

千金能买“牛回头”？

全球主要经济体先后推出财政、货币刺激方案，但全球股市未能摆脱颓势，为何这些举措难以激发市场风险偏好？股市何时触底企稳？



（图片来源于网络）

来源：FT 中文网 2020-04-08

光大银行金融市场部宏观分析师 周茂华

电话：010-6363 6611

邮箱：zhoumaohua@cebbank.com

全球规模空前“花式”刺激计划

3 月以来，全球主要经济体先后推出了史无前例的财政货币政策。美联储实施“零利率+开放式量宽政策”，加上美联储美元回购操作向市场注资超 1.5 万亿美元，目前美联储资产负债表规模已超过 5.8 万亿美元，较 3 月初增长 37%；3 月 26 日，美国国会通过了 2.2 万亿美元的财政刺激方案，这份美国有史以来规模最大的经济刺激方案包括加强失业保障、企业信贷支持及向地方政府提供医疗资源支持，在此方案之前，美国国会已批准实施两轮救助计划，第一轮 83 亿美元和第二轮的 1000 亿美元。由于疫情在美国超预期扩散，市场对第四轮财政刺激政策已有预期。由于全球疫情持续蔓延，欧洲、日本央行也相继扩大购债规模，并加大对中小企业、银行体系的支持力度；日本政府 3 月 28 日宣布，将推出规模空前的经济刺激计划，其规模将超过 2008 年危机应对政策（2008 年合计约 56 万亿日元）。此前 2019 年 12 月 5 日，日本政府已公布一项规模 25 万亿日元的紧急经济刺激计划。

中国 3 月以来宏观政策逆周期调节力度明显加大。从国内一揽子刺激政策估算，国内货币信贷、债券融资等支持政策规模将超 5 万亿元，3 月以来两次定向降准、再贷款再贴现、公司信用债债券发行支持，加上 1-2 月全面降准、再贴现及公开市场操作，以及年初以来政策利率调降两次。财政方面，预计年内专项债规模将达到 3.0-3.5 万亿元；新增抗疫、困难群众的财政补助力度，发行特别国债；此外为提振经济各地方政府也先后推出规模庞大的投资项目，本轮财政货币刺激计划可谓规模空前。

据不完全统计，3 月以来，全球约有 30 个国家和地区央行实施 40 次降息；其中，美国、澳大利亚、加拿大、中国澳门、中国香港、沙特、约旦、阿联酋等国家和地区央行降息两次。并从经验看，全球 G20 会议往往是全球协同实施积极财政与货币政策的开始，由于疫情仍在全球肆虐，其对经济影响程度估计超过 2008 年，这意味着各国仍有加码宽松政策动力。

全球主要经济体“花式”宽松政策着实让人有点眼花，但终归是各经济体为对冲疫情影响而实施的逆周期调节政策。一方面避免出现金融危机。央行及时释放充足流动性，夯实金融机构资本，稳定市场预期，最大限度避免市场流动性枯竭、信用收缩，引发系统性金融风险；另一方面，稳定本国投资和消费。财政精准结构特征结合货币政策降低融资成本等优势，为中小企业与个人提供财政与货币支持，为企业正常运转提供资金，降低疫情对民众收入冲击及扩大公共开支（包括基建、公共消费等），稳定投资者与消费，避免疫情冲击导致中小企业倒闭消亡、信用收缩、失业上升、消费衰退、金融机构资产恶化恶性循环。

但截至目前，全球市场尤其是欧美股市延续震荡整理走势、波动剧烈，美债曲线陡峭，美元指数维持强势，企业发债忙得“不亦乐乎”，“恐慌指数”（VIX）维持高位等，为何全球空前财政货币刺激政策未能有效提振投资者风险偏好？

担忧情绪笼罩市场

文章认为，主要经济体疯狂“撒钱”仍未能力挽市场颓势，主要是疫情仍在全球肆虐，其对经济冲击逐步显现。数据显示，3 月欧美制造业 PMI 指数普遍下滑至收缩

区域，服务业扩张步伐断崖式下滑，美国近两周申领救济金人数超过千万，而 3 月疫情对欧美及全球经济冲击仅是开始，随着海外经济体升级疫情防控措施，经济活动骤停，消费、投资、外贸等经济活动将大幅下滑，此次疫情对全球经济破坏程度估计超过 2008 年金融海啸。

更令投资者担忧的是，截至 4 月 2 日，全球确诊病例超过 100 万例，其中，美国确诊人数超过 24 万，4 月 2 日当日新增确诊病例达到 2.88 万例；近十日，欧洲当日新增病例数均超过 3.2 万，疫情快速蔓延势头似乎没有止步迹象；确诊病例庞大、扩散速度之快令欧美各国的医疗、管理等部门面临巨大压力，如果疫情未在数周内得以控制，延续数个月，其对全球产业链及金融体系冲击将超乎想象，甚至引发经济、社会危机。

其一、阻断政策传导。新冠疫情对经济供给与需求端均产生冲击，目前在缺乏特效药与疫苗的情况下，减少解除传染是相对有效方法，这就使得大部分经济活动短期内降温，餐饮、零售、制造业、旅游、酒店、休闲等行业将受巨大冲击，宽松财政与货币政策可能对于缓解短期企业、金融机构流动性燃眉之急有益，但难以刺激消费投资增长，政策、经济两张皮。

其二、冲击产业链。一般来说，企业都具有一定库存，在经济整体遇到不可抗力冲击时，企业在一定时间通过消耗库存维持经济运转，但如果疫情持续时间过长，将导致企业的产业链出现中断风险，这低于全球工业制造业将造成冲击，进而对服务业等构成冲击，甚至可能降低长期潜在增长率。

其三、威胁金融体系稳定。如果疫情持续时间过长，经济需求下滑、产业链断裂等都可能导导致实体企业经营恶化、资产负债表恶化、债务链面临断裂风险等，拖累金融机构资产质量恶化，引发投资者对金融体系稳定担忧，反映到资本市场，市场动荡，市场流动性趋紧。

极端情况下，疫情持续时间过长，疫情对社会各阶层的影响深度、广度不断扩大，市场混乱逐步蔓延至社会生活失衡，可能引发不安定情绪。

欧美股市何时触底

在疫情得到有效控制前，市场仍难摆脱震荡市。全球央行对于流动性采取“按需供应”，市场不缺货币，缺的是经济基本面支撑和信心。

参考 2008 年经验，美股反弹应该在市场找到经济基本面抓手的时候，2008 年金融危机的底部出现在 2009 年 3 月，美国的新增非农企稳改善，制造业与非制造业 PMI 指数企稳改善，经济活跃度上升，失业率逐步见顶，经济开始回暖（GDP 反弹），恐慌指数趋势下行。这个阶段美股估值已大幅下杀，流动性充裕，经济企稳回暖，投资者信心回暖，股市开始反弹。若 4 月底、5 月初海外疫情见顶且趋势受控，全球被疫情“速冻”的经济活动开始回暖，消费、投资、贸易开始复苏，经济前景改善，加之充裕流动性环境，投资者风险偏好有望回暖。

反之，如果疫情持续时间与影响程度超预期，全球产业链及金融体系稳定性将受到严峻挑战，全球爆发经济、金融危机风险上升，在危机模式中，资产价格不言底。全球容易陷入经济衰退、市场崩盘、金融不稳定等恶性循环。

目前美国及全球疫情仍在快速扩散，近期公布的 2、3 月份数据整体并未充分反映欧美基本面受冲击程度，预计投资者仍需要经历一个较为波动时期。乐观预计，全球疫情防控措施不断升级，疫情在 4、5 月见顶，经济活动逐步修复、叠加充裕流动性，届时欧美股市触底企稳；但如果海外疫情高峰期持续延后，经济衰退持续，欧美市场震荡时间将进一步延长，在全球协同超宽松货币财政支持下，欧美重蹈“大萧条”的概率仍低。

国内股市怎么走

市场走势最终取决于基本面，短期市场波动不改中长期慢牛格局。

3 月 9 日以来，全球疫情扩散超预期，欧美市场恐慌情绪蔓延，拖累国内股市震荡下行，跌幅接近 9%，同期，美国标准普尔 500 指数、伦敦金融时报 100 指数、日经 225 指数、韩国综合指数跌幅分别达到 16.3%、16.2%、14.1%和 15.4%；相较于欧美等市场

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_6001

