

疫情可能只是个导火索？

主要结论：

1. 新冠疫情是资本市场波动的导火索。表面上，新冠疫情在全球的传播加快，带来避险情绪的大幅升温，海外股市下跌，国债收益率下行，油价、铜价等工业品价格下行。随后，美联储等全球央行降息进行应对，意大利选择“封城”，多个国家选择对疫情严重的国家颁布“限行令”。疫情在全球范围的加速传播是近期资本市场波动的“导火索”。

2. 疫情对基本面的影响，难以解释资本市场如此大幅的波动。疫情对经济的冲击主要是短期的，而且政府应对措施的合理性也会减少其对经济活动的冲击。从目前美国的应对措施来看，其采取“封城”、“限制出行”的必要性并不高，CDC对类似情形的应对也比较有经验，不至于失控，这都意味着资本市场如此剧烈的波动难以单纯用“疫情加剧”进行解释（从数据看的也较为明显，相关图表参见正文）。

3. 资本市场的正反馈效应、不同市场间的互相传染，或许才是近期资本市场巨幅波动的背后原因。首先，疫情的加剧导致了第一波美股大幅下行、美债收益率大幅下行、工业品价格下跌。疫情对经济冲击带来的不确定因素上升，导致美股大幅下行；美联储意外大幅降息，进一步打压美债收益率；经济活动受限，打压油价、铜价等工业品价格。然后，油价的下行令欧佩克和俄罗斯等产油国对限产产生分歧，“减产联盟”破裂，走向增加供给、抢占市场份额的博弈，进一步打压油价；油价的大幅下行，一方面对能源行业股票形成冲击，另一方面打压通胀预期压低长债收益率。接着，不断刷新历史新低的美国10年期国债收益率，在打压美元汇率的同时，又带来全球资产再定价的不确定性，并对金融机构盈利和经营能力带来风险。

4. 后续如何进一步发展？会导致债务、金融或者经济危机吗？股票市场、债券市场、汇率市场和商品市场的相互传染、影响有所加剧。如果风险进一步上升，传导至货币市场和信用市场，债务危机发生的概率将上升；如果美国垃圾债泡沫破裂，金融危机发生的概率上升；如果垃圾债泡沫破裂导致较多金融机构破产，经济危机发生的概率上升。何时终止、如何终止，都只能观察。

5. 对中国的资本市场意味着什么？短期来看，中国资本市场难以独善其身，但比较优势依然显著。一方面，风险偏好的大幅下行，对高估值标的依然有较高的杀伤力；同时，油价、铜价的大幅波动也对相关行业形成较大风险。另一方面，整体A股的估值水平不高，原材料价格波动也对部分行业形成利好；同时，中国国债收益率较高，配置的比较优势更加明显。中长期来看，海外经济、金融危机如果发生，对中国经济也将产生影响，但影响程度或较2008金融危机要小。中国经济当前对出口的依赖有所下降，逐步转向内需为主的经济增长模式；同时，中国此次彻底摒弃“地产刺激经济”的过往模式，也有利于创新、科技等行业的发展。

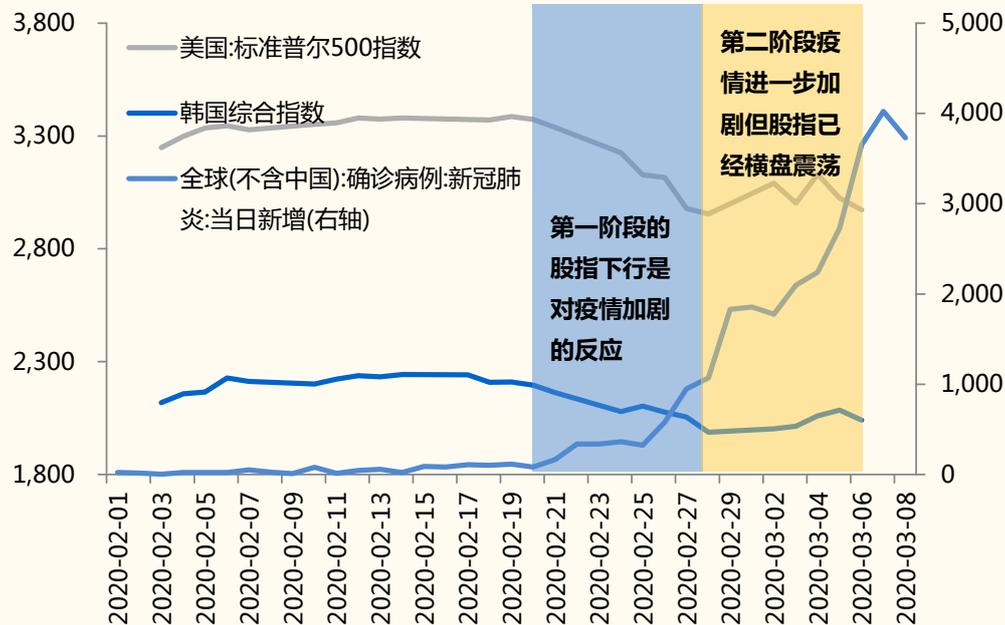
风险提示：1. 全球疫情形势进一步恶化；2. 风险进一步传染至货币和信用市场；3. 全球货币宽松时点、力度不够；4. 部分行业受到负面影响远超预期。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

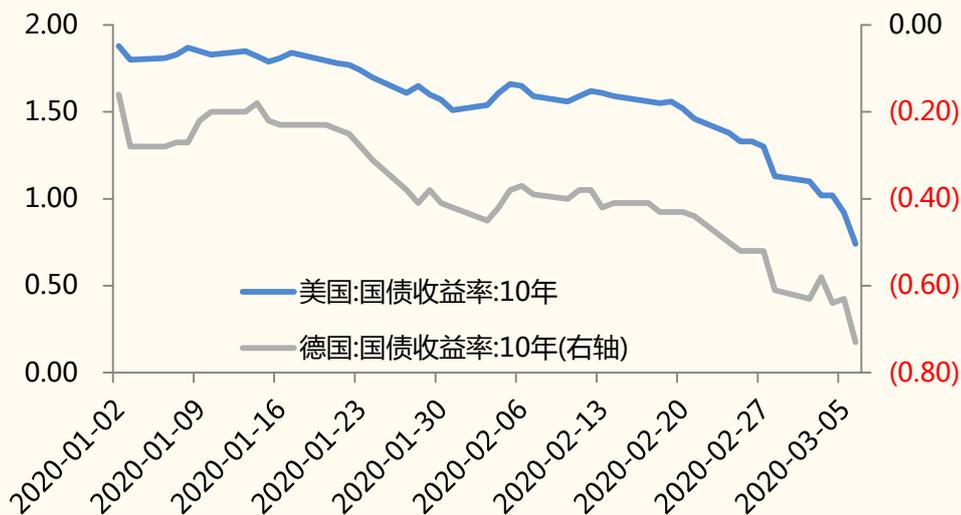
主要图表

图表 1: 疫情的加剧是股指下跌的“导火索”, 但疫情对股指的影响在上周已经有所减弱



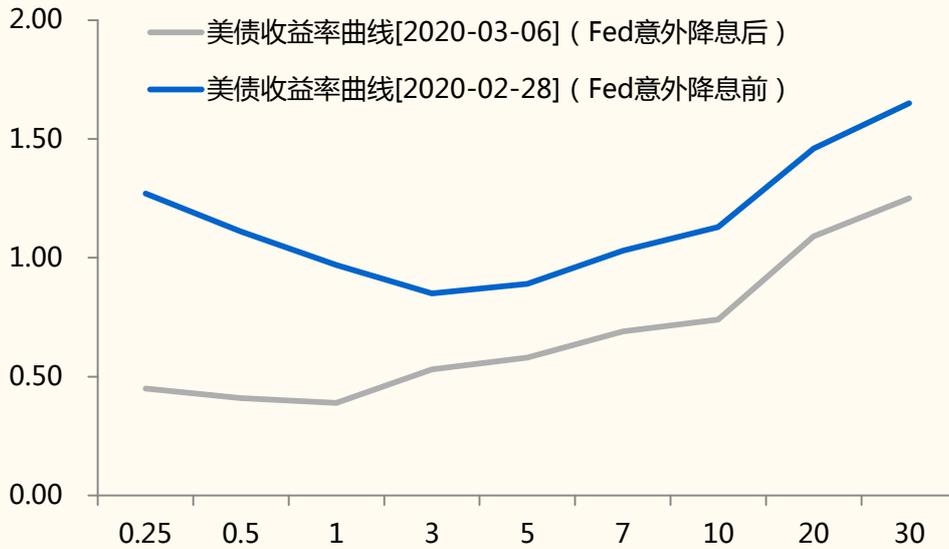
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 2: 疫情的加剧导致美国、德国十年期国债收益率大幅下行



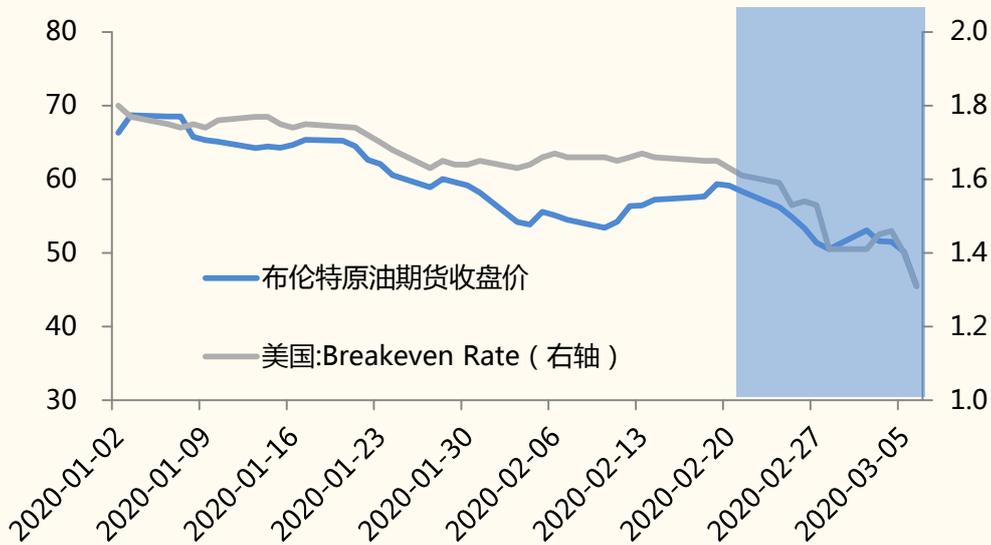
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 美联储的意外大幅降息, 部分缓解了收益率曲线倒挂的问题



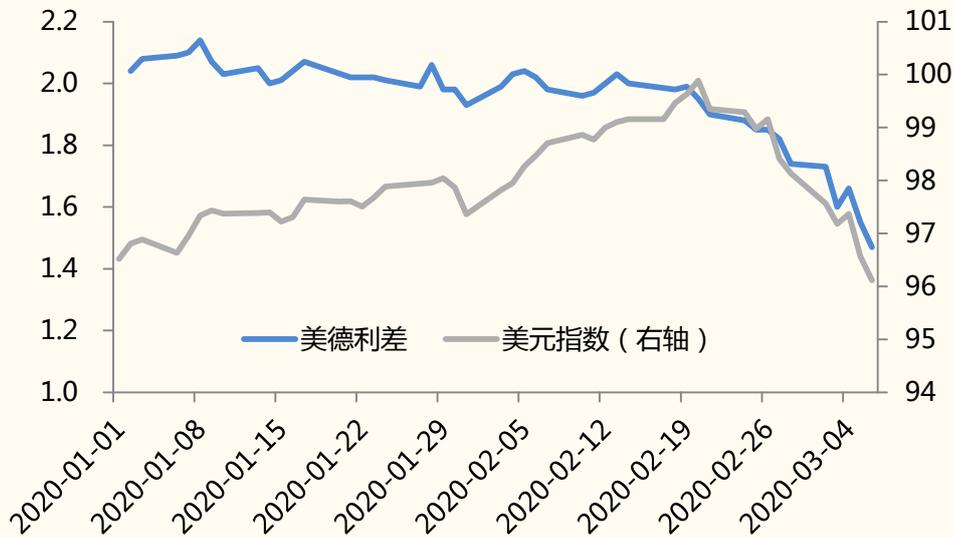
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 近期的油价下行是通胀预期下行的主要原因, 从而带动美债长端收益率进一步下行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 美债收益率的跌幅大于德债拉低美德利差, 是近期美元指数下行的主要原因



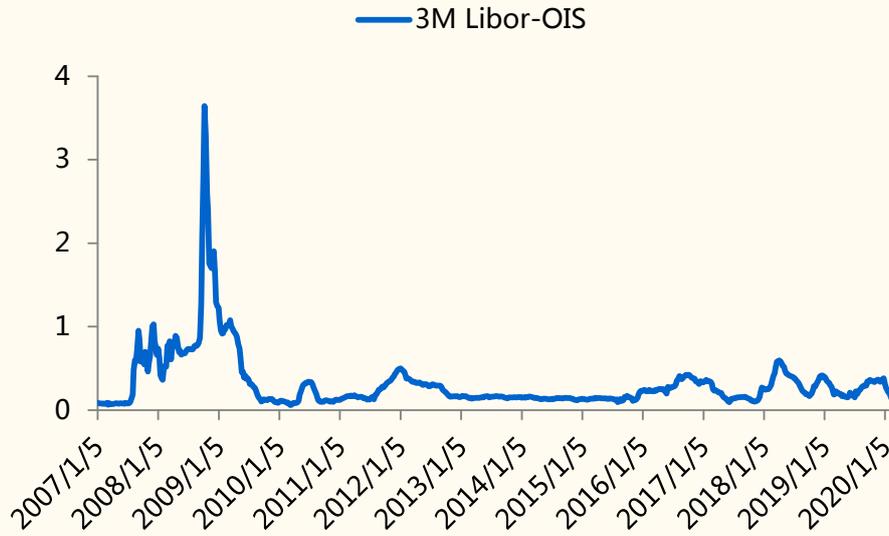
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 美国高收益债收益率和利差开始快速上行



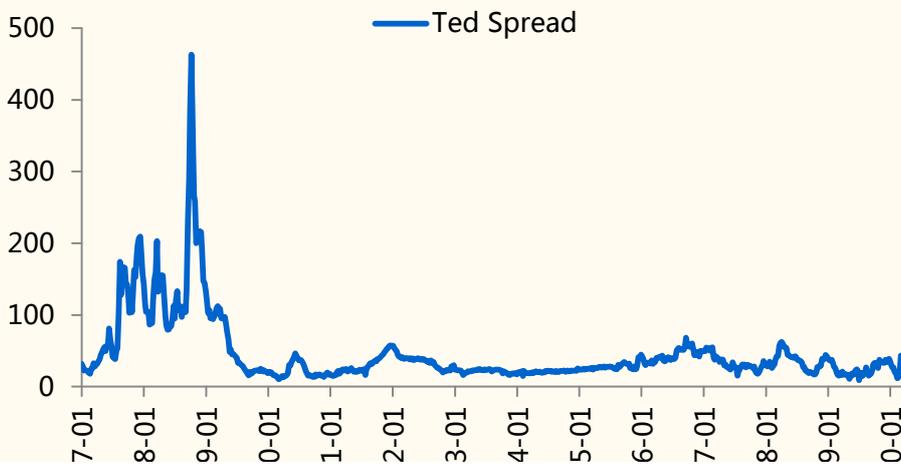
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 美国 3MLibor-OIS 利差快速上行



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 8: 美国 Ted 利差快速上行



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_6680

