

如何看待海外疫情拐点和风险资产反弹？

宏观研究报告

2020年4月10日



西南期货研究所

地址：上海市浦东新区源深路1088号1603室

地址：重庆市江北区东升门路61号金融城2号

T2栋29-2、29-3

电话：021-61101856

邮编：200122

邮箱：research@swfutures.com

研究员：郁泓佳

期货从业证书号：F3046389

投资咨询证书号：Z0013526

电话：021-61101853

邮箱：yhj@swfutures.com

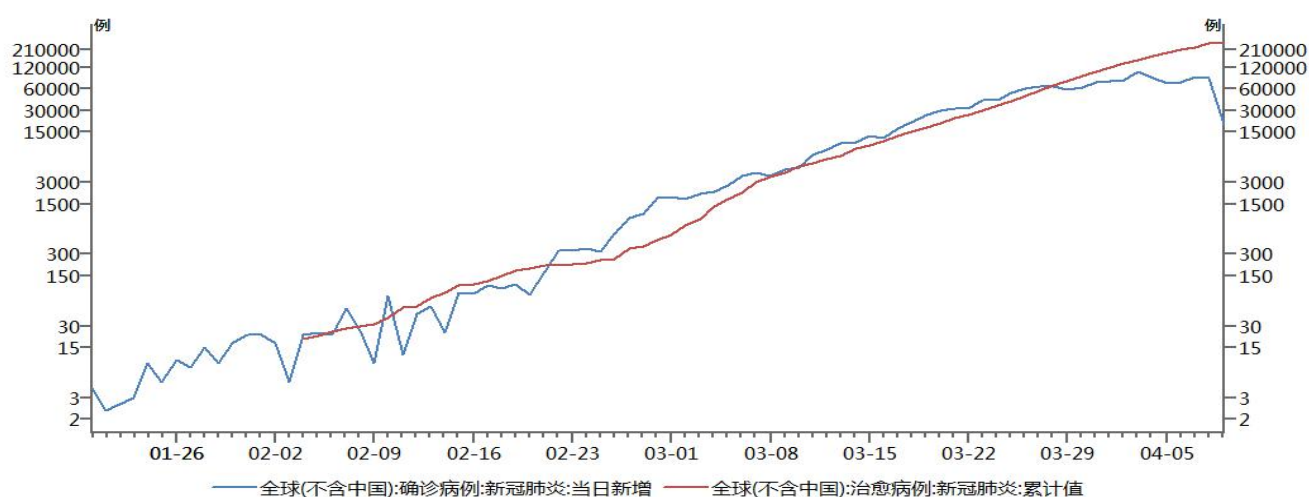
在3月28日的策略报告会中，我们提到“参考中国和意大利疫情发展情况，海外疫情可能在四月中上旬到达拐点”，“在美联储无限量QE的拉动下，美元流动性危机有望缓解，美股大规模抛售的现象有望缓解”，“随着美元指数和波动率的见顶回落，黄金有望重新获得上涨驱动，建议建立黄金多头”。两周以来，市场走势基本上验证了我们的判断，海外疫情增速放缓，美股自低位强劲反弹，黄金调整后持续上涨并突破疫情爆发前的高点。那么，如何看待海外疫情的发展？美股的反弹代表了V型复苏还是昙花一现？黄金能否持续上涨开启大牛市？本篇报告试图回答这些问题，以为投资者提供参考。

一、如何看待海外疫情发展？

截止4月9日，中国之外累计确诊病例1454738例，累计死亡86790。其中，已经连续6日的新增确诊病例低于4月3日的峰值？这是否意味着全球疫情增速的拐点？欧美疫情何时能够恢复常态？

我们认为，如果不考虑疫情在印度、巴西及非洲等发展中国家扩散的风险，欧美疫情发展已过拐点。更具体的，全球国家可分为四类：第一类国家为中国和韩国，疫情已基本受到控制，主要风险为输入型病例；第二类国家新增病例已确认拐点，包括意大利、西班牙、德国和瑞士等；第三类国家包括美国、英国等尚未确认拐点，新增病例尚处于高位，但在接下来一两周有望确认拐点；第四类国家包括印度、巴西和非洲等广大发展中国家，即缺乏严厉防控的手段，也缺乏大规模的检测能力，因此数据始终成谜，大规模扩散蔓延的风险显著上升。

图1：全球疫情发展已有所放缓



数据来源：Wind

对于美国，4月以来，单日新增确诊病例仍在持续上升，但好消息在于，重灾区纽约的单日新增病例和死亡病例都有明显的放缓迹象。参考欧洲的经验，以当前的防控措施，美国的疫情有望在两周内迎来拐点。最终的确诊病例，可能在60-80万左右，死亡病例在6万-10万左右。

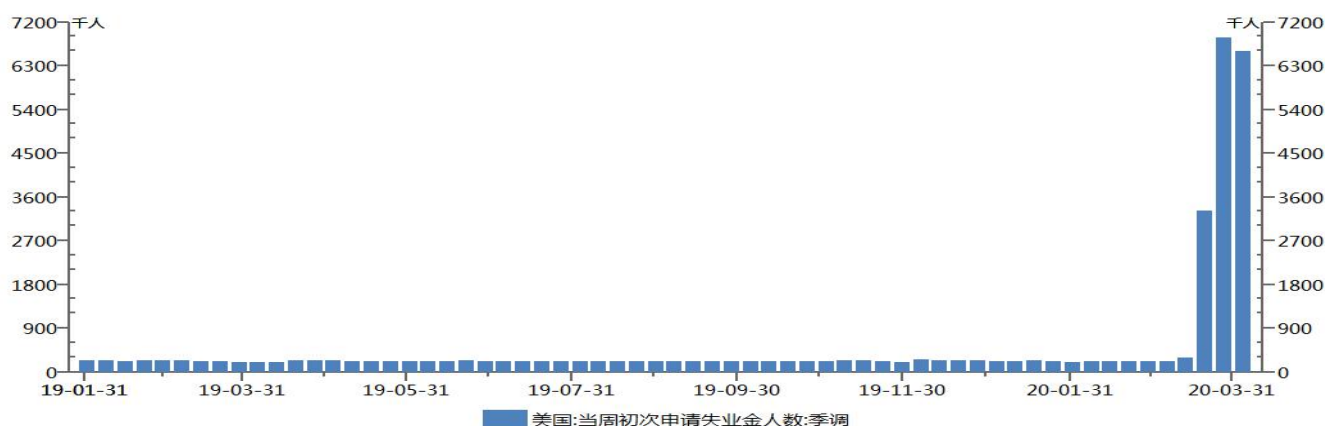
但是，尽管欧美疫情防控出现光明的曙光，但我们认为，与中国相比，欧美各国的防控措施力度不及，后续疫情恐怕难以迅速消退。确诊病例可能呈现左偏、后尾的特征，即疫情受控的时间较长，后续的复工复产也有可能加大疫情二次爆发的风险。

更为重要的是，全球抗疫前景取决于发展中国家的努力，病毒长期存在并卷土重来的风险持续上升。我们可能难以像SARS一样彻底消灭病毒，疫情防控将趋于长期化，直到特效药和疫苗的研发成果。这将进一步拖累经济增长前景。

二、美国经济增长前景展望

受疫情影响，二季度美国经济增长形势势必非常疲软，当前的高频数据已经验证了这一点。美国四月第一周失业数据高达600万，再次突破历史高点，也远高于2008年金融危机时期。极有可能，当前美国失业率已高达10%以上。

图2：美国失业数据



美国经济的复苏前景取决于疫情的持续时间。但是，如果疫情消退时间加长，经济持续停摆，美国二季度乃至全年的GDP可能大幅萎缩超过金融危机期间，失业率甚至可能上升至20%以上。更重要的是，美国经济在三季度强劲复苏的可能性也不高。此次疫情暴露出美国内生经济动能乏力、企业杠杆率较高、财政政策和货币政策缺乏空间的软肋，居民和企业部门需要时间修复资产负债表，贫富分

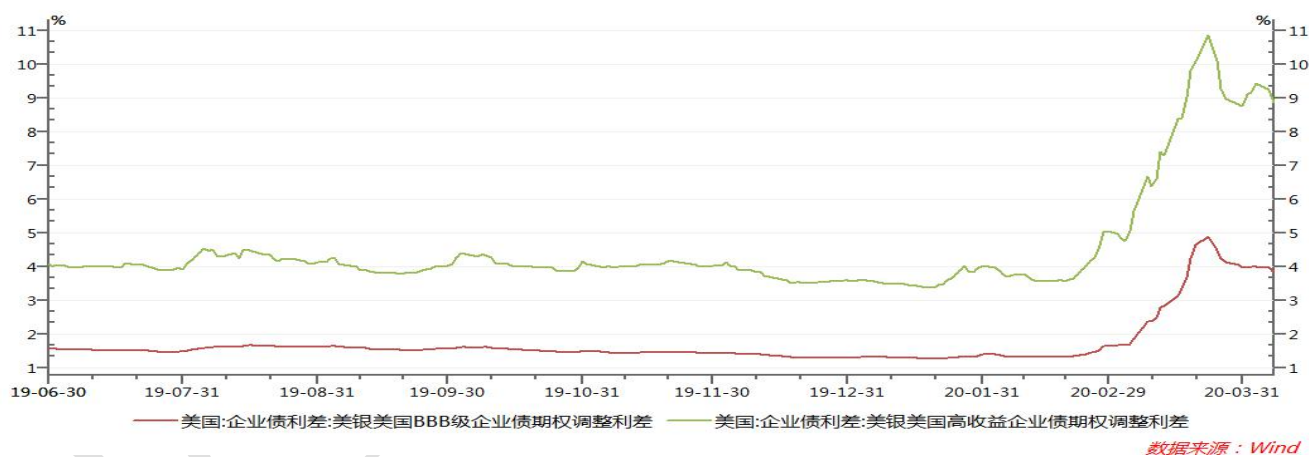
化进一步拉大削弱总需求，两党政治极化加大协调难度，美国长期增长前景更加黯淡。本轮美国经济增长可能呈现耐克或者李宁的钩型，即呈现脉冲式下跌→小幅复苏→再次衰退的形态。

因此，疫情冲击下，美国经济增长前景较为黯淡，强劲复苏的可能性不大，虽不至于如同大萧条一样持续多年，但有可能如日本一样增长前景长期低迷。

三、如何看待美股的反弹？

美股自3月23日的低点持续反弹，目前道琼斯指数已反弹超5000点，纳斯达克、印度 SENSEX，德国 DAX 等多国指数已经步入技术性牛市。正如我们在专题报告中指出的，海外股票市场反弹的原因可归结为：前期跌幅较大，技术上空头回补和反弹的必要；美联储无限量宽松，为市场注入大量流动性，美元流动性危机缓解，市场利率下行；财政政策协同发力，市场对全球经济衰退的担忧有所缓解；海外疫情初现曙光，欧美新增病例增速放缓，经济重启的可能性。

图 3：美国企业债信用利差



但是，对于美股的走势，我们再次转向谨慎和悲观。我们认为，随着美联储和财政政策的落地，市场关注重点将由政策对冲转向基本面。尽管欧美疫情呈现初步放缓的迹象，但疫情消退可能呈现厚尾特征，疫情快速消退和经济迅速复苏的可能性微乎其微。疫情产生的供给冲击和信贷紧缩，将引发失业率上升、投资减少、总需求收缩，企业盈利前景大幅回落。此外，作为财政救助方案的附加条件，美股十年长牛的最大推手—股票回购将受到严格限制。美国企业将经历新一轮信贷收缩、投资放缓、缩减债务、杠杆率下降的债务周期。

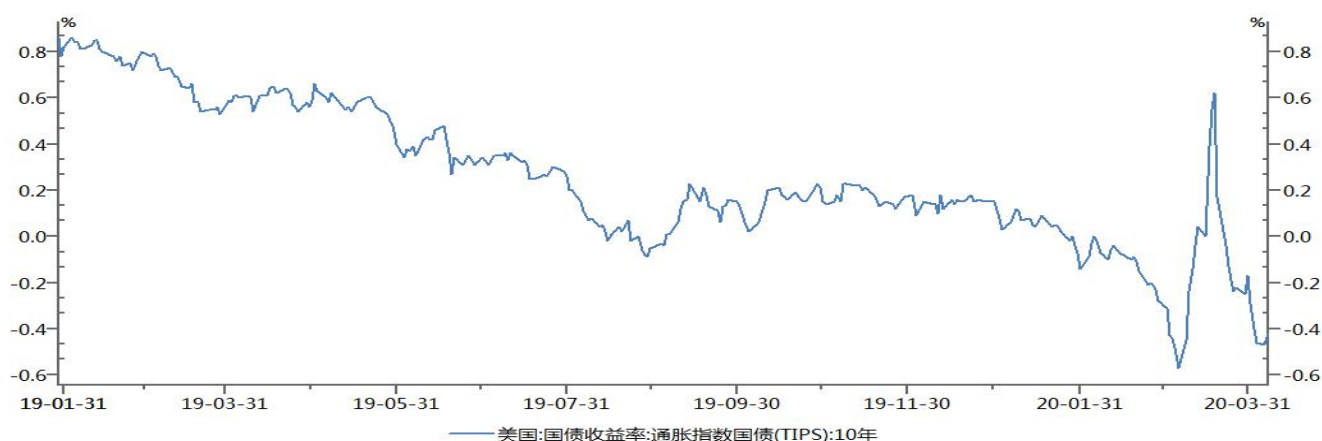
因此，我们认为，在美联储无底线的托底政策下，美国股市将脱离惨烈抛售的命运，但恐难以回

到年初的高点。美股十年牛市已经结束，接下来更有可能出现“阴跌”的局面，美股的投资价值不高。

四、黄金的投资价值分析

3月9日以来，伴随着疫情扩散和原油价格战事件，美股市场剧烈下跌，传统的避险资产黄金也一度受到波及。COMEX 黄金期货主力合约一度下跌至 1500 以下，我们认为，主要原因在于美元流动性危机，为满足赎回和追加保证金要求，各金融机构纷纷出售黄金等流动资产，造成黄金被“误杀”，因此调整即是机会。随着美元指数和 VIX 波动率见顶回落，黄金将重新获得向上驱动。黄金的走势证实了我们的判断，黄金随之开启了强劲的反弹，COMEX 黄金期货主力合约已经上涨至 1700 以上。

图 4：美国实际利率



数据来源：Wind

对于黄金的未来走势，我们仍然认为，黄金有望走出“长牛”。黄金的长期驱动因素依然存在，

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_5810

