

全球通缩：起源、演变及影响

——疫情观察系列

宏观专题报告

2020年03月20日

报告摘要：

● 疫情扩散，油价暴跌，全球处于通缩之中

随着欧美疫情扩散，欧美政府疫情防控措施也不断升级。居民消费收缩，包括餐饮、旅游、住宿等线下消费受到拖累。另外，国际油价暴跌之下，全球PPI有进一步下行压力。根据穆迪公司的数据，在未来四年里，北美油气公司总共有超过2000亿美元的债务即将到期，2020年到期的债务就有400多亿美元，其中很多都是BBB级公司债。一旦页岩油企业因为油价暴跌而亏损，将会出现严重的偿债危机，届时，可能会造成大量其他BBB债券遭到抛售，引发债务危机。

● 通缩背景下的资产走势

在通缩形成的初期，由于市场风险偏好大幅收缩，股市下跌；现金受到追捧，全球避险资金流向美国，叠加市场对流动性的需求，美元指数大幅上涨。另一方面，由于黄金只能抗通胀，无法抗通缩，因此在通缩初期黄金价格呈现下跌的态势。之后如果引起经济衰退，会导致GDP增速下行，叠加通缩和宽松预期共同带动美债利率下行。

● 我国CPI将进入下行期

统计局采用的链式拉氏方法决定了2020年猪肉权重不具备下降基础，预计今年猪肉占CPI权重会进一步上升。随着猪瘟疫苗研制成功，叠加生猪补库存取得一定进展，预计二季度之后猪肉价格将出现一定程度的回落，在猪肉权重较高的背景下，这会带动CPI走低。另外，根据张文宏主任的预测：全球疫情在今年夏季结束已经基本不可能，未来我国防疫工作将转为“防境外输入”阶段。也就是说，长期来看疫情管制政策可能无法彻底松绑，这对消费会形成持续性冲击，二季度后CPI有向下趋势，我国将由之前面临工业品通缩压力，转为面临全面通缩压力。假如疫情长期持续，四季度CPI可能会出现负增长。

● 全球货币宽松风起云涌

3月以来，随着全球疫情扩散，发达国家股市暴跌，多国央行纷纷下调基准利率，力度之大、手段之迅速创08年金融危机以来新高。美联储降息至0，宣告其最重要的货币政策工具已使用完毕。

● 我国货币政策空间仍然充足

相比发达经济体，我国货币政策弹药仍然充足。利率有较大下调空间。除了降息外，央行可供选择的货币政策工具还有很多，必要的时候还可以下调存款基准利率。我们重申流动性宽松有望持续至4月底的观点。

● 风险提示：

货币政策宽松不及预期、复工率回升快于预期、美股下跌拖累A股等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127665

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

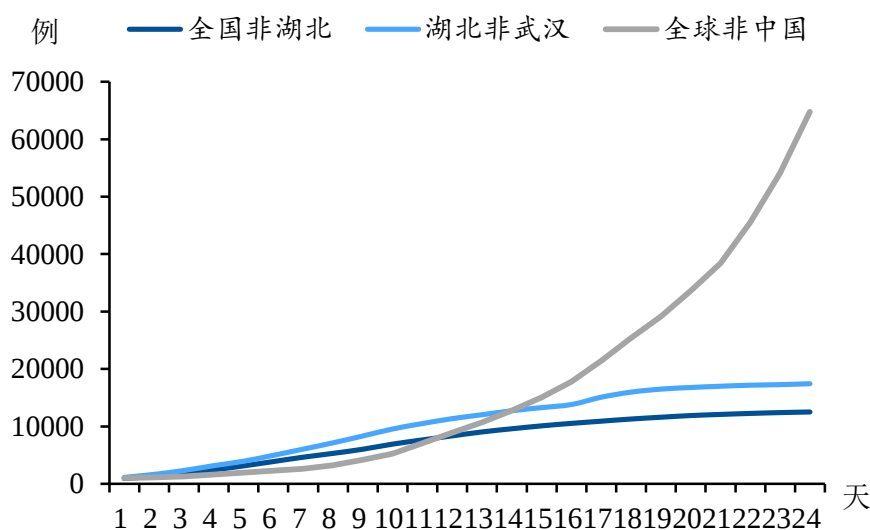
1. 疫情全球扩散，欧美通缩压力加大	3
1.1 海外疫情扩散比中国更严重	3
1.2 疫情会加剧欧美通缩压力	3
2. 油价暴跌给全球经济造成输入性通缩压力	6
2.1 短期来看减产协议难以达成，油价可能继续低迷	6
2.2 油价暴跌或加剧全球通缩压力	6
2.3 油价暴跌是美股暴跌重要推力	6
2.3 美股基本确认危机模式	7
3. 疫情和油价共振，全球已出现通缩预期	8
3.1 美国已出现明显通缩预期	8
3.2 中国或由面临工业品通缩压力转为面临全面通缩压力	8
4. 通缩初期，通常美债涨、美元强、美股跌、黄金弱	9
4.1 通缩初期，通常会出现美元指数上涨、黄金下跌的行情	9
4.2 通缩初期，尽管美联储大幅降息，也无法阻止股市暴跌	10
4.3 通缩初期，油价和美国核心 CPI 快速下行	11
4.4 通缩形成后，美国经济将陷入衰退，国债收益率大幅下行	11
5. 通缩压力加剧，全球央行开启新一轮降息潮	12
5.1 全球开启新一轮降息潮	12
5.2 全球货币政策宽松迈出新的一步	13
5.3 美联储降息和 QE 的利弊	14
6. 全球降息潮背景下，我国货币政策有充足空间	15
6.1 政策利率和贷款有进一步下调空间	15
6.2 其他货币政策工具有望继续发力	15
6.3 下调存款基准利率或是一大政策选择	16
6.4 重申流动性宽松可能持续至 4 月底	17
风险提示	18

1. 疫情全球扩散，欧美通缩压力加大

1.1 海外疫情扩散比中国更严重

海外疫情防控压力比中国更大。截至3月19日，海外累计确诊144423例，现存确诊123221例，高于中国现存确诊的7452例。从增速来看，在爆发期阶段海外疫情增长速度明显快于中国除湖北外地区。另一方面，欧美已然成为新的疫情传染源，欧洲累计确诊96052例，美国累计确诊10259例。鉴于欧美现处于疫情爆发的初始阶段，预计未来其确诊病例还会进一步升高，防控压力较为巨大。

图1：疫情进入爆发期后前24天内各区域累计确诊病例走势

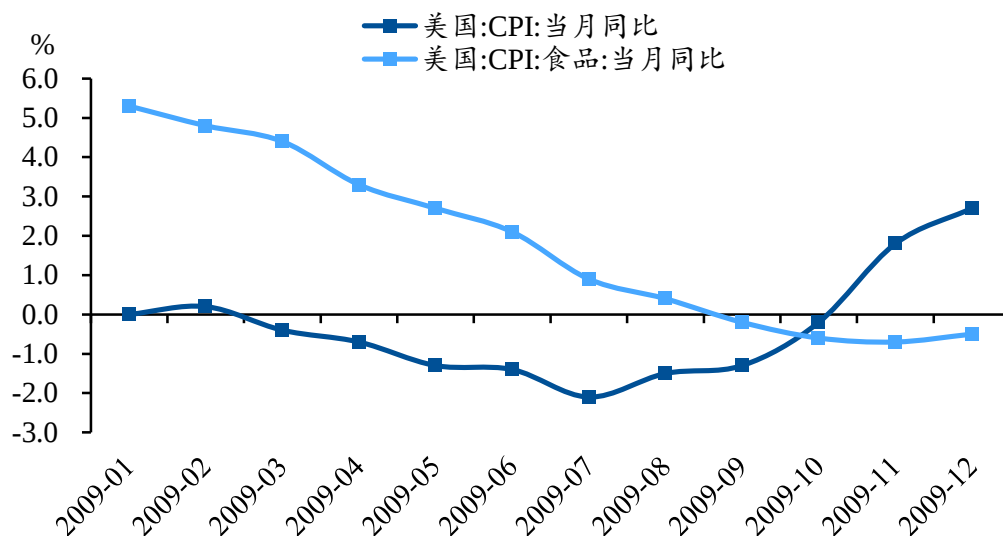


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 疫情会加剧欧美通缩压力

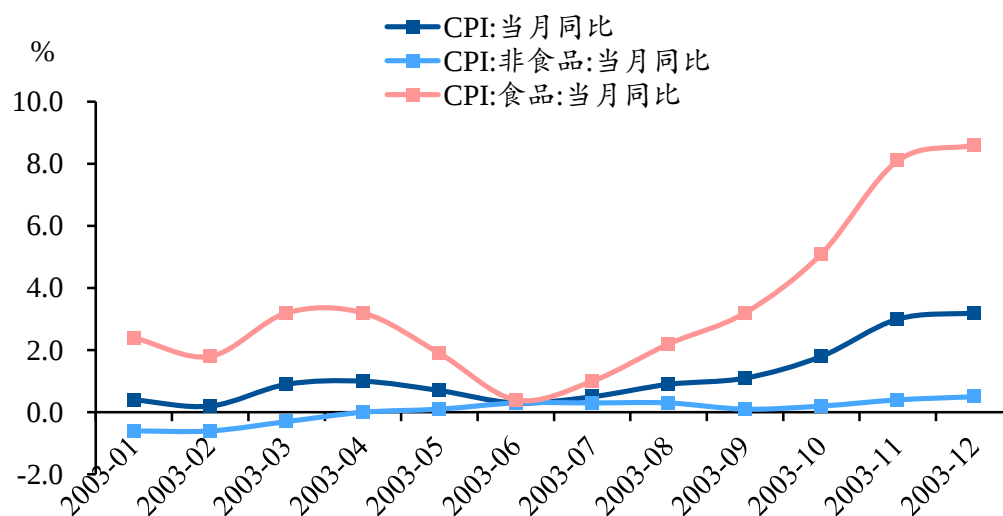
欧美防疫压力加大，或造成通缩压力。随着欧美疫情扩散，欧美政府疫情防控措施也不断升级。意大利宣布全国多地封城，法国、德国、西班牙等出台停课和减少户外出行的政策，美国则于3月13日宣布进入全国紧急状态，很多州宣布停课。由于疫情防控升级，参考历史，疫情防控升级后居民消费受阻，包括餐饮、旅游、住宿等线下消费受到拖累。与中国相比，欧美的线上购物和物流业发展滞后，或难以满足防疫期间消费需求，以此来看，如果未来欧美防疫进一步升级，欧美消费或受到严重打击。

图 2：美国甲流期间物价呈先低后高的走势



资料来源：wind，民生证券研究院

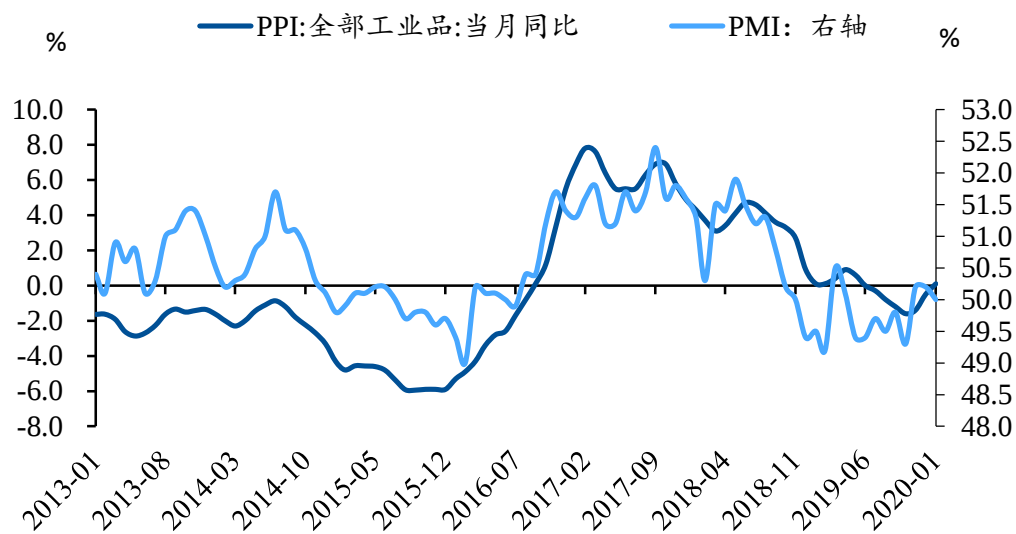
图 3：中国非典期间物价呈先低后高的走势



资料来源：wind，民生证券研究院

疫情扩散同样会打压工业品需求。从工业生产来说，在全球化的今天，全球产业链形成相互依赖度较高，如果一国因疫情停产会对造成其他国家面临缺货的问题。如今疫情主要在中国和欧美日韩等发达经济体间传播，这些经济体占全球制造业大部分比重，一旦因为疫情而造成供应链中断，势必会对全球工业生产造成很大打击，压低工业品正常需求。

图 4：中国 PMI 和 PPI 走势密切相关



资料来源：wind，民生证券研究院

2. 油价暴跌给全球经济造成输入性通缩压力

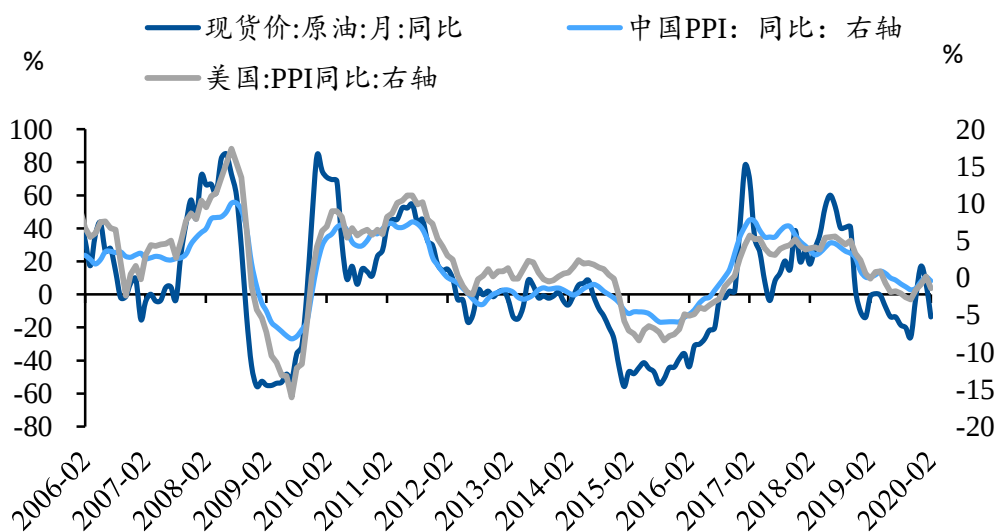
2.1 短期来看减产协议难以达成，油价可能继续低迷

原油市场形成“美、俄、沙特”三方零和博弈。OPEC 和俄罗斯之所以没能达成减产协议，其中一个原因在于疫情背景下，未来全球原油需求会低于往年同期，如果继续减产，最终会使不受减产协议制约的美国页岩油厂商获利。这是一种类似“囚徒困境”的场景。另一方面，沙特也想通过价格战来挤出美国页岩油厂商，以增加长期市场份额。对于俄罗斯来说，其受疫情影响较小，能承受油价短期暴跌带来的财政压力。

2.2 油价暴跌或加剧全球通缩压力

油价暴跌或加剧全球工业品通缩压力。在全球化的今天，各大中型开放经济体的 PPI 走势基本一致。假如中国的钢铁比美国便宜，那么中间商就会将中国的钢铁贩卖至美国，从来填平这种价差。另一方面，全球 PPI 又和原油价格密切相关，由于石油是工业之母，油价涨跌同向影响其他工业品价格。如今，在油价暴跌的背景下，未来几个月全球 PPI 有进一步下行压力。

图 5：油价下跌或加大全球通缩压力

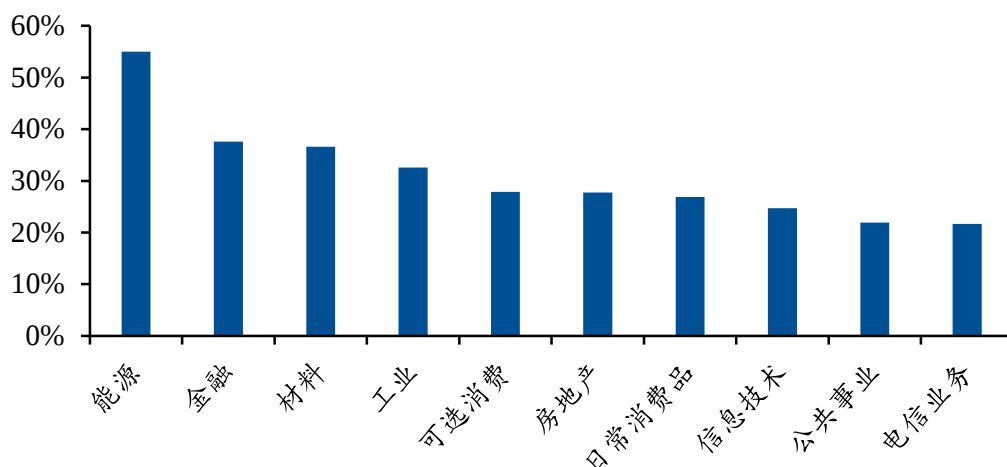


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 油价暴跌是美股暴跌重要推力

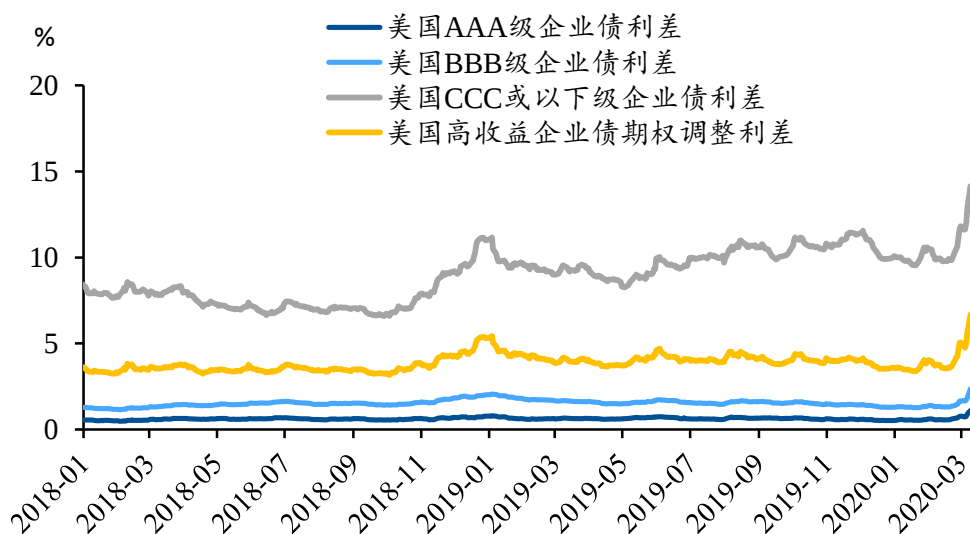
油价暴跌导致美国页岩油企业面临亏损，有偿债危机。根据穆迪公司的数据，在未来四年里，北美油气公司总共有超过 2000 亿美元的债务即将到期，2020 年到期的债务就有 400 多亿美元，其中很多都是 BBB 级公司债。另一方面，BBB 级公司债代表投资级市场的最低层，约占美国投资级债券市场（5.4 万亿美元）的一半。一旦页岩油企业因为油价暴跌而亏损，将会出现严重的偿债危机，届时，可能会造成大量其他 BBB 债券遭到抛售，引发债务危机。

图 6：今年以来美股各板块下跌幅度排行，能源、金融和材料板块列居前三



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：3 月以来美国信用利差大幅攀升，有爆发债务危机可能

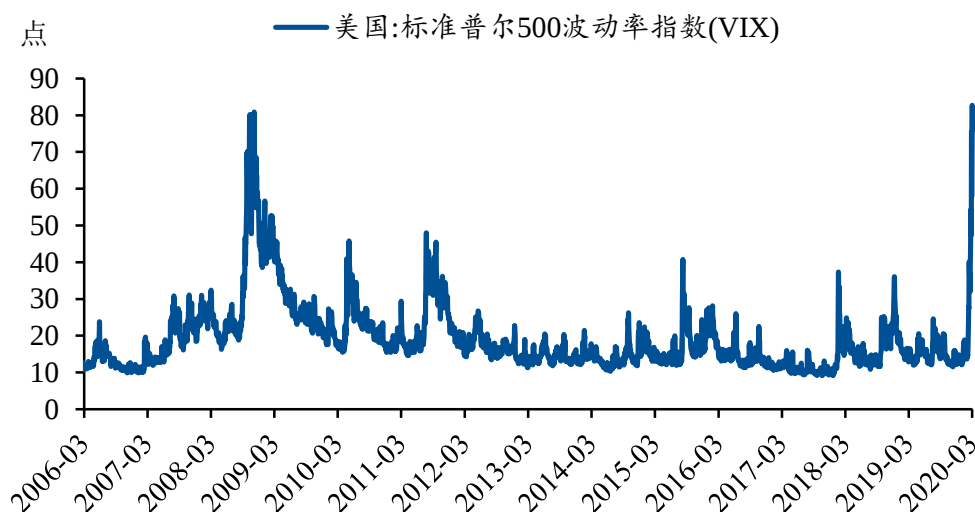


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 美股基本确认危机模式

VIX 恐慌指数已攀升至 08 年后最高水平。用以衡量金融市场恐慌情绪的 VIX 指数，自 3 月以来大幅上升，已攀升至 08 年金融危机以来最高点。说明美股投资者对美股已经丧失基本信心，开始无条件抛售股票，引起踩踏式抛售行情。根据美林美银调查：全球股票配置下降 35%，为有记录以来最大跌幅。对 A 股来说，受美股抛售影响，流动性紧缺，外资大量撤离，北上资金持续流出，短期来看外资撤离对 A 股造成一定利空。

图 8: VIX 恐慌指数已攀升至 08 年之后最高点, 危机模式确认



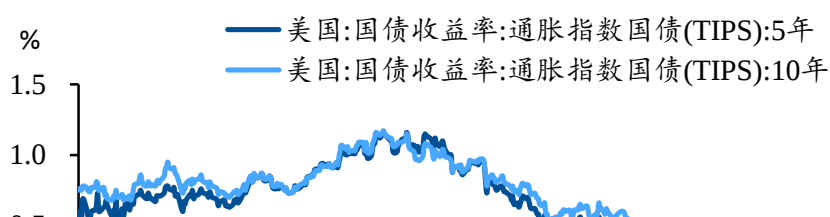
资料来源: wind, 民生证券研究院

3. 疫情和油价共振, 全球已出现通缩预期

3.1 美国已出现明显通缩预期

美国 TIPS 债券收益率已跌为负值。美国的通胀指数国债 (TIPS) 近期由正转负, 凸显了市场对通缩的担忧。受此影响, 叠加市场对美联储 3 月降息的预期, 美国十年国债收益率大幅下降, 美国负利率趋势进一步加强。

图 9: 从通胀指数债券来看, 美国通胀预期为负



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_6379

