外资机构对未来疫情受控后经济复苏的预期

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

————他山之石·海外精译第 212 期

❖ **背景：全球范围内疫情仍未达到拐点。**

疫情对现阶段全球经济造成了明显冲击，未来疫情受控后有关全球经济复苏的预期也成为市场关注的焦点。为了解海外机构关于未来疫情受控后经济复苏预期的看法，我们编译整理了 Pimco 的 Joachim Fels 和 Andrew Balls 以及 Schroders 的 Keith Wade 的观点（分别发表于 2020 年 4 月 1 日和 3 月 27 日），供市场参考和交流。

❖ **新冠疫情所导致全球的经济下行与以往几次衰退的不同**

Pimco 的 Joachim Fels 和 Andrew Balls 认为全球经济和金融市场将在未来 6 至 12 个月内从短期的严重受挫变成逐渐复苏。然而，即使没有出现不平衡的复苏，也存在风险。因为复苏过程中会出现阻碍，受到的一些较为永久性的冲击也无法很快弥补。投资者应做好准备去迎接一个截然不同的投资环境，因为未来几个月全球信用范围中最薄弱的领域可能将会暴露出来。随着时间的推移，在投资的高风险领域应该会创造出更具吸引力的切入点。

对于目前正在上演的全球经济衰退，之前没有可以参照的先例。经济衰退通常是由经济扩张期间积累的经济和(或)金融失衡与一轮经济周期后期货币政策收紧之间的相互作用造成的，有时则是由于石油价格的急剧上涨而导致的。这次情况却大不相同，因为导致这次经济下行的根本原因是一种来自经济和金融领域之外的因素冲击：一种传染性很强的新型冠状病毒，它自今年年初以来在全球范围内迅速蔓延。正如几个受到病毒严重影响的地区所表现的那样，在未来几周和几个月内，疫情有可能使全球许多国家的卫生保健系统不堪重负。大多数政府的应对措施是大力限制经济和社会活动，以尽快遏制病毒的进一步传播。这已经导致 3 月下旬以来许多欧美发达经济体的产出和需求急剧下降。由于疫情的发生，很多经济活动受到抑制。这些抑制措施正在逐渐加强，短期内这种趋势可能会持续下去。因此，现在看到是有史以来第一次由行政法令导致的全球经济衰退——部分经济领域被暂时性关闭，目的是防止出现更大范围的危机。重要的是，尽管创历史纪录的经济扩张期可能于今年 3 月结束，但大多数发达经济体并未出现明显的国内经济失衡：消费者的热情有所减弱，企业没有在产能上过度投资，大部分房地产市场没有过热。一旦病毒得到控制，所有这些都应有助于减少经济遗留问题对经济复苏的阻碍。然而，对美国经济部门的财务失衡担忧却仍然存在：风险更大、周期性更明显的公司的杠杆率将显著上升。

证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 他山之石

报告时间 | 2019/04/10

分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
010-66495901
chenli@cczq.com

联系人

王一棠
证书编号：S1100118050005
0755-25333092
wangyitang@cczq.com

川财研究所

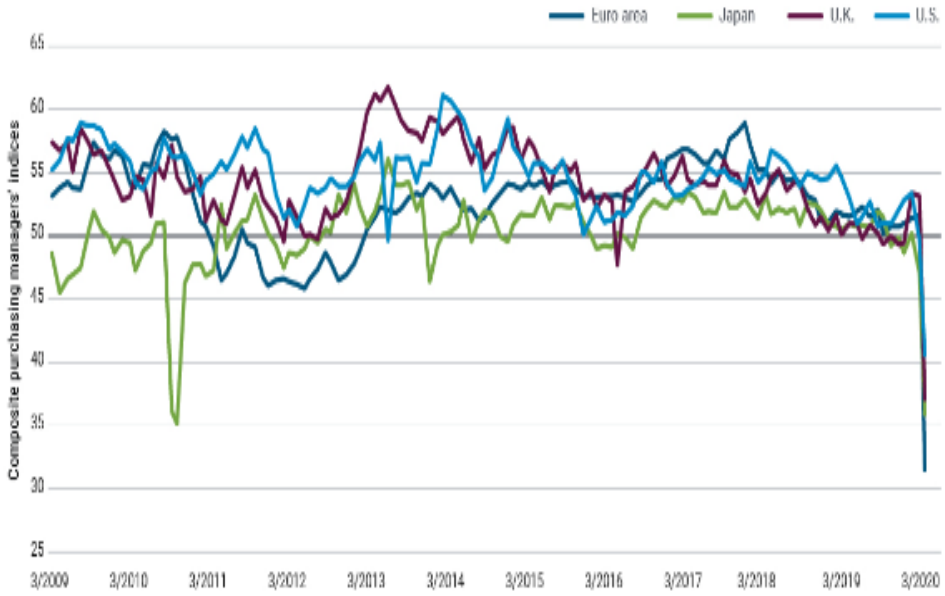
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

图 1： PMI 骤降是经济受到冲击的早期迹象

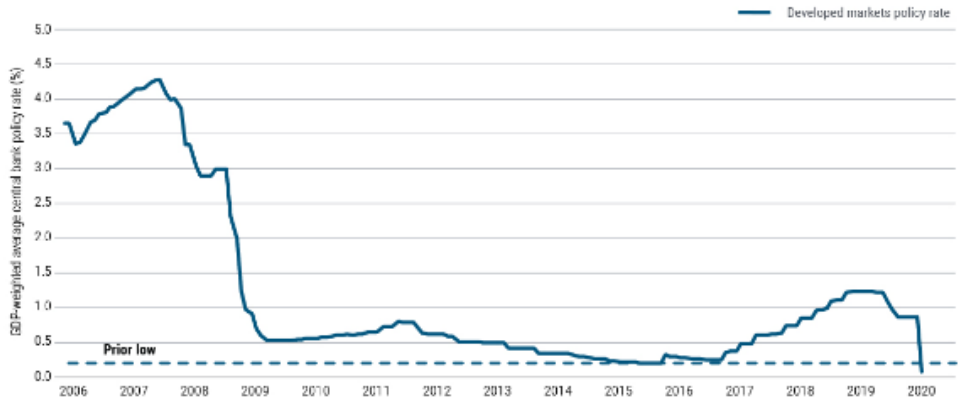


资料来源：Pimco，川财证券研究所

❖ 货币政策和财政政策在速度和规模上均是史无前例

Pimco 的 Joachim Fels 和 Andrew Balls 指出这次危机的不同之处还在于货币政策和财政政策的规模和应对速度均是前所未有的。政策制定者几乎使出了浑身解数，试图去阻止经济下行演变成一场持久的大萧条，以及可能导致的大量的破产和长期失业。一些央行已通过一系列借贷和资产购买计划，加速成为银行等金融机构以及非金融公司的最后贷款人。此外，一些央行还实施了零利率或负利率，并且大规模购买了政府债券，为财政政策提供了后盾。与以往一样，欧元区面临着比美国更多的挑战。欧洲央行似乎已经制定了一个强有力的框架，以应对经济衰退期间欧元区面临的压力，同时承认有必要采取重大的财政应对措施。许多经济体的政府也迅速做出反应，解决了流动性和偿付能力方面的担忧。流动性支持包括向企业提供大规模的银行贷款担保、推迟个人和企业的纳税期限等。许多政府还通过向个人提供援助资金和向公司提供补贴，以此为家庭和公司提供收入支持。许多国家正在实施的财政应对措施已经超过了 2008-2009 年全球经济危机期间的水平，未来几个月可能还可能实施更多措施。鉴于全球经济的很多部分被暂时强制关闭，并且最近宣布的许多资金转移和贷款只有在一段时间延迟后才能到来，严重的衰退是不可避免的。但庞大的财政措施反应很可能将有助于防止全球经济的萧条，一旦疫情受控制后政府取消了对经济活动的限制，经济复苏将会出现。

图 2： 发达市场国家的央行总体上将利率降至历史新低

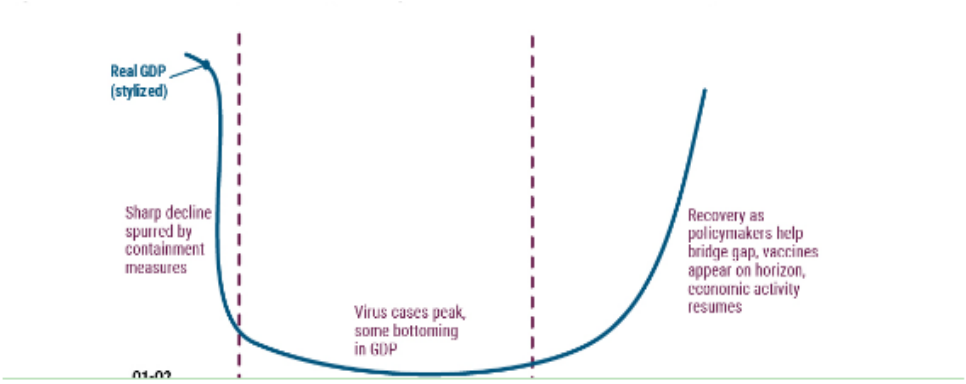


资料来源：Pimco，川财证券研究所

❖ 对于全球经济复苏的猜想

Pimco 的 Joachim Fels 和 Andrew Balls 认为鉴于迅速和大规模的货币和财政政策的出台，以及实体经济不存在重大失衡的情况，预计未来一旦这种新冠病毒得到控制，全球经济将在 6-12 个月内从受挫过渡到逐渐复苏。预计那时经济会呈现 U 型复苏，而不是 V 型复苏。因为对经济活动的限制可能会逐步解除，而且不同行业和地区的解除速度不同。此外，修复供应链、克服物流和运输瓶颈也需要一些时间。因此，预计经济处于底部的过程将持续数月，然后在财政和货币政策的支撑下，产出和需求最终回升至接近正常的水平。

图 3： 预计全球实际 GDP 将出现 U 型复苏（围绕这一基线仍存在不确定性）



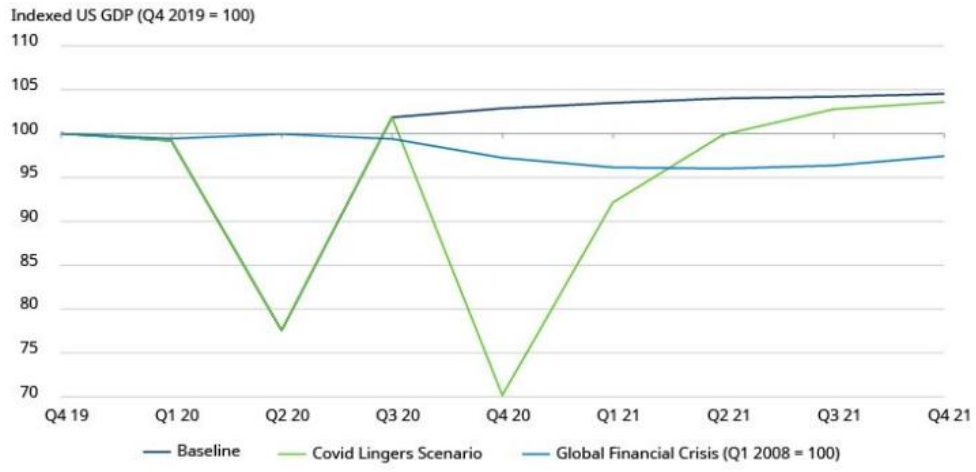
资料来源：Pimco，川财证券研究所

Pimco 的 Joachim Fels 和 Andrew Balls 还认为，在未来 6 至 12 个月的 U 型经济轨迹基础上，存在两种主要的下行风险：长期的 L 型轨迹，或者复苏被疫情再次爆发打断——出现 W 型。如果一些经济体政府目前的抑制措施不足以显著减缓病毒的传播，那么很可能会导致全球经济长期的停滞。因此，抑制措施的实施时间必须超过目前预期的 6 至 8 周。在这种情况下，随着经济活动持续低迷，这轮经济周期中许多杠杆率较高的企业可能会违约，从而对就业和需求产生负面影响。相反，即使病毒抑制在短期内获得成功并且政府取消了遏制措施，

经济活动开始复苏，也可能在今年晚些时候出现二次爆发，从而导致再次的经济“停摆”。那么在前一波经济危机中幸存下来的公司会再次出现违约的风险。

Schroders 的 Keith Wade 认为全球经济正处于突然停滞之中，各国政府采取行动抑制冠状病毒的传播使经济活动陷入“停滞”。预计今年全球 GDP 将出现严重衰退，衰退将集中在第二季度。预计 2020 年全球经济活动会收缩 3%，将超过 2008 年全球金融危机发生后的第一年收缩程度。但与全球金融危机不同的是，未来经济恢复应该是一个相对快速的反弹。在经历了 2008 年的低迷之后，美国经济花了三年多的时间才恢复了危机之前的 GDP 增速，这是有史以来最缓慢的复苏之一。当时债务泡沫的破灭抑制了经济增长，这意味着尽管各国央行将利率降至有记录以来的最低水平，但银行和家庭仍专注于减少借贷。减少债务的过程是漫长而艰巨的。预计这一次情况将大不相同，因为预计复苏将遵循 V 型轨迹，而不是 L 型。这样的结果反映了人们对解除限制和恢复营业的期望。并不是所有的事情都会立刻恢复，而且有一些领域会存在一些永久性的伤害。但恢复工作将使经济增长显著加速，尤其是在宽松的货币和财政政策的支持下。V 型复苏轨迹的关键风险在于病毒可能在今年第三季度卷土重来，导致第四季度再次停工。这种风险与伦敦帝国理工学院一份颇具影响力的分析报告相一致，该报告认为主要挑战是：在获得疫苗之前（可能长达 18 个月或更长时间），必须维持这种类型的强化干预措施（或等效于减少传播的有效措施），如果放松干预，预计传播会迅速反弹。Schroders 的 Keith Wade 还指出在最初的疫情爆发之后，为管理医疗系统应对严重病例数量的能力，限制将被重新实施，经济可能会经历多次震荡。从经济角度看，这将导致二次衰退，企业将因为对经济活动的限制重新实施而再次停工。那么经济在今年第四季度第二次下降，然后在 2021 年第一季度又出现反弹。假设有一种疫苗将在 2021 年第二季度研制成功并投入使用，从而使 2021 年第三季度的经济活动恢复正常，其结果是美国 GDP 会呈现出 W 型增长路径，与基准的 V 型增长和 2008 年全球金融危机发生后的前两年的 L 型增长将明显不同。

图 4： 不同模式的经济复苏曲线



资料来源：Schroders，川财证券研究所

❖ **疫情之后的全球经济**

Pimco 的 Joachim Fels 和 Andrew Balls 认为现在考虑这场疫情可能对经济带来的长期影响不会为时过早。即使更不利的周期性风险情景(L 和 W 型)可以避免，U 型复苏成为现实，这场危机仍可能会留下一些长期的伤疤。对于这些冲击，投资者现在就应该开始考虑。首先，随着企业试图降低全球供应链的复杂性，全球化可能会以更快的速度倒退。事实证明，全球供应链不仅容易受到贸易摩擦的影响，也容易受到自然灾害或流行病的冲击。此外，政府可能会利用健康问题来进一步限制贸易、旅行和移民。因此，那些非常依赖贸易和旅游的公司、行业和国家的商业模式所受到的打击可能不是暂时的。其次，这场危机过后，私人和公共部门的债务水平可能会大幅上升。这可能会进一步削弱央行的独立性，因为货币政策越来越多地参与到向非金融企业部门(本质上是一种财政行为)分配资源的活动中，并且需要确保政府债务的偿债成本保持在低位水平。如果政府在危机过后仍继续实施扩张性更强的政策，财政主导的货币政策最终可能导致通胀率远高于市场目前的预期。然而，由于各国央行限制了名义利率的上升，而名义利率通常是由通胀上升引起的，因此实际利率往往会随着通胀上升而下降。第三，许多家庭在走出这场危机时，个人债务水平可能会更高，并将经历严重的收入损失和/或失业。这进而可能增加对现金和债券等相对低风险工具的预防性储蓄需求。此外，预计许多家庭将努力通过减少抵押贷款债务来更快地增加资产净值。因此，随着私人部门的储蓄过剩可能进一步增加，长期的实际利率可能会更加低迷。

风险提示

美联储政策超预期，全球地缘政治风险超预期，全球经济增长不及预期，全球范围内黑天鹅事件。

本期报告编译自了 Pimco 的 Joachim Fels 和 Andrew Balls 以及 Schroders 的 Keith Wade 发表于其官方网站的文章。本文不代表川财研究观点，公开英文报告的中文摘译资料仅供市场参考学习交流，不用于任何商业用途。如有异议，请联系修改或删除。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857