



2020.03.23

城门失火 期指殃及

✍ 王永锋

☎ 021-33038980

✉ wangyongfeng021075@gtjas.com

证书编号 Z0000153

✍ 毛磊

☎ 021-33038981

✉ maolei013138@gtjas.com

证书编号 Z0011222

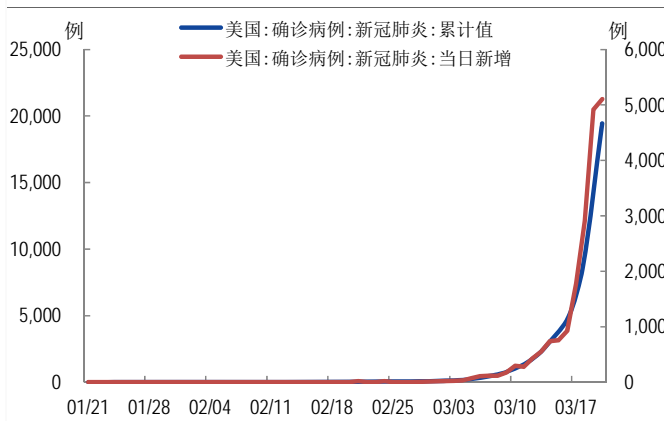
投资要点：

- **疫情的背离与政策的趋同：**海外疫情依然处于攀升阶段，国内疫情趋稳但防控输入病例依然严峻。全球经济面临的衰退风险加大，尽管 Q2 我国经济大概率反弹，但仍难以阻止全球政策宽松的步伐。
- **城门失火 期指殃及：**节后 A 股的涨涨跌跌，背后核心因素主要是贴现率的变化，而在无风险利率重心逐步下移的环境下，风险偏好的波动则对贴现率的变化造成了很大的扰动。
- **展望后期，多空因素仍将博弈。利多因素体现为：**第一，海外货币政策进一步宽松，财政刺激不会缺失，一旦美国市场流动性失血的效应有所缓解，资本市场的杀跌力量将大幅缓解。第二，国内政策宽松空间肯定有，唯一的就时间近和远的区别。第三，与海外相比，国内政策空间更大，出台的时机更精准，而在疫情防控方面，也与海外相背离。国内是逐步稳定，国外则是大量爆发。一旦外围负面因素影响弱化，内因将带来风险溢价的回落，进而带来 PE 的修复性上涨行情。**利空因素继续体现为两大项，**一是海外新冠肺炎疫情防控的严峻，一是经济衰退对企业盈利造成的下滑压力。
- **相比于海外，内因更值得期待，只是风险的不确定性未知：**疫情防控方面会产生预期差，政策刺激方面也会产生预期差，经济增速方面也会产生预期差，估值方面也会产生预期差。
- **策略方面，我们相对保守些，建议在目前海外疫情仍未趋稳的环境下，以短线交易为主。一旦海外疫情出现稳定迹象，则可以择机布局多单：**相比于上面提及的中期利多因素，目前海外疫情的防控则是短期需要重点关注的风险因素，任何的不确定性均会对目前流动性缺失的资本市场造成很大的杀伤力。而对于目前的资本市场，究竟多大程度反映了这些负面的因素也无法衡量。因此，相比于去捕捉中期的收益，当前更重要的是需要关注短期的风险因素，只有活下来，才能迎来未来的光明，目前仍是黎明前的黑暗期。
- **关注因素：**海外新冠肺炎疫情的防控，等。

1. 疫情的背离 VS 政策的趋同

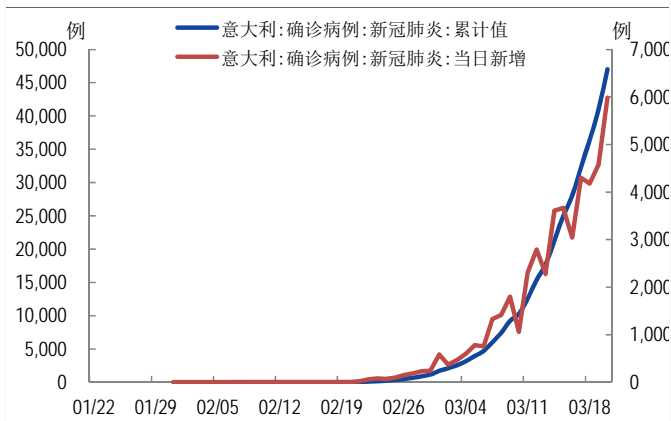
当前市场最为关注的焦点，依然在于海外疫情的发展。全球新冠肺炎疫情蔓延局势相当严峻。美国新冠肺炎确诊人数已超 1 万，成为全球第 6 个确诊病例破万的国家，死亡率约 1.4%。欧洲新冠病毒确诊病例已超 10 万，其中，意大利新冠肺炎病例突破 4 万，死亡率 8.6%。此次疫情影响时间将较长，而随着传播范围的加大，未来是否会出现新的群聚性病例尚不得而知，这些都将是导致全球系统性风险上升的原因。

图 1 3 月 18 日美国新冠肺炎确诊人数首度超过 1 万



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 2 欧洲成为新冠肺炎疫情的中心

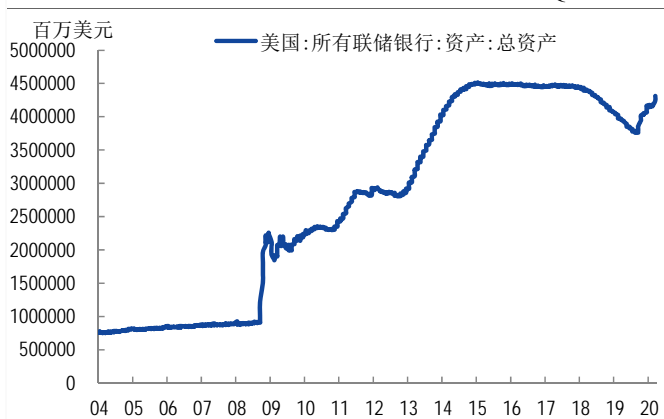


资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

海外疫情的加剧，令全球经济面临衰退的风险加大。3 月 2 日，OECD 发布的报告显示，新冠肺炎疫情将使全球经济陷入自 2008 年金融危机以来最严重的衰退，其将 2020 年全球经济增长预期从此前的 2.9% 下调至 2.4%，并警告称，如果疫情进一步蔓延，今年全球经济增长可能会降至 1.5%。摩根大通预计 Q1 美国经济增长将下滑 4%，二季度可能大跌 14%，远超 08 年四季度金融危机最严重时期美国经济 8.4% 的萎缩程度。二季度欧洲经济将出现空前的崩塌式暴跌，最高幅度可能会达到 22%，英国经济将陷入萧条。高盛的衰退预测相比温和，但也预计二季度美国经济可能萎缩 5%。

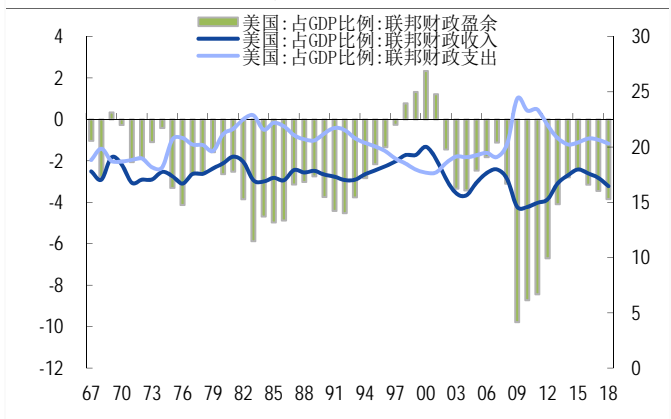
为应对疫情与经济衰退，各大央行纷纷采取“降息+QE”的政策组合，但财政是关键。经济衰退压力下，各国纷纷进行了流动性的投放，“降息+QE”成为主旋律。美联储本月在一个月不到的时间里已将利率降至 0，3 年多的加息努力瞬间化为乌有，与此同时，在回购市场进行大量流动性投放的同时，还出台了 7000 亿的量化宽松。欧央行尽管维持关键利率不变，但加大了量化宽松和流动性工具，另外还允许银行降低资本充足率。英央行同样本月连续 2 次降息，同时将债券购买计划规模增加 2000 亿英镑至 6450 亿英镑。与宽松的货币政策相比，财政才是当前的关键。目前，美国已出台了上万亿的刺激政策，纳税人也获得了三个月的延期来申报 2019 年的所得税。英国也宣布了一项 3300 亿英镑的一揽子商业贷款援助计划，以及商业利率假期和补助金。此外，英国政府将为不能工作的员工支付 80% 的工资，每月最高不超过 2500 英镑，此措施在英国历史上是“前所未有的”相比于利率逼近 0 的货币政策，积极的财政政策才是当前的关键。

图 3 新冠肺炎疫情加速了美联储货币政策的 QE



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

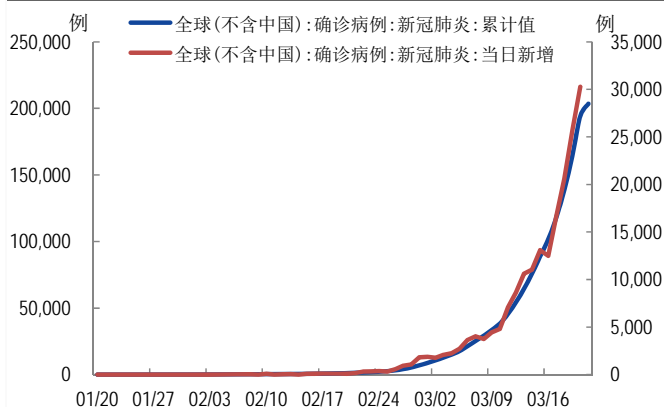
图 4 新冠肺炎疫情同样加速了美财政赤字扩大的进程



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

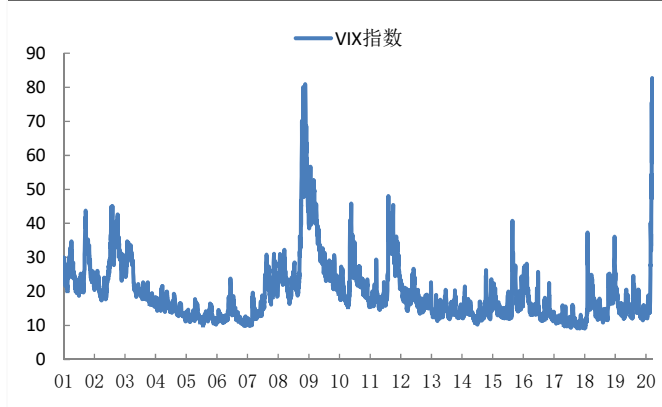
本次新冠肺炎疫情传播速度之快、范围之广，均为本世纪所罕见，然其对资本市场的杀伤力更令我们至今心有余悸。本次疫情，堪比 1917 年的西班牙流感或 1957 年的亚洲流感，目前海外各国也基本采取了防治兼顾的政策取向，但受制于海外各国难以实施像我国这样举国之力来防控疫情的措施，当前继续蔓延的可能性依然较高，防控形势也将十分严峻。

图 5 全球新冠肺炎疫情防控的形势依然十分严峻



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

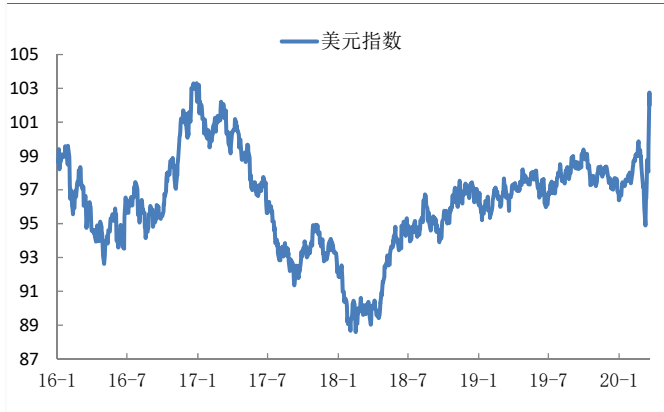
图 6 疫情导致资本市场恐慌加剧



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

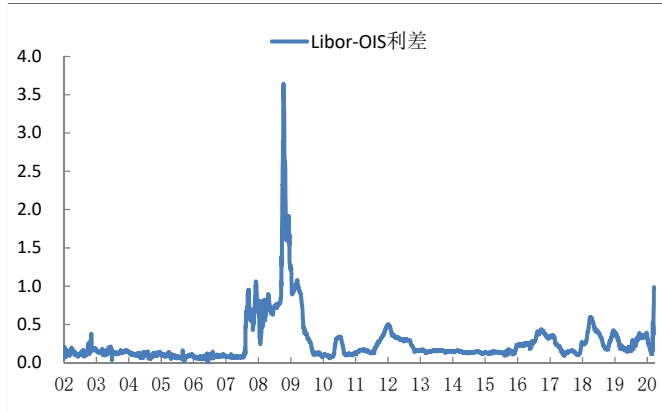
然而，在全球经济衰退还未来临之前，流动性缺失对资本市场的杀伤令我们至今心有余悸。VIX 指数不断创出高点，美元指数上破 100 点大关，Libor-OIS 利差大幅攀升，与之相随的则是风险资产与风险资产的双重重挫。美股的熔断次数接连创下新的历史，贵金属盘中也遭遇创历史的大跌，美债日内也经历过熔断，这一切皆在不断改写历史。伴随着疫情扩散的延续，经历流动性杀跌的资本市场，未来还将面临经济衰退的压制。抛盘不一定会更猛烈，但也不会小。

图 7 流动性缺失导致资金回流美国



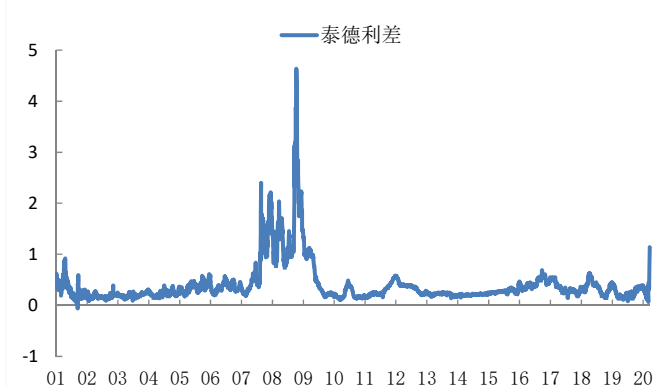
资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 8 近期，Libor-OIS 利差同样创出 08 年金融危机后的新高



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图9 泰德利差同样显示了资本市场流动性的失血



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图10 资金匮乏在导致高收益企业债面临违约风险的同时，也导致债市资金的出逃



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

2. 城门失火 期指殃及

节后A股的涨涨跌跌，背后核心因素主要是贴现率的变化，而在无风险利率重心逐步下移的环境下，风险偏好的波动则对贴现率的变化造成了很大的扰动。节后的上涨，源于刺激政策导致的无风险利率下降与风险偏好的提升，进而PE上涨，更多的体现出内因驱动的特征。之后的下跌，则源于海外疫情扩散的大幅超预期导致风险偏好大跌，进而PE下跌，更多的体现出外因扰动的特点。经济的全球化，资本市场的一体化，作为全球资本市场的一员，在海外资本市场遭遇重挫的同时，国内A股也难以幸免，唯一的不同则是幅度的差异。

图11 海外资本市场遭遇重挫，A股同样难以幸免



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图12 海外疫情扩散导致300指数风险溢价大幅上升，进而PE下跌，指数下跌

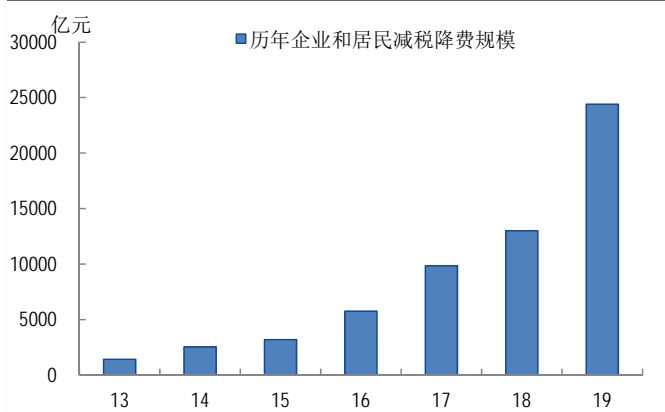


资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

展望后期，这些多空因素仍将博弈。

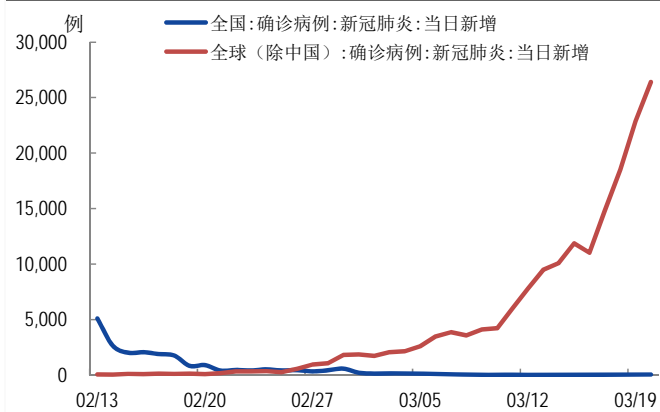
利多因素体现为：第一，海外货币政策进一步宽松，财政刺激不会缺失，一旦美国市场流动性失血的效应有所缓解，资本市场的杀跌力量将大幅缓解。第二，国内货币政策仍存降息和降准的预期，政策宽松空间肯定是有，唯一的就时间近和远的区别。财政政策会更为积极。2月18日国常会公布的一系列减免政策预计将减轻企业负担6000-7000亿。2月28日，在减免部分增值税的同时，国常会再度定调引导金融机构增加3000亿元低息贷款。后续，无论是赤字率还是地方政府专项债规模大概率都将上调。产业政策继续跟随出台。比如，与刺内需政策相伴随的则是一些地方已经开始投放消费券，下一步商务部还将会商有关部门出台更有针对性的措施。第三，与海外相比，国内政策空间更大，出台的时机更精准，而在疫情防控方面，也与海外相背离。国内是逐步稳定，国外则是大量爆发。一旦外围负面因素影响弱化，内因将带来风险溢价的回落，进而带来PE的修复性上涨行情。

图 13 新冠肺炎疫情爆发后，国内财政政策转为更积极



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

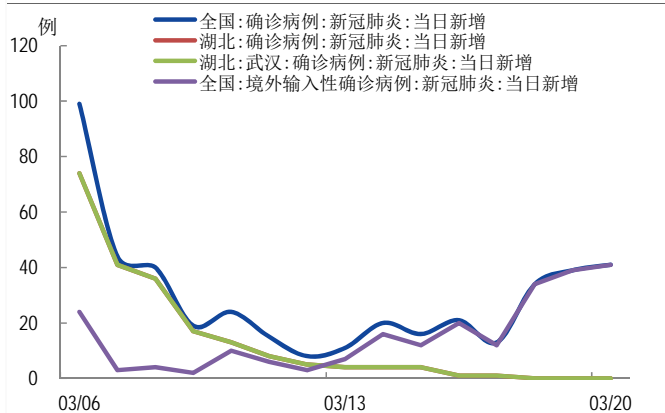
图 14 国内外，新冠肺炎疫情走势相背离



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

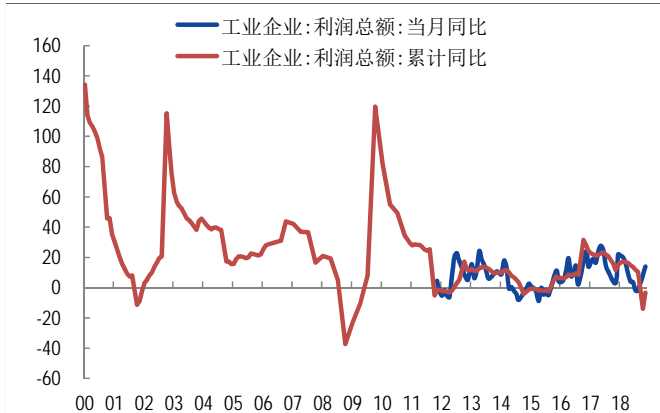
利空因素继续体现为两大项，一是海外新冠肺炎疫情防控的严峻，一是经济衰退对企业盈利造成的下滑压力。就新冠肺炎疫情而言，体现在两方面。第一，海外新冠肺炎疫情的攻坚战已开始，但存在太多不确定性。第二，尽管我国疫情防控已见成效，但输入性病例数的增加导致国内新增确定性病例数再度回升，防控形势依然严峻。就企业盈利回落而言，伴随着市场对海外经济体上半年增速的纷纷下调，伴随着国内 Q1 经济增速大概率下跌与 Q2 经济增速反弹幅度的不确定性，我们预计一季度企业盈利将大概率再度下滑，而之后企业盈利回升的幅度仍需观察。实际上，03 年 SARS 过后企业盈利二季度回落幅度就非常大。因此，疫情防控的进展与效果在对全球经济与企业盈利造成负面影响的同时，也会带来很大不确定性的增加，而这些因素综合起来，无疑会对 PE 的修复带来负面的压制。

图 15 输入性病例增加导致国内疫情防控依然严峻



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

图 16 03 年 SARS 过后企业盈利二季度回落幅度非常大



资料来源：Wind、国泰君安期货金融衍生品研究所

3. 相比于海外，内因更值得期待，只是风险的不确定性未知

相比于外围经济与资本市场，国内更值得期待。

疫情防控方面。国内疫情防控已见成效，目前政府在集中精力控制输入性病例，因此，未来一旦海外疫情防控见效，则国内疫情将很快消失。疫情防控方面会产生预期差。

政策刺激方面。海外是货币政策先行，财政政策断后，而在美国大选之年以及欧洲财政一体化始终较为艰难的环境下，财政政策的力度与出台时间有待观察。国内则是货币政策与财政政策同步发力，无论是降准还是降息，无论是减税还是降费，均给实体带来了很大的活力。展望后期，美国利率已近 0、存准率也降为 0，欧日已是负利率，英国在本月连续 2 次降息后已接近 0 利率，而中国无论是降准还是降息仍存较大的空间。财政方面，美欧等国仍将为即将出台的财政刺激政策去博弈，而相比于美国 4% 的财政赤字率，中国 2.8% 的赤字率意味着上方的空间仍较大，再考虑赤字率外的地方专项债等类财政工作，中国财政政策也存较大的空间。政策刺激方面也会产生预期差。

经济增速方面。欧美等国在疫情防控未见成效之前，经济将面临很大的衰退压力，比如 Q1 与 Q2 将面

临较大的下行压力。而我国，尽管 Q1 经济大概率下挫，同时，Q2 也会受到外需下滑带来的负面影响，但近期随着复工的逐步上行，后期随着基建的发力，Q2 经济大概率大幅反弹。因此，Q1 过后，国内与海外经济体会出现经济增速走势的背离与预期差。

估值方面。美股十年牛市令 PE 大幅上行，而 A 股这些年来一直在进行估值的调整，如今，即使美股近期大幅下挫，但相比于美国，A 股仍存在估值的优势。如果进一步考虑经济增速的差值与债市收益率的差值，则无疑 A 股更加具有吸引力。估值方面也会产生预期差。

图 17 疫情防控会产生预期差

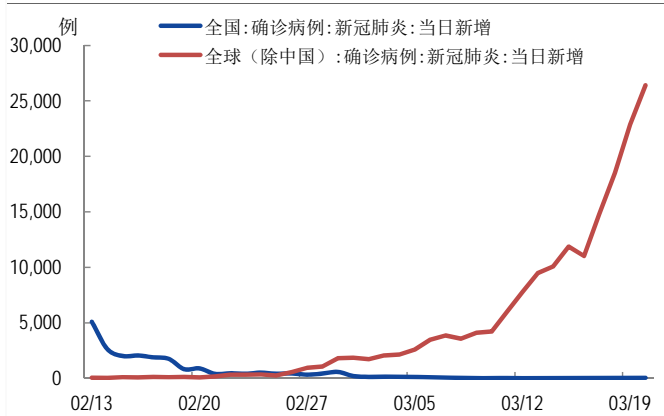


图 18 政策刺激会产生预期差

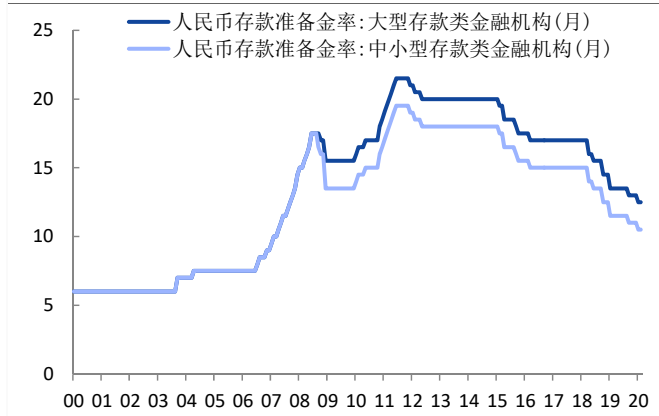


图 19 经济增速会产生预期差

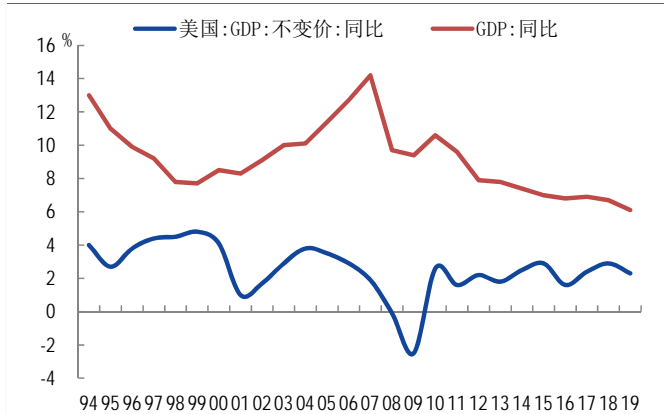


图 20 估值会产生预期差



只是相比于这些中期值得期待的利多因素，目前海外疫情的防控始终存在很大的不确定性，尤其是流动性的缺失问题什么时候能够缓解，对实体经济与资本市场究竟会造成多大的杀伤力都是未知数。

4. 期指市场策略

相比于上面提及的中期利多因素，目前海外疫情的防控则是短期需要重点关注的风险因素，任何的不确定性均会对目前流动性缺失的资本市场造成很大的杀伤力。而对于目前的资本市场，究竟多大程度反映了这些负面的因素也无法衡量。因此，相比于去捕捉中期的收益，当前更重要的是需要关注短期的风险因素，只有活下来，才能迎来未来的光明，目前仍是黎明前的黑暗期。

因而，**策略方面**，我们相对保守些，建议在目前海外疫情仍未趋稳的环境下，以短线交易为主。一旦海外疫情出现稳定迹象，则可以择机布局多单。

关注因素：海外新冠肺炎疫情的防控，国内经济、盈利、特别是政策与物价的变化；1 月 15 日中美第一阶段经济贸易文本签署后的后续磋商；美国经济政策与竞选；欧洲经济政策与英国脱欧；等。

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本研报发布的观点和信息仅供经国泰君安期货有限公司评估为专业投资者以及风险承受能力为C4及C4以上类别的普通投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或者服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货金融衍生品研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安期货金融衍生品研究所

上海市新闻路 669 号博华广场 30 楼

电话：021-33038982 传真：021-33038937

国泰君安期货客户服务电话 95521

机构金融部

上海市新闻路 669 号博华广场 29 楼

电话: 021-33038803 传真: 021-33038720

广东分公司

天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 房

电话: 020-38628010 传真: 020-38628583

上海期货大厦营业部

上海市自由贸易试验区松林路 300 号期货大厦 2001B 室

电话: 021-68401886 传真: 021-68402738

国际业务部

上海市新闻路 669 号博华广场 29 楼

电话: 021-33038895

深圳营业部

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 15 楼 1502、1503、1504 室

电话: 0755-23980587 传真: 0755-23980597

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2703

电话: 0411-84807755 传真: 0411-84807759

宁波营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 <6-1>

电话: 0574-87916522 传真: 0574-87916513

天津营业部

天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层

电话: 022-23304956 传真: 022-23300863

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路 30 号 1105 房间

电话: 0371-65600697 传真: 0371-65610168

青岛营业部

青岛市崂山区香港东路 195 号 11 号楼杰正财富 5 楼 501 室

电话: 0532-80993629 传真: 0532-80993630

石家庄营业部

石家庄市裕华区裕华东路 133 号方北大厦 B 座 8 层 803 室、804 室

电话: 0311-85360890 传真: 0311-85360907

济南营业部

济南市历下区草山岭南路 975 号 11 层 1107-1108 室

电话: 0531-81210190 传真: 0531-81210177

厦门分公司

厦门市思明区湖滨东路 95 号华润大厦 B 座 1508-1509 单元

电话: 0592-5886138

产业发展部

上海市静安区新闻路 669 号 29 楼

电话: 021-33038719, 传真: 021-33038732

北京分公司

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元

电话: 010-58795771 传真: 010-58795787

上海国宾路营业部

上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室

电话: 021-55892500 传真: 021-65447766

上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号长城大厦 507、508 单元

电话: 021-32522836 传真: 021-32522823

长春营业部

吉林省长春市净月开发区生态大街 2188 号川渝泓泰国际环球贸易中心 1 号楼 23 层 2302、2303 室

电话: 0431-81907955 传真: 0431-85916622

杭州营业部

杭州江干区五星路 185 号泛海国际中心 6 幢 1 单元 501-B 室

电话: 0571-86809289 传真: 0571-86922517

南京营业部

南京市建邺区庐山路 168 号 1911 室

电话: 025-87780990 传真: 025-87780991

武汉营业部

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室

电话: 027-82886695 传真: 027-82888027

西安营业部

西安市高新三路 12 号中国人保金融大厦 1802 室

电话: 029-88220218 传真: 029-63091956

北京三元桥营业部

北京市曙光西里甲 5 号院 22 号楼 15 层 1501、1502 单元

电话: 010-64669008 传真: 010-64669884

长沙营业部

长沙市芙蓉中路一段 442 号新湖南大厦产业楼 3404 室

电话: 0731-82250043 传真: 0731-82256453

上海延安东路营业部

上海市黄浦区延安东路 58 号 14 楼 1403、1404 室

电话: 021-63331738 传真: 021-63332282

上海银城路营业部

中国(上海)自由贸易试验区银城路 88 号 27 楼(实际楼层 24 楼) 06 单元

电话: 021-58590368

国泰君安证券各营业部受理 IB 业务客户服务中心: 95521 <http://www.gtjaqh.com>