

证券研究报告 / 宏观数据

中国对美进口承诺完成了多少？

——海外宏观周度观察（2020年第19周）

报告摘要：

周五美国劳工部公布4月就业数据，新增非农就业-2050万人，失业率录得14.7%。我们在3月份的报告《美国失业率可能上升至10%》中率先指出美国失业率将大幅飙升，实际数据验证了我们的测算。美国失业率攀升但平均薪资大幅增长，主要原因是低薪资工作者受到疫情冲击更大从而更多的退出了劳动力市场，幸存者偏差导致了薪资水平不降反增。因为低收入群体有更高的消费倾向，未来美国消费可能超预期恶化。

美国失业率见顶了吗？近几周当周初请失业金人数逐渐下降，就业市场出现边际改善。但我们认为现在断言失业率见顶为时尚早。首先，当周初请失业金人数和失业率数据就高点而言，前者从来都是领先性指标而非同步指标。按照历史经验，当前失业率还需要一段时间才能达到顶部。其次，美国复工复产的情况仍需谨慎观察。

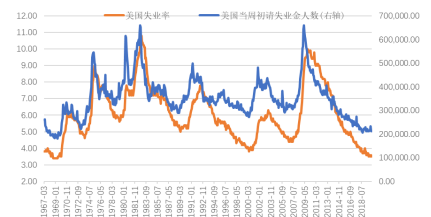
5月7日英国央行公布最新利率决定，宣布维持关键利率在0.1%不变，符合市场预期。英国央行发布了《中期金融稳定性报告》，其中对银行业的压力测试显示银行业会受到较大冲击，但相关指标仍将远高于最低监管资本要求。整体来看，虽然今年经济在疫情冲击之下会出现大幅萎缩，但银行业状况比2008年金融危机前后健康很多，加之各国央行的迅速行动，预计本次危机对金融系统的冲击与以往经济危机相比较小，信贷系统的稳定将降低世界经济陷入长期衰退的可能性。

中国对美国进口承诺今年履行情况如何？我按照中美第一阶段协议，在商品贸易中，2020年中国需在制成品、农产品和能源产品三个领域，较2017年进口金额分别增加77.37%、43.33%和244.24%。而截至今年前三个月，三个领域中国进口增幅（较2017年）分别为-8.01%、-58.17%和-74.21%，与目标相差巨大。这可能是近期美方频繁就第一阶段协议攻击中国的原因。我们认为短期内中美双方可能就贸易问题再度磋商，中国大概率会加速进口。在美国疫情得到初步控制、美国对中国防疫物资的进口需求降低后，中美关系存在继续恶化的可能性。

本周全球股市涨跌互现，美债收益率上行，工业品普涨，农产品涨跌互现。

风险提示：中美贸易摩擦再起

相关数据



相关报告

《新兴市场疫情为新风险——海外宏观周度观察（2020年第16周）》

20200418

《美国消费将出现史无前例的下滑——海外宏观周度观察（2020年第15周）》

20200411

《美国失业率将加速上行——海外宏观周度观察（2020年第14周）》

20200404

《未来美国失业率可能上升至10%——海外宏观周度观察（2020年第13周）》

20200329

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：尤春野

执业证书编号：S0550118060022
13817489814 youcy@nesc.cn

目 录

1. 下周海外重点数据及事件预警	3
2. 当前美国失业率未必见顶	3
3. 英央行维持利率不变，预计经济萎缩 14%.....	5
4. 中国对美国的进口承诺还差多少？	5
5. 全球市场表现.....	7
5.1. 美股继续上涨.....	7
5.2. 主要国债收益率小幅上行.....	7
5.3. 工业品普涨，农产品涨跌互现.....	8

图表目录

图 1: 失业率和非农就业为二战以来最差.....	3
图 2: 各行业失业率	3
图 3: 低收入群体退出劳动力市场导致平均薪资大增	4
图 4: 当周初请失业金人数领先于失业率.....	5
图 5: 全球股市涨跌互现	7
图 6: 美国国债收益率曲线.....	7
图 7: 美债收益率小幅上行.....	7
图 8: 日债收益率小幅上行.....	8
图 9: 欧债收益率	8
图 10: 工业品普涨	8
图 11: 农产品涨跌互现	8
表 1: 重点数据及事件.....	3
表 2: 中国对美进口情况	6

1. 下周海外重点数据及事件预警

表 1: 重点数据及事件

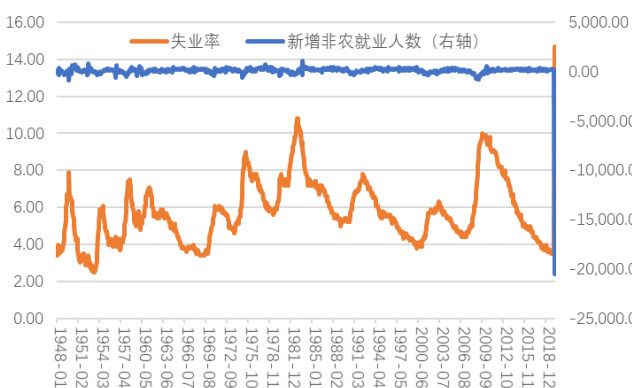
日期	国家	数据/事件
2020/5/11	英国	英国首相约翰逊公布解除封锁措施的路线图
2020/5/12	美国	4 月 CPI
2020/5/13	英国	一季度 GDP
2020/5/13	欧元区	3 月工业产出
2020/5/13	美国	4 月 PPI
2020/5/14	德国	4 月 CPI 终值
2020/5/14	美国	至 5 月 9 日当周初请失业金人数
2020/5/15	德国	一季度 GDP 初值
2020/5/15	美国	4 月零售销售
2020/5/15	美国	密歇根大学消费者信心指数

数据来源: 东北证券整理

2. 当前美国失业率未必见顶

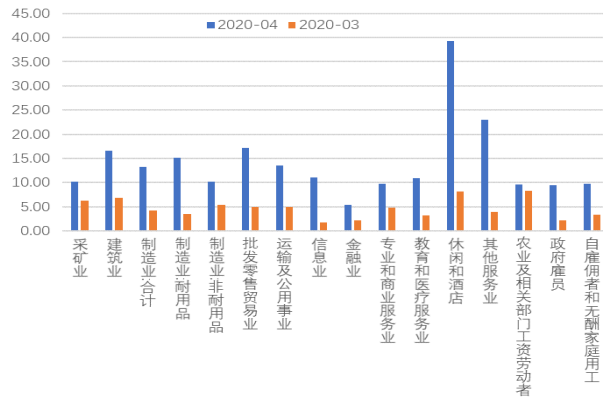
周五美国劳工部公布 4 月就业数据, 新增非农就业-2050 万人, 预期-2200 万人, 前值修正为-87 万人。失业率录得 14.7%, 预期 16%, 前值 4.4%。我们在 3 月份的报告《美国失业率可能上升至 10%》中率先指出美国失业率将大幅飙升, 实际数据验证了我们的测算。失业率分项来看, 休闲和酒店等服务业受到冲击明显更大, 金融业等可以远程办公的行业受到影响相对较小。耐用品制造业受损较大而非耐用品制造业受损相对较小。

图 1: 失业率和非农就业为二战以来最差



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 各行业失业率



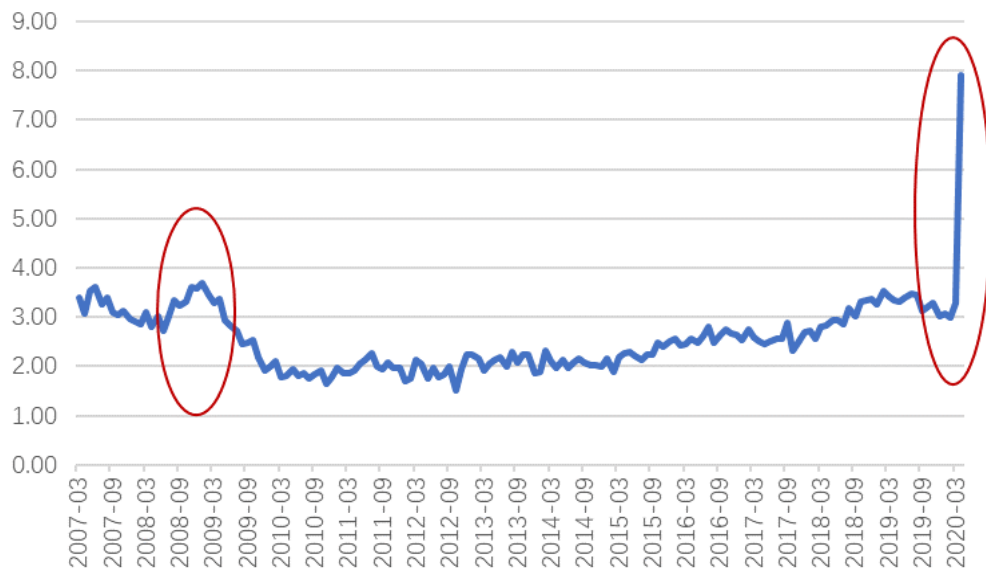
数据来源: 东北证券, Wind

失业率大幅飙升但平均薪资却提高, 反映了什么? 会不会推升通胀? 美国 4 月私人非农企业平均时薪同比增长 7.91%, 市场预期 3.3%, 前值 3.1%。薪资大幅增长的主要原因是低薪资工作者受到疫情冲击更大从而更多的退出了劳动力市场, 而金融业等高薪资行业受冲击较小、更多的留在了劳动力市场之内。幸存者偏差导致了薪

资水平不降反增。无独有偶，在 2008 年金融危机爆发之后短时间内也出现了失业率快速攀升而时薪增速提高的情况，背后是同样的原理。

低薪劳动力退出市场导致的薪资增速提高对经济的潜在威胁更大。低收入群体有更高的消费倾向，因此大量低收入人群失去工作对总消费的打击巨大，**未来美国消费可能超预期恶化。**通常薪资提升会带来通胀压力，但此原因引起的薪资提高不会增加消费，从而难以推升通胀，**短期内美国的主要矛盾仍为通缩而非通胀。**

图 3: 低收入群体退出劳动力市场导致平均薪资大增



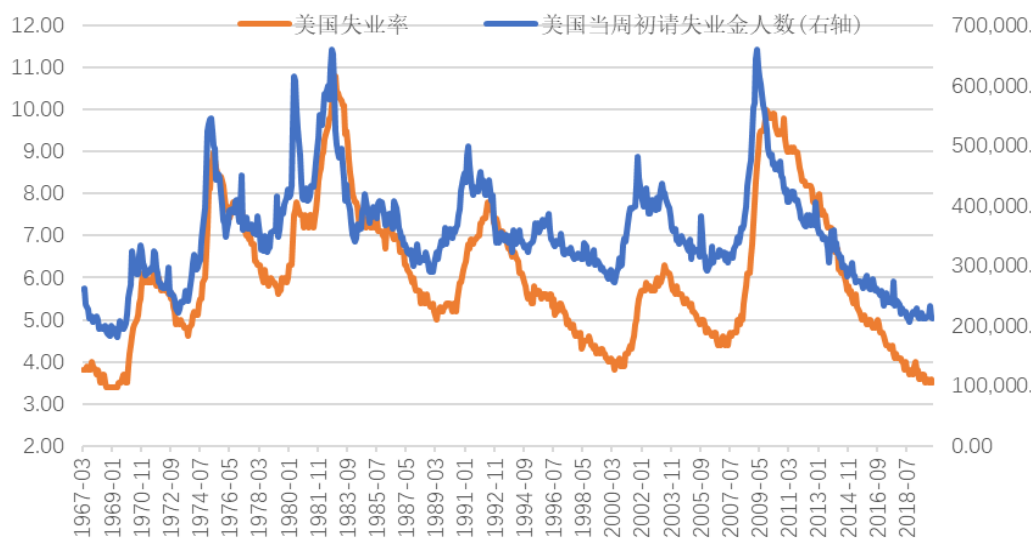
数据来源：东北证券，Wind

美国失业率见顶了吗？近几周当周初请失业金人数逐渐下降，就业市场出现边际改善。但我们认为现在断言失业率见顶为时尚早。

首先，我们观察当周初请失业金人数和失业率数据，可以发现，就高点而言，前者从来都是领先性指标而非同步指标。当周初请失业金人数的高点通常领先失业率一个季度左右甚至更长，低点基本同步。这也符合逻辑常识：新增失业人口增加时会伴随失业率同步上升；而新增失业人口出现拐点时，失业率上升速度将放缓，但总失业人口仍在上升，需要一段时滞才能出现拐点。**也就是说，按照历史经验，失业率还需要一段时间才能达到顶部。**目前初请失业金人数虽然下降，但仍在每周 300 万人以上，续请失业金人数也在高速增长。静态数据来看失业人口数量还远远未达到平衡，新增失业人口仍远超过就业人口。

其次，美国复工复产的情况仍需谨慎观察。如果复工复产推进顺利，则失业率可能很快就达到拐点，但从中国经验来看，复工复产之后需求的复苏仍是相对缓慢的。而且美国推动复工复产的背景和中国有明显不同，中国当时已经初步控制了疫情，复工复产之后也未发生疫情的二次爆发。但目前美国每日新增病例仍在 3 万人左右，尚未得到有效控制，所以复工复产的力度以及需求复苏的速度可能还不及中国，复工复产能否快速拉动就业仍然存疑。

图 4: 当周初请失业金人数领先于失业率



数据来源: 东北证券, Wind

3. 英央行维持利率不变, 预计经济萎缩 14%

5月7日英国央行公布最新利率决定, 宣布维持关键利率在 0.1% 不变, 符合市场预期。同时决定维持 6450 亿英镑资产购买规模不变, 随时准备采取必要的进一步行动来支持经济。此前在 3 月 11 日与 3 月 19 日, 英国央行已经两度降息将基准利率降至 0.1%, 接近零利率水平。

英央行对 2020 年 GDP 增速预期为 -14%, 今年 1 月预期为 0.8%; 2021 年 GDP 增速预期为 15%, 今年 1 月预期为 1.4%。英央行认为经济降幅将是快速但短暂的, 此后将缓慢复苏。通胀方面, 英央行认为通胀将在未来数月跌至 1% 下方。

同日英国央行发布了《中期金融稳定性报告》, 其中包含了对银行业的压力测试。报告指出, 到 2021 年年底, 银行的一级普通股资本比率可能从 14.8% 降至 11.0%, 一级杠杆率可能从 5.4% 降至 4.9%, 但这些指标仍远高于最低监管资本要求。

整体来看, 虽然今年经济在疫情冲击之下会出现大幅萎缩, 但银行业状况比 2008 年金融危机前后健康很多, 加之各国央行的迅速行动, 预计本次危机对金融系统的冲击与以往经济危机相比较小, 信贷系统的稳定将降低世界经济陷入长期衰退的可能性。

4. 中国对美国的进口承诺还差多少?

据新华社报导, 5 月 8 日上午, 中共中央政治局委员、国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方表示应加强宏观经济和公共卫生合作, 努力为中美第一阶段经贸协议的落实创造有利氛围和条件, 推动取得积极成效。双方同意保持沟通协调。

同日特朗普表示，美国与中国的关系艰难，他对美中第一阶段贸易协议的未来表示怀疑。此前在5月6日特朗普曾在白宫向记者说，将在一两周内报告他是否对中国履行贸易协议的情况感到满意。

那么中国对美国进口承诺今年履行情况如何？我们按照美国海关的统计口径，统计了中国对美国进口承诺中商品贸易所有分项的数据。美国海关目前只公布了前三个月的分项数据。按照中美第一阶段协议，在商品贸易中，2020年中国需在制成品、农产品和能源产品三个领域，较2017年进口金额分别增加329亿美元、125亿美元和185亿美元。相当于分别增加77.37%、43.33%和244.24%。而截至今年前三个月，三个领域中国进口增幅分别为-8.01%、-58.17%和-74.21%，与目标相差巨大。这可能是近期美方频繁就第一阶段协议攻击中国的原因。

表 2：中国对美进口情况

	分项目录	2020 年前三个月进口金额（单位：十亿美元）	前三个月与 2017 年同期相比增幅	今年相对于 2017 年需要达到的增幅
一、制成品		9.21	-8.01%	77.37%
1	工业机械	2.50	-4.77%	
2	电气设备和机械	1.08	4.14%	
3	药品	0.66	59.22%	
4	飞机（订单及交付）	0.00	0%	
5	汽车	1.05	-55.59%	
	光学设备和医疗设	0.81	13.72%	
6	备			
7	钢材	0.09	-70.39%	
8	其他制成品	3.02	18.11%	
二、农产品		3.06	-58.17%	43.33%
9	油料种子	1.03	-68.78%	
10	肉类	0.73	424.95%	
11	谷物	0.12	-67.42%	
12	棉花	0.29	-31.06%	
13	其他农产品	0.77	-32.84%	
14	水海产品	0.13	-41.68%	
三、能源产品		0.43	-74.21%	244.24%
15	液化天然气	0.06	-17.82%	
16	原油	0.18	-77.18%	
17	石化产品	0.14	-80.08%	
18	煤炭	0.05	-46.48%	

数据来源：东北证券，USITC

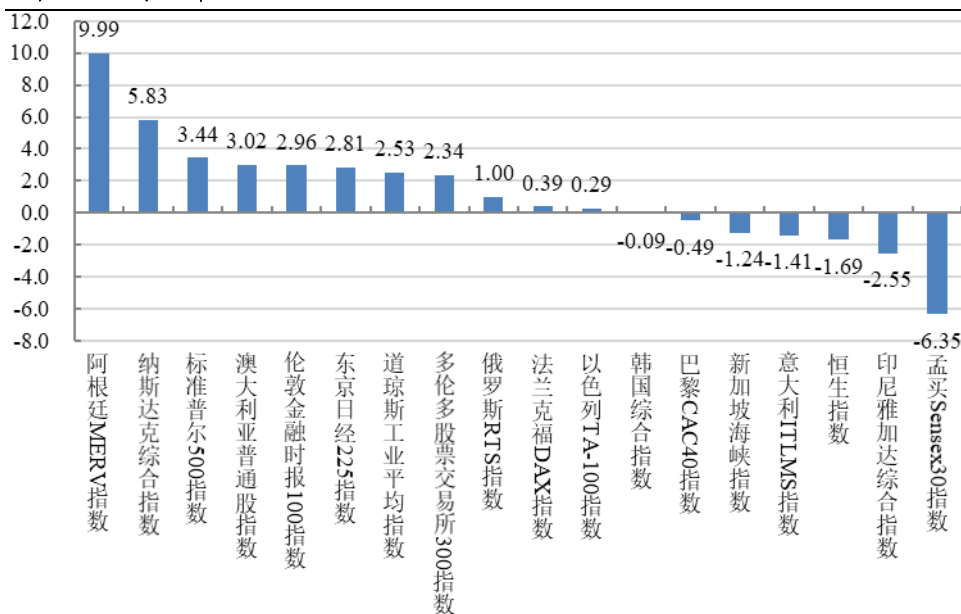
由于疫情原因，全球贸易贸易受到较大打击。而美方近期也就此再度向中国施压。我们认为特朗普在大选压力及经济衰退的情况下，攻击中国转移矛盾是必然选择。短期内中美双方可能就贸易问题再度磋商，中国大概率会加速进口。在美国疫情得到初步控制、美国对中国防疫物资的进口需求降低后，中美关系存在继续恶化的可能性。

5. 全球市场表现

5.1. 美股继续上涨

本周全球股市涨跌互现。阿根廷股指大涨 9.99%；美股继续上涨，纳指上涨 5.83%，标普 500 指数上涨 3.44%，道指上涨 2.53%。印度股指大跌 6.53%。

图 5: 全球股市涨跌互现



数据来源：东北证券，Wind

5.2. 主要国债收益率小幅上行

美债收益率上行，10 年期收益率上行 5bp，3 月期收益率不变。日本 1 年期国债收益率上行 0.6bp，10 年期国债收益率上行 2.6bp。欧元区 3 月期公债收益率下行 1.6bp，10 年期公债收益率上行 4.3bp。

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_5329

