

2020年3月10日

宏观经济



警惕股、油、汇共振风险

—— 美股触发“熔断”点评

宏观简报

美股“熔断”的导火索是疫情持续扩散和油价突然暴跌。疫情方面，欧洲已是“重灾区”，而美国仍处于发酵初期，后续大概率进一步升级。油价方面，沙特增产导致油价暴跌，由于美国页岩油公司大量通过垃圾债融资，市场担心页岩油企业资金流断裂，从而引发金融风险。**往前看，尽管不大可能再出现2008年式的金融危机，但美股、油价、美元共振带来的尾部风险却不容忽视**，这也是与2018年四季度大跌的不同之处。过去十年美国企业债务持续上升，美联储过度宽松下，信用市场积累了一定风险，对此投资者需高度关注。

分析师

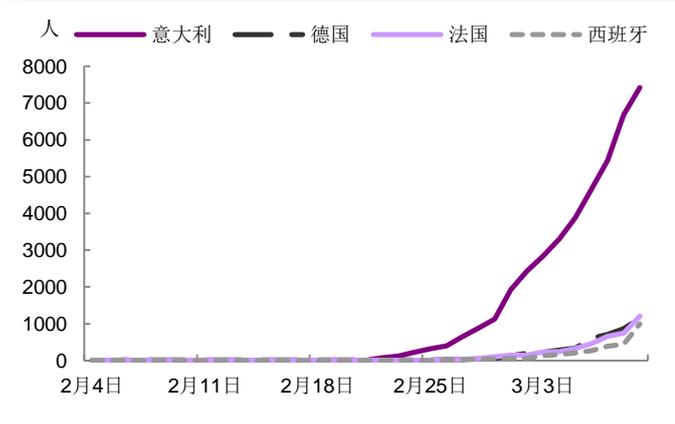
张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)
021-52523808
zhangwenlang@ebsec.com

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)
021-52523806
liuzn@ebsec.com

3月9日，标普500指数开盘不久即下跌7%，触发“熔断”机制。

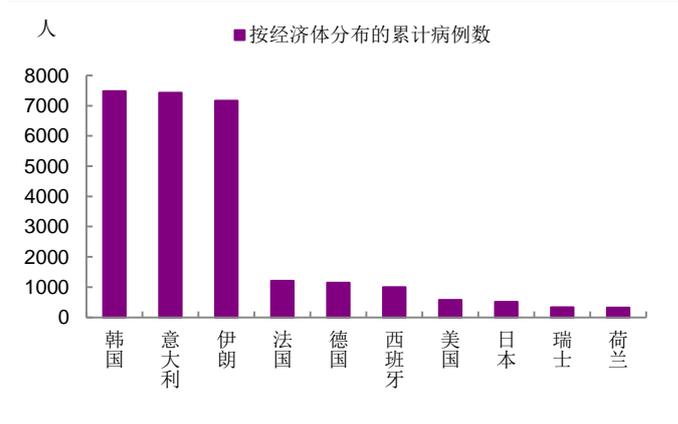
美股暴跌首先源于不断发酵的疫情。截至到3月9日，中国以外地区确诊病例数已超过2.6万，其中意大利已达到7424人，占海外病例数的四分之一。法国、德国、西班牙病例数均超过1000人，其他欧洲国家病例也大幅增加。海外确诊病例数最多的十个国家中，欧洲国家已经占到6个，说明欧洲已是疫情的“重灾区”（图1-2）。

图1：意大利确诊人数大幅增加



资料来源：WHO，光大证券研究所。数据截至2020年3月9日

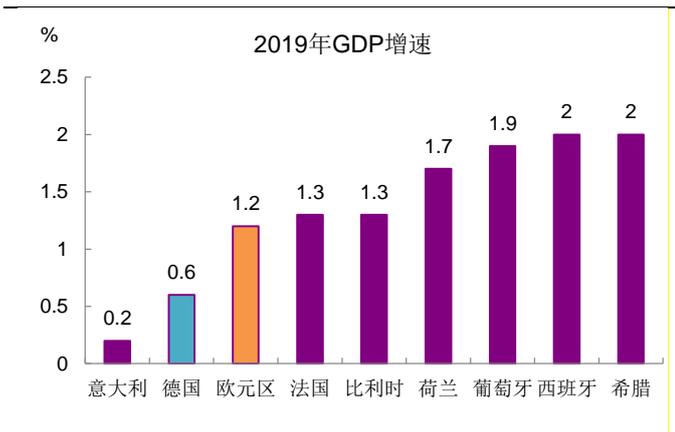
图2：欧洲大陆已成为疫情的“重灾区”



资料来源：WHO，光大证券研究所。数据截至2020年3月9日

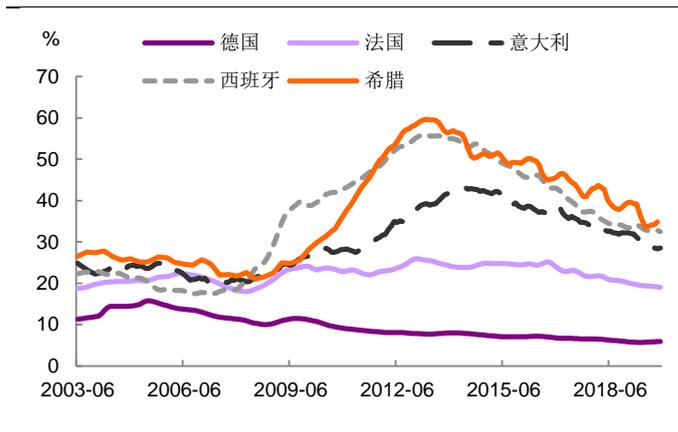
我们在此前的报告中指出，意大利经济本来就处在衰退边缘，年轻人失业率甚至高于20%（图3-4）。受疫情影响，商业活动被迫取消，居民支出大幅缩减，总需求受到较大冲击。预计2020年意大利经济陷入衰退的概率较大。另外，疫情扩散后德国、法国经济也将受到拖累，欧元区经济复苏的前景不容乐观。

图3：意大利是欧元区经济表现最差的国家



资料来源：Wind，光大证券研究所

图4：意大利25岁以下年轻人失业率较高



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据为3个月移动平均值，时间截止2019年12月

美国方面，截至3月9日，累计确诊人数已达582人，死亡22人，这一死亡率显著高于全球平均水平，令市场担忧美国报告的确诊人数被大幅低估。事实上，一些证据表明美国政府在应对疫情方面准备不足，不仅没有足够的检测试剂，各州对疫情的重视程度也千差万别。分地区看，疫情主要集

中在华盛顿州、加州和纽约州，而这些地区也是美国经济中占比较高的区域，对美国 GDP 的影响也相对更大（图 5）。

图 5：华盛顿州、加州和纽约州病例数较多



资料来源：美国疾病控制中心，光大证券研究所。注：颜色越深代表确诊人数越多。数据截至 2020 年 3 月 9 日

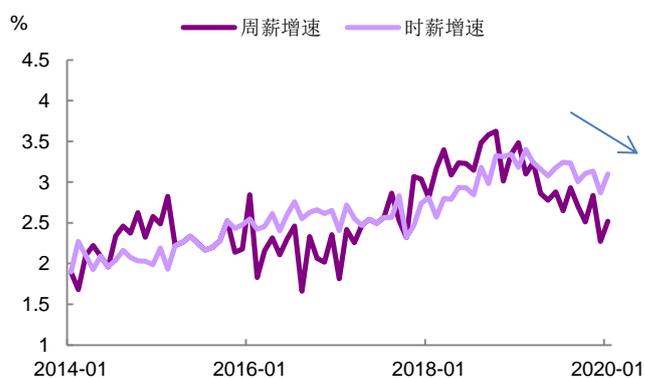
尽管上周五公布的 2 月非农表现靓丽，但美股依然下跌，说明投资者仍担心疫情对经济的冲击。市场认为就业数据具有一定滞后性，并不能完全反映疫情的影响，更何况受疫情影响的批发、零售、交通运输业就业已有所下降（图 6）。另一方面，2019 年以来非农周薪增速也已呈现下降的趋势，现在叠加疫情带来的恐慌情绪，或抑制居民消费支出，增加今年美国经济下行压力（图 7）。

图 6：部分受疫情影响行业的新增就业已下降



资料来源：Wind，光大证券研究所。注：过去三个月为平均值

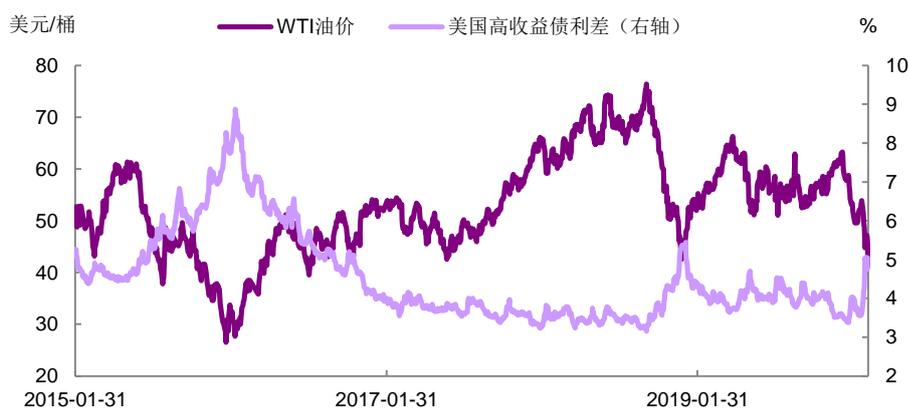
图 7：过去一年，非农周薪增速呈下降趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截止 2020 年 2 月

在疫情基础上，油价暴跌增加市场对信用和流动性风险的担忧。3 月 8 日，在 OPEC+ 减产谈判破裂后，沙特宣布将扩大原油产能，并降低原油出售价格，导致油价暴跌。由于美国页岩油公司大量通过垃圾债融资，市场担心油价下跌将导致页岩油企业资金断裂，进而违约。2015 年以来，油价和高收益债利差有显著的负相关关系，油价越低，信用利差越大，相关企业融资压力就越大，违约风险也就越高（图 8）。

图 8: WTI 油价与美国高收益债利差高度负相关

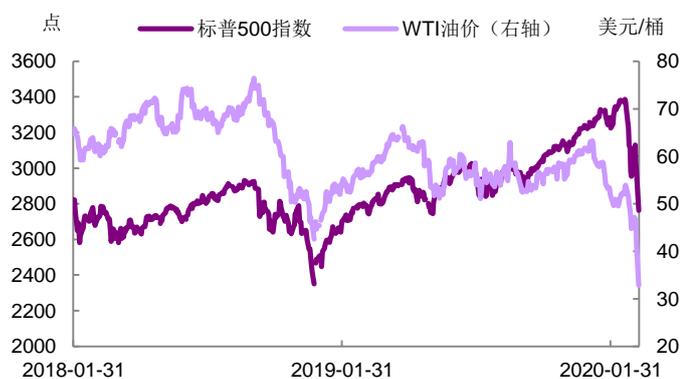


资料来源: Wind, 光大证券研究所。数据截至 2020 年 3 月 9 日

流动性方面, 3 月 3 日以来对纽约联储回购交易的申请金额多次超出上限, 表明市场对流动性的需求显著提升。3 月 9 日, 美联储宣布将隔夜回购规模上限从 1000 亿提高至 1500 亿美元, 表明联储也意识到短期流动性可能存在一定的隐忧。

往前看, 尽管不大可能出现 2008 年式的金融危机, 但美股、油价、美元同步下跌带来的尾部风险不容忽视。2018 年四季度, 美股和油价也曾大跌, 但那一次美元指数走强, 说明导致股、油下跌的原因不在美国, 而在中国和欧洲等其他经济体。但这一次美元也出现下跌, 说明市场担心的是美国自身的经济金融风险(图 9-10)。

图 9: 2018 年四季度美股、油价也曾同步大跌



资料来源: Wind, 光大证券研究所。数据截止 2020 年 3 月 9 日

图 10: 但那一次美元上涨, 而这次美元下跌



资料来源: Wind, 光大证券研究所。数据截止 2020 年 3 月 9 日

我们认为这一担忧不无道理, 因为 2018 年美国 GDP 增长 2.9%, 显著高于 2% 的潜在增速, 而 2020 年即便没有疫情, GDP 增速或也将回落至 2% 左右, 如果叠加疫情, 大概率将在 2% 以下。历史经验表明, 经济增速下行阶段金融风险往往更容易暴露, 因为投资者对风险的承受力会下降。鉴于此, 我们认为要重视股、油、汇率共振发出的信号。

从根源上看，美国的金融风险来自于企业债务率高，以及美联储过度宽松带来的资产价格融涨。我们在报告《美国 2020：要收益，更要防风险》中指出，过去十年美国信用市场规模持续扩大，BBB 级企业债规模上升至 3 万亿美元，杠杆贷款突破 1 万亿美元，基于杠杆贷款的 CLO 市场也已扩张到次贷危机前的两倍。如果发生超预期的外生冲击，叠加债务到期量不断增加，或导致信用利差上行，引发风险。投资者对此需高度关注。

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_6679

