

宏观观点评

对未来形势的几点判断——兼评美联储重返零利率

事件：继3月3日紧急降息50bp后，3月16日美联储再度降息100bp至0-0.25%，并宣布在未来几个月内购买至少5000亿国债、2000亿MBS。

核心观点：全球已经进入危机模式，但看得见的危机，程度可能不会太深。

1、海外疫情正加速恶化，做好至少持续到6月的准备，而且这场“没有硝烟的战争”有可能演化为持久战、耐力战。截至3月16日，中国、韩国、新加坡的疫情已基本控制，但海外很不乐观，总确诊人数已高于中国的8.1万至8.8万，其中：欧洲进入爆发期，意大利、西班牙单日新增均已破2000，伊朗、德、法、英等新增病例持续快速增长；美国宣布进入全国紧急状态。综合钟南山院士等专家的看法，本次疫情最快6月才能结束。

2、美联储3天也等不及、一次降到底并重启QE，表明美国已进入危机模式。本次美联储直接取消18日既定会议并提前行动，表态“新冠病毒使包括美国在内的多国经济受到破坏，对全球金融状况产生显著影响，美国经济已进入充满挑战的阶段，二季度美国经济将更疲弱；每周或每月的资产购买规模没有上限；不会考虑负利率政策”。我们认为，美联储两周内进行两次临时决议，且本次仅比原定时间提前3天，意味着美国经济和金融的实际风险程度可能远超预期。

3、疫情冲击下，全球经济衰退风险不断提升，但政策刺激空间又十分有限，危机正渐行渐近。其一，美国经济年内衰退风险大幅上升，美国企业债券也可能爆发大规模违约，欧洲情况预计会更差；其二，近期受美股连续暴跌影响，美元LIBOR-OIS利差升至2010年来的次高位，反映市场流动性急剧恶化；其三，全球政策空间已接近极限，包括美联储资产负债表已基本回到2017年缩表前的水平、且是08年金融危机前的4.8倍，同时主要经济体杠杆率均为历史高位。

4、中国的经济底气和政策空间相对更大，但稳就业和稳增长的压力很大。

1) 海外疫情加大我国“防输入”难度，也将明显影响出口。我国疫情已较好控制，但海外疫情全面爆发，境外输入风险提升，可能导致我国疫情防控转向常态化和长期化，增加了复工复产的不确定性。此外，当前海外前十大疫情国占中国出口比重合计40%，对我国出口构成拖累。

2) 1季度中国经济很可能负增长。受疫情冲击，1-2月社零增速(-20.5%)、工业增加值增速(-13.5%)、固定资产投资增速(-24.5%)和房地产投资增速(-16.3%)等各项指标均大幅为负，再结合当前复工情况，预计Q1的GDP增速将大概率为负。

3) 稳就业更加重要，但当前基准假设仍为保翻番。维持此前判断，总理“只要今年就业稳住了，经济增速高一点低一点都没什么了不起的”的表态，无疑凸显稳就业的重要性，但基于1月底以来政治局会议和“17万人”大会等诸多高级别会议，当前基准情形应还是要保翻番。如果真的放弃“翻番”，唯一可能的触发因素应是海外疫情超预期恶化，导致美欧经济大衰退。

4) 如果“Q1负增长+放弃翻番”，今年GDP增速会是多少？假设Q1的GDP增速分别为0%、-3%、-5%、-10%，则对应后三个季度GDP最低平均增速要分别为7.1%-9.9%（保翻番5.53%）、6.4%-9.3%（目标5%）、5.1%-8%（目标4%）、4.1%-6.7%（目标3%）。

5) 我国逆周期调节力度只会更大，还是那句话：“放水”已经在路上，关键是“水”怎么放、“水”流向哪？维持此前判断，“水”怎么放：松货币（降准降息，也可能降存款基准利率）+宽财政（赤字率“破3”可期、专项债有望扩容至3.5万亿以上、可能发特别国债）+政策性金融；“水”流向哪：更依赖“扩大基建（老基建主导，新基建调结构）+放松房地产+做大做强资本市场”，也需继续发力高科技、促消费（汽车、家电、消费券等）和稳外贸。

6) 对外开放和对内改革并举，制度红利仍可期待，提升地方积极性是关键。疫情冲击下，中国各项改革依然在推进，重点关注土地改革、央地关系（放权）、资本市场改革、国企改革等。

5、资产配置：中国能否风景独好？“西水”会加速“东流”么？

1) 美股大概率进入熊市，主因有四：美股估值偏高、盈利可能负增；美股见顶平均领先经济衰退5个月；美国股票回购规模可能下降；历史规律表明，若特朗普连任失败，美股会表现更差。

2) 全球再度迎来低利率/负利率时代，权益资产有望更受益。伴随避险情绪升温 and 全球迎来降息潮，发达国家国债收益率大幅下降，各期限的美债收益率更是全线跌至1%以下的历史新低。

3) 中国配置价值有望逐步提升。其一，疫情冲击下，中国经济的修复程度大概率好于其他经济体；其二，2019年中国GDP全球占比为16.3%（2008年为7.2%），未来会越来越大；其三，A股仍是全球股市估值的洼地，外资近年来也是持续流入态势。

4) 短期继续关注三个时间点：一是疫情拐点：影响风险偏好和复工节奏，当前重点跟踪武汉和海外，尤其是美国和欧洲；二是两会动态（预计推迟至4月前后）：确定经济目标和政策节奏；三是高频数据（3月）：确定基本面，尤其是提前预判Q1的GDP增速。

风险提示：疫情发展超预期，政策力度超预期。

作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《警惕低油价引发美国企业债违约潮》2020-03-15
- 2、《稳就业更重要，会放弃“翻番”么？》2020-03-13
- 3、《疫情下积极财政的空间和发力点》2020-03-08
- 4、《美联储紧急降息的背后：美国疫情究竟多严重？》2020-03-04
- 5、《稳增长的手段与方向已定——17万人大会解读》2020-02-24
- 6、《春天的号角——2.12政治局会议解读》2020-02-13
- 7、《全面评估疫情对经济、政策、资本市场的影响》2020-02-02
- 8、《2020年美国展望：日薄西山》2019-12-21

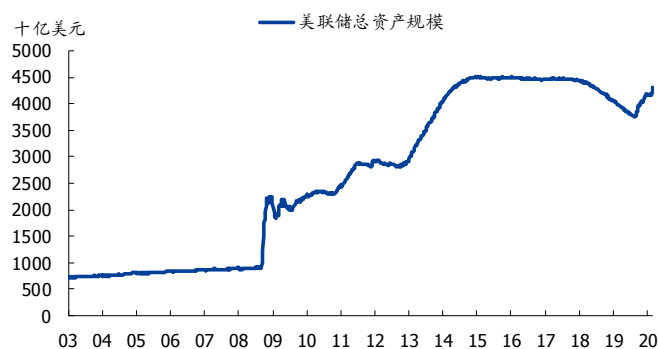


图表 1: 近 3 次美联储 FOMC 会议声明对比

会议时间	2019/12/12	2020/1/30	2020/3/16
联邦基金目标利率	1.5-1.75%	1.5-1.75%	0-0.25% (3 月 3 日曾紧急降息 50bp)
经济增长	温和增长 (rising at a moderate rate)	温和增长 (rising at a moderate rate)	温和增长 (rising at a moderate rate)
劳动力市场	劳动力市场依然强劲 (remains strong), 失业率仍然很低 (remained low)	劳动力市场依然强劲 (remains strong), 失业率仍然很低 (remained low)	劳动力市场依然强劲 (remains strong), 失业率仍然很低 (remained low)
薪资增长	稳固增长 (has been solid)	稳固增长 (has been solid)	稳固增长 (has been solid)
家庭支出	强劲增长 (rising at a strong pace)	温和增长 (rising at a moderate pace)	温和增长 (rising at a moderate pace)
固定投资	保持疲软 (remain weak)	保持疲软 (remain weak)	保持疲软 (remain weak)
通胀表现	整体通胀和核心通胀低于 2% (running below 2 percent)	整体通胀和核心通胀低于 2% (running below 2 percent)	整体通胀和核心通胀低于 2% (running below 2 percent)
其它表述变化	删除“前景存在不确定性”，新增“当前货币政策适合于支持经济扩张、就业强劲、通胀目标达成”	将“当前货币政策有助于通胀接近 2% 的对称目标”修改为“回到 2% 的对称目标” (near 改为 returning to)	新增“新冠病毒使包括美国在内的多国经济受到破坏，对全球金融状况也产生显著影响，美国经济已进入充满挑战的阶段”，“近期能源部门面临压力”，“美联储准备使用所有工具支撑信贷”

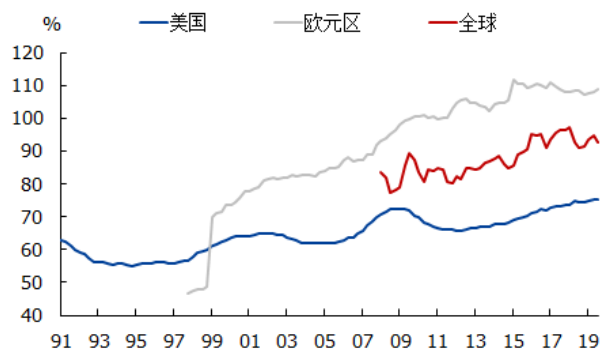
资料来源: FED, 国盛证券研究所

图表 2: 当前美联储资产负债表已是 08 年危机前的 4.8 倍



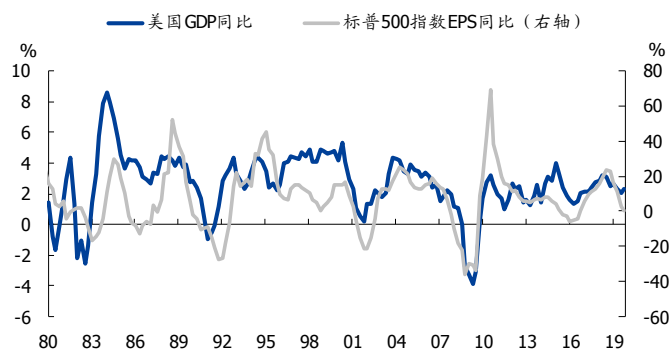
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 全球非金融企业杠杆率升至历史高位



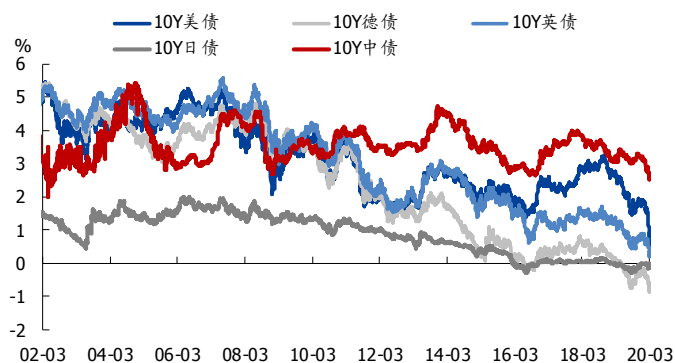
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 疫情可能导致 2020 年美股盈利负增长



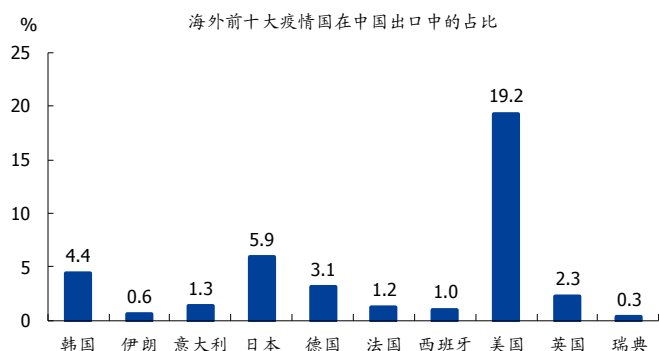
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 主要国家国债收益率均创新低



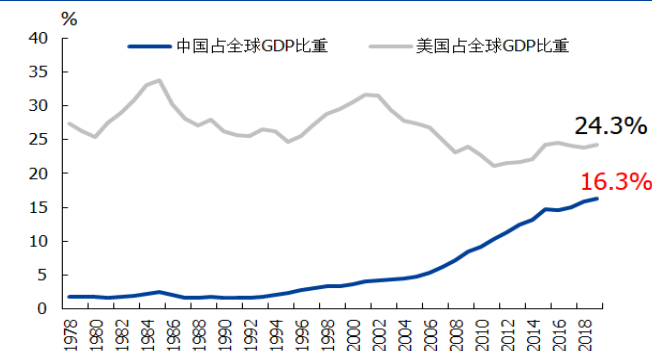
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 前十大疫情国占中国出口比重合计达 40%



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 中国在全球 GDP 占比逐年提升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 如果 “Q1 负增长+放弃翻番”，今年 GDP 增速会是多少？

假设 Q1 增速	-10%	-5%	-3%	-1%	0%	1%	2%	3%
5.53%(翻番) 目标下 Q2-Q4 最低平均增速	9.9%	8.5%	8.0%	7.4%	7.1%	6.8%	6.5%	6.2%
5.0%增速目标下 Q2-Q4 最低平均增速	9.3%	7.8%	7.3%	6.7%	6.4%	6.1%	5.9%	5.6%
4.5%增速目标下 Q2-Q4 最低平均增速	8.6%	7.2%	6.6%	6.1%	5.8%	5.5%	5.2%	4.9%
4.0%增速目标下 Q2-Q4 最低平均增速	8.0%	6.6%	6.0%	5.4%	5.1%	4.9%	4.6%	4.3%
3.0%增速目标下 Q2-Q4 最低平均增速	6.7%	5.3%	4.7%	4.1%	3.9%	3.6%	3.3%	3.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所; 本测算考虑了今年 1 月统计局修正往年 GDP 基数。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

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_6454

