

研究所

证券分析师：
021-68930187
证券分析师：
021-60338169

靳毅 S0350517100001
jinyi01@ghzq.com.cn
张赢 S0350519070001
zhangy18@ghzq.com.cn

海内外疫情变化下的转债投资机会

——“新冠”肺炎疫情跟踪点评

相关报告

《“新冠”肺炎疫情跟踪点评：重视全球疫情的周期错位》——2020-03-02

《2020年2月PMI数据点评：历史新低，关注政策和疫情防控进展》——2020-02-29

《1月金融数据点评：当经济的韧性遭遇疫情的考验》——2020-02-20

《1月CPI、PPI数据点评：1月价格数据中的“三个因素”》——2020-02-10

《“新冠”肺炎疫情点评：“新冠”疫情对民营经济的影响研判及政策建议》——2020-02-08

投资要点：

■ **复盘非典时期的行业轮动** 通过复盘 2003 年非典时期行业轮动的过程，可以总结出两条关键结论：1) 市场主线贯穿全年，从全年各板块的涨跌幅表现来看，主线更为亮眼。2) 非典疫情的冲击下，受损严重的行业板块出现了一小段 V 型反弹的走势。

■ **海内外疫情冲击下的国内变化** 1) **商品价格的变化**。在供需不平衡之下，2、3 月份的食品价格仍然有明显的上涨压力。后续随着复工复产的推进，各地运输的逐渐恢复，食品价格或将出现回调。

另外，随着海外疫情的扩散，各个国家对大宗商品的需求难以避免地会受到影响。而基于大宗商品全球消费需求减弱的预期，资本市场已经做出了反应，近期包括原油、铜、橡胶等在内的资产悉数下跌。后续随着疫情防控措施的实施，包括油价在内的大宗商品价格仍将承压。

■ **2) 外需与供给的变化**。欧美日韩等国因疫情影响，生产与需求接下来会受到冲击，对于中国而言则意味着外部需求与供给的减弱。与此同时，日本和韩国作为半导体材料和设备的主要生产国和出口国，疫情的恶化可能会造成半导体原材料和核心零部件的短缺，这短期难免也会影响到中国半导体产业链的发展。

不过，最终外部需求和供给减少的程度还得取决于疫情的蔓延程度和各国对疫情的防控程度，对 GDP 增速的具体影响还存在不确定性。但可以确定的是，在外需受到影响的情况下，政府也会更加强化内部需求与投资的拉动，新基建与旧基建都是政府托底经济的有效抓手。

■ **3) 流动性的变化**。为了降低疫情给经济带来的冲击，支撑经济发展，提振资本市场信心，全球央行均在行动，未来全球流动性会进一步大幅宽松。而由于疫情发生时间的错位，中国疫情防控进程和复工复产的进度均走在了全球的前列，后续有望率先走出疫情的冲击。在这样的情况下，叠加中美利差的不断扩大，大量资金将会加速流入中国，并进一步推高人民币汇率。与此同时，在全球流动性宽松的大背景下，大批量的资金拥抱人民币资产，那么，A 股市场也会

受益。

- **转债市场有哪些机会？** 结合非典时期行业轮动规律，和疫情冲击下的上述变化，给出以下三大重点关注方向：**新基建产业链、旧基建相关行业、困境反转板块**。针对这三大方向，关于后续转债配置要新、旧基建两手抓，一方面要选择有业绩支撑的，新基建产业链相关的高弹性转债标的，这也是主线；另一方面也要适当配置一定仓位的低估值的周期股。与此同时，针对疫情冲击，短期内可以参与困境反转的主题性机会，以待后续反弹。可以积极关注相关标的：深南转债、建工转债和华夏转债。
- **风险提示：**国内外疫情变化超预期。

1、复盘非典时期的行业轮动

通过复盘 2003 年非典时期行业轮动的过程，可以总结出两条关键结论：1) 市场主线贯穿全年，从全年各板块的涨跌幅表现来看，主线更为亮眼。2) 非典疫情的冲击下，受损严重的行业板块出现了一小段 V 型反弹的走势。具体来看：

1.1、爆发前期

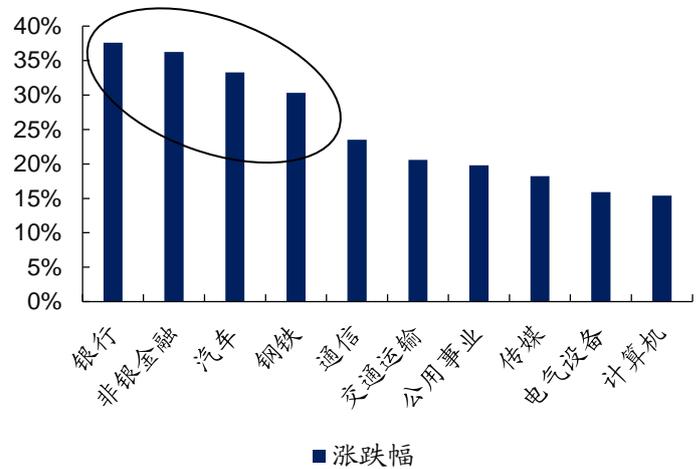
正如我们在前期报告《从“非典”到“新冠”，资本市场将如何演绎？》中所分析的，2003 年非典爆发时期，中国正处于加入 WTO 后的高速增长阶段，当时中国经济以发展重化工业为主，以煤炭、电力、钢铁为代表的行业均增长迅猛。

虽然早在 2002 年底就出现了非典病例，但由于前期市场认知不到位，因此在 4 月中旬之前，A 股市场并没有对非典疫情做出反应，依旧在春季躁动当中。当时，市场的主要担忧还是因经济增长过快或者过热后，进而引发流动性收紧的问题，因此市场整体的估值有所压制。而在预期流动性收紧的情形下，市场风格更倾向于有业绩支撑的大盘股，因此，金融、汽车、钢铁等成为了 2003 年初的市场主线，板块涨幅也比较靠前。

图 1：上证综指整体的市盈率水平变化



图 2：行业涨跌幅前 10 (2003/1/1-2003/4/15)



资料来源：Wind，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

1.2、情绪发酵期

而随着非典疫情的发酵，北京病例的增多，A 股市场陷入恐慌调整阶段。跌幅靠前的行业主要有三类：1) 与线下消费（餐饮、旅游、酒店）相关的休闲服务板块；2) 与人们出行活动相关的交通运输板块；3) 房地产及后周期产业（包括建筑装饰、家用电器）。而这三类行业正是受疫情影响比较明显的典型受损行业，2003Q2 全国交通运输、仓储和邮政业，住宿和餐饮业的 GDP 同比增速出现了

大幅回落；4月份北京和广东的房地产销售面积明显放缓，股票市场的表现反应出了对后面业绩的预期。

图 3: 行业涨跌幅后 10 (2003/4/16-2003/5/14)

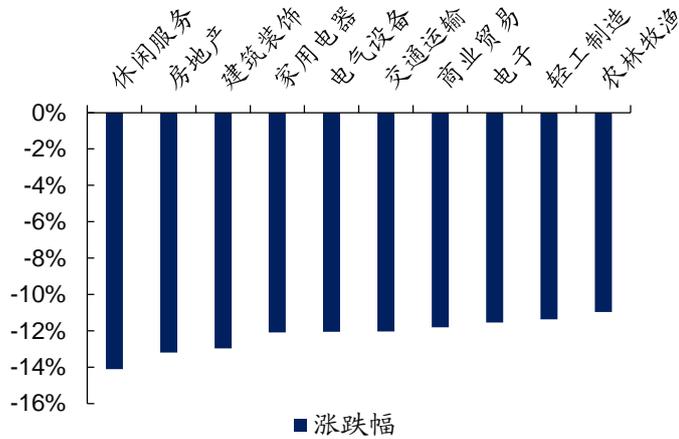
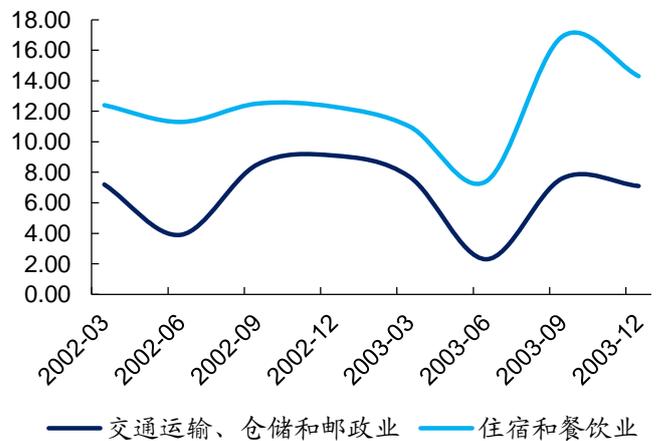


图 4: 休闲服务与交通运输相关行业 GDP 实际增速



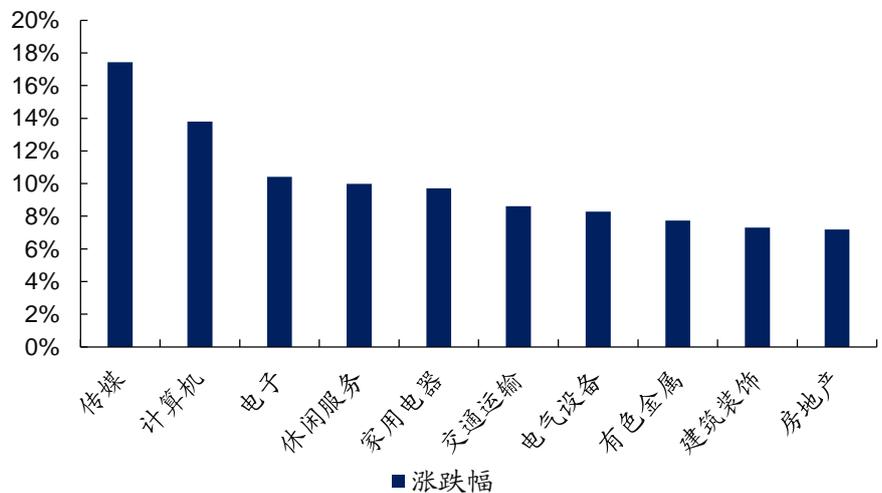
资料来源: Wind, 国海证券研究所

资料来源: Wind, 国海证券研究所

1.3、情绪恢复期

5月15日,小汤山非典定点医院第一批7名病人痊愈出院,市场情绪开始从恐慌中恢复过来,A股市场也迎来了反弹。而在这一波反弹过程中,涨幅靠前的为TMT板块、休闲服务、交通运输、家用电器、建筑装饰、房地产等行业。总结来看,就是TMT板块和上述三类受疫情冲击比较明显的行业。TMT板块涨幅居前主要是跟市场情绪好转,板块弹性较大有关。而三类受疫情冲击明显的行业涨幅居前则是因疫情影响因素逐步落地后的V型反弹。

图 5: 行业涨跌幅前 10 (2003/5/15-2003/6/2)

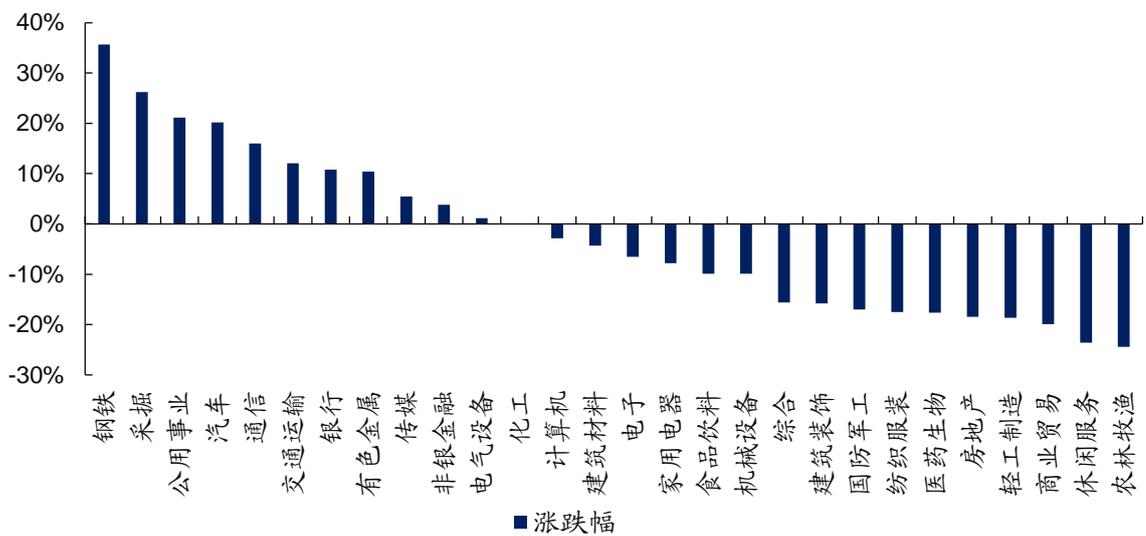


资料来源: Wind, 国海证券研究所

1.4、疫情结束后

而随着6月份疫情的影响逐渐归于平淡，市场又重新回归原有主线。就2003年全年的行业涨幅来看，依旧是钢铁、采掘、公用事业、汽车等行业居前，而这些行业都是与当时经济发展紧密相关的有业绩支撑的行业。因此，整体来看，2003年的非典疫情并未对当年的市场风格形成长期的影响，只是受疫情影响的行业出现了一小段深跌V型反弹的插曲。

图6：2003年全年各个行业涨跌幅情况



资料来源：Wind，国海证券研究所

2、海内外疫情冲击下的国内变化

本次新冠肺炎疫情，从1月下旬开始，随着春运的流动在国内各省份快速扩散。不过，经过了一个多月的紧急封锁与防控，目前国内疫情已经基本上得到了控制，除湖北省外的多个省市连续多日出现0新增，湖北省内新增数量也有所减少。

但与之形成鲜明对比的是，从2月下旬开始，疫情开始在海外加速蔓延，其中韩国、日本、意大利、伊朗等众多国家正处于疫情爆发期，形势十分严峻。而疫情形势的错位发展也给国内经济发展带来了一些新变化，其中最为重要的有以下三点。

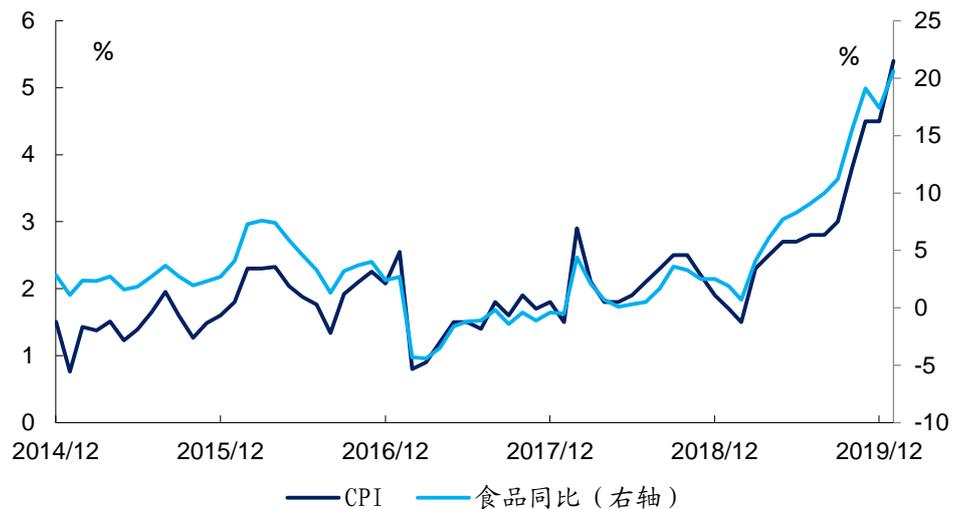
2.1、商品价格的变化

首先，对于食品价格的变化，疫情的冲击主要体现在供给端。由于人们对包括鲜

菜、猪肉、禽肉在内的食品需求基本上是刚性需求，疫情冲击不仅不会影响这部分需求，相反，处于恐慌情绪的人们还会在短期内加大购买与囤积。

但是，在供给端，由于交通管制、物流不畅等因素严重阻碍了农作物的供给。猪肉、禽肉同样因饲料、种猪、禽苗运输受阻等上游供给原因产能受到压制。而在供需不平衡之下，2、3月份的食品价格仍然有明显的上涨压力。后续随着复工复产的推进，各地运输的逐渐恢复，食品价格或将出现回调。

图 7: CPI 与 CPI 食品项当月同比变化

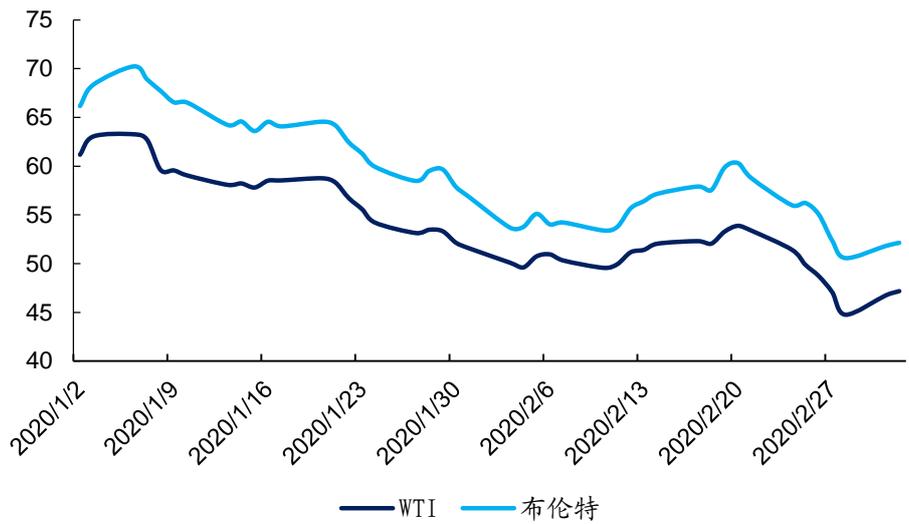


资料来源: Wind, 国海证券研究所

另一方面，对于煤炭、钢材等能源类大宗商品而言，由于疫情的冲击，国内很多中小企业经营受到影响，制造业需求被拖累。而国内大部分大宗商品目前又处于高库存的状态，因此，在高库存叠加下游需求减弱的双重压力下，大宗商品价格受到了明显的压制。

另外，随着海外疫情的扩散，各个国家对大宗商品的需求难以避免地会受到影响。而基于大宗商品全球消费需求减弱的预期，资本市场已经做出了反应，近期包括原油、铜、橡胶等在内的资产悉数下跌。后续随着疫情防控措施的实施，包括油价在内的大宗商品价格仍将承压。而油价的走低对于航空公司而言意味着成本的降低，一定程度上可以抵消一部分疫情对航空公司的冲击。

图 8: 近期国际原油价格走势 (美元/桶)



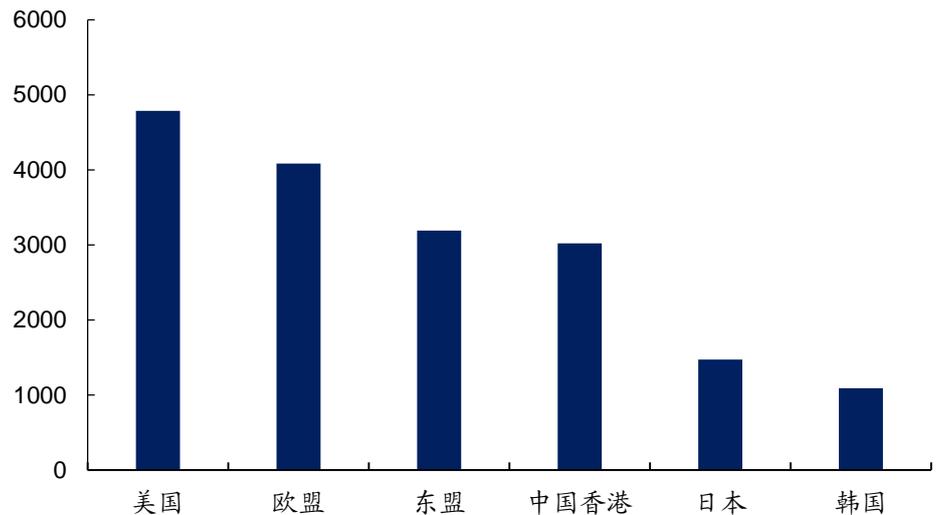
资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.2、外需与供给的变化

目前,海外疫情仍然在加速蔓延,欧美日韩等国因疫情影响,生产与需求接下来会受到冲击,对于中国而言则意味着外部需求与供给的减弱。当前,中国的主要贸易出口国分别为欧盟、美国、东盟、日本、韩国,而这些国家与地区的疫情多数处于发酵期。

与此同时,日本和韩国作为半导体材料和设备的主要生产国和出口国,疫情的恶化可能会造成半导体原材料和核心零部件的短缺,这短期难免也会影响到中国半导体产业链的发展。不过,最终外部需求和供给减少的程度还得取决于疫情的蔓延程度和各国对疫情的防控程度,对 GDP 增速的具体影响还存在不确定性。

图 9：2018 年中国对主要贸易伙伴的出口额



资料来源：Wind，国海证券研究所

但能确定是，对于中国而言，2020 年是实现全面建成小康社会的关键年，GDP 和城乡居民人均收入要比 2010 年翻一番。正如 2009 年，政府通过出台计划大搞基建，以对冲因金融危机带来的外需减弱。这一次，在外需受到影响的情况下，政府也会更加强化内部需求与投资的拉动，新基建与旧基建都是政府托底经济的有效抓手。

新基建旨在获取经济增长新动力，推动经济结构转型升级。早在 2018 年底召开的中央经济工作会议上就明确提出要加快 5G、人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施的建设。具体来看，与新基建相关的产业包括 5G 建设与应用、云计算与数据中心、工业互联网、电力物联网与特高压、新能源汽车与充电桩等。

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_6768



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn