

疫情行情推演及大类资产展望

宏观大类策略：

自从新型冠状病毒发生以来，全国甚至全球均密切关注，1月31日凌晨世界卫生组织（世卫组织，或“WHO”）正式将新型冠状病毒定义为“国际关注的突发公共卫生事件”（PHEIC）。新型冠状病毒疫情对此前的大类资产行情预期造成巨大冲击，打破此前股、商走强，债市疲软的弱复苏行情。

通过复盘2003年非典疫情，我们将疫情分为开始、扩散、爆发、稳定和结束五个阶段，在疫情的开始和稳定及收尾阶段，大类资产延续当时基本面走势，疫情因素并不占据行情的主导。而在扩散和爆发阶段，非典疫情期间呈现股、商双杀的局面，债券>商品=股票。商品中工业品、能化承压，农产品相对康业，贵金属受益于避险情绪抬升。股票中医药板块相对抗跌，通信行业、非银金融行业、交通运输行业、休闲服务行业以及钢铁行业领跌。而在经济走弱、政府逆周期调节预期下，国债利率在疫情期间承压下行的趋势最稳健。需要提到的是，2003年非典疫情期间，股、商的走跌行情出现“错位”的现象，这种下跌分先后的表现主要是当时疫情预期和商品基本面实际承压的错位，又或者信息传导不充分所导致的。

我们认为本轮疫情爆发期（1月30日~2月16日）和后续疫情因子退潮将主导短期大类资产走势：在疫情爆发阶段呈现债>股=商的走势；随着2月16日疫情因素的逐渐退潮，避险情绪快速修复将有望股票市场的回暖，而随着政府逆周期调节力度的逐渐加大，预期将修复经济走弱预期，刺激商品反弹，债券重新走弱，整体呈现股票>商品>债券的格局：

债券方面，2月3日央行投放1.2万亿逆回购平抑市场流动性，结合疫情冲击下经济走弱预期，在疫情因素仍占主导的时间里，债券的表现应该是最为稳定的。股票方面，从非典的经验看，疫情期间出现股票、商品双杀的局面。而随着2月16日度过疫情爆发期，情绪的修复必然要比基本面改善要来的更快。商品方面，疫情阶段对商品影响在供需两方面都存在，对于工业品而言是供需双弱的影响，农产品相对抗压，贵金属则受避险情绪明显利好。而到了疫情因素退潮阶段，政府为了实现十三五规划应对此前疫情对近造成的下行冲击，肯定会进一步加大逆周期调节力度，届时工业品受益最大，避险情绪退潮将导致贵金属小幅回调，而农产品和能化则受影响相对较小。

策略：疫情爆发期： 债券>股票=商品，

疫情因素退潮后：股票>商品>债券；

风险点：疫情超预期，美联储释放鹰派预期或提前延长QE

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 FICC 组

研究员

蔡劭立

☎0755-82537411

✉caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3063489

投资咨询号：Z0014617

联系人

高聪

☎021-60828524

✉gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

相关研究：

降准预期兑现 风险偏好改善

2020-01-02

央行意外“降息”，农产品受益

2019-12-19

商品策略年报：雪干云净见遥岑，春风吹柳万黄金——把握经济复苏下的商品结构性机会

2019-12-07

宏观大类月报：猪价引领农产品行情 把握QE政策主线

2019-11-03

春节期间重要消息

1、WHO 将新型冠状病毒定义为国际关注的公共卫生紧急事件 (PHEIC)。

北京时间 2020 年 1 月 31 日凌晨，世界卫生组织（世卫组织，或“WHO”）正式将新型冠状病毒定义为“国际关注的突发公共卫生事件”（PHEIC），但未实行国际贸易/旅游限制，后续存在 WHO 进一步将湖北定义为疫区的风险。

截止 2 月 1 日，一共有 3 个国家对中国收紧进出境管理，目前影响主要集中在旅游领域：

图 1： 各国对中国进出境新政策详情

时间	国家	政策	详情
1 月 31 日	美国	公共卫生紧急状态	从美东时间 2 月 2 日下午 5 时开始，过去 14 天内曾到访中国的外国人（美国公民和永久居民的直系亲属除外）将被暂时禁止入境，将中国旅游警示上调至最高级别；呼吁美国公民暂时“勿前往中国”；部分航空公司取消飞往中国航班。
1 月 31 日	意大利	进入国家紧急状态	进入国家紧急状态，紧急状态计划将持续六个月，该国已拨款约 500 万欧元应对病毒疫情。
2 月 1 日	澳洲	旅行禁令	所有来自中国的旅客（除了澳洲国籍，澳洲 PR 永居以及他们的直系家属之外）都将被禁止入境，并呼吁澳洲人民不要前往中国旅行。

数据来源：华泰期货研究院根据公开新闻整理

2、英国正式脱欧

1 月 31 日，英国脱欧流程走完，英国议会表决—欧盟领导人签署—欧洲议会表决全部完成，英国于 1 月 31 日 23:00 (GMT) 正式脱欧。

目前看英国脱欧风险落地带来的好基本为市场所消化，后续将开启“后脱欧时代”：英国将成为其他“潜在退欧国家”的榜样，退欧后英国贸易成本增加，金融地位削弱以及人口流动受限均考验着英国经济、金融多方面，但财政负担减少和空间放开也存在一定利好。而欧盟而面临更大考验，短期英国退席带来的每年 100 亿财政资金缺口如何分担，随之而来的部分成员国脱欧情绪将对一体化进程带来更大考验，总体而言弊大于利，不利于欧洲经济和资产价格。

图 2: 英镑相对欧元走强 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 英国、欧元区股指均承压 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

3、春节假期期间股、商双杀，外盘利率走低

受疫情扩散影响，全球大类资产在春节假期期间呈现股、商双杀的走势，债券以及贵金属受到追捧。股指方面，A50 在假期期间收跌 7%，考虑到 A50 代表着 A 股市值较大的一部分，对应到上证和深证指数预计将下跌更多。商品方面，假期铁矿石、棕榈油领跌，商品整体呈现下跌走势。外汇方面，离岸人民币贬值 1%，美元指数走弱，英镑、欧元走强。此外，外盘债券利率集体走低。

图 4: 春节期间外盘涨跌幅一览

单位: %

大类资产	名称	1月31日收盘	1月23日收盘	春节期间涨跌幅 (%)
权益	A50期货	12,832.50	13,805.00	-7.04%
	道琼斯工业平均指数	28,859.44	29,160.09	-1.03%
	标准普尔500指数	3,283.66	3,325.54	-1.26%
	纳斯达克综合指数	9,298.93	9,402.48	-1.10%
	富时100指数	7,286.01	7,507.67	-2.95%
	东京日经225指数	23,205.18	23,795.44	-2.48%
	恒生指数	26,312.63	27,909.12	-5.72%
债券	美债10Y	1.57	1.74	-17bp
	德债10Y	-0.38	-0.28	-10bp
	日债10Y	-0.056	-0.023	-3.3bp
金属	锡.LME	16,435.00	17,050.00	-3.61%
	铅.LME	1,877.00	1,964.50	-4.45%
	锌.LME	2,208.00	2,355.00	-6.24%
	铜.LME	5,560.50	6,026.00	-7.72%
	铝.LME	1,725.00	1,795.50	-3.93%
	镍.LME	12,790.00	13,400.00	-4.55%
	铁矿石:62%Fe:CFR	82.00	92.05	-10.92%
能源	WTI原油	52.14	55.59	-6.21%
贵金属	黄金.COMEX	1,593.40	1,562.20	2.00%
	白银.COMEX	18.03	17.79	1.35%
农产品	大豆.CBOT	876.25	909.50	-3.66%
	豆粕.CBOT	290.00	298.90	-2.98%
	豆油.CBOT	30.00	32.70	-8.26%
	玉米.CBOT	381.25	393.50	-3.11%
	11号糖.NYB	14.31	14.44	-0.90%
	2号棉花.NYB	68.22	70.64	-3.43%
	3号烟胶片	179.50	189.50	-5.28%
	毛棕.BMD	2,684.00	2,985.00	-10.08%
外汇	美元指数	97.36	97.68	-0.32%
	离岸:美元兑人民币	7.00	6.93	1.02%
	美元兑日元	108.36	109.49	-1.03%
	欧元兑美元	1.11	1.11	0.36%
	英镑兑美元	1.32	1.31	0.61%

数据来源: Wind 华泰期货研究院

疫情主线贯穿一季度

• 历史上重大疫情对比

自从新型冠状病毒发生以来，全国甚至全球均密切关注，1月31日凌晨世界卫生组织（世卫组织，或“WHO”）正式将新型冠状病毒定义为“国际关注的突发公共卫生事件”（PHEIC）。新型冠状病毒疫情对此前的大类资产行情预期造成巨大冲击，打破此前股、商走强，债市疲软的弱复苏行情。

首先需要提到的是，我们在下文将使用 SARS 疫情作为推演本轮疫情的重要参考，是因为两者在基因组和结构形态，临床特征，发生时间、国家，传播方式乃至应对疾病上均呈现较大的相似性：新型冠状病毒与 SARS 整个基因组的相似度有 70%，均在中国春节前发生，并通过春运造成大范围传播，更为重要的是两者应对方式均为减少公众活动以及减少人群聚集，这对于后续行情推演具有重要的参考意义。但需要强调的是，两者的宏观背景有较大差异，SARS 处于经济过热期以及政策紧缩期，而本轮疫情则处于萧条末端和政策宽松周期。

图 5： SARS 和新型冠状病毒的对比

	SARS (2002 年 11 月-2003 年 7 月)	新型冠状病毒 (2019 年 1 月至今)
分类、形态结构	冠状病毒，通过人 ACE2 蛋白的介导作用进行传染。	冠状病毒，与 SARS 整个基因组的相似度有 70%，通过人 ACE2 蛋白的介导作用进行传染，但 SARS 病毒 S-蛋白上与 ACE2 结合的 5 个关键氨基酸，有 4 个在新型冠状病毒上都发生了改变。
临床特征	SARS 感染后出现发烧、肺炎等症状后才具有较强的传染性。	有 14 天的潜伏期，发病不是急性，发热、乏力、干咳、逐渐出现呼吸困难，部分患者起病症状轻微，可无发热，传染性更强。
时间点	均在春节前发生，并通过春运导致大范围传播	
宏观经济	处于经济过热期，疫情期间消费受到影响最大。	处于萧条末端，即将进入经济复苏阶段。
政策背景	处于政策紧缩期，在疫情消退后的 2003 年 8 月央行上调 1% 存款准备金率。	处于宽松货币政策阶段，1 月央行向市场投放超过 2 万亿流动性。

数据来源：Wind 华泰期货研究院

此外我们还通过对比近期历史上相对较大的 5 次疫情，分别是非典、H1N1（猪流感）、H7N9（禽流感）、埃博拉、中东呼吸综合症韩国疫情（MERS）。如下图，我们将爆发期定义为确症人数快速上升或者 WHO 发布全球公告，将疫情高峰期定义为确症人数峰值，从避险的角度看，黄金和国债普遍在各轮疫情均有所受益，债券表现较黄金更稳定。从权益资产角度看，股票和商品呈现越来越全球化的特征，在相对远期的疫情中，风险资产仅在受影响严重的国家承压，而非疫区国家受影响较小，但近期的疫情则对此反应更为敏感。

图 6: 近期历史 6 种重大疫情下的大类资产价格

单位: %

资产	非典 (中国) 2003/3 ~ 2003/5			H1N1 (全球) 2009/4 ~ 2009/11			H7N9 (中国) 2013/2 ~ 2013/4			埃博拉 (西非) 2014/5 ~ 2014/10			MERS (韩国) 2015/5 ~ 2015/6			本轮 疫情 爆发 至今	
	爆发 到高 峰期	1 月后	3 月后	从爆 发到 峰值	1 月后	3 月后	从爆 发到 峰值	1 月后	3 月后	从爆 发到 峰值	1 月后	3 月后	从爆 发到 峰值	1 月后	3 月后		
股票	MSCI 全球	3.39%	6.86%	12.50%	23.16%	5.75%	7.70%	2.43%	5.62%	3.72%	-2.45%	7.62%	10.01%	-1.00%	-1.39%	-6.51%	-3.05%
	MSCI 新兴市场	1.21%	12.99%	27.44%	32.85%	5.79%	4.99%	-2.93%	3.43%	-4.00%	-1.08%	3.36%	3.48%	-1.49%	-7.09%	-8.83%	-4.83%
	MSCI 发达市场	3.48%	6.61%	10.96%	21.91%	5.76%	8.85%	3.21%	5.92%	5.00%	-2.62%	8.29%	12.30%	-0.94%	-0.72%	-3.86%	-2.81%
	沪深 300	-5.01%	-0.53%	-5.94%	36.49%	-0.90%	-3.41%	-7.46%	5.21%	-5.33%	14.27%	5.23%	41.34%	0.95%	-19.10%	-26.45%	-2.68%
外汇	美元指数	-4.79%	-1.92%	2.22%	-11.74%	4.25%	8.66%	2.51%	1.64%	-1.48%	6.01%	3.61%	11.17%	-1.72%	2.79%	-0.24%	-0.26%
	美元兑人民币	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.01%	-0.02%	-0.43%	-1.02%	-1.41%	-0.38%	-0.10%	-0.26%	-0.10%	0.06%	3.94%	0.39%
债券	美债指数	2.27%	1.24%	-7.32%	-0.31%	-6.25%	6.15%	0.82%	-0.39%	-1.57%	1.23%	-0.58%	-6.29%	-1.82%	0.82%	-2.78%	1.68%
商品	Wind 有色	-0.13%	3.91%	5.93%	51.88%	11.42%	6.05%	-5.91%	-4.96%	-9.47%	-0.15%	1.62%	-8.89%	-4.59%	-9.47%	-7.93%	-0.98%
	Wind 油脂油料	0.49%	-4.15%	1.53%	11.51%	0.90%	-3.16%	-6.82%	-3.09%	-9.91%	-15.81%	0.92%	-3.78%	1.00%	-2.76%	-3.06%	-0.36%
	Wind 化工	-1.40%	-9.46%	11.31%	32.49%	10.40%	4.30%	-5.91%	-7.03%	-14.06%	-0.15%	1.85%	1.37%	-4.59%	-13.82%	-16.45%	-0.98%
	Wind 谷物	2.93%	-1.10%	-6.53%	-0.45%	1.91%	1.78%	-1.48%	0.59%	-0.37%	0.25%	0.56%	4.65%	-2.94%	-14.56%	-23.10%	-0.56%
	价格指数:普钢:螺 纹	0.92%	5.52%	13.76%	10.97%	4.76%	11.13%	-5.49%	-2.93%	-4.71%	-10.41%	1.44%	-14.17%	-6.21%	-0.11%	-5.77%	--
	黄金	7.88%	2.80%	8.02%	28.54%	-4.46%	-6.87%	-2.04%	-12.44%	-16.66%	-4.84%	-5.90%	0.98%	-0.95%	-7.31%	0.24%	1.74%
	NYMEX 布油金 融	-1.23%	4.74%	8.41%	33.02%	6.60%	6.31%	-10.07%	-2.13%	1.51%	-20.40%	-9.42%	-33.97%	1.03%	-23.11%	-21.92%	-8.25%

数据来源: Wind 华泰期货研究院

• 新型冠状病毒疫情影响推演

为了便于研究大类资产行情，我们将2003年SARS疫情爆发进程划分为五个阶段，分别为开始阶段、扩散阶段、爆发阶段、稳定阶段和收尾阶段，分阶段的具体逻辑和事件在我们疫情的专题报告中有详细介绍。通过复盘2003年非典疫情，我们发现在疫情的开始和稳定及收尾阶段，大类资产延续当时基本面走势，在这三个阶段，疫情因素并不占据行情的主导。而在扩散和爆发阶段，非典疫情期间呈现股、商双杀的局面，债券>商品=股票。商品中工业品、能化承压，农产品相对康业，贵金属受益于避险情绪抬升。股票中医药板块相对抗跌，通信行业、非银金融行业、交通运输行业、休闲服务行业以及钢铁行业领跌。而在经济走弱、政府逆周期调节预期下，国债利率在疫情期间承压下行的趋势最稳健。需要提到的是，2003年非典疫情期间，股、商的涨跌行情出现“错位”的现象，这种下跌分先后的表现主要是当时疫情预期和商品基本面实际承压的错位，又或者说信息传导不充分所导致的。

1、开始阶段：2002年11月16日~2003年3月11日

在疫情开始阶段，当时疫情机制相对不完善，信息较为闭塞，市场影响较小，而当时正处于经济过热阶段，股、商走势良好。

2、扩散阶段：2003年3月12日~2003年4月14日

扩散阶段，商品指数的上涨行情被疫情扩散打破，疫情冲击国内经济（2003年二季度GDP较一季度下降2个百分点），商品转而出现在一波急跌，除了农产品相对坚挺外，整体商品承压，此间，3月20日爆发第二次海湾战争，黄金转折走强。而股指在扩散阶段延续上涨行情，受消息面影响市场相对乐观。

3、爆发阶段：2003年4月15日~2003年5月9日

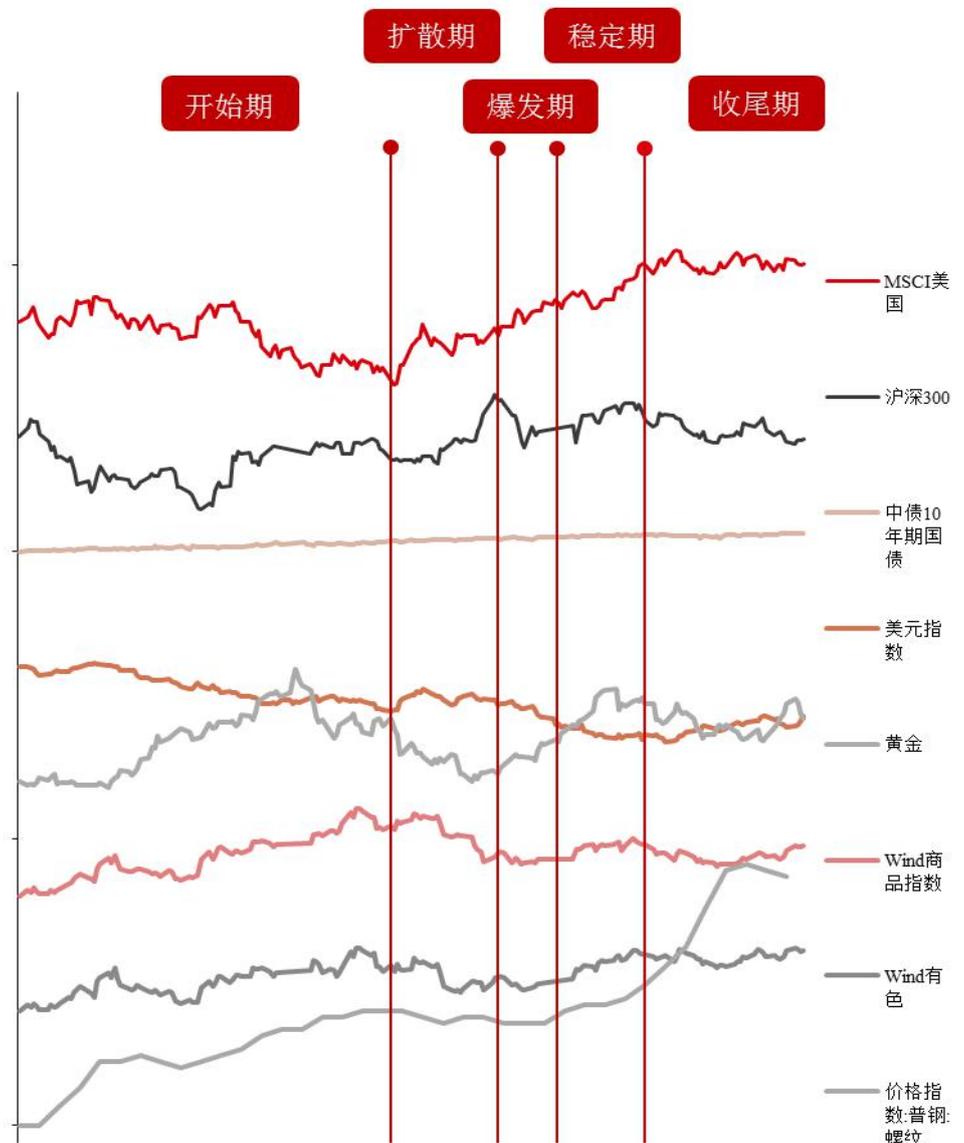
而到了爆发阶段，疫情得到正面重视，悲观情绪蔓延使得权益市场出现一波急跌，除医药板块(-0.45%)外，通信行业(-10.05%)、非银金融行业(-10.41%)、交通运输行业(-10.61%)、休闲服务行业(-11.23%)以及钢铁行业(-11.57%)领跌。而商品市场反而出现企稳的表现，这里一方面是政策逆周期调节的影响——4月28日，中央政治局召开会议，明确了一手抓防治非典，一手抓经济建设的总要求，另一方面源于当时经济过热，商品基本面较强的背景。债券方面，国债收益率中枢快速下行，之后维持较低利率水平至6月底。

4、稳定阶段和收尾阶段：2003年5月10日~2003年7月13日

随着疫情的稳定，大类资产走势再度回归基本面，疫情因素逐步淡出市场视野。

图 7: 2003 年 SARS 疫情期间大类资产指数的涨跌幅 (100=2002/11/1) 单位: %

2003年SARS疫情期间大类资产涨跌情况



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_7218

