

理解 3 月以来疫情和经济的六个重要分歧和预期

——事件和热点观察专题研究系列之（二）

分析师：朱林宁

SAC NO: S1150519060001

2020 年 3 月 6 日

证券分析师

朱林宁 博士

022-23873123

zhuln@bhq.com

创新点和投资要点：

进入 3 月以来，全球和我国市场在关于疫情和经济走势的议题上存在诸多分歧和预期，我们选取其中的 6 个热点问题，进行解析，提出我们的估测、解答：

1. 我们如何理解美联储 3 月 3 日降低基准利率 50BP 及其后的市场反应？
2. 我们如何理解 2 月 24 日-3 月 2 日期间黄金持续一周的下跌？
3. 我们如何观测我国复工进度？
4. 我们如何观测疫情对 GDP 的影响？
5. 为何美国 CDC 对此次 COVID-19 应对较为迟缓？
6. COVID-19 的医学研究进展如何？

相关研究报告

《美联储再启降息，利率通道漫漫——事件点评》

《全球疫情吃紧，利率下行空间打开——利率债月报》

《全球新型冠状病毒前沿研究综述及其潜在利率影响——事件和热点观察专题研究系列之（一）》

《美国伊朗紧张升级，关注油通胀金传导——事件点评》

《全年的支持期许，置信的先行指标——央行 1 月 6 日降准 0.5 个百分点事件点评》

风险提示：

新型冠状病毒研究进展不及预期；疫情发展超预期；海外不确定性等。

目 录

1. 如何理解美联储 3 月 3 日降低基准利率 50BP 及其后的市场反应？	4
1.1 如何理解美联储 3 月 3 日宣布降息 50BP？	4
1.1 如何理解市场对美联储超预期降息的悲观反应？	5
2. 如何理解 2 月 24 日-3 月 2 日期间黄金持续一周的下跌？	7
3. 如何观察我国复工进度？	8
4. 如何理解疫情对 GDP 的影响？	10
5. 为何美国 CDC 对此次 COVID-19 应对较为迟缓？	12
6. COVID-19 的医学研究进展如何？	13
7. 风险提示	14

图 目 录

图 1: 3 月 3 日降息前, 市场对美联储目标利率的一致预期分布.....	4
图 2: 特朗普任期内美国 GDP 和 PMI 走势	5
图 3: 美国股市 CAPE 指标指向高度风险区间	6
图 4: COVID-19 全球扩散形势 (截至 3 月 5 日)	6
图 5: 美国财政赤字占 GDP 比重已突破 4.5% 红线并在继续恶化 (截至 2 月 12 日)	7
图 6: 2 月 24 日-3 月 2 日期间黄金持续一周的下跌.....	8
图 7: 春节后全国六大发电集团日均发电煤耗变动情况 (万吨/日)	9
图 8: 基于日均发电煤耗的开工率和复工进度估计	9
图 9: 国家电网分产业链复工图 (截至 3 月 2 日)	10
图 10: 基于 1999-2001 年 GDP 变动情况的 SARS 对 GDP 影响模式	11
图 11: 基于 PMI 和 GDP 关系的 2 月潜在 GDP 测算.....	11
图 12: 美国联邦政府 2018 财年预算支出削减分布.....	12

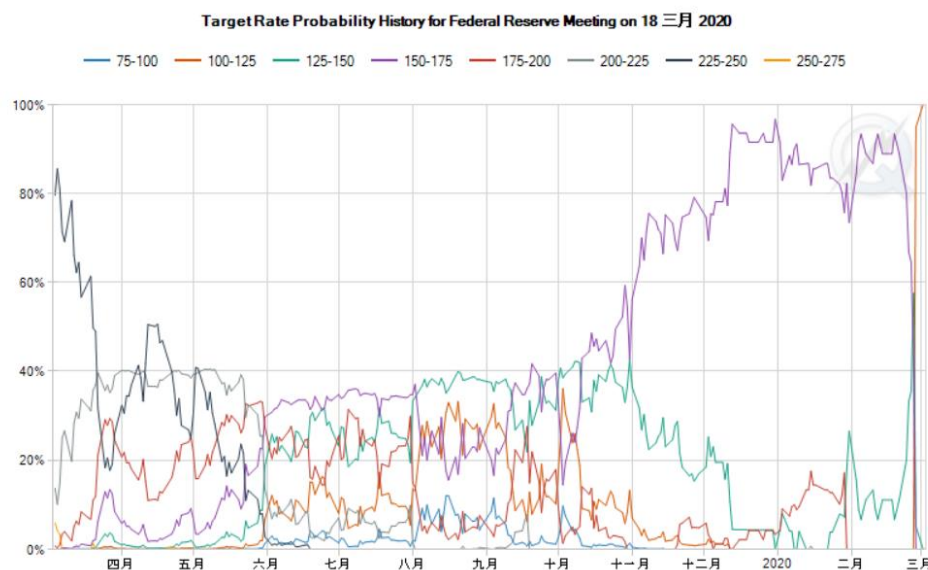
本文依次回答下述六个问题：1. 我们如何理解美联储 3 月 3 日降低基准利率 50BP 及其后的市场反应？2. 我们如何理解 2 月 24 日-3 月 2 日期间黄金持续一周的下跌？3. 我们如何观测我国复工进度？4. 我们如何观测疫情对 GDP 的影响？5. 为何美国 CDC 对此次 COVID-19 应对较为迟缓？6. COVID-19 的医学研究进展如何？

1. 如何理解美联储 3 月 3 日降低基准利率 50BP 及其后的市场反应？

1.1 如何理解美联储 3 月 3 日宣布降息 50BP？

我们将美联储 3 月 3 日的降息行动概括为非常规、盘中、超预期的降息。非常规，是指美联储此次降息决议并非在议息会议期间做出，早前市场普遍更加关注 3 月下旬联储的例行议息会议。盘中，是指美联储此次降息是在美国股市开盘时段突然宣布。超预期，是指美联储在宣布降息 3 小时前公布的 G7 财长和央行行长会议中并未明确提及降息，造成市场一度认为短期内无降息。从市场一致预期看，根据 CME 数据，2019 年 12 月至 2020 年 2 月中旬期间，市场对美联储在 3 月不降息的预期概率一度超过 90%，即使在 2 月下旬疫情全球扩散压力增大以来，市场对美联储在 3 月 18 日议息会议时降息 25BP 的预期也仅有约 50%（图 1）。

图 1：3 月 3 日降息前，市场对美联储目标利率的一致预期分布



资料来源：CME，渤海证券

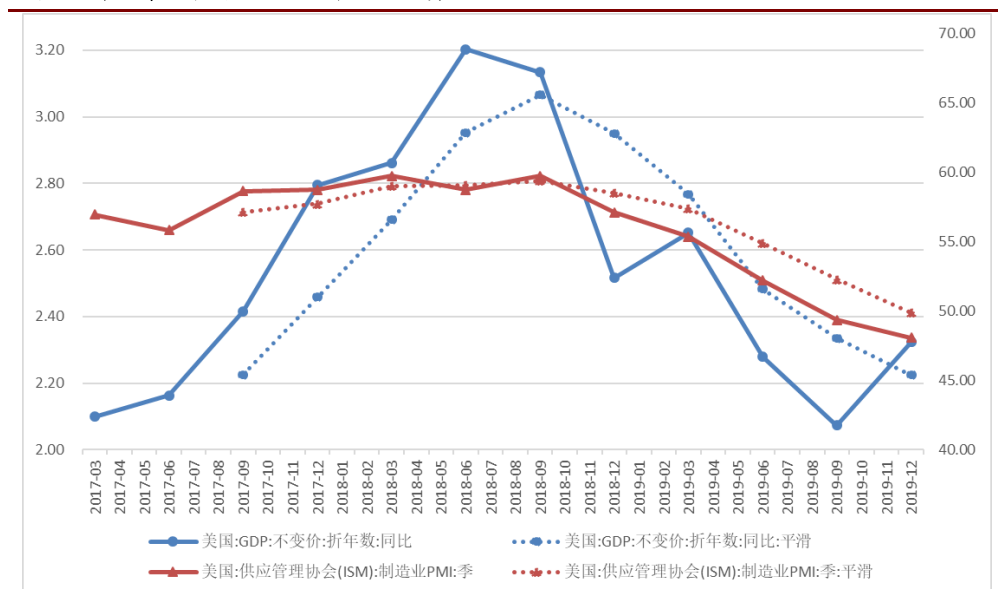
我们认为，降息消息宣布后的市场走势表明，此次美联储降息，未能成功减轻美国投资者对美国和全球经济前景的担忧，反而使市场进一步确认形势的严峻。降息宣布后，美国三大股指在短线拉升后均重回下跌，跌幅触及 3%。美国 10Y 国债收益率历史首次跌破 1%，30Y 通胀保值债券（TIPS）收益率跌破 0%，进入负值区间。COMEX 黄金价格触及 1640 美元/盎司，涨幅触及 3%。美元指数从 97.50 水平一度跌破 97 关口，在 97.10 附近波动。（参见我们的事件点评《美联储再启降息，利率通道漫漫》）

1.1 如何理解市场对美联储超预期降息的悲观反应？

我们认为，市场的悲观反应体现出至少三重忧虑。第一重忧虑，是市场担心美国经济并非如鲍威尔或特朗普所言的基本面强劲。第二重忧虑，是市场担心美国股市虽然在 3 月以来的短期回撤一度超过 10%，但从估值和风险指标看，依然高企。第三重忧虑，是市场担心美国联邦政府对此疫情的应对，以及疫情全球扩散形势对产业链和整体经济背景的影响。

（1）美国经济基本面难言强劲。特朗普任期内美国 GDP 和 PMI 整体呈倒 V 型走势（图 2）。我们认为，前半程上行主要受减税和海外美元回流影响，2018 年中期以后，剔除短期波动的平滑 GDP 和 PMI 储蓄下行态势明显。

图 2：特朗普任期内美国 GDP 和 PMI 走势

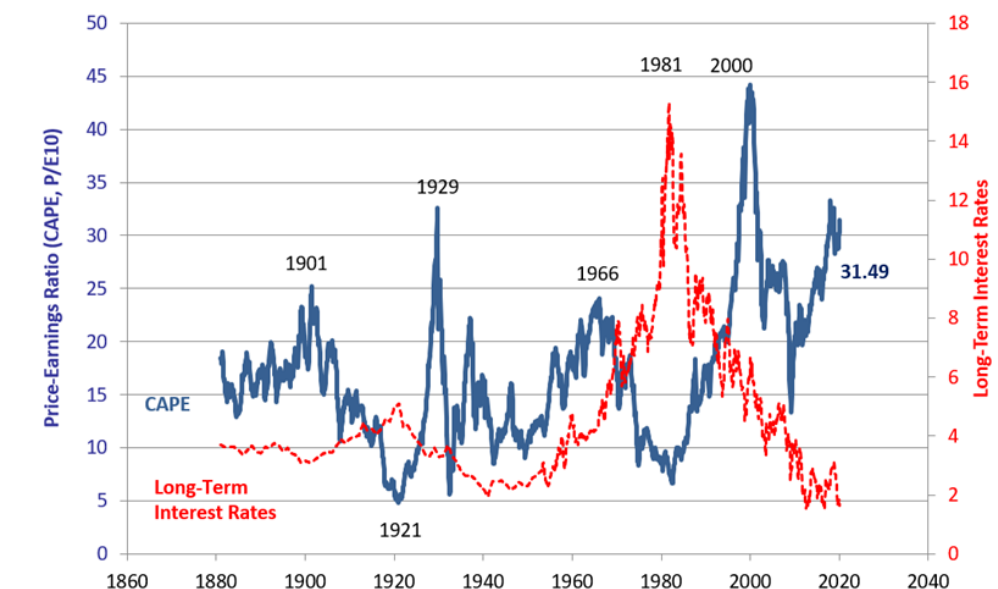


资料来源：Wind，渤海证券

（2）美国资本市场估值仍然高企。我们继续使用成功预测次贷危机的 Robert Shiller 教授开发的 CAPE Ratio 指标观测，截至 2 月 6 日，CAPE 高达 31.49，远高于 16-17 的历史中位线。即使考虑到 2 月 20 日以来的大幅回撤，目前的 CAPE

也仍保持在 25-26 以上，处于历史高估区间和次贷危机前水平，叠加经济下行和疫情扩散背景，难言处于低风险水平（图 3）。

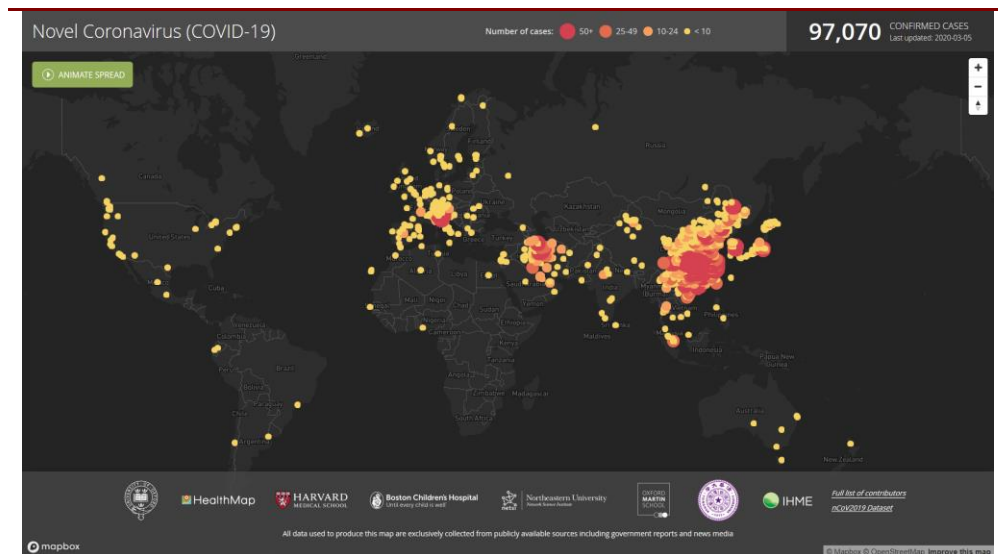
图 3：美国股市 CAPE 指标指向高风险区间



资料来源：Yale，渤海证券

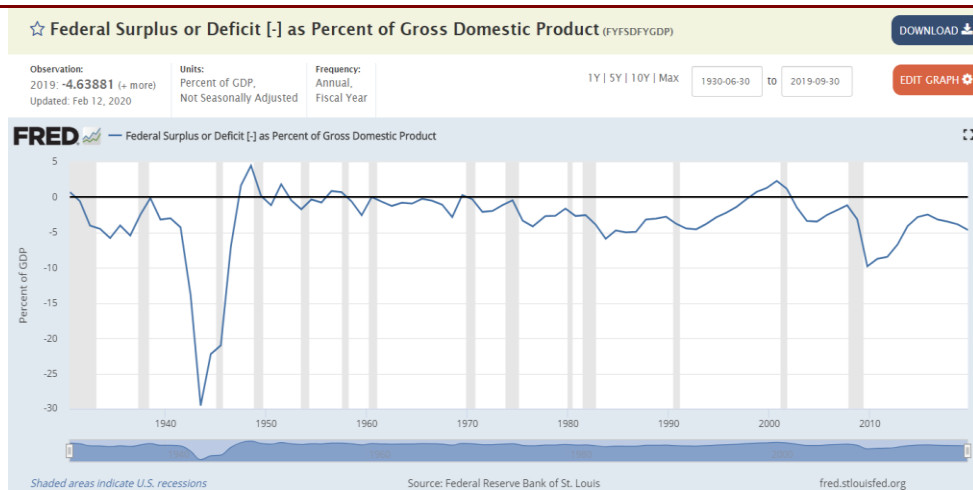
（3）全球疫情防控形势难言乐观。一是对 2019-nCoV 病毒本身的病源、传播、防治信息尚无定论，对疫情发展难以预测，科学研究需要时间；二是随着疫情全球扩散，无特效药之前的隔离防控方法，与地区间产业链和经济分工的矛盾在发酵；三是海外国家和地区防控能力不齐，美国财政能力受限于赤字，欧洲财政能力受限于体制，部分发展中国家和地区受限于防疫动员和医疗能力（图 4 和图 5）。

图 4：COVID-19 全球扩散形势（截至 3 月 5 日）



资料来源：HealthMap，渤海证券

图 5：美国财政赤字占 GDP 比重已突破 4.5% 红线并在继续恶化（截至 2 月 12 日）



资料来源：FRED，渤海证券

2. 如何理解 2 月 24 日-3 月 2 日期间黄金持续一周的下跌？

我们认为，只要明确三点信息，即可理解此次为期一周的避险情绪高涨、但黄金价格下跌现象。

第一点，2 月 24 日这一时间点意味着什么？从 2 月 24 日开始，疫情在日本、韩国、伊朗、意大利和美国扩散压力明显提升，意味着疫情扩散的全球化趋势确认，打破了之前部分投资者对疫情仅限于局部国家的乐观预期。

第二点，3 月 2 日这一时间点意味着什么？截至 3 月 3 日，基于美联储早前表态，市场对美联储最早于 3 月 18 日降息 25BP 的一致预期仅有约 50%，仍有接近 50% 的预期概率不降息（图 1），意味着市场预期名义利率短期内难有下行，或至多下行 25BP。

第三点，黄金价格到底是是什么指标？广义上，市场一般认为，黄金价格是避险情绪的指标，价格的高低反映避险情绪的高低。但严格意义上，避险情绪只是黄金价格的表象，已有众多研究证明（限于篇幅，学术报告我们不在展开），黄金价格的本质是实际利率的走势，即：

$$\text{黄金价格} = f(\text{实际利率}) = f(\text{名义利率} - \text{通胀预期})$$

综上，我们可以发现，2 月 24 日至 3 月 2 日以来，由于疫情全球化压力提升，出台管控、隔离措施的国家陆续增加，WHO 表示正在考虑将 COVID-19 列为全

球大流行病，美国及全球通胀预期迅速下行，而基于美联储此前表态的名义利率预期基本不变或至多下行 25BP——则在 2 月 24 日至 3 月 2 日的一周内，美国实际利率事实上是在快速上行的，由此造成了黄金价格的同期下行。

另一个明显例证是，在 3 月 3 日美联储超预期降息 50BP 后，也就是名义利率超预期下行后，美国实际利率重回下行，黄金至今（3 月 5 日）已从 1575 点位快速上涨至 1675 点位（图 6）。

图 6：2 月 24 日-3 月 2 日期间黄金持续一周的下跌



资料来源：Wind，渤海证券

3. 如何观察我国复工进度？

对于我国复工进度，在信息化海量数据与高质量高频数据稀缺的情况下，如何提

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_6773

