

证券研究报告 / 宏观数据

需高度警惕中美关系恶化的可能性

——海外宏观周度观察（2020年第18周）

报告摘要：

美国第一季度实际 GDP 变化季率初值录得-4.8%，低于预期-4%，前值为 2.1%。一季度 GDP 数值大幅回落的主要原因在于消费和出口的表现大幅下降。自美国疫情爆发以来，初请失业金人口数合计突破 3000 万大关，约占美国劳动力人口的 20%。4、5 月份失业率将会出现大幅上升。欧元区第一季度 GDP 年率初值录得-3.3%。欧元区北部成员国的跌幅比南部成员国低。

4 月 30 日，美联储公布利率会议决议，维持基准利率不变，符合市场预期。在史无前例的大水漫灌之下，美元流动性危机得到有效缓解，且由于美元的储备型货币的地位，美联储暂无动力进一步实行负利率。但是我们认为美联储将在相当长的时间内维持零利率政策。周四欧央行公布了利率决议，维持三大关键利率不变，TLTRO 的条件将继续放松，TLTRO 利率能够低于存款机制利率 50 个基点，即-1%。这相当于变相降息。我们同样认为欧央行将在相当长的时间内维持当前的低利率水平，而欧洲经济的复苏步伐将较美国更慢。

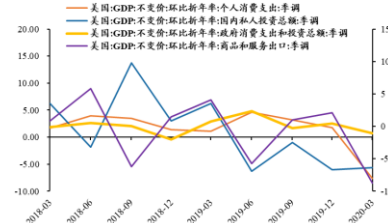
美国政府正在考虑对中国采取报复措施，让中国对新冠病毒疫情进行赔偿，还伺言将向中国征收新的关税。在疫情影响下，全球贸易的需求与物流都受到较大阻碍，中国对美的农产品以及能源进口协议落实的难度很大。美国经济一季度萎缩幅度超预期，二季度将面临更严重的衰退。在此背景下，即将参加大选的特朗普可能为了转移矛盾而继续升级中美摩擦。我们认为需要高度警惕疫情影响下中美关系再度恶化的风险。

美国决定将自 5 月开始进行前所未有的全国性试验，将以 3.28 亿人口的健康状况和 22 万亿美元的经济体量作为实验对象，对经济进行不同程度的重启。各地区经济陆续重启后，疫情有可能再度反复。本周美国累计确诊病例突破百万规模，并且新增确诊病例仍维持 2.5~3.5 万的箱体震荡，疫情仍然处于较快的增长状态。比照不同州的检测规模与本次经济重启的州，其中部分地区存在较大的风险。

海外各国股市整体反弹，美股逆势小幅回落。美国短期债利率维稳，长债利率下行，日债欧债利率下行。工业品、农产品涨跌互现。

风险提示：中美关系恶化，经济重启下疫情二次爆发

相关数据



相关报告

《印度疫情数据可能存在严重低估 —— 海外宏观周度观察（2020 年第 17 周）》

20200425

《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

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	4
2. 欧美一季度经济负增长.....	4
2.1. 美国一季度负增长，个人消费持续下滑.....	4
2.2. 欧元区一季度经济负增长，通缩问题凸显.....	6
3. 美欧央行按兵不动，美国再推 6000 亿美元纾困中型企业	7
3.1. 预计美联储将在相当长时间内维持零利率.....	7
3.2. 欧央行维持利率不变，继续放松 TLTRO 条件	7
4. 美国就疫情来源指责中方，中美关系或再起波澜	8
5. 美国各州开启不同程度的经济重启.....	10
6. 警惕经济重启下疫情的二次爆发.....	11
7. 全球市场表现.....	12
7.1. 海外各国股市整体反弹，美股逆势小幅回落.....	12
7.2. 美国短期债利率维稳，长债利率下行，日债欧债利率下行.....	13
7.3. 工业品、农产品涨跌互现.....	14

图表目录

图 1: 一季度消费与出口环比大幅下滑	4
图 2: 3 月核心 PCE 维稳.....	5
图 3: 个人消费支出跳水	5
图 4: 初请失业金人数逐步回落.....	6
图 5: 欧元区消费者、投资者信心持续下滑	7
图 6: 欧元区再度陷入通缩危机.....	7
图 7: Rasmussen 民调显示的特朗普支持指数.....	9
图 8: RCP 民调显示的拜登与特朗普民调对比.....	9
图 9: 美国各州的经济封锁与重启程度有所不同	10
图 10: 前 30 大感染洲累计检测结果（截至 4.30）	11
图 11: 海外股市整体反弹.....	13
图 12: 美国短债利率维稳，长债利率下行	13
图 13: 日债利率下行.....	13
图 14: 欧元区国债收益率下行.....	14

图 15: 原油价格反弹, 金银回吐部分涨幅	14
图 16: 农产品价格涨跌互现	14
表 1: 重点数据及事件	4
表 2: 美国各州 5 月 1 日新增确诊率与截至 5 月 1 日的累计确诊率	12

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
2020/5/4	欧元区	4月制造业PMI终值
2020/5/4	欧元区	5月 Sentix 投资者信心指数
2020/5/4	美国	3月工厂订单月率
2020/5/5	欧元区	3月 PPI 月率
2020/5/5	美国	4月 Markit 服务业 PMI 终值
2020/5/5	美国	4月 ISM 非制造业 PMI
2020/5/6	欧元区	4月服务业 PMI 终值
2020/5/6	美国	4月 ADP 就业人数(万人)
2020/5/8	美国	4月失业率
2020/5/8	美国	4月季调后非农就业人口(万人)

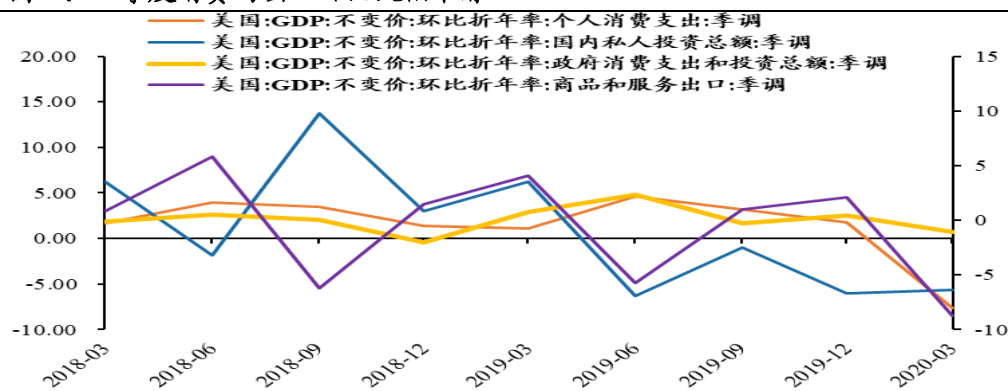
数据来源: 东北证券整理

2. 欧美一季度经济负增长

2.1. 美国一季度负增长, 个人消费持续下滑

美国第一季度实际 GDP 环比(折年率, 下同)初值录得-4.8%, 低于预期-4%, 前值为 2.1%。分项数据来看, 实际个人消费支出环比初值录得-7.6%, 大幅低于预期-3.6%, 前值为 1.8%。国内私人投资环比-5.6%, 前值-6%。出口环比-8.7%, 进口环比-15.3%。政府消费和支出环比上升 0.7%。美国一季度 GDP 数值大幅回落的主要原因在于消费和出口的表现大幅回落。美国的经济增长主要是通过内需消费拉动的, 而需求在疫情的打击下骤减, 因此第一季度出现超预期的负增长。需要注意的是, 美国的疫情爆发时点出现在 2 月底、三月初的时间, 实质上在 1、2 月的经济数据是相对正常, 此次的超预期负增长实质上是 3 月数据在被前二者平均下的结果。第二季度的 GDP 将会集中体现疫情影响, 虽然美国部分州开始重启经济, 但经济活动仍远远达不到正常水平, 二季度经济将会出现更大幅度的衰退。

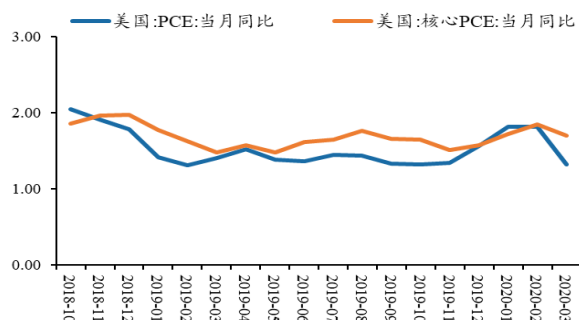
图 1: 一季度消费与出口环比大幅下滑



数据来源: 东北证券整理

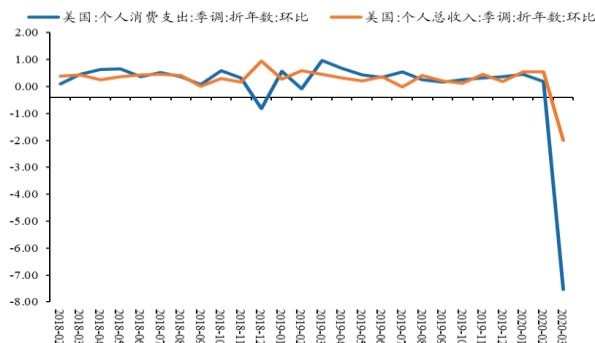
美国3月个人支出月率录得-7.5%，低于预期-5%，前值为0.2%。3月核心PCE物价指数月率录得-0.1%，与预期一致，前值为0.2%。3月核心PCE物价指数年率录得1.7%，高于预期1.6%，前值为1.8%。个人消费下滑幅度是1980年以来的最大跌幅。虽然美联储已经启用了大量的危机货币工具并且采取大规模的财政政策刺激开闸放水，但是居民的消费规模仍大幅下滑，且规模远高于个人总收入的下滑幅度，主要原因在于居民对未来经济的发展趋势相对悲观，抑制消费。从通胀角度看，货币与财政政策的刺激和采用并未引发通胀。由于油价持续低迷，短期内的主要问题在于通缩而非通胀。

图 2: 3月核心 PCE 维稳



数据来源：东北证券，Wind

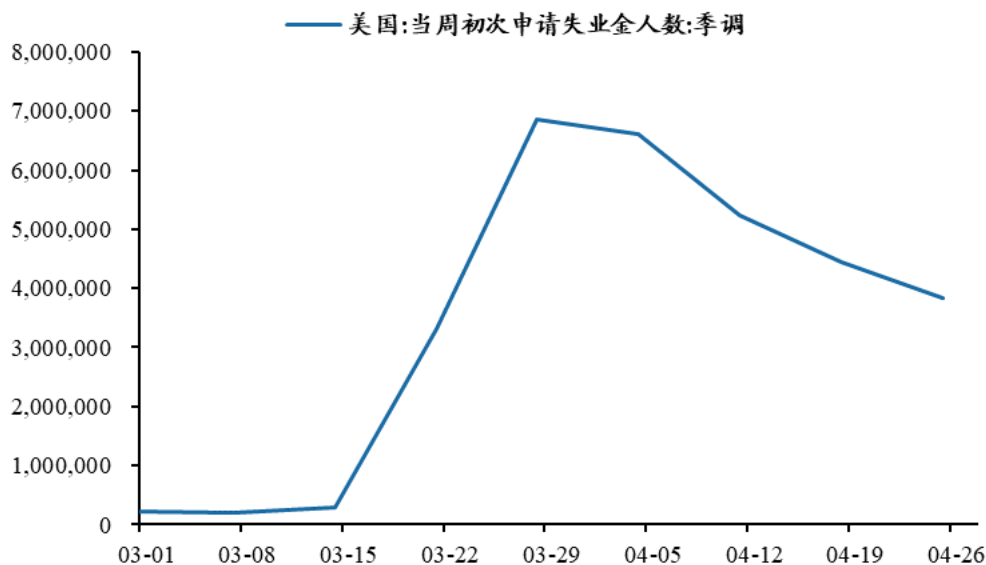
图 3: 个人消费支出跳水



数据来源：东北证券，Wind

美国当周初请失业金人数录得 383.9 万人，略高于预期 350 万人，前值为 444.2 万人。疫情的扩散限制服务业与制造业的投产情绪，大量劳动力失业。自美国疫情爆发以来，期间初请失业金人口数合计高达 3030.7 万人，突破 3000 万大关，约占美国劳动力人口的 20%。得益于 4 月 9 日颁布的大众贷款计划与薪酬保护计划等提振实体经济保障就业的法案，美国的初请失业金人口规模增长速度有所放缓。4 月 24 日的新一轮援助法案额外为薪酬保护计划提供了 3100 亿美元的贷款。此外，美国经济重启已经陆续开放，一定程度上对就业市场有所提振。但美国总体失业人数仍处于高速上升阶段，4、5 月份失业率将会出现大幅上升，需高度关注下周公布的 4 月失业率与新增非农就业数据。

图 4: 初请失业金人数逐步回落



数据来源: 东北证券整理

2.2. 欧元区一季度经济负增长，通缩问题凸显

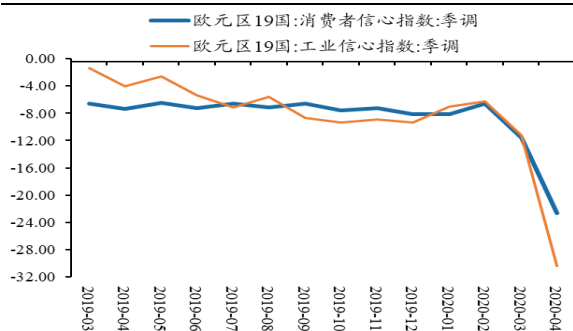
欧元区第一季度 GDP 年率初值录得-3.3%，略低于预期-3.1%，前值为 1%。欧元区疫情的蔓延也出现在 2 月底、三月初的时间，实质上在 1、2 月的经济数据是相对正常，此次的超预期负增长实质上是 3 月数据在被前二者平均下的结果。二季度欧元区经济的跌幅会更大。由于许多国家的限制措施仅在 5 月份才开始放松，第二季度的产出将比第一季度损失更大。欧元区北部成员国的跌幅比南部成员国低。奥地利报告年率下降 9.6%，而意大利 GDP 下降 17.6%，西班牙下降 19.2%。德国要等到 5 月中旬才会公布经济增长预期，预计德国的收缩程度更接近于奥地利。这种日益扩大的鸿沟对欧元的长期生存能力构成了挑战，因为它加剧了关于是否以及如何分担冠状病毒大流行负担的政治紧张。

欧元区 3 月失业率录得 7.4%，略低于预期 7.7%，前值为 7.3%。3 月疫情在欧元区尚未完全爆发，对就业市场的打击规模相对较小，后续在 3 月中下旬大规模爆发，反应到就业市场也存在一定时滞，4、5 月失业率将会明显提高。

欧元区 4 月经济景气指数录得 67，低于预期 74.7，前值为 94.2。4 月消费者信心指数终值录得-22.7，与预期一致。4 月工业景气指数录得-30.4，低于预期-25.7，前值为-11.2。在疫情影响下，欧元区经济景气程度持续下滑，经济景气指数、消费者信心指数、工业经济指数的水平平均已经接近于 08 年次贷危机时期，欧元区对未来经济的预期相对悲观。

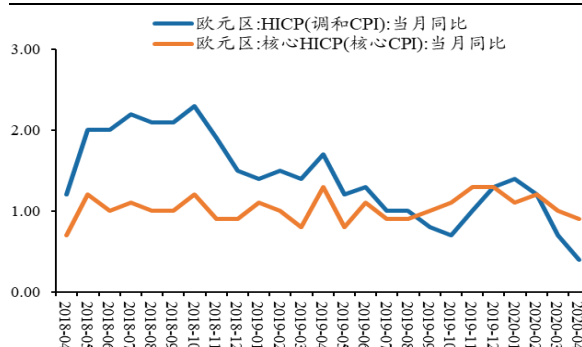
4 月 CPI 月率录得 0.3%，高于预期 0.1%，前值为 0.5%。4 月 CPI 年率初值录得 0.4%，高于预期 0.1%，前值为 0.7%。欧元区自疫情爆发以来 CPI 大幅回落，主要原因在于疫情的爆发影响居民的消费，当前经济存在通缩的趋势。

图 5: 欧元区消费者、投资者信心持续下滑



数据来源：东北证券，Wind

图 6: 欧元区再度陷入通缩危机



数据来源：东北证券，Wind

3. 美欧央行按兵不动，美国再推 6000 亿美元纾困中型企业

3.1. 预计美联储将在相当长时间内维持零利率

北京时间 4 月 30 日，美联储公布 4 月利率会议决议。联邦基金利率目标区间维持在 0-0.25% 的水平不变。委员会预计将维持在该目标区间内，直至经济在经历近期事件之后仍有望实现最大就业人数和价格稳定的目标。

美联储此次决议符合市场预期。在史无前例的大水漫灌之下，美元流动性危机得到有效缓解，且由于美元的储备型货币的地位，美联储暂无动力进一步实行负利率。但是我们认为美联储将在相当长的时间内维持零利率政策。首先，新冠疫情对经济的影响仍然存在并且可能会持续较长时间，美国很多企业在疫情期间受到重创，经济和就业很难迅速反弹，这决定了美联储不可能很快结束本轮宽松周期。其次，美国政府债务今年将会创下新高，政府杠杆率的大幅提升决定了利率水平不得不长期维持低水平以减轻政府还债压力。

4 月 30 日，美联储公布总额为 6000 亿美元的贷款计划，主要是对美联储对大众贷款计划 (MSLF) 的补充。在原计划中，大众贷款计划将适用于员工人数不超过 10,000 人或收入不超过 25 亿美元的企业。现在有资格参加该计划的企业有 15,000 名员工，或年收入高达 50 亿美元，这是美国对冠状病毒爆发的经济反应的支柱。中央银行还将其两项计划的最低贷款额从 100 万美元降低至 50 万美元，这也可使较小的借款人也可以使用这笔资金。

4 月 27 日，美联储扩大了 5000 亿市政借贷便利 (MLF) 的适用标准，以支持市政债务市场，使美国较小的城市和县能够从中央银行获得金融生命线，符合上周美国将对市政债务市场加大财政支持的预期。

3.2. 欧央行维持利率不变，继续放松 TLTRO 条件

周四欧央行公布了利率决议，维持三大关键利率不变，确认 7500 亿欧元的紧急抗疫购债计划 (PEPP) 规模，每月固定购债 200 亿欧元。欧央行表示，紧急抗疫购债计划将持续至 2020 年底。如有必要将持续进行购债。欧央行还宣布，第三轮定向

长期再融资操作（TLTRO）的条件将继续放松，TLTRO 利率能够低于存款机制利率 50 个基点，即-1%，期限将为 2020 年 6 月至 2021 年 6 月。另外，欧洲央行宣布针对银行的抗疫再融资操作。

欧央行预计二季度欧元区 GDP 最多将萎缩 15%，第三和第四季度 GDP 增速将分别为大约 6%和 3%，并认为欧元区经济可能要到 2022 年才能恢复到去年的水平。

虽然欧央行未进一步降低基准利率，但降低 TLTRO 相当于变相降息。将为市场提供更多流动性以应对新冠疫情的冲击。我们同样认为欧央行将在相当长的时间内维持当前的低利率水平，而欧洲经济的复苏步伐将较美国更慢。在欧洲各国被迫进一步增加政府负债之后，意大利、希腊等国的主权债务问题将更加凸显，欧元区将面临较长期的衰退甚至分裂的风险。

4. 美国就疫情来源指责中方，中美关系或再起波澜

美国政府正在考虑对中国采取报复措施，让中国对新冠病毒疫情进行赔偿，还恫言将向中国征收新的关税。据白宫高级官员说，消除中国持有的美国债务不在考虑之列。美国媒体透露，美国对中国报复，美中第一阶段贸易协议或沦为新冠疫情的受害者。

中美 1 月签订中美贸易战第一阶段协议，双方同意停止进一步加征关税，并降低部分原有关税，中方又同意增加采购 2,000 亿美元美国产品。第一阶段中美贸易协议基于中国购买大量美国产品的承诺，而不是中国工业、关税或汇率政策的重大改变。新冠疫情暴露了这项协议的风险。中国购买量的大幅增加可能只会改变贸易流动和推高美国商品的价格，而不是为美国商品创造新的净需求。不过，美国 Q1 经济萎缩 4.8%，降幅超出预期，出口与企业投资大减，加上特朗普威胁再加关税，中美贸易战第一阶段协议落实的难度很大。

疫情影响下，中国对美的农业进口难以达成贸易协定原定目标。在第一季度的贸易数据中，中国从美国进口的农产品（贸易协定的主要内容）急剧增加，但是增长的大部分似乎是在病毒感染之前：美国农业部的数据显示，美国对中国的农产品出口较 1 月份的同比增长了 72%，然后在 2 月份同比下降了 27%。中国 3 月份对美国

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_5475

