美国宏观经济月报

2020 年/07 月

海外宏观经济与策略研究员　**刘绍东**
010-66555862
shaodong_liu@chiefgroup.com.hk

摘要：

- 截至 7 月 15 日，新冠病毒全球累计确诊超 1350 万例，累计达 13,529,900 例，累计死亡 583,600 例。新增病例仍在加速的国家包括美国、印度、墨西哥、南非、阿根廷、印尼等。美国累计确诊 3,512,674 例，死亡 137,314 例。
- 随着新增确诊病例数量的增加，美国越来越多的州正在暂停重新开放的计划，一些州正在重新施加他们先前取消的限制。
- 6 月份美国劳动力市场开始逐渐回暖，每周初次申请失业金人数下降至两百万人以内，最近两周已降至 150 万人以下。失业率在 6 月下降 2.2 个百分点至 11.1%。6 月份劳动参与率上升 1.1 个百分点，升至 61.8%。
- 虽然美联储资产负债表在 7 月份收缩，但对资本市场仍在大力支撑。其减少了正回购协议和与其他央行流动性互换，但增持国债和 MBS。6 月末基础货币存量减少，但其减少并不意味着市场流动性的收缩，反而更多资金涌入市场。
- 美国商业银行资产负债表中信贷和持有证券出现分化，持有证券余额进一步增加，而信贷余额有所收缩。
- **制造业和服务业继续回暖。**
  - 6 月份美国制造业 PMI 为 52.6%，较上月大幅上升 9.5%，结束了连续 3 个月低于荣枯线。
  - 6 月份非制造业 PMI 回升幅度更大，升至 57.1%，较上月份上升 11.7 个百分点。
- **居民消费支出增加，通胀率回升。**
  - 虽然 5 月份名义和实际个人收入均回落，但这主要是因为前期政府一次性补贴的原因，因为薪资收入的增加，个人消费支出增速逐渐回升。
  - 由于居民消费支出的回暖，6 月份美国通胀指数回升。6 月 CPI 同比增长 0.6%，高于前值的 0.1%；核心 CPI 则同比上升 1.2%，同前值持平。

图表目录

图表 1：美国新增确诊病例变化 3
图表 2：美国新增死亡病例变化 3
图表 3：美国新冠病毒确诊病例地图 4
图表 4：美国主要公共场所开放状况 5
图表 5：初次申请失业金人数 6
图表 6：累计持有失业保险人数及对应失业率 6
图表 7：失业率与非农职位空缺率 7
图表 8：劳动参与率 7
图表 9：新增非农就业人数 8
图表 10：非农企业平均工时、时薪和周薪 8
图表 11：非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速 8
图表 12：美联储资产结构 9
图表 13：美联储负债结构 9
图表 14：美联储准备金余额 10
图表 15：联邦基金利率与 IOER 变化 10
图表 16：美国基础货币投放量变化 10
图表 17：美国货币供应量 10
图表 18：商业银行信贷与持有证券 11
图表 19：商业银行信贷同比增速 11
图表 20：美国国债收益率 12
图表 21：各期限国债收益率差值 12
图表 22：抵押贷款利率 12
图表 23：制造业采购经理人指数 13
图表 24：非制造业采购经理人指数 13
图表 25：各主题出货量同比增速 14
图表 26：各主题新订单量同比增速 14
图表 27：各主题存货量同比增速 14
图表 28：制造业库存增速随 PMI 变化 14
图表 29：美国工业生产指数 15
图表 30：美国制造业产能利用率 15
图表 31：制造业产能利用率 16
图表 32：美国个人收入情况 17
图表 33：可支配收入及消费支出同比增速 17
图表 34：CPI 和 PCE 同比增速 18
图表 35：各类商品通胀水平 18

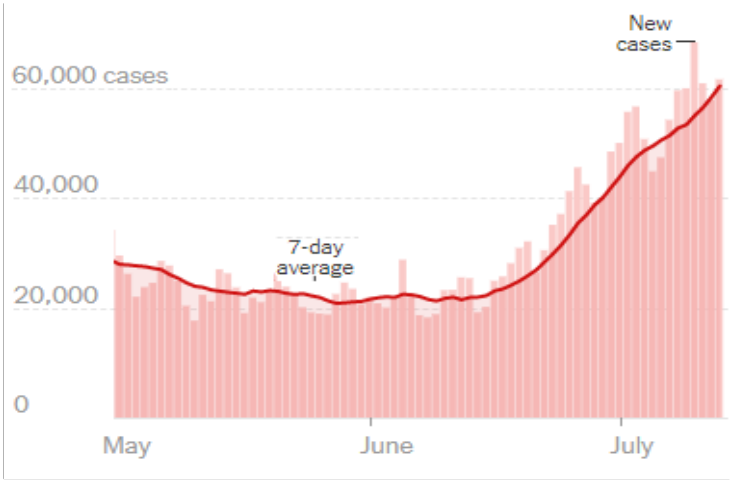
1、美国新冠病毒疫情

根据约翰斯·霍普金斯大学数据，截至北京时间 7 月 15 日，新冠病毒全球累计确诊超 1350 万例，累计达 13,529,900 例，累计死亡 583,600 例，并且几乎在每个国家都检测到了该病毒。在一些受灾较早的国家中，新冠病毒疫情正在减弱，但全世界新增病例的增长速度比以往任何时候都要快，每天确诊病例超过 10 万例，少数几天超过 20 万例。新增病例仍在加速的国家包括美国、印度、墨西哥、南非、阿根廷、印尼等。

在疫情爆发采取社会隔离措施之后，全球病例在 4 月份趋于稳定。但是随着在 5 月和 6 月开始重新开放，美国无法遏制疫情复发，这使其成为全球病例数上升的主要驱动力之一。目前，美国平均每天占全世界报告的所有新增病例的约四分之一。

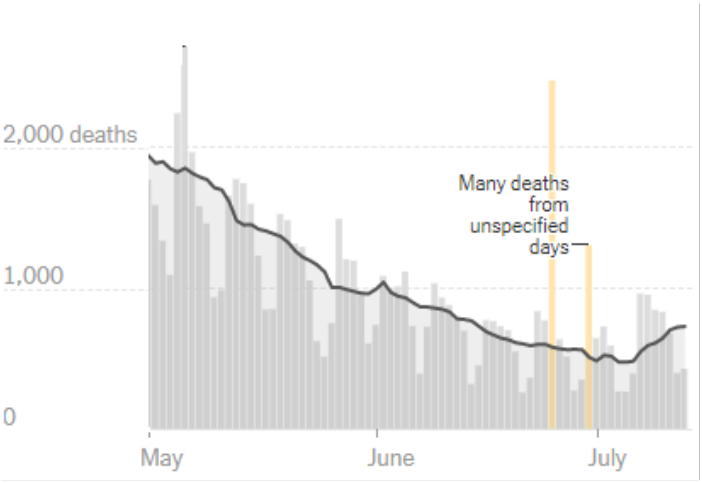
目前美国累计确诊 3,512,674 例，死亡 137,314 例。美国无论是新增确诊病例数还是新增死亡病例数，按照 7 日均值走势来看，均处在上升趋势中。现仍未看到转好趋势。

图表 1：美国新增确诊病例变化



资料来源：NYtimes、致富研究院

图表 2：美国新增死亡病例变化

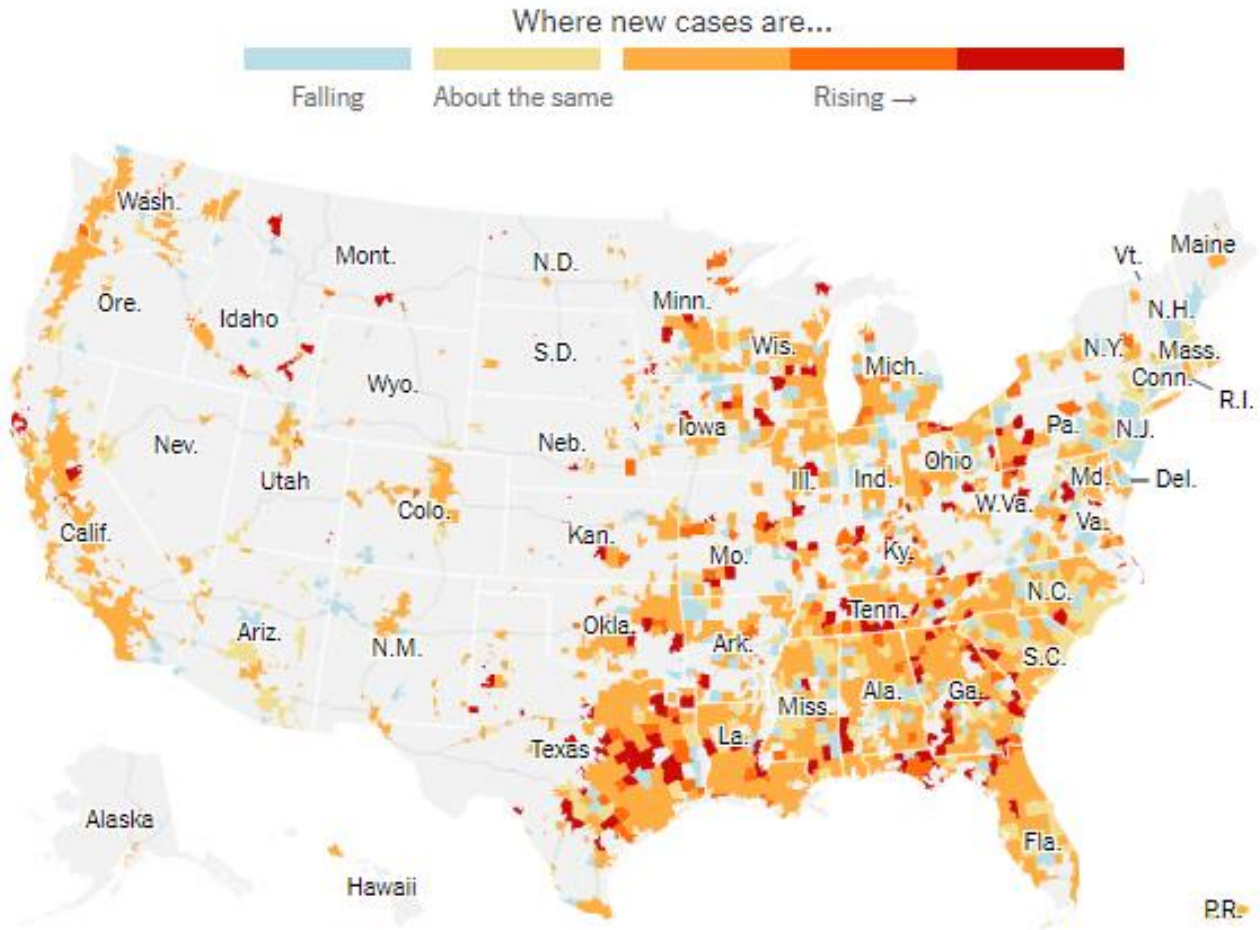


资料来源：NYtimes、致富研究院

在美国大部分地区，新增确诊病例数量激增，其中包括许多最早重新开放的州。因为在这些地方，住院的人数和检测为阳性人数的百分比也在增加，所以病例上升不能仅仅通过增加检测来解释。冠状病毒的死亡数仍然远远低于其峰值水平。新增确诊病例数自 6 月中旬大幅上升，而每日新增死亡病例数自 7 月 7 日起才有所增加，增加周期明显滞后超过两周，并且幅度较小。这一方面

是因为从确诊到病情加重之间有时间差，另一方面也反映出现随着治疗方案的优化，药物治疗较过去更有效降。

图表 3：美国新冠病毒确诊病例地图

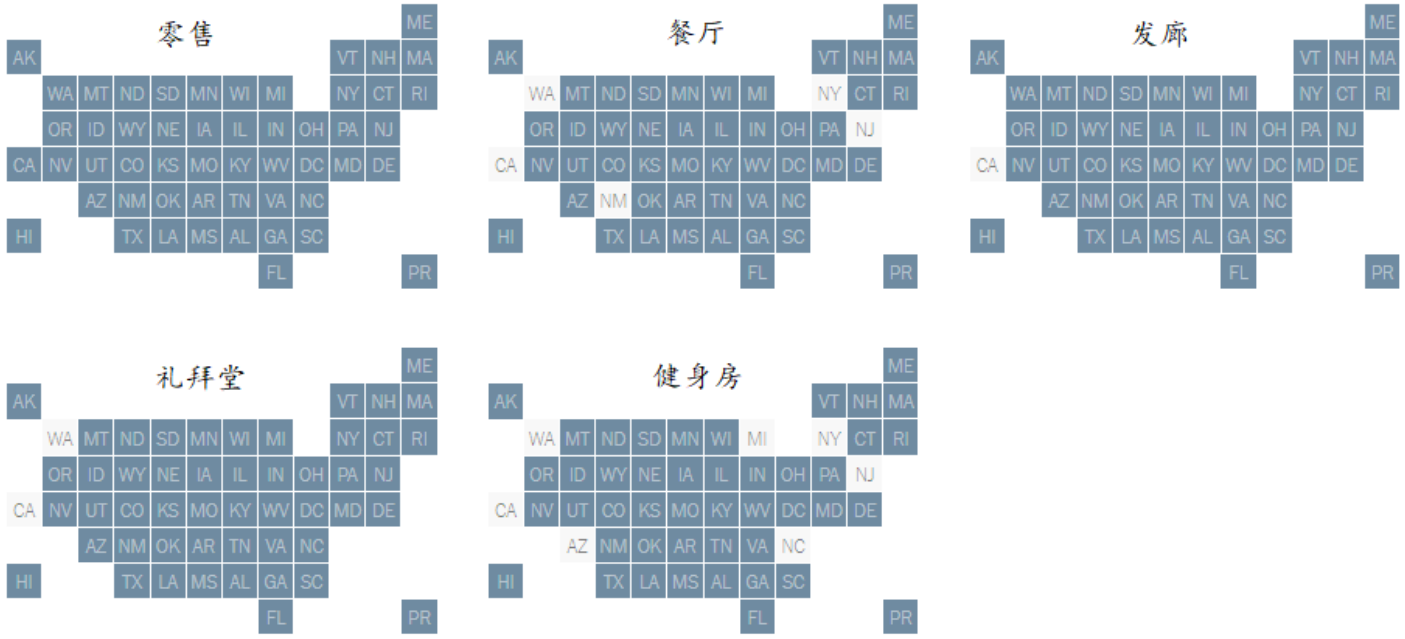


资料来源：NYtimes、致富研究院

目前新增病例增加的州有：弗洛里达州、德克萨斯州、加利福尼亚州、佐治亚州、北卡罗来纳州、南卡罗来纳州、路易斯安那州和田纳西州。在过去的 14 天中，这些州的新报告病例有所增长。白宫根据过去 14 天的案件“向下轨迹”发布各州重新开放的标准。

新冠病毒在各州的影响是不平衡的。在纽约和加利福尼亚州，这是最严重的地区，超过 725,000 人患有冠状病毒。在一些人口较少的州，包括夏威夷和蒙大纳州，患者少于 2500 名。在少数边远县中，甚至没有一项积极的测试。

图表 4：美国主要公共场所开放状况



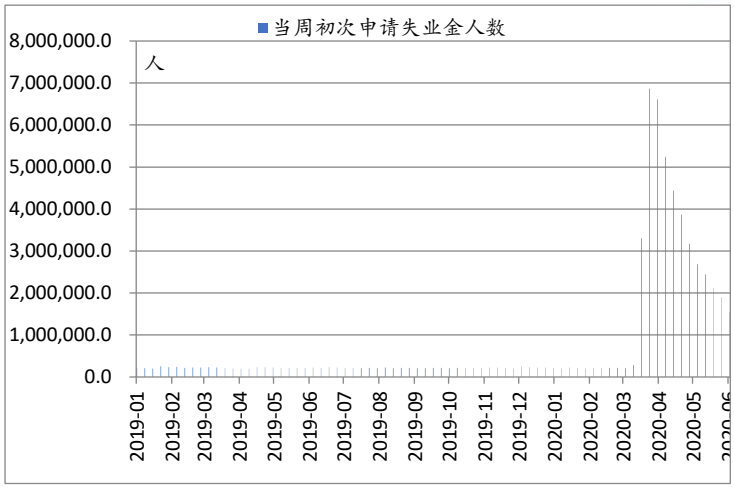
资料来源：NYtimes、致富研究院

从 3 月开始，冠状病毒迫使各州封锁之后，目前所有 50 个州都已开始以某种方式重新开放。现在，随着新增确诊病例数量的增加，越来越多的州正在暂停重新开放的计划。一些州正在重新施加他们先前取消的限制，例如，在有些州的酒吧、餐厅、健身房等公共场所又重新禁止开放。这些变化反映了各州州长对经济不景气和公众健康安全之间面临选择的巨大压力。

2、劳动力市场

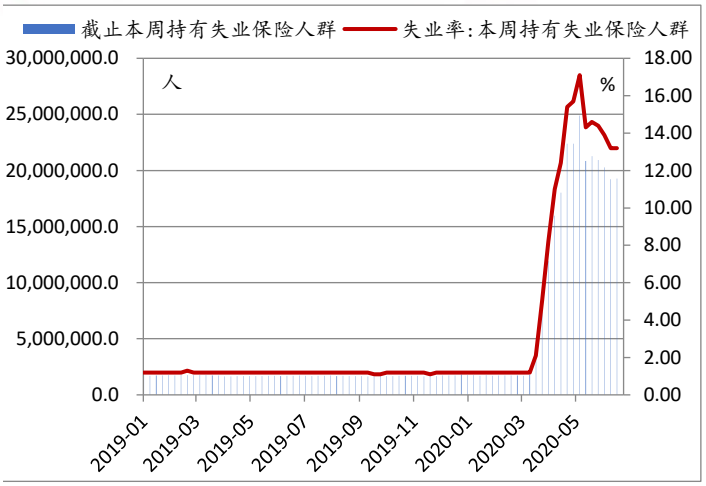
6 月份美国劳动力市场开始逐渐回暖，虽然仍受到疫情的影响，从 6 月份开始，每周初次申请失业金人数下降至两百万人以内，最近两周已降至 150 万人以下。同时持有失业保险人数在五月初达到顶点后开始回落，6 月中已回落至 1,929.0 万人。依据持有失业保险人数失业率从高点的 17.1%降至 13.2%。

图表 5：初次申请失业金人数



资料来源：Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

图表 6：累计持有失业保险人数及对应失业率



资料来源：Wind资讯、美国劳工部、致富研究院

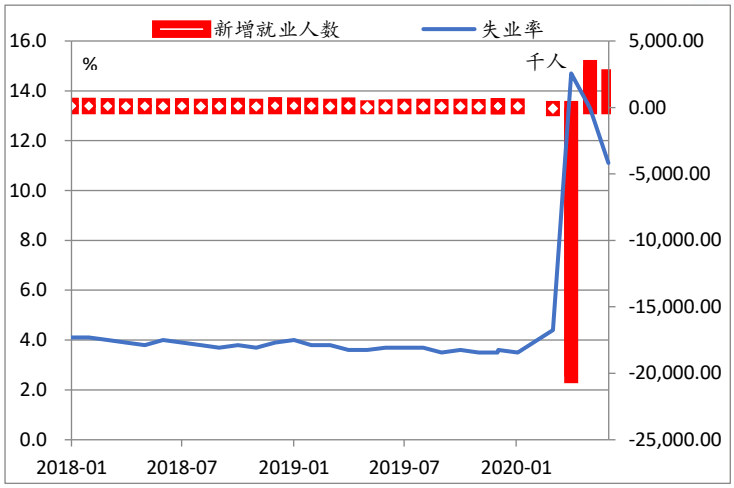
美国非农报告显示失业率在 6 月下降 2.2 个百分点至 11.1%。6 月份劳动参与率上升 1.1 个百分点，升至 61.8%。货币工资平均时薪较上月继续回落，6 月份平均时薪降至 29.37 美元，同比增速为 5.04%。与此同时，每周平均工作小时数下降至 34.5 小时。

具体来看：

6 月份经过季节调整后的失业率下降至 11.1%。其中成年男子失业率较前值下降 1.4 个百分点至 10.2%；成年女子失业率下降 2.7 个百分点，降至 11.2%。16-20 岁青少年失业率下降 6.7 个百分点，降至 23.2%。白人失业率较前值下降 2.3%至 10.1%；黑人失业率较前值下降 1.4 个百分点，至 15.4%；西班牙和拉美裔失业率下降 3.1 个百分点至 14.5%。

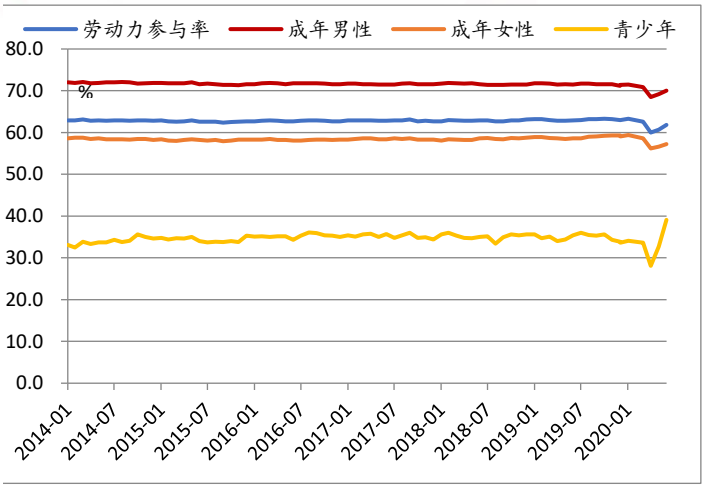
从失业结构来看，由于服务业，特别是低端服务业的复苏，女性和有色人种失业率的降幅大于男性白人失业率的降幅。而由于种族歧视示威游行活动仍未结束，黑人的失业率仍然居高不下。

图表 7：失业率与非农职位空缺率



资料来源：Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

图表 8：劳动参与率



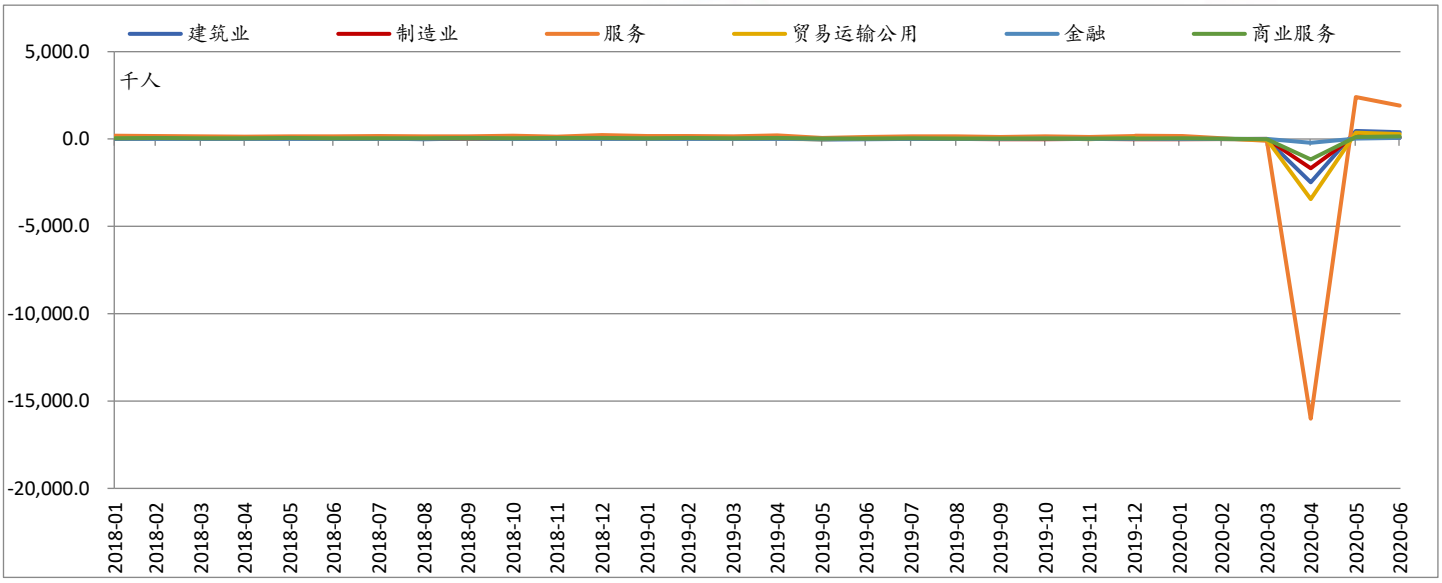
Wind资讯、美国劳工部、致富研究院

劳动力参与率在 6 月份上升 1.1 个百分点至 61.8%，劳动参与率的回升表明民众对未来劳动力市场不再持续悲观，逐渐乐于寻找工作机会。当前劳动参与率水平同去年平均水平的 63%仍有 1.2%的差距。考虑到当前美国社会的不稳定，预计下月劳动参与率会小幅上升突破 62%。

具体来看，20 岁以上成年男性劳动力参与率上升 0.8 个百分点，至 70.0%；16 岁以上男性劳动力参与率上升 1.1 个百分点，至 67.9%；16 岁以上女性劳动力参与率上升 1.1 个百分点，至 56.2%；20 岁以上成年女性参与率上升 0.6 个百分点，至 57.2%；青少年劳动力参与率上升 6.4 个百分点，至 39.1%。青少年劳动参与率甚至创下新高。

美国 6 月份经季节调整后的新增非农私人就业人数新增 236.8 万人，就业人数连续两个月增加。其中第二产业新增就业人数增加 45.6 万人，第三产业增加 191.2 万人。在第二产业中，制造业增加 8.8 万人；建筑业就业增加 39.4 万人。在服务业中，专业和商业服务业增加 15.1 万人，贸易运输及公用事业增加 28.8 万人，金融业增加 6.5 万人。

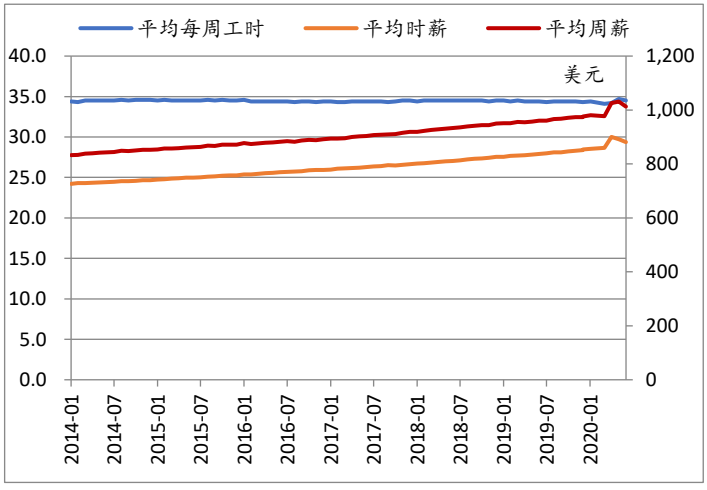
图表 9：新增非农就业人数



资料来源：Wind 资讯、ADP、致富研究院

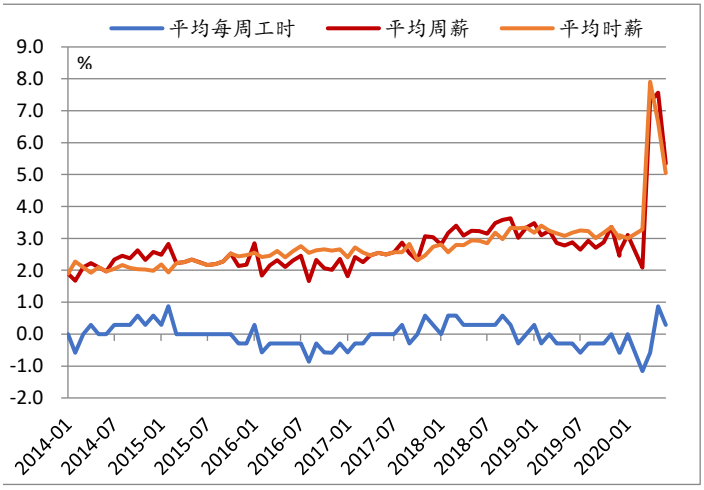
由于劳动力市场结构的逐渐恢复，时薪较低的服务业从业人员重新回归市场，6 月份美国非农私人平均时薪继续下降，时薪增速也快速回落。6 月份非农私人企业平均时薪为 29.37 美元，同比上涨 5.04%。每周平均工作小时数降至 34.5 小时，同比增加 0.29%，周薪降至 1013.27 美元，同比增加 5.35%。

图表 10：非农企业平均工时、时薪和周薪



资料来源：Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

图表 11：非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速



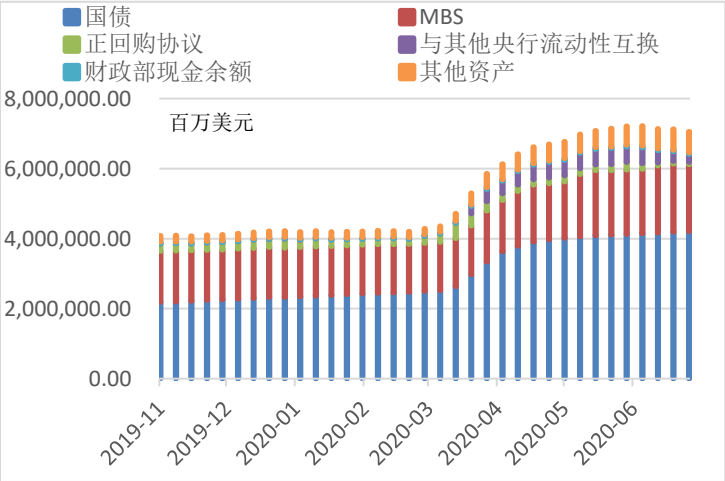
资料来源：Wind资讯、美国劳工部、致富研究院

3、美国货币市场运行状况

由于美国新冠确诊病例激增，威胁到消费支出和就业增长，因此美联储官员认为未来一个月的事态发展可能对经济复苏的步伐至关重要，经济复苏可能会较之前的预期更早进入平稳期，步伐会更慢。但同时，副主席克拉里表示，美联储可以购买债券的规模“没有限制”，也可能透过前瞻性指引进一步放宽政策，并将维持其贷款支持。

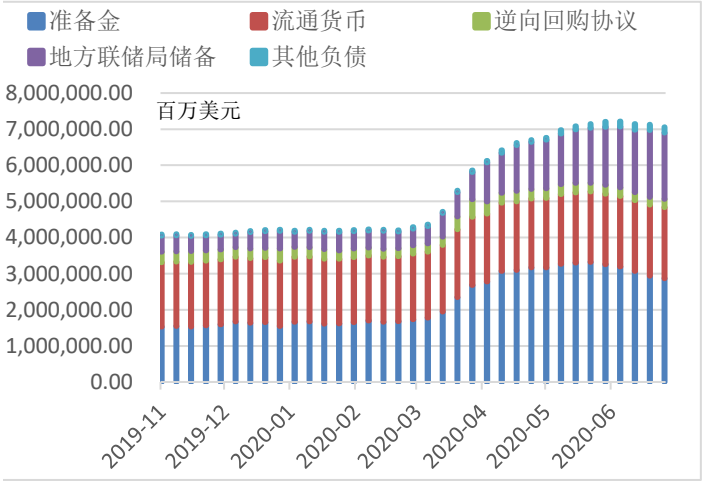
从美联储资产负债结构来看，美联储资产负债规模自 6 月初达到 7.218 万亿的顶点后开始逐渐回落。美联储总资产在 6 月末已降至 7.057 万亿美元，减少 0.161 万亿美元。减少主要集中在正回购协议和与其他央行流动性互换上。在总资产减少的同时持有证券反而增加 0.139 万亿美元；其中增持国债 628 亿美元，增持 MBS 758 亿美元。因此，虽然联储资产负债表在 7 月份收缩，但对资本市场仍在强力支撑。

图表 12：美联储资产结构



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

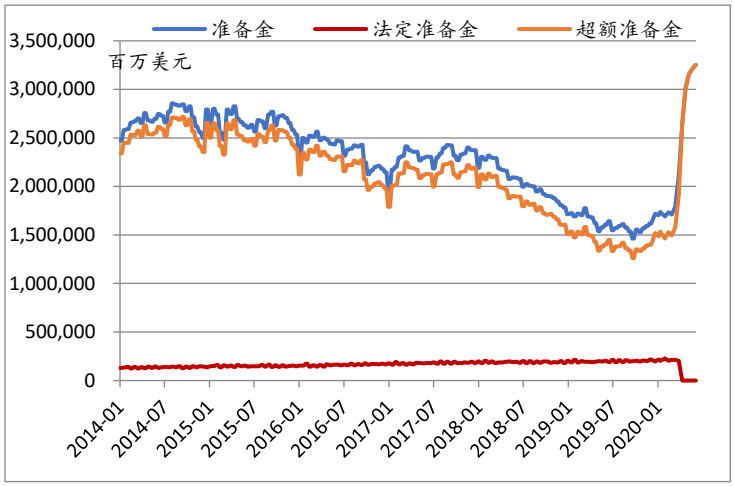
图表 13：美联储负债结构



资料来源： Wind资讯、美联储、致富研究院

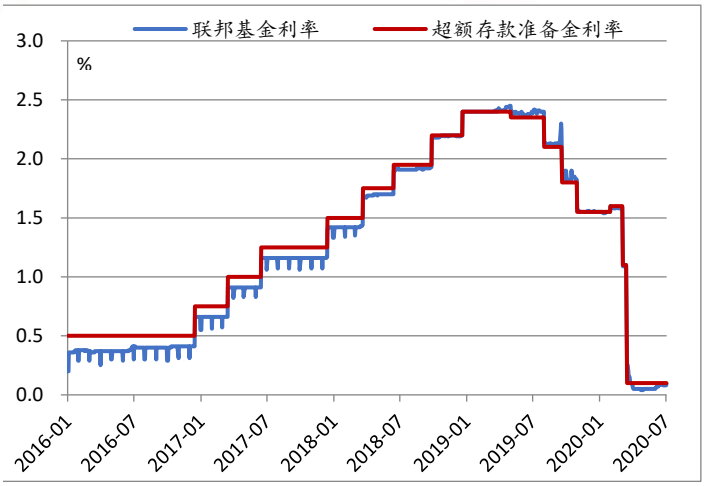
而从负债端来看，由于联储总资产同总负债基本持平，因此总负债同样减少 0.161 万亿美元。减少部分主要来自准备金，准备金从 3.191 万亿美元减少至 2.863 万亿美元，减少 0.328 万亿美元。同时地方联储局储备增加 0.158 万亿美元。

图表 14：美联储准备金余额



资料来源：美联储、致富研究院

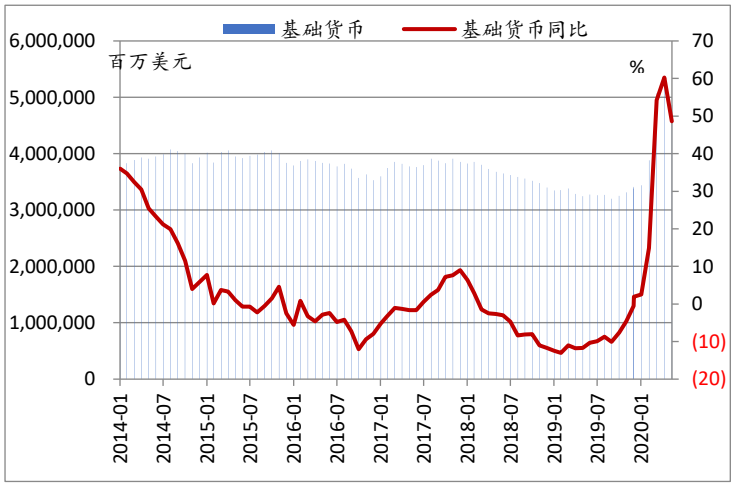
图表 15：联邦基金利率与 IOER 变化



资料来源：美联储、致富研究院

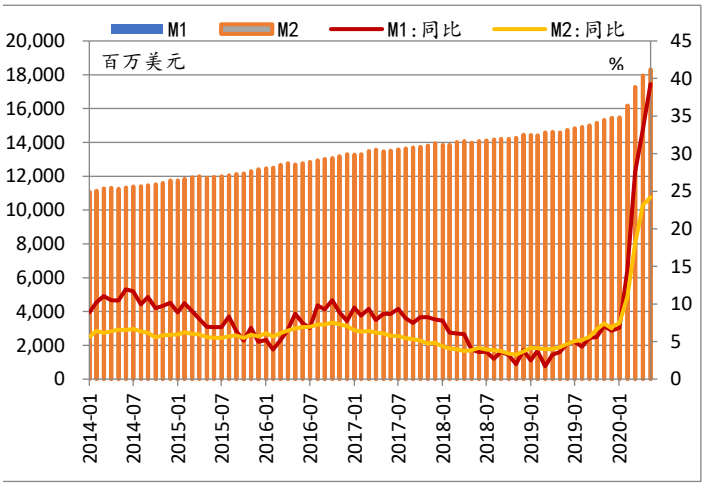
由于 6 月准备金余额环比下降，因此 6 月末基础货币存量也相应减少。基础货币从 5 月份的 5.200 万亿下降至 6 月末的 4.866 万亿，环比减少 6.42%，同比增长 48.59%。但基础货币的减少并不意味着市场流动性的收缩，反而更多资金涌入市场。M1 余额从 5.044 万亿美元升至 5.331 万亿美元，环比增加 5.69%，同比增加 39.25%；M2 余额自 17.951 万亿美元升至 18.314 万亿美元，环比增加 2.02%，同比增加 24.2%。M1 和 M2 货币乘数都明显上升，M1 货币乘数上升至 1.10，M2 货币乘数上升为 3.76。

图表 16：美国基础货币投放量变化



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

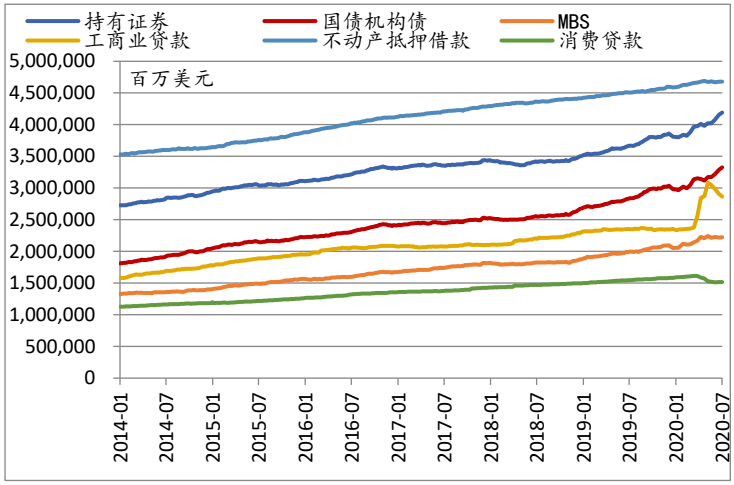
图表 17：美国货币供应量



资料来源： Wind资讯、美联储、致富研究院

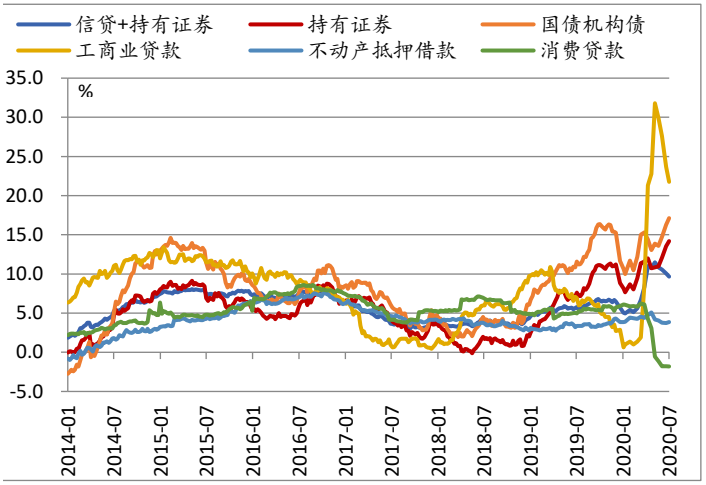
6 月美国商业银行资产负债表中信贷和持有证券出现分化，持有证券余额进一步增加，而信贷余额有所收缩。7 月初，商业银行信贷和持有证券规模为 14.806 万亿美元。其中持有证券规模从 4.079 万亿美元增加至 4.191 万亿美元。信贷方面减少主要集中在工商业贷款，而不动产抵押贷款和消费贷款余额在 6 月份小幅增加。

图表 18：商业银行信贷与持有证券



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

图表 19：商业银行信贷同比增速



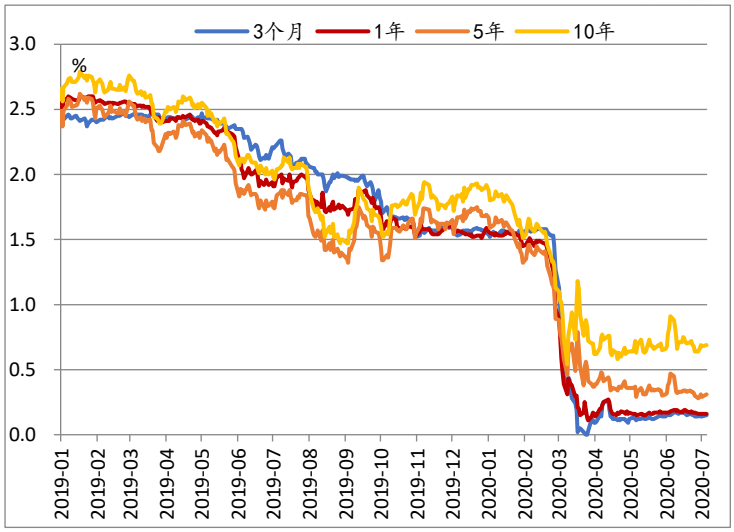
资料来源：Wind资讯、美联储、致富研究院

6 月份，商业银行信贷中工商业贷款余额从 6 月初的 2.988 万亿减少至 7 月初 2.867 万亿美元，同比增长 21.75%。不动产抵押贷款余额从 6 月初的 4.669 万亿升至 7 月初的 4.680 万亿美元；消费贷款余额从 6 月初的 1.513 万亿升至 7 月初的 1.517 万亿美元。

由于美联储对收益率曲线的控制，6 月份美国国债收益率表现的依旧较为平稳，基本同 6 月初相近，波动性较低。

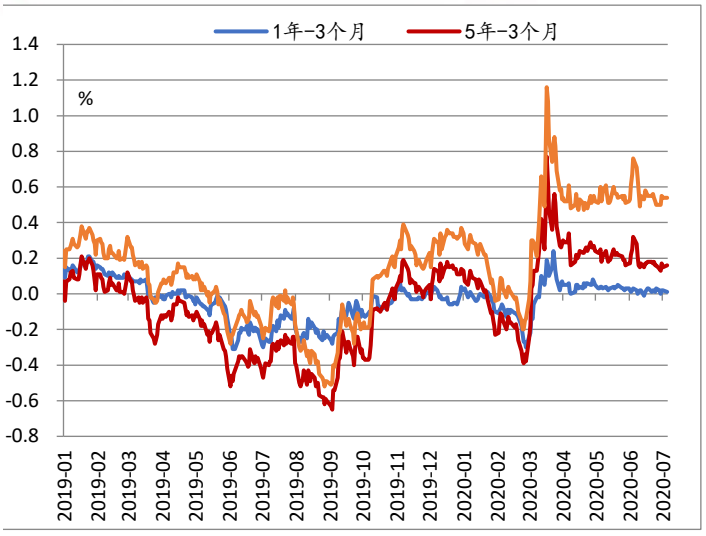
当前 3 个月期国债收益率为 0.15%；1 年期国债收益率为 0.16%；而 5 年期国债收益率为 0.31%；10 年期国债收益率为 0.69%。1 年期国债收益率同 3 个月期国债收益率利差稳定在 0.01%，5 年期同 3 个月期国债收益率利差下降至 0.16%，10 年期同 3 个月期国债收益率利差保持在 0.54%。

图表 20：美国国债收益率



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

图表 21：各期限国债收益率差值



资料来源：Wind资讯、致富研究院

虽然美国国债利率走势平缓，但抵押贷款利率在过去一个月保持下行趋势，15 年期抵押贷款固定利率从月初的 2.62%下降至当前的 2.56%；5 年期抵押贷款浮动利率降幅更大，从 6 月初的 3.10%降至当前的 3.00%。

图表 22：抵押贷款利率



资料来源：Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

4、经济运行情况

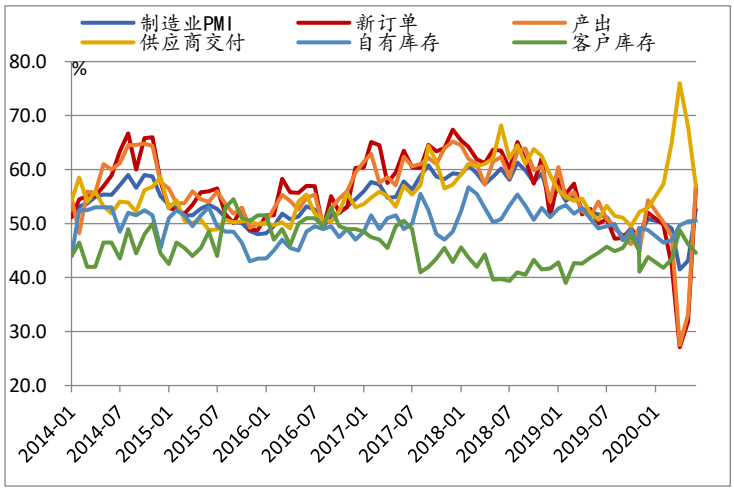
4.1 美国逐渐复产复工，制造业和服务业有所回暖

从经济景气指数来看，6 月份美国供应协会（ISM）公布的制造业采购经理人指数（PMI）为 52.6%，较上月大幅上升 9.5%，结束了连续 3 个月低于荣枯线。由于 PMI 是环比数据，因此虽然制造业活动还是复苏，但距恢复至疫情前仍有一定距离。

其中，新订单指数为 56.40%，较上月回升 24.6 个百分点；产出指数为 57.3%，较前值回升 24.1 个百分点；供应商交付指数为 56.9%，较前值下降 11.1 个百分点；自有库存指数为 50.5%，较上月上升 0.1 个百分点；客户库存指数为 44.6%，较上月下降 1.6 个百分点。

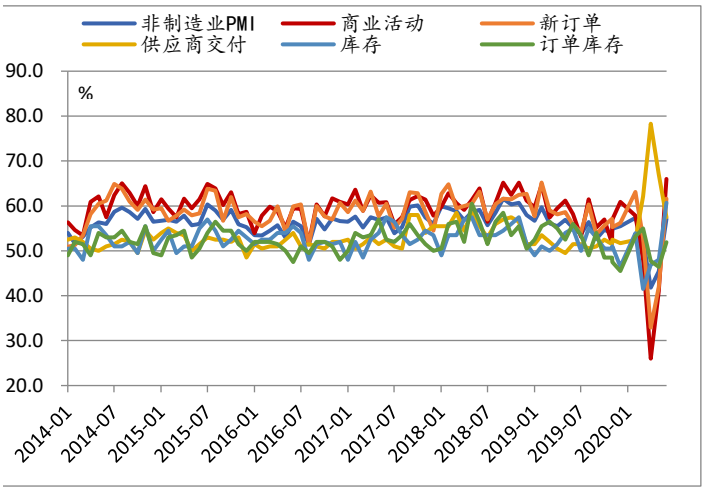
相比制造业 PMI，5 月份非制造业 PMI 回升幅度更大，升至 57.1%，较上月份上升 11.7 个百分点。其中，新订单指数为 61.6%，较前值上升 19.7 个百分点；商业活动指数为 66.0%，较前值大幅回升 25.0 个百分点；供应商支付指数为 57.5%，较前值下降 9.5 个百分点；库存指数为 60.7%，较前值上升 11.3 个百分点；订单库存指数为 51.9%，较前值上升 5.5 个百分点。

图表 23：制造业采购经理人指数



资料来源：Wind 资讯、ISM、致富研究院

图表 24：非制造业采购经理人指数

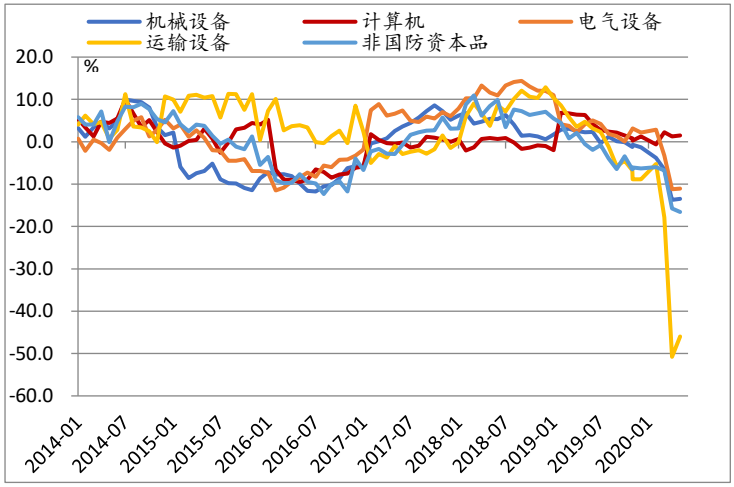


资料来源：Wind资讯、ISM、致富研究院

从行业的出货量和新订单量来看制造业供给和需求，5 月份供给和需求结束萎缩趋势开始逐渐回升，预计 6 月份会有更大幅度增加。5 月份非国防资本品出货量同比仍减少 16.57%，新增订单量减少 8.73%；机械设备出货量同比减少 13.46%，新增订单量减少 11.52%；电气设备出货量同比减少 11.05%，新增订单

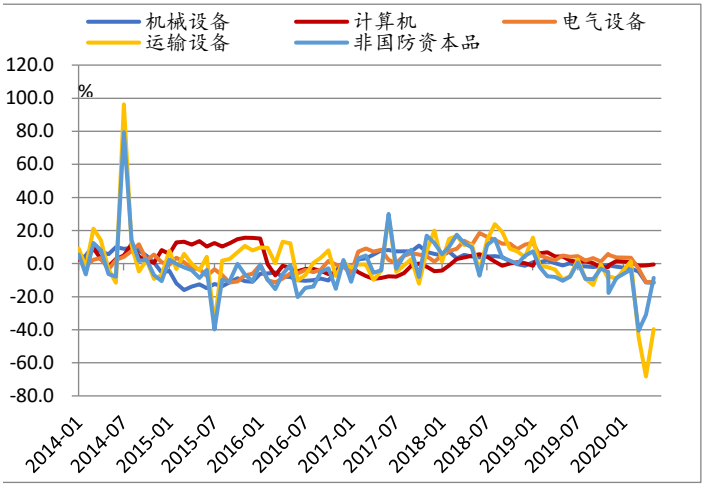
量减少 11.1%；计算机及其相关产品出货量同比增加 1.48%，新增订单量同比减少 0.61%；运输设备出货量同比减少 45.96%，新增订单量同比减少 39.57%。

图表 25：各主题出货量同比增速



资料来源：Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

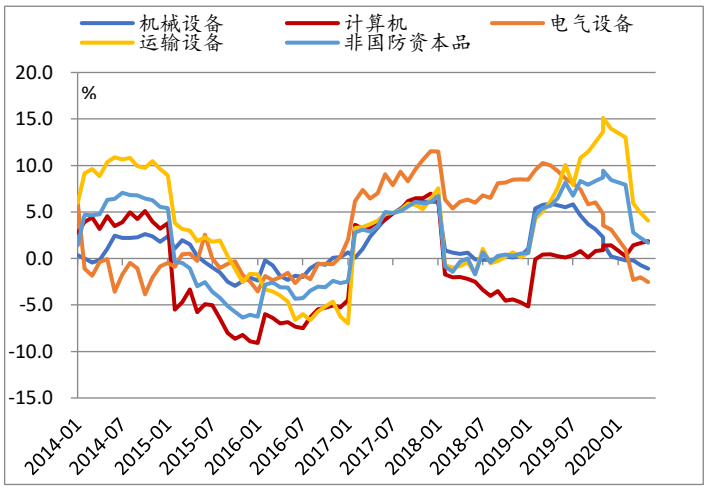
图表 26：各主题新订单量同比增速



资料来源：Wind资讯、美国商务部、致富研究院

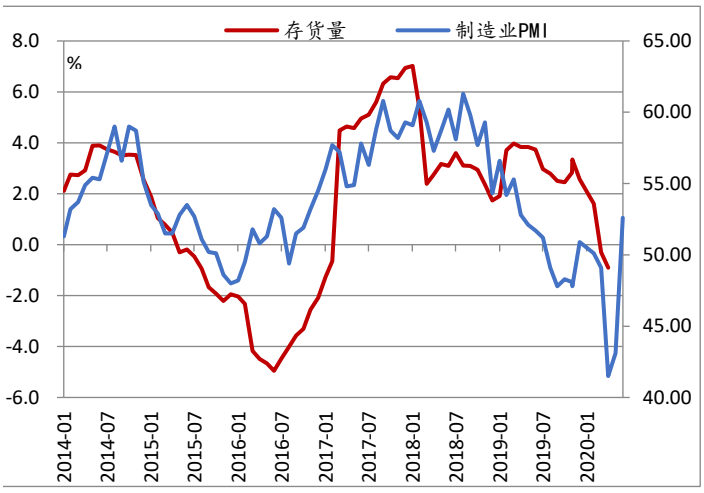
由于需求和供给的增加，各主题制造业企业存货量增减不一。其中非国防资本品存货量同比增加 1.71%，机械设备存货量同比增减少 1.09%，电气设备存货量同比减少 2.52%，计算机及其相关设备存货量同比上升 1.86%，运输设备存货量同比上升 4.05%。

图表 27：各主题存货量同比增速



资料来源：Wind 资讯、BEA、致富研究院

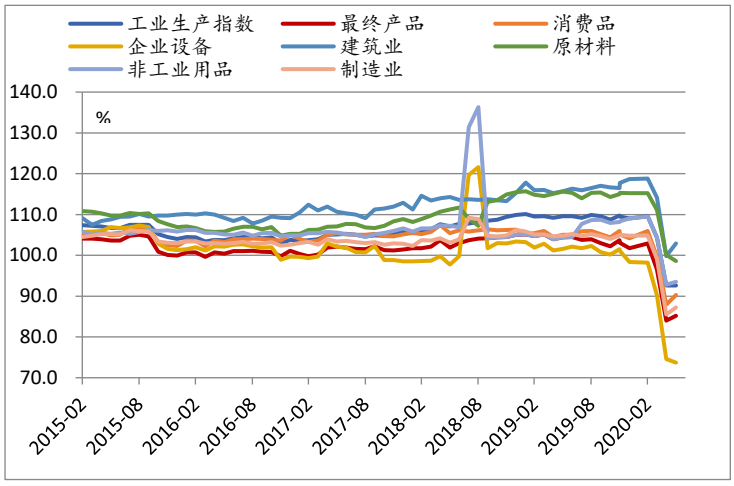
图表 28：制造业库存增速随 PMI 变化



资料来源：Wind资讯、BEA、致富研究院

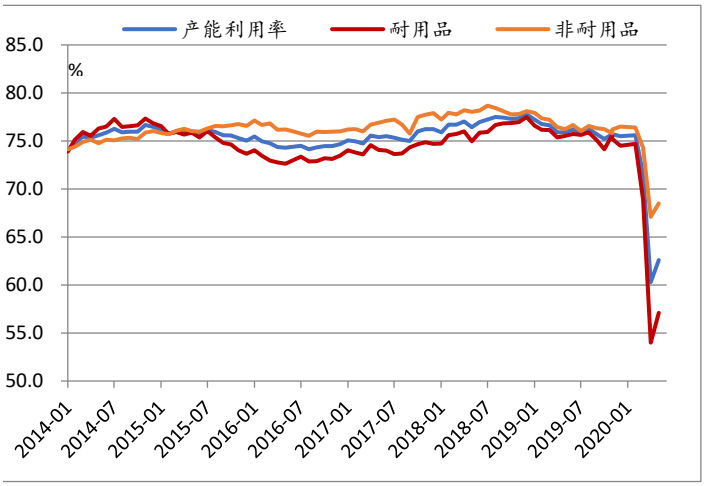
经价格及季节调整后，5 月份美国工业生产保持在 92.6，预计 6 月份会上升。最终产品和非工业用品生产指数小幅上升，而原材料生产指数继续下降。最终产品指数从 84.0 上升至 85.2，非工业用品指数从 92.8 上升至 93.5。其中，消费品生产指数上升 2.4 个百分点至 90.3；企业设备生产指数下降 0.9 个百分点至 73.7；制造业指数上升至 87.2；原材料生产指数下降至 98.6；建筑业指数上升至 102.9；采掘业生产指数下降 9.1 个百分点，至 114.3；公用事业生产指数下降 2.5 个百分点至 96.8。

图表 29：美国工业生产指数



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

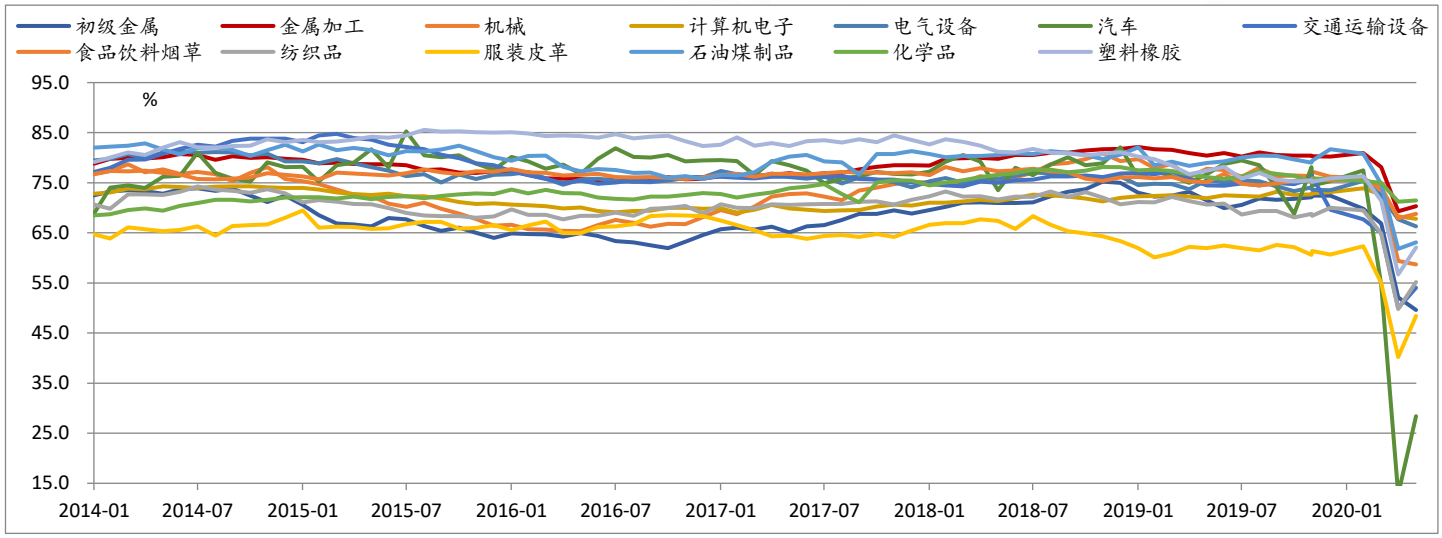
图表 30：美国制造业产能利用率



资料来源：Wind资讯、美联储、致富研究院

5 月份美国制造业产能利用率随着复工的开始而回升。得益于汽车制造业产能利用率大幅上升制造业整体产能利用率从 60.3%升至 62.6%。耐用品从前值的 54.0%上升至 57.1%，其中汽车制造业从 12.8%升至 28.4%；机械制造业略微下降至 58.7%；计算机和电子产品下降至 66.3%；电气设备制造业产能利用率下降至 66.3%。非耐用品回升至 68.5%，其中食品饮料和烟草行业上升至 68.8%；化学品行业升至 71.5%，石油和煤制品升至 63.1%，塑料橡胶制品行业升至 62.1%。

图表 31：制造业产能利用率



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

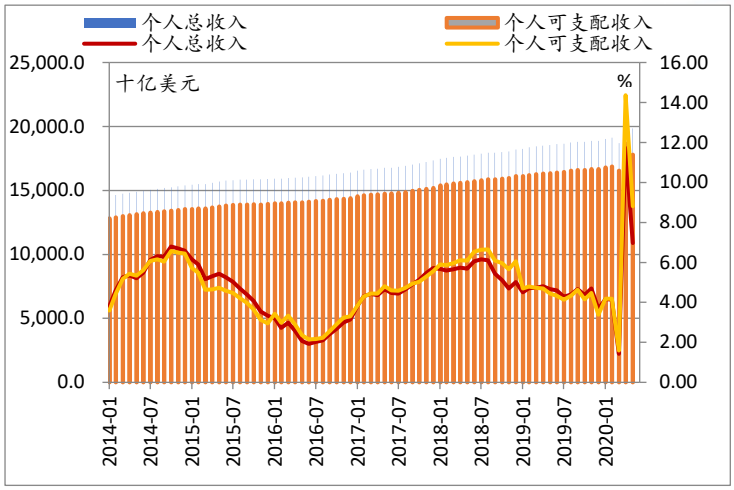
4.2 居民消费支出增加，通胀率回升

同上月预测一致，随着复产复工，美国居民可持续薪资收入有所增加，但是由于前期政府一次性补贴停止发放，因此居民个人总收入和可支配收入绝对值反而减少。由于消费同薪资收入相关性更高，因此消费支出较上月有所回升。

从居民家庭收入调查数据来看，5 月份年化个人总收入为 19.839 万亿美元，同比增长 6.97%，较上月的 11.72%明显回落。年化名义个人可支配收入为 17.787 万亿美元，同比增长 8.81%；人均可支配收入同比增长为 8.28%，降至 5.392 万美元。未来收入的不确定性在于复产复工导致的疫情恶化可能引起新一轮的封锁隔离。

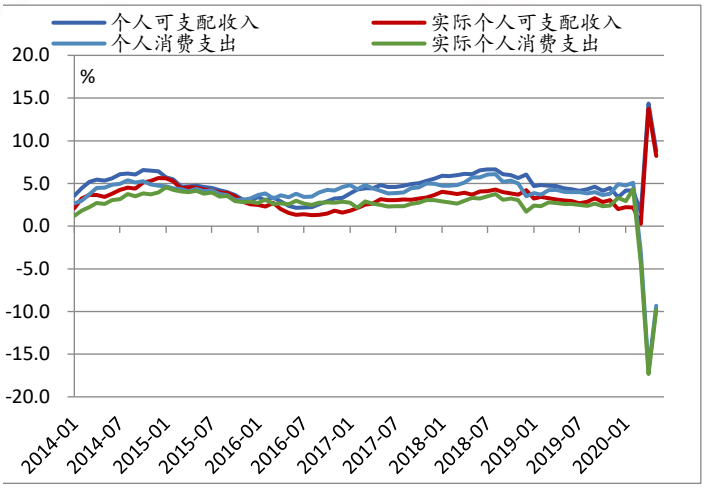
5 月份年化实际个人可支配收入为 16.155 万亿美元，同比增长 8.23%。实际人均可支配收入降至 48,971 美元，同比增长 7.98%。同样，实际可支配收入预计仍将小幅回升。

图表 32：美国个人收入情况



资料来源：Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

图表 33：可支配收入及消费支出同比增速



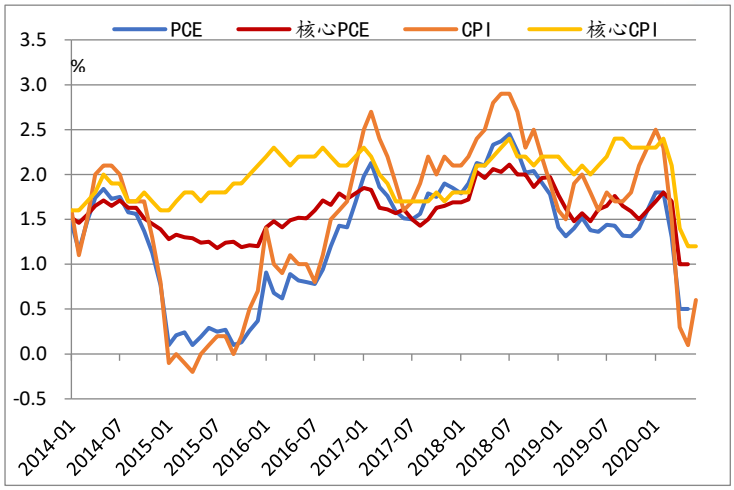
资料来源：Wind资讯、BEA、致富研究院

5 月份美国新增个人储蓄存款大幅回落，年化新增个人储蓄存款为 4.121 万亿美元，远低于上月的 6.149 万亿美元。个人储蓄存款占可支配收入比例也大幅回落，从前值的 33.0%降至 23.2%。

虽然 5 月份名义和实际个人收入均回落，但这主要是因为前期政府一次性补贴的原因，因为薪资收入的增加，个人消费支出增速逐渐回升。5 月份名义个人消费支出同比下降 9.32%，降幅低于上月的-16.88%；实际年化个人消费支出升至 11.955 万亿美元，同比减少 9.81%，较前值的-17.32%降幅收窄。

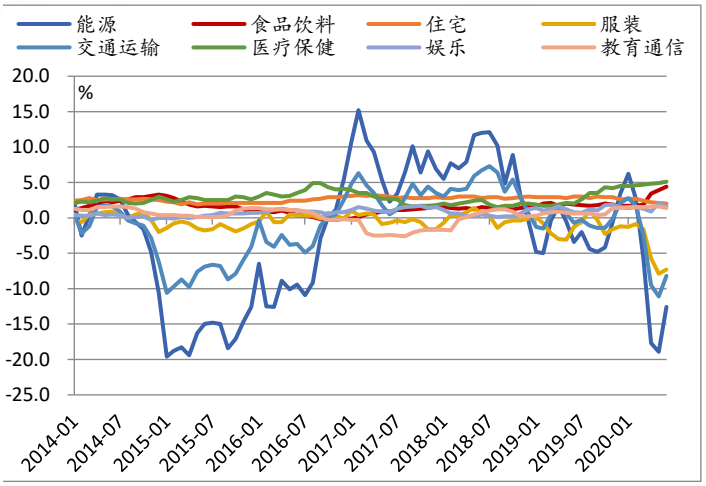
由于居民消费支出的回暖， 6 月份美国通胀指数回升。6 月 CPI 同比增长 0.6%，高于前值的 0.1%；核心 CPI 则同比上升 1.2%，同前值持平。5 月份，PCE 同比增长 0.5%，剔除食品和能源后的核心 PCE 同比上升 1.0%，均与前值持平。

图表 34：CPI 和 PCE 同比增速



资料来源：Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

图表 35：各类商品通胀水平



资料来源：Wind资讯、美国商务部、致富研究院

6 月份，由于国际原油价格的回升，能源价格同比降幅收窄，下降 12.6%。与能源价格相关度较高的交通运输业价格同比下降 8.2%；医疗保健同比增长 5.1%；住宅同比增速稳定在 2.0%；娱乐同比增长 1.6%，增速有所回落；食品与饮料同比增长 4.4%；服装价格同比下降 7.3%；教育和通信同比增长 1.4%。

研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	**香港致富证券有限公司北京代表处**	**香港致富证券有限公司上海代表处**	**香港致富证券有限公司深圳代表处**
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 楼
电话：(852) 25009228	电话：(8610) 66555862	电话：(8621) 38870772	电话：(86755) 33339666
传真：(852) 25216893	传真：(8610) 66555102	传真：(8621) 58799185	传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk