

# 美股进入熊市之后

——高频数据观察（20200316）

宏观数据预测

2020年03月16日

## 报告摘要：

- **国内经济：房销逐渐回升，土地市场量跌溢价升；国际油价暴跌，蔬菜和猪肉价格环比回落；人民币汇率抹去3月全部涨幅**

3月以来，商品房销售增速回升，土地成交量增速大幅下降，与溢价率回升形成背离。中央下放用地审批权，提高地方自主权，并未与“因城施策”原则背离。

3月国际原油价格暴跌，供需均有不利因素，恐让油价低位运行一段时间。目前，疫情有全球蔓延趋势，上半年全球经济可能出现衰退，需求明显不足；沙特和俄罗斯的石油价格战直指美国页岩油，美国因为国内疫情无暇顾及。

3月以来，人民币汇率先升后贬，第二周几乎跌去全部涨幅。疫情好转有利于人民币升值。全球股市大幅下跌，美元需求激增是本周人民币贬值的主要原因。

关注周一经济数据，全球经济增速影响顺序应是：一季度中国和东南亚国家，二季度欧洲和美国，上半年可能全球经济技术性衰退，下半年争议为U型还是V型反弹。

- **海外热点：金融暴风席卷全球，美股以最快速度跌入技术性熊市**

美股一周两次熔断，创下最快速度跌入技术性熊市。如果美国经济开始进入衰退，历史表明PE值底部应该在衰退中期。周四出现风险资产和避险资产一起下跌，属于典型的fire sale。美股大幅下跌，可能引发信用危机。美联储大幅提高回购交易额度，既是提振信心，也是预示后面会有更多类似波音的企业。

**风险提示：疫情发展超预期，全球经济下行超预期，改革推进不及预期。**

## 民生证券研究院

### 分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

### 研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

## 相关研究

表 1: 重点数据追踪 (3月14日更新)

指标	3月以来	2月	1月	12月	11月
<b>下游</b>					
商品房销售(同比: %)	-47.5	-70.6	-20.2	-3.7	-4.3
土地成交(同比: %)	-71.5	-28.4	-52.0	17.3	3.4
住宅用地成交溢价率(%)	16.5	9.3	12.6	8.6	8.8
汽车销售(%)	-51	-78.7	-21	-3.1	-4.6
<b>中游</b>					
发电耗煤(同比: %)	-24.9	-19.8	-12.6	5.8	17.0
高炉开工率(%)	64.0	62.9	66.7	66.0	65.3
水泥价格涨幅(%)	-3.1	-2.9	-0.7	4.3	4.9
螺纹钢价格涨幅(%)	-3.3	-3.0	-3.0	-1.5	3.8
<b>上游</b>					
原油价格涨幅(%)	-22.0	-12.7	-5.3	6.0	6.4
铁矿石价格涨幅(%)	3.9	-6.5	1.0	8.1	-5.5
铜价涨幅(%)	-1.7	-6.0	-0.2	3.5	2.0
<b>价格</b>					
蔬菜价格涨幅(%)	-8.5	14.2	9.7	15.8	3.8
猪肉价格涨幅(%)	-3.1	7.4	6.7	-7.6	1.1

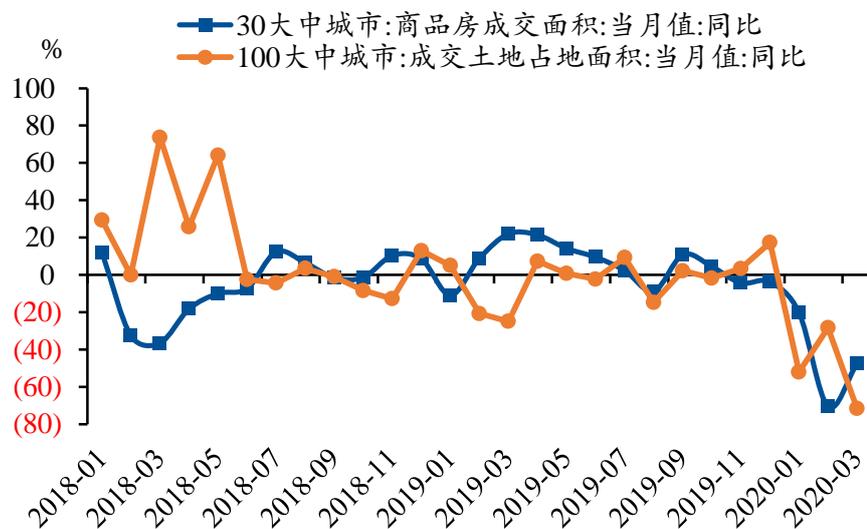
资料来源: Wind, 民生证券研究院

## 一、国内经济

**重点变化一: 房地产销售逐渐回暖, 一线城市土地成交同比回升, 提升土地溢价率。**

3月以来, 30个大中城市商品房销售同比增速为-47.5%, 较2月增速回升明显; 土地成交同比为-71.5%, 与土地溢价率回升形成背离。尽管房销有所回暖, 但是仍远低于去年同期, 房企的现金流压力上升, 可能是整体土地成交量低迷的主要原因之一。3月一线城市土地成交同比回升, 显著好于二线和三线城市。房企重回一线城市, 一定程度上促进土地溢价率回升。3月12日, 国务院发布《关于授权和委托用地审批权的决定》, 明确省级政府更大的用地自主权。8个首批试点省份分别是北京、天津、上海、江苏、浙江、安徽、广东、重庆, 试点期限1年。《决定》并未与“因城施策”政策背离, 主要目的是缩短用地审批时间, 提高投资者信心。

图 1：3 月房销增速反弹，房企拿地仍较谨慎



资料来源：Wind，民生证券研究院

**重点变化二：国际原油价格暴跌，低油价恐要延续一段时间。**三月以来，布伦特油价均值为 43.38 美元/桶，较上月大幅下降 22 个百分点。供需两端因素均会制约 2020 年上半年油价处于低位：（1）短期内需求较为疲软，疫情有全球蔓延趋势，生产、航空和出行等用油需求显著下降，全球上半年可能出现经济衰退，美国重启石油储备策略，但是空间较为有限，财政赤字压力较大；（2）供给剧增和库存处于高位，OPEC+谈判破裂，沙特和俄罗斯的主要目的是抢夺页岩油市场份额。现在疫情是美国首要任务，除非特朗普在其他地方做出重大让步，民主党不会轻易救助页岩油公司，说明俄罗斯的时机把握较好。如果俄罗斯贸易经常账户恶化，可能出售黄金缓解财政压力，但是会给黄金价格施加压力。

图 2：低油价恐要维持一段时间，PPI 下行压力加大



资料来源：Wind，民生证券研究院

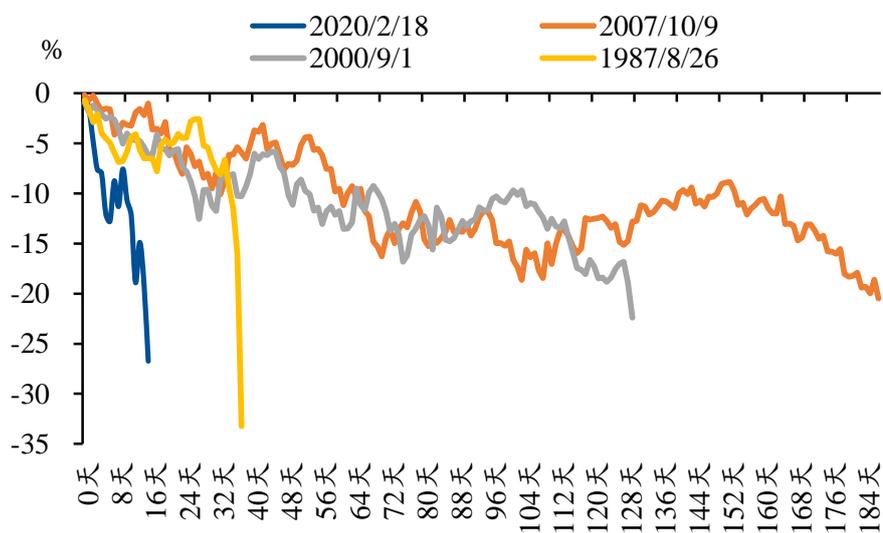
**重点变化三：人民币汇率几乎跌去上周全部涨幅。**3 月以来（截至 3 月 13 日），人

人民币中间价走出了一个大V。3月第一周，因为中国疫情形势一路向好，人民币一路升值，累计达到 729BP。随着本周全球股市暴跌，美元避险需求上升（周五大幅贬值比较特殊，与避险关系不大），人民币一路贬值，累计达到 696BP。

## 二、海外宏观

**美股一周两次熔断，史上最快速度进入技术性熊市。**熊市的一般定义是从高点到低点累计跌幅达到 20%。2018 年下半年，美股也经历过一波 19.8% 的大幅回调，但是并未进入理论上的熊市。历史上美股大幅下跌，最终大部分验证了 NBER 定义的经济衰退。最近一次跌幅超过 20% 却没有衰退的是 1987 年三季度，标普 500 累计跌幅达到 33.2%，但是那年经济并未衰退。本周内，美股两次熔断，从 2 月 18 日的高点到周四的低点，累计跌幅达到 26.9%，仅用时 16 天。

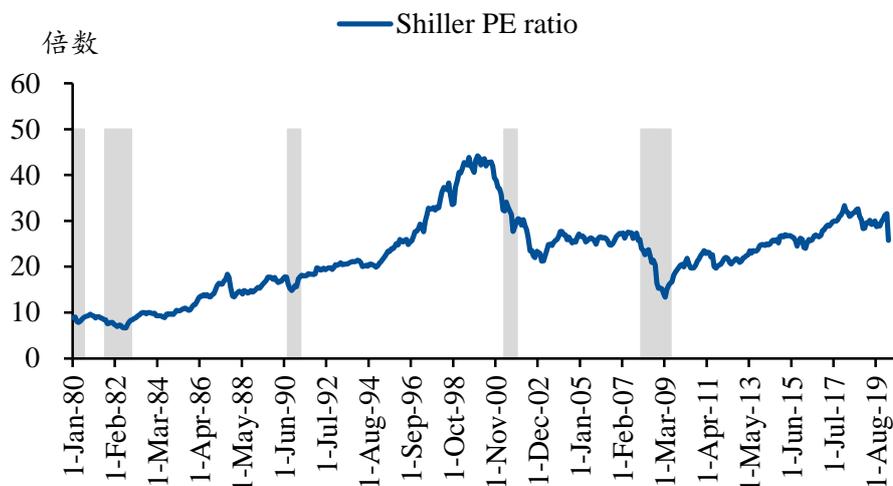
图 3：标普 500 以最快速度完成跌幅 20% 以上



资料来源：Wind，民生证券研究院

**如果美国经济开始进入衰退，历史表明 PE 值底部应该在衰退中期。**这是一个比较大的假设，主要变量是美国疫情控制力度和持续时间。市场上仍有不少人相信疫情只是短暂冲击，美国经济不会出现衰退，或者说上半年不会出现负增长。市场上也有另一部分人认为疫情只会变得更差（医学专家的观点是对的！），美国经济会停摆两三个月，技术性衰退不可避免，而且 U 型反弹比 V 型反弹更靠谱（含 JPMORGAN 和高盛等外资行）。如果衰退假设是正确的，那 PE 值底部应该是在四五月份，再考虑衰退期平均跌幅，标普指数最终跌到 2200 点左右也不是不可能。

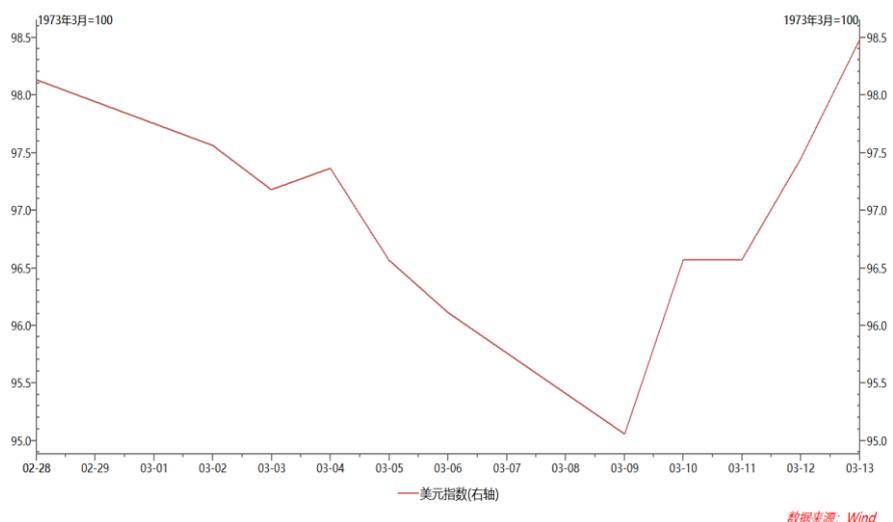
图 4：如果美国才刚进入衰退，PE 值底部可能还未出现



资料来源：<https://www.multpl.com/shiller-pe>，民生证券研究院

美股周四是一个典型的 **fire sale** 案例。本周四，全球股票市场继续暴跌，美股三大指数跌幅接近 10%。但是，作为避险资产的美债和黄金也在跌，只有美元指数在涨，说明市场参与者在追求大量的现金。另一方面，美股十多年长牛，市场投资技术相似（被动指数基金越来越多），为了博取更高收益，不少投资者会采取加杠杆的方式做多股市一到三个月。通常情况下，只要波动率低，加杠杆的风险并不会显著提升。但是，本周美股的波动率大幅上升，margin call 加剧爆仓风险，最终出现了 **fire sale**（被迫以低于真实价值的价格出售资产）。

图 5：美元指数从降息走低到大幅回升，现金需求激增



资料来源：Wind，民生证券研究院

美股大幅下跌，可能引发信用危机。不少上市公司会通过股票质押来融资。但是，一旦股票持续下跌，可能会影响未来的信用评级，进一步增加再融资成本。对于疫情影响较

大的企业来说更为致命，波音公司在清楚大量提取信用额度会导致股价暴跌的情况下，仍然全额提取了 138 亿美元信用额度。毫无疑问，波音的决定是明智的。在预期较差和潜在的信用危机爆发前，前面囤积现金的人更容易挺过疫情的伤害，而且当前营收和信用并未转差，信用额度还未减少，多付几个月的利息并不亏！

**美联储大幅提高回购额度，既是提振信心，也是预示后面会有更多类似波音的企业。**虽然美联储的 1.5 万亿美元回购额度极具震撼性，但是第一日成交金额仅在一千亿美元左右。表面上看是美联储过滤了，其实美联储担忧的是未来可能发生的挤兑。首先，低利率会提振楼市，房贷会稀释掉一部分银行系统的现金储备。然后，疫情导致许多企业出现现金流问题，大家都不得不提取信用额度。作为流动性源泉的美联储希望银行系统不要在危机中置身事外，帮助企业渡过难关。**最后，为了稳住信用债券市场，美联储可能会去国会寻求特殊立法，在非常时期将企业信用债纳入 QE。**

## 风险提示

疫情发展超预期，全球经济下行超预期，改革推进不及预期。

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\\_6530](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6530)

