宏观研究

美国会二次停工吗？

宏观专题报告 2020 年 7 月 1 日

报告摘要：

- **特朗普激进的复工政策是美国疫情反弹根本原因**

  以特朗普为代表的共和党主张优先复工，封锁政策较为宽松；以拜登为代表的民主党主张优先防疫，封锁政策较为严格。这导致6月以来共和党州新增确诊病例明显超过总人口更多的民主党州。相比之下，种族骚乱和示威游行对美国疫情没有太大影响。

- **保经济保就业是特朗普要求提前复工的原因**

  提前复工的共和党州失业率显著低于延迟复工的民主党州。在疫情爆发之前，共和党州和民主党州失业率相差不大。但 3 月份美国爆发疫情后，二者就业情况出现显著区别。经济封锁政策较轻、普遍采取提前复工政策的共和党州失业率明显低于民主党州。5 月份共和党州失业率为 12.0%，民主党州失业率为 14.3%，这种差距更多是复工政策造成的。

- **疫情反弹只会改变美国复工斜率，但不会改变方向**

  6月中旬以来的美国二次疫情爆发潮，主要集中在德克萨斯、佛罗里达、亚利桑那、佐治亚等共和党控制州。对于共和党控制州而言，由于共和党以保就业、保经济、保选举为主要目的，在之前一直推行激进复工政策，因此大概率也不会因为疫情再度爆发而二次停工，只会暂停进一步开放政策。

- **疫情反弹对美国需求端冲击大于供给端冲击**

  本轮美国疫情爆发对经济的冲击与第一轮明显不同。美国第一轮疫情爆发是在3月底到4月期间，此阶段由于美国采取封锁政策，多州宣布停工，因此对供给端的冲击大于对需求端的冲击，受此影响4月美国经济主要面临供不应求的状态，进口增速下降幅度低于出口增速下降幅度。但6月中旬以来的美国二次疫情爆发，由于预计共和党州不会采取停工政策，只会暂缓复工进度，并对餐饮和娱乐等消费行业做出限制，因此本轮疫情对需求端冲击要大于对供给端冲击。以此来看，三季度我国对美出口或因此而承压。

  风险提示：美国疫情加速扩散、美股二次下跌风险、大选期间中美关系恶化等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号： S0100119080008

电话： 010-85127665

邮箱： fuwancong@mszq.com

相关研究

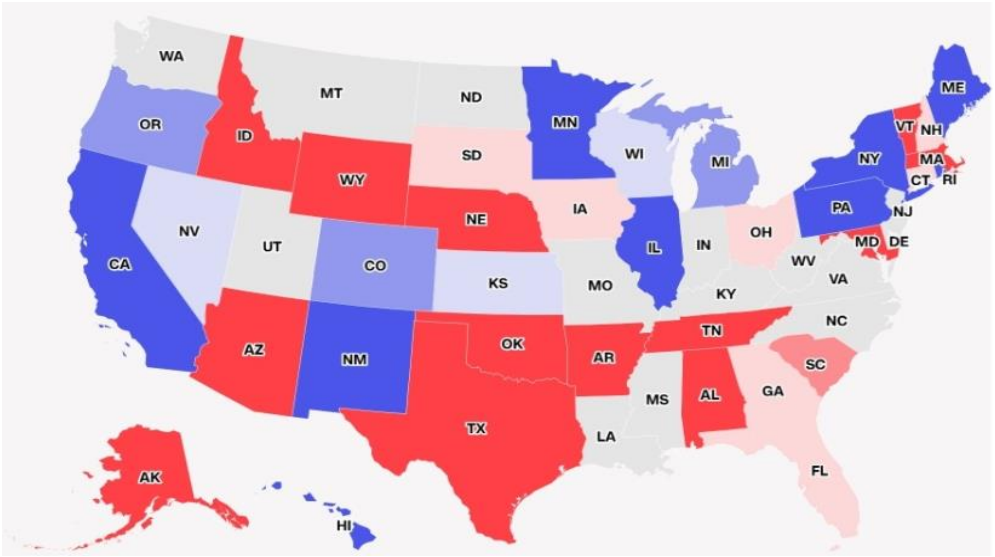
目录

1. 特朗普激进的复工政策是美国疫情反弹根本原因.....3
2.保经济保就业是特朗普要求提前复工的原因.....5
3. 疫情反弹只会改变美国复工斜率，但不会改变方向.....5
4. 疫情反弹对美国需求端冲击大于供给端冲击.....6
风险提示.....6

1. 特朗普激进的复工政策是美国疫情反弹根本原因

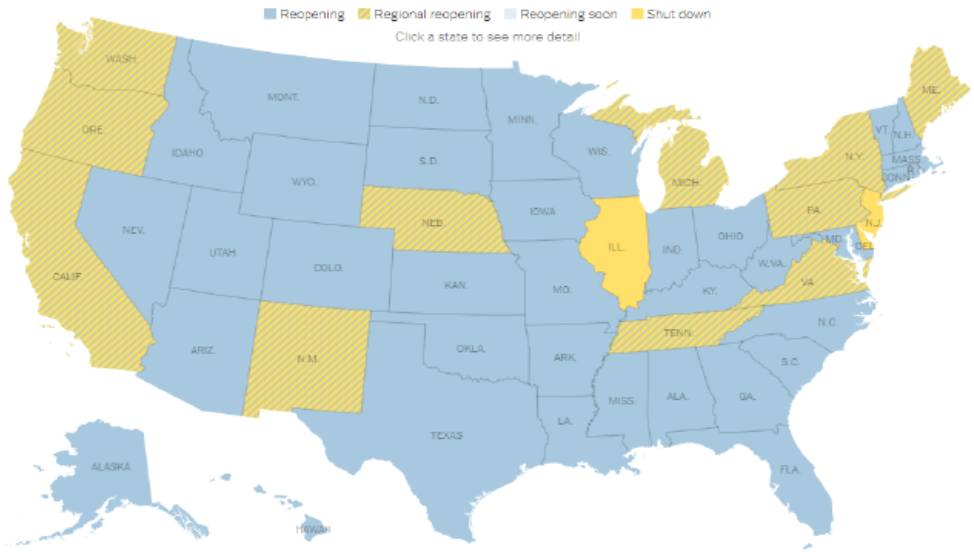
民主党和共和党在复工政策上截然不同。以特朗普为代表的共和党主张优先复工，封锁政策较为宽松，共和党控制的州也大多在 4 月底 5 月初开启复工进程；以拜登为代表的民主党主张优先防疫，封锁政策较为严格，民主党控制的州大多在 5 月中下旬才开启复工进程。

图 1：民主党控制的州（蓝色）和共和党控制的州（红色）



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 2：共和党控制州大多提前复工（蓝色）

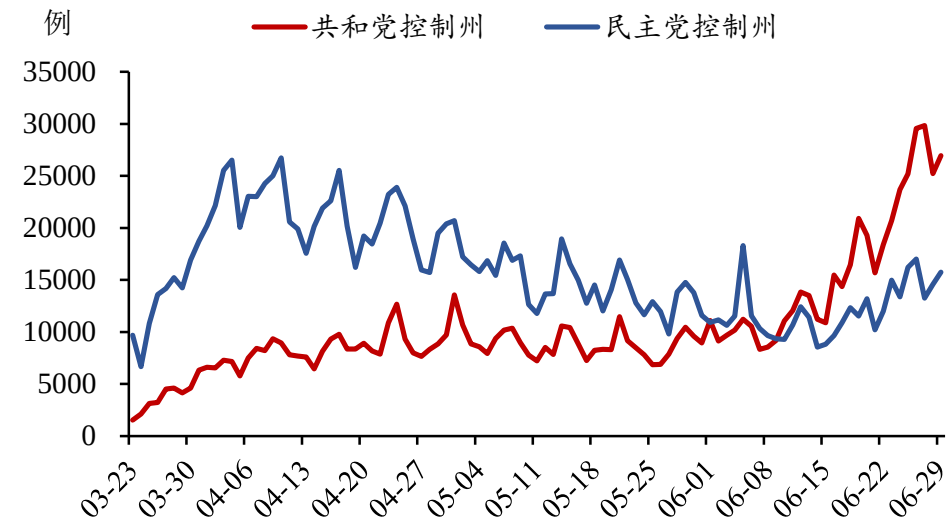


资料来源：The New York Times，民生证券研究院

不同复工政策导致疫情“震中”从民主党州到转至共和党州。不同的复工政策导致不同的疫情走势。在 3 月底至 5 月初，人口更稠密、经济更发达的民主党州新增确诊病例明显高于共和党州，以纽约州和新泽西州为代表的东北州成为美国疫情“震中”。但随着

民主党积极防疫政策的推进，这些州疫情逐渐得到控制。与此形成鲜明对比的是，共和党州由于大多人口稀疏，最开始的时候受疫情影响较小，但由于特朗普激进的复工政策，这些州大多强行提前复工，导致共和党州每日新增确诊人数明显超过了民主党州。以德克萨斯、亚利桑那、佛罗里达为代表的共和党州成为美国疫情新的“震中”。

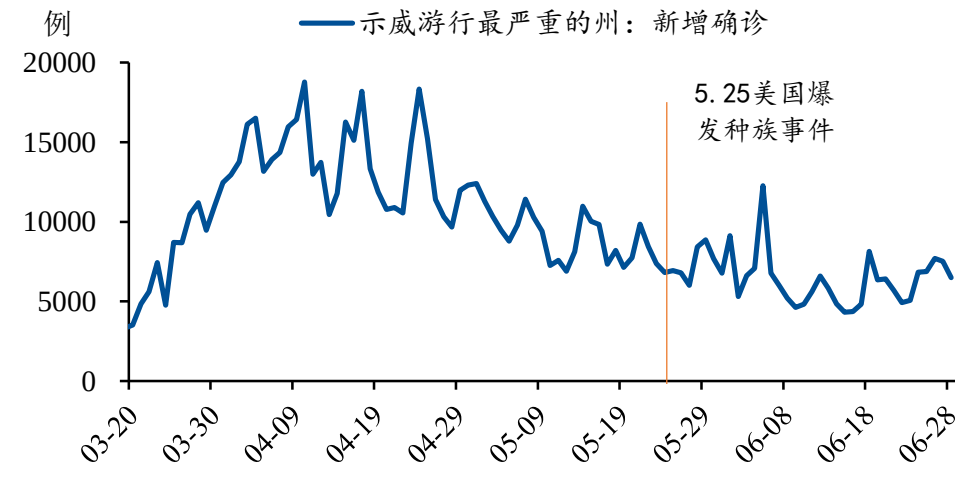
图 3：提前复工的共和党州疫情反弹



资料来源：The New York Times，民生证券研究院

种族骚乱和示威游行不是美国疫情反弹根本原因，激进复工政策才是。有观点认为是种族骚乱和示威游行导致了美国疫情反弹，并以此来推断这一轮美国疫情爆发只是暂时性的。但实际上 5 月底以来的美国示威游行大多集中在民主党州，包括明州、密歇根州、纽约州、华盛顿州等，这些州的疫情并没有出现二次爆发，特别是弗洛伊德事件爆发地明尼达苏州，疫情得到了很好控制。相比之下，特朗普推行的激进复工政策才是美国疫情反弹根本原因，这将对美国经济造成中长期影响。

图 4：游行示威最严重的州疫情并未二次爆发

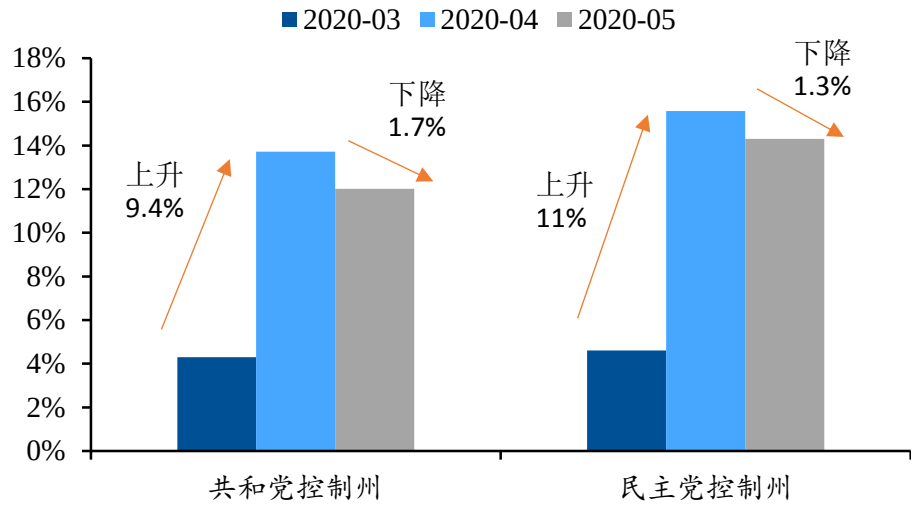


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

2.保经济保就业是特朗普要求提前复工的原因

提前复工的共和党州失业率显著低于延迟复工的民主党州。在疫情爆发之前，共和党州和民主党州失业率相差不大。但 3 月份美国爆发疫情后，二者就业情况出现显著区别。经济封锁政策较轻、普遍采取提前复工政策的共和党州失业率明显低于民主党州，4 月份共和党州失业率上升 9.4%，小于民主党州的 11%；5 月份共和党州失业率下降 1.7%，小于民主党州的 1.3%。绝对值来看，5 月份共和党州失业率为 12.0%，民主党州失业率为 14.3%，这种差距更多是复工政策造成的。

图 5：疫情以来共和党州失业率显著低于民主党州



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

预计 6 月美国失业率将继续下降。5 月美国官方失业率为 13.3%，相较 4 月的 14.7%有所下降，表现好于市场预期。其中一个原因在于 5 月美国共和党州普遍推行激进复工政策，导致共和党州就业改善好于预期。6 月来看，由于占 GDP60%的民主党州大多开启复工进程，美国就业情况有望边际改善，6 月美国官方失业率预计继续回落。但长期来看，疫情对美国经济的冲击短期内难以消除，美国失业率或长期处于两位数以上的高位。

3. 疫情反弹只会改变美国复工斜率，但不会改变方向

共和党以保经济保选举为主要目的，不会轻易二次停工。6 月中旬以来的美国二次疫情爆发潮，主要集中在德克萨斯、佛罗里达、亚利桑那、佐治亚等共和党控制州，民主党控制州只有加利福尼亚等少数州疫情比较严重。对于共和党控制州而言，由于共和党以保就业、保经济、保选举为主要目的，在之前一直推行激进复工政策，因此大概率也不会因为疫情再度爆发而二次停工，只会暂停进一步开放政策。对于民主党控制州而言，本身复工政策就已经较为严格，也没必要出台更为严厉的封锁政策。特别对加州而言，由于其外向经济占比较高，过于严厉的封锁政策会损害其经济竞争力。因此总体来看，美国疫情反弹只会导致其暂缓复工进度，但不会导致复工进度大幅倒退。

表 1：6 月中旬以来美国疫情爆发的主要州复工政策变化

州名	所属党派	占美国 GDP 比重	复工政策变化
德克萨斯	共和党	8.8%	推迟部分企业开放时间；限制酒吧营业；要求减少餐厅聚众人数
佛罗里达	共和党	5.1%	要求公众场合强制佩戴口罩；对酒吧和餐厅进行限制
亚利桑那	共和党	1.7%	暂停重新开放计划
佐治亚	共和党	2.9%	无
俄亥俄	共和党	3.3%	无
田纳西	共和党	1.8%	无
南卡罗来纳	共和党	1.1%	无
加利福尼亚	民主党	14.6%	取消下一阶段开放计划；对餐厅、酒吧、发廊做出限制
路易斯安娜	民主党	1.2%	推迟下一阶段重启计划；要求餐饮、娱乐等行业入住率低于 50%；关闭游乐园
北卡罗来纳	民主党	2.7%	暂停重新开放计划；要求公共场所必须戴口罩
内华达州	民主党	0.8%	推迟下一阶段开放计划

资料来源：民生证券研究院整理

4. 疫情反弹对美国需求端冲击大于供给端冲击

本轮美国疫情爆发对经济的冲击与第一轮明显不同。美国第一轮疫情爆发是在 3 月底到 4 月期间，此阶段由于美国采取封锁政策，多州宣布停工，因此对供给端的冲击大于对需求端的冲击，受此影响 4 月美国经济主要面临供不应求的状态，进口增速下降幅度低于出口增速下降幅度。但 6 月中旬以来的美国二次疫情爆发，由于预计共和党州不会采取停工政策，只会暂缓复工进度，并对餐饮和娱乐等消费行业做出限制，因此本轮疫情对需求端冲击要大于对供给端冲击。具体体现在美国暂缓复工的政策更多针对餐饮、娱乐等消费行业，但并没有对生产端做出太大限制，因此短期来看美国受疫情影响较重的州（这些州占美国 GDP 约 40%）可能会出现供过于求的现象。

三季度我国出口或继续承压。4 月和 5 月我国出口表现好于进口，出口增速超预期主要是生产端快速复工，叠加欧美在疫情第一阶段处于供不应求状态所致；进口增速低迷主要是内需乏力所致。但未来来看，美国疫情反弹会导致其需求端收缩大于供给端收缩，进而对我国外需造成一定冲击，预计未来几个月对美出口会受到一定影响。

风险提示

美国疫情加速扩散、美股二次下跌风险、大选期间中美关系恶化等。

插图目录

图 1：民主党控制的州（蓝色）和共和党控制的州（红色）.....3
图 2：共和党控制州大多提前复工（蓝色）.....3
图 3：提前复工的共和党州疫情反弹.....4
图 4：游行示威最严重的州疫情并未二次爆发.....4
图 5：疫情以来共和党州失业率显著低于民主党州.....5

表目录

表 1：6 月中旬以来美国主要州复工政策变化.....6

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。