

旬度经济观察

——流动性压力初步缓解，权益市场底部震荡

韦志超¹ 袁方(联系人)

2020 年 3 月 31 日

内容提要

疫情扩散导致需求快速冻结，企业和高杠杆住户部门普遍面临现金流断裂的风险。面对这一风险，企业和住户不得不抛售巨量资产换取美元现金，而中央银行短时间内，无法通过商业银行来满足激增的美元需求，进而引发美元流动性危机。

随着联储非常规货币政策的快速落地，目前美元整体流动性压力初步缓解，但离岸美元市场压力仍然较大。这种情况的持续，是否会导致出口企业美元债务再融资受阻，或者引发外债依赖较大的新兴经济体债务危机，值得持续关注。

疫情、出口塌方以及美元流动性可能的反复仍会扰动市场。但基于现有的信息，中性情况下欧美疫情在未来 1-2 个月内有望出现拐点，美元流动性冲击和出口塌方的影响半年内也将趋于消失，权益市场可能已经进入底部整理的阶段。需要强调的是，参考过去 3 次全球传染病的案例，需要密切留意本轮疫情反复的风险。

风险提示：（1）油价下跌引发地缘政治危机；（2）新型冠状病毒疫情超预期扩散

¹ 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

一、经济恢复缓慢展开，纾困政策全面出台

3月PMI数据录得52%，较上月大幅回升16.3个百分点，生产、新订单、新出口订单、进口均出现显著回暖。但PMI数据是环比数据，PMI的大幅反弹反映出经济从2月份的停滞状态逐步恢复。同比而言，需求可能仍然偏弱。

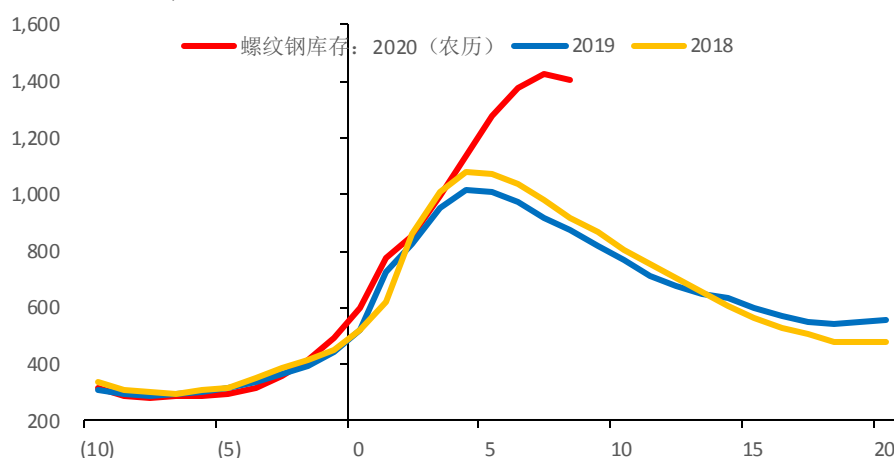
从1-2月份公布的社会消费品零售数据来看，疫情对可选消费品和耐用消费品的冲击远超过必选消费，相应的在权益市场上，耐用消费品和可选消费品的跌幅也更深。根据发电耗煤、百度迁徙指数等数据，当前生产的恢复可能在80%左右，而消费的回升显然更为缓慢，或许还需要一个月左右的时间消费才能逐步地恢复正常。

从需求的恢复到生产正常运转，中间还需经历存货去化的过程。当前螺纹钢、铜库存开始回落，但仍然远高于历史同期的水平，显示存货去化还尚未完成。

此外，根据30大中城市的高频数据显示，一、二、三线的商品房销售均在回升，目前已经接近历史同期水平。

总体而言，需求的恢复在缓慢展开，存货的去化仍在进行，经济活动回到正常水平还需较长时间。

图1：螺纹钢库存，万吨



数据来源：Wind，安信证券

为解决疫情期间企业短期现金流短缺的问题，全球主要央行货币政策纷纷转向宽松，但考虑到货币政策实施的精准度较低以及银行放贷意愿偏弱，各国在财政层面政策力度更大。美国出台 2 万亿美元财政纾困政策，德国 5500 亿欧元，西班牙 182 亿欧元，这些政策通过提供贷款、增加补贴的方式，来缓解中小企业和住户部门现金流压力。值得注意的是，这些财政和货币政策更多着眼于纾困，而非传统意义上的需求刺激政策，因此也不宜直接去定量测算当前政策对经济的拉动幅度。事实上，在绝大多数企业和个人平稳渡过疫情后，经济回升最主要的力量会来自其自发的均值恢复。

由于中国疫情控制的更早，经济活动恢复的相对更快，相应的，政策在强调纾困的同时，也开始考虑需求端的刺激。3 月 27 日召开的中央政治局会议指出，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，同时要扩大居民消费。受益于财政支出的扩大以及专项债用途的限制，基建投资未来有望持续回升，全年增速可能会上升至 10% 左右。与此同时，河北、四川、杭州、南京

等地开始下发消费券，广东、湖南、浙江等地公布了汽车消费刺激政策，作为占 GDP 比重 55% 的部分，消费无疑未来仍会是政策发力的重点。

当前消费面临比较大的困难在于：疫情期间居民部门收入下滑压力激增、收入预期也偏谨慎；而且电影、旅游、餐饮、酒店等消费的恢复本身更缓慢。后者的解决高度依赖疫情的控制情况，预计一个月后这些领域的消费可以逐步恢复正常，当然跨国的消费可能会受到更长期的冲击。而前者的解决与经济的恢复程度，政策的发力方向密切相关，看起来难度更大。考虑到一季度我国严重的经济下滑，以及二季度海外的经济衰退，整体消费恢复至疫情前水平可能得到 2 季度末，甚至 3 季度。

基于当前的疫情和政策情况，未来国内经济的恢复将比较缓慢。在海外疫情 2 季度得到控制的前提下，国内经济增速在 3 季度有望恢复至疫情前水平，经济恢复的力量主要源于均值回复，政策刺激的影响相对有限。

二、流动性压力初步缓解，权益市场底部震荡

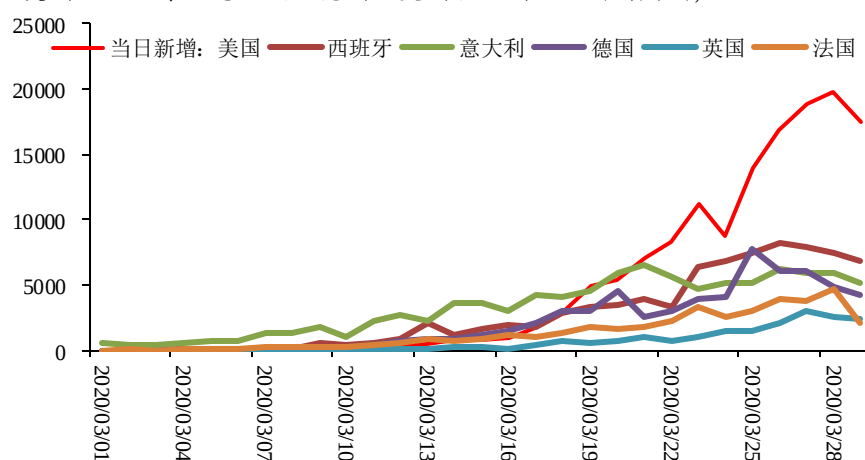
近期国内权益市场的波动主要源于以下因素：海外疫情的蔓延、美元流动性的枯竭，中国出口的塌方及影响，以及境外资金的抽离。

关于海外疫情方面，当前欧洲、美国正处于 1 月份武汉时的情形，欧洲的情况略好于美国。德国、西班牙新增确诊病例分别于 3 月 25 日、26 日后逐步回落，意大利 3 月 21 日见到高点后小幅震荡，英国和法国近期小幅回落。美国新增确诊病例仍在快速上升，累积确诊病例跃居榜首。3 月 27 日上午中国工程院院士钟南山在接受央视专访时表示，“欧洲确诊病例未来一周会达到高峰，各国要是都能采取比较积极的政策，病例数应该在 4 月份就能下来。”如今疫情已经在全球各地区

爆发，新增病例仍在加速上升，在主要经济体疫情拐点到来之前，市场可能仍面临疫情带来的向下的压力。

此外值得密切关注的是，参考全球性的传染病，1918 年的西班牙大流感、1957 年的亚洲流感以及 1968 年的香港流感，这些传染病在第一波传播结束后，往往还会有第二波，因此需要留意秋冬季疫情反复的风险。

图2：美国、西班牙、意大利、德国、英国和法国当日新增病例，人



数据来源：Wind，安信证券

关于美元流动性层面，风险平价策略、指数化投资无疑加剧了美元流动性短缺，而如此严重的美元荒背后可能还存在另一种可能性。

从中国的经验来看，疫情的爆发使得需求快速冻结，企业和高杠杆的住户部门普遍面临现金流断裂的风险。面对这一风险，企业首先要争取活下来，为此必须短期之内储备尽可能多的现金，这就导致企业和部分投资人被迫抛售一切资产，来换取美元现金。所有人短期内囤积美元现金，造成全球美元流动性的枯竭。由于国际贸易主要以美元结算，国际市场的情况也是类似的。

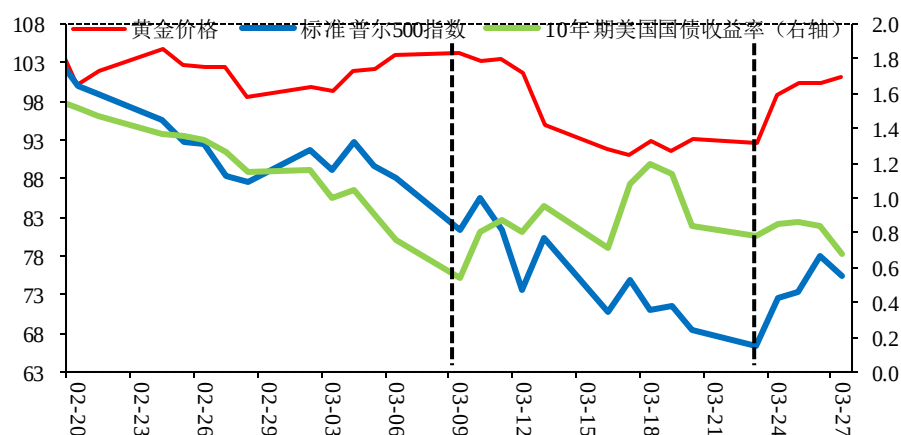
面对这种局面，美联储的能力相对有限，中央银行需要通过商业银行来实现信贷创造，而商业银行由于资本充足率、沃克法则的限制以及对违约风险的担忧，也难以短时间内满足企业和住户急剧增长的现金需求。

近期美联储开启无上限购买国债和 MBS，同时也通过 CPFF、PMCCF、SMCCF、TALF 绕过银行直接对企业和家庭部门提供信贷，这些措施有助于短期缓解美元流动性的压力。

从最新的数据来看，美股、美债和黄金的关系开始恢复正常，VIX 和高收益率债利差小幅回落，欧元对美元货币互换基差逐步收敛，显示美元流动性得到初步缓解。但值得注意的是，日元基差、韩元基差仍处于高位，Libor-OIS 未见回落，VIX 和高收益债利差远未回到流动性冲击前水平。这些情况表明，美元流动性压力并未彻底解决。目前离岸美元的压力最大，这种情况的持续，是否会导致出口企业美元债务再融资受阻，或者引发高外债依赖经济体的债务危机，值得持续关注。

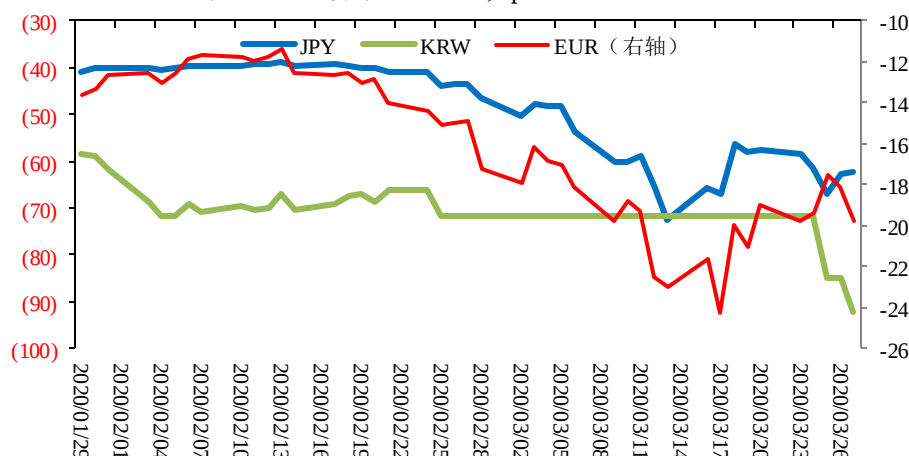
总体而言，美元流动性问题的解决，与企业、居民对疫情发展的预期，以及财政和货币干预的程度密切相关，这一问题的彻底解决仍需时间，但目前美元流动性压力在边际缓解。

图3：标普 500、黄金和 10 年国债收益率



数据来源：Wind，安信证券

图4：欧元、日元、韩元对美元货币互换基差, bp



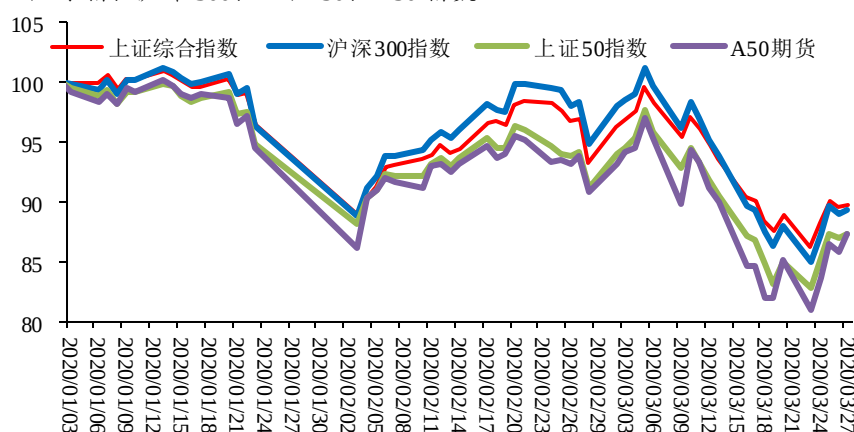
数据来源：Wind，安信证券

关于出口塌方，毫无疑问，2 季度海外发达经济体将出现严重经济衰退，其幅度也将远超 08 年次贷危机的水平。外需的崩塌也将通过出口和制造业投资链条，对国内经济形成冲击。这一冲击近期开始在权益市场上，比如消费电子板块上已经反映出来。不过尽管本次出口塌方的程度将远高于 08 年次贷危机，但和次贷危机相比，最大的区别在于，市场预期本轮疫情是短期冲击，而金融危机的影响是长期性的，因此从现金流折现的角度来看，本次出口的塌方对估值的影响或许相对有限。

关于境外资金，年初以来 A50 指数表现偏弱，显示外资流出的影响。外资的流向本身受到全球风险偏好，流动性等一系列因素的影响，这也和疫情发展、美元流动性动态紧密连接起来。

合并以上因素，疫情、出口塌方无疑仍会对市场形成冲击，美元流动性可能的反复也会扰动市场。但基于现有的信息，欧美疫情的拐点可能会在 1-2 个月的时间内出现，美元流动性冲击和出口塌方的影响半年内或许也将趋于消失，权益市场可能已经进入底部整理的阶段。

图5：上证综指、沪深300、上证50、A50指数



数据来源：Wind，安信证券

美国信用市场方面，随着流动性短期缓解，投资级企业债利差从高位小幅回

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_6139

