

宏观周报

全球资产抛售潮何时结束？

■ 核心观点

第一，自美股在 2020 年 2 月 12 日达到历史高点开始回落以来，全球主要资产价格变化呈现两段明显的特点。第一阶段是 2 月 12 日至 3 月 9 日，全球资产表现为风险资产价格下跌，避险资产上涨。第二阶段是 3 月 10 日至今，全球资产价格表现为风险资产和避险资产同步下跌。投资者抛售所有类型的资产来追逐美元流动性，全球出现美元荒。

第二，我们主要通过回顾 2008 年全球金融危机期间资产价格的变化，来预判全球资产抛售潮结束可能会出现的信号。2008 年的全球金融危机大致可以分为三个阶段：

第一阶段是 2007 年 8 月至 2008 年 8 月，危机逐步爆发阶段。全球主要资产价格表现为风险资产下跌，避险资产上涨，这与当前第一阶段类似；第二阶段是 2008 年 9 月至 10 月，危机全面爆发，标志性事件是雷曼兄弟宣布破产。全球主要资产价格表现为风险资产和避险资产同步下跌，这与 2020 年 3 月 10 日至今以来的全球资产价格变化的特点类似。这一恶性循环的打破主要源自美联储在 2008 年 10 月启动了商业票据信贷便利（CPFF）和货币市场投资基金便利（MMIFF）；第三阶段是自 2008 年 11 月至 2009 年 3 月，危机继续蔓延，经济陷入衰退。全球主要资产价格表现为风险资产下跌，避险资产上涨，而 A 股受益于国内的大规模刺激政策开始触底反弹。

第三，如果未来全球市场没有进一步爆发新的风险点，如美国高收益公司债市场、南欧高债务国家债务危机、部分新兴市场主权债务危机，那么随着美元指数高位盘整以及美国十年期国债收益率回落、黄金等避险资产转为上行，全球主要资产价格也将逐渐由危机模式再次转为避险模式。

本周市场重点

自美股在 2020 年 2 月 12 日达到历史高点开始回落以来，全球主要资产价格变化呈现两段明显的特点。第一阶段是 2 月 12 日至 3 月 9 日，全球资产表现为风险资产价格下跌，避险资产上涨。具体来看，美国道琼斯指数下跌 19%，上证综指基本持平，美国 10 年期国债收益率从 1.62% 下跌到历史低位 0.54%，黄金上涨 7%。第二阶段是 3 月 10 日至今，全球资产价格表现为风险资产和避险资产同步下跌。具体来看，美国道琼斯指数下跌 23%，上证综指下跌 8%，美国 10 年期国债收益率从 0.54% 最高反弹至 1.18%，黄金下跌 9%。比较有意思的是美元指数，呈现 V 型走势，在第一阶段美元的走弱源于市场由于新型疫情对美国经济增长的担忧，在第二阶段美元大幅走强，目前仍维持在 102 的高位，这主要是全球资产价格进入危机模式，投资者抛售所有类型的资产来追逐美元流动性，全球出现美元荒。随着美联储在 3 月 17 日重启商业票据融资便利机制（CPFF）和一级交易商信贷机制（PDCF），3 月 18 日宣布推出货币市场共同基金流动性工具（MMLF），全球抛售资产有所缓和，但还未结束。接下来，我们主要通过回顾 2008 年全球金融危机期间资产价格的变化，来预判全球资产抛售潮结束可能会出现的信号。

2008 年的全球金融危机大致可以分为三个阶段，第一阶段是 2007 年 8 月至 2008 年 8 月，危机逐步爆发阶段。标志性事件为 2007 年 8 月 9 日，欧洲巴黎银行的三只重仓美国次级抵押贷款支持证券的基金停止赎回，金融危机逐渐暴露。第二阶段是 2008 年 9 月至 10 月，危机全面爆发，标志性事件是雷曼兄弟宣布破产。第三阶段是自 2008 年 11 月至 2009 年 3 月，危机继续蔓延，经济陷入衰退。

第一阶段全球主要资产价格表现为风险资产下跌，避险资产上涨。具体来看，美国道琼斯指数下跌 12.8%，上证指数下跌 44.3%；美国十年期国债收益率从 4.76%下行到 3.83%，下行接近 1 个百分点；美元指数从 80.79 下行到 77.32，下行 4.3%；黄金上涨 23.6%。该阶段美联储主要采取降息操作，联邦基金目标利率从 4.75%下调到 2%，这与 2020 年 2 月 12 日至 3 月 9 日全球资产价格表现较为类似。

第二阶段全球主要资产价格表现为风险资产和避险资产同步下跌。具体来看，美国道琼斯指数下跌 19%，上证指数下跌 27.8%；美国十年期国债收益率从 3.83%上行到 4.01%；美元指数从 77.32 上行到 85.59，上行 10.7%；黄金下跌 14%。**该阶段全球资产价格的变化与当前，也就是 2020 年 3 月 10 日至今以来的全球资产价格变化的特点类似，全球投资者抛售所有类型的资产来追逐美元流动性。**这一恶性循环的打破主要源自美联储在 2008 年 10 月启动了商业票据信贷便利（CPFF）和货币市场投资基金便利（MMIFF）。

第三阶段全球主要资产价格表现为风险资产下跌，避险资产上涨，而 A 股受益于国内的大规模刺激政策开始触底反弹。具体来看，美国道琼斯指数下跌 29.7%；美国十年期国债收益率从 4.01%下行到 2.89%，下行超过 1 个百分点；美元指数保持高位震荡；黄金上涨 26.9%。可见，**当全球流动性危机缓解后，全球主要资产价格再次进入避险模式。**2008 年 11 月，中国推出“四万亿”的刺激计划，经济增长快速反弹，A 股也率先触底反弹，美股继续下行。

综上可知，在流动性危机阶段，风险资产的调整幅度和速度都是最大的。本轮全球主要资产价格从避险模式转为危机模式历时更短，调整幅度较大，这会进一步加剧对金融机构尤其是杠杆资金的负面冲击。与 2008 年金融危机商业银行和投资银行大量加杠杆不同，本轮美国金融市场加杠杆的机构多属于买方类机构，处于流动性传导的末端。**商业票据融资便利机制、货币市场共同基金流动性工具能在多大程度上缓解全球资产的抛售潮还存在不确定性。**如果未来全球市场没有进一步爆发新的风险点，如美国高收益公司债市场、南欧高债务国家债务危机、部分新兴市场主权债务危机，那么随着美元指数高位盘整以及美国十年期国债收益率回落、黄金等避险资产转为上行，全球主要资产价格也将逐渐由危机模式再次转为避险模式。

图表1 2008 年金融危机三个阶段主要资产价格变化

阶段	道琼斯指数	上证综指	美元指数	美国 10 年期 国债收益率	黄金
第一阶段 (2007.08-2008.08)	下跌 12.8%	下跌 44.3%	下行 4.3%	下行 93BP	上涨 23.6%
第二阶段 (2008.09-2008.10)	下跌 19%	下跌 27.8%	上行 10.7%	上行 18BP	下跌 14%
第三阶段 (2008.11-2009.03)	下跌 29.7%	上涨 38%	下行 0.8%	下行 112BP	上涨 26.9%

资料来源：WIND，平安证券研究所

上周市场动态

■ 国家统计局发布 1-2 月主要经济数据

事件：3 月 16 日，国家统计局发布了 1-2 月主要经济数据：1-2 月规模以上工业增加值同比降 13.5%；1-2 月份全国固定资产投资（不含农户）同比下降 24.5%；1-2 月房地产开发投资同比下降 16.3%，其中住宅投资 7318 亿元下降 16%；1-2 月社会消费品零售总额同比名义下降 20.5%。

点评：就统计局发布的 1-2 月主要经济数据，我们有如下观点：1）1-2 月份工业增加值的大幅下行主要是受疫情影响，全国大面积停工停产导致。随着全国复工复产的推进，工业增加值增速有望逐渐回升。根据工信部 3 月 13 日的统计，全国除湖北外的规上工业企业平均开工率超过 95%，企业人员平均复岗率约为 80%，中小企业开工率已达到了 60%左右。短期预计 3 月份工业增加值累计增速为-3.5%。2）就固定资产投资而言，制造业投资的下行幅度最大，较去年同期下降 37.4 个百分点，而高技术产业投资下降 17.9%，降幅低于全部投资 6.6 个百分点。展望后市，固定资产和基建投资将是稳增长的重要抓手，而房地产处于下行周期，未来房地产投资的下行压力较大，短期预计 3 月固定资产投资累计增速为-5%。3）就消费而言，实物商品网上零售额增速为 3%，远高于整体社会零售品销售增速，但汽车消费下降幅度最大，仍是重要拖累。本次疫情进一步加大了消费的下滑压力，全年消费增速难以乐观，短期预计 3 月社会消费品零售总额增速为-3%。

■ 央行召开电视电话会议

事件：3 月 17 日，人民银行召开电视电话会议，就运用再贷款、再贴现政策支持复工复产工作进行再动员、再部署、再安排。会议要求，要进一步管好用好再贷款、再贴现政策，各分支机构要加强监督管理，确保资金发放依法合规，防止“跑冒滴漏”。会议明确，支持抗击疫情冲击能力较弱的小微企业复工复产，支持生猪等畜禽养殖、水产养殖、磷肥生产等春耕备耕关键领域，支持国际供应链产品生产等外贸领域，支持贫困地区经济社会发展，对受疫情影响较大的旅游娱乐等行业，也要做好金融支持工作。

点评：此次就再贷款、再贴现政策召开电视电话会议，主要在于精准支持企业复工复产，将政策效用发挥到最大。再贷款和再贴现有所不同，再贷款主要用于为疫情防控相关企业提供低成本专项贷款，而再贴现额度则主要用于为满足中小企业现阶段资金需求，提供充足的流动性水平，支持中小企业复工复产；会议强调再贴现和再贷款政策主要运用的重点领域，主要是为了严控资金用途，保证资金流入救急救灾企业的生产经营以及春耕、外贸等现阶段亟需解决、受疫情影响较大的“难点”和“痛点”领域，防止资金违规流向房地产等领域，发挥好政策对实体经济的支持作用。预计随着市场企业逐步有序复工复产，产业链的正常运转得到保证，在保持市场充裕流动性的同时，定向降准及后续政策将推动降低社会融资成本，释放长期资金，加大对制造业、新基建及中小企业的支持力度，支撑全年就业、外贸及经济增长。

■ 中央政治局常委会召开会议

事件：3 月 18 日，中央政治局常委会召开会议，分析国内外新冠肺炎疫情防控和经济形势，研究部署统筹抓好疫情防控和经济社会发展重点工作，习近平主持召开中央政治局常委会会议并发表重要讲话。

点评：此次会议主要是从疫情防控和经济社会发展两个方面做出部署。就疫情防控而言，随着疫情得到基本控制，疫情防控越发强调精准科学防控，将做好重点地区防控工作，加强重症患者医疗救治，武汉复工复产逐步开展，疫情防控已经逐步转向“外防输入”，突出抓好北京以及其它重点地区的疫情防控。就经济社会发展而言，在分区分级复工复产的指引下，对区县进行风险分级的同时，将以省域为单位推进经济社会秩序恢复，此外还将通过满足企业用工、资金和原材料供应等需求来提高复工复产效率，同时在落实疫情防控的前提下开展正常对外经贸合作。随着疫情得到基本控制，工业企业的复工率逐步恢复正常水平，预计下一步工作将围绕优化营商环境，减低企业生产经营成本和结合实际明确涉及人员聚集的娱乐、教育培训等行业的复工复产时间展开。

■ 国务院印发《关于应对新冠肺炎疫情影响强化稳就业举措的实施意见》

事件：3月20日，国务院办公厅印发《关于应对新冠肺炎疫情影响强化稳就业举措的实施意见》。《意见》提出五个方面政策措施。一是更好实施就业优先政策。二是引导农民工安全有序转移就业。三是拓宽高校毕业生就业渠道。四是加强困难人员兜底保障。五是完善职业培训和就业服务。

点评：“稳就业”在“六稳”中居于首要地位，当前正大力实施就业优先政策。2月全国城镇调查失业率录得6.2%，为该指标发布以来的最高值，受疫情防控影响，2月份企业复工复产较慢，使得失业率有所上升。为此，“稳就业”最关键的还是要通过“稳增长”，通过企业加快复工复产进度来配合，尤其是重大工程项目和制造业、建筑业、物流业、农业和服务业等保就业重点行业的复工复产，提高“稳就业”在有序复工复产中的优先级别。此外要加大农民工、高校毕业生等重点群体的稳就业政策力度，通过农民工“点对点、一站式”返岗复工服务以及信息互认机制来促进农民工返岗，通过在企事业单位中优先安排应届毕业生就业来支持高校毕业生就业，通过稳岗补贴减轻企业吸收就业的负担，同时重视困难人群就业。预计随着后续复工复产加快，疫情得到控制的地区服务业逐步恢复，就业优先政策开始发挥效用，城镇调查失业率将有所下降。

重要数据跟踪

图表2 重要高频指标跟踪

	最新值 (2020.03.20)	最新值分位	本周均值 (2020.03.16-03.20)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	0.86	66.6%	1.04	66.7%	-77.16	-23.07
R007	1.65	62.5%	1.85	63.4%	-35.59	-28.08
SHIBOR:3M	2.09	75.9%	2.13	75.8%	-9.62	-37.41
1年期国债收益率	1.87	69.6%	1.89	69.9%	-1.66	-6.21
10年期国债收益率	2.68	64.1%	2.70	64.1%	9.18	-16.09
1年期国开债收益率	2.03	67.4%	2.06	67.7%	2.63	-1.41
10年期国开债收益率	3.05	64.6%	3.06	64.3%	-0.29	-15.26
美元兑人民币:中间价	7.11	73.1%	7.04	72.5%	1.00%	-0.10%
美元指数	102.39	75.4%	100.71	69.1%	12.40%	-2.70%

资料来源：WIND，平安证券研究所

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_6361