

4 月海外宏观动态点评

美国 PMI 开始收缩，全球宽松或致流动性陷阱

美国 3 月制造业 PMI 好于预期，略低于荣枯线 50，但物价支付指数大跌，新订单指数较低，疫情对经济影响可能持续。美国已经成为全球最大疫情国，即便货币财政卫生政策已三管齐下，短期内经济也难以改善，第四轮 6,000 亿刺激正在路上。美股流动性危机虽解除，但经济基本面恶化下仍有下行风险。流动性宽裕和避险情绪上升利好美债黄金。经济活动停滞可能使全球 40 家央行的宽松措施落入流动性陷阱，造成滞胀影响经济恢复。

- 美国 3 月制造业 PMI 好于预期，略低于荣枯线 50。但物价支付指数大跌，消费者支付意愿低下；新订单指数较低，经济活动不积极，疫情的影响可能持续。亚特兰大联储已将美国经济年增长率预测由 3.1% 下调至 2.7%。
- 3 月 27 日起美国成为全球第一大疫情国。截止至北京时间 2020 年 4 月 1 日中午 11 点美国累计确诊人数高达 188,651 人，单日新增 2,3981 人，疫情拐点尚未到来，我们预计 2 季度经济受到疫情影响会更大。即便美国采取了货币、财政、卫生政策三管齐下，预计短期内也难以改善经济情况。
- 继美联储降息至零利率、无限量 QE 和通过 2 万亿财政计划后，第四轮经济刺激规模可能达到 6,000 亿美元。然而对于美股，刺激政策只能解决流动性危机，企业盈利状况和经济基本面恶化下美股可能继续下行。流动性宽裕和避险情绪持续上升利好美债与黄金。
- 目前欧洲接近顶峰，但已接近疫情拐点，各国管控开始见效。3 月全球 40 家央行一起宽松可能会导致全球大通胀。油价因减产协议破裂继续下跌，可能会影响到 CPI，但剔除食品和能源的核心 CPI 可能大幅上扬。经济活动停滞可能使宽松措施陷入流动性陷阱，造成滞胀，影响未来经济恢复。
- 风险提示：美股下跌不及预期，美债与黄金上涨不及预期。

相关研究报告

《3 月海外宏观动态点评：欧元区 3 月 PMI 收缩，疫情使得数据短期难以回升》20200324

《3 月海外宏观动态点评：美联储宣布开放式量化宽松政策，旨在解决流动性问题》20200324

《3 月海外宏观动态点评：欧元区 CPI 符合预期，疫情短期难言拐点》20200318

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略

钱思韵

(8621) 20328516

siyun.qian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100002

朱启兵

(8610) 66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

美国 PMI 开始收缩，全球宽松或致流动性陷阱

美国 ISM 制造业 PMI 49.1，好于预期 45，略低于前值 50.1。

3 月 ISM 制造业物价支付指数 37.4，远低于预期 41.2 和前值 45.9。

3 月 ISM 产出指数 47.7，低于前值 50.3。

3 月 ISM 新订单指数 42.2，低于前值 49.8。

3 月 ISM 库存指数 46.9，略高于前值 46.5。

3 月 ISM 就业指数 43.8，略好于预期 43.6，前值 46.9。

我们认为，

1. 美国制造业 PMI 好于预期，略低于荣枯线 50，主要因 3 月疫情发展使得工厂停工所致。但物价支付指数大跌，显示消费者支付意愿低下，消费意愿不强。而新订单指数也较低，显示经济活动不积极，成交量降低。而库存也因出货量的下降而上升，因此从 PMI 可以看出，美国目前受到疫情影响会持续存在一段时间。在公共卫生形势恶化之前，亚特兰大联储估计，一季度美国经济年增长率为 3.1%。目前预测数值已下调至 2.7%。3 月份美国 ADP 减少 2.7 万人，就业人数出现 2017 年以来首次下降，创近 10 年最低，主要因为小企业大范围关闭开始对就业岗位造成影响。

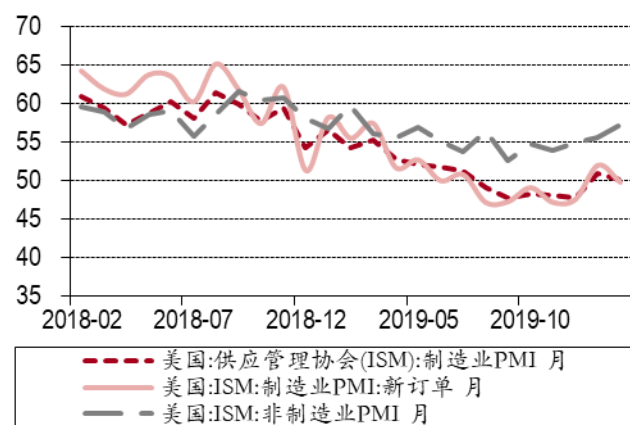
2. 3 月 27 日起美国疫情确诊人数已超过中国成为疫情第一大国，截止至北京时间 2020 年 4 月 1 日中午 11 点，除中国外，全球累计确诊 777,408 例，较前一日新增 73,390 例。美国累计确诊人数已高达 188,651 人，较前一日新增 23,981 人，每日新增确诊人数首次突破 2 万人，目前仍在逐日迅速增加，增速达 12.81%，疫情目前仍处在爆发期，尚未看到疫情拐点。现在美国疫情还处于影响经济的中期，后续对经济的影响程度或会更大，因此我们预计 2 季度经济受到疫情的影响会更大，数据表现会更差。即便美国采取了货币、财政、卫生政策三管齐下，预计短期内也难以改善经济情况。

3. 继美联储无限量 QE 和通过 2 万亿财政计划后，正在为第四轮经济刺激做准备，规模可能达到 6,000 亿美元，显示了美国对于疫情的重视程度，然而刺激政策对于美股的利好仅仅是解决流动性危机，即便是给企业放贷放松了，目前也因为停工导致经济停滞，因此企业盈利情况仍会恶化，从而影响到美股的表现。即便现在有所反弹，预计流动性宽松的效应后续会削弱，美股仍会因基本面恶化而有可能下行。但流动性宽裕和避险情绪的上升，利好美债和黄金，而 3 月 25 日美国短债更出现了负利率，强势有可能延续。而美联储的 0 利率有可能还会持续一段时间，但是负利率的可能性不大。

4. 目前欧洲疫情接近顶峰。意大利疫情最为严重，累计确诊 105,792 例，单日新增人数近日来首次接近 4,000 例，连续三日降低，4 月 1 日增速为 3.83%。确诊人数虽仍处高位，但已经接近疫情拐点。西班牙累计确诊破 10 万例，但增速也降低。各国的管控措施开始起效，同时欧洲央行的宽松政策也助力经济。不仅是美国，3 月全球已有 40 家央行一起宽松，因此有可能造成全球大通胀的到来，物价水平可能大幅上升，虽然油价因减产协议破裂导致下跌，影响 CPI，但是剔除食品和能源的核心 CPI 有可能大幅上扬，由此造成的滞涨将会是未来严重的问题，或使得通胀在 2 季度更高。但物资的缺少和经营意愿不强导致的借贷减少，可能使得这些宽松措施陷入流动性陷阱，从而使得未来经济更难恢复健康状态。

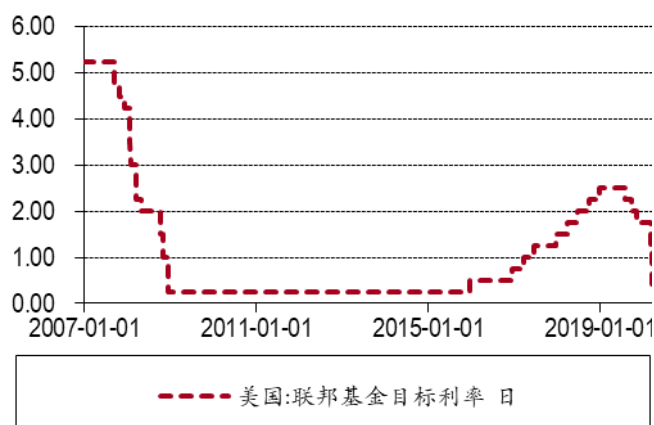
风险提示：美股下跌不及预期，美债与黄金上涨不及预期。

图表 1. 美国 PMI 出现大幅收缩



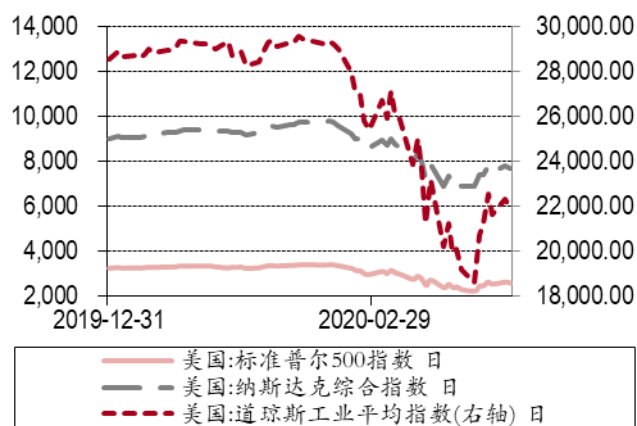
资料来源: 万得, 中银证券

图表 2. 美联储已经降息至零利率 (%)



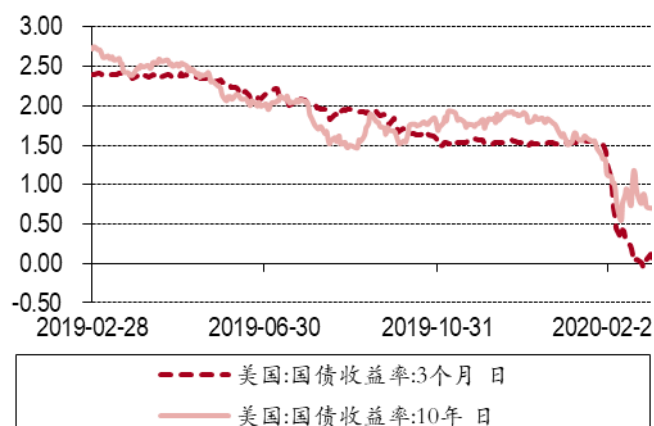
资料来源: 万得, 中银证券

图表 3. 美国三大股指触底在降息与无限 QE 后有所反弹



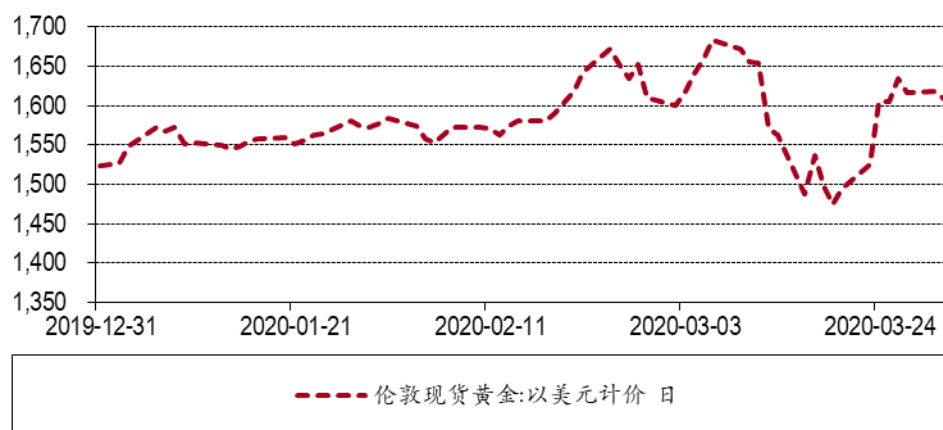
资料来源: 万得, 中银证券

图表 4. 美国 3 个月国债上周 25 日短暂出现负收益率 (%)



资料来源: 万得, 中银证券

图表 5. 流动性宽裕和避险情绪上升避险黄金迅速走高 (美元/盎司)



资料来源: 万得, 中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_6100

