

人民币资产确定性强，A股韧性十足不惧海外股市 下跌

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 FICC组

研究员

蔡劭立

☎0755-82537411

✉caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

联系人

高聪

☎021-60828524

✉gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

- **新冠疫情持续发酵，2月中旬至今全球股市表现糟糕。**3月9日至今，美股已经三次熔断，3月16日美股开盘即触发熔断机制，为本月第三次、史上第四次，也是美股史上最快的一次熔断。2月中旬至今，全球主要股票指数中（除中国外）表现糟糕，欧美股市跌幅均超20%，进入技术性熊市。但上证综指以及深证成指表现具有韧性，期间跌幅较小。
- **疫情对美国经济产生影响，美国经济存在衰退概率。**目前已有经济指标显示美国经济受到较大影响。纽约联储周一公布报告显示，纽约州制造业指数为-21.5，为2009年以来最低。纽约联储银行衰退模型预测的未来12个月美国经济衰退的概率为30.73%，再一次逼近2002年美国互联网泡沫破裂以及2008年金融危机时的高点，风险值得警惕。
- **警惕美国企业部门债务风险。**企业部门的杠杆率在持续放缓至2012年之后，开启了新一轮的加杠杆过程，2019年三季度企业部门的杠杆率创出新高。今年3月以来，TED利差不断走阔，当前利差已经超过去年9月流动性危机时的幅度。信用利差近期也在不断走阔，信贷市场正在反映疫情与油价战引伸出来的违约风险提升。近期还需关注CLOs资产，CLOs或将成为COVID-19冲击中的薄弱环节。杠杆贷款市场的风险上升从资产相关性上而言，会进一步向高收益债市场传导，推动信用环境的进一步恶化。美国企业债务的风险不仅存在于债务资本市场，还存在和股票市场之间产生跨市场风险联动的可能。
- **盈利端与回购端受阻未来施压美股。**近期美股市盈率大幅下行，但是标普500以及道琼斯工业指数的动态市盈率依然高于2008年金融危机时的水平，从历史跨度来看，目前的市盈率仍有下行空间。从美股的盈利水平来看，历史上EPS负增长时的美股大都表现不佳，道琼斯工业指数的EPS目前已呈逐渐下行趋势，由于公共卫生事件将导致各行业供应链断裂，预计美国企业盈利短期将承压，施压美国股市。2008年金融危机后美股开启了长达十年的牛市，除持续向好的企业盈利能力上升因素外，企业自身回购操作是推升股价上涨的重要原因。经济下行，信用泡沫难续。高杠杆率下的回购操作将使上市公司承担更多信用风险，加重公司偿债负担。
- **人民币资产确定性强，A股具有较强韧性。**目前国内疫情逐渐得到控制。在海外疫情仍未出现拐点，仍未确定对于经济的影响程度之时，国内目前已经向复产复工发力，加快经济恢复。与欧洲、美国、日本相比，我国的政策空间充足，经济韧性强劲，经济长期向好的基本面没有改变，或率先走出疫情影响。横向比较下，我国的基本面确定性更高，经济增速虽受影响，但经济增速预计依然领先全球，国内的股债不仅短期是全球的避险资产，长期来看也将会为投资者带来稳定的回报和增值。

相关研究：

银行保险资金入市对国债期货的影响深度解析

2020-02-22

主力资金配置大基建板块追踪

2020-02-22

节后外资加速抄底，谁是外资的“真爱”？

2020-02-05

肺炎疫情对节后我国债券外汇市场的影响分析

2020-02-01

武汉肺炎疫情对节后我国股票市场的影响分析

2020-02-01

基于资金流入视角的股指标的选择

2020-01-06

中国债券市场结构介绍

2019-12-31

银保监会入市所带来的资金增量大致测算

2019-10-28

新冠疫情持续发酵，2月中旬至今全球股市表现糟糕

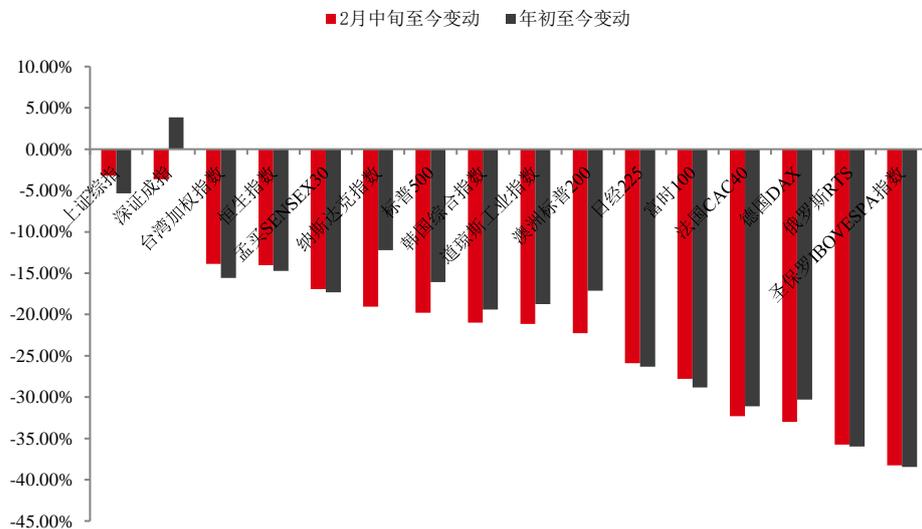
海外肺炎疫情持续扩散，目前已经蔓延到了全球 150 多个国家和地区，国外累计确诊病例超过 10 万人，这其中包括了 17 个国家 63 位政要。因对新冠肺炎疫情对于全球经济造成的不利影响的担忧，全球股市在 2 月中旬至今大幅震荡，美联储虽然在 3 月 3 日紧急降息 50BP 以及 3 月 15 日将基准利率大幅下调至接近零的水平，并表示将购买 7000 亿美元的美国国债和抵押贷款债券，以帮助美国经济抵御冠状病毒。但是这些措施并未缓解市场的悲观情绪，市场担忧美联储利率政策耗尽后是否还有进一步的手段应对未来可能面临的压力。

3 月 9 日至今，美股已经三次熔断，3 月 9 日美股暴跌，标普 500 触发第一层熔断机制，这是自 2008 年金融危机以来美股首次熔断；3 月 12 日，美股开盘后 6 分钟，三大股指集体跌破 7%，又触发熔断机制，这是美股一周内第二次熔断；3 月 16 日美股开盘即触发熔断机制，为本月第三次、史上第四次，也是美股史上最快的一次熔断。

2 月中旬至今，全球主要股票指数（除中国外）表现糟糕，欧美股市跌幅均超 20%，进入技术熊市。但上证综指以及深证成指表现具有韧性，期间跌幅较小。

图 1： 2 月中旬至今以及年初至今全球主要股市表现

单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

疫情对美国经济产生不利影响，美国经济存在衰退概率

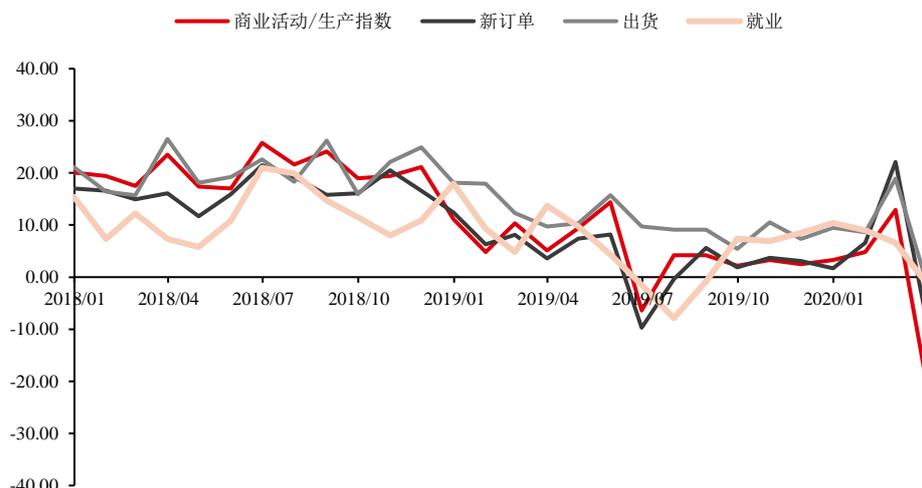
疫情会对美国经济产生不利影响，首先从实体经济方面，全球分工中美国目前在全球产业链的上游，而处于全球产业链重要一环的欧洲、韩国、日本以及中国均受肺炎疫情波及，

在全球联系如此紧密的现状下，美国制造业也必将遭受影响。其次从消费端，由于新冠病毒在美国扩散，民众的经济活动减少，新冠病毒疫情成了真正的公共卫生危机，消费者出于自我保护，把自己“排除”在经济活动之外，尽量不出门，不参加体育活动，这些行为削弱了消费需求。

目前已有经济指标显示美国经济受到较大影响。纽约联储周一公布报告显示，纽约州制造业指数下跌 34.4 点，至 -21.5，为 2009 年以来最低。其中新订单、出货和就业分项指数全部跌为负值。该数据表明，新冠疫情已经开始对美国制造商造成冲击。随着未来采取更多极端措施来遏制病毒，数据可能会进一步恶化。纽约制造商对前景的展望变得更为黯淡。未来商业状况指数也跌至 11 年低点。出货指数跌至 2016 年 9 月以来最低水平，平均工作时长指数跌至 2015 年 12 月以来最低水平。

图 2： 新冠疫情已对美国经济产生影响

单位：点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

纽约联储银行衰退模型预测的未来 12 个月美国经济衰退的概率为 30.73%，再一次逼近 2002 年美国互联网泡沫破裂以及 2008 年金融危机时的高点，风险值得警惕。

图 3: 新冠疫情提升美国衰退概率

单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

警惕美国企业部门债务风险

美国居民部门信用和企业部门信用在 2008 年受危机冲击以来都呈现出持续而缓慢的扩张过程。从杠杆变化情况来看, 2008 年至今的史上最长的扩张周期中, 家庭部门呈现出持续的去杠杆过程, 而企业部门呈现出持续的增杠杆过程, 家庭部门的杠杆率从 2008 年最高的 98.6% 降至当前的 75.2%, 而企业部门的杠杆率在持续放缓至 2012 年后, 开启了新一轮的加杠杆过程, 截止 2019 年三季度企业部门的杠杆率已经超过 2009 年的高点, 创出新高 74.2%。

今年 3 月以来, TED 利差不断走阔, 当前利差已经超过去年 9 月流动性危机时的幅度。信用利差近期也在不断走阔, 信贷市场正在反映疫情与油价战引伸出来的违约风险提升, 是值得担心的讯号。

图 4: 美国不同部门杠杆率 单位:%



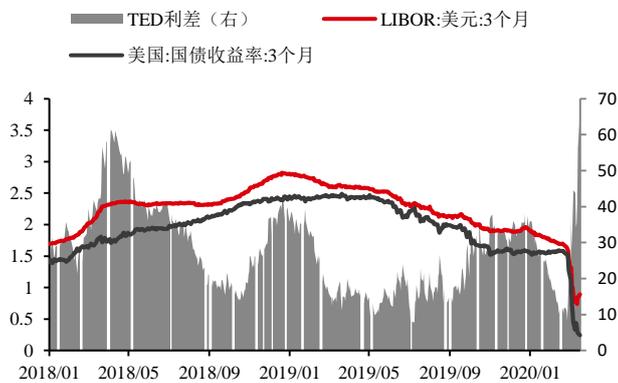
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 近期信用利差大幅走阔 单位: %



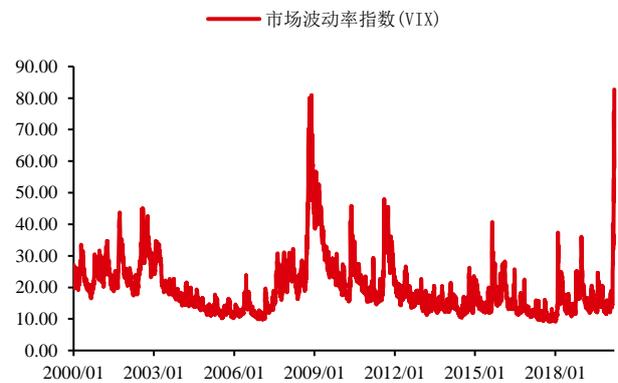
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: Ted 利差走阔 单位:%



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: VIX 指数已超 2008 年高点 单位: 无



数据来源: Wind 华泰期货研究院

近期还需关注 CLOs 资产, CLOs 或将成为 COVID-19 冲击中的薄弱环节。

表格 2 CLOs 和 CDOs 对比

	2007 年 CDOs	2018 年 CLOs	
底层资产类型	MBS、其他 CDOs 和 ABS、CDS	杠杆贷款	
底层资产规模	1.2-2.4 万亿美元 (次级 MBS)	1.4-2.0 万亿美元	
CDOs/CLOs 发行量	6400 亿美元	7500 亿美元	
未定价条款	50% 没有条款化	80% 低门槛	
复杂性	再证券化	占 14%	极少
	合成证券化	占发行 40-50%	极少
	期限转换	抵押回购中常见	极少
	直接	当时不清晰	至少 2500 亿美元

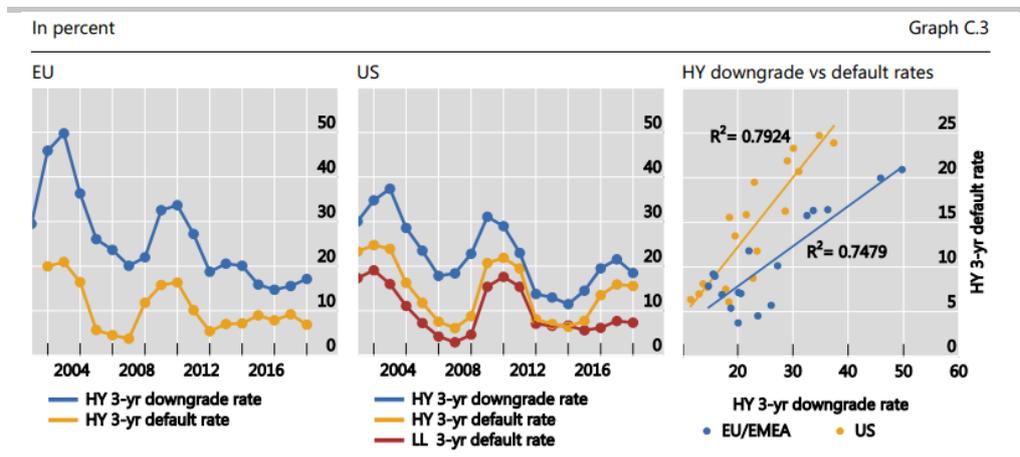
银行风险暴露	间接集中度	多方位 (SIV, PB 台)	PB 台
	持有结构	当时不清晰	某些领域较高
	非银风险暴露	以高等级为主	以高等级为主
		当时不清晰	20%的持有者未知

资料来源: BIS 华泰期货研究院

在当前疫情在海外呈现扩散态势的情况下,对于低评级行业现金流的冲击将逐渐显现。参照国内 COVID-19 爆发阶段资本市场的定价以及美国 CLOs 底层资产的行业分布,偏消费端的将更易受到影响。而一旦私人部门信用在 COVID-19 疫情演进中受到冲击加强,CLOs 的风险将逐渐扩散,对于杠杆贷款产业上的非银机构和银行都将带来资产负债表的冲击(从现金流的偿付顺序,冲击开始于非银机构,随着疫情的不断恶化扩散至银行机构)。

根据 FSB 的调查显示,历史上无论欧美,企业评级的下降和违约率上升之间存在较强的正相关性,在当前大约 CLOs 对底层资产风险暴露趋于集中的情况下(大约 90%的美国 CLOs 至少对前 50 个贷款者中的一个有风险暴露,而超过 80%的美国 CLOs 对前 5 个贷款者有风险暴露),贷款者的违约容易对 CLOs 资产持有者形成连锁性的抛售风险。

图 8: 信贷评级下降和违约率呈正相关



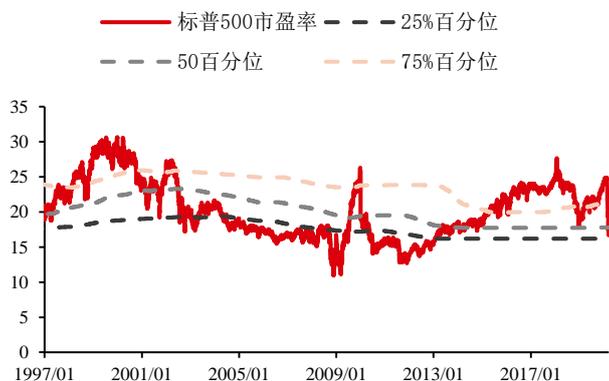
数据来源: FSB 华泰期货研究院

杠杆贷款市场的风险上升从资产相关性而言,会进一步向高收益债市场传导,推动信用环境的进一步恶化。美国企业债务的风险不仅存在于债务资本市场,还存在和股票市场之间产生跨市场风险联动的可能。近年来,美国公司将大量债务资金用于股票回购和分红,债市与股市的内在联系愈发紧密,资产价格的脆弱性不断上升。如果企业面临的融资条件收紧,用于回购股票的资金将会减少,股市上涨动力减弱,并通过财富效应进一步拖累居民消费。

盈利端与回购端受阻未来施压美股

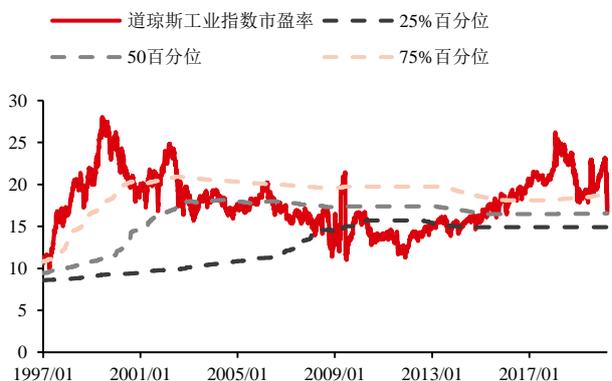
随着近期美股的大幅下跌，美股的动态 PE 也大幅下行，截至 2020 年 3 月 17 日，标普 500PE (TTM) 为 16.70 倍，较前期高位已经大幅下行超 30%；道琼斯工业指数 PE (TTM) 为 16.73 倍，较前期高位已经大幅下行超 25%。虽然近期市盈率大幅下行，但是标普 500 以及道琼斯工业指数的动态市盈率依然高于 2008 年金融危机时的水平，从历史跨度来看，目前的市盈率仍有下行空间。

图 9: 标普 500 市盈率状况 单位:倍



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 道琼斯工业指数市盈率 单位: 倍



数据来源: Wind 华泰期货研究院

从美股的盈利水平来看。历史上 EPS 负增长时的美股大都表现不佳，道琼斯工业指数的 EPS 目前已呈逐渐下行趋势，自 2019 年 8 月份至今已经下行超 6%，纳斯达克指数的 EPS 目前处于高位，也呈短期的下行态势。

由于公共卫生事件将导致各行业供应链断裂，预计美国企业盈利短期将承压，施压美国股市。

图 11: 道琼斯工业指数和 EPS 走势 单位:点

图 12: 纳斯达克指数和 EPS 走势 单位: 点

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_6428



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn