

日期：2020 年 3 月 23 日



分析师：胡月晓

TEL: 021-53686171

huyuexiao@shzq.com

SAC 证书编号：S0870510120021

报告编号：

相关报告：

海外股灾不会演变为金融危机

■ 主要观点：

美股花谢，疫情加剧跌落

从根本上说，美股大跌是美股长期牛市趋势终结的结果，疫情作为催化剂加剧了趋势反转时的市场下跌惨烈程度。美股持续 10 余年长期牛市的基础有二：始于 2003 年的“去股权化”趋势、美国引领全球信息产业的优越地位。海外疫情恶化，政府应对政策和市场预期存在偏差：政策应对重心是“救市”，民众理解应该是“防疫”。因而即使在西方出台货币降息、大投放政策之后，市场恐慌心态仍未能解除。美联储（FED）由于声望散失，降息几乎无助减缓美股下跌速度。

美国股灾不会演化为金融危机

海外疫情冲击下海外金融市场动荡，股灾已发生，但料不会演变为全面的金融危机，因为存款类金融机构是主要的信用创造者，基本不持有交易性股权资产，主持为债券，而债券此轮波动中受益。此次欧美股灾虽然造成了金融市场的动荡，但信用体系（由存款类金融机构组成）基本不受影响，相反，因央行降息反而收益，因此股灾不会演变为金融危机。

海外疫情对中国经济和资本市场影响有限

海外疫情对中国经济的影响，主要通过贸易渠道、投资渠道和政策渠道三途径发生。整体来看，海外疫情对中国影响有限；从市场竞争环境看，反而给了中国有利的调整机会。海外疫情对中国资本市场的影响，主要通过资金流动、心理影响和汇率变化三途径发生。从中国股市自身的波动率变化看，海外疫情恶化使本已回落的波动率又快速抬升，在中国经济复工复产有序推进、投资角度看的“迂回”复升带来经济内生动力增强下，中国经济中长期好转态势构成了资本市场的坚实支撑，波动率回落后对海外资本的吸引力将增强。

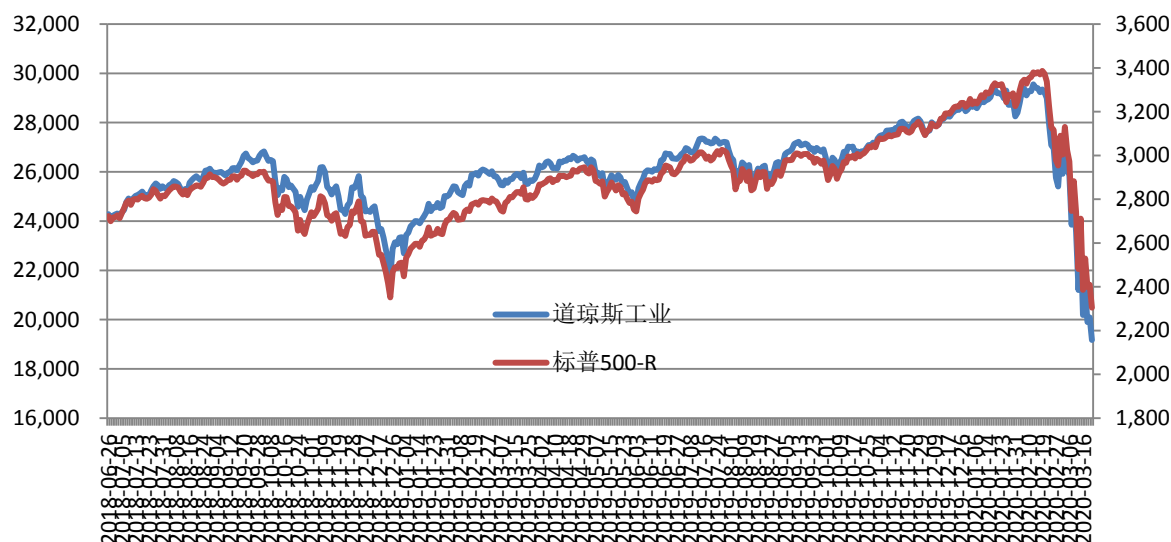
中国金融市场对国际资本吸引力增强

海外经济和救市扩大和拉长了中外利差。海外疫情冲击下，负利率进一步得到确认。无论是从基础货币投放利率角度，还是国债市场利率（10 年期）角度看，欧洲、日本已经进入负利率状态。美、英此轮冲击中政策利率和市场利率也快速下降到近零位置。美国流动性将扩张，但不会出现负利率的极端状况，因为美国金融机构不支持降息，低利率环境不利于金融业绩。不过，对中外利差引起的国际资金流入也不能期望太高。主动性资金流入受资本项目开放改革、汇率市场化改革等其它因素影响，利差对权益性市场的资金影响较不明显。

事件：美国股市崩盘，1 月内四次熔断

按照美股市场通行的崩盘标准——1 月内下跌 20%，美股正在经历一轮崩盘，且未有结束迹象。自 2020 年 2 月下旬开始，美国股市开启了暴跌进程，1 月内经历 4 次熔断，引发全球恐慌。即使 3 月份美联储 2 周内 2 次紧急大幅度降息，市场暴跌态势仍无改变迹象。

图 1 美国股市的暴跌进程（日）



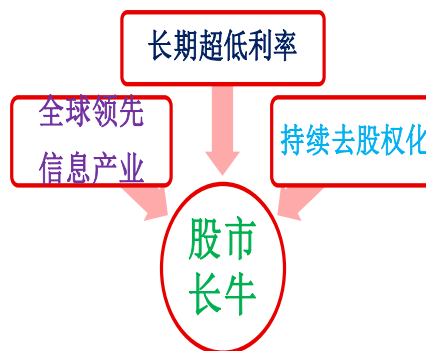
数据来源：Wind，上海证券研究所

事件解析：形势背景和特征意义

1. 美股花谢，疫情加剧跌落

从根本上说，美股大跌是美股长期牛市趋势终结的结果，疫情作为催化剂加剧了趋势反转时的市场下跌惨烈程度。美股持续 10 余年长期牛市的基础有二：始于 2003 年的“去股权化”趋势、美国引领全球信息产业的优势地位。

图 2 美国股市持续上涨的基础

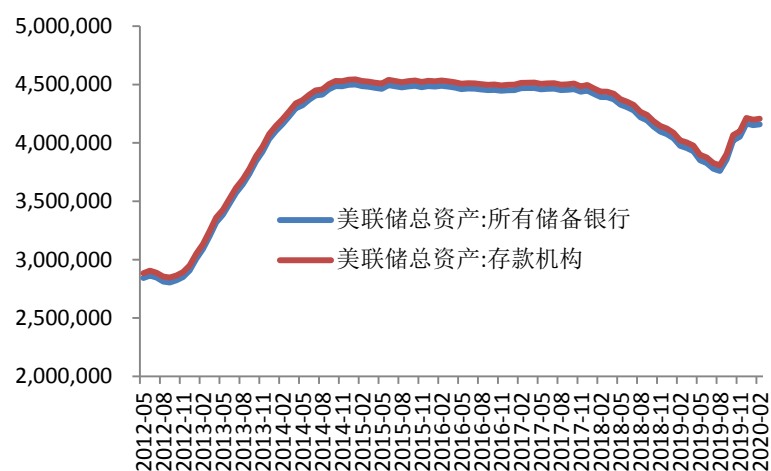


前一基础在 2017 年就基本结束，依靠税改法案吸引海外资本回流，勉强延续了 2 年；信息产业的领先优势，虽然在芯片等关键零部件环节还保有领先优势，但在下游终端消费环节已受到中国华为严重冲击，并在下一代技术 5G 发展方面，落后于中国（为此美国千方百计弹压中国，对其而言是正确之举）。

2. 美联储的独立货币政策地位声誉严重散失

2019 年下半年后，美联储也事实上放弃独立地位，配合政府扩张货币，这让其市场声誉逐渐受损，也使得 FED 在此次救市中成效难见。按照美国的经济和通货膨胀情况，美联储应该延续缩表和维持偏紧的货币政策，但实际上美联储屈服于特朗普压力，让市场上认为其已散失独立性。

图 3 美联储资产报表规模的变化（百万美元，月）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

美联储 (FED) 由于声望散失，降息几乎无助减缓美股下跌速度。自 1982 年 FED 设立联邦基金目标利率以来，2010 年 3 月份 2 周内 2 次降息的行为，降息的力度和频度不仅空前，而且预计也将绝后。此轮双降息后市场跌势不变的态势表明，FED 的声望已被严重透支：西方疫情严重性预期大提高是一方面，更为主要的是，FED 的行为，已严重扭转了 FED 一贯来的市场形象和自我宣称的独立性政策目标——维持经济和物价的平稳。

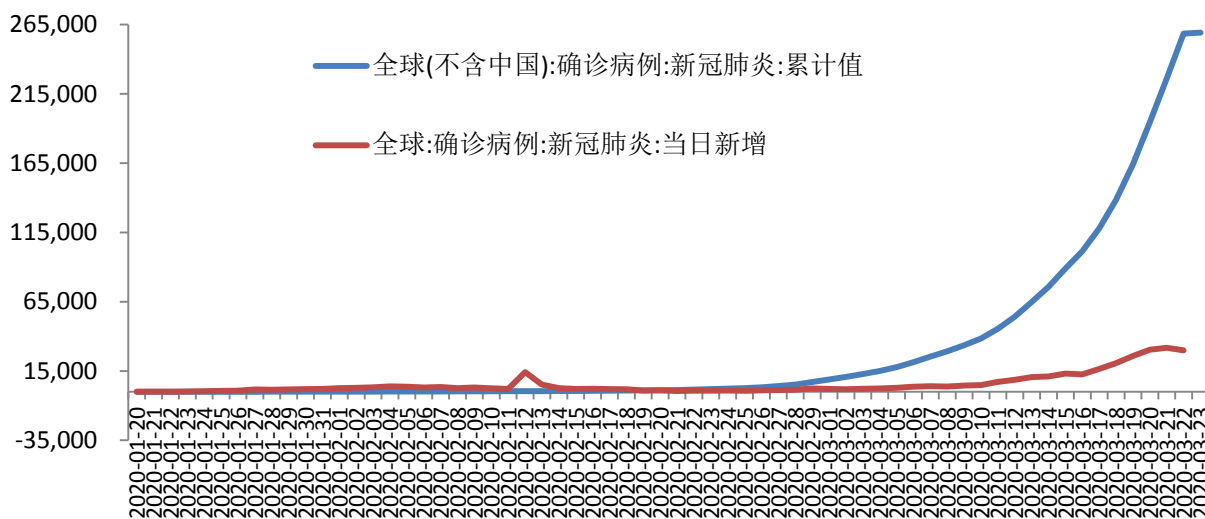
FED 的独立性逐渐被市场怀疑。2017 年 11 月，特朗普提名 Powell 接替耶伦为现任美联储主席。2018 年 2 月，鲍威尔正式就任，彼时 FED 正处于 2017 年开启的缩表进程中。

3. 海外和美国“新冠”疫情恶化

海外疫情恶化态势仍未受到抑制，起初政府和民众重视度均不够，事态显露严重性苗头时，政府应对政策和市场预期存在偏差：政策应对

重心是“救市”，民众理解应该是“防疫”。因而即使在西方出台货币降息、大投放政策之后，市场恐慌心态仍未能解除。

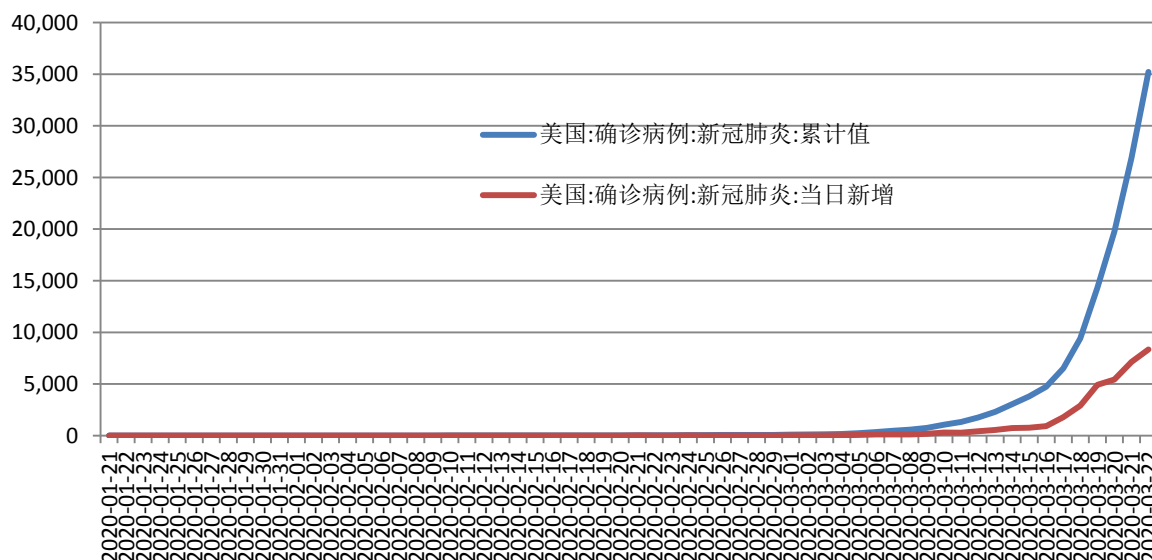
图4 全球新冠肺炎感染人数（除中国）



数据来源：Wind，上海证券研究所

从本轮股市震中美国的情况看，美国疫情的情况一点也不比欧洲轻。更为重要的是。美国政府对疫情防控还没有形成符合社会预期的对策，市场和民众纷纷预期美国疫情情况将会更趋恶化。

图5 美国新冠疫情影响感染人数（日）



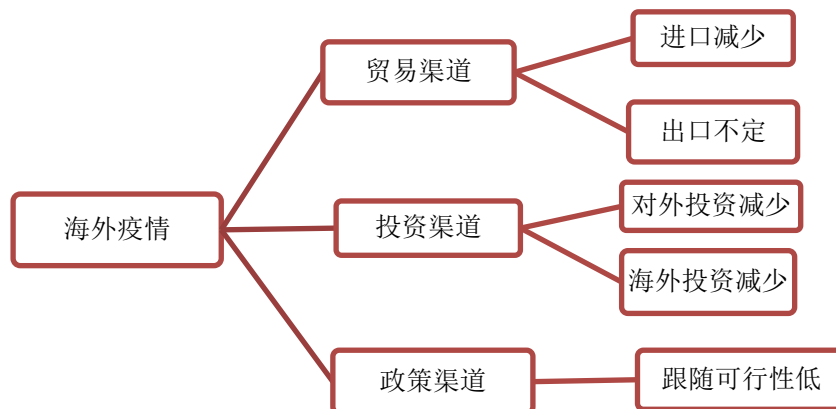
数据来源：Wind，上海证券研究所

形势影响：对中国经济和市场

4.海外疫情对中国经济和资本市场影响有限

海外疫情对中国经济的影响，主要通过贸易渠道、投资渠道和政策渠道三途径发生。

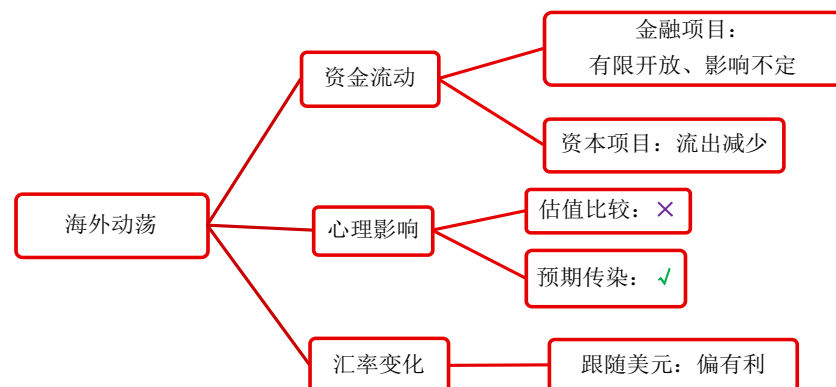
图6 海外“新冠”疫情对中国市场的影响途径



具体影响可以确定的是——贸易渠道方面，进口减少，出口在替代性需求增长和外贸通道受限的双重影响下，存在不确定性，应偏有利，整体或再现衰退式顺差增长；投资方面，对外投资和海外投资两方向都会下降，不过这对当期经济影响不大；政策渠道方面，这次应该不会像2008年那样跟随扩张。整体来看，海外疫情对中国影响有限；从市场竞争环境看，反而给了中国有利的调整机会。

海外疫情对中国资本市场的影响，主要通过资金流动、心理影响和汇率变化三途径发生。

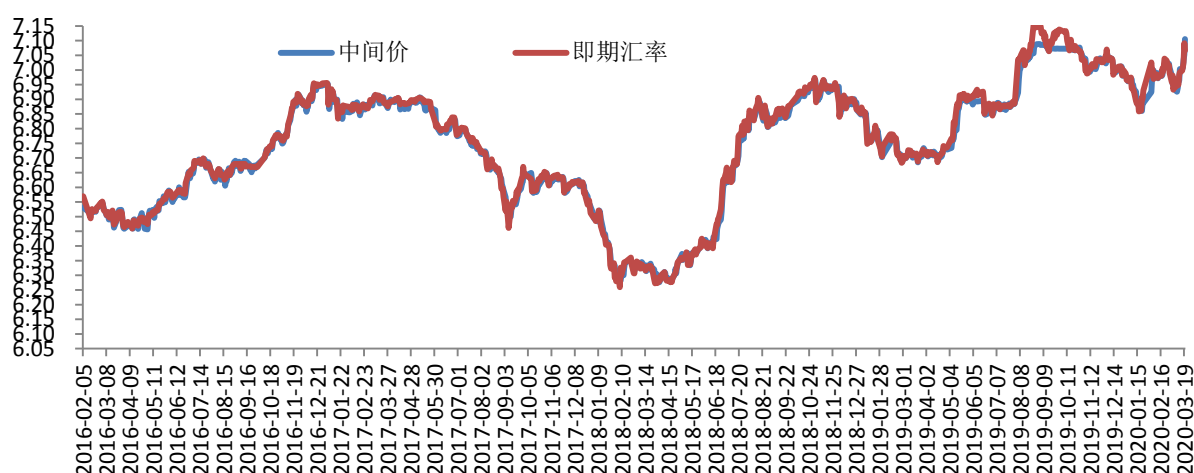
图7 海外“新冠”疫情对中国市场的影响途径



具体来看，资金流动方面，资本项目下外流必定减少，金融项目下期初会有流出（因国内股市受海外传染跟随调整），流出是果，市场跟

随海外下行是因，流出主要通过沪港通、深港通进行，两渠道都有现成规模限制措施，从以往资金流动表现看，HK 投资者在国内市场追涨杀跌导致的资金流进、流出是常见现象，实质上是结算方式决定了其短期进出的频繁，可见通过这个机制进行的配置机构和资金不多，因而此次影响也有限。心理影响渠道主要通过比价机制和预期传染发生，市场比价机制实际上不存在，预期传染的心理影响则比较大，是当期市场波动性的主要根源。对于汇率影响渠道，汇率变动还是以我为主，在美国经济必受疫情冲击、FED 声望下降下再放水，趋势上必有利人民币声望提升，后续稳中偏升态势可望得到实现。

图 8 中国人民银行兑美元汇率的变化（日）

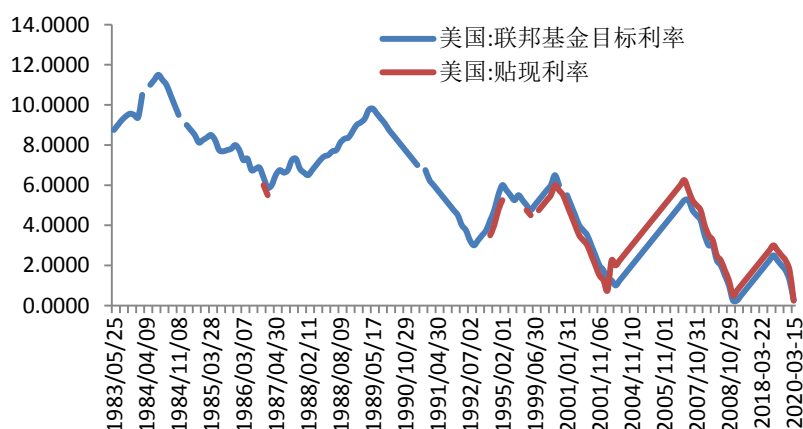


数据来源：Wind，上海证券研究所

5. 中国金融市场对国际资本吸引力增强

美、英此轮冲击中政策利率和市场利率也快速下降到近零位置。美国流动性将扩张，但不会出现负利率的极端状况，因为美国金融机构不支持降息，低利率环境不利于金融业绩。

图 9 美联储资产负债表规模的变化（百万美元，月）

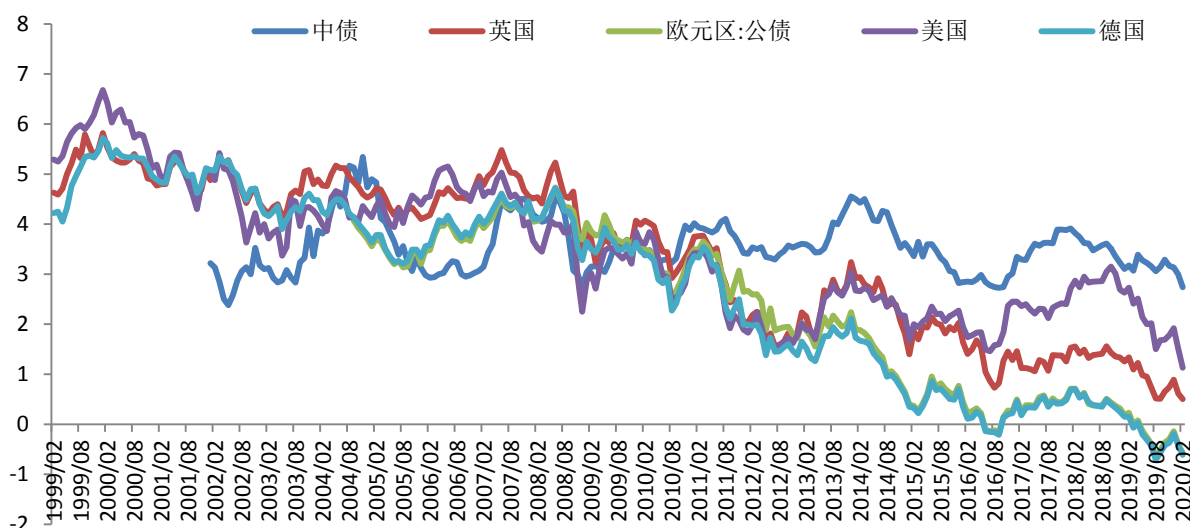


数据来源：Wind，上海证券研究所

海外经济和救市扩大和拉长了中外利差。海外疫情冲击下，负利率进一步得到确认。无论是从基础货币投放利率角度，还是国债市场利率（10年期）角度看，欧洲、日本已经进入负利率状态。

中国的货币环境是“存量过多、增量不足”；存量过多是指中国货币过度深化，增量不足主要是由于中国过去发展方式造成的高杠杆下，财务性周转融资需求过于强烈，导致资金空转和融资利率过高，从而造成了中国货币环境的矛盾局面。这一局面虽然政策上开创性实施了针对性的结构性货币政策（即货币定向投放并辅之以资金流向监控），但格局扭转需要长期过程。中外利差的存在，将对中国的国际金融环境发生重大影响，亦为中国当前的金融开放改革创造了较为有利的条件。

图 10 主要经济体市场利率水平比较（国债 ytm-10y,%）



数据来源: Wind, 上海证券研究所

不过，对中外利差引起的国际资金流入也不能期望太高。首先，基于利差流入的资金基本上是风险偏好较低的资金，大部分会流向固定收

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_6304

