

疫情冲击海外资本市场，这次与之前或不一样

摘要

- **全球疫情进入快速蔓延期，这种蔓延趋势至少会在一两周内延续。**2月下旬以来全球新冠肺炎疫情快速蔓延，韩国、意大利、伊朗成为近期疫情重灾区。而从全球确诊人数增速来看，防控效果并不理想，增速持续攀升。未来一周疫情可能继续蔓延，确诊人数会在一周之内攀升至万人以上甚至两万人以上。而更为重要的是，需要关注疫情是否会在美国、德法英等发达国家核心区大范围蔓延。如果美国、德法英等发达国家核心区出现大规模蔓延，则对全球经济会造成显著冲击，市场预期将更为悲观。
- **疫情蔓延导致全球资本市场剧烈波动，呈现出危机模式。**疫情冲击之下股市、油价大幅下挫，全球利率显著下行，呈现出危机模式。危机时期金融市场冲击来自两个方面，一个是基本面悲观带来的影响；另一个是金融市场自身杠杆脆弱性带来的正反馈恶性循环，往往表现为流动性剧烈收紧。这两个力量对利率、黄金价格影响方向不同，因而各次危机期间债券利率、黄金价格走势并不相同。
- **当前宽松流动性呵护之下金融市场正反馈恶性循环并不明显，冲击主要来自对基本面的悲观预期，这与流动性剧烈收紧的08年危机时期不同，而从结构上来说与9·11事件之后资本市场表现更为类似。**08年金融危机时期金融市场出现流动性危机，短端利率趋紧导致危机最为严重阶段包括国债、黄金在内的资产都在下跌。而本次疫情冲击下，全球货币当局此前投放了大量流动性，短端利率并未明显上行，因而资本市场主要反映基本面的悲观预期，债券利率也就出现更大幅度的下行。短期黄金价格调整更多由于交易因素，真实利率明显下降环境下黄金依然处于上升趋势中。
- **除疫情对经济基本面冲击之外，资产价格波动可能对美国经济基本面产生更大负面冲击，因而美联储有意愿也有必要释放流动性，以稳定资产价格。**3月大概率再度降息，以及扩大资产购买规模，年内存在多次降息可能。股票资产在美国居民和金融机构资产中占比接近过去四十年高位，因而资产价格对美国经济走势至关重要。为稳定经济，联储将加快货币宽松节奏，3月将再度降息，年内可能降息三次。除美联储之外，欧央行、日本央行也将随之跟进，全球将进入新一轮货币政策宽松潮，全球利率将持续保持低位或进一步下行。**经济基本面走弱与货币政策宽松将导致流动性再度积累在金融市场，流动性可能再度成为主导资产价格走势的主要因素，低利率将成趋势，而对美股也无需过度悲观。**
- 疫情在全球蔓延将导致国内出口增速放缓，加大经济放缓压力。但全球利率水平下行将拉大国内外利差，这将带动资本流入规模增加，对国内利率水平下行作用。但国内债市走势依然有央行货币投放量和实体融资规模决定，随着复工推进，我们依然维持国内债市短期震荡中期调整的看法。而随着全球股市企稳，国内股市也将进入企稳阶段，从结构上看，基本面改善支撑的基建、周期板块可能有更好表现。
- 风险提示：全球疫情发展超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

相关研究

1. 2月已成事实，3月能否快速回升是关键 (2020-02-29)
2. 资金的盛宴，谁会撤走酒杯？ (2020-02-25)
3. 从两次政治局会议对比看政策方向 (2020-02-23)
4. 关于一月金融数据的四个问题 (2020-02-21)
5. 降低成本，定向宽松——2019年4季度《货币政策执行报告》解读 (2020-02-21)
6. 完成全年经济目标，需要多高的基建增速？ (2020-02-18)
7. 基于调研全面评估疫情对1季度信贷影响——2020年1季度银行信贷经理调研 (2020-02-17)
8. 复工加宽松，需求或快速回升——政治局会议与国常会解读 (2020-02-13)
9. 通胀超预期，有多少是春节错位，多少是由于疫情 (2020-02-11)
10. 从高频数据看疫情对经济的冲击 (2020-02-09)

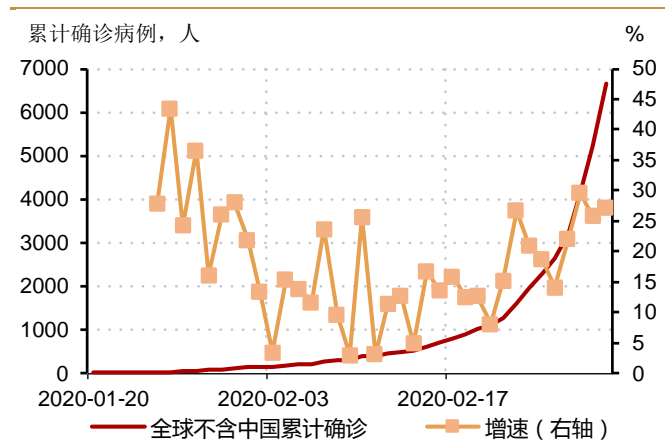
随着疫情在全球蔓延，海外资本市场出现剧烈调整，调整幅度可与之前危机时期相比。反映了疫情冲击下资本市场的悲观预期。那么疫情冲击之下资本市场是否会再次出现危机，这次冲击能否简单的与9·11以及08年金融危机相比，在结构上又有何不同，未来存在怎样的演化可能。海外资本市场动荡对我国金融市场冲击如何。我们力图通过分析，来对这些问题提供一些参考。

1 疫情在全球进入快速蔓延期

虽然新冠疫情在中国逐渐得到有效控制，但在全球却进入快速蔓延期。中国境外新冠肺炎从2月下旬开始快速增加，且呈现加速蔓延态势。中国境外累计确诊新冠肺炎病例在2月20日之前增长缓慢，且以钻石公主号邮轮上的聚集案例为主。但从2月下旬开始，海外感染人数激增，累计确诊人数从2月20日的1101人攀升至2月29日的6649人，2月29日单日新增1421人，境外新增确诊人数已经连续4天超过国内。

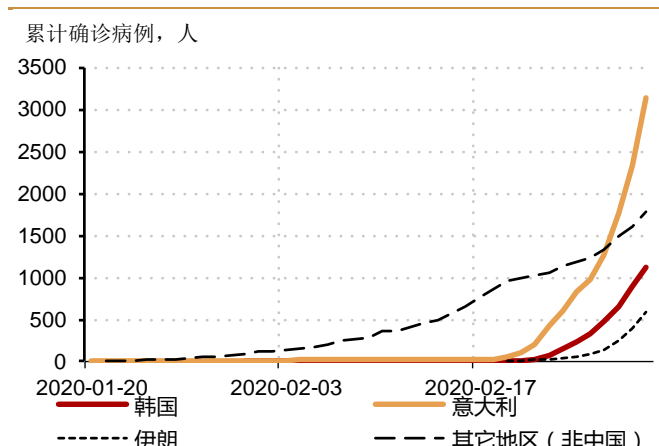
韩国、意大利、伊朗疫情发展迅速，成为目前的重灾区。近期来看，韩国、意大利和伊朗疫情发展迅速，韩国累计确诊人数已经从2月20日的106人大幅增加值2月29日的3150人，而且继续呈现快速攀升态势。意大利和伊朗同样呈现疫情快速蔓延态势，累计确诊人数从2月20日的3人和5人攀升至2月29日的1128人和593人。三者合计占到全球非中国累计确诊的73.4%。日本报道的累计确诊人数近期增速放缓，而美国等国家报道的累计确诊人数保持平稳。

图1：全球非中国新冠肺炎累计确诊病例与增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图2：韩国、意大利、伊朗等国确诊病例增长迅速

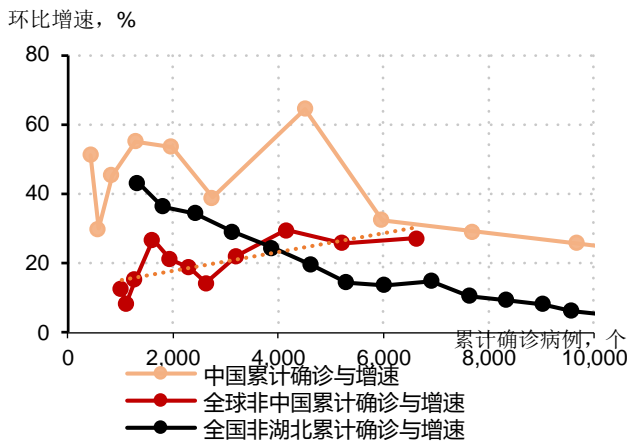


数据来源：Wind，西南证券整理

全球疫情防控效果并不显著，确诊人数增速并未随着感染规模的扩大而下降，这意味着未来一段时期全球依然处于疫情快速蔓延期。相较于中国，全球疫情防控效果有限。从中国经验看，随着感染人数增长，防控措施强化，感染人数的增速在不断下降，两者呈现明显的负相关关系，其中全国非湖北感染人数增速下降速度快于湖北地区。但在全球来说，疫情防控效果并不明显，感染人数增速并未随着确诊人数增加而下降，甚至有所上升。全球非中国确诊人数环比增速从2月25日的14.1%上升至2月29日的27.2%。如果未来一周确诊人数环比增速保持25%，则1周后3月7日确诊人数将达到3万人以上，即使未来一周确诊人数环比增速下降至20%，3月7日确诊人数也将达到2.4万人左右。未来一段时期全球依然处于疫情快速蔓延期。

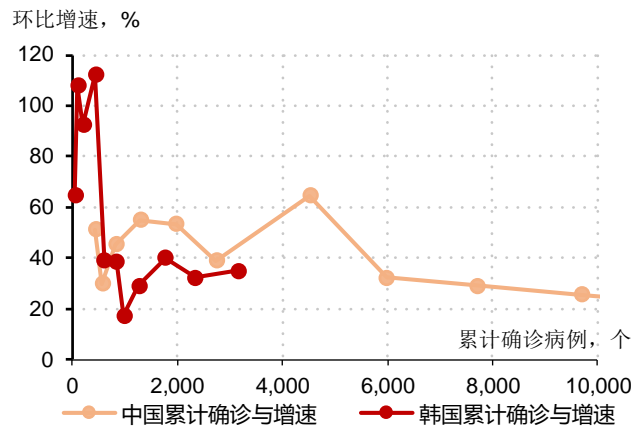
同时考虑到境外各国检测力度不同，不排除存在有相当规模感染者未被暴露可能。当前全球确诊病例增加主要集中在韩国、意大利、伊朗等国，但这并不代表其它国家疫情未出现蔓延态势。目前全球各国对新冠疫情检测力度不同，部分国家是全面检测，但部分国家是仅对有症状的人检测，或者重点针对重症病例治疗，不同的检测力度也一定程度导致新冠疫情确诊数据在各国表现情况不同，不排除存在有相当规模感染者未被暴露可能。

图 3：境外确诊病例增速并未下降，显示海外防控并不得力



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：韩国确诊病例进入快速增长期



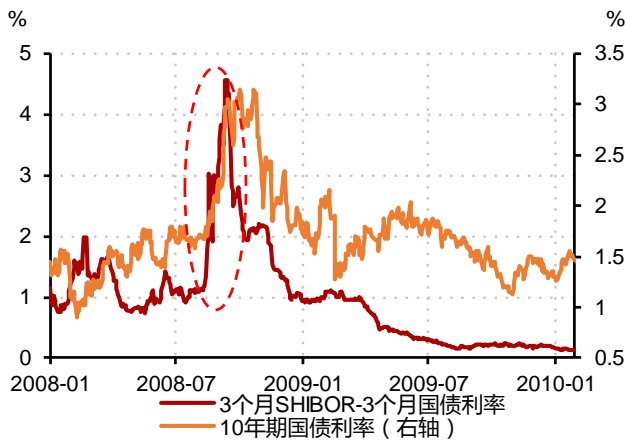
数据来源：Wind，西南证券整理

总体来说，全球疫情进入快速蔓延期，这种蔓延趋势至少会在一两周内延续，而全球非中国确诊人数会快速增加，会在一周之内攀升至万人以上甚至两万人以上。而更为重要的是，需要关注疫情是否会在美国、德法英等发达国家核心区大范围蔓延。如果疫情能够局限在目前韩国、意大利、伊朗等区域，对全球经济冲击相对有限，但如果美国、德法英等发达国家核心区出现大规模蔓延，则对全球经济会造成显著冲击，市场预期将更为悲观。

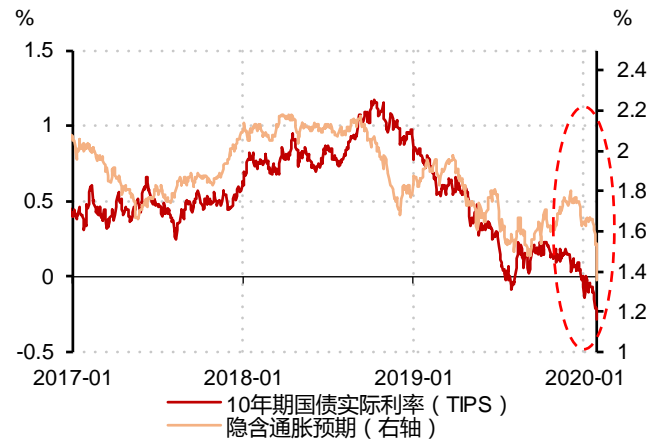
2 本次疫情冲击期与以往历次危机时期的相同与不同

疫情在全球的蔓延导致悲观情绪上升，全球资本市场剧震，呈现出危机模式。全球疫情加剧导致市场对经济前景悲观预期上升，资本市场剧烈反应。股市大幅下跌，美国三大股指道琼斯、标普 500 和纳斯达克分别在本周下跌 12.4%、11.2% 和 10.5%。悲观预期上升同时驱动利率水平大幅下行，本周美国 10 年期国债利率大幅下挫 33bps，2 月 28 日利率水平下降至 1.13%，创下有史以来的低位。而在大宗商品层面，油价大幅下挫，布伦特和 WTI 原油价格分别在本周累计下跌 10.9% 和 11.8% 至 52.4 美元/桶和 47.1 美元/桶，黄金价格先升后降，总体小幅下跌 2.0% 至 1609.9。资产价格的表现已经呈现出危机模式。

金融市场如此剧烈的波动在历史上比较少见，新世纪以来美股单周跌幅超过 10 个百分点的只有 9·11 事件后、08 年金融危机、11 年 8 月标普调降美国评级后、15 年 8 月人民币贬值后全球股市暴跌以及本次五次。其中 11 年 8 月标普调降美国评级后、15 年 8 月人民币贬值均属于单次事件，全球资本市场之后出现快速修复，考虑到目前疫情依然在快速蔓延期，因而与本次冲击不具有可比性。除此之外，非典、09 年 H1N1 蔓延时期同属疫情冲击，但考虑到非典主要在中国大陆和香港，全球其它地区影响有限，而 H1N1 疫情的冲击度与本次疫情不可同日而语，因而可比性也不高。相对来说，9·11 事件后与 08 年金融危机期间资本市场波动与本次疫情冲击下资本市场变化更具可比性。

图 5：08 年金融危机时期流动性趋紧驱动长端利率上行


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：本次疫情冲击下利率下行主要由于基本面预期悲观


数据来源：Wind，西南证券整理

金融市场危机模式的驱动力有两个，这两个力对不同的资产价格作用不同。外生冲击导致金融市场进入危机模式，其原初的触发力是冲击导致对外来经济悲观预期的上升。但事实上金融市场自身的脆弱性会带来危机模式产生的第二种力量，金融的正反馈效应或危机的自我加速，具体来说就是冲击下资产价格下跌，导致普遍带有杠杆的金融机构平仓压力上升，对流动性的需求大幅增加，而这往往会导致流动性紧张并加剧资产价格下跌，形成正反馈效应。

外生冲击带来的基本面预期变化与金融市场流动性收紧的正反馈这两种力量在不同资产价格上的影响并不相同。对股市来说，危机时期经济预期悲观和流动性趋紧都会导致股市下跌，因而危机时期股票一般会大跌。而对债市来说，经济预期悲观会推动利率下行，但流动性趋紧则会导致利率上行，因而危机期间债券利率走势并不固定。对一般大宗商品来说，流动性趋紧和基本面走弱都会导致价格下跌，但对黄金来说则不同，经济悲观预期上升真实利率下降抬高黄金价格，但流动性趋紧又会抑制黄金价格，因此金价在危机期间表现也不固定。

表 1：以往几次主要危机时期各类资产价格表现对比

	本次疫情冲击时期			金融危机周跌幅最大时期			9·11事件时期		
	2020-2-21	2020-2-28	涨跌幅（%，bps）	2008-10-1	2008-10-10	涨跌幅（%，bps）	2001-9-10	2001-9-21	涨跌幅（%，bps）
股票									
道琼斯	28992.4	25409.4	-12.4	10831.1	8451.2	-22.0	9605.5	8235.8	-14.3
标普500	3337.8	2954.2	-11.5	1161.1	899.2	-22.6	1092.5	965.8	-11.6
纳斯达克	9576.6	8567.4	-10.5	2069.4	1649.5	-20.3	1695.4	1423.2	-16.1
VIX指数	17.08	40.11	23.03	39.81	69.95	30.14	31.84	42.66	10.82
利率									
泰德利差	0.11925	0.13038	1.113	3.3	4.56875	126.875	0.1	0.365	26.5
10年期国债利率	1.5	1.1	-33.0	3.8	3.9	12.0	4.8	4.7	-14.0
10年期国债实际利率（TIPS）	-0.15	-0.28	-13	2.26	2.97	71			
通胀预期	1.6	1.4	-20.0	1.5	0.9	-59.0			
汇率									
美元指数	99.3	98.1	-1.2	79.7	82.4	3.4	114.8	113.0	-1.5
商品									
布伦特原油价格	58.8	52.4	-10.9	92.4	74.5	-19.3	27.5	25.4	-7.3
WTI原油价格	53.4	47.1	-11.8	98.6	77.7	-21.1	27.6	26.0	-6.0
伦敦黄金现货价格	1643.3	1609.9	-2.0	880.0	900.5	2.3	271.5	292.5	7.7

数据来源：Wind，西南证券整理

我们可以通过各类资产价格表现来观察本次疫情冲击力主要来自哪个方面，以及与以往各次危机有何不同。与 08 年金融危机时期不同，本次疫情冲击尚未导致明显的金融市场正反馈恶性循环。代表流动性的泰德利差在上周甚至微幅上升 1.1bps 至 0.13%，显示流动性总体保持平稳，这主要是包括联储在内的货币当局在这几年大量投放流动性，导致金融体系整体流动性充裕。

相比之下，08 年是典型的金融市场自身正反馈加剧了金融危机，在当时美股下跌幅度最大的 10 月 1 日至 10 日，泰德利差大幅攀升 126.9bps 至 4.57%。而流动性的飙升也导致资产普遍被抛售，包括美国国债在内，利率都出现一定程度上行。08 年 10 月 1 日至 10 日，美国 10 年期国债利率上升 12.0bps 至 3.89%，实际利率更是上行 71.0bps 至 2.97%。

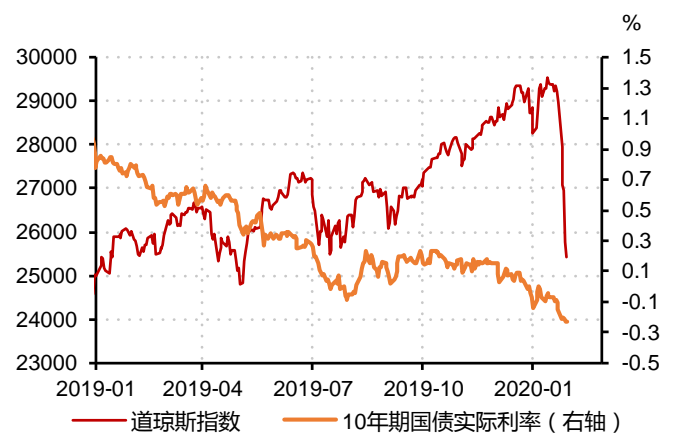
但本次危机流动性尚未出现较大问题，因而冲击主要来自对基本面的悲观预期。在资产价格上相对于 08 年表现为利率更大幅度的下行。本周美国 10 年期国债利率大幅下行 33bps 至 1.13% 至历史新低。这个下行既有真实利率驱动，也有通缩预期影响，本周美国 10 年期国债实际利率 (TIPS) 累计下降 13bps 至 -0.28%，而通胀预期下降 20bps 至 1.41%。

图 7：08 年金融危机时期实际利率与股市走势反向



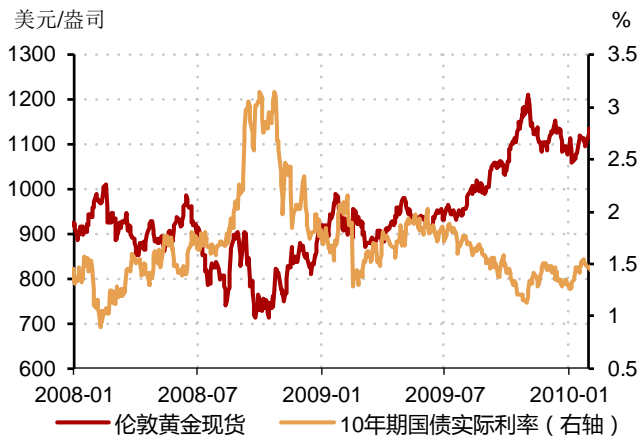
数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：本次疫情冲击时期股市与实际利率同向变化



数据来源：Wind，西南证券整理

而作为避险资产的黄金价格在危机期间并非总是上涨，这取决于实际利率走势。例如 08 年金融危机时期，实际利率明显上升，导致黄金价格在危机期间并未上涨，甚至有所下跌，这背后实际是当时流动性趋紧导致实际利率大幅上升，压制了黄金价格。但本次疫情冲击之下，实际利率明显下行，因而黄金总体面临较好的格局。周五黄金出现大跌，可能更多的处于交易层面原因，从基本面来看，黄金依然具有持续上涨的动力。

图 9：08 年实际利率上涨导致黄金价格有所调整


数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：本次实际利率未上扬，黄金价格难持续调整


数据来源：Wind，西南证券整理

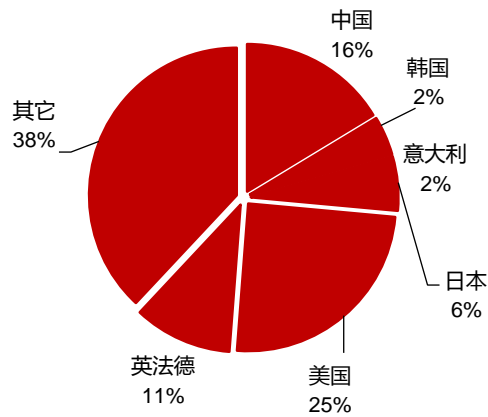
虽然本次疫情冲击剧烈，担忧宽松的流动性呵护，因而金融体系正反馈恶性循环效应并不明显。这与 08 年金融危机时期明显不同，具体也表现为利率走势的显著差异。相对来说，本次疫情冲击下，资产价格表现结构与 9·11 事件冲击后更为相似，同样是流动性冲击有限而更多来自基本面预期恶化的影响。

3 疫情对全球经济冲击以及可能的政策应对

疫情冲击之下全球经济将明显放缓，1 季度经济将因为疫情冲击至少放缓 0.7 个百分点。新冠疫情带动全球经济明显放缓，特别是疫情严重的地区。由于中国大陆复工持续延迟，估计 1 季度中国大陆 GDP 可能下行 3 个百分点以上，这将带动全球 GDP 放缓 0.49 个百分点。而假定目前疫情快速蔓延的韩国、意大利经济下行幅度与中国大陆相同，这将带动全球 GDP 下行 0.13 个百分点。而日本疫情虽然有蔓延，但总体规模相对较小，因而假定日本经济增速在 1 季度放缓 1 个百分点，这将带动全球 GDP 放缓 0.06 个百分点。将上述负面冲击加总，全球经济将在今年 1 季度放缓 0.67 个百分点。考虑到其它地区由于疫情带来的经济放缓，以及这些疫情严重地区经济放缓对其它地区的负面影响，全球经济在 1 季度的放缓幅度将超过 0.7 个百分点。全球经济增速可能从 19 年的 2.9% 下降至 2.2% 左右。

全球经济放缓将对发达国家经济产生显著的负面冲击。但目前疫情尚未在美国、英法德等发达国家核心国大规模蔓延，因而直接从经济内部对发达国家经济冲击相对有限，冲击更多是输入性的。但如果未来发达国家核心国出现大规模蔓延，那么对全球经济和发达国家的冲击将更为显著，经济的悲观预期更为强烈。因而，疫情是否在发达国家核心国大规模蔓延是判断未来疫情对经济显示冲击的重要方面。

图 11: 全球 GDP 分布 (2019)



数据来源: IMF WEO, 西南证券整理

对美国等核心发达国家来说, 相对于疫情本身冲击, 对经济基本面冲击可能更为重要的是金融市场的稳定, 因为美国企业和居民资产中金融市场资产占比已经达到很高水平, 资本市场的大幅调整势必导致居民和企业财富缩水, 通过财富效应显著加剧经济下行压力。目前, 居民和金融机构中股票和投资基金都占到接近上世纪 80 年代以来的最高水平, 股票和投资基金资产占居民和金融机构总资产份额都在 30% 以上, 这意味着如果资产价格下挫, 居民财富将大幅缩水, 财富效应将导致居民消费下滑, 进而加剧经济下行压力。同时, 资产价格下跌也将导致金融机构资产缩水, 叠加金融机构的高杠杆率, 提升金融风险爆发可能。

图 12: 美国居民、金融机构资产高度以来股票等资产价格

:股票和投资基金份额占总资产比例, %

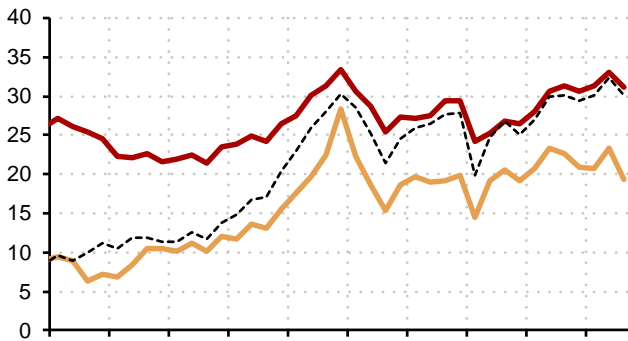
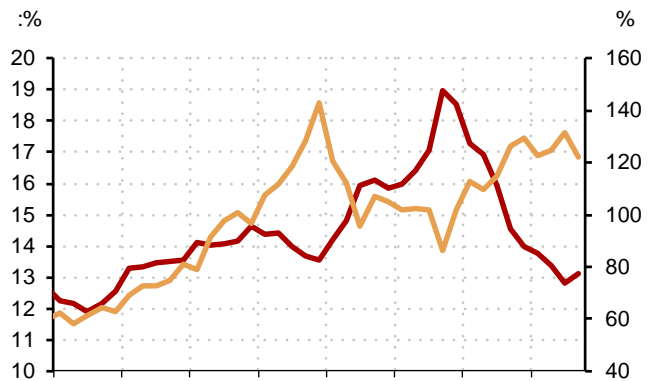


图 13: 美国企业部门资产负债率处于历史较高水平



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_6890

