

## 海外宏观双周报

### 美股反弹恐行将结束

#### ■ 核心观点

第一，对于美股本轮反弹，我们的观点更偏向于谨慎，原因如下：欧美疫情的复杂性，新兴市场疫情堪忧，美高收益债、欧金融债与南欧主权债、新兴主权债三大潜在风险随时可能爆发，美股估值已大幅修复。

第二，我们认为，美股在经过了近期的强势表现后，反弹可能行将结束，未来可能在基本面冲击的兑现下震荡下行。

第三，3月的海外数据已创多项历史最差记录，4月海外经济数据可能更为惨淡。

第四，全球金融市场经历了多轮模式切换后，二季度仍有重新进入“避险模式”的可能性。

#### 本周市场重点

##### ■ 疫情下经济恐难迅速回暖，美股反弹恐行将结束

美联储所采取的超常货币政策与财政部计划推行的巨额财政支持导致美股走上了震荡反弹的道路，美国联邦政府敦促复工的消息也给美股带来一定提振。伴随着美股的反弹，全球风险资产也出现了显著回升。但对于美股未来的走势，市场仍有加大分歧，既有投资者偏乐观，看好美股继续反弹，甚至突破前高的；也有投资者偏谨慎，认为美股可能重新承压下行。

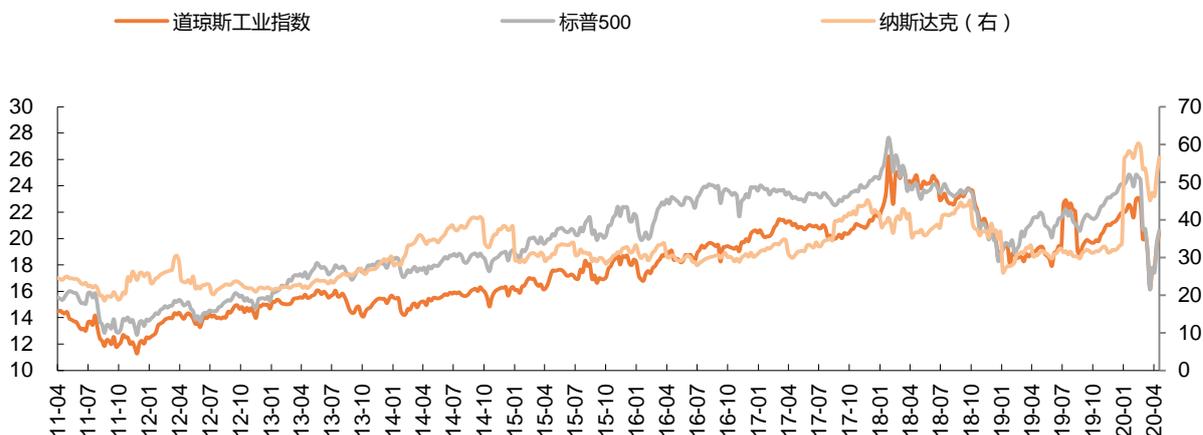
我们的观点更偏向于谨慎：美股在经过了近期的强势表现后，反弹可能行将结束，未来可能在基本面冲击的兑现下震荡下行。

可以发现，美股此次反弹主要基于两大因素：一是欧美疫情进入平台期，意大利、西班牙、德国等欧洲多国新增拐点出现，并开始掉头向下，相应的复工复产也在陆续进行中，增强了市场对疫情即将结束，经济活动即将恢复的预期；二是美联储天量流动性的释放与信用端的支持导致企业债风险趋于缓和，叠加 OPEC+减产达成协议，共同提振了市场的风险偏好。

我们对美股的这一轮反弹保持谨慎主要有以下四点原因：第一，欧美疫情虽进入平台期，但下降速度显著慢于2月的中国，且存在内部严重的分化局面。这将导致欧美疫情从当前的平台期下降至可控局面会花费更长时间，也会导致部分疫情已有缓和迹象的国家受到疫情仍处于激增的国家的负面影响，发生“二次感染”的风险，打击市场当前的乐观预期。第二，即使欧美成功在未来一段时间控制住疫情，但巴西、土耳其、俄罗斯等新兴经济体的疫情正处于加速发展的阶段，无论是医疗水平，还是防控效果，新兴市场或多或少有所欠缺，这会导致疫情在中国、欧美之后进入多个新兴市场为主的第三阶段，这将显著增加全球防疫的难度与持续时间，欧美也会面临“二次感染”的风险，进而冲击市场的乐观预期。第三，由于 OPEC+协议并未有效提振油价，油价大概率仍将在低位徘徊一段时间，美国页岩油企业的高收益债券仍有较高的违约风险，美联储虽计划购买垃圾债，但在疫情拐点超预期延后的情况下，无论是广度还是强度，美联储也难以全盘兼顾；另外，欧洲金融债与南欧主权债的风险仍存，新兴市场爆发主权债务危机也是可预期的大概率事件，阿根廷近期对外债展开的一系列展期、重组已说明了这一点，若上述风险事件发生，将显著冲击全球市场的风险偏好。第四，美股经过近期的反弹已收复此前下跌的大半

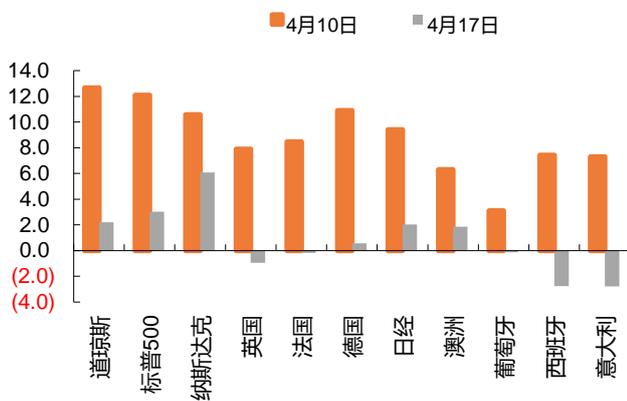
失地，估值也回到了 20 以上，与 2019 年美联储降息期间的水平相同；纳斯达克指数估值已达 56 以上，接近此轮下跌前的 60 高位。尽管有美联储极度宽松货币政策支撑，但考虑到美债收益率已接近 0，风险偏好难以继续上行，盈利预期仍有下调可能的背景，美股估值恐难以在当前水平基础上进一步上升。

图表1 美股三大指数估值已显著回升至 20 以上



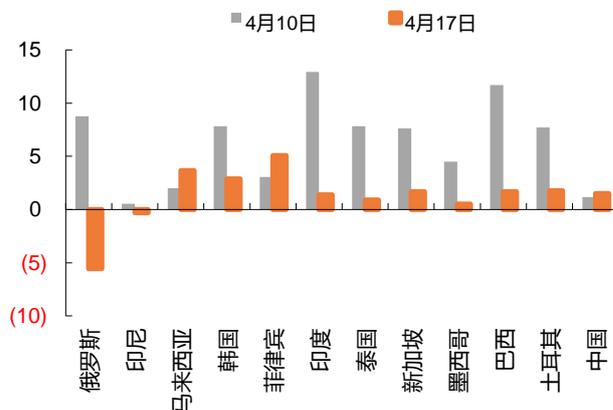
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 近两周国际发达市场股指显著反弹



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表3 近两周新兴市场股指有所反弹



资料来源：WIND，平安证券研究所

■ 3 月的海外数据创多项历史最差记录，4 月海外经济数据恐更为惨淡

3 月的海外宏观数据创造了多项历史记录。美国方面，3 月美国零售销售环比骤降 8.7%，低于预期的-8.0%与修正后前值-0.4%，创造了该数据 1992 年开始追踪至今的历史最低水平。3 月工业产出环比下滑 5.4%，低于预期的-4.0%与修正后前值 0.5%，创造了 1946 年以来最低水平。4 月纽约联储制造业指数降至-78.2，刷新历史最快下滑记录；就业方面，3 月非农就业人口减少 70.1 万，大幅低于预期的-10.0 万与前值 27.3 万，创 2008 年金融危机以来最低。初领失业金人数也连续两周升至 550-600 万/周的记录高位，过去四周总和超过 2200 万，4 月非农就业最多可能减少 2000 万人。

房地产信心指数创 30 年最大月度跌幅,1/3 的美国家庭房贷还款推迟。更具前瞻性的 3 月 Markit 制造业 PMI 跌至 48.5, 服务业 PMI 跌至 39.8,其中服务业 PMI 创 2008 年金融危机以来最低水平。3 月通胀与核心通胀均有所回落, 其中通胀下行幅度更大, 跌至 1.5%; 核心通胀仍维持在 2.0%以上。IMF 对 2020 年美国经济增长速度的预计为-5.9%, 这将是 1946 年以来的最低增速, 大幅低于 2008 年-0.1%与 2009 年的-2.5%。

欧盟方面, 3 月欧元区 Markit 制造业 PMI 跌至 44.5, 创 2012 年 7 月欧债危机后最低; 服务业 PMI 跌至 26.4, 创 21 世纪以来有统计的历史最低, 综合 PMI 跌至 29.7, 创 21 世纪以来有统计的历史最低。IMF 对 2020 年欧元区经济增长速度的预计为-7.5%, 这将是欧盟成立以来的最低增速, 大幅低于 2009 年-4.4%与 2012-2013 年的-0.9%与-0.3%; 法、德、意、西班牙预计增速分别为-7.0%,-7.2%,-9.1%与-8.0%, 均将刷新二战以来(1945 年以来)的最低水平。

英国方面, 3 月英国 Markit 制造业 PMI 跌至 47.8, 服务业 PMI 跌至 34.5, 创 21 世纪以来有统计的历史最低; IMF 对 2020 年英国经济增长速度的预计为-6.5%, 这将是二战以来的最低增速, 大幅低于 2009 年的-4.2%。

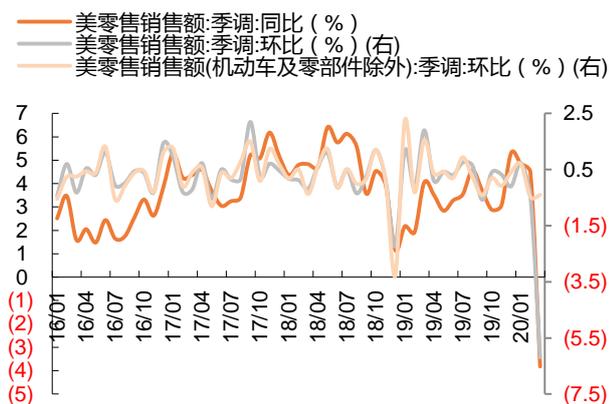
日本方面, 3 月日本 Markit 制造业 PMI 跌至 44.8, 创 2008-2009 年金融危机后最低; 服务业 PMI 跌至 33.8, 创 21 世纪以来有统计的历史最低。IMF 对 2020 年日本经济增长速度的预计为-5.2%, 这将是 2009 年-5.4%以来的最低水平。

全球范围看, 3 月摩根大通全球制造业 PMI 跌至 47.6, 略高于前值 47.1; 服务业 PMI 跌至 37.0, 创 2009 年以来有统计的历史最低, 综合 PMI 跌至 39.4, 创 2009 年以来有统计的历史最低。IMF 对 2020 年全球经济增长速度的预计为-3.0%, 这将是二战以来的最低增速, 大幅低于 2009 年 0.0%。新兴市场方面, 2020 年 IMF 预计的全球新兴市场增速为-1.0%, 其中, 金砖五国——中、俄、巴、印、南非 2020 年经济增长速度的预期分别为 1.2%、-5.5%、-5.3%、1.9%与-5.8%。

我们认为, 3 月的多项经济数据创历史记录并不意味着海外经济数据已经完全反映了疫情冲击。相反, 由于 3 月中旬美欧诸国才开始重视并加强防控, 所以疫情与防疫措施对经济的冲击并未完全体现在 3 月的数据上, 可以预计, 第二季度的海外经济数据将比一季度更差, 4 月的就业、消费等海外经济数据也将差于 3 月, 经济数据尚未触底。从疫情发展情况看, 虽然美欧新增进入平台期, 且意大利等国新增拐点逐渐显现, 但是考虑到全球多个大型经济体病死率较高, 且美欧等大型经济体的内部疫情发展阶段不一, 可能随着疫情防控放松而导致二次感染, 所以海外疫情拐点尚未来临, 且疫情防控措施短期也难以全面放开。这就意味着整个二季度全球经济仍将陷入停摆, 经济修复至少需要等到三季度。

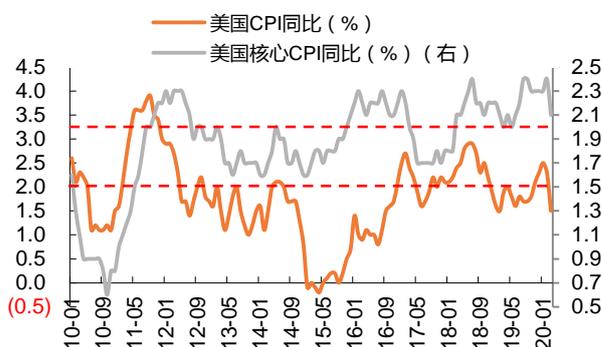
全球金融市场在 3 月经历了多轮模式切换后, 二季度仍有随着经济数据低于预期而重新进入“避险模式”的可能性, 如果美国高收益债、欧洲金融债务与南欧主权债务、新兴市场主权债务这三大潜在风险爆发, 全球金融市场的“危机模式”也有重新出现的可能性。若上述情况出现, 已经在 3 月使出“浑身解数”的美联储和各大央行恐难以进行进一步的救助, 且效果甚微。市场未来的企稳可能需要疫情和经济层面双重修复迹象的出现。

图表4 美国 3 月零售销售环比大幅下行



资料来源: WIND,平安证券研究所

图表5 美国 3 月通胀降至 1.5%, 核心通胀降至 2.1%



资料来源: WIND,平安证券研究所

## 海外经济跟踪

### ■ OPEC+减产未能挽救油价，储油空间已所剩无几

4月13日，OPEC+会议最终达成一致，同意自2020年5月1日起至6月底减产970万桶/日，自7月1日至12月减产500万桶/日。

点评：OPEC+会议最终虽然达成一致，并完成了史上最大规模的减产协议，在一段时间内提振了油市情绪，但是减产规模较小叠加减产执行率可能仅为80%导致会后市场仍对油价看衰。从需求端看，疫情及防疫举措将导致全球原油需求在4月下降2500万桶/日左右，对比970万桶/日的供给端收缩，需求下滑更为显著；从供给端看，由于减产是按2018年10月的产量为基准，所以相较2020年3月，OPEC+减产的幅度并没有970万桶/日，另外，按照以往减产协议执行的经验看，除了沙特之外，多数OPEC+成员国都不会100%执行协议，这就导致最终的减产规模可能显著小于970万桶/日。整体看，油价在需求大幅下行、供给收缩规模虽创历史记录，但难以与需求下滑的规模相比，所以，油价在疫情期间仍将以弱势震荡为主。还有一点值得警惕，当前全球陆上原油库存基本装满，大多产油国储油空间已所剩不多，在未来一个月内，主要经济体的陆上与海上（VLCC）储油空间将被填满，届时若疫情仍未消散，将可能出现产地油价跌至0，甚至负值的可能性。同时，低油价导致的海上超大型油轮的储油需求上升，运价也迎来了大幅上涨，这进一步加剧了疫情下产销两地价格走势的分化。由于油价可能在疫情期间持续处于低位，超大型油轮的运价恐将持续高企。总而言之，当前趁低油价时机进行国家战略储备是应时之选，但是选择在当前投机做多油价仍有较大风险，应当回避。

### ■ 美国大选特朗普压力渐增，疫情应对陷入两难

截至4月19日，美国大选最新民调显示，在2016年倒戈共和党导致特朗普“意外”战胜希拉里当选美国总统的五大湖地区对拜登的支持率较高。

点评：民主党初选经历了2-4月的角逐后，随着布蒂吉格、布隆伯格、沃伦、桑德斯的先后退选，拜登成为了民主党总统候选人的唯一可能，他将代表民主党与在任总统共和党特朗普角逐2020年大选。新冠疫情不仅给全球经济与金融市场带来了显著冲击，也从2月开始就扮演了美国大选的重要变量。桑德斯与拜登在初选中的你追我赶，疫情的发展就发挥了重大影响。随着疫情在美国持续蔓延，美国五大湖地区成为了疫情的重灾区之一，这也导致包括密歇根州、威斯康星州、俄亥俄州、宾夕法尼亚州在内的五大湖周边各州对特朗普的支持率有所下滑，并对现任政府表达了不满，上述各州民调显示拜登的支持率高于特朗普。同时，美国社会也出现了两种声音，且相互对立——是坚持严加防控，确保疫情尽管得到控制；二是尽快复工，恢复正常的经济生活。这两种声音处于明显的对立面，且无法兼容，这也给任上的特朗普带来了难题，一方面必须加强防控，防止病毒蔓延；另一方面，也要加速恢复正常经济活动。反映特朗普政府近期既要继续实施疫情防控举措，又要敦促各州按照自身条件尽快安排复工和恢复经济正常化，甚至导致特朗普领导的联邦政府与纽约州等州政府之间的矛盾。尽管特朗普政府有着诸多麻烦，应对疫情面临两难境地，但是，这并不是说特朗普大概率会在2020年大选中败给民主党总统候选人拜登。作为在任总统，特朗普仍握有三大优势：其一，疫情防控的主动权与舆论的主导权，特朗普政府仍有主导疫情防控与经济恢复的主导权，虽然各州州长有权自行调节，但仍会受到联邦政府的影响；且特朗普政府可以利用舆论给各州政府施加压力，并通过舆论将内部矛盾转移至民主党甚至WHO，事实上，特朗普政府已经开始针对WHO进行攻击，并暂停了对WHO的资助。其二，货币、财政政策的制定权，当前美联储独立性已逐渐丧失，财政部对特朗普政府的支持也有目共睹，在拥有货币、财政政策的制定权背景下，特朗普政府可以给金融市场施加强大的影响力，这所拥有的优势非拜登可比。其三，拜登的政治污点可能被特朗普利用，在20世纪80年代拜登首参加大选过程中曾出现“口误”，导致“Sleepy Joe”的译名经常被特朗普提及；“乌克兰贪腐案”中拜登及其子可能有把柄落在特朗普手中，这都会成为大选中被特朗普利用的重点，最终对大选走向产生重大影响。

## 海外市场跟踪

图表6 海外金融市场跟踪

	最新值 (2020.4.17)	分位数	本周均值 (2020.4.13-4.17)	周涨跌	月涨跌	年初以来涨跌
道琼斯工业指数	24242.5	89.8%	23725.01	2.21%	10.61%	-15.05%
标普 500 指数	2874.6	95.3%	2813.03	3.04%	11.22%	-11.03%
纳斯达克指数	8650.1	98.8%	8456.77	6.09%	12.34%	-3.59%
富时 100 指数	5787.0	42.2%	5729.40	-0.95%	2.03%	-23.68%
CAC40 指数	4499.0	54.9%	4446.73	-0.17%	2.34%	-24.74%
DAX 指数	10625.8	79.8%	10493.68	0.58%	6.94%	-19.80%
恒生指数	24380.0	80.0%	24253.50	0.33%	3.29%	-12.53%
美元指数	99.72	81.8%	99.55	0.20%	0.76%	3.39%
欧元兑美元	1.09	20.2%	1.09	-0.69%	-1.28%	-3.14%
英镑兑美元	1.25	3.6%	1.25	0.13%	0.38%	-5.79%
美元兑日元	107.54	42.6%	107.57	-0.79%	0.00%	-1.04%
美元兑人民币(离岸)	7.08	58.6%	7.07	0.63%	-0.03%	1.68%
美国十年期国债利率	0.65%	0.1%	0.68%	-11.0bp	-5.0bp	-127.0bp
英国十年期国债利率	0.35%	0.1%	0.35%	-1.6bp	-7.2bp	-54.2bp
法国十年期国债利率	0.03%	3.2%	0.07%	-7.4bp	3.2bp	-9.6bp
德国十年期国债利率	-0.43%	1.5%	-0.40%	-8.3bp	3.7bp	-27.3bp
意大利十年期国债利率	1.79%	11.7%	1.79%	20.0bp	25.8bp	36.5bp
布伦特原油现货	19.05	0.2%	19.68	-8.15%	6.72%	-71.58%
WTI 原油现货	19.87	0.0%	20.57	-11.33%	-2.98%	-67.46%
伦敦现货黄金	1692.55	96.8%	1724.90	-2.83%	5.20%	11.13%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

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\\_5715](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5715)

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn