

证券研究报告 / 宏观数据

中西方疫情后的复苏路径有何差异

——海外宏观周度观察（2020年第33周）

报告摘要：

新冠疫情带来全球几乎所有国家的经济衰退，而随着各国疫情逐步得到控制、经济得以重启，各国经济都出现了明显的反弹。但反弹路径大相径庭。中国经济的复苏路径是“生产先行，需求滞后”。而海外主要发达国家的路径则相反，“需求先行，生产滞后”。这主要由以下几个原因导致：首先，疫情控制是决定生产端的关键。中国疫情最早爆发也最早得到控制，在两个月的时间内基本实现复工复产，而美欧疫情则控制失当，尤其美国疫情大规模二次爆发，经济重启之路受阻，工厂难以如期复工，生产端受到的打击很大。其次，财政刺激是决定需求的关键。保障了居民消费能力不出现滑坡。而中国的逆周期政策则非常克制，对需求拉动有限。再次，中西方文化的不同也导致了疫情后居民消费意愿的差异。中国居民防疫意识较强，疫情后外出消费的意愿仍低；西方国家居民则在疫情后更为活跃，消费动力很强。

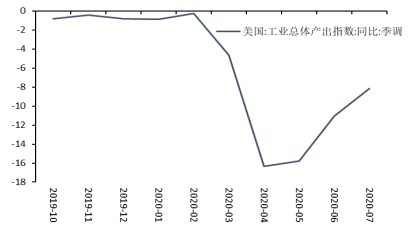
海外与中国的复苏路径差异会导致的结果是：第一，美国陷入了“药不能停”的境遇。由于需求的旺盛是由财政刺激维持的，一旦财政刺激停止，失业所导致的居民收入下降会立刻影响到消费。我们认为美国新一轮财政刺激仍将会推出以对冲二次疫情的影响。第二，海外将面临超预期的通胀压力，中国通胀则将持续疲软。美欧等国“生产弱、需求强”的格局及大规模的货币放水将导致通胀的压力攀升。近期数据来看，美欧通胀都持续超预期走高。而中国“生产强、需求弱”的格局及较为克制的货币政策将导致较低的通胀。

本周多名美联储官员发表了对经济和货币政策的看法。各官员的讲话主要透露出两方面内容：一是普遍对财政刺激有期待，认为美国经济需要新一轮的财政刺激才能保持平稳；二是对通胀的容忍度可能提升。目前的数据表明，本轮财政和货币刺激对通胀的推升力度较大，但美联储对通胀态度可以视为继续保持宽松的意愿，新一轮财政刺激将会进一步推升通胀，未来抗通胀的资产值得继续关注。

疫苗等利好因素的影响下，本周全球股市大多上涨。美国财政刺激计划的僵持和俄罗斯疫苗的推出引起主要债券收益率大幅抬升。美国国债收益率的上升引发了贵金属重挫，但短期的调整不改贵金属长期向上的趋势。农产品涨跌互现。

风险提示：海外多国疫情二次爆发，疫苗有效性风险

相关数据



相关报告

《美国新一轮财政刺激两党分歧何在——海外宏观周度观察（2020年第32周）》

20200809

《特朗普推迟大选几无可能——海外宏观周度观察（2020年第31周）》

20200803

《中美摩擦升级冲击全球市场——海外宏观周度观察（2020年第30周）》

20200727

《美联储继续扩表进程——海外宏观周度观察（2020年第29周）》

20200720

证券分析师：沈新风

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

证券分析师：尤春野

执业证书编号：S0550520060001
13817489814 youcy@nesc.cn

目录

1. 下周海外重点数据及事件预警	3
2. 疫情后海外经济复苏路径与中国的差异	3
3. 美联储可能提高通胀容忍度	6
4. 全球市场表现	6
4.1. 全球股市大多上涨	6
4.2. 长端债券收益率大幅上行	7
4.3. 贵金属重挫，农产品涨跌互现	8

图表目录

图 1: 中国工业生产恢复较好	3
图 2: 中国消费恢复缓慢	3
图 3: 美国工业生产恢复较慢	4
图 4: 美国消费反弹很快	4
图 5: 欧元区工业生产恢复较慢	4
图 6: 欧元区消费恢复较快	4
图 7: 美国居民收入的结构变化	5
图 8: 美国餐饮消费反弹较快	5
图 9: 美国通胀快速回升	6
图 10: 欧元区通胀快速回升	6
图 11: 全球股市大多上涨	7
图 12: 美国长债收益率大幅上行	7
图 13: 日债收益率上行	7
图 14: 欧债收益率上行	8
图 15: 贵金属大幅调整	8
图 16: 农产品涨跌互现	8
表 1: 重点数据及事件	3

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
2020/8/17	日本	二季度 GDP
2020/8/17	美国	8 月纽约联储制造业指数
2020/8/18	美国	7 月新屋开工总数
2020/8/19	英国	7 月 CPI
2020/8/19	欧元区	7 月 CPI 终值
2020/8/20	美国	当周初请失业金人数
2020/8/20	美国	8 月费城联储制造业指数
2020/8/21	日本	7 月 CPI
2020/8/21	欧元区、德国、法国、英国	8 月 PMI
2020/8/21	美国	8 月 Markit PMI

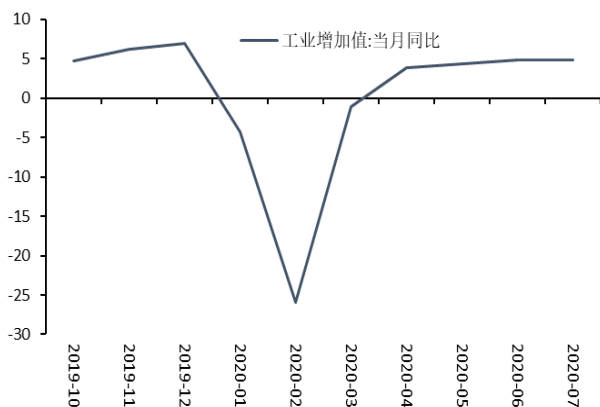
数据来源: 东北证券整理

2. 疫情后海外经济复苏路径与中国的差异

新冠疫情带来全球几乎所有国家的经济衰退, 而随着各国疫情逐步得到控制、经济得以重启, 各国经济都出现了明显的反弹。但反弹路径大相径庭。

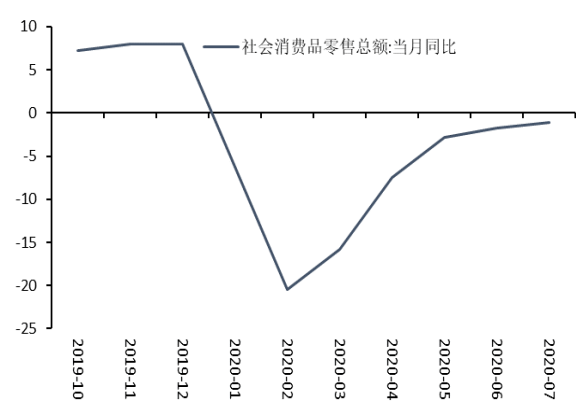
中国经济的复苏路径是“生产先行, 需求滞后”。工业增加值显示出“V”型形态, 已经接近去年部分月份的水平。但消费恢复一直较为疲软, 需求端主要依靠房地产和基建投资拉动。由于消费的拖累, 总体需求恢复程度明显弱于生产。

图 1: 中国工业生产恢复较好



数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 中国消费恢复缓慢

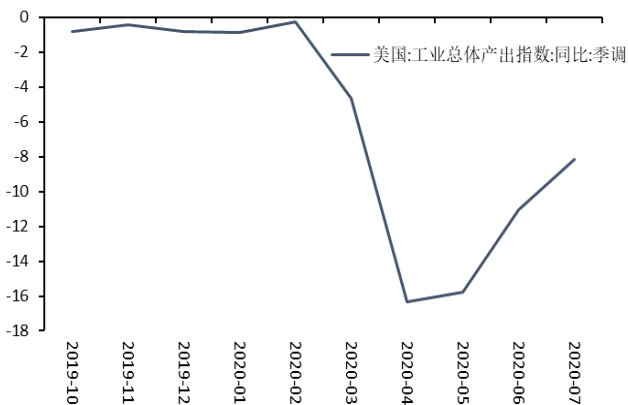


数据来源: 东北证券, Wind

而海外主要发达国家的路径则相反, “需求先行, 生产滞后”。生产方面来看, 4 月美国工业产出指数同比下降 16.32%, 而后逐渐复苏, 但 7 月生产仍在-8.2%的低位水平; 需求端则恢复非常迅速, 7 月美国零售销售环比上升 1.2%, 核心销售环比超

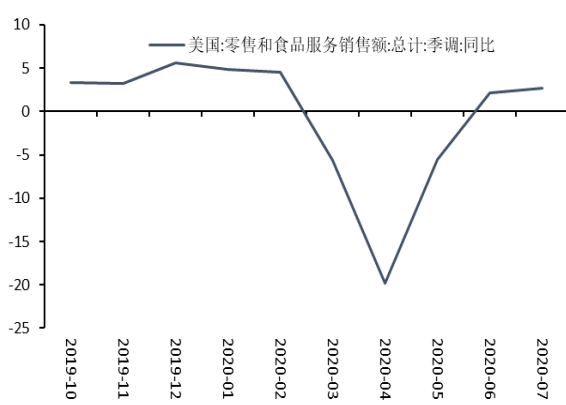
预期录得 1.9%，同比上升 2.74%，基本达到正常水平。需求端呈现“V”型反弹的特征。欧洲情况相似，生产恢复缓慢而需求较快。

图 3: 美国工业生产恢复较慢



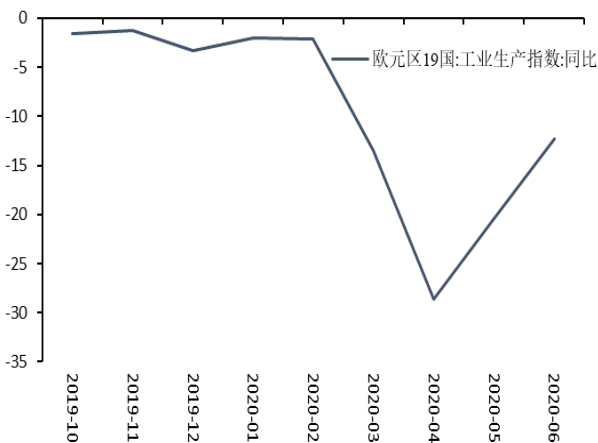
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 美国消费反弹很快



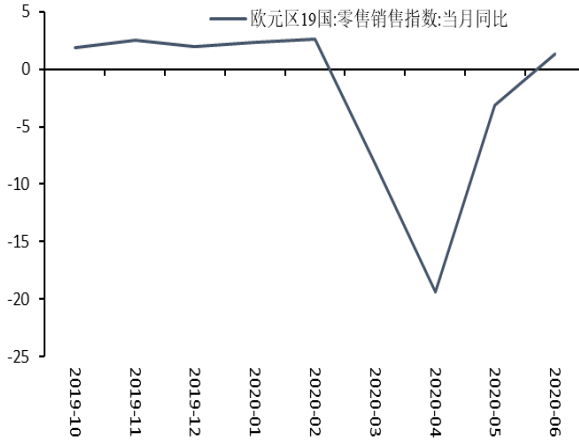
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 欧元区工业生产恢复较慢



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 欧元区消费恢复较快



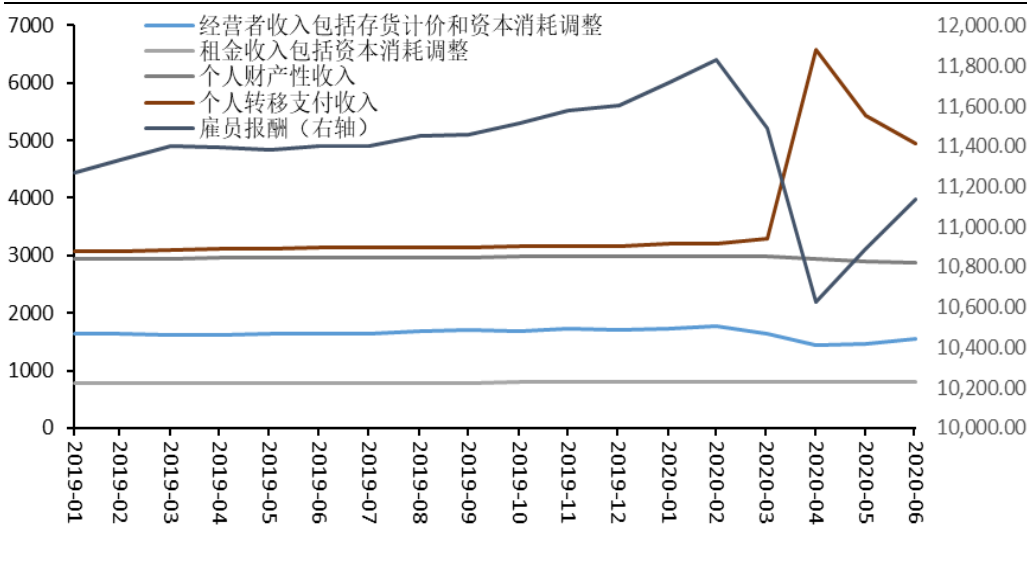
数据来源: 东北证券, Wind

中西方疫情后恢复路径截然不同，原因何在？

首先，疫情控制是决定生产端的关键。中国疫情最早爆发也最早得到控制，在两个月的时间内基本实现复工复产，而后疫情并未出现二次爆发，生产复苏的路径未出现反复。而美欧疫情则控制失当，尤其美国疫情大规模二次爆发，经济重启之路受阻，工厂难以如期复工，生产端受到的打击很大。

其次，财政刺激是决定需求的关键。疫情爆发之后，美欧日等发达国家都推出了大规模的财政刺激计划，其中包括很多提升居民收入甚至“直升机撒钱”的措施。以美国为例，疫情爆发后，虽然失业率创二战以来最高，但居民收入不降反增，其中核心原因就是财政的巨额补贴。这保障了居民消费能力不出现滑坡。而中国的逆周期政策则非常克制，对需求拉动有限。

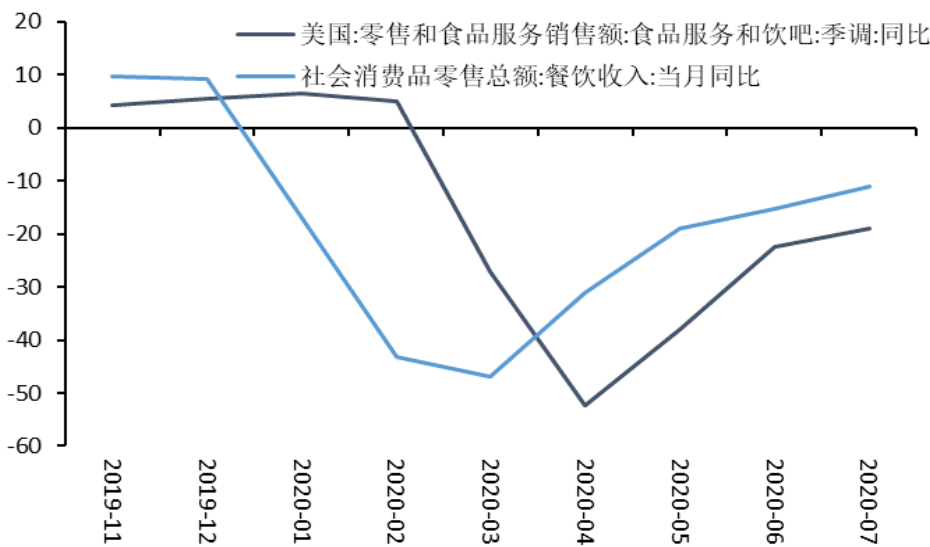
图 7: 美国居民收入的结构变化



数据来源: 东北证券, Wind

再次, 中西方文化的不同也导致了疫情后居民消费意愿的差异。中国居民防疫意识较强, 疫情后外出消费的意愿仍低; 西方国家居民则在疫情后更为活跃, 消费动力很强。以餐饮消费为例, 中国餐饮消费在三月份录得同比-46.8%的底部之后, 4 个月后仍同比负增长 11%。美国在 4 月份触及-52.4%的低点后, 3 个月后恢复至-18.9%。虽然美国整体同比降幅仍然较大, 但考虑到美国目前近半数的州已经暂停甚至回退经济重启 (酒吧等全面重启在最后一阶段), 可以推测在已经开放的州, 居民的餐饮消费增长应为很高的水平。

图 8: 美国餐饮消费反弹较快



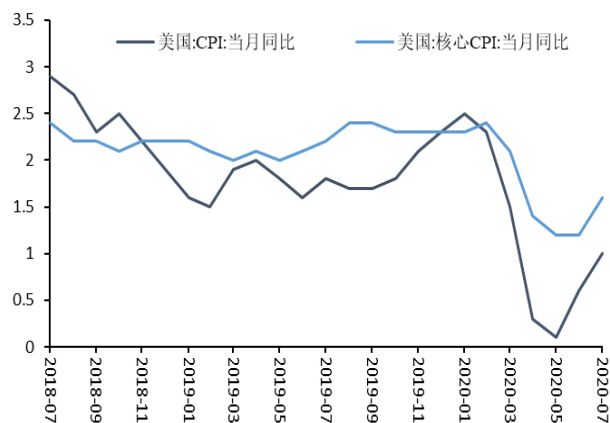
数据来源: 东北证券, Wind

海外与中国的复苏路径差异会导致什么结果?

第一，美国陷入了“药不能停”的境遇。由于需求的旺盛是由财政刺激维持的，一旦财政刺激停止，失业所导致的居民收入下降会立刻影响到消费。我们认为美国新一轮财政刺激仍将会推出以对冲二次疫情的影响。

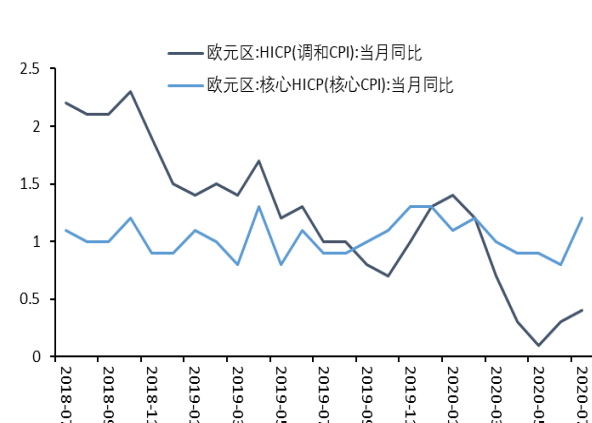
第二，海外将面临超预期的通胀压力，中国通胀则将持续疲软。美欧等国“生产弱、需求强”的格局及大规模的货币放水将导致通胀的压力攀升。近期数据来看，美欧通胀都持续超预期走高。而中国“生产强、需求弱”的格局及较为克制的货币政策将导致较低的通胀。

图 9: 美国通胀快速回升



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 欧元区通胀快速回升



数据来源: 东北证券, Wind

3. 美联储可能提高通胀容忍度

本周多名美联储官员发表了对经济和货币政策的看法。美联储卡普兰表示, 愿意看到美国通胀高于 2%, 延长失业补贴很重要。博斯蒂克也表示希望看到更多的财政政策。美联储戴利表示美国不会实行“V”型复苏。美联储罗森格伦表示现在担心通胀还为时过早, 秋季疫情可能恶化; 国会达成协议至关重要。

美联储各官员的讲话主要透漏出两方面内容: 一是普遍对财政刺激有期待, 认为美国经济需要新一轮的财政刺激才能保持平稳; 二是对通胀的容忍度可能提升。

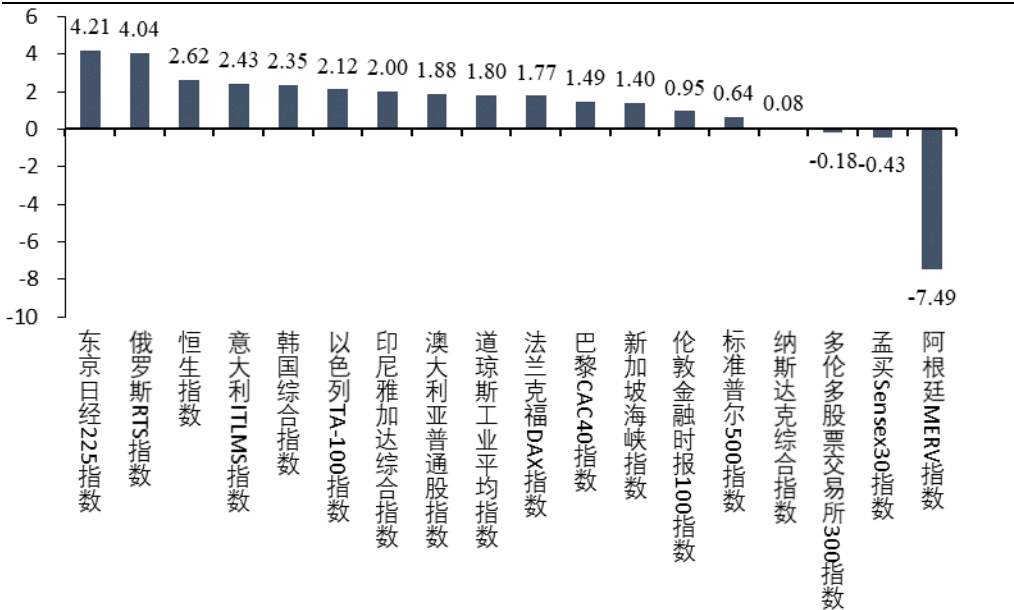
目前的数据表明, 本轮财政和货币刺激对通胀的推升力度较大, 但美联储对通胀态度可以视为继续保持宽松的意愿, 新一轮财政刺激将会进一步推升通胀, 未来抗通胀的资产值得继续关注。

4. 全球市场表现

4.1. 全球股市大多上涨

疫苗等利好因素的影响下, 本周全球股市大多上涨, 日经指数上涨 4.21%, 俄罗斯股指上涨 4.04%, 恒生指数上涨 2.62%。

图 11: 全球股市大多上涨



数据来源: 东北证券, Wind

4.2. 长端债券收益率大幅上行

美国财政刺激计划的僵持和俄罗斯疫苗的推出引起主要债券收益率大幅抬升。本周美国 10 年期国债收益率大幅上升 14bp; 3 月期国债收益率维持不变。日本 1 年期国债收益率上行 2.5bp, 10 年期国债收益率上行 2.6bp; 欧元区 3 月期公债收益率上行 1.1bp, 10 年期公债收益率上行 7.2bp。

图 12: 美国长债收益率大幅上行

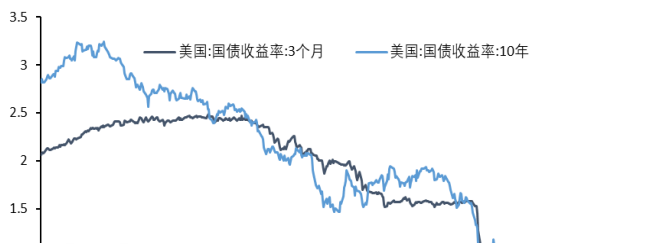
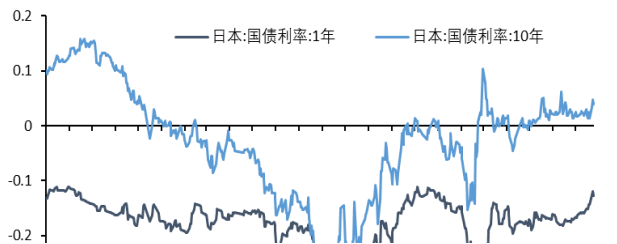


图 13: 日债收益率上行



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_3099



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn