

从实体到金融：美国前方道路更加艰难

——海外宏观系列

宏观专题报告

2020年03月13日

报告摘要：

欧美疫情防控难度上升，上市公司警报频发，商业活动加速下降；石油价格战刚刚拉开序幕，美国页岩油岌岌可危；美国两党团结需要先看到经济恶化；正如疫情发展，经济变好之前先变差，衰退风险大幅提升。

● 发达国家疫情形势恶化，供给和需求均不乐观

海外疫情可能处于初期爆发阶段，美国检测数目尚未跟上，美国目标转向减轻病毒影响。中间品贸易集中的国家均有疫情隐患，供应链断裂风险加剧。消费下降风险逐渐显现，商业活动逐渐下降。截止2月27日，共有218家标普上市公司发布业绩警报，提示营收不及预期或有受疫情影响风险。

● 石油价格战矛头直指美国页岩油，持续低油价恐引发连锁反应

2014年至2016年爆发石油价格战，页岩油产业最终裁员四分之一，从而逃过一劫。此次重来，俄罗斯和沙特再次抢夺市场份额，加上疫情肆虐，页岩油公司形势不妙。持续低油价加剧通缩风险，美国大选年绕不开俄罗斯。

● 流动性不足恐引发信用危机，美国关注点转向经济如何反弹

美国企业举债回购恐酿恶果，市场加速做空基本面可能急速恶化的公司，能源、航空旅游和休闲产业均要指望美国政府。美联储可能已经考虑使用一切工具，大规模财政政策短期难落地。历史证明，美国国会的妥协需要等到经济明显恶化。

● 风险提示：

全球经济前景恶化、宽松政策不及预期、新冠疫情超预期等。

民生证券研究院**分析师：解运亮**

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

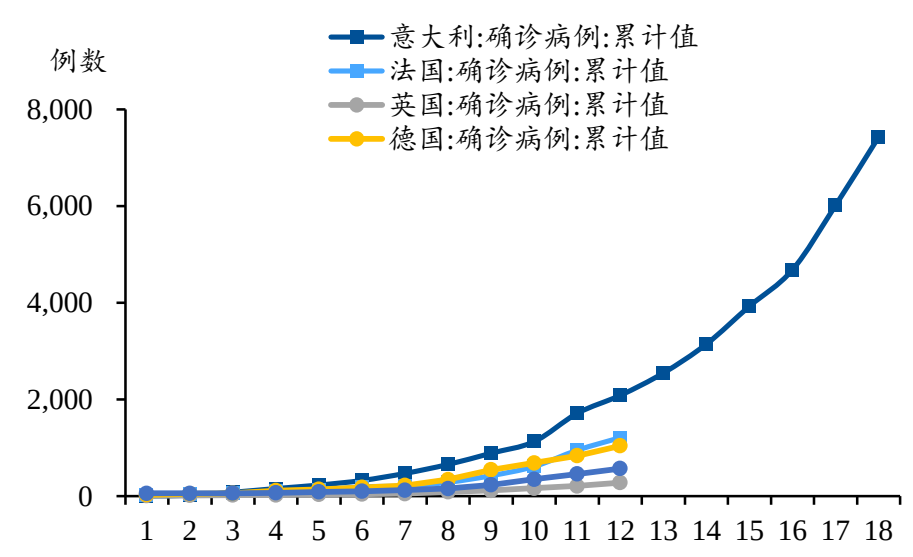
一、全球疫情蔓延：供给冲击和需求冲击并存.....	3
1.1 主要发达经济体难以独善其身	3
1.2 供应链核心国家均受疫情影响	4
1.3 消费和商业活动可能显著下降	5
二、石油价格战：剑锋直指美国页岩油.....	6
2.1 沙特、俄罗斯和美国的石油之争	6
2.2 OPEC+减产谈判破裂，价格战下美国最受伤.....	6
2.3 地缘政治风险错综复杂，持续低油价恐引发连锁反应.....	7
三、美国重点应会转向如何恢复增长.....	9
3.1 举债回购最怕流动性紧张	9
3.2 美联储弹药有限，财政真的好发力吗？	10
3.3 并购更为谨慎，危机也是商机	10
四、全球合作可加速经济反弹	11
风险提示	11

一、全球疫情蔓延：供给冲击和需求冲击并存

1.1 主要发达经济体难以独善其身

海外疫情可能处于初期爆发阶段。中国疫情形势稳中向好，复工复产有序推进。但是，由于前期缺乏重视，部分发达经济体可能才刚进入疫情爆发的初级阶段：意大利宣布全国性封锁，禁止聚集活动；参照意大利，同处欧洲大陆的法国、德国、西班牙和英国的疫情形势不容乐观（图1）。亚洲方面，韩国疫情走势接近于2月初期的中国，日本可能准备宣布进入紧急状况。根据中国经验，疫情蔓延趋势和控制强度呈正相关：严格的控制手段会在短期内影响经济，但是可以减少最终伤害。因为文化和体制差异，海外国家实施难度较高。据生命时报报道，钟南山院士表示，估计全球疫情发展，至少延续到6月份。

图1：英德法可能处于疫情早期阶段，意大利全国封闭

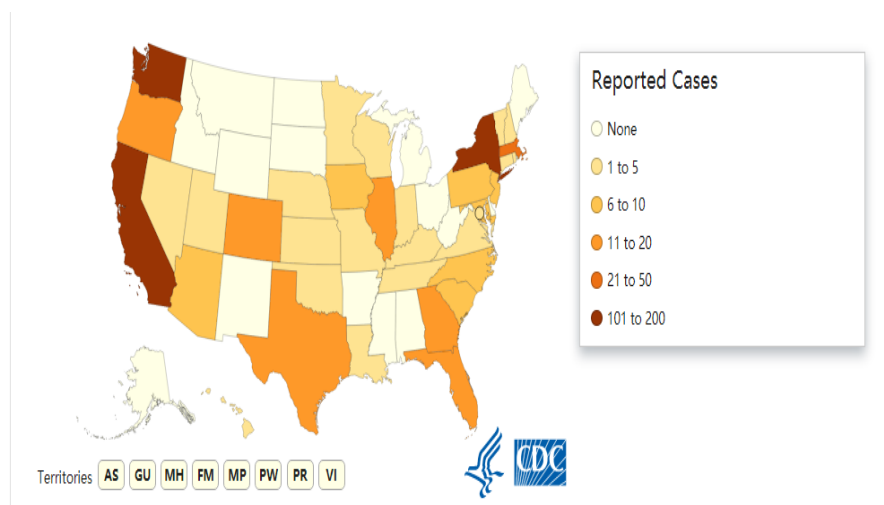


资料来源：Wind，民生证券研究院

注：横轴为疫情开始爬坡天数，发达国家均在参照意大利形势评估疫情发展。

美国检测数目尚未跟上，转机之前只会变差。截止3月4日，美国仅累计检测1895人，检测人数不足英国的十分之一，确诊病例却比英国多76例。因为美国医疗体系存在地区和中央的沟通不足问题，加上昂贵的医疗费用，测试人数较低一直饱受媒体诟病。美国国会明显不满白宫的25亿美元紧急预算，将预算提高两倍至78亿美元。近期，CDC下放确诊权，并允许私人机构参与检验。随着美国测试人数上升，确诊人数大概率呈现加速上升趋势，截至3月10日全美36个州被感染（图2）。CDC传染病研究所所长安东尼·费契表示，当前目标是减轻而非控制病毒影响。

图 2：经济集中地区加州和纽约州疫情较为严重

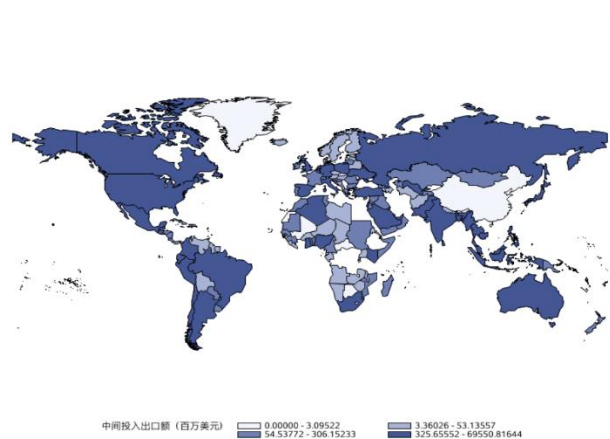


资料来源：US CDC，民生证券研究院

1.2 供应链核心国家均受疫情影响

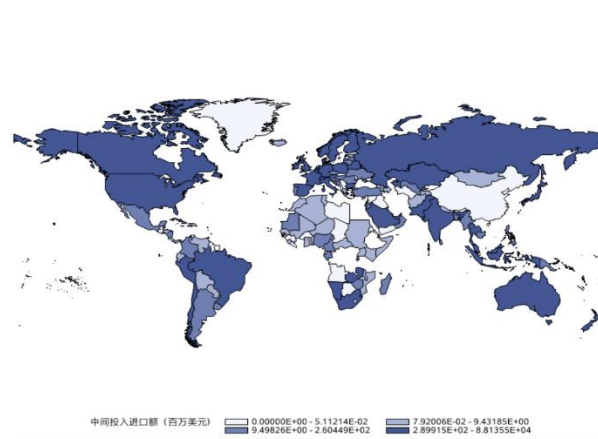
中间品贸易大国均有疫情隐患，供应链断裂风险加剧。在全球化的今天，海外供应链中的任何一个环节断裂或者减缓均会对我国产生影响。根据世界银行 WITS 数据显示，我国 2018 年中间品进出口的国家集中在东南亚、欧洲和北美（图 3，图 4）。另外，根据 WIOD 数据显示，2014 年全球中间品（含服务业）出口份额占比前十的国家中，美国、中国和德国占据前三位，受疫情重创的韩国和潜在高风险的日本则分别排在第四位和第七位（图 5）。制造业份额占比前十的国家中，德国、日本、法国和美国目前可能处于爬坡初期，韩国和意大利（欧洲第四大经济体）进入防控关键时期（图 6）。值得关注的是，海外多家上市公司已经提醒产业链风险：施耐德电气在武汉有重要工厂；宝马和菲亚特汽车在意大利北部有重要供应商。

图 3：中国中间品出口集中在东南亚、欧洲和北美



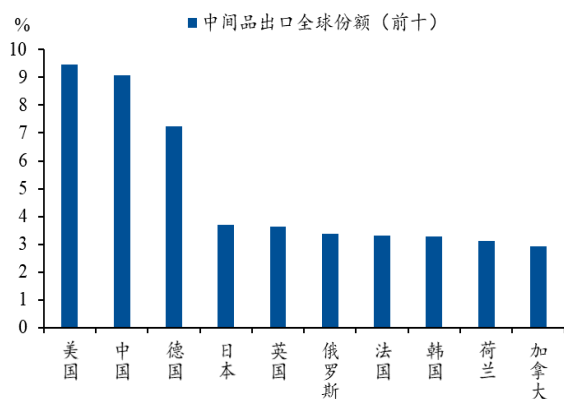
资料来源：世界银行 WITS，民生证券研究院

图 4：中国中间品进口集中在东南亚、欧洲和北美



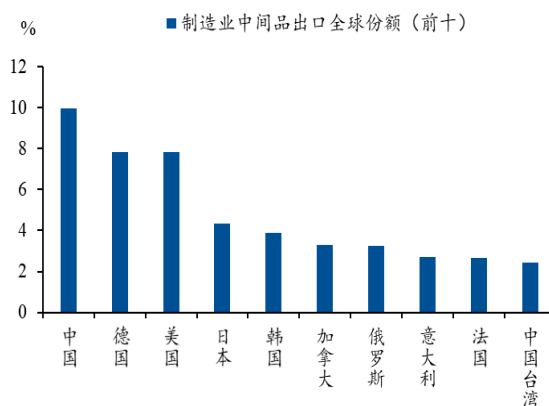
资料来源：世界银行 WITS，民生证券研究院

图 5：前十中可能仅中国处于疫情后的恢复期



资料来源：WIOD，民生证券研究院

图 6：制造业产业链断裂风险更为严峻



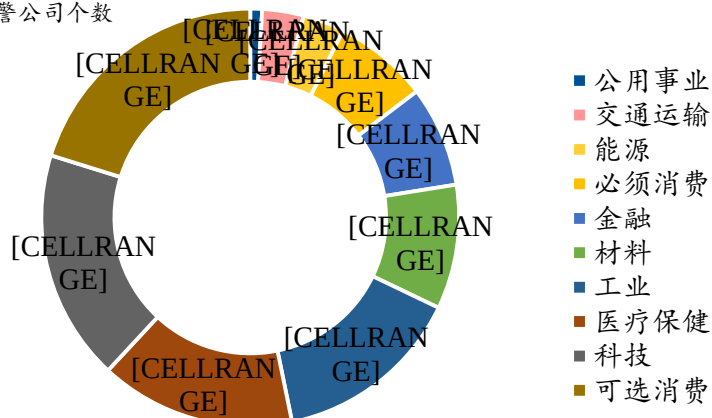
资料来源：WIOD，民生证券研究院

1.3 消费和商业活动可能显著下降

消费下降风险逐渐显现，商业活动逐渐下降。疫情可以通过两方面影响消费：一是产业链断裂导致生产停滞和交付延期，无法满足终端消费需求；二是“社交隔离”直接导致消费下降。截止 2 月 27 日，共有 218 家标普上市公司发布业绩预告警报，提示营收不及预期或有疫情风险，包含苹果和微软等 39 家科技公司（图 7）。值得注意的是，美国医疗健康上市公司提到中国停产可能引发美国药品供应紧张，可见我国医药制造业在全球的重要性。另一方面，苹果、HSBC 和亚马逊等企业已经鼓励员工远程办公，以此减少疫情传播风险。3 月份可能会有更多的大型商业活动被取消或推迟。

图 7：越来越多美国上市公司提示疫情对盈利有显著风险

单位：预警公司个数



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

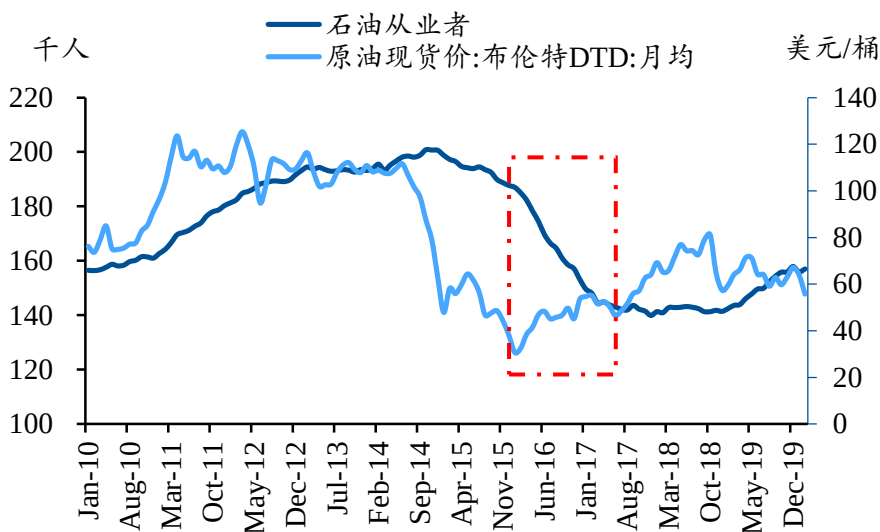
二、石油价格战：剑锋直指美国页岩油

2.1 沙特、俄罗斯和美国的石油之争

美国页岩油是上一次石油价格战的核心目标。2014年至2016年，布伦特油价从月均111.6美元/桶一路下跌至30.7美元/桶，累计跌幅为72.5%。三方面因素造成这一轮油价暴跌，包括页岩油开采技术提升、全球经济增长放缓和主要产油国不愿意减产。其中，第三个因素超出当时市场预期：一般在油价大幅下跌时，OPEC+主要产油国会选择减产来稳定价格。但是，沙特和俄罗斯意外地不愿意减产和损失市场份额，背后瞄准的目标就是冉冉升起的美页岩油产业。

价格过低可能最终导致石油产业裁员。在2014年中期至2015年底，美国石油从业人数并未伴随油价下跌而出现大面积裁员，原因有两方面：一是油价尚未跌破收支平衡点，美国页岩油公司仍有利可图，无需立刻裁员；二是部分页岩油公司会提前购买衍生品锁定价格，对冲油价下行风险。但是，当油价下跌至历史低位，衍生品价格难以负担，页岩油公司最终仍会大面积裁员：从2016年初至2017年底，美国石油从业人数减少了四分之一（图8）。

图8：美国石油产业可能无法抵抗30美元的油价

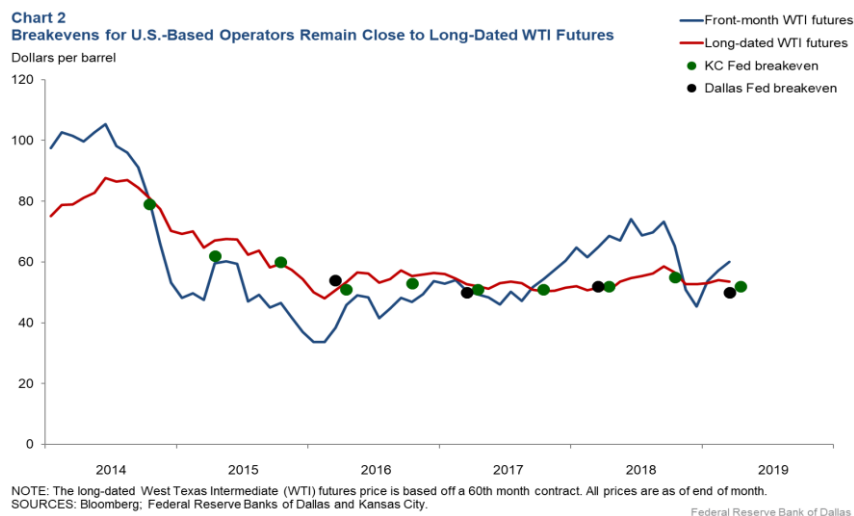


资料来源：Fred，Wind，民生证券研究院

2.2 OPEC+减产谈判破裂，价格战下美国最受伤

价格战触发机制不变，时间决定美国页岩油的命运。基本上是一样的因素诱发石油价格暴跌，矛头依然指向美国页岩油产业。虽然石油价格战对沙特和俄罗斯的财政赤字较为不利，但是两大国家的石油生产成本均低于美国。根据2019年5月达拉斯联储报告显示，美国页岩油收支平衡点约为50美元/桶（图9）。页岩油公司可以通过减少其他支出进一步压缩成本，加上石油价格期权保护，短期维持不存在较大难度。但是，如果国际油价持续低迷，一旦过了价格期权保护期，美国页岩油可能难以生存。

图 9：美国页岩油盈亏平衡点约为 50 美元/桶

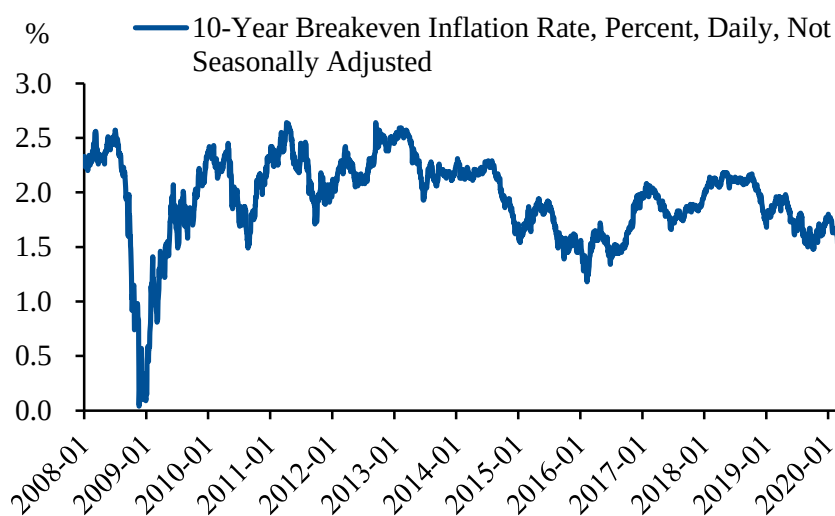


资料来源：Fed Dallas，民生证券研究院

2.3 地缘政治风险错综复杂，持续低油价恐引发连锁反应

经济上，低油价是一把双刃剑。毫无疑问，低油价会加重通缩压力，甚至会促进流动性陷阱出现，对货币政策和疫情后的经济反弹较为不利。2018 年四季度的油价暴跌一定程度上拉低了美国 PCE 同比增速。在中美贸易摩擦时，美国居民可能感受不够明显，消费并未受到显著影响。但是，在这一次疫情爆发和油价暴跌的双重冲击下，PCE 下滑压力较大，甚至可能直接进入通缩区间（图 10）。对于中国这样的原油进口大国来说，低油价将带来输入型通缩压力，但是有利于原油储备和长期发展。

图 10：10 年期国债隐含通胀预期大幅下降，降幅接近金融危机水平



资料来源：Fred，民生证券研究院

政治上，美国总统大选年较为敏感。虽然页岩油公司尚未裁员，但是华盛顿方面已经第一时间向俄罗斯表达不满，说明特朗普对就业极为看重。俄罗斯的经常账户会受到低油

价冲击，但是大概率可以抢夺一部分美国页岩油公司的市场份额。值得关注的是，如果俄罗斯后续减产议和，民主党候选人势必会再次拿出“通俄门”进行炒作。如果俄罗斯继续施压油价，特朗普恐难以大规模援救页岩油公司，原因是一向重视环保的民主党不会轻易让步，可能以此为契机大力推进新能源产业。不管结果怎样，美国国会的办事效率对页岩油产业较为不利。

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_6579

