

## 海外资产暴跌的原因及应对策略

### 摘要

在恐慌情绪加持下，隔夜全球股市遭猛烈抛售。大宗商品未能幸免，国际油价全线下跌，传统避险资产现货黄金失去避险光环，COMEX 黄金创一个月以来新低。

我们认为全球主要资产持续大跌，主要原因一是，海外疫情正处于加速蔓延的阶段，市场恐慌情绪较浓；二是，OPEC+减产会议破裂，产油国之间均有增产计划，原油大幅受挫进一步加剧市场的恐慌情绪；三是，全球流动性压力加大。

在海外疫情加速扩散阶段，信用风险、流动性风险等因素容易被较大，海外资产下行压力仍在，短期难言拐点。反观国内，国内疫情爆发后，采取了极为严格的防控措施，居民居家自我隔离、学校延迟开学、企业延迟复工复产等措施有效地阻断了病毒的传播，当前疫情基本得到控制，在政策助力下，经济有望率先迎来修复，国内资产表现更加抗跌。因此，从对冲的思路来看，多国内资产空国外资产总体上是比较安全的。

从商品期货角度来看，钢材等黑色系商品的供需和定价权主要在国内，其表现受国内经济发展的影响更大，而原油、铜等国际化品种则受全球供应链影响更大。综合前面的分析，我们认为现阶段黑色系的表现要比原油、铜等商品表现更强，这也是我们此前一直推荐做多黑色做空化工或有色这个策略的核心逻辑。

最后，我们认为短期的事件还未达到危机的程度，但仍需要警惕后续上深化可能带来的危机风险。

国贸期货  
宏观金融小组

郑建鑫

联系方式：0592-5160416

投资咨询号：Z0013223

从业资格号：F3014717

邓长庆

联系方式：021-51969275

投资咨询号：z0002595

从业资格号：F0277477

樊梦真

联系方式：021-51969270

投资咨询号：Z0014706

从业资格号：F3035483

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

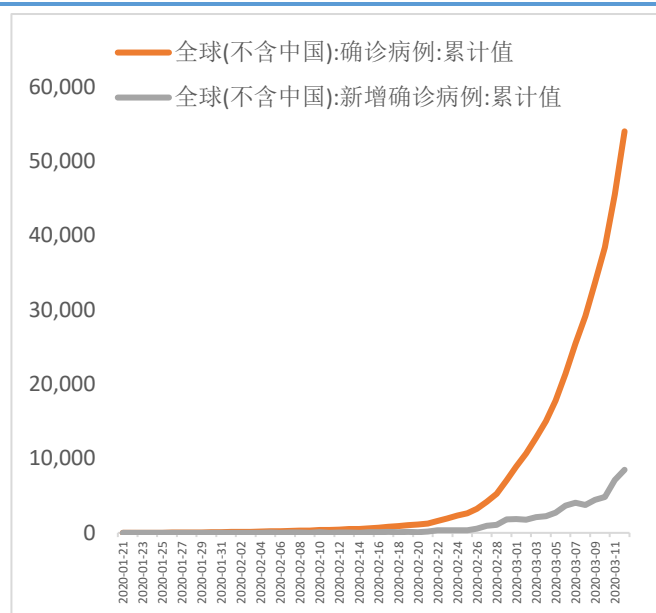
在恐慌情绪加持下，隔夜全球股市遭猛烈抛售。美国三大股指收盘跌幅均超 9.4%，跌入技术性熊市，并创 1987 年 10 月以来最大单日跌幅。欧洲斯托克 600 指数跌 11%，超越金融危机，刷新历史最大跌幅。据不完全统计，已有 11 国股市因大跌触发熔断。大宗商品未能幸免，国际油价全线下跌，NYMEX 原油期货收跌 6.03% 报 30.99 美元/桶，布油跌 8.24% 报 32.84 美元/桶。传统避险资产现货黄金失去避险光环，COMEX 黄金期货收跌 4.04% 报 1575.9 美元/盎司，创一个月以来新低。我们认为全球主要资产持续大跌，主要原因一是，海外疫情正处于加速蔓延的阶段，市场恐慌情绪较浓；二是，OPEC+ 减产会议破裂，产油国之间均有增产计划，原油大幅受挫进一步加剧市场的恐慌情绪；三是，全球流动性紧张。具体来看：

## 一、海外疫情加速蔓延

世界卫生组织（WHO）总干事谭德塞 3 月 11 日表示，新冠肺炎疫情从特征上可称为大流行，世卫组织得出这一评估结论的原因主要是基于疫情传播的速度和规模，以及一些国家并没有采取足够控制疫情的措施来应对这一威胁。目前新冠肺炎疫情已传播到 100 多个国家，全球累计确诊病例超过 12 万。世卫组织每日疫情报告显示，截至欧洲中部时间 12 日 10 时（北京时间 12 日 17 时），中国以外新冠肺炎确诊病例较前一日增加 6703 例，达到 44067 例；中国以外死亡病例较前一日增加 310 例，达到 1440 例。全球范围内，新冠肺炎确诊病例较前一日增加 6729 例，达到 125048 例；死亡病例较前一日增加 321 例，达到 4613 例。

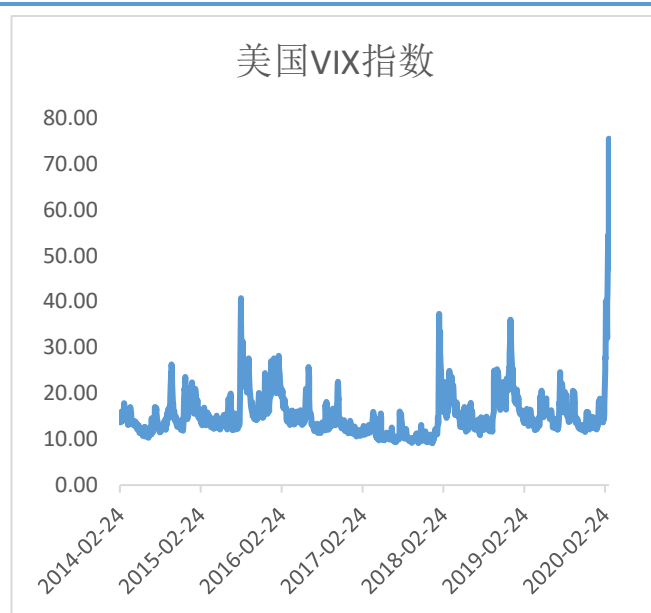
与疫情相对应的是，市场情绪出现较为明显的恐慌，近两周美股 VIX 指数大幅飙升，这并不仅仅是因为疫情在全球扩散的范围与速度，更为重要的是这种动态的变化具有较强的不确定性与较低的历史参考性。

图表 1：境外新增确诊病例持续大增



数据来源：Wind

图表 2：VIX 指数大幅飙升



数据来源：Wind

## 二、OPEC 减产协议破裂

上周五，OPEC+ 与俄罗斯的减产谈判破裂，双方无法达成进一步减产 150 万桶/日的协议。沙特随后大幅调低其

不同级别的主要原油定价，削减的幅度至少是 20 年来最大。目前，沙特、俄罗斯等主要产油国已经表示将在 4 月份扩大产能以抢占市场份额。实际上，历史上曾多次出现 OPEC 放弃减产，发动原油价格战的先例，每次均导致原油价格大幅下跌。

(1) 1985 年，沙特在经历了数年的欧佩克减产之后，放弃减产并发动了价格战。在 1985 年 11 月至 1986 年 5 月之间，油价暴跌了近 70%。

(2) 1997 年，委内瑞拉过度生产使沙特忍无可忍，沙特再次使市场崩溃。在接下来的一年半中，油价下跌了 50%。到 1998 年 12 月，布油跌到史上最低的 9.55 美元/桶。

(3) 2014 年，沙特未能说服包括俄罗斯在内的非欧佩克国家加入减产计划，之后发动了价格战。在接下来的六个月中，价格下降了 65%。到 2016 年，布油曾跌到 27.10 美元/桶。

图表 3：原油暴跌风险加大



资料来源：WIND

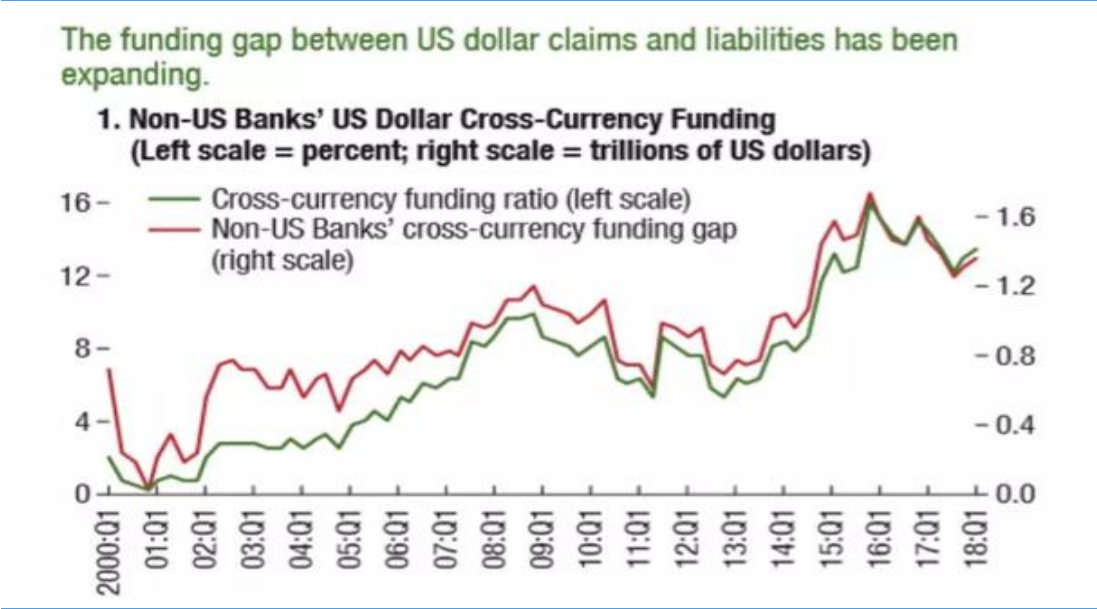
此次价格战发生的时间刚好是新冠病毒在全球肆虐之际，新冠肺炎对全球经济的冲击十分巨大，各国采取的旅行限制、封城隔离等措施对原油需求是沉重打击。IEA 在本周一表示，自 2009 年金融危机以来，今年全球石油需求将首次下降，IEA 将需求前景下调 110 万桶/日。因此，我们能找到的最相似的先例是 1997 年那一次，当时在雅加达的一次会议上，沙特决定提高产量，而当时亚洲经济危机正导致需求下降。布油跌至每桶不到 10 美元，一些依赖石油经济的国家出现混乱，大量生产商破产。因此，我们认为在 OPEC+ 没有重回谈判桌之前，油价短期将保持弱势，甚至可能随着各产油国的竞争性扩产而再度大幅下跌。而油价的大跌将进一步引发市场恐慌，加剧全球经济下行的压力，冲击各国的政治局势。

### 三、流动性压力加大

全球资产下挫，导致市场流动性压力加大，美元大幅反弹。尽管 libor-ois 利差出现了大幅飙升至 40BP，接近 2018 年 4 月水平，但与 08 年水平相差甚远。回购市场方面，利率波动明显加大，但在美联储加大回购力度的呵护

下，目前保持平稳。3 月 9 日，纽约联储发表声明，每日隔夜正回购资金从至少 1000 亿美元提高至 1500 亿美元，此后将每日回购操作上限提高至 1750 亿美元。FOMC 旨在确保准备金供应充足，并降低可能对执行政策产生不利影响的货币市场压力风险，支持融资市场平稳运行。上周，市场对于美联储的廉价流动性需求已十分强劲，周二、周三周四分别注入 1200 亿美元、1000 亿美元和 1070 亿美元。

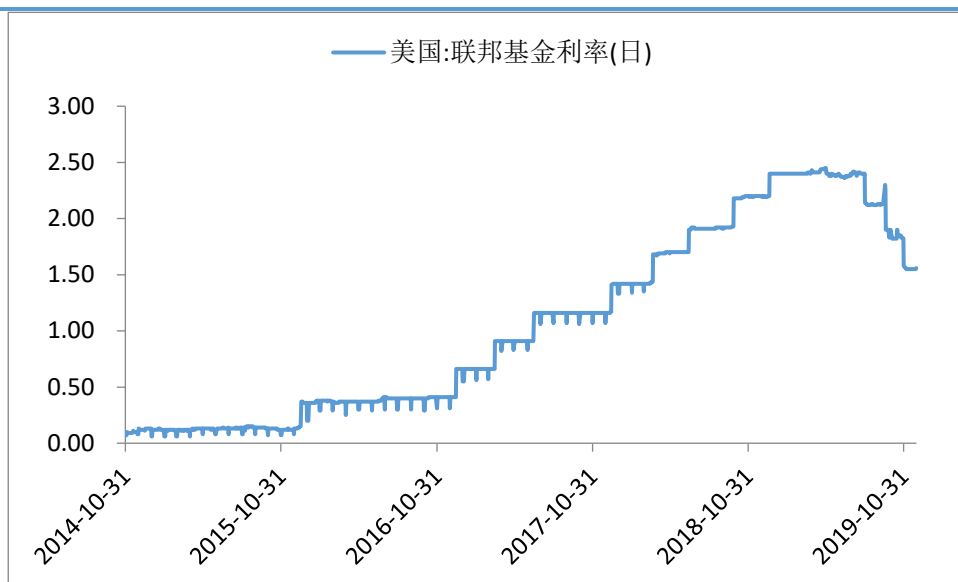
图表 4：美元缺口持续扩大



资料来源：IMF

市场对于美元的缺口加大，一方面是由于疫情的恐慌情绪下，金融资产大幅下挫带来的流动性冲击，另一方面是全球贸易短暂中断，企业资金流承压。而这些与此前 08 年金融机构倒闭引发的流动性挤兑不同。美联储在降息之后，仅有 100BP 的下调空间，但非常规的货币政策工具如 QE、直升机撒钱或被启用以缓解市场流动性危机，化解自我强化的资产抛售潮，解除信用快速收缩的状况。

图表 5：美国联邦基金利率



数据来源: wind

## 四、境内外资产对冲的逻辑

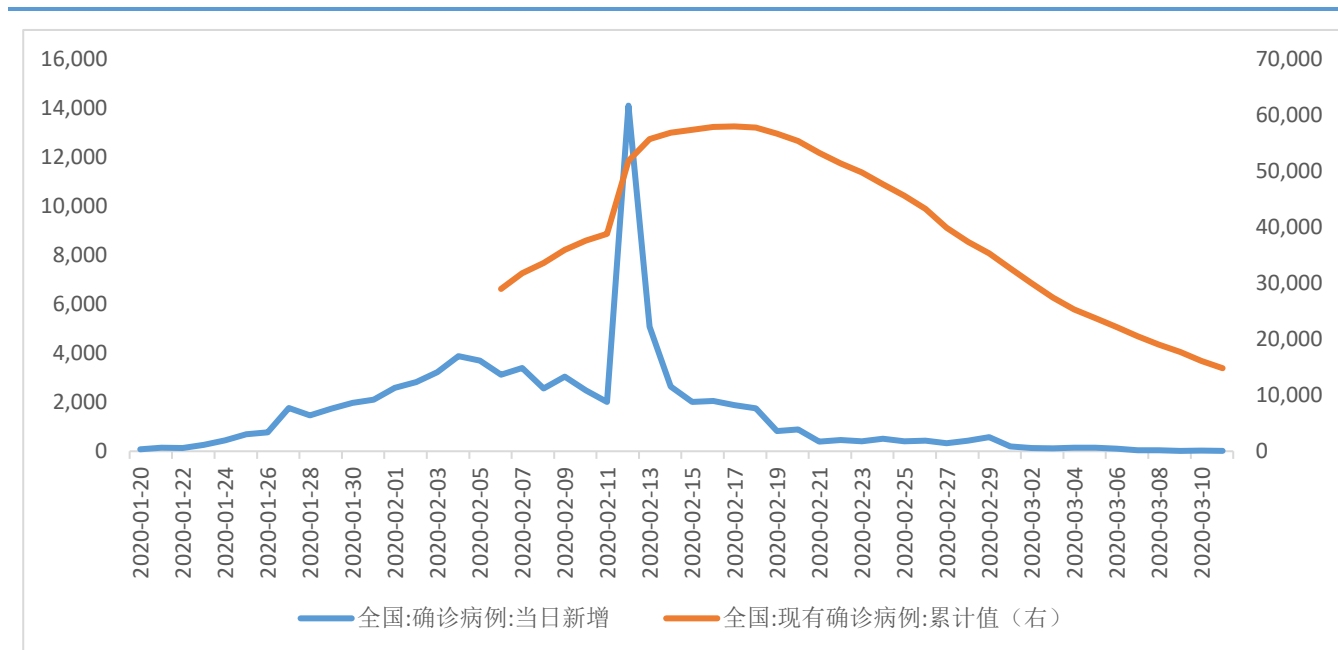
### (1) 国内疫情基本得到控制，政策加码助力经济修复。

国内疫情爆发后，国内采取了极为严格的防控措施，居民居家自我隔离、学校延迟开学、企业延迟复工复产等措施有效地阻断了病毒的传播途径，当前疫情已经基本得到控制，截至 3 月 12 日，已有 19 省连续 10 天以上无新增，3 月 12 日当日，湖北新增确诊 5 例；湖北以外新增确诊 3 例，均为境外输入性病例。

随着疫情得到有效控制，国内将重点放在防控疫情输入和加快复工复产上，日耗煤增速、货运物流、市内客运等均在逐步回升，而建筑钢材、地产成交也较前期有了明显改善。政策方面，在已有的下调 OMO、MLF 和 LPR 利率的基础上，国常会提出要抓紧出台普惠性金融定向降准措施，并额外加大对股份制银行的降准力度的要求。在国外疫情加速的背景下，国内采取更加积极的财政政策、更加宽松的货币政策，有助于稳定市场信心，助力企业加快复工复产，国内经济有望率先迎来修复，与之对应的是国内资产表现将相对抗跌。

图表 6: 国内疫情基本得到控制





## (2) 前景未明，海外资产表现弱势

相反的是，海外疫情仍然较为严重，为了防控疫情，各国被迫采取了旅行限制、封城隔离、减少经济活动等措施，经济受到严重冲击。继昨日美国总统特朗普宣布3月13日起的30天内暂停接收欧洲旅客入境后，美国首都华盛顿宣布进入紧急状态；华盛顿州禁止超过250人的聚集性活动；芝加哥交易大厅将被关闭；俄亥俄、新泽西、旧金山等地关闭学校。丹麦政府计划关闭所有学校。瑞士与意大利接壤的提契诺州进入紧急状态，全面限制公共活动、关闭公共场所以及大部分学校。印度将暂停所有入境签证。沙特禁止公民前往欧盟国家、瑞士、印度等国旅行，并禁止上述各国旅客入境。摩纳哥禁止邮轮停靠其港口以及领海区域。

在疫情加速扩散阶段，信用风险、流动性风险等因素容易被较大，这也导致了近期海外资产的大幅下跌。因此，我们认为在疫情未得到有效控制之前，海外资产下行压力仍在，难言拐点。

## (3) 多国内资产空国外资产

受恐慌情绪传导影响，国内资产也有下行压力，但出于对国内经济修复和宽松政策的乐观预期，国内资产将会相对抗跌，即使未来恐慌情绪弱化，海外经济开始修复，也将加强国内经济修复的动力，国内资产表现也将更为强势。因此，从对冲的思路来看，多国内资产空国外资产比较安全的。

从商品期货角度来看，钢材等黑色系商品的供需主要是在国内，其表现受国内经济发展的影响更大，而原油、铜等国际化品种受全球供应链影响更大。因此，综合前面的分析，我们认为现阶段黑色系的表现要比原油、铜等商品表现更强，这也是我们此前一直推荐做多黑色做空化工或有色这个策略的核心逻辑。

## 五、事件深化可能引发的风险点

我们认为短期的事件还未达到危机的程度，但仍需要警惕后续上深化可能带来的危机风险点，我们梳理了以下几个风险事件，建议做密切跟踪：

第一、 金融市场恐慌持续发酵，美股持续暴跌引发流动性危机。近期全球股市连续性暴跌已经引发部分现金

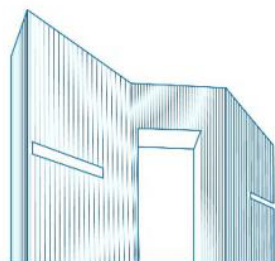
挤兑现象，我们建议密切跟踪：“疫情快速发酵→恐慌情绪蔓延→美国泡沫被挤出→金融市场流动性危机”这个危机链条，一旦疫情无法有效控制，后续的流动性危机可能会进一步深化。

第二、 美股的持续性崩溃，会使得美国经济陷入困境。由于美国的股市与居民储蓄、消费者信心有着明显的正向关系。若美国股市出现大幅调整，则美国的居民消费支出会大幅滑坡；由此造成各企业的产能利用率降低，或导致企业债务出现问题。

第三、 欧洲的疫情风险可能触发债务风险。目前整个欧洲疫情尤其严重，加上欧洲本身经济力不强，债务问题一直存在。一旦出现经济停摆以及过度的资金对抗疫情，不排除再度触发欧债风险。

## 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