

宏观点评

美国经济将迎来“至暗时刻”——兼评美国 Q1 GDP 与 4 月 FOMC 会议

事件：美国 2020Q1 GDP 环比折年率为-4.8%，低于预期值-4.0%和前值 2.1%，创 2009Q1 以来最低水平；美联储 4 月 FOMC 会议按兵不动。

核心结论：

1、美国 Q1 GDP 增速创十年新低，Q2 将迎来“至暗时刻”。

- **美国 Q1 GDP 负增长，主因疫情导致的消费下滑：**美国 Q1 GDP 环比折年率为-4.8%，同比为 0.3%，均创近十年新低。分项来看，私人消费对 GDP 的环比拉动率为-5.26%，是最大的拖累项，且是历史第四低，主要反映了疫情的冲击；其他分项中，私人投资、政府支出、净出口对 GDP 的环比拉动率分别为-0.96%、0.13%、1.30%。
- **美国 Q2 GDP 增速大概率创历史新低：**由于美国各州的“禁足令”最早在 3 月下旬开始生效，因此对经济的冲击主要集中在二季度。据 ECR 美国周度领先指数测算，美国 Q2 GDP 环比折年率将跌至-20%左右，同比在-5.2%左右，而历史最低记录分别为-10%、-3.9%。
- **美国 4 月失业率大概率创历史新高：**据初请+续请失业金人数估算，美国 4 月失业率将升至 12.5%左右；据美国持有失业保险人群的失业率与官方失业率的历史相关性估算，美国 4 月失业率将达到 14%，而美国失业率的历史高点为 1982 年的 10.8%。

2、美国疫情仍不容乐观，短期难全面复工。

- **美国新冠检测仍不充分，且确诊率偏高：**截至 4 月 28 日，美国新冠病毒累计检测人数达 580 万人，累计确诊人数达 103.7 万人，确诊率处于全球较高水平。与此同时，美国每千人检测数量在全球主要国家中处在中等偏下水平，表明检测力度仍不够充分。若后续美国新冠检测的覆盖范围扩大，确诊人数仍有较大上升空间，而一旦美国在疫情高峰期实施复工，很有可能导致疫情的二次爆发。
- **多数州的“禁足令”到期时间较晚：**根据各州目前公布的计划，“禁足令”最早到期时间在 4 月 25 日，因此几乎整个 4 月份美国经济都处于大面积停摆状态。到 5 月 15 日之前，也只有 25 个州将解除限制，其 GDP 合计占全美的比重仅为 48.8%。
- **美国民众普遍反对解除限制：**民调显示，61%的美国人认为政府采取的隔离措施是适当的，甚至 26%的人认为还不够充分，仅有 12%的人认为太过了；若政府解除限制，仅有 20%的人 would 立即恢复正常活动。因此即便“禁足令”取消，经济活动也难以完全恢复。

3、美联储按兵不动，后续将侧重结构性扩表。

- **4 月 FOMC 会议增量信息有限：**会议声明中，美联储着重强调了新冠疫情对经济的巨大冲击，并表示将维持当前利率直到经济企稳、就业和通胀回升。鲍威尔表示，当前货币政策是合适的，二季度经济活动将出现前所未有的下滑，后续经济的反弹不会回到疫情前的水平。当前市场预期美联储将维持利率不变至少到 2021 年 3 月。
- **本轮美联储扩表速度远超历史上三轮 QE：**3 月初以来，美联储资产负债表已经扩张超过 2.4 万亿美元，相比之下，QE1 用 18 个月扩表 1.3 万亿，QE2 用 8 个月扩表 5650 亿，QE3 用 26 个月扩表 1.66 万亿。
- **美联储扩表节奏主要取决于流动性：**鲍威尔曾多次强调货币政策并不能解决新冠病毒导致的经济停摆，我们认为，现阶段美联储大规模扩表的主要目的是缓解企业的债务压力，从而维持金融市场稳定。数据显示，美联储扩表速度与美元 Libor-美债利差高度同步，近期该利差大幅下降，表明流动性大幅缓解，美联储也随之放慢了扩表节奏。
- **后续美联储扩表重心将有所调整：**当前美联储资产负债表规模占 GDP 比重仍低于欧元区、日本和中国，因此仍有较大的扩表空间。由于目前银行体系流动性已经显著改善，同时企业债务仍有较大压力，美联储扩表方式上可能继续逐步减少国债和 MBS 的购买，转而增加商票、企业债等资产的购买，以此为企业提供更多流动性支持。

风险提示：美国疫情超预期缓和；美国政策力度超预期。

作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

1、《美国企业债月度到期规模一览》2020-3-17

2、《警惕低油价引发美国企业债违约潮》2020-3-14

3、《美联储紧急降息的背后：美国疫情究竟多严重？》
2020-3-4

4、《2020 年美国就业状况的 6 个核心问题》2019-12-31

5、《2020 年美国展望：日薄西山》2019-12-21



内容目录

美国 Q1 GDP 负增长，Q2 将迎来“至暗时刻”	3
美国疫情仍不容乐观，短期难全面复工	4
美联储按兵不动，后续将侧重结构性扩表	6
风险提示	8

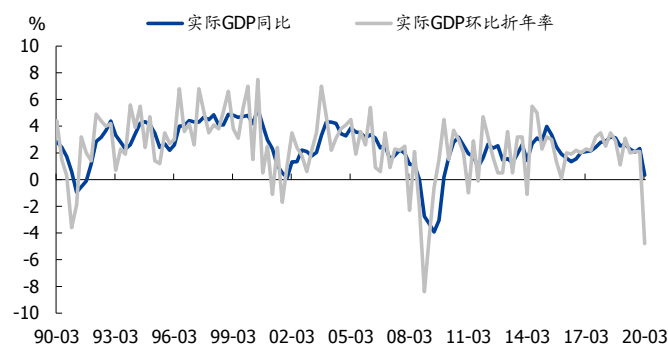
图表目录

图表 1: 美国 Q1 GDP 环比和同比均创近十年新低	3
图表 2: 私人消费是美国 Q1 GDP 的最大拖累项	3
图表 3: 美国 Q2 GDP 增速大概率创历史新低	3
图表 4: 主要机构对美国 Q2 GDP 预测值	3
图表 5: 美国目前失业人数已达 2040 万	4
图表 6: 美国 4 月失业率大概率创历史新高	4
图表 7: 美国新冠确诊人数走势	4
图表 8: 美国新冠检测确诊率走势	4
图表 9: 主要国家新冠病毒检测确诊率	5
图表 10: 主要国家每千人新冠检测数量	5
图表 11: 美国各州“禁足令”结束时间及 GDP 占比	5
图表 12: 绝大多数美国人支持政府的隔离措施	6
图表 13: 即便解除隔离，绝大多数美国人也不愿恢复正常活动	6
图表 14: 美联储 4 月 FOMC 会议声明关键信息	6
图表 15: 本轮美联储 QE 与过去 3 轮的对比	7
图表 16: 3 月以来美联储已经扩表超过 2.4 万亿美元	7
图表 17: 美联储扩表节奏主要取决于流动性状况	7
图表 18: 美联储仍有较大扩表空间	7

美国 Q1 GDP 负增长，Q2 将迎来“至暗时刻”

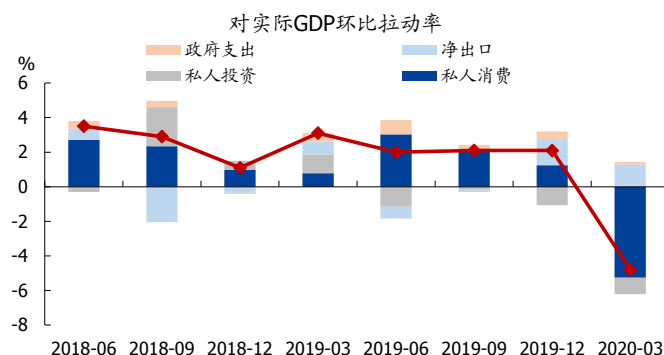
美国 Q1 GDP 增速创十年新低，私人消费是主要拖累。美国 2020Q1 GDP 环比折年率为 -4.8%，低于预期值 -4.0% 和前值 2.1%，创 2009Q1 以来最低水平；同比为 0.3%，低于预期值 1.0% 和前值 2.3%，创 2010Q1 以来最低水平。分项来看，私人消费对 GDP 的环比拉动率为 -5.26%，是最大的拖累项，且是历史第四低，主要反映了疫情的冲击；私人投资对 GDP 的环比拉动率为 -0.96%，连续四个季度成为拖累项；净出口和政府支出对 GDP 的环比拉动率分别为 1.30%、0.13%。

图表 1: 美国 Q1 GDP 环比和同比均创近十年新低



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 私人消费是美国 Q1 GDP 的最大拖累项

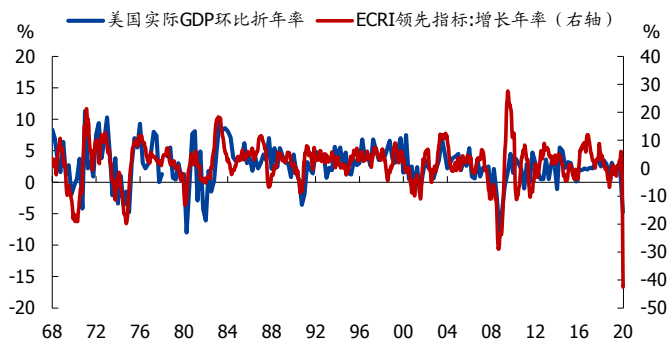


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

疫情冲击尚未充分体现，美国 Q2 GDP 增速大概率创历史新低。由于美国新冠疫情是从 3 月开始快速爆发，且各州“禁足令”最早生效时间为 3 月 19 日，因此对一季度经济的冲击有限，对二季度经济的影响将显著放大。从高频指标来看，ECRI 编制的美国周度领先指数（WLI）增长率与美国 GDP 环比折年率具有较好的拟合度，过去两周该指标分别录得 -42.6%、-41.9%，创 1968 年有数据以来的最低水平，根据相关性估算，美国 Q2 GDP 环比折年率将跌至 -20% 左右，对应同比在 -5.2% 左右。而 1947 年至今，美国实际 GDP 环比折年率最低值为 1958Q1 的 -10%，同比最低值为 2009Q2 的 -3.9%，这意味着美国二季度 GDP 环比和同比增速都将创下历史新低。

伴随疫情持续爆发，近期市场机构大幅下调了对美国经济的预测值，当前市场对美国 Q2 GDP 环比折年率、同比的一致预期分别为 -26%、-6.7%；对 2020 年美国实际 GDP 同比的一致预期为 -3.7%。而 IMF 在 4 月 13 日发布的《世界经济展望》中，将 2020 年美国实际 GDP 同比预测由此前的 2.1% 大幅下调至 -5.9%。

图表 3: 美国 Q2 GDP 增速大概率创历史新低



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

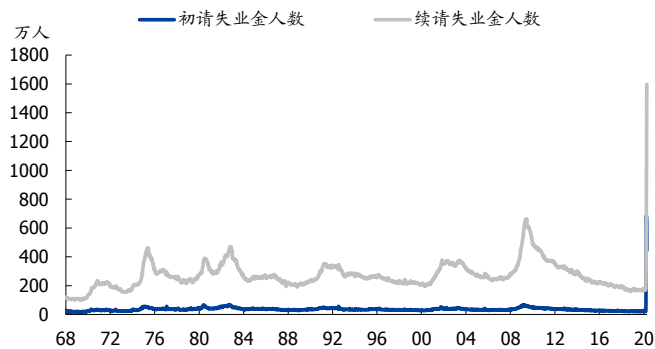
图表 4: 主要机构对美国 Q2 GDP 预测值

预测机构	Q2 环比折年	Q2 同比	2020 年同比
彭博中位数	-26.0%	-6.7%	-3.7%
巴克莱	-45.0%	-9.6%	-6.4%
花旗	-27.7%	-7.3%	-2.6%
高盛	-34.0%	-11.0%	-6.2%
JP 摩根	-40.0%	/	-7.6%
摩根士丹利	-37.9%	-8.2%	-5.5%
UBS	-25.5%	-7.4%	-5.2%
IMF	/	/	-5.9%

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

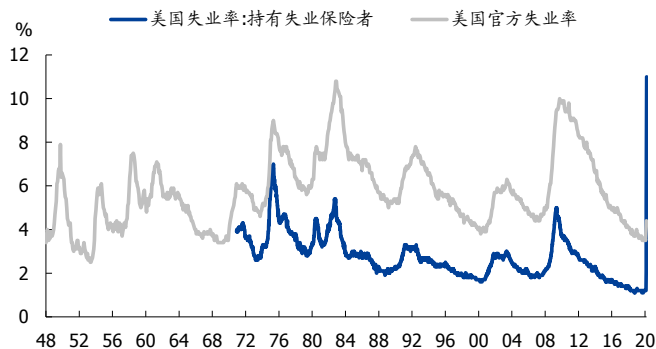
美国4月失业率大概率创历史新高。截至4月18日，美国初请+续请失业金人数合计达2040万人，而3月美国劳动力人口为16291万人，据此计算，美国4月失业率将升至12.5%左右。此外，美国持有失业保险人群的失业率为周度指标，截至4月11日该指标录得11%，过去5年该指标与官方失业率的平均差值为3.0%，据此计算，美国4月失业率将达到14%。目前美国失业率的历史高点为1982年的10.8%，这意味着4月美国失业率将创下历史新高。

图表5: 美国目前失业人数已达2040万



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 美国4月失业率大概率创历史新高

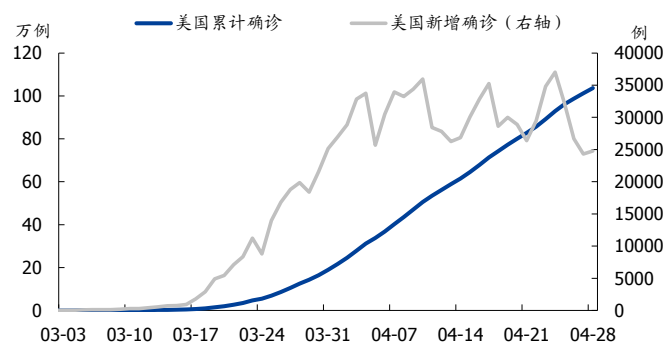


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

美国疫情仍不容乐观，短期难全面复工

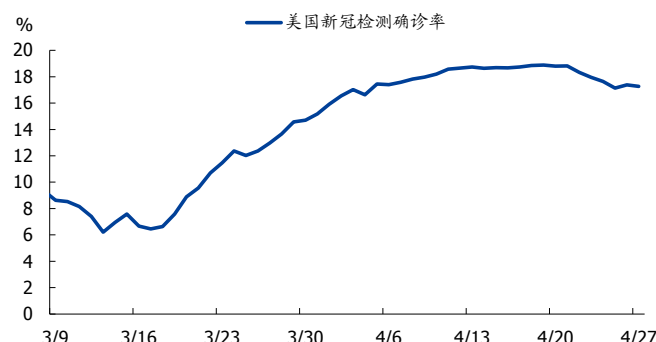
截至4月28日，美国新冠病毒累计检测人数达580万人，累计确诊人数达103.7万人，确诊率为17.9%，处于全球较高水平。近期美国新增确诊人数转为高位震荡，同时累计确诊率有所下降，反映出美国疫情已接近峰值。但需要注意的是，当前美国每千人检测数量仅为16.9人，在全球主要国家中处在中等偏下水平，表明检测的力度仍不够充分。若后续美国新冠检测的覆盖范围持续扩大，确诊人数仍有较大上升空间，而一旦美国在疫情高峰期实施复工，很有可能导致疫情的二次爆发。

图表7: 美国新冠确诊人数走势



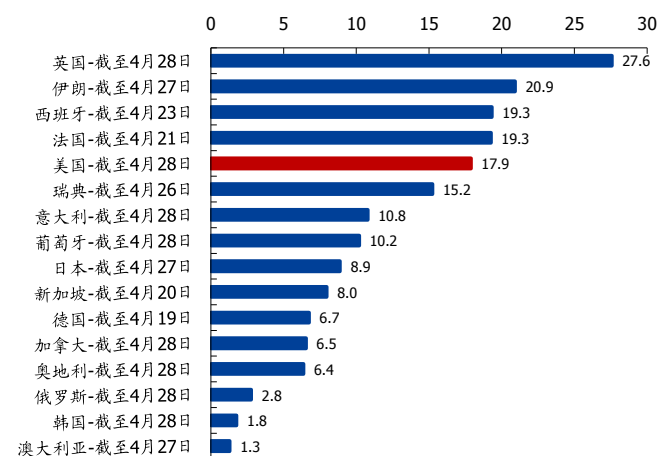
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 美国新冠检测确诊率走势



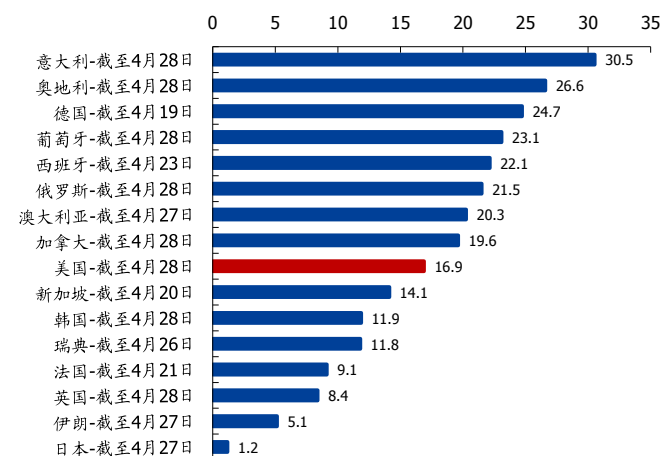
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 主要国家新冠病毒检测确诊率



资料来源: 各国卫生部官网, 国盛证券研究所

图表 10: 主要国家每千人新冠检测数量



资料来源: 各国卫生部官网, 国盛证券研究所

白宫宣布的新冠隔离指导 (Coronavirus Guidelines for America) 将于 4 月 30 日到期, 但大多数州的“禁足令”到期时间要更晚。根据各州目前公布的计划, “禁足令”最早到期时间在 4 月 25 日, 因此几乎整个 4 月份美国经济都处于大面积停摆状态。到 5 月 15 日之前, 也只有 25 个州将解除限制, 其 GDP 合计占全美的比重仅为 48.8%。

此外, 美联社-NORC 在 4 月 20 日的一项民调显示, 61% 的美国人认为政府采取的隔离措施是适当的, 甚至 26% 的人认为还不够充分, 仅有 12% 的人认为太过了。Gallup 在 4 月初的一项民调显示, 若政府解除隔离措施, 仅有 20% 的人会立即恢复正常活动。由此可见, 当前绝大多数美国人对新冠病毒风险较为谨慎, 即便“禁足令”取消, 经济活动也难以完全恢复。

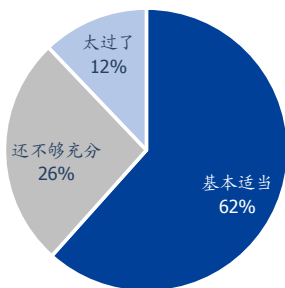
图表 11: 美国各州“禁足令”结束时间及 GDP 占比

结束时间	“禁足令”结束的州	GDP 占比(%)
4 月 25 日	蒙大拿	0.2
4 月 26 日	科罗拉多	1.8
4 月 27 日	密西西比	0.6
4 月 30 日	阿拉巴马、亚利桑那、佛罗里达、佐治亚、爱达荷、 缅因、内华达、田纳西、德克萨斯、西弗吉尼亚	23.3
5 月 1 日	印第安纳、俄亥俄、犹他	6.0
5 月 3 日	堪萨斯、明尼苏达、密苏里	4.1
5 月 4 日	马萨诸塞、新罕布什尔、华盛顿	6.0
5 月 8 日	北卡罗来纳、宾夕法尼亚、罗德岛	6.8
5 月 15 日	特拉华、华盛顿特区、路易斯安那、密西根、新墨西哥、 纽约、佛蒙特	13.6
5 月 20 日	康涅狄格	1.3
5 月 26 日	威斯康星	1.6
5 月 30 日	伊利诺伊	4.2
5 月 31 日	夏威夷	0.5
6 月 10 日	弗吉尼亚	2.6
待定	阿拉斯加、加利福尼亚、肯塔基、马里兰、新泽西、 俄勒冈、南卡罗莱纳、阿肯色、爱荷华、内布拉斯加、 北达科他、俄克拉荷马、南达科他、怀俄明	27.0

资料来源: PEW, Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 绝大多数美国人支持政府的隔离措施

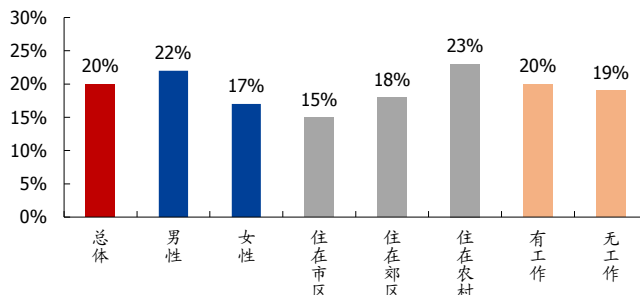
你如何看待政府采取的新冠隔离措施?



资料来源: Apnews, 国盛证券研究所

图表 13: 即便解除隔离, 绝大多数美国人也不愿恢复正常活动

若政府解除隔离, 将立即恢复正常活动的人占比



资料来源: Gallup, 国盛证券研究所

美联储按兵不动, 后续将侧重结构性扩表

美联储 4 月 FOMC 会议按兵不动, 会议声明中着重强调了新冠疫情对经济的巨大冲击, 提及油价大跌对通胀的抑制, 并表示将维持当前利率直到经济企稳、就业和通胀回升, 重申将使用全部工具来支撑经济。

鲍威尔在新闻发布会上表示, 当前货币政策是合适的, 不急于对政策做出调整; 二季度经济活动将出现前所未有的下滑, 4 月失业率可能出现两位数, 后续经济的反弹不会回到疫情前的水平; 有锚定的通胀预期, 通缩是不太可能的; 已经放慢了购债速度, 企业信贷工具即将敲定。

整体来看, 本次 FOMC 会议并未释放太多增量信息, 会议声明公布后主要资产价格反应平淡。CME 美联储观察工具显示, 当前市场预期 2021 年 3 月之前美联储维持利率不变的概率均为 100%。

图表 14: 美联储 4 月 FOMC 会议声明关键信息

内容	具体表述
利率	维持 0-0.25% 不变, 直到经济企稳、就业和通胀回升。
QE	将继续购买一定数量的国债和 MBS, 将继续进行大规模的回购操作。
经济	新冠病毒将在短期内严重影响经济、就业和通胀, 并在中期对经济前景构成相当大的风险。

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_5447

