



海外疫情拉长美股年中震荡窗口

——美联储降息预期抬升，扩表或延长

2020年03月03日

宏观经济 | 深度报告

分析师	王宇鹏 电话：010-66554151 邮箱：wangyp_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070003
分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱： kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001

投资摘要：

国内疫情对海外经济的影响主要通过实体经济传导，可分为需求端和供给端。需求方面，由于我国是在近几年刚提出扩大进口的政策，短期内对海外终端市场的影响较为有限，但对跨国公司亚太地区的上半年营收利润影响较大。供给方面，由于我国在全球产业链中占有重要地位，延迟开工对国际产业链越复杂的行业影响越大。

由于新冠病毒在中国以外的地方扩散速度上升，全球股市下跌的节点比我们预计的提前 1 个月。美股下降的速度超出预期，但幅度属于合理区间。

疫情对经济的影响完全取决于政府的应对。综合来看，我们倾向于认为本次新冠疫情会略降低 3~4 月美国国内的经济活动，但暂时不看显著降低。

实体经济：3 月经济数据可能受到影响。由于疫情的扩散与集会类活动相关，服务业可能会受到一定影响。从时间节点来看，2 月消费和就业数据应该不会受到疫情影响，3 月数据可能有所反应但幅度不会太大。从宏观上说家庭部门的收入和负债水均处于较好的位置，消费在短期内深幅下降概率不大。由于能源价格的暴跌，石油公司资本开支的复苏有可能延缓，我们之前预期的投资对 GDP 的拉动作用在上半年将显著减弱。

需要指出的是，疫情的客观演变增加了预判的难度。疫情若能在短期内得到有效控制或发现不会显著影响经济活动，则经济和市场的反弹将会是较为迅速的。若相反，极端情况下，考虑到当前企业杠杆率与 2007 年相差无几，经济活动频率的长期下降可能会诱发企业部门的杠杆效应。但当前投资级别公司债利率水平仅为 2007 年金融危机爆发前的一半，所引发的效应会弱于 2007 年。

美联储：降息次数 3 次左右，扩表可能延长。短期货币市场显示当前需要 2 次降息（50bp）。受全球疫情以及美国经济自身的季节性特征，上半年经济出现疲软的概率增加，2 季度有可能会有第三次 25bp 的降息，同时扩表可能会有所延长。

美十债：下限区间 0.9%~1.1%，上限区间 1.6%~1.75%。能源和铜价格大跌使得通胀上升预期短期内中断，美十债利率下跌一方面是对通胀预期的扭转一方面是对降息预期的表达。我们认为在极端情况下，美十债的下限区间在 0.9%~1.1%，这是基于制造业 PMI 短期下降至 46、3 次降息以及核心 CPI 回落至 2% 的情景假设。根据美十债的特点，当降息预期兑现，则十债利率会有所回升，相应的上限区间在 1.6%~1.75%。

流动性：当前金融市场流动性处于较为脆弱的阶段。股市震荡来自于非经济层面的外部冲击，而非金融市场的流动性。但近三日股市的剧烈波动已部分引发了市场流动性问题。表现为 1 年期国债与 FFR 利差走阔至 69bp，以及黄金价格的下跌。由于美联储仍在扩表，短期流动性失控的概率不大。我们跟踪的 3 个月国债隐含利率也并未出现波动。随着美联储宽松维稳预期增强，短期内流动性可维持，但处于脆弱阶段。

美股：突如其来的疫情将延长年中的中性震荡时间，建议关注疫情的尾部风险。我们跟踪的两个短期指标，1 年期国债利率与 FFR 利差以及 3 个月国债隐含利率，前者已出现了异常。短端利差在 35bp 以上一般表明资本市场短期内较为敏感脆弱，而目前该利差已处于 69bp，为 2009 年以来首次。

风险提示：海外疫情超预期。

目 录

1. 国内疫情对海外经济的传导。	3
2. 海外疫情扩散诱发全球股市下跌，下跌速度超预期，幅度处于合理区间。	3
3. 疫情扩散对未来经济走势的影响。	4
4. 风险提示.....	9
相关报告汇总.....	10

插图目录

图 1: 美股暴跌前 7 个交易日已有征兆	3
图 2: 美股暴跌尚未引发高质量债券市场波动	4
图 3: 美国消费中服务类消费占比高	4
图 4: 消费同比基本跟随服务类的同比波动	5
图 5: 美国新增就业主要来自服务业	5
图 6: 固定资产投资比较易受到企业设备同比的影响	6
图 7: 固定资产投资比较易受到企业设备同比的影响	6
图 8: 当前利率水平是 07 年高点的一半	6
图 9: 2 月 26 日后股市波动引发流动性问题.....	7
图 10: 3 个月国债隐含利率未出现提高.....	8
图 11: 短端利差走阔至 69bp 为十年来首次.....	8

1. 国内疫情对海外经济的传导。

我们认为国内疫情对海外经济的影响主要通过实体经济传导，可分为需求端和供给端。需求方面，由于我国是在近几年刚提出扩大进口的政策，短期内对海外终端市场的影响较为有限，但对跨国公司亚太地区的上半年营收利润影响较大。供给方面，由于我国在全球产业链中占有重要地位，延迟开工对国际产业链的下游企业影响较大，并且对产业链越复杂的行业影响越大。抽象来看，我国疫情导致全球供给侧收缩，是较为典型的供给侧负面冲击。目前，国际汽车产业链已明确受到中国疫情的影响，日韩汽车企业由于汽车零部件的短缺已决定短期停工，而美国的汽车企业也将遇到相似的问题。这对原本较为低迷的全球汽车行业来说无疑是雪上加霜。

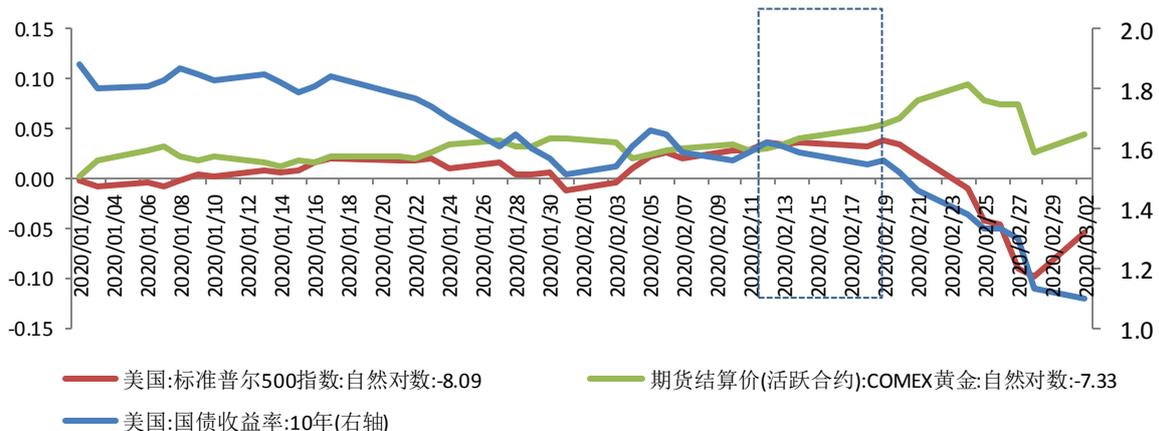
货币政策方面，此次疫情将延长全球货币宽松的时间。美联储年内降息预计在3次左右，欧洲央行在年内结束量化宽松几无可能。当前全球货币政策均对负面冲击较为敏感，虽然再次宽松的边际效用在减弱，但仍会对实体经济有所对冲。需要指出的是，与历次经济危机相比，本次新冠疫情对各国经济的冲击较为特殊，疫情的客观发展不会受到货币政策的刺激而发生变化。

2. 海外疫情扩散诱发全球股市下跌，下跌速度超预期，幅度处于合理区间。

在疫情未扩散至国外前，由于我国资本市场的开放程度尚未形成规模，我国经济的负面冲击不会通过金融层面传导至全球，而通过供需传导。一般而言，金融层面的传导是瞬时的，而经济层面的传导较为缓慢且相对温和，时滞一般在3~6个月左右。以此推算，海外实体经济受到中国疫情的影响时间大约在2季度。

在扩散之前，国际重要的股市均处于高位。我们2月初认为国际资本市场在3月以后可能出现震荡，全年展望（尤其美股）略偏积极。理由是3月后海外股市聚焦上市公司的第一季度财报，将全面评估中国疫情对跨国上市公司盈利的拖累。由于新冠病毒在中国以外的地方扩散速度上升，全球股市下跌的节点比我们预计的提前1个月。美股下降的速度超出预期，但幅度属于合理区间。美股波动在暴跌之前一星期已有征兆，表现为国债、黄金和股市同时上涨，但股市上涨幅度很小。因此此次股市下跌属于预期内，但速度略超预期。

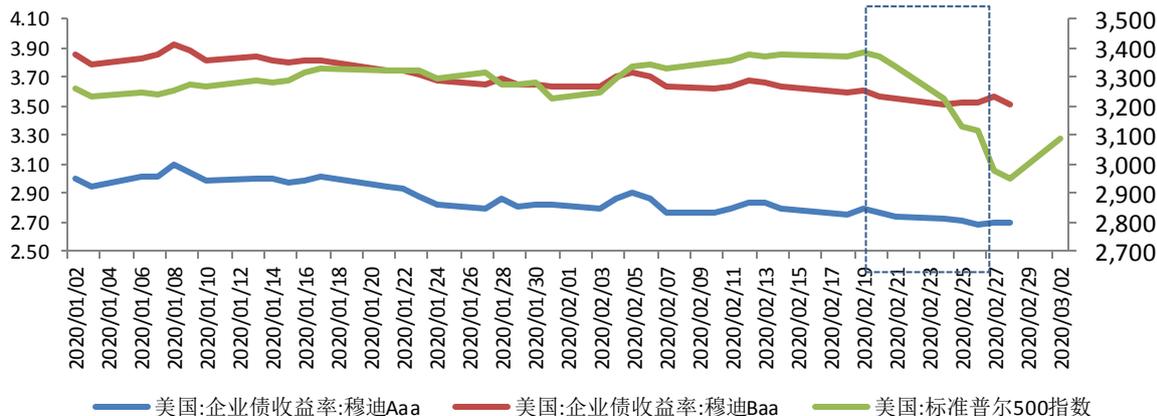
图1：美股暴跌前7个交易日已有征兆



资料来源：wind, 东兴证券研究所

此次金融市场的下跌由避险因素引发而非流动性，因此先期流动性指标并未领先和跟随股市，投资级别公司债利率并未跟随股市出现波动。随着美联储降息预期的抬升，经济基本面尚未显现明显的疲软信号，债市稳定，短期内股市的避险情绪释放完毕。

图2：美股暴跌尚未引发高质量债券市场波动



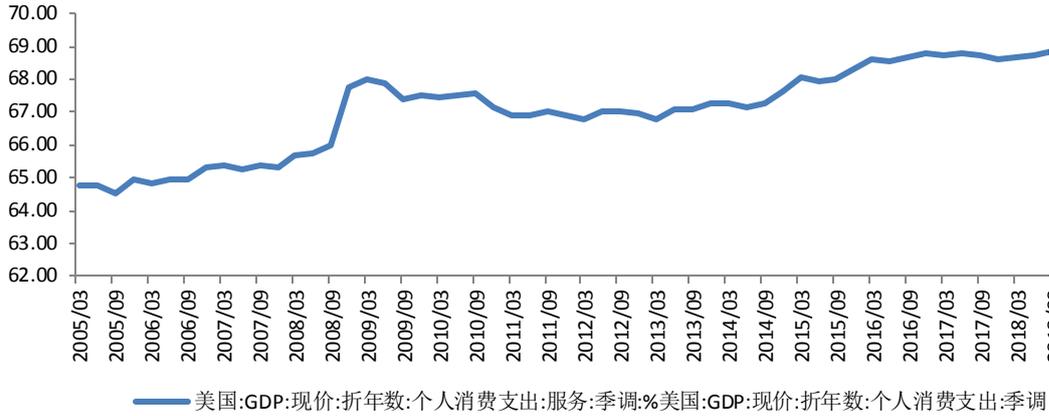
资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 疫情扩散对未来经济走势的影响。

疫情对经济的影响完全取决于政府的应对。猪流感时期由于美国采取了被动接受的方式，并未减少经济活动，因此资本市场和经济基本面几乎没有被波及。本次疫情对经济的影响取决新冠病毒的特性以及是否会影响正常的经济活动。与猪流感不同，新冠病毒的传染性较为罕见，大基数下医疗短缺而引起重症的死亡率可以很高。考虑到美国当前的杠杆水平处于历史高位，人均医疗资源在发达国家中处于较低水平，大面积停工停产的可能性较低。目前，美国的经济活动尚未受到疫情的影响。综合来看，我们倾向于认为本次新冠疫情会略降低3~4月美国国内的经济活动，但暂时不会显著降低。

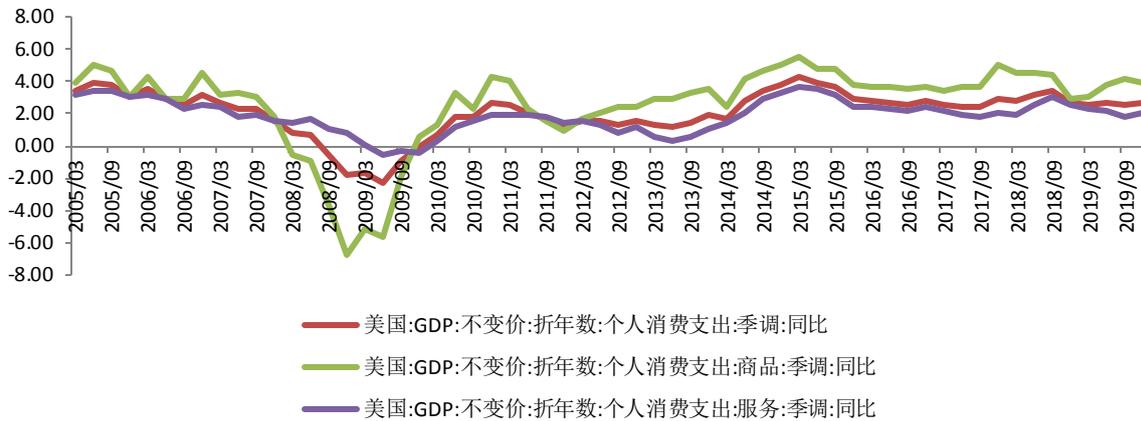
实体经济：3月经济数据可能受到影响。由于服务类消费占总消费接近69%，美国消费的季度同比主要跟随服务消费。近半年以来的亮眼的新增就业数据也主要来自医疗、教育和休闲娱乐等服务行业。由于疫情的扩散与集会类活动相关，服务业可能会受到一定影响。从时间节点来看，2月消费和就业数据应该不会受到疫情影响，3月数据可能有所反应但幅度不会太大。从宏观上说家庭部门的收入和负债水均处于较好的位置，消费在短期内大幅下降概率不大。而投资的波动较为受到企业设备投资影响，由于能源价格的暴跌，石油公司资本开支的复苏有可能延缓，我们之前预期的投资对GDP的拉动作用在上半年将显著减弱。

图3：美国消费中服务类消费占比高



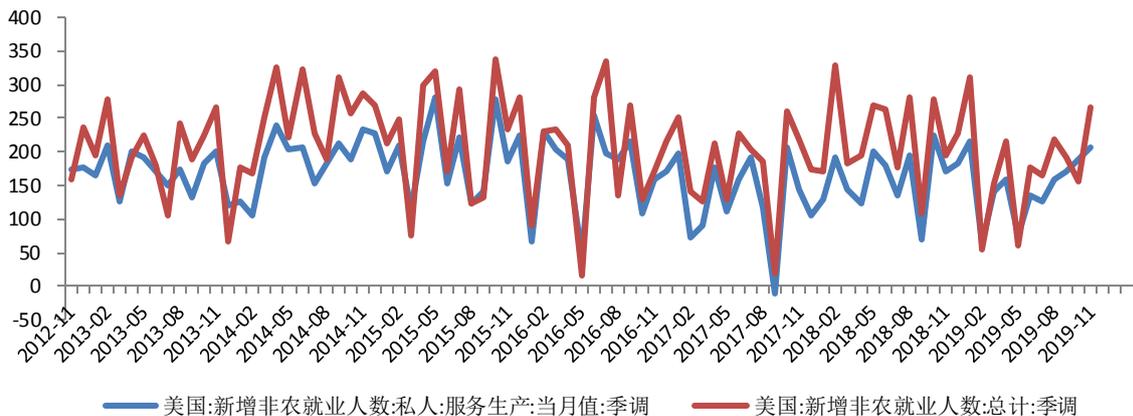
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图4：消费同比基本跟随服务类的同比波动



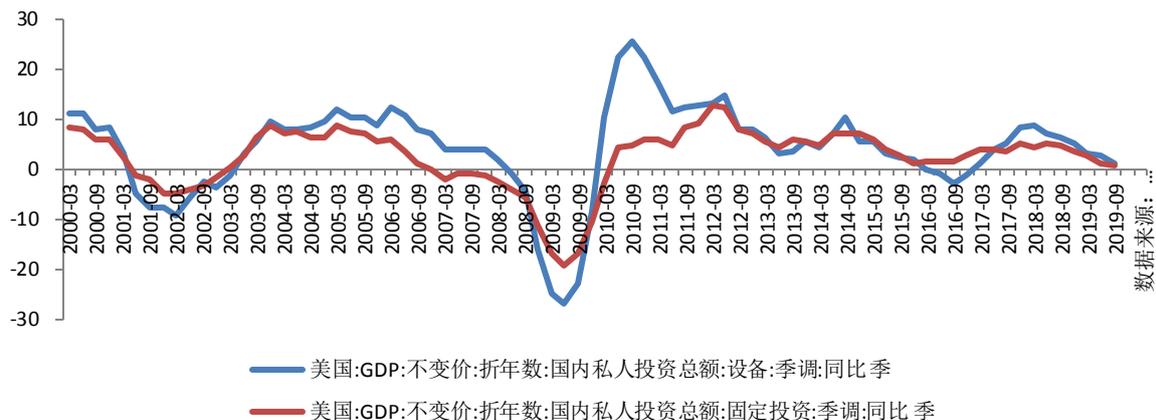
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图5：美国新增就业主要来自服务业



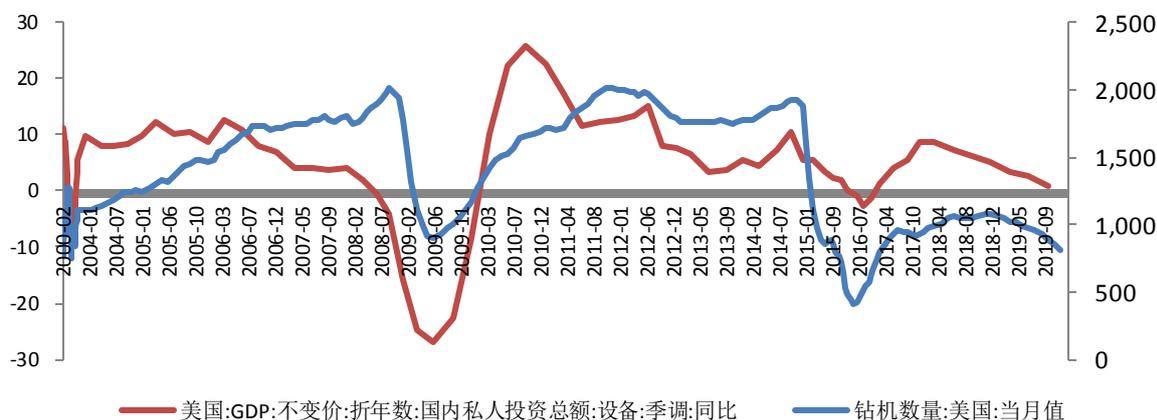
资料来源：wind, 东兴证券研究所

图6：固定投资同比较易受到企业设备同比的影响



资料来源：wind, 东兴证券研究所

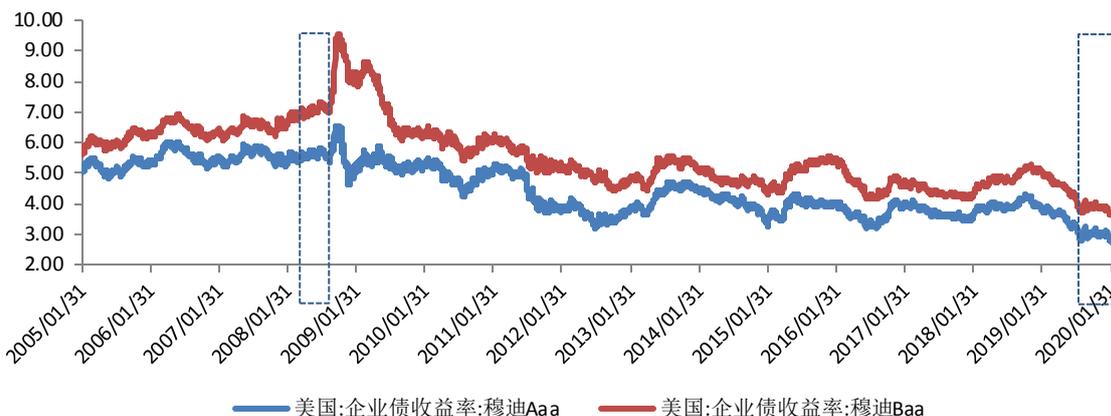
图7：固定投资同比较易受到企业设备同比的影响



资料来源：wind, 东兴证券研究所

需要指出的是，疫情的客观演变增加了预判的难度。疫情若能在短期内得到有效控制或发现不会显著影响经济活动，则经济和市场的反弹将会是较为迅速的。若相反，极端情况下，考虑到当前企业杠杆率与2007年相差无几，经济活动频率的长期下降可能会诱发企业部门的杠杆效应。但当前投资级别公司债利率水平仅为2007年金融危机爆发前的一半，所引发的效应会弱于2007年。

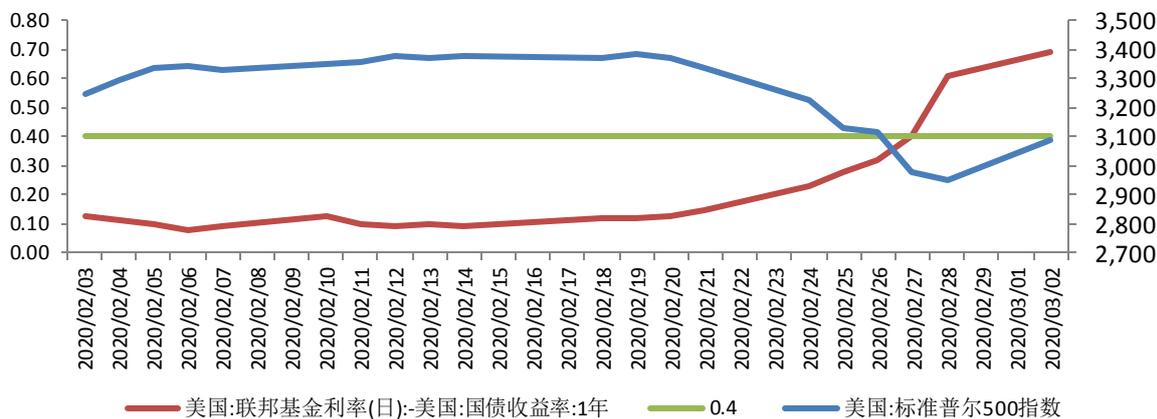
图8：当前利率水平是07年高点的一半



资料来源：wind, 东兴证券研究所

美联储：降息次数 3 次左右，扩表可能延长。 短期货币市场显示当前需要 2 次降息 (50bp)。2 月 26 日，FFR 和 1 年期国债利差扩大至 32bp；3 月 2 日，该利差迅速走阔至 69bp。该利差扩大虽然部分代表了近几日由股市波动带来的流动性问题，但考虑到美联储仍在进行扩表，它更多反映了市场降息预期。受全球疫情以及美国经济自身的季节性特征，上半年经济出现疲软的概率增加，2 季度有可能会有第三次 25bp 的降息，同时扩表可能会有所延长。

图9：2 月 26 日后股市波动引发流动性问题



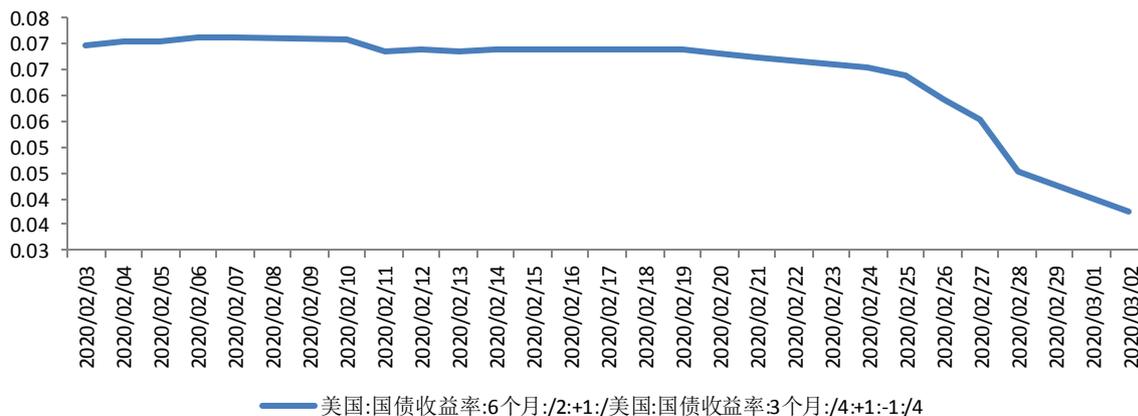
资料来源：wind, 东兴证券研究所

美十债：下限区间 0.9%~1.1%，上限区间 1.6%~1.75%。 能源和铜价格大跌使得通胀上升预期短期内中断，美十债利率下跌一方面是对通胀预期的扭转一方面是对降息预期的表达。我们认为在极端情况下，美十债的下限区间在 0.9%~1.1%，这是基于制造业 PMI 短期下降至 46、3 次降息以及核心 CPI 回落至 2% 的情景假设。根据美十债的特点，当降息预期兑现，则十债利率会有所回升，相应的上限区间在 1.6%~1.75%（由于通胀预期打断，降息预期抬升，上限区间比年初展望降低了 40bp）。

流动性：股市波动后期带动了资本市场流动性的小幅波动。 当前股市的震荡来自于非经济层面的外部冲击，而非金融市场的流动性。但近三日股市的剧烈波动已部分引发了市场流动性问题。表现为 1 年期国债与 FFR 利差走阔至 69bp，以及黄金价格的下跌。由于美联储仍在扩表，短期流动性失控的概率不大。我们跟踪的 3

个月国债隐含利率也并未出现波动。随着美联储宽松维稳预期增强，短期内流动性可维持，但仍处于脆弱阶段。

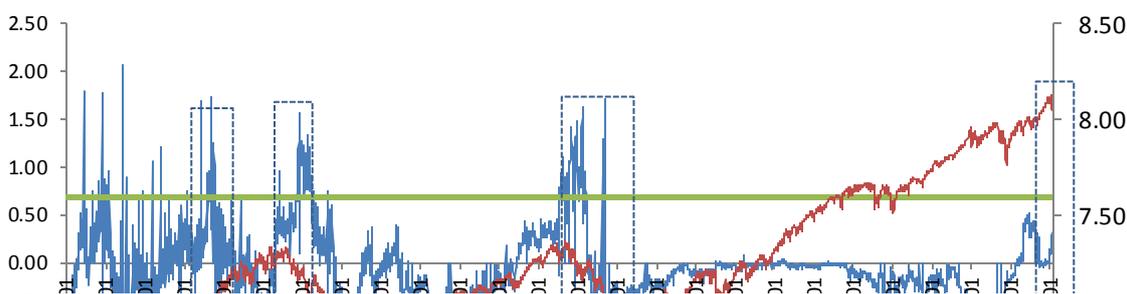
图10：3个月国债隐含利率未出现提高



资料来源：wind，东兴证券研究所

美股：突如其来的疫情将延长年中的中性震荡时间，建议关注疫情的尾部风险。我们跟踪的两个短期指标，1年期国债利率与FFR利差以及3个月国债隐含利率，已有前者出现了异常。短端利差在35bp以上一般表明资本市场短期内较为敏感脆弱，而目前该利差已经处于69bp，为2009年以来首次。因此虽然隐含利率未发生波动，但我们认为资本市场在短期内已经处于值得关注风险的时间段。

图11：短端利差走阔至69bp为十年来首次



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_6815

