

全球经济停滞，中美流动性继续分化

——宏观流动性观察 32

宏观流动性摘要：

全球疫情冲击经济周期，2月和3月制造业PMI大幅回落。中国作为首个疫情扩散国2月经济全面停摆导致制造业PMI创历史新低，3月疫情基本得到控制预计将出现回升。欧美等国家3月开始相继爆发疫情，且由于拐点尚未到来，预计经济将继续收到冲击。

美联储多轮大规模货币宽松政策救市，美国流动性风险短期降低，无限QE为市场注入大量流动性。中国央行持续逆周期调节政策使市场受国内疫情影响较小，流动性总体继续平稳趋势。同时疫情期间针对小微企业的定向宽松政策有效帮助小微企业改善流动性。

美国的货币政策与财政刺激短期虽显成效，但若疫情持续冲击经济基本面，企业普遍高杠杆率将带来巨大信用危机，导致众多中小企业破产引发新一轮金融风暴。中国在疫情已经得到稳定控制后，未来的首要任务是发展经济扩大内需。中国将继续稳健的逆周期调节政策配合积极财政政策通过新基建等项目刺激国内投资和消费。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[降息竞发 疫情难敌——宏观流动性观察 31](#)

2020-03-22

[资本市场极限蹦极，各国应对政策转向——宏观流动性观察 30](#)

2020-03-16

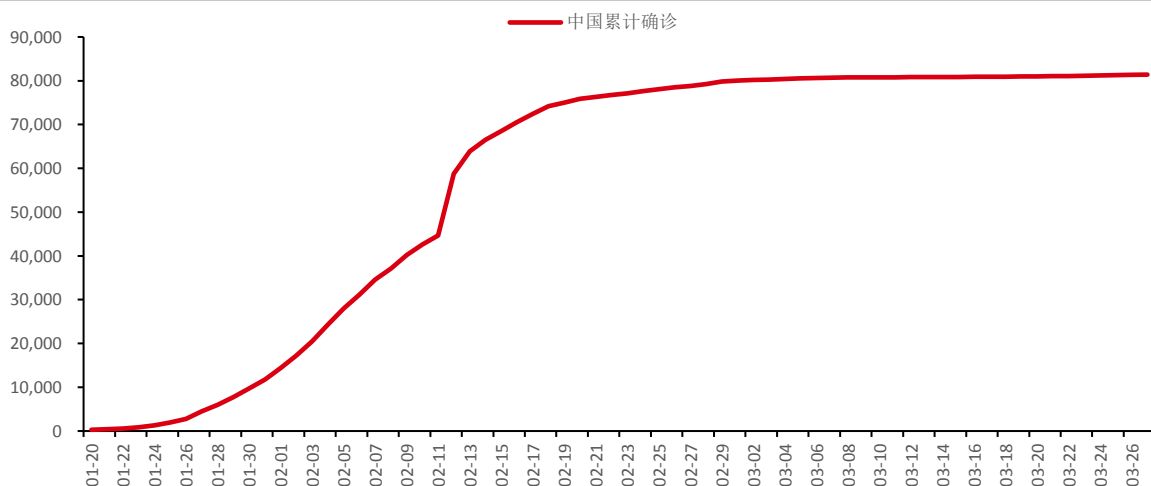
[全球降息声起，期待惊蛰去瘟——宏观流动性观察 29](#)

2020-03-09

全球疫情冲击经济周期

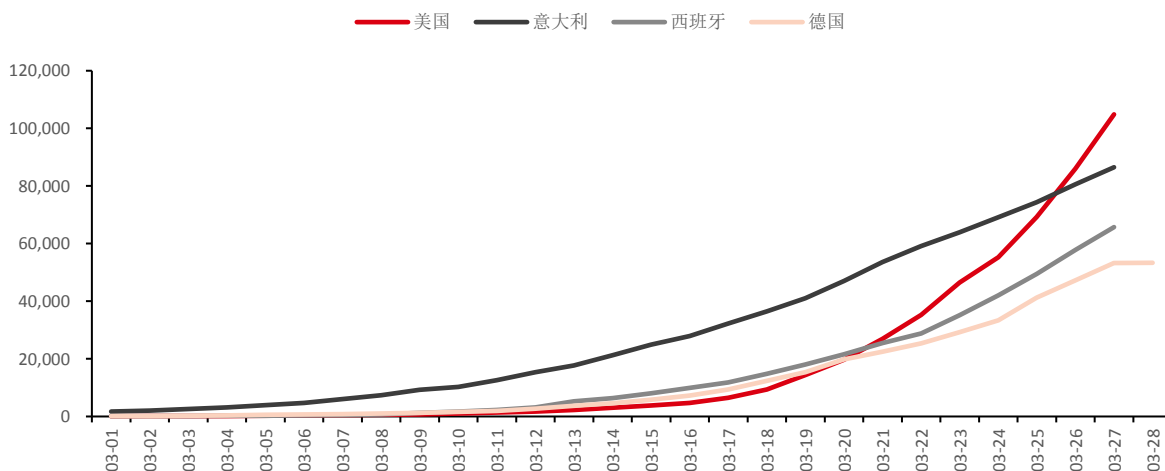
本季度受疫情黑天鹅冲击，全球经济遭受重创。中国作为首个疫情爆发国，由于严格的隔离机制和防控措施，在3月初基本得到控制，预计国内二次爆发的可能性不大。以美国，意大利，西班牙为首的欧美等国在3月初开始相继爆发疫情，且由于各国体制不同，防控政策不一，目前拐点尚未出现。目前中国正在有序进行复工复产，恢复经济秩序。疫情对国内经济多为短期影响，但由于欧美疫情仍处于不可控阶段，若全球疫情持续扩散，全球经济都将遭受巨大冲击。

图 1: 中国肺炎疫情在 2 月出现爆发增长后，已经基本获得控制（截止 3 月 27 日）



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 欧美主要疫情国家累计确诊数量 3 月以来直线上升，仍处爆发期，拐点尚未到来（截止 3 月 27 日）



数据来源: Wind 华泰期货研究院

受疫情影响 2020 年 2 月与 3 月全球制造业 PMI 回落明显。由于疫情最先在中国扩散，为了防控疫情企业停工停产，居民生活消费基本停滞。中国 2 月制造业 PMI 大幅回落，创历史新低。由于 2 月疫情控制及时，企业逐步复工复产，预计 3 月中国制造业 PMI 较 2 月略有回升，但仍将保持在荣枯线下。

欧美等国家 2 月受疫情影响较小，制造业 PMI 基本未受影响。美国 2 月 PMI 继续荣枯线上，欧元区持续回升趋势。但 3 月以来疫情向全球扩散，欧美等国当前仍处于疫情爆发期，制造业 PMI 受疫情影响回落明显。由于各国制度不同，防疫措施不同，目前欧美疫情尚未见拐点，预计对制造业持续负面影响，4 月制造业 PMI 将继续回落。

图 3: 全球 PMI 热图

	2018-09	2018-10	2018-11	2018-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03
全球	52.20	52.00	52.00	51.40	50.80	50.60	50.50	50.40	49.80	49.40	49.30	49.50	49.70	49.80	50.30	50.10	50.40	47.20	
美国	55.60	55.70	55.30	53.80	54.90	53.00	52.40	52.60	50.50	50.60	50.40	50.30	51.10	51.30	52.60	52.40	51.90	50.70	49.20
欧元区	53.20	52.00	51.80	51.40	50.50	49.30	47.50	47.90	47.70	47.60	46.50	47.00	45.70	45.90	46.90	46.30	47.90	49.20	44.80
德国	53.70	52.20	51.80	51.50	49.70	47.60	44.10	44.40	44.30	45.00	43.20	43.50	41.70	42.10	44.10	43.70	45.30	48.00	45.70
法国	52.50	51.20	50.80	49.70	51.20	51.50	49.70	50.00	50.60	51.90	49.70	51.10	50.10	50.70	51.70	50.40	51.10	49.80	42.90
意大利	50.00	49.20	48.60	49.20	47.80	47.70	47.40	49.10	49.70	48.40	48.50	48.70	47.80	47.70	47.60	46.20	48.90	48.70	
西班牙	51.40	51.80	52.60	51.10	52.40	49.90	50.90	51.80	50.10	47.90	48.20	48.80	47.70	46.80	47.50	47.40	48.50	50.40	
英国	53.60	51.10	53.60	54.20	52.60	52.10	55.10	53.10	49.40	48.00	48.00	47.40	48.30	49.60	48.90	47.50	50.00	51.70	48.00
澳大利亚	59.00	58.30	51.30	49.50	52.50	54.00	51.00	54.80	52.70	49.40	51.30	53.10	54.70	51.60	48.10	48.30	45.40	44.30	
日本	52.50	52.90	52.20	52.60	50.30	48.90	49.20	50.20	49.80	49.30	49.40	49.30	48.90	48.40	48.90	48.40	48.80	47.80	
中国(财新)	50.00	50.10	50.20	49.70	48.30	49.90	50.80	50.20	50.20	49.40	49.90	50.40	51.40	51.70	51.80	51.50	51.10	40.30	
中国(官方)	50.80	50.20	50.00	49.40	49.50	49.20	50.50	50.10	49.40	49.40	49.70	49.50	49.80	49.30	50.20	50.20	50.00	35.70	
韩国	51.30	51.00	48.60	49.80	48.30	47.20	48.80	50.20	48.40	47.50	47.30	49.00	48.00	48.40	49.40	50.10	49.80	48.70	
中国台湾	50.80	48.70	48.40	47.70	47.50	46.30	49.00	48.20	48.40	45.50	48.10	47.90	50.00	49.80	49.80	50.80	51.80	49.90	
印尼	50.70	50.50	50.40	51.20	49.90	50.10	51.20	50.40	51.60	50.60	49.60	49.00	49.10	47.70	48.20	49.50	49.30	51.90	
印度	52.20	53.10	54.00	53.20	53.90	54.30	52.60	51.80	52.70	52.10	52.50	51.40	51.40	50.60	51.20	52.70	55.30	54.50	
俄罗斯	50.00	51.30	52.60	51.70	50.90	50.10	52.80	51.80	49.80	48.60	49.30	49.10	46.30	47.20	45.60	47.50	47.90	48.20	
巴西	50.90	51.10	52.70	52.60	52.70	53.40	52.80	51.50	50.20	51.00	49.90	52.50	53.40	52.20	52.90	50.20	51.00	52.30	
墨西哥	51.70	50.70	49.70	49.70	50.90	52.60	49.80	50.10	50.00	49.20	49.80	49.00	49.10	50.40	48.00	47.10	49.00	50.00	

数据来源: Wind 华泰期货研究院

美元短期流动性风险下降，中国流动性持续宽松

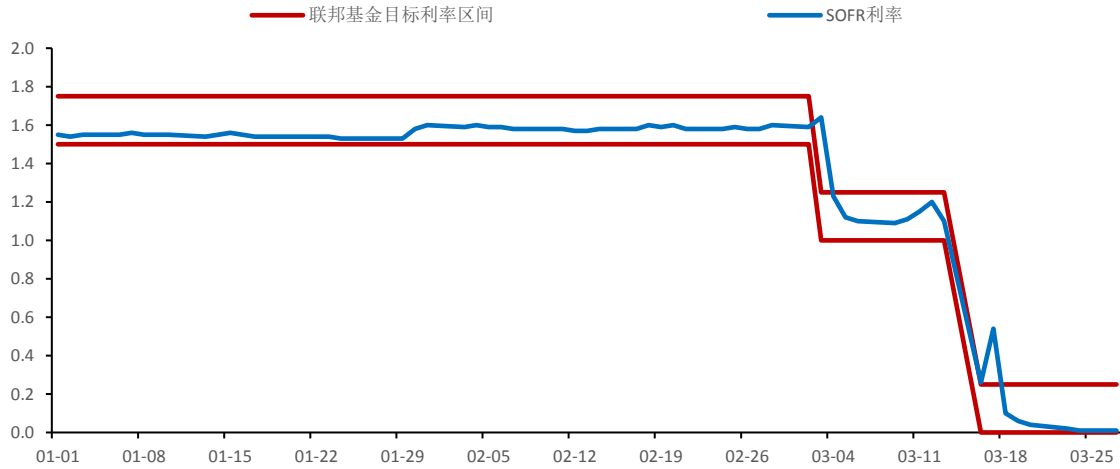
➤ 美元流动性紧张短期趋缓

疫情爆发前，流动性维持平稳。由于 2019 年下半年美联储三次降息并开启定期回购操作，1 月与 2 月上旬 LIBOR-OIS 利差较小，美元流动性维持平稳。同时由于美国经济基本面继续强劲叠加中美贸易协定利好，美元指数小幅上升，美股继续走高。1 月 29 日美联储议息会议维持利率不变，表达美联储对当前政策的信心，持续观望状态。议息会议后，3 个月月 10 年美债利差短暂倒挂，表达出市场对美国经济的隐忧。

疫情爆发初期美联储政策加剧恐慌，美元流动性持续紧张。2 月底至三月中旬，全球疫情开始扩散，金融市场波动较大，恐慌情绪显现。2 月 22 日起美股结束十年牛市，开始大幅下跌，并在 15 日内 4 次触发熔断机制，VIX 恐慌指数持续走高。美联储 3 月 3 日迅速反应，紧急降息 50BP 以求对冲疫情的负面影响，但效果甚微并造成金融市场更大恐慌。投资者对经济悲观加剧，大幅抛售资产，美元流动性紧缺。十年期美债作为传统避险资产收益率在 3 月上旬持续下降，一度降至 0.5%，表明市场的悲观情绪。美元指数在 2 月 20 日至 3 月 10 日出现下跌，表明市场对美国经济基本面出现担忧；10 日后由于美元流动性紧缺开始急剧上升。LIBOR-OIS 利差走势与美元指数相似，在 3 月 10 日前出现震荡，并在 10 日后持续上升趋势，流动性紧缺加剧。

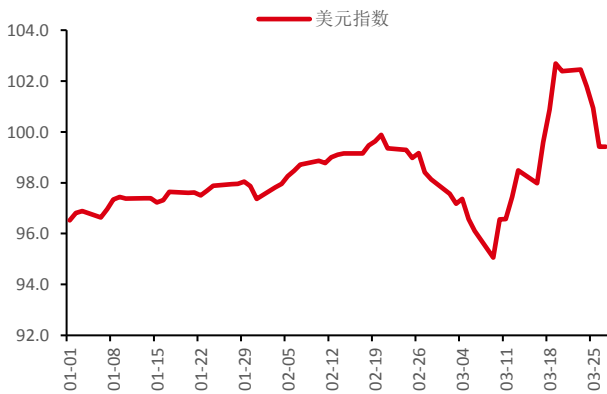
多项货币宽松工具救市，无限 QE 注入流动性。由于流动性紧张加剧，3 月 15 日起美联储开启多轮宽松政策，其中包括 QE、贴现窗口、准备金、回购、PDCF、CPFF、MMLF、央行货币互换操作等。16 日美联储再次召开紧急会议，降息 100BP，至此美国基准利率降至 0%。由于救市效果不明显，3 月 23 日美联储重磅宣布释放无限量化宽松解决市场流动性危机。无限 QE 推出后，市场流动性紧张趋缓，美元指数从 102 高位逐渐回落至 99，LIBOR-OIS 利差不再上升，十年期美债收益率在 0.9% 左右波动，同时美股出现连续 3 日回升。市场受政策刺激略有回升，流动性紧张短期获得缓解，但疫情未止，悲观情绪仍在。

图 4: 随着美联储进本季度两次降息, SOFR 利率基本处在基准利率区间中



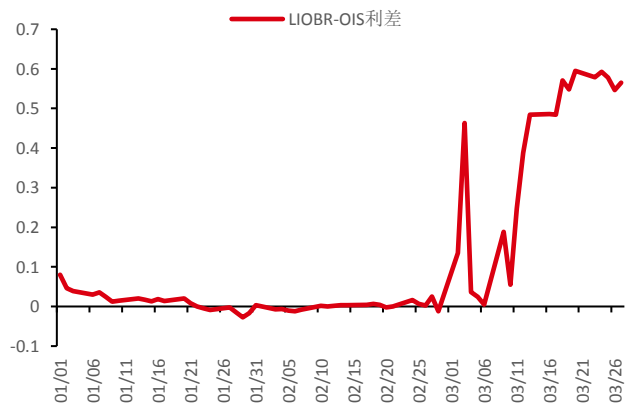
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 5: 美元指数走势



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 美元 LIBOR-OIS 利差走势



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 7: 美股近三个月走势图



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 美国 VIX 波动指数走势图 (%)



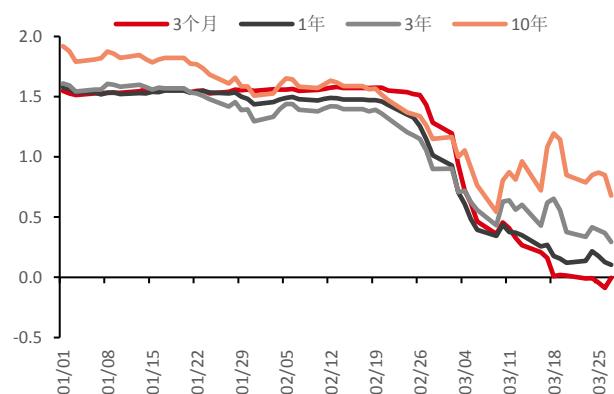
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 美国国债利差走势图



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: 美国国债收益率曲线



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

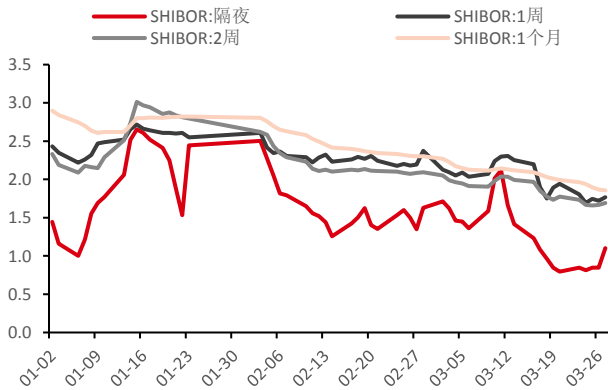
➤ 中国逆周期调节下小微企业流动性改善

金融市场受国内疫情影响有限,受全球疫情影响较大。由于春节闭市延迟影响,A股在2月3日开盘后大幅下挫,市场悲观情绪浓重。但随后由于疫情防控及时,央行政策到位,股市迅速反弹回升。3月初海外疫情开始蔓延,A股受海外流动性紧缺影响,持续资金净流出开始下跌。国债收益率总体呈现下行趋势,对未来仍有降息预期。

中央出台多项政策结合央行逆周期调节对冲疫情的负面影响。中国疫情在1月底开始扩散,2月中旬爆发,下旬进入收尾阶段。期间国务院与央行联合各部积极响应,帮助疫情中的中小企业度过难关。1月31日央行发放3000亿元专项再贷款;2月20日降低1年期LPR10个基点,5年期LPR5个基点;26日增加再贷款再贴现额度5000亿元;3月13日宣布于16日实施普惠金融定向降准0.5至1个百分点,释放长期资金5500亿元。同时,央行在1月底至2月中旬加大逆回购操作规模,为市场注入流动性。

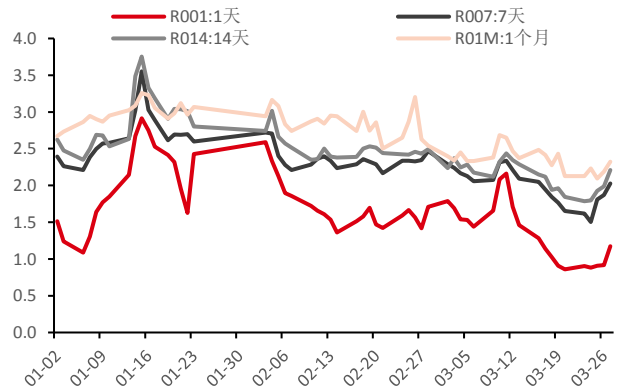
流动性总体维持宽松,小微企业获得改善。由于疫情导致经济停摆,生产消费端均遭受重创,企业现金流吃紧、融资需求高涨,央行加大逆周期调节力度,改善流动性。SHIBOR与银行间质押式回购利率从1月底开始总体呈现下行趋势直至3月底小幅回升,银行间资金面总体维持宽松。而央行对于小微企业定向扶持操作一定程度缓解小微企业融资难融资贵问题,民营企业与债券评级较低的企业信用利差在疫情期间均呈现下降趋势,流动性获得改善。

图 11: SHIBOR 利率走势



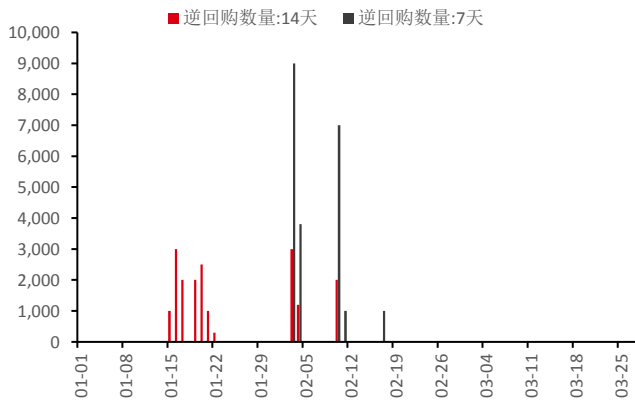
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 中国银行间质押式回购加权利率走势



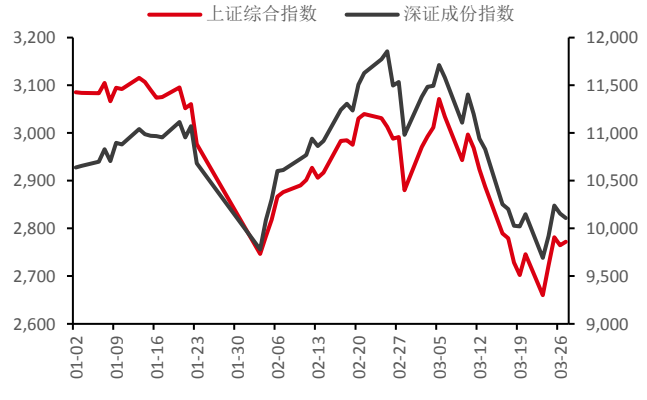
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 本季度央行逆回购数量



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: A 股走势变化



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 中国 10Y-2Y 国债利差变化

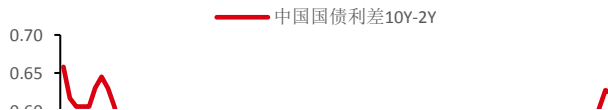


图 16: 中国国债收益率走势



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_6217



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn