



宏观深度报告

梦回 2008——警惕国际市场“危机模式”

相关研究报告

宏观深度报告20200224-疫情对国际市场冲击显性化

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

魏伟 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

薛威 投资咨询资格编号
S1060519090003
021-20667920
XUEWEI092@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

我们在 2 月 24 日发布的宏观深度报告《疫情对国际市场冲击显性化》中已提示过疫情对海外市场的短期冲击，近 20 天的国际行情也验证了我们的观点。但“新冠疫情”还可能带来更加深远的派生影响。

■ 为何“新冠疫情”冲击如此之大？

我们先回答另一个问题——“新冠疫情”的冲击如此之大到底为何？

回顾新冠疫情冲击之前的全球经济与金融市场，我们认为有以下几点原因：第一，全球经济在 2008 年金融危机后的“长期性停滞”持续，低增速、高杠杆的情况并未得到缓和，反而有所加重。第二，全球主要央行货币政策空间明显收窄，效果边际消减。第三，全球主要经济体财政政策效率显著下滑，各国政府难以有效应对潜在风险。第四，地缘政治局势的紧张加剧了疫情对经济的冲击，也导致全球治理体系遭到破坏，难以高效合作来应对疫情带来的挑战。

那么“新冠疫情”带来的派生影响可能有哪些呢？这就要回归到当前市场最为关注的两大问题上来——经济金融危机是否会来？当前是通胀还是通缩？对于第一个问题——经济金融危机是否会来？我们认为对经济金融危机采取的定义很重要。如果说经济金融危机是指经济增速连续两个季度为负（这是国际对经济衰退的普遍定义），那么这可能已经发生了。如果说经济金融危机是指破坏力强大的债务危机的话（类似 2008 年金融危机），我们认为目前尚未发生，但也存在发生的潜在可能，欧洲企业部门与银行机构发生债务危机的可能性最高。疫情冲击可能带来经济金融危机的潜在渠道主要有两个——资产负债表渠道以及信贷渠道。针对第二个问题——通胀还是通缩？我们判断如下：中短期面临通缩环境，中长期有潜在通胀风险。我们希望疫情拐点尽快到来，但疫情带来的冲击仍需要警惕。

■ 警惕全球市场由“避险模式”切换到“危机模式”

我们在 2 月 24 日发布的宏观深度报告《疫情对国际市场冲击显性化》中已提示过疫情的短期冲击会导致市场趋于投资避险，当时的建议其实就是想揭示 2 月中旬以前的市场运行模式已从“一般模式”转为“避险模式”，黄金、美债、美元等避险资产之后也受到了市场的热捧。但是站在当下，我们对 2 月 24 日做出的判断进行了更新——需要警惕全球金融市场将从“避险模式”切换到“危机模式”的可能性。“避险模式”下市场是追逐避险资产，同时回避风险资产；而“危机模式”下市场将更加偏好流动性好的资产，而回避流动性差、高杠杆的资产。

■ 资产配置建议：回避高杠杆，追逐流动性

对应于我们对全球市场可能由“避险模式”切换到“危机模式”的判断，我们的资产配置建议也做出了调整，由此前的“规避风险资产，追逐避险资产”转为当下的“回避高杠杆，追逐流动性”。

针对全球大类资产，我们认为最值得配置的是美元、瑞郎、欧元、英镑、人民币等货币及其对标的中短期国债。

正文目录

一、	为何“新冠疫情”冲击如此之大？	4
二、	警惕全球市场由“避险模式”切换到“危机模式”	8
三、	资产配置建议：回避高杠杆，追逐流动性	12

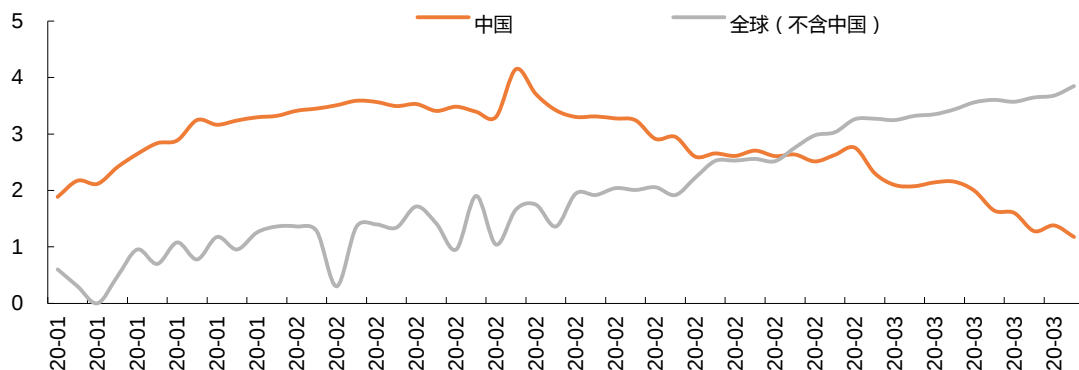
图表目录

图表 1	中国与海外“新冠疫情”新增确诊人数对比（经过常用对数处理后的结果）	4
图表 2	海外近二十天主要股指走势（一）	4
图表 3	海外近二十天主要股指走势（二）	5
图表 4	各期限美债收益率快速下行	5
图表 5	全球经济增长连续多年弱势	6
图表 6	全球主要发达经济体央行继续宽松的空间很小	6
图表 7	2018-2020 年地缘政治事件频发导致全球经济不确定性指数持续飙升	6
图表 8	美国个人消费物价指数（PCE）中短期将有所下行	7
图表 9	伦敦现货黄金价格与 10Y-2Y 美债收益率的走势（1978-1982）	8
图表 10	伦敦现货黄金价格与 10Y-2Y 美债收益率的走势（1989-1993）	9
图表 11	伦敦现货黄金价格与 10Y-2Y 美债收益率的走势（1999-2002）	9
图表 12	伦敦现货黄金价格与 10Y-2Y 美债收益率的走势（2006-2009）	10
图表 13	全球经济自 2008 年开始进入“长期性停滞”	11
图表 14	法德 10 年期国债收益率已转负，英国 10 年期国债收益率逼近 0%	11
图表 15	40 年前黄金实际价格仍是有记录以来的历史最高	12
图表 16	近期国际发达市场股市下行加剧	13
图表 17	近期国际新兴市场股市整体下行加剧	13
图表 18	主要大宗商品涨跌幅及走势展望	13

一、为何“新冠疫情”冲击如此之大？

2019-nCoV 病毒导致的“新冠疫情”带来的冲击仍在延续，且疫情仍在全球各大洲蔓延扩散，除了中国疫情趋于稳定之外，只有韩国确诊病例有所降低，其他经济体的疫情并不容乐观。北京时间 3 月 12 日凌晨，WHO 总干事谭德塞称“新冠疫情已具有全球大流行病特征”；德国总理默克尔在 3 月 11 日也表示“专家认为 60%-70% 的德国人将被感染新冠病毒”。

图表1 中国与海外“新冠疫情”新增确诊人数对比（经常用对数处理后的结果）

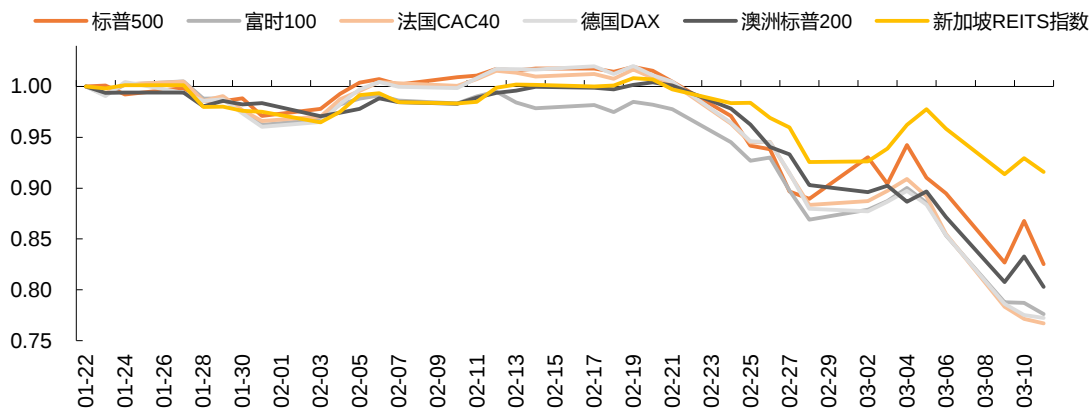


资料来源：WIND，平安证券研究所 注：图表中数据经过 $\log_{10}(x)$ 处理进行平滑

随着疫情的蔓延，全球针对疫情的防控手段也在逐渐加码，限制人流、商贸、交通成为了各国借鉴“中国经验”的重要手段，口罩、防护服等医疗防控物资也成为了宝贵的“战略物资”。但是，全球经济在疫情以及严控手段的联合冲击下却疲态尽显，美国纽约联储提醒美国经济可能有陷入衰退的可能性，欧央行也表态称当前处于类似 2008 年金融危机的边缘，IMF 为代表的国际组织及高盛、摩根大通等金融机构均大幅下调了全球及各大经济体的经济增速预期，疫情对全球经济的冲击正在愈演愈烈。

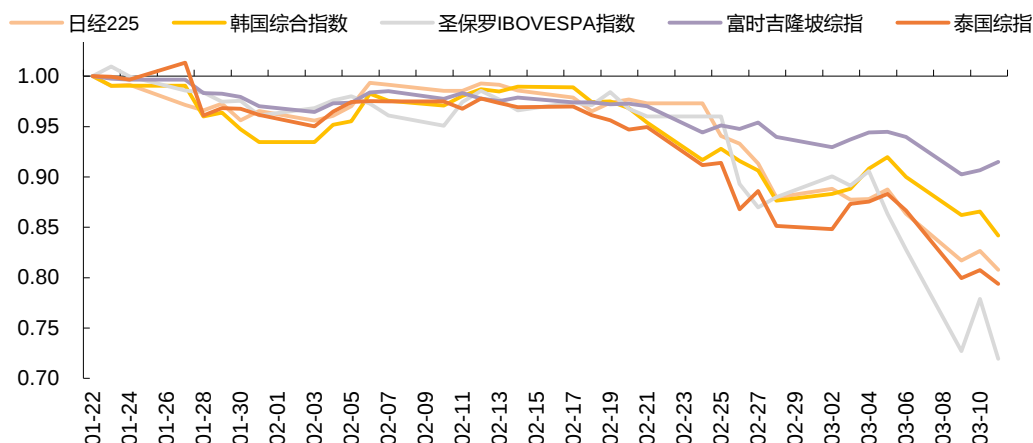
再看国际金融市场，全球股指在 2 月下旬开始暴跌模式，美股、欧股及部分新兴国家股指均自之前 2 月中旬的高点下跌超过 20%，进入“技术性熊市”。各国无风险利率也大幅下行，美长债收益率屡破新低，欧洲主要国家 10 年期国债收益率则大面积转负。大宗商品整体暴跌，沙特“油价战”更是加剧了这一过程，仅有黄金仍处震荡市，粮食及饲料类农产品趋稳。汇率市场则是美元指数高位宽幅震荡，欧元、瑞郎等货币显著反弹。

图表2 海外近二十天主要股指走势（一）



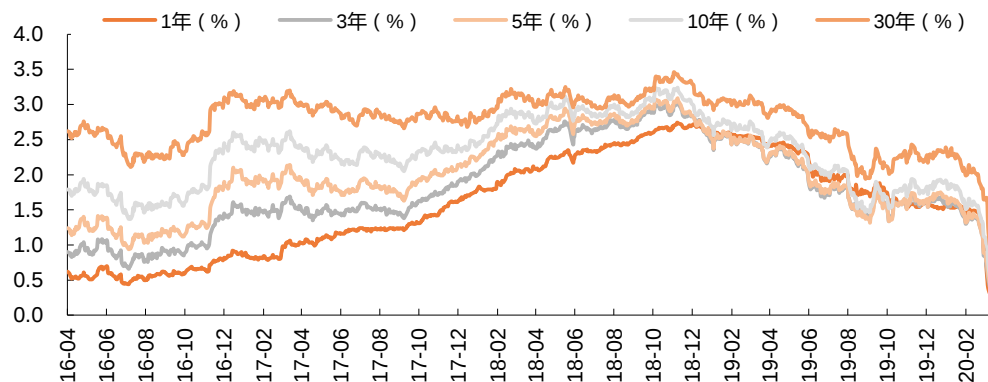
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表3 海外近二十天主要股指走势（二）



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表4 各期限美债收益率快速下行



资料来源：WIND，平安证券研究所

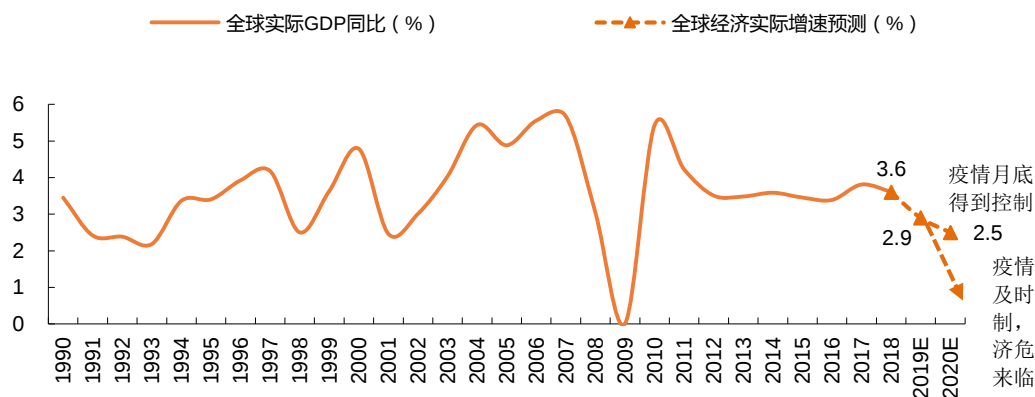
我们在2月24日发布的宏观深度报告《疫情对国际市场冲击显性化》中已提示过疫情对海外经济与金融市场的短期冲击会导致市场趋于投资避险资产，近20天的国际行情也验证了我们的观点。但我们仍然低估了新冠疫情对全球经济带来的负面影响，“新冠疫情”对全球经济的冲击恐不止其带来的消费停滞与供应链冲击，还可能带来更加深远的派生影响。

在回答“‘新冠疫情’带来的派生影响可能有哪些？”之前，我们先回答另一个问题——“新冠疫情”的冲击如此之大到底为何？

回顾新冠疫情冲击之前的全球经济与金融市场，我们认为有以下几点原因：**第一，全球经济在2008年金融危机后的“长期性停滞”持续，低增速、高杠杆的情况并未得到缓和，反而有所加重；**正是全球经济此前已经疲态尽显，非常脆弱，在“新冠疫情”的冲击下，才显出“不可承受之重”的下行态势。**第二，全球主要央行货币政策空间明显收窄，效果边际消减；**在疫情到来之前，欧日央行已实施零利率甚至负利率政策，美联储在2019年8-10月连续降息之后也仅剩150个基点（3月3日晚紧急降息50个基点后仅剩100个基点，大概率还将在3月18日的议息会议上继续降息75-100个基点），货币政策空间所剩无几；且从2008年之后，宽松货币政策的边际效果越来越差。**第三，全球主要经济体财政政策效率显著下滑；**美国两党博弈升级叠加“财政悬崖”，欧盟内部财政决策分化矛盾尽显，在财政政策效率下行的背景下，各国政府难以有效应对潜在风险。**第四，地缘政治局势的紧张加剧了疫情对经济的冲击；**这主要是指2018-2019年中美贸易摩擦以及2019-2020年美伊

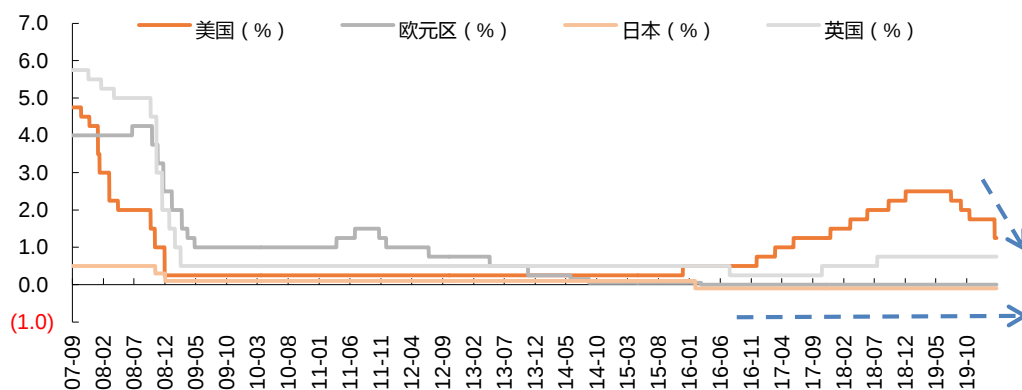
博弈、沙特“石油价格战”等因素，剧烈的情绪扰动对于疫情的冲击是明显的放大效应，而且也导致全球治理体系遭到破坏，难以高效合作来应对疫情带来的挑战。

图表5 全球经济增长连续多年弱势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表6 全球主要发达经济体央行继续宽松的空间很小



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表7 2018-2020 年地缘政治事件频发导致全球经济不确定性指数持续飙升



资料来源: WIND, 平安证券研究所

那么“新冠疫情”带来的派生影响可能有哪些呢？这就要回归到当前市场最为关注的两大问题上来——经济金融危机是否会来？当前是通胀还是通缩？

对于第一个问题——**经济金融危机是否会来？**我们认为对经济金融危机采取的定义很重要。

如果说经济金融危机是指经济增速连续两个季度为负（这是国际对经济衰退的普遍定义），那么这可能已经发生了。因为不少经济体对于 2020 年 1-2 季度的经济增速预期已经转负。

如果说经济金融危机是指破坏力强大的债务危机的话（类似 2008 年金融危机），我们认为目前尚未发生，但也存在发生的潜在可能。从杠杆率上看，欧美企业部门与政府部门的杠杆率已居历史高位，且极度依赖于低利率水平；我们的居民、企业、地方政府的杠杆率也较高，所幸的是中央财政健康。所以债务危机能否发生短期需要更加关注欧美企业债务的问题，由于欧洲经济此前较美国更为疲弱，耐受度更差，所以欧洲企业部门与银行机构发生债务危机的可能性高于美国。

我们认为疫情冲击可能带来经济金融危机的潜在渠道主要有两个——资产负债表渠道以及信贷渠道。首先来看资产负债表渠道，随着疫情冲击继续扩大，股市、信用债、大宗及其派生产资产都面临急剧下行的压力，这将导致居民、企业部门的资产端面临减值风险，进而恶化资产负债表结构，无形中加剧了居民与企业部门的杠杆率（以资产负债比计量），导致欧美高企的企业部门杠杆率进一步抬升，带来债务危机的潜在风险；再来看信贷渠道，疫情冲击下消费短期停滞，供应链受到冲击，导致企业周转资金出现困难，由于股市暴跌带来的再融资市场困境，信贷需求将陡升，信用利差将急剧走扩，融资成本上升，导致资金链断裂的潜在风险；若全面裁员，那么还会冲击到居民部门的流动性，进而导致居民部门出现偿债困难。

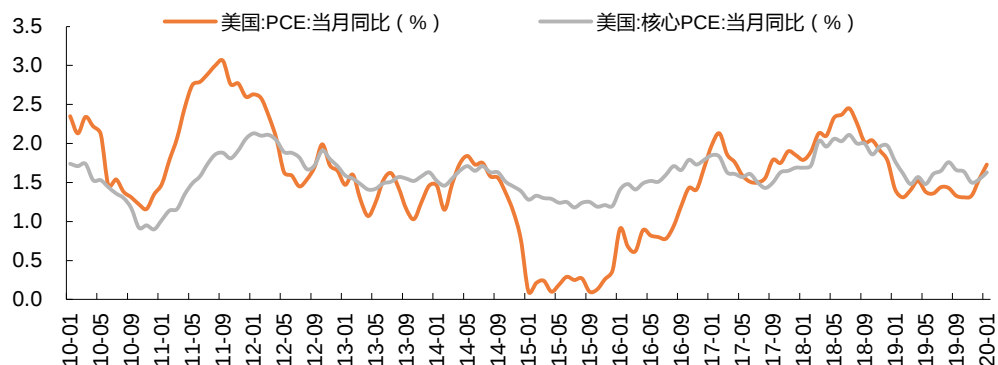
针对第二个问题——**通胀还是通缩？**我们判断如下：中短期面临通缩环境，中长期有潜在通胀风险。

中短期，疫情对经济的冲击主要体现在终端消费停滞和供应链割裂这两个方面，这无疑会导致通缩加剧，上游大宗原材料的价格下跌压力尤甚。加上沙特迫于经济压力采取的极端“价格战”更是加剧了短期的通缩环境。目前，中外疫情分化显著，中国作为全球主要的生产国和工业国，复工复产的提速将导致供应端恢复较快，而消费端受欧美等消费国防控疫情的需要将陷入中短期停滞状态，这将显著增加中短期的通缩压力。

中长期，疫情拐点来临后，终端消费的爆发式反弹大概率会到来，加上此前宽松货币政策带来的刺激效果，通胀水平将有所抬升。

我们希望疫情拐点尽快到来，但疫情带来的冲击仍需要警惕。特别是中短期经济下行叠加通缩环境的冲击，需要采取对应的投资策略来规避。

图表8 美国个人消费物价指数（PCE）中短期将有所下行



资料来源：WIND，平安证券研究所

二、警惕全球市场由“避险模式”切换到“危机模式”

我们在 2 月 24 日发布的宏观深度报告《疫情对国际市场冲击显性化》中已提示过疫情的短期冲击会导致市场趋于投资避险,当时的建议其实就是想揭示 2 月中旬以前的市场运行模式已从“一般模式”转为“避险模式”,黄金、美债、美元等避险资产之后也受到了市场的热捧。但是站在当下,我们对 2 月 24 日做出的判断进行了更新——需要警惕全球金融市场将从“避险模式”切换到“危机模式”的可能性。

首先,我们来解释一下两者的区别。“避险模式”下市场是追逐避险资产,同时回避风险资产的。这将导致以风险资产为代表的股票、中低等级信用债、工业大宗、新兴市场货币汇率等资产价格持续下行,而黄金、美元、欧元等发达市场货币及国债会受到市场追捧。这从 2 月 21 日至今的资产价格表现就能明显看出这种趋势。

而“危机模式”下市场将重新作出选择,并以规避危机带来的冲击为首要任务。由于市场对债务危机的担忧加深,这种担忧将逐渐取代对于“新冠疫情”带来的恐慌,这将导致市场更加偏好流动性好的资产,而回避流动性差、高杠杆的资产。

在 1975-2020 年的几轮重大危机中都能看到从避险模式转为危机模式的情形,金价与美债期限利差是展现这种模式转换的最佳标的。

在 1979-1982 年的“滞胀危机”中,黄金价格自 1978 年年底开始持续飙升,在 1980 年年初达到最高位后开始回落,在金价自高位回落不到两个月,10Y-2Y 美债收益率就触底回升,经历了在金价下行过程中的震荡上行。

图表9 伦敦现货黄金价格与 10Y-2Y 美债收益率的走势 (1978-1982)



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_6558

