

海外疫情扩散背景下国内经济与资本市场展望

单击或点击此处输入文字。

分析师：杨宇

执业证书编号：S0890515060001

电话：021-20321299

邮箱：yangyu@cnhbstock.com

分析师：蔡梦苑

执业证书编号：S0890517120001

电话：021-20321005

邮箱：caimengyuan@cnhbstock.com

分析师：王震

执业证书编号：S0890517100001

电话：021-20321005

邮箱：wangzhen@cnhbstock.com

销售服务电话：

021-20321006

相关研究报告

- 1 《逆周期调节下金融数据回暖——11月份金融数据点评》 2019-12-10
- 2 《剔除季节性因素，仍有点弱——10月份金融数据点评》 2019-11-11
- 3 《数据企稳且结构向好，主要由稳增长政策推动——9月份金融数据点评》 2019-10-15
- 4 《金融数据疲软，显示有效需求不足——7月份金融数据点评》 2019-08-12
- 5 《总量回升结构偏弱，政策保持结构性宽松——6月份金融数据点评》 2019-07-13
- 6 《债券：再现“降准+置换”式定向降准，持续对冲风险-10月份定向降准点评报告（181007）》 2018-10-08
- 7 《非标融资加速收缩，金融强监管定力强-6月份金融数据点评报告（180715）》 2018-07-16
- 8 《定向降准≠全面宽松，旨在对冲风险-定向降准点评报告（180624）》 2018-06-27

□ 投资要点：

◆ **国内疫情逐步平息，但海外疫情正处于爆发期。**从2月底开始，海外疫情形势却持续恶化，当前部分国家的疫情呈现爆发的态势。由于各国疫情的严重程度、各国政府应对的举措的不同，后续海外的疫情如何演化很难判断，短期将继续冲击市场情绪，是未来一段时间资本市场重要变量，需要持续跟踪，以做好应对。

◆ **短期来看，海外的经济将遭受国内疫情对全球经济冲击的“溢出影响”和本身疫情形势恶化带来的冲击。**中长期来看，对于海外经济如何发展，可以分为乐观和悲观两种情况：中性情况，随着气温的回暖以及对新冠病毒认识的加深，海外疫情防控效果明显，将于4月初进入拐点，5月初社会经济生活开始恢复，全球经济在政策作用下，将会很快恢复。极端情况，海外疫情形势恶化超预期，拐点迟迟不出现，恐慌情绪蔓延，全球需求大幅萎缩，全球供应链破坏，企业现金流受到严重冲击，则可能引发信用危机，全球经济可能会陷入一轮衰退和通缩。综合以上分析，我们认为在全球疫情扩散的冲击下，国内经济短期出现“V”型反转的概率较低，更大的可能是随着海外疫情拐点的出现，有一个“U型”的反弹。极端情况下，疫情可能会引发一轮全球的衰退和通缩。

◆ **全球货币政策的宽松将为国内货币政策的宽松创造更大的空间。**目前中美利差已经创历史新高的200BP。过高的利差将会对人民币和出口均会带来较大的压力，增加了国内后续调降利率的概率。当前政策的着力点在于供给端的恢复，信贷的支持和定向的支持比较多，保证一些由于疫情的冲击而暂时遇到困难的企业能够活下来，并逐步恢复到正常状态。随着国内疫情的逐渐平复，复工复产进度提升。我们将看到政策在需求端的发力，总量的货币政策宽松可期。

◆ **股票市场：流动性和风险偏好的驱动的行仍将持续。**短期来看有以下几个利多因素：第一，为对冲疫情带来的冲击，宽松政策空间仍大，尤其随着复工复产的逐步恢复，总量宽松的政策值得期待；第二，国内疫情总体得到控制，市场对复工复产的加速有所期待；第三，当前市场流动性依然充裕。不利的因素仍是海外疫情的不确定性及海外金融市场波动对国内风险偏好的冲击。短期市场仍是以流动性和风险偏好的驱动的行。不过后续会逐步切换到基本面因素，疫情对基本的冲击将会被实质性定价。可能面临的调整时点在3月底4月初，即一季报出台的时间。

◆ **债券市场：短期面临快速上涨后的调整风险，但仍处于上涨通道。**在海外疫情的发酵和避险情绪的推动下，债券市场收益率在短期内出现快速下行，期限利差大幅压缩，短期债市有过热的迹象，后续可能会面临一定的调整压力。中长期来看，资金面、政策面、基本上总体还是有利于利率下行。

◆ **黄金：短期位置过高“避险”属性下降，中长期仍值得战略配置。**受海外疫情扩散和避险情绪的升温，黄金短期快速上涨导致多头寸过于拥挤，短期面临调整的压力增大，“避险”属性下降。不过调整之后，仍值得战略配置：一是疫情对于本来就处于下行周期的全球经济来说属于雪上加霜，预期全球央行新一轮的宽松政策会重新开启，全球负收益率债券的规模将继续攀升。二是地缘政治风险仍大。

◆ **风险提示：海外疫情失控、美国市场出现信用危机**

内容目录

1. 国内疫情逐步平息，但海外疫情正处于爆发期.....	3
2. 海外疫情的蔓延将一定程度上拖慢国内经济的反弹	4
2.1. 海外疫情扩散对经济带来的冲击	4
2.2. 后续国内经济走势的推演	5
3. 全球开启降息给国内的货币政策宽松打开了更大的空间	7
4. 海外资本市场对尾部风险的担忧在提升	8
5. 市场策略展望.....	11
5.1. 股票市场：流动性和风险偏好的驱动的行​​情仍将持续.....	11
5.2. 债券市场：短期面临快速上涨后的调整风险，但仍处于上涨通道	11
5.3. 黄金：短期位置过高“避险”属性下降，中长期仍值得战略配置	12

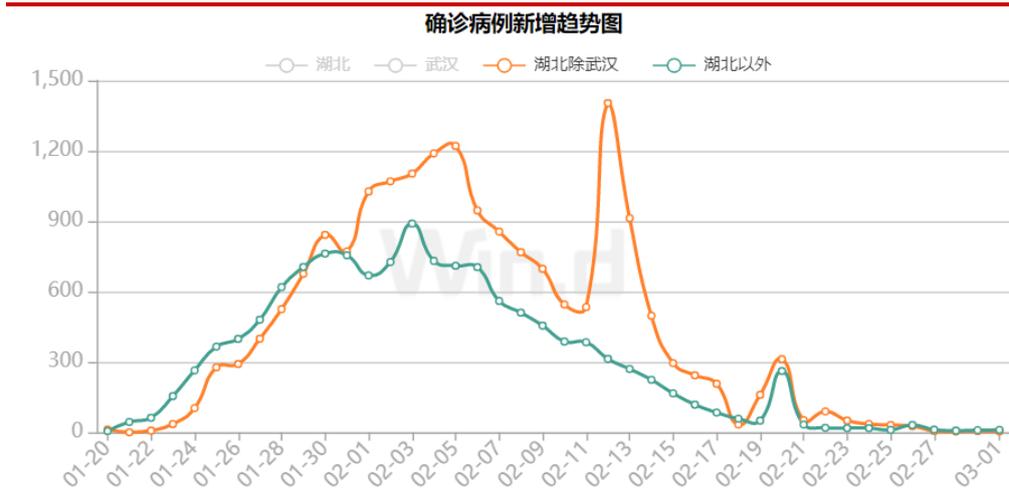
图表目录

图 1：国内疫情逐步平复	3
图 2：各国疫情数据	4
图 3：六大发电集团日均耗煤量的恢复情况.....	5
图 4：商品房成交的恢复情况.....	5
图 5：主要城市地铁日运量	6
图 6：2 月份的海外数据还没有充分反映国内疫情对全球经济带来的冲击	6
图 7：1 月 19 日以来全球经济体降息情况.....	7
图 8：中美利差拉大到接近 200bp 的历史高位	7
图 9：2 月份流动性呈“净回笼”状态.....	8
图 10：资金利率处于较低位置.....	8
图 11：金铜比和 VIX 指数显示当前市场极度恐慌	9
图 12：美国高收益债信用利差出现攀升	9
图 13：能源行业在美国企业债中的占比较高.....	10
图 14：美债收益率曲线平坦化.....	10
图 15：科技类 ETF 规模变化.....	11
图 16：2 月下旬以来期限利差出现明显压缩.....	12

1. 国内疫情逐步平息，但海外疫情正处于爆发期

当前国内疫情正逐步平息，2月29日开始累积治愈人数超过存量病例；3月7日全国除湖北外首次无本土新增确诊病例；截至3月8日，全国31个省市（不含港澳台）有将近一半的省市现存确诊病例降至个位数，其中有安徽、福建等5个省市确诊病例数据清零。钟南山院士团队在《胸部疾病杂志》期刊发文，研究认为：疫情在二月底已达到峰值，到四月底将趋于平缓。总体上看，按照国内当前疫情的发展势头，尽管输入病例不断出现，考虑到国内之前对待防控疫情积累的经验，国内的疫情的防控形势将持续向好，社会经济生活将逐步恢复。

图 1：国内疫情逐步平复



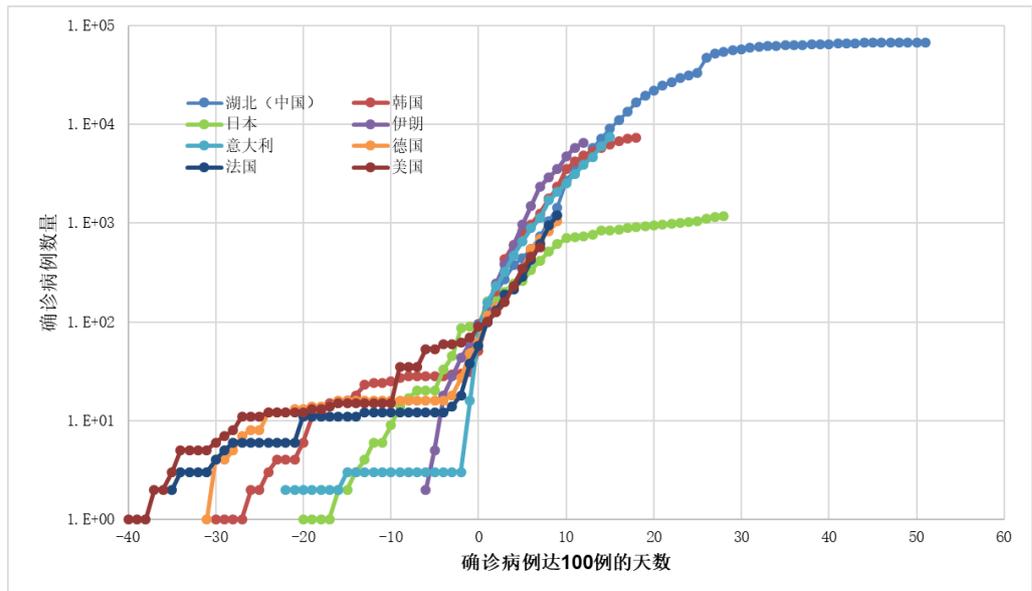
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

然而，从2月底开始，海外疫情形势却持续恶化，当前部分国家的疫情呈现爆发的态势。截至3月8日，海外累积确诊病例29149人，现存确诊病例24863人，现存确诊病例超过中国。考虑到海外主要国家此前对于疫情的重视程度不够，我们可能参考中国湖北的疫情发展情况。以累积确诊病例超过100人为起点，我们做出疫情重点国家确诊病例数量的时间序列数据，可以发现，当前大多数海外重点疫情国的确诊病例数据还处于指数型增长阶段，也即还处于爆发期阶段。不同的是，离中国较近，疫情最先爆发的日韩的数据似乎正在接近拐点，而欧美国家的疫情数据离疫情发展周期更前的阶段。总体上，海外疫情的发展滞后于我们国家20-40天左右。目前，海外疫情正处于爆发期。

由于各国疫情的严重程度、各国政府应对的举措的不同，后续海外的疫情如何演化很难判断。目前已知的信息是：一是与中国相比，海外大多数国家没有强有力的政府，对疫情的控制力度可能要弱于我们国家；二是欧美等国家的医疗体系整体上是强于我们；三是一些国家前期没有做足够的测试，导致公布的确诊数据比实际情况偏低，后续一旦开始大规模检测，确诊数据可能出现一个爆发式的上涨，一个典型的例子就是美国，此前美国宣布新冠病毒检测可以纳入低收入医保的费用，预计可以促进全面新冠疫情的检测。

总之，海外疫情的发展充满了不确定性，短期将继续冲击市场情绪，是未来一段时间资本市场重要变量，需要持续跟踪，以做好应对。

图 2：各国疫情数据



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

2. 海外疫情的蔓延将一定程度上拖慢国内经济的反弹

2.1. 海外疫情扩散对经济带来的冲击

在海外疫情未大规模扩散以前，单纯考虑国内疫情的影响，我们有以下结论：

第一，本次疫情对于经济的短期冲击比非典时期更大。主要的原因包括：爆发时间集中在春节对消费影响更大，也给复工带来了困难；疫情影响的范围更广，全国 31 个省市（不含港澳台）均有确诊病例；各地采取的措施力度更大，封城封路和交通管制比较普遍；当前国内的产业链更长，产业链上下游的停滞对制造业影响更大。

第二，政策对冲经济下行压力的难度更大。一是经济自身处于下行周期；二是宏观杠杆率处于高位，尤其企业部门和地方政府杠杆率处于高位，居民部门过去几年经历了杠杆率的快速攀升；三是刺激地产空间有限，尤其“房住不炒”的大原则下更不可能重新启动地产来拉动经济，尤其在居民杠杆率快速攀升及就业和收入均受疫情冲击的背景下，放松地产的效果亦值得怀疑；四是海外经济的疲软。

第三，全球经济的阶段性复苏受到负面冲击。一方面中国目前深度参与全球供应链，若复工不及预期，全球供应链受到冲击，将对海外的生产和投资均产生较大影响，进而也会反过来影响国内的出口；另一方面，停飞、撤侨、关闭大使馆，人员与货物流动受到了很大的影响，会对国际贸易带来冲击。

第四，要警惕出现未来的长期影响，若复工复产时间过晚，部分国际企业为了供应链的安全，在后续可能出现产业转移。

根据以往的经验，公共卫生事件可能会导致经济在短期内大幅下滑，然后出现“补偿式”反弹。然而，随着海外疫情形势的恶化，国内经济将会受到一定的冲击，经济出现“补偿式”反弹的时点可能会被延后。海外疫情大规模扩散前，市场一致性预期的“V型”反转可能走成“U型”。

目前，海外疫情仍在扩散，对各国经济的冲击，以及对国内带来的“溢出”影响到底有多

大，还无法判断。不过定性上看，我们可以从以下几个维度来思考海外疫情的扩散对于国内经济的冲击。

海外疫情的扩散对国内经济带来的冲击：

第一，从疫情防控的角度来看，输入性防控压力将延缓国内经济生产和社会生活活动的恢复。尽管国内疫情在平复，但是海外疫情的输入性风险加大，导致国内防控压力保持紧张状态，复工复产和社会生活恢复正常的时间会被拉长，旅游、餐饮等外出消费一段时间内依然会被疫情压制。

二是对外需带来直接冲击。海外疫情的大幅扩散，将在短时间内明显抑制常规经济活动，投资、生产、消费均会受到影响，全球的需求端会受到冲击。国内外需亦会受到冲击。此外，比较值得关注的是，由于海外主要经济体的货币政策和财政政策的空间非常有限，后续对总需求带来的刺激将极为有限，疫情对需求端的冲击可能会导致一些永久性的损失，一些投资和消费可能错过了就错过了，没有“报复式”的反弹。

三是对产业链的严重中断。当前我国与主要经济体的贸易关系紧密，海外疫情的恶化若导致海外企业停工、物流停运等事件出现的话，将直接冲击我国上中下游的供应端，影响国内的生产和投资。以日韩为例，我国在机电产品、运输设备、塑料橡胶、化工产品、金属制品等领域对这两个国家敞口较大，疫情在这两个国家快速蔓延，将会影响到相关企业的正常生产和运输，从而推升国内相关上游原材料、中下游成品的涨价和断供风险。

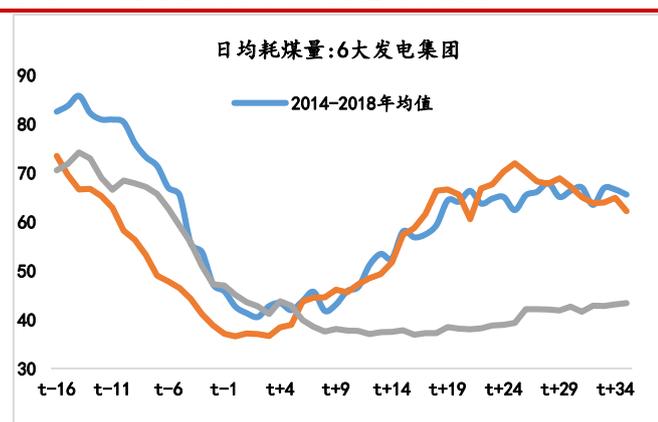
2.2. 后续国内经济走势的推演

国内经济后续是走出“V型”反弹还是“U型”反弹，一是取决于国内的复工复产进度；二是取决于海外疫情形势的发展及对经济带来的冲击力度。

首先，从国内复工复产的进度来看。短期来看，随着国内疫情的逐渐平复，复工复产的进度会逐步提升。不过从当前的一些高频数据来看，整体的复工复产数据虽然在持续好转，但总体还没有回到正常的状态。生产端来看，以六大发电集团日均耗煤量为例，目前已经反弹至以往同期70%不到的水平；需求端来看，以30大中城市商品房成交面积来看，目前已经反弹至往年同期50%左右的水平。此外，从城市交通的情况来看，我们统计上海等9个大城市的地铁日均运量数据来看，当前水平恢复到以往同期的20%左右，当然这也可能与疫情影响下市民更多选择私家等交通方式有关，不过排除这个影响，城市交通数据的目前的较低水平也反应了市民的正常生活恢复的情况并不是太好，现场消费和体验式消费恢复到正常可能需要更长的时间。

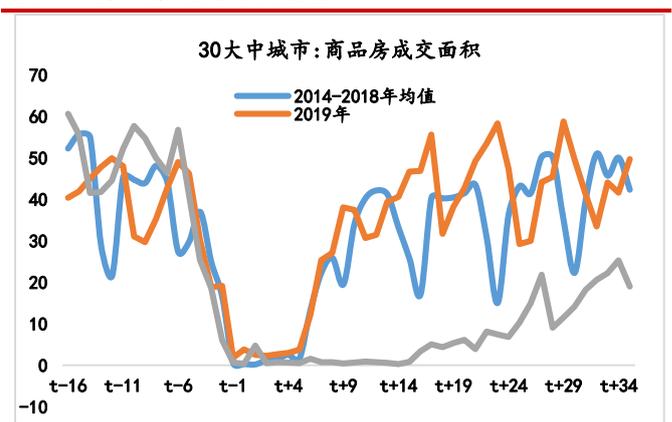
中长期来看，如果海外疫情形势恶化严重，对需求端和产业链的打击严重，也会影响国内的订单数量，导致后续的复工复产很难在短时间内恢复正常水平。

图 3：六大发电集团日均耗煤量的恢复情况



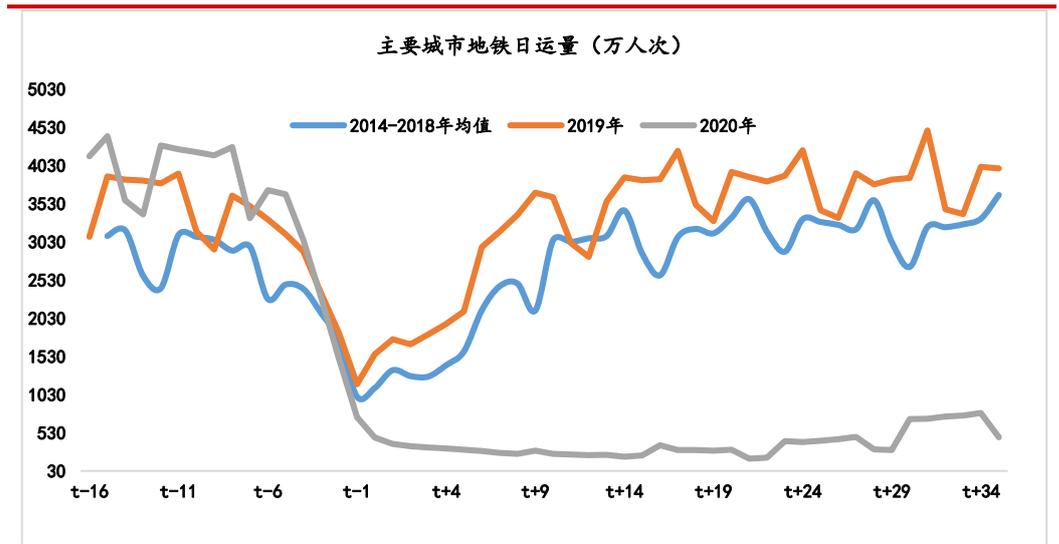
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 4：商品房成交的恢复情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 5：主要城市地铁日运量



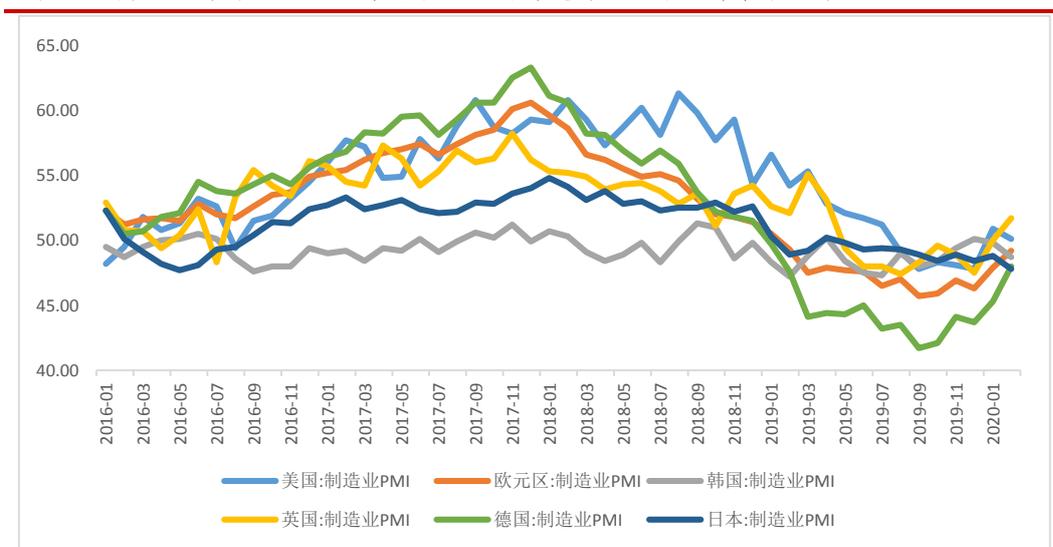
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

注：主要统计了有披露数据的城市，包括上海、广州、成都、南京、武汉、西安、苏州、郑州、重庆

其次，从海外的影响来看，情况则比较复杂：

短期来看，海外的经济将遭受国内疫情对全球经济冲击的“溢出影响”和本身疫情形势恶化带来的冲击。2月份国内经济的“停摆”，从供给、需求和投资三个方面对全球产生直接影响：在供给层面，伴随着国内的停工停产，与中国供应链密切相关的经济体将受到的影响，尽管一些企业因为考虑到“春节”因素，有提前备货，但国内的生产的恢复还是低于市场预期的；需求端，中国居民境外旅游及消费相关活动受到极大的冲击；投资端，由于人员流动的限制，进而也会影响中国对海外的投资。不过从2月份海外的PMI数据来看，这些负面冲击还没有完全体现出来，尽管2月中国PMI大幅下挫，日本、韩国及全球制造业PMI也明显回落，但美国制造业PMI仍在荣枯线上方，欧元区制造业PMI甚至继续回升。预计这些负面冲击将在3月份有所体现。

图 6：2月份的海外数据还没有充分反映国内疫情对全球经济带来的冲击



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从海外经济体本身来看，随着疫情的扩散，海外各国已经开始加强隔离防控，部分国家和地区已经开始采取“隔离+封锁”的措施，如意大利已经开始禁止所有居民跨区域流动，美国 10

多个州已经进入紧急状态，短期对生产、消费以及供应链均会带来冲击。此外，随着疫情的扩散，居民的恐慌情绪提升，也会影响消费和投资。

中长期来看，对于海外经济如何发展，可以分为乐观和悲观两种情况：

中性情况，随着气温的回暖以及对新冠病毒认识的加深，海外疫情防控效果明显，将于4月初进入拐点，5月初社会经济生活开始恢复，全球经济在政策作用下，将会很快恢复。值得关注的是，整个市场情绪的好转可能会提前至大家看到疫情能够得到有效控制的信号出现的时候。社会情绪的缓解，会有利于生产和消费的更快恢复。

极端情况，海外疫情形势恶化超预期，拐点迟迟不出现，恐慌情绪蔓延，全球需求大幅萎缩，全球供应链破坏，企业现金流受到严重冲击，则可能引发信用危机，全球经济可能会陷入一轮衰退和通缩。

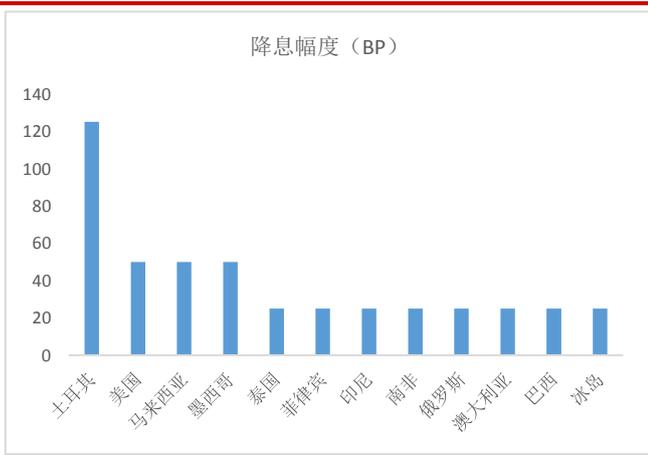
综合以上分析，我们认为在全球疫情扩散的冲击下，国内经济短期出现“V”型反转的概率较低，更大的可能是随着海外疫情拐点的出现，有一个“U型”的反弹。极端情况下，疫情可能会引发一轮全球的衰退和通缩。

3. 全球开启降息给国内的货币政策宽松打开了更大的空间

当前，为应对疫情可能带来的冲击，全球央行已经行动起来。3月3日，美联储非常规降息50bp，这是30年来的第9次非常规降息；澳大利亚、加拿大也加入降息阵营。事实上，自今年1月19日疫情在中国开始大规模扩散以来，已经有12个国家降息。此外，尽管美联储已经提前降息，但市场对其在3月份的议息会议上会继续降息的预期强烈。据CME“美联储观察”：美联储3月降息100个基点至0-0.25%的概率高达66.8%，此前预期为41.1%。总体上看，随着全球疫情的扩散，新一轮全球货币宽松会出现，尽管有很多国家的降息空间已经非常有限了，但量化宽松依然会是对冲疫情带来的冲击的重要选项。

全球货币政策的宽松将为国内货币政策的宽松创造更大的空间。目前中美利差已经创历史新高的200BP。过高的利差将会对人民币和出口均会带来较大的压力，增加了国内后续调降利率的概率。

图7：1月19日以来全球经济体降息情况



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图8：中美利差拉大到接近200bp的历史高位



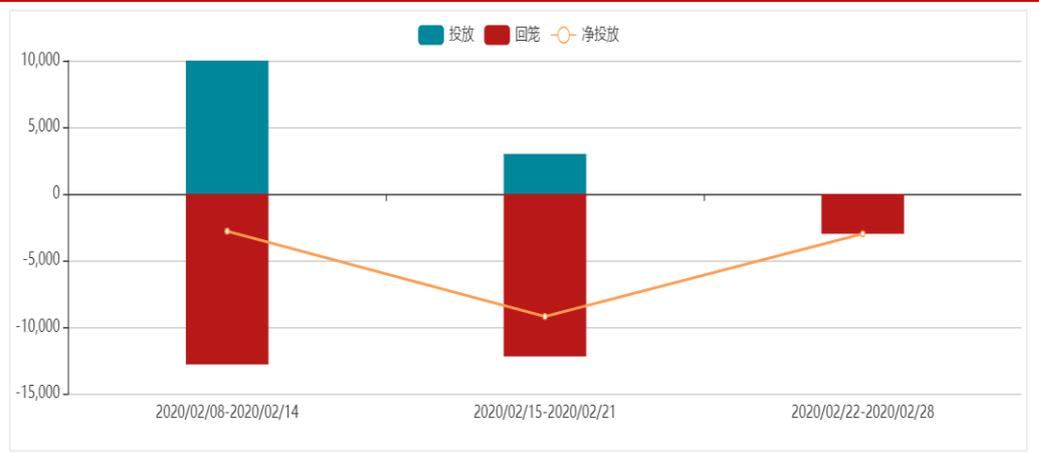
资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

从当前国内央行的操作来看，央行在货币政策的宽松上并没有进一步加码，2月份以来流动性整体还处于净回笼状态。主要原因是复工复产还没完全恢复，金融市场上的钱还很多，这个可以从资金的价格就能看出来，现在过于放松货币，会导致金融市场资金泛滥，会刺激金融系统杠杆抬升，增加系统性风险。同时生产没有恢复的背景下，过于宽松的流动性会导致通

胀的攀升。此外，人民币汇率的攀升，外汇流入会补充一部分流动性。

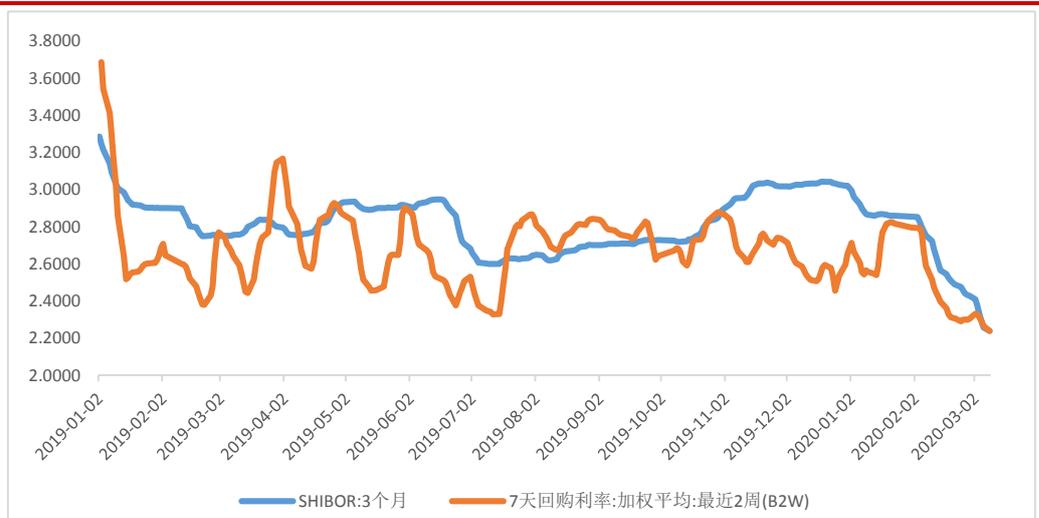
当前政策的着力点在于供给端的恢复。信贷的支持和定向的支持比较多，保证一些由于疫情的冲击而暂时遇到困难的企业能够活下来，并逐步恢复到正常状态。随着国内疫情的逐渐平复，复工复产进度提升。我们将看到政策在需求端的发力。货币政策、财政政策、产业政策相互配合，刺激总需求，托底经济，实现脱贫攻坚战、“十三五”规划。

图 9：2 月份流动性呈“净回笼”状态



资料来源：Wind，华宝证券研究创新部

图 10：资金利率处于较低位置



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_6640



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>