

美国经济衰退对中国经济的影响

美国经济衰退研究系列之五

● 核心结论

新冠疫情影响下，美国上半年经济衰退已成定局。随着各州以及联邦政府防疫力度的迅速加强和相关的财政政策补助，我们判断美国的疫情在4月中旬会出现一些好转的迹象。参考中国与意大利的疫情发展形势，我们认为，随着“保持社交距离”以及软封城政策开始起到效果，美国的新增确诊病例数将在4月前半个月达到峰值。之后美国的疫情进入平台期和下降期，在二季度末得到有效控制。

综合判断下，我们预计2020年Q1-Q4美国GDP年化环比增速分别为-3%、-18%、12%、6%。由于3-4月美国处于疫情高峰，经济活动受到严重影响，短期内需求和供给双降导致经济增速大幅下滑。美国近期颁布的多项财政政策预计将对疫情后期的积极影响较大，疫情稳定之后得到提振，因此三季度有望反弹。

全球主要经济体衰退对中国经济Q2的GDP增速带来1.5%的拖累。海外疫情使得外需下降，我国主要出口商品为高新技术产品和日用消费品，欧美作为主要需求国，服务业下滑超过08年金融危机，预计Q2出口增速下滑30%。进口商品主要依赖于日韩制造业发展，韩国疫情在一季度末得到初步控制。欧美制造业停工主要导致汽车和自动处理设备产业链生产受阻，但整体进口影响相对可控，预计Q2进口增速下滑10%。整体净出口需求损失1.0%GDP。海外疫情对国内造成输入性风险，叠加外需下降影响居民预期收入和消费意愿，消费支出预计损失0.2%GDP，另外制造业投资的影响为0.3%。

从大类资产来看，海外经济衰退和流动性宽松导致无风险利率保持低位，但国内信用利差已处历史低位，A股估值进一步上抬需要疫情拐点出现或国内政策刺激。海外疫情未出现拐点之前，全球经济增长速度显著下行压力不减，预计国债收益率仍将保持下行趋势。大宗商品价格预计震荡下行，其中表现：黑色金属>有色金属>化工品。

中国的政策方面，思路仍然是以保持流动性适当宽裕，同时引导降低融资成本促进实体和地方政府举债投资为主。两条扩内需主要路径为：1) 扩大广义财政赤字，增加专项债发行规模，落实加快“新基建”的投资；2) 发放大量消费补贴，刺激居民消费支出。我们认为结构性选择上，消费刺激力度将大于基建投资力度，尤其是汽车消费更具向上弹性。

风险提示：全球疫情超预期蔓延

分析师



熊雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



潘越



panyue@research.xbmail.com.cn

相关研究

美国经济衰退研究系列之四：失业数据确认美国经济3月开始衰退

2020年3月27日

美国经济衰退研究系列之三：美联储成为黄金价格的催化剂 2020

年3月26日

美国经济衰退研究系列之二：美国就业市场的快速恶化推动经济衰退

2020年3月23日

美国经济衰退研究系列之一：美国经济大概率在2020年陷入衰退，

2020年3月22日

索引

内容目录

一、美国经济将在 2020 年上半年陷入衰退.....	4
1.1 新冠疫情冲击美国经济.....	4
美国疫情蔓延迅速，目前确诊病例数位于全球第一.....	4
软封城政策影响经济活动.....	4
1.2 新冠疫情对美国经济衰退的影响几何.....	5
基准假设：美国新冠疫情的蔓延节奏.....	5
就业市场受到严重打击.....	6
需求侧 GDP 的影响.....	7
1.3 结论.....	11
二、欧美经济衰退对中国的影响.....	11
2.1 对中国经济的影响，约 1.5% 的 GDP 损失.....	11
直接影响一：贸易需求下降，产业链断供，企业破产和居民失业风险上升.....	11
直接影响二：疫情输入性风险，叠加外需下降影响居民收入和消费意愿，进而减少消费支出.....	13
直接影响三：外向型制造业企业对资本支出项目撤资或暂停投资计划.....	14
潜在影响：外债规模扩大并且金融机构坏账率风险上升，银行惜贷加剧实体融资困难问题，打击房地产销售和企业资本支出.....	14
2.2 对中国大类资产的影响.....	15
国债：经济下行压力配合政策刺激风险，收益率下行趋势不变.....	15
大宗商品：价格震荡下行，黑色金属 > 有色金属 > 化工品.....	16
A 股：估值相对充分，突破性上涨需疫情拐点出现或政策刺激的驱动.....	17
2.3 中国的应对路径猜想，汽车消费刺激为政策主要抓手.....	17

图表目录

图 1：美国累计确诊病例与增速.....	4
图 2：疫情严重国家的累计确诊病例数.....	4
图 3：美国城市的每周平均餐厅活动量同比.....	5
图 4：美国制造业与非制造业 PMI.....	5
图 5：中国单日新增病例数与二阶增长.....	6
图 6：意大利单日新增病例数与二阶增长.....	6
图 7：各国新冠确诊趋势.....	6
图 8：美国当周初次申请失业金人数.....	7
图 9：美国新增非农就业人数.....	7

图 10: 美国总就业人口	7
图 11: 美国失业率	7
图 12: 纽约市早上 8 点的交通堵塞指数	8
图 13: 纽约市下午 5 点的交通堵塞指数	8
图 14: 美国失业率与消费支出同比增速	8
图 15: 耐用品与非耐用品消费支出的同比增速	8
图 16: 消费者信心指数与个人消费支出同比增速	9
图 17: 3 月恐慌指数 VIX 创历史新高	9
图 18: 3 月标普 500 指数大跌	9
图 19: 3 月美国纽约 PMI 大幅下滑	10
图 20: 美元指数走强不利于出口	10
图 21: 美国政府支出与占 GDP 的比重	11
图 22: 2008 年政府支出占比大幅上升但 GDP 仍然大幅负增长	11
图 23: 主要出口国服务业遭受断崖式打击	12
图 24: 中国出口增速与全球服务业发展更为相关	12
图 25: 疫情对主要进口国的制造业打击暂不明显	13
图 26: 中国出口增速与韩国制造业发展更为相关	13
图 27: 3 月份以来, 我国每日新增新冠病例多为输入性	14
图 28: 2008 年中国经济下行对消费支出形成拖累	14
图 29: 我国短期外债相对外汇储备率为历史高位	15
图 30: 金融机构惜贷将率先打击民企融资链	15
图 31: 08 年美国救市缓解美元流动性, 中国债券收益率低位震荡	15
图 32: 08 年 11 月中国 4 万亿刺激政策出台, 国债利率迅速上抬	15
图 33: 美国经济刺激政策出台后, 国债收益率重回低位	16
图 34: 国债收益率与油价正相关, 反映全球服务业基本面进展	16
图 35: 油价与全球服务业发展状态相关	16
图 36: 铜价与全球制造业发展状态相关	16
图 37: 疫情对服务业打击强于制造业, 铜油比扩大	17
图 38: 疫情对于海外影响强于国内, 螺卷差上升	17
图 39: 中国政府债务增速已经超过经济增速	18
图 40: 汽车销售与企业融资缓解变化更相关	18
表 1: 中国出口结构 (2018 年)	12
表 2: 中国进口结构 (2018 年)	13

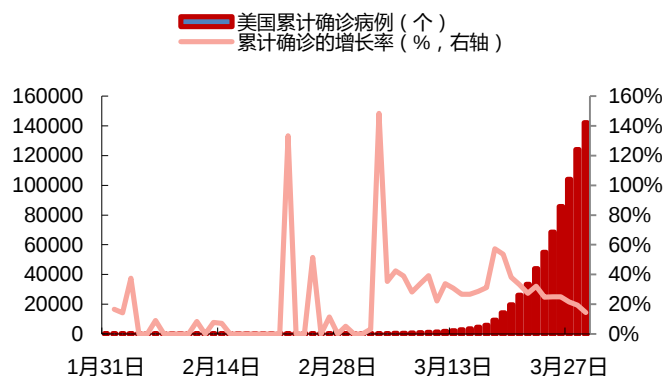
一、美国经济将在2020年上半年陷入衰退

1.1 新冠疫情冲击美国经济

美国疫情蔓延迅速，目前确诊病例数位于全球第一

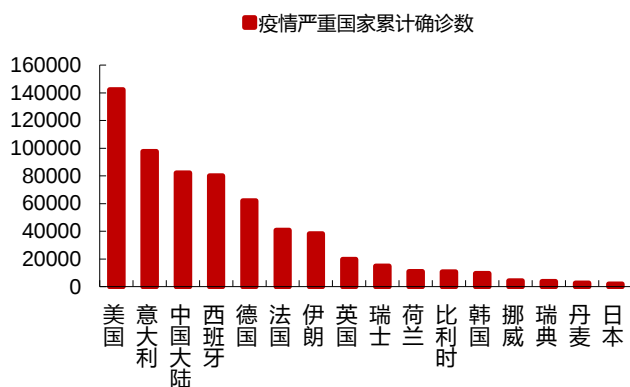
截至美东时间3月29日，美国累计确诊142106例，单日增长14.40%，确诊病例数全球第一。美国当日新增17889例，增长速度有所放缓。随着检测人数的继续上升，未来确诊数字还是会继续增加。但随着各州以及联邦政府防疫力度的迅速加强和相关的财政政策补助，我们判断美国的疫情在4月中旬会出现一些好转的迹象。我们的基准假设为4月前半个月在美国见到二阶导的拐点（新增的新增开始下行），之后美国的疫情进入平台期和下降期，在二季度末得到有效控制，单日新增确诊低于100例。

图1：美国累计确诊病例与增速



资料来源：NY Times, John Hopkins University, WHO, 西部证券研发中心

图2：疫情严重国家的累计确诊病例数



资料来源：NY Times, John Hopkins University, WHO, 西部证券研发中心

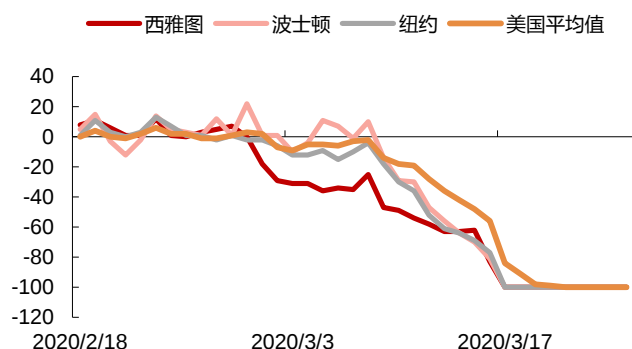
软封城政策影响经济活动

由于疫情快速蔓延，目前美国已有24个州进入紧急状态，要求大家待在家中，非必要情况不要外出（即“Stay-at-Home”软封城政策）。美国经济几乎陷入停摆状态，供给和需求均受到了严重冲击。

从供给端来看，截至2020年2月，美国制造业PMI与非制造业PMI分别为50.1、57.3，分别较1月变动1.8、-0.8个百分点。根据Bloomberg一致预期，4月1日将公布的3月制造业PMI平均预测值为44.44，较2月下降5.7个百分点，非制造业PMI为44.12，较2月下降13.2个百分点。

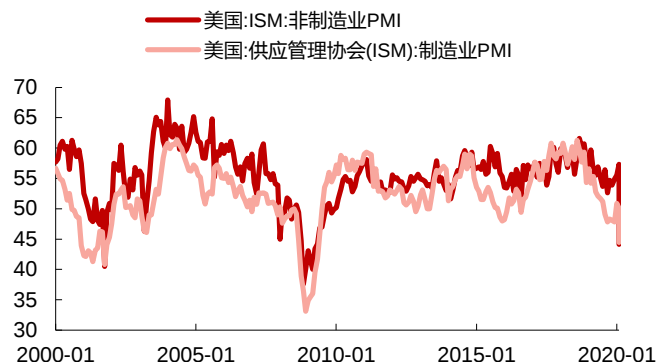
从需求端来看，以餐饮消费情况为例，餐饮业交易量大幅下降，尤其是在确诊病例更多的地区。截至3月25日，大部分城市面临强制关闭后，美国城市的每周平均餐厅活动量同比大降100%，几乎遭受到毁灭性打击。

图 3：美国城市的每周平均餐厅活动量同比



资料来源：OpenTable Data Center，西部证券研发中心

图 4：美国制造业与非制造业 PMI



资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

1.2 新冠疫情对美国经济衰退的影响几何

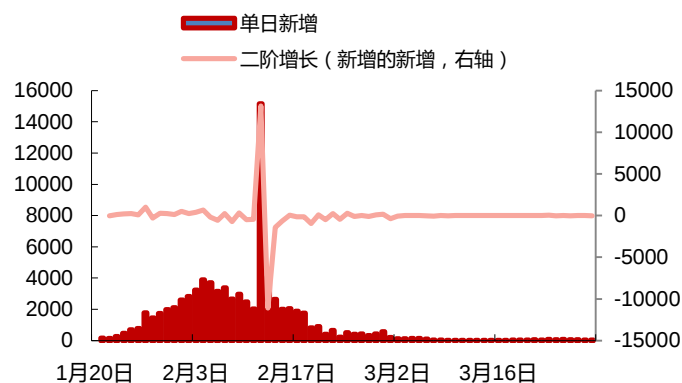
基准假设：美国新冠疫情的蔓延节奏

我们认为，美国新增确诊病例数将在 4 月达到峰值，5 月进入平台期，6 月随着患者治愈和疫情得到控制，疫情的影响程度逐渐减弱。

我们设定了一个“二阶新增”（即今日新增确诊数减去昨日新增确诊数），以此作为判断疫情的阶段拐点。我们对中国和意大利的疫情确诊数据进行了统计与分析。2020 年 2 月 12 日，即中国累计确诊人数超过 100 例后的第 24 天，中国的单日新增确诊数达到了 15151 例，为疫情单日新增数的峰值，从第 25 天开始，中国每日新增数环比开始下降。2020 年 3 月 22 日，即累计意大利确诊人数超过 100 例后的第 28 天，意大利的单日新增确诊数达到了 6557 例，为疫情单日新增数的峰值，从第 29 天开始，意大利每日新增数环比开始下降，在第 33-35 天时单日新增略有增加，但并未超过前期峰值。

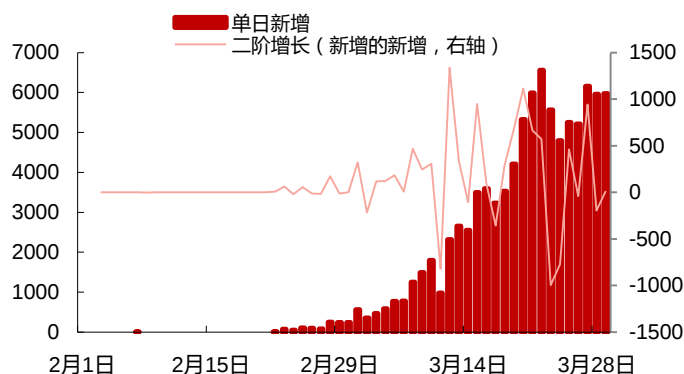
美国新增确诊病例数将在 4 月前半个月达到峰值。参照中国与意大利的二阶新增均出现于累计确诊人数超过 100 例后的第 25-30 天内，结合美国前期疫情防控不够及时，我们认为美国的二阶新增的拐点会出现在累计确诊人数超过 100 例后的第 35 天以后。美国累计确诊人数在 3 月 4 日开始超过 100 例，到 3 月 28 日是第 25 天，单日新增确诊数达 20210 例，单日新增一直处于上升趋势，一方面与疫情蔓延有关，另一方面也与美国检测速度加快有关。因此我们认为，随着“保持社交距离”以及软封城政策开始起到效果，美国的新增确诊病例数将在 4 月前半个月达到峰值。

图 5：中国单日新增病例数与二阶增长



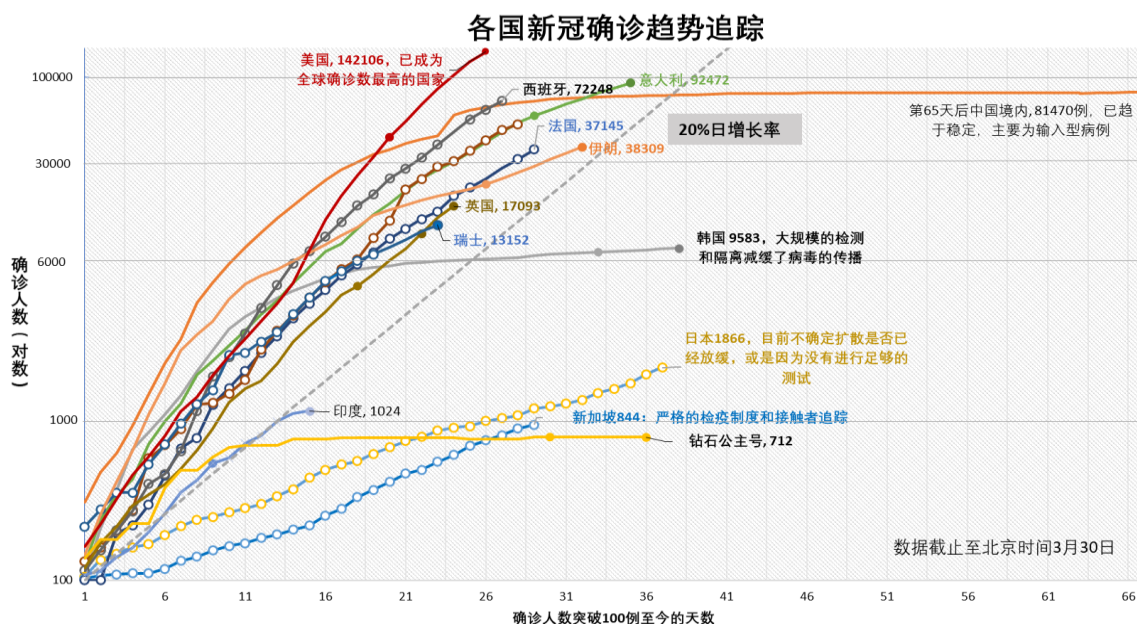
资料来源：WHO，中国卫生部，西部证券研发中心

图 6：意大利单日新增病例数与二阶增长



资料来源：NY Times，John Hopkins University，WHO，西部证券研发中心

图 7：各国新冠确诊趋势

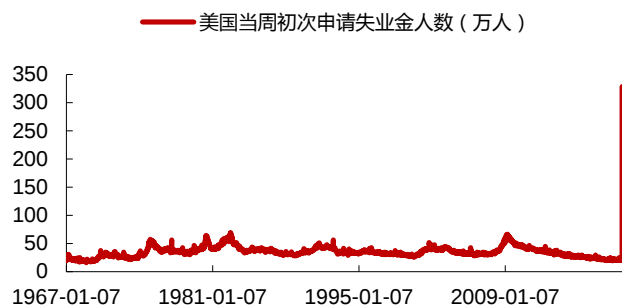


资料来源：John Hopkins University，WHO，西部证券研发中心

就业市场受到严重打击

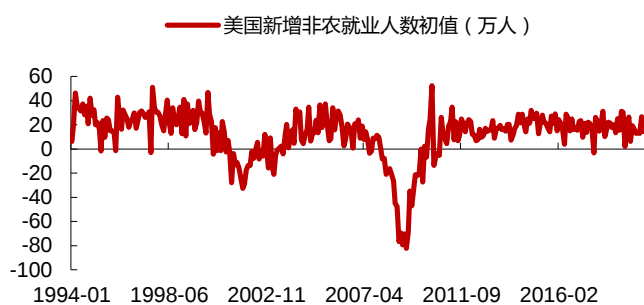
新冠疫情影响下，美国的就业市场受到严重打击。根据美国劳工部数据显示，3月14日-3月21日这一周，美国首次申请失业金的人数达到328.3万。这个数字是1982年10月创下的历史最高值的4.7倍，远超金融危机时期的单周最高值69.5万，也超过了Bloomberg之前150万的平均预测值。结合非农就业数据看，美国在过去18个月创造的新增就业毁于一周。

图 8：美国当周初次申请失业金人数



资料来源：WIND，西部证券研发中心

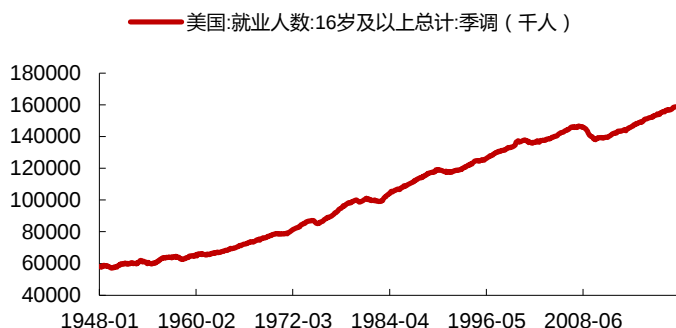
图 9：美国新增非农就业人数



资料来源：WIND，西部证券研发中心

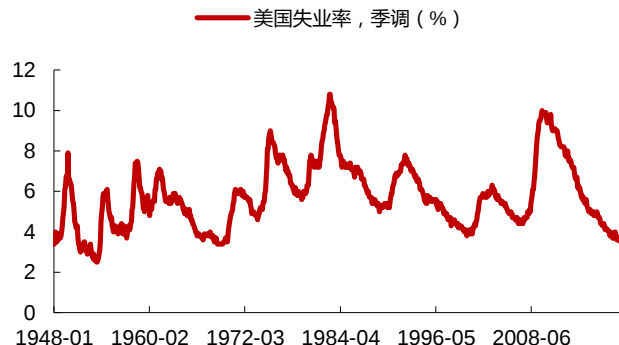
新冠疫情影响下，预计 2020 年上半年失业率将超过 5.8%，峰值可能会超过 9%。根据美国劳工部数据显示，截至 2020 年 2 月，美国 16 岁及以上的总就业人数达到 15875.9 万人，2 月美国失业率为 3.5%，据此测算截至 2 月美国失业人口约有 576 万人。目前 3 月已公布的前三周的首次申领失业金人数合计 378 万人，那么 3 月美国失业人数预计将达到 953 万人以上，预计失业率将达到 5.8%。复盘历史，1982 年 11 月美国失业率为 10.8%，是历史最高点。2008 年金融危机时期，美国失业率在 2009 年 10 月达到了 10% 的阶段高点。

图 10：美国总就业人口



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 11：美国失业率

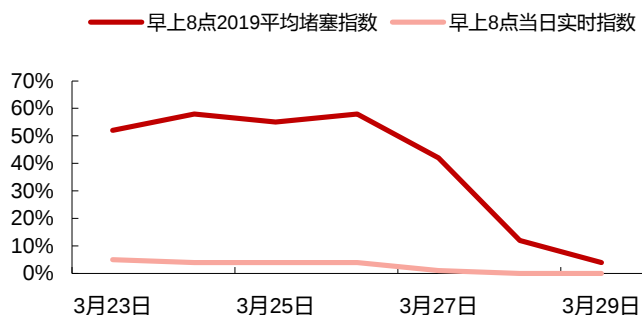


资料来源：WIND，西部证券研发中心

需求侧GDP的影响

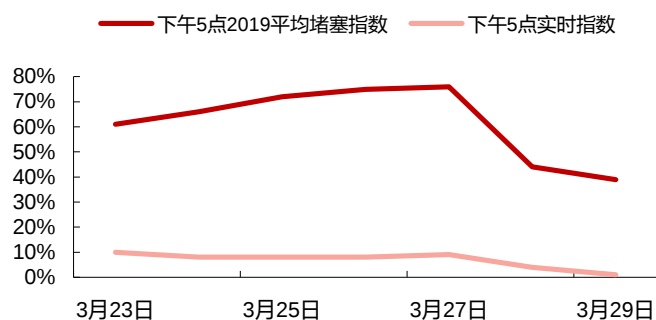
首先是消费方面，软封城政策导致消费停摆。近年来美国消费占 GDP 的比重接近 70%，是宏观经济的重要组成部分。但此次新冠疫情影响下，居民非必要情况不得外出，也就无法进行大多数的消费活动，由于此次新冠疫情具有“人传人”的特点，占到个人消费总支出 64% 的服务业消费首当其冲，受到毁灭性打击。根据我们对城市交通出行数据的监测，3 月 23 日至 3 月 29 日这一周，纽约市早上 8 点和下午 5 点两个交通高峰期的交通堵塞指数分别从 2019 年平均的 40%、62% 下降至 3%、7%，城市交通出行大幅减少也侧面反映了线下服务业接近停滞的状态。

图 12: 纽约市早上 8 点的交通堵塞指数



资料来源: TOMTOM, 西部证券研发中心

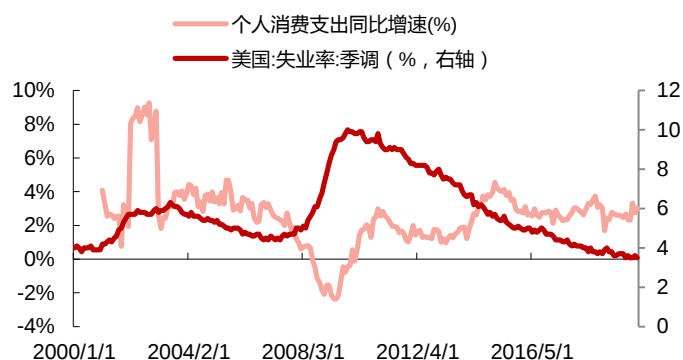
图 13: 纽约市下午 5 点的交通堵塞指数



资料来源: TOMTOM, 西部证券研发中心

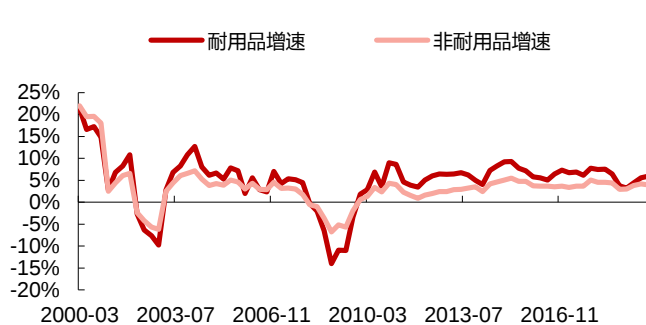
失业潮将带动二季度可选消费的下行。复盘历史，尤其是 2008 年金融危机期间，当失业率快速上升时，居民人均可支配收入将会减少，从而导致个人消费支出减少。结合前面我们对今年失业率的预测，我们认为个人消费支出将在二季度出现明显下滑。

图 14: 美国失业率与消费支出同比增速



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

图 15: 耐用品与非耐用品消费支出的同比增速



资料来源: WIND, 西部证券研发中心

巨大的宏观经济不确定性将会打击消费者信心，从而影响到消费。复盘历史，个人消费支出与

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_6184

