

## 固定收益研究/专题研究

2020年02月25日

张继强 执业证书编号：S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

张健 010-56793949  
联系人 zhangjian014971@htsc.com

### 相关研究

1《固定收益研究：LPR 利率期权蓄势待发》  
2020.02

2《固定收益研究：货币政策的守正、担当与创新》  
2020.02

3《固定收益研究：疫情潜在次生风险与政策取向》  
2020.02

# 从疫情海外扩散到全球 risk-off

## 核心观点

疫情焦点从国内初见成效转为海外扩散，全球市场 risk-off。美元、黄金、美债反映的都是避险+基本面弱化+宽货币预期，港股与全球 risk-off 风格契合，但 A 股的强势源于政策、资金面等多方面合力。内外情绪都受疫情影响，或难持续分化，行情成色将得到检验。疫情全球扩散范围和程度等是关键，国内整体改善趋势不改。国内利率正上演二次探底，短期胜率仍存、中期赔率弱化。股市隐含的乐观预期不低，但政策取向和资金面仍有利，指数表现的不确定性增大，活跃度仍高，关注热点轮动。黄金短期拥挤，中期坚持战略配置，若疫情向美国蔓延，美元走强逻辑将遭遇挑战。

## 疫情新阶段，全球货币政策宽松预期与避险情绪升温

近一周，海外特别是韩国、意大利、伊朗等疫情迅速加剧，引发社会与市场紧张情绪。受此冲击，原本脆弱的全球“弱复苏”预期蒙尘，新兴市场央行已开始应对，而市场对发达国家央行货币政策松动的预期也明显升温。市场方面，本已处于高位的风险资产价格遭遇疫情冲击，避险情绪攀升，美元、黄金上涨，美债收益率下行，除美元外的货币汇率普遍出现调整。

## “反常”表现的背后“事出有因”

近期市场有几个现象值得留意，其一，美元、黄金双双走强，二者作为广义避险资产的共性盖过计价效应。其中美元的强势从指数成分上看一是欧元的弱势，二是日元“避险”成色不足。背后是对美国相比欧、日基本面的分化，以及疫情对日本货币政策、投资资金流的影响。其二，10 年期美债收益率下破 1.4%，TIPS 收益率转负则是预期全球基本面转弱、货币政策转松，也属典型的避险操作，对全球基本面弱化的预期也在近期公布的 PMI 等数据中部分反映。其三，上周 A 股与港股表现有所分化，港股体现全球 risk-off 风格，A 股的强势则是资金、情绪、关注度等共振的结果。

## 展望与投资启示

疫情扰动下，海外风险资产出现调整，黄金、美元都临近阶段性高点，处于比较标准的 risk-off 状态中，而国内股市在多方面共振下表现较好。内外行情演绎都到了一个小高潮，后续将检验各自成色，且由于有疫情这一共同驱动因素在，情绪分化或难一直维持。我们认为疫情全球扩散范围和深度影响都很重要，各国后续政策应对是关键。国内整体收敛趋势不改，总体对股市偏有利，谨防海外市场情绪传导，债市利率有望二次探底，短期胜率仍存，中期赔率弱化。黄金昨晚冲高回落反映了部分情绪分歧，但核心逻辑不改，战略配置可坚持。美元短期有惯性，但“后劲”有待观察。

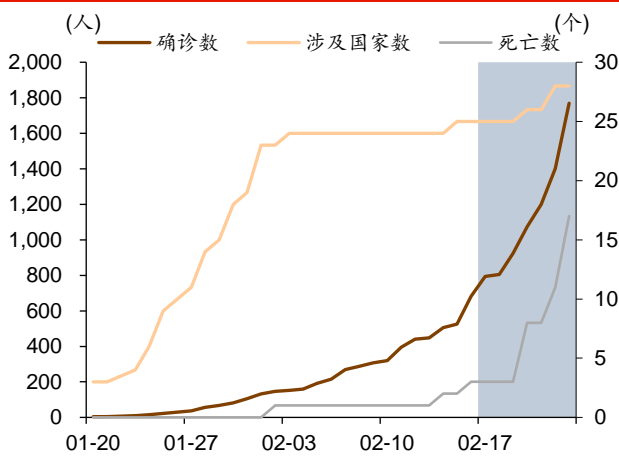
风险提示：疫情超预期扩散，地缘政治事件出现。

疫情发展进入新阶段，焦点从国内初见成效转为海外扩散，全球市场 risk-off。其中，美元与黄金双双走强，分别创下近3年来和近7年来新高；美债收益率快速下行，TIPS实际收益率转负；A股与港股表现背离，A股尤其是中小创持续表现突出，港股则随全球权益资产出现调整。在此过程中，存在哪些机会与风险？

**背景：疫情新阶段，全球货币政策宽松预期与避险情绪升温**

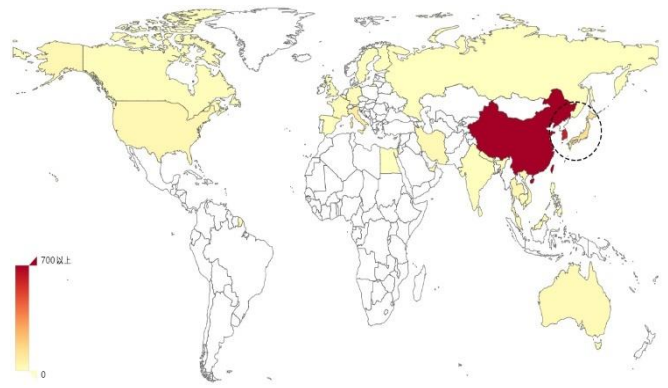
近一周，海外特别是韩国、意大利、伊朗等疫情迅速加剧，引发社会与市场紧张情绪。上周(2.17-2.23)，全球(除中国外)新增确诊病例1086例，新增死亡病例14例，增速明显高于此前水平，特别是韩国爆发大规模聚集性病例，意大利新增病例也快速上升。作为应对，韩国总统文在寅2月23日发布紧急讲话，宣布把新冠疫情预警上调至最高级别“严重”。疫情在全球扩散，尤其是包括法国、英国等在内出现了无中国旅行史的病例，引发海外社会与市场关注，担忧持续升温。

图表1：过去一周，海外疫情明显恶化



资料来源：WHO，华泰证券研究所

图表2：2月23日全球疫情地图：日本、韩国也开始大规模出现



资料来源：WHO，华泰证券研究所

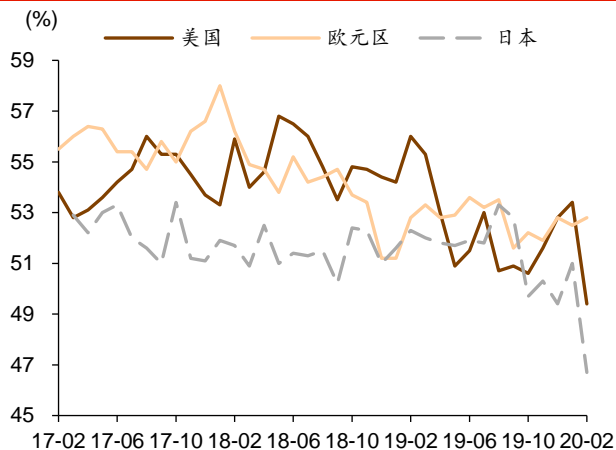
疫情冲击下，原本脆弱的全球“弱复苏”预期蒙尘。今年1月，受益于去年各大央行放松货币政策，且中美贸易摩擦、英国脱欧等不确定性事件逐渐取得阶段性进展，全球经济进入了“弱复苏”阶段，主要国家制造业PMI均出现回升。但疫情发酵以来，中国开始实行管制人员流动、推迟复工等政策，一季度经济增速“挖坑”看起来难以避免。相应与中国经济关联度较高的东亚地区和部分欧洲国家等增长预期开始恶化，加上疫情对海外经济体正常运转也造成了一定影响(如意大利开始封锁城镇等)，美国、法国公布的2月制造业PMI已经出现下滑，而受疫情冲击更大的服务业PMI来看，美国、日本的下滑更为明显。

图表3：已经公布的各国2月制造业PMI中，美国、法国出现下滑

| PMI(%) | 20-02 | 20-01 | 19-12 | 19-11 | 19-10 | 19-09 | 19-08 | 19-07 | 19-06 | 19-05 | 19-04 | 19-03 | 19-02 | 19-01 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 全球     |       | 50.4  | 50.1  | 50.3  | 49.8  | 49.7  | 49.5  | 49.3  | 49.4  | 49.8  | 50.4  | 50.5  | 50.6  | 50.8  |
| 美国     | 50.8  | 51.9  | 52.4  | 52.6  | 51.3  | 51.1  | 50.3  | 50.4  | 50.6  | 50.5  | 52.6  | 52.4  | 53.0  | 54.9  |
| 欧元区    | 49.1  | 47.9  | 46.3  | 46.9  | 45.9  | 45.7  | 47.0  | 46.5  | 47.6  | 47.7  | 47.9  | 47.5  | 49.3  | 50.5  |
| 德国     | 47.8  | 45.3  | 43.7  | 44.1  | 42.1  | 41.7  | 43.5  | 43.2  | 45.0  | 44.3  | 44.4  | 44.1  | 47.6  | 49.7  |
| 法国     | 49.7  | 51.1  | 50.4  | 51.7  | 50.7  | 50.1  | 51.1  | 49.7  | 51.9  | 50.6  | 50.0  | 49.7  | 51.5  | 51.2  |
| 意大利    |       | 48.9  | 46.2  | 47.6  | 47.7  | 47.8  | 48.7  | 48.5  | 48.4  | 49.7  | 49.1  | 47.4  | 47.7  | 47.8  |
| 日本     |       | 48.8  | 48.4  | 48.9  | 48.4  | 48.9  | 49.3  | 49.4  | 49.3  | 49.8  | 50.2  | 49.2  | 48.9  | 50.3  |
| 英国     | 51.9  | 50.0  | 47.5  | 48.9  | 49.6  | 48.3  | 47.4  | 48.0  | 48.0  | 49.4  | 53.1  | 55.1  | 52.1  | 52.6  |
| 中国     |       | 50.0  | 50.2  | 50.2  | 49.3  | 49.8  | 49.5  | 49.7  | 49.4  | 49.4  | 50.1  | 50.5  | 49.2  | 49.5  |
| 印度     |       | 55.3  | 52.7  | 51.2  | 50.6  | 51.4  | 51.4  | 52.5  | 52.1  | 52.7  | 51.8  | 52.6  | 54.3  | 53.9  |
| 巴西     |       | 51.0  | 50.2  | 52.9  | 52.2  | 53.4  | 52.5  | 49.9  | 51.0  | 50.2  | 51.5  | 52.8  | 53.4  | 52.7  |
| 越南     |       | 50.6  | 50.8  | 51.0  | 50.0  | 50.5  | 51.4  | 52.6  | 52.5  | 52.0  | 52.5  | 51.9  | 51.2  | 51.9  |
| 南非     |       | 43.7  | 46.7  | 50.9  | 48.8  | 44.2  | 44.9  | 48.9  | 47.3  | 48.9  | 48.5  | 49.4  | 50.4  | 48.4  |

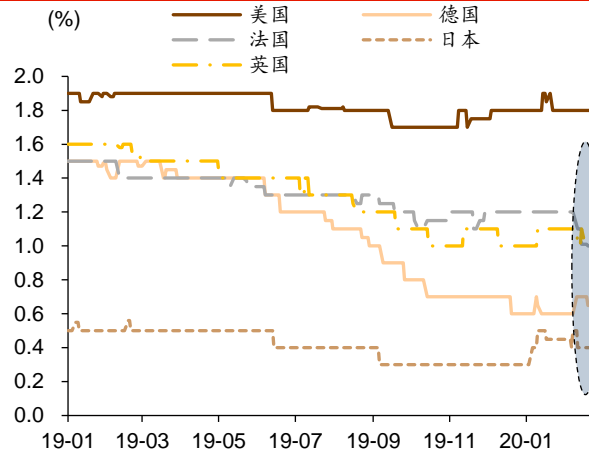
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：受到冲击更大的服务业来看，2月美、日 Markit PMI 明显下滑



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表5：除美国外，2月以来各国 2020 年增速彭博一致预期均有所下调



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

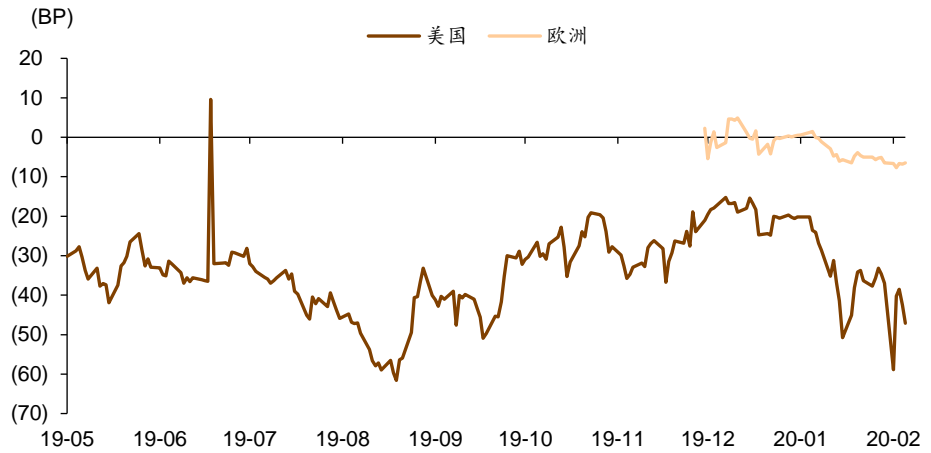
“弱复苏”遭遇“强干扰”下，新兴市场央行开始行动，市场对发达国家央行货币政策松动的预期也明显升温。在海外疫情尚未明显扩散时，与中国经济关联度较高的部分经济体已经开始降息，以应对中国经济暂时放缓对本国可能的冲击。而上周疫情在海外扩散以来，印尼也加入降息行列，彭博调查显示市场对疫情重压下的韩国央行 2 月 27 日降息也基本是一致预期。对此前一直表态处于货币政策观察期的发达国家央行而言，短端利率衍生品市场的走势也反映出降息预期开始升温。

图表6：2月已有7家主要新兴市场央行降息，应对经济潜在下行风险

|             | 2019-06 | 2019-07 | 2019-08 | 2019-09 | 2019-10 | 2019-11 | 2019-12 | 2020-01 | 2020-02 | 最新值 (%) |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>发达市场</b> |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 美国          |         | -0.25   |         | -0.25   | -0.25   |         |         |         |         | 1.75    |
| 欧元区         |         |         |         |         |         |         |         |         |         | 0.00    |
| 日本          |         |         |         |         |         |         |         |         |         | (0.10)  |
| 英国          |         |         |         |         |         |         |         |         |         | 0.75    |
| 加拿大         |         |         |         |         |         |         |         |         |         | 1.75    |
| 澳大利亚        | -0.25   | -0.25   |         |         | -0.25   |         |         |         |         | 0.75    |
| 新西兰         |         |         | -0.50   |         |         |         |         |         |         | 1.00    |
| 挪威          | +0.25   |         |         | +0.25   |         |         |         |         |         | 1.50    |
| 瑞典          |         |         |         |         |         |         | +0.25   |         |         | 0.00    |
| <b>新兴市场</b> |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 印度          | -0.25   |         | -0.35   |         | -0.25   |         |         |         |         | 5.15    |
| 印尼          |         | -0.25   | -0.25   | -0.25   | -0.25   |         |         |         | -0.25   | 4.75    |
| 马来西亚        |         |         |         |         |         |         |         | -0.25   |         | 2.75    |
| 菲律宾         |         |         | -0.25   | -0.25   |         |         |         |         | -0.25   | 3.75    |
| 韩国          |         | -0.25   |         |         | -0.25   |         |         |         |         | 1.25    |
| 台湾          |         |         |         |         |         |         |         |         |         | 1.38    |
| 泰国          |         |         | -0.25   |         |         | -0.25   |         |         | -0.25   | 1.00    |
| 俄罗斯         | -0.25   | -0.25   |         | -0.25   | -0.50   |         | -0.25   |         | -0.25   | 6.00    |
| 巴西          |         |         | -0.50   | -0.50   | -0.50   |         | -0.50   |         | -0.25   | 4.25    |
| 墨西哥         |         |         | -0.25   | -0.25   |         | -0.25   | -0.25   |         | -0.25   | 7.00    |
| 土耳其         |         | -4.25   |         | -3.25   | -2.50   |         | -2.00   | -0.75   | -0.50   | 10.75   |
| 南非          |         | -0.25   |         |         |         |         |         | -0.25   |         | 6.25    |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7： 联邦基金期货与隔夜指数掉期分别显示，市场预期美、欧央行 2020 年将分别降息约 50、10BP



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

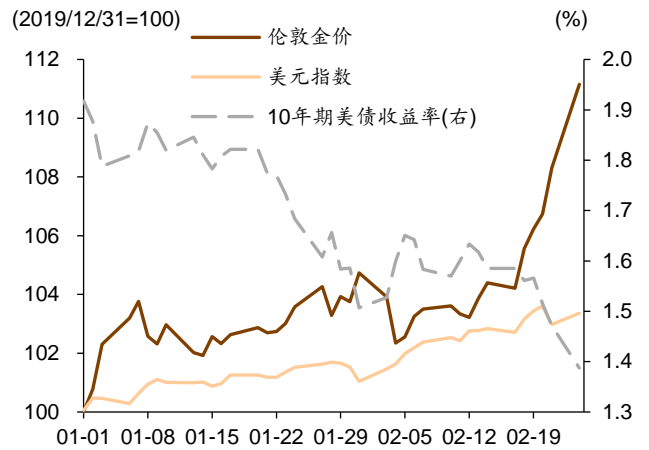
本已处于高位的风险资产价格遭遇疫情冲击，市场避险情绪升温。在疫情发生前，以标普指数/伦敦金价衡量，风险资产相对避险资产的价格已经上升至相对高位，本就处于相对不稳定的状态。疫情冲击下，市场基本面恶化的担忧上升，相对偏高的风险资产价格承压，反应较为剧烈，又反过来助长了避险情绪，美元、黄金上涨，美债收益率下行，除美元外的货币汇率普遍出现调整。

图表8： 风险资产相对避险资产的价格已升至相对高位



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表9： 避险情绪推动下，金价、美元上涨，美债收益率下行



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

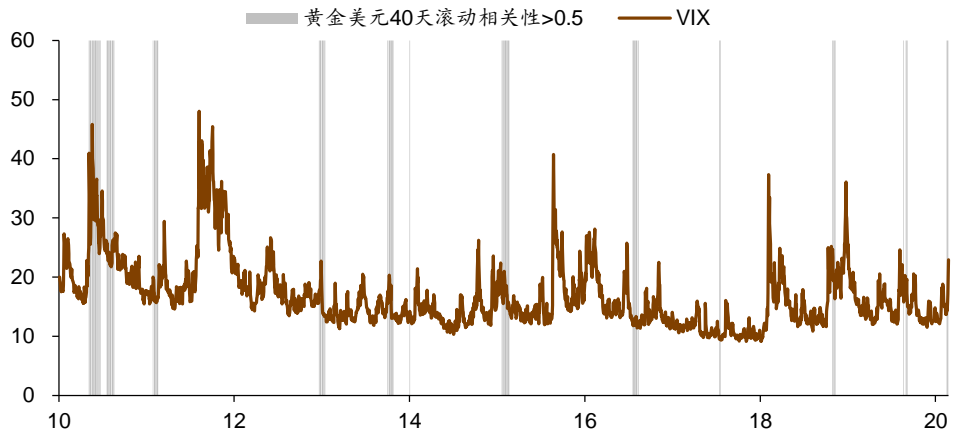
### “反常”表现的背后“事出有因”

**美元、黄金双双走强，是二者作为广义避险资产的共性盖过了计价效应**

美元与黄金双双走强，计价效应隐含的负相关性“失效”。疫情发酵以来，美元指数和国际金价双双走强，美元指数兵临 100 关口，伦敦金价创下 2013 年以来高点，盘中最高超过 1689 美元/盎司。实证经验上，由于计价效应，美元与黄金走势通常负相关，2010 年至今，美元指数与伦敦金价的相关系数约-0.5，但近期二者共同走强似乎违背了这一规律。

但实际上，黄金与美元的联动性，在“常规模式”与“避险模式”下略有不同：常态下，美元对黄金体现计价效应，二者呈负相关；避险时，美元与黄金都是广义上的避险资产，二者可能同向走强，这正是目前情况。我们用黄金、美元 40 天滚动相关系数 $>0.5$  来划分表征二者同向波动的状态，符合这一条件则说明在过去 40 天（2 个月）内黄金与美元表现出正相关性，粗略比较下，这一状态与 VIX 等避险情绪指标有一定吻合，侧面验证了“避险模式”是黄金美元同向波动的一种可能解释。

**图表10: 以40天滚动相关系数>0.5 衡量黄金、美元的同向变化, 往往与避险情绪高涨时相关**



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

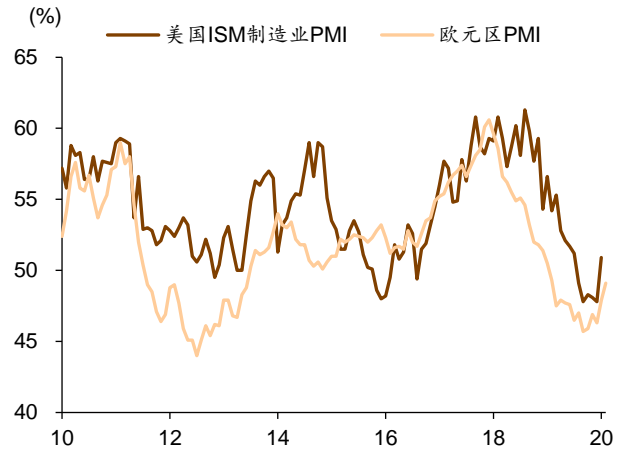
美元今年以来的强势, 从指数成分上看首先是欧元的弱势, 背后是对欧美基本面预期的分化。我们将2005年欧元区/美国实际GDP标准化为1, 并使用累乘的方法计算了2006年以来欧元区与美国实际GDP的累计增长, 发现与欧元兑美元汇率有一定相关性, 实际上欧元自2006年以来的贬值趋势, 背后正是其实际GDP相比美国下滑。故年初以来欧元的弱势也可以解释为对二者基本面观点的分歧, 1月的制造业PMI也提供了佐证。相对稳健的基本面, 也使得美联储官员们相比其欧洲同行总体表现得更偏鹰派, 同样对美元形成支撑。此外, 包括汽车、数字服务税等在内的美欧贸易摩擦仍时有反复, 对情绪也造成了负面影响。

**图表11: 欧元的弱势反映的正是对基本面的悲观观点**



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表12: 1月美国制造业PMI改善幅度明显大于欧洲**

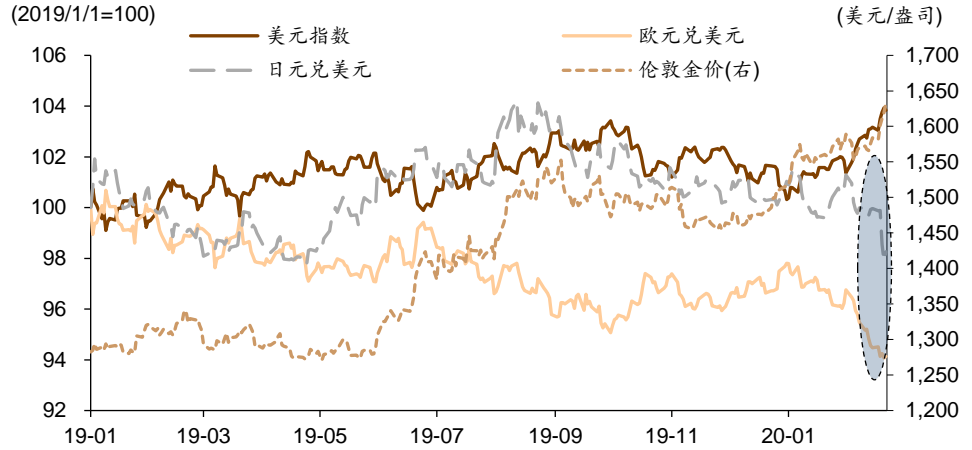


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

另一方面, 今年以来作为传统避险货币的日元表现不佳, 是造就本轮美元指数表现突出的重要原因。日元是美元指数的第二大成分, 同时也是传统避险货币, 往往在避险情绪快速发酵时也趋于升值, 从而制约美元指数走强的空间。到2月上半月为止, 这一规律仍然基本成立。但截至2月24日“钻石公主号”邮轮已确诊691例, 日本在疫情中也成为“重灾区”, 加上2月17日公布的2019Q4实际GDP季比折年-6.3%, 创2014Q2以来最低水平, 央行官员表示若疫情明显影响了基本面, 将毫不犹豫继续宽松货币政策, 压制了日元表现。此外, 传统意义上日元作为避险资产的一种可能解释, 就是“借低息日元、买高息资产”的carry trade在避险情形下的平盘, 但2月以来日本连续两周出现国内大量资金净买入外币资产, 显然这个渠道没有起作用。



图表13: 欧元与日元分别自2月初及中旬以来持续走弱, 推升美元指数



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**10年期美债收益率下破1.4%，TIPS收益率转负是预期全球基本面转弱、货币政策转松**在本轮行情中，10年期美债收益率也一路下行至1.4%以下，TIPS收益率转为负值，也是典型的避险操作，与美元上涨并不矛盾。单从基本面角度，基本面好转会带来美元升值、美债收益率上行，看起来二者应是正相关关系。但实际情况会更为复杂：由于美债相对已经深陷负利率泥潭的欧、日债而言，可算是“高收益”的“无风险资产”，在避险情绪上升时，美债自然受到追捧，收益率下行与美元上涨并不矛盾。

而对于TIPS收益率转负，则可以从两个角度进行理解：一方面，实际收益率=名义收益率-breakeven，其中breakeven可视作通胀预期，近期疫情快速扩散时，从密歇根大学调查数据与5年/5年breakeven来看，通胀预期均无明显变化，所以实际收益率下行转负可以视作名义收益率下行的结果；另一方面，如前述，受疫情影响，全球市场已经开始下调各国增长预期，美国在此情况下也难以独善其身，增长预期下滑难免，事实上新公布的2月Markit PMI已有部分反映。

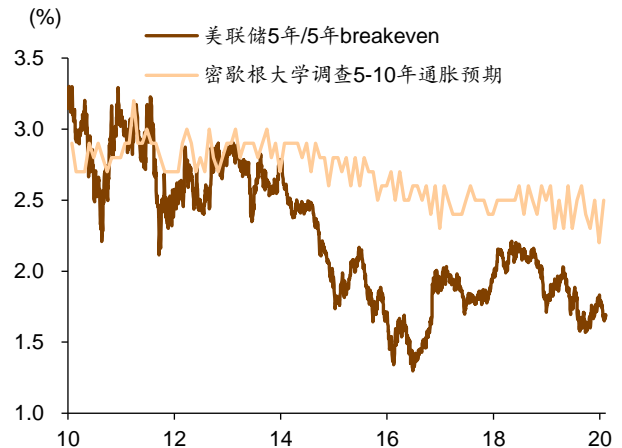
图表14: 在避险时，美债可算是“高收益”的“无风险资产”

| 期限  | 1年    | 2年    | 3年    | 4年    | 5年    | 6年    | 7年    | 8年    | 9年    | 10年   | 15年   | 20年   | 30年   |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中国  | 1.89  | 2.27  | 2.39  | 2.51  | 2.63  | 2.77  | 2.82  | 2.82  | 2.81  | 2.81  | 3.12  | 3.15  | 3.43  |
| 美国  | 1.49  | 1.35  | 1.31  | 1.31  | 1.33  |       | 1.39  | 1.41  | 1.44  | 1.47  | 1.61  | 1.76  | 1.91  |
| 挪威  | 1.38  | 1.38  |       | 1.27  | 1.26  | 1.26  | 1.27  | 1.27  | 1.27  | 1.30  |       |       |       |
| 意大利 | -0.28 | -0.16 | 0.03  | 0.14  | 0.35  | 0.46  | 0.61  | 0.73  | 0.83  | 0.97  | 1.41  | 1.69  | 1.95  |
| 英国  | 0.58  | 0.40  | 0.41  | 0.41  | 0.42  | 0.38  | 0.41  | 0.46  | 0.52  | 0.54  | 0.74  | 0.89  | 0.98  |
| 西班牙 | -0.48 | -0.46 | -0.46 | -0.35 | -0.27 | -0.11 | -0.02 | 0.05  | 0.13  | 0.21  | 0.53  | 0.56  | 1.00  |
| 日本  | -0.17 | -0.17 | -0.17 | -0.18 | -0.17 | -0.18 | -0.18 | -0.16 | -0.11 | -0.06 | 0.09  | 0.22  | 0.35  |
| 瑞典  |       | -0.34 |       | -0.42 | -0.41 | -0.39 |       | -0.34 | -0.27 | -0.16 | 0.00  | 0.20  |       |
| 爱尔兰 | -0.59 | -0.54 | -0.54 | -0.48 | -0.43 | -0.36 |       | -0.25 |       | -0.18 | 0.16  | 0.23  | 0.57  |
| 法国  | -0.59 | -0.65 | -0.63 | -0.59 | -0.52 | -0.49 | -0.42 | -0.39 | -0.31 | -0.23 | 0.00  | 0.10  | 0.50  |
| 比利时 | -0.58 | -0.63 | -0.64 | -0.59 | -0.53 | -0.48 | -0.42 | -0.35 | -0.31 | -0.24 | 0.00  | 0.22  | 0.52  |
| 芬兰  | -0.63 | -0.68 | -0.65 | -0.64 | -0.61 | -0.52 | -0.48 | -0.40 | -0.36 | -0.29 | -0.07 | 0.17  |       |
| 奥地利 | -0.63 | -0.66 | -0.65 | -0.62 | -0.57 | -0.51 | -0.45 | -0.42 | -0.37 | -0.31 | -0.06 | 0.01  | 0.25  |
| 荷兰  |       | -0.66 | -0.68 | -0.67 | -0.62 | -0.58 | -0.53 | -0.48 | -0.45 | -0.39 | -0.26 | -0.06 | -0.01 |
| 丹麦  | -0.76 | -0.71 |       | -0.69 | -0.63 |       |       | -0.56 |       | -0.46 |       | -0.24 |       |
| 德国  | -0.67 | -0.68 | -0.70 | -0.69 | -0.66 | -0.65 | -0.62 | -0.58 | -0.54 | -0.48 | -0.37 | -0.22 | 0.00  |
| 瑞士  | -0.86 | -0.88 | -0.89 | -0.88 | -0.86 | -0.86 | -0.86 | -0.87 | -0.84 | -0.79 | -0.65 | -0.56 | -0.48 |

注：2月24日数据，收益率单位为%。

资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

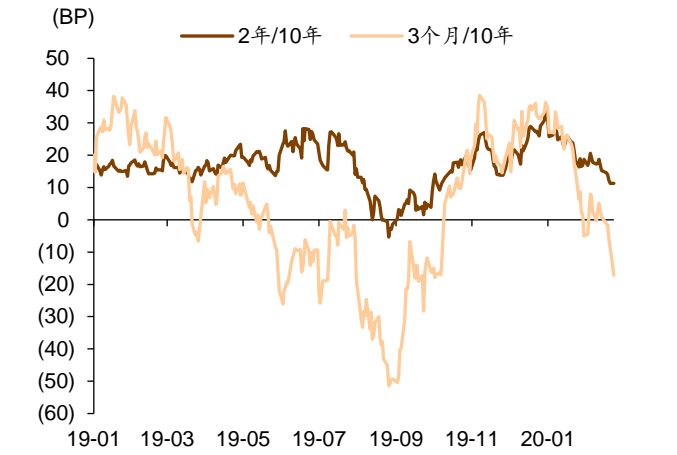
图表15: 美国通胀预期变化不大，名义收益率下行带动实际收益率下行



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

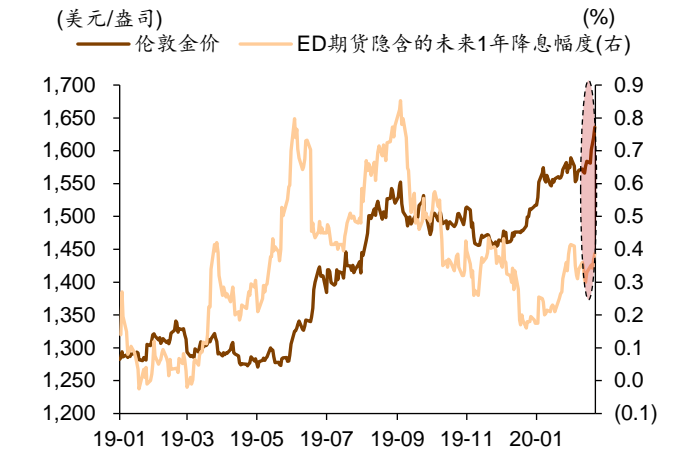
另一方面，美债收益率大幅下行，还叠加了预期美联储会重新转松的意味。随着去年美联储、欧央行转松逐渐收到成效，中美贸易摩擦、英国脱欧等事件逐步解决，企业信心得以恢复，各大央行都转入货币政策观察期。但在疫情快速扩散、基本面出现恶化迹象时，新兴市场央行率先应对，而在发达国家中，由于美国货币政策空间较为充足，市场自然开始猜想美联储继续宽松，进而造成美债收益率曲线倒挂，且宽松预期对美债与黄金都形成了支撑。

图表16: 美债3个月/10年收益率曲线再次倒挂



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表17: ED期货隐含未来1年降息幅度上升, 支撑美债与黄金表现

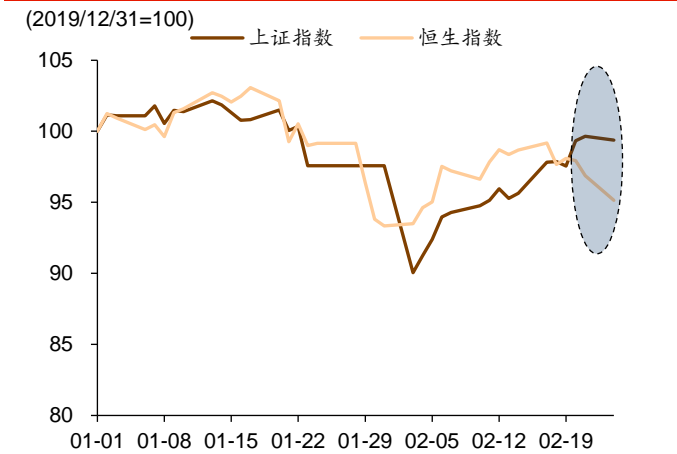


资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

**A股与港股表现分化, 实则是二者驱动力差异所致**

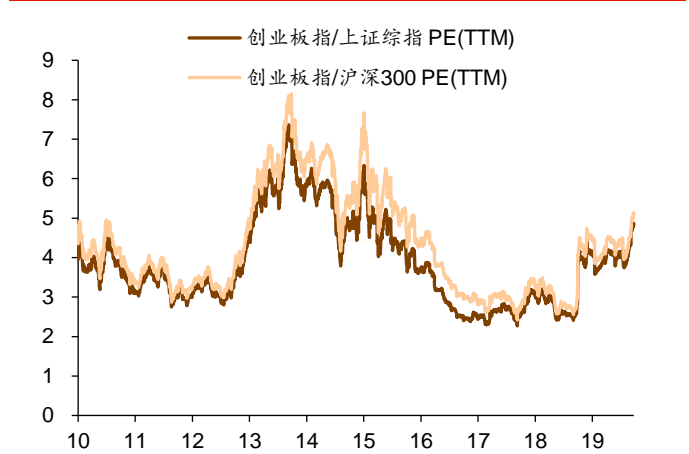
A股自春节后开盘首日大幅调整以来, 后续走势持续向好, 与港股表现形成对比。上证综指上周(2.17-2.21)上涨4.2%, 年初至今仅微跌0.6%, 而恒生指数上周下跌1.8%, 年初至今下跌4.9%, 走势出现一定背离。考虑到A股中小创表现更好, 与港股间的分化会更为明显。

图表18: A股与港股上周走势出现一定背离



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 从创业板指相对其他指数的PE倍数来看, 行情分化明显



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

稍微把视角放宽 春节后 A 股的表现与港股分化, 实际是与全球主要国家股市分化的缩

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\\_6991](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6991)

