

悲观地看经济深度衰退的逻辑

行业深度

● 疫情给全球金融市场带来了动荡和恐慌

成熟经济体情况相对透明地呈现出来了，尽管超出了市场的预期，但由于这些国家医疗资源相对充裕，应该不会有极端事件的发生。但对于医疗资源缺乏、卫生环境相对糟糕一些的发展中经济体，情况可能就是另外一种景象。未来终止疫情传播唯一的可能就是特效药的推出或者疫苗面世，否则全球都将效仿中国——封国封城。出于对新冠疫情的担忧，金融市场的投资者开始防风险，股票、债券、黄金等资产被无差别抛售。随着美国启用一系列宽松政策向市场注入流动性后，金融市场流动性压力才有所缓解。

● 市场目前反映了多大程度的悲观预期

任何外部冲击对经济的影响都是短暂的、一次性的，冲击过后，在政府强力的反周期政策的操作之下，经济和金融市场都会出现“V”型反转，例如第二次世界大战、9.11事件、伊拉克战争、08年金融危机等对经济的影响。假若外部冲击一旦转为内生性，那么经济走向衰退就已无法避免，剩下需要讨论的就是衰退的量级，而衰退的量级就依赖于特效药或者疫苗推出的时间，推出的时间拖得越长，全球经济衰退的程度越大。

因此，从这一角度来看，金融市场的走势显然没有完全反映疫情对经济的影响，还没有考虑疫情对经济冲击将转化为内生冲击。所以我们觉得未来发达经济体股票市场的走势大概率会像1929年之后，只是未来下降的幅度和持续的时间会比那次柔和。

● 中国金融市场是共振还是特立独行？

在海外市场暴跌的时候，A股表现相对的“淡定”，总体跌幅有限。其主要原因是A股目前运行的“位置”和周期不一样，同时，2017年以来的去杠杆把一些风险也提前释放了。我们预计未来海外的疫情仍处于发酵期，市场仍然在寻找市场底，震荡不可避免，但大幅下跌的风险警报在政策的支持下应该是逐步解除。A股在海外市场震荡期间，预计也将处于调整阶段。一旦海外市场市场底寻出，A股将继续沿着自有的上升通道演进。

目前A股进入了估值不贵、流动性充裕的阶段。从股债比价来看，目前也处于一个具有长期配置价值的区间。通过这次疫情的演变，全球的投资者也将发现，在这个比“烂”的时代（经济都不是表现很好的时代），还是中国相对较好，预计未来资金还将流入国内市场。

● 一个建议：股市是一个不错的宏观调控工具

面对疫情，一些成熟经济体延续了08危机以来的积极货币政策，毫无遮掩地开启了MMT，只要信用体系没有坍塌，通过储蓄货币信用扩张的结果就是加大未来全球的贫富分化。我国面对这一次疫情，目前的货币政策操作，相对于成熟经济体，仍然保持了相对的谨慎。在经济困难的时候，要缓解企业的融资难的问题，靠商业银行的信贷体系，操作起来的困难比较大。但发展股权市场，加大股权市场的融资，让更多的资金通过资本市场进入实体经济，在非常时期，也属于一个不错的宏观调控工具。

至于大家担心的资本市场的发展会加深贫富分化，其实这是宏观政策的两个方面。任何宏观政策都会面临“两难”冲突，关键看不同阶段的取舍，也就是主要矛盾。至于将来发展了，竞争力提高了，削减贫富差距的政策工具多的是，例如：不动产税，资本利得税，遗产税等等。

● 风险提示：海外疫情超预期扩散

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

宏观报告：美元资金的流动，美元利率的传导

2020-3-28

目 录

1、 疫情给全球金融市场带来了动荡和恐慌.....	3
2、 市场目前反映了多大程度的悲观预期.....	5
3、 中国金融市场是共振还是特立独行?	8
4、 一个建议: 股市是一个不错的宏观调控工具.....	13

图表目录

图 1: 海外疫情不断蔓延.....	4
图 2: TED 利差一度飙升	4
图 3: 美国高收益债利差一度飙升	5
图 4: 从市盈率的历史表现和流动性的状态来看, 目前市场还不够悲观	5
图 5: 尽管 1945 年二战才结束, 但美股从 1942 年就开始走牛	6
图 6: 二战时期英国股市在 1940 年触底	6
图 7: 当前美股与大萧条时期走势相似	7
图 8: 美国历次衰退时期失业率的演变路径	7
图 9: 一线城市拥堵延时指数恢复近年同期均值 8-9 成	9
图 10: 武汉拥堵延时指数正从底部快速回升	9
图 11: 3 月下旬以来, 发电耗煤量已回升至近年同期均值九成水平	10
图 12: 商品房销量恢复较为缓慢	10
图 13: 乘用车销量同比增速仍处于历史极低水平	11
图 14: 失业金领取条件百度搜索指数在 3 月最后一周飙升	11
图 15: 目前 A 股估值并不贵	12
图 16: 从股债比价来看, 目前也处于一个具有长期配置价值的区间	12
图 17: 中国资产相对具有吸引力	13
图 18: 美国 2 万亿刺激方案	13
图 19: 美国可以无顾忌的印钞, 但中国货币政策会相对谨慎	14
图 20: CBO 预计未来美国财政赤字将继续扩张	14
图 21: CBO 预计未来美国公众持有债券占 GDP 比重将继续攀升	15

新冠肺炎的爆发，初期对经济的冲击，具有典型的外部性，就像战争、9.11 等事件一样，假若这种外生性冲击没有转化为内生性冲击，那么冲击之后，经济和金融市场均将呈现“V”型走势，就像二战、伊拉克战争、9.11 事件对经济的影响。但假若转化为内生性冲击，那么经济面临的将是衰退和萧条，就像 1929 年大萧条，当时引发的经济体之间的闭门锁国导致了经济活动的急剧萎缩。目前各国为了应对疫情，大多数经济体都采用了锁国、封城的政策，隔离政策的结果就是对经济的冲击内生化。所以未来全球经济走向衰退已经无法避免。衰退的程度就依赖于特效药或者疫苗推出的进程，推出的时间拖得越长，经济衰退的程度越深。

随着海外金融市场的强力反弹和国内 A 股市场的企稳，目前市场对经济和金融市场的看法分歧比较大。乐观的已经开始在看“V”型走势，悲观的觉得我们将遇到百年不遇的大萧条。由于海外的疫情在三月才刚刚开始，很多经济数据都没有呈现出来，我们很难去基于数据做预测。即便是疫情数据，由于各经济体统计口径、检测标准、检测范围、防控措施、感染范围等均不一样，我们也很难基于中韩的数据去预测其他经济体的走势。能做的只能是基于历史的对比和现有的有限数据去做预判。

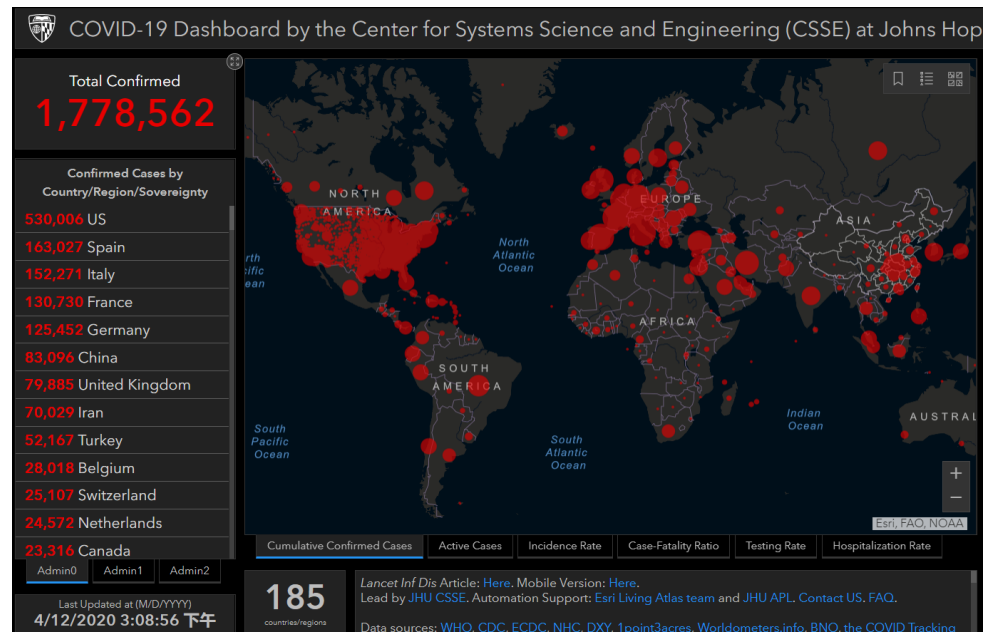
1、疫情给全球金融市场带来了动荡和恐慌

从公布的数据来看，目前意大利、西班牙、美国、英国、法国、德国等成熟经济体的疫情演化，已远超我们之前对疫情传播的预期。我们一直觉得成熟经济体国民的素质比较高，卫生习惯比较好，加之之前疫情在东亚传播，有相对成熟的经验可以借鉴，应该能避免瘟疫的蔓延。但从数据来看，成熟经济体并没有有效避免瘟疫的蔓延。从 4 月 11 号的数据来看，美国每日新增病例是 3 万左右，累计已经接近 53 万。意大利的死亡率是 12.8%，西班牙的死亡率是 10.2%，纽约州的死亡率是 4.5%，而且还在上升。

成熟经济体情况相对透明地呈现出来了，尽管超出了市场的预期，但由于这些国家医疗资源相对充裕，应该不会有极端事件的产生。但对于医疗资源缺乏、卫生环境相对糟糕一些的发展中经济体，情况可能就是另外一种景象。

根据全球公布的疫情来看，首先，说明疫情已经在发展中经济体传播了；其次，这些经济体检测能力欠缺，存在很多人得病了，都没法检测，疫情情况就像一个黑洞；其三，这些经济体医疗资源缺乏，一旦新冠肺炎流行起来，这些经济体也无力去进行救治，失控将是大概率。

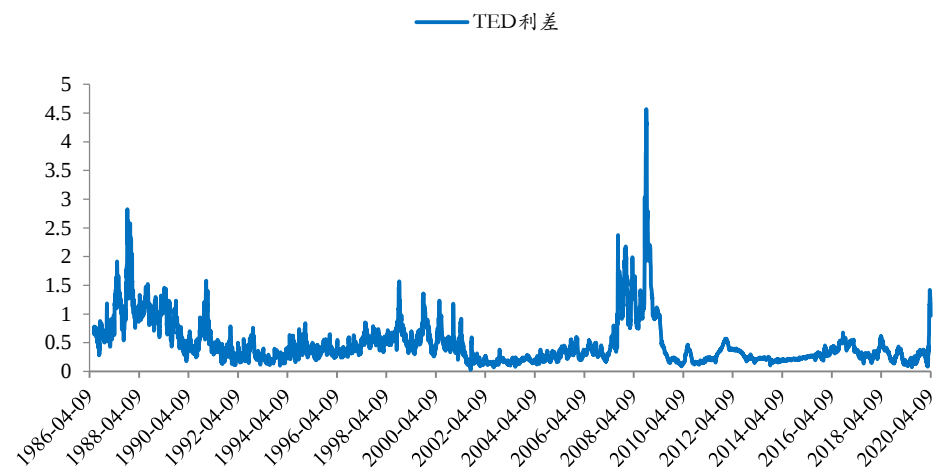
从意大利、西班牙、英国、纽约等的感染数据、重症率和死亡率数据来看，要实行群体免疫几乎不太可能，未来终止疫情传播唯一的可能就是特效药的推出或者疫苗面世，否则全球都将效仿中国——封国封城。

图1： 海外疫情不断蔓延

资料来源：www.arcgis.com，新时代证券研究所

出于对新冠疫情的担忧，金融市场的投资者开始防风险，股票、债券、黄金等资产被无差别抛售，出现了美元流动性短缺，TED 利差与美国高收益债利差飙升。随着美国启用 CPFF、PDCF、MMLF、货币互换、无限量 QE、PMCCF、SMCCF 等政策后，金融市场流动性压力才有所缓解。

全球股市在各国央行强力放水的支持下，一扫之前的阴霾，到 4 月 8 号，平均上涨了 15-20%。作为投资者，现在最关心的是未来走势会怎样？资本市场对疫情的悲观反应，目前处于什么样的程度？央行的加大放水能否避免股市的下跌？

图2： TED 利差一度飙升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 美国高收益债利差一度飙升

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 市场目前反映了多大程度的悲观预期

我们首先来看一下标普 500 的数据,2020 年 2 月 19 号在高位的时候,标普 500 的市盈率是 19 倍左右,到 3 月 31 号跌下来,市盈率是 15.4 倍。我们对比一下它的历史状况,在 2007 年 10 月 9 号上一轮牛市峰值的时候是 15.7 倍的市盈率,次贷危机之后,跌到 2009 年 3 月 9 号谷底时候的市盈率是 10.3 倍。

2020 年 3 月 31 号标普的股息率为 2.4%,相比于 2007 年 10 月 9 号的 1.9%高了不少,与此同时,十年期国债收益率 3 月 31 号只有 0.7%,而在 2007 年 10 月 9 号是 4.7%,在 2020 年 2 月 19 号股息率和十年期国在收益率分别为 1.9%和 1.6%。

图4： 从市盈率的历史表现和流动性的状态来看，目前市场还不够悲观

资料来源：Wind，新时代证券研究所

从市盈率的历史表现和流动性的状态来看，目前市场仅仅反映了疫情作为一次外部冲击对经济的影响，并没有考虑疫情这一外部冲击转化为对经济的内生冲击。

任何外部冲击对经济的影响都是短暂的、一次性的，冲击过后，在政府强力的反周期政策的操作之下，经济和金融市场都会出现“V”型反转，例如第二次世界大战、9.11 事件、伊拉克战争、08 年金融危机等对经济的影响。

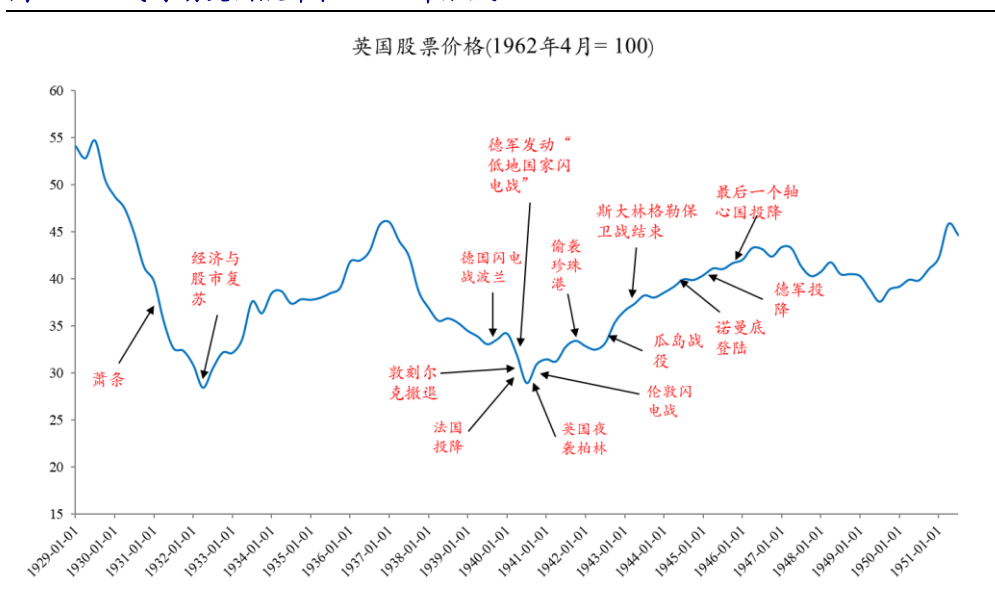
首先我们来看二战时候美国和英国的股市走势，美国股市当时的最低点是 1942 年中途岛战役的时候，之后尽管到 1945 年二战才结束，但这几年股市一直走牛。英国股市的最低点是 1941 年年中英国夜袭柏林的时候，尽管后面经历了伦敦遭闪电战的袭击和珍珠港事件，但英国的股市却一直保持着牛市。不难看出，尽管面临了战争，但股市保持了“V”型的走势，这主要是因为经济活动并没有因为战争而终止，相反很多经济活动都与战争相关。

图5： 尽管 1945 年二战才结束，但美股从 1942 年就开始走牛



资料来源：Wind，新时代证券研究所

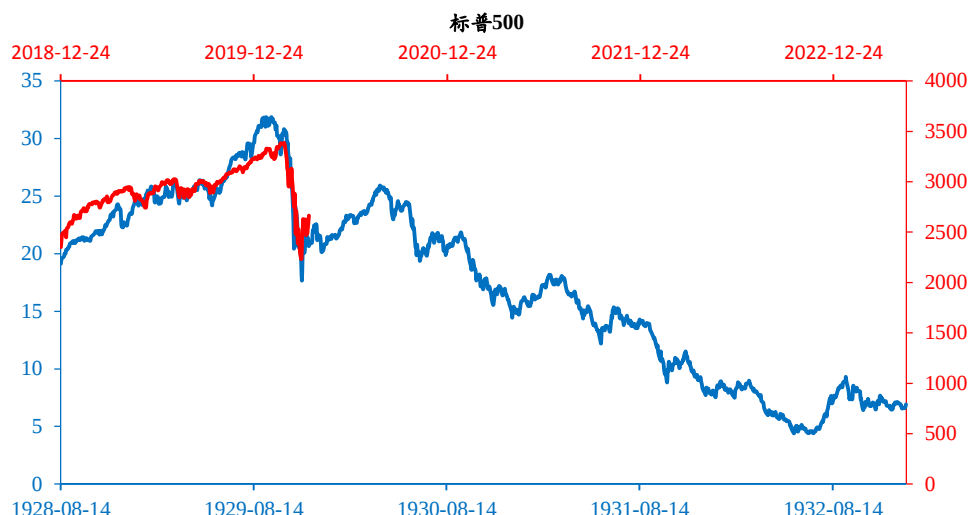
图6： 二战时期英国股市在 1940 年触底



资料来源：FRED，新时代证券研究所

假若外部冲击一旦转为内生性，那么这种冲击的结果就完全不一样，经济随之面临的将是衰退，乃至萧条。就像 1929 年股市狂跌之后，美国通过了《斯穆特—霍利关税法》，英国通过了《反常进口法案》，各国之间货币战、贸易战和关税大战愈演愈烈，几年间先后有 40 个国家实行外汇管制，56 个国家实行货币贬值，76 个国家提高关税税率。对经济的影响由过去的外生冲击转化为对经济的内生冲击，导致真个经济系统的机能遭到破坏，经济活动出现萎缩，衰退和大萧条便随之而至。美国股市在经历了近 5 个多月的反弹，1930 年 4 月份之后就步入了漫漫的熊途。

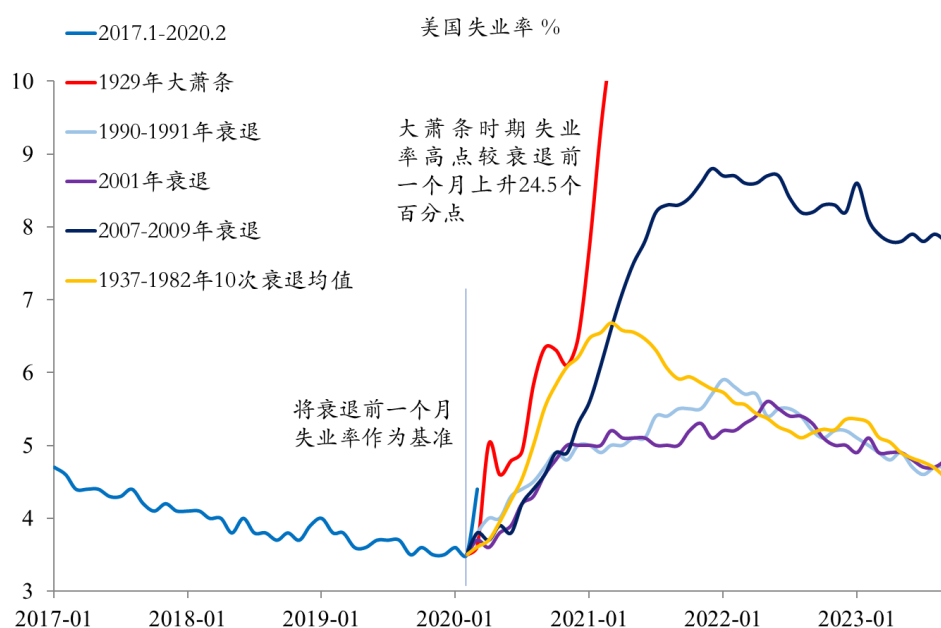
图7： 当前美股与大萧条时期走势相似



资料来源：Wind，新时代证券研究所

从 1929 年之后历次危机后的失业率表现来看，外生冲击下的失业率攀升幅度均相对较小，即便 07-08 年的次贷危机，失业率的峰值也就到了 8.8%，1937 年至 1980 年的 10 次危机均值峰值才 6.5% 左右。但 1929 年后的大萧条，失业率到 1930 年直接奔 10% 以上去了。失业率的攀升又会强化消费的萎缩，进一步加剧经济的衰退。

图8： 美国历次衰退时期失业率的演变路径



资料来源：Wind，新时代证券研究所

前面在分析新冠疫情影响的时候，得出未来终止疫情传播唯一的可能就是特效药的推出或者疫苗面世，否则全球其他经济体都将效仿中国——封国封城。在特效药或者疫苗推出之前，封国封城持续的时间是由全球各主要经济体防控最差的经济体的结果来决定的，也就是遵从“木桶原理”，这也就意味着要延续到特效药或者疫苗问世为止。例如中国，发现新冠肺炎病毒相对较早，防控措施也相对到位，国内各城市之间也已放开流动，复工复产也将慢慢恢复常态，但全球其他经济体还在爆发，这个时候仍然只能选择封锁国门，以避免输入性病例带来的疫情再次爆发。

封国封城是可以有效地遏制疫情的传播，但全球经济将付出巨大的代价，让疫情对经济冲击从外生冲击转化为内生冲击。因为封国封城，随之而来的是全球贸易活动快速的萎缩，工业革命以来全球贸易自由化带来的国际专业化分工产业链将面临短期停摆的风险，一些经济体将面产能过剩而出现通缩，而另外一些经济体将面临产品短缺而出现饥荒或物价失控，伴随而来的将是企业的倒闭和大面积失业。

一旦转化为内生冲击，那么经济走向衰退就已无法避免，剩下需要讨论的就是衰退的量级，而衰退的量级就依赖于特效药或者疫苗推出的时间，推出的时间拖得越长，全球经济衰退的程度越大。

因此，从这一角度来看，金融市场的走势显然没有完全反映疫情对经济的影响，还没有考虑疫情对经济冲击将转化为内生冲击。所以我们觉得未来发达经济体股票市场的走势大概率会像 1929 年之后，只是未来下降的幅度和持续的时间会比那次柔和，因为当时是金本位时代，现在是信用货币时代，发达经济体在信用货币时代，当遇到危机时，可考虑实施 MMT，无限量地向市场提供流动性。

既然各国央行可以无限量地供应货币，特别是还可效仿日本央行可以直接进入二级市场买债券、ETF、上市公司股票等，那股票市场是否可以维持在一定的水平，避免下跌？在经济的衰退面前，企业的盈利都会大打折扣，市场股指假若没有反映企业盈利能力的变化，那会使估值越来越贵，央行干预得越多，意味着对手盘越来越少，市场参与结构将变得畸形，这对于各国央行而言均会比较忌讳。

3、中国金融市场是共振还是特立独行？

在海外市场暴跌的时候，A 股表现相对的“淡定”，也跟着跌了一些，但总体表现出了幅度有限。其主要原因是 A 股目前运行的“位置”和周期不一样，假若 A 股这时候像 2008 年处于较高的运行“位置”，或者说像一些成熟经济体处于 11 年

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_5858

