 1 拜登政府上台后，美国新增确诊病例逐步回落.....	4
图 2 美国经济修复显著加速.....	5
图 3 制造业和非制造业 PMI 指数处于历史高位.....	5
图 4 消费者信心持续回升伴随着耐用品消费增速跃升.....	6
图 5 房地产市场量价齐升.....	6
图 6 美国居民储蓄攀升同时房贷利率持续下行.....	7
图 7 核心资本品制造业新订单持续回升.....	7
图 8 失业率回落暂稳，非农就业低于预期.....	8
图 9 美国通胀数据出现快速上行.....	9
图 10 十年期国债反映的通胀预期在逐步升温.....	9
图 11 联邦政府赤字大幅攀升.....	10
图 12 美联储资产规模大幅攀升.....	11
图 13 今年以来欧洲疫情再次出现反复.....	12
图 14 英国疫苗接种情况领先其他欧洲国家.....	12
图 15 主要欧洲国家服务业再次受到疫情冲击.....	13
图 16 欧洲主要国家经济复苏较为疲弱.....	13
图 17 欧洲主要国家通胀水平相对温和.....	14
图 18 欧美国债收益率利差有所收窄.....	14

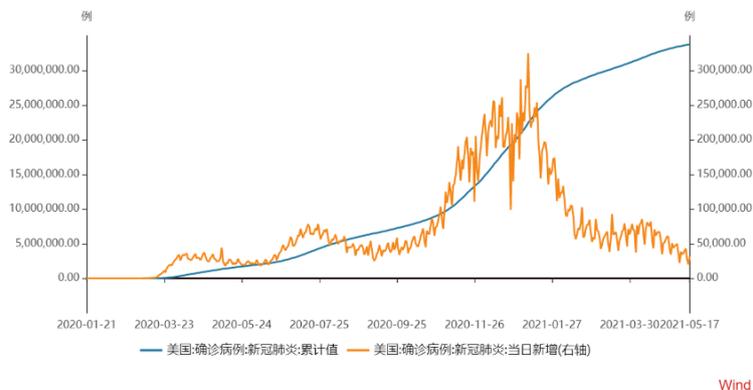
新冠肺炎疫情成为 2020 年全球宏观经济的一个关键词,主导了全球经济的发展情况,无论是对于不同国家还是不同产业,新冠肺炎的冲击均呈现出了一定的结构性分化特征。为应对新冠肺炎的冲击,主要经济体均采取了不同程度的社交隔离措施以及史无前例的货币财政刺激政策。随着疫情得到不同程度的控制,主要经济体也呈现出了不同幅度的经济修复。今年来看,全球经济的关键词则是“疫后复苏”,随着海外疫苗接种率的不断上升,全球主要经济体也将逐步恢复常态,同时也呈现出结构性的复苏节奏。

1 美国：政策刺激延续，经济增长领衔

1.1 疫情逐步受控，经济恢复加速

美国疫情在去年冬天出现恶化,日均新增确诊病例一度超过 30 万例。拜登政府上台后,一方面推行科学的防疫政策,另一方面加快疫苗的接种进度。美国日均新增确诊病例逐步回落,截止 5 月中旬已经下降至 2 万例以内,且下降的趋势仍在延续。根据美国 CDC 的数据,截至 5 月 15 日,美国已有 47.1% 的人口(约 1.56 亿人)至少接种一剂新冠疫苗,有 36.7% 的人口(约 1.22 亿人)完成了两剂新冠疫苗的接种。全美已经分发出 3.44 亿剂疫苗,其中 2.7 亿剂已被接种,疫苗接种情况在全球范围内领先。

图 1 拜登政府上台后，美国新增确诊病例逐步回落

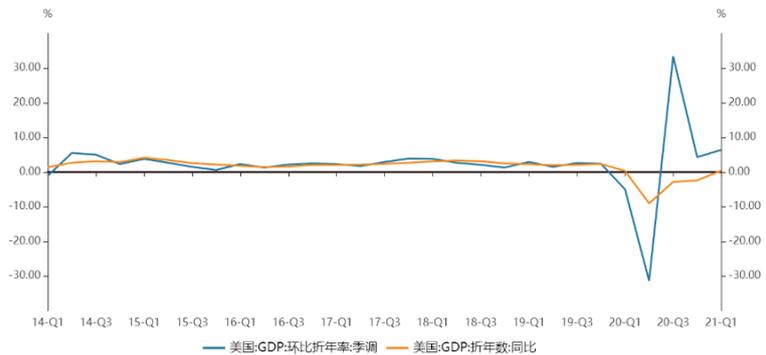


资料来源：湘财证券研究所、NASA

新冠肺炎疫情的有效控制促进了美国经济的快速恢复。2021 年一季度美国实际 GDP 环比折年率录得 6.4%，较去年四季度的 4.3% 进一步上升 2.1 个

百分点，环比增速明显加快，且明显高于疫情前的水平。在去年一季度正增长的情况下，一季度的同比折年数录得 0.4%，较去年同期的 0.32% 上升 0.08 个百分点，但较疫情前的同比增速水平仍略低。从景气指数来看，美国经济整体仍处于较强的扩张景气区间，3 月制造业 PMI 指数录得 64.7，创 1982 年 12 月以来新高，非制造业 PMI 录得 63.7，创 2005 年 8 月以来新高。虽然 4 月 PMI 指数较 3 月略有回落，但整体仍处于历史高位。

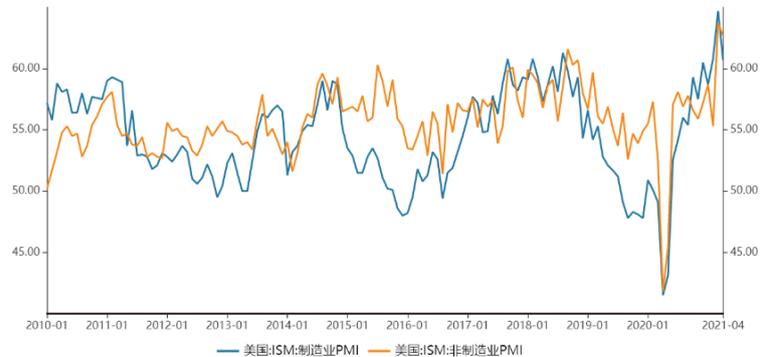
图 2 美国经济修复显著加速



Wind

资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 3 制造业和非制造业 PMI 指数处于历史高位



Wind

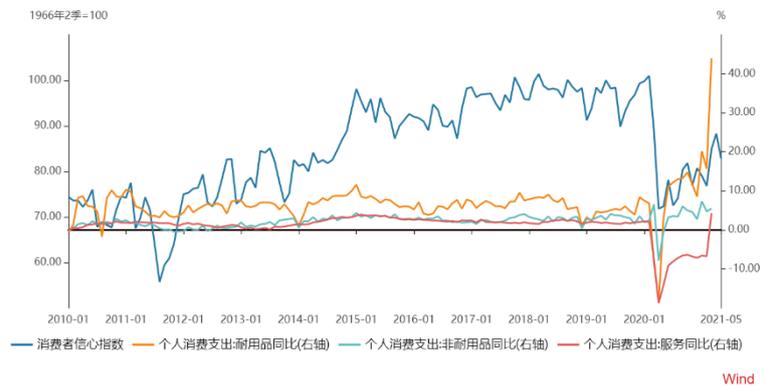
资料来源：湘财证券研究所、Wind

1.2 消费修复明显，地产量价齐升

得益于疫情期间直接发放现金的财政刺激以及经济逐步修复背景下的消费者信心不断提升，美国经济的消费环节出现了比较明显的回升。其中耐用品

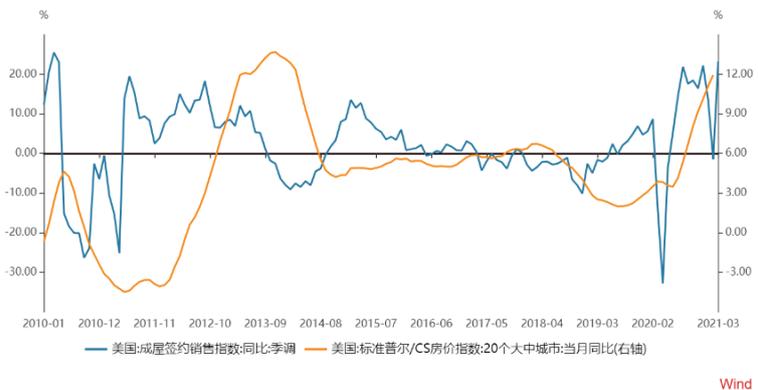
消费季调同比折年数录得 44.01%，反映出了在经济逐步复苏的过程中，消费者信心不断提升。服务消费同比转正，反映了随着疫情逐步得到控制，线下服务消费的限制逐步放松并开始重新活跃。从消费者信心指数的绝对值来看，离疫情前的水平仍有一段距离，随着美国疫苗接种率的提升，全民免疫的到来，消费水平仍有改善空间。

图 4 消费者信心持续回升伴随着耐用品消费增速跃升



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 5 房地产市场量价齐升



资料来源：湘财证券研究所、Wind

随着美国经济的不断修复，房地产市场表现强劲。成屋销售同比增速在去年疫情期间出现大幅负增长之后快速回升并转正，一度维持在 20% 左右的正增长。美国标普/CS 房价指数也持续攀升，达到 12% 的增速，且增长势头仍在持续。驱动美国房地产市场的量价齐升主要有两个方面的因素：一、为应对

疫情而采取宽松的财政政策，直接向居民发放现金和疫情期间被动削减的消费使得美国个人储蓄存款大增，攀升至历史高位。二、美联储施行极度宽松的货币政策使得房贷利率大幅走低，为抵御通胀预期，居民的购放行为更加积极。随着美国疫情逐步得到控制，一方面对于个人的直接现金补贴等财政刺激行为会逐步退出，居民消费行为逐步修复，个人储蓄存款会逐步回落；另一方面十年期国债利率的上行可能对房贷利率产生向上的压力，预计下半年美国房地产市场会逐步降温。制造业投资来看，随着下游需求的逐步复苏，以及极度宽松的货币政策环境促进制造业投资持续回升，核心资本品制造业订单回升至三年多以来的高位，下半年有望继续维持高景气。

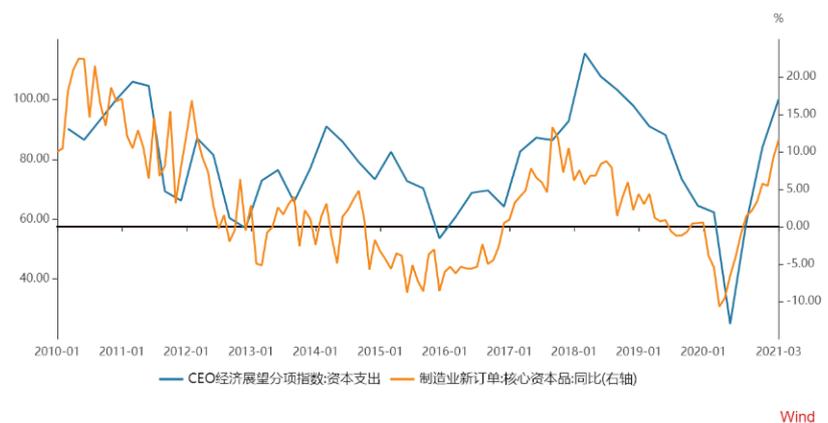
图 6 美国居民储蓄攀升同时房贷利率持续下行



Wind

资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 7 核心资本品制造业新订单持续回升



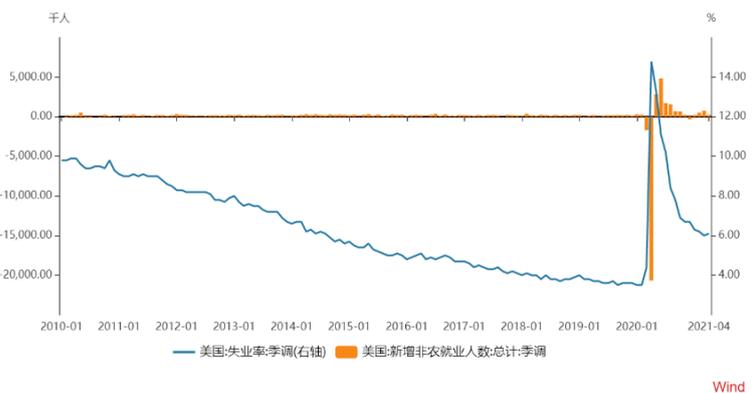
Wind

资料来源：湘财证券研究所、Wind

1.3 就业数据仍弱，通胀持续走高

去年疫情最严重的 4 月，受供需两方面的冲击，美国失业率一度冲高至 14.8%，创 1948 年有数据记录以来最高。随后在疫情逐步得到控制经济逐步修复的背景下，失业率开始稳步回落。截止今年 4 月，失业率录得 6.1%，基本维持在这个位置水平，较疫情前的就业情况仍有一定的差距。从非农就业人数变化来看，4 月季调后非农就业人口增加 26.6 万人，预期增加 97.8 万人，前值由增 91.6 万人下修为增 77 万人。非农新增就业人数远低于预期和前值，一方面对感染病毒的担忧、失业救济金福利降低了人们的工作意愿，另一方面美国经济仍未完全走出新冠肺炎疫情的影响。预计随着美国疫苗接种率的进一步上升，劳动力市场供需两方面均有望进一步改善，从而推动失业率再度下行。

图 8 失业率回落暂稳，非农就业低于预期



资料来源：湘财证券研究所、Wind

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_19747

