

如何应对全球疫情带来的经济冲击？

——宏观策略研究报告

日期：2020年03月25日

投资要点：

- **疫情防控造成的经济下行并非经济过热后的衰退：**新冠疫情防控期间，国内的供给冲击，国外的需求收缩，交错发生，使得国内经济短期面临的问题更加复杂。而且本次遇到的并不是过往经济过热后的自然衰退现象。因此，采取过往所谓的逆周期调节措施，通过需求端的扩张似乎并不对症，而且国内经济面临的诸多结构性问题，再次实施逆周期调节的空间也非常有限。
- **疫情防控主要冲击实体经济，金融风险更多的是衍生问题：**根据我们观察到的现有疫情各国采取防控措施的严格程度、金融市场反应、经济冲击程度看，我们认为防控越严格，短期经济冲击就更大，不过措施越严格，疫情缓解越快，整体受影响的时间可能相对较短；疫情防控，冲击的是实体经济，金融风险更多的是衍生问题。因此，政策应对的重点也应该放在支持实体经济层面，金融方面更多的是流动性的短期纾困。
- **国内应对经济下行，促进供给为重点，关注民生为导向：**综合看国内外疫情防控造成的冲击，无论是供给冲击、还是需求冲击，都是因为物理隔离导致的短期现象，而且供给和需求在相当大的程度上是相互交织的，在不同的时段供给冲击和需求冲击又可能出现相互演化。因此，本次政策的应对上，更多的是以扶持供给，促进供给的快速恢复为重点，而不是刺激总需求；短期经济的波动，带来的衍生失业问题，也需要重点关注，因此需要更多的资源去救助受疫情防控冲击较大的中小企业和中低收入者，即以民生为导向；此外，结合疫情持续时间以及波及范围的动态分析，重点关注结构问题，提高调节的精准度，而非大规模的刺激增加中长期的不平衡问题。
- **风险因素：**疫情持续时间存在不确定性，或加大经济的短期波动，随着外围风险的上升，全球经济或将再次走弱。中美贸易摩擦风险；国内外经济、政策超预期变化。

分析师：郭懿

执业证书编号：S0270518040001

电话：01056508506

邮箱：guoyi@wlzq.com.cn

相关报告

1. 万联证券研究所 20200323_海外宏观跟踪
_AAA_美国会发生金融危机吗？

目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 1、各国央行紧急推出政策对应疫情防控的短期冲击 | 3 |
| 2、因防控措施的升级，美国经济面临 2 个季度的负增长 | 4 |
| 3、美股暴跌将加剧短期消费的波动 | 7 |
| 3.1 美国资本市场波动主要是短期流动性压力导致的恐慌 | 7 |
| 3.2 美国发生系统性金融危机的概率不高 | 7 |
| 3.3 美联储的应对策略重在缓解流动性问题 | 9 |
| 3.4 美股暴跌将加剧短期消费的波动 | 9 |
| 4、美国财政刺激政策推出只是时间问题 | 11 |
| 5、国内应对政策更多的要落在供给端，以民生为导向 | 11 |
| 5.1 综合分析当前国内面临的问题 | 11 |
| 5.2 应对政策更多的落在供给端，并密切关注疫情变化 | 12 |
| 5.2.1 财政政策：地方专项债与政策性金融是主要力量 | 12 |
| 5.2.2 货币政策：更加灵活适度 | 13 |
| 5.2.3 房地产政策：稳投资，稳预期 | 13 |
| 6、风险因素 | 14 |
| | |
| 图表 1：各国央行紧急推出各项政策 | 3 |
| 图表 2：各国央行资产相对规模 | 4 |
| 图表 3：1-2 月工业增加值大幅下滑 | 4 |
| 图表 4：社会消费品零售总额增速大幅下滑 | 4 |
| 图表 5：美国 GDP 增速 | 5 |
| 图表 6：美国 GDP 结构 | 5 |
| 图表 7：美国个人消费结构 | 6 |
| 图表 8：美国个人商品消费结构 | 6 |
| 图表 9：当周初次申请失业金人数 | 6 |
| 图表 10：美国失业率 | 7 |
| 图表 11：G-SIBs 一级资本充足率和杠杆率 | 8 |
| 图表 12：负债端存款占比 | 9 |
| 图表 13：新增薪资构成 | 10 |
| 图表 14：租金收入和财产性收入占比 | 10 |
| 图表 15：美国央行紧急推出各项政策 | 11 |
| 图表 16：地方政府债发行 | 12 |
| 图表 17：MLF 利率 | 13 |

1、各国央行紧急推出政策对应疫情防控的短期冲击

近期由于新冠疫情的全球大范围蔓延，国际金融市场动荡，尤其是美国为代表的股市大跌，使得市场担忧2008年的金融危机将很快再现。这种对未来的悲观预期，往往是加速危机发生的重要因素。

目前各国政府推出各种政策，包括下调市场利率，提供流动性支持，推出QE计划等，目的就是未来支持金融市场，应对新冠肺炎疫情对本国经济造成的影响。

图表1：各国央行紧急推出各项政策

| | |
|------|--|
| 美国 | 紧急降息 50bp，至 1%-1.25% |
| | 下调基准利率至 0%-0.25%，启动 7000 亿美元量化宽松计划（QE） |
| | 重启商业票据融资机制（CPFF），建立一级交易商信贷安排（PDCF），为银行提供额外灵活性 |
| | 推出货币市场共同基金流动性便利工具（MMLF） 与更多央行建立美元互换安排等 |
| 日本 | 扩大资产购买计划，加大货币政策宽松力度，推出新借贷计划，利率为 0% |
| 欧盟 | 实施临时性长期再融资，进行 1200 亿欧元资产购买计划 |
| | 启动 7500 亿欧元资产购买计划 |
| 英国 | 下调基准利率 50bp，至 0.25% |
| | 推出企业融资便利工具（CCFF） |
| | 降息 15bp 至 0.1%，扩大 2000 亿英镑的英国政府债券和英镑非金融投资级公司债券持有量 准备通过新的商业票据工具向市场注入流动性，随时准备向经济注入无限量资金 |
| 澳大利亚 | 下调基准利率 25bp，至 0.5%，创历史新低 |
| | 向银行提供 900 亿澳元小型企业贷款工具，将现金利率从 0.5% 降至 0.25%，再次刷新历史新低 |
| | 提供 900 亿澳元小型企业贷款工具，再次下调现金利率 25bp 至 0.25%，再创历史新低 |

资料来源：万得资讯，万联证券研究所

但是从目前主要央行的政策空间看，欧洲和日本已经处于零利率和负利率状态，美国政策利率在连续两次下调基准利率后，已经降到 0%-0.25%。即便对比 2008 年金融危机以及欧债危机当时的情况看，降息空间也相对狭小。而从各国央行的资产相对规模看，日本央行处于绝对高位，欧元区也超过了前两次危机的高点，美联储也与欧债危机时的水平基本一致。

图表2：各国央行资产相对规模



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

2、因防控措施的升级，美国经济面临2个季度的负增长

严格的防控措施对经济的冲击显著，甚至几乎停摆，但是不实施严格的防控措施，市场的恐慌情绪将会持续蔓延，不利于稳定预期。

从目前欧美国家的应对措施看，处于逐步加强管控的过程中，对控制疫情是有帮助的，但是对实体经济的冲击程度多大？

参考我国的经验，冲击的大小如何衡量，仍然取决于疫情的管控力度，以及疫情的持续时间这些不确定性的变量。

从我国的实际情况看，从需求端看，消费者的减少外出，影响餐饮、旅游、娱乐等服务需求，其中餐饮一项在春节到2月末就减少3000亿，汽车消费下降2150亿等。而供给端看，由于隔离措施导致的复工困难，使得短期有效劳动力供给在一段时间内不足，造成了制造业生产同比下滑15.7%。从目前看，我国的问题仍是供给端的问题。

图表3：1-2月工业增加值大幅下滑



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

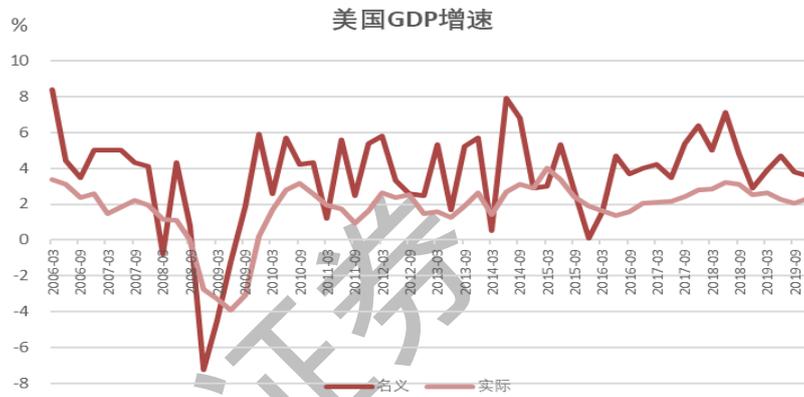
图表4：社会消费品零售总额增速大幅下滑



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

不过，新冠疫情对美国经济的冲击更多的是需求端，在防控隔离措施下人们减少外出，减少消费，但是由于经济结构和人口分布的问题，大概率不会出现大面积停工的现象出现。

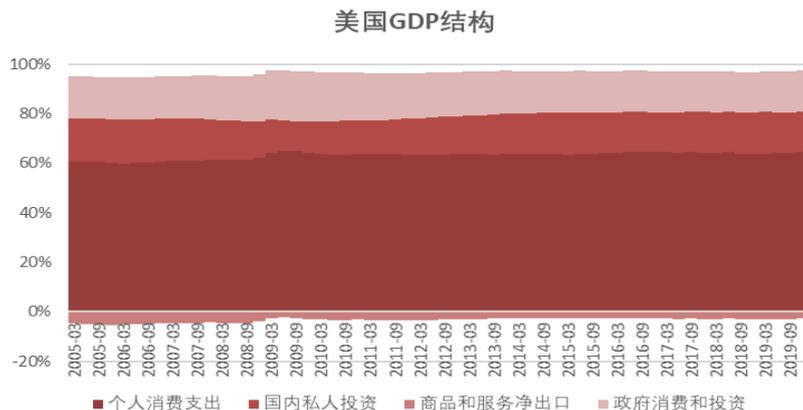
图表5：美国GDP增速



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

美国GDP构成中，个人消费占比近70%。短期看，物理隔离等措施的大范围推动，会导致短期内消费大幅下降，美国经济大概率会出现2个季度左右的负增长难以避免，而且下行的幅度或较大。但是疫情结束后，经济活动将会恢复，一些消费支出和企业投资将得到弥补。

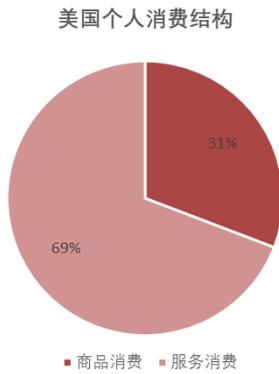
图表6：美国GDP结构



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

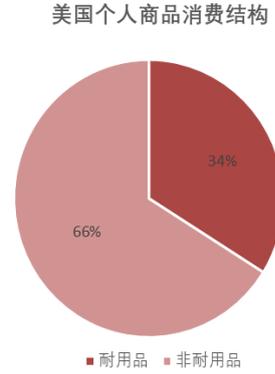
从美国的消费结构看，个人服务消费的占个人消费的比重接近70%，商品消费仅占30%。商品消费中，耐用品消费占比34%，而非耐用消费品占比66%。对比我国疫情期间物理隔离后，消费所受到的冲击看，个人服务消费将出现大幅下滑，而部分耐用品的消费也将出现下滑。

图表7：美国个人消费结构



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

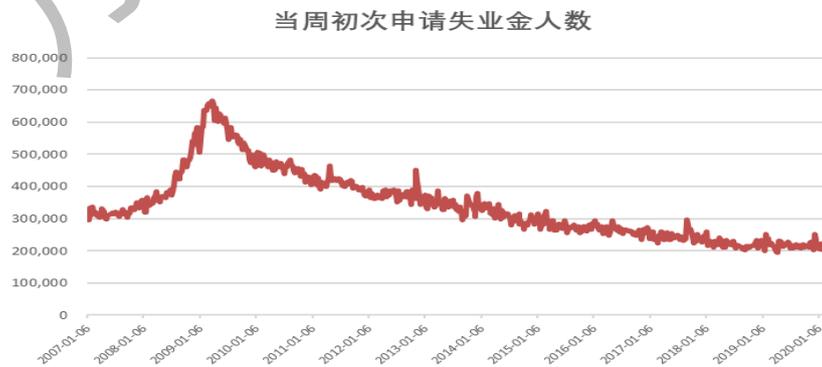
图表8：美国个人商品消费结构



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

从目前的失业数据看，3月14日当周初次申领失业金的人数达到28.1万人，不仅较上周增加7万人，增幅33%，而且也上升到了2015年以来的最高水平。

图表9：当周初次申请失业金人数



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

未来随着疫情的逐步升级，美国的失业率或将继续上升。参考2008年次贷危机时，美国整体失业率从2008年初的5%，一路上升至2009年末的10%，一直到2015年末，经历了6年，才再次回到了5%的水平。预计本次新冠疫情下，失业率上升的速度或较快，如果疫情持续时间较长，结合当前全球经济都将进入下行周期的大环境，上升的幅度可能会高于2009年的水平。

图表10：美国失业率



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

3、美股暴跌将加剧短期消费的波动

3.1 美国资本市场波动主要是短期流动性压力导致的恐慌

由于对疫情的恐慌，以及政府未出台严格的防控措施的担忧，这种恐慌情绪衍生出的恐慌抛售行为以及一些投资产品的技术性原因，给美国的资本市场形成了较大冲击，美国股市短期内出现了急剧调整，信用利差也显著扩大。

其中，一些产品的技术性原因主要是指这些产品的策略要求控制波动率，一旦某类资产的波动率超过了预先设定的水平，就会被迫卖出该类资产。在市场出现短期向下急剧波动时，这一策略的被动执行，将进一步加剧市场的波动。

不过，过去10年美国波澜壮阔的涨幅看，更多的是长期持续低利率的环境，货币超发带来的。美国长期的低利率环境并未带来企业新增投资的增加，反而是不少公司通过低成本举债回购股票并注销，这种方式不仅提高了投资者的持股比例和同时也增厚了每股收益，从而推动了股价的上升。而从美国主要股票指数表现看，已经从2月20日的高点下跌25%左右的幅度。从主要估值的相对估值水平看，均处于历史高位。

因此，新冠疫情的爆发引发的恐慌情绪导致的短期恐慌抛售也许只是压倒美股的最后一根稻草。

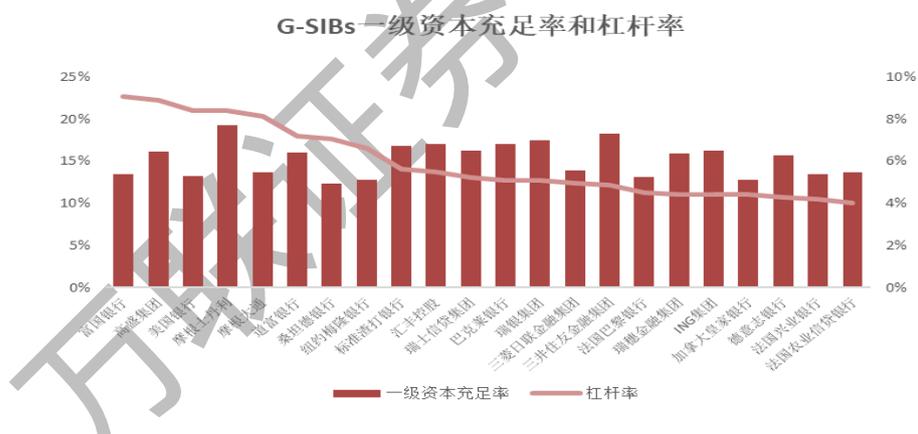
3.2 美国发生系统性金融危机的概率不高

参考我们的跟踪，美国目前资本市场的风险只是局限于对冲基金和共同基金市场，并未蔓延到其他金融机构，因此短期因为流动性问题，导致的类似2008年出现的反身性问题发生的概率不高。另外，由于美国于2010年通过的“沃克尔法则”降低了银行系统对股票市场的风险暴露，股价下跌引发金融危机的概率不大。

在2008年次贷危机后，全球金融机构均加强了金融机构的监管，特别是对银行业

金融机构。过去10年银行金融因为监管因素，导致成本也在持续上升。从美国银行业的数据看，对FSB发布的全球系统重要性银行2018年的各项监管指标进行统计，核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率以及杠杆率的均值分别为12.8%、15.1%、18.3%和5.9%。对比国内目前被列入全球系统性重要银行的同期指标，分别为12.45%、13.07%、15.67%和7.37%。除了杠杆率指标外，其他指标均优于国内银行的平均水平。如果单从杠杆率这个指标的角度看，只有5家银行高于国内银行，分别为富国银行、高盛集团、美国银行、摩根士丹利和摩根大通银行。这5家银行集团的平均杠杆率在8.6%，比国内银行高1.2个百分点¹。

图表11：G-SIBs一级资本充足率和杠杆率



资料来源：万得资讯，万联证券研究所

从负债端存款占比的角度看，存款占比超过60%的有12家银行，而这12家银行除了道富银行和纽约梅隆银行外，其他银行的净利息收入占比均超过40%。而存款占比未超过60%的部分银行，如花旗集团和德意志银行，存款占比分别为58.9%和44.1%，而净利息收入的占比也较高，分别为63.9%和56.8%。

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_6270



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn