

全球宏观态势每周观察

2020年第17期（2020.4.27~2020.5.3）



本期摘要

政经聚焦

中国

中国4月制造业PMI为50.8%，较上月小幅回落

美国

美国一季度GDP萎缩4.8%，为金融危机以来最差水平
美联储利率决议承诺维持“零利率”，并使用所有工具支持美国经济发展

欧洲

欧元区一季度GDP同比下降3.3%，欧央行再降TLTRO-III利率并增加紧急再融资操作

日本

日本议息会议维持基准利率不变，货币宽松力度持续加码

新兴市场及其他国家

沙特3月外汇储备暴跌270亿美元，创20年最大降幅

印度失业率升至27.1%，全国约1.2亿人失业

国家主权评级动态

标普将南非长期本、外币信用等级由“BB+/BB-”下调至“BB/BB-”

穆迪下调沙特阿拉伯长期主权信用等级展望至“负面”

惠誉将意大利信用评级由“BBB”下调至“BBB-”

主要经济体利率及汇率走势

美债长短期收益率均呈现上涨态势，除中国外各主要经济体国债与美债利差多数呈扩大趋势

避险情绪消退助推美元指数不断走低，非美货币多数走强

国际大宗商品价格走势

国际原油本周收涨，结束了此前连续三周下跌态势

国际黄金价格本周震荡走低，逼近1,700关口

联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦17层

网址：www.lhratings.com

政经聚焦

中国4月制造业PMI为50.8%，较上月小幅回落

4月30日，根据国家统计局公布数据显示，中国4月制造业采购经理指数（PMI）为50.8%，比上月回落1.2个百分点。从企业规模看，大、中型企业PMI分别为51.1%和50.2%，比上月分别回落1.5和1.3个百分点；小型企业PMI为51.0%，比上月上升0.1个百分点。从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数、新订单指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均高于临界点，但原材料库存指数低于临界点。

联合点评：随着国内企业复工复产的推进，4月制造业PMI回升至荣枯线以上。但受到疫情在全球蔓延以及多国封城的影响，全球经济活动剧烈收缩，对我国外贸需求造成严重影响。从数据上可以看出，PMI细分指标中新出口订单指数和进口指数分别为33.5%和43.9%，较上月分别下降12.9和4.5个百分点，说明制造业是否可以持续转好仍存在不确定性，外贸需求疲软仍然是制约制造业发展以及中国经济复苏的主要障碍。预计未来国内政策会进一步推进“新基建”和消费升级，以发挥投资和消费对经济的拉动作用。

美国一季度GDP萎缩4.8%，为金融危机以来最差水平

4月29日，美国商务部公布了2020年第一季度国内生产总值，数据显示，今年第一季度美国实际国内生产总值下降了4.8%，预估为下滑4%，远低于前值的2.1%，这也是2009年以来最大的季度跌幅。具体来看，当季占美国经济总量70%的个人消费支出剧降7.6%，拖累当季经济增长5.3个百分点，为1980年以来最差表现，而该指标在去年第四季度增长1.8%；反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资大幅下滑8.6%，拖累当季经济增长1.2个百分点；由于疫情打击全球经济增长和海外需求，当季美国出口不振，拖累经济增长1.0个百分点。

联合点评：新冠疫情在美国大暴发导致各州颁布“居家令”，使美国居民消费和服务业均受到严重影响，由于美国经济结构中服务业占比高达77%，服务业的停摆加剧经济增速下滑。疫情严重拖累了美国的供需两端，导致美国2020年一季度实际GDP增速萎缩4.8%，结束了美国历史上最长的经济扩张。从长期看，由于经济数据具有滞后性，疫情对经济的冲击会在第二季度

明显体现，如果美国连续2个季度实际GDP增速为负，则经济会陷入技术性衰退。考虑到美国失业初请人数突破3,000万、多家著名企业申请破产或债务重组、制造业和服务业PMI创2008年金融危机以来新低等因素，美国二季度实际GDP增幅大概率率为负，因此美国经济发生衰退的可能性极高。

美联储利率决议承诺维持“零利率”，并使用所有工具支持美国经济发展

4月30日，美联储公布利率决议，将联邦基金利率维持在0%~0.25%不变，将超额准备金利率维持在0.1%不变。美联储预计当前持续的公共卫生危机将在短期内严重影响经济活动、就业和通胀，并对中期经济前景构成相当大风险。因此，美联储承诺使用所有工具来支持美国经济，比如进行大规模隔夜和定期回购操作，直至充分就业和通胀达标。

联合点评：本次美联储议息会议向市场释放出两点信号：一是美联储充分认识到新冠疫情对美国经济的冲击，并预计采取一切货币工具来应对经济下行。因此，货币政策会长期保持在零利率附近，直到物价水平和就业情况得到改善，短期内加息的可能性较低，因此暂不存在住房抵押贷款暴发违约潮以及新兴市场热钱回流等问题。二是虽然美联储的基准利率已下降至零利率左右，但仍然有其他货币政策工具来支撑经济发展，目前美联储已经投放2.3万亿美元的信贷救助计划，包括提供流动性便利以及拓展定期资产抵押证券贷款工具抵押品范围，预计美联储后续会继续推出信贷政策以缓解因失业上升而导致的居民还贷压力。

欧元区一季度GDP同比下降3.3%，欧央行再降TLTRO-III利率并增加紧急再融资操作

4月30日，欧洲统计局公布数据显示，2020年第一季度欧元区GDP环比下降3.8%，创1995年以来最大降幅；同比来看，一季度欧元区GDP较上年同期下降3.3%。为应对疫情对欧元区经济的冲击，欧洲央行已采取进一步宽松措施，通过7,500亿欧元债券购买计划(PEPP)来提高金融机构放贷能力。另外，欧央行4月30日召开货币政策会议，要求维持三大利率不变，同时调降第三轮定向长期再融资操作(TLTRO-III)利率，并设立名为“大流行紧急长期再融资操作”(PELTROs)的新工具。

联合点评：从经济基本面来看，欧元区一季度GDP增速同比下降3.3%，反映出因采取严格的公共卫生防御措施，欧元区经济供需两端活动量锐减，经济下行压力增大。另外，经济低迷将对物价水平产生抑制作用，叠加全球油价屡创新低，欧元区未来可能面临通货紧缩问题。从政策工具来看，欧央行将TLTRO-III利率再次下调25个基点至-0.5%，给商业银行释放贴现红利；另外PELTROs是欧央行针对此次疫情新设立的工具，利率为-0.25%，旨在为欧元区金融体系提供更多的即时流动性支持。

日本议息会议维持基准利率不变，货币宽松力度持续加码

4月27日，日本央行召开货币政策会议，决定进一步加大货币政策宽松力度。会后日本央行公布最新利率决定，将基准利率维持在-0.1%不变，将10年期国债收益率目标维持在0%附近不变。同时，日本央行宣布将无限量购买日本国债，取消之前每年约80万亿日元购债规模的额度限制。在企业刺激措施方面，日本央行将扩大用于抗击疫情贷款计划的担保资产种类，考虑为小型企业提供进一步的支持措施。同时，大幅增加公司债券和商业票据的最高购买额度，从大约7万亿日元增加至20万亿日元。纳入购买对象的公司债等到期期限此前为一至三年，今后将延长至五年，对单一发行对象的购买限额也将大幅放宽。

联合点评：由于日本国内市场狭小，政府投资和居民消费对经济的拉动作用不足，因此贸易对经济的拉动作用较为重要。但新冠肺炎疫情在全球的蔓延，导致海外需求萎缩以及产业链、供应链断裂，对外向型的日本经济带来巨大冲击。因此，本次议息会议央行继续保持负利率和零利率的货币政策不变，继续向市场注入充足的资金，以防止企业破产激增以及避免削弱经济的长期增长动力。但从债务负担角度看，日本2019年政府债务率已经高达237.5%，财政赤字率也高达2.8%，央行负利率宽松的货币政策以及政府108万亿日元的财政政策，都会加大日本的主权债务偿付压力。

沙特3月外汇储备暴跌270亿美元，创20年最大降幅

4月29日，根据沙特央行数据显示，由于新冠疫情和价格战导致的油价暴跌，沙特央行3月份的净外汇资产下降逾1,000亿里亚尔（约270亿美元）至4,640亿美元，创2011年以来新低，并创下自2000年以来最大降幅。在油价不断走低的压力下，沙特已于本周早些时候开始减产，早于“OPEC+”此前定于5月1日的减产起始日期。沙特官员称，沙特阿美的产量已从1,200万桶/日的水平开始下降，以最终达到此前协议规定的850万桶/日的水平。

联合点评：沙特经济正面临全球石油需求疲软以及“OPEC+”创记录减产的两难困境中，一方面，受新冠疫情影响多国“封城”以及停工，对石油需求端造成严重拖累，根据OPEC发布的4月《石油市场月度报告》预计，2020年全球原油需求同比减少680万桶/日，令石油价格长期承压。另一方面，减产协议在需求走弱的背景下很难起到提振油价的作用，反而会减少沙特的石油市场份额以及降低其石油收入。由于沙特的经济结构严重依赖石油经济，其财政收入的70%~80%为石油收入，如果石油价格长期低迷会导致沙特财政收支结构失衡以及政府债务压力上升，沙特政府或将动用更多的外汇储备来缓解流动性压力。因此，外汇储备对外债的保障实力或有所下降，但考虑到沙特拥有庞大的外汇储备以及主权财富基金，发生主权债务违约的可能性仍然很低。

印度失业率升至 27.1%，全国约 1.2 亿人失业

5 月 3 日，根据印度经济监测中心的调查显示，在政府实施 40 天严格封锁后，导致企业被迫关门，大量拿日薪的工人和小型企业的雇员遭受沉重打击，预计在截至 5 月 3 日的一周内全国失业率推高至 27.1%，导致全国约 1.2 亿人失业。

联合点评：由于印度基础设施落后、公共医疗资源紧缺以及人口密度较大，新冠疫情防控困难重重。为此，政府不得不采取严格的封锁措施，3 月 25 日政府宣布全国采取封锁措施 21 天，除医疗和基本生活服务行业的人员外，所有人被要求居家隔离，随后又因疫情未有缓解再将封锁令延长到 5 月 3 日。印度是一个存在结构性社会阶级失衡和结构性高失业率的 国家，多数底层的印度工人只能以打零工谋生，经济长期封锁会造成印度大规模的失业。令人担忧的是，印度大面积失业可能会进一步导致社会稳定性降低以及贫富差距扩大。

国家主权评级动态

标普将南非长期本、外币信用等级由“BB+/BB”下调至“BB/BB-”

4 月 29 日，标普将南非长期本、外币信用等级由“BB+/BB”下调至“BB/BB-”，评级展望由“负面”调整为“稳定”。标普认为，受新冠疫情全球蔓延的影响，政府采取 5 周严格的国内封锁举措，导致经济的供需两端活动明显下滑。由于外部需求明显疲软以及信贷条件趋紧，预计 2020 年南非会经济急剧萎缩 4.5%。政府近期推出价值 5,000 亿南非兰特的大型经济救助方案，以支持经济发展和进行公共卫生防控，但此举不可避免地增加了政府的或有负债风险。

穆迪下调沙特阿拉伯长期主权信用等级展望至“负面”

5 月 1 日，穆迪下调沙特阿拉伯长期主权信用等级展望至“负面”，同时维持其长期本、外币主权信用等级“A1/A1”不变。穆迪认为，新冠疫情大流行导致全球石油需求萎缩以及石油价格大幅下跌，沙特阿拉伯的财政收入中石油收入占比较高，因此政府的资产负债表会受到明显拖累。未来一段时间，政府能否抵消石油收入损失以及稳定债务状况仍存在不确定性，因此沙特阿拉伯的财政实力以及中期资产均存在巨大的下行风险。

惠誉将意大利信用评级由“BBB/BBB”下调至“BBB-/BBB-”

4 月 28 日，惠誉将意大利信用评级由“BBB/BBB”下调至“BBB-/BBB-”，评级展望由“负面”调整为“稳定”。惠誉认为，降级反映了全球新冠疫情大流行对意大利经济和政府财政状况的重大影响。一方面，由于意大利是欧洲疫情重灾区，即使疫情在二季度得到有效控制，也会导致 2020 年意大利经济萎缩 8%。另一方面，政府和欧盟多次采取财政救助方案，预计一般政府债务总额当对于 GDP 的比重会增加 20 个百分点，导致政府债务偿付压力不断增加。

表 1 国家主权评级调整情况

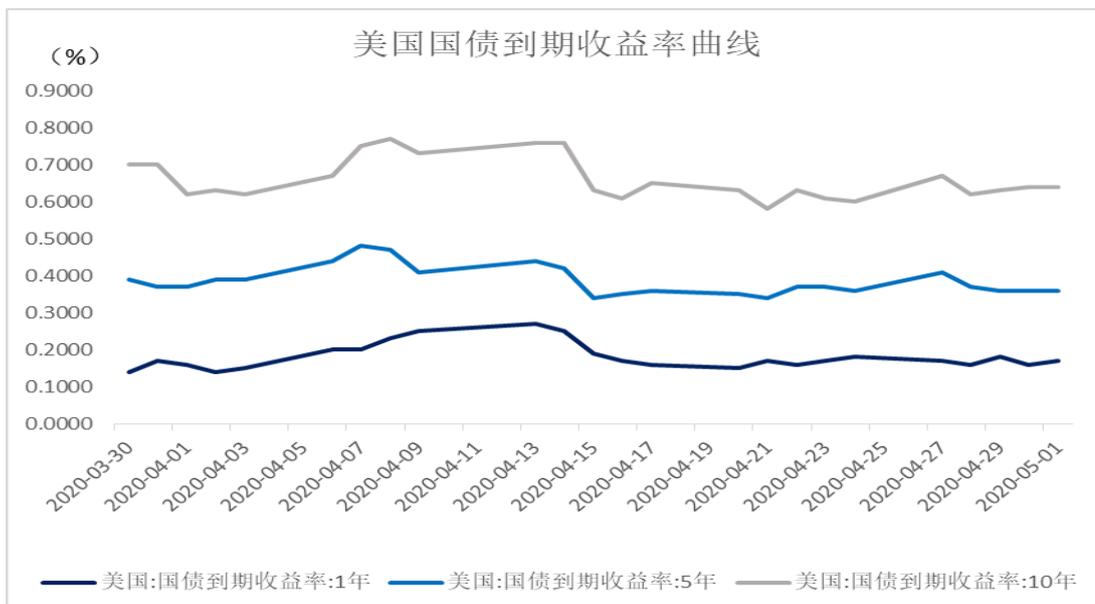
国家	最新评级	评级展望	评级日期	上次评级	上次评级展望	上次评级日期	评级变动
标普 (S&P)							
匈牙利	BBB/BBB	稳定	2020/4/28	BBB/BBB	正面	2020/2/14	下调展望
南非	BB/BB-	稳定	2020/4/29	BB+/BB	负面	2017/11/24	下调等级
塞尔维亚	BB+/BB+	稳定	2020/5/1	BB+/BB+	正面	2019/11/13	下调展望
穆迪 (Moody's)							
菲律宾	Baa2/Baa2	稳定	2020/4/27	Baa2/Baa2	正面	2014/12/11	下调展望
沙特阿拉伯	A1/A1	负面	2020/5/1	A1/A1	稳定	2016/5/14	下调展望
惠誉 (Fitch)							
菲律宾	BBB/BBB	正面	2020/4/27	BBB/BBB	正面	2020/2/11	不变
格鲁吉亚	BB/BB	负面	2020/4/27	BB/BB	稳定	2019/2/22	下调展望
摩洛哥	BBB-/BBB-	负面	2020/4/28	BBB-/BBB-	稳定	2016/7/22	下调展望
意大利	BBB-/BBB-	稳定	2020/4/28	BBB/BBB	负面	2018/8/31	下调等级

数据来源：联合资信整理

主要经济体利率及汇率走势

美债长短期收益率均呈现上涨态势，除中国外各主要经济体国债与美债利差多数呈扩大趋势

本周，美联储逐步减少国债购买规模，本周平均每个交易日美联储购债规模缩减至 150 亿美元。美联储减少购债会造成美国国债的需求不足，进而推高美债收益率，导致美债长、短期收益率均呈现上涨态势。本周 1 年期、5 年期和 10 年期美债平均收益率分别为 0.17%、0.37% 以及 0.64%，分别较上周上涨 0.20 个、1.40 个以及 3.00 个 BP。



数据来源：WIND

本周，除中国外各主要经济体国债与美债利差多数呈扩大趋势。具体来看，由于本周中国央行未进行逆回购操作，因本周无逆回购到期，本周实现零回笼零投放，说明市场流动性较为充裕。因此中国与美国 1 年期、5 年期和 10 年期国债平均利差则较上周分别收窄 2.37 个、10.60 个和 5.74 个 BP 至 0.96%、1.45% 和 1.88%；受各期限美债收益率小幅上涨影响，日本 1 年期、5 年期和 10 年期国债与相应期限美国国债利差较上周分别扩大 3.55 个、6.59 个和 6.83 个 BP 至-0.36%、-0.54% 和-0.68%；由于欧元区多国经济表现不及预期，“德法轴心”经济均表现疲软，经济增长前景恶化情况下长端利率上行幅度明显小于短端利率，使得欧元区 1 年期国债与美债平均利差小幅收窄 0.24 个 BP 至-0.79%，与美国 5 年期和 10 年期国债平均利差较上周分别扩大 9.20 个和 11.44 个 BP 至-1.05% 和-1.07%。

表 2 与 1 年期美国国债到期收益率利差 单位：%

国家	相应指标名称	本周平均利差	上周平均利差	变动 BP	今年以来累计变动 BP
中国	国债到期收益率：1 年	0.9645	0.9882	-2.37	13.7675
日本	国债利率：1 年	-0.3603	-0.3248	-3.55	133.8667
欧元区	公债收益率：1 年	-0.7876	-0.7900	0.24	141.4391

数据来源：联合资信整理，数据更新于北京时间 4 月 20 日早上 10:00，下同。

表 3 与 5 年期美国国债到期收益率利差 单位：%

国家	相应指标名称	本周平均利差	上周平均利差	变动 BP	今年以来累计变动 BP
中国	国债到期收益率：5 年	1.4471	1.5531	-10.60	19.7675
日本	国债利率：5 年	-0.5447	-0.4788	-6.59	126.5333
欧元区	公债收益率：5 年	-1.0507	-0.9588	-9.20	108.6764
英国	国债收益率：5 年	-0.5926	-0.4372	-15.54	48.1100

数据来源：联合资信整理

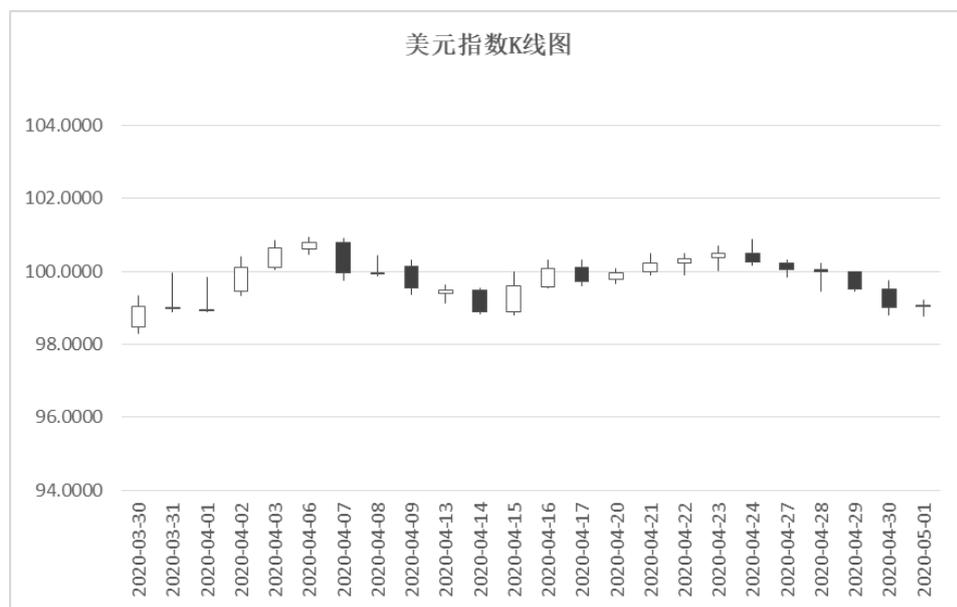
表 4 与 10 年期美国国债到期收益率利差 单位：%

国家	相应指标名称	本周平均利差	上周平均利差	变动 BP	今年以来累计变动 BP
中国	国债到期收益率：10 年	1.8847	1.9421	-5.74	61.9700
日本	国债利率：10 年	-0.6783	-0.6100	-6.83	123.6667
欧元区	公债收益率：10 年	-1.0699	-0.9555	-11.44	97.7923
英国	国债收益率：10 年	-0.6612	-0.5149	-14.63	35.9400

数据来源：联合资信整理

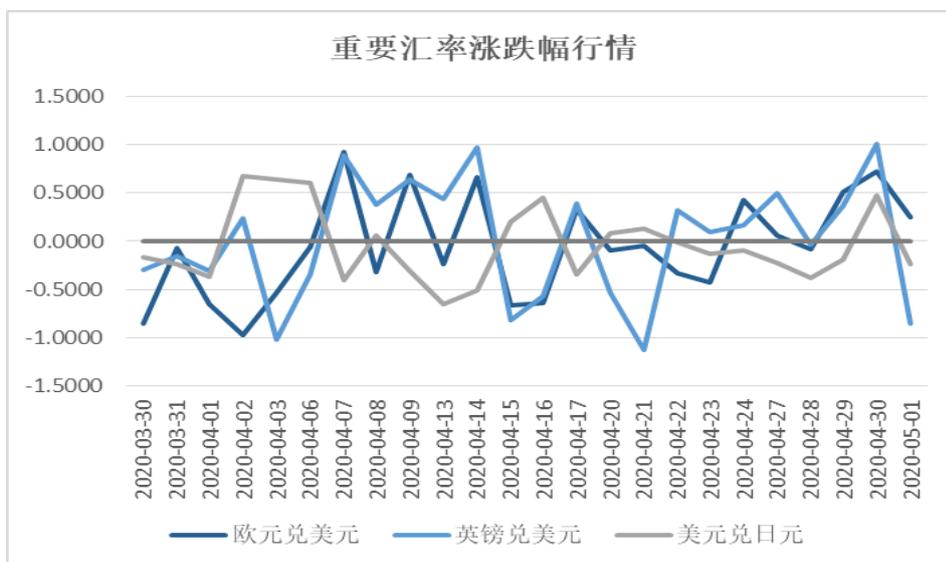
避险情绪消退助推美元指数不断走低，非美货币多数走强

本周，美元指数呈现下行趋势，跌破 100 高位。一是因为全球疫情发展趋于平稳，新冠肺炎药物初步实验结果乐观，欧美各国逐步开始重启经济，导致投资者避险需求回落，因此美元指数承压下行；二是疫情严重拖累了美国的供需两端，导致美国 2020 年一季度实际 GDP 增速萎缩 4.8%，为 2009 年以来最大的单季跌幅。经济指标不佳叠加避险需求消退，美元指数周内持续下行，周五收于 99.0363，累计收跌 1.18%。



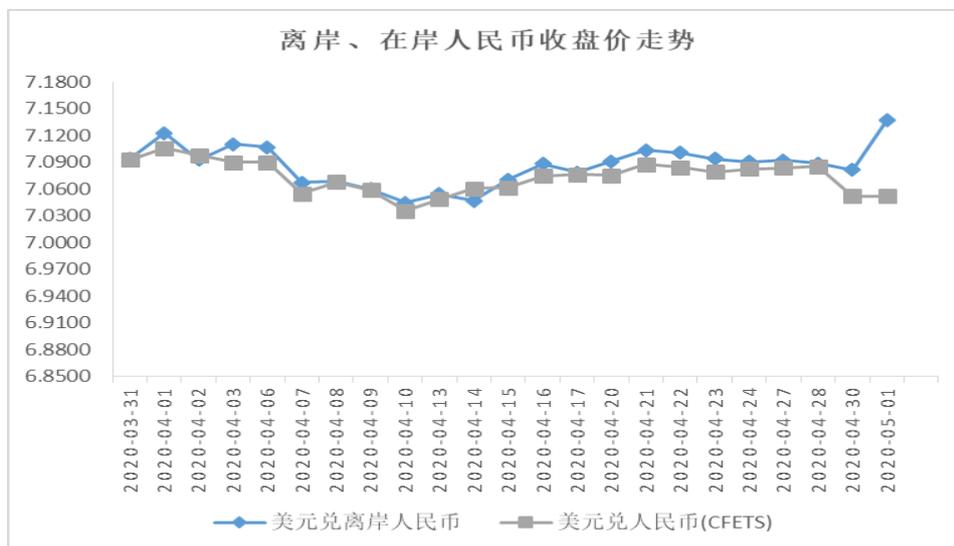
数据来源：WIND

本周，在美元指数继续下跌的背景下，全球主要非美货币多数走强。欧元方面，欧洲央行 4 月议息会议并未下调基准利率，维持存款利率-0.5%不变，再融资利率 0%不变，边际借贷利率 0.25%不变，市场反应平淡，欧元走强动力不足，空头仍掌握主导权。虽然本周欧元兑美元走强，但其涨势更多与美元疲软有关。周五欧元兑美元收于 1.0954，周内累计上涨 1.46%。英镑方面，随着欧洲疫情拐点的出现，部分欧洲国家开始放松管制，西班牙、意大利和法国都已经开始允许人们进行有限制的户外活动，英国也计划于 5 月 26 日开始逐步恢复工作，提振英镑表现。周五英镑兑美元收于 1.2594，周内累计上涨 1.13%。日元方面，日本央行扩大货币刺激措施并承诺无限量购买债券，以便将借款成本维持在低位。日本政府目前正努力通过经济救助计划来缓解疫情对经济的冲击，日元随之走强，周五美元兑日元汇率收于 107.1750，周内累计小幅收跌 0.66%。



数据来源：WIND

本周，离、在岸人民币表现不一。一方面，周五全球主要股市全线杀跌，中国资产亦遭抛压，离岸人民币单日暴跌超500点，美元兑离岸人民币收于7.1368，周内累计收涨0.62%；另一方面，由于美元指数延续弱势，周五美元兑在岸人民币收于7.0519，周内累计小幅收跌0.26%。



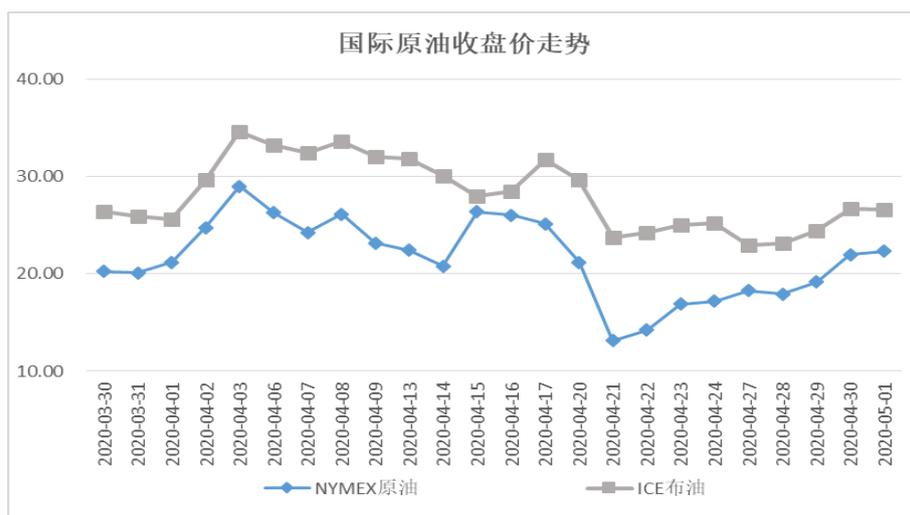
数据来源：WIND

国际大宗商品价格走势

国际原油本周收涨，结束了此前连续三周下跌态势

本周原油价格先抑后扬、周线收涨，结束了此前连续三周下跌态势。具体来看，周一因投资者恐慌情绪上升以及全球原油需求依然疲软，美国原油急挫24.6%，布伦特原油跌穿20.0美元/桶。周二，油价涨跌不一。布伦特原油因多国公布解封计划而呈现上涨，美国原油继续受

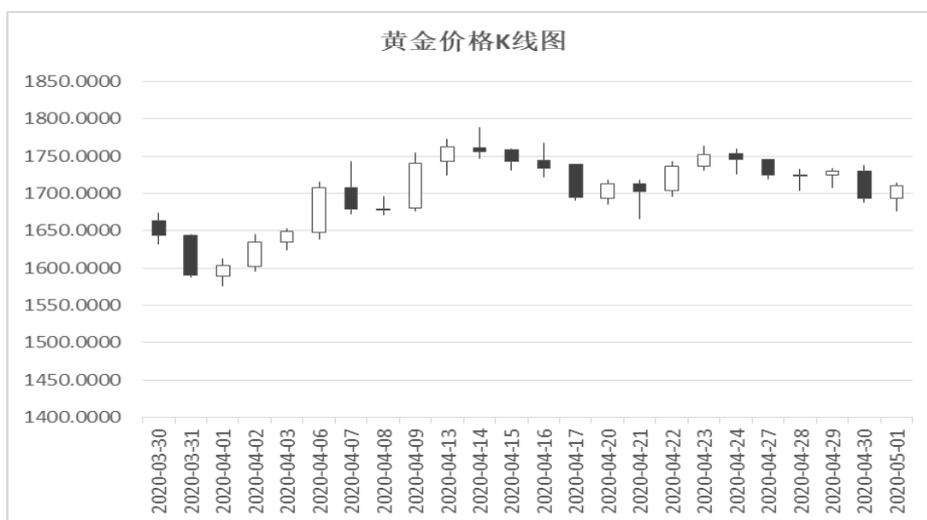
储油空间吃紧拖累而下跌。其后，因 OPEC 及其盟友开始创纪录减产以及美国石油库存增幅小于市场预期，周三、周四油价均录得两位数上涨。截止周五收盘，NYMEX 原油价格收于 22.33 美元/桶，周内累计上涨 5.68%；同期，ICE 布油价格收于 26.60 美元/桶，周内累计上涨 6.96%。



数据来源: WIND

国际黄金价格本周震荡走低，逼近 1,700 关口

周初，受美债收益率上行、多国计划放松疫情相关限制措施以及瑞德西韦可能对病毒有疗效等因素影响，投资者避险情绪趋缓，本周黄金价格一路走低。周四，COMEX 黄金价格一度下跌至 1,700 关口以下。周五，因多国假期休市，全球谨慎情绪再起，黄金一度收复 1,700 关口，国际黄金价格最终收于 1,710.2 美元/盎司，周内累计小幅下跌 1.99%。



数据来源: WIND