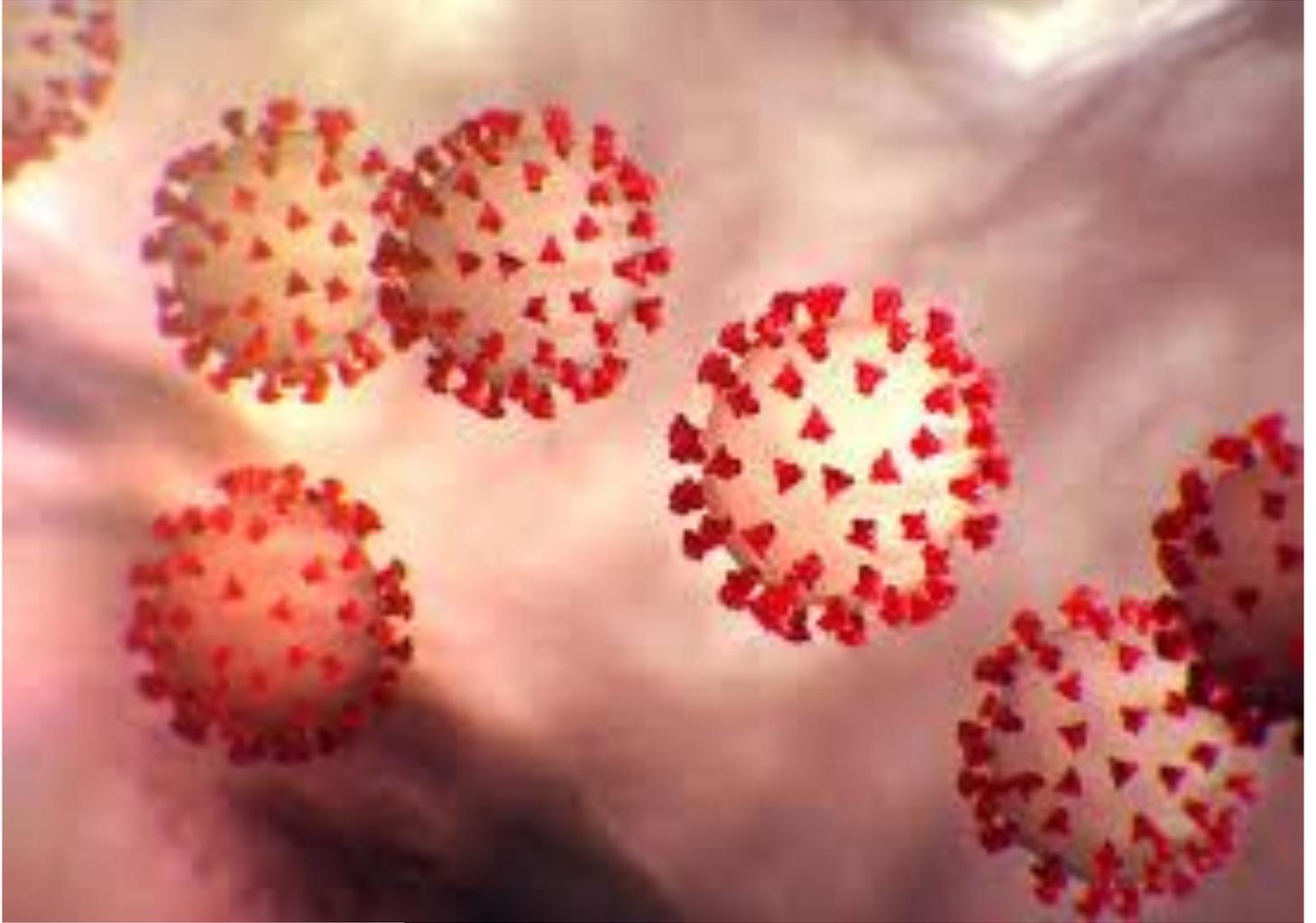




農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED



上图：2019-nCoV；来源：cdc.gov

农银国际政策透视

新型冠状病毒爆发 对经济和资本市场的影响

农银国际研究部
陈宋恩
2020年1月30日



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

目录

摘要	3
中国大陆经济结构已经发生了实质性的变化，需不同的危机处理方式和速度	4
香港股票市场的影响分析 - 危机后反弹回报非常诱人	7
股市风险预期监测	9
中国 A 股 股市场风险	10
人民币汇率期货变化 反映市场整体预期正在发生变化	11
结论	12
权益披露	13



新型冠状病毒爆发 对经济和资本市场的影响探析

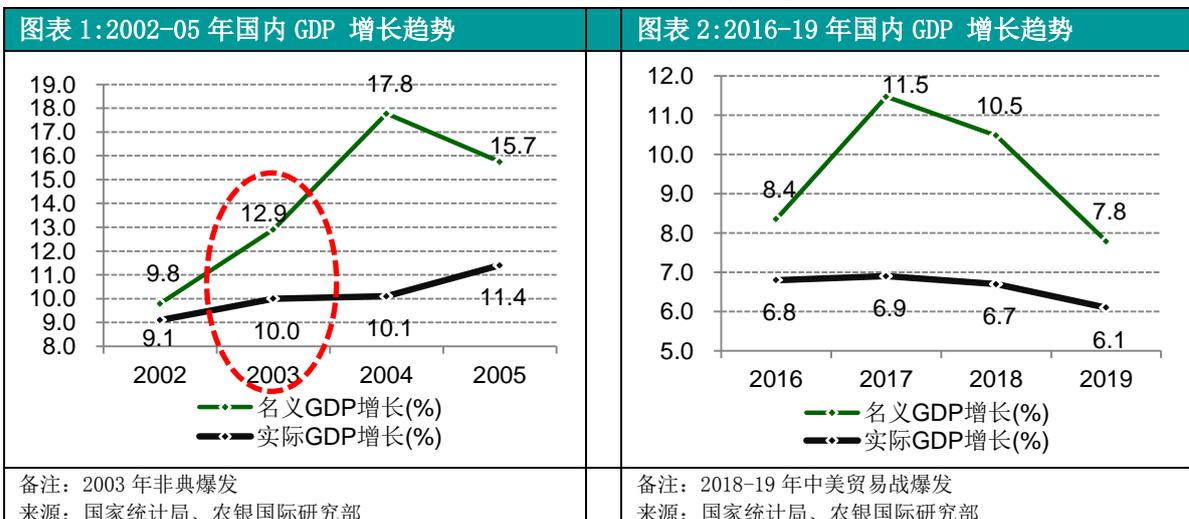
摘要

本文旨在分析和概述新型冠状病毒爆发对我国经济和股票市场的影响。目前，病毒的传播仍在继续。虽然目前的病毒类型与2003年的非典有很多相似之处，但经济的敏感度却有很大的不同，政府的处理方式必然有所不同。与多年前的非典相比，经济敏感性的差异不仅是由于医药科学的进步，更是由于内部经济结构和人口结构的变化导致。从广义上讲，我们认为，当前病毒性疾病的爆发是一场从一个城市蔓延到中国或其他国家许多城市的社会卫生危机。这是对中国或其他国家的市政府或中央政府解决社会卫生问题的压力测试。这也是对中国经济的一次压力测试，测试中国经济对任何意外的社会卫生危机的反应。

根据经合组织 (OECD) 2019 年 11 月发布的报告,2018 年中国经济产出(以购买力平价标准衡量)已超过美国,成为世界第一大经济体。由于中国一方面在全球供应链中扮演着重要角色,另一方面也是全球经济增长的主要驱动力。因此,任何导致中国经济下行预期的黑天鹅事件都将对全球经济和全球股市产生连锁反应。因此,从全球投资者的角度来看,新型冠状病毒在中国的爆发,并不是一个单一国家卫生危机问题,而是一个潜在全球危机的预警。

此外,最新的社会卫生危机还将与其他全球经济威胁(如中美贸易冲突、美俄军事紧张局势、中东地缘政治紧张局势等)相结合,共同影响中国经济和全球经济。每次在重大危机面前,发达经济体央行都会在货币政策上采取更加宽松的做法,以缓冲这些不利因素。我们预计,他们对货币政策的宽容态度今年将持续下去。

在增长动力不同的趋势下,及时应对遏制当前社会卫生危机变得至关重要

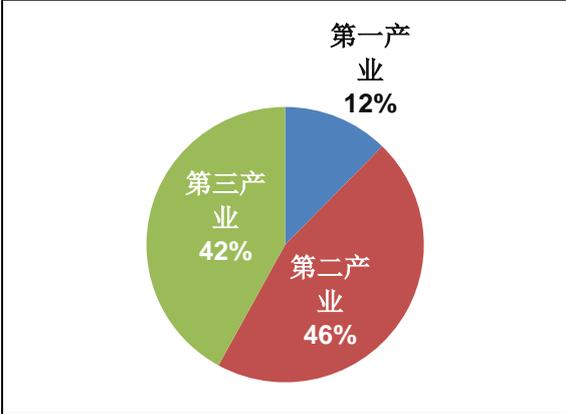




中国大陆经济结构已经发生了实质性的变化,需不同的危机处理方式和速度

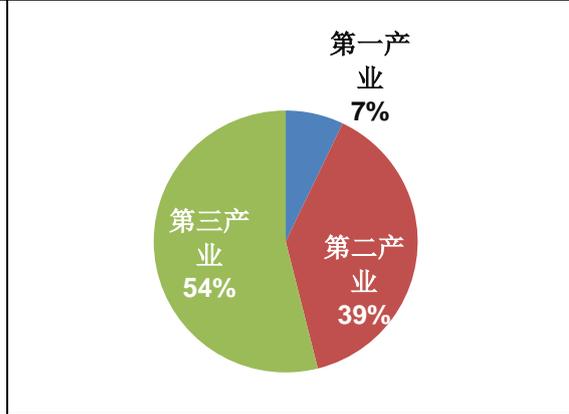
经济结构变化,对危机敏感也会改变。从中国大陆经济产值看,2019年,第三产业比重已超过第二产业15个百分点。2003年(SARS在中国的爆发),第二产业和第三产业在经济总产值中所占的比例相当。因此,与多年前相比,任何危及第三产业的危机都将对经济产生重大不利影响。2019年,第二产业占GDP名义值的39%,第三产业占GDP名义值的54%。2003年,第二产业占GDP名义值的46%,第三产业占GDP名义值的42%。第一产业比重从2003年的12%降至2019年的7%。与许多年前相比,当前任何原因导致商品或服务消费中断,其对于经济危害性都将超过中断劳动力返回工厂生产线的危害。

图表 3: 2003 年国内名义生产总值三次产业结构



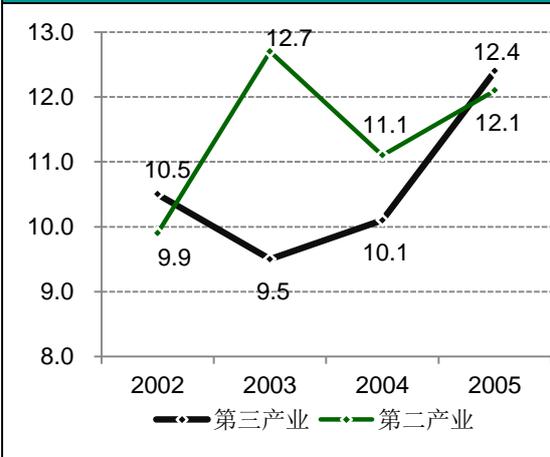
来源: 国家统计局、农银国际研究部

图表 4: 2019 年国内名义生产总值三次产业结构



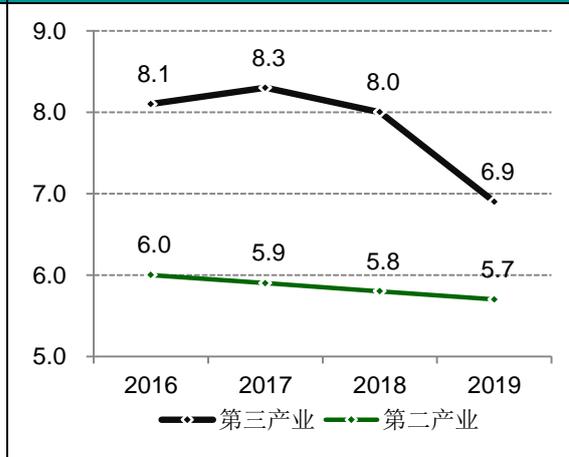
来源: 国家统计局、农银国际研究部

图表 5: 2002-05 年第二三产业实际增长趋势
第二三产业增长势头强劲



备注: 2003 年非典爆发
来源: 国家统计局、农银国际研究部

图表 6: 2016-19 年第二三产业实际增长趋势
第三产业增长面临较大下行压力



备注: 2018-19 年中美贸易战爆发
来源: 国家统计局、农银国际研究部



稳增长必须减少危机对第三产业的不利影响。从经济增长贡献率角度来看，主要增长动力已从 2003 年的第二产业转变为 2018 年的第三产业。2018 年，第二产业对 GDP 实际增长的贡献率为 34%，第三产业对 GDP 实际增长的贡献率为 63%。2003 年，第二产业对 GDP 实际增长的贡献率为 58%，第三产业对 GDP 实际增长的贡献率为 39%。因此，任何导致第三产业增长放缓的危机都将对经济总量增长产生显著的抑制作用。

社会卫生危机对经济或会形成负反馈循环。从经济学的角度看，社会卫生危机的发生(例如 2003 年非典 或 目前新型冠状病毒病等)在某种程度上造成了产出中断或减少，产出下降主要是由劳动力供应下降引起的，进一步将引发资本供应下降，商品或服务供应减少将导致通胀压力上升，抑制需求，导致供应进一步减少，对于经济产出形成负反馈循环。

维持或增加对经济的资本供给抵消劳动力供给下降因素。因此，为了减轻经济对社会的危害，政府必须努力避免经济产出在社会卫生危机中形成负反馈循环。请记住，病人或感染者只占人口或总劳动力的一小部分。劳动力供给大幅下降通常是由其他相关原因引起的，如运输服务中断或城市执行检疫等。在社会卫生危机的发生期间，由于种种原因，劳动力供给很难得到满足，但央行需要确保向经济提供足够的资本，以避免劳动力和资本的突然减少。

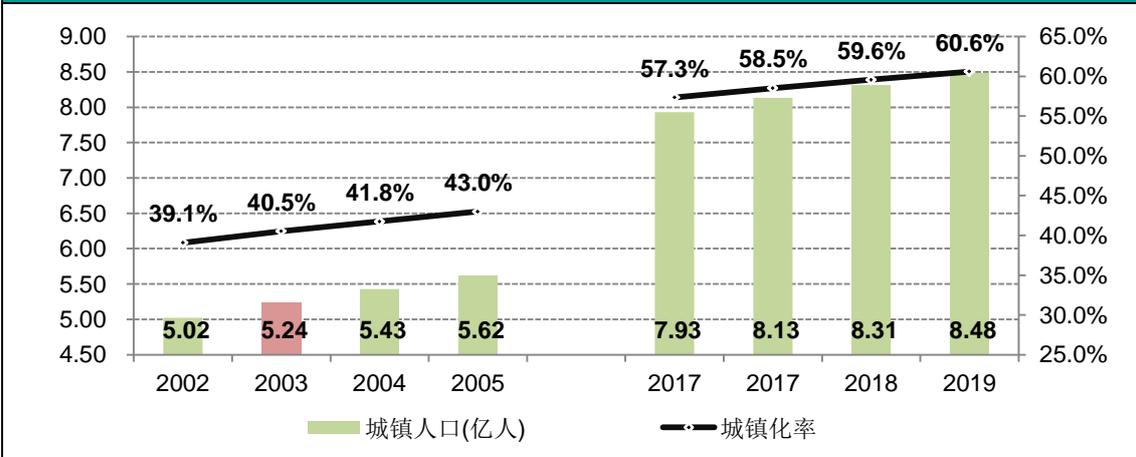
城镇化率的不断提高和高效的交通基础设施网络是病毒在短时间内传播到偏远地区或其他国家的催化剂。2003 年非典 或 目前新型冠状病毒不能直接通过空气传播，病毒必须通过某些媒介如唾液在空中或粘在物质上传播到人类，隐藏在人体内，让人类成为载体，感染者通过现代交通基础设施将病毒传播到遥远的地区。城市化率提高和交通基础设施网络高效，人口密度和人口流动性的增加，导致隔离检疫很难完全执行，人类将病毒传播到更遥远的地区。与多年前 SARS 相比，目前政府对社会卫生危机爆发的即时反应变得更加重要，手段必须更加主动或激进地阻止传播。

由于城镇化率和城镇人口的增加，近年或未来几年的社会卫生危机对劳动力市场的影响将比多年前更加严重。2019 年，城镇常住人口 8.48 亿人，城镇人口占总人口比重(城镇化率)为 60.6%。2013 年，城镇常住人口 5.24 亿人，城镇化率为 40.5%。2019 年，全国人户分离人口(即居住地和户口登记地不在同一个乡镇街道且离开户口登记地半年以上的人口) 2.80 亿人，其中流动人口 2.36 亿人，占总人口的近 17%。为避免危机再次发生，必须提高城市的社会卫生水平。为了适应城市发展的快速变化，必须定期修订相应的法律和刑罚，提高社会卫生水平。提高生活水平是大多数人的愿望，生活水平的提高必然伴随着社会卫生服务成本的增加。政府需要引导城市居民生活以健康生活为目标方向改变生活习惯;否则，公共社会卫生成本和社会经济总成本将迅速增加，进而抑制其他经济领域的增长势头。



图表 7: 城镇常住人口和城镇化率不同时期比较

城市化进程加快，社会卫生面临新挑战，风险管理能力受到考验



来源：国家统计局、农银国际研究部

“聪明病毒”寄生宿主，科学终将获胜。非常致命的病毒（SARS 和 MERS），可在短时间内杀死宿主，难以广泛传播。相反，不是很致命的病毒，需要更长的时间杀死宿主，容易广泛传播。考虑到当前冠状病毒（2019-nCoV）的性质和特征，在头两周内很难观测到病毒携带者。因此，我们认为该病毒是“聪明病毒”，它不会在头两周内杀死宿主，并允许宿主将它们携带到更远的地方感染其他人类。

DNA 检测瓶颈可能不在 DNA 检测盒的供应，瓶颈可能在相应实验室设备和专业人员的日均检测量。截至 1 月 28 日 24 时，国家卫生健康委收到 31 个省（区、市）累计报告确诊病例 5974 例，现有重症病例 1239 例，累计死亡病例 132 例，累计治愈出院 103 例。现有疑似病例 9239 例。目前累计追踪到密切接触者 65537 人，当日解除医学观察 1604 人，现有 59990 人正在接受医学观察。累计收到港澳台地区通报确诊病例：香港特别行政区 8 例，澳门特别行政区 7 例，台湾地区 8 例。病毒 DNA 检测技术的进步使对潜在感染者的检测变得容易和快捷，但是如果对所有可疑病例进行 DNA 检测，将会给实验室检测能力带来难以处理的任务和社会造成巨大的医疗支出。数据显示，截至 1 月 28 日，有近 6 万人正在接受观察，9 千多起疑似病例。目前对 DNA 诊断检测的潜在需求接近 7 万，仍在增长阶段。

鉴于前两次爆发冠状病毒（SARS 和 MERS），虽然没有特殊药物但是已有治疗方法，但尚未开发出有用的疫苗。当前的防御冠状病毒感染方法非常原始，直到开发出可以解决不同冠状病毒的有用疫苗。由于目前的冠状病毒的致命性不如 SARS 和 MERS，因此我们不排除这种冠状病毒传播到中国或其他国家/地区更多城市的可能性。如果该病毒不会突变为更具致命性的结构，则可能发生的情况之一就是人类与该病毒会长期共存。请记住，如果将来成功开发出一种新疫苗，则可以使用它来防御其对感染者的不利影响，但该病毒仍在世界范围内存在。



香港股票市场的影响分析 - 危机后反弹回报非常诱人

尽管中国官员确认，目前的新型冠状病毒与2003年的SARS有很多相似之处，但从2003年到2020年，香港股市的结构发生了重大变化。在2005年之前，恒生指数不包括H股公司，现在，该指数包含H股公司。此外，大多数大型的中国金融公司在2005年之后都在香港股市上市。在2019年之前，恒生中国企业指数主要包括H股公司，但现在该指数包括红筹公司。因此，2003年和2019年股市估值之间的估值比较可能不可比。无论如何，我们进行比较以说明差异。读者在使用这些数据来制定投资决策时必须非常谨慎。

科学终将获胜，经济将走出阴影，危机后的反弹回报非常诱人。2003年非典危机期间，恒生指数从2002年的最高点到2003年的最低点暴跌了近31%，但从2003年的最低点到2004年的最高点，恒生指数反弹了72%。恒生中国企业指数从2002年的最高点到2003年的最低点暴跌了近12%，但从2003年的最低点到2004年的最高点，恒生中国企业指数反弹了173%。

图表 8: 两个不同时期（2002-2005 年、2017-2020 年 1 月 25 日）的恒生指数估值比较

- 危机后反弹回报非常诱人

年(期)	2002	2003 非典爆发	2004	2005	2017	2018	2019	2020 (截至 29/1)
恒生指数								
高点	12,021.72	12,740.50	14,339.06	15,508.57	30,199.7	33,484.1	30,280.1	29,174.9
低点	8,772.48	8,331.87	10,917.65	13,320.53	21,883.8	24,540.6	24,896.9	27,101.5
期末	9,321.29	12,575.94	14,230.14	14,876.43	29,919.2	25,845.7	28,189.8	27,160.6
从去年高点到本年底点		-30.7%	-14.3%	-7.1%		-18.7%	-25.6%	-10.5%
从去年低点到本年高点		45.2%	72.1%	42.1%		53.0%	23.4%	17.2%
	2002	2003	2004	2005	2017	2018	2019 F	2020 F
平均资产收益率 (ROAA)	1.93%	1.75%	2.20%	2.39%	1.50%	1.59%	1.43%	1.10%
平均权益回报率 (ROAE)	10.70%	11.05%	14.59%	16.90%	11.24%	12.03%	11.45%	11.59%
市盈率 PER								
高点	18.70	18.14	14.63	12.15	12.51	13.11	11.85	11.02
低点	13.64	11.86	11.14	10.44	9.07	9.61	9.74	10.24
年末	14.50	17.90	14.52	11.66	12.39	10.12	11.03	10.26
市净率 P/B								
高点	1.93	2.01	2.04	1.99	1.39	1.56	1.32	1.17
低点	1.41	1.31	1.55	1.71	1.00	1.14	1.09	1.08
年末	1.50	1.98	2.02	1.91	1.37	1.20	1.23	1.09
股息率 (%)								
高点	3.12	3.40	3.61	3.69	3.39	2.99	3.27	3.73
低点	4.28	5.20	4.74	4.29	4.68	4.08	3.98	4.01
年末	4.02	3.44	3.64	3.84	3.43	3.88	3.52	4.00

来源: 彭博社



图表 9: 两个不同时期 (2002-2005 年、2017-2020 年 1 月 25 日) 的恒生中国企业指数估值比较 - 危机后反弹回报非常诱人

年 (期)	2002	2003 非典爆发	2004	2005	2017	2018	2019	2020 (截至 29/1)
恒生中国企业指数								
高点	2,265.7	5,048.7	5,440.8	5,541.8	12,100.7	13,962.5	11,881.7	11,502.5
低点	1,744.8	1,989.8	3,502.0	4,461.0	9,310.8	9,902.6	9,731.9	10,584.7
期末	1,990.4	5,020.2	4,741.3	5,330.3	11,709.3	10,124.8	11,168.1	10,618.7
从去年高点到本年低点		-12.2%	-30.6%	-18.0%		-18.2%	-30.3%	-10.9%
从去年低点到本年高点		189.4%	173.4%	58.2%		50.0%	20.0%	18.2%
	2002	2003	2004	2005	2017	2018	2019 F	2020 F
平均资产收益率 (ROAA)	5.30%	7.65%	6.70%	4.05%	1.18%	1.33%	1.43%	1.08%
平均权益回报率 (ROAE)	10.09%	14.19%	18.25%	17.93%	11.62%	12.37%	13.91%	11.59%
市盈率 PER								
高点	9.54	14.99	12.05	11.63	9.20	11.39	9.42	8.63
低点	7.35	5.91	7.76	9.36	7.08	8.07	7.71	7.94
年末	8.38	14.91	10.50	11.18	8.90	8.26	8.85	7.96
市净率 P/B								
高点	0.94	2.03	2.05	1.92	1.04	1.39	1.28	1.07
低点	0.72	0.80	1.32	1.55	0.80	0.98	1.05	0.99
年末	0.83	2.02	1.79	1.85	1.01	1.01	1.20	0.99
股息率 (%)								
高点	4.53	2.13	2.03	2.29	3.48	3.03	3.18	3.85
低点	5.88	5.40	3.15	2.85	4.53	4.27	3.88	4.19
年末	5.16	2.14	2.32	2.38	3.60	4.18	3.38	4.17

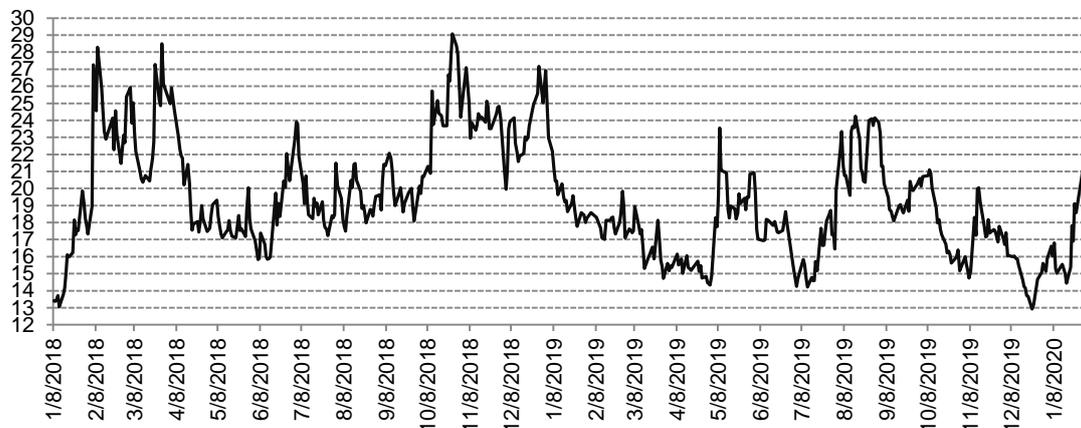
来源: 彭博社

恒生指数2019年的最低点, 为市净率 (P/B) 1.09倍。2017-19年期间, 恒生指数的最低估值为1.0 倍的市净率。如果以这些估值参数为参考, 恒指将在 27200点 (即2020年估计的1.09 倍市净率)附近获得第一支撑, 在25000点附近 (即2020年估计的1.0 倍市净率) 获得第二支撑。由于我们相信人类的科学技术将最终战胜病毒危机。此外, 政府已表现出非常积极和激进的行动来遏制病毒的传播, 因此我们预计不会出现最坏的情况。



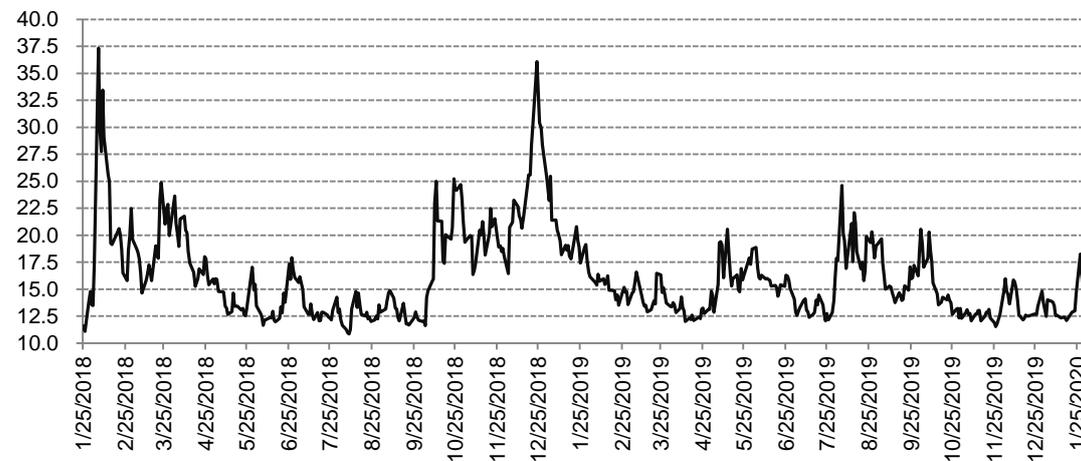
香港恒生波幅指数的上升反映出市场担心恒生指数的下行风险，急于购买看跌期权以对冲下行风险并推高看跌期权的成本。然而，目前的恒生波幅指数(1月29日收于21.12点)远低于2019年下半年的最高点 (27.05点) (中美贸易战升级时) 和2018年第四季度的最高点 (30.74点) (中美贸易战开始时)。这种现象反映出市场目前认为病毒爆发将对股市产生暂时不利影响，并相信该病最终将得到控制。在2003年爆发的SARS中，遏制和解决该过程需要七个多月的时间。因此，当前事件在2020上半年可能会持续几个月。投资者可能低估了对经济的负面影响的持续时间。

图表 10: 香港恒生波幅指数 (每日收盘)
当前水平仍远低于 2018 年和 2019 年中美贸易战升级时的最高点



备注：波幅指数越高，市场风险释放的越多
来源：国家统计局、农银国际研究部

图表 11: 美国标普 500 波幅指数 (每日收盘)
2020 年 1 月，投资者的担忧正在加剧，但并非极端

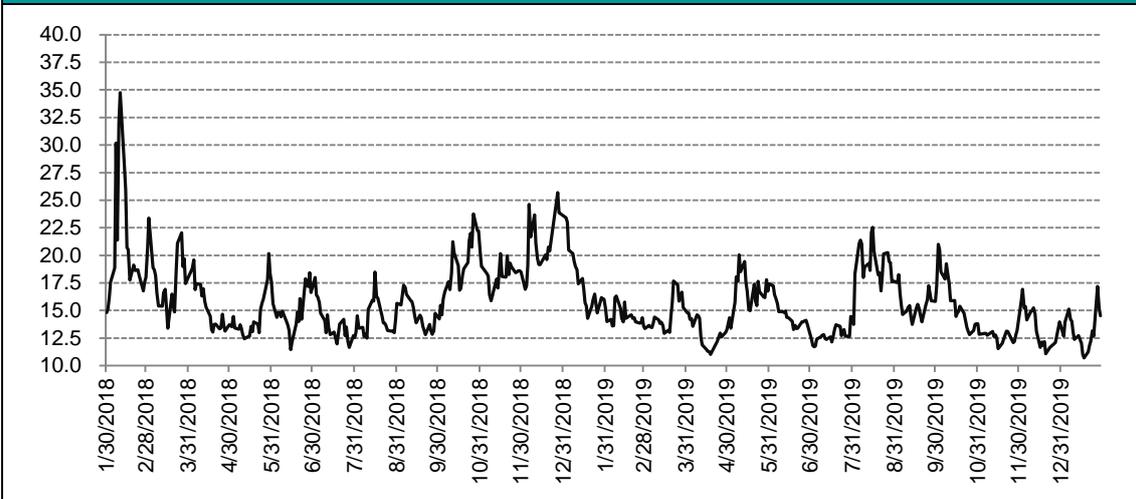


来源：国家统计局、农银国际研究部



图表 12: 欧洲 Stoxx 50 波幅指数 (每日收盘)

2020 年 1 月, 投资者的担忧正在加剧, 但并非极端



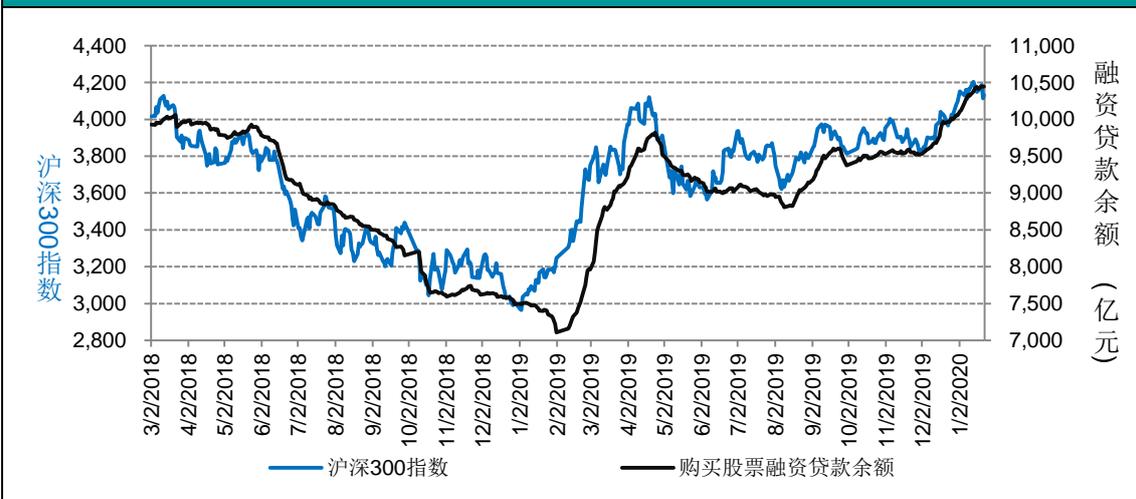
来源: 国家统计局、农银国际研究部

中国 A 股 股市场风险

我们判断A股市场的主要市场风险之一是自2019年下半年以来购买股票融资贷款余额急剧增加。在1月春节长假之前, 购买股票融资贷款余额持续增加至1月22日的10443亿元, 与2019年末相比增长3.9%或388亿元, 与2019年6月末相比增长15.8%或1423亿元。反映出杠杆投资者在假期后非常看好股市, 因此他们不介意在长假期间支付利息。但是, 用于购买股票的借款需要在将来卖出股票偿还。因此, 任何导致杠杆投资者集中抛售的事件 (例如, 当前的新型冠状病毒爆发事件) 都可能导致股市急剧调整。这种现象在2018年下半年发生过。

图表 13: 沪深 300 指数 (蓝线) vs 购买股票融资贷款余额 (黑线)

借来的钱最终需要还, 市场风险来自短时间内的集中卖出股票



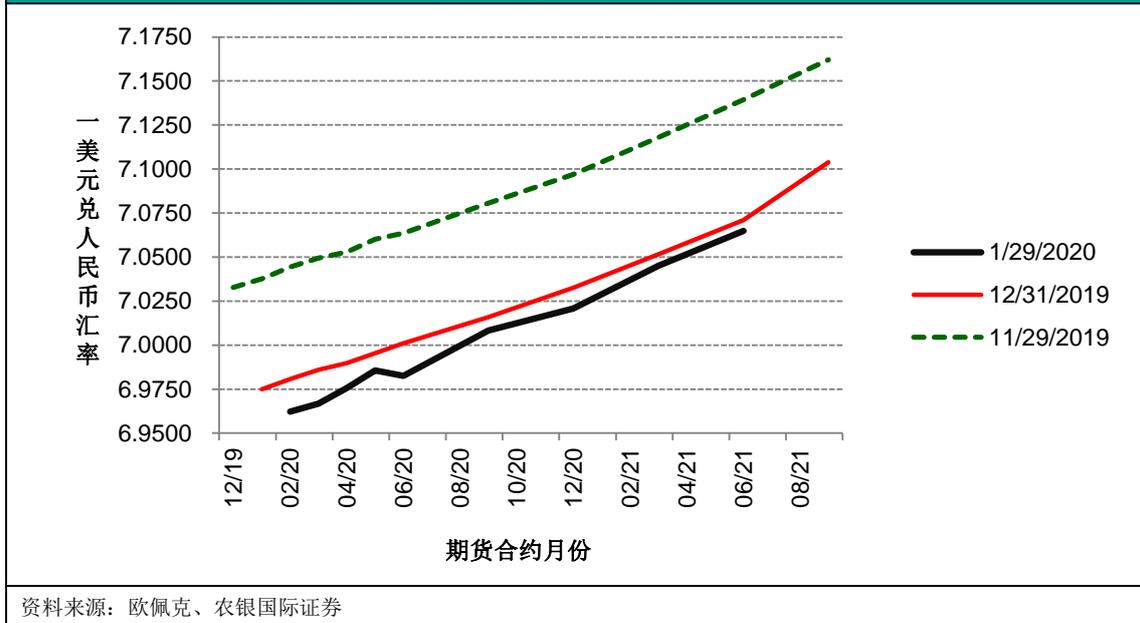
来源: 上海和深圳证券交易所、彭博社、农银国际研究部



人民币汇率期货变化 反映市场整体预期正在发生变化

过去两个月，美元兑人民币汇率期货曲线向下移动，显示整体预期正在向人民币升值预期转变。然而，期货曲线向上的斜率，表示长期的贬值预期。切记，冠状病毒的爆发发生在最近一周，期货市场可能没有充分反映这一因素。中美贸易协定第一阶段的签署在很大程度上反映在最新的汇率期货曲线上。

图表 14: 三个不同的时间点，一美元兑人民币汇率期货曲线图





当前中国的经济结构与2003年非典爆发时有所不同，在当前的社会卫生危机(新型冠状病毒 2019-nCoV)的爆发中扶持第三产业对于2020年稳定经济增长至关重要。

危机期间，由于各种原因，劳动力供给将暂时减少，为避免经济产出大幅下降，央行需要增加对实体经济的资本供给。高城市化率和高效率的交通基础设施网络是病毒向偏远城市或国家广泛传播的催化剂。与许多年前相比，政府采取更积极和激进的行动遏制病毒的传播是必要的。

自SARS爆发以来，诊断和制药技术的进步，我们相信科学终将获胜，但这一过程可能需要上半年几个月的时间才能遏制新型冠状病毒。考虑到病毒的特点和人类的医疗技术，我们不排除人类和病毒共存的可能性。

恒生指数2019年的最低点，为市净率 (P/B) 1.09倍。2017-19年期间，恒生指数的最低估值为1.0 倍的市净率。如果以这些估值参数为参考，恒指将在27200点 (即2020年估计的1.09 倍市净率)附近获得第一支持，在25000点附近 (即2020年估计的1.0 倍市净率) 获得第二支持。由于我们相信人类的科学技术将最终战胜病毒危机。此外，政府已表现出非常积极和激进的行动来遏制病毒的传播，因此我们预计不会出现最坏的情况。

历史规律表明，股市收益大于风险，但下行潜在损失和上行潜在收益也都很大。恒生指数目前的波动性指数显示，投资者已变得谨慎，但当前悲观情绪仍低于2018-19年中美贸易战期间。

我们判断A股市场的主要市场风险之一是如何导致杠杆投资者集中抛售的事件 (例如，当前的新型冠状病毒爆发事件) 都可能导致股市急剧调整。

过去两个月，美元兑人民币汇率期货曲线向下移动，显示整体预期正在向人民币升值预期转变。新型冠状病毒的爆发发生在最近一周，期货市场可能没有充分反映这一因素。中美贸易协定第一阶段的签署在很大程度上反映在最新的汇率期货曲线上。



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