

全球 Risk-off 模式会持续多久？

报告导读

➤ 本报告预判了新冠疫情对世界经济和大类资产的影响。

投资要点

□ 全球市场开启 risk-off 模式

新冠肺炎疫情正逐渐演变成全球性的公共卫生事件。目前疫情已经蔓延到 30 多个国家，其中韩国、日本和意大利疫情较为严重。疫情在全球的快速扩散，引发市场恐慌情绪爆发，全球市场开启 risk-off 模式。

□ 疫情对世界经济影响几何？

这主要取决于全球疫情扩散到何等程度以及疫情何时能够完全被控制住。疫情将严重抑制世界经济活动的活跃度，使得使得原已脆弱的全球经济复苏处更为困难。

基于目前疫情在全球的扩散态势，2020Q1 美国、欧元区、日本和韩国分别受到疫情拖累 0.1、0.2、0.3 和 0.5 个百分点。

□ 未来一个月全球风险偏好或受抑制

参照过去一个半月中国疫情演变情况，以及考虑到韩日意等国不太可能实施和中国同等程度的管制措施，其他国家出现交叉感染的风险可能会高于中国，这三个国家 R_0 值或高于中国，从而疫情峰值可能来得更晚。我们推测，这三国的疫情峰值有可能会延迟至 4 月中下旬，等到气温回暖，疫情才会自然减弱。

目前全球市场还没有将疫情风险完全计价进去。假如疫情进一步在全球扩散，全球市场风险偏好在未来一到两个月可能会受到压制，风险资产和原油等大宗将持续承压，美债和黄金将继续受到追捧，美元指数在 2020 年上半年继续保持强势。

风险提示：全球疫情发展超预期 各大央行货币政策宽松超预期

宏观首席分析师：孙 付

执业证书号：S1230514100002

电话：021-80106044

邮箱：sunfu@stocke.com.cn

联系人：瞿黔超

电话：021-80106023

邮箱：quqianchao@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：孙付

数据支持人：瞿黔超

正文目录

1. 全球市场开启 risk-off 模式	3
2. 疫情对世界经济影响几何?	4
3. 未来一个月全球风险偏好或受抑制	6

图表目录

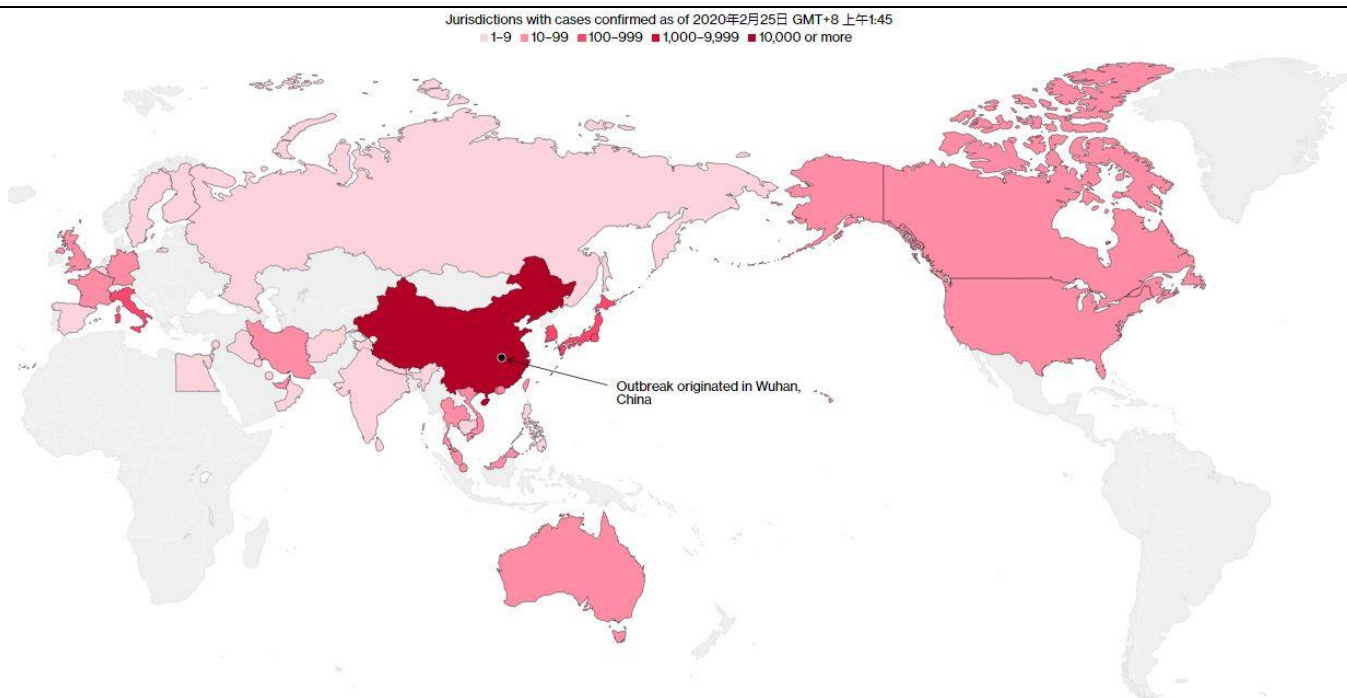
图 1: 全球新冠肺炎疫情图 (截至 2 月 25 日 1 点 45 分)	3
图 2: 2 月 18 日以来韩国新冠肺炎确认病例急剧上升	3
图 3: 年初以来黄金价格走势	4
图 4: 美国 10 年期国债收益率大幅下行	4
图 5: 各个经济体从中国进口制成品中间品的比重	5
图 6: 韩国: 预计 4 月 3 日左右被感染者数到达高峰	6
图 7: 日本: 预计 3 月 30 日左右被感染者数到达高峰	7
图 8: 意大利: 预计 4 月 6 日左右被感染者数到达高峰	7
表 1: 各国应对疫情措施	5

1. 全球市场开启 risk-off 模式

新冠肺炎疫情正逐渐演变成全球性的公共卫生事件。目前疫情已经蔓延到 30 多个国家，其中韩国、日本和意大利疫情较为严重。截止 2 月 24 日，韩国、日本（本土）和意大利确诊病例分别为 833、144 和 219 例。此外，停靠在日本横滨“钻石公主号”邮轮上发现 691 例确诊病例，是中国以外冠状病毒感染者最集中的地方。疫情在全球的快速扩散，引发市场恐慌情绪爆发，全球市场开启 risk-off 模式。

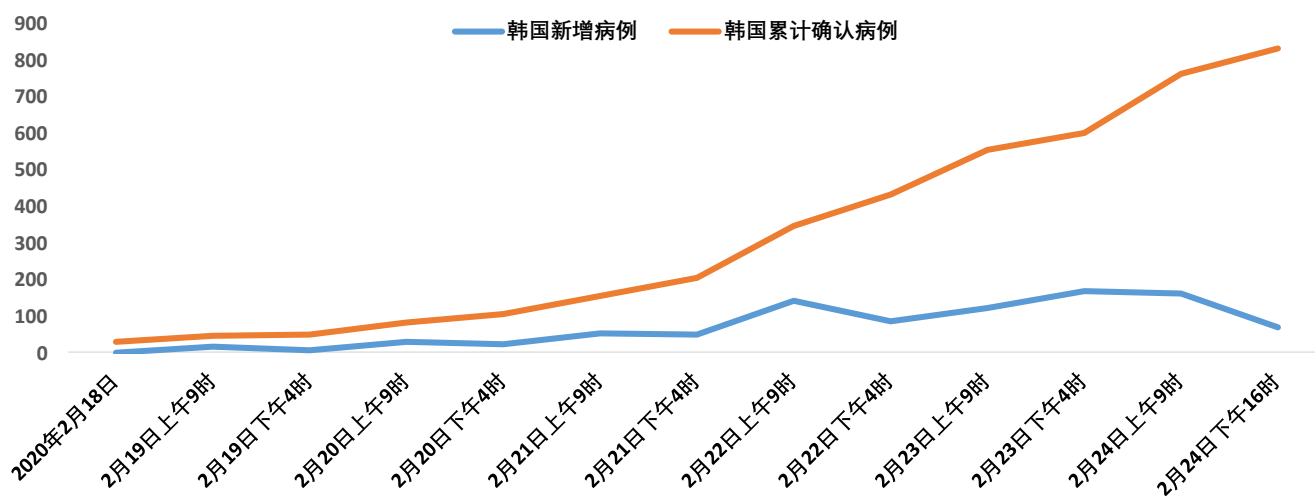
2 月 24 日全球股市重挫，恐慌指数飙升。美股三大指数跌幅超过 3.3%，其中，道琼斯工业指数和标普 500 年初以来所有涨幅几乎都被抹平。恐慌指数 VIX 上涨 9.77% 至 23.95。欧洲 Stoxx600 指数和韩国综合指数分别下跌 3.8% 和 3.9%，日本股市因节假日休市一日。避险情绪升温，全球资金涌向避险资产。美国 10 年期国债收益率下跌至 1.37%，接近历史最低水平；伦敦现货黄金价格飙升至 1673 美元/盎司，年初以来涨幅超过 10%。

图 1：全球新冠肺炎疫情图（截至 2 月 25 日 1 点 45 分）



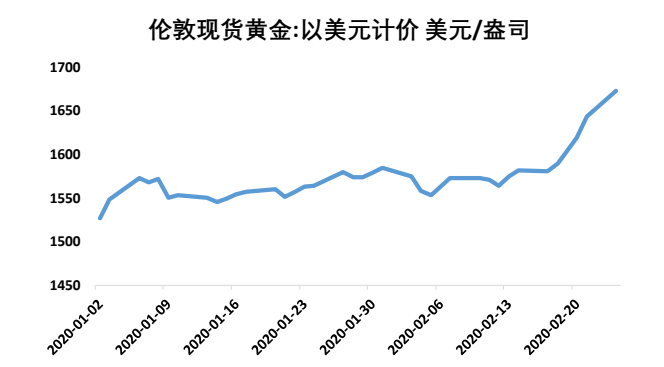
资料来源：Bloomberg、浙商证券研究所

图 2：2 月 18 日以来韩国新冠肺炎确诊病例急剧上升



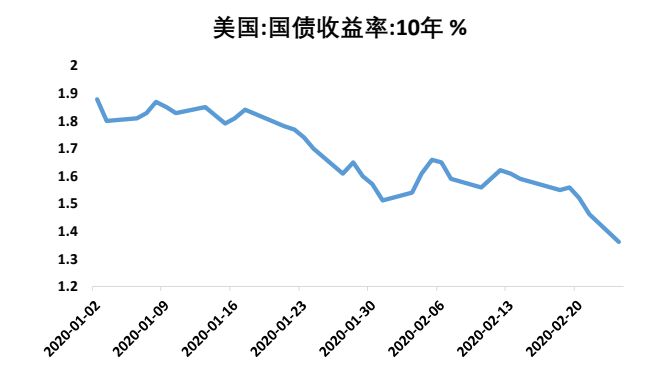
资料来源：新华网、浙商证券研究所

图 3：年初以来黄金价格走势



资料来源：WIND、浙商证券研究所

图 4：美国 10 年期国债收益率大幅下行



资料来源：WIND、浙商证券研究所

2. 疫情对世界经济影响几何？

世界经济到底会受到疫情多大的负面影响？目前还很难评估，这主要取决于全球疫情扩散到何等程度以及疫情何时能够完全被控制住。可以肯定的是，**疫情将严重抑制世界经济活动的活跃度，使得使得原已脆弱的全球经济复苏处于危险之中，世界经济面临着较大的下行风险。**

首先，此次疫情将直接对全球供应链形成较大的扰动。中国占全球 GDP 比重约为 17%，是周边绝大多数国家最大的贸易伙伴。亚洲国家供应链中，大概有 40% 的工业中间品来自中国，而美国的这一比重约为 10%¹。这意味着，中国工厂停工/延迟开工对韩国、日本和越南等亚洲国家供应链的冲击要远远超过美国。这场疫情或许会加速企业分散供应链，减少对中国的依赖，但是短期内没有一个经济体能够轻易取代中国，特别是那些中国在全球市场中占主导地位的产品。

其次，中国经济下行，会导致进口大幅减少，从而拖累其他经济体，对中国市场依赖度较高的经济体受到的影响也会更大。比如澳大利亚和巴西每年都会对中国出口大量的大宗商品，它们的经济增速也会大受影响。

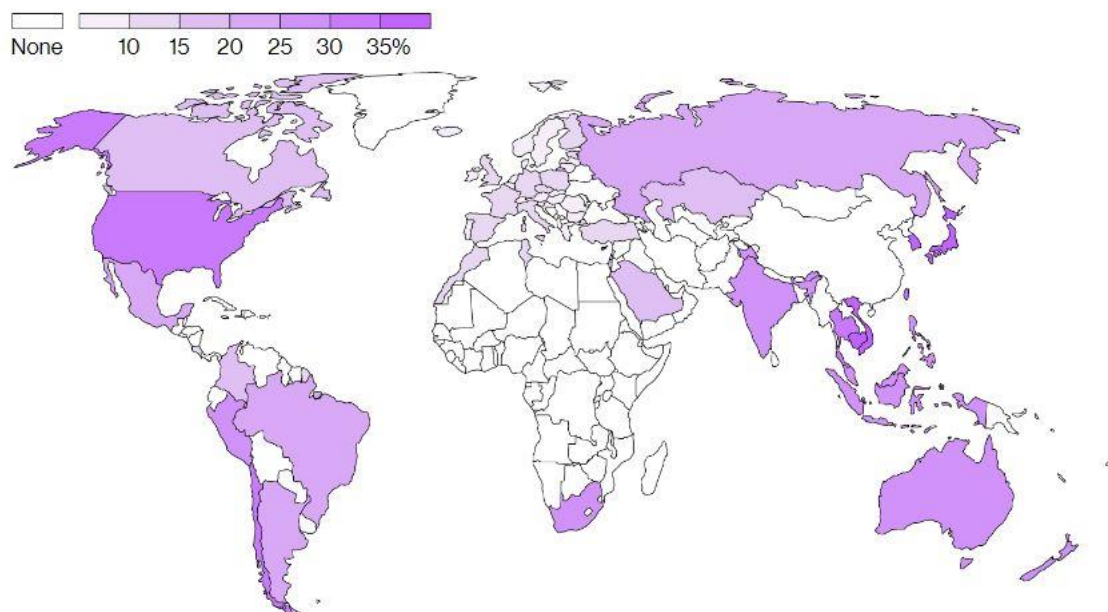
IMF 总裁格奥尔基耶娃 2 月 22 日表示，根据基准情况，假如宣布的政策都已实施，中国经济将在第二季度恢复正常。因此，**疫情对世界经济的影响将相对“较小且时间较短”。**预计 2020 年中国经济增速将达到 5.6%，比 1 月预测数据下调 0.4 个百分点，全球经济增速则下调 0.1 个百分点至 3.2%。

值得注意的是，IMF 对于全球经济预测是基于疫情主要局限于中国的假设。尽管为了遏制疫情蔓延，各国纷纷出台了各项应对政策，但疫情仍然大有广泛扩散的苗头，特别是在韩国、日本和意大利。疫情一旦爆发，这些国家将不得不面对医疗负荷超载、医疗资源挤兑的情况，这些国家脆弱的经济基本面将雪上加霜，导致复苏中的韩国经济增速再次大幅放缓，而日本和意大利经济将直接滑入衰退（2019Q4 这两个国家的季调环比增速分别为-1.6%和-0.34%）。同时，日本和韩国都是出口大国，对国际供应链同样占据着举足轻重的地位，疫情在日本和韩国不断扩散，全球供应链和世界经济将面临着更大的冲击和挑战。假如疫情在全球爆发，IMF 需要将全球经济增速再次大幅调低。**基于目前疫情在全球的扩散态势，我们预测，2020Q1 美国、欧元区、日本和韩国分别受到疫情拖累 0.1、0.2、0.3 和 0.5 个百分点。**

¹ <https://www.bloomberg.com/graphics/2020-global-economic-impact-of-wuhan-novel-coronavirus/>

图 5：各个经济体从中国进口制成品中间品的比重

Asian Factories Risk Supply Disruptions
Share of all imports of intermediate manufactured products coming from China in 2015



Sources: OECD TiVA, Bloomberg Economics

资料来源：Bloomberg、浙商证券研究所

表 1：各国应对疫情措施

	措施要点
韩国	首尔市 21 日决定暂时禁止在光化门广场、首尔广场等市中心地区举行集会。21 日起临时关闭老人福利设施和综合社会福利设施等 3467 处，直到社区感染危险性降低至零为止。 《韩民族日报》发表社论称，韩国的疫情防控体系须从致力于阻断病毒输入的阶段，转到尽快查出社区感染患者，将损失降到最低限度的阶段。 2 月 23 日韩国总统文在寅宣布，韩国政府根据传染病专家的建议， 将新冠肺炎疫情危机预警级别上调至最高的“严重”级别 。将全国幼儿园、中小学等各级学校 2020 学年的开学日期延期一周，从 3 月 2 日推迟至 3 月 9 日，后续会视实际情况来决定是否继续推迟开学时间。宣布设立中央灾难安全对策本部，作为政府应对疫情的最高级别机构，并由国务总理担任本部长。
日本	2 月 14 日，日本首相安倍晋三主持了“新型冠状病毒对策本部会议”，表示政府将拨出专款，拿出 103 亿日元用于 加速开发冠状病毒的检查试剂 。同时制定计划，在 3 月份要生产 6 亿枚口罩，以满足国民的需要。日本首相安倍晋三在其社交媒体上宣布，表示将把接收患者的医疗机构从目前的 726 家扩大至 800 家、建立疫情应对中心与 24 小时机制等。 对大型聚集性活动采取了相应的控制措施 。但是日本的疫情尚未对奥运会和残奥会造成延期影响。 2 月 21 日日本政府召开了商讨对策的相关内阁会议，决定贯彻边境口岸对策，切实把握患者情况，彻底收集信息，向国民迅速提供准确信息。
意大利	从 21 日开始，科多尼奥市关闭了所有的学校、教堂、体育馆等公共设施， 要求伦巴第和威尼托两个大区大约 12 个城镇的 5 万多居民留守家中 。米兰市市长朱塞佩·萨拉下令 关闭所有公共娱乐设施 。意大利托斯卡纳大区等地方政府也 发布临时法令，强化隔离措施 。意大利北部 10 多个城镇的商务活动暂停。 2 月 22 日，意大利总理朱塞佩·孔特 召集内阁紧急扩大会议 ，并考虑采取非常规措施，来应对新冠肺炎疫情病毒疫情，还取消了威尼斯狂欢节活动。
奥地利	2 月 24 日，已暂停了与意大利之间经由布伦纳山口（Brenner Pass）的客运列车服务，以阻止新型冠状病毒进一步传播。
伊朗	伊朗总统鲁哈尼指示卫生部长纳马基成立国家新冠肺炎疫情防控指挥部；从 23 日起暂时关闭全国 14 个省的中小学校、大学与文化中心一周；直至下周五伊朗所有电影院、文化活动取消。体育竞赛将继续举行，但不会有观众出席；德黑兰的地铁、巴士等公共交通工具将每天进行消毒，以防止疫情扩散。

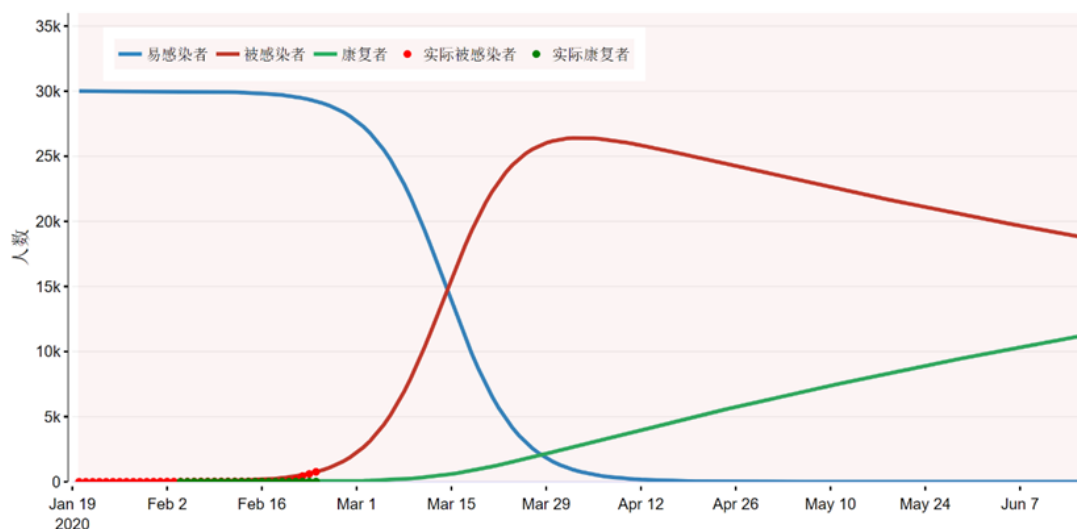
资料来源：新华社、浙商证券研究所

3. 未来一个月全球风险偏好或受抑制

浙商证券研究所金工团队**包赞和王小青老师**，利用 SIR 模型和现有的传染数据对韩国、日本和意大利疫情扩散情况进行了模拟，他们**预测韩日意三国疫情高峰期将出现在 4 月初**。参照过去一个半月中国疫情演变情况，以及考虑到韩日意等国不太可能实施和中国同等程度的管制措施，其他国家出现交叉感染的风险可能会高于中国，这三个国家 R_0^2 值或高于中国，从而疫情峰值可能来得更晚。我们推测，这三国的疫情峰值有可能会延迟至 4 月中下旬，等到气温回暖，疫情才会自然减弱。假如新冠病毒肺炎疫情如同 2003 年 SARS 一样，在夏天自然消亡，那么此次疫情将世界经济推入衰退的概率就比较小。

我们认为，目前全球市场还没有将疫情风险完全计价进去。假如疫情进一步在全球扩散，全球市场风险偏好在未来一到两个月可能会受到压制，风险资产和原油等大宗将持续承压，美债和黄金将继续受到追捧。全球经济在 2020 年上半年或进入“比弱”阶段，尽管美国经济无法做到独善其身，经济增速仍会继续放缓，但预计其受疫情影响相对较小，或使美国经济基本面仍然要好于欧元区和日本，支撑美元指数在 2020 年上半年继续保持强势。如果日本疫情如模型所预测，到 7 月份被感染人数仍然超过 1.5 万人，东京奥运会可能就会延后举办。

图 6：韩国：预计 4 月 3 日左右被感染者数到达高峰



资料来源：包赞/王小青、浙商证券研究所

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_7058

