

春节期间海外那些事

——2020年春节期间海外经济点评

宏观动态

资本市场：关注中国肺炎疫情，风险资产回调。春节期间海外风险资产普遍下跌，其中油价跌幅较大，反映市场对全球经济前景的担忧增加。不过疫情的影响主要是短期的冲击，疫情过后经济往往会出现反弹，因此也无需过度担忧。

美联储：维持利率不变，扩表将持续到4月。自去年10月以来的扩表计划将继续下去，但步伐会逐渐放缓。鲍威尔对美国经济前景谨慎乐观，态度偏鸽派。市场认为扩表带来的流动性利好不足以对冲经济放缓和肺炎疫情的影响，短期内风险偏好仍将是主导资产价格的主要变量。

美国经济：企业仍在去库存阶段。2019年四季度美国GDP环比年化增速2.1%，符合市场预期。从分项来看，消费、投资、进口趋弱，出口反弹，政府支出保持强劲。进一步看，投资下滑主要因为企业去库存，而进口下降表明贸易不确定性的影响仍在。

英国脱欧：姗姗来迟，未来仍有不确定性。英国将于1月31日后正式脱欧，过渡期为11个月。受脱欧影响，2019年三季度英国GDP增速降至1%，为欧债危机以来最低水平。但考虑到劳动力市场依旧稳定，英国央行并未在1月议息会议上采取降息。

欧元区经济：企稳迹象初现端倪。春节期间公布的欧元区数据显示改善。德国制造业PMI、消费者信心、欧元区工业景气指数、失业率数据均有所回暖。欧央行按兵不动，符合预期。拉加德认为欧洲经济面临的逆风因素有所减弱，但英国脱欧仍带来不确定性。

分析师

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

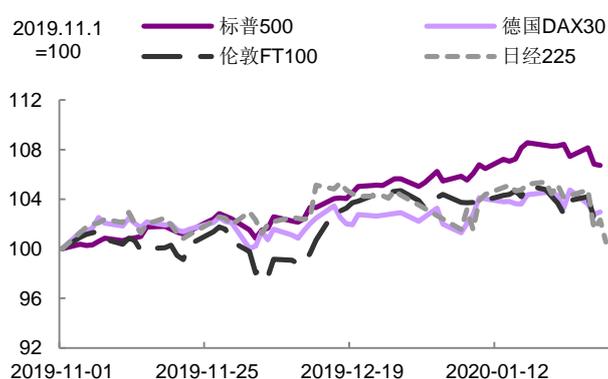
刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)
021-52523806
liuzn@ebsec.com

1、资本市场：关注中国肺炎疫情，风险资产回调

春节期间海外风险资产普遍下跌，其中商品价格跌幅最大，布伦特油价已跌至 60 美元以下（图 1-4）。市场担心在疫情的冲击下，全球经济“弱复苏”的预期将受到挑战，这对原油、铜等周期性商品最为不利。

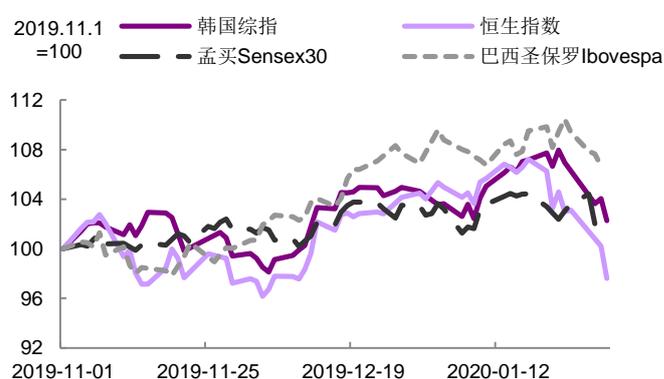
股市方面，全球主要股指均回调，亚太地区（日本、韩国、香港）跌幅相对更大。债市方面，美国 10 年期国债收益率下行至 1.6%，为去年 10 月以来最低水平。美国 2 年期-10 年期国债利差收窄至 20 bps 以下。投资者风险偏好受到抑制，美元、日元等避险货币走强。

图 1：主要发达经济体股指表现



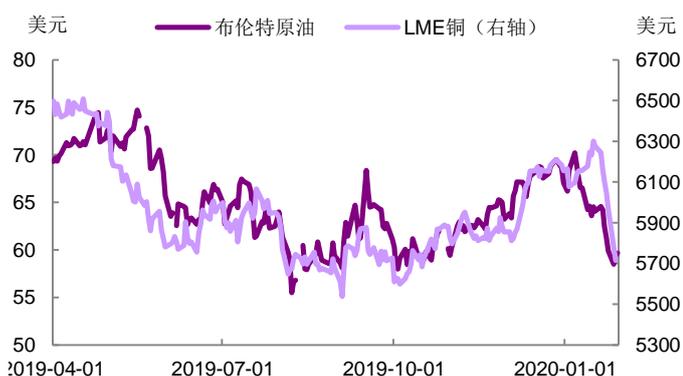
资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至 2020 年 1 月 30 日

图 2：主要新兴经济体股指表现



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至 2020 年 1 月 30 日

图 3：原油和铜价跌幅较大



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至 2020 年 1 月 30 日

图 4：美债利率下行，利差快速收窄



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至 2020 年 1 月 30 日

2、美联储：维持利率不变，扩表持续至 4 月

美联储 1 月议息会议决定维持利率不变，符合市场预期。 联邦基金利率维持在 1.5~1.75% 区间。超额准备金利率 (IOER) 上调 5bps 至 1.6%，但这只是技术性调整，影响不大。

扩表将持续至 4 月。 自 2019 年 10 月以来，美联储以每月 600 亿美元的速度重启扩表，同时重启回购操作，向市场注入额外流动性。受之影响，过去 3 个月美联储资产负债表规模持续扩张，广义货币供给增速也显著提升 (图 5-6)。

鲍威尔表示扩表和回购操作将持续下去，未来准备金规模将不低于 1.5 万亿美元，但扩表的速度将逐步放缓。基准情形下，我们预计美联储可能在 3 月宣布下调购债规模，但如果肺炎疫情的冲击超预期，放缓扩表的时间点或延后。

图 5：美联储总资产规模持续扩张



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至 2020 年 1 月 25 日

图 6：美国广义货币供给增速上升



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至 2020 年 1 月 25 日

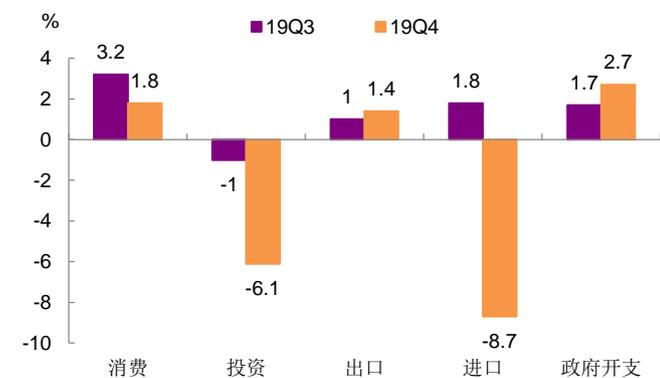
贸易不确定性仍在，鲍威尔对经济前景谨慎乐观。 尽管中美达成阶段性贸易协议，但企业仍面对较高的不确定性，大部分企业主倾向等待和观望 (wait and see)。与此同时，制造业数据依旧偏弱，消费的表现也从强劲转为温和。此外，中国肺炎疫情也引起鲍威尔的注意，他认为疫情的发展具有较高不确定性，对中国及周边国家的影响还需密切关注。

总体上，鲍威尔对美国经济的评估比之前更谨慎，态度更偏鸽派。 议息会议后，美股下跌，美债收益率显著下行。市场认为扩表带来的流动性利好不足以对冲经济放缓和肺炎疫情的影响。短期内风险偏好仍将是主导资产价格的主要变量。

3、美国经济：企业仍在去库存阶段

2019年四季度美国GDP环比年化增速2.1%，符合市场预期。从分项来看，消费、投资、进口趋弱，出口反弹，政府支出保持强劲（图7）。从同比来看，四季度GDP增长2.3%，较前值略有回升（图8）。

图7：美国GDP分项环比变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

图85：美国GDP同比增速略有回升



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至2019年四季度

投资下滑主要因为企业去库存（图9）。四季度库存变化拖累投资增速1.1个百分点，是最大拖累项。我们在之前曾指出，当前美国制造业仍然偏弱，加上贸易不确定性并未就此消失，导致企业补库动力不足。

贸易不确定性的影响还体现为进口下降。由于企业不清楚未来是否会加征关税，在增加进口订单时，他们会比以往更谨慎。进口下降，再加上出口回暖，导致贸易逆差缩小，反而提高GDP增速（图10）。

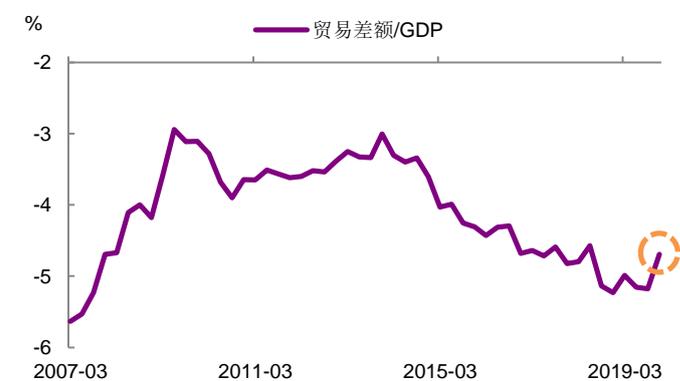
展望2020年上半年，我们预计消费和非地产投资下行压力仍在，企业补库的动力也比较弱。好的方面是，地产投资或持续反弹，出口将回暖。总的来看，美国经济增速仍将放缓（详细分析请参考报告《美国2020：要收益，更要防风险》）。

图9：企业去库存迹象明显



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至2019年四季度

图60：进口下降导致贸易逆差缩小



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至2019年四季度

4、英国脱欧：姗姗来迟，不确定性仍在

1月29日欧洲议会投票通过英国脱欧申请，意味着英国将于1月31日后正式脱欧。由于英国议会曾通过法案，禁止将脱欧过渡期延长至2020年之后，这意味着英国将有11个月的过渡期。在此期间，英国政府将与欧盟就贸易等问题进行谈判，以求达成新的协议。如果无法达成，英国仍将面临“硬脱欧”风险。

受脱欧不确定性影响，英国经济表现低迷。自2016年脱欧公投以来，英国脱欧问题一直反反复复，2018-19年先后经历了脱欧法案被议会否决、前首相特蕾莎梅辞职、新任首相约翰逊发起硬脱欧、以及提前大选等政治事件，经济不确定性显著上升（图11）。

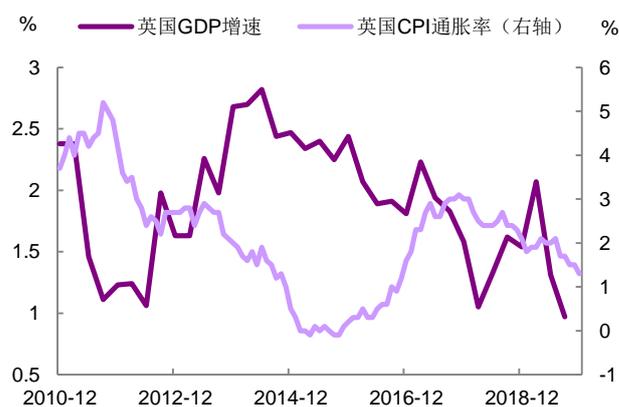
受之影响，2019年英国经济下行压力增加，三季度GDP增速下滑至1%，为欧债危机以来最低，通胀也下降至1.3%的低位（图12）。不过，英国劳动力市场表现仍然稳定，这也使得英国央行并未在1月的议息会议上采取降息。

图 11：英国脱欧增加政策不确定性



资料来源：Bloom et al. (2016)，光大证券研究所。数据截至2019年12月

图 72：英国 GDP 增长、通胀双双下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所。GDP 数据截至2019年三季度，CPI 数据截至2019年12月

5、欧元区：企稳迹象初现

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_7490

