

## 外资还会回来的，重视 A 股的配置价值，利用好期指远月贴水

## 摘要

## 一、疫情大流行，市场担忧从经济衰退演变成金融危机：截止 3 月 24

日，海外累计确诊已超 30 万例，在目前全球 GDP 前 20 的国家中已有 14 个国家正在经历或已经经历过疫情的爆发期。各国的隔离防控措施也逐步升级，而更严格的防控措施代表着更少的经济活动，全球二季度将进入衰退，而市场现在更担忧的是从经济衰退演变成金融危机。

## 二、疫情传染金融市场，美联储多层次提供巨量流动性：由于疫情的发展

仍充满不确定性，市场无法对企业糟糕的前景的和破产概率做出准确定价，当无法预估资产风险时，抛售似乎成为了最简单的处置方法。为了应对疫情带来的经济衰退美联储开启了史无前例的无限量 QE 重启 ABS 购买工具，同时下调商业票据工具（CPFF）的利率，这些工具有望抑制近期较快上升的公司债信用息差，尤其是投资级信用息差。

## 三、“美元荒”之后外资还会回来的，重视 A 股的中长期配置价值，利用

**好期指远月贴水：**近期北上资金的持续流出也是市场关注的重点。当全球金融市场出现大动荡时，都会出现资金从新兴市场回流到发达市场，主要是因为新兴市场流动性和信用风险相较发达市场要大很多，资金回流更多是出于避险的角度，且大宗商品多是美元定价，美元的安全价值在市场出现无差别抛售的时候会格外凸显。中国在疫情防控的周期上领先于海外国家，故在经济恢复的周期上也会领先于海外国家。货币政策上，我国坚持不搞“大水漫灌”而美国已经是超级宽松时代了，人民币对美元也没有长期贬值的基础，在短期“美元荒”之后，北上资金也会重新恢复净买入状态。当前估值水平下 A 股中长期投资价值已经显现，股指远月合约仍有较大贴水的情况下，利用远月合约去配置 A 股似乎是个更好的选择。

国贸期货  
宏观金融小组

许青辰  
投资咨询号：Z0015042  
从业资格号：F3037899

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎

## 正文：

### 一、疫情大流行，市场担忧从经济衰退演变成金融危机

截止 3 月 24 日，海外累计确诊已超 30 万例，而且仍然保持较快的日环比增速（15%以上），全球 GDP 前 20 的国家中已有 14 个国家正在或已经经历过疫情的爆发期。其中，中国和韩国已经进入疫情的控制期，日本和伊朗即将进入疫情的控制期。

图 1：GDP 前 20 国家及伊朗疫情状况

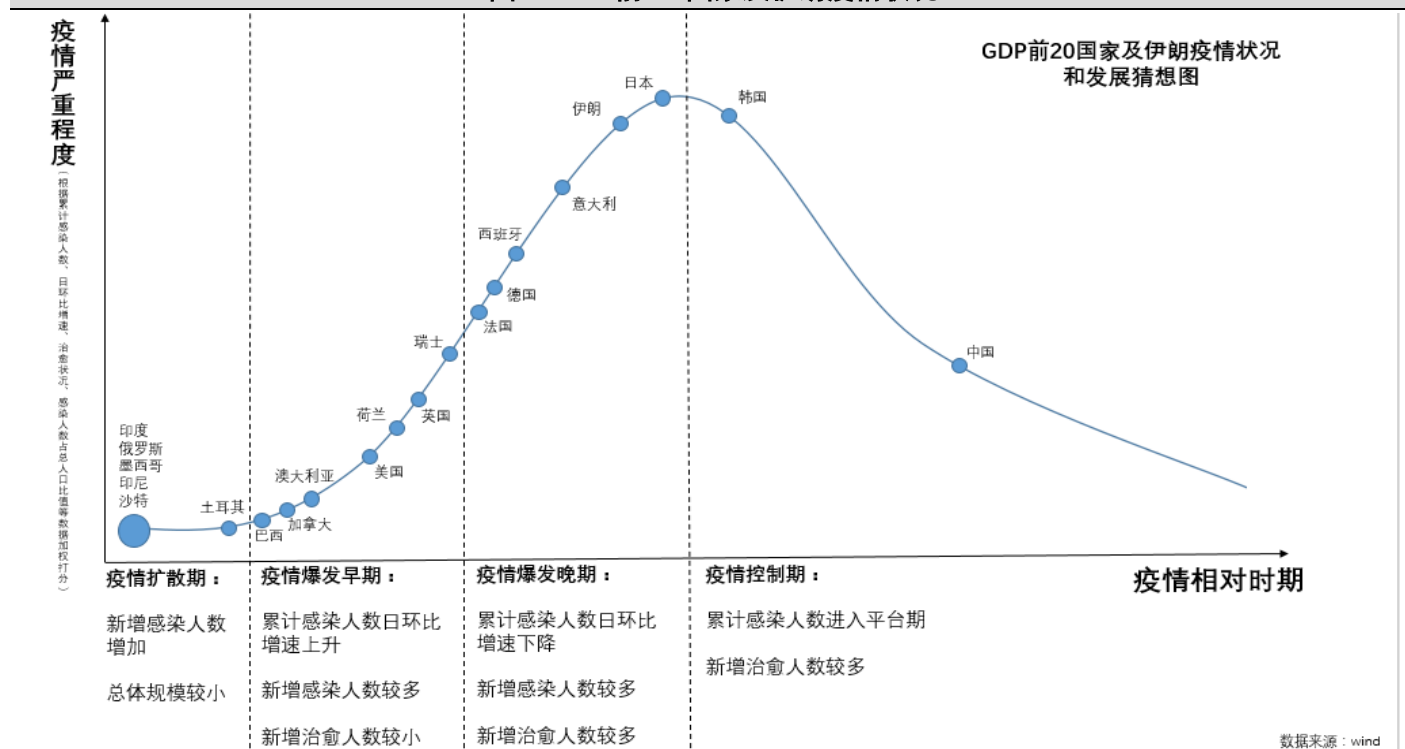
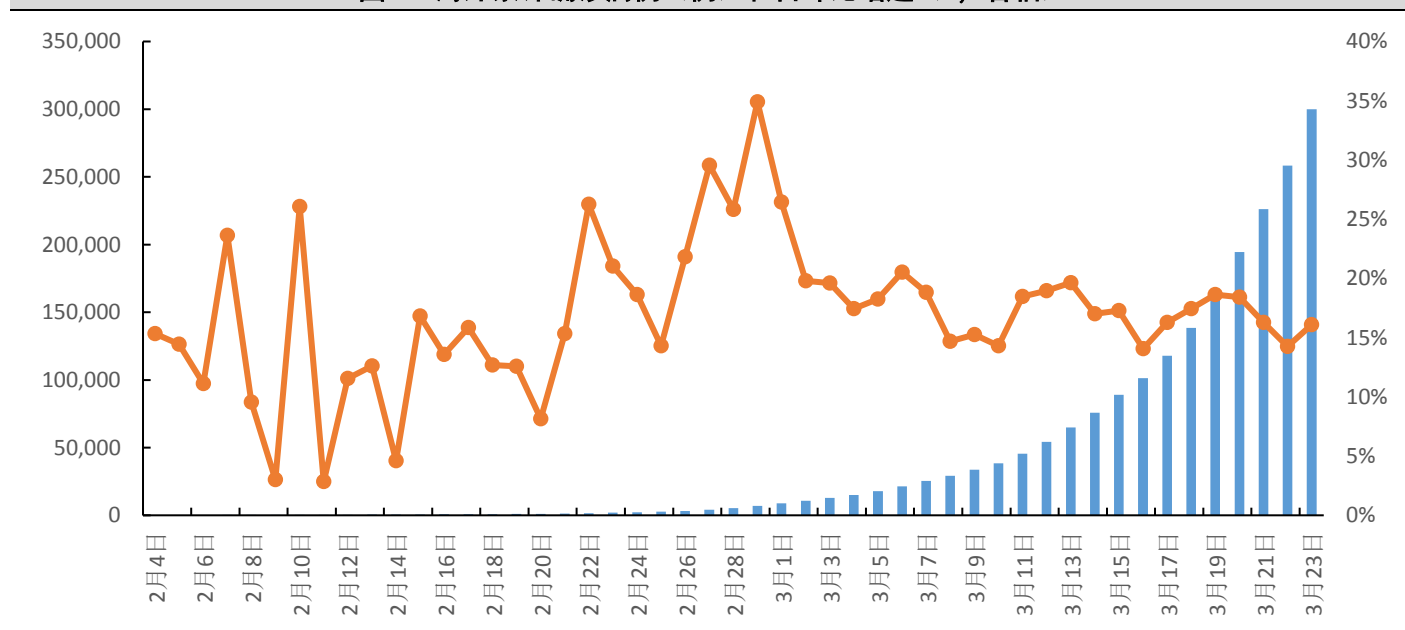


图 2：海外累计确诊病例（例）和日环比增速（%，右轴）



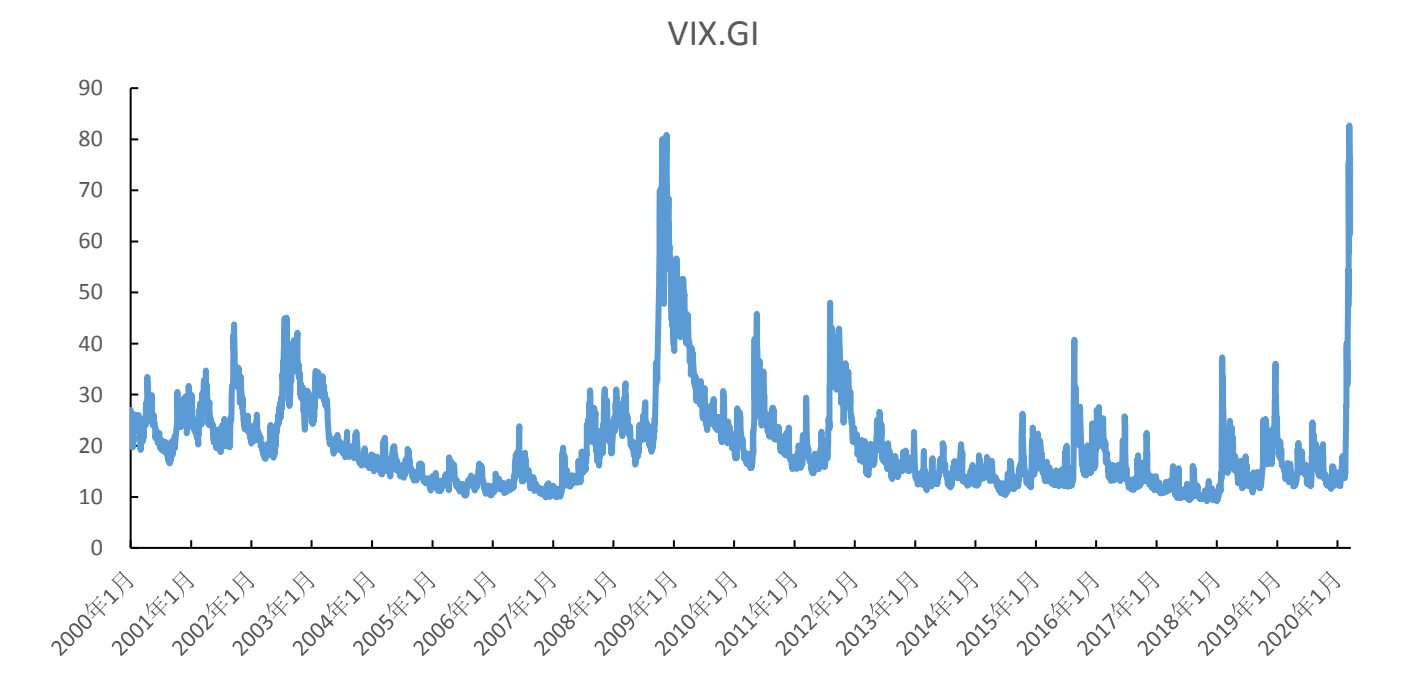
为了阻止疫情扩散，全球各主要经济体纷纷进入“封国”状态。截至3月21日，已经有多达42个国家宣布进入全国紧急状态，这些国家的GDP占全球GDP比例达到50%以上。同时，130个国家宣布全国或人口最为集中的地区停课。短期内，疫情对海内外经济活动的冲击、很可能在多个维度大幅超出2008-09年全球金融危机时期。

而更严格的防控措施代表着更少的经济活动，随着疫情的全球扩散和各主要经济体纷纷进入疫情爆发期，短期内，疫情对海内外经济活动的冲击很可能在多个维度超出08年金融危机时期。全球经济在二季度将进入衰退，而市场现在更担忧的是经济衰退引起的信用危机进而演变成系统性金融危机。

## 二、疫情传染金融市场，美联储多层次提供巨量流动性

经济活动的停滞将直接影响企业、居民和一些政府的现金流。由于疫情的发展仍充满不确定性，市场无法对企业糟糕的前景的和破产概率做出准确定价和出清，导致了避险情绪的迅速抬头，当无法预估资产风险时，抛售似乎成为了最简单的处置方法，包括企业债、主权债、大宗商品、股票、及新兴市场货币等各个类别的风险资产均大幅下挫。VIX恐慌指数飙升至历史极高水平，NYMEX原油价格一度降至20美元每桶，美国高收益债利差升至08年金融危机以来的高点，市场被恐慌情绪所笼罩。

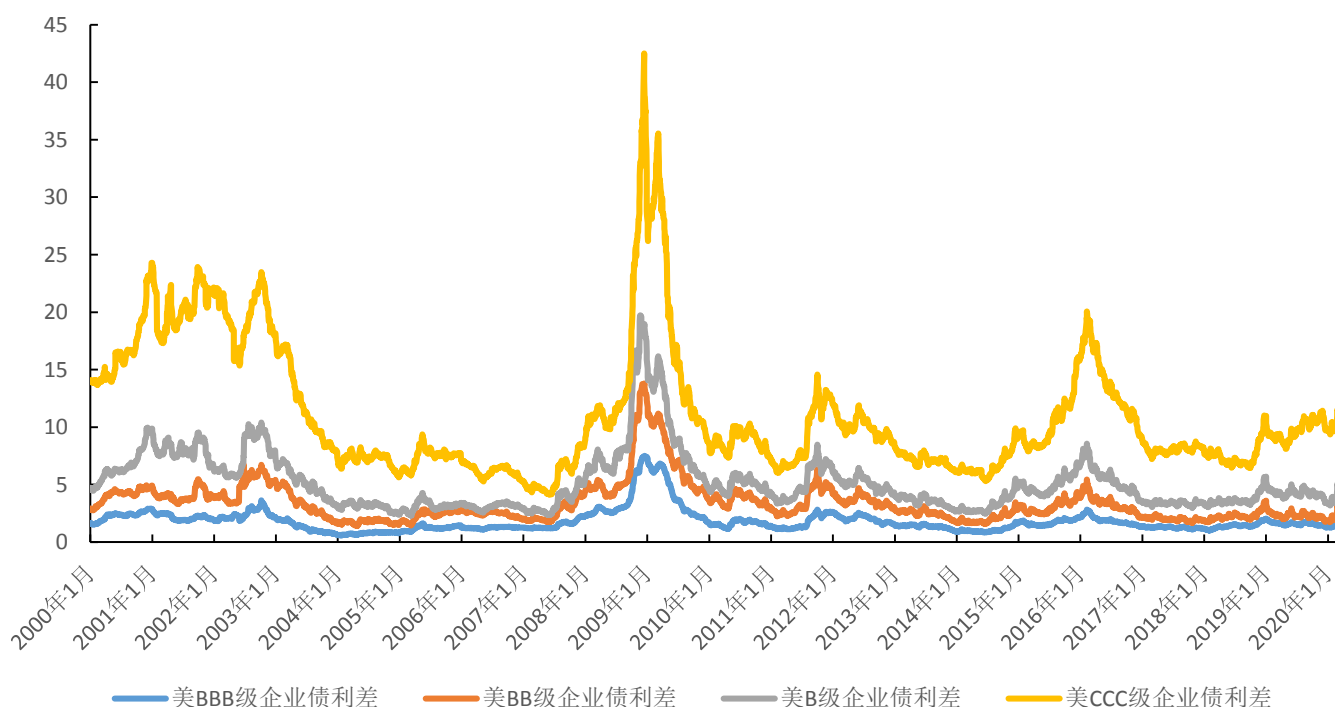
图3：VIX恐慌指数飙升至历史极高水平



数据来源：Wind

全球金融条件正急剧收紧，而这可能将进一步加剧实体经济的下行压力。随着实体经济现金流绷紧、金融市场流动性枯竭，企业大规模破产的可能性正在上升。美国非金融企业债券余额从 08 年的 2.2 万亿美元上升至 18 年的 5.7 万亿美元，其中风险较高的 BBB 级企业债增加了近 2 万亿美元，占比从 08 年的 36.4% 上升至 18 年的 47.4%。BBB 及以下评级企业债信用利差快速上升，表明市场风险偏好下降。利差扩大增加了企业再融资的成本与难度，一旦无法顺利再融资，债券大规模违约，风险将传染至整个金融体系。

图 4：美国高收益债利差升至 08 年金融危机以来的高点



数据来源：Wind

为了应对疫情带来的经济衰退美联储开启了史无前例的无限量 QE，此次美联储重启 08 金融危机时期的 ABS 购买工具，其标的 ABS 的底层资产是学生贷款、汽车贷款、小企业贷款等，因而有望支持这些群体的资金需求，这也意味着美联储的资产负债表将以极快的速度扩张。这些工具有望一定程度抑制近期较快上升的公司债信用息差，尤其是投资级信用息差。

目前美国 AA 级非金融商业票据与 OIS 息差同样处在历史极高位，甚至超过 08 年金融危机时的水平，显示美国商业票据市场压力继续增大。3 月 17 日美联储将商业票据工具（CPFF）的利率从 3 月 17 日公布时的 OIS+200bps 下调至 OIS+110bps，接近 2008 年时期定价为 OIS+100bps，此次调低 CPFF 利率有

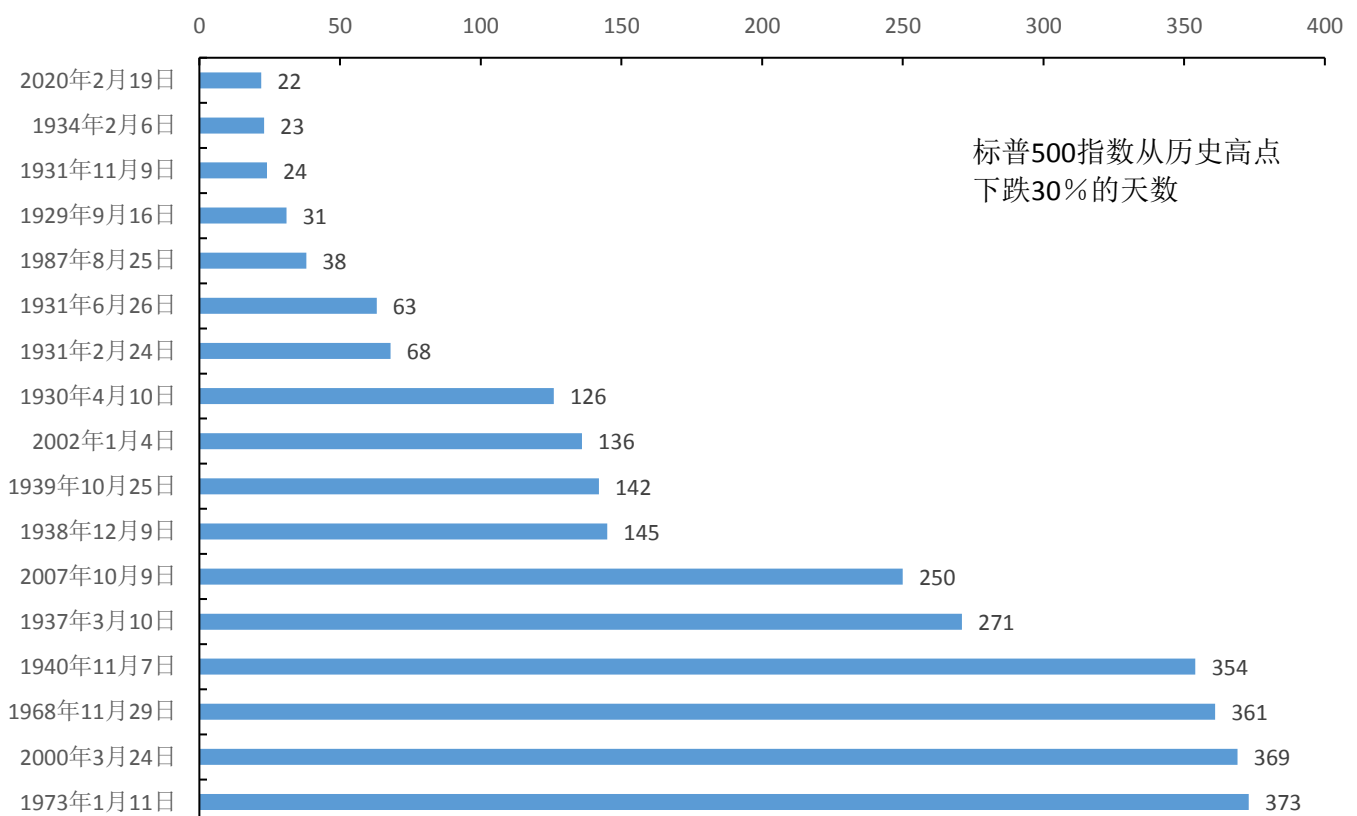
望增强该工具作用以缓解商业票据市场压力，2008 年经验显示，商业票据与 OIS 息差在美联储购买实施后下降。

同时，在美国参议院两次闯关失败的“2 万亿美元经济刺激计划”也迎来了转机，美国众议院议长佩洛西在接受媒体采访时表态称，国会对达成该计划感到“真正乐观”，受此消息提振，美股也出现“暴力反弹”。

### 三、“美元荒”之后外资还会回来的，重视 A 股的中长期配置价值，利用好期指远月贴水

虽然美联储突然的零利率和超级 QE，吓坏了全球市场，但是对于权益市场而言直接提供巨量流动性就是救急的特效药。全球新一轮的 QE 不仅能为市场注入流动性也能为企业带来便宜的贷款，帮助企业熬过疫情所导致的停工期，美国目前最大的风险在于巨量的企业债造成的信用风险，而我认为即使在最极端的情况下，美联储也将引导商业银行去给企业以较低的利率借新债还旧债，从而不会大规模的信用违约。

图 5：标普 500 指数从历史高点下跌 30% 的天数

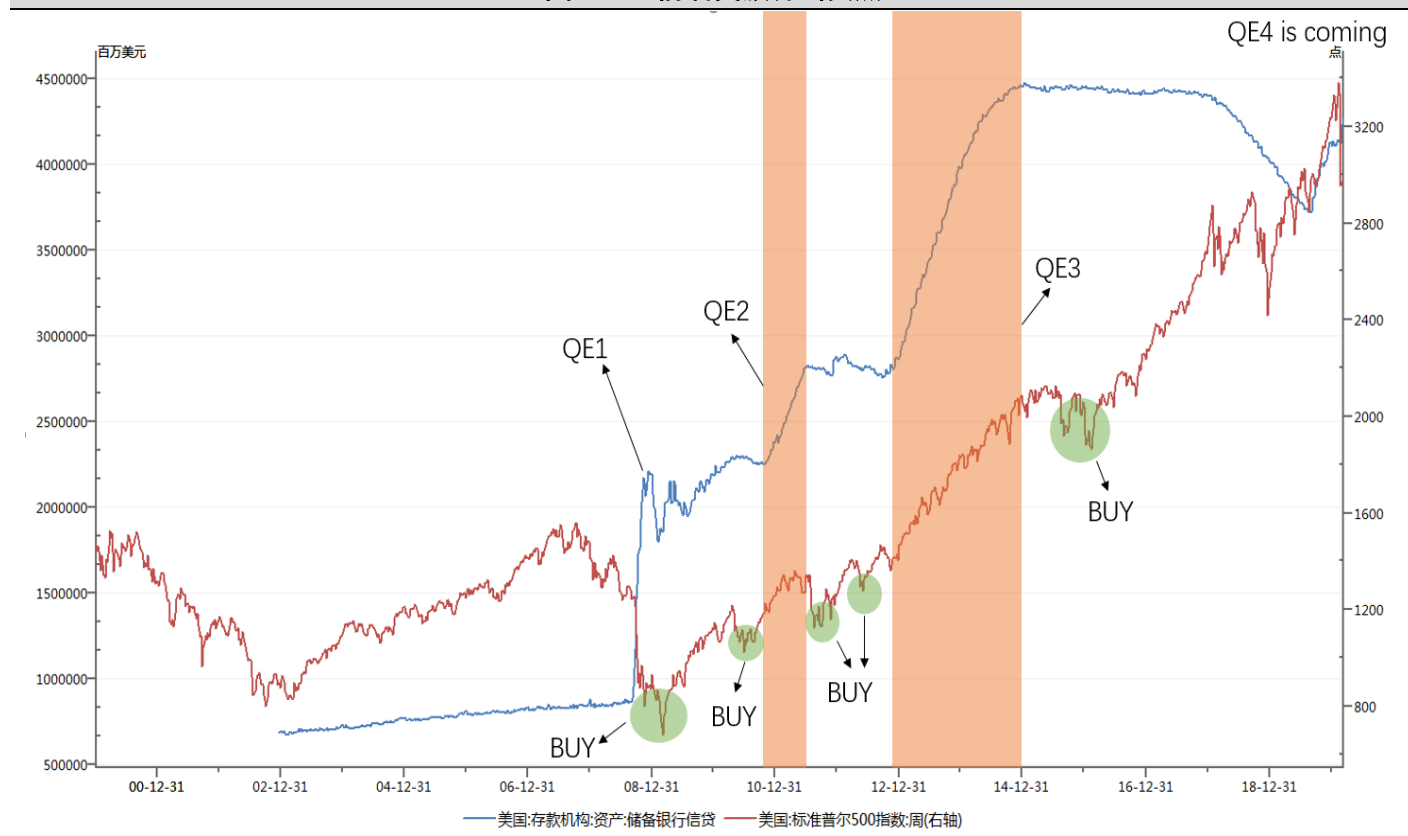


数据来源：Wind

目前美股市场的恐慌程度甚至超过大萧条时期，标普 500 指数只用了创纪录的 22 天就从高点下跌了 30%，市场的极端恐慌似乎认定了金融危机就要爆

发。但是，货币政策发挥效果需要时间，有计划的应对总比危机真的发生时再亡羊补牢好，美联储为了应对此次疫情所带来的冲击已经做了多层次多角度的流动性支持，一旦流动性援助被证明有效后，市场很可能出现修复性上涨，历史经验也显示 QE 前后美股易出买点。

图 6：QE 前后美股易出买点



数据来源：Wind

近期海外市场的大幅下挫，是 A 股的走弱的最主要因素，而北上资金的持续流出也是市场关注的重点。当全球金融市场出现大动荡时，都会出现资金从新兴市场回流到发达市场，在发达市场中又会出现回流美国的情况，主要是因为新兴市场流动性和信用风险相较发达市场要大很多，资金回流更多是出于避险的角度，而在发达市场中，美国的经济整体状况要远好于日欧且大宗商品多是美元定价，美元的安全价值在市场出现无差别抛售的时候会格外凸显。目前较高的 Libor 美元与 OIS 利差也显示市场确实出现了“美元荒”现象。

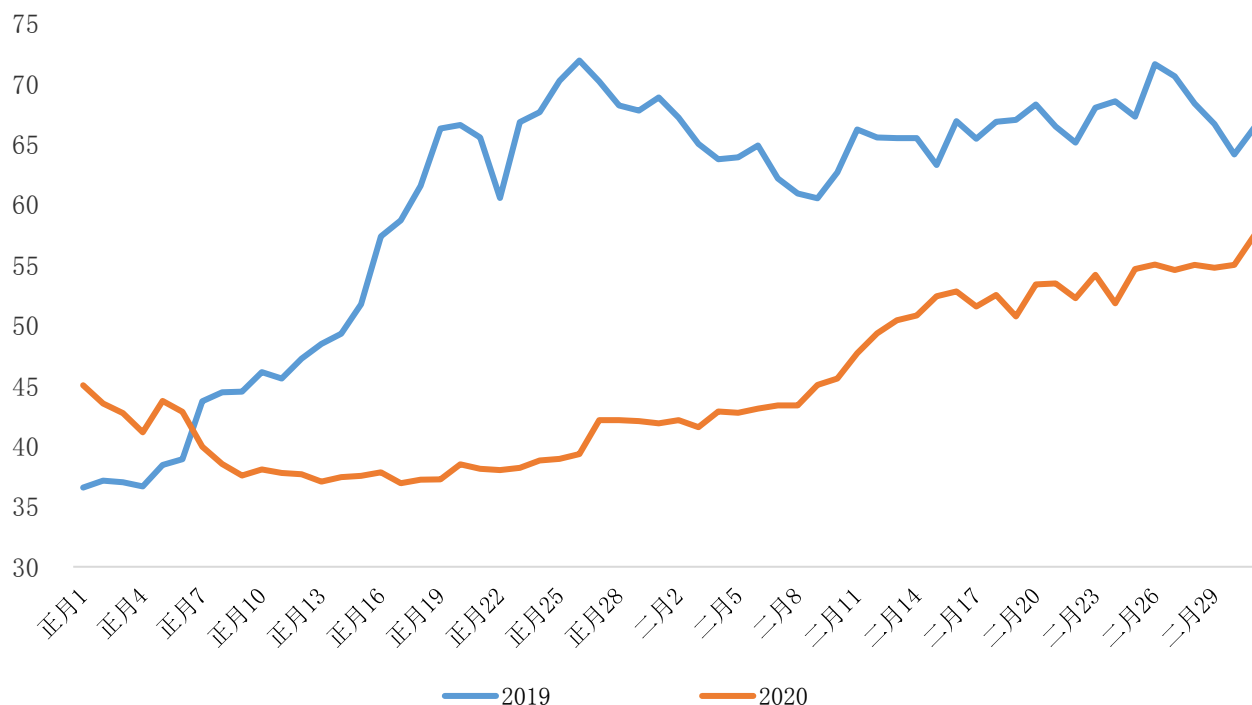
如果未来市场出现缓和和持有美元避险的需求及欲望会下降，中国在疫情防控的周期上领先于海外国家，疫情对于中国大陆经济的最大影响将发生在一季度，而对于欧美等国家则将发生在二季度，故中国在经济恢复的周期上也会领先于海外国家。而在货币政策上，我国坚持不搞“大水漫灌”而美国已经是超



级宽松时代了，人民币对美元也没有长期贬值的基础，在短期“美元荒”之后，外资很有可能会回流中国，北上资金也会重新恢复净买入状态。

从六大电厂日耗数据来看，国内复工进度持续推进，虽然宏观环境仍然面临着内需不足以及外需严重不足的困境，但预计国内经济二季度相较一季度仍会出现较为明显的恢复，而三季度随着海外疫情爆发期的过去，需求可能面临较大的好转，所以未来宏观经济层面可能是一个逐季向好的过程。

图 7：六大电厂日耗



数据来源：Wind

目前，A股市场各指数的估值水平均处在历史较低的位置。接下来市场可能从短期内的恐慌中走出，逐步过渡到面对现实的阶段，A股市场可能从估值下杀阶段走向消化盈利负面影响的阶段。综合估值、风险溢价水平、利率和市场情绪等标，A股基本已经反应了当前时点疫情对宏观经济的冲击，但是如果出现较为极端情况（如：美国企业债大规模违约），则可能仍需要继续消化。

按照，美国的预计疫情的传播期仍将维持 12 周，如果疫情控制顺利的话，就此引发金融危机和长期经济衰退的概率仍然较小，根据股债相对吸引力模型来看，A股现在已经极具配置价值，当前估值水平下，A股中长期投资价值已经显现，尤其是股指期货远月合约仍有较大贴水的情况下，利用远月合约去配置 A 股似乎是个更好的选择。

图 8：三大指数自 2000 年历史估值分位

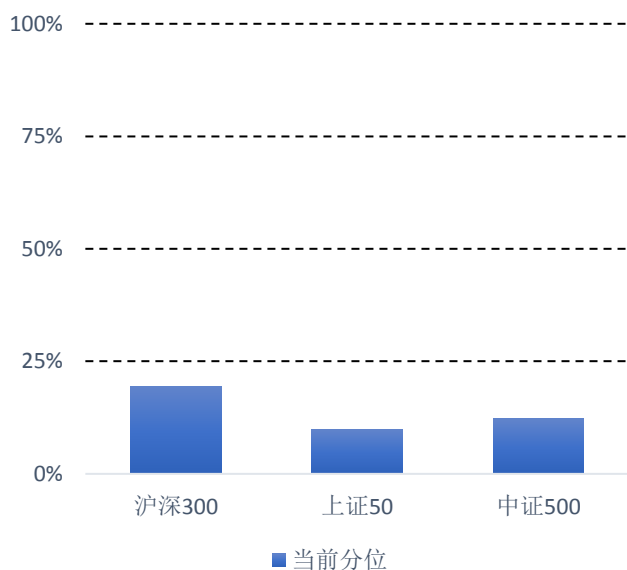
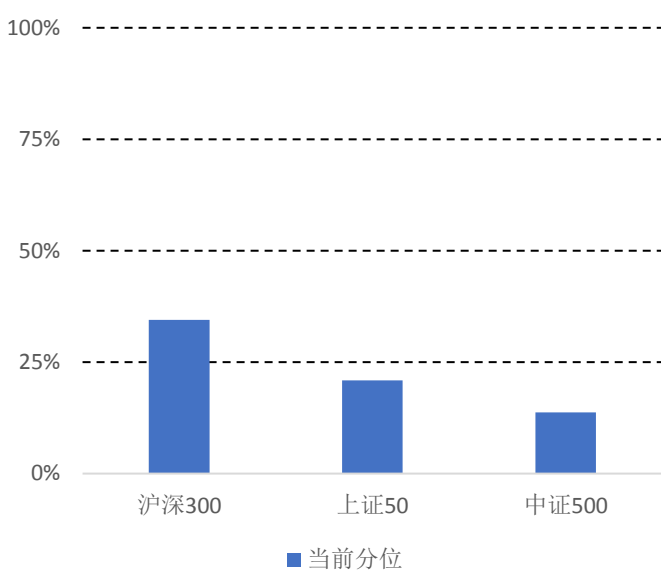
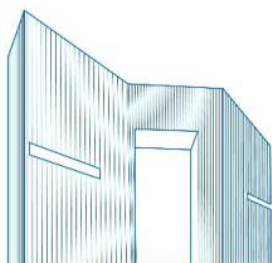


图 9：三大指数自 2012 年历史估值分位



## 免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。



期市有风险 入市需谨慎



# 国贸投研小程序

专 注 期 货 ， 悦 享 资 讯

7X24小时期货资讯，紧跟行情专业解读



长按二维码进入小程序