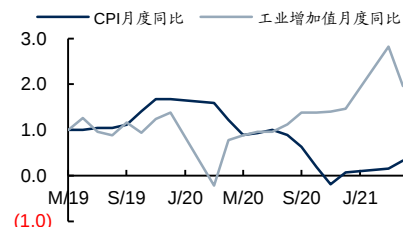


## 宏观经济

## 海外市场一周概览

2021年05月25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: 国内经济增长向上修复的趋势继续强化》——2021-05-24  
 《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: 欧美一季度 GDP 的两年平均增速是多少?》——2021-05-18  
 《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: 王艺鑫**  
 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

## 基建、通胀、就业-美国政策制定者怎么看?

我们梳理了近期(5月10日以来)白宫、美联储及美国参众两院官员等美国货币财政政策制定者的公开发声记录, 以跟进基建等关键货币财政政策目前的推进情况。

### ● 基建法案进展如何?

总的来看, 美国两党关于基建法案的矛盾仍然突出, 基建法案落地仍未取得实质性进展, 但基建法案内容的协商目前是两党优先事项, 下周的谈判非常关键。主要争论点在于“哪来的钱”和“做什么项目”。其中, “做什么项目”回旋余地较大, 2.3 万亿的总规模已缩水成 1.7 万亿。核心焦点仍在于筹资问题。拜登一方很可能在企业税加税幅度上做出让步, 仅加税至 25%。

### ● 各方官员怎么看待通胀问题?

美联储 4 月议息会议纪要预计 PCE 与核心 PCE 将在未来数月内超出 2%, 且在 2021 年年末前将维持在 2% 以上。美联储副主席沃勒承认, 4 月 CPI 同比上升 4.2% 的幅度超出预期, 但是长期来看他仍然认为通胀压力是暂时性的。

后期来看, 基建支出的货币派生效应将强于免税等其他资金支出, 基建法案落地将形成更大的通胀压力。供应瓶颈方面, 根据 5 月 Markit PMI 报告, 供应链延迟问题不仅没有改善, 而且还在继续加重。

### ● 如何解读目前就业市场和经济复苏的状况?

美国 4 月非农就业报告不及预期, 但美联储副主席沃勒认为后期阻止居民复工的因素将陆续消失, 用工荒问题将得到缓解。对比次贷危机后复苏时期, 此次就业市场的复苏速度非常迅速。目前美国共和党已开始着手解决补助金造成的低复工意愿问题。长期趋势来看, 美国各行业供应链向美国国内转移是大趋势。

### ● 海外疫情与疫苗接种进度追踪

欧美各国疫情渐缓, 印度疫情略有降温, 日本疫情持续升温。上周以来美国完成接种人口占总人口比例增加 2%, 每百人疫苗接种剂数超过 80。欧盟疫苗接种速度提升, 德法意三国每百人接种约为 50 剂。

### ● 上周主要资产走势概览

**美股:** 标普 500 指数 5 月 24 收盘报 4197.05 点, 一周共涨 33.76 点, 涨幅为 0.81%; 道琼斯工业指数 5 月 24 日收盘报 34393.98 点, 一周共涨 66.19 点, 涨幅达到 0.19%; 纳斯达克指数 5 月 24 日收盘报 13661.17 点, 一周涨 282.12 点, 涨幅达到 2.11%。

**美债:** 美国 10 年期国债利率 5 月 25 日报 1.608%, 上周总共下行 4.2bp。美国 2 年期国债利率截至 5 月 25 日报 0.164%, 上周上行 0.3bp。

**伦敦金价** 5 月 25 日报 1877.53 美元/盎司, 一周涨 0.7%。

**美元指数** 5 月 25 日报 89.76, 上周下跌 0.36 点。

**布伦特原油** 5 月 25 日报 68.60 美元/桶, 一周跌 0.3 美元/桶。

**伦敦铜价** 5 月 25 日报 10002 美元/吨, 一周跌 365 美元/吨, 跌幅为 3.52%。

## 内容目录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 基建法案进展如何? .....           | 4  |
| 各方官员怎么看待通胀问题? .....       | 6  |
| 如何解读目前就业市场和经济复苏的状况? ..... | 9  |
| 海外疫情与疫苗接种进度追踪.....        | 11 |
| 上周主要资产走势概览.....           | 12 |
| 美股.....                   | 12 |
| 美债.....                   | 13 |
| 伦敦金和美元指数 .....            | 14 |
| 布伦特原油和伦敦铜.....            | 14 |
| 国信证券投资评级.....             | 16 |
| 分析师承诺 .....               | 16 |
| 风险提示 .....                | 16 |
| 证券投资咨询业务的说明 .....         | 16 |

## 图表目录

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| 图 1: 美国联邦赤字规模不断扩大, 债务规模高企 (单位:十亿美元) .....          | 4  |
| 图 2: 美国 PCE 和核心 PCE 通胀 (%) .....                   | 7  |
| 图 3: 美国不同技能薪资增长率 (12 个月移动平均, %) .....              | 7  |
| 图 4: 美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI) (美金) .....                 | 7  |
| 图 5: 美国居民收入分来源 (十亿美元) .....                        | 8  |
| 图 6: 美国个人储蓄存款总额 (十亿美元) .....                       | 8  |
| 图 7: 美国分行业职位空缺数 (千人) .....                         | 9  |
| 图 8: 美国实际 GDP 同比与失业率 (%) .....                     | 10 |
| 图 9: 美国初次申领失业救济与持续申领失业救济人数 (人) .....               | 10 |
| 图 10: 美国新屋开工数与营建许可数 (千户) .....                     | 11 |
| 图 11: 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 12: 主要国家每百人疫苗接种量 (剂, 截至 2021-5-24) .....         | 12 |
| 图 13: 美国疫苗接种进度 (截至 2021-5-24) .....                | 12 |
| 图 14: 标普 500 指数 (截至 2021-5-24) .....               | 13 |
| 图 15: 道琼斯工业指数 (截至 2021-5-24) .....                 | 13 |
| 图 16: 纳斯达克指数 (截至 2021-5-24) .....                  | 13 |
| 图 17: 美国 10 年期国债利率 (%) (截至 2021-5-25) .....        | 14 |
| 图 18: 美国 2 年期国债利率 (%) (截至 2021-5-25) .....         | 14 |
| 图 19: 伦敦金价与美元指数 (伦敦金: 美元/盎司) (截至 2021-5-25) .....  | 14 |
| 图 20: 布油价格走势 (美元/桶) (截至 2021-5-25) .....           | 15 |
| 图 21: 伦铜价格走势 (美元/吨) (截至 2021-5-25) .....           | 15 |
| 表 1: 拜登美国就业计划中加税计划 .....                           | 5  |
| 表 2: 美国基建法案细项及规模 .....                             | 5  |
| 表 3: 2009 年奥巴马 ARRA 法案 (含基建、转移支付等) 种各项目的财政乘数 ..... | 8  |
| 表 4: 2021 下半年美联储议息会议及美国通胀和就业指标发布时间表 .....          | 9  |

我们梳理了近期（5月10日以来）白宫新闻发布会、美联储官员公开发言、彭博和华尔街日报等主流新闻媒体报道的美国两院官员的公开表态等美国货币财政政策制定者的公开发声资料，内容覆盖近期美国各界讨论较多的几项话题，包括基建法案、通胀水平、就业市场的修复和经济复苏情况等，跟进基建等关键货币财政政策目前的推进情况，对官员发言进行解读，并推断后续进展。

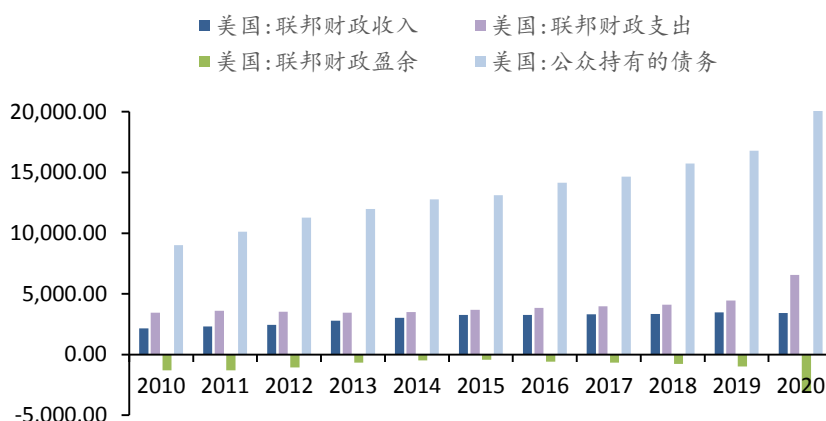
## 基建法案进展如何？

拜登声势浩荡的美国就业计划（American Jobs Plan）正在挤牙膏式推进之中，2.3万亿美元的总规模已缩水成1.7万亿。以拜登为首的民主党高官近日与共和党方面的高级官员近日在白宫就基建问题展开了多次谈判。

总的来看，美国两党关于基建法案的矛盾仍然突出，**基建法案落地仍未取得实质性进展，但基建法案内容的协商目前是两党优先事项**，共和党议员 Capito 称下两周的谈判非常关键。

正如我们3月报告《拜登基建，道阻且长》指出的，拜登所在民主党一方与共和党一方之间的主要争论点在于“哪来的钱”和“做什么项目”。其中，“做什么项目”回旋余地较大，核心焦点仍在于筹资问题。

图1：美国联邦赤字规模不断扩大，债务规模高企（单位：十亿美元）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**共和党部分议员认为，基建设施谁用谁买单。**议员 Romney（曾参与 2012 年总统竞选，为奥巴马对手）发表言论称，如果要扩建机场，费用应由乘机人出；扩建港口费用应由船只公司出；建铁路设施费用由乘车人出。共和党方面强烈反对增加企业税率 7 个百分点至 28%。

**拜登方认为，这样会让低收入者面临加税。**拜登承诺不向任何年收入低于 4 万美金者加税。若是采用部分共和党议员的提议，增加类似汽油税和机场建设税等“使用费”（User Fee）类型的费率，收入低于 4 万美金者使用相关设施时将面临费用增加的影响，所以拜登目前拒绝任何“使用费”形式的加税。但部分民主党议员并不反对“使用费”类型的加税。

拜登团队仍然坚持推行向富人（具体来说是收入最高的 1%）和大企业加税的方案，以筹得基建所需资金。根据 5 月 21 日白宫新闻发布会，拜登一方很可能在**企业税加税幅度上做出让步，仅加税至 25%，与前期市场预期相符**。白宫新闻发言人 Psaki 称，由于基建方案缩水 5000 亿，所需资金量减少，但具体加税方案将取决于进一步的谈判。

**表 1: 拜登美国就业计划中加税计划**

| 项目                           | 预期 10 年可得   | 预期 15 年可得   |
|------------------------------|-------------|-------------|
| 企业税率从 21% 增加至 28%            | 8500 亿美金    | 13000 亿美金   |
| 设置全球最低税率 (GILTI)             | 5000 亿美金    | 7500 亿美金    |
| 取消国外收入 (FDII) 税收减免           | 2500 亿美金    | 4000 亿美金    |
| 设立 15% 的最低企业营收税率以限制免税额度的过度使用 | 1000 亿美金    | 2000 亿美金    |
| 防止美国企业通过将本部移至避税天堂            | 250 亿美金     | 500 亿美金     |
| 取消激励石化能源使用的税法机制              | 250 亿美金     | 300 亿美金     |
| 取消美国公司非美国就业岗位设立的免税额度         | 未知          | 未知          |
| 增强企业税征收的执行力度                 | 未知          | 未知          |
| 通过全球多边协商达成全球最低税率的强力协议        | 未知          | 未知          |
| 总计                           | 约 1.75 万亿美金 | 约 2.75 万亿美金 |

资料来源: CRFB.ORG、国信证券经济研究所整理

另外,参议院共和党议员 Capito 还提议用结余的疫情应对资金来支付基建支出。白宫发言人 Psaki 回应称,需要评估“仍在持续的抗疫之战”是否仍旧需要这些资金。其余筹资选项还包括重启“建设美国”债券 (Build America Bonds)、私人活动债券 (private activity bonds) 等。

在“做什么项目”方面,拜登已做出部分妥协,新推出的 1.7 万亿美金方案缩减掉部分内容和规模,但与共和党提出的 5680 亿美元基建法案在规模和内容上的差距仍然非常大。

**表 2: 美国基建法案细项及规模**

| 项目 (非表粗为表粗行细项)             | 拜登首版 (2.3-2.7 万亿美元) | 拜登新版 (总额 1.7 万亿美元) | 共和党版 (总额 5680 亿) |
|----------------------------|---------------------|--------------------|------------------|
| <b>道路交通基建</b>              | <b>6210 亿</b>       | 可能保留               |                  |
| 新能源车投资及充电桩                 | 1740 亿              | 未知                 | /                |
| 桥梁、高速路、主要街道                | 1150 亿              | 未知                 | 2990 亿           |
| 公共交通系统                     | 850 亿               | 未知                 | 610 亿            |
| 水资源、土地及保护地                 | 500 亿               | 未知                 | /                |
| 机场                         | 250 亿               | 未知                 | 440 亿            |
| 港口及水运                      | 170 亿               | 未知                 | 170 亿            |
| 铁路交通                       | 800 亿               | 未知                 | 200 亿            |
| <b>制造业投资、研发与技能培训</b>       | <b>5900 亿</b>       | 可能删减               | /                |
| 支持制造业融资                    | 520 亿               | 4800 亿             | /                |
| 国家科学组织 (NCF)               | 500 亿               | 可能删减               | /                |
| 在商务部建立新办公室以监控工业产能,投资重要物资制造 | 500 亿               | 可能删减               | /                |
| 半导体制造与研发                   | 500 亿               | 可能删减               | /                |
| <b>老人及残障人士家庭护理服务</b>       | <b>4000 亿</b>       | 可能保留               | /                |
| <b>新能源免税</b>               | <b>4000 亿</b>       | 可能保留               | /                |
| <b>学校设施、儿童托管及医院和联邦建筑翻修</b> | <b>3280 亿</b>       | 可能保留               | /                |
| <b>宽带</b>                  | <b>1000 亿</b>       | 可能保留               | 650 亿            |
| <b>能源基建</b>                | <b>1000 亿</b>       | 650 亿              | /                |
| <b>供水系统</b>                | <b>1110 亿</b>       | 可能保留               | 350 亿用水与废水处理     |

资料来源: WSJ、CRFB.ORG、国信证券经济研究所整理

缩水版法案细项还未公布,根据上周五白宫新闻发布会消息,新版计划主要缩减部分基建项目规模,以及删除部分有关半导体和芯片研发的项目,因为相关项目被移入已通过的“无尽前言法案”和 CHIPS 法案当中。然而,4000 亿美金的老年人及残障人士家庭护理被保留在缩水版法案中,此项内容对共和党人来说较难接受,认为与基建无关。

总规模上,参议院共和党领袖麦康乃称,共和党最多可接受 8000 亿美金规模的基建计划,仅为 1.7 万亿的一半。共和党方面则提出规模为 5680 亿美元的基建支出法案,内容主要涵盖传统意义上的基建项目,包括道路桥梁的修缮、公

共交通系统的建造、宽带和供水等基础设施的更新等。

**法案落地时间方面**，以众议院议长南希·佩罗西为首的民主党主要官员仍期望在 7 月 4 日（美国独立日）前推动法案得到通过。目前，拜登已打通“预算和解”程序（Budget Reconciliation）的“任督二脉”，意味着其可以在一年内多次启用该程序。众议院交通与基建委员会主席 DeFazio（民主党）则称，“无论如何必须在 10 月 1 日前通过一项法案”。

拜登目前仍旧坚持“团结”执政理念，宣称“不做民主党总统，要做全美国人民的总统”，但是随着 7 月 4 日目标时间的逼近，若民主党多次“妥协让步”、“寻求两党合作”未果，**可能将再次看到“预算和解”的启用**，以通过基建法案。

民主党参议员 Markey 上周五呼吁不要再“浪费时间与共和党讨论法案的规模和细项，反正最后也不会达成一致”。不过，就算使用“预算和解”，因为民主党在参议院仅有副总统哈里斯一票之领先，所以民主党高层必须保证党内没有任何“叛徒”，法案才能顺利通过。

**表 3：奥巴马、特朗普、拜登时期美国国会多数党**

| 总统  | 时期        | 参议院多数党       | 众议院多数党     |
|-----|-----------|--------------|------------|
| 奥巴马 | 2009-2010 | 民主党（56-58 席） | 民主党（257 席） |
| 奥巴马 | 2011-2012 | 民主党（51 席）    | 共和党（242 席） |
| 奥巴马 | 2013-2014 | 民主党（53 席）    | 共和党（234 席） |
| 奥巴马 | 2015-2016 | 共和党（54 席）    | 共和党（247 席） |
| 特朗普 | 2017-2018 | 共和党（52 席）    | 共和党（241 席） |
| 特朗普 | 2019-2020 | 共和党（53 席）    | 民主党（235 席） |
| 拜登  | 2021-2022 | 民主党（50+1 席）  | 民主党（222 席） |

资料来源:Wikipedia、国信证券经济研究所整理

值得注意的一点是，无论是白宫新闻发言，共和党人的公开声明还是正式文件中，“以应对中国”、“保持相对于中国的竞争力”的字眼均频繁出现。强调与中国的竞争恐已成为新的“政治正确”。

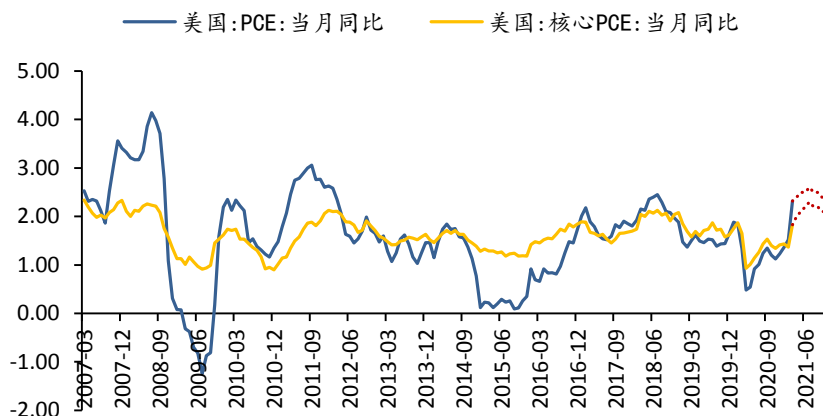
## 各方官员怎么看待通胀问题？

目前，美联储和美国民主党官员咬定通胀是暂时性的（Transitory，也可译为“过渡性的”），而共和党方面则表现出更多对于几年内通胀走势的担忧。

美联储 4 月议息会议纪要显示，对于接下来 12 个月的 PCE 与核心 PCE 通胀水平的判断较此前未有改变。**预计 PCE 与核心 PCE 将在未来数月内超出 2%**，主要反映油价上涨。核心通胀将在飙升后趋于下降，但在 **2021 年年末前将维持在 2% 以上**，主要受趋高的进口价格推高。

**也就是说，美联储当前鸽派政策是建立在预料到年内核心通胀持续高于 2% 的基础上的。**美联储认为，核心通胀将在 2022 年短暂的降到 2% 以下，反映暂时性因素的消散，并且将在 2023 年年末回到 2% 的水平。

图 2: 美国 PCE 和核心 PCE 通胀 (%)



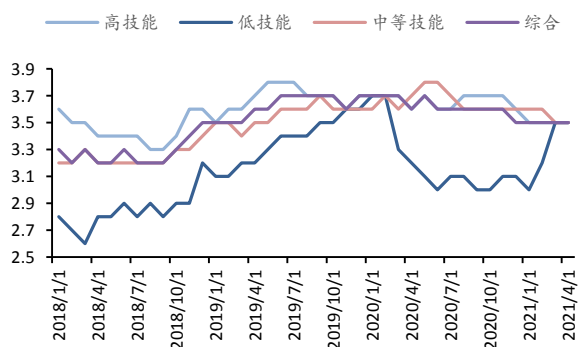
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

美联储副主席沃勒承认，4 月 CPI 同比上升 4.2% 的幅度超出预期，但是长期来看他仍然认为通胀压力是暂时性的。

关于为何通胀是暂时性的，沃勒在 5 月 13 日演讲中给出了 6 条论据：

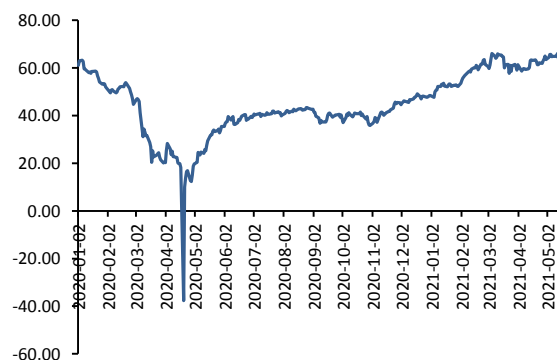
1. 去年的低基数推高用同比计算的价格指数，基数效应将仅在今年内产生作用；
2. 黑客攻击输油管事件与苏伊士运河堵塞推高油价，油价走势对通胀走势影响较大，而目前事件已解决；
3. 财政转移支付的支票给美国人提供了大量可支配收入，当这部分钱被花掉后，此部分通胀压力将消散；
4. 目前的居民高储蓄规模与财政支票同理，花掉后就不再构成通胀压力；
5. 供给瓶颈是造成目前通胀压力的一大因素，但市场调整能力非常强，新订单将迅速被填补，产能复苏后供需将迅速进入平衡，价格回归正常；
6. 虽然用工荒将造成薪资上涨，产品价格最终将反映用工成本的上升，待就业市场恢复正常，用工成本上涨将得到缓解。

图 3: 美国不同技能薪资增长率 (12 个月移动平均, %)



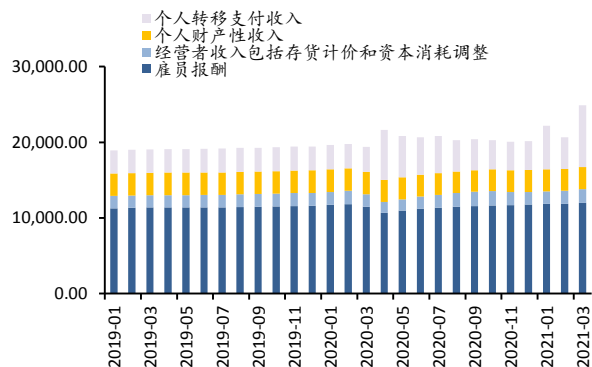
资料来源:亚特兰大联储、国信证券经济研究所整理

图 4: 美国西德克萨斯中级轻质原油(WTI) (美金)



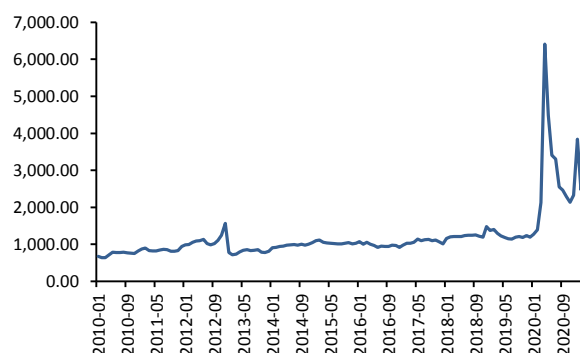
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：美国居民收入分来源（十亿美元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：美国个人储蓄存款总额（十亿美元）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

我们认为，论据 1、2 确实如沃勒所述，能够支持通胀是暂时性上升这一看法。论据 3、4 方面，对于通胀的抬升程度难以测算，后期由于财政刺激和高储蓄规模带来的通胀数据的上升幅度可能再次超出美联储预期。且扩张性财政政策并非到此为止，预计后期将有大规模基建法案出台。基建支出的货币派生效应将强于税免等其他资金支出，将形成更大的通胀压力。

表 3：2009 年奥巴马 ARRA 法案（含基建、转移支付等）种各项目的财政乘数

| ARRA 项目       | 财政乘数范围  |
|---------------|---------|
| 给州和地方政府的基建专用款 | 0.4-2.2 |
| 给州和地方政府的其他资金  | 0.4-1.8 |
| 给个人的转移支付      | 0.4-2.1 |
| 给退休人员的一次性支付   | 0.2-1.0 |
| 低-中收入人群 2 年税减 | 0.3-1.5 |
| 高收入人群 1 年税减   | 0.1-0.6 |
| 主要影响现金流的营业税规定 | 0-0.4   |

资料来源：CBO、国信证券经济研究所整理

供应瓶颈方面，根据 5 月 Markit PMI 报告，供应链延迟问题不仅没有改善，而且还在继续加重中。成本价格上涨速度创 Markit PMI 报告开始发布以来最快，汽油价格、金属价格和运输成本上涨且运输速率变慢。美联储会议纪要也承认，若供应瓶颈不能打破，涨价压力将会延续到下一年。

拜登政府经济建议委员会主席 Rouse 赞同美联储“暂时性通胀”观点，主要论据是报复性消费只会在短期内发生，比如大部分人只会外出度假一次。她指出，4 月 CPI 的飙升有三分之一是源于二手车价格飙升，主要反映汽车租赁公司在

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\\_19786](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19786)

