

财政救助停止后的美国经济恢复情况

证券研究报告

2020年09月20日

消费、就业、生产、投资的状态

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 分析师

SAC 执业证书编号: S1110520070002
xiangjingshu@tfzq.com

疫情加速了美国制造业的去库,由于消费需求恢复远好于生产,制造业库存目前处于低位。财政纾困帮助居民消费,特别是商品消费快速反弹,但生产各项指标仍然偏低。在低库存水平下,需求恢复持续好于供给,通胀将持续回升。

但8月至今,美国国会仍未出台新一轮经济刺激计划,政府向企业提供的援助资金已经告罄,特朗普授权的失业工资补助计划(LWAP)在持续六周后结束,消费者信心减弱,消费已经出现二次回落。

相关报告

风险提示:新冠疫情扩散超预期;货币政策低于预期;财政政策低于预期

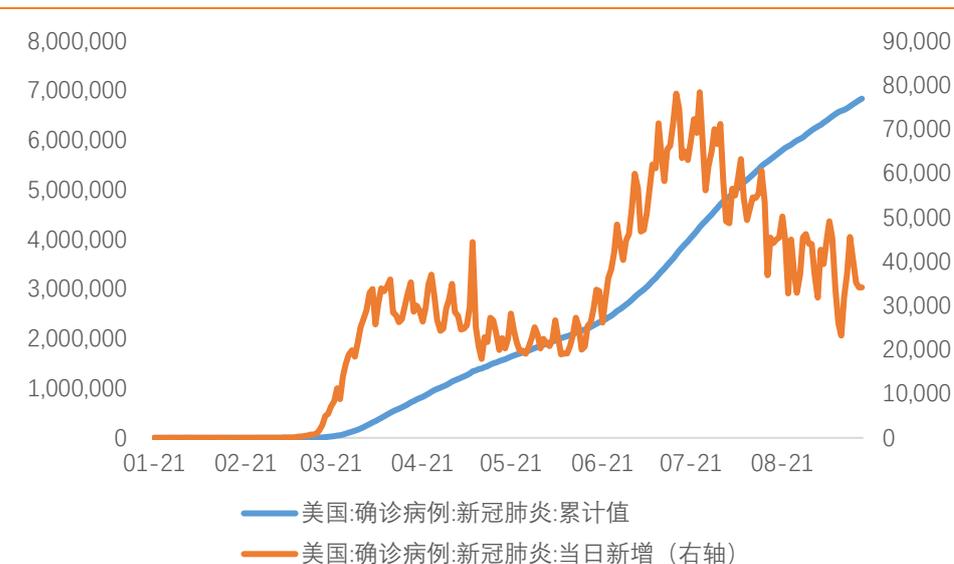
疫情加速了美国制造业的去库，由于消费需求恢复远好于生产，制造业库存目前处于低位。财政纾困帮助居民消费，特别是商品消费快速反弹，但生产各项指标仍然偏低。在低库存水平下，需求恢复持续好于供给，通胀将持续回升。

但 8 月至今，美国国会仍未出台新一轮经济刺激计划，政府向企业提供的援助资金已经告罄，特朗普授权的失业工资补助计划（LWAP）在持续六周后结束，消费者信心减弱，消费已经出现二次回落。

一、疫情

截至 9 月 17 日，美国新冠病毒肺炎累计确诊人数为 683.6 万，死亡人数为 20.2 万人。然而特朗普政府已下令医院停止向 CDC 报告 COVID-19 数据，而是将数据直接报送给卫生与公共服务部（HHS），政府数据科学家的流失和数据质量的下降，在特朗普政府显得尤为明显。¹

图 1：美国新冠累计确诊和每日新增（人）

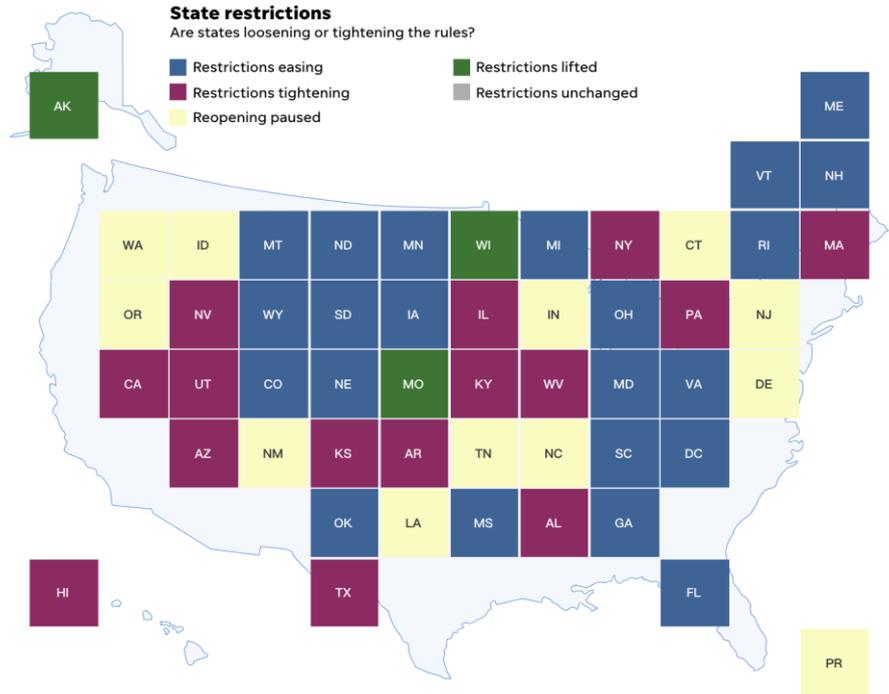


资料来源：WIND，天风证券研究所

截至 9 月 3 日，共有 12 个州暂停开放（reopening paused），14 个州加强管制（restriction tightening），3 个州解除管制（restrictions lifted），22 个州放松管制（restrictions easing）。但实际上所有州的居民外出活动都在增加。

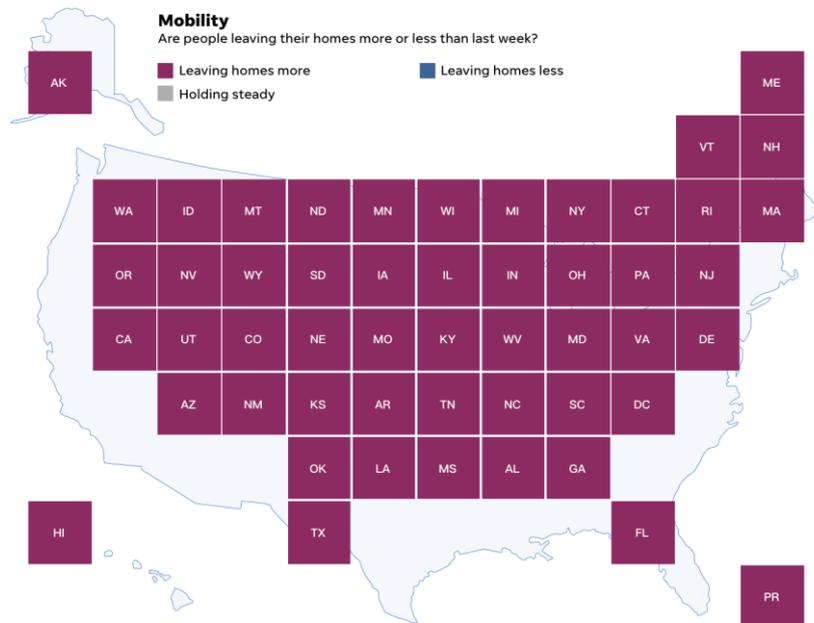
图 2：美国各州管制情况（9.3）

¹ <https://www.businessinsider.com/ppp-coronavirus-climate-change-weather-government-data-getting-worse-terrible-2020-7>



资料来源: Businessinsider, 天风证券研究所

图 3: 美国各州居民外出活动情况 (到 9.3)

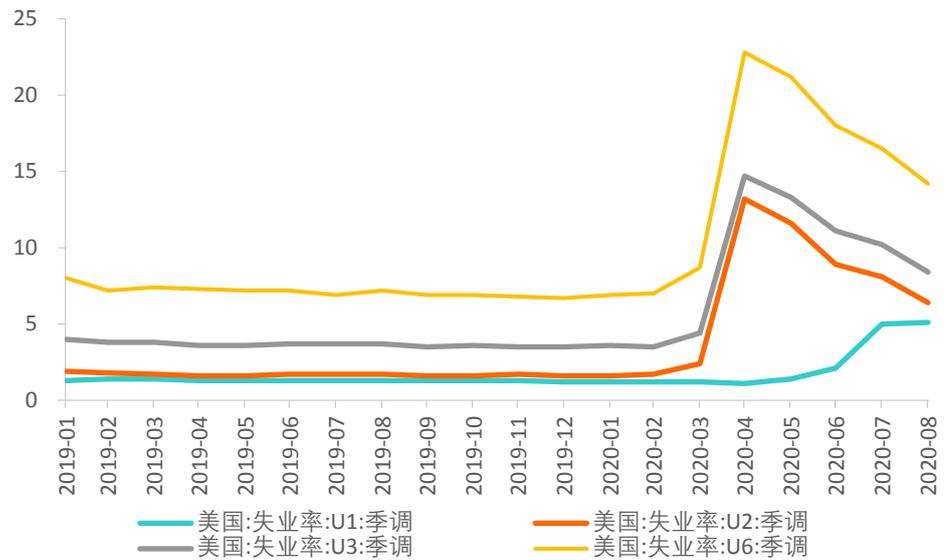


资料来源: Businessinsider, 天风证券研究所

二、就业与收入

美国 U3 失业率 8 月降至 8.4%，但代表已经失业了 15 周或以上的劳动力占比的 U1 失业率反而升至 5.1%。失业统计口径最宽泛的 U6 失业率(包含了对目前的经济形势感到失望，的“气馁的求职者”、拒绝就业的劳动者、现阶段没有全职工作的劳动者)降至 14.2%，依然是疫情前的两倍多。表明在疫情下，部分劳动群体因为担心病毒感染或经济形势，对返回劳动力市场更为谨慎或气馁。

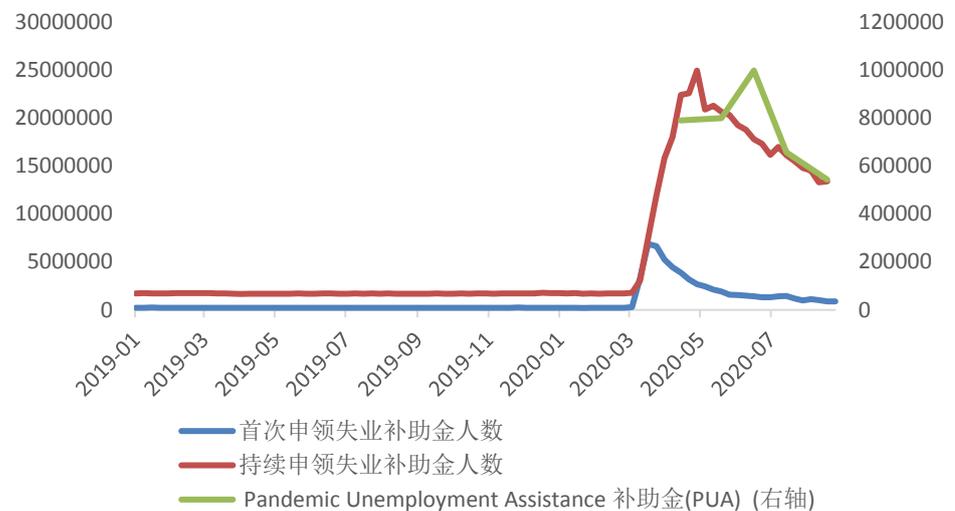
图 4: 美国 U1:长期失业率 (%) 近期反而走高



资料来源: WIND, 天风证券研究所

美国劳工部发布数据显示,美国上周首次申请失业救济人数下降至 88.1 万人,始终维持在 80 万以上;持续申领失业补助金人数维持在 130 万人以上,且未包含正通过大规模失业援助(PUA)接受紧急联邦失业救济的 54.3 万合同工/自雇人士,就业恢复情况欠佳。

图 5: 首次领取失业金人数 (单位: 人)



资料来源: FRED, 天风证券研究所

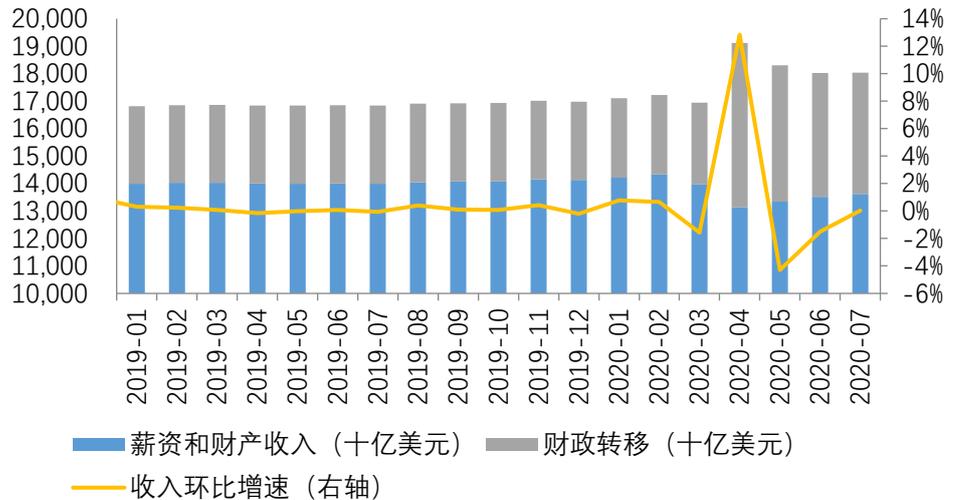
受疫情直接冲击的第三产业在美国 2018 年 GDP 中占比近 7 成,根据圣路易斯联储的研究,专业人员(管理和技术岗)占远程工作人员的 75%,服务业(包括销售)仅占 14%,制造业和文秘占 5%。因此,第三产业中除了管理和技术岗的专业人员(如金融、互联网)可远程办公外,多数职业通过无法远程办公来降低失业风险。8 月非农数据显示,餐饮、酒店和娱乐业、电影行业仍然各有 1/5、1/3、1/3 和 1/2 的从业人员处于失业状态。

疫情困境下,政府的财政纾困方案有力支持了居民消费,转移支付收入在居民总收入占比从疫情前的 1/6 跃升到 1/4 以上。然而特朗普在 8 月初授权的失业工资补助计划(LWAP)在持续六周后结束²,美国参议院未通过共和党的精简版刺激方案,新一轮纾困谈判继续深

² <https://www.newsbreak.com/news/2040510975163/us-department-of-labor-announces-guidance-for-lwap>

陷僵局，失业者收入预期和消费预期将受到明显影响³，但也可能因此主动寻找工作，有利于劳动力市场的恢复。

图 6：转移支付在总收入中占比依然很大

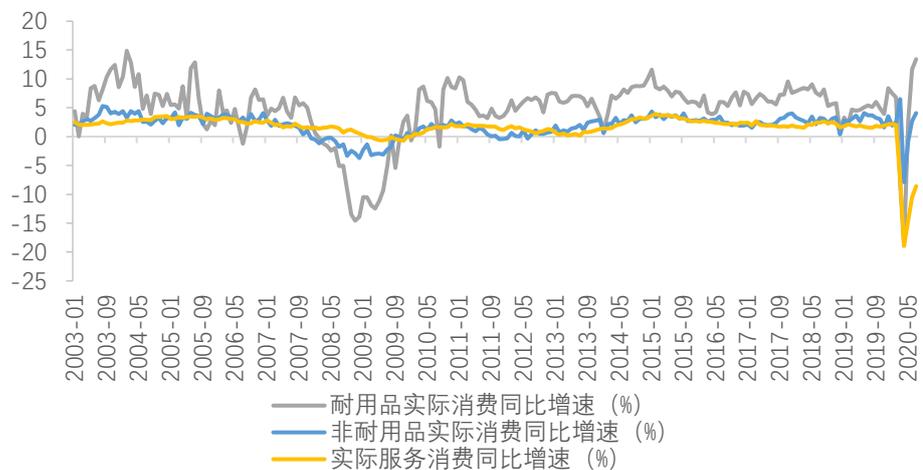


资料来源：FRED，天风证券研究所

三、消费品需求迅速恢复，9 月开始出现二次回落，服务业需求恢复不足

2 季度美国消费受疫情影响明显下滑，3 季度消费品需求迅速恢复，其中非耐用品消费受疫情影响较小，耐用品消费在疫情稳定后迅速反弹，但服务业消费距离恢复到疫情前水平还有较大差距。

图 7：非耐用品受影响较小，耐用品消费迅速反弹，服务消费反弹乏力

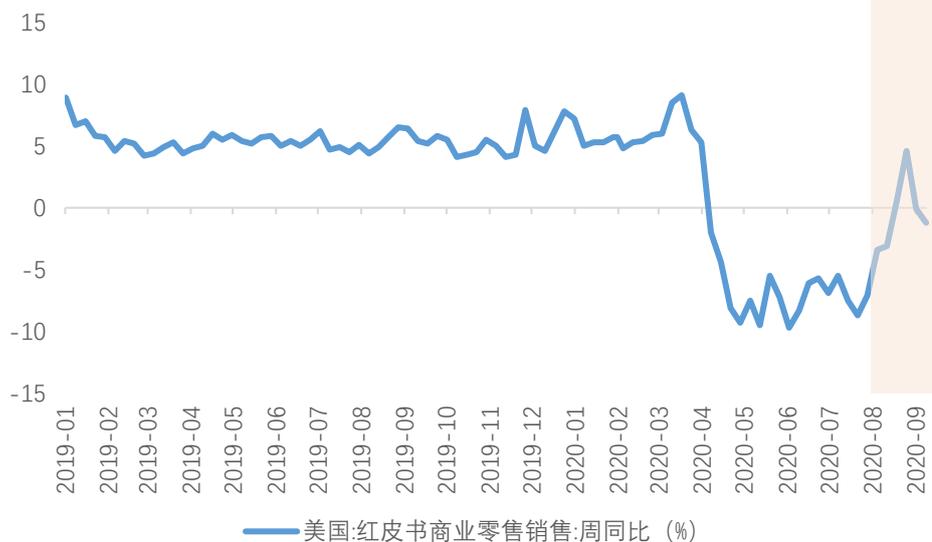


资料来源：FRED，天风证券研究所

美国红皮书商业零售销售同比在 5 月跌至 -10% 之后逐渐回升，7 月疫情扩散一度扰动回升进程，8 月零售周同比回升至零附近%，但 9 月以来零售周同比重新回落。整体来看，美国消费品需求的恢复情况较好，但短期内难以复苏到疫情前水平，尤其是 9-10 月数据可能受救助暂停的影响重新回落。

图 8：美国红皮书商业零售销售同比（周度）

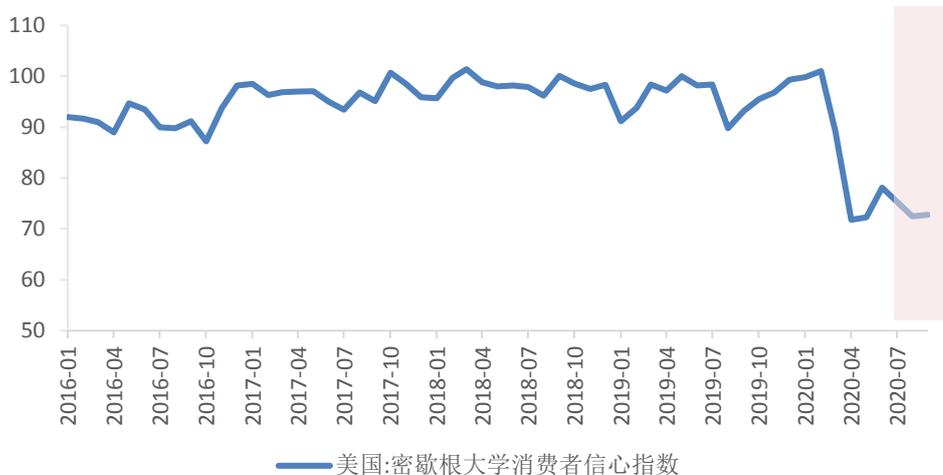
³ <https://www.reuters.com/article/us-usa-economy/fading-fiscal-stimulus-restraining-us-consumer-spending-idUSKBN26726Y>



资料来源: WIND, 天风证券研究所

密歇根大学消费者信心指数在6月出现反弹,但疫情二次爆发后的7月和8月,该指数再次回到72-73左右的低位波动。

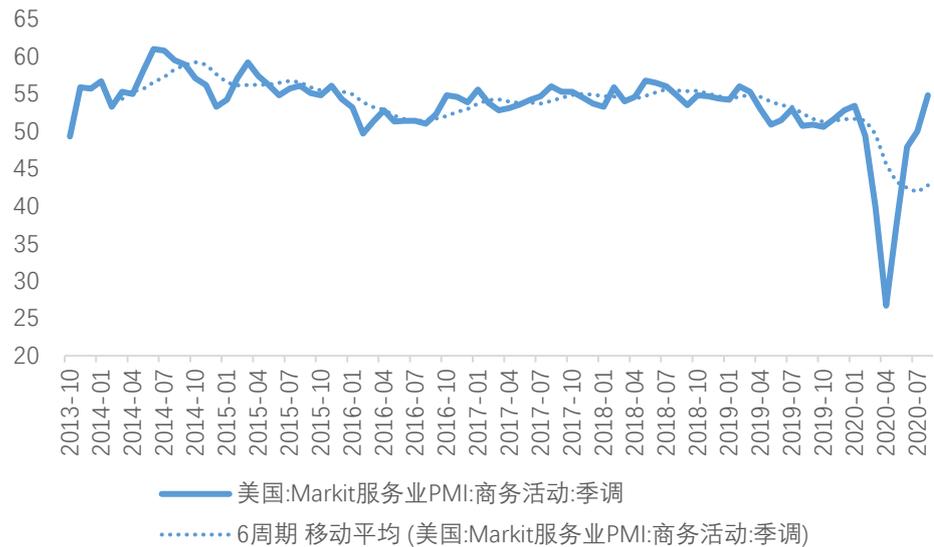
图9: 密歇根大学消费者信心指数 (月度)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

Markit 服务业 PMI 在4月降至历史性的26.7后迅速反弹,8月已回升至54.8,但PMI调查结果类似环比数据,从过去6个月的移动平均来看,服务业生产的实际恢复速度较为缓慢。

图10: Markit 服务业 PMI (月度)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

美国的酒店入住自4月初开始恢复, 入住率同比从最低-70%回升至-30%。

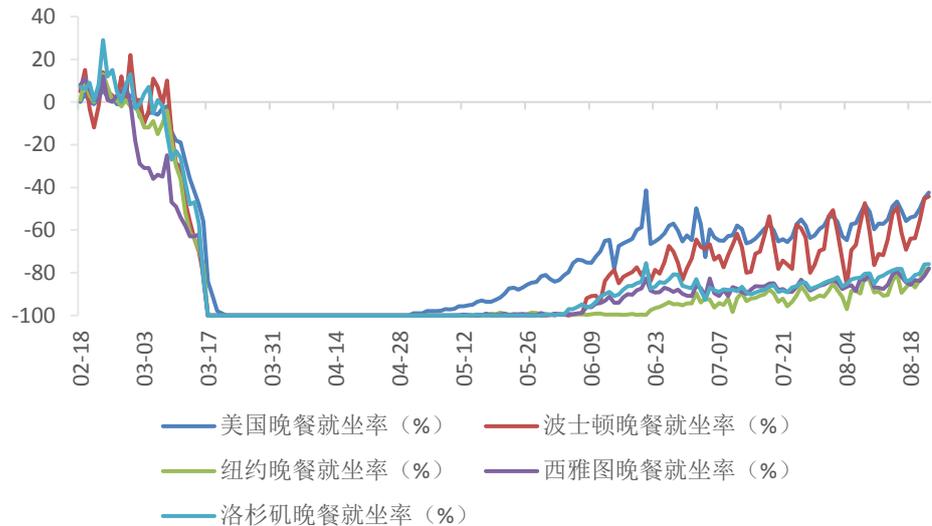
图 11: 酒店入住率同比



资料来源: STR, 天风证券研究所

美国的餐饮业受新冠疫情的打击最大。自5月美国宣布复工后, 晚餐就坐率开始反弹, 主要大城市的晚餐就坐率从6月初开始回升但步伐缓慢。至8月22日, 除波士顿外, 其他主要城市仍恢复至不到去年三成水平。

图 12: 餐厅晚餐就坐率 (日度)



资料来源: Opentable Data, 天风证券研究所

从3月底开始,美国电影院基本关闭,暑期档电影如《信条》、《花木兰》屡次推迟上映日期,目前加州和纽约州的电影院并未开放,全国票房收入最近一周仅恢复至去年同期的5%。

图 13: 美国电影票房同比 (周度)

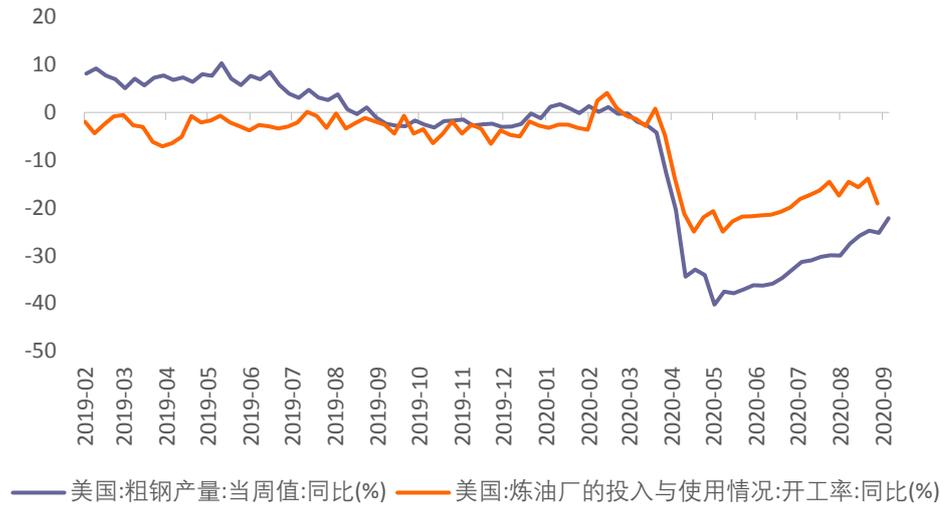


资料来源: Box office, 天风证券研究所

四、生产恢复程度远低于消费, 8月生产恢复放缓

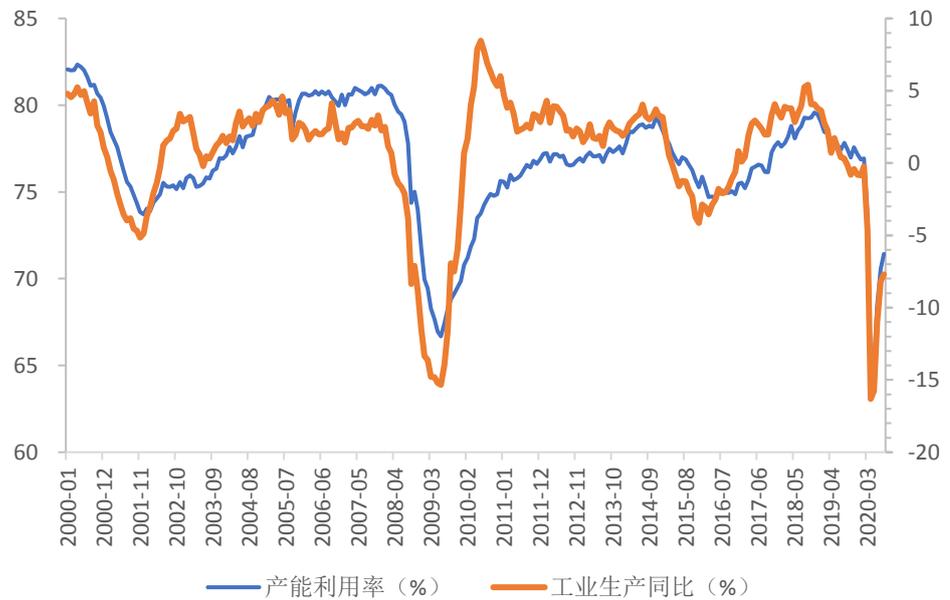
工业生产方面,粗钢产量同比从5月初的-40.3%仅回升至9月初的-22.2%,炼油厂开工率同比也仅仅回升至-19.1%。工业生产同比-8.2%,仅收回了疫情期间的一半跌幅。工业部门的全行业产能利用率从64%反弹至70%,距离疫情前仍有较大差距。

图 14: 炼油厂开工率与粗钢生产同比 (%)



资料来源: WIND, 天风证券研究所

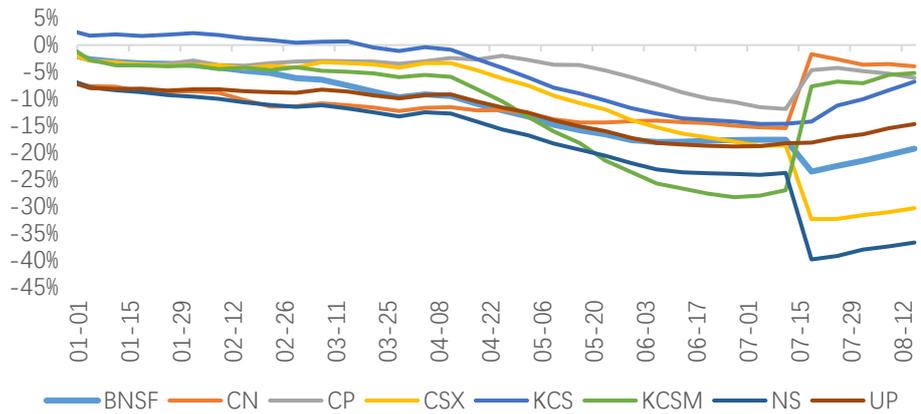
图 15: 产能利用率与工业生产同比 (%)



资料来源: FRED, 天风证券研究所

根据美国 Railfax 的数据显示,从 2020 年开始美国各大铁路公司运货量持续下降,7 月至今各公司有所反弹但幅度分化,总体来看负增长幅度较大。

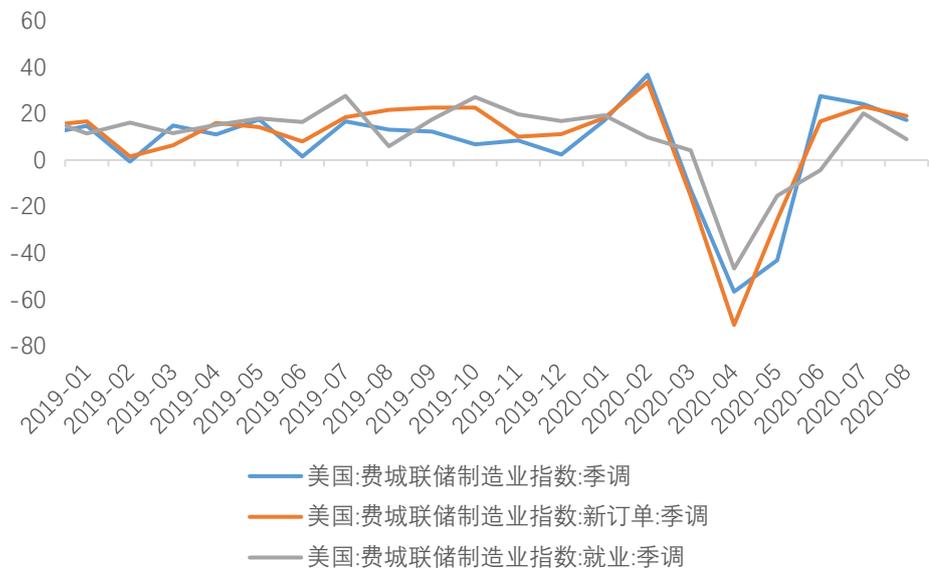
图 16: 美国铁路运货量同比 (周度)



资料来源: Railfax, 天风证券研究所

费城联储制造业指数在 2008 年金融危机期间曾跌至 -44.2 (2009 年 2 月), 这一次从 2 月 36.7 跌至 4 月 -56.6, 其中新订单指数从 33.6 跌至 -70.9, 就业指数从 9.8 跌至 -46.7。随着复工进行, 三项指标均有快速反弹。但受二次疫情影响, 8 月制造业指数、新订单指数和就业指数分别回落至 17.2, 19 和 9。

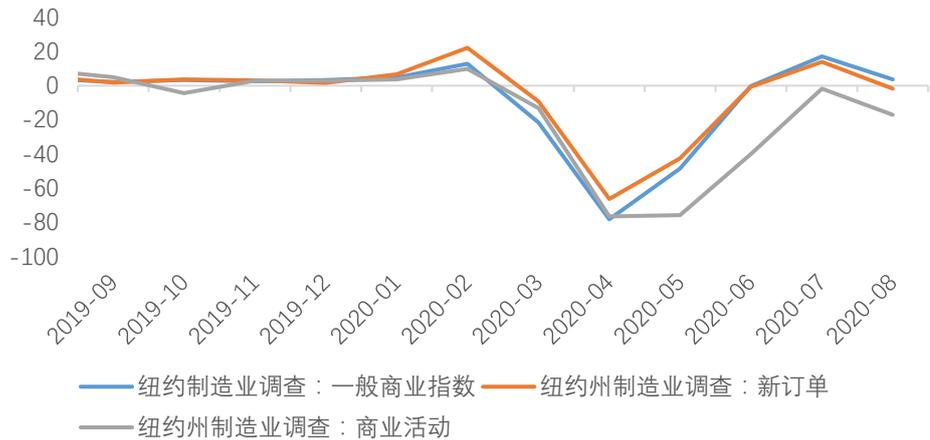
图 17: 费城联储制造业指数



资料来源: WIND, 天风证券研究所

美国纽约制造业调查指数从 2 月 12.9 跌至 4 月 -78.2, 其中新订单指数从 22.1 跌至 -66.3, 一般商业活动指数从 9.8 跌至 -76.5。再最初的反弹后, 8 月制造业指数、新订单指数和一般商业指数回落至 3.7, -1.7 和 -17.1。

图 18: 美国纽约制造业调查指数 (月度)



资料来源：FRED，天风证券研究所

与费城和纽约州制造业调查不同，Markit 制造业 PMI 自 5 月开始连续反弹，7 月和 8 月分别为 50.9 和 53.6，似乎并未受二次疫情影响。

图 19: Markit 制造业 PMI 指数

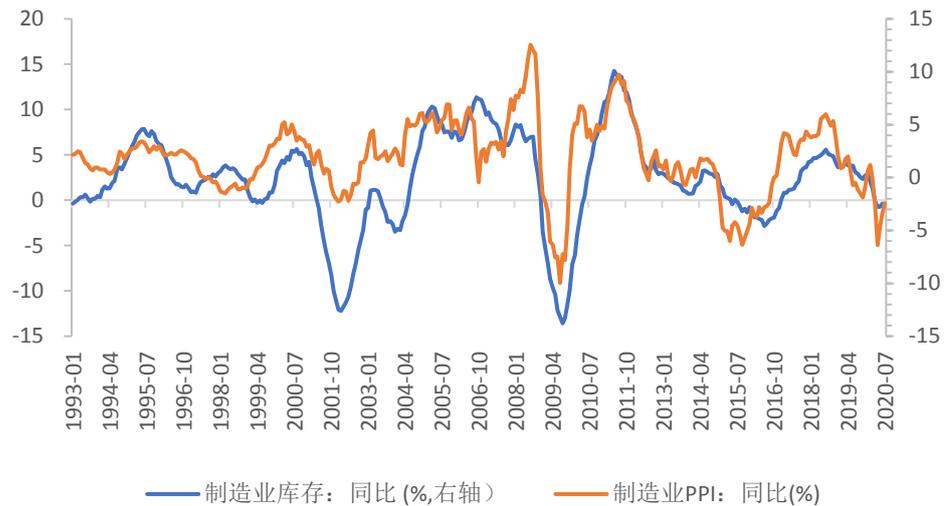


资料来源：WIND，天风证券研究所

五、低库存下，需求恢复好于供给，通胀预期领先实际通胀上升

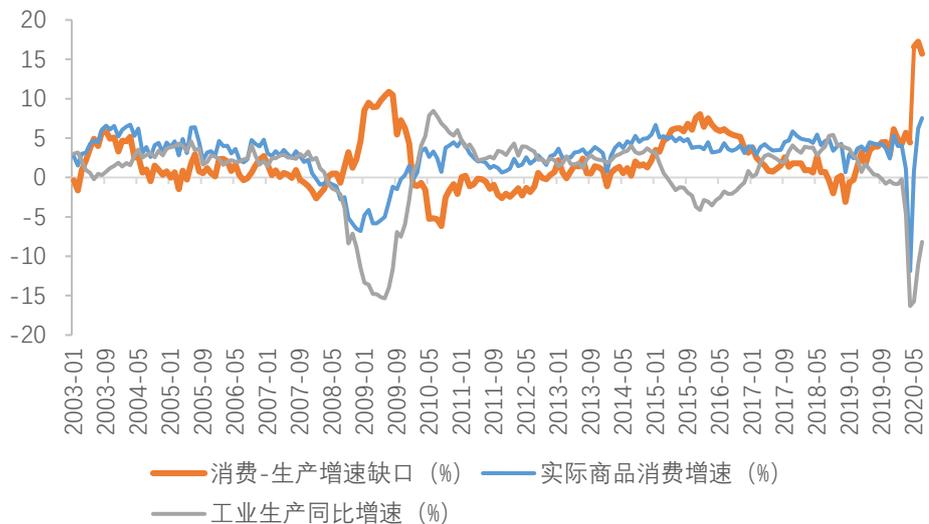
疫情加速了美国制造业的去库，由于消费需求恢复远好于生产，制造业库存目前处于低位。制造业当前处于去库末期/主动补库早期的阶段。财政纾困帮助居民消费，特别是商品消费快速反弹，但生产各项指标仍然偏低。

图 20: 美国制造业整体呈现去库末期/主动补库早期状态



资料来源: FRED, 天风证券研究所

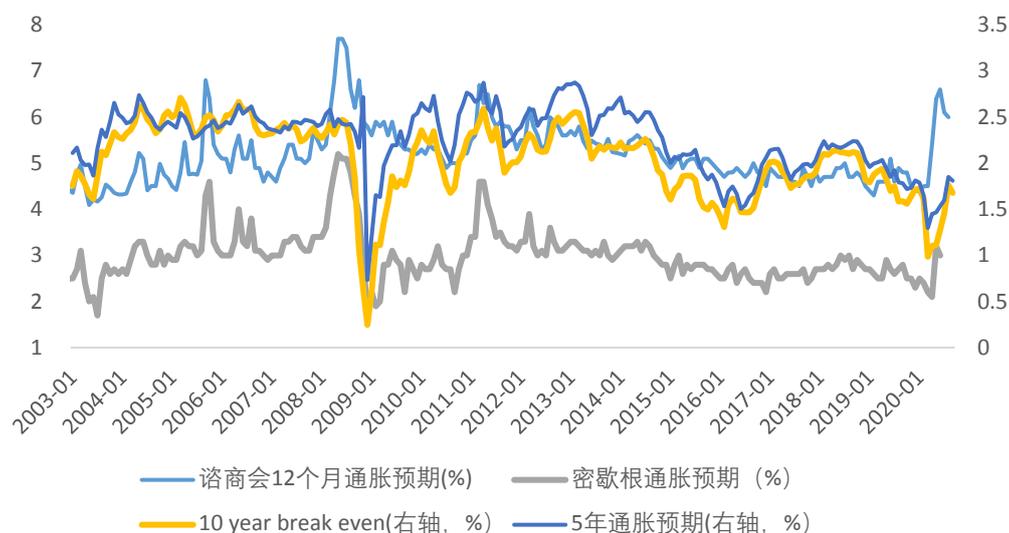
图 21: 美国商品供求同比增速



资料来源: FRED, 天风证券研究所

当前美国 CPI 水平仍然较低, 8 月 CPI 为 1.3%, 核心 CPI 为 1.7%。在低库存水平下, 需求恢复持续好于供给, 通胀将持续上升。从通胀预期与实际通胀的历史走势来看, 通胀预期往往领先实际通胀, 实际通胀比通胀预期的波动更大。目前通胀预期的反弹较为合理: TIPS 隐含通胀预期回到 1.68%, 相比金融危机后 2.0-2.5% 的平均水平(同时也是未来的政策目标)并不算高。密歇根通胀预期、谘商会消费者通胀预期均有不同程度的反弹。

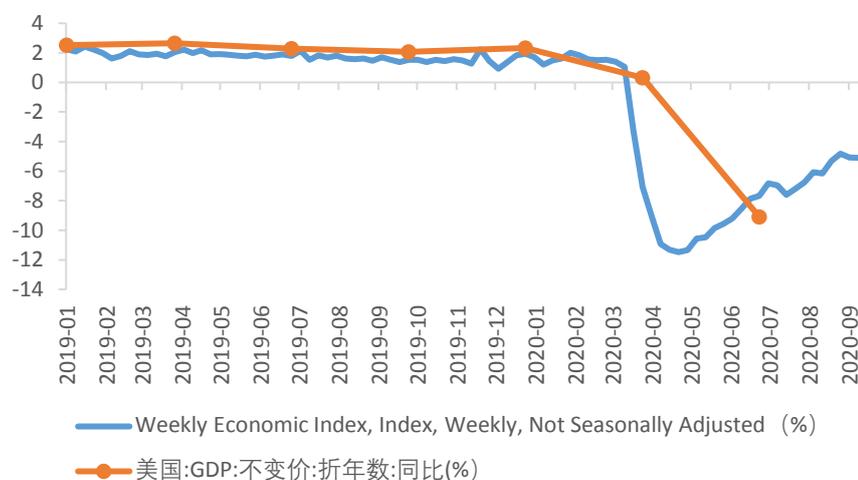
图 22: 谘商会消费者 12 个月通胀预期 vs tips 隐含预期 vs 密歇根通胀预期 vs 5 年通胀预期



资料来源：FRED，Bloomberg，天风证券研究所

纽约联储的每周经济指数（WEI）包括了零售额、消费者信心指数、首次失业保险申请、临时合同雇佣指数、钢铁生产量、燃料以及电力消费量等经济指标，和美国实际 GDP 走势基本吻合。这一次 WEI 领先指标从 2020 年 3 月开始急跌至 2008 年以来的最低水平 -11.5%。此后，WEI 一路回升，但在二次疫情扰动下，7 月前两周有所回落，8 月随着疫情有所好转回升至 -4.8%，近期又有所反复，对应三季度实际 GDP 同比增速约为 -6%。

图 23：WEI 领先指标与美国 GDP 同比增速



资料来源：NY fed，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com