

## 海外市场面临大考

### ——对近期美股大跌的点评

宏观简报

过去两日标普 500 指数连续下跌，恐慌指数 VIX 大涨。**直接原因是疫情在全球扩散程度超预期。**此前国际市场认为新冠疫情的影响主要在中国，但近期中国以外地区确诊人数明显增加，表明其他地方的疫情没有此前预期的那样乐观。

**疫情扩散将影响情绪面和基本面。**美股大跌前，投资者一直沉浸在“逢低买入”（buy the dip）和“害怕错过”（fear of missing out）的氛围中，突如其来的冲击容易导致情绪反转，引发调整。疫情发生后，各国采取的抗疫措施导致生产放缓，影响全球产业链。除中国外，日本、韩国、意大利占全球出口比例均高于 2%，对鞋和皮革、纺织服装、运输设备、机电设备行业影响相对较大。

**疫情影响下，美国经济下行压力加大，欧元区复苏阻力增加。**美国 2 月服务业 PMI 跌破枯荣线，显示服务业扩张动能减弱。工资增速持续下降，消费也存在下行风险。意大利经济本就疲弱，加上疫情影响，或增加欧元区复苏的阻力。

**美股面临多重考验。**我们在年度报告《美国 2020：要收益，更要防风险》中指出，今年美国面临经济增速放缓、流动性过度宽松、企业债务率高企、政治不确定性等多重风险。我们提示投资者继续关注这些风险，尤其是在外部环境发生较大变化的情况下。

#### 分析师

张文朗（执业证书编号：S0930516100002）  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebsecn.com](mailto:zhangwenlang@ebsecn.com)

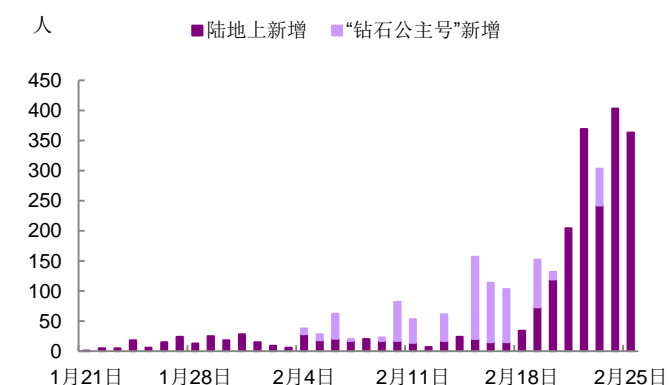
刘政宁（执业证书编号：S0930519060003）  
021-52523806  
[liuzn@ebsecn.com](mailto:liuzn@ebsecn.com)

过去两日标普 500 指数连续下跌，恐慌指数 VIX 大涨。10 年期美债利率跌至 1.3%，创历史新低。对此我们点评如下

**直接原因：疫情在全球扩散程度超预期。**此前国际市场认为新冠疫情的影响主要在中国，但 2 月 20 日后中国以外地区确诊人数明显增加，且新增病例集中在陆地上（图 1）。

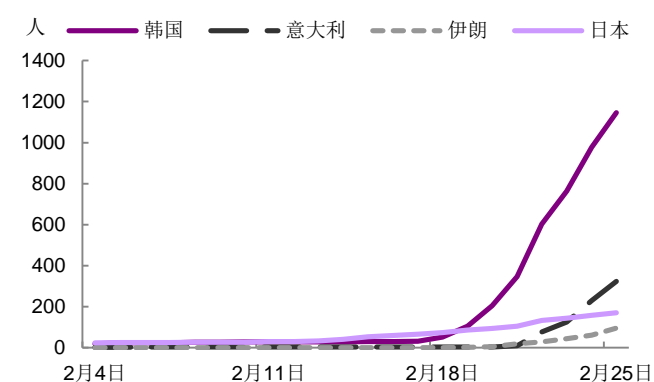
分国家看，最近一周韩国、日本、意大利、伊朗增速较快，另外以色列、伊拉克、阿富汗等国首次出现新增病例，表明疫情从亚太逐步向欧洲、中东蔓延（图 2）。总确诊人数方面，剔除“钻石公主”号游轮，韩国最多，其次为意大利、日本、伊朗、新加坡（图 3）。

图 1：中国大陆以外地区（包括港澳台）新增确诊人数



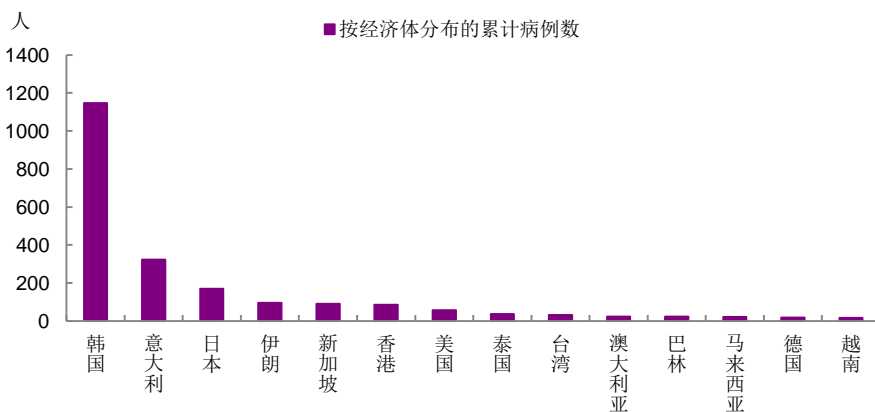
资料来源：世界卫生组织，光大证券研究所。数据截至 2020 年 2 月 25 日

图 2：韩、日、意、伊累计确诊人数增加较快



资料来源：世界卫生组织，光大证券研究所。数据截至 2020 年 2 月 25 日

图 3：海外累计病例分布

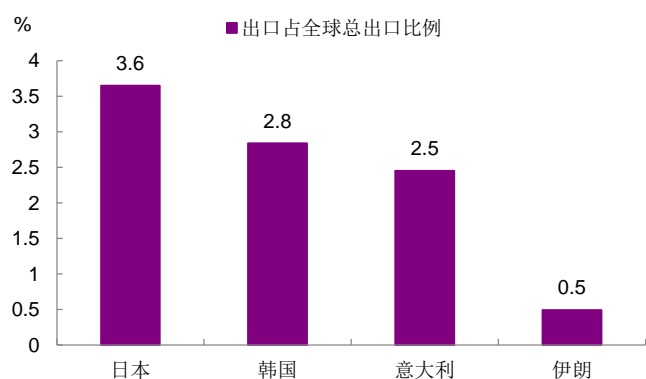


资料来源：世界卫生组织，光大证券研究所。数据截至 2020 年 2 月 25 日

**传导渠道：疫情扩散的影响首先体现在情绪面。**在美股大跌前，投资者一直沉浸在“逢低买入”（buy the dip）和“害怕错过”（fear of missing out）的氛围中。市场认为只要美联储持续扩表、“放水”，美股就没有问题。但恰恰也是风险所在，任何超预期的外部冲击都可能导致情绪反转，带来技术调整。

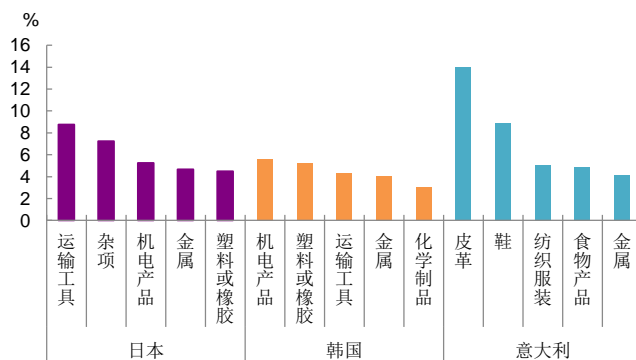
**其次体现在基本面。**疫情发生后，相关国家采取的抗疫措施将导致生产放缓，影响全球产业链。这些国家在全球产业链中的地位越高，政府对疫情的管控越严，短期对全球经济的冲击就越大。目前海外受疫情影响较大的日本、韩国、意大利出口占全球总出口比例均高于 2%，在鞋和皮革、纺织服装、运输设备、机电设备的占比较为突出，意味着这些行业受的影响可能更大（图 4-5）。

图 4：日、韩、意、伊出口占全球出口比重



资料来源：WITS，光大证券研究所。数据为 2018 年

图 5：日、韩、意出口占全球出口比重前五的产品



资料来源：WITS，光大证券研究所计算。数据为 2018 年

**经济展望：美国下行压力加大，欧元区复苏阻力增加。**美国 2 月 Markit 服务业 PMI 初值降至 49.4，为 2016 年以来首次跌破 50，显示服务业扩张动能减弱（图 6）。另外非农工资增速下降，消费也存在下行风险（图 7）。服务业和消费是支撑当前美国经济的关键因素，如果走弱，将增加市场对美国经济前景的担忧。

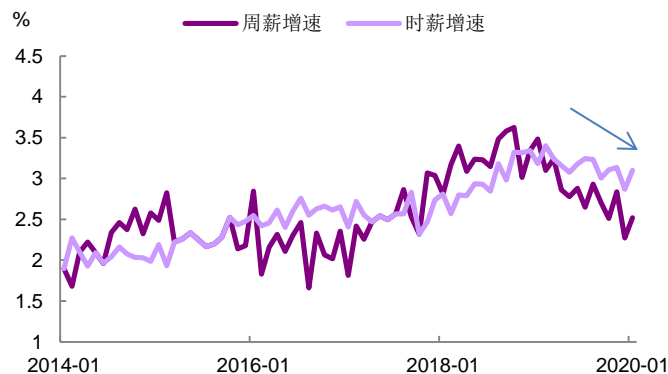
欧洲方面，尽管 2 月的宏观数据暂未因疫情而走弱，但考虑到意大利经济本就比较疲弱，再加上疫情的影响，2020 年上半年欧元区经济或将受到拖累，欧元区“弱复苏”的过程将比预期更加艰难。

图 6：美国 2 月 Markit 服务业 PMI 跌破枯荣线



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至 2020 年 2 月

图 7：美国非农工资增速下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所。数据截至 2020 年 1 月

**政策应对：美联储仍在观望，降息概率上升。**美联储主席鲍威尔曾在 1 月表示关注疫情影响，但最近几个联储官员的讲话较为中性，比如副主席克

拉里达表示现在讨论疫情对美国的影响还为时尚早，而达拉斯联储主席卡普兰认为当前利率水平是合适的。

市场方面，随着 10 年期美债利率跌至 1.3% 的历史低位，期货市场隐含的降息概率较一周前显著增加。我们认为，如果未来两周海外疫情没有得到控制，美联储或将进一步宽松。

**后续关注：**全球经济增长预期下降，美、日、欧央行宽松预期上升，利好债市，上半年 10 年期美债收益率中枢或下降至 1.5%。美股方面，市场能否从恐慌情绪中恢复取决于疫情的发展和美联储的态度。如果后者未能如市场所愿进一步宽松，美股还有继续调整的风险。

美国民主党初选即将进入冲刺阶段，也可能增加美股面临的不确定性。我们曾在年度报告《美国 2020：要收益，更要防风险》中指出，2020 年美国面临经济增速放缓、流动性过度宽松、企业债务率高企、政治不确定性等多重风险。我们提示投资者对这些风险加以警惕，尤其是在外部环境发生较大变化的情况下。

:

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\\_6983](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6983)

