

2020年10月19日

## 美国经济基本面持续修复，宽松的弱美元格局或将持续

### 国际宏观分析及市场展望

分析师 孙杨

执业证号：BOI804

852-25105555

yang.sun@cricsec.com

联系人 徐佳鹏

xu979474962@163.com

#### 相关报告

1 《宏观经济向好，地产融资收紧，估值趋于谨慎-中资地产债市 9 月回顾》 2020-10-15

2 《指数走势略下行，港股地产板块成交仍低位-克而瑞内房股领先指数 9 月监测》 2020-10-07

3 《境内地产融资收紧、境外估值持续下行-中资地产债市 8 月回顾》 2020-09-11

#### 核心观点

- **美国经济基本面持续修复，斜率放缓。**八月消费者支出与新增非农就业人数等高频指标均保持正增长，虽然较前值略有下降，但不改复苏态势，预计三四季度或实现环比正增长。
- **近期美元指数下行的主要原因及后续展望。**(1) 美联储降息叠加敞口供应美元，导致美元贬值压力增大。(2) 逐渐背离的美欧经济增长预期差对欧元形成提振，施压美元指数。(3) 全球经济复苏态势确定，风险偏好随之抬升，美元避险需求下降。但由于全球疫情后续走势、美国大选的不确定性以及地缘政治摩擦事件的频发都可能导致风险偏好的再次下降。因此预计后续美元指数短期或将持续保持低位，但不排除不确定性事件导致美元指数阶段性上行的可能性。
- **流动性危机以来，美联储货币政策总结及美元流动性现状分析。**3月以来联邦基金目标利率的下调、无限量QE、创新型政策工具的使用以及海外流动性互换使得美联储的总资产从2月26日的4.16万亿美元迅速扩张至9月23日的7.09万亿美元，共计增加2.93万亿美元，美联储向市场全方位输送流动性，美元供给大幅增加。同时，美国国债利率、LIBOR-OIS利差、TED利差、交叉货币互换基差等流动性指标显示美元流动性已经大幅缓解。预计宽松的弱美元格局或将长期持续。
- **海外配置资金或将持续流入我国债券市场。**在中美利差持续保持历史高位、我国金融市场不断开放以及中国国债纳入富时全球政府债券指数(WGBI)的大背景下，我国债市对境外资金的吸引力不断上升，预计将持续引入一系列境外配置资金。
- **中资美元债或将持续受益于宽松的弱美元格局。**在当前流动性维持宽松、增长预期逐渐企稳的大环境下，中资美元债不仅能享受到低利率水平和流动性宽松环境的红利，还有较好的经济增长预期做支撑。但考虑到中资美元债经过此前连续多月的上涨，收益率以及利差已降到历史中位数以下，叠加四季度美国大选、中美摩擦、秋冬季二次疫情等不确定性因素，市场波动率可能会有所上行，因此预计短期内中资美元债收益率或保持震荡趋势。
- **风险提示：**美国二次疫情超预期、中美政治摩擦、美国大选

## 内容目录

国际宏观：受疫情二次影响，美国经济修复斜率放缓 .....	4
疫情反复导致消费复苏动力减弱 .....	4
九月份美国非农就业人数继续修复，失业率持续回落 .....	5
美元指数：美元总体偏弱的格局或将持续 .....	7
美联储降息叠加扩表，导致美欧利差抹平、美元供给增加，压制美元指数 .....	7
美国疫情反弹、欧盟复苏基金落地导致欧美经济复苏出现预期差 .....	8
全球经济复苏态势确定，风险偏好随之上升 .....	8
美元流动性：宽松的弱美元格局或将长期持续 .....	10
流动性危机以来，美联储货币政策总结 .....	10
美元流动性现状如何？ .....	12
市场展望：宽裕的弱美元持续助力全球经济复苏 .....	15
债券市场：海外配置资金或将持续流入 .....	15
中资美元债：宽松的弱美元格局下的中资美元债 .....	16
风险提示 .....	18
评级指南及免责声明 .....	19

## 图表目录

图 1：美国二季度环比折年率-31.4%，消费成最大拖累项 .....	4
图 2：服务、非耐用品下滑明显，疫情对消费产生结构性影响 .....	4
图 3：受疫情二次影响，消费者支出与消费者信心指数再次下降 .....	5
图 4：增加的可支配收入未完全转化为消费支出 .....	5
图 5：九月新增非农就业人数 66.1 万人，复苏态势延续 .....	5
图 6：九月失业率继续降为 7.9% .....	6
图 7：自三月流动性危机以来，美元指数持续下跌 .....	7
图 8：美联储降息使得美欧利差下跌 .....	8
图 9：美联储总资产大幅增加 .....	8
图 10：标普 500 波动率指数（VIX）创下历史新高 .....	9
图 11：美联储自 3 月 3 日起快速降息 .....	10
图 12：2020 年以来美国 3 年、10 年期国债收益率 .....	12
图 13：2020 年以来 LIBOR-OIS 利差及 TED 利差 .....	13
图 14：欧元、英镑、日元兑美元货币互换基差 .....	14
图 15：中美利差持续保持历史高位 .....	15
图 16：境外机构国债和证金债增持量较去年明显增加 .....	15
图 17：彭博巴克莱中资美元债指数持续上行 .....	16
图 18：克而瑞中国地产债券领先指数稳健上行 .....	16

图 19: 标准普尔 500 指数等指标自三月下旬起逐步上升 ..... 17

图 20: 中资美元债收益率及利差已降至中位数以下 ..... 17

表 1: 美联储总资产结构及近期变化..... 11

表 2: 创新型货币政策工具简介..... 12

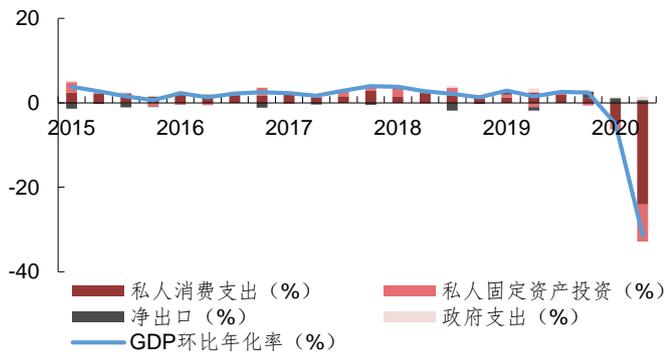
## 国际宏观：受疫情二次影响，美国经济修复斜率放缓

今年以来，新冠病毒疫情构成了全球各类资产价格走势的主导者，各国疫情演绎节奏的错位，不仅导致了经济基本面的显著变化，也导致了全球金融市场的震荡，进而导致了各大类资产的不同表现。而经济基本面的后续的走势也对之后全球货币政策的变化、国际资本的流动以及大类资产价格的走势起着决定性的作用。

### 疫情反复导致消费复苏动力减弱

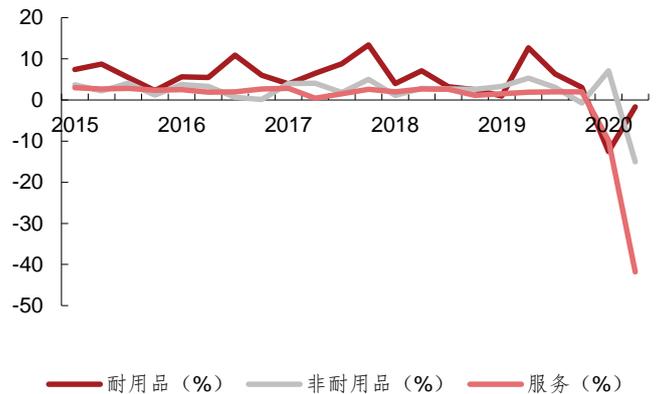
根据美国经济分析局二季度 GDP 数据，实际 GDP 环比年化率为-31.4%，初值为-32.9%，虽有上调，但仍为美国有记录以来最大的单季度经济下滑。分项来看，消费、投资、净出口、政府支出对 GDP 的环比拉动率分别为-24.01%、-8.77%、0.62%、0.77%。其中私人消费环比下降 33.2%，连续成为一、二季度 GDP 增长的最严重拖累项。从构成上来看，服务类消费额环比下降 41.8%，拖累 GDP 增速 21.95%；商品类消费降幅相对较小，环比下降 10.8%，拖累 GDP 增速 2.06%。这与疫情的封锁对依赖人与人接触的服务业影响更大的逻辑相符，疫情对消费产生结构性影响。

图 1：美国二季度环比折年率-31.4%，消费成最大拖累项



数据来源：U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA) 克而瑞证券研究院

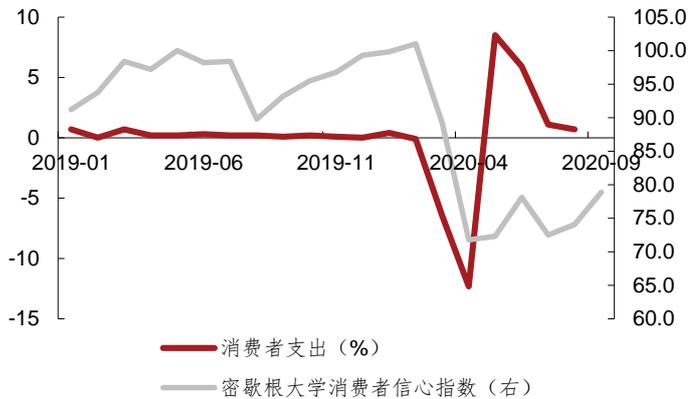
图 2：服务、非耐用品下滑明显，疫情对消费产生结构性影响



数据来源：U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA) 克而瑞证券研究院

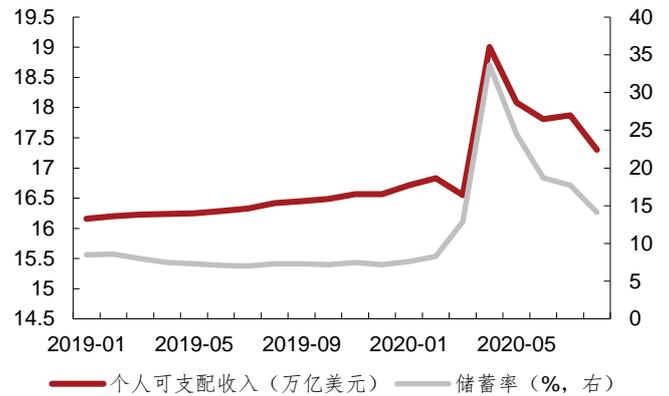
9 月密歇根大学消费者信心指数最新数据为 78.9，较 8 月的 74.1 持续抬升。自 6 月以来，该指数再次下滑，从 78.1 下降至 7 月的 72.5，显示出疫情二次爆发的影响。这一趋势与消费者支出相同，7 月消费者支出同前值 5.9% 大幅下降 4.8% 至 1.1%，居民消费复苏速度已经放缓。同时，相对于二季度消费的大幅下滑，在财政转移支付的推动下，美国个人可支配收入反而大幅攀升，但是当前并未完全转化为消费支出，而是更多地以储蓄形式存在，从而使美国储蓄率大幅攀升。产生这一现象的主要原因是疫情的严重影响令居民担忧经济前景而不敢急于消费，另一方面，疫情本身对消费仍存在诸多限制，如居家令等。因此，未来消费的增长将主要依靠于疫情的发展、居民对经济增长的预期以及居家令对人们出行的限制。

图 3: 受疫情二次影响, 消费者支出与消费者信心指数再次下降



数据来源: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA) Wind 克而瑞证券研究院

图 4: 增加的可支配收入未完全转化为消费支出



数据来源: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA) 克而瑞证券研究院

### 九月份美国非农就业人数继续修复, 失业率持续回落

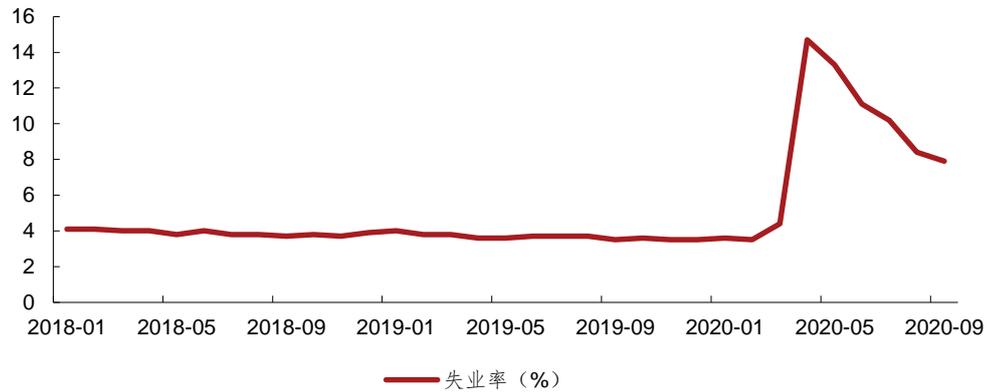
美国劳工统计局 10 月 2 日公布 2020 年 9 月就业情况, 数据显示 9 月非农就业人数新增 66.1 万人, 相比前值的 148.9 万人持续回落, 反映出疫情对美国就业市场的二次影响, 但改善趋势仍然延续, 为连续五个月增加。此前 3~4 月封锁期间, 美国共有 2216 万人失业, 而解封后的 5~9 月, 就业共回升 1207.8 万人, 显示疫情导致的失业已有超过一半得到修复。9 月失业率继续降为 7.9%, 相对前值的 8.4% 继续修复。失业率自 4 月达到最高点 14.7% 之后, 5 月回落至 13.3%, 6~9 月则延续了这一回落趋势。新增非农就业人数与失业率持续修复, 显示复苏态势延续, 但节奏持续放缓。

图 5: 九月新增非农就业人数 66.1 万人, 复苏态势延续



数据来源: U.S. Bureau of Labor Statistics 克而瑞证券研究院

图 6：九月失业率继续降为 7.9%



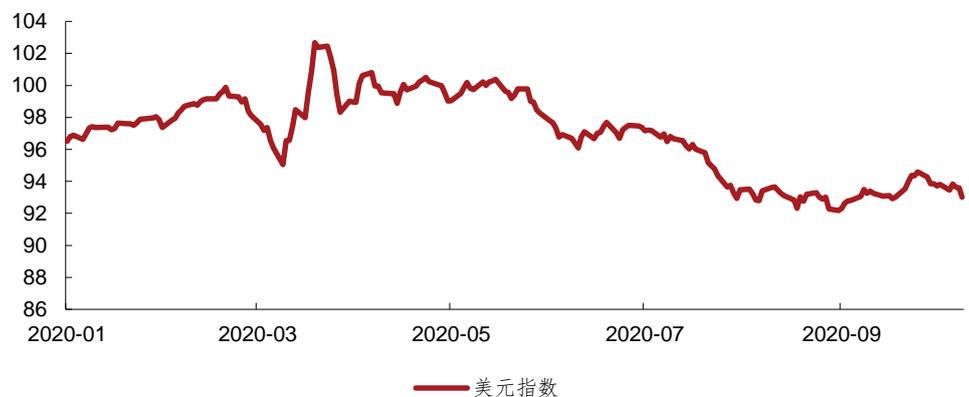
数据来源：U.S. Bureau of Labor Statistics 克而瑞证券研究院

展望后续，对于一个由服务业占据主导地位的经济体，就业和消费后续的走势对美国的经济修复更具有参考意义。由于美国疫情对经济的影响集中在二季度显现，经济压力最大的四月份已经过去，5月与6月数据已经大幅回升，即使因为疫情的二次爆发，高频数据阶段性回落，但后续随着疫情的缓解和人们出行的恢复，私人消费支出与就业预期会进一步上涨，整体趋势仍然是继续修复，3~4 季度 GDP 有望重回环比正增长。

## 美元指数：美元总体偏弱的格局或将持续

自新冠疫情爆发以来，在全球经济不确定性逐渐凸显的背景下，国际市场进入“极度避险偏好”模式，导致美股等一系列资产遭到抛售，美元作为避险工具，在全球经济的不确定下持续走强，美元流动性危机由此产生，美元指数一度冲高到102.6881的高位。3月以来，美联储采取了一系列货币政策，包括降息、无限量量化宽松以及央行流动性互换等，开启了美元指数的下行通道。截止9月24日，美元指数最低录得92.1711，已从高点回落了超10%。那么导致此次美元指数持续下行的主要原因是什么？之后美元指数又将如何演绎？以及对市场有着怎样的影响？

图7：自三月流动性危机以来，美元指数持续下跌



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

### 美联储降息叠加扩表，导致美欧利差抹平、美元供给增加，压制美元指数

自美元流动性危机爆发以来，美联储采取了一系列措施来稳定市场和经济。价格型政策方面，3月15日，美联储下调联邦基准利率100BP至0.00%-0.25%，使得美国相对于欧元区的利差优势逐渐抹平。根据利率平价理论，当一国相对其他国家的利差走高时，往往会吸引国际资本流入，从而抬升该国汇率；反之，当利差走低时，往往会导致国际资本流出，汇率倾向于走弱，因此美元指数承压。数量型政策方面，美联储3月15日开启7000亿美元QE，随后再次升级至无限量QE，按需购买国债和MBS，以及与加拿大银行、英格兰银行、日本银行、欧洲中央银行和瑞士国家银行实施流动性互换，随后再次扩大其流动性互换央行的范围与频率。美联储此次大幅扩表，不仅为本国流动性提供支持，并且作为“全球央行”，为离岸美元市场提供流动性。最终美元流动性危机有所缓解，但根据货币数量论，迅速增加的美元供给也加剧了其贬值的压力。

图 8：美联储降息使得美欧利差下跌



数据来源：Wind 克而瑞证券研究院

图 9：美联储总资产大幅增加



数据来源：美联储 克而瑞证券研究院

### 美国疫情反弹、欧盟复苏基金落地导致欧美经济复苏出现预期差

决定汇率最主要因素是经济基本面的相对走势。当一国经济基本面相对另一国走强时，无论是该国资产对国际资金的吸引力，还是国际市场对该国经济的信心程度，都会提升，从而使得该国汇率走强。而 ICE 美元指数自 1973 美联储编制以来，仅于 1999 年在欧元区国家中实行统一货币政策之后变更过一次组成货币和权重，此后没有再发生过变化，保持欧元、日元、英镑、加元、瑞典克朗和瑞士法郎 6 种货币和 57.6%、13.6%、11.9%、9.1%、4.2%、3.6% 的权重，其中欧元占比最大，将近达到六成。因此，美欧经济基本面的差异对于美元指数的走势有着显著的影响。而此次美元指数下跌一方面源于美国在疫情未完全得到控制的情况下急于复工复产导致疫情二次爆发，从而使基本面的修复进程受拖累。另一方面则是由于欧盟此前出台的规模为 7500 亿欧元的复苏基金。此基金将用于资助成员国的疫后重建，而市场普遍认为此次的复苏基金刺激力度较强，援助意义也较大，预计将会实质性的推动欧洲的经济复苏。市场预期欧美经济复苏差距将会进一步拉大，提振欧元信心，施压美元。

但近期随着欧洲疫情一波后涨，加上欧洲方面经济数据较为强劲，美二季度经济反弹

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\\_1930](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1930)

