

宏观经济观察 028：关注风险偏好的回落

一周宏观动态

中国：从“六稳”到“六保”。一季度经济数据的疲弱，从内部看实现百年目标需要经济端的刺激；政治局已经定调外部环境的不友善，意味着经常项的逆差或不可避免。两者叠加之下，我们认为无论是“以债为锚”还是“财政货币化”，财政端的扩张将从当前的逆周期转向带动经济的顺周期力量。继续关注主权部门和私人部门杠杆分化的影响。

海外：经济数据的悲观和冲突风险的加强。本周尽管欧央行开始吸收垃圾债入表，但是美联储并无多大动作，显示出全球美元流动性风险阶段性解除。欧洲历史新低的 PMI 和美国失去的新增就业显示出经济数据表现悲观，尽管如此市场在前期定价疫情冲击之后仍继续展望疫情拐点后的修复，因而冲击不大。相反金融领域的竞争反而在加强，SEC 针对中概股的言论和 CME 修改负价格规则后针对中行的狙击，显示出金融战的风险上升。

全球宏观定位

定位：疫情对于国外经济冲击在继续显现，但略超市场预期的是周末新冠肺炎新增确诊在缓和后再次创出新高，经济重启的预期将继续延后。国内经济负增长之后，二季度外需回落的长期性和防疫常态化的影响，政策在“房住不炒”下采取更大的力度，开启“扩大内需战略”、“出口转内销”，杠杆将继续从私人部门向主权部门转移，一季度最高水平信贷之后经济周期料在二三季度进入探底阶段，等待企稳。

周期：（一）库存周期。美国库存延续下行（2019 年 6 月至今），疫情驱动非美库存在原来的“底部”被动上升后的二次下行。（二）产能周期。面对停滞的经济活动，中美产能利用率均在一季度显著下降，而期限利差也进一步陡峭化，显示出外部冲击下市场对国内二季度产能被动过剩的预期仍较强。

宏观策略

风险资产的反弹接近衰竭。疫情的反复和货币政策边际上的宽松下降，市场乐观的风险偏好短期仍将面临修正的风险。需要关注国内出口压力下刺激政策落地、国外信用风险释放带来的市场调整风险，我们对中期继续维持周期准备向上的宏观交易策略，配置依然来源于当前尾部冲击提供的空间；当前短期交易仍在疫情区间，政治局底线思维下等待中国央行进入全面宽松的触发信号，产能利用率回落背景下关注杠杆继续向主权部门转移。

风险点：疫情突然结束或显著改善

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[中国提“六保”，美国欲复工](#)

——宏观经济观察 027

2020-04-20

[退回战术性防守](#)

——宏观经济观察 026

2020-04-13

[需求更差的一种假设](#)

——宏观经济观察 025

2020-04-07

[无流动性下的资产重估](#)

——宏观经济观察 024

2020-03-23

[疫情下的第二个“坑”](#)

——宏观经济观察 023

2020-03-16

[关注价格风险](#)

——宏观经济观察 022

2020-03-09

一周宏观数据

· 欧洲：前所未有的崩溃！欧元区 4 月综合 PMI 初值续创纪录新低

来源：华尔街见闻

新冠疫情继续冲击欧元区的经济，4 月欧元区、德国、法国的综合 PMI 初值均创下纪录新低。

4 月 23 日周四 IHS Markit 公布数据，欧元区 4 月综合 PMI 初值 13.5，低于前值的 29.7，继续刷新纪录新低。作为对比，全球金融危机期间，欧元区综合 PMI 最低值为 2009 年 2 月的 36.2。

欧元区 4 月服务业 PMI 初值 11.7，纪录新低（1998 年 7 月以来），预期 22.8，前值 26.4。欧元区 4 月制造业 PMI 初值 33.6，创 134 个月新低，预期 38，前值 44.5。欧元区 4 月综合 PMI 初值 13.5，纪录新低（1998 年 7 月以来），预期 25，前值 29.7。

评论：新低的欧洲经济数据，结合默克尔给出的当前处在疫情发展的初期判断，未来对于国内出口需求将进一步降低。

IHS Markit Eurozone PMI and GDP



4 月欧元区各国普遍加强了控制措施，包括临时关闭企业，以及对公民流动实施严格限制，这让包括旅游业、酒店业、餐馆在内的服务业商业活动急剧收缩。

欧元区 4 月制造业产出为 18.4，较 3 月的 38.5 大幅下滑，且创下 1997 年 6 月有记录以来的纪录新低。除了非必须企业必须关闭、工人不足等因素外，供应链延迟情况十分严重。

IHS Markit 首席商业经济学家 Chris Williamson 认为，经济衰退的严重程度超出了大多数经济学家的想象。

我们的模型将 PMI 与 GDP 进行比较后表明，4 月的调查显示，欧元区经济的季度萎缩幅度约为 7.5%。鉴于未来几周，经济的大部分领域可能仍保持封锁，以遏制病毒蔓延，二季度预计将出现该地区近年来最严重的经济衰退。

Chris Williamson 称，人们寄希望于缓慢解除的限制措施将缓解企业状况，然而考虑到需要防止第二波疫情，进展将会非常缓慢。

德国 4 月综合 PMI 初值创纪录新低 疫情导致经济急剧收缩

德国商业活动下滑进一步加深。德国 4 月综合 PMI 初值 17.1，较 3 月的 35 大幅下滑，且创下该数值收集 22 年多以来最低水平。

德国制造业 PMI 初值降至 34.4，低于 3 月份的 45.4，反映出产出、新订单和就业方面的急剧收缩。

德国 4 月服务业 PMI 初值 15.9，创纪录新低，预期 28，前值 31.7。德国 4 月制造业 PMI 初值 34.4，创 133 个月新低，预期 39，前值 45.4。德国 4 月综合 PMI 初值 17.1，创纪录新低，预期 28.5，前值 35。

IHS Markit Germany Flash PMI



企业报告称，4 月来自国内外客户的需求大幅下降，新工作总流入量的下降速度远超 3 月份。与此同时，就业毫无意外地连续第二个月下滑。

商业信心方面，企业对未来 12 个月的前景仍保持在较为负面的水平，较 3 月创下的纪录新低只是略微反弹。

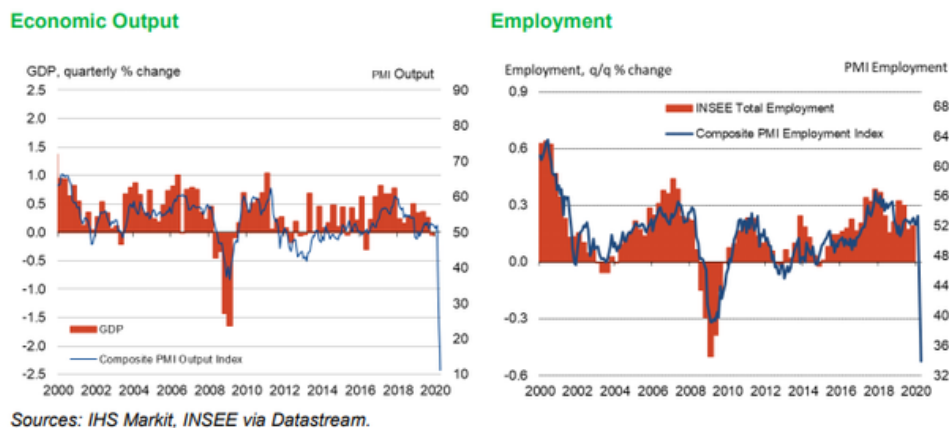
IHS Markit 首席经济经济学家 Phil Smith 表示，4 月调查揭露了新冠疫情以及限制措施对德国经济的全面影响，显示了制造业和服务业商业活动正以前所未有的速度下滑。

服务提供商首先受到了冲击，但是需求崩溃和供应限制让制造业生产商也赶上了。短期方案在抑制失业方面取得了预想的效果，4 月就业下降幅度远小于产出降幅。尽管如此，裁员和合同取消已经导致劳动力数量出现创纪录下降，因为企业希望削减成本，并为未来几个月的艰难状况做好准备。

法国 4 月综合 PMI 初值创记录新低 服务业勉强达到两位数

法国 PMI 初值率先公布。进入二季度，新冠病毒爆发继续抑制供给和需求，法国私营部门活动继续大幅下降，其中服务业下降速度更快。

法国 4 月服务业 PMI 初值 10.4，创纪录新低，预期 24.5，前值 27.4。法国 4 月制造业 PMI 初值 31.5，创纪录新低，预期 37，前值 43.2。法国 4 月综合 PMI 初值 11.2，创纪录新低，预期 24.5，前值 28.9。



4 月，总体需求几乎没有得到来自国际市场的帮助，海外的新业务下滑速度比 3 月更快。

随着新业务急剧减少，企业在 4 月削减了员工数量。同时，**劳动力萎缩速度**较 3 月加快，创下数据搜集以来最快水平。

在需求疲软的情况下，4 月的投入价格连续第二个月下跌，**与石油相关的商品和服务价格下降**是企业提到较多的因素。

评论： 悲观的经济数据已经在此前大幅下行的市场价格中得到反馈。当前金融机构受到巴塞尔协议等监管的要求受影响有限，但同时也带来风险偏好下降情况下继续扩张的意愿有限。

面对全球经济衰退的预期，企业对未来 12 个月的商业前景感到**悲观**，负面程度创下 2012 年 7 月收集数据以来最差。

IHS Markit 经济学家 Eliot Kerr 表示，尽管 3 月 PMI 数值令人震惊，但是 4 月的数值是前所未有的。

展望未来，有两个重点领域需要关注。首先，随着 5 月 11 日开始逐步放松限制，这些限制措施将以多快的速度解除？这将为我们预计经济活动短期内的复苏速度提供最明确的指引。其次，放松限制措施将导致第二波疫情吗？如果是这样，任何关于经济将实现 V 型复苏的希望将消失。

· 美国：美国 5 周 2600 万人申请失业金背后：每人每月能领 32340 元

来源：网易财经

新冠病毒疫情重创美国经济，美股多次熔断，就业市场冰冻三尺，出现“失业潮”。过去五周，美国新增失业人口累计**超 2600 万**，已抹去金融危机以来的所有新增就业岗位。

失业的高危行业包括**住宿和餐饮服务业、交通、零售、娱乐、制造业**等，影响约四分之一的美国劳工。近期调查发现，**49%**的美国人自称是“月光族”。在突然而来的经济冲击下，他们等不到雇主签发的薪水，只能引颈期盼来自政府的纾困支票。

美国推出 2 万亿美元经济刺激计划法案后，法案计划扩大失业保险适用的工种范围，将失业人群领取失业保险的时限由 26 周提升至 **39 周**。在此基础上，每个失业者每周还可多领取 **600 美元，持续 4 个月**。

美国救助方案推出后，一位马萨诸塞州的工人每周可得到约 1155 美元，约 8085 元人民币失业保障金，也就是说，每月（按 4 周计算）可以获得 32340 元人民币！此外，年收入低于 75000 美元的个人将还可以获得每人 1200 美金的直接补助。但各州之间申领金额存在一些差异。

美国初次申请失业金人数五周累计超 2600 万美国人口失业潮仍在持续

4 月 23 日，美国劳工部公布的最新数据显示，美国上周首次申领失业救济人数为 442.7 万人。这是美国初请失业金人数**连续第 5 周破百万**，近 5 周初请失业金人数已累计 2620.9 万。

从 2009 年 11 月开始，美国经济在由金融危机引发“大衰退”后开始重新增加就业岗位。自那以后的 11 年时间里，美国新增就业岗位数为 2244.2 万。

这意味着，自从新冠肺炎疫情在美国暴发以来，美国经济抹去自大衰退时期以来的所有新增就业岗位！据 CNBC，假设所有申领失业金的人都被算作失业人员，则最新数据或反映出美国 4 月失业率可能为 **20%**左右，为 2009 年经济衰退后 10%峰值的两倍。

美国推出 2 万亿美元经济刺激计划法案

为应对新冠肺炎疫情，当地时间 3 月 26 日，美国参议院投票一致通过该国史上最大紧急经济刺激法案：“2 万亿美元刺激法案”。

(1) “2 万亿”如何分配？

据美国国会提供的法案原文，该法案实则计划以 3 个方式，向美国注入总计 2.143 万亿美元的资金救助。这 3 个方式分别为：**直接援助、贷款和补助**。

刺激法案 2 万亿的总体分配为：2500 亿美元失业补贴，3010 亿美元支付给家庭，3490 亿美元给小企业贷款和补贴，5000 亿美元向企业提供贷款，1500 亿分配给各州，2210 亿提供税收优惠，3400 亿美元补充支出。

“2万亿美元经济法案”具体内容



数据来源：国会法案原文、CNN新闻网、华尔街日报 | 观察者网 徐乾昂(整理) 吴辰晨(制图)

(2) 新冠肺炎影响下失业保障金申请领取

在美国如果是被公司开除，或者公司关门倒闭的情况下失去了工作，是可以向政府领取美国的失业保障金 (Unemployment Insurance)。

失业保障金适用于“非个人过失而导致”的失业或工时减少，如被裁员、公司倒闭等。一般来说，只要是拥有合法身份者，并在美国按时缴纳所得税，都可以获得申请失业救济补助资格。

(3) 能领到多少钱？

根据美国劳工部截至 2019 年底的数据，普通人每周可获得 378 美元的失业救济金。但各州之间存在差异。如密西西比州是最不慷慨的州，平均每周支付 213 美元。马萨诸塞州最慷慨，平均每周支付 555 美元。这意味着马萨诸塞州的典型失业者每月比密西西比州多获得 1368 美元。

2 万亿美元的经济救济法案大大增加了失业救济金。到 7 月底，它将为现有的州福利每周增加 600 美元。因此，那些在密西西比州和马萨诸塞州的工人每周可分别得到约 813 美元和 1155 美元的付款，与以前相比，分别增加了 282% 和 108%。

各州通常根据过去四个季度的工人先前的工资来支付失业救济金。

评论：债王冈拉克表示，美联储在对劳动力市场加息。因为 PPP 给你提供的补贴是你的机会成本，自然人不会以低于补贴的水平工作。提高对劳动者的补贴也就类似“加息”了。

(4) 领取福利持续时间多长?

各州支付福利的时间有所不同。大多数提供最长 26 周的付款。

一些州的持续时间短得多。例如，根据预算和政策重点中心的数据，佛罗里达州和北卡罗来纳州的服务期限最长可达 12 周，是所有州中最少的。

美国联邦政府针对新冠肺炎所发布的失业救济金方案，将州级别的失业补助金延长 13 周。相当于总共可领 39 周的州失业保障金。

(5) 还要直接给每人发 1200 美元现金支票

美国史上最大的两万亿美元经济刺激法案生效，其中约 3010 亿将直接发到美国人手里。

共计 8000 万人将通过银行转账收钱，另有 7000 万人将收到支票。值得一提，印有特朗普签名的支票将一直发到今年 9 月——当月将举办 2020 年总统大选辩论。

根据经济刺激法案，约 1.5 亿美国人将获得一次性补贴。年收入 7.5 万美元以下的每名成年人将得到 1200 美元的一次性补贴，17 岁以下未成年人得到 500 美元。年薪超过 7.5 万元时，派现金额将逐步下降。超过 9.9 万美元且无子女的单身人士、或年薪超过 19.8 万美元且无子女的已婚夫妇，将不能获得补助。

美国参议院批准的 2 万亿美元的救助法案，是美国近代史上金额最高的经济纾困法案。但令人担忧的是，尽管此项纾困金额及规模巨大，但还不足以缓解美国由于新冠病毒导致各行各业停工所引起的经济冲击，因肺炎疫情停工也已经成为全球现象。此外，一些经济学家分析，为了防止大规模破产和失业，美国公司可能还需要 5 倍的现金。

一周宏观事件

· 美国：美国 SEC 发布针对中概股的声明

来源：财联社

评论：风向已经转变，无论审计层面的监管套利还是交易层面的规则修改，资本对于中国已经不再友好。从贸易冲突到科技冲突，再到金融冲突，关注未来市场的波动。

财联社 4 月 23 日讯，美国证券交易委员会（SEC）主席杰伊·克莱顿(Jay Clayton)北京时间 4 月 23 日发布言论称，因为信息披露的问题，**他提醒投资者近期在调整仓位时，不要将资金投入在美国上市的中国公司股票。**在克莱顿发表上述言论之际，美国鹰派议员和部分前官员正努力说服特朗普政府让联邦雇员退休金计划**停止投资中国企业股票。**而美国 SEC 周二亦发布过一个提示性报告称，在美国上市的中国公司应该“用通俗易懂的语言突出地提出风险，并以具体的方式加以讨论”。

美国证监会(SEC)4 月 21 日发表主席 Jay Clayton 及美国公众公司会计监督委员会(PCAOB)主席 William Duhnke 等五位官员的声明，**提醒美国境内投资者在投资总部位于新兴市场或在新兴市场有重大业务的公司时，注意财务报告及信息披露质量的风险。**

这篇题为《新兴市场投资涉及重大信息披露、财务报告和其他风险，补救措施有限》的文章称，SEC 和 PCAOB 在美国境内对信息披露质量的执法标准，在对来自新兴市场在美上市公司的推广和执行中受到限制；

声明称，“与美国国内相比，包括中国在内的许多新兴市场，信息披露不完全或具有误导性的风险要大得多，并且在投资者受到损害时，获得追索的机会要小很多。”这些公司“应该以简明扼要的英文提出风险，并具体阐述”。

SEC 发布的声明还指出，PCAOB 在获取对在美上市中国公司进行审计所需的基础工作文件方面能力有限。PCAOB 是美国公众公司会计监督委员会，根据 2002 年的《萨班斯·奥克斯利法案》创立，其任务是监督公众公司的审计报告。

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_5597

