

# 海外市场在避险什么

证券研究报告

2020年02月22日

---

**作者**

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

---

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

---

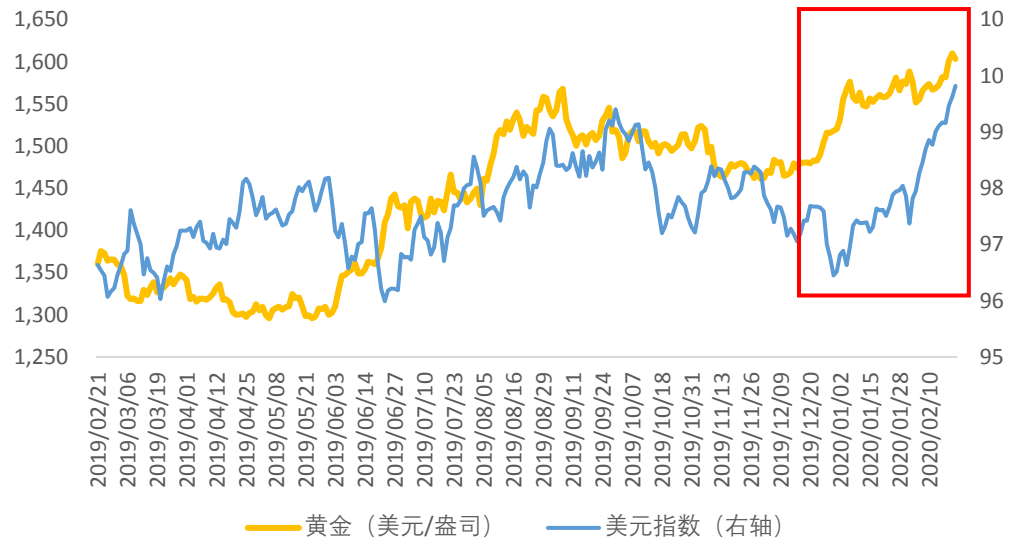
**相关报告**

---

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。

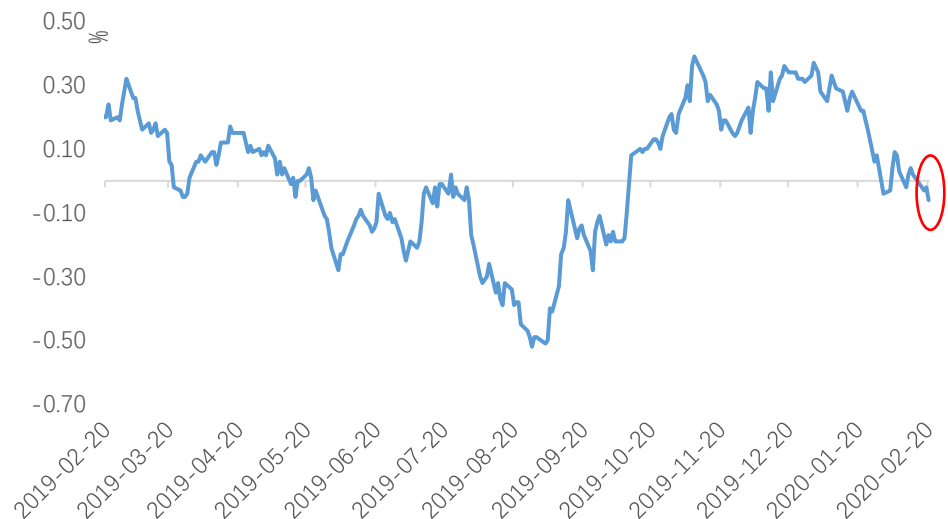
海外市场的避险逻辑是什么？如何理解风险资产和避险资产同涨的现象？海外市场避险情绪上升对中国市场可能有哪些影响？

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。

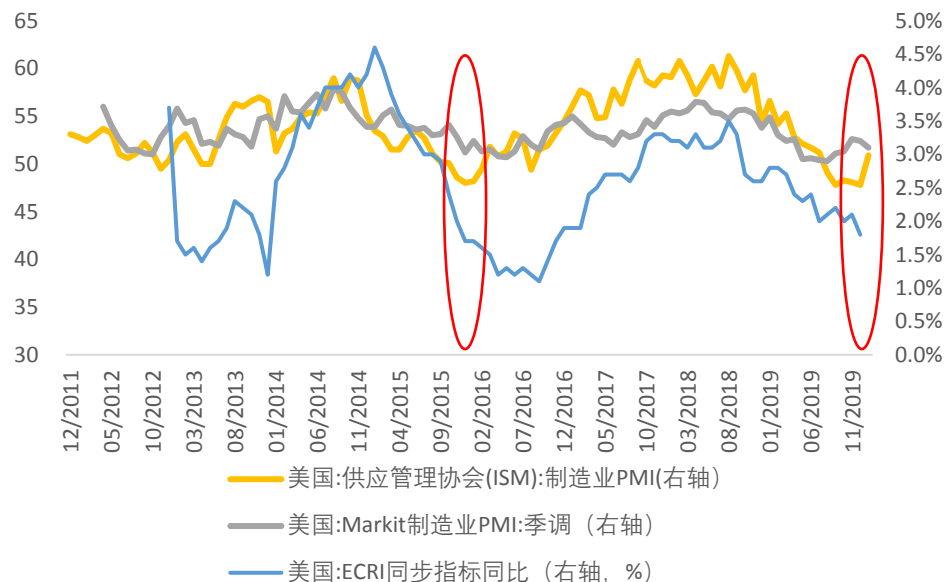
### 1.1.1.1 近期美日欧经济数据

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”<sup>1</sup>。

图 3：美国制造业 PMI 有所反弹但 ECRI 同步指标仍在下行



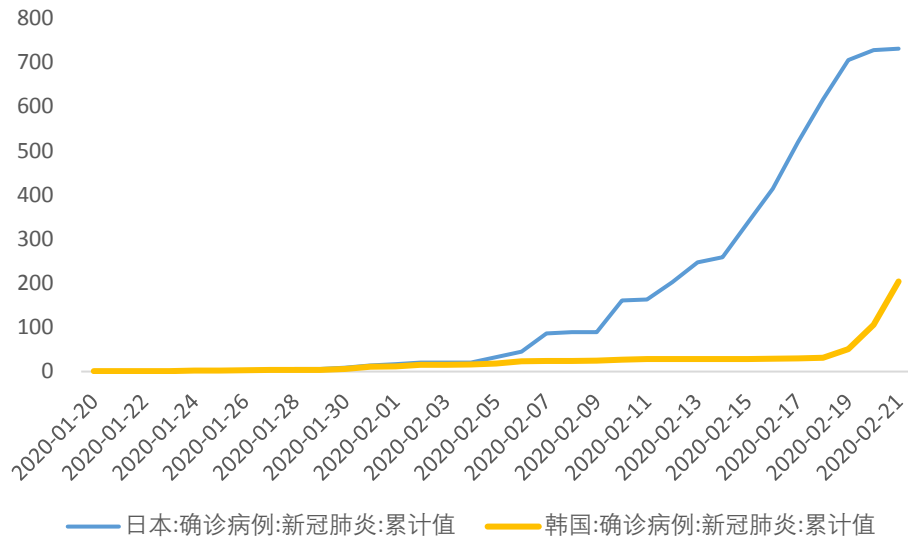
资料来源：WIND，天风证券研究所

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

<sup>1</sup> <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



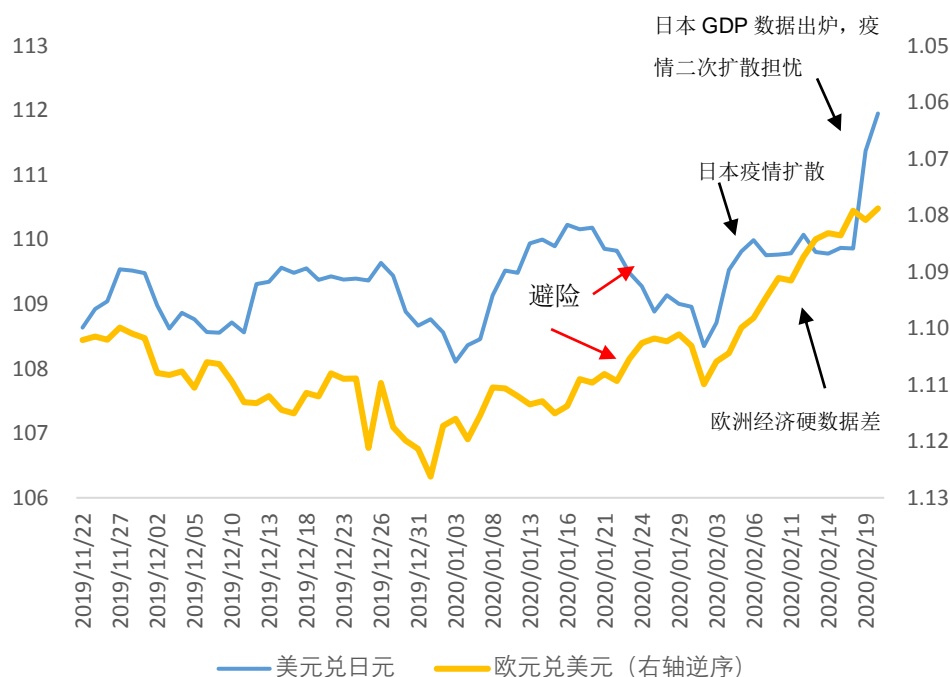
资料来源：WIND，天风证券研究所

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

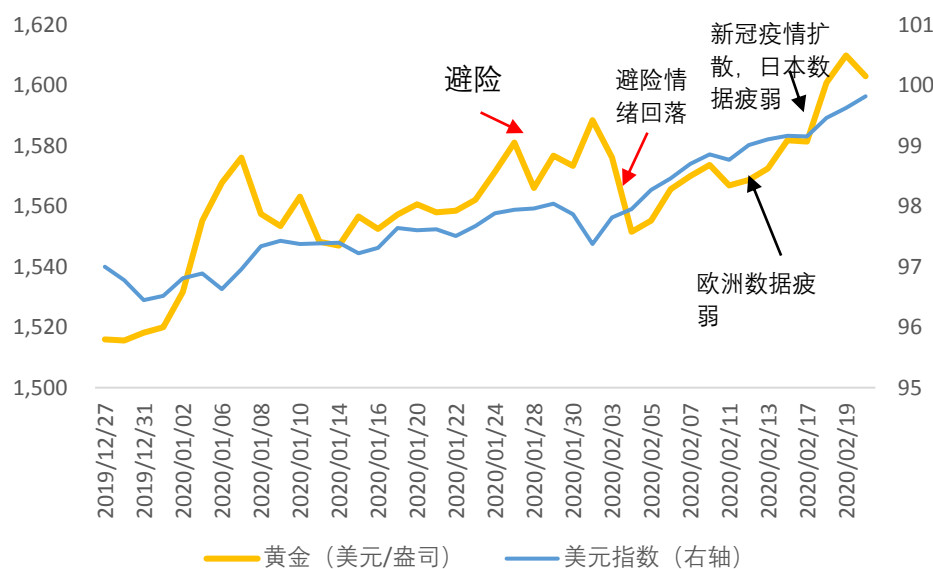
美元指数持续走强反映了美国相对其他国家经济数据的较强的基本面和受疫情影响较小的预期。从各国公布的去年 4 季度和今年 1 月的经济数据来看，美国强于欧元区强于日本；从新冠疫情对各国的影响来看，美国小于欧元区小于日本，这是 2 月以来美元对日元和对欧元在有较大升值的直接原因。美元对日元的升值对应了疫情在日本初次扩散的恐慌（1.31-2.6）和日本四季度 GDP 数据弱于预期的反应，和钻石公主号邮轮乘客下船带来的疫情二次扩散担忧（2.18 之后），对欧元的升值主要对应了欧元区较疲弱的经济数据。

图 5：美元指数成分



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。

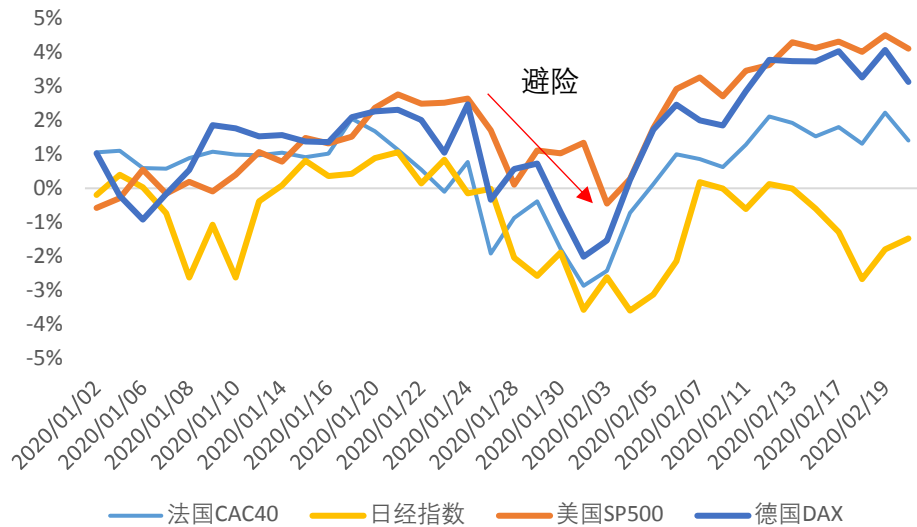
图 6: 美国和黄金走势



### 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

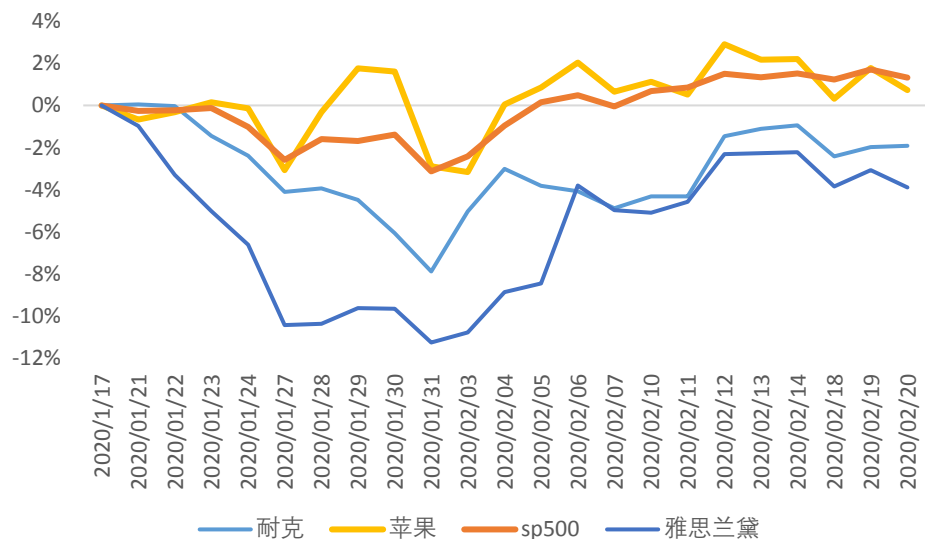
从美股来看，避险情绪升温并没有直接影响到美股，一方面是因为美国受疫情影响较小，美元资产成为了避风港，另一方面，过去一年驱动美股的主要因素是估值提升，而避险情绪升温带来的美债利率快速下行又支撑了股票的估值高位。从过去一年的美股走势来看，在避险情形发生时，美债收益率先与美股同跌，此后美股逐渐企稳并计入利率下降带来的风险溢价提升。然而即使如此，这次受疫情影响明显的公司如苹果（在华业务复工缓慢，手机供应暂时短缺）、雅思兰黛、耐克（在华收入占比较高）的表现均不及大盘。

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

## 二、海外市场避险对中国市场如何传导？

### 2.1 基本面

相比 2003 年非典时期，中国经济 GDP、贸易总额和中间贸易品出口占全球的比重分别由 4.3%、5.5%和 5.6%大幅提高至 2018 年的 15.8%、11.8%和 13.8%，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。

短期来看，中国进口需求的下滑将直接影响资源品出口国如巴西、澳大利亚、伊朗等。例如中国两大石油公司，以不可控因素提出取消液化天然气的交收。中国企业的复工延迟带来的供应不足，将会影响到依赖于中国大陆供应商的中下游产业链国家，特别是日本、韩国。例如武汉是中国汽车制造重镇，2 月初由于来自中国的零部件短缺，韩国现代汽车在韩国的生产线曾大面积停产，日产汽车在国内的生产线也已经在 2 月中旬暂停了部分生产线。

如果疫情在日韩扩散，将对全球产业链形成二次打击，特别是供应链较长且分工复杂的汽车和电子制造，其产业链大部分由中日韩三国承接，日韩疫情的加剧可能打断东亚制造业产业链的生产计划，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。

2011 年日本大地震发生后，距离震中较近的包括索尼、东芝、松下等日本电子企业关闭了部分工厂，造成内存芯片、液晶面板配套组件等相关电子元器件供应不足，导致全球硅材料和液晶材料价格上涨，下游企业采购成本上升，利润水平下降。那次地震还造成日本三大汽车公司和大量汽车零配件生产厂商阶段性停产。

## 2.2 流动性溢价和风险偏好

第一，人民币贬值预期上升，人民币资产的流动性溢价下降。从疫情的相对影响来看，美国对华出口占比较低且有中美贸易协议托底，受中国影响相对欧日来说较小。前瞻指标显示美国投资者信心指数依然高涨，而欧日出现了不同程度的回落，因此美元指数可能依然维持相对强势。而 2015 年 811 汇改以来，人民币兑美元汇率和美元指数的相关关系紧密，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。

图 11：人民币兑美元和美元指数联动



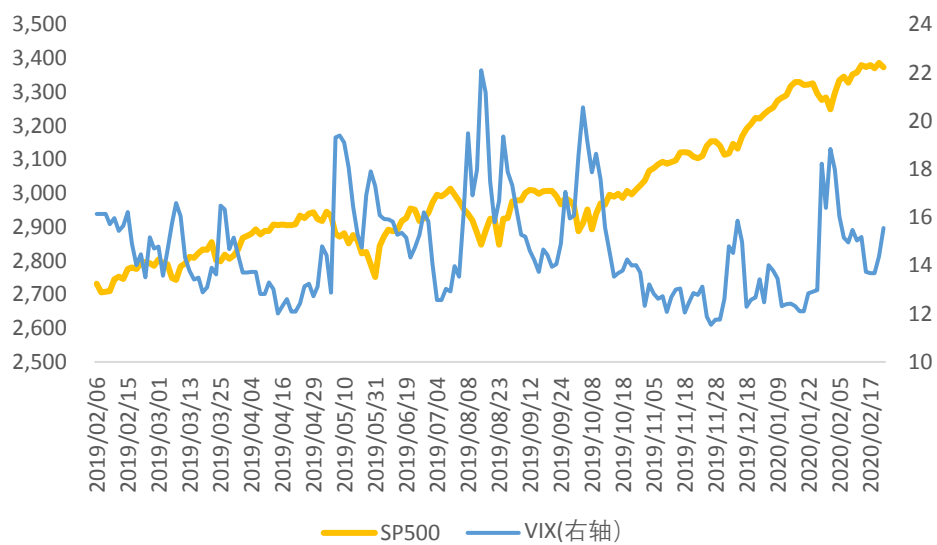
资料来源：WIND，天风证券研究所

第二，美股高位回调可能带来全球波动率释放。金融市场对新冠疫情爆发最初的反应是债券收益率和股市的双双下跌。权益市场经历了 2 月第一周的超跌反弹后，上涨斜率渐缓，尽管债券收益率的下降支撑了股市的估值，但市场情绪变得敏感。新冠疫情对经济的影响将在接下来的 2-3 个月反映在经济数据和企业盈利上，这意味着目前已处于历史低位附近的无风险利率需要进一步走低才能抵消 EPS 的下调预期。然而根据 1 月 FOMC 会议纪要，美联储接下来的计划是减少回购规模：“随着准备金达到持续充裕的水平，大规模购买美国国债和回购操作的需求会减少，这类操作可能逐步缩小规模或者逐步结束”，这可能结束



目前异常宽松的金融市场环境而引发美股下跌。

图 12: VIX 底部上行, 美股波动率即将释放



资料来源: WIND, 天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com