

全球疫情冲击研究系列专题（四）

消费大国之美国篇——经济重启将带来哪些投资机遇？

相关研究报告

宏观深度报告20200224-疫情对国际市场冲击显性化
宏观深度报告20200312-梦回2008——警惕国际市场“危机模式”
宏观深度报告20200406-全球疫情冲击研究系列专题（一）——资源大国篇：澳巴俄沙受冲击几何？
宏观深度报告20200422-全球疫情冲击研究系列专题（二）——生产大国篇：警惕印度东盟供应链重构风险
宏观深度报告20200507-全球疫情冲击研究系列专题（三）——消费大国之欧洲篇：疫情下欧洲经济的危与机

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

薛威 投资咨询资格编号
S1060519090003
021-20667920
XUEWEI092@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

本篇报告是“全球疫情冲击研究系列专题”的第四篇，主要探讨美国疫情进入平台期后重启经济造成的影响及其可能带来的投资机遇。

■ 多因素导致防疫措施松动，短期经济可能提振

4月以来，美国疫情形势进入平台期，随着检测范围扩大，病死率有望显著下行。虽然疫情形势逐渐可控，但防疫措施导致的经济活动停滞对美国的经济产生了巨大的打击。受制于党派之间的相互掣肘，美国财政政策对经济的刺激力度不足，失业率不断攀升，这为特朗普的连任带来了巨大挑战。为了尽快提振经济，特朗普于4月宣布分阶段重启经济活动，截至5月10日，共计12个共和党“铁票仓”州与两个中立州对经济活动进行了超预期开放。这可能会对短期美国经济形成提振，但疫情卷土重来的风险或将导致美国经济复苏之路承受意外的波折。

■ 疫情下的消费冲击：哪些需求受冲击较小？

私人消费是美国经济的主要支撑。疫情之下，耐用品消费跌至低谷，但汽车类耐用品消费仍有回补的可能；非耐用品消费难以回补，但食品、医疗等相关消费表现出了较强的韧性；服务消费罕见承压，但住房、金融等需求较为刚性或线上服务能力较为完善的服务行业却依旧呈现出不俗的表现。短期看，汽车类耐用品具有投资机会，而长期来看，食品、医疗类非耐用品消费，以及住房、金融、科技、互联网等服务行业是上佳的投资对象。

■ 进出口：其他国家疫情分化成为主导

除私人消费以外，世界疫情发展差异也为美国带来了一定的投资机会。4月通用汽车业绩的同比大增表明，若产业链与疫情结束较早的国家相关，则将出现较快的反弹。短期来看，汽车类消费作为中国提振消费的重要分项，将会有较好的机会；而大豆等农产品受中美第一阶段经贸协定的影响也将有较好的表现；此外，美国自华进口结构中占比较高的玩具、家具、纺织品、鞋靴、伞及轻工制品等也将有较好的前景。但长期视角下，特朗普政府对中国“甩锅”与逆全球化的趋势，可能会对与华贸易产生打击，部分订单可能会转向东南亚。

■ 资产配置：疫情有二次爆发风险，短中长期应如何配置？

短期美元仍将维持强势，而中长期疫情可能二次爆发的情况下也有配置的必要。大宗商品方面，油价不确定性仍强，但中美经贸关系的缓和可能对相关商品如大豆等带来机会。债市方面，由于美联储短期仍将维持宽松，但中长期终会缩表，中短期利率债优于长期利率债；杠杆率的高企预示着中长期视角下信用债的风险，因此仅推荐配置短期投资级企业债，金融机构、医疗娱乐用品制造企业、互联网企业、科技企业、部分农业企业的公司债券有较好的配置价值，而垃圾债则应回避。美股短期仍旧是有配置价值的风险资产，但受疫情影响存在一定的下行风险，美股由熊转牛的拐点可能在二次冲击之后，或者疫苗大规模量产之后。

正文目录

一、	多重因素导致经济重启，短期美国经济可能提振	4
1.1	美国新增病例已至平台期	4
1.2	财政政策力度不足以刺激经济	5
1.3	经济及政治因素导致美国多州超预期解除禁令，经济可能短期提振	6
二、	疫情下的消费冲击：哪些需求受冲击较小？	9
2.1	美国的需求结构：个人消费为主导	10
2.2	娱乐、食品、医疗类商品受冲击较小，金融、住房类服务相对稳定	10
三、	进出口：其他国家疫情分化成为主导	12
3.1	从货物出口看产业链的恢复：中国与越南相关产业恢复较快	13
3.2	从货物进口看产业链的恢复：中国相关产业恢复较快	13
四、	大类资产配置建议	14

图表目录

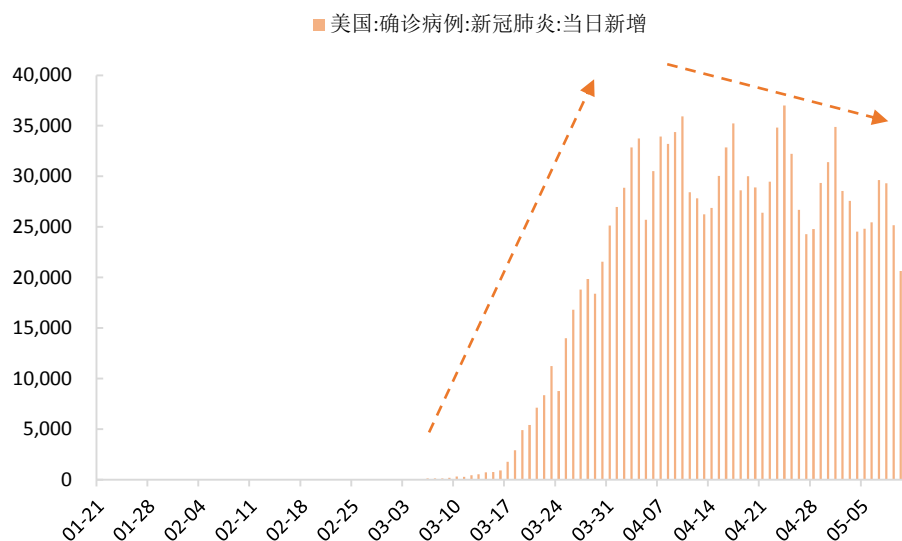
图表 1	美国新增病例已进入平台期（例）	4
图表 2	美国疫情感染比例分布	5
图表 3	疫情以来美国主要政策汇总	6
图表 4	美国各州防疫政策汇总（截至 5 月 10 日）	7
图表 5	宣布重启经济后，特朗普民调支持率有所上行	8
图表 6	重症率人种分布存在差异（%）	9
图表 7	低收入人群的重症率更高（%）	9
图表 8	美国 2020 年经济形式情景预测（%）	9
图表 9	美国需求受个人消费主导	10
图表 10	美国个人消费构成：耐用品	11
图表 11	美国个人消费构成：非耐用品	11
图表 12	服务消费波动较小（%）	11
图表 13	美国个人消费构成：服务	12
图表 14	美债信用利差回落（%）	14
图表 15	美国企业部门杠杆率已超金融危机时期（%）	14
图表 16	美国股指回弹（点）	15

一、多重因素导致经济重启，短期美国经济可能提振

1.1 美国新增病例已至平台期

4月以来，美国疫情扩张速度边际放缓，新增病例的高峰看似已过。根据约翰斯·霍普金斯大学的统计数据来看，截至5月10日，美国全国5日移动平均新增病例数已持续波动下行，美国新增病例已进入平台期。而华盛顿大学估计，若检测到位，当前新冠肺炎的死亡率为1.3%，随着疫情发展，防疫措施逐渐严格以及检测数量不断提升，死亡率有望显著下降。

图表1 美国新增病例已进入平台期（例）

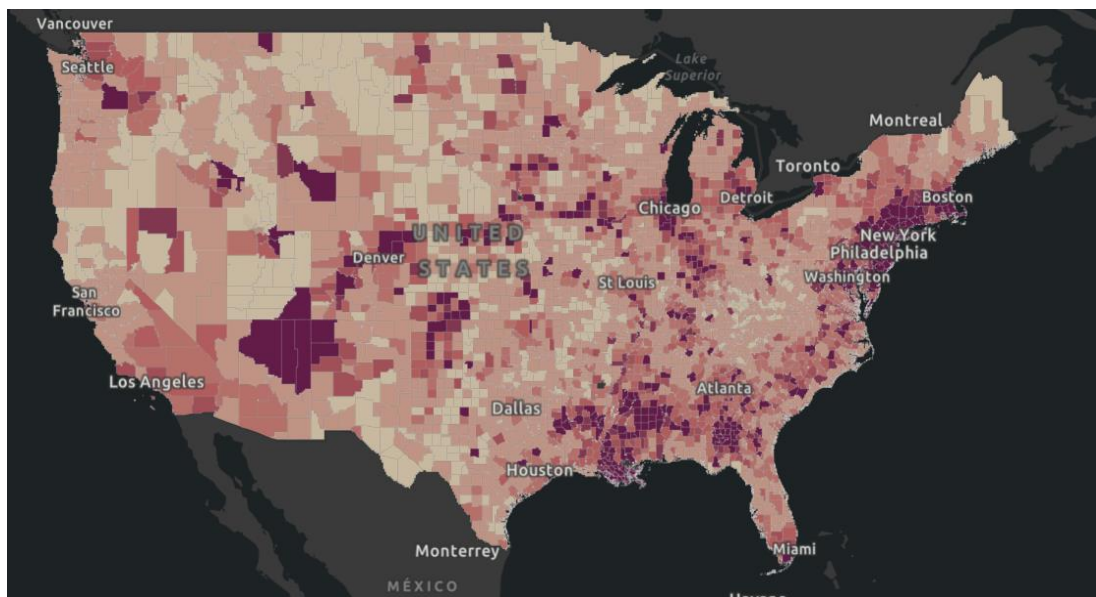


资料来源：WIND，平安证券研究所

从各州数据来看，美国疫情进入平台期的主要原因是部分疫情较为严重的地区确诊病例增速降低，如纽约州、新泽西州和宾夕法尼亚州。且由于其感染率已相对较高，加上防控措施实施较早，新增病例短期难以显著回升。而部分人口较多且感染率较低的州，如加利福尼亚州，当前新增病例仍处于上升趋势。

同时，核酸检测的能力限制可能造成确诊病例相较感染病例的低估：4月初加利福尼亚州圣克拉拉县的血清流行病调查研究表明，该地区新冠感染人数介于4.8万人至8.1万人之间，比官方公布的确诊病例数高50-85倍，随着检测的推进，不排除新增确诊出现大幅上行的可能。

图表2 美国疫情感染比例分布



资料来源：JHU，平安证券研究所

注：颜色越深表明感染率越高

疫情对美国经济的影响巨大，一季度美国实际 GDP 环比增速为-4.8%，失业率 4.4%；预计二季度美国经济受到的冲击将进一步加大，二季度美国实际 GDP 环比季年率将下行至-25%甚至更低，失业率则将上行至 15%-20%的水平。

1.2 财政政策力度不足以刺激经济

3 月，面对市场上出现的流动性危机，美联储快速启用了几乎所有货币政策：首先通过降息+QE+增加回购为市场提供流动性；而后启用特殊流动性支持工具，包括与商业票据融资支持工具（CPFF）、一级交易商信贷支持工具（PDCF）和货币市场共同基金流动便利工具（MMFL），以及开放式 QE 计划；3 月 23 日，经财政部长批准后又推出定期资产抵押证券贷款工具（TALF）、一级市场公司信贷工具（PMCCF）、二级市场公司信贷工具（SMCCF），直接为信用市场提供支持；后续又接连出台了针对中小企业的主要商业街贷款计划和薪资保护计划，以及针对地方政府的市政流动性便利等。

美联储的刺激力度已经超过了 2008 年，除股票投资者外，其他所有市场主体均可获得直接的融资支持，后续美联储如果想要进一步购买股票，需要与财政部联手启用紧急贷款权，或者修改《联邦储备法》。鉴于鲍威尔明确表示负利率政策不适合美国，美联储短期的货币政策空间已经不多，面对总需求的下行，需要财政政策协同发力。

3 月 27 日的关怀法案（CARES ACT）是战后美国历史上最大规模的救助方案，总规模超过 2 万亿美元，占 2019 年 GDP 的 11.3%。其中包括对家庭的直接现金派发约 2750 亿美元，医疗体系等公共领域拨款约 3400 亿美元，对州及地方政府支持 1500 亿美元，小企业贷款支持约 3500 亿美元，大企业贷款支持约 5000 亿美元，减税及延后社保缴纳约合 4950 亿美元，以及加强失业救济等。

作为支持性的财政政策，关怀法案的力度仍显不足：一是小企业贷款额度已经耗尽，4 月 21 日，由于关怀法案中的小企业纾困额度已经耗尽，美国参议院全票通过决定再追加 4840 亿美元的救助贷款，但至 5 月初又已濒临耗尽，现在已只接受农业企业申请；二是失业补助不足以弥补工资缺口，而根

据圣路易斯联储的计算,2020 年第二季度受疫情影响严重的行业工资损失将达到 4500 亿美元左右,关怀法案的失业补助并不足以弥补相关缺口;三是现金发放只能对疫情结束后的消费有小幅的刺激作用,且对疫情期间的需求提振能力有限。

当前,特朗普推出新财政政策的掣肘来自于大选年的两党博弈。3 月 23 日,关怀法案就曾因国会民主党参议员均未支持而被迫拖延出台。4 月末,媒体报道称新一轮纾困法案已经在研究过程中,但是缺乏后续。

可见,由于财政政策偏支持而非刺激,短期内决定美国经济走势的仍是受疫情情况及各州恢复经济进展的显著影响。

图表3 疫情以来美国主要政策汇总

货币政策		财政政策		
利率	其它	直接援助	信贷	其它
降息至 0	1) 为短期银行同业拆借提供了 1.5 万亿美元流动性	1) 3 月 6 日,国会拨款 83 亿美元,其中 65 亿美元用于联邦、州和地方卫生部门,6 亿美元用于治疗补助,12.5 亿美元用于国际援助,2000 万美元用于企业贷款		
	2) 购买了 7000 亿美元的美国国债和抵押债券			
	3) 将准备金率降至零	2) 紧急状态允许各州获得联邦资金		
	4) 与主要的发达市场央行(包括欧洲央行)和几个新兴市场央行启动美元互换额度	3) 3 月 18 日,总统签署了《家庭第一冠状病毒应对法》(FFCRA),要求雇员少于 500 人的雇主为雇员提供带薪病假,特别是与 COVID19 相关的原因,并保证对所有人免费进行 COVID19 检测	1) 5000 亿美元的大型企业贷款	1) 个人和企业的纳税申报截止日期推迟两个月至 6 月 15 日
	5) 宣布无限量购买债券计划,足以无限期地抑制借贷成本		2) 为中小企业提供 3500 亿美元的紧急赠款和贷款减免计划(主要街道商业贷款计划)	2) 学生贷款的支付推迟六个月
	6) 美联储启动了商业票据融资机制,向各州和市政府提供流动性			3) 为所有企业提供退税抵免,以支付因新冠疫情而无法工作的员工的工资
	7) 为新的债券和贷款发行设立了一级市场公司信贷机制;设立了二级市场公司信贷机制,为未偿还的公司债券提供流动性	4) 3 月 27 日,总统签署了 2.2 万亿美元的《关怀法案》,其中包括直接向年收入低于 75000 美元的成年人发放 1200 美元,延长失业救济时间并增加每周救济额 600 美元等		
	8) 建立了一个主要街道商业贷款计划,以支持对中小企业的贷款			
	9) 直接向州和地方政府提供高达 5000 亿美元的贷款。	5) 4 月 21 日,参议院决定追加 4840 亿美元的小企业救助贷款。		

资料来源: IIF, 平安证券研究所

1.3 经济及政治因素导致美国多州超预期解除禁令, 经济可能短期提振

美国各州主要采用的隔离措施包括:居家令、旅行隔离、关闭非基础商业、禁止集会、关闭学校、限制饭店及酒吧营业、大选推迟、宣布紧急状态等。在财政刺激力度不足的情况下,特朗普 4 月 16 日公布美国经济重新开放指南,而后,美国多州的防疫措施出现了超预期松动。部分州已重启经济活动以挽救经济,主要放松了社交距离限制、居家令及非基础商业活动三项措施。当前已有 34 个州决定放松社交距离限制,14 个州解除居家令,仅剩 7 个州仍然关闭商业活动。

图表4 美国各州防疫政策汇总（截至5月10日）

州	社交距离限制	居家令	非基础商业活动	州	社交距离限制	居家令	非基础商业活动
阿拉巴马	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开	蒙大拿	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开
阿拉斯加	放松	解除	全部非基础商业活动限制性重开	内布拉斯加	放松	-	-
亚利桑那	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开	内华达	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开
阿肯色	-	-	-	新罕布什尔	-	全州	关闭所有非基础商业活动
加利福尼亚	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开	新泽西	-	全州	部分非基础商业活动关闭
科罗拉多	放松	回调至高风险区域	部分非基础商业活动限制性重开	新墨西哥	-	全州	关闭所有非基础商业活动
康涅狄格	-	全州	关闭所有非基础商业活动	纽约	-	全州	关闭所有非基础商业活动
特拉华	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开	北卡罗莱纳	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开
哥伦比亚	-	全州	关闭所有非基础商业活动	北达科他	放松	-	全部非基础商业活动限制性重开
佛罗里达	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开	俄亥俄	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开
乔治亚	放松	回调至高风险区域	部分非基础商业活动限制性重开	俄克拉荷马	放松	高风险区域	部分非基础商业活动限制性重开
夏威夷	放松	全州	部分非基础商业活动重开	俄勒冈	-	全州	部分非基础商业活动关闭
爱达荷	放松	解除	部分非基础商业活动重开	宾夕法尼亚	放松	全州	关闭所有非基础商业活动
伊利诺伊	-	全州	关闭所有非基础商业活动	罗德岛	-	全州	部分非基础商业活动关闭
印第安纳	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开	南卡罗莱纳	放松	解除	部分非基础商业活动重开
爱荷华	放松	-	全部非基础商业活动重开	南达科塔	放松	-	-
堪萨斯	放松	解除	部分非基础商业活动重开	田纳西	放松	解除	部分非基础商业活动重开
肯塔基	放松	全州	部分非基础商业活动关闭	德克萨斯	放松	解除	-
路易斯安那	-	全州	部分非基础商业活动关闭	犹他	放松	解除	-
缅因	放松	全州	部分非基础商业活动重开	佛蒙特	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开
马里兰	-	全州	关闭所有非基础商业活动	弗吉尼亚	-	全州	部分非基础商业活动关闭
马萨诸塞	-	全州	关闭所有非基础商业活动	华盛顿	-	全州	关闭所有非基础商业活动
密西根	放松	全州	部分非基础商业活动重开	西弗吉尼亚	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开
明尼苏达	放松	全州	部分非基础商业活动重开	威斯康星	-	全州	关闭所有非基础商业活动
密西西比	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开	怀俄明	-	-	-
密苏里	放松	解除	全部非基础商业活动限制性重开				

资料来源：KFF, 平安证券研究所

1.3.1 大选可能是导致多州超预期放松防疫措施的原因

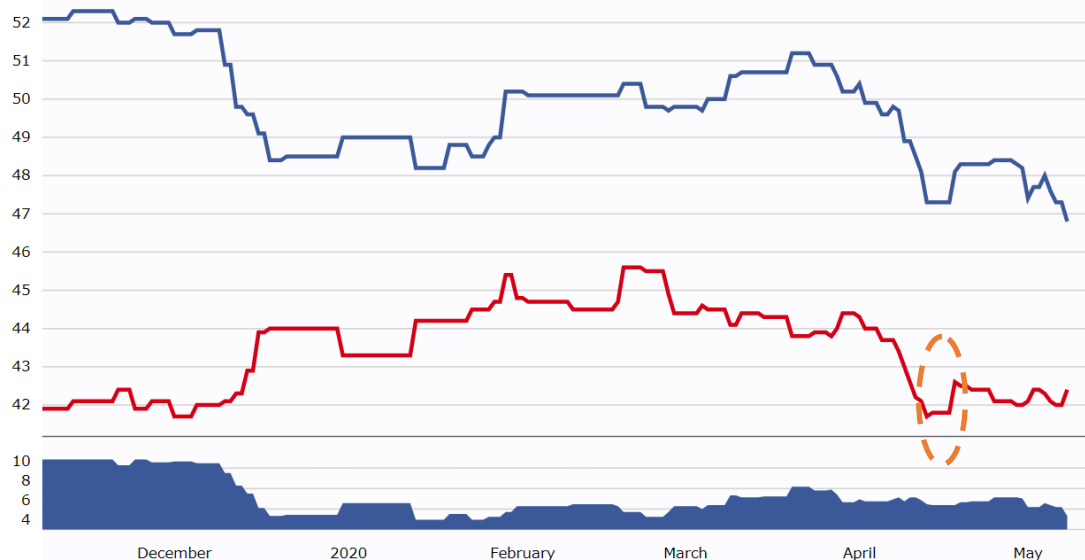
然而，虽然部分州如阿拉斯加等可能是由于疫情防控形式有所好转、经济压力较大的因素而放松管控措施，但整体来看，超预期的经济活动恢复恐非单纯的疫情及经济因素。

新冠疫情下经济疲弱对特朗普的连任带来了巨大挑战，这可能是促成防疫松动的根本原因之一。除东海岸一系列民主党“铁票仓”州外，原本共和党的“铁票仓”州路易斯安那州、以及关键州中的佛罗里达州感染率均高，这可能会对特朗普的连任产生较大的影响；而“关键州”中的威斯康星州、密歇根州及宾夕法尼亚州的民调结果中，特朗普的支持率已然被民主党候选人拜登超越。

与此呼应的是，在开放力度较大，完全解除居家令的 14 个州中，有 12 个州来自于共和党“铁票仓”州，分别是：阿拉巴马、阿拉斯加、爱达荷、堪萨斯、密西西比、密苏里、蒙大拿、南卡罗莱纳、田纳西、德克萨斯、犹他、西弗吉尼亚。剩余 2 个州则分别为“两党均势”的佛罗里达以及偏共和党的印第安纳。其中，密西西比州更是在确诊人数占比及新增病例快速攀升的情况下宣布解除居家令。

而在宣布重启经济活动后，特朗普的民调支持率也出现了好转。

图表5 宣布重启经济后，特朗普民调支持率有所上行



资料来源：RCP，平安证券研究所

注：蓝色为拜登民调支持率，红色为特朗普民调支持率，下方为拜登领先点数

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_5222

