

海外市场在避险什么

证券研究报告
2020年02月22日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com
向静姝 联系人
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

近期海外市场的避险情绪上升有三个原因：第一，2月以来公布的美日欧部分经济数据出现超预期下滑或走势分化，并未出现强劲复苏的迹象；第二，新冠肺炎疫情导致海外市场对今年上半年全球经济增长的担忧逐渐发酵；第三，近期日本韩国的 COVID-19 病例数上升较快，加重了病毒全球性扩散的尾部风险。

相比 2003 年非典时期，此次新冠疫情对全球的外溢效应更大，而海外经济的下滑可能对国内经济形成二次冲击。如果疫情在日韩扩散，将对全球产业链形成二次打击，并影响到中国的产业链下游企业，但也可能加速部分领域的国产替代。

金融市场方面，短期人民币小幅走贬的概率较大，可能影响到海外资产管理机构对新兴市场特别是港股的配置；美股高位回调可能带来全球波动率释放。

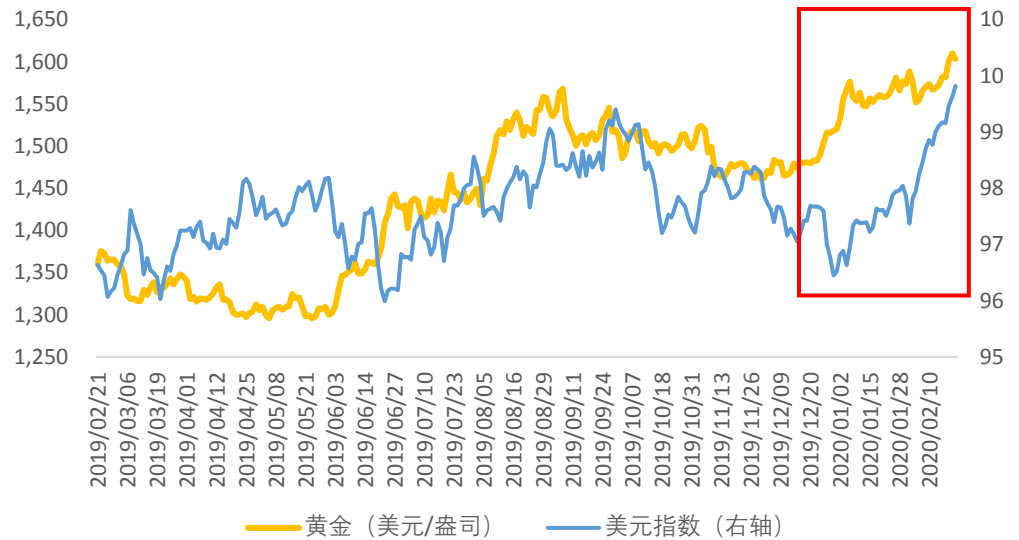
风险提示：新冠疫情扩散超预期；货币、财政政策超预期



进入二月，在美股和全球风险资产节节高涨的同时，美元和黄金也双双突破，美元指数突破 99，COMEX 黄金价格突破 1600 美元/盎司，10 年期美债收益率跌至 1.5% 左右，并且再次与 3 个月美债利率倒挂，市场出现了风险资产和避险同涨的现象。

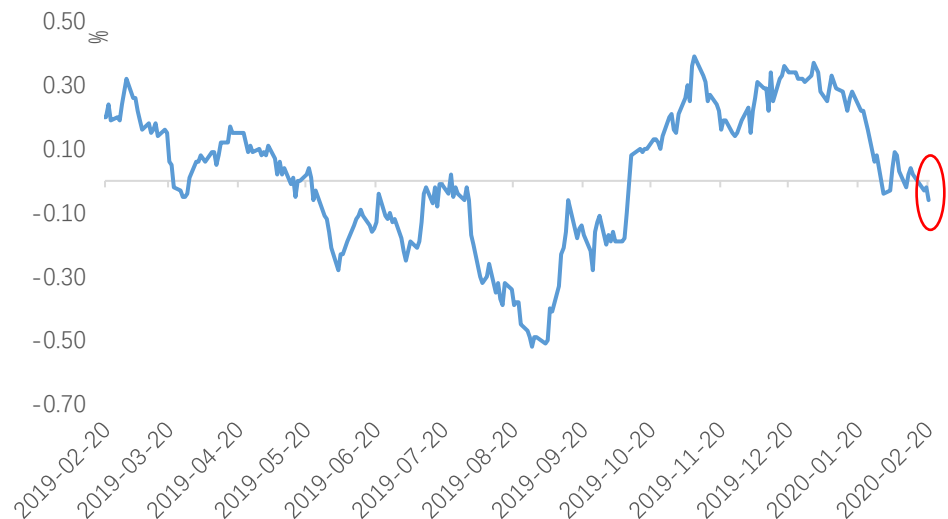
海外市场的避险逻辑是什么？如何理解风险资产和避险资产同涨的现象？海外市场避险情绪上升对中国市场可能有哪些影响？

图 1：黄金与美元指数齐涨



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 2：美债 3m*10y 利率再次倒挂



资料来源：WIND，天风证券研究所

1. 海外市场的避险逻辑是什么？ 如何理解风险资产和避险资产同涨？

我们认为，近期海外市场的避险情绪上升有三个原因：第一，2 月以来公布的美日欧部分经济数据出现超预期下滑或走势分化，并未出现强劲复苏的迹象；第二，新冠肺炎疫情导致海外市场对今年上半年全球经济增长的担忧逐渐发酵；第三，近期日本韩国的 COVID-19 病例数上升较快，加重了病毒全球性扩散的尾部风险。

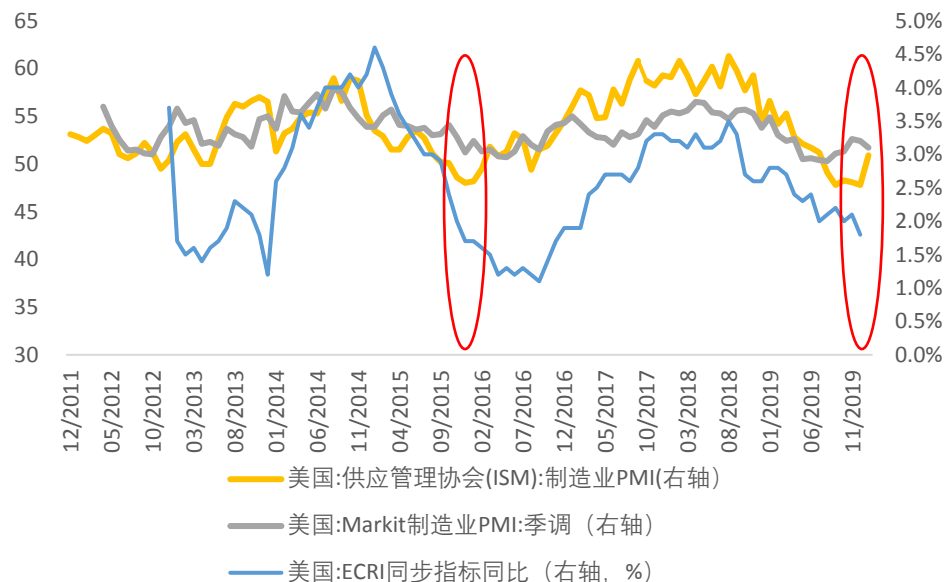
1.1.1.1 近期美日欧经济数据

新冠肺炎病例数在中国开始快速上升并产生经济担忧的时间是 1 月下旬-2 月上旬，而在这之前，主要发达经济体的经济数据整体表现疲弱或分化，并没有出现强劲复苏的迹象。

以美国为例，2020 年 1 月的美国经济数据表现分化，其中：（1）工业产值环比-0.3%，其中制造业生产环比增长-0.1%，与资本开支相关的商业设备生产环比下滑-2.6%。ISM 制造业 PMI 从 12 月的 47.8 反弹至 50.9，但剔除掉能源和食品的核心 PPI 依然在低位徘徊，显示制造业需求依然疲弱。（2）1 月名义零售环比 0.3%，但主要贡献在建筑材料，除去建筑材料、汽油汽车的核心零售环比零增长。（3）劳动力市场表现分化，1 月非农新增就业人口 22.5 万人，远高于预期的 16.5 万。但 12 月空缺岗位数大幅减少 36.4 万至 640 万，是自 2017 年 12 月以来的最低水平。

中国新冠肺炎疫情对美国的影响相对较小。2018-2019 年由于贸易摩擦的原因，美国对华出口占其出口下降至 4%左右，并且中美第一阶段贸易协议中包含了中国加大进口美国商品的协定，中国的购买可能因疫情延迟，但不会缺席。第一阶段协议中也给出了疫情的适用条款。协议指出，“如因自然灾害或其他双方不可控的不可预料情况，导致一方延误，无法及时履行本协议的义务，双方应进行磋商。”鉴于疫情已经对中国经济产生了巨大的不可抗冲击，美方也为此启动了公共卫生紧急状态、承认了这种冲击具有严重性和不可控性，因此中美双方可基于此探讨一阶段协议推迟执行的可能性。美国总统特朗普的首席经济顾问拉里·库德洛(Larry Kudlow)在接受福克斯商业新闻网采访时也指出“由于中国的疫情，实现一阶段协议中的出口增长可能需要更长的时间”¹。

图 3：美国制造业 PMI 有所反弹但 ECRI 同步指标仍在下行



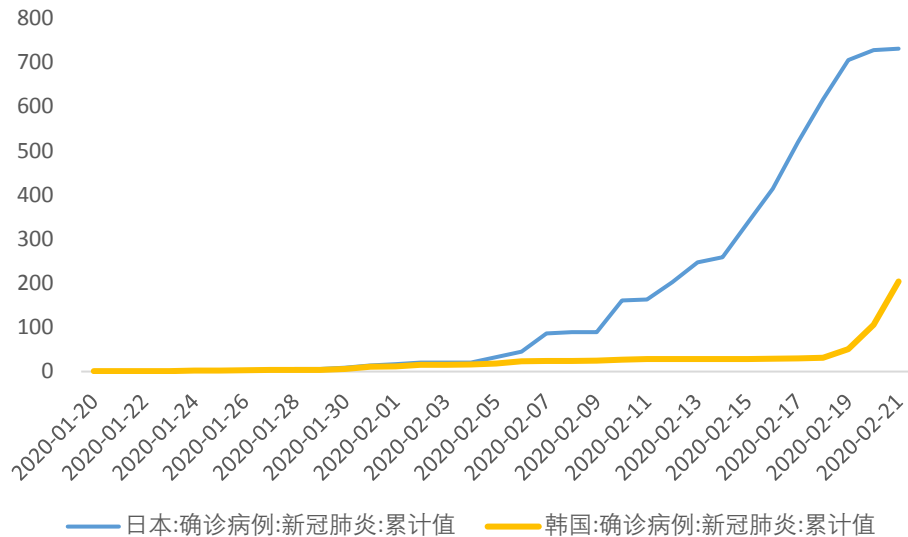
资料来源：WIND，天风证券研究所

而日本和欧元区的经济数据更加弱势。由于上调消费税和台风的影响，日本 2019 年四季度 GDP 环比下降 6.3%，GDP 收缩幅度远远大于市场预期的 3.8%，此外三季度 GDP 数据也从 1.8%大幅下调至 0.5%。欧元区 2019 年四季度 GDP 环比增长 0.1%，低于市场预期 0.2%和第三季

¹ <https://www.reuters.com/article/us-china-trade-deal-hea-virus-0205-idCNKBS1ZZ043>

度增速 0.3%，其中政府部门消费和居民部门消费降速明显。欧元区工业数据方面，软数据持续改善，但硬数据表现低于预期。1 月欧元区制造业 PMI 继续自 19 年 9 月以来的反弹至 47.9，其中新订单与库存之比持续回升至 2018 年 8 月高位。但德国 12 月制造业订单和工业生产均远逊预期，环比收缩 2.1%和 3.5%，同比均下降 7%左右。

图 4：日韩确认新冠肺炎病例最近一周快速上升



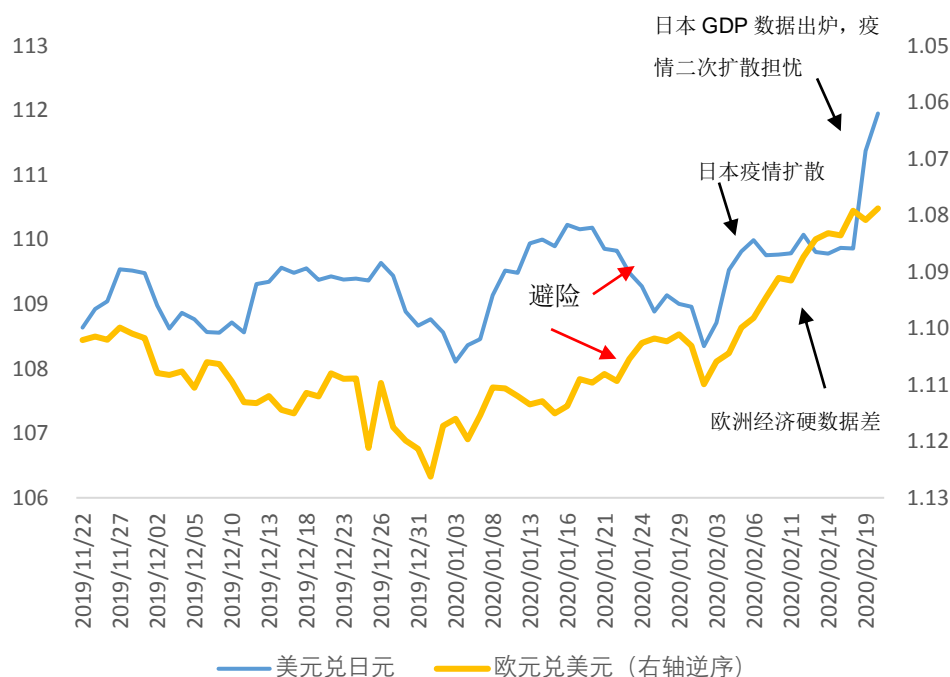
资料来源：WIND，天风证券研究所

由于中国疫情的扩散，市场对日本和欧元区经济复苏的担忧进一步加深。从出口数据来看，由于日本出口中国的占比约 19%，一季度中国经济下挫将暂停日本出口回暖的势头。加之日本成海外受 COVID-19 疫情最严重的国家，一旦疫情有扩散可能，将严重打击全球制造业供应链和旅游业，今年日本经济复苏可能暂缓。欧元区对美出口占比 14%，对华出口占比约 8%，一季度中国经济下挫将暂停欧元区出口回暖的势头。虽然欧元区境内确诊病例数量还较为有限，但出于对供应链和出口担忧，从已公布的 2 月信心指数来看，德国 2 月 ZEW 经济景气指数骤跌至 8.7，预期 21.5，前值 26.7。

1.2 避险资产

美元指数持续走强反映了美国相对其他国家经济数据的较强的基本面和受疫情影响较小的预期。从各国公布的去年 4 季度和今年 1 月的经济数据来看，美国强于欧元区强于日本；从新冠疫情对各国的影响来看，美国小于欧元区小于日本，这是 2 月以来美元对日元和对欧元在有较大升值的直接原因。美元对日元的升值对应了疫情在日本初次扩散的恐慌（1.31-2.6）和日本四季度 GDP 数据弱于预期的反应，和钻石公主号邮轮乘客下船带来的疫情二次扩散担忧（2.18 之后），对欧元的升值主要对应了欧元区较疲弱的经济数据。

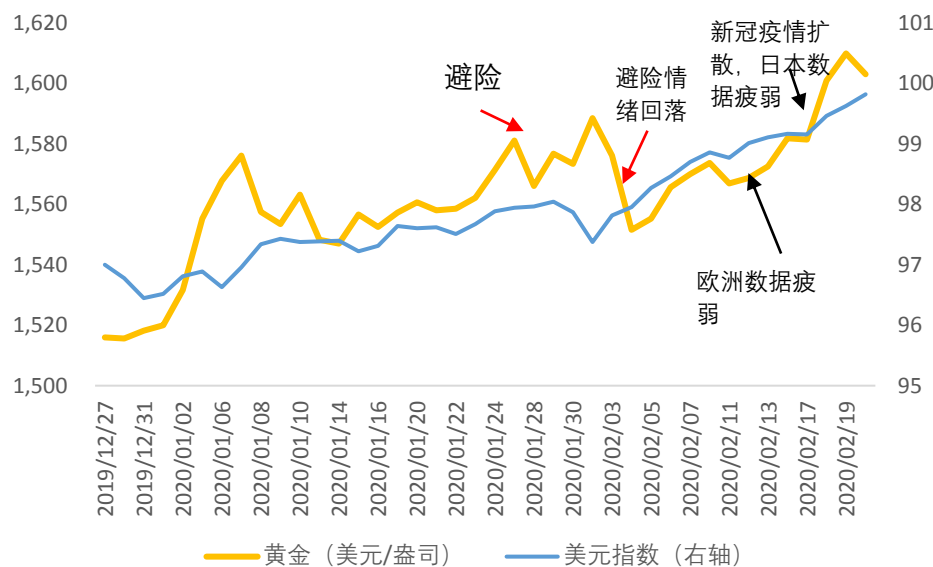
图 5：美元指数成分



资料来源：WIND，天风证券研究所

从黄金的表现来看，1.20-1.31 反映的是对中国本土疫情扩散的担忧，1.31-2.4 金价因为担忧缓和而回调，但在 2.4 后一路上涨突破 1600 美元/盎司，对应的是美、欧、日经济数据不同程度的疲弱和疫情在日本的扩散。

图 6：美国和黄金走势

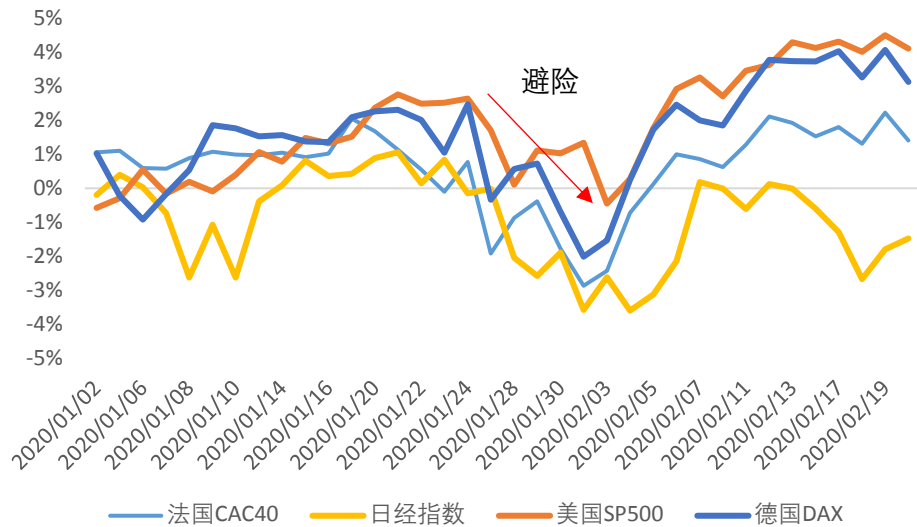


资料来源：WIND，天风证券研究所

1.3 风险资产

从股市表现来看，全部市场都在 1.24-2.6 出现超跌反弹，对应的是中国肺炎疫情新增人数的上升和回落。美国和欧洲（法德）权益市场在 2 月第一周的超跌反弹后，上涨斜率渐缓，虽然估值受债券收益率走低的支持，但市场情绪变得敏感。而日本股市又出现了大幅回调，反映出经济数据较差和受疫情影响较大。

图 7：美、欧、日股市年初以来收益



资料来源：WIND，天风证券研究所

从日经指数的走势来看，2月13日后的下跌主要来自日本疫情扩散预期出现和经济数据出炉。

图 8：日经指数走势与事件冲击



资料来源：WIND，天风证券研究所

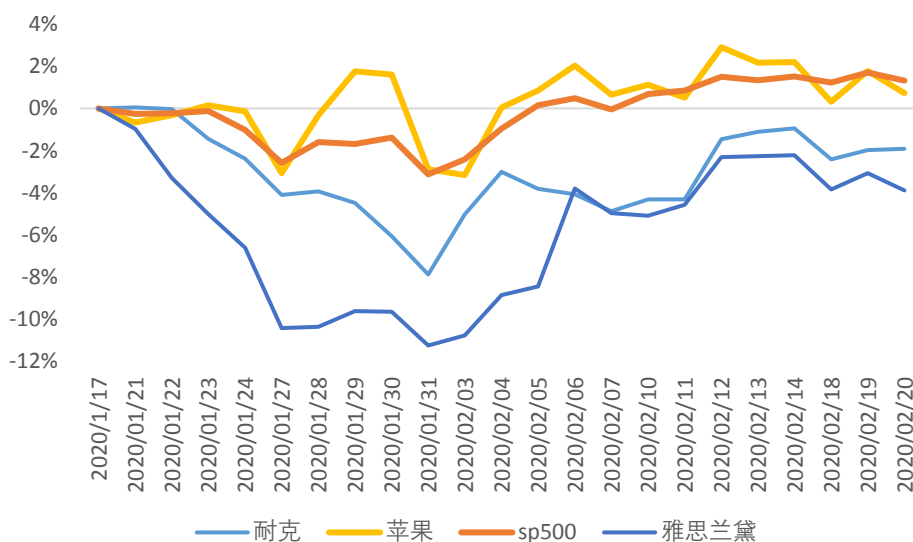
从美股来看，避险情绪升温并没有直接影响到美股，一方面是因为美国受疫情影响较小，美元资产成为了避风港，另一方面，过去一年驱动美股的主要因素是估值提升，而避险情绪升温带来的美债利率快速下行又支撑了股票的估值高位。从过去一年的美股走势来看，在避险情形发生时，美债收益率先与美股同跌，此后美股逐渐企稳并计入利率下降带来的风险溢价提升。然而即使如此，这次受疫情影响明显的公司如苹果（在华业务复工缓慢，手机供应暂时短缺）、雅思兰黛、耐克（在华收入占比较高）的表现均不及大盘。

图 9：过去一年美股和美债收益率走势



资料来源：WIND, 天风证券研究所

图 10：在华收入占比较高，供应链受影响较大的公司表现弱于大市



资料来源：WIND, 天风证券研究所

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_7076



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>