

# 走过全球疫情转角，经济是否会迎来艳阳天

永安期货研究中心 王鹏

新冠疫情爆发可能已经中断了 2019 年下半年以来全球经济复苏的趋势，由于目前暂时无法确认疫情何时结束，其对全球经济的影响时间和程度也无法准确估量，因此全球央行不断祭出的超宽松的货币政策手段和财政政策手段在有效缓解金融市场流动性紧张，降低市场悲观预期的同时，更是为控制和治理新冠疫情赢得时间，最终全球经济走势和资产价格变动还需要看疫情变化，目前看，全球经济受损程度和处于低位时间可能较长。

中国在阶段性战胜新冠疫情，防疫措施不断放松的情况下，需求可能出现性反弹。但在全球经济趋弱情况下，中国经济恐无法独善其身，由于进出口可能受阻，基建力度有限和制造业回升缓慢，中国中期经济增速仍有压力。未来中国财政政策力度、促进消费和降低实体企业融资成本的措施对稳定就业，支撑中国经济非常重要，同时，如果经济压力较大，不能排除房地产再度表现出非常强的韧性的可能。

未来通胀可能呈现出相对复杂的格局，CPI 中以食品为代表的必需品价格由于需求的刚性、生产物流的影响，仍可能保持一段时间相对偏强的表现；而服务业价格表现可能会有反复，前期由于需求随公共活动减少，服务业价格相对偏弱，但是后期随着生产经营活动的逐步正常化，可能会面临人员阶段性错配的情况，服务业价格可能会回升。由于需求不足和原油价格的大幅调整 PPI 走势短期较弱。

由于目前处于新冠肺炎新增病例平稳期，需要进一步等疫情拐点的出现，市场前期由于金融危机缓解，风险预期改善等因素带动的风险资产反弹修复动力可能减弱。尽管美联储已经祭出非常多样的货币政策改善市场流动性状况，保证市场金融市场稳定，但由于疫情影响仍在，经济仍弱以及暂未看到类似 2008 年中国“四万亿”形式的大规模刺激政策，短期市场可能进入震荡、甚至震荡偏弱走势，风险资产尤需谨慎。未来随着疫情拐点再次出现、防疫措施放松和生产经营活动逐步恢复，需求可能出现短期集中释放的情形，这可能给风险资产提供再次上行的动力。美元未来有趋弱压力，但短期的避险需求因素仍可能支撑美元指数高位，黄金也在等待再次上行时机，美债短端已创历史新低，但由于期限利差收缩幅度可能较为有限，长端下行幅度可能也并不大。

2019 年底，全球经济逐渐开始呈现复苏趋势，在投资者乐观的预期 2020 年全球资产、特别是风险资产可能依然延续上行走势的情况下，新冠肺炎疫情诡异的开始冲击全球资本市场，从中国到全球，从预期下降到实际需求萎缩，从金融市场到经济领域，资产价格开始进入避险、衰退预期、流动性短缺。。。等状态。最新的数据显示新冠肺炎疫情最严重的阶段可能已经过去，疫情对宏观经济的影响也已逐渐开始显现。尽管全球宏观经济受损程度目前还无法准确评估，短期随着限制措施的不断解除，宏观经济和市场预期短期也可能有所改善，但中期仍有压力。随着金融市场焦点从疫情向基本面转移，资产价格可能再度受到经济基本面的影响，未来中期将沿着先金融属性强，后基本面影响大的顺序反弹。

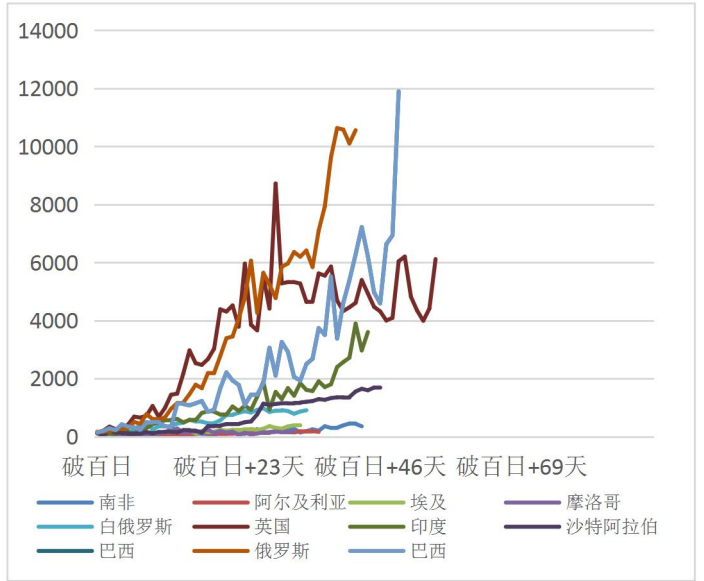
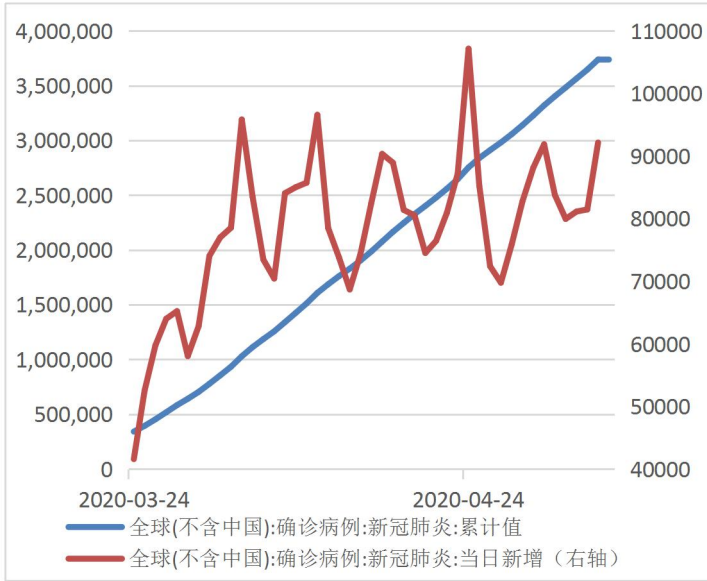
## 一、4 月中旬市场已经交易了疫情拐点，数据也在验证市场判断

中国已经安然度过了新冠肺炎严重爆发的阶段，4 月中旬全球金融市场也已经交易了全球疫情的拐点，4 月 28 日数据显示全球新冠肺炎累计确诊 306 万人，当日新增近 7.5 万人。4 月 28 日，美国新增新冠肺炎病例 24779 例，新增病例已经确认拐点，疫情最严重的纽约州和新泽西州新增也分别出现了拐点。从公布的数据看，数据也基本验证了金融市场的判断。

未来疫情的发展需要关注的焦点主要来自两个方面：一、目前疫情的第一拐点已过，全球当日新增病例稳定，但第二拐点何时到来仍不确定，即当日新增并未走弱，甚至不能排除全球是否会出现二次爆发的可能。二、部分国家疫情仍有爆发迹象。非洲的南非、埃及、摩洛哥、阿尔及利亚、尼日利亚等国当日新增持续增长，这是使得这个非洲是否会出现疫情的集中爆发存在不确定性；欧洲的英国尽管当日新增病例并未持续增长，但下降并不明显，而俄罗斯、白俄罗斯，还有美洲的巴西和亚洲的印度、巴基斯坦和沙特等国当日新增均快速增长，这些国家不断增长的病例是否会改变本已趋于乐观的市场预期需要关注。

图 1：全球新冠肺炎累计和新增病例

图 2：重点国家当日新增病例（破百日对齐）



数据来源：Wind 资讯、永安期货研究中心

## 二、新冠疫情对全球经济影响预测

2019 年下半年，全球逐步进入复苏阶段，但疫情将打断全球复苏的脚步。新冠疫情的爆发和愈加严格的防疫措施首先对各国的人员流动和消费产生直接的影响。消费是支撑欧美国家经济增长的核心动力，封城等控制措施对消费增长的明显削弱，对这些国家的经济增长将产生明显的压力。

图 3：美国 GDP 增速与零售增速

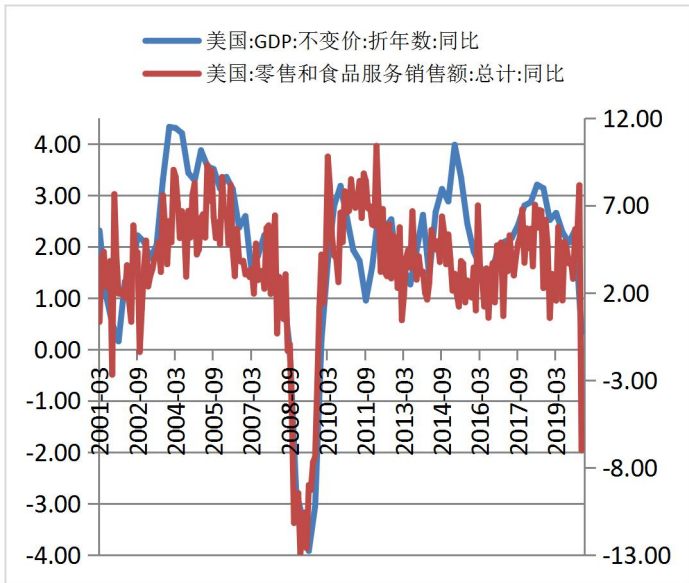
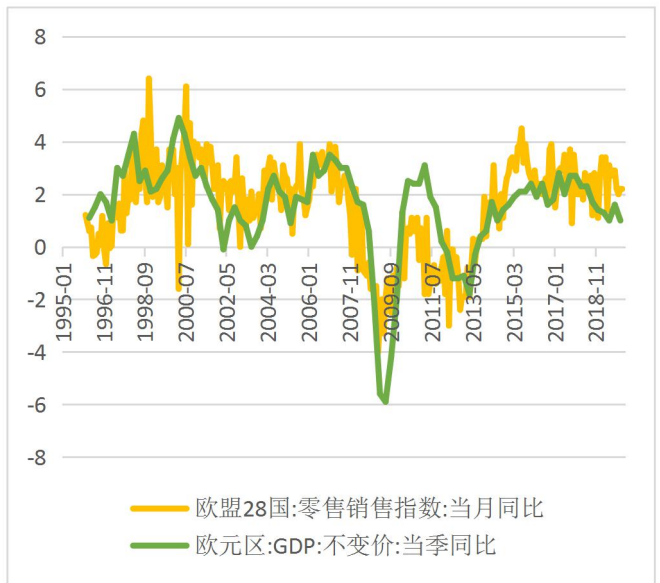


图 4：欧洲 GDP 增速和零售增速



数据来源：Wind 资讯、永安期货研究中心

更为严重的是，欧美国家居民储蓄率普遍较低，在控制措施限制人员流动，

消费锐减的情况下，就业和居民收入情况也将明显恶化，股市的下跌更是雪上加霜，一旦政府扶助不到位，居民资产负债破裂可能引发更严重的经济危机，这也是市场投资者对未来预期非常悲观的原因。

图 5：美、欧居民收入增速

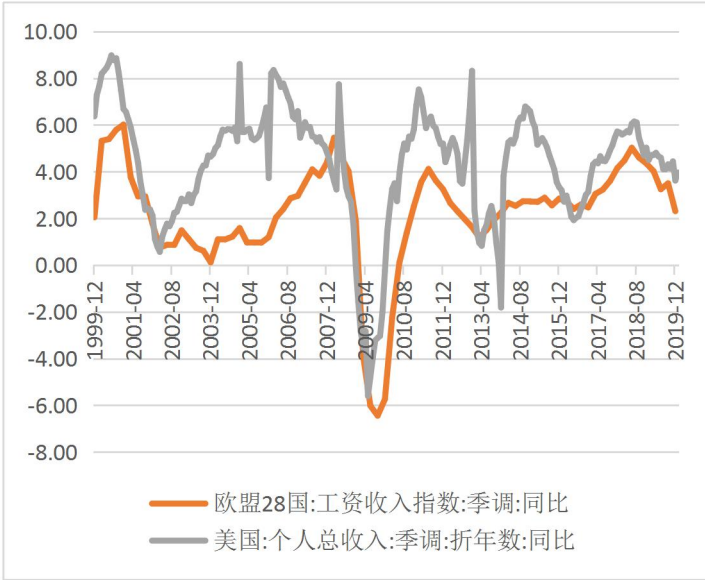
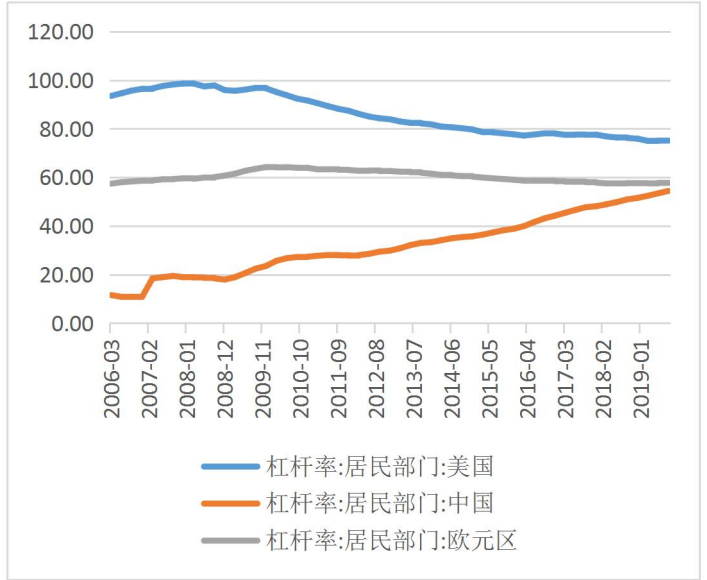


图 6：BIS 统计美、欧、中居民杠杆率



数据来源：Wind 资讯、永安期货研究中心

从短期数据看，美国截至 4 月 25 日当周初次申请失业金人数为 383.9 万人，尽管有所下行，但仍持续高于历史同期水平，显示出就业压力。地方联储制造业指数也呈现大幅下滑走势，显示出未来 PMI 很快也将下滑。这些是新冠疫情对经济影响在数据层面体现的表现。

图 7：美国纽约联储 PMI 商业活动/生产指数

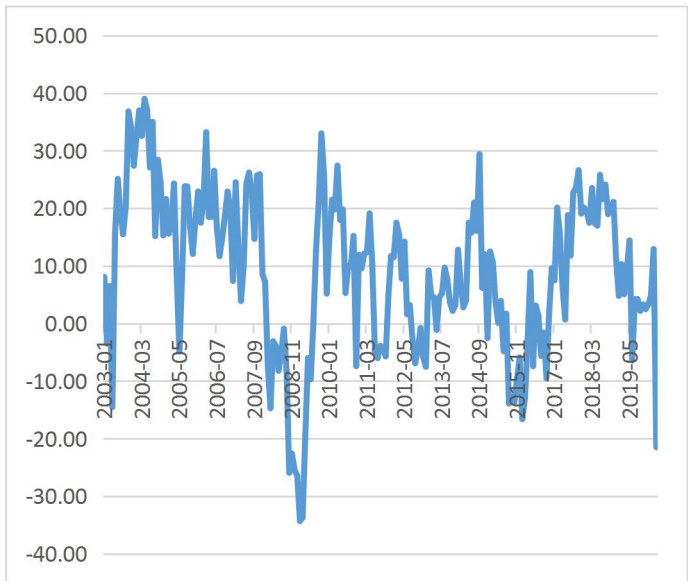
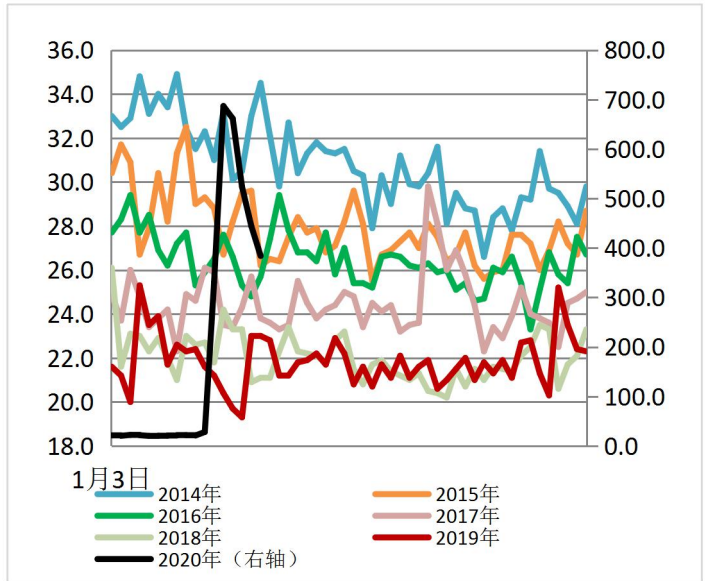


图 8：美国初次申请失业金人数



数据来源：Wind 资讯、永安期货研究中心

金融市场也在3月初开始交易经济衰退,美股4次熔断,大宗商品大幅下跌。在美联储连续降息150个BP,淡化贴现窗口污名,设立SPV购买票据,到无限QE后,美联储已经祭出所有可能的货币政策工具以避免全球经济陷入金融危机中。3月25日美国民主党和共和党也就财政救助协议达成共识,美国的财政政策也已推出。

图9: 标普500走势

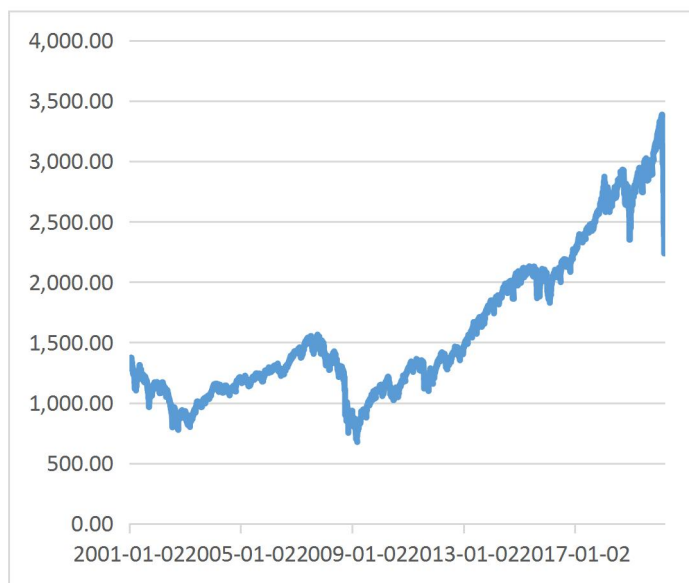
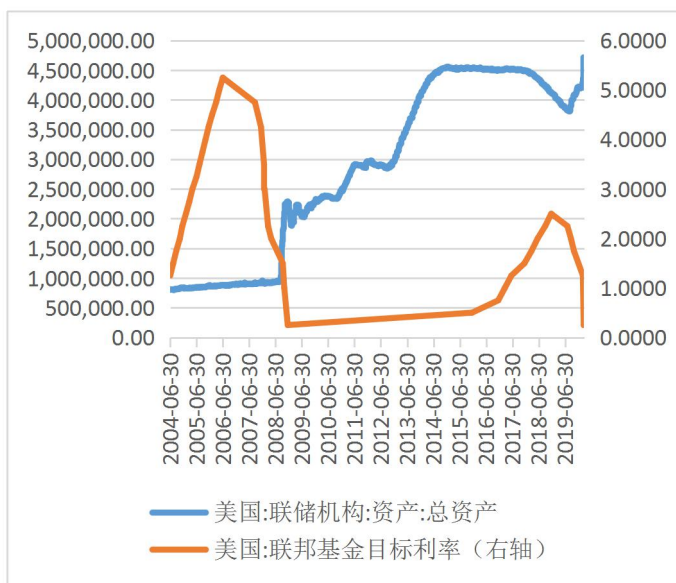


图10: 美联储总资产和联邦基金利率走势



数据来源: Wind 资讯、永安期货研究中心

从2008年经验看,货币政策和财政政策的叠加将改善市场流动性趋紧的状况,扭转市场预期,使得金融危机风险下降,也给大宗商品价格提供支撑。与2008年金融危机相比,2020年最大的不同是目前新冠疫情仍未得到有效控制,因此预计财政政策和货币政策的双发力也仅仅是尽力托住经济暂时不会滑入衰退的状态。我们认为:目前财政政策与货币政策最终的效果除改善市场预期外,更根本的是为控制新冠肺炎,降低其对经济的影响赢得时间。目前看,未来经济增速仍面临较大压力,并且鉴于疫情何时结束仍不确定,经济受损程度和维持时间暂时均无法估算,预计本次全球范围的疫情爆发对全球经济可能产生较为严重的影响,全球经济处于相对低谷的时间也可能比较久。

三、伴随需求释放,中国经济增速压力短期缓解,但中期压力仍在

目前新冠疫情在中国境内基本得到控制，国内防疫策略也已从防止国内新增转向防控输入。中期看，疫情对中国经济的影响已经显现，2月中国制造业 PMI 下降到 35.7、3月制造业 PMI 回升到 52、4月制造业 PMI 小幅下降到 50.8；2月非制造业 PMI 下降到 29.6、3月为 52.3、4月为 53.2，PMI 走势很好的说明撤消封城措施后，中国经济经历的反弹修复。在经历反弹修复后，中期中国经济的可能仍有压力，特别是疫情导致全球经济不断趋弱的大环境下，中国经济保持自身经济稳定的压力也将增大。

图 11：中国制造业和非制造业 PMI 走势

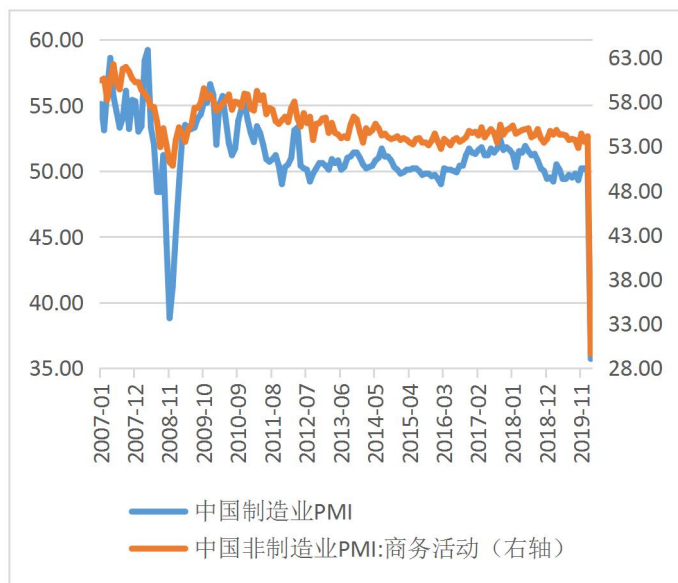
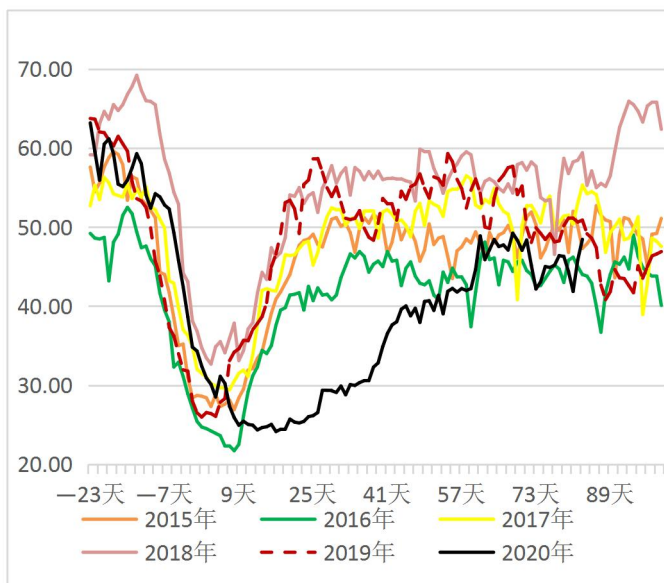


图 12：5 大发电集团（除国电）日均耗煤量合计（除夕对齐）

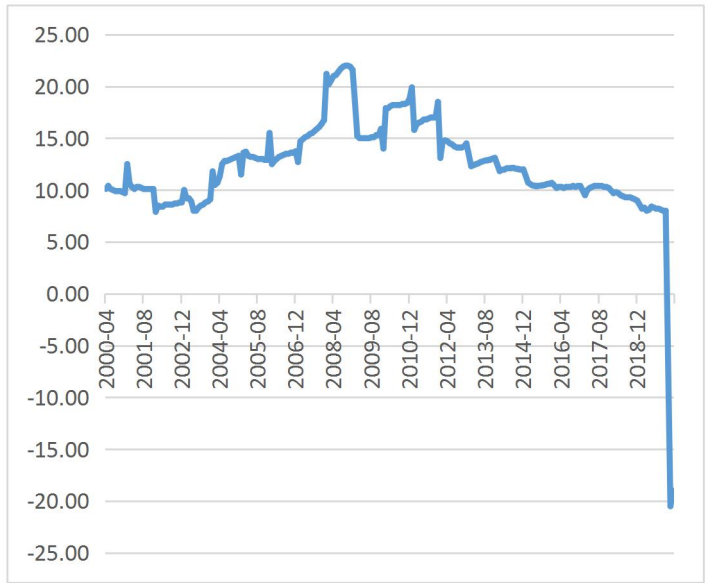
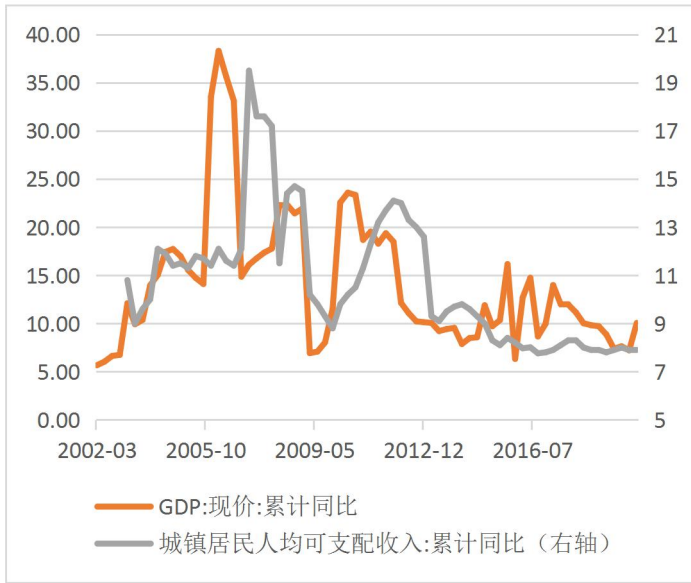


数据来源：Wind 资讯、永安期货研究中心

2015 年以来，消费成为支撑中国经济的绝对主力，这种经济结构的变化使得中国经济增长的韧性变强，但也使得政策对经济的支撑的传导更慢，也更难。2020 年 2 月社会消费品零售增速下跌到 -20.5%，鉴于居民收入增速将受到 GDP 增长的限制，失业率也将上升，股市仍可能受到美股下行风险的压制，中国消费增速出现趋势性向好可能需要更多的政策支持，而短期需求爆发后，中期可能无法给经济增长提供更多的动力。

图 13：中国城镇居民收入增速与名义 GDP 增速

图 14：社会消费品零售总额：累计同比

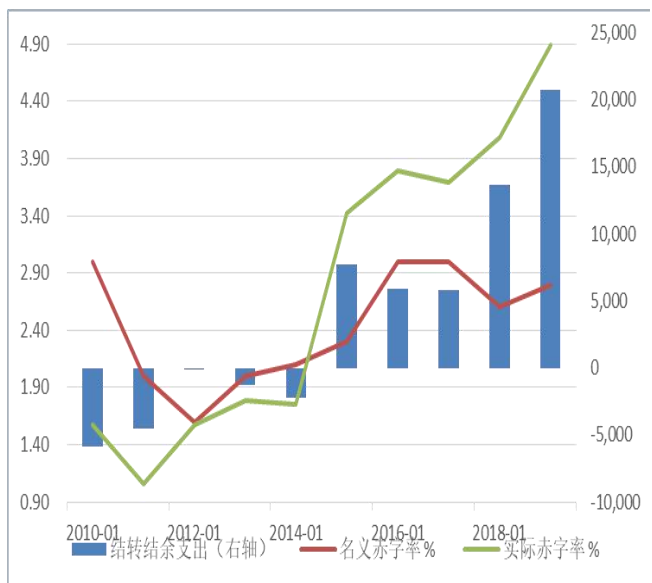
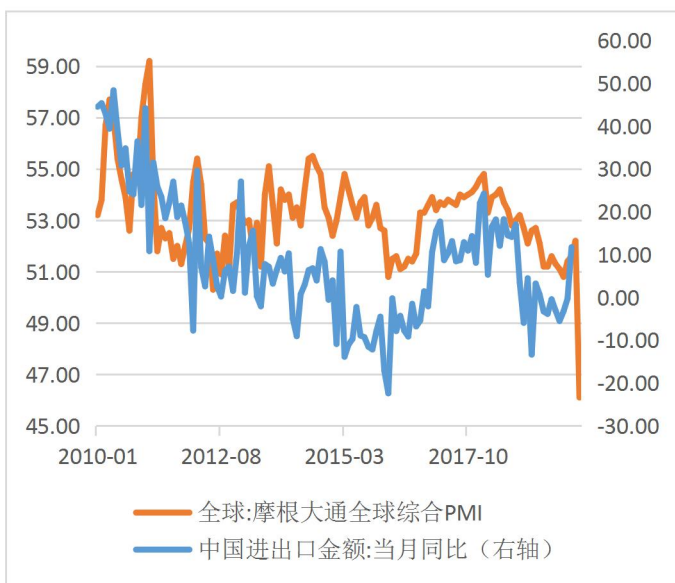


数据来源：Wind 资讯、永安期货研究中心

全球疫情爆发对全球需求的影响将对中国进出口增长造成压力。中国基建投资在 2018 年以来显现出明显的增速中枢高度有限和波动幅度降低的特征，其背后是在地产下行周期和减税降费要求下的政府财政能力趋弱而实际支出大幅增大的现实，这也体现在 2015 年以来，政府实际赤字率持续高于名义赤字率。2020 年新冠疫情对政府财政能力的影响较往年可能更为严重，因此即使如市场预期将名义赤字率上调至 3.5%，并增加债额，财政政策对经济增长的支撑作用更多是节奏改变，还是节奏、幅度都变化，幅度变动空间又有多大值得谨慎考量，预期财政政策对经济的支撑力度一定存在，且节奏也较快，但幅度可能比较有限。

图 15：中国进出口增速与全球 PMI

图 16：中国实际赤字率、名义赤字率和结余支出



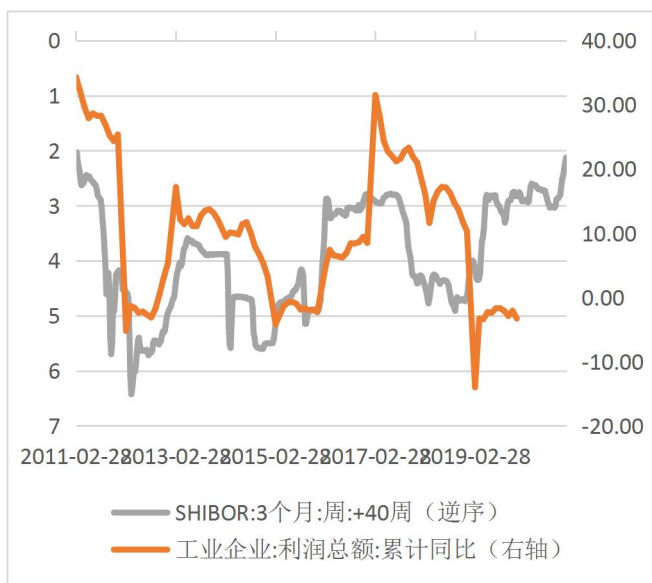
数据来源：Wind 资讯、永安期货研究中心

中国进出口增速下滑和中国消费可能的走弱不仅影响其本身对经济增长支撑，还将影响制造业投资的增长，而全球需求下滑和原油加油下跌可能引发的PPI增长下降也将给短期工业企业利润增速带来压力，从而影响制造业投资增速。中期随着金融市场利率下降带动实体企业融资成本下降，中国制造业企业利润有望逐步回升，从而给制造业投资企稳，甚至回升提供支撑。

图 17: 工业企业利润增速与大宗商品价格指数走势



图 18: 工业企业利润与 SHIBOR

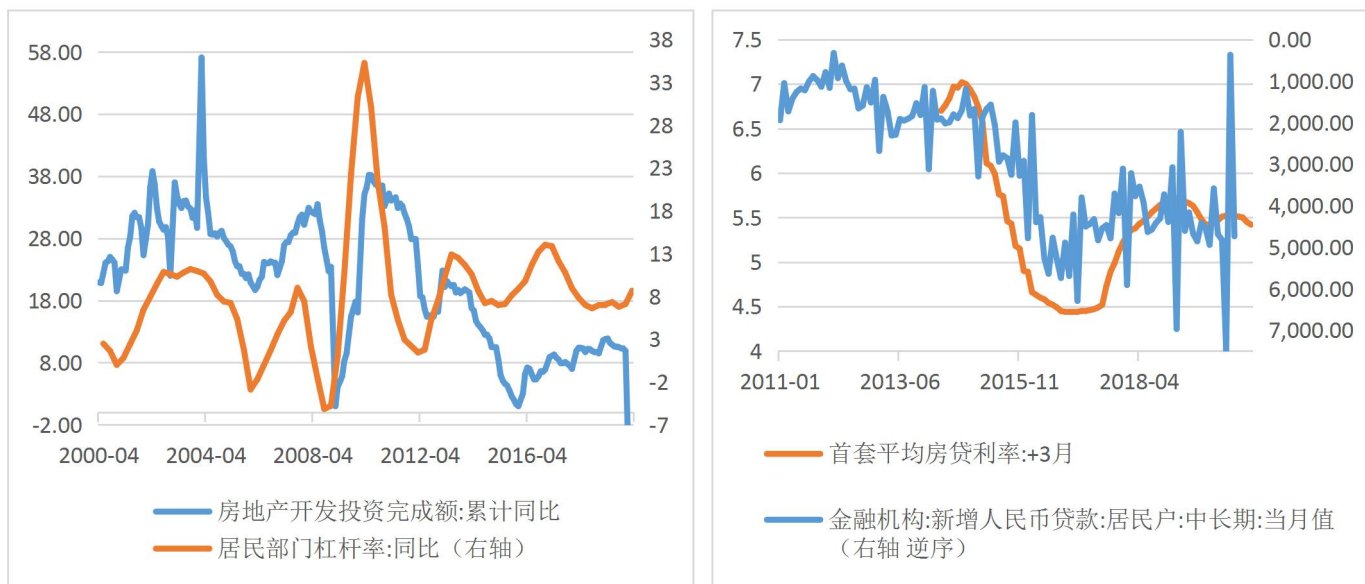


数据来源: Wind 资讯、永安期货研究中心

由于疫情影响，短期地产销售仍在恢复当中，因此短期变化可能对地产投资中期走势预示意义有限。中期看，中国房地产投资增速与居民杠杆增速直接相关，而中国居民杠杆率的变动中购房支出占重要比重，因此房贷利率的变动与居民中长期贷款走势，再到居民杠杆对地产投资的支撑形成观察链条。在疫情直接影响居民收入增速及对未来悲观预期影响下，居民自身加杠杆的能力和意愿都比较有限，同时，尽管目前有部分城市对地产政策作出调整，但仍未超出“房住不炒、一城一策、分城施策”的政策框架，因此短期房地产投资增长也仍有压力。中期看，在房地产长效机制作用下，中国地产需求目前处于相对抑制的状态，在未来经济增速压力存在，进出口、消费、制造业投资甚至基建投资增速对经济支撑较为有限的情况下，大概率仍会调低基准利率，而房贷利率逆势上升的可能性不高，这也决定了2020年的中国房地产投资增速可能仍具有很强的韧性，房地产对中国经济的支撑作用（至少不拖后腿）或仍不可或缺。

图 19: 房地产投资增速与中国居民杠杆增速

图 20: 居民新增中长期贷款与首套房贷利率（逆序）



数据来源：Wind 资讯、永安期货研究中心

总结看，新冠疫情爆发可能已经中断了2019年下半年以来全球经济复苏的趋势，由于目前暂时无法确认疫情何时结束，其对全球经济的影响时间和程度也无法准确估量，因此全球央行不断祭出的超宽松的货币政策手段和财政政策手段在有效缓解金融市场流动性紧张，降低市场悲观预期的同时，更是为控制和治理新冠疫情赢得时间，最终全球经济走势和资产价格变动还需要看疫情变化，目前看，全球经济受损程度和处于低位时间可能较长。

中国在阶段性战胜新冠疫情，防疫措施不断放松的情况下，需求可能出现爆发性反弹。但在全球经济趋弱情况下，中国经济恐无法独善其身，可能由于进出口受阻，基建力度有限和制造业回升缓慢，中国中期经济增速仍有压力。未来中国财政政策力度、促进消费和降低实体企业融资成本的措施对稳定就业，支撑中国经济非常重要，同时，如果经济压力较大，不能排除房地产再度表现出非常强的韧性的可能。

未来通胀可能呈现出相对复杂的格局，CPI中以食品为代表的必需品价格由于需求的刚性、生产物流的影响，仍可能保持一段时间相对偏强的表现；而服务业价格表现可能会有反复，前期由于需求随公共活动减少，服务业价格相对偏弱，但是后期随着生产经营活动的逐步正常化，可能会面临人员阶段性错配的情况，服务业价格可能会回升。由于需求不足和原油价格的大幅调整PPI走势短期较弱。

展望未来，由于疫情持续时间不能确定，因此其对经济的影响程度也无法预估，短期经济仍有继续下滑可能。由于目前处于新冠肺炎新增病例平稳期，需要

进一步等疫情拐点的出现，市场前期由于金融危机缓解，风险预期改善等因素带动的风险资产反弹修复动力可能减弱。尽管美联储已经祭出非常多样的货币政策改善市场流动性状况，保证市场金融市场稳定，但由于疫情影响仍在，经济仍弱以及暂未看到类似 2008 年中国“四万亿”形式的大规模刺激政策，短期市场可能进入震荡、甚至震荡偏弱走势，风险资产尤需谨慎。未来随着疫情拐点再次出现、防疫措施放松和生产经营活动逐步恢复，需求可能出现短期集中释放的情形，这可能给风险资产提供再次上行的动力。美元未来有趋弱压力，但短期的避险需求因素仍可能支撑美元指数高位，黄金也在等待再次上行时机，美债短端已创历史新低，但由于期限利差收缩幅度可能较为有限，长端下行幅度可能也并不大。

**王鹏：**永安金融期货专业委员会秘书长，永安期货研究中心宏观策略部高级

分析师。蝉联期货日报/中国证券报第十一、十二届全国期货分析师评比“最佳宏观策略分析师”。全面负责宏观经济到大宗商品、贵金属、流动性和债券的分析研究工作。2014—2015年在中国金融期货交易所债券事业部工作，曾参与债券期货新产品研发、国债期货市场运行情况监控、期货市场投资者行为研究及推进银行入市等多项重要工作。

**永安期货宏观研究团队简介：**永安期货研究中心宏观组共有分析师4人，均来自于海内外知名高校，组长庞环鹏覆盖国内外宏观和大类资产研究，组员王鹏负责国内宏观、债券与贵金属研究，组员华翔负责股指研究，组员孙立超负责量化研究。宏观组致力于厘清国内外主要经济体的周期状态，并结合大类资产的估值表现，自上而下发掘大类资产的趋势性机会。2019年，庞环鹏获得“上期所优秀宏观分析师奖”，王鹏获得“期货日报最佳宏观策略分析师奖”。