

从流动性危机到流动性牛市

2020年下半年宏观经济和市场展望

核心结论

在2020年第一季度，新冠疫情的冲击引发了流动性危机，主要经历了三个阶段。1) 第一个阶段是1月20日-2月初，疫情在中国爆发，我国股市受到冲击较大，中债上涨，黄金和海外股市总体稳定。2) 第二个阶段是2月下旬-3月上旬，海外疫情扩散，恐慌情绪蔓延。欧美股市跌幅显著大于A股，黄金、债市上涨，海外避险情绪升温。3) 第三个阶段是3月7日-3月23日，海外疫情大爆发，各国开始实行封锁措施导致经济停摆，市场抛售行为加剧，进而引发了全球流动性危机。在全球史无前例的财政政策与货币政策的支持下，3月底流动性危机解除，同时散户大量涌入，推动全球股市二季度快速反弹，迎来了一波流动性牛市。

展望下半年，全球经济不断复苏，同时宽松格局不变，我们看好全球权益市场在经济复苏叠加充足流动性的表现。

1、经济：延续复苏方向不变。1) 海外方面，从高频经济数据来看，2020年4月10日是美国经济数据的底部。5月以来，全球主要经济体已经进入复苏的早期阶段。由于二次疫情的影响，美国经济反弹速度近期有所放缓。但是全面再度封锁的可能性很小。而且从6月下旬开始美国部分地区暂停经济重启计划，会有助于疫情的防控。总的来说，美国经济复苏的大逻辑不变。2) 国内方面，我国经济二季度显著改善，同比增速超出市场预期，但复苏结构分化。上半年主要依靠基建和地产投资拉动，内需的经济增长动力仍显不足。但这也同时表明了消费在下半年有不小的复苏空间。由于经济在三季度还没有完全恢复到疫情前的水平，我们认为国内政策暂时不会出现明显收紧。下半年经济将继续环比改善，我们预测中国的GDP同比增速在Q3、Q4会提速至4.5%、5.9%。

2、货币：宽松并未转向，流动性增量边际趋缓。1) 海外方面，美联储将会继续扩表，但是由于目前流动性比较充裕，扩表速度将维持较低水平；零利率有望持续到2022年；此外美联储在今年下半年很有可能会推出收益率曲线控制。2) 国内方面，货币环境延续宽松，但下半年社融新增规模增幅预计会边际放缓。根据易纲行长此前的发言，预计全年贷款新增近20万亿，社融规模增量超过30万亿元。下半年预计人民币贷款大约新增8万亿元，位于近年高位；同比多增1.1万亿以上，增幅不及上半年的2.3万亿；全年社融存量同比增速预计超过13%。M2与社融存量的同比增速差已经连续两个月下行，显示实体经济的资金需求与金融机构对实体经济提供的流动性之间的缺口在扩大，复工复产有序推进，实体经济资金需求旺盛。

风险提示：疫情蔓延风险，经济复苏不及预期风险，政策风险。

分析师



熊雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



张育浩



18548912118



zhangyuhao@research.xbmail.com.cn



陶冷



15000831636



taoling@research.xbmail.com.cn

相关研究

西部宏观自上而下研究系列之四：我们正站在两个周期的起点

2020年7月6日

西部宏观自上而下研究系列之三：当下经济周期如何进行行业配

置？ 2020年6月29日

西部宏观自上而下研究系列之二：全球市场的核心因素剖析以及后

续的走势 2020年6月14日

西部宏观自上而下研究系列之一：ESG主题基金在全球和中国的发展

展 2020年5月31日

索引

内容目录

一、今年一季度的流动性危机.....	4
二、全球政策挽救经济与金融危机	6
三、流动性牛市	12
四、展望下半年：经济不断复苏，宽松格局不变	16
1、经济：延续复苏方向，斜率有所放缓	16
2、货币：宽松并未转向，流动性增量边际趋缓	19

图表目录

图 1：我国疫情在 2 月中旬达到顶峰	4
图 2：A 股跌幅大于海外	4
图 3：中债上涨	4
图 4：黄金价格	4
图 5：欧美国家累计确诊病例	5
图 6：欧美国家当日新增确诊病例	5
图 7：海外股市大跌	5
图 8：黄金价格上涨	5
图 9：美元指数下跌	5
图 10：各国 10 年期国债收益率（%）	5
图 11：欧美国家当日新增确诊病例	6
图 12：风险资产遭到抛售	6
图 13：2020/3/16 恐慌指数创下历史新高	6
图 14：主要国家国债收益率快速上行	6
图 15：美联储如何支持实体经济	9
图 16：今年美联储快速降息	9
图 17：美联储总资产	10
图 18：美联储购买国债最多	10
图 19：流动性充足的情况下 2020Q2 全球股市快速反弹	12
图 20：中美日欧的 M2 同比增速（%）	12
图 21：LIBOR-OIS 利差	13
图 22：2020 年 LIBOR-OIS 利差	13
图 23：2000 年以来 TED 利差	13
图 24：2020 年以来的 TED 利差	13
图 25：2000 年以来的 VIX 恐慌指数	14

图 26: 2020 年以来的 VIX 恐慌指数	14
图 27: 中国 AAA 级企业债利差	15
图 28: 中国 AA-级企业债利差	15
图 29: 投资级公司债利差	15
图 30: 高收益级公司债利差	15
图 31: 美国今年企业债发行创下历史记录	15
图 32: 6 月 A 股新开户 253 万户	16
图 33: 融资融券余额超过 1.3 万亿元	16
图 34: 美国在线券商新开通账户数量	16
图 35: 主要经济体制造业 PMI 指数	17
图 36: 全球单日新增确诊人数不断创新高	17
图 37: 美国、印度、巴西单日新增确诊人数	17
图 38: 地产和基建投资拉动经济复苏	18
图 39: 社零同比恢复缓慢	18
图 40: 下半年我国经济增速将保持改善趋势	19
图 41: 回购与央行流动性互换到期导致总资产缩水	19
图 42: 美联储购债速度减缓	19
图 43: 全年社融新增规模将超过 30 万亿元	20
图 44: 下半年人民币贷款新增预计保持高位	20
图 45: M2-社融增速差连续两个下行	20
图 46: M1-M2 剪刀差收窄	20
表 1: 2020 年上半年财政政策刺激规模	7
表 2: 2008-2009 年金融危机时期中美等 8 各国采取的财政刺激规模	7
表 3: 货币政策刺激规模	8
表 4: 创新性流动性便利工具使用情况	10
表 5: 创新性流动性便利工具介绍	10
表 6: 我国今年上半年采取的降息降准措施	11

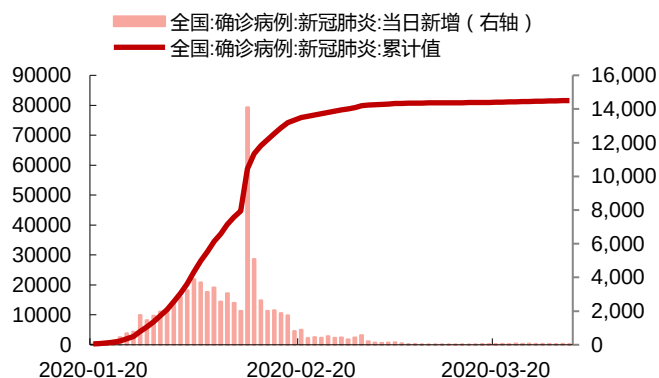
一、今年一季度的流动性危机

今年上半年，新冠疫情对全球金融市场的影响主要经历了三个阶段。

第一个阶段是1月20日-2月初，新冠疫情在中国爆发。我国境内单日新增确诊病例在2月4日达到阶段性高点3887例，随后略有下降。2月12日，单日新增确诊病例再次上升到14109例，创下历史最高值。从2月13日开始我国新增确诊病例进入了下降通道。

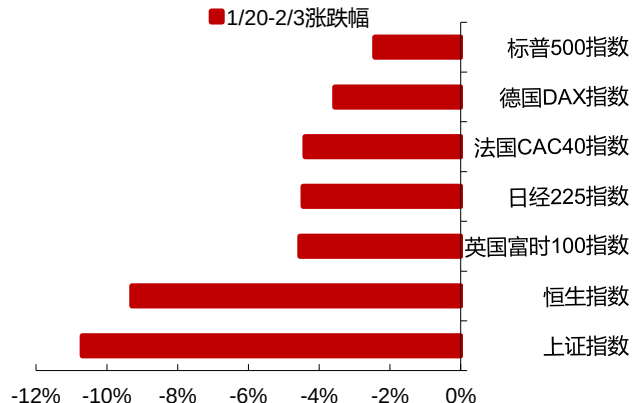
我国金融市场受到冲击较大的时期主要是1月20日至2月3日，A股跌幅较大，中债上涨，黄金价格基本稳定。在这期间上证指数和恒生指数分别累计下跌10.69%、9.29%，同期欧美日股市的累计跌幅均在5%以内。2月3日，春节后A股第一个交易日，上证指数、深证成指和创业板指当日分别下跌7.72%、8.45%、6.85%。而我国1年期和10年期国债收益率累计下行了17和26个基点，体现了国内资本市场股弱债强的避险偏好。该时期海外市场总体稳定。

图1：我国疫情在2月中旬达到顶峰



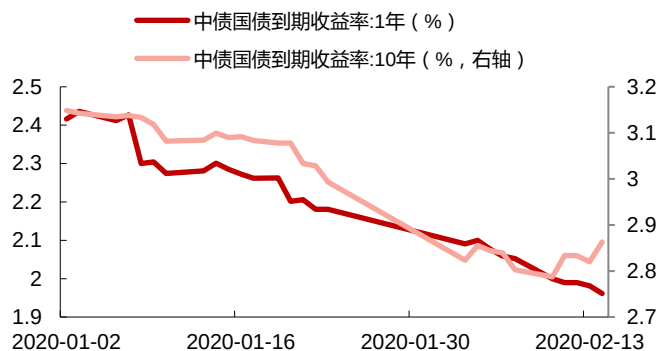
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图2：A股跌幅大于海外



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图3：中债上涨



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图4：黄金价格

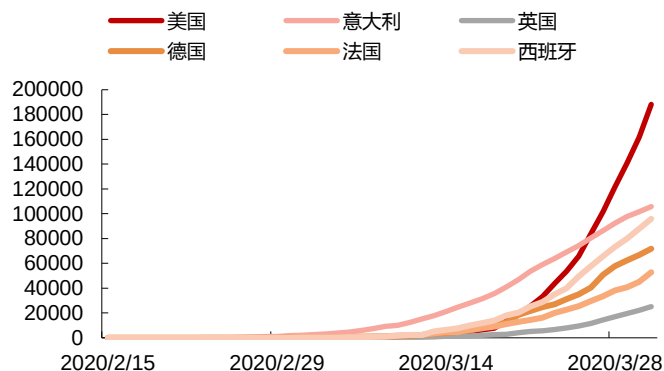


资料来源：WIND，西部证券研发中心

第二个阶段是2月下旬-3月上旬，海外疫情扩散。2月23日，意大利累计确诊病例达到140例，首次超过100例，3月1日的法国和德国，3月2日的西班牙，3月3日的美国、3月5日的英国先后超过100例，欧美疫情开始蔓延。

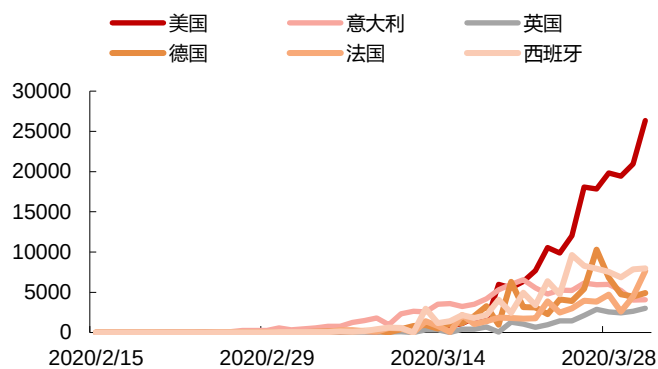
在这一阶段，欧美股市跌幅显著大于A股，黄金、债市上涨，海外避险情绪升温。2月20日至3月6日，欧美股市主要股指累计下跌超过10%。由于市场投资者担忧美国经济在疫情冲击下面临衰退风险，与美国经济走势正相关的美元指数下行，累计下跌3.53%。而黄金价格累计上涨3.85%，美国、德国、法国、英国的10年期国债收益率分别下行了80、29、16、36个基点，尤其是美债收益率在两周内从1.56%快速下降到了0.76%。

图 5：欧美国家累计确诊病例



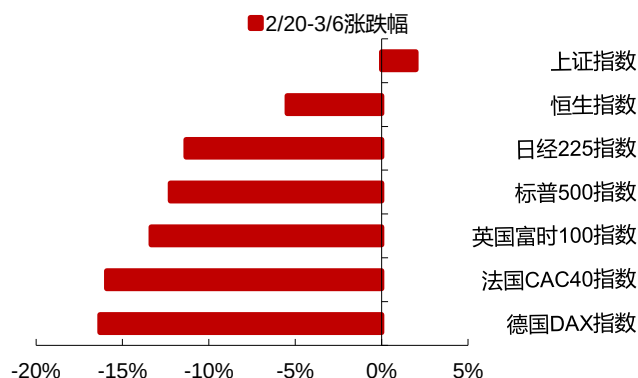
资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 6：欧美国家当日新增确诊病例



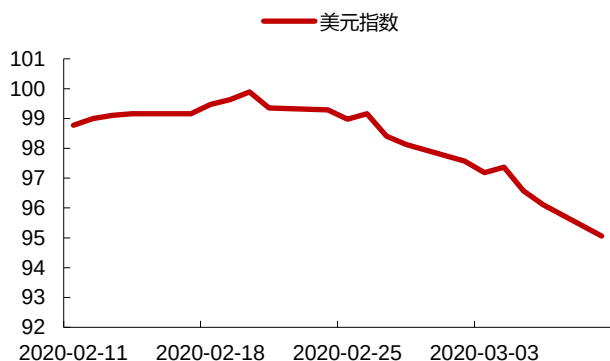
资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 7：海外股市大跌



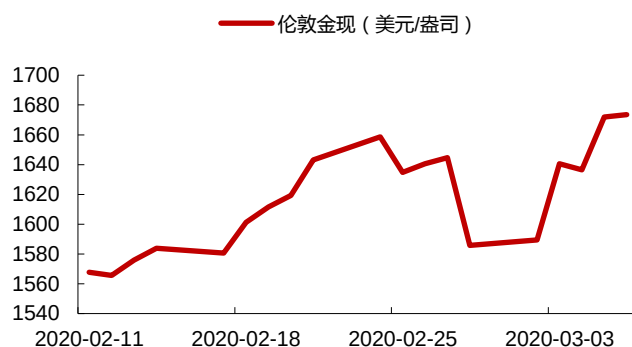
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 9：美元指数下跌



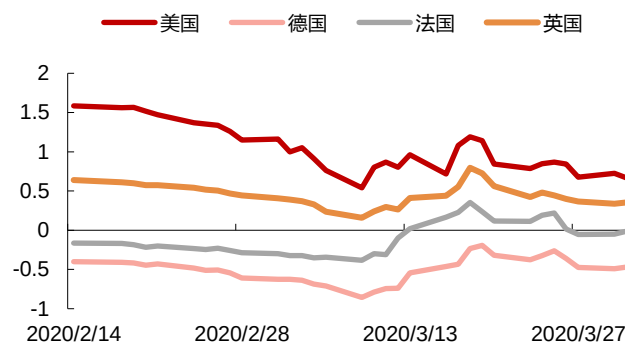
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 8：黄金价格上涨



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 10：各国 10 年期国债收益率 (%)

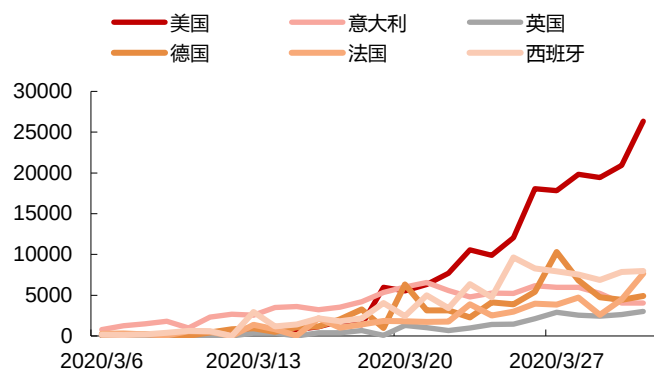


资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

第三个阶段是3月7日-3月23日，海外疫情大爆发，各国开始实行封锁措施。意大利3月7日单日新增确诊率先超过1000例，同时意大利政府在3月7日开始对疫情严重地区实施隔离措施，3月9日将隔离措施的实施扩大至全国范围。3月中下旬，德国、法国、英国、美国先后开始发布禁足令，加强防疫力度。

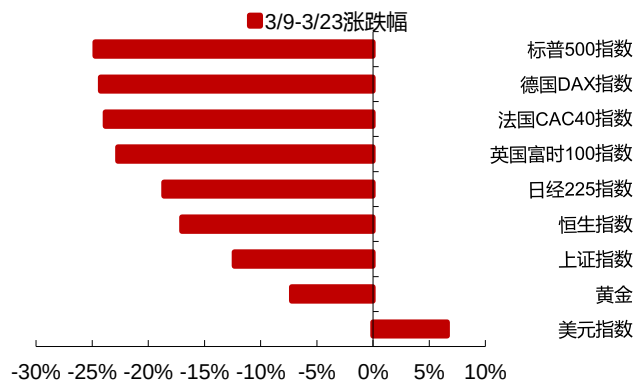
由于海外疫情迅速蔓延，各国纷纷采取隔离措施导致经济停摆，市场抛售行为加剧，进而引发了全球流动性危机。美股在十天之内四次熔断（分别为3月9日、3月12日、3月16日、3月18日）。3月7日-3月23日共11个交易日，欧美主要股指跌幅超过20%，亚洲股市也跟随大跌，但跌幅不及欧美。恐慌指数VIX在3月16日达到82.69，超过2008年金融危机时期的最高点，创下了新的历史记录。由于恐慌情绪升温，黄金、国债等防御性资产也遭受到抛售，现金成为市场投资者的首选，流动性最好的美元需求紧张，美元指数快速上涨超过100，在这段时间里累计上涨超过7%。

图 11：欧美国家当日新增确诊病例



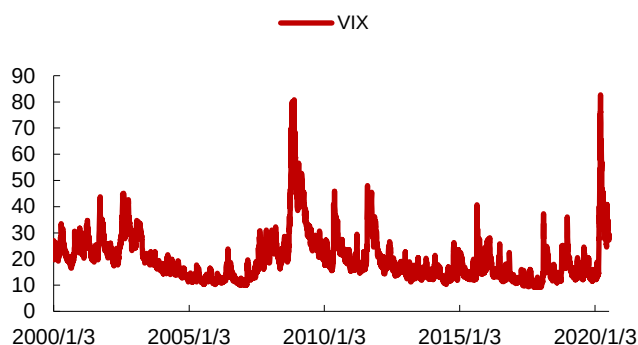
资料来源：Bloomberg，西部证券研发中心

图 12：风险资产遭到抛售



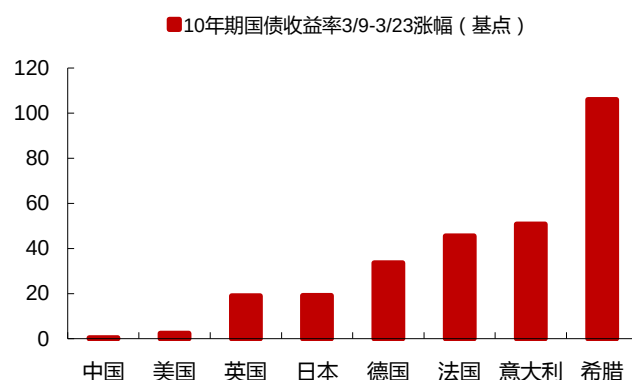
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 13：2020/3/16 恐慌指数创下历史新高



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 14：主要国家国债收益率快速上行



资料来源：WIND，Bloomberg，西部证券研发中心

二、全球政策挽救经济与金融危机

2008 年全球金融危机的导火索是美国楼市泡沫破裂引发了次贷危机，由资本市场逐渐传导至全球经济。而 2020 年则是由于疫情这种公共卫生安全事件，全球主要经济体的经济活动立刻

陷入停摆状态。除了维持生活必需品的供应，生产、消费几乎停滞，下游需求大幅减少，生产由于疫情防控被迫暂停，一方面，企业难以盈利，债务违约风险快速提高，引发金融市场的流动性危机；另一方面，经济活动按下暂停键，居民面临失业风险，消费意愿和能力快速下降，引发了市场对全球经济衰退的担忧。

为了应对疫情爆发导致的全球经济衰退和金融市场流动性危机，各国政府和央行均出台了大量的货币和财政政策。根据我们统计，从2月疫情爆发到6月底，中美欧等九个经济体的央行一共宣布了超过8万亿美元的货币政策刺激，相当于这九个经济体的GDP的12%，也相当于全球GDP的9.3%。财政政策方面，中美日等20个经济体一共宣布了超过7.4万亿美元的财政政策刺激，相当于这20个经济体的GDP的11.2%，也相当于全球GDP的8.6%。相比之下，美国在1947年开始实行马歇尔计划，一共向西欧各国援助了大约127.31亿美元，相当于当时受援助国家GDP的3%。2008年金融危机时期，根据IMF统计，当时的财政刺激规模占到所有实施了财政政策国家的GDP的2%左右。

表1：2020年上半年财政政策刺激规模

国家	财政政策刺激规模	财政政策刺激规模（亿美元）	刺激规模占2019年GDP比重
中国	4.2万亿人民币	5935	4.2%
美国	2.8万亿美元	28000	13.1%
日本	117.1万亿日元	10922	21.2%
德国	5090亿欧元	5709	14.8%
英国	4605亿英镑	5680	20.7%
法国	3150亿欧元	3533	13.1%
西班牙	2000亿欧元	2244	16.1%
韩国	245.5万亿韩元	2039	12.5%
澳大利亚	2455亿澳元	1684	12.2%
加拿大	2050亿加元	1497	8.6%
马来西亚	2600亿马币	606	16.6%
俄罗斯	32774亿卢布	471	2.9%
意大利	800亿欧元	897	4.5%
泰国	2.507万亿泰铢	811	15.3%
巴西	6400亿巴西雷亚尔	1167	11.0%
瑞士	730亿瑞士法郎	770	10.8%
新西兰	621亿新西兰元	399	19.5%
新加坡	929亿新加坡元	667	18.4%
越南	316.5万亿越南盾	136	5.2%
印度	13.6万亿印度卢比	1799	6.1%

资料来源：各国财政部，IMF，西部证券研发中心

注：数据截止6月底，美元的刺激规模根据实时汇率换算。

表2：2008-2009年金融危机时期中美等8各国采取的财政刺激规模

	国家	财政政策刺激规模	刺激规模占2008年GDP比重
1	中国	4万亿人民币	12.5%
2	美国	16390亿美元	11.1%

3	日本	25 万亿日元	4.8%
4	韩国	69 万亿韩元	6.0%
5	欧盟	2000 亿欧元	2.1%
6	德国	500 亿欧元	2.0%
7	英国	200 亿英镑	1.3%
8	澳大利亚	520 亿澳元	4.2%

资料来源：WIKI，WIND，西部证券研发中心

表 3：货币政策刺激规模

	货币政策刺激规模 (本币)	货币政策刺激规模 (美元)	占 GDP 比重	主要措施
中国人民银行	9.32 万亿人民币	13197 亿	9.3%	定向降准，MLF，公开市场逆回购，再贷款再贴现等
美联储	3 万亿美元	30000 亿	14.0%	降息，量化宽松等
欧央行	18451 欧元	20733 亿	11.1%	购买资产计划，公开市场操作
日本央行	32.2 万亿日元	2987 亿	5.8%	购买 ETF、债券等
英国	7450 亿英镑	9162 亿	33.4%	购买资产计划、量化宽松等
加拿大	4200 亿加元	3074 亿	17.8%	购买资产购买等
新西兰	600 亿新西兰元	385 亿	18.8%	购买资产计划
瑞典	8000 亿瑞典克朗	858 亿	16.2%	购买债券、为企业提供贷款等
印度	4 万亿卢比	530 亿	1.8%	降息，降准，量化宽松，公开市场操作

资料来源：各国央行，西部证券研发中心

注：数据截止 6 月底，美元的刺激规模根据实时汇率换算

各国出台财政政策，主要涵盖了医疗、企业、家庭、地方政府，包括财政补助、减税降费、提供信贷担保等等。货币政策方面，主要是央行通过银行、一级交易商等金融机构向资本市场注入流动性，从而间接支持实体经济。以美联储为例，具体的传导机制是：

- 1) 信用传导：在量化宽松的背景下，美联储通过购买债券向金融机构注入大量的流动性，极大地降低了资金风险，促使银行等金融机构更加愿意向企业和个人发放贷款，从而促进信贷增长
- 2) 改变资产组合平衡：美联储通过 QE 从市场上购买了大量诸如国债的安全资产，这将使投

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_3755

