

疫情全球蔓延下的国际资本市场形态特征观察与研判

中国银河证券首席经济学家，刘锋
中国银河证券研究院策略研究员，付延平
中国银河证券研究院策略研究员，李卓睿

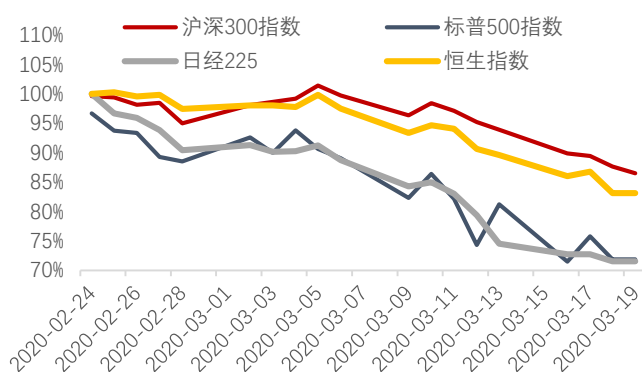
新冠疫情全球蔓延引发国际资本市场大幅下跌调整，A股走势虽相对海外市场表现较强，但也面临巨大压力。如何理解当前A股市场走势？市场在资产与行业层面表现出怎样特征？国际市场将何去何从？身处动荡的市场中，投资者应该如何应对？笔者将在此进行一些梳理、研判断和解读。

一、A股市场走势分析

近期A股下跌调整，北上资金净流出，海外疫情扩散对全球经济冲击，外围股市面临下跌调整压力，是影响近期市场走势的重要边际变化因素。国家统计局刚刚公布的数据显示，中国1-2月规模以上工业增加值同比下降13.5%，社会消费品零售总额同比名义下降20.5%，全国固定资产投资同比下降24.5%。表明经济活动受疫情影响已经急剧萎缩。尽管当前国内疫情已得到有效控制，并开始有序复工复产，但海外疫情仍在扩散蔓延，中国也很难独善其身，复工复产和有效恢复正常生活工作的节奏会进一步受到波及，可能出现的全球经济危机势必造成下行风险对中国经济的扰动。

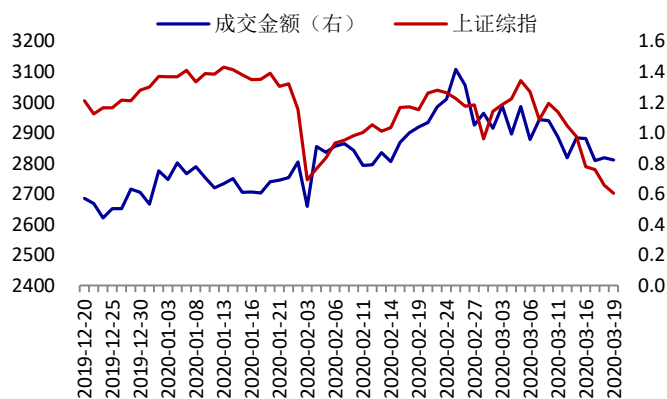
全球股市下跌调整，A股近期走势强于美股。近期海外股市接连暴跌，而A股下跌调整幅度相对可控，A股走势相对强势。如图1所示，以2月21日美股下跌调整为基准，截至3月19日收盘，A股下跌幅度为12.27%，同期，标普500指数、东经225指数和香港恒生指数下跌幅度分别为28.15%、28.48%和18.37%。近期A股走势明显强于美股，我们认为主要是受疫情影响所致，中国疫情有效控制有序复工，而海外疫情不容乐观，正处于爆发期，未来不确定性强，预计A股相对美股的强势行情仍将延续。

图1：A股下跌幅度小于美股



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图2：A股日成交金额



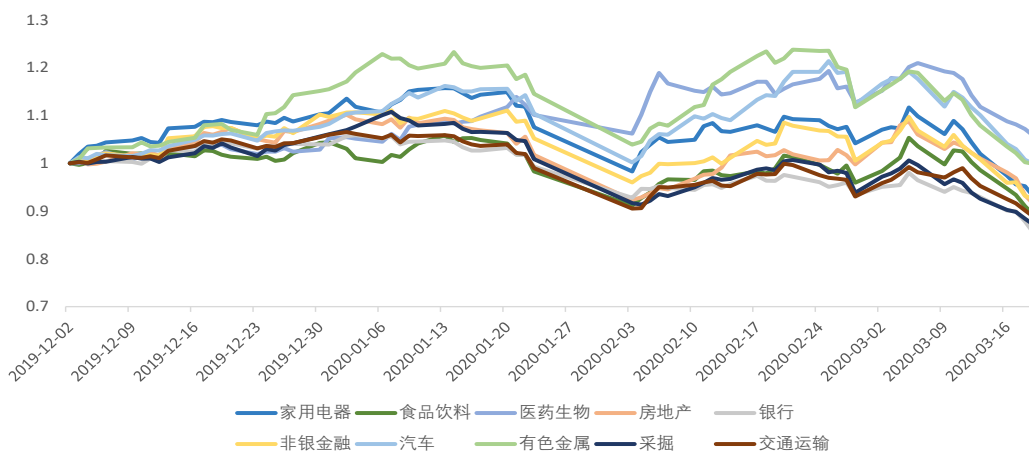
资料来源：wind，中国银河证券研究院

随着市场的下跌调整，成交金额也持续萎缩。3月19日当日A股成交额为8,225亿元，

最近五个交易日，随着市场下跌成交金额也下降至万亿以下。如图 2 所示，年初以来随着市场上涨，市场成交金额也逐步增大，2 月 25 日市场成交金额最高达到 1.42 万亿元，在美股出现下跌调整后，A 股成交金额仍维持在万亿以上，至 3 月 10 日成交金额出现下降态势。

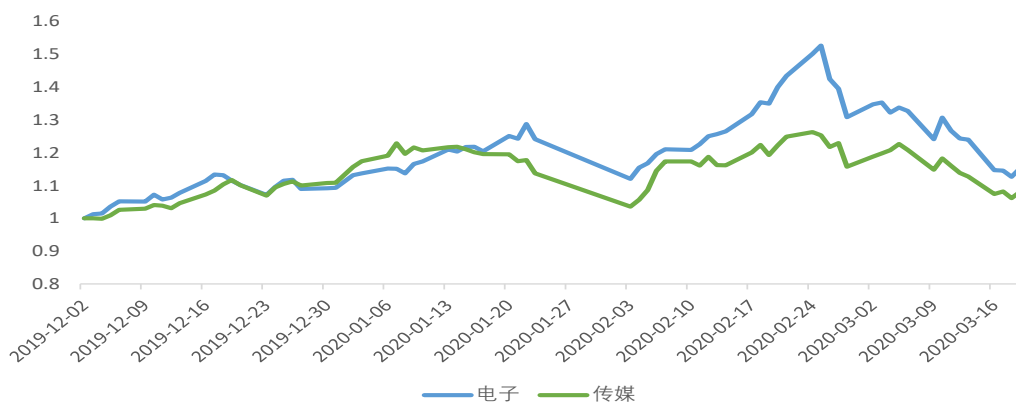
多数行业指数已接近或突破春节后的市场底部，短期风险释放已较为充分。如图 3 所示，随着全球新冠肺炎疫情持续发酵、外围市场波动性加强、经济基本面受冲击较大、外资持续净流出等多重因素共振，家电、食品饮料、医药生物、房地产、银行、非银金融、汽车、有色金属、采掘、交通运输行业指数已创年内新低，较高点回落幅度中位数约 15%，短期风险释放已较为充分。我们认为，现在应该开始重点关注短期风险释放较为充分的板块中，基本面稳健、确定性较强、受外贸影响相对较小的行业，例如金融、房地产、食品饮料、医药生物。此外如图 4 所示，科技板块中电子、传媒行业指数也已接近春节后的市场底部，分别较 2 月 25 日高点回落 24.46%、13.69%，估值的安全边际增厚。

图 3：部分行业指数已创年内新低



资料来源：wind，中国银河证券研究院

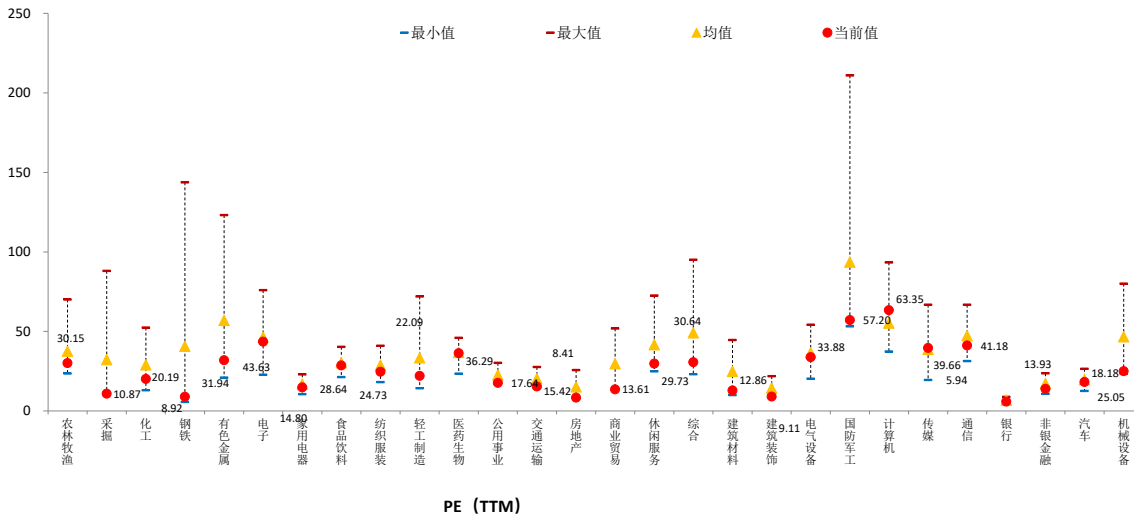
图 4：电子和传媒行业指数接近年内低点



资料来源：wind，中国银河证券研究院

行业估值方面，如图 5 所示，计算机行业估值略高于其自身历史中枢水平，电子、食品饮料、医药生物、传媒、通信行业的估值处于其自身历史中枢水平，无明显回调压力，银行、钢铁、房地产等行业的估值相对较低。各行业估值整体处于合理水平，较前期高点已明显回落。预计未来行业间相对估值或将维持，低估值板块有有限的估值上修空间。

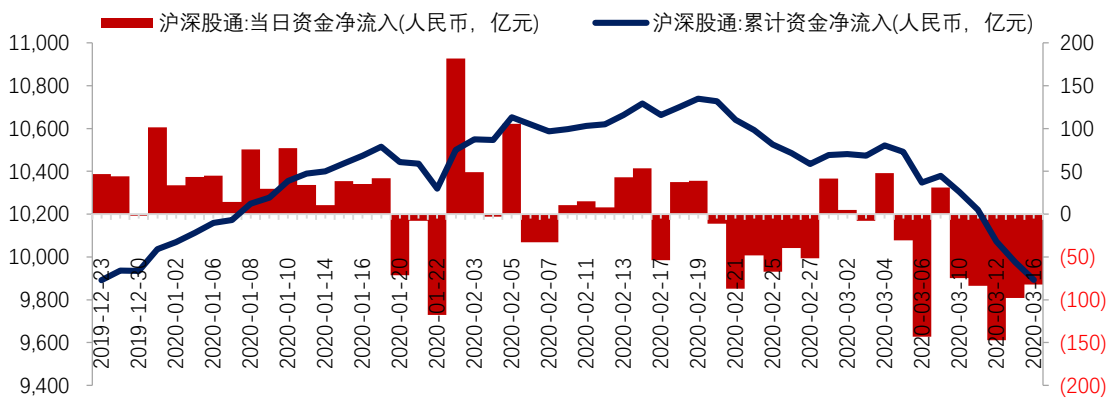
图 5：A 股各行业估值对比（2016 年至今）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

北上资金净流出金额 102.21 亿元。3 月 19 日，如图 6 所示，当日北上资金小幅净流出 102.21 亿元，北上资金近七个交易日延续大幅净流出态势。今年以来，在 1 月份及 2 月初，北上资金主要呈净流入态势，其中 1 月份累计净流入达 383.92 亿元。北上资金由净流入转为净流出的拐点出现在 2 月 21 日，因美股受疫情影响出现下跌调整，北上资金由此转为净流出，随后净流出态势延续至今。

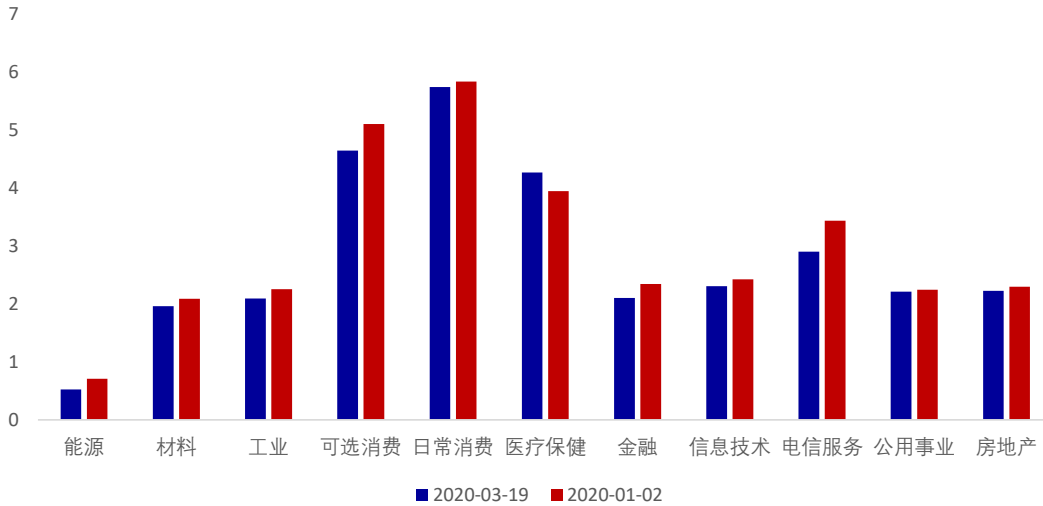
图 6：沪（深）股通流入净额



资料来源：wind，中国银河证券研究院

如图 7 所示，年初至今外资持股仍主要集中于消费的态势延续，但呈现较大幅度净流出可选消费、能源、电信服务行业的趋势，而医疗保健行业获外资逆势增持。3 月以来，全球新冠肺炎疫情持续发酵，影响市场情绪和风险偏好回落，各行业外资持股比例均呈现不同程度的下行，其中受国际油价下行影响，能源行业外资减持幅度居前，其次为金融和日常消费行业。截止 3 月 19 日，本周工业、房地产、消费行业外资持股比例减少幅度较大。

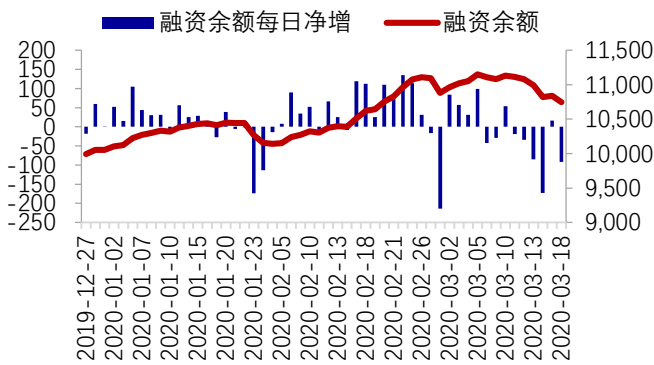
图 7：各行业外资持股占流通市值比例



资料来源：wind，中国银河证券研究院

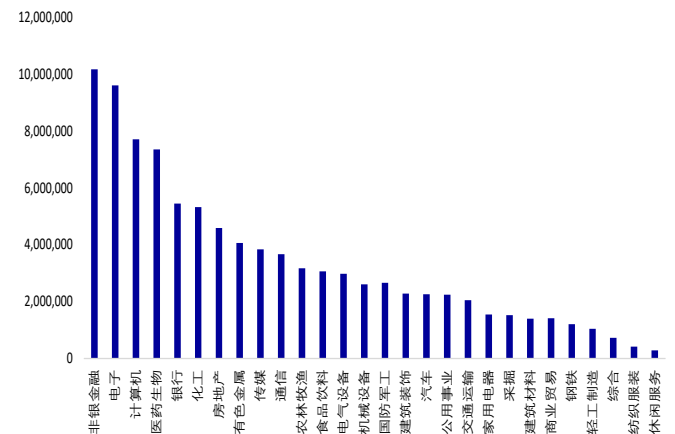
两融余额仍维持高位。如图 8 所示，截至 3 月 18 日，沪深两融余额为 10,904 亿元，较前一日减少 82.58 亿元。其中融资余额 10,745.83 亿元，较前一日减少 91.44 亿元，融券余额 158.17 亿元，较前一日增加 8.86 亿元，两融余额维持在高位。如图 9 所示，两市融资余额主要集中于非银金融、电子、计算机、医药生物。

图 8：两市融资余额



资料来源：wind，中国银河证券研究院

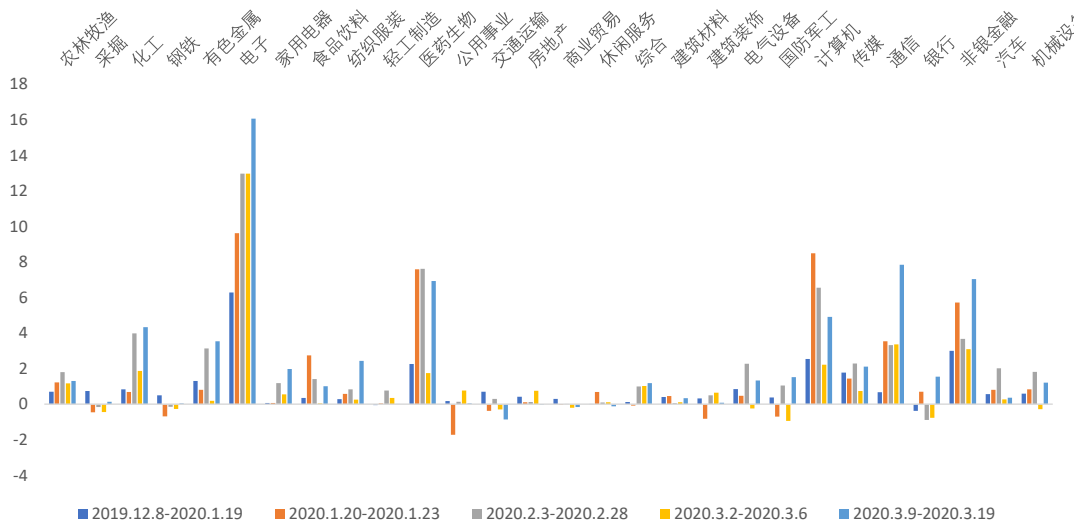
图 9：各行业融资余额（万元）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

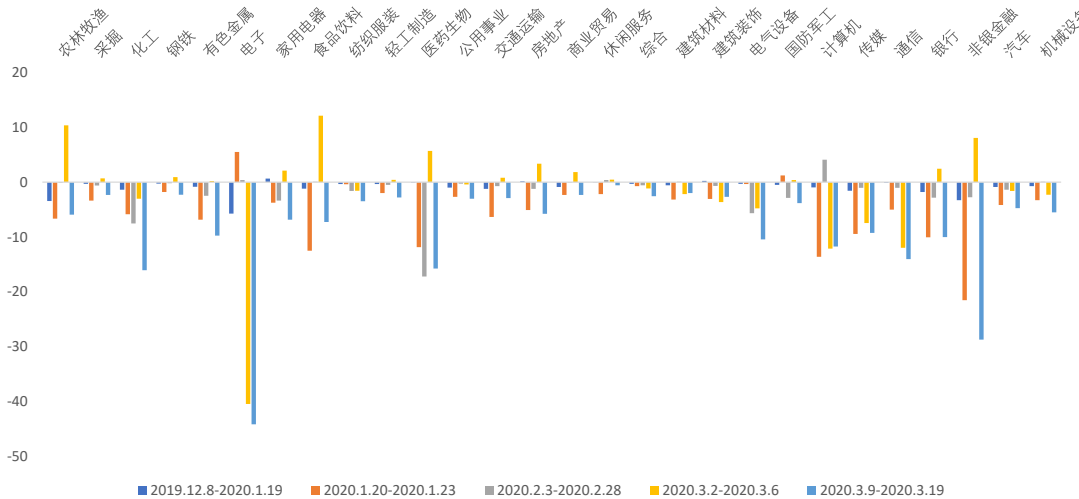
散户资金投资热度较高，机构资金较为谨慎。如图 10 所示，新冠肺炎疫情发酵至今，散户资金投资热度持续较高，电子、计算机、医药生物、通信等热门板块持续获散户资金净流入。然而如图 11 所示，机构资金相对谨慎，阶段性呈现净流入电子、计算机、食品饮料等热门板块的态势，但持续性较弱，机构资金量的波动性较散户资金相比较强。整体来看，虽然机构资金与散户资金在行业选择上持续呈现相反偏好，但却在电子、计算机等科技板块阶段性达成共识，显示市场对科技板块的景气趋势有较强的一致预期。

图 10：新冠肺炎疫情至今不同阶段 A 股各行业净主动买入额-散户（亿）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图 11：新冠肺炎疫情至今不同阶段 A 股各行业净主动买入额-机构（亿）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

二、国际市场形态观察与评判

近期美股大幅下跌并两次触发熔断，道指上周跌幅为 10.36%，振幅 14.95%。对于美股暴跌，我们认为一方面是美国疫情控制情况不佳所致，另一方面，美股当前估值水平较高，而美股公司盈利能力已开始显现减弱迹象，美股市场本身也面临一定调整压力。

首先，从疫情方面看，海外疫情不容乐观。欧美国家疫情蔓延，货币政策调控释放流动性，虽然能够对资产价格短期形成一定支撑，但是宽松调控政策显然在对抑制病毒扩散传播方面能力有限，唯有采取严格隔离或相关措施才能有效控制疫情蔓延，而这些举措将严重影响具名的日常生活和生产经营活动，造成消费需求和供给急剧萎缩，引发经济和金融危机。调控政策不能从根本上解决疫情对经济消费萎缩和停工停产的重大影响，因而不足以提振市场信心，反而可能引发担忧。

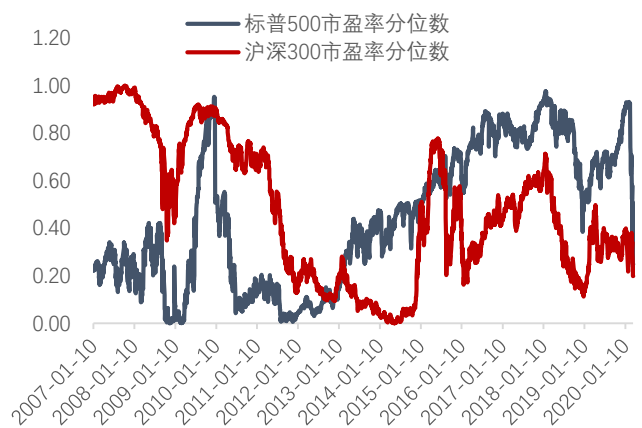
其次，从估值方面看，美股近期经历下跌调整，市盈率仍处于历史中等水平。如图 14 所示，当前标普 500 指数公司平均市盈率为 16.82，如图 15 所示，标普 500 指数市盈率处于 2000 年以来的 24.89%分位水平，在下跌调整之前，以 2 月 20 日收盘价计算，当时标普 500 指数公司平均市盈率为 24.69，处于 2000 年以来的 92.19%分位水平，经过下跌调整后估值水平处于合理区间，但考虑到疫情对经济影响冲击，整体看当前估值仍不便宜。

图 14：沪深 300 与标普 500 市盈率



资料来源：wind，中国银河证券研究院

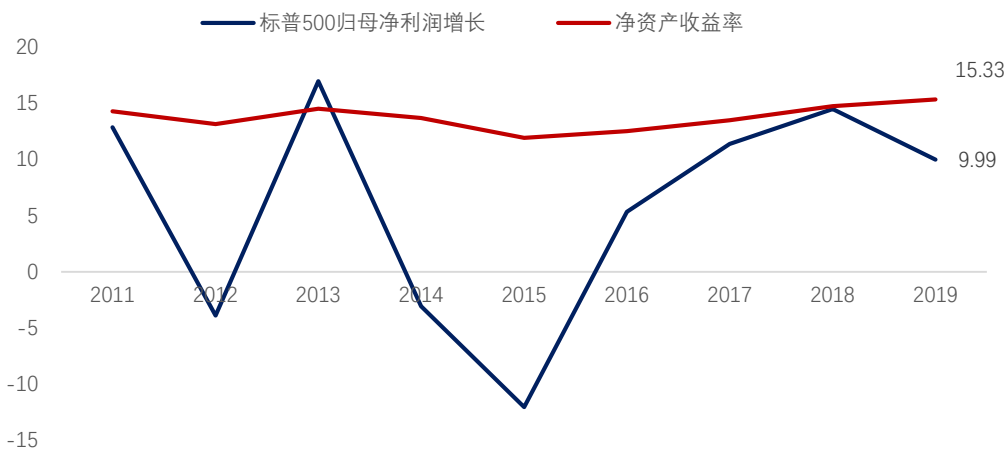
图 15：沪深 300 与标普 500 市盈率分位数



资料来源：wind，中国银河证券研究院

最后，从美股公司盈利方面看，美股公司盈利能力有减弱迹象。当前基于已披露的 2019 年年数据分析，如图 16 所示，美股公司净资产收益率为 15.33%维持在较高水平，然而归母净利润同比增长率方面出现下滑迹象，净利润增速不及前两年，美股公司盈利的成长性有所减弱，难以支撑当前较高的市盈率水平。

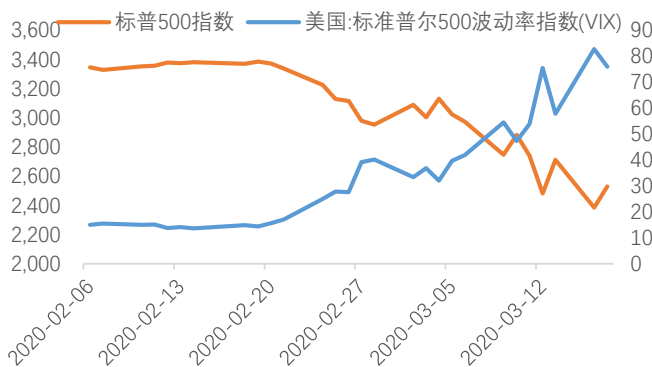
图 16: 标普 500 公司盈利能力情况



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

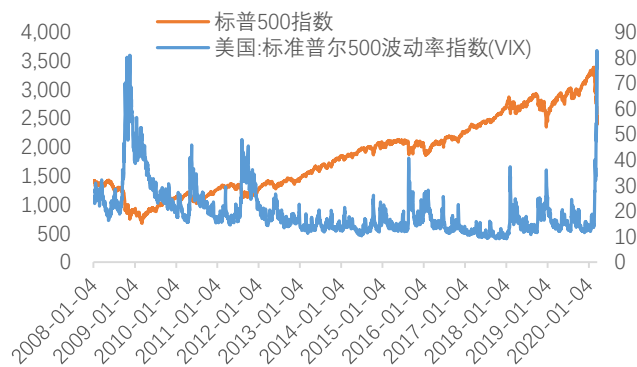
标普 VIX 指数超过次贷危机时高点。如图 17 所示, 全球疫情蔓延美股快速暴跌, 标普 VIX 指数走高, 3 月 12 日美股熔断, 标普 VIX 指数攀升至 75.47, 16 日 VIX 恐慌指数上升至 82.69, 如图 18 所示, 超过次贷危机时高点, 市场避险情绪进一步提升。回顾次贷危机时期标普 VIX 走势, 如图 19 所示, 08 年 10 月美股快速下跌, 于 10 月 27 日 VIX 攀升至 80.06, 短暂企稳后美股继续走低, 于 11 月 20 日 VIX 再创新高至 80.86, 随后美股持续走弱于 09 年 3 月见底, VIX 指数阶段性高点并非次贷危机时股市底部, 随后标普 500 指数继续下跌 19.6%, 标普 VIX 指数阶段性高点, 并不一定是股市底部。

图 17: 标普 500 与 VIX 指数 (近十年)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 18: 标普 500 与 VIX 指数 (近一个月)

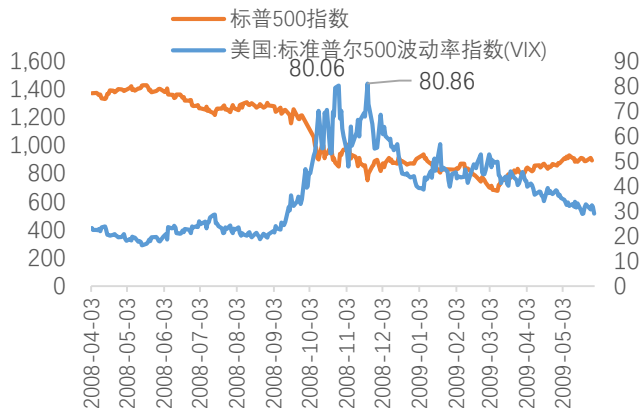


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

当前美国金融市场流动性远好于次贷危机爆发时期。随着美股暴跌, 美国金融市场出现一定的流动性紧张, 黄金、美债等纷纷下跌, 投资者抛售持有的资产换取流动性。如图 20 所示, 以 LIBOR3M 减去 LIBOR 隔夜利率, 2 月 28 日以来, LIBOR3M 与 LIBOR 隔夜利率出现倒挂, 3 月 12 日美股熔断 LIBOR3M 减去 LIBOR 隔夜利率达到近期的低点-0.35 个百分点, 但是相对于次贷危机时期, LIBOR3M 减去 LIBOR 隔夜利率最低时达到-3.56 个百分点, 当前 LIBOR3M 与 LIBOR 隔夜利率倒挂程度仍较为温和。如图 21 所示, TED 利差指标方面, TED 利差 (TED Spread) 是指三月期伦敦银行间市场利率 (LIBOR) 与三月期美国国债利率之差,

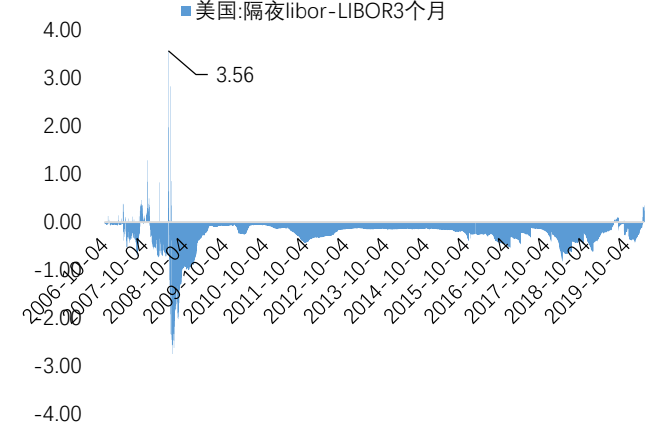
3月12日TED利差为0.41个百分点，相较此前小幅增长，而在次贷危机爆发时期，TED利差最高曾攀升至4.57个百分点。同时，美国有担保隔夜融资利率(SOFR)当前也维持在低位。从市场利率指标看，当前美国金融市场虽然出现一定的流动性趋紧现象，但整体流动性仍维持平稳，流动性情况明显好于次贷爆发时期。

图 19: 标普 500 与 VIX 指数 (次贷危机)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 20: 隔夜 LIBOR-3MLIBOR



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

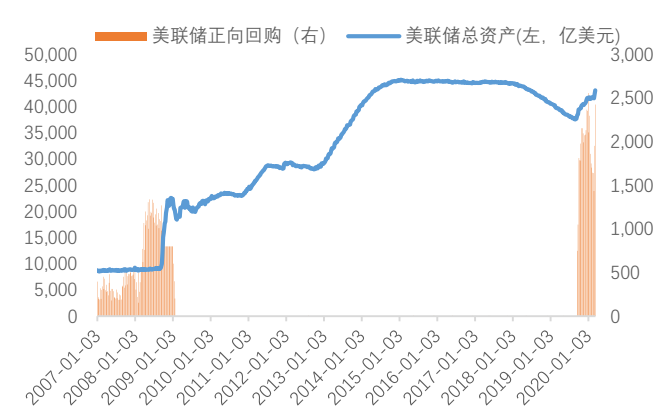
美联储对维护市场流动性起到重要作用。纽约联储 12 日进行期限三个月的 5,000 亿美元回购操作，美联储表示将提高准备下个月向市场投放的流动性规模，承诺总共将提供超 5 万亿美元流动性，以防止短期融资利率飙升。如图 22 所示，美联储于 19 年 9 月时隔 11 年重启回购，此后美联储资产规模一直呈逐月增加态势，目前美联储资产规模已经由 19 年 9 月时 3.76 万亿美元，增长到 4.31 万亿美元。如果市场流动性情况恶化，美联储预计将进一步采取量化宽松。

图 21: TED 利差指标



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图 22: 美联储资产规模和正向回购



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

三、市场研判与投资建议

疫情全球蔓延仍处于爆发初期，新增确诊病例还在持续走高，对全球经济和金融影响很大。3月18日海外单日新增病例2.07万例，欧美疫情仍为爆发初期，美国、西班牙、法国、德国较为严重。回顾近期海外疫情蔓延情况，以每五个自然日为间隔，则3月18日新增20,731例，3月13日新增10,629例，3月8日新增3,735例，3月3日新增2,096例，近期海外疫情基本上每五个自然日翻一番。如果简单按照这个趋势推算，在3月底时海外单日新增病例可能超过3万例，对全球经济影响和市场预期恐慌不容低估。新冠疫情的潜伏期较长，疫情爆发会有一个惯性，根据中国的经验看，从采取严格隔离措施到疫情初步控制，至少需要大约一个月左右的时间。海外疫情发展不容乐观，但也不应过度悲观。当前欧美疫情主要体现为美国、意大利、西班牙、法国、德国等国的加速蔓延，而疫情爆发较早的日本和韩国新增确诊病例已有效控制。新冠疫情并未在人口稠密、医疗落后、气候温热的南美、非洲、印度、东南亚诸国大规模爆发。随着欧美国家开始重视并积极采取措施控制防范疫情，世界各国对新冠病毒的认识的提升，疫苗研发和针对性医疗水平的提高，疫情的蔓延预计会在短期内得到抑制。

宽松调控政策应对疫情有效性低，但宽松调控政策仍然是必要的，未来一段时期全球经济下行压力与金融市场流动性充裕环境预计将维持。与次贷危机的需求冲击不同，疫情对经济影响为供给冲击，而宽松调控政策显然在对抑制病毒扩散传播方面能力有限，唯有采取严格隔离措施尽快控制疫情蔓延，方是恢复经济生产的最重要举措。这也是为什么近期各国央行采取宽松调控政策，仅能在短期对市场起到有限的支撑，而无法扭转市场下跌趋势。但是宽松调控政策依然是必要的，一方面能够降低企业融资成本度过疫情期，同时也提供充裕流动性稳定金融市场，并应对可能的通货紧缩风险。另一方面，在疫情逐步得到有效控制后，宽松流动性环境有助于拉动投资，尽快推动恢复生产。因此，在疫情蔓延扩散期间，预计各国央行依然会坚持宽松调控政策的方针，未来一段时期全球经济下行压力与金融市场流动性充裕环境预计将维持。

海外疫情蔓延，石油价格暴跌，对中国经济基本面影响，有利因素可能大于不利影响，中国政策空间充足。与次贷危机的需求冲击不同，疫情对经济影响为供给冲击，疫情会减少当地经济需求，但对生产供给的影响可能更大，海外疫情扩散而中国有序复工情况下，部分中国产品的出口可能增加，中国1-2月进出口数据表现的进口增加而出口下降的现象可能反转。中国原油对外依存度较高，石油价格下跌能够减少进口石油开支，并降低通货膨胀风险，提升中国货币政策空间；海外疫情蔓延，各国央行纷纷推出调控政策，美联储降息引领全球流动性宽松。

我们认为，短期市场走势受国际疫情蔓延不容乐观，外围股市面临下跌调整压力，可能继续对A股市场造成冲击。全球经济面临下行压力，中国经济难以独善其身，应当充分警惕全球经济下行风险对中国经济及市场可能造成的影响。

同时，近期的国际市场震荡回调，也对市场带来中长期建仓机遇。中国疫情有效控制有序复工，石油价格下跌降低通胀风险，叠加美联储降息，流动性充裕，未来调控政策预计持续发力。经过全球市场震荡调整，在低通胀，流动性充裕，经济复工，政策持续发力，股市相对低位的多重利好因素下，对中国股市的中长期发展仍保有信心。

在全球风险上升过程中，行业配置建议寻求安全边际和确定性。短期悲观情绪释放较为充分、基本面稳健且受外需影响相对较小的板块安全边际较高，金融、房地产、医药、

食品饮料或率先企稳回升。中长期科技产业周期与政策周期共振利好的 5G 建设及应用、半导体、新能源汽车、创新药械、高端制造等成长性主线景气趋势确定性较强。

金融、房地产、医药、食品饮料行业，市场悲观情绪释放较为充分，安全边际逐渐提高。多数行业指数已触及春节后的市场底部，金融、地产、大消费板块随着外资加速流出调整幅度较大，虽然不排除基本面预期受全球疫情影响继续下修的可能，但是在恐慌情绪是目前主导全球资产下挫的主要原因的环境下，悲观情绪的释放一定程度上有利于板块率先企稳，此外金融、消费等核心资产中长期基本面稳健的趋势不受疫情的短期扰动，同时核心资产配置价值突显有望吸引保险、银行理财等长线资金增加配置，推荐重点关注金融、房地产、医药、食品饮料。

科技成长性题材中长期投资价值较高，5G 建设及应用、半导体、新能源汽车、创新药械、高端制造等成长性题材，受产业周期与政策周期共振利好，可重点关注受新基建政策催化的领域。外围市场剧烈波动对估值较高的科技股造成一定调整压力，但优质龙头中长期景气趋势确定性强，调整空间有限，可择优配置：(1) **政策催化确定性较强，发展空间广阔的领域**，如 5G 基站建设、大数据中心、人工智能、工业互联网等。(2) **疫情催化的新消费模式、创新型消费形成的新科技领域**如在线教育、远程办公、远程医疗等将逐渐从客户“被迫的”习惯养成中获益，可关注虚拟经济题材的长期投资机会，短期互联网基建相关的通信领域更加受益于流量需求提升且确定性较强，例如交换机服务器和 IDC。(3) **流动性宽松助力估值抬升的领域和机会。**为对冲疫情对经济产生的负面影响，全球央行开启宽松浪潮，我国虽未跟随降息但结构性的调整同样有助于市场间流动性持续保持充裕，叠加资本市场深化改革逐步推进，均对市场估值抬升起到较强的助推作用。(4) **受益于基本面支撑性强和投资热度高，科技股有望维持更高的估值溢价。**市场交投热度主要集中于电子、计算机板块的态势有望延续，叠加科技产业周期处于高速发展阶段，主要板块业绩已持续好转，虽然当下疫情对经济造成一定负面影响，但电讯、信息科技等领域的景气度表现相对强势，在业绩对估值可起到支撑作用的情况下，投资者或将继续给予科技板块更高的估值溢价。