

# 最新美国经济衰退指标 政策响应至关重要



**Jeffrey Schulze**  
注册金融分析师  
董事  
投资策略师



**Josh Jamner**  
注册金融分析师  
副总裁  
投资策略分析师

我们现时估计经济衰退的机率为 **75%**，而经济衰退风险仪表盘的部分主要指标尚未全面反映疫情带来的经济冲击。

认为整体信号将于未来数月转为红色，目前估计经济衰退的机率为 75%。

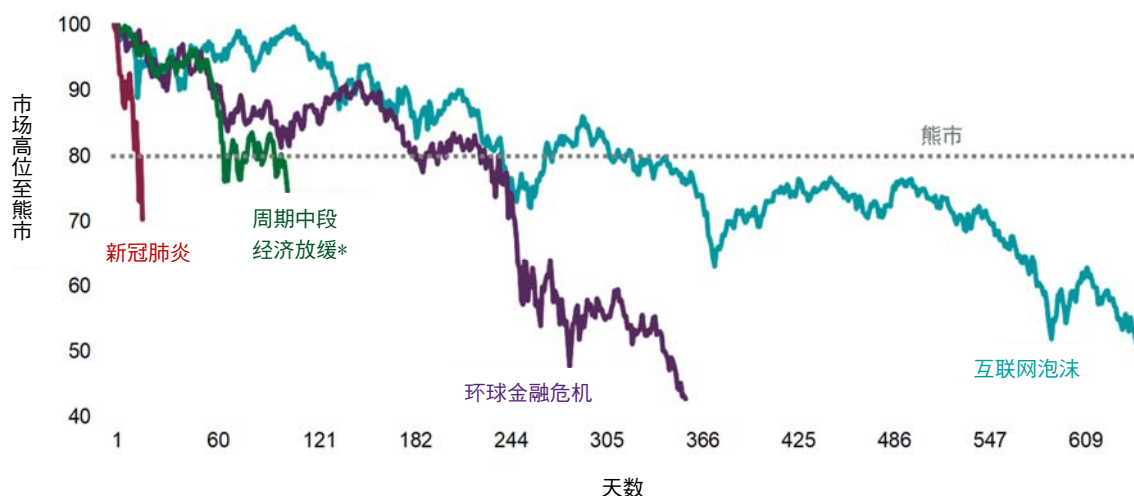
## 重点

- 标普 500 指数由 2 月份的高位回落 29.5%，创历来由高位跌至熊市最快速度。
- 美联储率先采取全面的货币刺激计划，以确保金融市场平稳运作。然而，要应对由新型冠状病毒（COVID-19）疫情引发停摆所造成的需求冲击，仍需要大量的财政刺激措施。
- 在现阶段，凯利投资经济衰退风险仪表盘仍显示黄色警告信号，但信用利差的警告信号则转为红色。我们

## 前所未见的时刻

我们在过去数周的事件均是前所未见。在疫情全球大流行并不断扩散下，金融市场录得历来最大波幅，利率则创新低。随着新型冠状病毒疫情扩散全球，无论个人自身或金融市场似乎难以找到安身之所。在短短 26 日（18 个交易日），股票市场已由高位回落 29.5%，与过去两次经济衰退、或现周期的两次大型抛售潮比较，这次的跌势明显更为急剧（图 1）。事实上，这次跌市只花了短短 22 日、即以历来最快速度进入熊市（由高位下挫 20%）。

图 1：股市抛售速度



\*周期中段经济放缓是指 2011-2012 年的欧债危机，及 2018 年第 4 季的美国抛售潮。资料来源：标准普尔及彭博。

只供依据中国银行业监督管理委员会就银行代客境外理财计划颁布的有关规定，投资于由指定银行发行代客境外理财产品的投资者参考之用。  
请参阅末页的重要信息。

## 货币政策先行

金融市场表现警惕，促使政策官员采取行动，各国央行率先通过政策措施以图掌控局势。美联储在周日晚上宣布推出一系列措施，主要目的是确保市场流动性，使金融市场能继续有序运作。短期利率下调至零水平，并推出总值7,000亿美元的量化宽松计划，调低各主要央行之间的美元掉期利率，而且银行按美联储贴现窗利率进行借贷的期限延长，利率亦下调。尽管许多措施预期将于未来数月才推行，但美联储一次过出台多项措施的举动却出乎预料。这次货币政策反应不禁使人想起“要么放手大干，不然干脆回家”（Go Big or Go Home）的说法，这个说法通常是形容在两个选项之间作出选择。然而，在目前的情况下，正因为大部份人士都留在家，才迫使美联储放手干大事。尽管部份市场人士忧虑美联储可能已黔驴技穷，但央行在必要时仍可采取若干措施，进一步纾缓金融状况，包括重启危机时期曾实施的紧急信贷安排，例如为商业票据提供最后担保或扩大量宽计划的范围和规模。

单凭美联储的行动无法解决问题。当前危机始于外来或供应冲击。学术理论认为，财政政策较适合用于应对这类问题，而货币政策则可更有效刺激需求。借鉴欧洲和日本过去数年的经验，尽管利率接近零水平可能值得争议，但在目前的情况下很少有人质疑推行财政刺激措施的需要。美国国会已通过应对新型冠状病毒的初步纾困法案，提供总值83亿美元的资金，主要用于疫苗研究，而目前正在拟备第二项法案，旨在提供免费检测，扩大有新病假和隔离检疫假，提供食物援助及其他若干计划。随着总统特朗普于3月13日宣布全国进入紧急状态，并根据《斯坦福法案》（Stafford Act）提供近500亿美元的资金后，预计该法案于未来数日亦将获得通过。

尽管当局采取广泛的行动遏制新型冠状病毒扩散，但上述措施可能仍不足以阻止经济陷入衰退。即使并无全面停摆，大部份经济活动（例如旅游，餐饮和零售业）亦已大幅减少。提供餐厅订位服务的网上平台OpenTable开始发布每日比较数据，显示美国的全年总用户流量在3月13日晚下降36%，3月14日晚上则下降42%，而纽约，波士顿及旧金山等主要城市的跌幅超过50%（图2）。

图2：OpenTable 餐厅预订宗数急跌

	2/18	2/19	2/20	2/21	2/22	2/23	2/24	2/25	2/26	2/27	2/28	2/29	3/1	3/2	3/3	3/4	3/5	3/6	3/7	3/8	3/9	3/10	3/11	3/12	3/13	3/14	3/15	3/16
凤凰城	-4%	0%	11%	-1%	0%	1%	7%	3%	-2%	-2%	7%	-5%	-11%	-13%	-21%	-8%	-7%	-6%	-8%	-18%	-13%	-28%	-21%	-28%	-27%	-45%	-66%	
洛杉矶	7%	6%	9%	1%	8%	29%	12%	15%	5%	0%	8%	13%	-3%	-1%	4%	7%	-5%	1%	-2%	-15%	-27%	-23%	-26%	-38%	-48%	-47%	-57%	-82%
旧金山	-15%	-11%	-4%	-8%	-9%	-9%	9%	16%	12%	5%	-8%	-10%	-18%	-22%	-24%	-24%	-22%	-18%	-18%	-26%	-41%	-43%	-43%	-51%	-53%	-58%	-72%	-80%
丹佛	-1%	-12%	-9%	14%	2%	-3%	-10%	-12%	-2%	-2%	1%	27%	38%	3%	-9%	-3%	-10%	-9%	-6%	2%	-20%	-19%	-4%	-17%	-46%	-46%	-50%	-56%
迈阿密	0%	-8%	-5%	1%	5%	-7%	17%	1%	-9%	0%	0%	4%	-18%	-13%	-15%	-6%	-2%	-11%	-2%	10%	-9%	-15%	-18%	-22%	-27%	-30%	-36%	-46%
亚特兰大	6%	9%	-5%	-5%	-3%	-7%	-6%	1%	-3%	-4%	7%	1%	8%	-17%	-21%	-11%	-9%	-2%	1%	13%	1%	-14%	-14%	-26%	-35%	-34%	-44%	-78%
芝加哥	-7%	-3%	-5%	-4%	7%	11%	-6%	-16%	-15%	-8%	-8%	-3%	1%	-21%	-16%	-10%	-11%	-8%	4%	13%	-25%	-23%	-27%	-31%	-37%	-49%	-53%	-75%
波士顿	5%	15%	-3%	-12%	-2%	14%	5%	3%	1%	12%	1%	22%	1%	1%	-10%	-4%	11%	7%	-1%	10%	-14%	-29%	-30%	-47%	-56%	-64%	-70%	-81%
明尼阿波利斯	-14%	27%	-33%	-15%	12%	33%	18%	27%	12%	29%	39%	11%	14%	-19%	-3%	6%	-13%	-6%	61%	23%	-19%	-14%	-17%	-28%	-22%	-35%	-33%	-76%
纽约	1%	11%	3%	0%	3%	13%	7%	1%	1%	-2%	1%	-2%	-2%	-6%	-12%	-12%	-9%	-15%	-10%	-4%	-18%	-30%	-36%	-52%	-61%	-64%	-69%	-77%
波特兰	1%	-4%	7%	11%	6%	22%	14%	-7%	17%	4%	-4%	4%	9%	5%	-3%	-1%	3%	0%	-3%	5%	-16%	-7%	-20%	-32%	-41%	-39%	-54%	-61%
费城	10%	55%	11%	1%	2%	6%	-2%	-2%	10%	13%	11%	7%	21%	13%	4%	6%	8%	-7%	1%	3%	-7%	-14%	-16%	-39%	-40%	-48%	-54%	-85%
达拉斯	6%	-4%	1%	3%	-3%	-2%	-2%	14%	1%	-7%	6%	10%	11%	1%	-6%	-8%	0%	3%	-1%	-2%	-15%	-10%	-12%	-25%	-35%	-35%	-42%	-61%
休斯顿	-2%	-8%	-3%	3%	1%	-10%	4%	7%	9%	1%	-6%	-6%	2%	2%	-8%	-8%	7%	6%	10%	7%	-14%	-17%	-8%	-24%	-33%	-34%	-40%	-61%
西雅图	8%	11%	6%	1%	1%	12%	1%	0%	3%	5%	7%	0%	-18%	-29%	-31%	-31%	-36%	-34%	-35%	-25%	-47%	-49%	-54%	-58%	-63%	-63%	-62%	-83%
华盛顿	-5%	57%	9%	0%	9%	16%	13%	9%	9%	2%	4%	2%	6%	0%	-8%	8%	-4%	-5%	1%	0%	-9%	-18%	-22%	-38%	-44%	-44%	-55%	-76%

资料来源：OpenTable。

## 货币与财政政策须陆续出台

这种经济活动“突然停顿”的情况，最初是由供应冲击造成，但随着工人被迫放无薪假或遭裁员，将迅速转为需求冲击。虽然许多企业均致力寻找办法减轻对工人的影响，

但若收入急剧下降，并继续面对欠租、债务利息和其他成本等问题，则可能无法继续向员工支付薪酬。这可能令新型冠状病毒造成的经济影响恶化，因为当疫情消退后，面对资金短缺问题的企业将无法重新开业，而在疫情消退前遭裁员的工人亦难以维持生计。此外，预计在停摆后可能

仍将继续出现一些确诊个案，故直至研发出疫苗为止，至今尚未清楚消费者是否会恢复正常的消费模式，包括旅游及参与大型群众活动。因此，尽管经济肯定将会出现初步反弹，但复苏的幅度与下降的幅度相比将更弱。

鉴于这种动态，市场普遍要求推出第三轮刺激措施，而国会对此亦充分理解。无论政策官员采取任何措施，只要有助企业在疫情造成的停摆下继续“正常运转”，市场都会表示欢迎。有关措施可包括指示银行暂停收取贷款利息（宽容）、向企业提供资金的机制（纾困），甚至是直接向每位美国公民派发现金。基于疫情期间保持社交距离的普遍性、程度及潜在持续时间，可能需要采取庞大的刺激措施以应对即将出现的经济冲击。若有一半的经济活动停顿两个月，将相当于国内生产总值下降 8.3%。当然，部份活动只是推迟而非取消，因此将会出现反弹，但这仍然相当于整体产出减少近 2 万亿美元，接近政府建议 2020 年整体联邦预算案的 40%。无论最终立法结果如何，关键是提供有助消费者及企业在此困境期间保持偿债能力的计划。这样才可于当前危机下站稳脚步，寻求其他出路，并取得更广泛的复苏。

### 经济衰退风险升温，风险仪表盘暂时维持黄色

在此环境下，我们认为未来 12 个月经济衰退的机率已升至 75%。我们认为要避免经济衰退，最大的机会是发生以下情况：推出过度强劲的政策回应（即财政刺激措施）、感染率于短期内见顶，或从时间角度来说，经济收缩情况并不符合衰退的定义。在后者情况下，即使经济或将大幅收缩，但基于发生这些事件的时间，并不构成连续两个季度实质国内生产总值录得负增长。然而，美国国家经济研究局早前已经表示，即使经济收缩只有数月，但若收缩幅度如 1982 年经济衰退般严重，仍符合经济衰退的定义。

纵使经济陷入衰退的可能性增加，但目前凯利投资经济衰退风险仪表盘仍维持整体黄色信号（图 3）。正如我们在上一篇文章指出，大部份经济模型（包括此风险仪表盘）的设计并无计入前所未有的全球大流行疫情，因此无法作出预测。这个说法在上一次石油禁运及 1973 至 1975 年经济衰退期间，真正由供应冲击引发的衰退中获得证实，当时红色信号是在经济开始出现衰退后才发出。原油价格急升（供应冲击），导致美国人均油价开支是今天的三倍，令消费者难以承受（需求冲击）。若要在现代历史中寻找其他类似历史事件进行比较，会联想到“911 事件”，但发生这个悲剧时，经济早已进入衰退。此外，市场亦曾发生其他全球大流行疫情，例如 100 多年前爆发的西班牙流感，但发生的情况截然不同，若用作比较将相当具挑战性，而且实际用途有限。

尽管金融市场对新型冠状病毒疫情扩散已迅速作出反应，但经济数据才刚开始反映其影响。我们对经济的预测虽说

由风险仪表盘所推动，但同时结合许多工具，以及我们本身（以及凯利投资同事）的判断力和经验。鉴于疫情导致在广泛层面保持社交距离，而有关情况只是刚刚开始，许多数据相信至少要一或两个月后才能反映真正的经济影响。因此，风险仪表盘所显示的许多指标尚未反映当前的发展。当中只有信用利差一个指标发生变化，因国家经济动荡，令投资者重新评估下调评级及违约风险，导致信用利差转为红色。

图 3：凯利投资经济衰退风险仪表盘

指标	2020 年 3 月	2020 年 2 月	2020 年 1 月
<b>金融</b>			
收益率曲线	×	×	×
信用利差	×	▲	▲
货币供应	▲	▲	●
<b>通胀</b>			
工资增长	×	×	×
商品	▲	▲	●
<b>消费者</b>			
住宅营建许可	▲	▲	▲
申领失业救济金人数	▲	▲	▲
零售销售	▲	▲	▲
就业信心	●	●	▲
<b>商业活动</b>			
供应管理协会	●	●	●
新增订单	×	×	●
毛利润率	×	×	●
卡车货运量	▲	▲	▲
<b>整体信号</b>	●	●	●
	▲经济扩张 ●审慎 ×经济衰退		

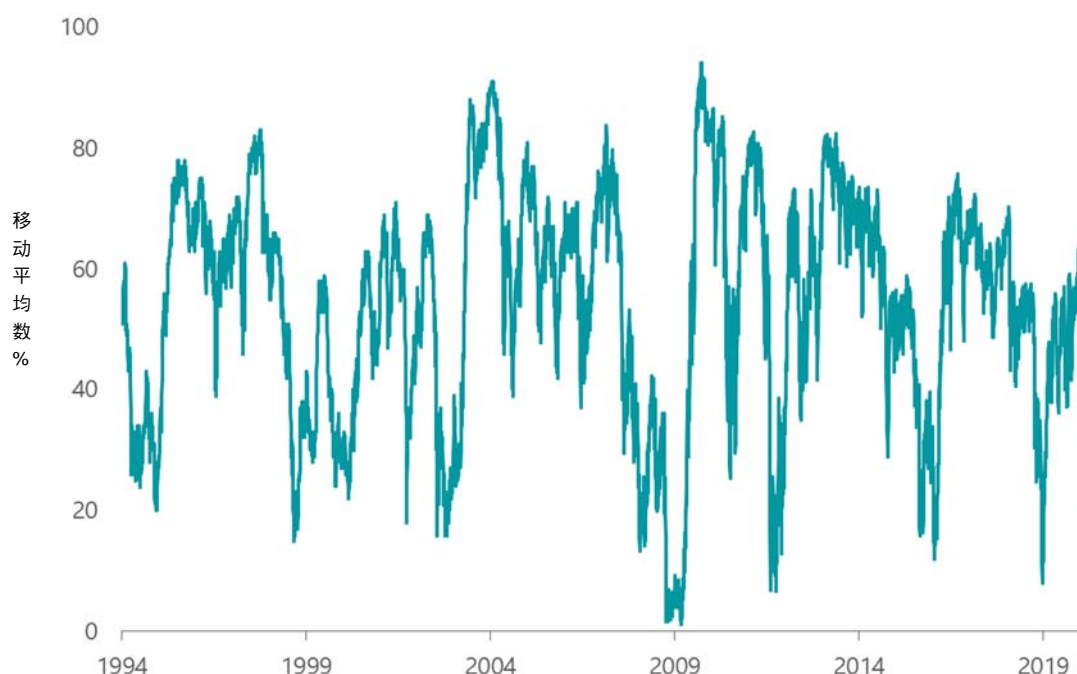
资料来源：凯利投资。资料来源：凯利投资、劳工统计局、美联储、美国人口普查局、供应管理协会、商务部经济分析局、美国化学理事会、美国卡车运输协会、美国经济咨商局和彭博。凯利投资经济衰退风险仪表盘于 2016 年 1 月创建。

我们仍然相信，随着初步的供应冲击转为需求冲击，风险仪表盘可发挥其效用。我们预期风险仪表盘在未来数月将转为红色，而持续监测其变化，有助我们追踪局势的发展。随着市场开始裁员，我们预期申领失业救济金人数将于未来数周增加。由于市场停止招聘，就业信心可能恶化，而供应管理协会新增订单可能会再度转为红色。

除此之外，我们将专注于零售销售、卡车货运量及住宅营建许可的数据。前者的表现可能好坏参半，部份企业（网上零售）可从中受惠，而其他企业（餐厅／酒吧）则会大幅下跌。经济活动整体减少，将导致全国各地的货运量下挫。住宅营建许可将成为测量需求冲击程度的重要指标，因为低息环境有助支持楼市，但买家却可能因为疫情忧虑而却步。裁员潮及市场乐观情绪下降将造成多大的影响，中期而言将自有分晓。

市场在短时间内已出现重大的转变。未来数周及数月的市场行动可能仍会反复波动，直到我们对财政刺激计划的范围有更清晰的了解，及／或有明显迹象显示疫情已见顶。然而，我们可能已趋于接近过往曾显示的主要市场触底水平。事实上，纽约证交所股票收市水平高于 200 日移动平均数的百分比低于 5%，仅略高于环球金融危机期间的历史低位（图 4）。正如我们早前说过，黎明前的一刻总是最黑暗。

**图 4：纽约证交所收市水平高于 200 日移动平均数的百分比**



资料来源：纽约证交所及彭博。

**重要信息：**

本文件乃根据美盛子公司凯利投资的意见拟备。本文件为凯利投资分析师 Jeffrey Schulze 及 Josh Jamner 截至 2020 年 3 月 17 日的判断，或会因市场或其他因素而随时改变，亦可能与其他投资经理、专业人士及公司整体的观点或有不同。

信息来源：美盛及凯利投资。本文件由美盛资产管理香港有限公司（「美盛」）仅提供给透过中华人民共和国（「中国」）的商业银行根据中国银行业监督管理委员会相关法规发行的理财产品（「QDII 理财产品」）投资的中国投资者。投资者在投资本文件内提及的任何项目前应细阅相关文件，如有需要请透过相关中国的商业银行及/或其他专业顾问寻求专业咨询。请注意，美盛及其关联公司仅为 QDII 理财产品投资于境外基金的经理，并不获任何中国监管机构批准在中国从事业务或投资活动。

本文件只作参考用途，并不构成要约或招揽中华人民共和国的公众认购或出售任何投资项目。本文所载信息不应被视为投资、法律、税务或其他建议，亦不应作为作出投资或其他决定的依据。个别证券的提述并不构成亦不应视为购买、持有或出售有关证券的意见或任何建议，而任何有关个别证券（如有）的信息并不能构成足够依据去作出投资决定。本文件并不构成美盛、其关联公司及人士、其高级人员、职员或董事在中华人民共和国进行任何商业活动。

本文件所载观点并不拟作为对未来情况推测、或对未来业绩的保证。本文内表达的所有观点反映美盛在本文件刊发当天的观点。该等观点可随时因应市场或其他状况而更改，不会另行通知。本文件所载数据乃根据相信可靠的资料来源拟备，但并不保证资料的准确及完整性。基金分配、持有及特性可随时更改。过往数据可能不时经数据提供者重新调整。美盛香港、其关联公司及人士、高级人员或董事可能就本文件所载的证券的认购或出售有利益关系。

**投资附带风险。过往表现并不预示未来业绩。**美盛、其关联公司及人士、其高级人员、职员或董事对任何因使用本文件或其内容而引致的任何损失概不负责。本文件的内容属保密资料及专有内容，仅供收件的客户使用，并且不得在未得到美盛的书面同意下以任何方式复制、派发或发表。本文件可能在某些地区限制派发。任何人士管有本文件应就有关限制详情征询意见，并遵守该等限制（如有）。 CN2003034