2020 年 6 月 24 日（星期三）

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

宏观报告 — 美国经济展望

翻篇疫情；重回轨道

- **美国经济见底，经济复苏开启**
- **美联储提供的支持降低了大规模违约的系统性风险**
- **财政支持对就业和需求改善至关重要**

郭圆涛, PhD
+852 3189 6121
jessieguo@cmschina.com.hk

张轩扬, PhD
+852 3189 6751
harringtonzhang@cmschina.com.hk

钱鹭, CFA
+852 3189 6752
edithqian@cmschina.com.hk

本报告旨在从一系列指标分析新冠疫情爆发后美国经济的复苏情况。我们试图阐释政策是如何干预市场机制并最终帮助经济见底复苏。

经济复苏进行时。高频数据显示，美国经济在经历了大萧条以来下滑幅度最大的经济萎缩后，已于 4 月见底。金融市场大幅上扬，标普 500 指数自 3 月 23 日起上涨 39%，仅较 2020 年 2 月 19 日的历史高位仅低 8%。市场对今年 GDP 的一致预期为下跌 5.7%，2021 年则为增长 4.1%。向居民的转移性支付以及封锁期间积累的现金存款意味着未来几个月补偿性需求将得以释放。我们对美国经济的复苏保持相对乐观，基于以下几个核心假设：1）不会出现第二波全国范围内的疫情扩散以及再次实施全国性的大面积封锁；2）额外失业救济将（至少部分）延长至 7 月以后；3）中美关系在 11 月总统大选前不会出现实质性的恶化。尽管如此，应对由新冠疫情爆发带来的经济和社会创伤将是一场持久战。

美联储提供的支持减缓了系统性风险。得益于美联储自 3 月以来为支持金融市场和企业而采取的空前举措，例如对信用评级下跌，对基本面依然尚可的公司提供信贷支持和直接购买贷款，我们认为出现大规模违约的系统性风险正有效得以控制。此外，与 3 月时比，去杠杆的压力也相对不再严峻，这将会缓解整体下行风险。以上这些因素应当可以防止由新冠疫情产生的*外生*冲击进一步演变为*内生*冲击。我们预计，在确信能实现强劲的经济复苏之前，美联储将维持宽松的政策立场，并在中期内维持低利率环境。

进一步财政支持需要维继来减少不确定性。4 月个人收入和储蓄率飙升以及 5 月零售反弹显示，截至目前额外的失业救济令美国家庭受益匪浅。但此项政策即将在 7 月底届满；虽然煞停这一政策长远来看或有利于劳动力市场的复苏，但短期内必定有损消费支出和削弱消费者信心，继而严重阻碍经济复苏的进程。我们预计失业救济将至少部分延长至 7 月以后，以保障消费需求并减少复苏进程中出现的不确定因素。在目前来看，2021 年是否会延续大规模财政支出尚待观察，因为这取决于由谁赢得总统大选以及经济复苏的程度。

相关报告

1. 绝地求生 III：在经济恢复中寻找机会 (2020/06/22)
2. 美联储维持量化宽松步伐，但未提及收益率曲线控制 (2020/06/11)
3. 东边日出西边雨：关于中概股的思考 (2020/06/08)
4. 通往白宫之路 (2020/06/04)
5. 绝地求生 II：对经济衰退和资本市场的思考 (2020/05/12)
6. 绝地求生：对新冠疫情带来的经济衰退的思考 (2020/04/28)
7. 美国刺激政策短期利好；是否力挽狂澜且行且看 (2020/03/30)
8. 回望，历史可否照见未来？(2020/03/24)
9. 千金散尽还复来？(2020/03/18)
10. 美国需要采取具体政策措施以应对新冠肺炎疫情 (2020/03/02)

目录

核心观点 5
新冠疫情进展 7
消费 11
投资 16
劳动力市场 19
通胀 24
外部需求 27
货币政策 30
财政政策 34
投资评级定义 37

图表

图表 1: 实际 GDP 增长率 6
图表 2: 月度非农就业人口变化 6
图表 3: CPI 通胀 6
图表 4: 区域制造业 PMI 6
图表 5: 美国每日新冠肺炎新增感染病例数量 8
图表 6: 谷歌社区人员流动报告（美国）：与基线相比，分类别访问次数的变化（百分比%） 8
图表 7: 每日新增病例下降趋势明显的各州，主要集中在东北和中西部（7 日移动平均值） 9
图表 8: 每日新增病例上升趋势明显的各州，主要在南部和西海岸（7 日移动平均值） 9
图表 9: Markit 采购经理人指数 10
图表 10: ISM 制造业采购经理人指数 10
图表 11: 预定平台用餐人数（同比%） 10
图表 12: Homebase 职位空缺 10
图表 13: 实际个人消费支出 13
图表 14: 零售额 13
图表 15: 消费者信心 13
图表 16: 家庭负债 13
图表 17: 个人收入 14
图表 18: 个人储蓄率（占可支配收入百分比） 14
图表 19: 个人消费支出 14
图表 20: 家庭净财富 14
图表 21: 汽车销售 15
图表 22: 房地美抵押贷款市场调查利率 15
图表 23: 耐用品订单 15
图表 24: 工厂订单 15
图表 25: 私人投资总额 17
图表 26: 资本支出意愿 17
图表 27: 工业与制造业产出 17
图表 28: 企业借贷 17
图表 29: 房屋新开工 18
图表 30: 房屋销售 18
图表 31: ISM 制造业新订单指数 18
图表 32: WTI 原油期货价格 18
图表 33: 首次及持续申领失业救济人数 21
图表 34: 失业率 21
图表 35: 非农业就业人口变化 21
图表 36: ADP 就业人数变动 21
图表 37: 非农就业人口仍处于 2011 年的水平 22
图表 38: 4 月/5 月流失/增加最多职位的行业 22
图表 39: 劳动参与率 22
图表 40: 劳动生产力 22
图表 41: 劳工需求（JOLTS） 23
图表 42: 失业水平 23
图表 43: 平均时薪及每周工时 23
图表 44: PCE 通胀（美联储的官方通胀衡量指标） 25
图表 45: CPI 通胀 25
图表 46: PPI 通胀 25
图表 47: 单位劳动力成本 26

图表 48: 通胀预期调查 26
图表 49: 进口及出口价格 26
图表 50: 现货石油价格 26
图表 51: 美国贸易余额 28
图表 52: 美国出口及进口 28
图表 53: 中美贸易 28
图表 54: 贸易加权美元指数 29
图表 55: 美国对自中国出口加征的平均关税 29
图表 56: 美国出口订单 29
图表 57: 对中国出口的货品贸易类别（2019 年） 29
图表 58: 联邦基金利率 31
图表 59: 美联储资产负债表 31
图表 60: 长期利率 32
图表 61: 金融市场 32
图表 62: M2 供应 32
图表 63: M4 供应 32
图表 64: 2019 年 12 月及 2020 年 6 月 FOMC 官员对利率预测的点阵图 33
图表 65: 自 3 月起美联储推出的九项流动性支持工具 33
图表 66: 美国政府推出的纾困措施 35
图表 67: 美债收益率曲线 35
图表 68: 公共部门债务 36
图表 69: 未偿还债务 36
图表 70: 美国政府财政盈余 36

核心观点

- **新冠疫情：**我们认为，由全国范围的封锁和保持社交距离措施所造成的整体经济和社会活动的骤减，在 4 月下旬已触底。南部和西海岸的一些州似乎将要开始的第二波疫情，为重新开放的速度是否过快提出了警示。然而，即使在十来个州内爆发第二波疫情，也比较难想象会像 4 月份那样导致全国范围内的再次大面积封锁，也很难对当前的经济复苏轨迹产生重大改变。如果南部的确诊病例和住院率继续恶化，在各州内部实行封锁似乎更有可能。

- **消费：**未来几个月，商品消费很可能会稳步改善，尽管如此，我们预计短期内服务消费仍将比较难有很大的起色，因为没有疫苗，人们始终会感觉去拥挤的公共场所和聚会仍然不安全。总体而言，消费将是下半年经济恢复的主要贡献因素，但在疫苗出现之前，不太可能恢复到疫情前的水平，我们的假设是 2021 年上半年前新冠肺炎疫苗都无法被公众广泛获取。

- **投资**：新冠疫情导致的总需求的大幅下降以及长期的不确定性，特别是受航空业暴跌及海外需求下降影响的制造业，将对今年的固定资产投资造成沉重的压力。因不堪一击的原油价格所导致的石油行业资本支出下滑，进一步加剧了这一情况。尽管中美第一阶段贸易协议的签署以及超低的借贷成本可能会为企业提供支撑，但我们认为短期内投资的下行风险将远远超过上行风险。

- **劳动力市场：**我们预计，就业情况会持续改善。然而，我们估计，在未来几个月里，重新招聘的速度将逐渐下降。原因是大多数重新招聘都集中在之前遭受疫情影响最大的服务性行业，然而这些行业普遍都涉及密切的人际接触，并且在假设明年初才可能有疫苗的情况下，预计到 2021 年上半年这些行业的业务才有可能完全恢复至饱和状态。失业率在很长一段时间内都不会恢复到新冠疫情以前的水平，改善的速度将取决于疫情的发展和额外的财政支持。

- **通胀：**在消费者需求预计将保持疲弱的情况下，尤其是对需要人与人之间密切接触的服务行业而言，叠加油价很可能会在短期内持续保持在较低的水平，明显的去通胀压力意味着 2020 年全年的个人消费支出（PCE）指数通胀大概率将远低于美联储 2%的通胀目标。

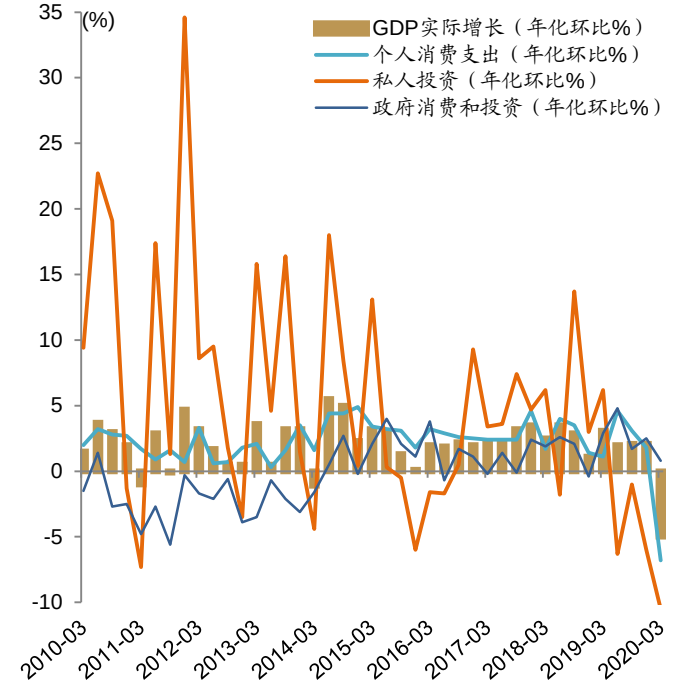
- **外部需求：**总体而言，我们认为，贸易净值对 GDP 增长的贡献略有下行风险，这意味着净出口可能拖累今年的经济增长。这主要反映在出口跌幅将大于进口的跌幅，尤其是在二季度末和三季度初更是如此，主要原因是我们预计短期内，随着相较于世界其他主要经济体，美国更早和更快的解封，会使其经济恢复的速度在初期快于其他国家，需求的恢复也将更快。但总体而言，2020 年下半年净出口增长趋势仍存在巨大的不确定性。

- **货币政策：**我们认为美联储将利用现有的政策工具来引导美国经济复苏，同时思考在疫情消退后如何退出当前的政策。新公布的量化宽松指引应当可以缓解近期市场上对长期国债收益率可能走高的忧虑，并给予美联储足够的操作灵活度。我们预计，在出现强劲复苏之前，当前的量化宽松计划将继续实施。我们认为美联储有可能引入收益率曲线控制（YCC）政策，但该政策更可能在 9 月或之后的会议上推出。加息则要数年之后才会重启。

- **财政政策：**我们认为，为支持经济复苏，国会仍有可能批准第四阶段的财政刺激方案。但与 3 月底推出的第三阶段 2.3 万亿美元的方案相比，此次推出的刺激计划的规模可能会小得多。重点应该会是在 7 月之后（至少部分）延长额外失业救济金。

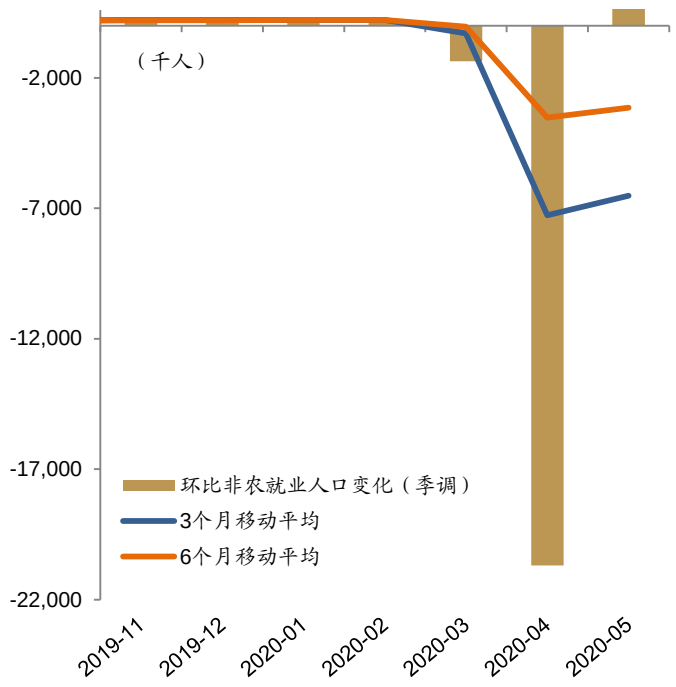
- **主要风险：**1) 第二波疫情在美国大范围蔓延；2) 经济复苏比预期来的更早且更加的强劲，可能会使共和党参议员认为没有必要批准额外的财政刺激方案；3) 额外失业救济金无法延长到 7 月之后；4) 新冠肺炎疫苗的开发进度严重滞后于预期；5）11 月美国大选前可能存在的其他地缘政治风险。

图表 1：实际 GDP 增长率



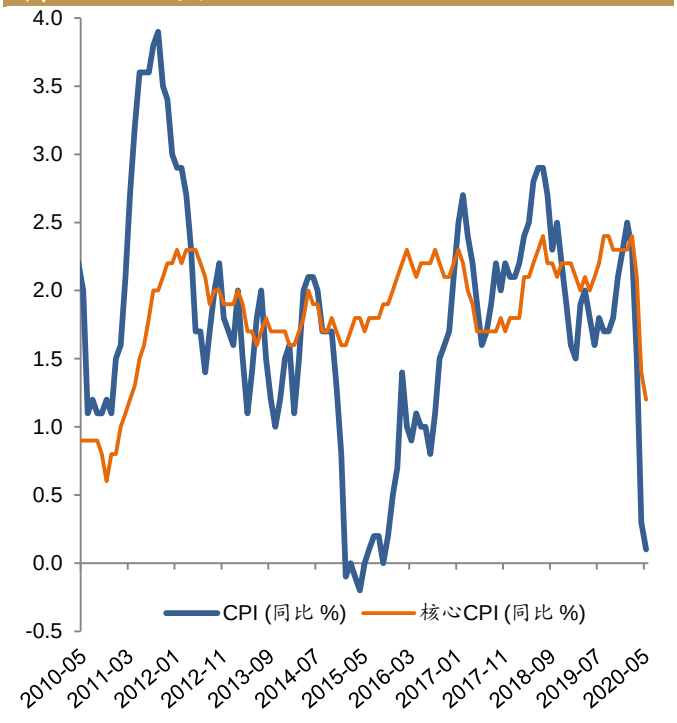
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 2：月度非农就业人口变化



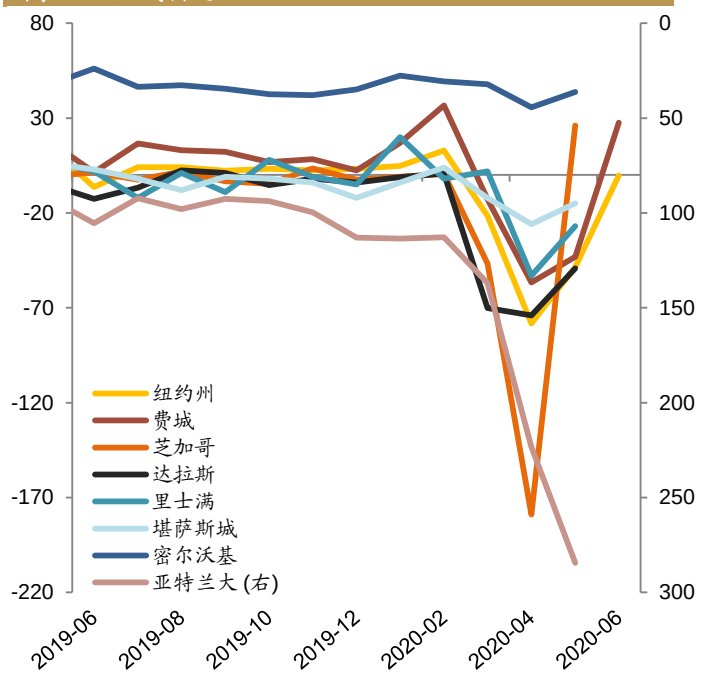
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 3：CPI 通胀



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 4：区域制造业 PMI



注：亚特兰大联储的衡量指标为逆序，因为该指数反映的是企业的不确定性；芝加哥联储指数被重新调节至 10 倍

资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

新冠疫情进展

南部新增确诊病例激增，但在全国范围内再次实行封锁可能性较低

- 自美国经济在 4 月底至 5 月初重启以来，并没有出现许多人之前担心的全国范围的第二波疫情。自 5 月 8 日单日新增病例人数达到峰值以来，这一数字从未超过 34,000 人。全美 50 个州和华盛顿特区现均已重新开放。

- 然而，每日新增感染人数目前已连续一个多月在 20,000 至 35,000 人之间徘徊（图表 5）。从单日新增病例的 7 天移动平均值来看，尽管自 5 月中旬以来曾数周稳定在 22,000-23,000 人左右，但在近日该趋势明显上升。

- 检测能力的提升可能是每日新增确诊人数维持稳定的原因，不过，其他主要国家也出现了同样的检测能力大幅提高，但并未导致每日的新增感染人数保持平稳的情况。最显著的例子是英国，该国自实行封锁以来检测能力飙升了 10 倍以上，但最近几周每日新增感染人数持续显著下降。

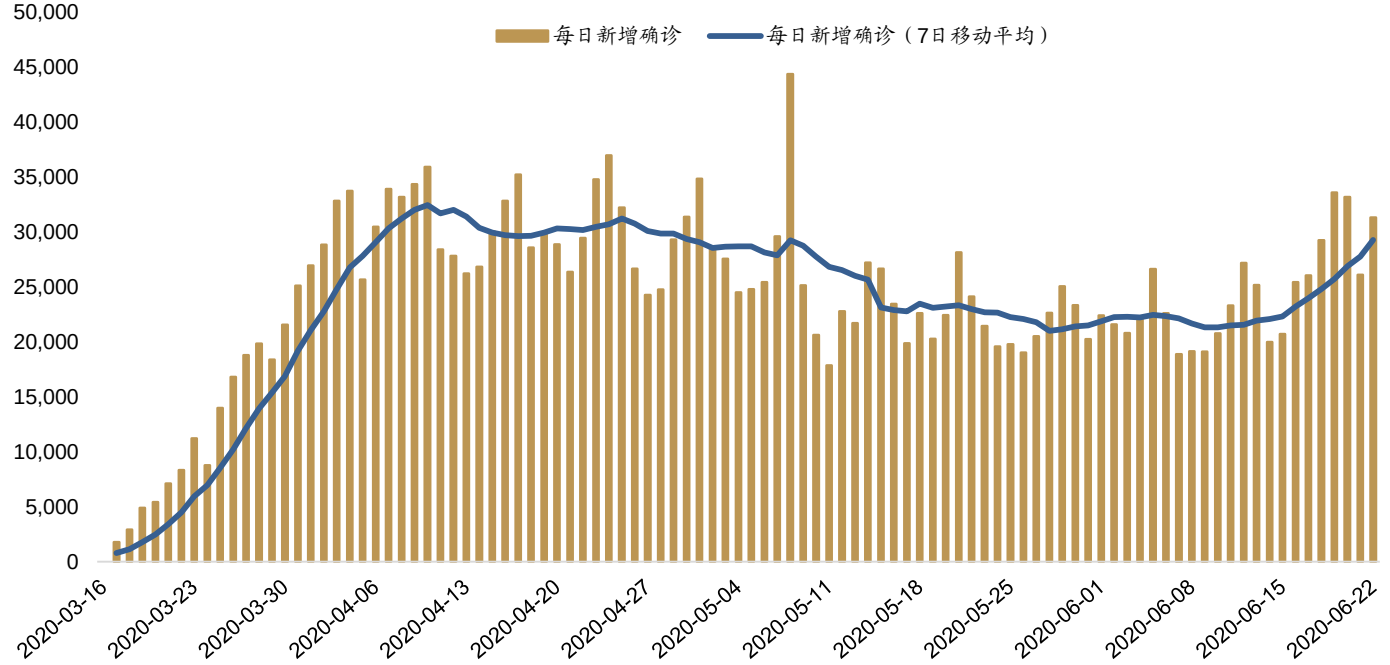
- 美国各地的情况差别很大。在重新开放相对较晚的东北部和中西部，除纽约在 5 月初（图表 7）才达到高峰外，其他地区每日新增感染人数已从 4 月底达到峰值后开始下降。然而南部几个州（图表 8）在过去两周出现了明显的疫情爆发，其中几个州在过去几天内出现了单日新增病例数量的峰值。

- 高频追踪数据显示，生活正在逐渐重返正轨，但人们的一些行为仍远未恢复至疫情前的模式（图表 6）。

- 餐厅客流量开始略有回升，但仍大幅低于疫情前的水平（图表 11）。汽车销量强劲反弹；复工也正在进行（图表 12）。从一些调查提供的证据可以推定经济活动已在 4 月份触底（图表 9 和图表 10）。

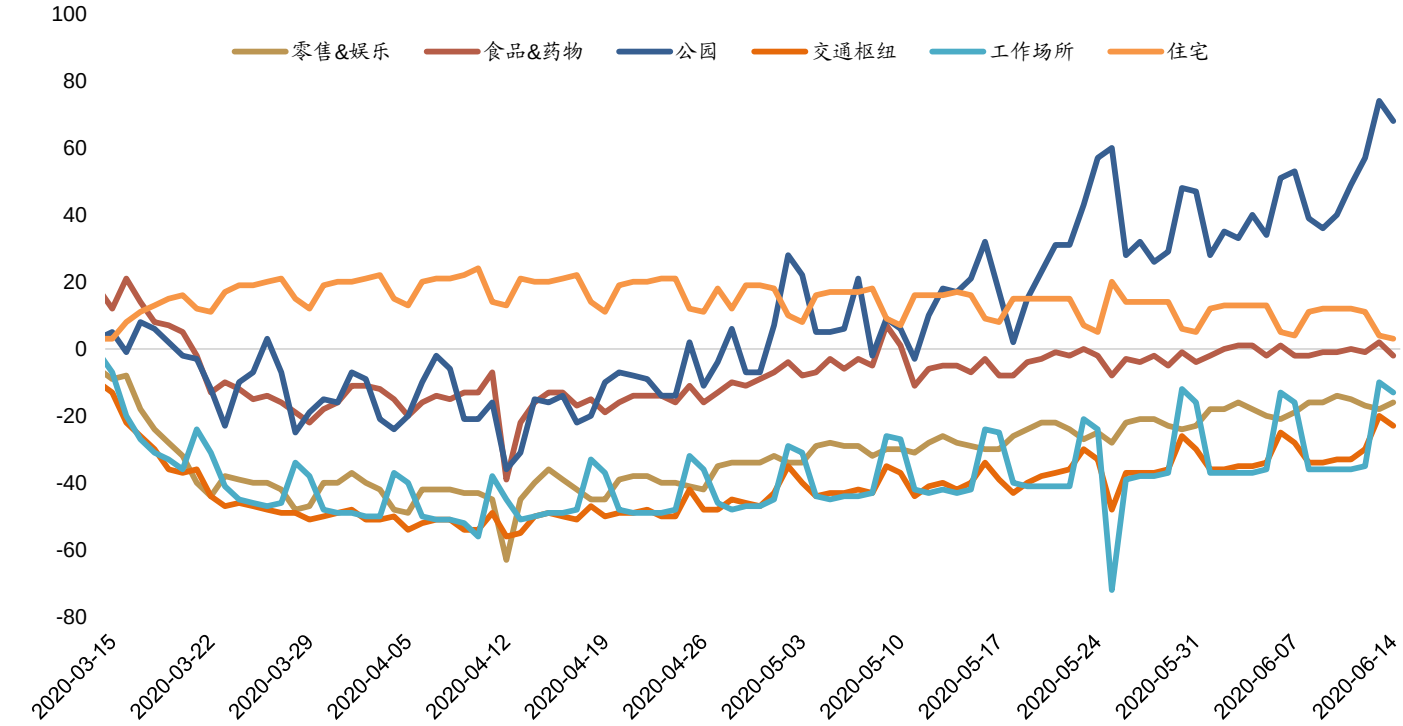
展望未来，我们认为，由全国范围的封锁和保持社交距离所造成的整体经济和社会活动骤然停滞已在 4 月底触底。看似正在南部一些州蔓延的第二波疫情为经济重启的速度发出了警告。然而，即使在十来个州爆发第二波疫情也应该不会像 4 月份那样导致全国范围内的再次封锁，也不会对当前的经济复苏路径产生重大影响。如果南部的病例继续攀升，在各州内部实行封锁似乎更有可能。但是，如果在全国范围爆发第二波不可控的疫情则将可能明显改变经济复苏的路径。

图表 5：美国每日新冠肺炎新增感染病例数量



资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

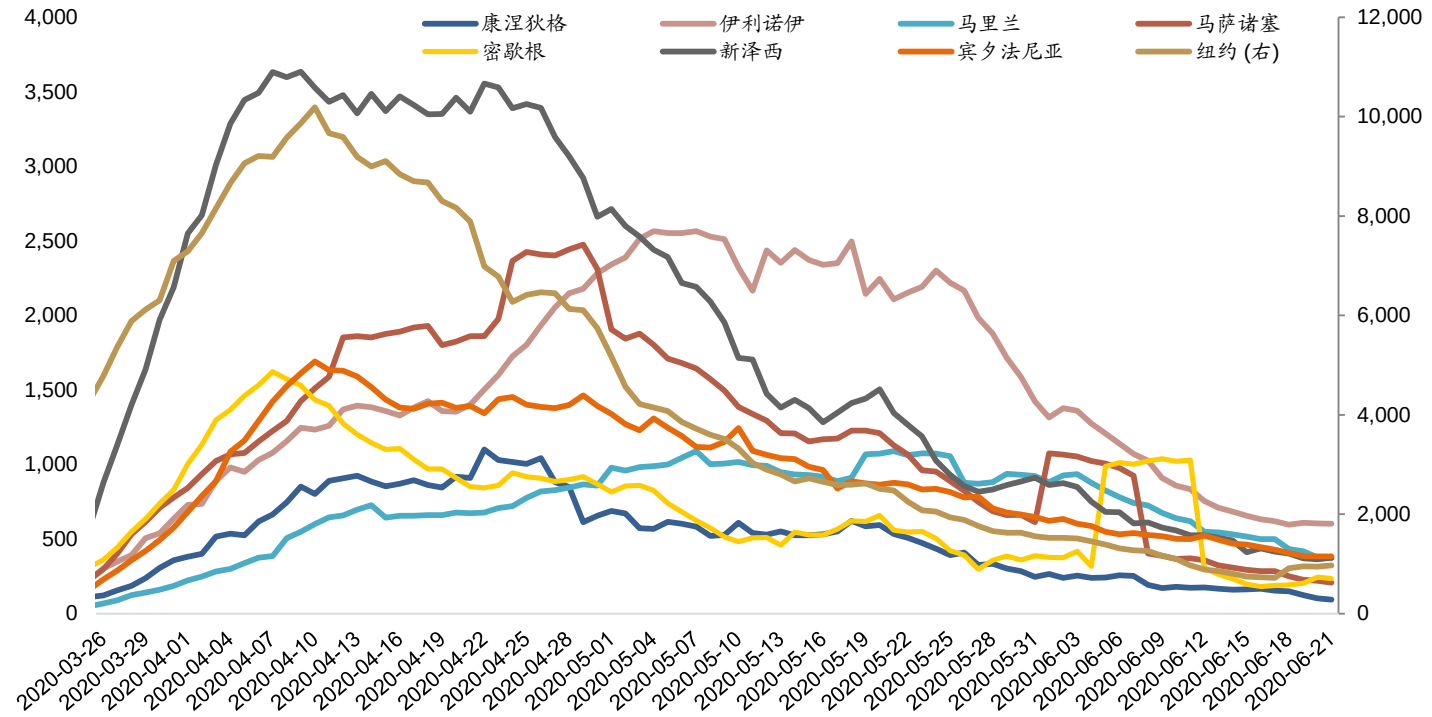
图表 6：谷歌社区人员流动报告（美国）：与基线相比，分类别访问次数的变化（百分比%）



注：基线为 2020 年 1 月 3 日至 2 月 6 日的 5 周内，一周中的同一天的中值，

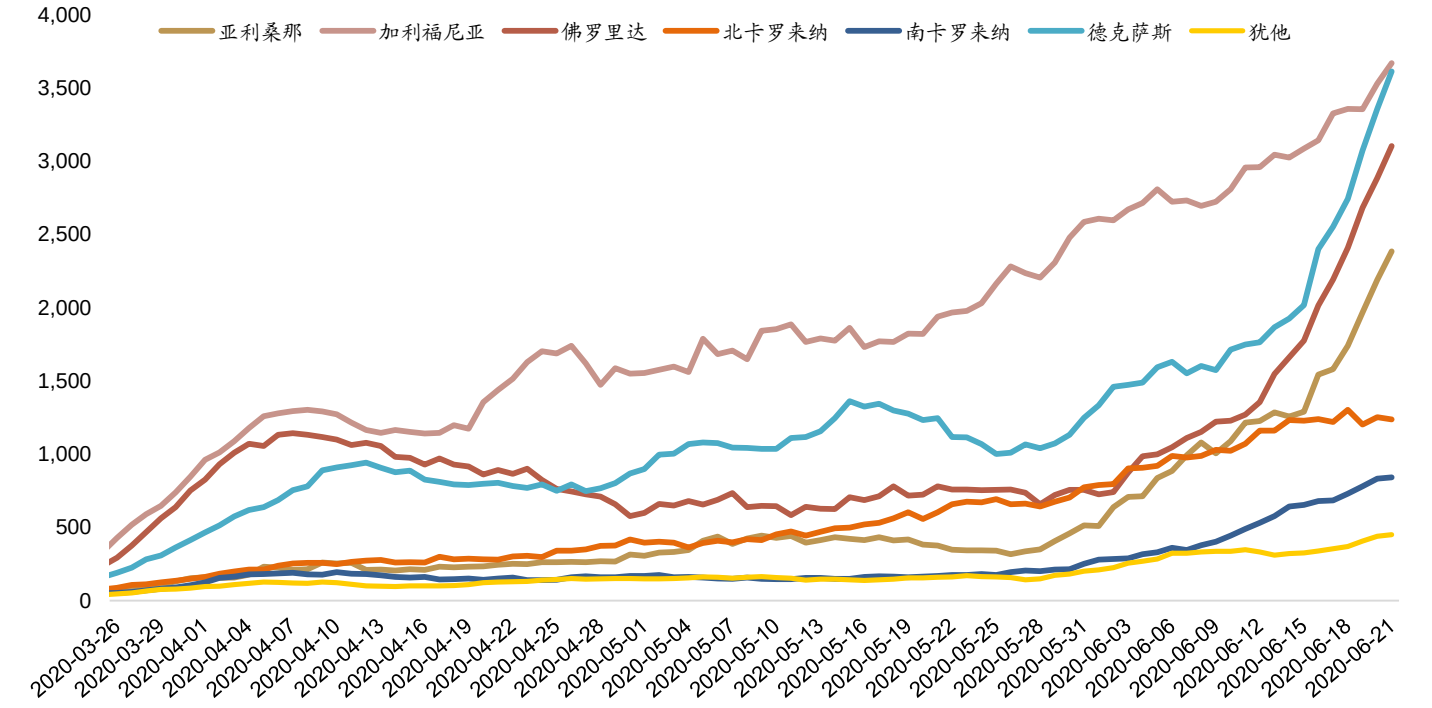
资料来源：谷歌社区人员流动报告、招商证券（香港）研究部

图表 7：每日新增病例下降趋势明显的各州，主要集中在东北和中西部（7 日移动平均值）



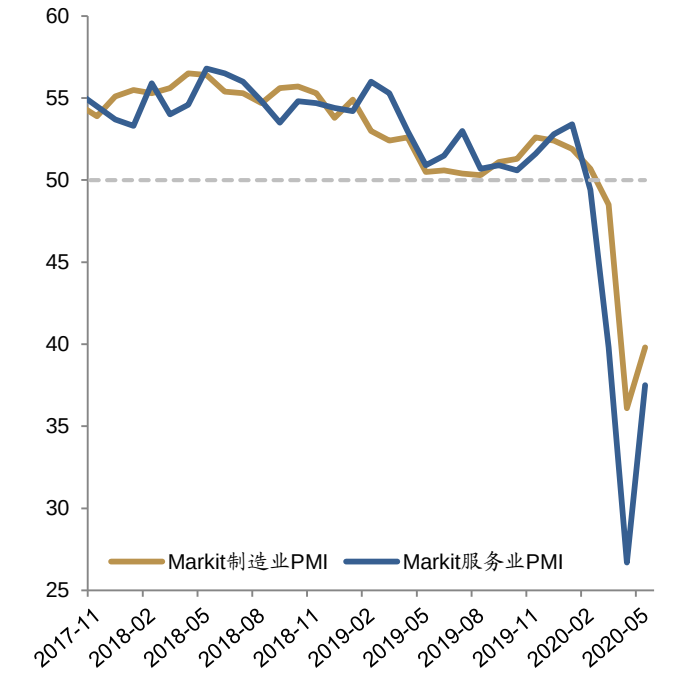
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 8：每日新增病例上升趋势明显的各州，主要在南部和西海岸（7 日移动平均值）



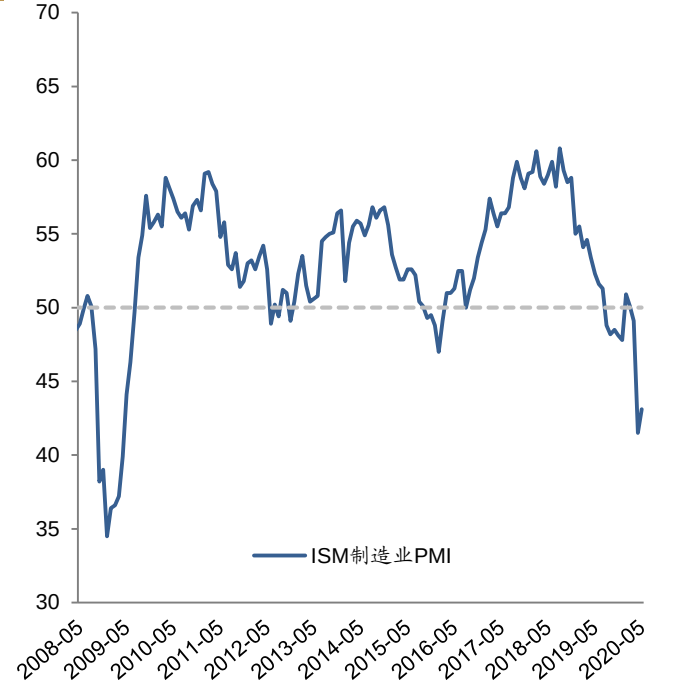
资料来源：万得、招商证券（香港）研究部

图表 9：Markit 采购经理人指数



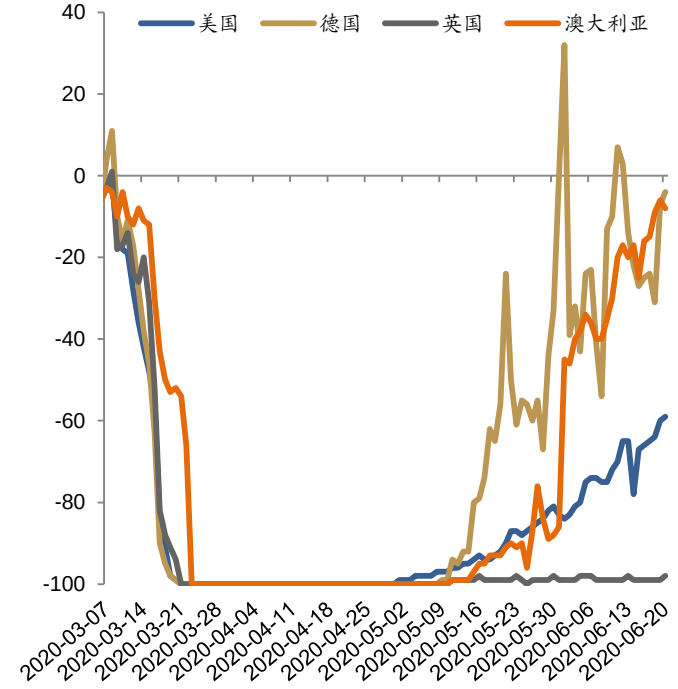
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 10：ISM 制造业采购经理人指数



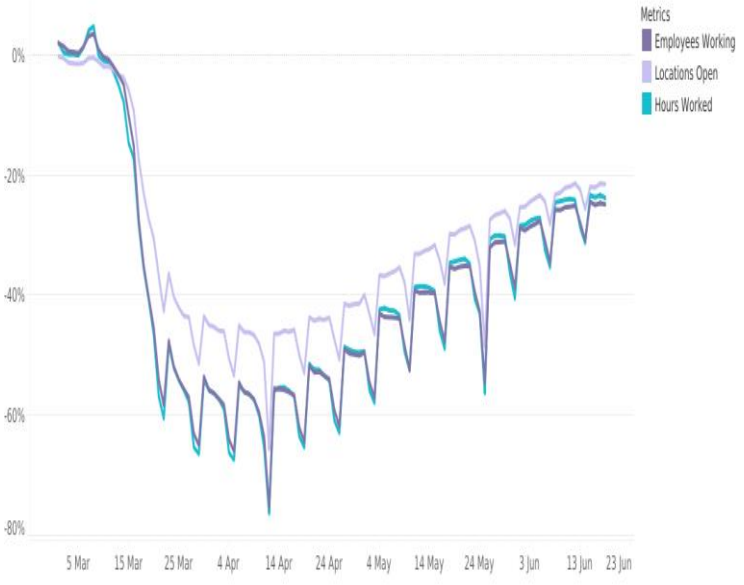
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 11：预定平台用餐人数（同比%）



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 12：Homebase 职位空缺



注:浅紫色线表示岗位开放，深紫色线表示在职的员工;浅蓝色是工作时间。

资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

消费

3 月和 4 月急剧下跌，目前已开始反弹

未来几个月，商品消费可能会稳步改善，主要是由于疫情期间封锁导致的补偿性消费需求，《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》(《CARES 法案》)中转移性支付带动的收入高增长，以及购买商品仅需有限的人与人接触。然而我们预计短期内服务消费仍将没什么起色，因为疫苗问世之前人们会没有安全感。总体而言，消费将是下半年经济恢复的主要贡献因素，但在疫苗出现之前，消费不会恢复到疫情前的水平，我们的假设是疫苗可于 2021 年上半年可以被大众广泛获取。

消费出现下滑但势将反弹。自新冠疫情爆发 3 月下旬实施全国性封锁以来，私人消费以前所未有的速度大幅下跌。仅第一季度，实际个人消费支出按年化环比下降了 6.8%，对第一季度 GDP 增长的负面贡献最大。其中，服务消费大幅下降 9.7%，反映出由于人们试图避免任何可能接触病毒的行为，保持社交距离而大大抑制了人们在服务行业消费的能力和意愿。3 月和 4 月，个人消费支出分别下跌 6.7%和 13.2%，后者是自 1959 年有记录以来的最大单月跌幅。尽管高频数据显示，在封锁措施逐步解除后，商品和服务销售已从 4 月的低谷反弹，我们估计，短期内服务业的消费仍将相对低迷，因为如果没有疫苗，人们还是会觉得参加聚会不安全。总体来说，我们预计个人消费支出将在未来几个月稳步回升，但不足以弥补 3 月底和 4 月份的下跌。

如果失业保险没有在 7 月到期后延长，个人收入很可能逐步下降。3 月份个人收入下跌 2.2%，4 月份意外飙升 10.5%。4 月份的大幅上涨仅仅是由于高额的转移性支付，这一数字环比飙升了 89.6%。包括给每个合资格的成人/儿童一次性发放的 1,200 美元/ 500 美元现金，外加每周 600 美元的额外失业救济金（UB）。这些全部加起来抵消了工资和薪金等经常收入的巨幅下跌。实际上，4 月剔除转移性支出的个人收入下降了 6.3%。由于 600 美元的失业保险将至少持续到 7 月底，我们预计个人收入将在 7 月底之前基本持平，因为正常的收入损失将在很大程度上被持续的慷慨的失业保险所抵消。然而，如果国会无法将每月 600 美元的失业救济金发放延长至 7 月以后，我们预计 2020 年下半年个人收入将进一步下滑，因为以往的经验表明，在经济衰退期间的大部分时间，个人收入往往会下降，尤其是当失业率居高不下时。

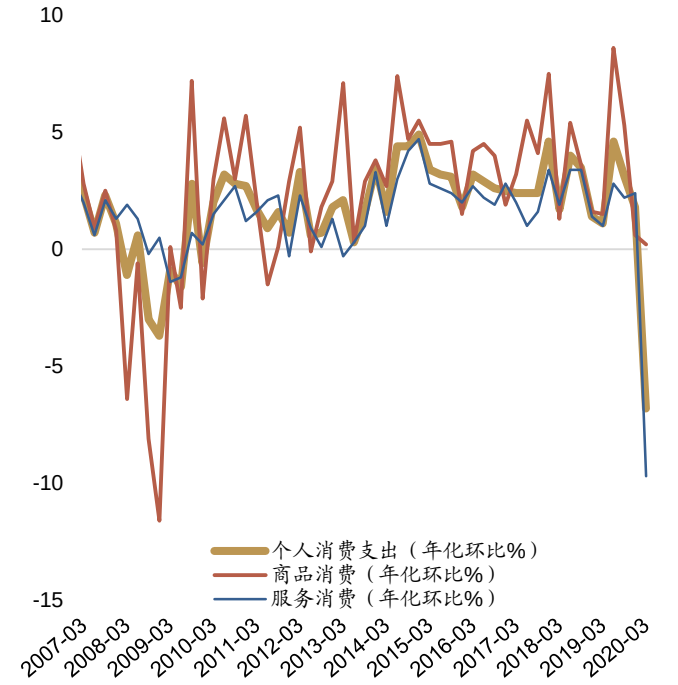
未来几个月，个人储蓄率可能会逐渐下降，但仍然处于历史较高的水平。自疫情爆发以来，储蓄率连续两个月攀升，4 月份达到 33.0%，创历史最高水平。储蓄激增的直接原因是封锁限制了个人消费支出的可行性。由于财政转移性支出导致个人收入增长 10.5%，以及消费受限，短期内储蓄激增并不令人意外。展望未来，我们认为储蓄率将在 4 月见顶后逐月下降，但在人们的生活恢复到疫情前的正常状态之前，将维持在相对较高的水平

好的一面是，更高的储蓄率意味着当生活回归正轨时，消费者手上将有更多的钱可用于消费，这是补偿性需求在疫情结束后得以释放的一个非常重要的基础假设，即美国家庭在新冠疫情大流行期间积攒了大量现金储蓄。因此，尽管这种补偿需求释放的规模和速度将取决于新冠疫情的发展和疫苗何时面世，但这确实为消费的强劲回升提供了一些希望。然而，过去的经验表明，在疫情过后，家庭可能会积攒一些长期的预防性储蓄。

随着更多商店重新开业，零售额将继续回升。3、4 月零售额出现前所未有的暴跌，5 月则又现创纪录的上升，但与疫情前的水平相比，食品服务销售仍处于深度收缩状态。5 月这种不同寻常的反弹大体基于两个因素：1）美国许多地区重新开放速度较快，使零售购物成为可能；2）从 4 月开始省下的所有钱，加上政府寄来的支票，在短期内大大增强了购买力。然而，这种惊人的激增能否持续到 2020 年下半年，将取决于几个条件。首先，没有爆发全国范围的第二波疫情，否则，进一步的封锁肯定会再次抑制零售业。其次，将每周 600 美元的失业补贴延长至 7 月以后。如上所述，失业率极高而个人收入急剧上升的根本原因是工资收入的损失被丰厚的失业救济金补偿。

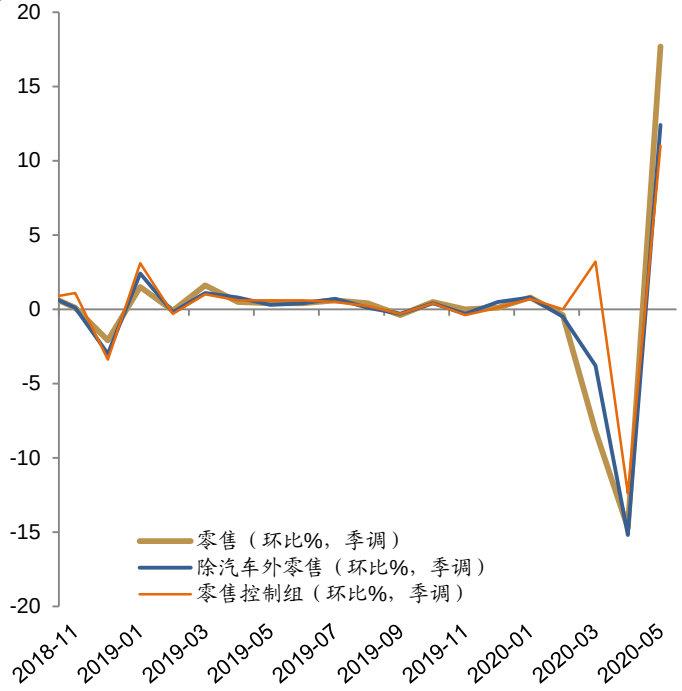
消费者信心将稳步回升， 这出现在疫情没有进一步恶化和股市未崩盘的情况下。美国疫情爆发后，密歇根消费者信心指数和谘商会（Conference Board）信心指数均从 2 月的近年来的峰值大幅下跌。好消息是，这一下跌在 5 月已见底，之后略有好转。由于封锁解除，我们预计消费者信心指数将继续改善。在没有发生第二波疫情和失业保险未在 7 月份终止的情况下，我们认为未来几个月这一增长趋势将会继续。标普 500 指数在近期的反弹后几乎收复了年初以来所有失地，如果股市继续当前的牛市，这应该会在很大程度上缓解消费者的焦虑。

图表 13：实际个人消费支出



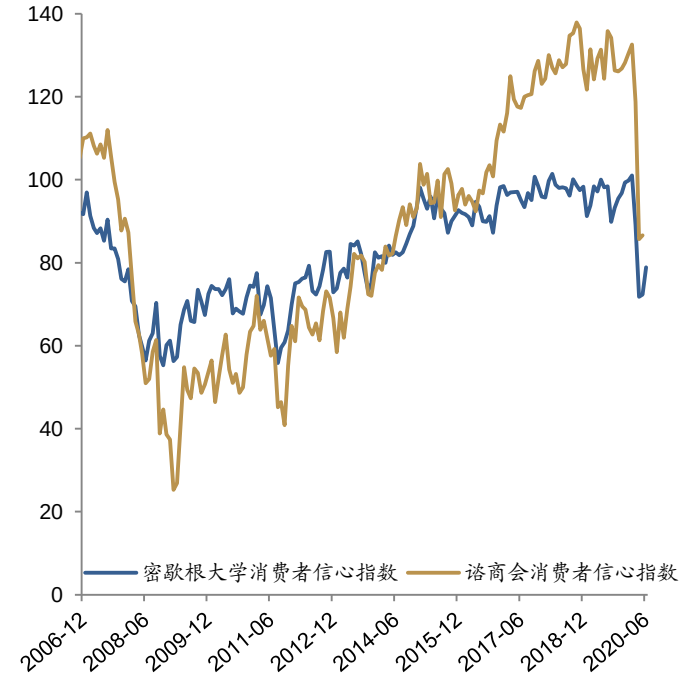
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 14：零售额



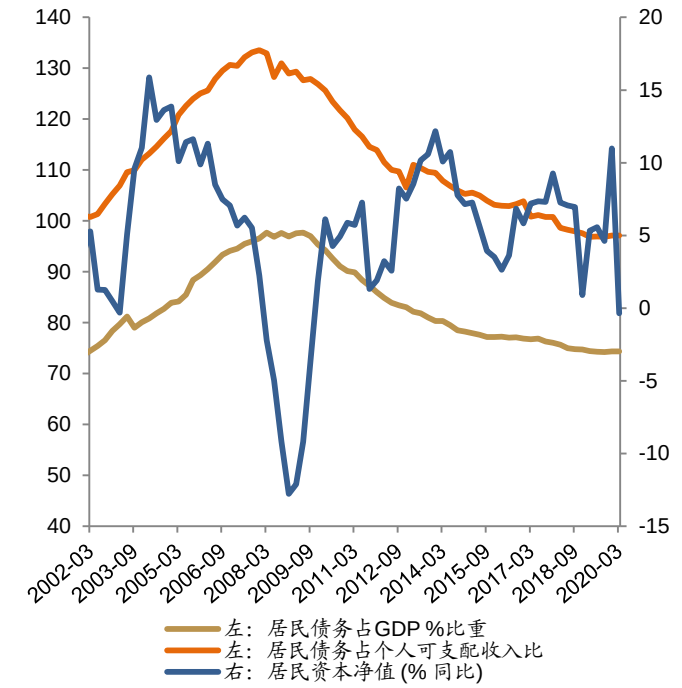
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 15：消费者信心



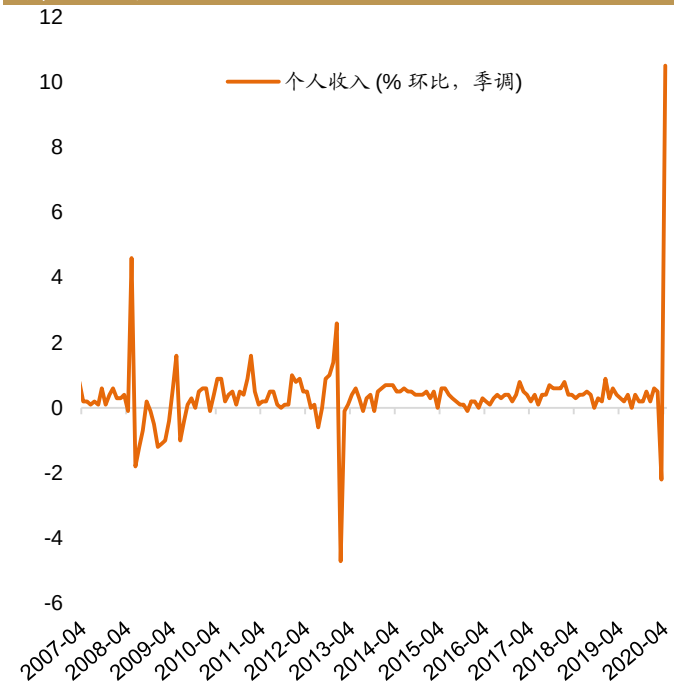
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 16：家庭负债



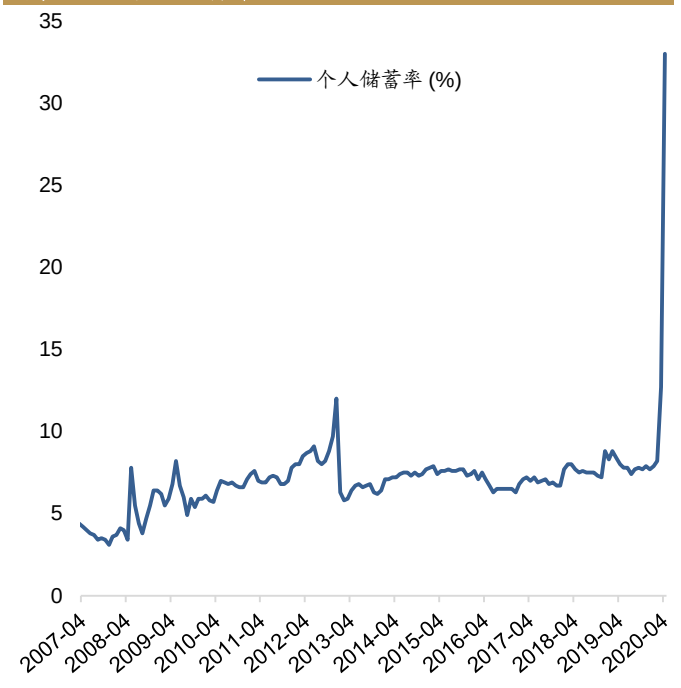
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 17：个人收入



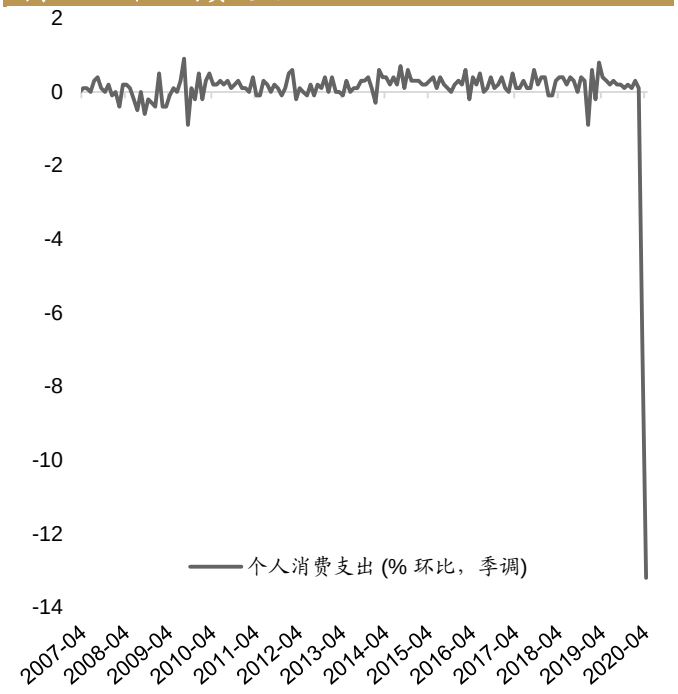
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 18：个人储蓄率（占可支配收入百分比）



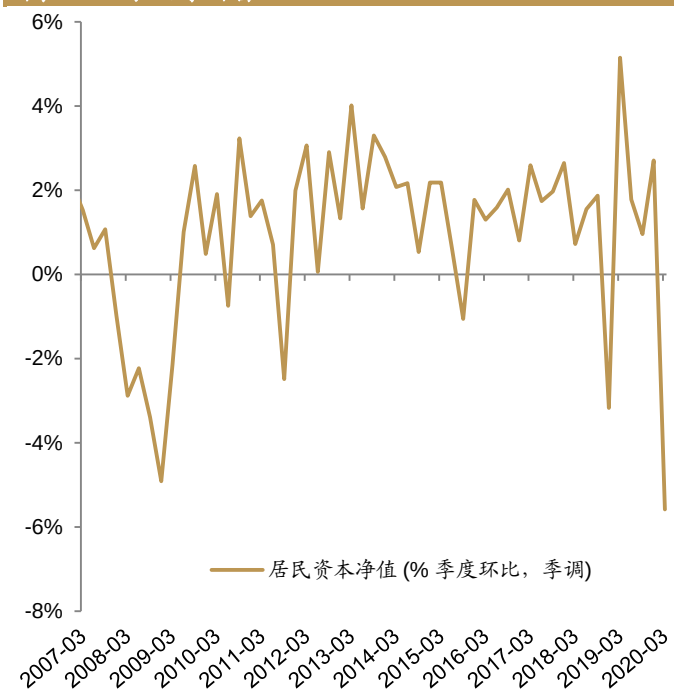
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 19：个人消费支出



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 20：家庭净财富



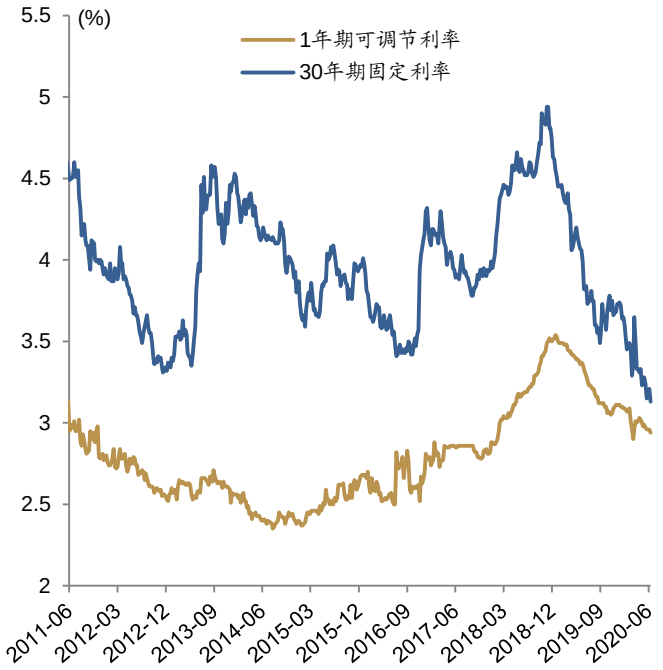
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 21：汽车销售



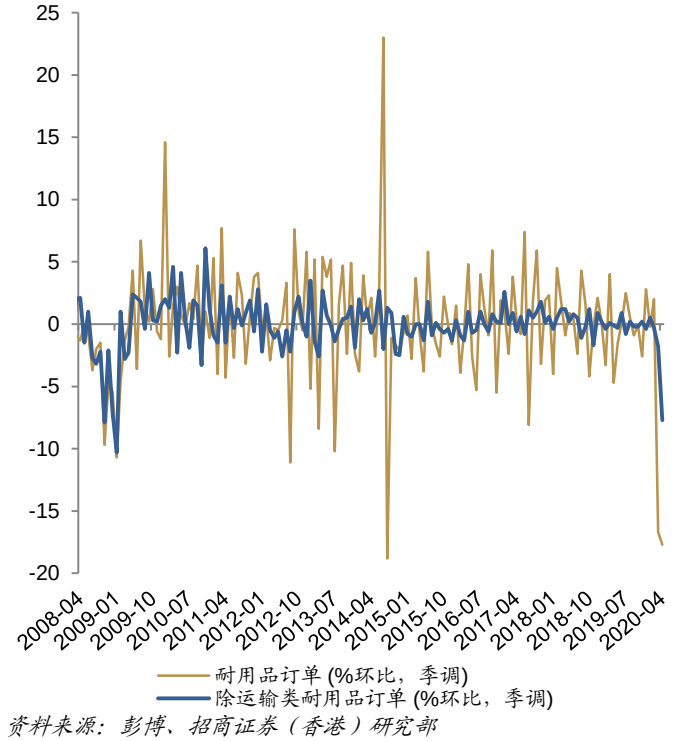
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 22：房地美抵押贷款市场调查利率



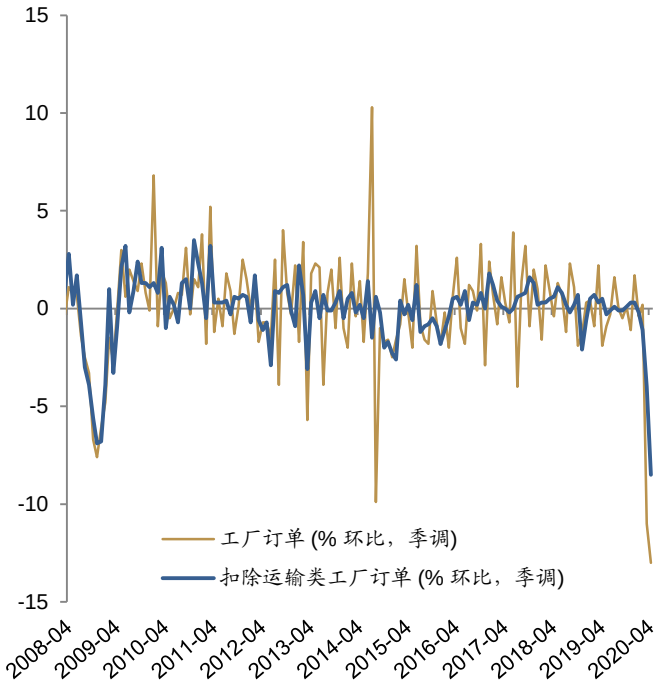
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 23：耐用品订单



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 24：工厂订单



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

投资

尽管低借贷成本可提供支撑，近期下行风险仍将主导；预计 2021 年显著好转

新冠疫情导致的总需求的大幅下降以及长期的不确定性，特别是受航空业暴跌及海外需求下降影响的制造业，将对今年的固定资产投资造成沉重的压力。因不堪一击的原油价格所导致的石油行业资本支出下滑，进一步加剧了这一情况。尽管中美第一阶段贸易协议的签署以及超低的借贷成本可能会为企业提供支撑，但我们认为短期内下行风险将远远超过上行风险。

短期内投资将大幅度削减，即便是在超低的融资成本及近期信心有所回升的情况下。疫情的不确定性将成为一个严重拖累。在中美贸易战的背景下，2019 年对投资来说是艰难的一年，在此次疫情导致的衰退开始之前已经处境艰难。2020 年一季度，私人投资萎缩了 10.5%，这是自 2009 年二季度全球金融危机最糟糕时期以来最大的单季降幅。

海外需求的不断恶化，特别是受疫情影响严重的西欧及中国，正在给出口导向型的制造业造成压力，实际上 2019 年制造业已经度过了非常艰难的一年。资本货物订单和调查数据显示，尽管在 5 月略有回升，但仍远低于疫情前的正常水平，并且仍停留在深度收缩区间。

由于疫情令旅游业以及民航业遭受持续灾难，意味着对新的商用飞机的需求会大大缩减，并且将进一步对航空业相关的投资及其上游供应链造成压力。这是继去年波音 737MAX 事件之后的又一大的重创。许多全球大型航空公司或者廉价航空已经全部或者部分取消了他们的波音 737MAX 订单，又或者大幅推迟他们的交付时间。由于行业需求很难在短期内复苏，加上 737MAX 的技术事故，行业固定资产投资将受到显著的抑制。数据显示，投资中设备投资已经对第一季度的 GDP 增长造成了最大的负贡献。

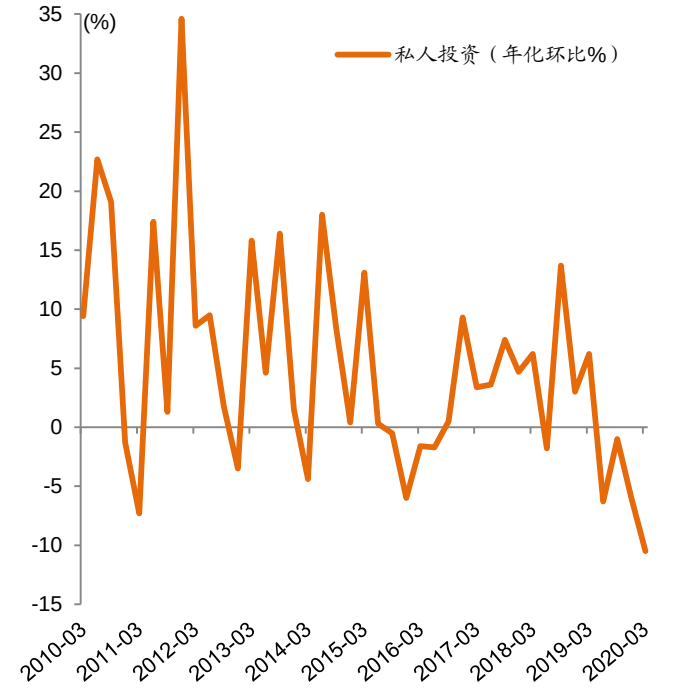
同时，**住宅投资**在一季度环比增长 18.5%，这更多地反映出去年美联储降息的滞后效应。伴随疫情席卷美国，住宅需求大幅下降。尽管我们预计住宅投资不会延续一季度的大幅增长趋势，但新冠疫情导致的下行压力将在下半年略有缓解。四月的房屋新开工及营建许可年化环比分别下降了 30.2%及 21.4%。这两个数据都表明，二季度房地产行业固定资产投资大幅下滑。我们预计三季度房地产投资将有所反弹，因为在超低融资成本的助力下，住宅地产需求将在封锁解除后有所回升。

油价暴跌将给投资造成进一步的阻力，因为在未来的几个月（即便不是未来几个季度），行业内各公司将削减资本支出。尽管油价已从 4 月份的低谷有所反弹，但由于预计全球需求不会出现实质性的回升，近期油价仍然承压。

由于第一阶段的贸易谈判达成，**贸易的不确定性**在今年初有所缓解，这也可能为企业重振信心，进而增加出口导向型企业尤其是制造业的资本投资。

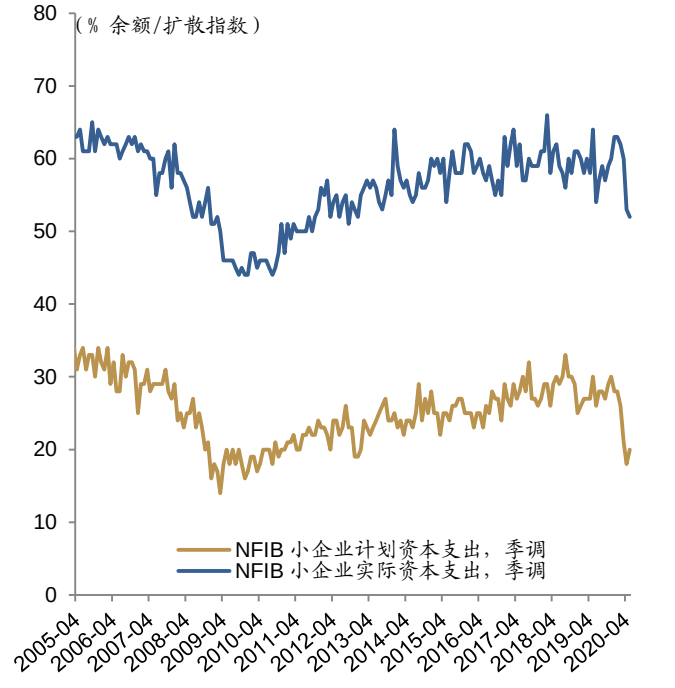
正如一些调查所显示的，*最坏的情况*是企业在未来数月将搁置资本支出。全球金融危机及接踵而至的*经济大衰退*的经验告诉我们，企业投资的持续低迷将可能对劳动生产率的长期增速造成深远影响，进而影响潜在的产出增长率以及中性利率。从*积极的一面*来看，由于美联储的无限支持，违约风险以及进一步的去杠杆看起来并不像 3 月那样急迫，这也将在中期内支持企业对固定投资的信心。

图表 25：私人投资总额



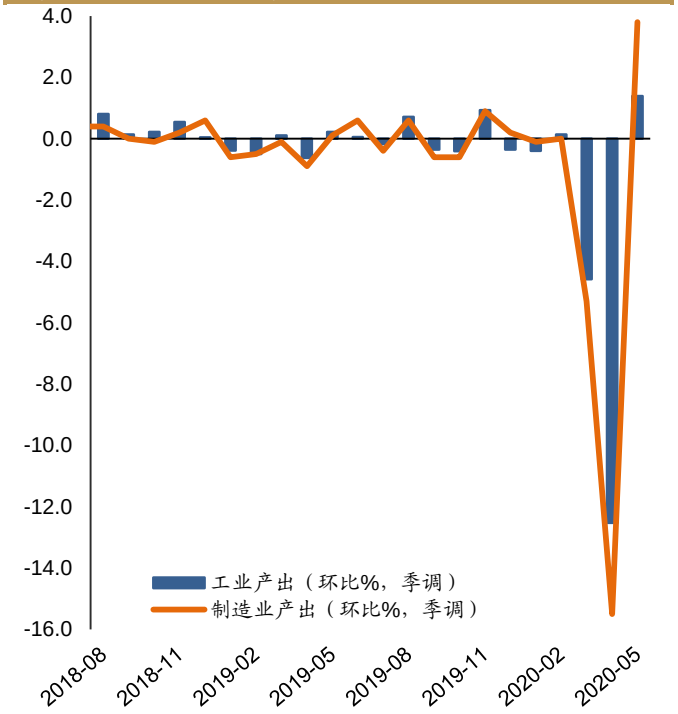
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 26：资本支出意愿



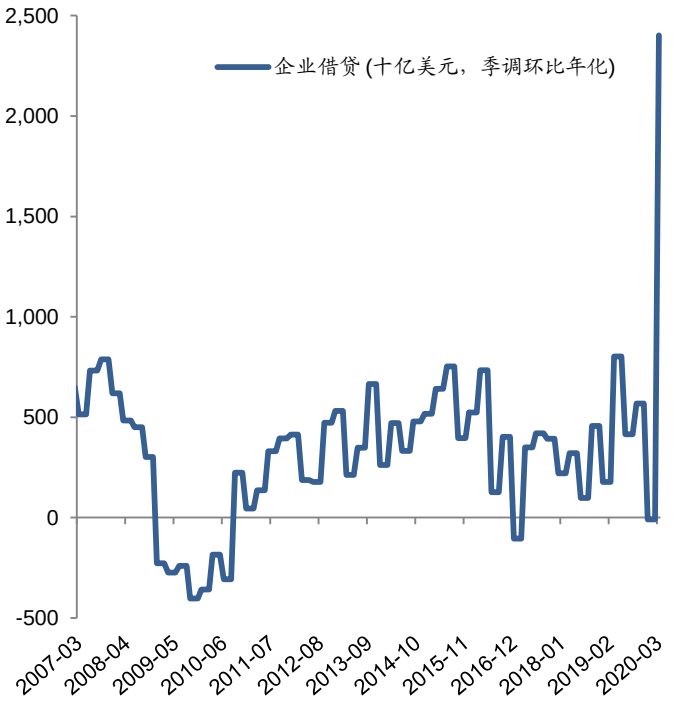
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 27：工业与制造业产出



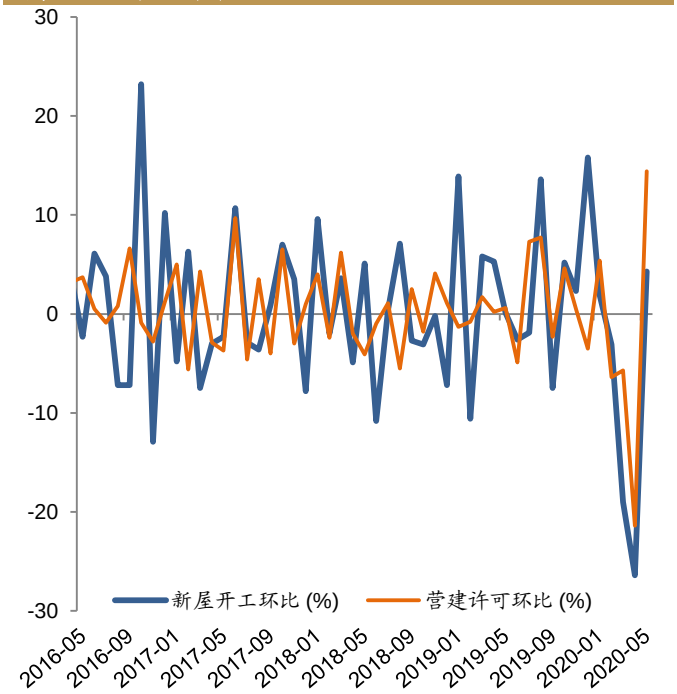
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 28：企业借贷



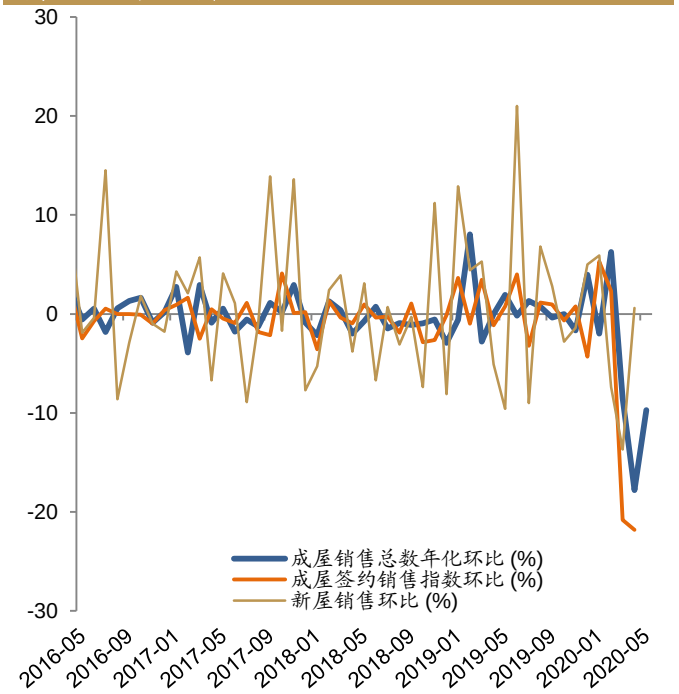
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 29：房屋新开工



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 30：房屋销售



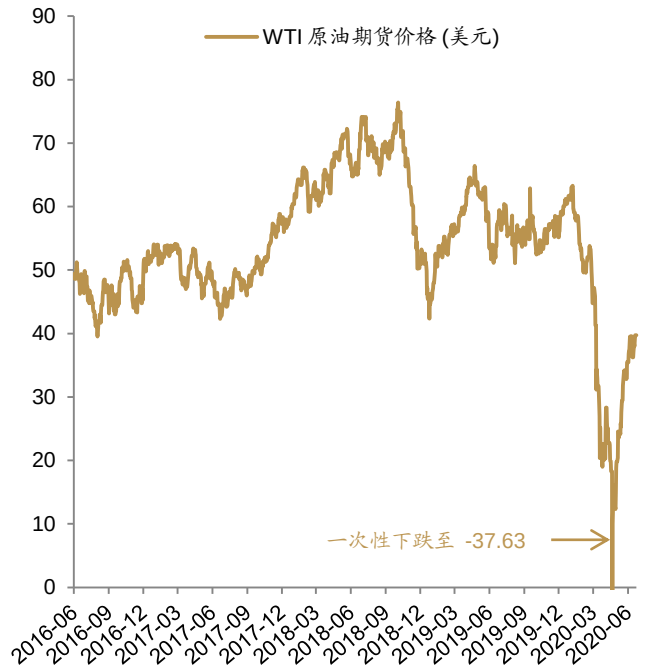
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 31：ISM 制造业新订单指数



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 32：WTI 原油期货价格



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

劳动力市场

最坏的情况可能已经过去，但不要期待能快速恢复到新冠疫情之前的水平

美国劳工统计局5月份的就业报告几乎证实了，受到新冠疫情影响而陷于空前困境的劳动力市场已在4月份触底，从5月份开始，新岗位的雇佣和旧岗位重新招聘已经重启。我们预计就业情况将继续改善。然而，5月份的报告显示，大部分新增非农就业人口均来自受疫情影响最为严重的行业，尤其是服务类行业，因为这些行业在4月份失去了大部分工作岗位。我们估计，在未来几个月内，劳动力市场修复的速度将逐渐放缓，原因是这些行业大多数都涉及密切的人际接触，在假设明年初才有疫苗的情况下，在这之前那些行业的经营均难以恢复饱和状态。失业率在很长一段时间内都不会恢复到新冠疫情以前的水平，改善的速度将取决于疫情的发展和对失业人口的财政支持。

新冠疫情重创了美国劳动力市场。在疫情爆发之前，美国正处在半个世纪的以来最低失业率的状态（3.5%），但疫情的爆发令全国上下都陷入了封锁状态，经济在3月底陷入停滞。因此，3月和4月的非农就业人口连续两个月出现了史无前例的下滑，这是自1939年有记录以来最大的月度跌幅。

周度首次申领失业救济人数*将继续下降，但现在更多的关注点应该放在****持续申领人数***。首次申领失业救济人数在3月28日当周触及6,867,000人的峰值后，开始缓慢下降，6月13日截止的当周降至1,508,000人，但以历史标准衡量仍极高。相比之下，在全球金融危机期间，每周首次申请失业救济人数的峰值为665,000人。但是，由于在各州重新开放后，重新雇用已经开始，现在的注意力应该从单纯地加总周度首次申领失业救济人数的方法转向关注持续申领人数。我们预计周度首次申领人数将继续下降，但持续申领人数的下降速度将会更为缓慢。

*就业人口将在未来几个月有所回升，但****非农就业人口****回升的速度将略有下降*。非农业就业人口在5月份意外增加了250万，是有史以来最大的月度增长。这表明复工和复产的情况好于预期，同时也证实了许多之前失去的职位只是暂时性的裁员。在所有类别中，3月和4月降幅最大的行业（休闲和酒店业、教育和医疗服务、建筑和零售贸易）在5月涨幅最大。就业职位出乎意料地迅速回升，这也暗示财政部推出的工资保障计划（PPP）的实施，在一定程度上帮助了企业在疫情期间留住员工，尽管其保留员工的规模和效果远不及欧洲，欧洲的失业率在封锁期间几乎没有太大变化。即使出现了这一令人欣慰的反弹，人们也必须意识到，总非农就业人口仍比2月份的水平低13%，5月份的非农雇员总数依然处在2011年底的水平。

U3失业率*将随着时间的推移而下降，不过，关于失业救济金的进一步财政支持的不确定性意味着失业前景仍然充满了不确定因素*。失业率（U3）从3月份的4.4%和2月份的3.5%飙升至4月份的14.7%，远超之前的历史峰值。然而，5月份失业率意外下降至13.3%，与市场预期进一步上升形成鲜明对比。5月份**失业人数**下降210万人至2,100万人，但仍比2月份多1,520万人。美国劳工统计局关于**暂时裁员**变化的数据显示，5月份的就业增长主要是由于暂时被裁员的人获前雇主重新雇用，因此可以通过非传统的招聘渠道迅速处理，如电子邮件、电话或短信。

永久失业人数继续上升，5月份增加了295,000人，达到230万人。如果这一趋势在未来几个月继续，可能会严重打击失业率迅速降至5%以下的希望，因为永久性裁员的职位往往需要更长的时间才会重设继而恢复招聘，这也可能影响到长期自然失业率。此外，劳工统计局的报告还透露，有大量的被采访对象被记录为因“其他原因”而属于就业中但并不实际工作，如果这些被归类为暂时性裁员，整体的U3失业率会比原先报道的高出3个百分点左右，即4月份的失业率应该是16.3%。尽管如此，如果7月之后额外失业补助被大幅削减或终止，此举实际上可能会鼓励失业人员寻找新的工作机会，长期来看对劳动力市场可能反而有利。

平均时薪预期将逐渐下降到正常水平。继4月大幅上涨4.7%之后，随着就业大幅反弹，5月平均时薪环比下跌1.0%。5月的下降和4月的大幅上涨都表明，低薪行业岗位的流失和增加是过去两个月影响就业人口变动的最大因素，推动工资率上下波动，但这个数据在现阶段没有过多的参考价值。随着劳动力市场继续改善，我们预计，由于更多低收入工作职位恢复招聘，平均时薪将在同时期内逐渐下降。

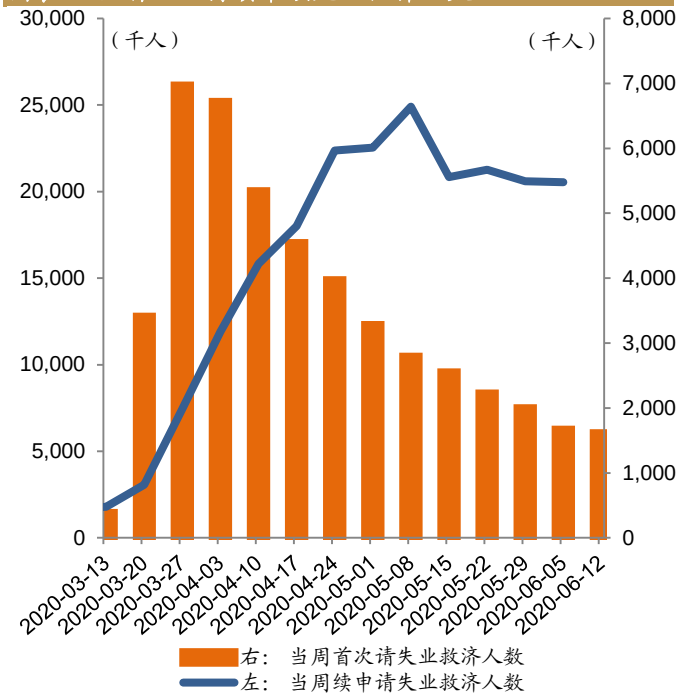
劳动力参与率也将在未来几个月有所改善。该参与率从2月最近的高点63.4%下降到4月的60.2%，是1973年以来的最低水平，原因是封锁措施迫使一些人完全退出了劳动力市场（至少是暂时性的），因为他们觉得没有希望很快找到任何新工作，或者是需要照顾老年人或因为学校关闭而需要在家照顾儿童。5月的参与率在经济开始重启之后略为回升至60.8%。我们预计，参与率将在今年余下时间缓慢回升，但如果学校维持关闭的时间比预期长，部分因为照顾家庭而离开劳动力市场的人可能会受到限制而不能重回劳动力市场。

劳动力市场前景存在着巨大的不确定因素。《CARES法案》提出就业支持的潜在延伸政策，可能在决定劳动力市场复苏方面发挥关键作用。1）目前的**工资保障计划（PPP）**和其他针对特定行业的就业援助计划都有着明确的时间限制，如果雇主所处行业在计划到期时仍然面对多重不利因素，而导致业务无法恢复至大体正常水平，尤其是在休闲、酒店和旅游业，将很难估计到时有多少人会被解雇。因此，也很难预测到那时失业率是否会突然大幅上升。2）目前根据《CARES法案》的每周600美元的联邦失业救济金将于7月31日到期，能否延期还存在很大的不确定性。

国会预算办公室（CBO）最近的研究估计，如果600美元的失业救济金在7月底到期后再延长6个月，大约每6名领取者中就有5名会比其选择就业而获取更高的薪水收入。与此同时，相比起如果没有延长额外失业救济金，领取者在商品和服务上的平均支出将会更接近他们在受雇时的消费支出。基于失业救济金将会获延长的假设，可能出现以下两种情况：a）失业率下降的速度将放缓，因为有资格获得额外福利的人失业后境况会更好，而不愿更加主动地求职；b）如果人们对外出购物和就餐有安全感，那么个人消费很可能会因为额外的失业救济金而保持相对健康，这将进一步刺激消费。

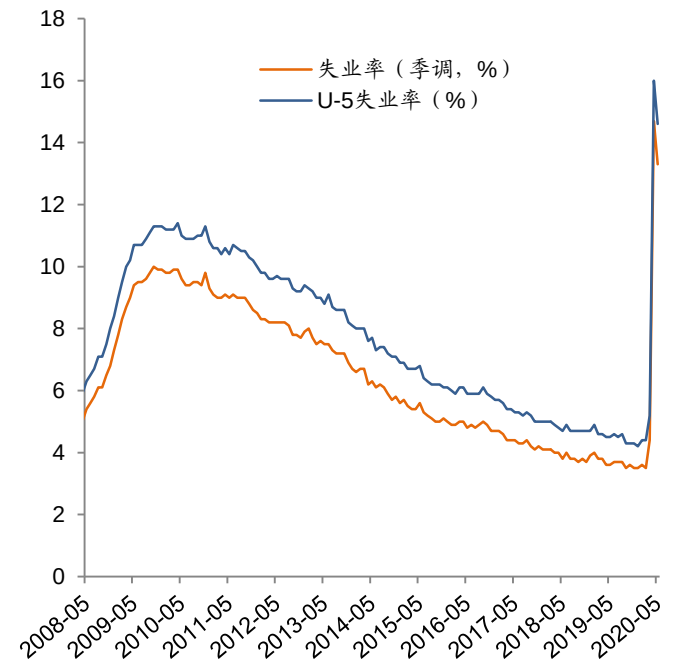
总体而言，*我们认为劳动力市场最差的时刻可能已经过去，我们预计就业情况将有所改善，但在未来几个月，改善的步伐将逐渐放缓。*我们的基本假设是，工资保障计划（PPP）按照目前的时间表继续实行，每周600美元的额外失业救济金将延长（至少会部分延长）几个月。如果失业救济金于7月底一次性终止，失业率回落的速度可能会比没继续延长稍快。因为5月大多数的新增职位都集中在受到疫情严重影响的行业，而且在成功开发疫苗或有特效药之前仍然需要维持一定程度的社交距离，因此这些行业预计也不会很快完全复苏，所以我们估计就业人口的回升速度可能会在中期放缓。

图表 33：首次及持续申领失业救济人数



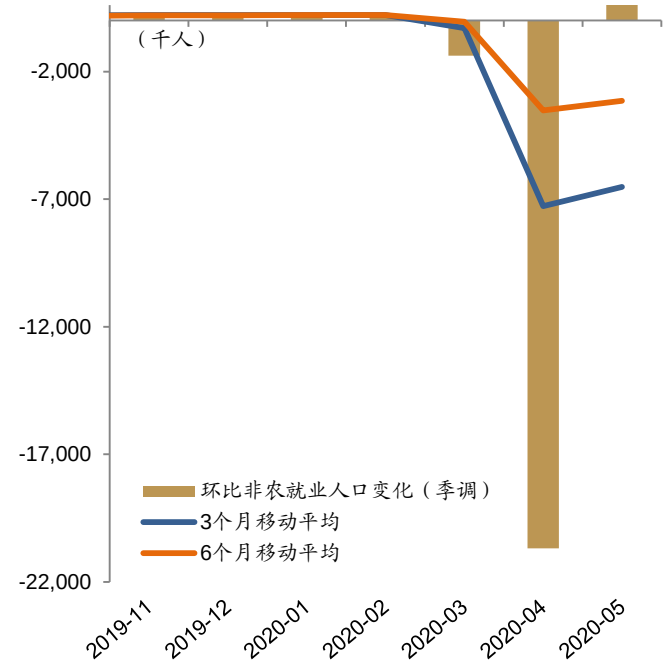
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 34：失业率



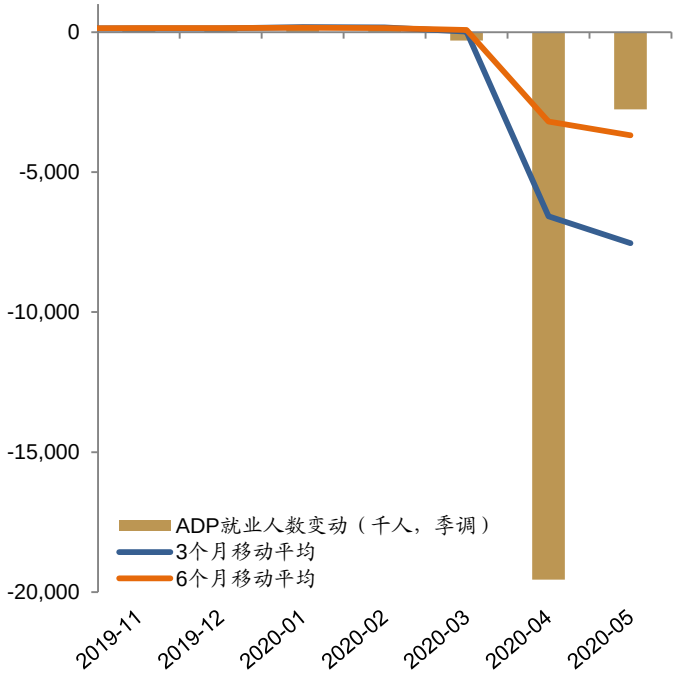
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 35：非农业就业人口变化



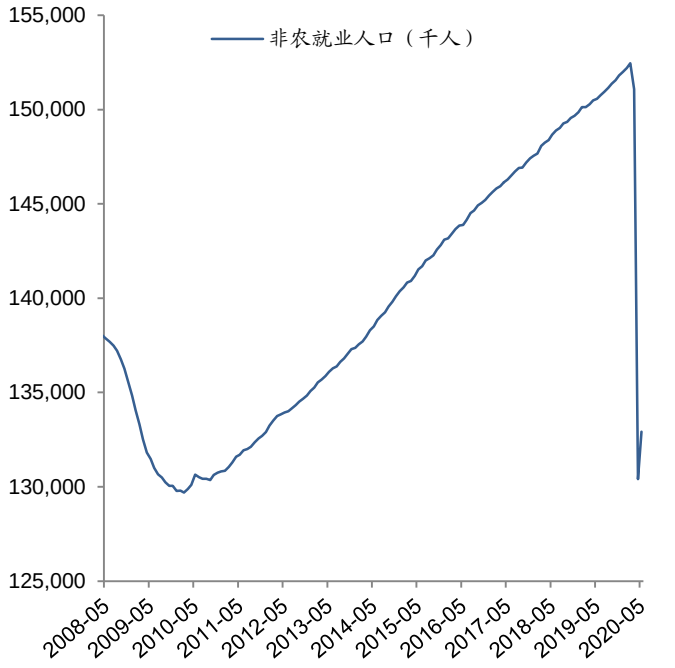
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 36：ADP 就业人数变动



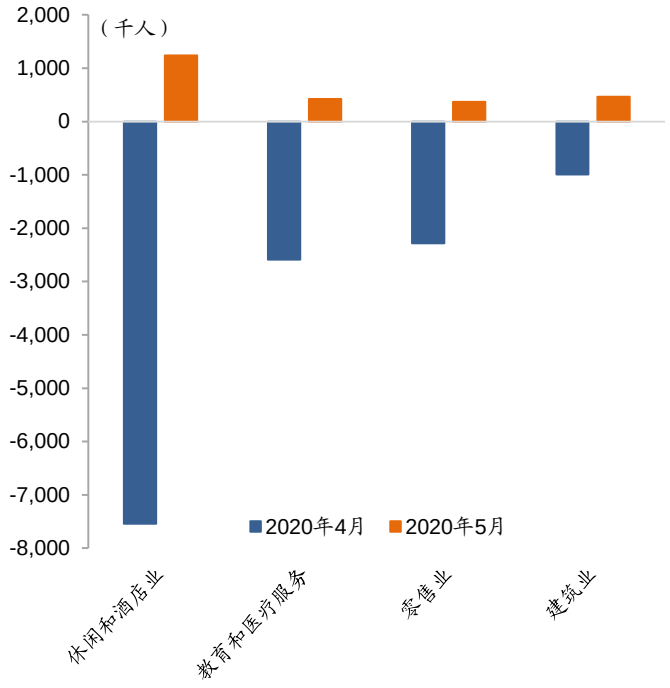
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 37：非农就业人口仍处于 2011 年的水平



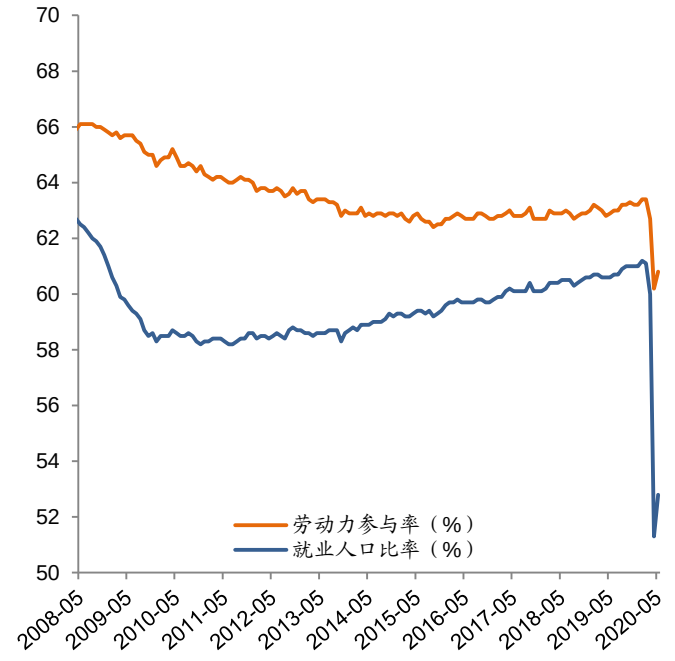
资料来源：彭博、招商证券（香港）

图表 38：4 月/5 月流失/增加最多职位的行业



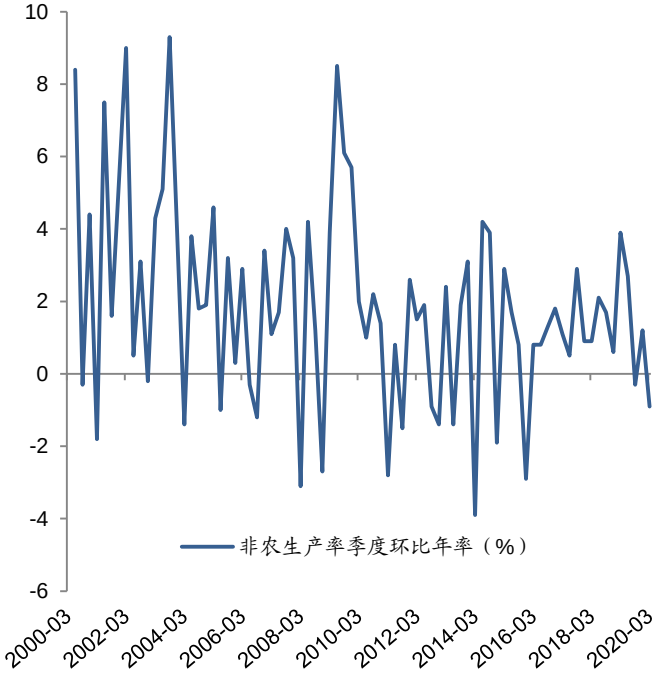
资料来源：彭博、招商证券（香港）

图表 39：劳动参与率



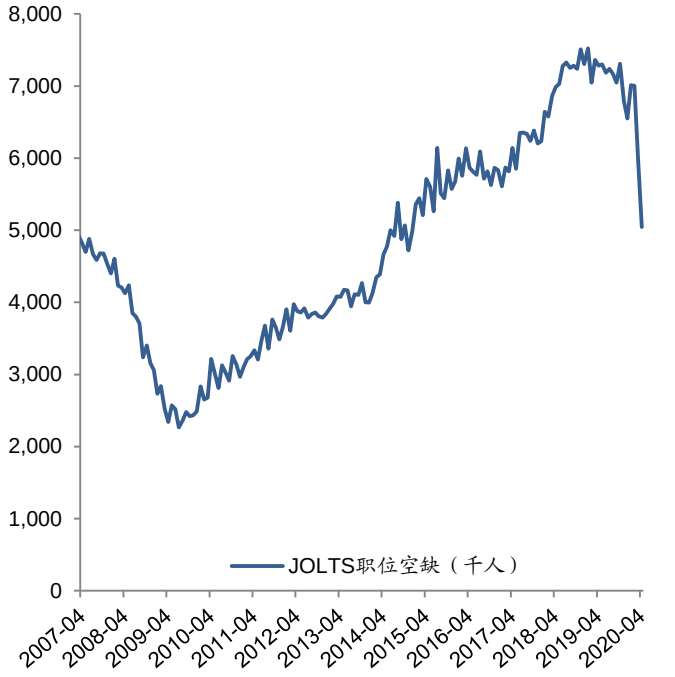
资料来源：彭博、招商证券（香港）

图表 40：劳动生产力



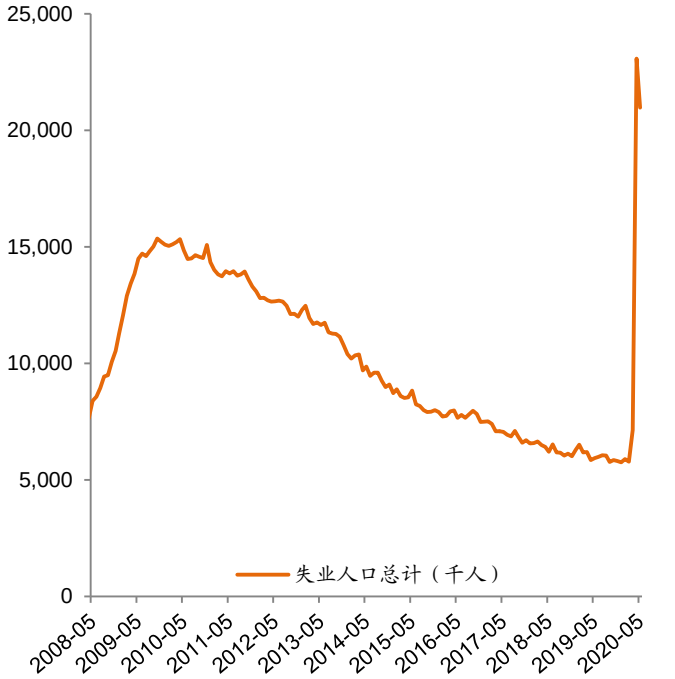
资料来源：彭博、招商证券（香港）

图表 41：劳工需求（JOLTS）



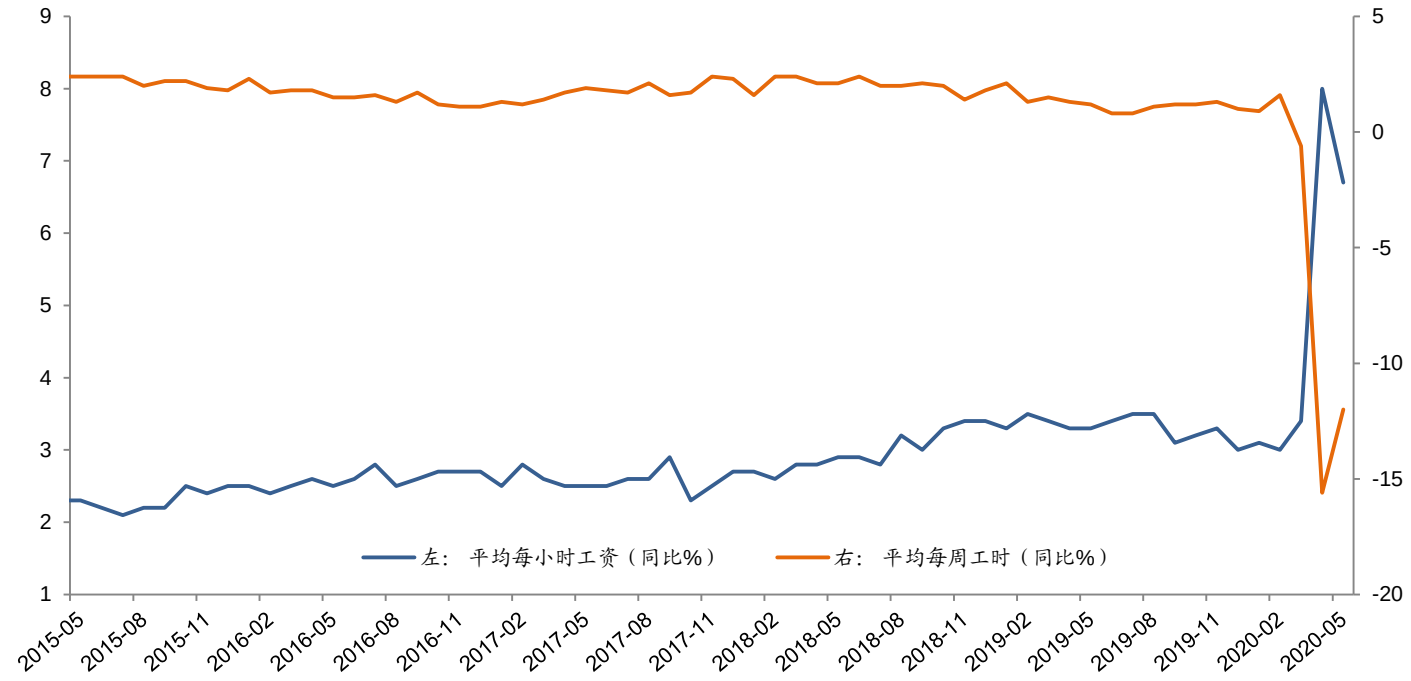
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 42：失业水平



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 43：平均时薪及每周工时



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

通胀

去通胀压力将在短期内持续存在，整体物价上行风险有限

在消费者需求预计将保持疲弱的情况下，尤其是对需要人与人之间密切接触的服务行业而言，加上油价很可能会在短期内保持在较低的水平，沉重的去通胀压力意味着 2020 年全年的个人消费支出通胀可能仍远低于美联储 2%的通胀目标。

*新冠疫情的爆发对经济中的总体物价水平产生两个抵消的效应。*一方面，全国范围内的封城导致的停产短期内严重削减了供应能力，这一效应将产生通货膨胀力。另一方面，维持社交距离和企业关闭（对上游的需求）冲击了需求端，造成了去通胀压力。我们认为总体物价水平面临明显的下行风险。

整体通胀*大幅下滑。*这在很大程度上反映了近期全球石油价格 - 因疫情带来的萧条而出现的需求萎缩 - 导致的暴跌。自今年年初以来，油价下跌近一半，虽然随着主要经济体自 4 月底开始解除封锁，油价自 4 月底起迅速回升。相反，由于 1) 全球供应链、物流和生产力短期内中断；2) 人们需居家隔离而导致对生活用品需求的激增，食品商品价格出现了较为明显的上涨。

PCE 价格指数作为美联储的官方通胀指标，4 月仅录得同比增长 0.5%，大幅低于 2 月份的 1.8%，目前处于自 2015 年 12 月出现上一次油价崩盘周期以来的最低水平。消费者价格指数（CPI）也确认了这一趋势，自美国开始实行封锁以来，CPI 已连续 3 个月环比下降。但随着封锁逐步解除，我们判断暂时性的物价收缩似乎已经触底。

核心通胀率*也大幅下跌。*为维持社交距离导致，对服务行业的需求出现空前的下跌，这也加剧了物价水平的下行压力，短期内如果没有疫苗面世，这一情况将不会得到本质缓解。值得注意的是，自疫情爆发以来，民航和酒店价格均出现了大幅下跌。不计入食品和能源价格变化的核心 CPI 同比也从 2 月的 1.8%跌至 4 月的 1.0%，是 2010 年 12 月以来的最低水平，同样远低于美联储 2%的通胀目标。

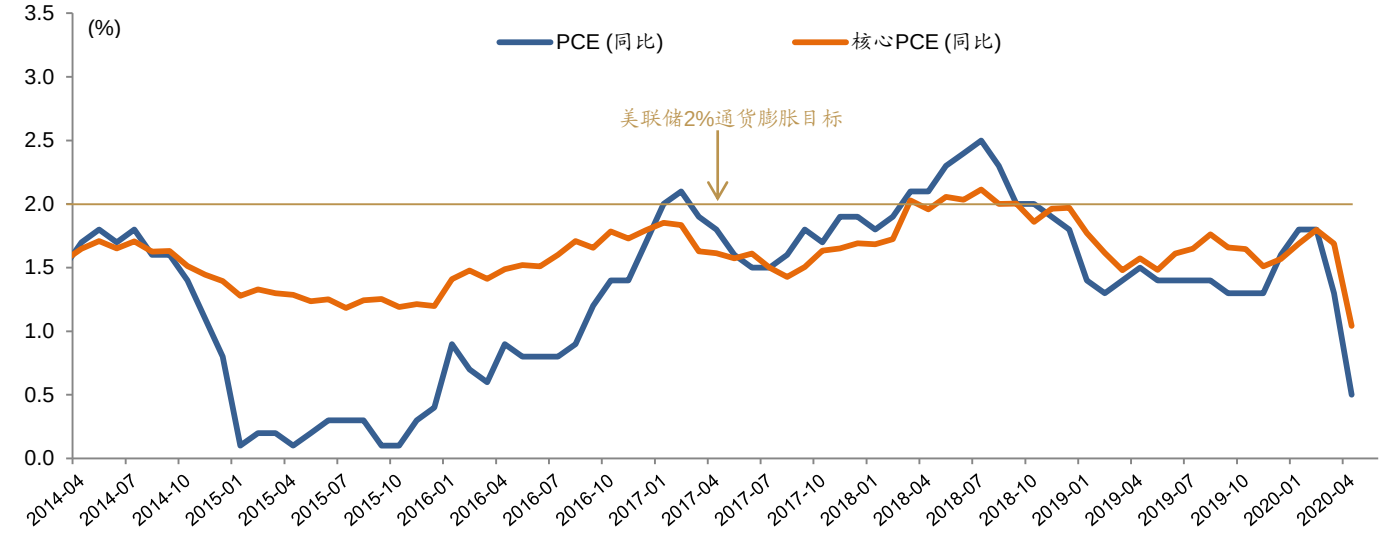
生产者价格*下跌和****美元升值****也消除了短期内的通胀担忧。*按月来看，从 2 月到 4 月，PPI 连续三个月下降，5 月略有回升。此外，自疫情爆发以来美元近期的强势走势可能会在未来数月压低进口价格，并增添物价水平的下行压力。3 月和 4 月数据显示，进口价格环比分别下降 2.4%和 2.6%，5 月则小幅反弹 1.0%。

封锁期间导致消费模式出现巨大变化令人们*担心如何衡量****真正的通胀水平****，但目前来看，这应该不是一个严重的问题。*这些模式变化本身未必会对衡量通胀产生重大影响。最近的学术研究，对不同消费类别在封锁期间的占比进行估测，并作为实验将这些占比回溯应用到 2019 年的通胀数据中，所得结果显示只导致通胀略有上升。由于某些类别的支出占比因封锁而减少，其中既包括低于基准通胀率的一些类别（如服饰和鞋类），也包括高于基准通胀率的类别（如餐饮和酒店），故净影响很小。

*短期内工资上涨压力也有限，*因为**单位劳动力成本**往往在经济衰退期间会大幅下降，更不用说疫情引起的衰退导致的失业规模前所未有。所有这些都将削弱工人在薪金谈判中的议价能力，并减轻企业提高商品和服务价格的压力。

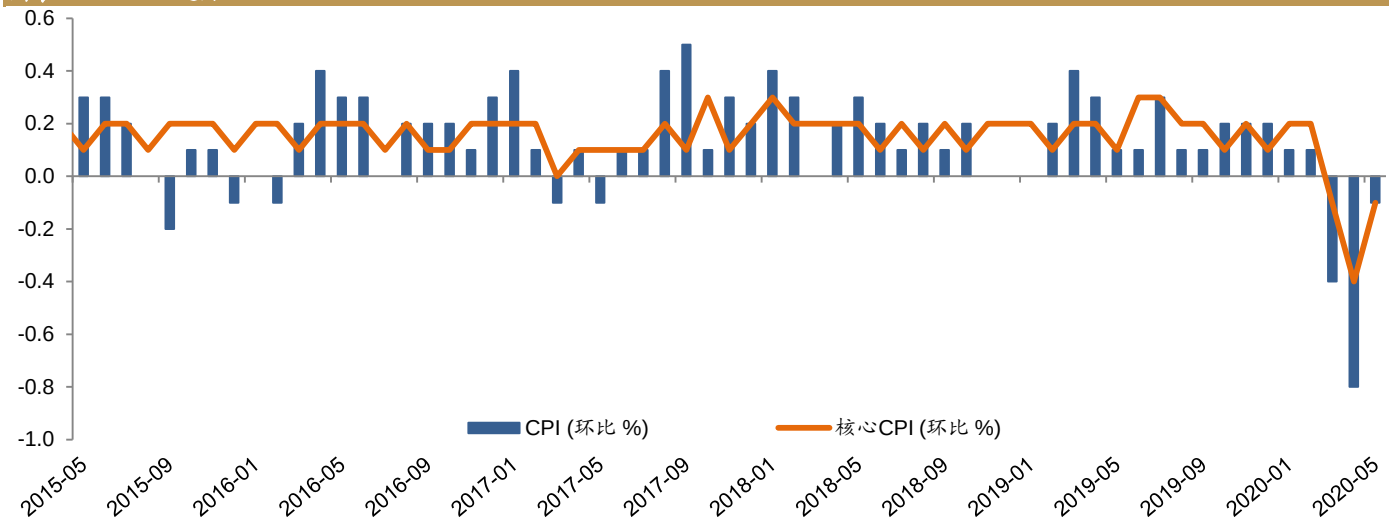
同时，大多数基于调查的**通胀预期**指标都显示中短期通胀前景将大为走弱，这将对当前价格水平产生反馈效应。

图表 44：PCE 通胀（美联储的官方通胀衡量指标）



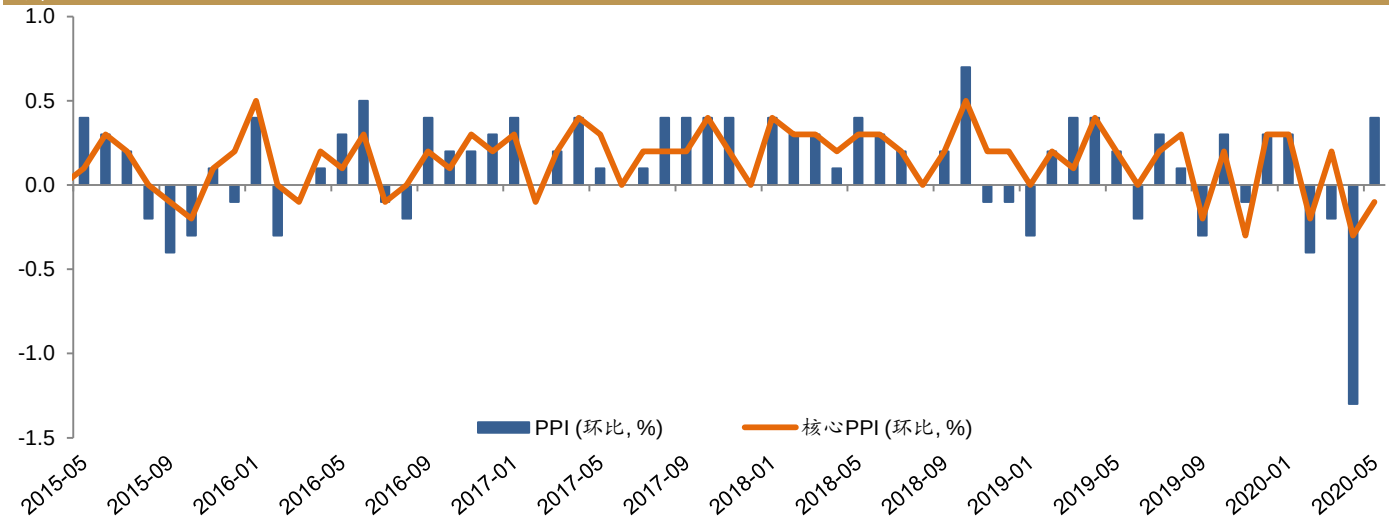
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 45：CPI 通胀



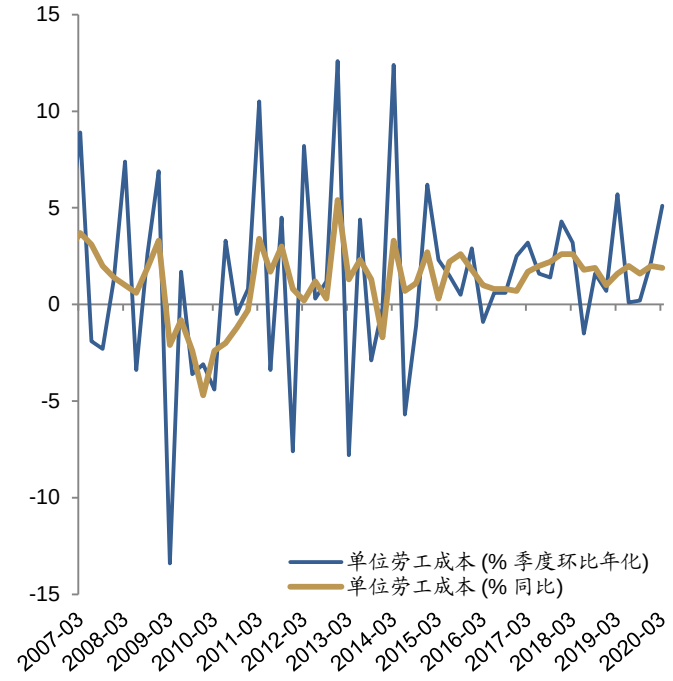
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 46：PPI 通胀



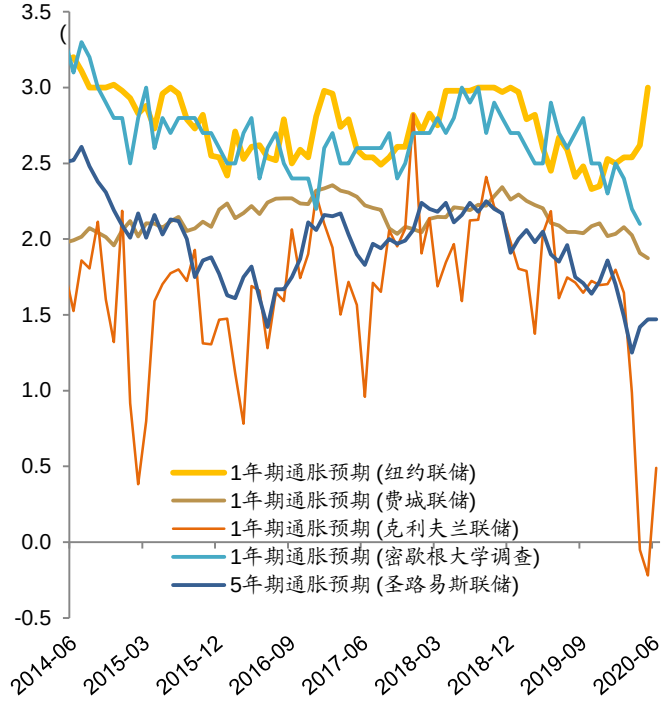
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 47：单位劳动力成本



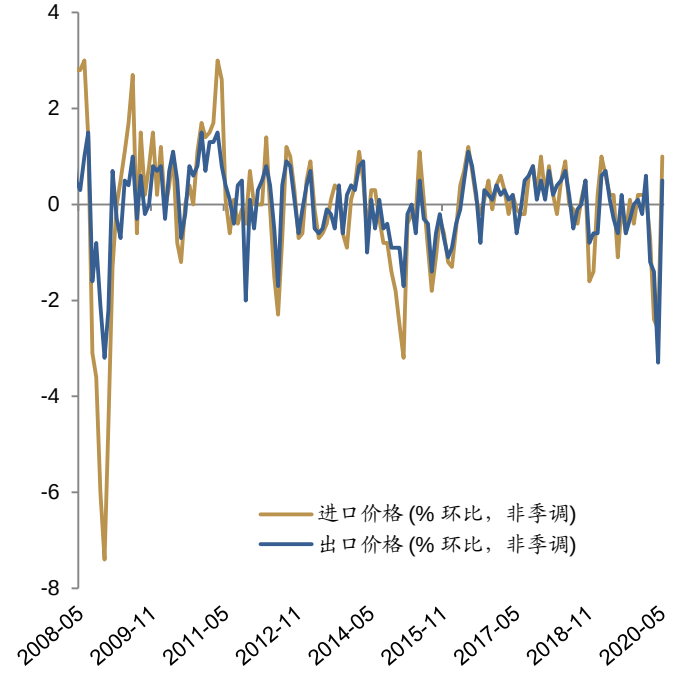
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 48：通胀预期调查



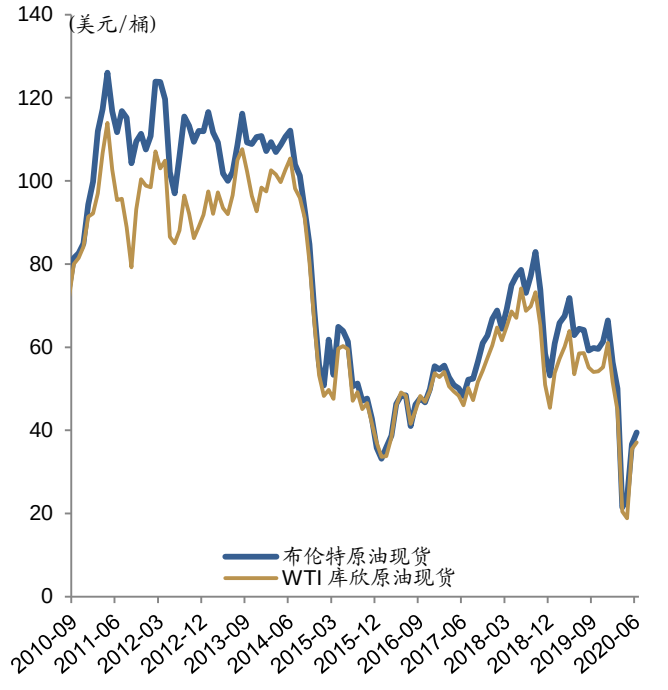
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 49：进口及出口价格



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 50：现货石油价格



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

外部需求

贸易额大幅下跌，预期会在夏季有所改善

总体而言，我们倾向于认为，净出口对 GDP 增长的贡献略有下行风险，这意味着净出口可能拖累今年的经济增长。这主要反映在出口跌幅将大于进口的跌幅，尤其是在二季度末和三季度初更是如此，主要原因是我们预计短期内，随着相较于世界其他主要经济体，美国更早和更快的解封，会使其经济恢复的速度在初期快于其他国家，需求的恢复也将更快。但总体而言，2020 年下半年净出口增长趋势仍存在巨大的不确定性。

今年的贸易总值将受到严重影响。全球和国内需求都出现明显下跌，令出口和进口大幅骤降。与此同时，出口所受的影响远超进口，导致贸易赤字上升。尽管外部需求较疫情时期的峰值有所回升，但即将出炉的调查数据显示出口增长仍将保持疲弱。尤其是，因为欧洲和一些新兴市场国家（不包括中国）中，要么解封策略较美国明显保守（欧洲）或疫情爆发时间比美国迟（俄罗斯，印度和巴西等），我们认为，外部需求疲弱情况可能存在一定的滞后。

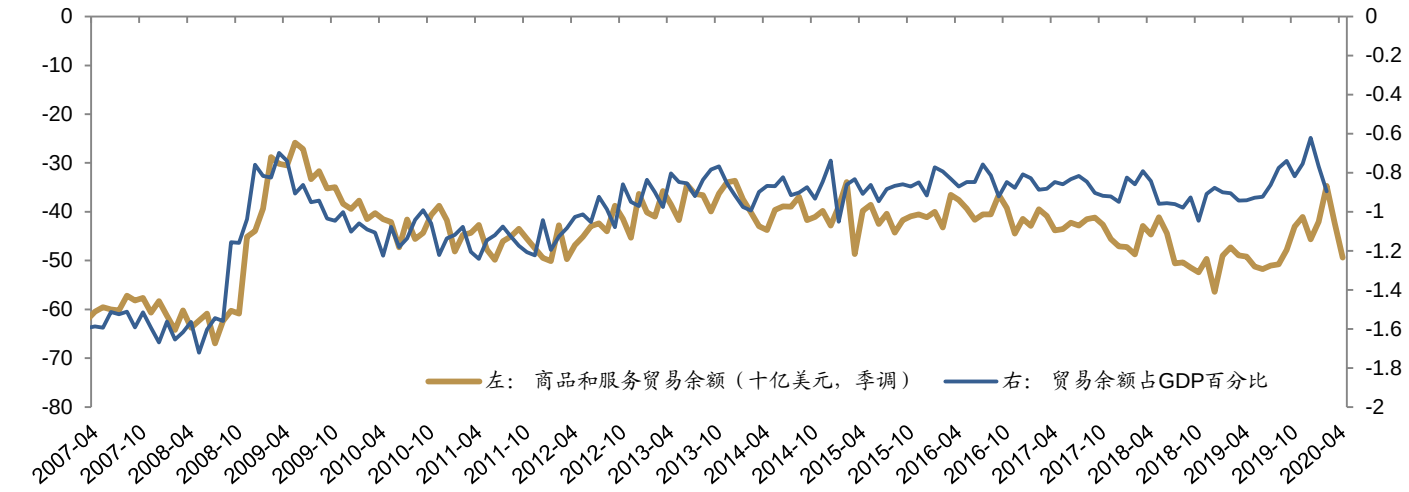
美元强劲令出口承压，这或许会给净出口带来进一步的阻力。美联储的贸易加权美元指数在 3 月底升至历史最高点，尽管此后略有回落，但仍处于历史高位。随着全球避险情绪自 3 月底以来有所减弱，美元流动性也有所改善。虽然我们有理由假设美元更有可能在 2020 年余下的时间保持相对温和及稳定，但预计其不会对今年净出口带来积极贡献。

由于美国已在去年底成为石油净出口国，全球石油需求的下滑可能会给美国的净出口带来额外的阻力。尤其是美国原油开采的单位生产成本与其他石油输出国相比相对较高，这意味着在需求疲软和低油价的环境下，美国石油生产商缺乏提高产量的积极性，因此，在这种情况下，石油业很难为美国的出口做出积极贡献。

与中国达成的第一阶段贸易协议的执行过程相当坎坷。根据中国海关总署的数据显示，今年前 5 个月，中国自美国进口总额较 2019 年同比下降 7.3%，较第一阶段协议基准年 2017 年则同比下降 27.3%。在今年余下的时间里，中国将需要进行大量的采购才可弥补年初落下的进度，这个任务即使在正常的年度也极具挑战性，更不用说中国目前还面临着巨大的经济下行压力。自签署第一阶段贸易协议以来，美国对中国商品的平均关税税率已略有下降并保持稳定，结束了两年来的上升趋势。

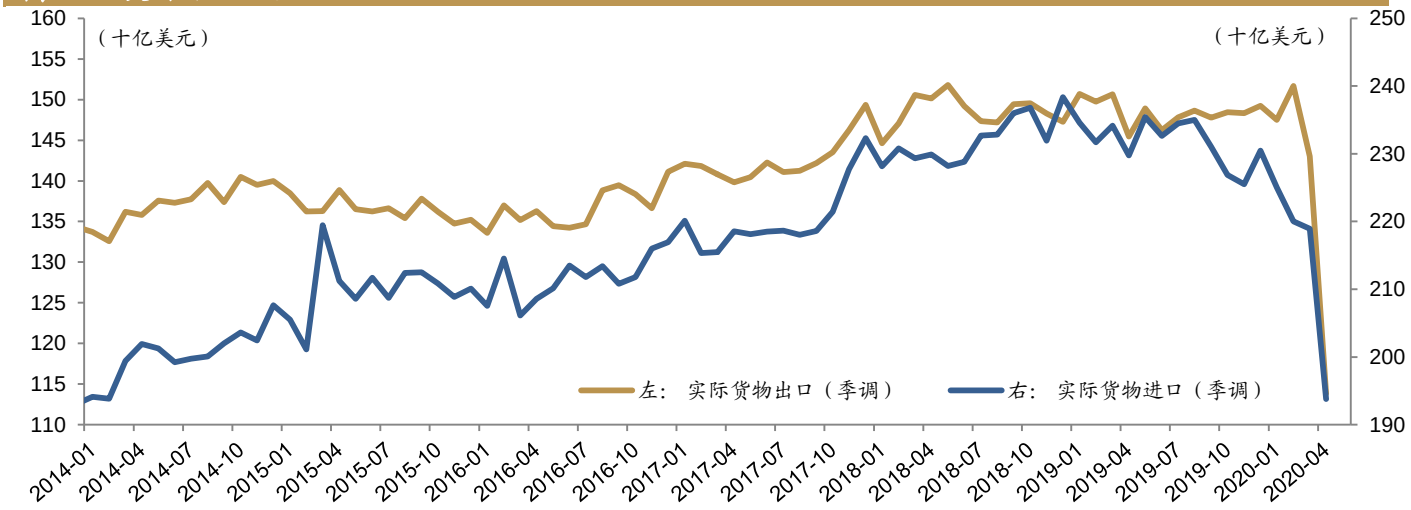
我们无法完全排除中国在 11 月美国总统大选前的一段时间大幅加大从美国进口的可能性。在这种情况下，与中国的双边贸易可能在今年底提振美国的净出口。

图表 51：美国贸易余额



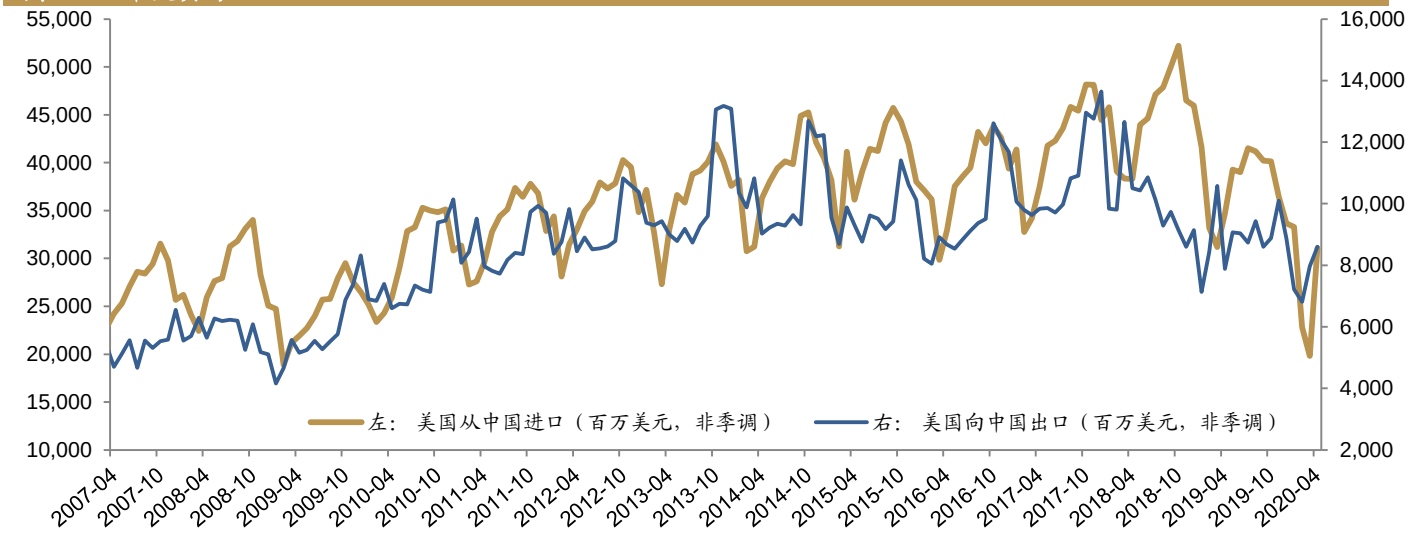
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 52：美国出口及进口



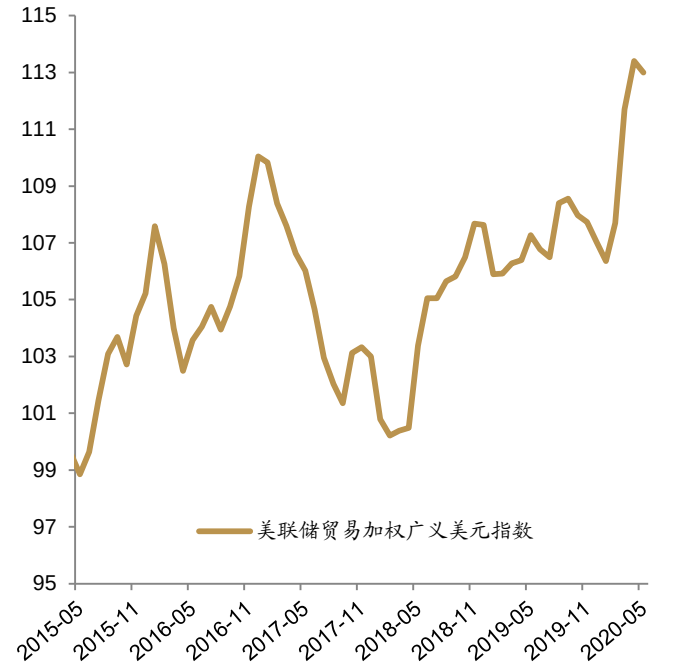
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 53：中美贸易



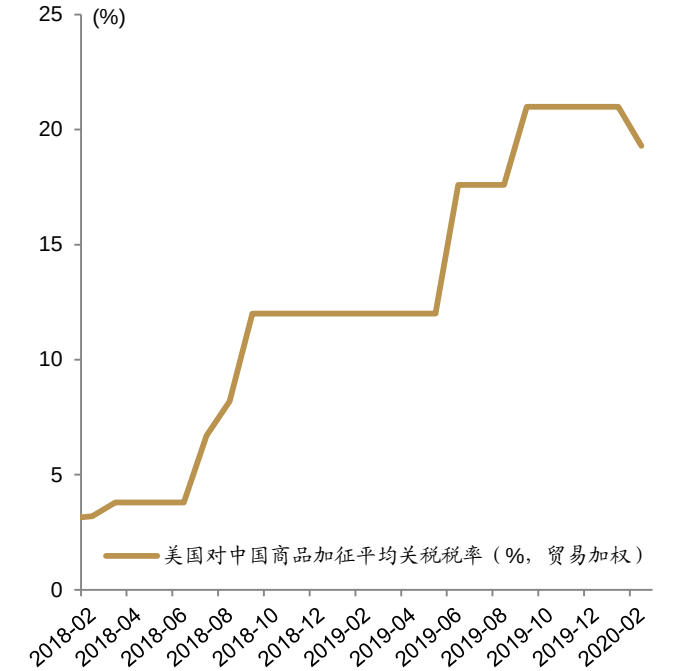
资料来源：经由彭博的美国统计局数据、招商证券（香港）研究部

图表 54：贸易加权美元指数



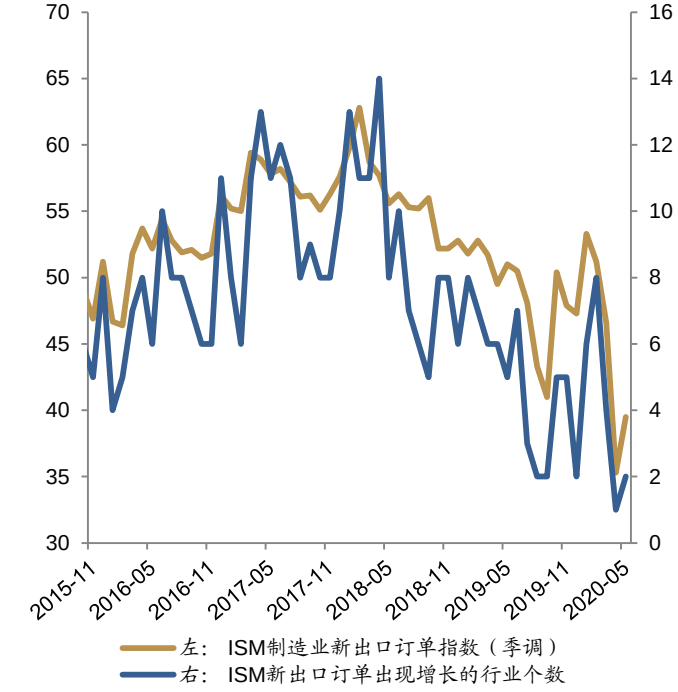
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 55：美国对自中国出口加征的平均关税



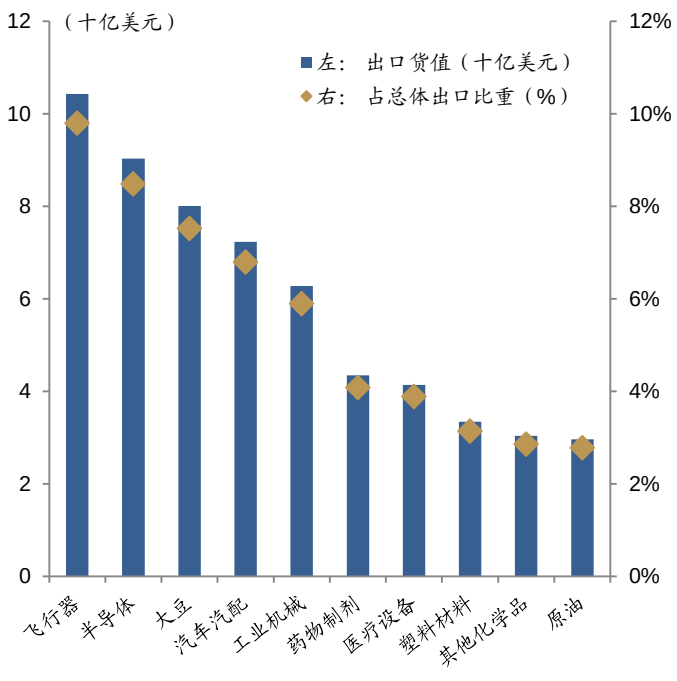
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 56：美国出口订单



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 57：对中国出口的货品贸易类别（2019 年）



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

货币政策

疫情后美联储将逐步退出政策支持，预计中期内维持低利率环境

我们认为美联储将利用现有的政策工具来引导美国经济复苏，同时考虑在疫情消退后如何退出当前的政策。新公布的量化宽松指引应可以缓解近期市场上对长期国债收益率可能走高的忧虑情绪，并给予美联储足够的灵活度。我们预计，在出现强劲复苏之前，当前的量化宽松计划将继续实施。我们认为美联储有可能引入收益率曲线控制（YCC）政策，但该政策更可能在 9 月或之后的会议上推出。加息则要数年之后才会重启。

逐步退出政策支持。疫情期间，美联储挽救美国经济和金融市场的过程可以概括为三个阶段。*第一阶段*包括单一的传统货币政策：将联邦基金利率降至接近零的水平，扩大回购操作的规模。*第二阶段*包括美联储宣布新一轮量化宽松计划，该计划后来扩大为无限量模式。随后进入*第三阶段*，在这一阶段，美联储设立了九项流动性支持工具，包括支持企业信用债的一级和二级市场操作、购买贷款和提供市政债券流动性便利。*我们预计，美联储将以推出时相反的次序依次退出这些纾困政策。*

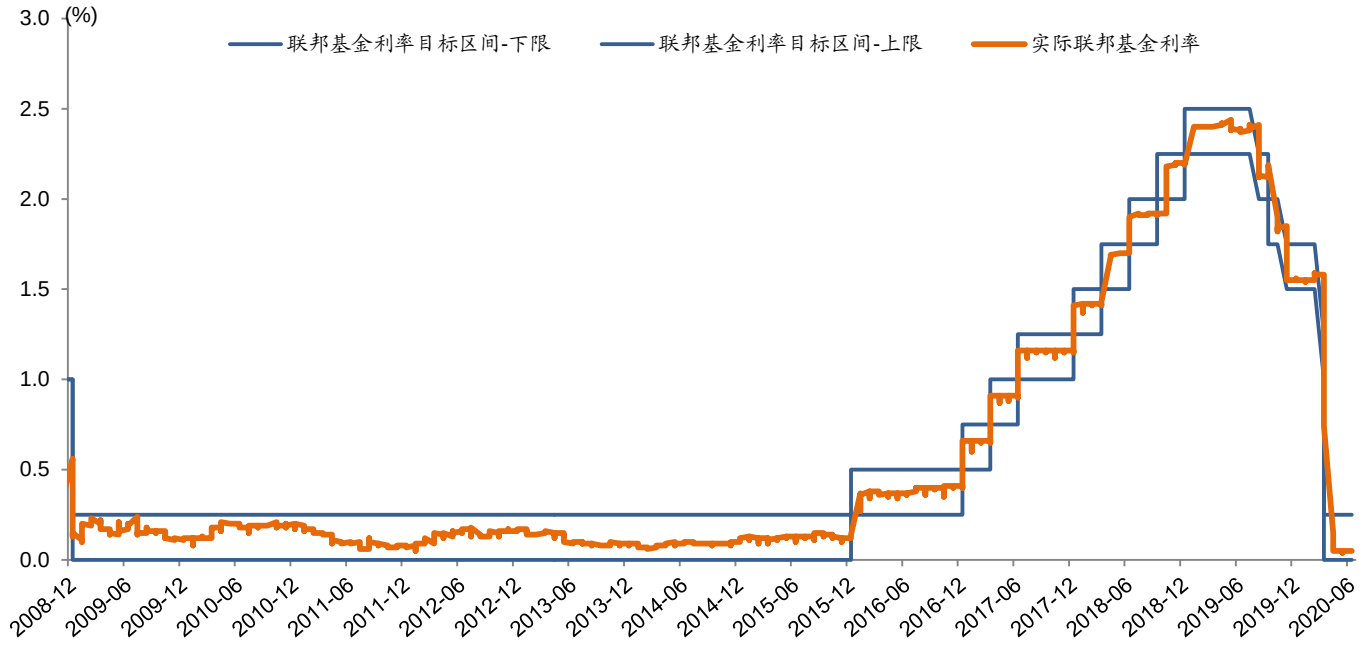
信贷支持有望维持。在疫情严重影响美国企业日常经营和家庭生活的情况下，美联储坚称*第三阶段*的纾困政策是向美国企业和家庭提供信贷支持。因此，有鉴于美国经济正在逐步复苏，我们预计这些支持工具有望保持，并很可能会持续到美联储确信流动性问题不会有发展成偿付能力危机的危险，且经济中的信贷流动充足为止。其后，美联储可能会暂停这些操作，并在政策终止前停止此类便利下的购买计划，而何时终止政策及停止购买将取决于经济复苏的进程以及美联储所购买资产的期限。

当前量化宽松将继续。引入无限量化宽松及在*第二阶段*纳入商业抵押贷款支持证券购买，是为了支持市场平稳运行，并将货币政策有效传导至更广泛的金融环境。实际上，自美联储直接干预金融市场以来，美国国债市况已经明显好转，10 年期国债收益率一直稳定在 1%以下。尽管如此，鉴于今年剩余的时间，财政部仍将有规模庞大的国债发行，美联储积极保障国债市场的平稳运行至关重要。美联储在 6 月的 FOMC 会议上正式宣布其量化宽松规模将至少保持当前的步伐（约每周 200 亿美元）。我们预计，在出现强劲复苏之前，当前的量化宽松计划将有望维持。

可能推出正式的收益率曲线控制(YCC)政策。4 月的 FOMC 会议纪要和主席鲍威尔在 6 月 FOMC 会议后的公开讲话均确认 FOMC 一直在讨论推出正式收益率曲线控制的可能性，但目前能未有任何结论。我们认为美联储有可能会引入收益率曲线控制政策，但该政策更可能在 9 月（或更迟）当新冠病毒疫苗问世前景变得更加明了、经济复苏路径变得更加清晰以及货币政策策略评估完成后才会推出，该政策策略评估同时可能会影响美联储未来数十年应对经济复苏和通胀的方式 。实际上，美联储可以在没有正式声明的情况下隐性地实施这一政策，因为执行这一政策可能会极大地限制其公开市场操作的灵活性和对自身资产负债表控制的能力。在现阶段，美联储明显不确定该政策是否绝对的利大于弊。

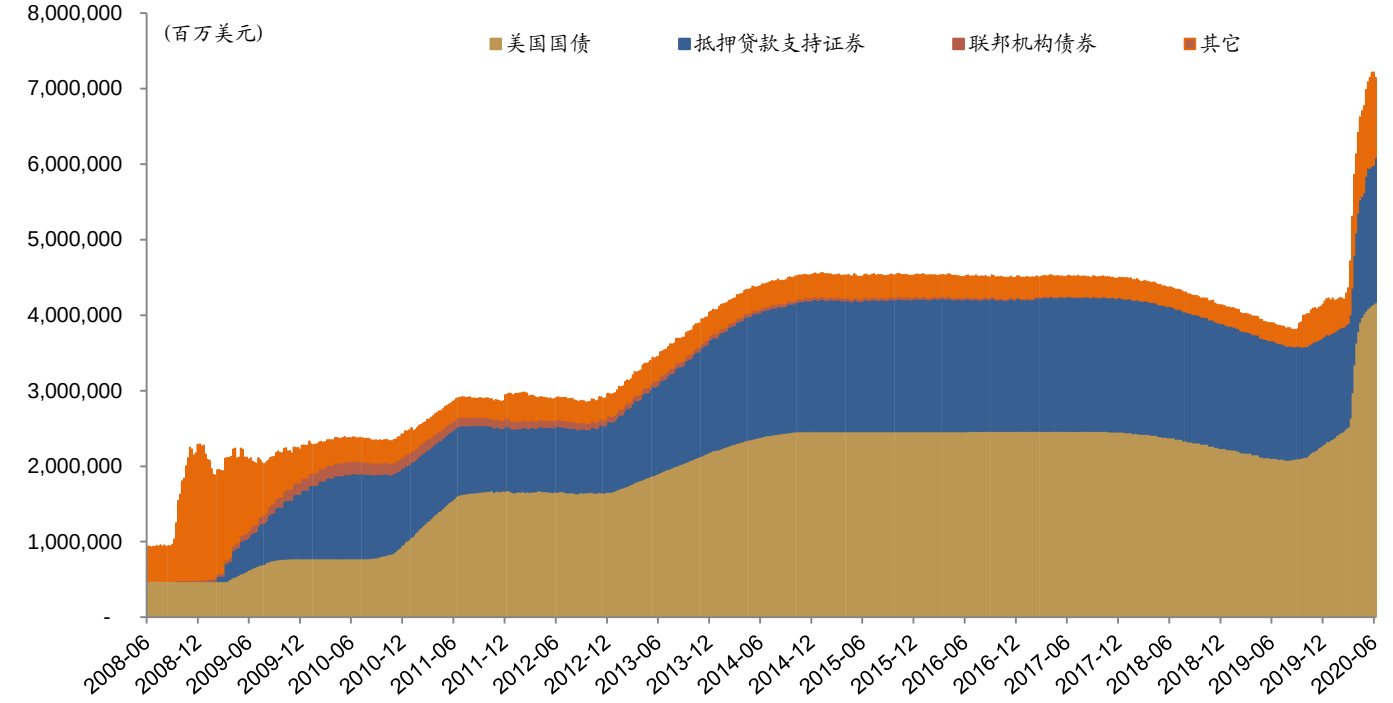
加息要在数年后才会重启。美联储宽松政策的*最后一个*阶段将会是将利率提高至长期中性利率水平，FOMC官员认为该长期中性利率为2.3-2.5%之间。最新的点阵图显示，17位FOMC官员预计联邦基金利率在2020年和2021年都将保持在接近零的水平，而17位官员中有15位认为在2022年底前利率将保持在接近零的水平。我们预期美联储将在今年晚些时候，当经济复苏轨迹更加明朗之时，提供要么一种供状态依从（经济指标超过一定门槛后便会调整利率）的，或时间依从（超过特定日期后便会调整）的前瞻性指引。*有鉴于策略评估的结果可能会以“补足（make-up）”形式做出以及将会出现持续的去通胀压力，总体而言，我们认为加息要在数年后才会重启。*

图表 58：联邦基金利率



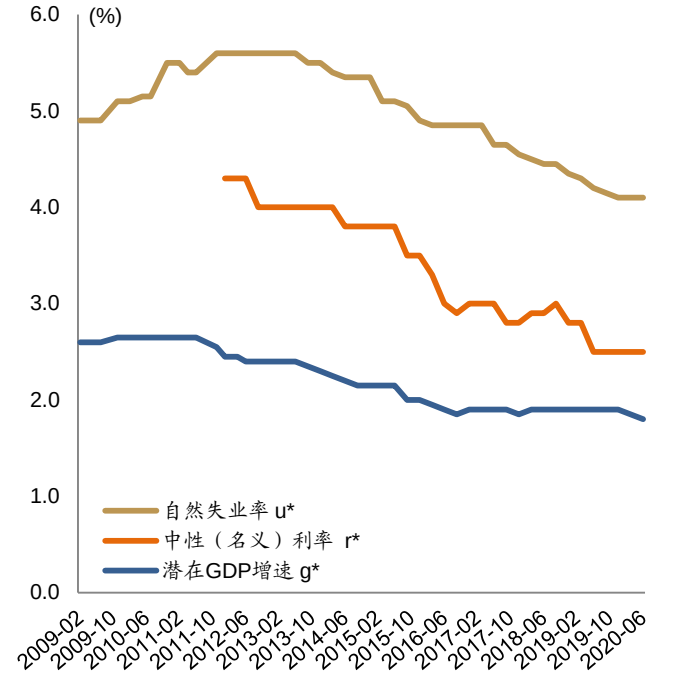
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 59：美联储资产负债表



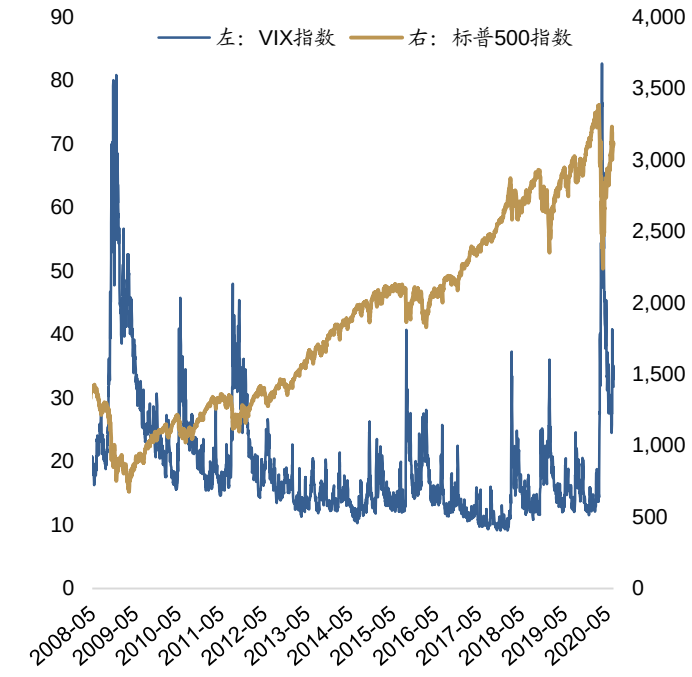
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 60：长期利率



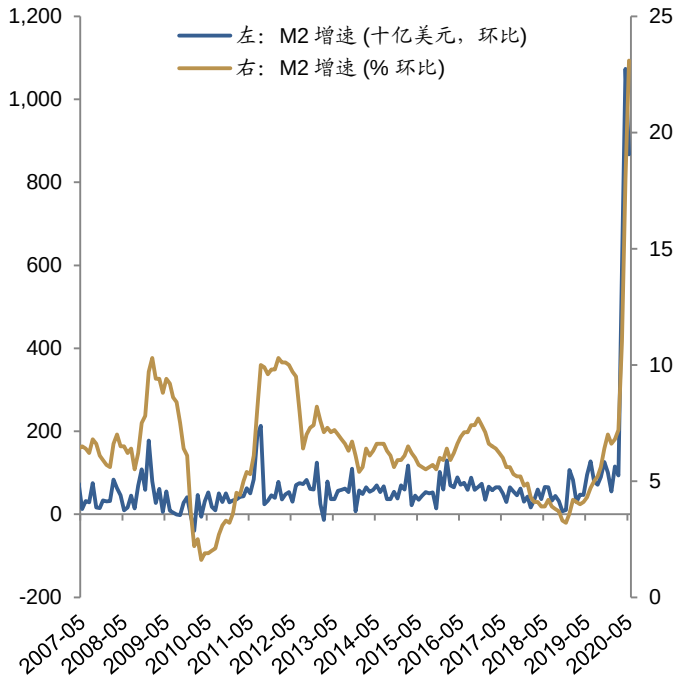
资料来源：美联储、Congressional Budget Office、招商证券（香港）研究部

图表 61：金融市场



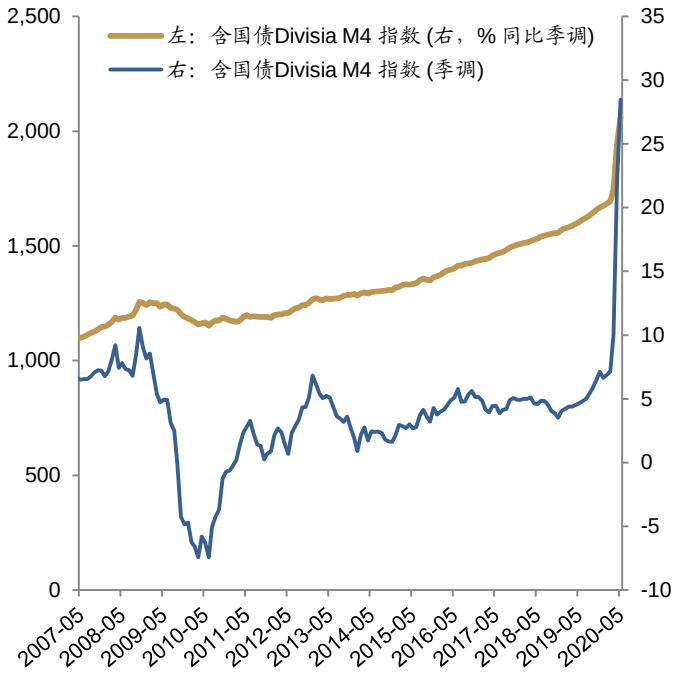
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 62：M2 供应



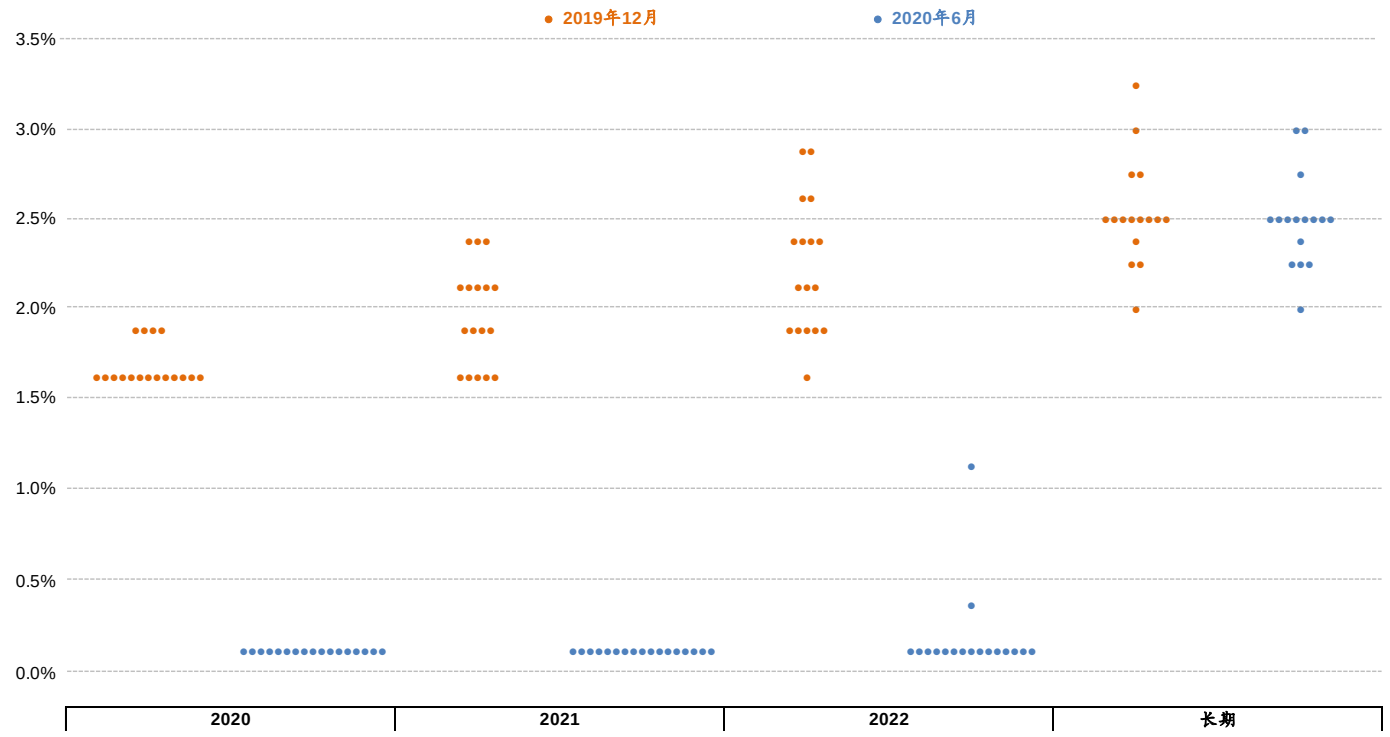
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 63：M4 供应



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 64：2019 年 12 月及 2020 年 6 月 FOMC 官员对利率预测的点阵图



资料来源：美联储、招商证券（香港）

图表 65：自 3 月起美联储推出的九项流动性支持工具

1) **商业票据融资便利 (CPFF)** – 为公司和市政发行人发行商业票据提供便利;
2) **一级交易商信贷便利 (PDCF)** – 为美联储 24 家一级交易商提供以多种投资级证券作为抵押的融资;
3) **货币市场共同基金流动性便利 (MMLF)** – 向存款机构提供贷款，从主要货币市场基金购买资产;
4) **一级市场企业信贷便利 (PMCCF)** – 从公司购买新债券和贷款;
5) **二级市场企业信贷便利 (SMCCF)** – 为未偿付的公司债券提供流动性;
6) **定期资产支持证券贷款工具 (TALF)** – 允许发行由学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款、小企业管理局担保的贷款以及某些其他资产支持的资产支持证券允许发行由学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款、小企业管理局担保的贷款以及某些其他资产支持的资产支持证券;
7) **薪资保护计划贷款便利 (PPPLF)** – 根据美国小企业管理局的薪资保障计划，向发放贷款的金融机构提供流动资金，该计划为小企业继续雇佣员工提供了直接激励;
8) **大众商业贷款计划 (MSLP)** – 向中小企业购买新的或扩大的贷款;
9) **市政流动性便利 (MLF)** – 直接向各州以及合格县市购买短期票据。

资料来源：美联储、招商证券（香港）研究部

财政政策

公共赤字预期将持续飙升，第四阶段刺激方案至关重要

我们认为，为支持经济复苏，国会仍有可能批准第四阶段的财政刺激方案。但与 3 月底推出的第三阶段 2.3 万亿美元的方案相比，此次推出的刺激计划的规模可能会小得多。初步重点应该是（至少部分是）延长每周 600 美元的失业救济金。

公共借贷和财政预算赤字自 3 月份以来飙升，并预计该情况还将持续。但现在还不是担心这两个问题的时候。

即将公布的和近期公布的（正面）经济数据明显令部分共和党参议员怀疑继续支持延长失业救济金或更多的财政救济的紧迫性，因为他们觉得目前没有必要这么做。我们担心近期统计部门发布颇为乐观的数据可能会使国会暂缓采取进一步刺激措施。毕竟，持续的财政支持对确保 2020 年下半年经济强劲复苏至关重要。

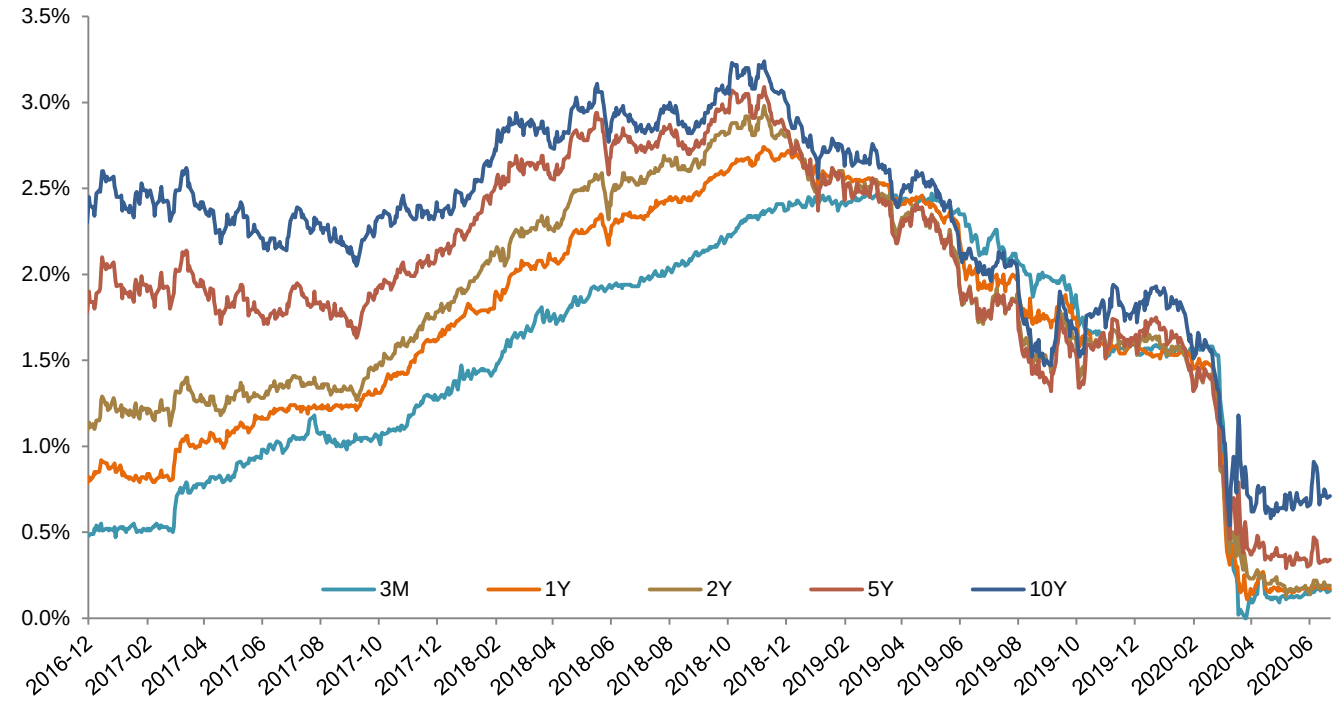
美国国债发行期限的变动以及财政部将如何与美联储合作以长期稳定国债市场，仍有待决定。到目前为止，国债发行主要集中在短期票据上。这些变动对收益率曲线的走势可能会产生重大影响。

图表 66：美国政府推出的纾困措施

日期	金额	措施
3 月 6 日	83 亿美元	**Coronavirus Preparedness and Response Supplemental Appropriations Act** (i) 病毒检测；向各州联邦医疗补助 Medicaid 拨款；开发疫苗、为治疗和诊断提供资助；资助疾病控制及预防中心（CDC） (ii) 为小型企业提供低息联邦贷款； (iii) 国际援助 12.5 亿美元
3 月 18 日	1,920 亿美元	**Families First Coronavirus Response Act** (i) 两星期有薪病假；受感染人士可享有最长 3 个月的紧急假期（享有三分之二的工资）；食品 (ii) 援助；向各州失业保险拨款； (iii) 暂停联邦学生贷款还款义务 60 天。
3 月 27 日	2.3 万亿美元	**Coronavirus Aid, Relief and Economy Security Act ("CARES Act")** (i) 2,500 亿美元用于向个人提供一次性退税； (ii) 2,500 亿美元用于扩大失业福利； (iii) 240 亿美元用于为最弱势群体提供食品安全网络； (iv) 5,100 亿美元用于通过提供贷款、担保和支持美联储 13(3)计划（即向非银行金融机构提供紧急贷款）防止企业破产； (v) 3,590 亿美元用于小型企业贷款和担保，以帮助保留员工的小型企业； (vi) 1,000 亿美元用于医院； (vii) 1,500 亿美元为向州和地方政府的拨款； (viii) 499 亿美元用于国际援助。
4 月 24 日	4,840 亿美元	**Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act** (i) 增加对小型企业贷款的资金； (ii) 为医院和冠状病毒测试提供资金。

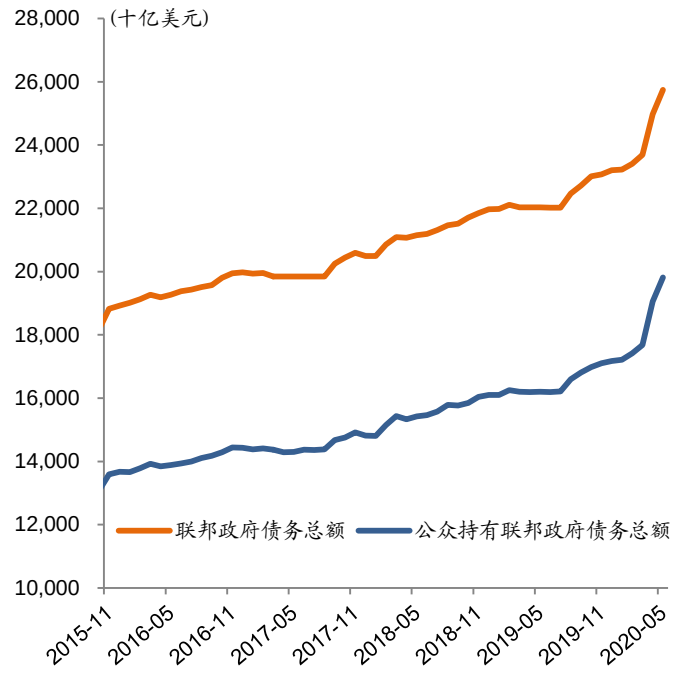
资料来源：彭博新闻、招商证券（香港）研究部

图表 67：美债收益率曲线



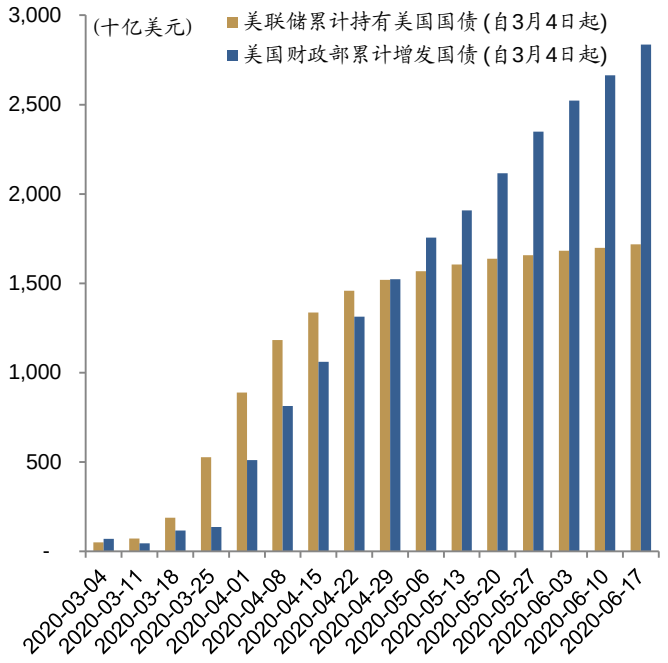
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 68：公共部门债务



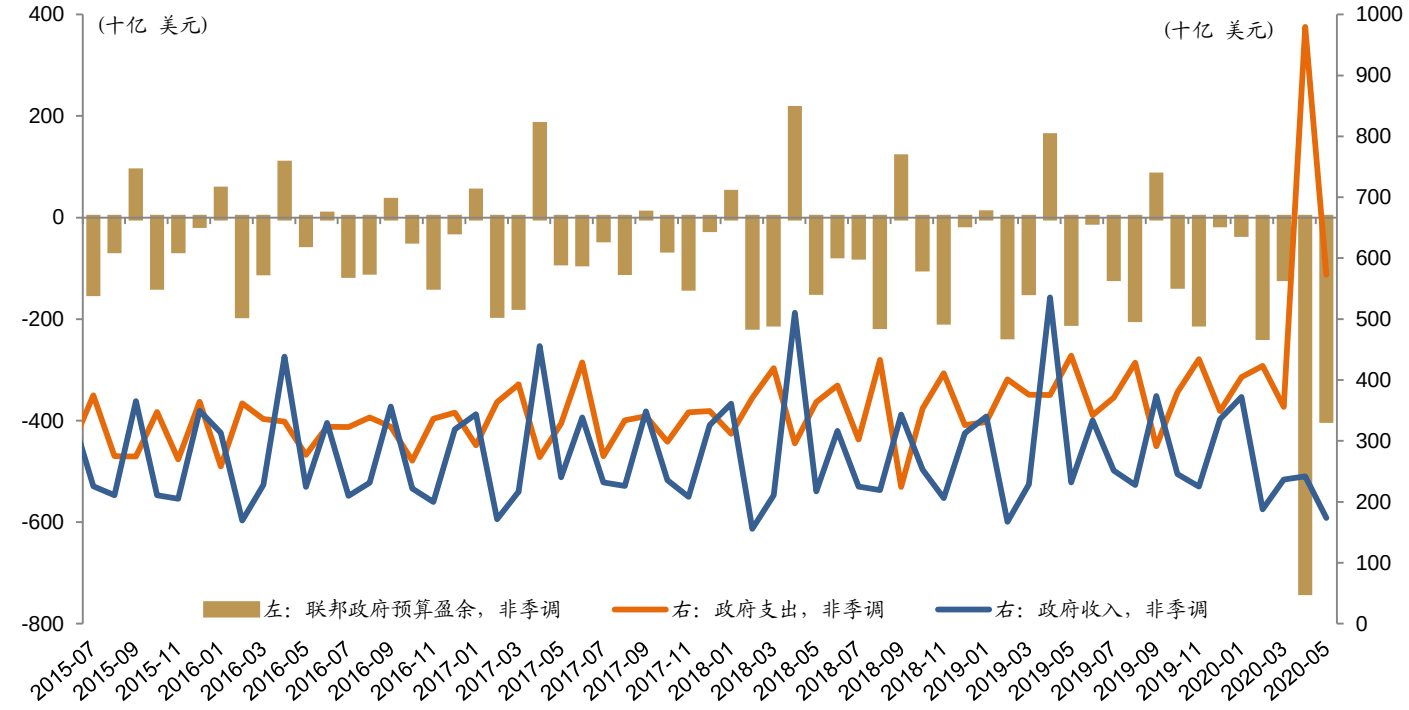
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 69：未偿还债务



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 70：美国政府财政盈余



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法; (ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html 或 http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称"招商证券"）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及／或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港
招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828