

宏观深度报告

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

2019-nCoV 病毒导致的“新冠疫情”给国内经济与金融市场带来了显著冲击；随着疫情蔓延至日本、韩国、新加坡、泰国等海外经济体，国际市场开始受到全面冲击，且所受影响也逐渐显性化。

■ 国际股债汇市均受冲击，美元高企金价狂飙

全球股市：受冲击后全面下行，后续逐渐分化。1月23日，受武汉“封城”影响，海外股指也迅速出现下行；1月31日，美欧股指率先反弹，而澳大利亚、越南等股指直到2月3日后才探底回升。2月6日之后，全球股指出现明显分化。美、欧、澳、新加坡与越南股指继续抬升；而日、韩、泰、巴西股指却转而下行。

全球债市：美债收益率“倒挂”再现，全球无风险收益率接近普跌。疫情蔓延对全球经济基本面造成冲击，全球无风险利率普跌，美债收益率的持续下行导致收益率“倒挂”再次出现，意味着市场认为疫情将给全球经济增长前景带来冲击。

全球汇市：美元指数高企，非美货币下跌。由于日、韩疫情仍然严峻，所以国际资本选择暂时放弃日元计价资产，转移至美元计价资产，也有部分在近一周转移至瑞郎、欧元计价资产，这就导致美元指数、瑞郎、欧元近一周表现较好。另外，由于港币盯住美元，所以港币表现也相对强势。

国际大宗：金价创7年新高引市场瞩目。国际大宗商品也受到疫情冲击。能源、有色金属价格持续弱势，农产品分化明显——经济作物弱势而主粮价格高企，黄金价格则持续上演飙升，目前已创2013年以来的近7年新高，受到市场极大关注。

■ 黄金价格飙升背后的小推力与大逻辑

金价上涨的小推力。由于日元兑美元出现持续贬值，原先配置有日元及其计价的相关资产的国际资金选择美元、美债等资产，拉低了美债的名义利率水平。另外，美国通胀整体平稳，所以美国实际利率大幅下行，这是金价近期大幅上扬的小推力，也就是短期逻辑。

金价上涨的大逻辑。放到中长期看，当前的黄金上涨周期有如下几个大逻辑支撑，分别是：全球经济中长期停滞背景下的负利率环境难以避免、美元为中心的全球货币体系（即：牙买加体系）难以为继，有调整或者变化的可能性、低通胀环境下宽松货币政策面临软约束致使全球央行货币政策偏向宽松。

■ 行情展望：疫情短期冲击仍在，避险资产强势恐继续

疫情对全球金融市场的冲击短期将继续凸显，风险资产价格恐受到波及，而避险资产价格恐延续强势。国际定价的原油、天然气、有色金属等大宗表现将比较弱势，而国内定价的动力煤、黑色金属表现会显著好于油气价格与有色；黄金价格短期仍将维持强势，但不排除疫情拐点出现后显著回调的可能性，中长期看，三大逻辑决定了黄金仍是极具价值的配置资产。

一旦全球疫情得到有效控制，全球股市、能源、工业金属、非美货币有望迎来显著反弹，无风险利率也将迎来回升，而美元指数、金价将出现回落。但黄金的中长期配置逻辑仍然存在。

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。

正文目录

一、	国际股债汇市均受冲击，美元高企金价狂飙	4
1.1	全球股市：受冲击后全面下行，后续逐渐分化	4
1.2	全球债市：美债收益率“倒挂”再现，全球无风险收益率接近普跌	5
1.3	全球汇市：美元指数高企，非美货币下跌	6
1.4	国际大宗：金价创 7 年新高引市场瞩目	7
二、	黄金价格飙升背后的小推力与大逻辑	8
2.1	金价上涨的小推力	8
2.2	金价上涨的大逻辑	10
三、	行情展望：疫情短期冲击仍在，避险资产强势恐继续	13

图表目录

图表 1	主要贸易国向中国出口占其出口总额的比重排序 (2018-2019)	4
图表 2	疫情爆发后跌幅较小的海外股指累计涨跌幅走势	5
图表 3	疫情爆发后跌幅较大的海外股指累计涨跌幅走势	5
图表 4	美债收益率再次出现“倒挂”(10Y-3M)	6
图表 5	近期主要经济体十年期国债收益率接近普跌	6
图表 6	近期全球主要货币汇率涨跌表现一览(降序排列)	7
图表 7	国际能源价格年初以来显著下行	8
图表 8	有色金属价格年初以来表现弱势	8
图表 9	国际能源价格年初以来显著下行	8
图表 10	黄金价格近期持续飙升	8
图表 11	黄金价格与美国实际利率走势显著反向	9
图表 12	黄金价格与 VIX 指数走势的正相关性并不明显	9
图表 13	黄金价格与美元指数走势有着明显的反向关系	10
图表 14	全球经济的“长期性停滞”仍在延续	11
图表 15	黄金价格与比特币近年走势一览	12
图表 16	美国个人消费物价指数(PCE)增速近年来低位震荡	12
图表 17	40年前黄金实际价格仍是有记录以来的历史最高	13
图表 18	近两周国际发达市场股市大多先涨后跌	14
图表 19	近两周国际新兴市场股市整体有所下行	14

一、国际股债汇市均受冲击，美元高企金价狂飙

2019-nCoV 病毒导致的“新冠疫情”给国内经济与金融市场带来了显著冲击；随着疫情蔓延至日本、韩国、新加坡、泰国等海外经济体，国际市场开始受到全面冲击，且所受影响也逐渐显性化。

自 2020 年 1 月 13 日泰国出现首例海外首例后，日本、韩国、澳大利亚、越南、美国、加拿大、欧洲、印度、中东等均发现病例；“钻石公主号”豪华游轮甚至成为了“病毒传播仓”，导致疫情迅速在日本扩散；而海外部分国家在疫情爆发初期重视不足，人群在未有效防护的情况下随意集会，导致疫情蔓延，其中，韩国“新天地”教会疑出现“超级传播者”致疫情加速扩散。

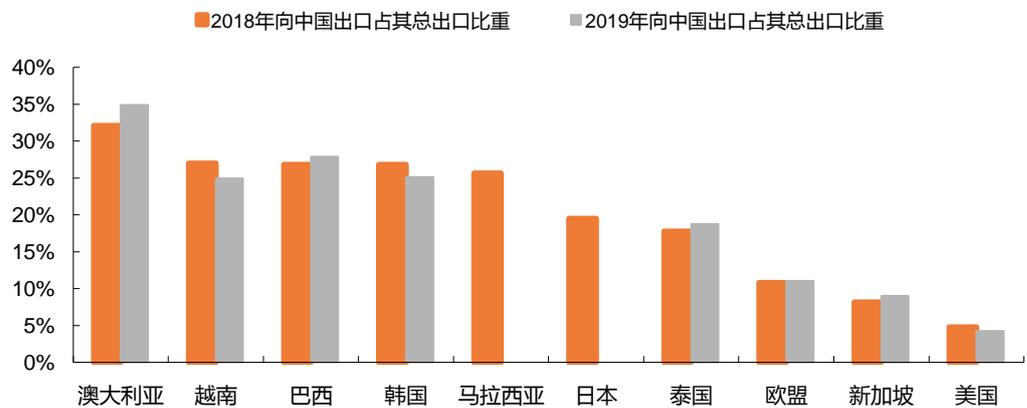
1.1 全球股市：受冲击后全面下行，后续逐渐分化

1 月 23 日的武汉“封城”象征着疫情对国内经济的冲击开始显性化，当日国内股市也已超过 8% 的跌幅收盘。受该事件影响，海外股指也迅速出现下行，且对华出口占其出口总额比重较大的澳大利亚、巴西、韩国、马来西亚、日本、泰国以及亚太跨境贸易紧密相关的新加坡的股指在初期受疫情冲击更大，而越南由于春节假期休市躲过初期下跌。

1 月 31 日，与中国贸易总额巨大，但对华出口占比相对较小的美国、欧盟各国的股指率先出现反弹，而澳大利亚、越南、巴西、韩国、马来西亚、日本、泰国以及新加坡股指直到 2 月 3 日后才跟随国内股指探底回升。

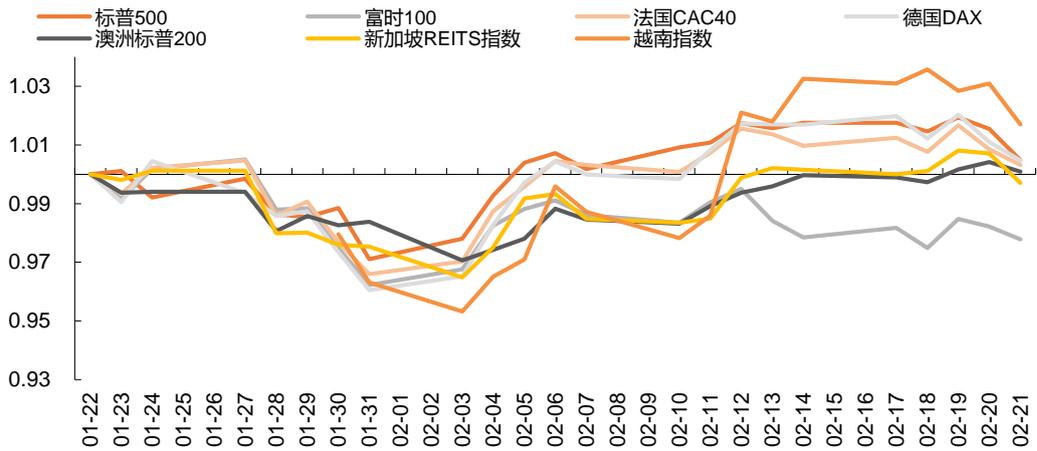
2 月 6 日之后，尽管中国国内疫情已开始出现缓和，但此前均进入回升通道的全球股指出现了明显分化。美、欧洲诸国、澳大利亚、新加坡与越南股指继续向上抬升或维持震荡；而日本、韩国、泰国、马来西亚、巴西股指却转而下行，且尚未出现反弹迹象。

图表1 主要贸易国向中国出口占其出口总额的比重排序（2018-2019）



资料来源：WIND，平安证券研究所

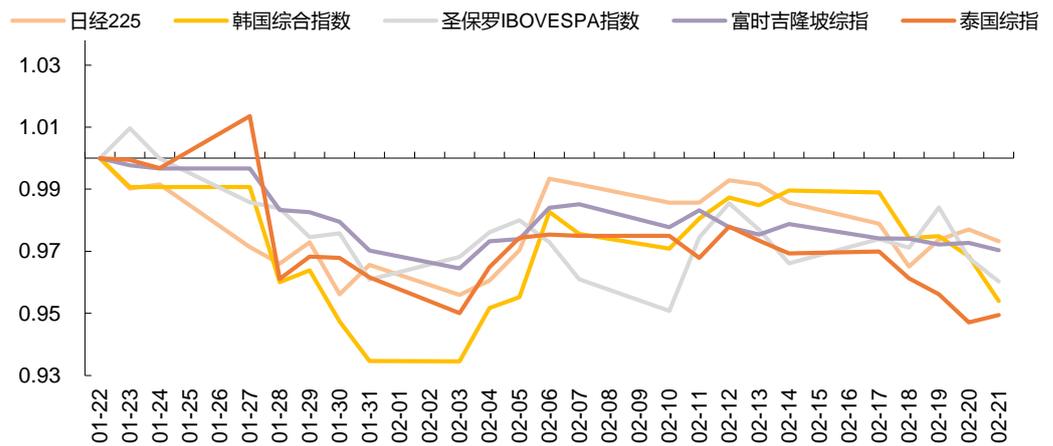
图表2 疫情爆发后跌幅较小的海外股指累计涨跌幅走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

注: 统一将1月22日收盘价设置为1。

图表3 疫情爆发后跌幅较大的海外股指累计涨跌幅走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

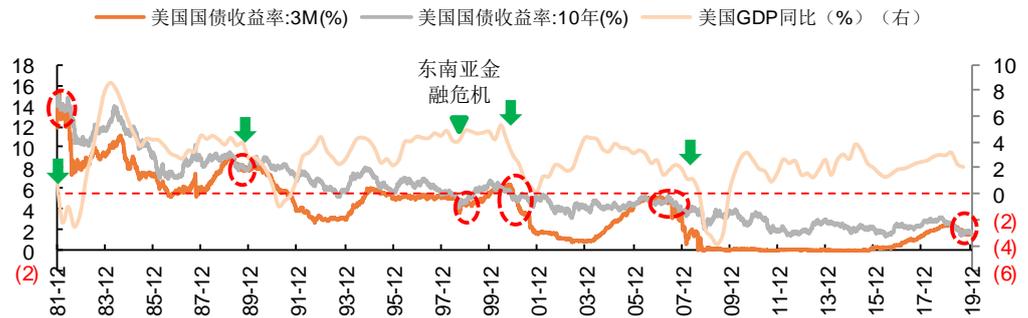
注: 统一将1月22日收盘价设置为1。

1.2 全球债市：美债收益率“倒挂”再现，全球无风险收益率接近普跌

疫情的爆发与蔓延对全球经济基本面造成了冲击，且随着疫情的持续，全球经济受到的冲击也有所加深。在这种背景下，全球主要经济体的无风险利率出现普跌，各国十年期国债利率加速下行。

美债收益率的持续下行导致此前曾在2019年10月消失了的10Y与3M美国国债收益率“倒挂”现象再次出现，美债收益率倒挂是全球经济金融危机的有效预警器，包括“七八十年代的滞胀危机”、“1990年经济危机”、“1998年东南亚金融危机”、“2001年科技互联网泡沫”、“2008年全球金融危机”等均得到了美债收益率“倒挂”的预警。2019年3月-10月美债收益率“倒挂”曾引发市场的普遍担忧，但是随着中美经贸磋商取得进展，加上美联储在2019年8-10月连续三次降息，导致美债收益率“解除倒挂”。当前疫情蔓延背景下美债收益率再次出现“倒挂”，意味着市场认为疫情将给全球经济增长前景带来冲击。

图表4 美债收益率再次出现“倒挂”(10Y-3M)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

十年期美债收益率已跌破 1.5% 的关键点位, 2019 年十年期美债也曾短期跌破过 1.5%, 但是并未继续下探 1.4% 的关口就回升了, 这一次美债收益率再次来到十字路口。由于此次美债收益率大幅下行主要并非受美国经济前景影响, 而是疫情在日本的蔓延导致市场对日元及日债的情绪出现恐慌, 国际资金从日元、日债转移至美元、美债所致, 所以此次美债收益率的最终走向将取决于疫情在日本的扩散范围与程度。若疫情很快得到控制, 日元吸引力将重新回升, 美债收益率也将反弹; 否则, 美债收益率恐仍将低位徘徊。

另外, 欧洲、亚洲、拉美各国与澳洲的十年期国债收益率均有所下行, 法国十年期国债收益率重新转负, 德国十年期国债收益率跌幅加深显示出欧盟经济也受到了此次疫情的较大冲击; 日本、韩国十年期国债收益率虽未深跌, 但这与日元、韩元大幅贬值下日债、韩债吸引力大降, 资金外流至美债有较大关联。拉美各国与澳洲的十年期国债收益率显著下行则说明资源国受到疫情的冲击也有所显性化。

图表5 近期主要经济体十年期国债收益率接近普跌

	1月23日以来	2月以来	2月7日以来
中国	-14.6bp	2.4bp	4.5bp
美国	-28bp	-5bp	-13bp
英国	1bp	6bp	3.6bp
法国	-15bp	-3bp	-7.9bp
德国	-15bp	-1bp	-4bp
日本	-1.6bp	2.2bp	-0.4bp
巴西	-18.3bp	-15.8bp	-6.8bp
澳大利亚	-11bp	3.5bp	-5bp
泰国	-32.2bp	-22.7bp	-13.7bp
越南	-22.9bp	-33bp	-21.9bp
马来西亚	-25.2bp	-22.7bp	-17.5bp

资料来源: WIND, 平安证券研究所

1.3 全球汇市: 美元指数高企, 非美货币下跌

由于疫情在 1 月-2 月已蔓延至全球范围, 且日本、韩国形势仍然严峻, 所以此前大量配置流动性极强的日元的国际资本在日元贬值风险上升的情况下, 只能选择暂时放弃日元计价资产, 转移至美元计价资产, 也有部分国际资本在美债收益率跌至 1.5% 关口上下的情况下在近一周选择转移至瑞郎、欧元计价资产, 这就导致美元指数、瑞士法郎、欧元近一周表现较好; 而月初以来美元指数表现更优。另外, 由于美国经济前景近年来一直好于欧元区等非美发达经济体, 所以美元指数近两年表现

强势，这也导致近年来国际资本在面临不确定性时优先选择美元资产。日元受疫情的冲击而大幅贬值更是加剧了这一现象。

另外，由于港币汇率是盯住美元的，所以港币近期在全球市场的表现也相对强势。尽管疫情最初在中国爆发，人民币兑美元汇率近期表现也以下跌为主，但在全球市场中跌幅并不算大，这与中国经济的中长期基本面仍然向好，且中国逆周期调节政策的空间仍然较大有关。相对而言，日元、韩元、巴西雷亚尔、澳元、南非兰特等货币表现就非常弱势，其中日元与韩元汇率是受日韩两国疫情扩散超预期冲击，而巴西雷亚尔、澳元、南非兰特则是全球经济受疫情冲击下对资源的引致需求的悲观预期所拖累的。

图表6 近期全球主要货币汇率涨跌表现一览（降序排列）

	近一周涨跌幅 (2020.02.17-21)		月初以来涨跌幅 (2020.02)		年初以来涨跌幅 (2020)
斯里兰卡卢比	0.77%	美元指数	2.04%	美元指数	3.01%
瑞士法郎	0.35%	斯里兰卡卢比	0.74%	斯里兰卡卢比	0.71%
加元	0.22%	加元	-0.02%	港元	0.03%
美元指数	0.19%	印度卢比	-0.08%	墨西哥比索	-0.28%
欧元	0.06%	墨西哥比索	-0.13%	印度卢比	-0.32%
印度卢比	-0.10%	港元	-0.27%	人民币元	-0.84%
港元	-0.26%	泰铢	-0.45%	瑞士法郎	-1.09%
泰铢	-0.38%	新台币	-0.56%	新台币	-1.61%
新加坡元	-0.40%	澳元	-1.07%	加元	-1.97%
丹麦克朗	-0.42%	挪威克朗	-1.20%	英镑	-2.34%
人民币元	-0.50%	瑞士法郎	-1.42%	马来西亚林吉特	-2.38%
英镑	-0.62%	韩元	-1.48%	日元	-2.60%
挪威克朗	-0.67%	人民币元	-1.49%	欧元	-3.39%
瑞典克朗	-0.95%	南非兰特	-1.57%	新加坡元	-3.80%
马来西亚林吉特	-1.23%	瑞典克朗	-1.79%	丹麦克朗	-3.84%
新台币	-1.25%	新西兰元	-1.79%	韩元	-4.44%
新西兰元	-1.35%	英镑	-1.80%	瑞典克朗	-4.77%
澳元	-1.37%	欧元	-2.13%	泰铢	-5.04%
日元	-1.61%	马来西亚林吉特	-2.30%	挪威克朗	-5.67%
南非兰特	-1.81%	新加坡元	-2.36%	澳元	-5.73%
墨西哥比索	-1.82%	巴西雷亚尔	-2.54%	新西兰元	-5.86%
巴西雷亚尔	-1.85%	丹麦克朗	-2.57%	南非兰特	-7.92%
韩元	-2.15%	日元	-2.75%	巴西雷亚尔	-8.49%

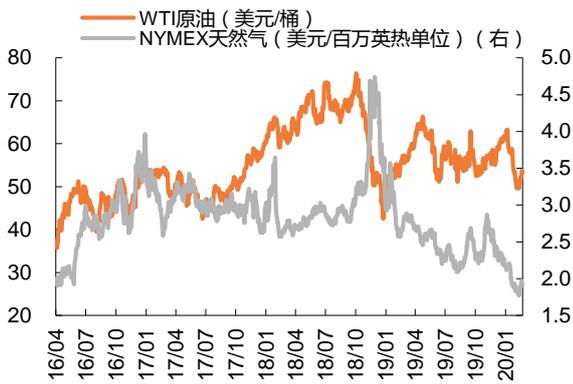
资料来源：WIND，平安证券研究所

1.4 国际大宗：金价创7年新高引市场瞩目

疫情除了给国际股市、债市、汇市带来显著冲击外，国际大宗市场也受到显著冲击。能源、有色金属价格持续弱势，农产品分化明显——经济作物弱势而主粮价格高企，黄金价格则持续上演飙升，目前已创2013年以来的近7年新高，受到市场极大关注。

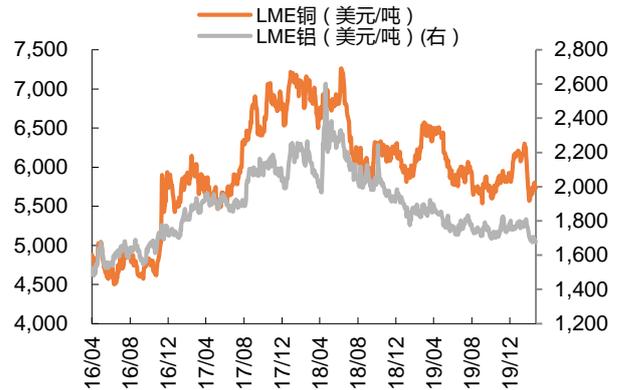
疫情给全球经济带来的短期冲击导致能源、有色弱势并不让人意外；农产品在疫情、非洲蝗灾等诸多事件的冲击下呈现分化格局，经济作物相对粮食作物表现弱势也符合此前市场的预计；但是，黄金价格的迅速攀升乃至涨破1640美元/盎司的水平却出乎市场的普遍预期，国际金融市场乃至出现了美元—美债—黄金三者同时强势上涨的“怪象”，我们将在下一章对此问题进行重点分析。

图表7 国际能源价格年初以来显著下行



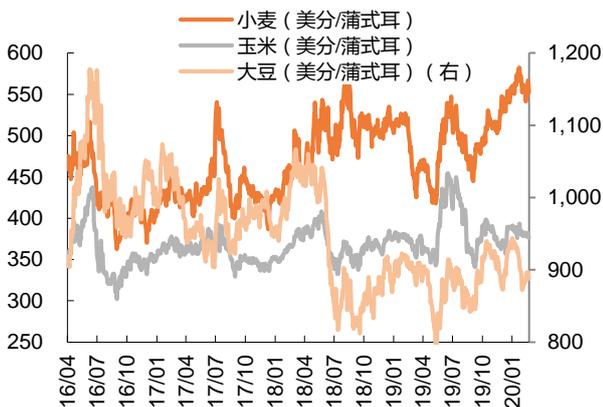
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表8 有色金属价格年初以来表现弱势



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表9 国际能源价格年初以来显著下行



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表10 黄金价格近期持续飙升



资料来源：WIND，平安证券研究所

二、黄金价格飙升背后的小推力与大逻辑

2.1 金价上涨的小推力

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_7009



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>