

下半年海外宏观展望

证券研究报告

2020年07月08日

与大类资产配置

全球性疫情蔓延情况至少要到年底和明年上半年，发达国家中，美国过早复工和抗议事件使得疫情卷土重来，这将给现阶段经济复苏的斜率带来不确定性。预计下半年美国经济复苏速度放缓，下一阶段需求将取代供给成为制约复苏的关键。2020年全年美国GDP同比增速约-4.5%，2021年底回到疫情前的实际产出水平。

下半年，各国货币和财政政策仍倾向于宽松。美联储表态将在未来几个月维持当下购债速度，并将维持当前低利率水平至少到2022年。财政政策方面，新一轮财政刺激将面临7月31日的财政悬崖，且共和党和民主党在是否延长扩大的失业保障计划方面存在分歧，即便通过财政刺激，力度相比前几轮也将较小。

下半年，美国大选对市场的影响将逐步体现。拜登目前在多个民调中对特朗普平均领先10%。若拜登上台，其税收政策，包括加大科技行业监管力度，上调大型科技公司的税率等主张可能对当前金融市场形成压力。

大类资产方面，美股波动仍大，偏向下行风险。美债在0.6%-1.0%区间波动。信用利差可能维持在当前位置附近，投资者若考虑押注信用市场可以选择CLO。美元指数因为美国巨量宽松而偏弱，黄金易涨难跌，原油受美国页岩油供给限制区间波动。

风险提示：疫情扩散超预期，美国经济复苏超预期，货币财政政策超预期，美国大选超预期

作者

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

向静姝 联系人
xiangjingshu@tfzq.com

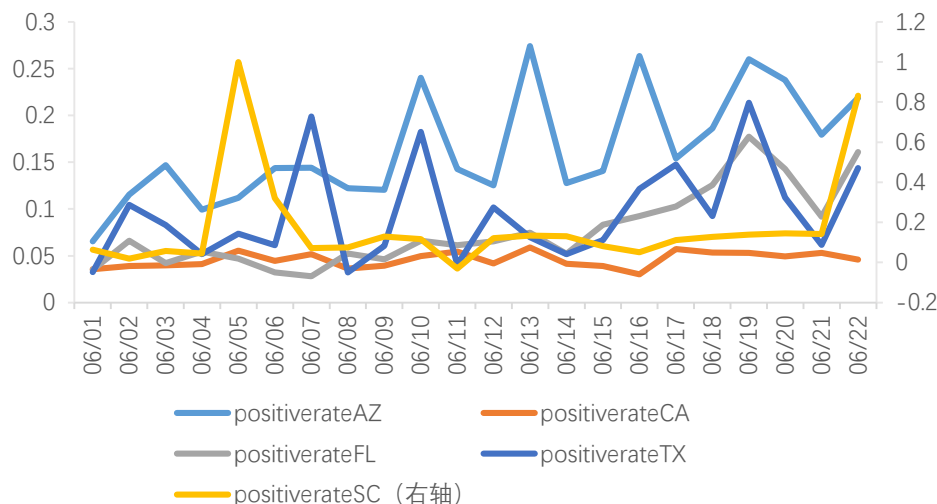
相关报告

- 1 《宏观报告：6月美国非农点评》
2020-07-06
- 2 《宏观报告：不确定性环境下的复苏斜率再定价-下半年宏观经济与投资展望》 2020-06-28
- 3 《宏观报告：宏观点评》 2020-06-16

一、美国经济预测和复苏情况

截止 6 月末，全球疫情曲线仍在扩散，根据张文宏教授的推断¹，无论疫苗到来与否，全球性疫情蔓延情况至少要到年底和明年上半年。发达国家中，美国过早复工和抗议事件使得疫情卷土重来，美国每日确诊人数始终没有趋势性下滑，多个共和党把持的州（复工较早）均出现阳性率反弹的现象。疫情反复情况下，阶段性、区域性的停工和上调紧急状态是可能的控制举措。尽管美国财政部长姆努钦表示，即便新冠肺炎病例数再次激增，美国政府也不能让经济再次陷入停摆，但各州政府才有权力作出复工与否的决定。目前俄勒冈、犹他和田纳西等州发布暂停复工的计划，而休斯敦等地的官员则称可能计划重新实施居家令，这将给现阶段经济复苏的斜率带来不确定性。

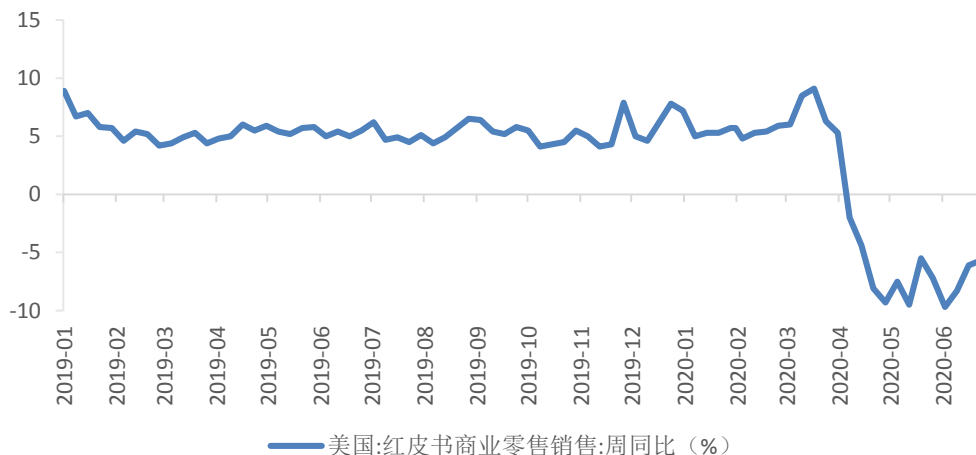
图 1：亚利桑那（AZ）、佛罗里达（FL）、得克萨斯（TX）、南卡（SC）阳性率与加州对比



资料来源：John Hopkins University，天风证券研究所

自 5 月重启以来，美国消费数据呈现低位回升的早期迹象。餐饮方面，OpenTable 统计数据 displays，全美餐厅就餐人数同比增速，从 4 月时的冰封状态逐步解封回升至 6 月 20 日的 -59% 左右。零售方面，美国 Redbook Research 统计的连锁店销售额同比增速仍在底部徘徊，但高盛连锁店销售从 4 月 11 日当周的 -20.2% 底部回升至 6 月 13 日当周的 -11.5%。住宿方面，美国酒店入住率从 4 月 11 日当周的 -69.8% 回升至 6 月 13 日当周的 -43.4%。Markit 服务业 PMI 自 4 月的低点 26.7 反弹至 6 月的 36.7。密歇根大学消费者信心指数也有所反弹，6 月回升至 78.9。

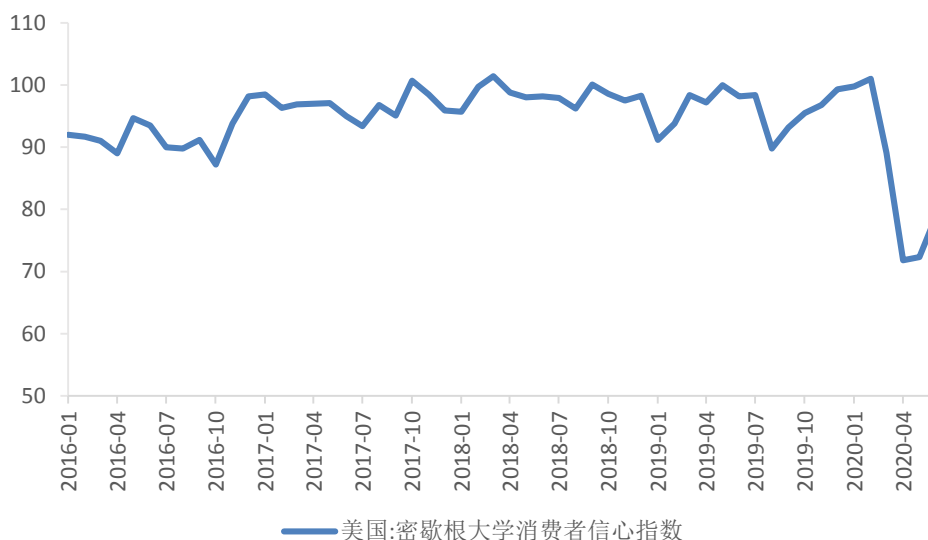
图 2：美国红皮书商业零售销售周同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

¹ <https://vip.jianshiapp.com/articles/3596464#from=android>

图 3：密歇根大学消费者信心指数 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

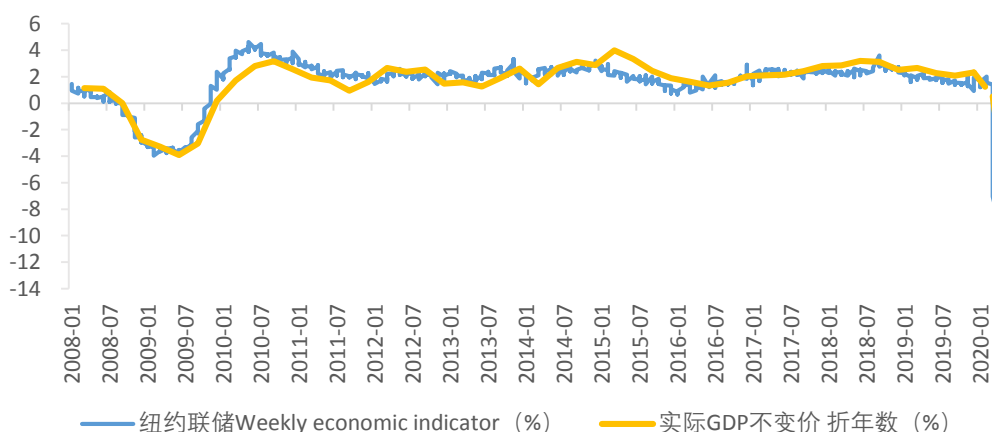
疫情之前,美国房地产市场处于新一轮复苏的开端。3月美联储降息后抵押贷款利率下降,住房贷款申请数环比大幅上升。但随着疫情的发展,申请房贷的热情一度受悲观预期的打击环比下降30%,但在5月后稳定小幅上升。

生产活动轻微修复,制造业低位反弹。美国粗钢生产同比增速,从5月2日当周的-39.4%低位,回升至6月12日当周的-35.1%。美国炼油厂开工率从4月17日当周的-67.4%低位,回升至6月12日当周的73.8%。

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)。这一次最低跌至4月的-56.6,但6月快速回升至27.5。其中新订单指数从-70.9反弹至16.7,就业指数从-46.7反弹至-4.3。类似的,纽约联储公布的纽约大都会地区制造业指数,从4月的-78.2反弹至5月的-48.5。

供给冲击比需求冲击带来的衰退更快修复。预计下半年美国经济复苏速度放缓,美国率先复工带来的疫情反复可能拖累后续的复苏斜率,下一阶段需求将取代供给成为制约复苏的关键。预计2020年全年美国GDP同比增速约-4.5%,2021年底回到疫情前的实际产出水平。

图 4：美国实际 GDP 同比与纽约联储 WEI



资料来源：NY FED，天风证券研究所

疫情后的美国企业部门会经历漫长的去杠杆。参考 08 年金融危机，经济衰退早期，违约率往往较低，但随着危机逐渐深入，高收益债违约比例逐步攀升。08 年四季度之前，违约率低于 1%，四季度违约率攀升至 2.9%，而 2009 年第二季度，违约率高达 4.05%。从公司破产情况看，进入 2020 年公司破产数量上升，仅 1 季度就有 1710 家企业申请破产。当前的违约和破产情况和 2008 年有相似之处。同时，财政和货币政策的响应速度极快，企业违约和破产率可能延后至 2021 年，且其斜率取决于财政转移支付和宽货币政策的退出时点、节奏以及方式。（详见 5 月 27 日研究报告《垃圾债与美国企业违约、破产现状》）

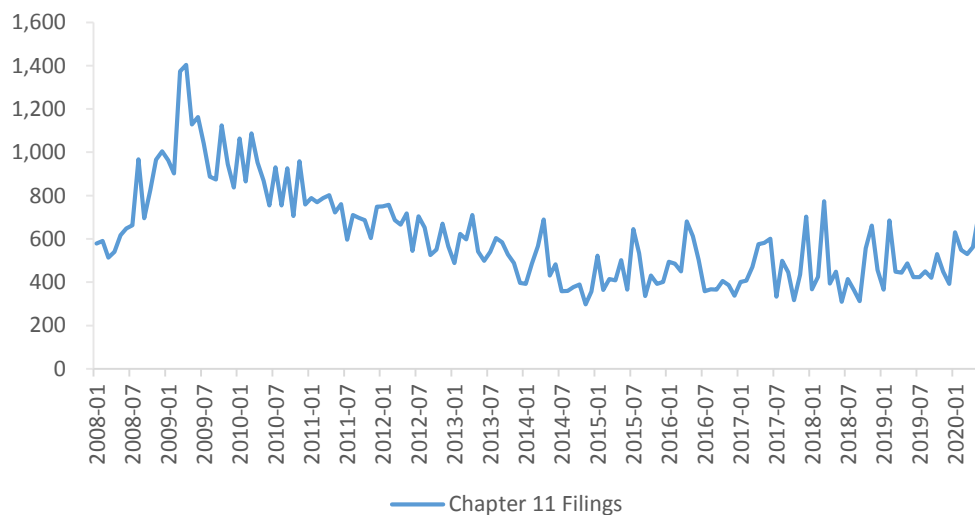
表 1: 2020 年以来高收益债违约统计

Figure 11: Recent defaulted and distressed names

Date	Ticker Name	Sector	Event	Face	Price
YTD defaults					
1/31/2020	MDR MCDERMOTT	Energy	Bankruptcy	1,300	13
1/31/2020	CHK CHESAPEAKE ENERGY CORP	Energy	Distressed exchange	1,244	52
2/29/2020	TAPENE TAPSTONE ENERGY	Energy	Forbearance agreement	300	1
3/31/2020	WLL WHITING PETROLEUM	Energy	Bankruptcy	774	7
3/31/2020	HOS HORNBECK OFFSHORE	Energy	Bankruptcy	450	6
Total/Average				4,068	16
April defaults					
	FTR FRONTIER COMM	Telecoms	Bankruptcy	13,498	47
	LKSD LSC COMMUNICATIO	Media	Bankruptcy	450	12
	QHC QUORUM HEALTH CO	Healthcare	Bankruptcy	400	25
Total/Average				14,348	28

资料来源：MarketWatch，天风证券研究所

图 5：公司破产数量上升（chapter 11 bankruptcy）（单位：个）



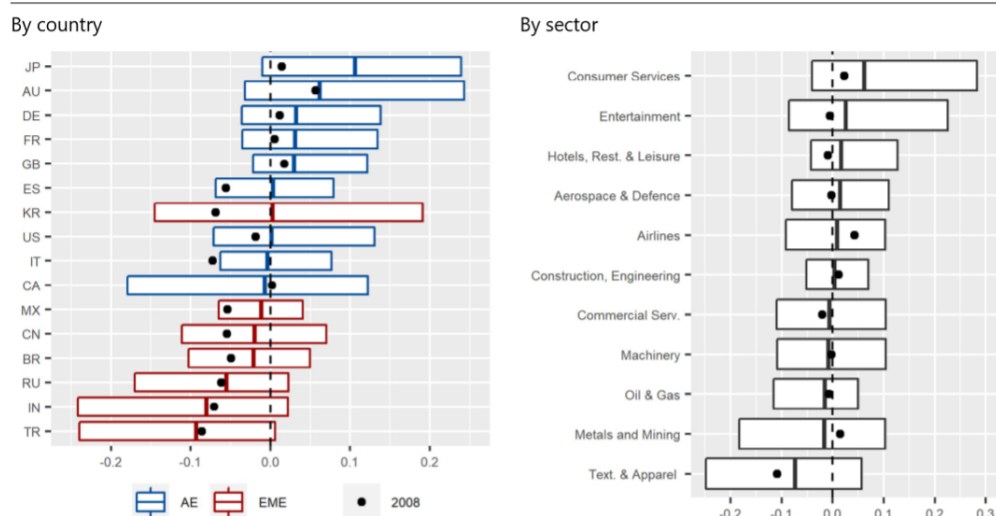
资料来源：American bankruptcy Institute，天风证券研究所

BIS 根据 2019 年上市公司财务报表计算，以 2019 年现金资产（现金、现金等价物及短期投资产品）减去 2020 年到期债务还本付息（短期债务+当期偿还的长期债务+利息支出）的差值与企业总资产的比值反映现金流紧张情况。整体看，将近 50% 美国企业的 2019 年的现金或现金等价物不足以支付 2020 年的到期债务及相应利息。虽然当前美国企业的现金流紧张情况稍好于 2008 金融危机之前，但在发达国家中仅好于加拿大，西班牙、意大利的企业现金流情况相当（下图左）。

分行业看，由于行业本身经营特点与资本管理方面差异，不同行业的现金流情况表现各异。

商业服务、机械设备、石油燃气、金属矿业和纺织服装等行业均有超过 50%的企业没有足够现金流支付 2020 年债务，而消费者服务、娱乐、酒店住宿休闲等行业的现金流情况较好（下图右）。

图 6：现金减债务与企业总资产的比例



¹ Box plot showing median, 25th and 75th percentile of cash (cash, equivalents and short-term investments) minus debt service (short-term debt + current portion of long-term debt + interest expenses) as a ratio of total assets for firms with either debt falling due in 2020 or with positive interest expenses. Box plots based on 2019 data. Black dots show median ratios for 2008.

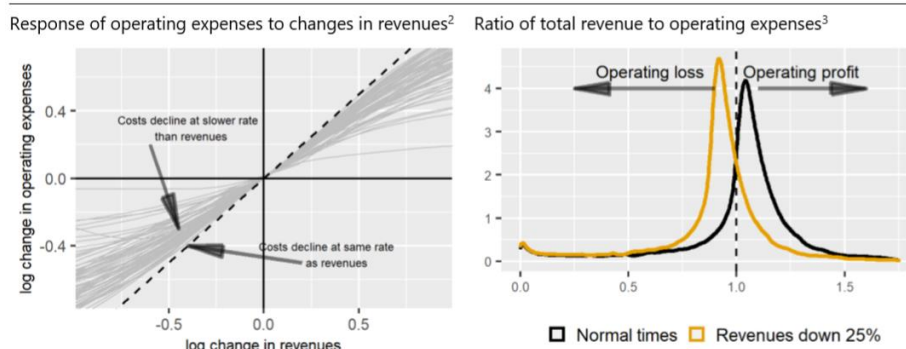
Sources: S&P Capital IQ; BIS calculations.

资料来源：S&P Capital IQ，BIS Calculations，天风证券研究所

“大封锁”期间，企业收入大幅削减，但支出并不会同比例下降。根据 BIS 的模型计算，疫情期间的经营成本与收入的弹性为 0.6，即收入减少 1，而成本只减少 0.6；此外受固定成本的影响，不同行业的成本弹性不同，比如石油燃气、航空、酒店餐饮等行业的成本弹性更小，成本随收入下降的比例更低。

根据历史数据的相关性，GDP 增速每下降 1 个百分点，企业营收下降 3%。当前 IMF 预测 2020 年发达经济体 GDP 将下降 8%-9%，由此预计企业部门 2020 年营收将减少 25%，平均成本弹性 0.6，BIS 估计 2020 年企业营业利润为亏损 18%，持续的亏损会进一步消耗企业的自由现金流。

图 7：收入下滑加剧企业现金流紧张情况



¹ Operating income defined as total revenues less operating expenses. ² Quarterly changes in log revenues and log operating expenses. Smoothed grey lines of the elasticity estimated with a generalised additive model for 62 industries. Dashed line is 45 degree line. ³ Ratio above (below) one indicates positive (negative) operating profit. Normal times assumption: Total revenue and operating expenses at 2019 levels. “Revenues down 25%” assumption: Total revenues down 25% compared with 2019 levels; 0.6 elasticity of operating costs to revenues.

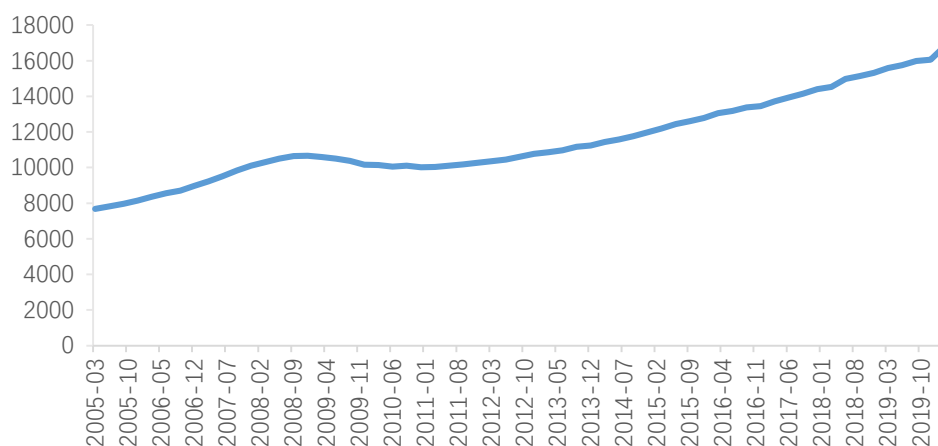
Sources: S&P Capital IQ; BIS calculations.

资料来源：S&P Capital IQ，BIS Calculations，天风证券研究所

另一方面，一季度美国非金融企业债务增幅创历史新高。疫情期间，许多公司竭力获取流动性，银行贷款和企业债发行量剧增。美联储数据显示，今年第一季度非金融商业债务增

加了 7548 亿美元，总额达到 16.8 万亿美元，年化增幅为 18.8%。实际上，今年前 5 个月美国共发行了价值 1 万亿美元的投资级公司债，而对比 2019 年直到 11 月才达到这个水平。这意味着活下来的企业的整体负债率反而在经济不景气时期出现跳升。

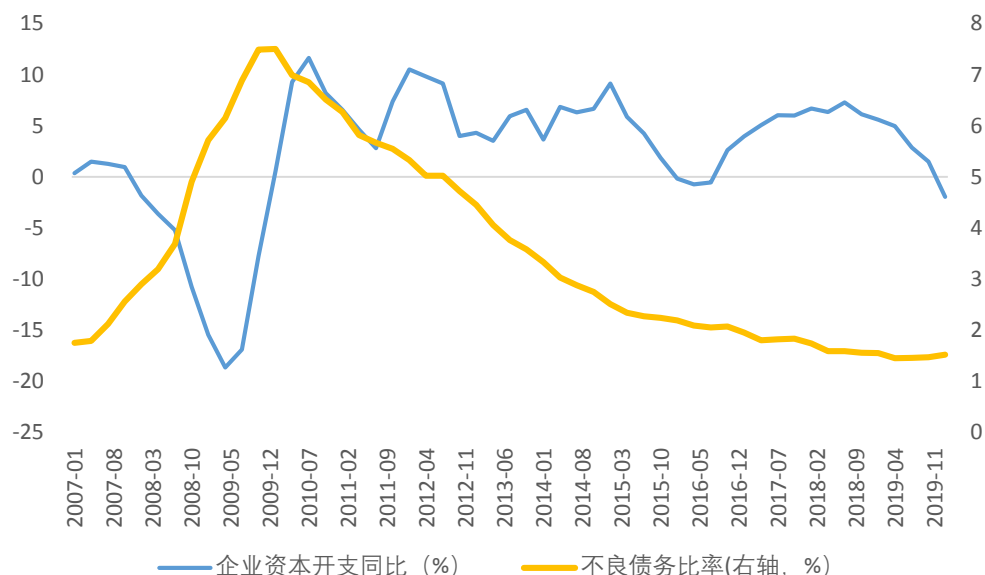
图 8：美国商业债务余额（十亿美元）续创新高



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

事实上，在疫情冲击之前，美国企业的债务率已是历史新高。企业将大量的利润用于股票回购推升股价，放大管理层的收益。但在疫情对现金流短期毁灭性的冲击之下，企业的信用风险急剧上升。尽管美联储史无前例的对企业债直接购买和财政部的中小企业贷款计划避免了信用市场的崩溃，但鉴于对疫情不确定性的担忧，我们不难想象，企业大概率在未来相当长的一段时间内会将现金流用于修复资产负债表，而非急于大幅增加资本开支和招聘计划，尤其是财务状况更加脆弱但就业人数最多的中小企业。

图 9：企业违约率上升时往往资本开支会下降



资料来源：FRED，天风证券研究所

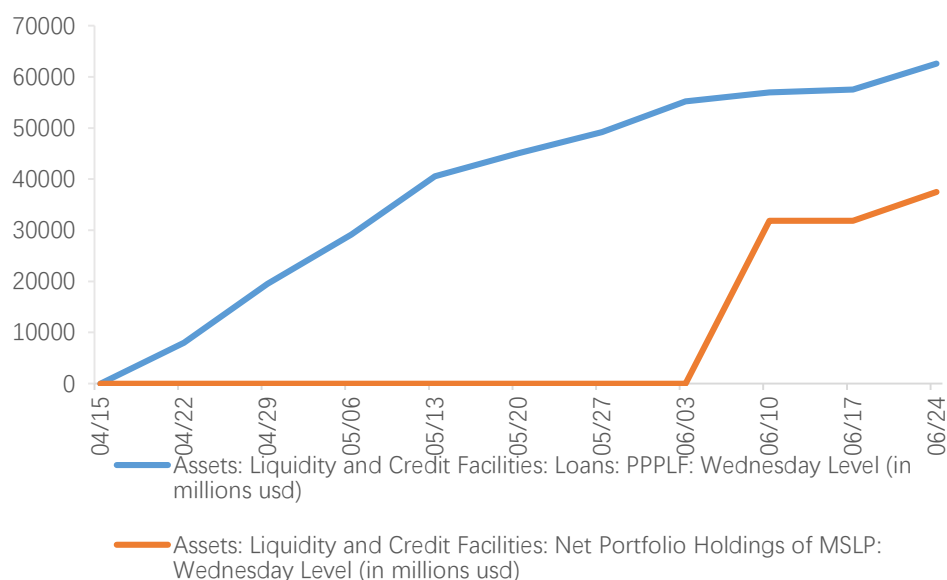
二、货币政策、财政政策对冲力度、美国大选

为应对疫情，发达经济体采用空间的财政救助及刺激稳定经济和社会需求，央行辅以扩表来支持财政政策扩张，走向“财政货币化”。下半年，各国货币和财政政策仍倾向于宽松。

以美国为例，自二月底以来，美联储实施的各项资产购买和信贷计划已经使美联储的资产负债表规模增加了 3 万亿美元。具体来看，除了商业票据融资便利机制（CPFF）、一级交易商提供信贷便利（PDCF）、货币市场共同基金流动性工具（MMLF）等 3 月开始使用的流动性工具之外，6 月 8 日，美联储宣布降低 MSLP（主街贷款计划）门槛。6 月 15 日，美联储宣布其政策工具二级市场公司信贷融资便利（SMCCF）将开始购买企业债。美联储资产负债表总规模出现 3 月初以来的第一周净减少，但主要是由于回购和央行流动性互换两项所致，并非购买资产规模减少。

目前疫情前景仍不明朗，美联储主席鲍威尔在 6 月的国会证言中继续强调经济修复面临的巨大不确定性；并明确表示货币政策基调仍将维持整体宽松，未来几个月美联储将至少以目前的速度增持美国国债和 MBS 数量（国债每月 800 亿美元，MBS 每月 400 亿美元），并预计将维持当前低利率水平至少到 2022 年。鲍威尔表示：“决策者听取了有关收益曲线控制的介绍，美联储将继续研究这一想法，将其作为一种可能的工具”。若货币政策回归常态，从此前美联储货币政策正常化的路径来看，首先是结束 QE，然后是启动加息，最后是缩表，预计未来美联储宽松的退出大概率采取类似的模式。

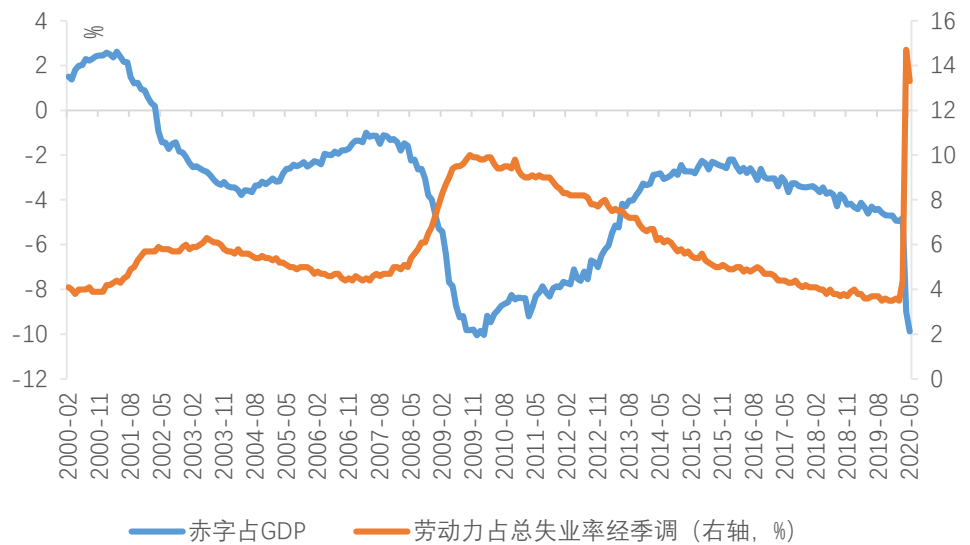
图 10：PPPLF，MSLP 政策释放贷款（百万美元）



资料来源：FRED，天风证券研究所

财政政策方面，美国国会预算办公室（CBO）估计联邦赤字在 2020 年和 2021 年分别增加 3.7 万亿和 2.1 万亿美元，分别相当于 GDP 的 17.9% 和 9.8%。具体来看，国会通过了三项主要立法，2020 年 3 月 6 日，签署《冠状病毒准备和响应补充拨款法案》（第一阶段），该法案为美国的公共卫生支出分配了 83 亿美元的援助；2020 年 3 月 10 日，总统签署了《家庭冠状病毒应对法案》（第二阶段）；2020 年 3 月 27 日，总统签署《冠状病毒援助，救济和经济安全（CARES）法案》（第三阶段），提供了 2.2 万亿美元的救助计划。4 月 23 日，美国众议院通过一项总额 4840 亿美元的新冠病毒救济法案，其中 3100 亿美元用于薪资保护计划（PPP）（第四阶段）。这其中，每周 600 美元的失业保险将于 7 月 31 日到期；大部分退税/支票是在 4 月中下旬发放的，迄今为止，在这 2900 亿美元中，约有 2700 亿美元已被发放。PPP（薪酬保护计划）于 4 月底开始发放，申请截止日期从 6 月 30 日延长到今年 8 月 8 日。新一轮财政刺激将面临 7 月 31 日的财政悬崖，且共和党与民主党在是否延长扩大的失业保障计划方面存在分歧，即便通过财政刺激力度相比前几轮将较小。

图 11：财政政策空间在危机前本已消耗殆尽



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 12：美国 CARES 法案

类型	规模 (亿美元) 占 GDP%	内容
小型企业贷款/工资补贴	6590 3.4%	向小型公司提供贷款，主要用于支付员工工资，抵押利息，租金，公用设备开支
对手影响行业的救济	460 0.2%	包括为客运航空公司提供 250 亿美元，为货运航空公司提供 40 亿美元，以及对维护国家安全起到重要作用的企业提供 170 亿美元
公司和市政救助	4540 2.2%	向美国财政部的外汇稳定基金 (ESF) 提供 4540 亿美元 (占 GDP 的 2.2%)，可以用来支持美联储的信贷额度。
个人退税	2500 1.2%	为个人提供 1200 美元的可退还税收减免
失业保险	2500 1.2%	39 周的失业保险 (而不是标准的 26 周)
企业和个人的税收减免	4000 2%	推迟个税和营业税 允许企业结转最多五年的净经营亏损
对州政府财政援助	1500 0.7%	按人口比例分配，每个州至少 12.5 亿美元
联邦支出	3500	医疗相关 1300 亿美元资金，以及用于其他联邦计划的 2000 亿

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_4051

