

全球战疫进入新阶段，市场需要关注什么？

证券研究报告

2020 年 03 月 26 日

天风总量团队每周论势 2020 年第 12 期

主要观点：

宏观：海外市场的急跌阶段结束，意味着国内市场受风险偏好回落和外资流出导致的分母波动也将结束，接下来国内市场的核心是分子的内外需结构分化。在美联储的“开放式 QE”和财政部的“2 万亿美元刺激计划”的相互作用下，黄金、美元、美债都进入震荡状态，直到疫情出现拐点，或是超越了模型的预测范围。

策略：我们复盘历史上春季躁动的主线，基本可以得到这样一个结论：景气度上行趋势的展开，是春季躁动主线能够得以延续的必要条件。因此，结合二季度逆周期政策落地和中长期趋势的判断，二季度仍然建议关注 5G 基础设施建设、大数据中心、特高压、充电桩、医疗信息化的新基建领域。另外，传统基建力度暂时没有定论，但有些板块从股价上来看，并未反应大刺激的预期，比如建筑工程，后续可能至少会有边际变化。

固收：从债券曲线观察，环境越复杂，利率越稳定，货币政策仍然会保持更加积极的政策节奏、力度和重心，长端依然有其参与价值，目前阶段曲线依然存在牛平的基础

金工：展望短期市场，阶段性反弹有望来临。尽管市场趋势遭到破坏，赚钱效应转负，但 wind 全 A 累积跌幅超过 12%，交易金额已萎缩至前期高点的 50%，市场的恐慌情绪已得到一定释放，并且周五市场已经开始回暖，预期阶段性反弹有望延续。

银行：招商银行零售银行标杆，上调至买入评级。短期受疫情影响较大，但短期业绩不改投资价值，零售银行长逻辑未改。我们维持招行目标估值 1.7 倍 20 年 PB，对应目标价 43.47 元/股。由于 3 月初以来，外资流出明显，招行股价回调显著，将评级上调至买入。

非银：保险股在今年是表现最差的板块之一。市场目前存在着金融危机发生的预期，金融危机下，金融企业风险较大。但我们认为，如果没有金融危机，保险股就被错杀了。

地产：我们认为行业政策有望进一步宽松、二季度基本面修复将是大概率事件。“房住不炒”仍为长逻辑，短期“因城施策”将占据上风，部分地区出现的高等级的放松（如降首付、限购放松）的出现，表明地方政府放松的动力较强，不排除未来会继续出现类似的调整，宏观层面后续降息预期下，地产供需双方均有望间接受益，此外需关注土地审批权限下放带来的投资机会。

风险提示：经济环境恶化、货币政策传导不畅

作者

孙彬彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090003
sunbinbin@tfzq.com

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

廖志明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

吴先兴 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516120001
wuxianxing@tfzq.com
18616029821

刘晨明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090006
liuchenming@tfzq.com

近期报告

- 1 《固定收益：流动性危机结束了吗？-固定收益海外专题》 2020-03-25
- 2 《固定收益：央行会如何行动？-利率债市场周报（2020-03-23）》 2020-03-23
- 3 《固定收益：产业利差多数上行-产业债行业利差动态跟踪（2020-03-23）》 2020-03-23



1. 宏观：海外从急跌到震荡，站在中国角度看欧美疫情

上周在美联储一系列紧急操作之后（降息+QE，下调贴现利率、互换利率，重启 PDCF、CPFF、MMLF 等工具），美元流动性急剧收缩的问题得到缓解，但信用市场和非银机构（特别是对冲基金和资管机构）的流动性依然紧张。本周美联储又推出了开放式 QE，PMCCF（一级市场企业信贷便利工具）和 SMCCF（二级市场企业信贷便利工具），后者经由特殊目的实体（SPV）在美联储的表外直接购买投资级债券的新发债和二级 ETF，有针对性的缓解了信用市场流动性紧张的燃眉之急，并暗示联储对兜底私人资产的态度发生了转变。

至此，系统性流动性危机基本解除，引发金融危机的概率下降的同时，引发债务危机的概率也下降了。美股受恐慌情绪和流动性危机影响的急跌阶段基本结束，接下来是基本面实质性恶化的阶段，海外市场大幅震荡，将对衰退进行二次定价，部分基本面受疫情影响较小的公司会触底反弹，但更多公司将消化未来数月甚至两个季度的经济衰退带来的业绩影响。

目前来看，各方对于美国经济衰退的结论没有分歧，但对衰退的持续时间和深度的看法不一。极度悲观的看法认为衰退的持续时间和深度将超过 2008 年金融危机，可以类比 1929 年大萧条。这种看法可能过度悲观了，既高估了短期危机爆发的概率，也低估了人类与病毒的共存能力。这一次从基本面和金融市场的问题来看，类似于 1987 和 2000 的结合，既有基本面的债务杠杆问题（主要是中小企业和部分行业），也有股票市场估值泡沫问题和算法交易的放大机制。

疫情的持续时间是经济衰退的核心变量。站在中国的角度来看欧美疫情，至少目前可以得出几个结论：第一，中国证明了在尽早隔离疑似、减少接触的强控状态下，疫情基本可控，欧美在强控之后迟早会出现新增人数的拐点；第二，东亚三国（中日韩）都控制住了疫情，保证了全球主要产业链不会出现短供；第三，我们也经历过社交媒体信息过载带来的恐惧期，欧美正在经历这个过程，但恐惧会过去，情绪拐点会早于疫情拐点。

恐惧是人类的本能，也是进化而来的天然免疫力。一旦美国政府和民众开始重视疫情，加快检测、隔离疑似、减少接触，病毒的基础传染数（ R_0 ）会出现下降。此时民众从恐惧的本能逐渐变为理性的接受，疫情会出现情绪上的拐点；随着强控状态持续一个潜伏期之后，疫情也将出现数字上的拐点。全美上周开始免费检测后确诊数字大幅上升，预计疫情拐点（新增确诊下降）将在 4 月中上旬出现，5 月底基本稳定，初步恢复经济要到 6-7 月。

海外市场的急跌阶段结束，意味着国内市场受风险偏好回落和外资流出导致的分母波动也将结束，接下来国内市场的核心是分子的内外需结构分化。在美联储的“开放式 QE”和财政部的“2 万亿美元刺激计划”的相互作用下，黄金、美元、美债都进入震荡状态，直到疫情出现拐点，或是超越了模型的预测范围。

2. 策略：反弹的性质，以及看好的方向

1、底部区域的逻辑逐步验证

上周我们的主要观点非常清晰：“当前位置最多“输时间”、但大概率不会“输空间”，后续关注央行货币政策信号和海外疫情信号”

（1）从过去两周我们观察到的情况来看，恐慌情绪的蔓延是市场逐步见底的重要信号之一。

（2）过去一周最大的变化是年初以来被持续净赎回的蓝筹 ETF，开始迎来大规模的净申购，一定程度印证了“资产荒”背景下，股债收益差创十年最低对市场起到的稳定器作用。

（3）海外市场流动性危机的风险，在一定程度下降，代表银行间流动性拆借意愿的指标（LIBOR-OIS 利差）扩张开始放缓。

2、反弹的性质：超跌反弹 Or V 型反转？

（1）国内流动性的绝对水平大概率仍然是宽松的，但是边际变化来看，二季度很难实现

比 2 月份更加宽裕的流动性环境。

(2) 随着全球疫情发酵，对盈利影响持续时间的判断，要比 2 月份更加悲观，大部分公司和行业盈利预测的下调还没有开始，需要时间来消化。

(3) 因此，我们对市场整体底部探明之后，未来可能形成的反弹，其性质的判断是全球最悲观预期和情绪缓解之后的超跌反弹，其节奏是脉冲式的，而力度取决于国内央行的态度和海外的信号（疫情的拐点，LIBOR-OIS 利差是否持续收窄）。而对于二季度的整个判断仍然是区间震荡。

3、看好的方向：两个维度的布局

(1) 超跌反弹的维度：超跌的价值白马

增量资金边际变化的方向，3 月以来外资快速流出 700 多亿，一些具有长期配置价值的白马遭遇被动卖出，但是全球情绪缓和和外资回流，这些超跌的白马龙头值得关注，也是长期资金布局的好机会。

(2) 中期主线的维度：逆周期调节

我们复盘历史上春季躁动的主线，基本可以得到这样一个结论：景气度上行趋势的展开，是春季躁动主线能够得以延续的必要条件。

因此，结合二季度逆周期政策落地和中长期趋势的判断，二季度仍然建议关注 5G 基础设施建设、大数据中心、特高压、充电桩、医疗信息化的新基建领域。

另外，传统基建力度暂时没有定论，但有些板块从股价上来看，并未反应大刺激的预期，比如建筑工程，后续可能至少会有边际变化。

3. 固收：海外流动性危机结束了吗？

从债券市场来说，大家还是关注流动性、关注政策、关注整体曲线的变化，以及在内外基本面的变化下，信用风险再度扩散的问题。

海外的流动性冲击告一段落，美元总量层面流动性改善。美联储作为一个大国央行，特别是全球最大的央行做出行动，一定是有它的正面作用。但是问题并没有得到完全解决。

疫情对于三类主体资产负债表的负面影响仍然存在，包括对非金融部门、金融部门和一部分主权国家的资产负债表的影响。现在包括联储货币政策和财政政策在内的所有逆周期政策是一个和资产负债表恶化时间赛跑的关系。一个在明一个在暗。资产负债表压力是在暗处，联储等举动是在明处。前期是因为恐慌性抛售带来的去交易杠杆过程，后面就进入到资产负债表本身杠杆风险暴露的过程。这一定是非线性的过程。而联储政策无论如何还是线性的。

为什么说线性？要考虑界限的问题，货币政策和财政政策不可能是无孔不入的，一定是有条件，有边界，有限制的。但是我们所面对的金融领域的问题、实体层面的问题是方方面面的，以有限对无限，这就是当前政策将要面对的困境。到底谁跑在前面？是资产负债表的恶化？还是联储和财政的政策？结论应该是很清楚的。

此外，从基本面考虑，如果整体欧美完全复制中国的情况，往后再推 1—2 个月疫情才能完全得到控制，那么外需就还要停摆一段时间，中国的外贸依存度有 30%，即使国内推进复工复产，外需不足还会影响企业开工进度。所以基本面无论是海外还是国内，都需要做好更坏的准备。

因为这不是一个简单的经济目标问题，是资产负债表的问题，要考虑很多企业可能无法扛到疫情缓解的那一天？很多数据、很多演变是非线性的，会突然出现一个断点。

回到市场关注的流动性的问题。首先，总量流动性上，毫无疑问，各国央行一定是顶在前面，但是结构上还会有压力，还会出现一些破坏性的张力。例如我们看到波音被下调评级。未来一定会看到类似于中国过去几年所发生的问题，流动性分层和信用分层的状况继续维

持，需要关注在信用分层情况下，相应资产定价的状态，不能按照原有的框架去简单地拟合。这是我们需要去合理地估计、谨慎地求证的一件事情。

所以从债券曲线观察，环境越复杂，利率越稳定，货币政策仍然会保持更加积极的政策节奏、力度和重心，长端依然有其参与价值，目前阶段曲线依然存在牛平的基础。

此外，是不是一定会有信用的压力呢？如果从全球角度来说，是毋庸置疑的，特别是看美国、欧美市场的资产负债表压力以及评级下调的压力。虽然美联储做了直接的信用支持，但是金融机构还是有自身的风控要求。即使在当前的政策局面下，整个非金融主体之间的商业信用、金融机构之间的同业信用，以及金融机构对非金融主体的信用联系肯定回不到疫情前。所以局部信用收缩的状况还是会在未来相当一段时间内维持。这样一种局面下，我们要不要担心国内呢？特别是前段时间受美元流动性紧张，中资美元债也呈现出恐慌性抛售。我们认为考虑到国内信用主体主要是城投地产，相对而言上述主体基本经营都取决于中国内部环境，所以我们认为情况会相对好一点。至于产业债还是要关注杠杆、需求结构和经营活动与全球大宗商品的关系，因为梳理历史我们发现外围冲击对国内信用主体主要在上述领域产生压力。

4. 金工：阶段性反弹已经来临！

截止上周五，从择时体系来看，我们定义的用来区别市场整体环境的 wind 全 A 长期均线（120 日）和短期均线（20 日）的距离有所收窄，20 日线收于 4373 点，120 日线收于 4230，短期均线继续位于长线均线之上，两线距离由上期的 5.61% 大幅缩小为 3.38%，均线距离超过 3% 的阈值，但 wind 全 A 的赚钱效应指标上周开盘即转负，上行趋势遭到破坏，同时考虑到当时中等的估值水平，建议仓位调整为中等仓位。

展望短期市场，阶段性反弹有望来临。尽管市场趋势遭到破坏，赚钱效应转负，但 wind 全 A 累积跌幅超过 12%，交易金额已萎缩至前期高点的 50%，市场的恐慌情绪已得到一定释放，并且周五市场已经开始回暖，预期阶段性反弹有望延续。

5. 银行：详解招行 19 年业绩的亮点与隐忧

亮点 1：盈利增速走高，分红比例提升。19 年净利润增速 15.3%，较 3Q19 提升，业绩增长主要来自规模增长、资产质量保持优异及税收因素。19 年加权平均 ROE 为 16.84%，同比上升 0.27 个百分点；ROE 大幅高于行业平均。招行 12 年以来分红比例维持在 30% 左右，19 年度现金分红比例拟提升至 33.19%，为近年来首次。考虑到各项资本较充足，分红比例仍有提升空间。

亮点 2：信用卡不良虽上升，但整体资产质量仍保持优异。受共债风险等影响，19 年末信用卡贷款不良率 1.35%，同比上升 24BP。19 年末，不良贷款率 1.16%，同比下降 20BP，维持低位；逾期贷款率 1.41%；关注贷款率 1.17%，未来资产质量隐忧小。招行近年持续压降不良高发行业贷款占比，信贷结构大幅优化。制造业及批发零售业贷款合计占比由 12 年末的 31.1% 大降至 19 年末的 9.5%；同期个人住房按揭占比则升至 24.7%。

亮点 3：科技赋能零售业务，MAU 增长亮眼。作为行业龙头，招行近年来明确对标金融科技，19 年科技投入达 93.6 亿元，占营收的比例达 3.7%。招行两大 APP 聚焦“核心金融+泛金融”场景生态体系。19 年末，招商银行 APP 和掌上生活 APP 的 MAU 合计达 1.02 亿户，19 年下半年增加 1667 万户，非常亮眼；零售客户达 1.44 亿户，下半年增量达 1000 万户。

隐忧 1：存款成本优势减弱，息差压力上升。19 年净息差 2.59%，明显高于行业平均，但较 1H19 的 2.70% 下降 11BP。招行依托零售业务优势，实现了较低的负债成本率及较高的资产收益率，使得净息差明显高于行业。不过，19 年以来，受贷款利率下行而存款成本抬升等影响，净息差已处于下行通道。受疫情等影响，我们预计 20 年净息差将延续下行。

隐忧 2：疫情对信用卡业务影响较大，20Q1 业绩或承压。19 年新增贷款以按揭及信用卡

贷款为主。19 年信用卡业务收入达 800 亿元，在营收中占比接近 30%。

隐忧 3：疫情冲击，中收短期仍将承压。19 年招行手续费及佣金净收入 715 亿元，同比增长 7.5%。由于疫情等影响，我们预计中收仍将承压，信用卡手续费收入短期受影响较大，理财业务仍转型，投资压力较大，收入承压。

零售银行标杆，上调至买入评级。短期受疫情影响较大，但短期业绩不改投资价值，零售银行长逻辑未改。我们维持招行目标估值 1.7 倍 20 年 PB，对应目标价 43.47 元/股。由于 3 月初以来，外资流出明显，招行股价回调显著，将评级上调至买入。

6. 非银：转机将现，否极泰来

1、保险股下跌剧烈的原因：市场普遍认为保险估值的 3 大驱动力是保费、利率、股市，特点是高 beta。1) 受到疫情影响，代理人不能出门展业，线下保单受影响很大，2-3 月的保费很差；2) 国内外利率快速往下，美国利率到了历史低位带动中国 10 年期利率预期快速降到 2% 以下；3) 股市波动剧烈，市场担忧资产端是否有信用风险问题。

2、为什么说现在的估值被严重低估：现在太保、新华的估值隐含的“投资收益率预期”，即市场预期保险公司未来平均的投资收益率，不到 2.5%。但我们认为未来 10 年，保险公司的投资收益率或许可以达到 4.5%。

现在港股保险股很多都破净，我们认为这没有反应实际情况。破净意味着 1) 保险公司现在手里的存量保单都是带来亏损的，这需要保险公司的投资收益率低于 2%；2) 保险公司目前的存量金融资产，股票、债券、非标、股权整体会有减值。我们认为概率不大，因为保险公司是信用风险最小的一类金融机构。非标体现了政府信用。

3、向上驱动力的时机：1) 我们认为保费应该会在 4 月下旬开始好转，跟社会复工一致；2) 下半年利率向上的概率远大于继续向下的概率。接下来经济刺激政策一出，会有提振。

保险股在今年是表现最差的板块之一。市场目前存在着金融危机发生的预期，金融危机下，金融企业风险较大。但我们认为，如果没有金融危机，保险股就被错杀了。

7. 地产：目前阶段地产需要关注什么？

本周统计局公布 1-2 月房地产行业数据，受疫情影响，行业数据显著下滑，二季度销售开工有望集中修复，全年竣工增速仍有望明显提升。1-2 月，商品房销售面积同比下滑 39.9%、销售额同比降低 35.9%、新开工面积同比降低 44.9%，均出现明显下滑，房地产开发投资同比降低 16.3%、竣工面积同比下降 22.9%，可以看到销售、开工、投资下滑明显，施工和投资增速相对下滑比例较小。我们认为在系列土地新政下，拿地意愿或将增强，二季度将集中修复销售和开工，但竣工由于基数较低且竣工周期已到，增速仍有望明显恢复。

资金面来看，1-2 月统计局的到位资金同比下降 17.5%，降幅相对较小，主要是销售回款拖

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_6277

