从 11 月零售销售看美联储议息会议

主要结论：

一、从 11 月零售销售看美联储议息会议

- **美国 11 月零售销售大幅低于预期，主要鉴于新增病例和新的封锁措施：**餐馆，百货商店和汽车经销店均报告 11 月份销售急剧下降。
- **秋季的零售销售疲软，以及最近失业保险的增加，意味着经济复苏在 2020 年底放缓，符合美联储 12 月议息会议中强化购债的表述。**在美联储召开的 12 月议息声明中，虽然维持了利率不变以及没有改变购债规模与期限结构，但是利用了前瞻性指引强化了货币政策维持宽松的基调。
- **联邦公开市场委员会对疫苗和财政政策落地的乐观程度上行，上调了 GDP 增速和下调了失业率。**联储委员会较 9 月上调了 2020 年、2021 年与 2022 年的经济预测，GDP 增速由-3.7%、4.0%、3.0%上调至-2.4%、4.2%、3.2%，失业率也由 7.5%、5.5%、4.6%下调至 6.7%、5.0%、4.2%，但对于通胀的调整并不显著。
- **虽然目前长端利率有所回升，但仍然处于低位；鲍威尔也重申有必要时美联储可以扩大债券购买和调整久期。**一方面，美联储之前就将引入“平均通胀目标”的政策，表明要实现该目标肯定需要使长期利率维持低位。另一方面，我们预计明年美国通胀大概率前高后低，通胀带动长端收益率曲线进一步回升，但由于顾虑到上半年仍然以维稳的政策方向，一旦对金融资产价格产生负面影响，美联储仍然会扩大债券购买维持资本市场的稳定。
- **我们预计，明年 Q2 后美联储将逐步减少资产购买，后续的风险点将是如何在稳定金融市场的同时消化当前高企的政府债务。**后续的风险关注点将是 1）美联储若在下半年减少购债的话，货币政策逐步收紧对风险资产的影响几何；2）美联储通过财政赤字货币化的方式推动政府杠杆率达到了历史高峰，但后续去杠杆的过程中引发的本土或是外溢风险仍未定价。

二、美国 11 月工业产出、联储制造业回落，德国 11 月商业景气指数回升

1、美国 11 月工业产出低于前值但高于预期：汽车及其零部件为主要提振。

2、12 月联储制造业低于前值：纽约联储就业状况改善，费城联储新订单下降。

3、欧元区 12 月制造业 PMI 好于前值：制造业产出强劲，抵消服务业的下滑。

4、美国 12 月制造业 PMI 低于前值：主要由于服务业受限制和需求疲软。

5、德国 11 月 IFO 商业景气高于前值：制造业和服务业商业信心明显回升。

三、本周重点关注美国 11 月个人支出和 PCE 物价指数

- **财经事件：**日本央行 10 月货币政策会议纪要。
- **财经数据：**美国 11 月成屋销售年化总数、美国 11 月个人支出月率、美国 11 月耐用品订单和美国 11 月 PCE 物价指数。

风险提示：

1、疫情二次爆发对全球经济影响的不确定性上行；2、政府应对措施和方法不当，恐慌性情绪蔓延；3、货币政策收紧超预期，风险资产波动加剧。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

(8621)61038260

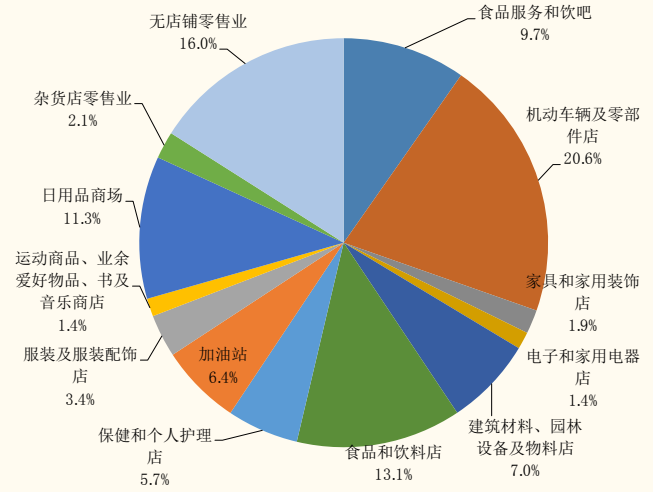
杨一凡 联系人

正文如下：

一、从 11 月零售销售看美联储议息会议

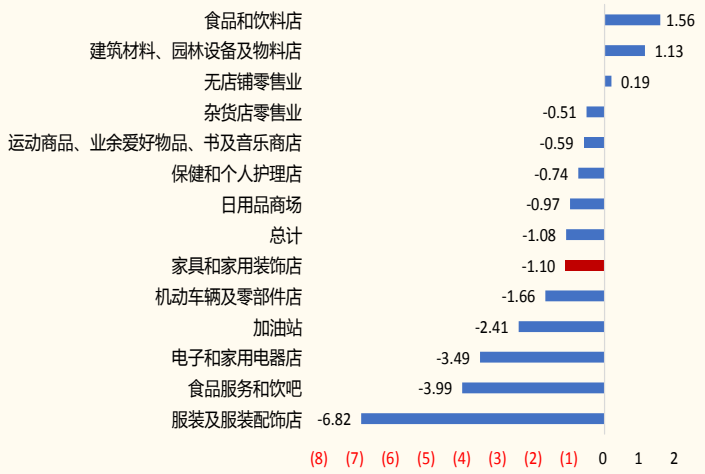
美国 11 月零售销售大幅低于预期，主要鉴于新增病例和新的封锁措施。数据显示，美国 11 月零售销售环比为-1.1%，低于预期的-0.3%，也低于前值的-0.1%(前值由 0.3%下修至-0.1%)；美国 11 月核心零售销售环比为-0.9%，低于预期的 0.1%，也低于前值的 0.6%；美国 11 月零售销售年率为 4.1%，低于前值的 6%。**餐馆，百货商店和汽车经销店均报告 11 月份销售急剧下降。**分类数据显示，服装以及服装配饰店销售额环比为-6.8%，低于前值-3.36%；食品服务和饮吧销售额环比为-4.0%，低于前值-0.5%；电子和家用电器店销售额环比为-3.5%，低于前值 1.09%；机动车辆及零部件店销售额环比为-1.66%，低于前值的 0.01%；无店铺零售业销售额环比为 0.19%，低于前值 2.44%；食品和饮料店销售额环比为 1.56%，高于前值-0.71%；

图表 1：零售销售分项占比



来源：国金证券研究所

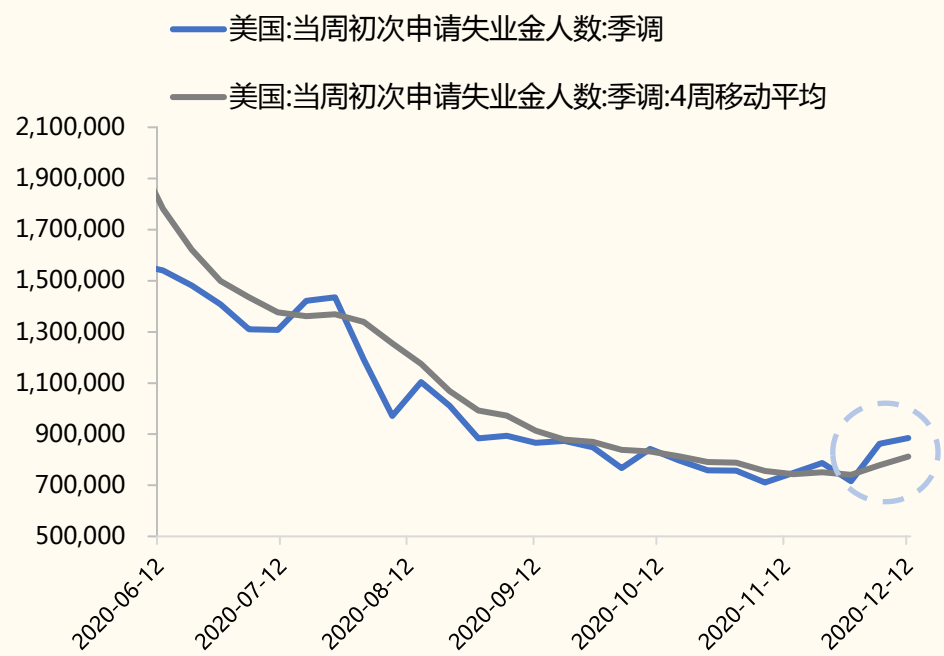
图表 2：零售销售分项环比



来源：国金证券研究所

秋季的零售销售疲软，以及最近失业保险的增加，意味着经济复苏在 2020 年底放缓，符合美联储 12 月议息会议中强化购债的表述。零售销售中服装支出的下降最大表明居民经历区域性封锁后，更倾向于居家，意味着消费者今年节假日没有遵循正常的购物方式，选择避免在购物中心购物，进一步反应了疫情加重对经济的二次影响逐步加剧。另外，美国截至 12 月 12 日当周初请失业金人数为 88.5 万人，高于预期的 81.5 万人和前值的 85.3 万人，表明劳动力市场持续承压。在美联储召开的 12 月议息声明中，虽然维持了利率不变和没有改变购债规模与期限结构，但是利用了前瞻性指引强化了货币政策维持宽松的基调。较 11 月中 FOMC 会议声明，12 月会议声明中增加了“美联储将继续以每个月至少 800 亿美元的规模增持美国国债，并继续以每个月至少 400 亿美元的规模增持机构抵押贷款支持证券(MBS)，直至朝着联邦公开市场委员会实现最大就业和物价稳定的目标”的表述。除此之外，鲍威尔还将美元流动性互换额度和外国及国际货币当局临时回购协议机制延长至明年三季度。

图表 3：12 月 12 日当周初请失业金人数上涨



来源：Wind，国金证券研究所

联邦公开市场委员会对疫苗和财政政策落地的乐观程度上行，上调了 GDP 增速和下调了失业率。鲍威尔重申虽然目前风险有所回落，但经济前景仍然面临不确定性，除非经济复苏取得“实质性进一步进展”，否则将不会开始缩减资产购买计划。联邦公开市场委员会对经济预测的乐观程度有所上行，主要由于疫苗的发展所致，预计本周开始在全国范围内首次接种 COVID-19 疫苗，第二剂疫苗也可能很快会获得 FDA 的批准。从整体数据来看，联储委员会较 9 月上调了 2020 年、2021 年与 2022 年的经济预测，GDP 增速由-3.7%、4.0%、3.0%上调至-2.4%、4.2%、3.2%，失业率也由 7.5%、5.5%、4.6%下调至 6.7%、5.0%、4.2%，但对于通胀的调整并不显著，PCE 通胀在 2020 年不变，在 2021 和 2022 年从 1.7%和 1.8%小幅上调至 1.8%和 1.9%。

图表 4：12 月联邦委员会对经济指标的预测

Variable	Median [1]					Central Tendency [2]			
	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023
Change in real GDP	-2.4	4.2	3.2	2.4	1.8	-2.5--2.2	3.7-5.0	3.0-3.5	2.2-2
September projection	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9	-4.0--3.0	3.6-4.7	2.5-3.3	2.4-3
Unemployment rate	6.7	5.0	4.2	3.7	4.1	6.7-6.8	4.7-5.4	3.8-4.6	3.5-4
September projection	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1	7.0-8.0	5.0-6.2	4.0-5.0	3.5-4
PCE inflation	1.2	1.8	1.9	2.0	2.0	1.2	1.7-1.9	1.8-2.0	1.9-2
September projection	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0	1.1-1.3	1.6-1.9	1.7-1.9	1.9-2
Core PCE inflation [4]	1.4	1.8	1.9	2.0		1.4	1.7-1.8	1.8-2.0	1.9-2
September projection	1.5	1.7	1.8	2.0		1.3-1.5	1.6-1.8	1.7-1.9	1.9-2
Memo: Projected appropriate policy path									
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	0.1-0
September projection	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	0.1-0

来源：美联储、国金证券研究所

短期来看，虽然目前长端利率有所回升，但仍然处于低位；鲍威尔也重申有必要时美联储可以扩大债券购买和调整久期。当前美国 10 年国债收益率从 8 月初的低点回升，我们之前也提高这种回升主要由于美元提前预支了财政政策的信用，导致资金流入债市，叠加通胀预期也企稳回升，推动长端美债收益率回升。但我们预计长端利率短期难以进一步上行，主要由于：一方面，美联储之前就将引入“平均通胀目标”的政策，将之前 2%的通胀目标调整为通胀率在一段时间内平均达到 2%表明要实现该目标肯定会使长期利率维持低位；另一方面，我们预计在明年房地产上半年持续火热和大宗商品复苏影响下，明年美国通胀大概率前高后低，通胀带动长端收益率曲线进一步回升，但由于顾虑到上半年仍然以维稳的政策方向，一旦对金融资产价格产生负面影响，美联储仍然会扩大债券购买维持资本市场的稳定。

我们预计，明年 Q2 后美联储将逐步减少资产购买，后续的风险点将是如何在稳定金融市场的同时消化当前高企的政府债务。目前来看，财政政策落地的紧迫性上行，且我们预计在今年年底和明年年初一项 9000 亿美元左右的财政政策的法案将会落地，重新对劳动力市场和消费形成支撑。由于美国经济的弹性较大，如果疫苗的普及和政策的配合将带动美国经济下半年强劲复苏，那么后续的风险关注点将是 1）美联储若在下半年减少购债的话，货币政策逐步收紧对风险资产的影响几何；2）美联储通过财政赤字货币化的方式推动政府杠杆率达到了历史高峰，但后续去杠杆的过程中引发的本土或是外溢风险仍未定价。

二、美国 11 月工业产出、联储制造业回落，德国 11 月商业景气指数回升

1、美国 11 月工业产出低于前值但高于预期

根据美联储 12 月 15 日晚间公布的数据显示，美国 11 月工业产出月率为 0.4%，低于前值 0.9%（修正前为 1.1%），高于预测值 0.3%；11 月制造业产出月率为 0.8%，低于前值 1.0%，高于预测值 0.3%；11 月产能利用率为 73.3%，高于前值 72.8%，也高于预测值 73%；11 月制造业产能利用率为 72.6%，高于前值 71.1%。

汽车及其零部件制造明显增长对工业生产增长形成提振。分项上来看，汽车和零部件制造业增长 5.3%；由于天气温度比同期更高而减少的对取暖的需求，公用事业的产出下降 4.3%；电力和天然气指数均有所下降，分别为-2.5%和-13.2%；公用事业指数的下降导致了消费品和商业用品指数的下降，分别为-5.2%和-2.0%；商用设备指数上涨 2.0%是因为部分受此车生产大幅增长以及商用飞机生产持续复苏的支撑。材料产量增长 0.7%，其中三大主要成分耐用材料、非耐用材料和能源材料的增长幅度相似，分别为 0.6%、0.7%和 0.6%；矿业产量在 10 月下降 0.7%后增长了 2.3%；耐用制造业指数上涨 1.5%，除汽车和零部件制造指数大幅上升外，初级金属、计算机和电子产品和航空航天和其他运输设备厂产量也显著增加，分别为 3.8%、1.1%和 1.8%；非耐用品指数在 10 月上涨 1.4%后，11 月小幅上涨 0.1%；食品、饮料和烟草制品以及纸张制品指数的上涨抵消了其他分项的下跌。11 月工业部门产能利用率上升 0.3 个百分点至 73.3%，较长期（1972-2019 年）平均低 6.5 个百分点，但较 4 月低点高出 9.1 个百分点。

2、12 月纽约联储制造业 PMI 低于前值

根据纽约联储 12 月 15 日公布的数据显示，美国 12 月纽约联储制造业指数为 4.9，低于前值 6.3 也低于预测值 6.2；制造业就业指数为 14.2（前值 9.4）；物价获得指数为 10（前值 11.3）；新订单指数为 3.4（前值 3.7）。

商业状况变化不大，就业状况明显改善。12 月纽约联储制造业指数为 4.9，连续第六个月在正值区间，26%的受访者表示在过去的一个月里，商业状况有所改善；21%的人表示情况恶化。就业方面，雇员人数指数上升 5 个百分点至 14.2，为一年多来的最高水平。价格方面，支付价格指数上涨 8 个点至 37.1，为两年来的最高水平，表明投入品价格上涨；物价获得指数稳定在 10，表明销售价格持续温和上涨。新订单指数为 3.4 略低于前值 3.7，订单略有增加的同时未完成订单明显减少，出货指数上升 6 个点至 12.2 表明出货量大幅上升；交货时间延长（指数为 3.6，前值 0.7），库存小幅下降(指数为-4.3，前值-8.6)。未来商业状况指数变化不大为 36.3，表明企业对未来状况人保持乐观态度；未来新订单和出货量指数为正，分别为 32.3 和 32.7；就业水平和平均每周工作时间预计在未来继续增加。

3、12 月费城联储制造业低于预期和前值

根据费城联储 12 月 17 日公布的数据显示，12 月费城联储制造业指数为 11.1，低于前值 26.3 也低于预测值 20；制造业新订单指数为 2.3（前值 37.9）；制造业装船指数为 14.4（前值 24.9）；制造业物价获得指数 27.1（前值 38.9）；制造

业物价支付指数为 18（前值 25.4），就业指数为 8.5（前值 27.2）。

新订单和就业指数较上月明显下降。分项上来看，12 月制造业指数为 11.1，是连续第七个月的增长，但为 4 月和 5 月跌至长期低点后的最低正值；新订单指数下跌近 36 点至 2.3，虽然有近 31%的公司报告本月新订单增加，但报告新订单减少的公司比例从 11 月的 11%跃升至本月的 28%；12 月装船指数下降近 11 个点至 14。就业方面，12 月就业指数已连续第六个月为正，但 12 月下降近 19 个点至 8.5。价格方面，本月物价指数温和涨幅不大，超过 29%的公司报告表示投入价格上涨，但反映制造商自身现行价格的指数下降 7 个点至 18，超过 20%的公司表示自己制造的产品价格没有上涨。本月经济活动和新订单的未来指标稍显疲弱，但出货量和就业率未来指标有所改善，超过 45%的公司希望在未来六个月内增加就业机会，整体上，预计未来六个月整体经济增长仍将持续。

4、 欧元区 12 月制造业 PMI 初值好于预期和前值

欧元区 12 月 Markit 制造业 PMI 初值为 55.5，高于前值 53.8 和预测值 53；综合 PMI 初值 49.8，高于 45.3 和预测值 45.7，是两个月以来的高点；服务业 PMI 初值为 47.3，高于前值 41.7 和预测值 42，是三个月以来的高点。

整体来看，制造业产出增长强劲，抵消服务业活动进一步下滑的负面影响。12 月综合 PMI 从 45.3 升至 49.8，在 11 月大幅下滑后，第四季度 PMI 平均值为 48.4，虽然低于第三季度的 52.4，但远高于第二季度的 31.3，表明二次疫情对经济的影响没有第一波严重。服务业连续第四个月出现萎缩，但下降速度明显放缓至 9 月以来的最慢水平，原因是报告受疫情封锁限制的公司数量减少。新订单流入量小幅上升，虽然商品出口以 34 个月以来第二快的速度增长，为近 10 月的高点，但由于持续严格的旅行和旅游限制，服务业出口再次大幅下降。就业方面，由于积压工作不再大幅减少，企业控制了裁员，整个欧元区的就业率已连续第十个月下降，但 12 月份的就业人数下降速度是疫情爆发以来的最低水平，失业率的放缓归因于疫苗研发的消息令企业对未来一年前景的感到乐观。价格方面，商品和服务的平均价格下降速度是自 3 月份价格开始回落以来的最低水平，与需求增强和定价能力提高有关。从地区趋势来看，德国连续第六个月公布产出扩张，综合 PMI 升至 52.5（前值 51.7），服务业的衰退有所缓和；法国的产出连续第四个月下降，但综合 PMI 指数从 40.6 升至 49.6，制造业产出恢复温和增长，服务业活动接近稳定。整体来看，欧元区 12 月经济状况好于预期，企业对未来一年的情况越来越乐观。

5、 美国 12 月制造业 PMI 低于前值

美国 12 月 Markit 制造业 PMI 初值为 56.5，高于预测值 55.8 但略低于前值 56.7，为两个月低点；综合 PMI 初值为 55.7，低于前值 58.6，为三个月以来的低点；服务业 PMI 初值为 55.3，低于前值 58.4，也低于预测值 55.9，为三个月以来的低点。

服务业受限制和需求疲软影响放缓了整体增速。新订单继续增加，是自 2019 年 2 月以来增长最快的一次，但临时停产和客户的不确定性对经济好转造成了压

力。虽然制造业和服务业的国内需求增加，但由于外国客户的需求下降，企业的新出口订单出现自 7 月以来的首次下降。12 月供应链严重中断使得供应放缓跟不上需求的上行，制造商提高了销售价格，尽可能地将更高的成本转嫁给客户，相比之下服务业的通胀有所放缓。虽然企业对未来 12 月的产出前景虽然依然乐观，但由于疫情的不确定性和成本的飙升，产量前景收到了抑制，企业预期跌至三个月低点。

6、德国 11 月 IFO 商业景气指数高于预期和前值

根据德国 IFO 经济调查机构 12 月 18 日发布的数据显示，德国 12 月 IFO 商业景气指数为 92.1，高于前值 90.9 和预测值 90；商业预期指数为 92.8，高于前值 91.5 和预测值 92.5；商业现况指数为 91.3，同样高于前值 90 和预测值 89。

制造业和服务业商业信心明显回升。虽然封锁令某些行业收到重创，但总体而言，德国经济表现出一定的恢复力。制造业方面，景气指数涨幅明显为 8.9（前值 4.0），是对当前局势的评估攀升至 1 月份以来的最高水平；且对未来六个月的乐观情绪也明显增强。服务业方面，景气指数有所回升至-0.4（前值-3.1），公司对现状比较满意，由于运输和物流公司以及房地产活动复苏强劲，企业对预期悲观情绪减少，但疫情危机仍然影响旅行社和住宿服务行业。贸易方面，商业环境的到改善，公司对当前状况的评估更为积极，景气指数上升到与 9 月高点持平的正值 0.3，企业对未来的预期有所提高，零售业虽然状况有所改善，但预期的不确定因素依然很多。建筑业景气指数保持不变，为-0.5，企业对当前的形势评估更为积极，但对未来半年的悲观情绪有所加剧。

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_677