

全球疫情冲击研究系列专题（四）

消费大国之美国篇——经济重启将带来哪些投资机遇？

相关研究报告

宏观深度报告20200224-疫情对国际市场冲击显性化
宏观深度报告20200312-梦回2008——警惕国际市场“危机模式”
宏观深度报告20200406-全球疫情冲击研究系列专题（一）——资源大国篇：澳巴俄沙受冲击几何？
宏观深度报告20200422-全球疫情冲击研究系列专题（二）——生产大国篇：警惕印度东盟供应链重构风险
宏观深度报告20200507-全球疫情冲击研究系列专题（三）——消费大国之欧洲篇：疫情下欧洲经济的危与机

证券分析师

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

薛威 投资咨询资格编号
S1060519090003
021-20667920
XUEWEI1092@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

本篇报告是“全球疫情冲击研究系列专题”的第四篇，主要探讨美国疫情进入平台期后重启经济造成的影响及其可能带来的投资机遇。

■ 多因素导致防疫措施松动，短期经济可能提振

4月以来，美国疫情形势进入平台期，随着检测范围扩大，病死率有望显著下行。虽然疫情形势逐渐可控，但防疫措施导致的经济活动停滞对美国的经济产生了巨大的打击。受制于党派之间的相互掣肘，美国财政政策对经济的刺激力度不足，失业率不断攀升，这为特朗普的连任带来了巨大挑战。为了尽快提振经济，特朗普于4月宣布分阶段重启经济活动，截至5月10日，共计12个共和党“铁票仓”州与两个中立州对经济活动进行了超预期开放。这可能会对短期美国经济形成提振，但疫情卷土重来的风险或将导致美国经济复苏之路承受意外的波折。

■ 疫情下的消费冲击：哪些需求受冲击较小？

私人消费是美国经济的主要支撑。疫情之下，耐用品消费跌至低谷，但汽车类耐用品消费仍有回补的可能；非耐用品消费难以回补，但食品、医疗等相关消费表现出了较强的韧性；服务消费罕见承压，但住房、金融等需求较为刚性或线上服务能力较为完善的服务行业却依旧呈现出不俗的表现。短期看，汽车类耐用品具有投资机会，而长期来看，食品、医疗类非耐用品消费，以及住房、金融、科技、互联网等服务行业是上佳的投资对象。

■ 进出口：其他国家疫情分化成为主导

除私人消费以外，世界疫情发展差异也为美国带来了一定的投资机会。4月通用汽车业绩的同比大增表明，若产业链与疫情结束较早的国家相关，则将出现较快的反弹。短期来看，汽车类消费作为中国提振消费的重要分项，将会有较好的机会；而大豆等农产品受中美第一阶段经贸协定的影响也将有较好的表现；此外，美国自华进口结构中占比较高的玩具、家具、纺织品、鞋靴、伞及轻工制品等也将有较好的前景。但长期视角下，特朗普政府对中国“甩锅”与逆全球化的趋势，可能会对与华贸易产生打击，部分订单可能会转向东南亚。

■ 资产配置：疫情有二次爆发风险，短中长期应如何配置？

短期美元仍将维持强势，而中长期疫情可能二次爆发的情况下也有配置的必要。大宗商品方面，油价不确定性仍强，但中美经贸关系的缓和可能对相关商品如大豆等带来机会。债市方面，由于美联储短期仍将维持宽松，但中长期终会缩表，中短期利率债优于长期利率债；杠杆率的高企预示着中长期视角下信用债的风险，因此仅推荐配置短期投资级企业债，金融机构、医疗娱乐用品制造企业、互联网企业、科技企业、部分农业企业的公司债券有较好的配置价值，而垃圾债则应回避。美股短期仍旧是有配置价值的风险资产，但受疫情影响存在一定的下行风险，美股由熊转牛的拐点可能在二次冲击之后，或者疫苗大规模量产之后。

正文目录

一、	多重因素导致经济重启，短期美国经济可能提振	4
1.1	美国新增病例已至平台期	4
1.2	财政政策力度不足以刺激经济	5
1.3	经济及政治因素导致美国多州超预期解除禁令，经济可能短期提振	6
二、	疫情下的消费冲击：哪些需求受冲击较小？	9
2.1	美国的需求结构：个人消费为主导	10
2.2	娱乐、食品、医疗类商品受冲击较小，金融、住房类服务相对稳定	10
三、	进出口：其他国家疫情分化成为主导	12
3.1	从货物出口看产业链的恢复：中国与越南相关产业恢复较快	13
3.2	从货物进口看产业链的恢复：中国相关产业恢复较快	13
四、	大类资产配置建议	14

图表目录

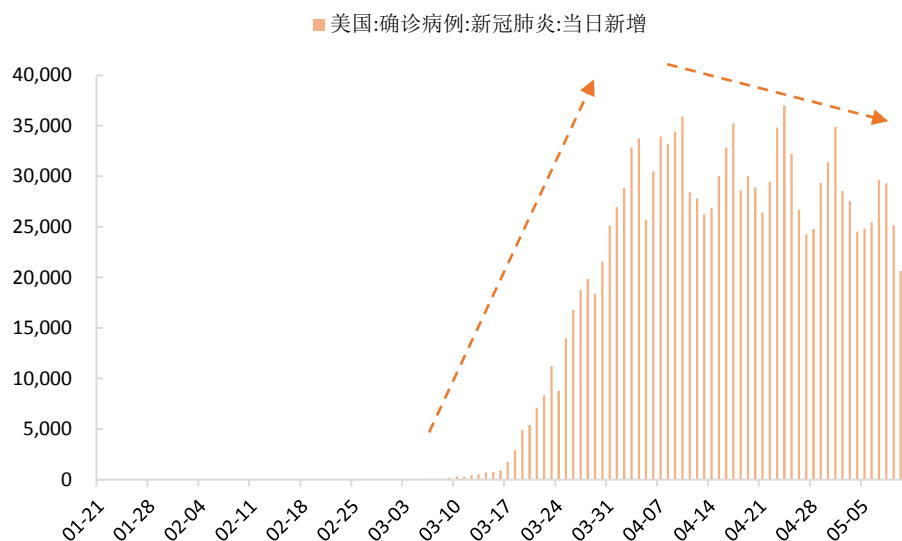
图表 1	美国新增病例已进入平台期（例）	4
图表 2	美国疫情感染比例分布	5
图表 3	疫情以来美国主要政策汇总	6
图表 4	美国各州防疫政策汇总（截至 5 月 10 日）	7
图表 5	宣布重启经济后，特朗普民调支持率有所上行	8
图表 6	重症率人种分布存在差异（%）	9
图表 7	低收入人群的重症率更高（%）	9
图表 8	美国 2020 年经济形式情景预测（%）	9
图表 9	美国需求受个人消费主导	10
图表 10	美国个人消费构成：耐用品	11
图表 11	美国个人消费构成：非耐用品	11
图表 12	服务消费波动较小（%）	11
图表 13	美国个人消费构成：服务	12
图表 14	美债信用利差回落（%）	14
图表 15	美国企业部门杠杆率已超金融危机时期（%）	14
图表 16	美国股指回弹（点）	15

一、多重因素导致经济重启，短期美国经济可能提振

1.1 美国新增病例已至平台期

4 月以来，美国疫情扩张速度边际放缓，新增病例的高峰看似已过。根据约翰斯·霍普金斯大学的统计数据来看，截至 5 月 10 日，美国全国 5 日移动平均新增病例数已持续波动下行，美国新增病例已进入平台期。而华盛顿大学估计，若检测到位，当前新冠肺炎的死亡率为 1.3%，随着疫情发展，防疫措施逐渐严格以及检测数量不断提升，死亡率有望显著下降。

图表1 美国新增病例已进入平台期（例）

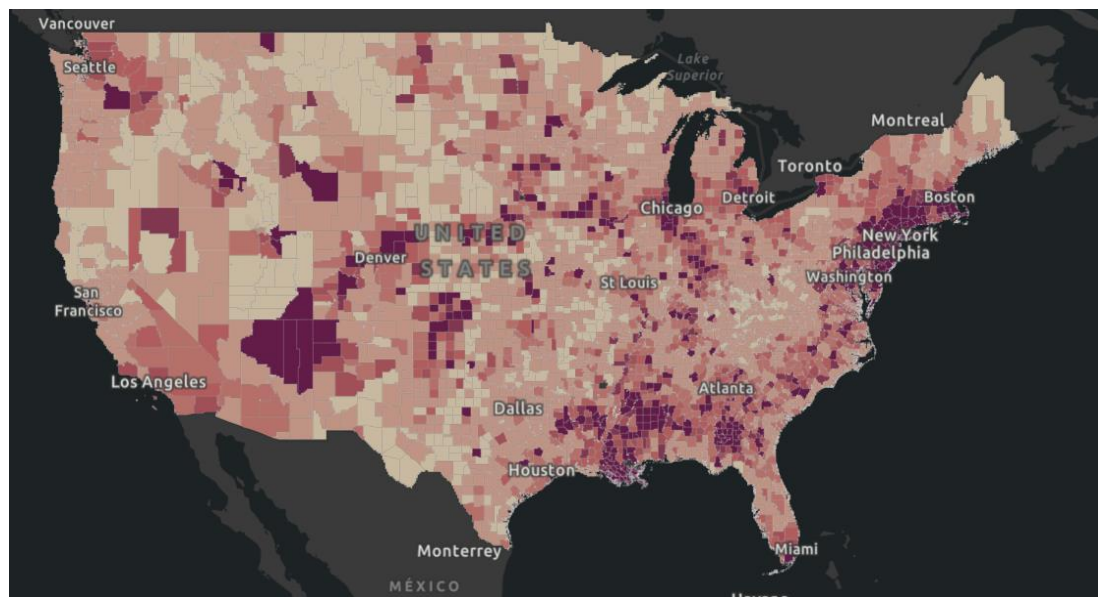


资料来源：WIND，平安证券研究所

从各州数据来看，美国疫情进入平台期的主要原因是部分疫情较为严重的地区确诊病例增速降低，如纽约州、新泽西州和宾夕法尼亚州。且由于其感染率已相对较高，加上防控措施实施较早，新增病例短期难以显著回升。而部分人口较多且感染率较低的州，如加利福尼亚州，当前新增病例仍处于上升趋势。

同时，核酸检测的能力限制可能造成确诊病例相较感染病例的低估：4 月初加利福尼亚州圣克拉拉县的血清流行病调查研究表明，该地区新冠感染人数介于 4.8 万人至 8.1 万人之间，比官方公布的确诊病例数高 50-85 倍，随着检测的推进，不排除新增确诊出现大幅上行的可能。

图表2 美国疫情感染比例分布



资料来源：JHU，平安证券研究所

注：颜色越深表明感染率越高

疫情对美国经济的影响巨大，一季度美国实际 GDP 环比增速为-4.8%，失业率 4.4%；预计二季度美国经济受到的冲击将进一步加大，二季度美国实际 GDP 环比季年率将下行至-25%甚至更低，失业率则将上行至 15%-20%的水平。

1.2 财政政策力度不足以刺激经济

3 月，面对市场上出现的流动性危机，美联储快速启用了几乎所有货币政策：首先通过降息+QE+增加回购为市场提供流动性；而后启用特殊流动性支持工具，包括与商业票据融资支持工具（CPFF）、一级交易商信贷支持工具（PDCF）和货币市场共同基金流动便利工具（MMLF），以及开放式 QE 计划；3 月 23 日，经财政部长批准后又推出定期资产抵押证券贷款工具（TALF）、一级市场公司信贷工具（PMCCF）、二级市场公司信贷工具（SMCCF），直接为信用市场提供支持；后续又接连出台了针对中小企业的主要商业街贷款计划和薪资保护计划，以及针对地方政府的市政流动性便利等。

美联储的刺激力度已经超过了 2008 年，除股票投资者外，其他所有市场主体均可获得直接的融资支持，后续美联储如果想要进一步购买股票，需要与财政部联手启用紧急贷款权，或者修改《联邦储备法》。鉴于鲍威尔明确表示负利率政策不适合美国，美联储短期的货币政策空间已经不多，面对总需求的下行，需要财政政策协同发力。

3 月 27 日的关怀法案（CARES ACT）是战后美国历史上最大规模的救助方案，总规模超过 2 万亿美元，占 2019 年 GDP 的 11.3%。其中包括对家庭的直接现金派发约 2750 亿美元，医疗体系等公共领域拨款约 3400 亿美元，对州及地方政府支持 1500 亿美元，小企业贷款支持约 3500 亿美元，大企业贷款支持约 5000 亿美元，减税及延后社保缴纳约合 4950 亿美元，以及加强失业救济等。

作为支持性的财政政策，关怀法案的力度仍显不足：一是小企业贷款额度已经耗尽，4 月 21 日，由于关怀法案中的小企业纾困额度已经耗尽，美国参议院全票通过决定再追加 4840 亿美元的救助贷款，但至 5 月初又已濒临耗尽，现在已只接受农业企业申请；二是失业补助不足以弥补工资缺口，而根

据圣路易斯联储的计算,2020 年第二季度受疫情影响严重的行业工资损失将达到 4500 亿美元左右,关怀法案的失业补助并不足以弥补相关缺口;三是现金发放只能对疫情结束后的消费有小幅的刺激作用,且对疫情期间的需求提振能力有限。

当前,特朗普推出新财政政策的掣肘来自于大选年的两党博弈。3 月 23 日,关怀法案就曾因国会民主党参议员均未支持而被迫拖延出台。4 月末,媒体报道称新一轮纾困法案已经在研究过程中,但是缺乏后续。

可见,由于财政政策偏支持而非刺激,短期内决定美国经济走势的仍是受疫情情况及各州恢复经济进展的显著影响。

图表3 疫情以来美国主要政策汇总

货币政策		财政政策		
利率	其它	直接援助	信贷	其它
降息至 0	1) 为短期银行同业拆借提供了 1.5 万亿美元流动性	1) 3 月 6 日,国会拨款 83 亿美元,其中 65 亿美元用于联邦、州和地方卫生部门,6 亿美元用于治疗补助,12.5 亿美元用于国际援助,2000 万美元用于企业贷款		
	2) 购买了 7000 亿美元的美国国债和抵押债券			
	3) 将准备金率降至零	2) 紧急状态允许各州获得联邦资金		
	4) 与主要的发达市场央行(包括欧洲央行)和几个新兴市场央行启动美元互换额度	3) 3 月 18 日,总统签署了《家庭第一冠状病毒应对法》(FFCRA),要求雇员少于 500 人的雇主为雇员提供带薪病假,特别是与 COVID19 相关的原因,并保证对所有人免费进行 COVID19 检测	1) 5000 亿美元的大型企业贷款	1) 个人和企业的纳税申报截止日期推迟两个月至 6 月 15 日
	5) 宣布无限量购买债券计划,足以无限期地抑制借贷成本		2) 为中小企业提供 3500 亿美元的紧急赠款和贷款减免计划(主要街道商业贷款计划)	2) 学生贷款的支付推迟六个月
	6) 美联储启动了商业票据融资机制,向各州和市政府提供流动性			3) 为所有企业提供退税抵免,以支付因新冠疫情而无法工作的员工的工资
	7) 为新的债券和贷款发行设立了一级市场公司信贷机制;设立了二级市场公司信贷机制,为未偿还的公司债券提供流动性	4) 3 月 27 日,总统签署了 2.2 万亿美元的《关怀法案》,其中包括直接向年收入低于 75000 美元的成年人发放 1200 美元,延长失业救济时间并增加每周救济额 600 美元等		
	8) 建立了一个主要街道商业贷款计划,以支持对中小企业的贷款			
	9) 直接向州和地方政府提供高达 5000 亿美元的贷款。	5) 4 月 21 日,参议院决定追加 4840 亿美元的小企业救助贷款。		

资料来源: IIF, 平安证券研究所

1.3 经济及政治因素导致美国多州超预期解除禁令, 经济可能短期提振

美国各州主要采用的隔离措施包括:居家令、旅行隔离、关闭非基础商业、禁止集会、关闭学校、限制饭店及酒吧营业、大选推迟、宣布紧急状态等。在财政刺激力度不足的情况下,特朗普 4 月 16 日公布美国经济重新开放指南,而后,美国多州的防疫措施出现了超预期松动。部分州已重启经济活动以挽救经济,主要放松了社交距离限制、居家令及非基础商业活动三项措施。当前已有 34 个州决定放松社交距离限制,14 个州解除居家令,仅剩 7 个州仍然关闭商业活动。

图表4 美国各州防疫政策汇总（截至5月10日）

州	社交距离限制	居家令	非基础商业活动	州	社交距离限制	居家令	非基础商业活动
阿拉巴马	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开	蒙大拿	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开
阿拉斯加	放松	解除	全部非基础商业活动限制性重开	内布拉斯加	放松	-	-
亚利桑那	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开	内华达	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开
阿肯色	-	-	-	新罕布什尔	-	全州	关闭所有非基础商业活动
加利福尼亚	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开	新泽西	-	全州	部分非基础商业活动关闭
科罗拉多	放松	回调至高风险区域	部分非基础商业活动限制性重开	新墨西哥	-	全州	关闭所有非基础商业活动
康涅狄格	-	全州	关闭所有非基础商业活动	纽约	-	全州	关闭所有非基础商业活动
特拉华	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开	北卡罗莱纳	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开
哥伦比亚	-	全州	关闭所有非基础商业活动	北达科他	放松	-	全部非基础商业活动限制性重开
佛罗里达	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开	俄亥俄	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开
乔治亚	放松	回调至高风险区域	部分非基础商业活动限制性重开	俄克拉荷马	放松	高风险区域	部分非基础商业活动限制性重开
夏威夷	放松	全州	部分非基础商业活动重开	俄勒冈	-	全州	部分非基础商业活动关闭
爱达荷	放松	解除	部分非基础商业活动重开	宾夕法尼亚	放松	全州	关闭所有非基础商业活动
伊利诺伊	-	全州	关闭所有非基础商业活动	罗德岛	-	全州	部分非基础商业活动关闭
印第安纳	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开	南卡罗莱纳	放松	解除	部分非基础商业活动重开
爱荷华	放松	-	全部非基础商业活动重开	南达科塔	放松	-	-
堪萨斯	放松	解除	部分非基础商业活动重开	田纳西	放松	解除	部分非基础商业活动重开
肯塔基	放松	全州	部分非基础商业活动关闭	德克萨斯	放松	解除	-
路易斯安那	-	全州	部分非基础商业活动关闭	犹他	放松	解除	-
缅因	放松	全州	部分非基础商业活动重开	佛蒙特	放松	全州	部分非基础商业活动限制性重开
马里兰	-	全州	关闭所有非基础商业活动	弗吉尼亚	-	全州	部分非基础商业活动关闭
马萨诸塞	-	全州	关闭所有非基础商业活动	华盛顿	-	全州	关闭所有非基础商业活动
密西根	放松	全州	部分非基础商业活动重开	西弗吉尼亚	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开
明尼苏达	放松	全州	部分非基础商业活动重开	威斯康星	-	全州	关闭所有非基础商业活动
密西西比	放松	解除	部分非基础商业活动限制性重开	怀俄明	-	-	-
密苏里	放松	解除	全部非基础商业活动限制性重开				

资料来源：KFF, 平安证券研究所

1.3.1 大选可能是导致多州超预期放松防疫措施的原因

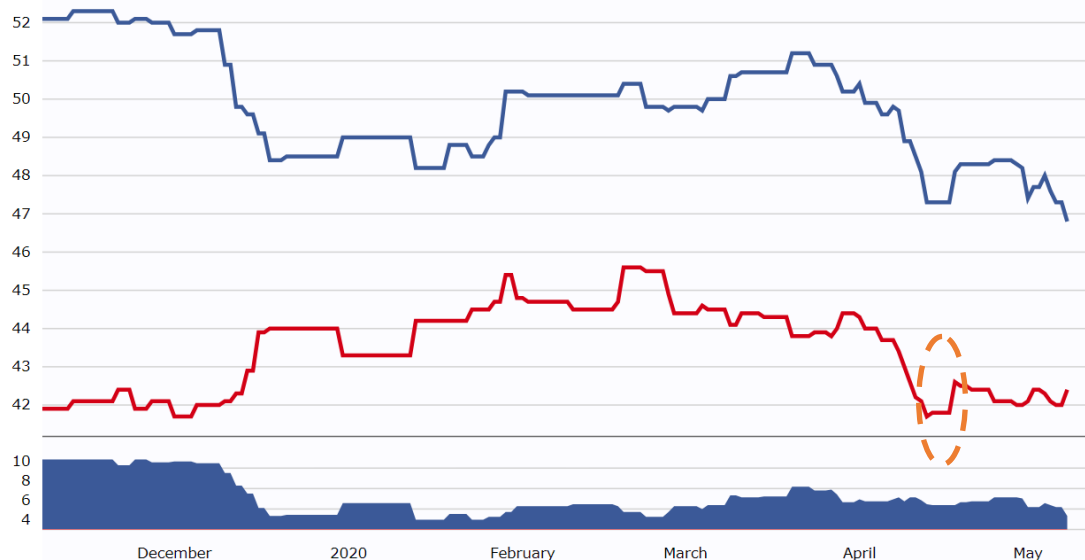
然而，虽然部分州如阿拉斯加等可能是由于疫情防控形式有所好转、经济压力较大的因素而放松管控措施，但整体来看，超预期的经济活动恢复恐非单纯的疫情及经济因素。

新冠疫情下经济疲弱对特朗普的连任带来了巨大挑战，这可能是促成防疫松动的根本原因之一。除东海岸一系列民主党“铁票仓”州外，原本共和党的“铁票仓”州路易斯安那州、以及关键州中的佛罗里达州感染率均高，这可能会对特朗普的连任产生较大的影响；而“关键州”中的威斯康星州、密歇根州及宾夕法尼亚州的民调结果中，特朗普的支持率已然被民主党候选人拜登超越。

与此呼应的是，在开放力度较大，完全解除居家令的 14 个州中，有 12 个州来自于共和党“铁票仓”州，分别是：阿拉巴马、阿拉斯加、爱达荷、堪萨斯、密西西比、密苏里、蒙大拿、南卡罗莱纳、田纳西、德克萨斯、犹他、西弗吉尼亚。剩余 2 个州则分别为“两党均势”的佛罗里达以及偏共和党的印第安纳。其中，密西西比州更是在确诊人数占比及新增病例快速攀升的情况下宣布解除居家令。

而在宣布重启经济活动后，特朗普的民调支持率也出现了好转。

图表5 宣布重启经济后，特朗普民调支持率有所上行



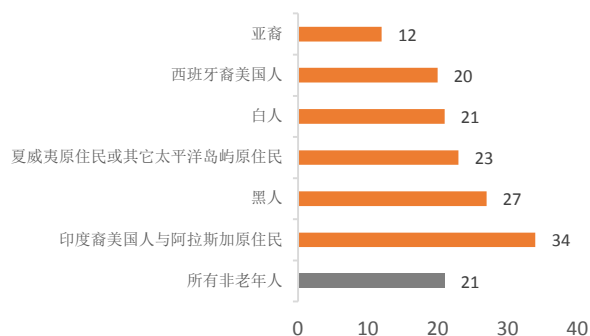
资料来源：RCP，平安证券研究所

注：蓝色为拜登民调支持率，红色为特朗普民调支持率，下方为拜登领先点数

但是，出于大选因素的经济活动开放恐难扩张至全美，民主党“铁票仓”州及部分中立州可能不会快速开放经济。

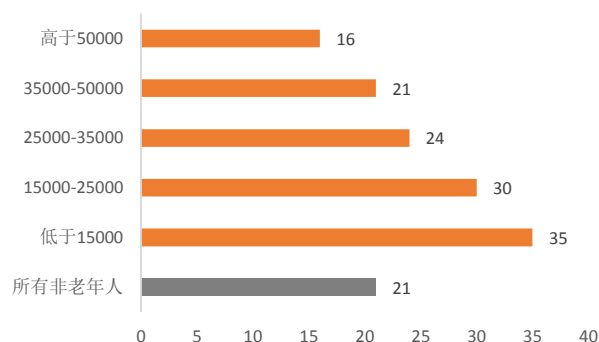
另外，疫情下的社会不公问题恐怕将会成为特朗普连任的阻碍：有色人种和低收入人群在疫情中有着更高的重症率：KFF 的一项研究表示，在非老年人群中，人种及家庭收入的差异对重症率的影响显著：人种上，印度裔美国人、阿拉斯加原住民、黑人、夏威夷原住民及太平洋岛国原住民的重症率要高于白人，而西班牙裔（拉丁裔）及亚裔人群的重症率要低于白人。这可能与医疗覆盖率的差异及平均收入水平有关。虽然在 ACA 法案之后，印度裔美国人、黑人的医疗覆盖率有所提高，但依旧相对白人较低。家庭收入上，低收入人群的重症率相对较高，家庭年收入低于 35000 美元的人群重症率显著高于平均水平。

图表6 重症率人种分布存在差异 (%)



资料来源: KFF, 平安证券研究所

图表7 低收入人群的重症率更高 (%)



资料来源: KFF, 平安证券研究所

在这一情况下，特朗普坚持要废除奥巴马医改中的医疗保险部分来建立新的系统。这可能导致在新系统建立之前，有色人种及低收入人群会因无法获得医疗资源而转向拜登。后续需要关注是否有相关政策出台，以挽救相关选民群体的选票。

1.3.2 防疫措施的松动可能短期提振经济，但将加剧长期压力

当前疫情仍是美国经济的主要影响因素。解除居家令的 14 个州 2019 年 GDP 约为 5.38 万亿，占全美比重约为 24.74%，如果其经济活动得到较好的恢复，那么美国经济可能在二季度的表现可能会好于预期。鉴于此，我们按照共和党“铁票仓”州是否会在 5 月全部开放经济活动对美国的经济进行了预测，具体如下：

图表8 美国 2020 年经济形式情景预测 (%)

		2020				
	预测项	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
当前重启程度	实际 GDP 环比季年率	-4.8	-30.0	5.0	2.1	-
	失业率	4.4	14.0	16.0	12.0	11.6
共和党“铁票仓”州全部重启	实际 GDP 环比季年率	-4.8	-28.0	5.4	2.3	-
	失业率	4.4	13.0	15.8	12.1	11.3

资料来源: 平安证券研究所

然而，长期来看，在疫情尚未完全得到控制的情况下重启经济活动，可能会导致疫情二次爆发，进而导致经济实际降幅扩大。按照多家医学机构的观点，新冠疫情大概率将会长期存在，且在 2020 年四季度到 2021 年一季度复发。过早放松疫情管控可能导致疫情对经济活动的长期影响加剧，同时，二次爆发的程度也可能更大。

二、 疫情下的消费冲击：哪些需求受冲击较小？

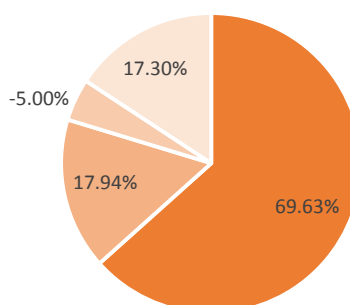
根据美国经济分析局 (U.S. Bureau of Economic Analysis, BEA) 发布的美国 2020 年一季度经济数据来看，本次疫情与以往历次冲击的不同点在于——疫情与防疫措施对服务消费的冲击巨大。

2.1 美国的需求结构：个人消费为主导

美国的需求结构以个人消费及投资为主，政府消费及投资占比不高，净出口长期为负。2000 年至今，美国个人消费占实际 GDP 的比重达 68% 以上，私人投资占比在 17% 左右，政府投资占比 20% 左右，而长期贸易逆差导致其净出口占比为 -4% 左右。我们将从个人消费、私人投资及净出口三方面对新冠疫情的独特影响进行考察：

图表9 美国需求受个人消费主导

■ 个人消费 ■ 私人投资 ■ 净出口 ■ 政府消费及投资



资料来源：WIND，平安证券研究所

注：图中所示为 2019 年各分项占比

2.2 娱乐、食品、医疗类商品受冲击较小，金融、住房类服务相对稳定

个人消费方面，回顾大萧条至今美国的消费变动，主要有两个特点：第一，耐用品消费波动性最大，这是由于耐用品短期需求收入弹性较大。

美国个人耐用品消费主要由机动车辆及零部件、家具和家用设备及娱乐商品及娱乐车（如房车等）构成，占比达 85% 左右。根据 2020 年第一季度的数据表现看，耐用品消费对个人消费的贡献率为 -1.21%，各分项环比贡献率表现同样不佳。具体来看：

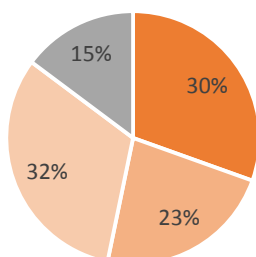
机动车辆及零部件消费的拉动率为 -0.95%，一方面受到季节效应影响，近年来一季度机动车辆及零部件消费的贡献率通常均为一年中的最低值，这可能与 12 月圣诞假期集中消费有关；另一方面，2020 年贡献率为近 5 年来的最低值，可能是受 3 月居家令的影响导致需求抑制，并可能在防疫措施放松后回补。家具和家用设备消费的贡献率为 -0.11%，同样是 2016 年以来的最低值，同样是受到经济活动停滞的影响。需要注意的是，3 月美国成屋销售也出现了下行，折年数跌至 527 万套，成屋销售月率降幅为近五年最大值，家具、汽车等后房地产周期行业的恢复可能会被推迟。娱乐商品及娱乐车贡献率为 0.00%，是唯一非负值的分项，各类音像制品、娱乐书籍、音乐设备的需求可能受冲击较小，而娱乐车、枪支等受到的冲击较大。

第二，非耐用品及服务消费波动性较小，这与其短期需求较为刚性有关。非耐用品消费主要包括食品、服装、能源三大类，占比大约在 62% 左右。一季度数据来看，食品类贡献率为 1.11%，不仅为正，且为 2016 年以来的最高值，除需求刚性以外，还有两方面因素：一方面是由于 2019 年同期基数相对较低，增速仅为 -0.08%，另一方面则是由于疫情发生后出现的“囤货”行为导致食品类消费增加，随着对疫情的恐慌情绪好转，食品类消费会回归常态化。服装类贡献率为 -0.78%，这同样是受到居家令的影响，线下消费难以维持所致，疫情好转后，服装类消费会逐渐恢复，但受到季节转变的影响，恐将面临难以回补的情况。成品油消费贡献率为 -0.09%，是近 5 年来的最低值，1、2 月

成品油消费可能提供了一定支撑。此外，其它非耐用品由于包含医疗、娱乐相关用品，一季度贡献率达到了 0.70%，是近五年的最高值，预计医疗类及娱乐类产品的强势将会在二季度延续。

图表10 美国个人消费构成：耐用品

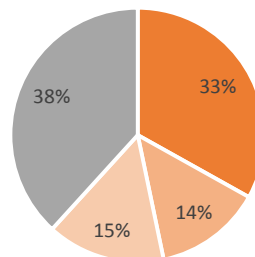
■ 机动车辆及零部件 ■ 家具和家用设备
■ 娱乐商品和车辆 ■ 其他耐用品



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表11 美国个人消费构成：非耐用品

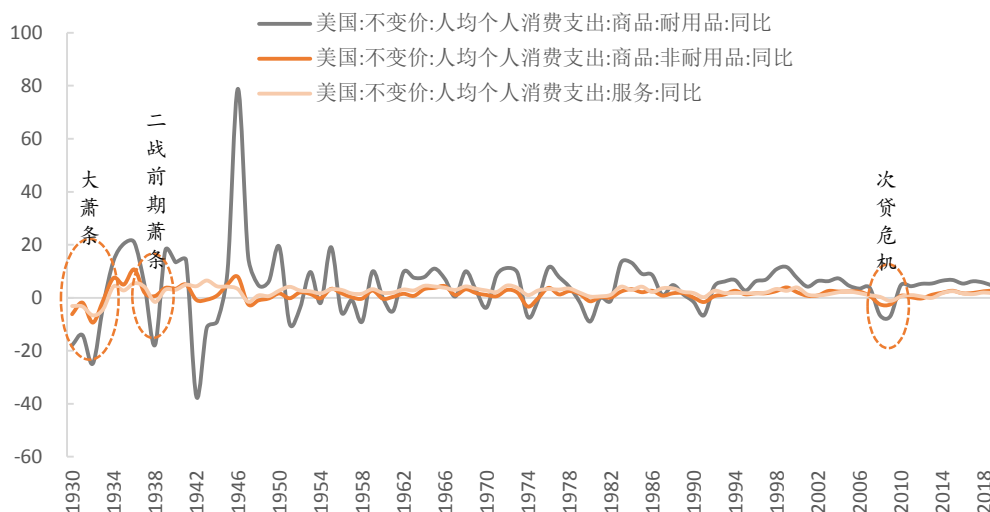
■ 食品 ■ 服装 ■ 能源 ■ 其他非耐用品



资料来源：WIND，平安证券研究所

值得注意的是，1930 年以来，服务消费增速仅在 1930-1933、1938、1947、2009 及 2013 年共计 8 年录得负增长，除 1947、2013 两年可能由于统计数据误差（同期服务对个人消费拉动率为正）导致外^①，分别对应大萧条、二战前期萧条及次贷危机。可见，如非剧烈衰退，服务消费的波动通常较小。

图表12 服务消费波动较小（%）



资料来源：WIND，平安证券研究所

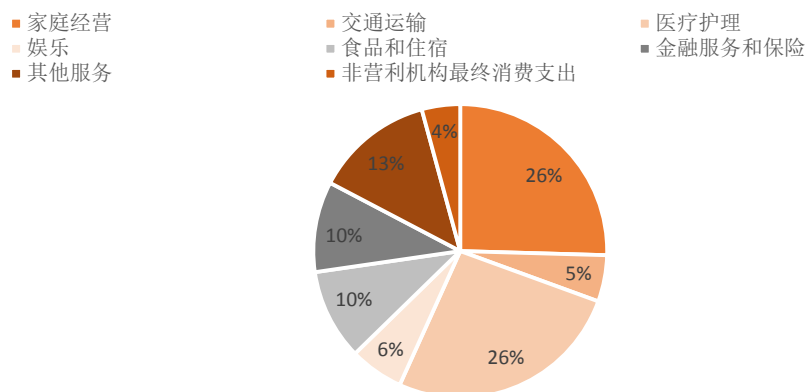
^① 1946 年 6 月-11 月间，美国取消自 1942 年起实行的物价管制，CPI 同比连续 15 个月 2 位数增长。但战时高税率带来的人均可支配收入下跌趋势并未逆转，1946-1947 年，美国年人均可支配收入（不变价）由 10289 美元下跌至 9684 美元，这可能导致了非耐用品消费的被迫增加和服务消费的被迫减少。

但本次疫情影响下，一季度服务类消费的贡献率已降至-4.99%，这是由于疫情影响范围较经济衰退更大，消费者基数大幅下降。经济衰退中，部分资产负债表健康的消费者会支撑个人消费需求，但在疫情下，所有消费者的消费需求都将受到抑制。

主要服务消费分项中，交运、食宿、金融以及部分娱乐、教育及职业服务均将陷入停滞，占比约在40%左右；家庭服务（住房为主）、医疗护理受到的影响较轻，占比在50%左右。

分项情况来看，除住房、金融服务外，其余各项贡献率均为负。其中，医疗贡献率为-2.25%；交运服务受到经济停摆影响，贡献率为-0.74%，疫情结束后将会逐渐恢复；娱乐服务贡献率为-1.01%，同样是受到居家令的影响；餐饮服务由于3月几乎各州都要求停止餐饮业的现场服务，贡献率为-1.61%，但餐饮服务在居家令放开后可能有所反弹。住房服务与金融服务贡献率分别为0.08%和0.15%，其中住房受冲击较小的原因是其需求较为刚性，而金融服务则是由于其线上办公的适应性能力相对较强，对于现场服务的要求较低。

图表13 美国个人消费构成：服务



资料来源：WIND，平安证券研究所

综上，我们认为，短期看，商品消费中的医疗娱乐类消费将维持强势，而汽车类消费在经济活动重启后也将有所反弹，而房地产相关消费会被推迟，其他消费则难以回补。服务消费中，住房、金融等相关服务行业将维持强势，餐饮业在经济活动放开后将有所反弹。而在长期预期下，由于疫情卷土重来的可能性高，汽车类、房地产相关消费及餐饮服务消费仍将承压，医疗娱乐类商品、金融服务、住房服务等将会是少数在长期维持强势的消费服务类别。

三、 进出口：其他国家疫情分化成为主导

除消费需求可作为参考外，美国的进出口也同样值得关注。3月，美国出口1877亿美元，进口2332亿美元，贸易逆差444亿美元，三者分别环比增加-9.6个百分点、-6.2个百分点和11.6个百分点。

出口商品中，原油及其它石油制品、汽车及零配件出口份额减少最多；而进口商品中，手机和其它家庭用品、宝石钻石、汽车零配件进口份额减少最多；出口服务中，旅行和运输业务份额下降最多；进口服务中，依旧是旅行及运输业务份额下降最多。

整体来看，进出口一方面受到美国疫情恢复的影响，另一方面则受到其他国家疫情发展的影响：3月，美国计算机及半导体业务进口量增加；而通用汽车由于在华业务广泛，也在4月实现了同比正增长。

3.1 从货物出口看产业链的恢复：中国与越南相关产业恢复较快

2019 年，美国主要货物出口对象（出口金额超过 100 亿美元）包括：加拿大、墨西哥、中国、日本、英国、德国、韩国、荷兰、巴西、法国、比利时、印度、新加坡、中国台湾、中国香港、澳大利亚、意大利、阿联酋、瑞士、智利、西班牙、哥伦比亚、以色列、沙特、泰国、越南及土耳其，共计 28 个国家和地区，出口金额达 1.42 万亿美元，占总货物出口的 86%。

中国疫情已经得到较好的控制，对美货物进口需求正在恢复，越南本身受疫情影响程度较轻，需求受到的冲击较小。因此，在美国经济重启后，中越两国将率先从美国进口货物，按照 2019 年数据，美国对中越两国的货物出口占总货物出口比重约为 7%。

德国、英国、法国、意大利、西班牙、比利时、瑞士、荷兰、马来西亚、澳大利亚、中国香港、中国台湾、韩国、以色列、泰国等国家或地区在 3 月时单日新增病例数拐点已过，内需恢复将会更快，以湖北的经验看，2 月 12 日新增病例数达到峰值，到 3 月 11 日开始有序复工，大约需要 1 个月左右的时间，考虑到部分地区疫情形势相对复杂，5 月上述国家或地区将陆续开始计划复工，应略领先于美国，将在中越之后对美国的货物出口形成需求端的提振。按 2019 年数据，美国对此类国家的货物出口占总货物出口比重约为 30%。

印度、加拿大、哥伦比亚、智利、土耳其等国家单日新增病例数峰在 4 月出现放缓迹象，但需要持续观察，如印度的单日新增数据波动较大，可能与统计方法与检测水平有关。若其疫情没有出现反复，则大致需要到 6 月初开始计划复工，在上述两类国家之后对美国的货物出口形成需求端的提振，其需求的恢复与美国供给能力的恢复大致同步。按 2019 年数据，美国对上述国家的货物出口占总货物出口比重约为 22%。

日本、新加坡、巴西、墨西哥、阿联酋、沙特等国家单日新增病例数拐点尚未到来，疫情尚在发展，短期内尚不足以对美恢复货物需求。按 2019 年数据，美国对上述国家的货物出口占总货物出口比重约为 27%。

3.2 从货物进口看产业链的恢复：中国相关产业恢复较快

2019 年，美国主要货物进口与出口对象具有相当的重叠，除自阿联酋及中国香港货物进口规模较小外，美国从其它 26 个国家或地区均进口了超过 100 亿美元的货物。此外，还有爱尔兰、俄罗斯、印度尼西亚、奥地利、菲律宾、瑞典、丹麦 7 个国家也是美国的主要货物进口对象。美国自上述诸国进口货物金额共计超过 2.3 万亿，占总货物进口金额的 92%。

中国是美国最大的货物来源国，2019 年，美国约有 18% 的进口货物来自中国。由于中国已经复工复产，为美国提供货物供给的能力具有保障，短期将是美国最重要的货物进口来源国。

在其它主要货物进口对象中，印度尼西亚、俄罗斯及瑞典单日新增病例数拐点尚未到来，疫情尚在发展，短期内尚不足以对美恢复货物供给。2019 年，美国对上述国家的货物进口总额占总货物进口比重约为 33%。

奥地利在 3 月末迎来了新增病例拐点，这意味着其供给将会逐渐恢复。5 月初奥地利将开始复工，将在中国之后对美国的货物进口提供供给。2019 年，美国对上述国家的货物进口总额占总货物进口比重约为 27%。

菲律宾和丹麦在 4 月迎来了新增病例拐点。若我们维持前述至 6 月初开始计划复工的预计，则其将在 6 月恢复对美货物的供给。2019 年，美国对此类国家的货物进口总额占总货物进口比重约为 17%。

综上所述，短期看，美国的对外贸易中，产品进口自中国的产业将会最快恢复部分产能（机械及运输设备、杂项制品、非食用原料、化学成品及有关制品），而出口至中国的产品则会较快得以恢复。汽车类消费作为中国提振消费的重要分项，将会有较好的机会；而大豆等农产品受中美第一阶段经

贸协定的影响也将有较好的表现；此外，美国自华进口结构中占比较高的玩具、家具、纺织品、鞋靴、伞及轻工制品等也将有较好的前景。

然而，中长期看，受制于特朗普政府在疫情期间频繁甩锅，中美经贸往来可能会受到影响。如果逆全球化趋势短期内不可扭转，则地理位置相对较近的加拿大与墨西哥将会成为美国进出口的主要来源。同时，由于关税、劳动力、地价等因素，部分劳动密集型的制造业产业链可能转移至墨西哥、印度或东盟国家。

四、 大类资产配置建议

受到美国重启经济活动的刺激，市场风险偏好逐渐回归，但鉴于疫情的二次爆发可能，在大类资产配置上应注重均衡。

美元方面，在欧美经济活动重启，而巴西、俄罗斯、印度、墨西哥等新兴市场国家受疫情影响加剧的情况下，短期美元仍将维持强势。中长期看，美联储仍将在一定时间内维持宽松，但在疫情发展仍然具有不确定性的情况下，一定的流动性资产是必要的配置。大宗商品方面，原油的不确定性仍大，但中美经贸关系的缓和可能会为相关的农产品如大豆等带来机会。

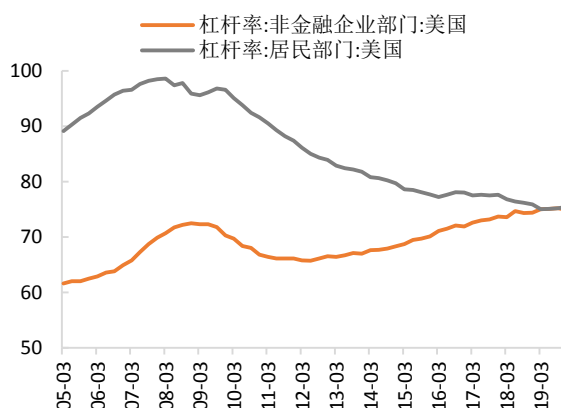
利率债方面，由于短期美联储仍将维持货币的宽松状态，中短期利率债依旧是较好的配置资产，而长期利率债则可能因经济预期改善及美联储的扩表减缓面临不确定性，相较中短期利率债优先级更低。信用债方面，信用利差的回落表明市场对经济前景的预期有所好转，在我们 2020 年 4 季度到 2021 年 1 季度疫情反弹的假设下，中短期投资级债券具有一定的配置价值，优先级低于利率债，中长期看，企业将会受到疫情的影响，在当前美国非金融企业部门杠杆率极高的情况下，信用利差可能再次上行，因此中长期投资级债券配置价值较低。根据我们此前的分析，金融机构、医疗娱乐用品制造企业、互联网企业、科技企业、部分农业企业的公司债券有较好的配置价值，垃圾债则应尽量规避。

图表14 美债信用利差回落（%）



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表15 美国企业部门杠杆率已超金融危机时期（%）



资料来源: WIND, 平安证券研究所

与之相对的是居民部门的低杠杆，这可能在长期有利于美国的房地产投资，但短期看，疫情带来的违约潮依旧是限制因素：4 月美国非农就业人数大幅减少 2050 万人，失业率飙升至 14.7%，私人债务违约的可能性快速上升，即便经济活动重启，短期房地产市场可能仍将承压。

股市方面，短期美国疫情已至平台期，经济活动重启，美股短期依旧是风险资产中较好的配置类别，但是中长期风险依旧存在。此前美国企业大量发行债券回购股票是推升美股长牛的重要原因，而当前的高杠杆率将会增加企业经营的脆弱性。我们认为，在疫情可能在 2020 年四季度到 2021 年一季

度卷土重来的情况下，美股由熊转牛的拐点将是在 2021 年上半年的二次冲击、市场出清重构之后。由于各行业杠杆率较高的企业可能难以撑过第二轮冲击，我们可能见证大量企业退市，各产业链也可能因此迎来重构，届时的美股将迎来新一轮的牛市。此外，如果新冠病毒疫苗真如特朗普所言，在 2020 年末能够成功研发，可能会对市场带来巨大的信心提振，美股将在有效的疫苗量产之后迎来新一轮的牛市。

图表16 美国股指回弹（点）



资料来源: WIND, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险, 投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨为发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编: 518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编: 100033