



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



右图: COVID-19; 来源: cdc.gov

# 农银国际政策透视

## 新型冠状病毒爆发 2.0 对经济和资本市场的影响

农银国际研究部  
陈宋恩  
2020年3月18日



## 目录

摘要 .....	3
全球 COVID-19 危机监测 .....	5
这次黑天鹅事件与以前的黑天鹅事件有何不同 .....	9
美联储减息后美国国债市场出现异常走势 .....	12
美国股市最坏的情况还未发生 .....	14
油价暴跌的风险将波及全球金融体系 .....	15
香港股市估值触及 20 年低点 .....	17
权益披露 .....	18



## 新型冠状病毒爆发 2.0 版

### 对资本市场的影响探析

#### 摘要

1 月下旬，我们发布了“新型冠状病毒爆发对经济和资本市场的影响”报告，概述了新型冠状病毒危机对经济和资本市场的影响。鉴于最新发展，我们认为危机已进入新阶段。此外，这场疫情危机已成为揭露发达经济体薄弱环节的催化剂，并导致发达经济体的资产价格急剧调整。

新型冠状病毒 COVID-19 疫情爆发从一月至二月的第一阶段（即主要在中国爆发）于三月进入第二阶段（即在中国境外爆发），疫情的不利影响已变得更加广泛。世卫组织的统计数据表明，在中国政府和公众合作采取了激进但有效的行动后，中国已于 3 月成功遏制了疫情。相反，三月份发达经济体的疫情开始恶化。因此，对全球经济的影响在今年的前两个月开始从中国传播到外部世界。我们亦认为对全球经济的不利影响将在 3 月和 4 月从中国外部传播回中国。即使这种像反弹球连锁反应是不可避免的，但我们相信中国经济的状况于 3 月和 4 月无疑要好于 1 月和 2 月。

这次新型冠状病毒疫情黑天鹅事件与过往的黑天鹅事件有何不同。从表面上看，虽然当前的危机引发了股票价格、债券价格和石油价格的大幅回调，但我们主要关注债券市场的急剧调整。1998 年的亚洲金融危机，2008-09 年的美国金融危机和 2011 年的欧洲主权债务危机都是由信贷市场危机引起的。此次发达经济体 COVID-19 的爆发引发了负收益债券市场的崩溃。欧洲、日本和美国等发达经济体的货币政策已经将其基准利率推低至零或负数区域。因此，扩大财政政策是最后的选择。发达经济体的财政政策扩张对经济应对危机具有积极意义，但是也意味着，如果财政政策积极扩张，那么在可预见的将来，大量的政府债券供应将进入资本市场。当然，聪明的投资者知道政府的意图，导致负收益债券市场价值在一周内损失了超过 4 万亿美元。由新型冠状病毒疫情黑天鹅事件触发负收益债券市场急剧的价值损失已成为全球资本市场的新“灰犀牛”事件。我们预计全球主要央行将进入市场购买债券以支持债券市场。此举无疑将为资本市场注入流动性。

美国股市最坏的情况还未发生。3 月，美国股市的回调只是缩小了股市泡沫和价值回归的表现。从美国股票市场的市值与美国名义 GDP 的价值比率来看，该比率目前约 131%。自 2014 年以来，该比率的最低点是 2016 年的 110%。在 2008-09 年美国金融危机期间，该比率的低点在 2009 年的 56%。



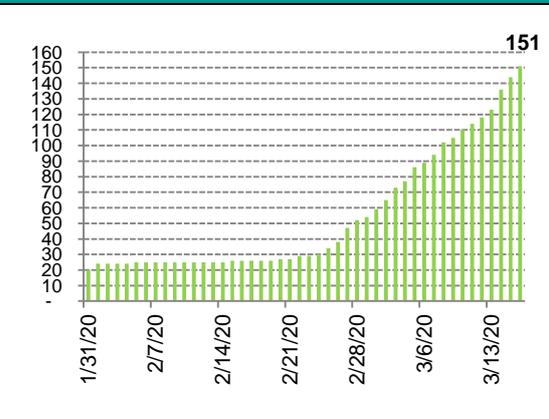
油价暴跌的风险将波及全球金融体系。油价下跌导致能源勘探公司的违约风险增加，其债券价格下跌。在 2016 年的经验中，欧佩克一揽子原油价格跌至每桶 22 美元的低位。那时，许多欧美金融机构陷入困境，因为它们是那些陷入财务困境能源公司的主要资金来源提供者。历史或许在今年将重演。

香港股市估值触及 20 年低点。根据 3 月 16 日恒生指数收盘，恒生指数的市场估值为 2020 年账面净值的 0.93 倍。在 2008-09 年的美国金融危机期间，恒生指数的最低市场估值为 2009 年的 1.04 倍市净率。在 1998 年亚洲金融危机期间，恒生指数的最低市场估值为 0.96 倍市净率。中国已经披露了今年前两个月的大部分宏观经济数据。我们认为大多数可衡量的负面因素已经反映在香港股市中。最重要的一点是，中国大多数经济活动已基本恢复。展望未来，我们预计 3 月份中国 PMI 数据将急剧反弹。相反，美国股市的估值仍远高于谷底。3-4 月，香港股市的负面冲击或来自美国和欧洲，而不是来自中国。



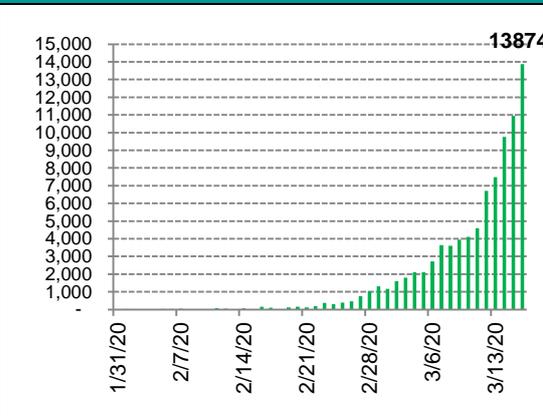
### I. 中国境外趋势 - 正在恶化

图表 1: 中国以外报告出现 COVID-19 确诊病例的累计国家/地区总数 (单位: 国家/地区数)



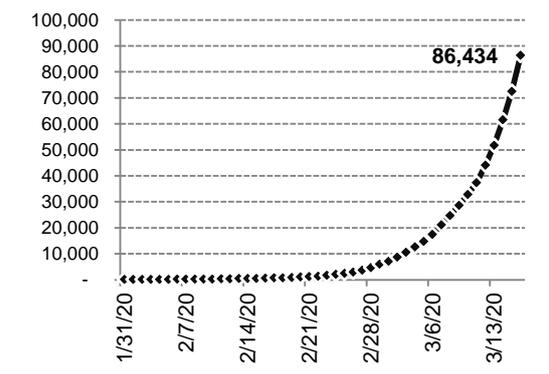
截至 3 月 16 日, 来源: 世界卫生组织, 农银国际研究

图表 2: 中国以外每日新增确诊的 COVID-19 病例 (单位: 确诊病例)



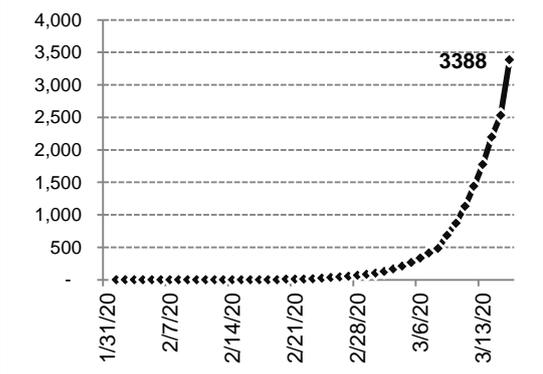
截至 3 月 16 日, 来源: 世界卫生组织, 农银国际研究

图表 3: 中国境外累计确诊 COVID-19 病例 3 月开始 U 形向上趋势



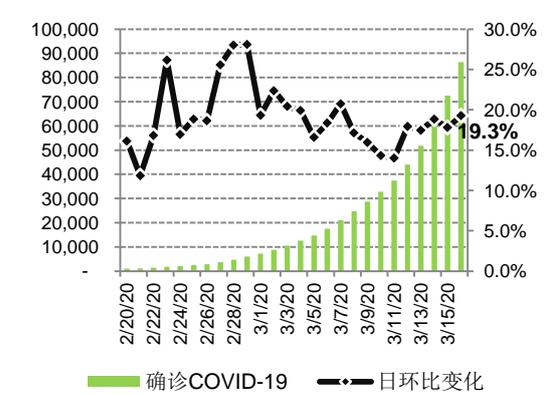
截至 3 月 16 日, 来源: 世界卫生组织, 农银国际研究

图表 4: 中国境外累计确诊 COVID-19 感染死亡人数 - 3 月开始 U 形向上趋势



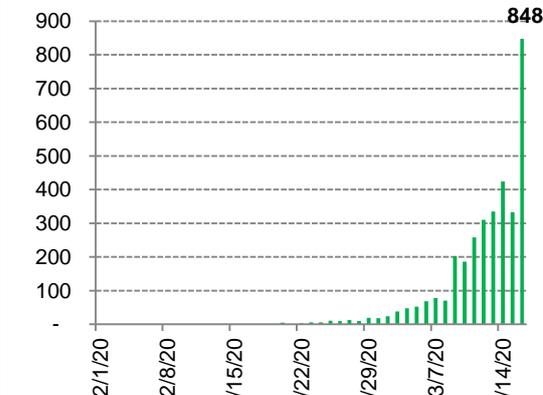
截至 3 月 16 日, 来源: 世界卫生组织, 农银国际研究

图表 5: 中国境外累计确诊 COVID-19 病例 仍保持两位数的增长率



截至 3 月 16 日, 来源: 世界卫生组织, 农银国际研究

图表 6: 中国境外每日确诊 COVID-19 感染死亡人数 - 死亡人数从三月开始突然急剧上升

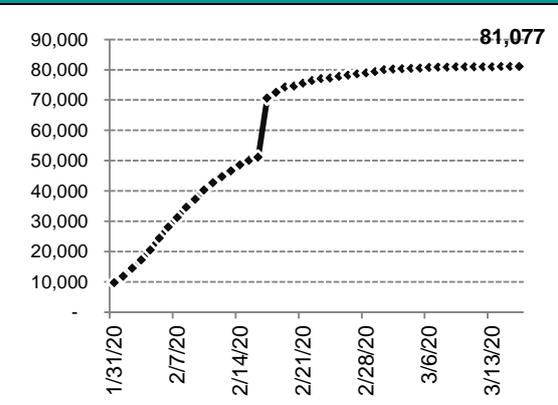


截至 3 月 16 日, 来源: 世界卫生组织, 农银国际研究



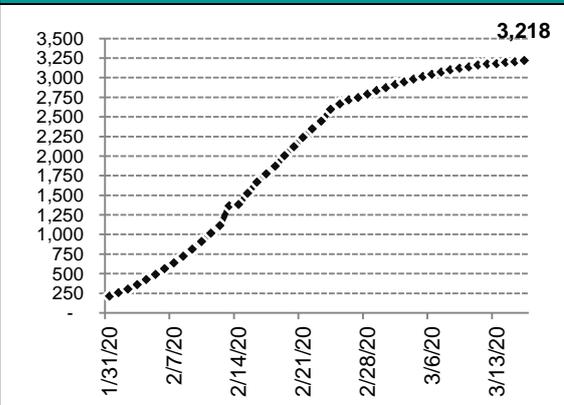
## II. 在中国（包括香港、澳门和台湾）趋势 - 获得有效遏制

图表 7: 中国累计确诊 COVID-19 病例 - 趋势趋于平缓



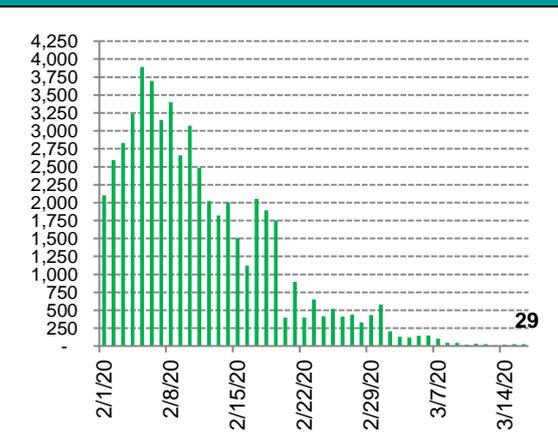
截至 3 月 16 日, 来源: 世界卫生组织, 农银国际研究

图表 8: 中国确诊 COVID-19 病例累计死亡人数 - 趋势尚未趋平



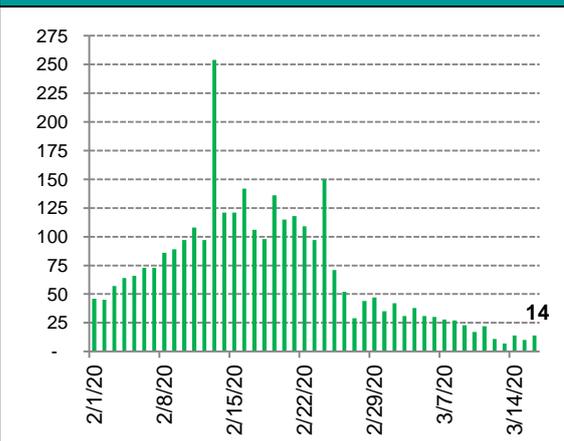
截至 3 月 16 日, 来源: 世界卫生组织, 农银国际研究

图表 9: 中国每日新增确诊 COVID-19 病例在 2 月初达到峰值, 然后开始降低



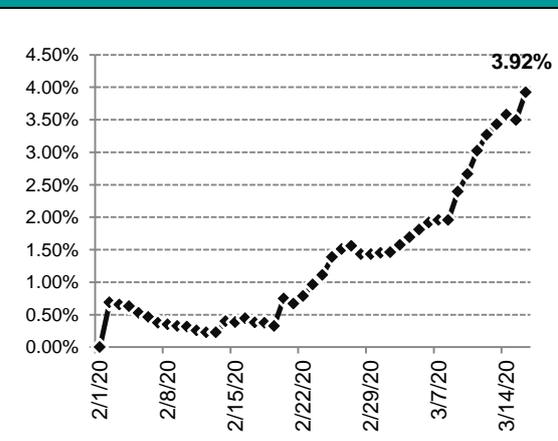
截至 3 月 16 日, 来源: 世界卫生组织, 农银国际研究

图表 10: 中国每日确诊 COVID-19 感染死亡人数在 2 月中旬达到峰值, 然后开始降低



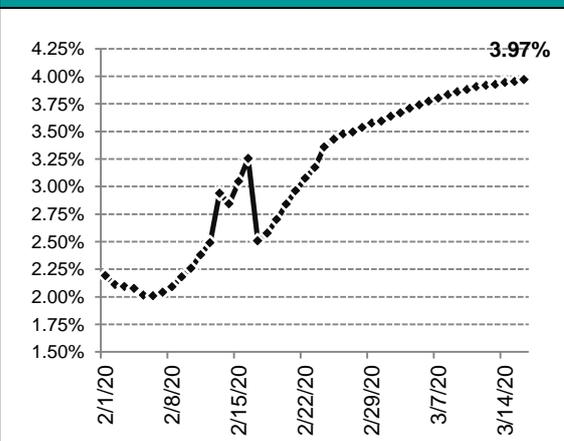
截至 3 月 16 日, 来源: 世界卫生组织, 农银国际研究

图表 11: 中国外部: 死亡/确诊感染率仍在上升趋势, 反映出尚无完善的治疗方法



截至 3 月 16 日, 来源: 世界卫生组织, 农银国际研究

图表 12: 中国: 死亡/确诊感染率仍在上升趋势, 反映出尚无完善的治疗方法



截至 3 月 16 日, 来源: 世界卫生组织, 农银国际研究

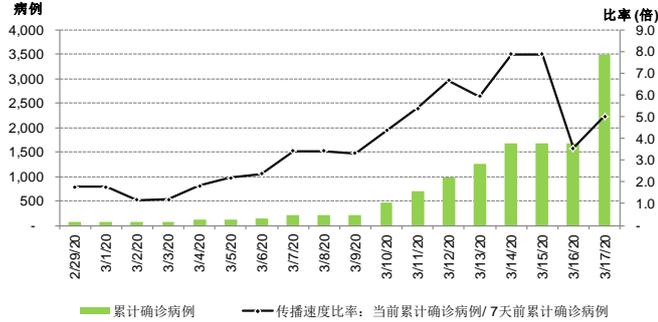


图表 13

III. 中国境外主要经济体 COVID-19 传播监测

G7成员国: 美国

开始爆发, 5倍周增长速度



资料来源: 世卫组织, 农银国际研究

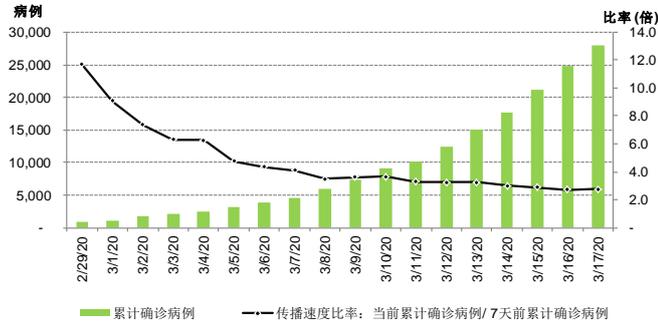
美国



资料来源: 世卫组织, 农银国际研究

G7成员国: 意大利

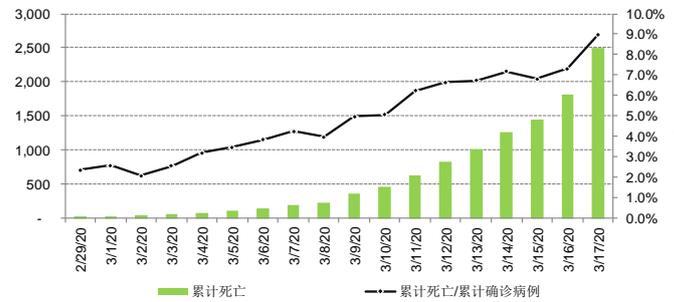
即使基数很高, 但仍以3倍周增长速度扩大



资料来源: 世卫组织, 农银国际研究

G7成员国: 意大利

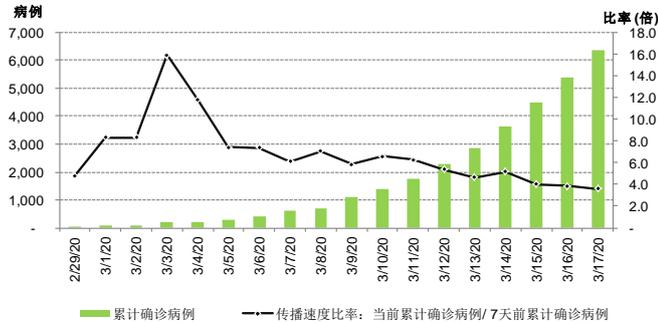
悲剧加速恶化



资料来源: 世卫组织, 农银国际研究

G7成员国: 法国

传播速度处于4倍周增长速度



资料来源: 世卫组织, 农银国际研究

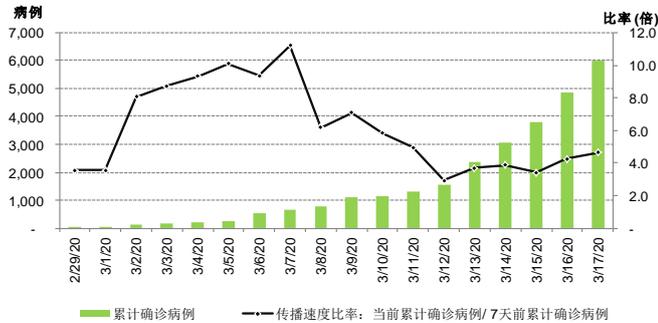
法国



资料来源: 世卫组织, 农银国际研究

G7成员国: 德国

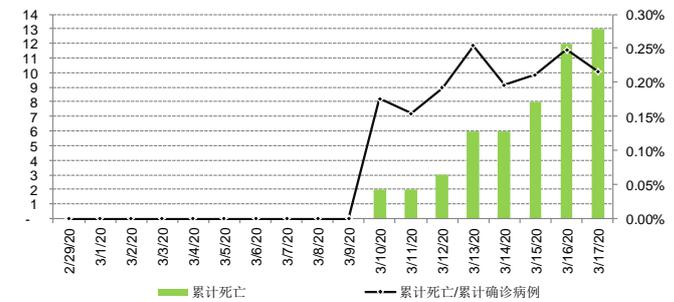
传播速度处于5倍周增长速度



资料来源: 世卫组织, 农银国际研究

德国

极低的死亡率, 非常难得



资料来源: 世卫组织, 农银国际研究

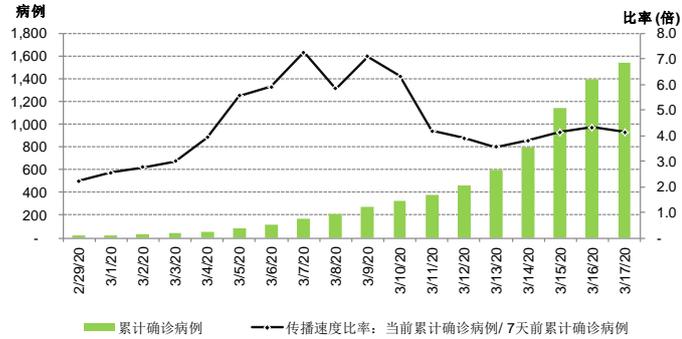


图表14

III. 中国境外主要经济体 COVID-19 传播监测

G7成员国: 英国

传播速度处于4倍周增长速度

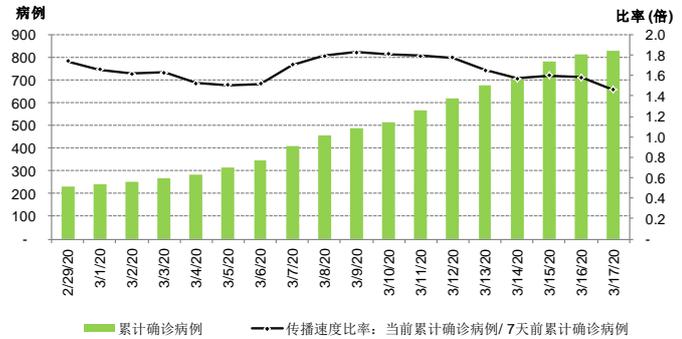


英国



G7成员国: 日本

传播速度处于1.5倍周增长速度

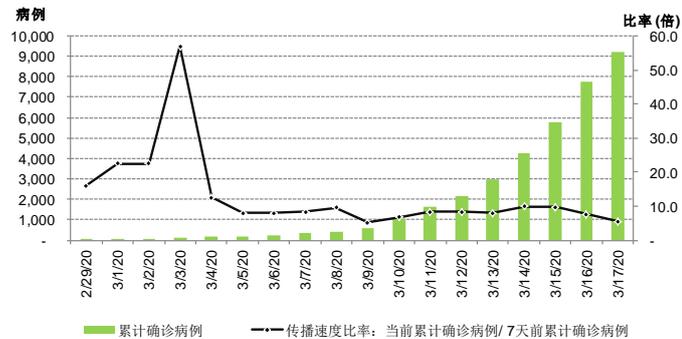


日本



欧元区第三大经济体: 西班牙

传播速度处于6倍周增长速度



西班牙



当前疫情危机的高度透明性, 导致资本市场和金融市场的快速反应。世卫组织每天都会发布有关全球疫情的最新统计数据, 因此全球资本市场和金融市场将即时对最新疫情趋势做出反应。自2月中旬以来, 世卫组织数据表明疫情危机在全球蔓延, 而在中国境外迅速恶化。因此, 自2月中旬以来, 有大量资金流入债券市场避险。当未来世卫组织数据表明全球疫情获得遏制时, 流动性也会逆转, 离开债券市场。



## 这次黑天鹅事件与以前的黑天鹅事件有何不同

实际上每次黑天鹅事件都是不同的。要点是中央银行和政府的对策有何不同，尤其是其货币政策和财政政策对策。就主要发达经济体政府和中央银行的反应而言，当前新型冠状病毒疫情爆发黑天鹅事件与以往的大多数黑天鹅事件不同。我们有以下观察和判断。

发达经济体不仅在股票市场崩溃，而且在商品和政府债券市场崩溃。

此前，低收益或负收益但高投资级别债券市场是黑天鹅事件的受益者。黑天鹅事件触发了规避风险的流动性流入低风险高投资级别国债市场并提振了低收益或负收益债券价格。

像大多数资产价格的价格机制一样，债券价格也由供求关系决定。由于黑天鹅事件帮助提振了对低风险高等级债券的需求，所以债券价格的上涨将由供应方决定。此前，政府在黑天鹅事件期间由于各种政治原因难以扩大财政政策，则国债的供应将受到限制，需求增加但是供应并没有按比例增加将推动债券价格上涨。

在当前的新型冠状病毒疫情爆发期间，情况有所变化。各国政府可能会获得批准以积极地扩大财政政策。因此政府债券的供应在可预见的将来可能会显著增加。因为市场预期债券供应量将大幅增加，故债券价格不会上涨而是下跌。最近的债券价格反应表明，市场预期的政府债券新供应可能超过避险的新需求。

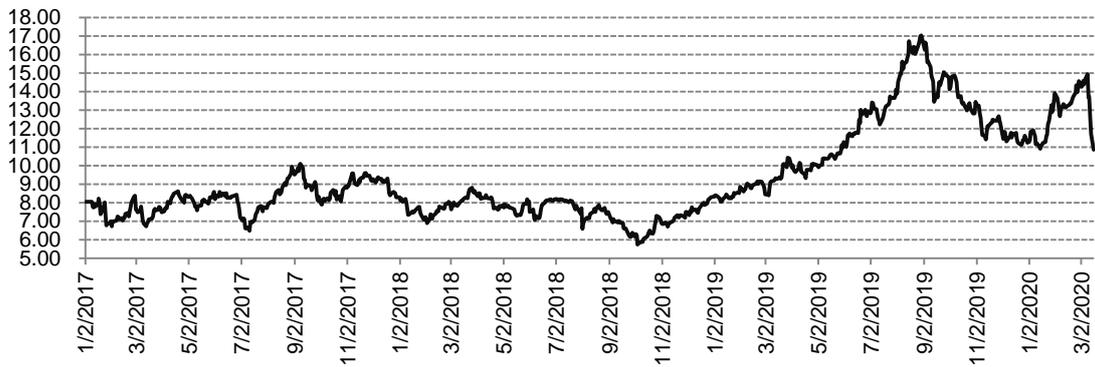
即使三月份主要央行大幅降息，投资级别债券收益率没有急剧下降，而是急剧反弹，反映投资级别债券市场中债券价格突然暴跌。信贷紧缩波及投资级别债券市场，中央银行需要采取重大行动，以避免全球金融系统性风险升级。

到目前为止，降息无法阻止债券市场的恐慌性抛售。我们判断发达经济体的中央银行下一步的协调行动将可能直接去到债券市场购买债券（即向金融市场注入流动性），为债券市场提供坚实的购买力。

根据最新统计，从3月9日至3月16日，全球负收益债券总市值在一周时间内暴跌了4.08万亿美元，或减值27%。请记住，几乎所有负收益债券都是欧洲或日本政府发行的高投资级别政府债券。此外，由于该债券市场领域的交易具有很高的杠杆操作，所以实际的投资损失将被杠杆放大。距离2020年第一季度结束还有两周，金融机构需要报告其季度业绩。它们在债券市场上已实现和未实现的损失将很快浮出水面。主要发达经济体中央银行剩下解决问题的时间不多。



图表 15: 全球负收益债券的市场价值 (万亿美元) 趋势  
2020 年 3 月第二周崩溃, 价值损失超过 4 万亿美元



注意: 2019 年前九个月, 中美贸易战黑天鹅事件帮助推高了负收益债券市场价值。去年第四季度中美贸易战的平静拖累了负收益债券市场价值。2020 年前两个月在中国爆发的新型冠状病毒疫情再次提升了负收益债券市场价值。但是, 当主要发达经济体 3 月爆发疫情时, 负收益债券市市场价值开始急剧下降。  
来源: 彭博社、农银国际研究部

图表 16: 全球投资级债券收益率\* (%) 趋势

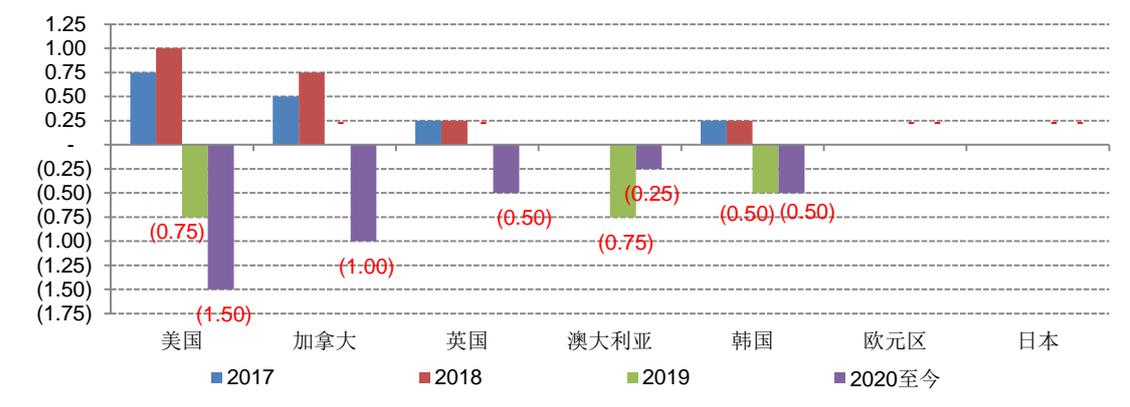
即使三月份主要央行大幅降息, 收益率没有急剧下降, 而是急剧反弹。反映投资级别债券价格突然暴跌。信贷紧缩波及总体债券市场, 中央银行需要采取重大行动, 以避免全球金融系统性风险升级



注意 \*: The Bloomberg Barclays Global Aggregate Index(彭博巴克莱全球综合指数)是衡量二十四个本地货币市场全球投资级债务的旗舰指标。  
来源: 彭博社、农银国际研究部



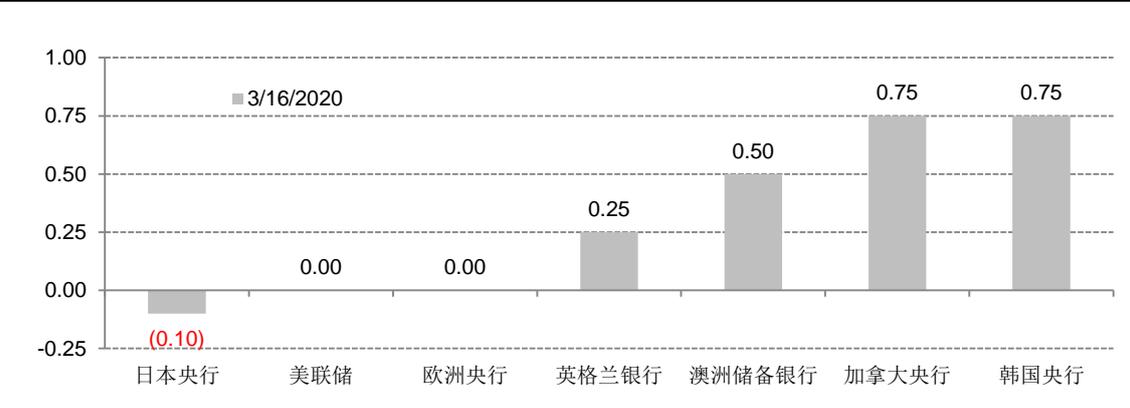
图表 17: 从 2017 年至 2020 年 3 月 16 日, 中央银行基准利率每年变动 (百分点)



来源: 中央银行、彭博社、农银国际研究部

图表 18: 当前发达经济体中央银行基准利率 (%)

美联储、欧洲央行和日本央行进一步降息的空间有限, 它们下一步的可行举措是通过购买债券向银行体系注入大量流动性



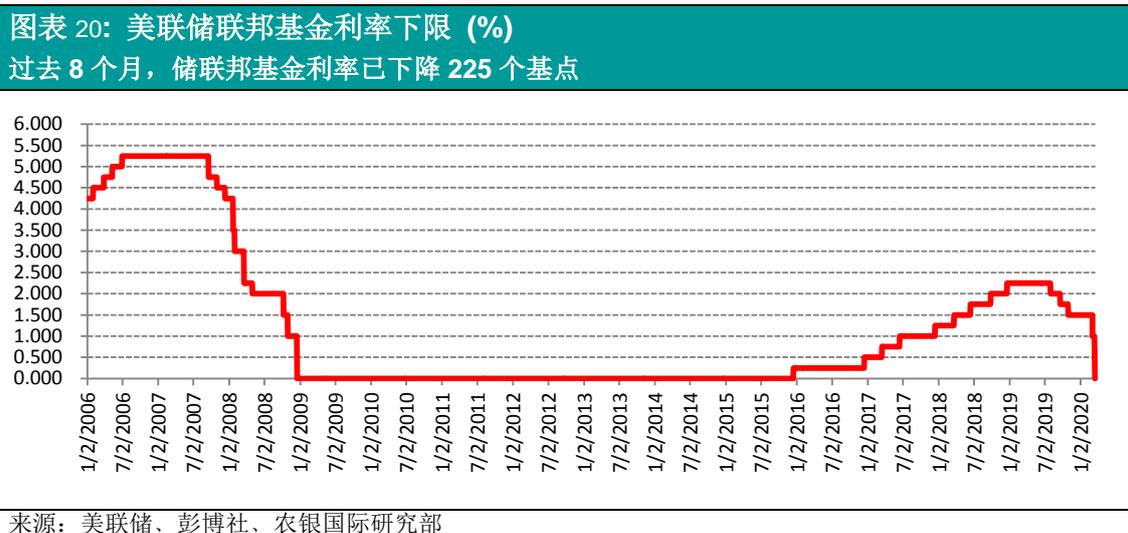
来源: 中央银行、彭博社、农银国际研究部



### 美联储减息后美国国债市场出现异常走势

最近，美国国债市场呈现出异常的走势。在3月15日美联储将联邦基金利率下调100个基点之后至0-0.25%，美国国债收益率并未跟随下跌而反而上升。例如，美国10年期国债收益率与联邦基金利率之间的收益差距扩大至70个基点以上。市场在净出售国债而不是净购买国债。尽管在今年首两个月内，新型冠状病毒的爆发使避险投资者购买了低风险的美国国债，推低债券收益率，但当时疫情在美国国内并未爆发。然而，3月份疫情在美国爆发。情况改变了，债券市场投资者担心未来几个月美国国债的大量供应，以应对疫情对美国经济的不良影响。

我们判断债券市场投资者预计政府将扩大财政政策，即政府国债的供应将在不久的将来大幅增加。因此，债券市场正在对政府国债供应的预期增加做出反应。





图表 21: 美国十年期国债收益率 (%)

3月15日的最新降息幅度100个基点中，美国国债收益率没有跟随下降，而是略有反弹，反映债券市场的思路已经改变。在这次黑天鹅事件中，美国政府可能需要发行大量国债以支持经济，引发投资者担忧



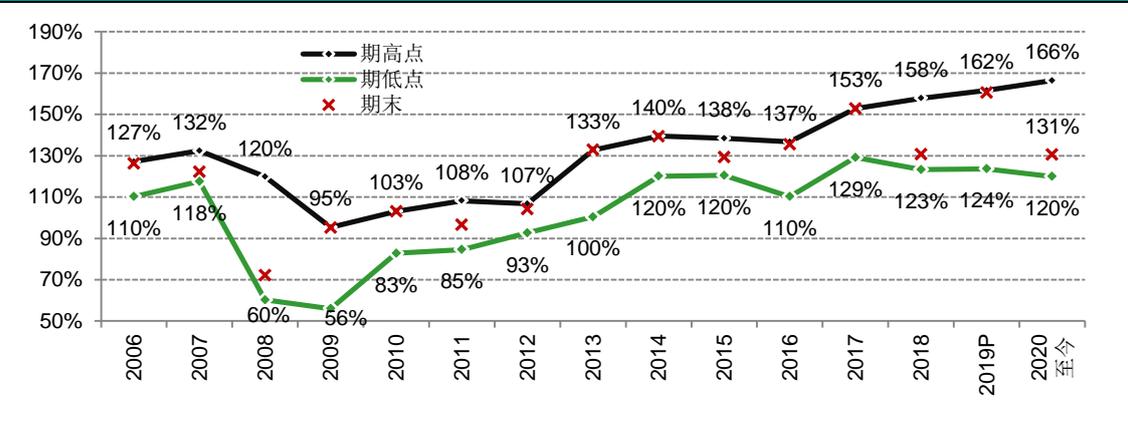
来源: 彭博社、农银国际研究部



### 美国股市最坏的情况还未发生

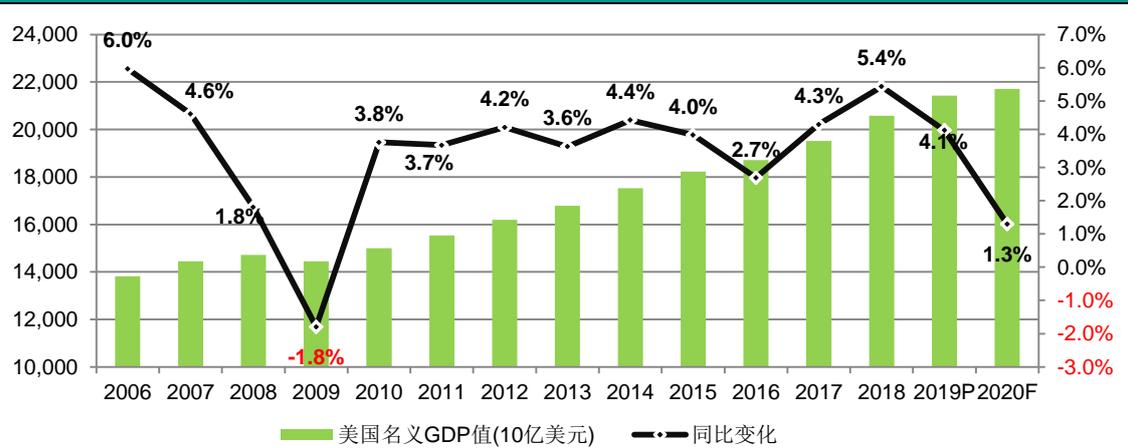
3月美国股市的回调并不是最坏的情况。它只是缩小了股市泡沫和价值回归的表现。从美国股票市场的市值与美国名义GDP的价值比率来看，该比率目前约131%。在2018-19年度，该比例在123%至162%之间波动。自2014年以来，该比率的最低点是2016年的110%。在2008-09年美国金融危机期间，该比率在2008年达到了60%的低点，在2009年达到了56%的低点。或许，我们感到震惊的是股市在短时间内迅速调整。我们相信这是高效市场的表现。在估值方面，股票市场回到与过去几年相似的估值范围的下限，但没有跌破。从这个角度来看，最坏的情况还未发生。

**图表 22: 比率 = 美国股市市值 / 美国名义 GDP 值**  
 尽管三月份美国股市大幅下跌，但市值约为2020年GDP的130%，该比例仍远高于2008-09年的美国金融危机。这意味着还没有出现最坏的情况。3月份的股市修正只是价值回归的结果。



股市市值更新至3月16日  
 来源：彭博社、农银国际研究部

**图表 23: 美国名义 GDP 趋势**  
 如果当前危机的后果类似于2008-09年金融危机，则美国2020年名义GDP增长可能收缩至2%以下，不利影响将延续至2021年

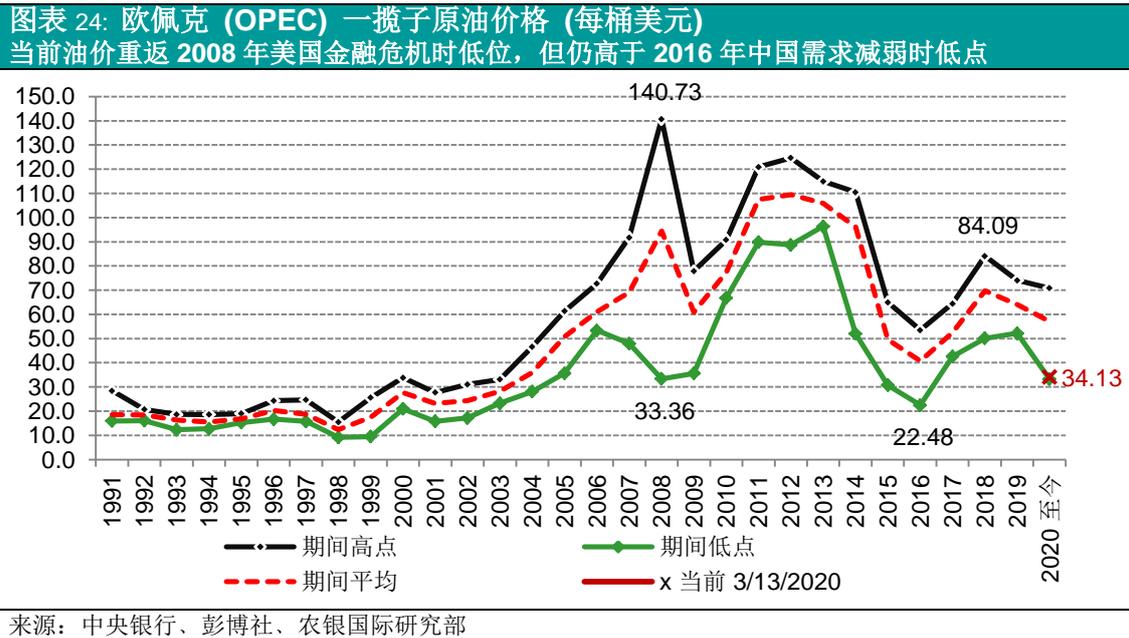


来源：彭博社、农银国际研究部预测



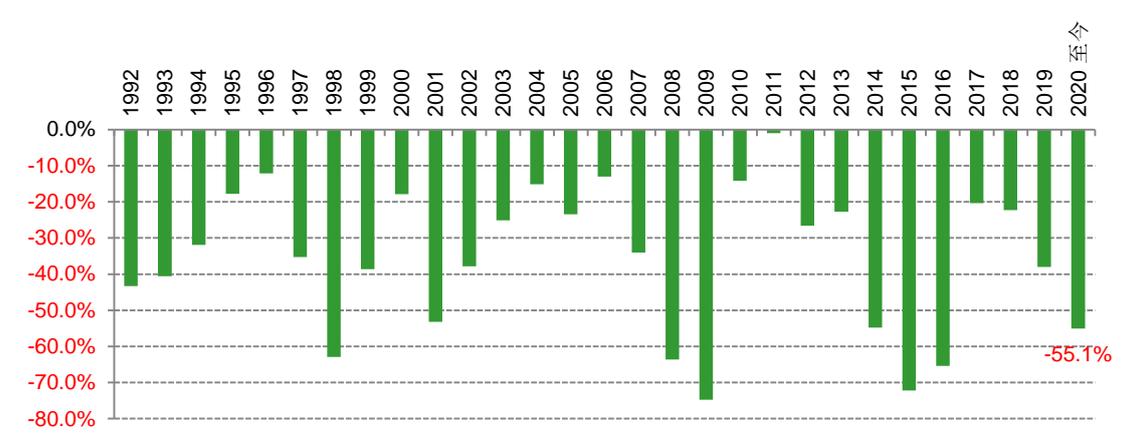
### 油价暴跌的风险将波及全球金融体系

不久前历史告诉我们，油价暴跌的风险将波及全球金融体系。油价下跌导致能源勘探公司的违约风险增加，其债券价格下跌。在2016年的经验中，欧佩克一揽子原油价格跌至每桶22美元的低位。那时，许多欧美金融机构陷入困境，因为它们为那些陷入财务困境能源公司的主要资金来源提供者。今年的历史或将重演，因为欧佩克油价在3月跌至略高于30美元/桶。发达经济体能源公司发行的垃圾债券将在今年第一季度严重损害一些金融机构和债券基金收益。它们的损失将在四月份即将公布的第一季度业绩公告中浮出水面。





图表 26: 欧佩克 (OPEC) 一揽子原油价格从前一年高点到当年低点下降幅度  
油价高波动性是原油市场的特征, 不应责怪任何人, 关键是自身风险管理是否到位



来源: OPEC、彭博社、农银国际研究部



在过去的 20 年中,恒生指数的最低市场估值为 2016 年市净率 (P/B)的 0.95 倍。在 2008-09 年的美国金融危机期间,恒生指数的最低市场估值为 2009 年的 1.04 倍市净率。在 1998 年亚洲金融危机期间,恒生指数的最低市场估值为 0.96 倍市净率。根据 3 月 16 日恒生指数收盘,恒生指数的市场估值为 2020 年账面净值的 0.93 倍。

中国已经披露了今年前两个月的大部分宏观经济数据。我们认为大多数可衡量的负面因素已经反映在港股市中。最重要的一点是,大多数经济活动已基本恢复。展望未来,我们预计 3 月份中国 PMI 数据将急剧反弹。相反,美国股市的估值仍远高于谷底。因此,未来数月香港股市的负面冲击或来自美国和欧洲,而不是来自中国。

### 图表 27: 香港股市估值触及 20 年低点

#### 美国和香港股市估值比较

美国道指 市场估值区间					恒生指数 市场估值区间					黑天鹅事件	石油价格暴跌
年度	市盈率 期间高点	市盈率 期间低点	市净率 期间高点	市净率 期间低点	年度	市盈率 期间高点	市盈率 期间低点	市净率 期间高点	市净率 期间低点		
1993	10.46	8.90	1.37	1.17	1993	18.87	8.57	2.83	1.29	海湾战争后一年	
1994	7.96	7.09	1.46	1.30	1994	16.99	10.35	2.44	1.49		
1995	8.75	6.38	1.91	1.39	1995	11.79	8.07	1.80	1.23		
1996	10.83	8.24	2.26	1.72	1996	13.66	10.01	2.07	1.51		
1997	17.86	13.67	3.57	2.73	1997	14.98	7.82	2.25	1.18		
1998	20.45	16.14	3.98	3.14	1998	14.51	7.97	1.75	0.96	亚洲金融危机	欧佩克油价从1997年初的24美元/桶跌至1998年下旬的9.3美元/桶
1999	25.33	19.85	5.24	4.10	1999	13.70	7.19	2.82	1.48		
2000	20.94	17.21	4.37	3.59	2000	(421.00)	(311.14)	3.01	2.23		欧佩克油价从2000年9月的每桶33.8美元跌至2001年11月的每桶16美元
2001	26.56	18.87	4.56	3.24	2001	27.09	14.81	2.65	1.45	互联网泡沫破裂	
2002	22.55	15.21	4.63	3.12	2002	18.70	13.64	1.93	1.41		
2003	18.93	13.42	3.51	2.49	2003	18.14	11.86	2.01	1.31	非典爆发	欧佩克油价从2003年3月的每桶33美元跌至2003年4月的每桶23.6美元
2004	17.73	15.83	3.23	2.88	2004	14.63	11.14	2.04	1.55		
2005	19.75	17.98	3.12	2.84	2005	12.15	10.44	1.99	1.71		
2006	16.02	13.63	3.67	3.13	2006	15.20	11.26	2.28	1.68		
2007	17.57	14.77	4.42	3.72	2007	19.36	11.30	3.16	1.84		
2008	24.26	13.61	5.81	3.26	2008	23.96	9.18	2.92	1.12	美国次贷危机	欧佩克油价从2008年7月的每桶141美元跌至2008年底的每桶33美元
2009	16.33	9.99	2.64	1.61	2009	16.53	8.12	2.12	1.04		
2010	13.53	11.19	2.65	2.19	2010	13.92	10.57	1.95	1.48		
2011	13.51	10.91	2.79	2.26	2011	12.06	7.97	1.75	1.16	欧元主权债务危机	
2012	13.33	11.75	2.71	2.38	2012	11.19	8.90	1.48	1.18		
2013	15.71	12.41	2.89	2.29	2013	11.38	9.17	1.48	1.19		
2014	16.31	13.82	3.18	2.70	2014	10.62	8.85	1.42	1.18		
2015	16.82	14.09	3.15	2.64	2015	13.91	9.91	1.52	1.09	A股市场崩盘	欧佩克油价从2015年5月的每桶64.9美元跌至2016年1月的每桶23美元
2016	18.54	14.33	3.43	2.65	2016	13.56	10.17	1.27	0.95		
2017	20.13	15.92	3.98	3.15	2017	12.51	9.07	1.39	1.00		
2018	17.46	14.07	4.11	3.31	2018	13.11	9.61	1.56	1.14		
2019	20.46	16.13	4.28	3.37	2019	12.52	10.29	1.32	1.09	中美贸易战	
当前	13.2		2.89		当前	9.25		0.93		新冠病毒爆发	欧佩克油价从2020年1月的每桶70.87美元跌至3月13日的每桶35美元
期间高点	期间低点	期间高点	期间低点	期间高点	期间低点	期间高点	期间低点	期间高点	期间低点		
2010-19	20.46	10.91	4.28	2.19	2010-19	13.92	7.97	1.95	0.95		
2000-19	26.56	9.99	5.81	1.61	2000-19	27.09	(311.14)	3.16	0.95		

备注: 根据指数每日收盘价计算  
来源: 彭博社, 农银国际研究部



## 权益披露

分析员，陈宋恩，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

### 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报(10%)
持有	负市场回报 (-10%) $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(-10%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2008 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2008-19 年间的年复合增长率为 10%）

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

### 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2020 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司  
电话：(852) 2868 2183