

追問金融危機的可能性

近期全球股票市場大幅波動，交易對手風險明顯上升，流動性緊張局勢迅速蔓延。在恐慌情緒和不確定性下，金融危機的可能前景並非危言聳聽。我們應當仔細研究各種資產類別的價格變化，追尋其中關於經濟衰退和金融危機的信號，從而判斷未來可能的方向。

- **疫情影響經濟的三個渠道：**傳染病由淺入深衝擊需求端、供給側和通過廣泛連接金融體系傳導至全球金融市場。若情況繼續惡化，疫情對供給側損害加劇，通過金融渠道對整體經濟造成打擊，這是最危險的前景。所以說，維護金融體系的穩定至關重要，是抗擊疫情雙線作戰的另一個主要戰場。
- **形勢正朝不利的方向發展：**一方面，從全球範圍看供給側的傷害已經開始浮現，相關行業和中小企業受到重創；另一方面，供給側的損害正通過金融渠道影響資產價格。目前，疫情對經濟衝擊的程度正處於第二階段（供給側損害）向第三階段（金融危機）發展，必須採取有力的政策措施遏制這種不利的發展趨勢，將供給側的損害降到最低，維護金融市場的穩定，從而防止金融危機的可能前景。
- **全球正步入技術性衰退。**從季度增長來看，全球正步入一場由公共衛生危機導致的另類衰退。一季度負增長的中國經濟拉低全球增速，二季度疫情對歐美和全球的衝擊升級，形成技術性衰退。從全年來看，全球經濟進入衰退已是難以逃避的大概率事件。基準情景下我們預測今年全球GDP增速僅約1.5%，較此前下調1.5個百分點，該體量的衝擊在全球大流行病歷史上已屬中高等級別。
- **會不會引發金融危機？**金融市場面臨多方面的壓力，其中包括美國企業信用風險（尤其是能源、航空等企業的債務風險）、金融機構流動性風險、意大利銀行業風險等。正如病毒蔓延一樣，這些風險一旦觸發就具有傳染性，進而影響金融體系的穩定。
- **市場是否反應過度？**顯然，在初期市場將此次疫情錯誤地定價為一場短期和局部的衝擊。隨着疫情在海外的失控，世界衛生組織將新冠病毒肺炎界定為全球大流行病，股票市場才開始出現劇烈的反應。市場後知後覺，存在過度反應的可能。對比以往美股熊市和美國經濟衰退下的資產價格表現，我們發現美股在典型經濟衰退時期的平均跌幅在四成左右，目前美國三大股指累計跌幅超過三成，歐洲主要股指跌幅相當。或許可以說，目前股市下調雖沒到位，亦不遠矣。
- **投資者在等待什麼？**未來經濟的恢復程度，取決於當下各國政府的防疫措施和經濟政策。股票市場企穩回升，需要兩個條件。首先，也是最根本的條件，是疫情受控。同時，雙線作戰的另一個戰場是經濟政策，一是依靠財政政策將供給側的損害降到最低，二是通過貨幣政策維護全球金融市場的穩定。
- **中國會不會率先走出衰退？**中國經濟在一季度大概率將看到負增長（預測-3.7%），二季度會明顯回升，而歐美由於疫情的發展與中國存在時間差，全球確診曲線大體呈現出雙峰形態，最顯著的影響出現在二季度。經濟活動的恢復大概率遵循先中國、後美國、再歐洲的順序。
- **A股能否走出獨立行情？**2005年股改以來A股的“跟熊”特徵更為明顯。若美股延續下跌之勢，A股走出獨立行情的概率不大。一方面，美國經濟、金融、產業的問題將通過多渠道（如貿易、供應鏈等）傳導給其他經濟體；另一方面，中國權益市場的全球化特徵也越來越顯著，在美股劇烈波動下資金從權益資產中撤離尋求避風港，從近期北上資金明顯流出亦能佐證。儘管A股存在共振下跌的風險，不過相對而言中國市場的韌性或相較美股更強。中美股市盈利週期出現錯峰，A股盈利表現為低位抬頭，美股盈利則表現為高位回落。隨着國內疫情進入尾聲以及中國政府推出強有力的財政貨幣政策，A股市場表現的相對穩定一些，有望率先走出低谷。

丁安華，首席經濟學家

電話：(852) 3761 8901

郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

成亞曼，博士

電話：(852) 3900 0868

郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

我們應當仔細研究各種資產類別的價格變化，追尋其中關於經濟衰退和金融危機的信號，從而判斷未來可能的方向。

一、疫情影響經濟的三個渠道

新冠病毒肺炎已經構成全球大流行（Global Pandemic），廣泛衝擊全球經濟和金融體系的運行。分析傳染病對經濟的影響，由近而遠、由淺入深可以分為三個階段或情形：

一是高強度的防疫導致消費急劇萎縮，通過需求端影響經濟增長；

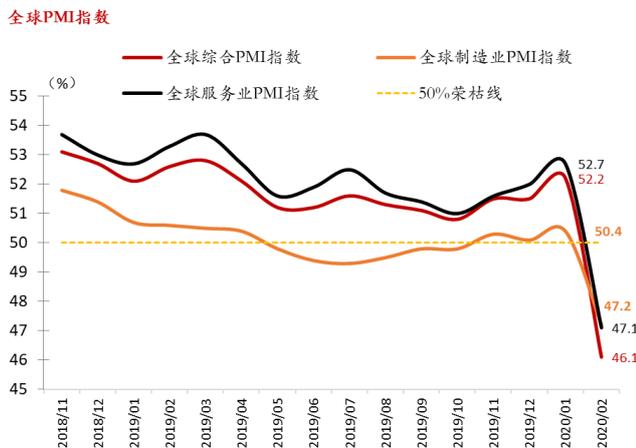
二是若疫情短期內無法得到有效控制，持續的消費萎縮不可避免地衝擊供給側。高強度的防疫措施對供給側的影響並非是線性的，部分行業尤其脆弱，例如航空、酒店、旅遊、餐飲、休閒等；

三是疫情對供給側的負面影響，通過廣泛的金融連接傳導至全球金融市場，資產價格大幅下跌，金融體系風險上升，甚至引發金融危機。

從對經濟的破壞程度來講，上述三種情景之中，消費萎縮導致的短暫需求變化是最為溫和的，儘管在短期內可能出現斷崖式的下行，但是疫情一旦過去，經濟的反彈相對確定。這相當於給經濟按下了暫停鍵，但機器並沒有損壞。而供給端受到打擊的場景，要嚴峻一些，疫情持續導致相關企業陷入困境甚至倒閉，以及失業率隨之快速上升，經濟運行這架機器受到損害。若情況繼續惡化，隨着疫情對供給側損害的加劇，就會通過金融渠道對整體經濟造成打擊，這是最危險的前景。從實體企業自由現金流的中斷，到相關資產價格的大幅下跌，進而惡化金融機構的資產負債表，引發債務到資產的螺旋式惡性循環，導致系統性的金融危機。對經濟增長的長期影響而言，這是最有害的一種前景，需要很長時間才能得到糾正。

所以說，維護金融體系的穩定至關重要，是抗擊疫情雙線作戰的另一個主要戰場。股票價格持續而陡峭的下跌，在廣泛高企的杠桿作用下衝擊金融穩定，造成家庭財富的收縮，其影響是結構性的，尤其是在美國等家庭對股票風險資產敞口較高的發達經濟體。這也是各國必須維護資本市場（股票與房地產）穩定的原因所在。

圖 1：疫情從二月開始給全球經濟造成全面衝擊



資料來源：CEIC、招商銀行研究院、招銀國際證券

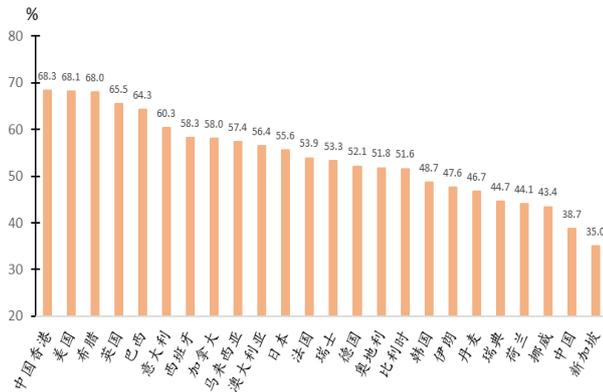
圖 2：疫情影響明顯：旅遊業佔 GDP 的比重



資料來源：世界旅遊及旅行理事會、招商銀行研究院、招銀國際證券
注：數據為 2019 年

圖 3：消費衝擊：發達經濟體私人消費佔比更高

私人部門最終消費支出占GDP比重



資料來源：世界銀行、招商銀行研究院、招銀國際證券
注：數據為 2018 年

圖 4：美國家庭對風險資產的敞口

美國：家庭和非盈利組織直接或間接持有的公司股權
占可支配收入的比例



資料來源：美聯儲、招商銀行研究院、招銀國際證券

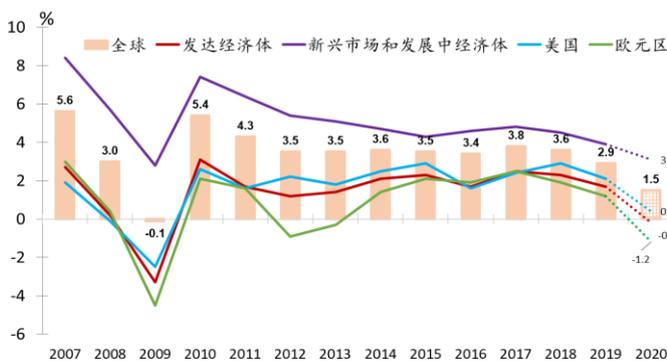
二、全球正步入技術性衰退

我們 3 月 12 號發表《與病毒共存：下調 2020 年中國經濟預測》報告，率先將第一季度中國經濟預測調至負增長。考慮到過往幾年中國對全球增長的貢獻大約是三分之一，如此顯著負增長的中國，勢必拉低全球在一季度的增長水平。進入二季度，疫情對歐美和全球的衝擊升級，將導致本來就很脆弱的歐洲、日本和美國陷入負增長，使得二季度全球增長大概率將明顯收縮。根據定義，兩個季度收縮確認全球經濟進入技術性衰退。隨着疫情在全球蔓延，毫無疑問將持續對經濟社會生活施加負面影響。幾乎可以肯定地說，從季度增長來看，全球正步入一場由公共衛生危機導致的另類衰退。

基準情景下，我們預測今年全球增速僅約 1.5%，較我們之前的預測下調 1.5 個百分點，該體量的衝擊比上一次世衛組織認定的“全球大流行病”（即 2009 年甲型 H1N1 流感）嚴重得多，在全球大流行病歷史上已屬中高等級別，僅次於 1918 年大流感那種死亡人數達億級的超嚴重疫情。按照世界銀行和 IMF 的定義，考慮到人口增長的因素，這一增速水平已經低於約 2.5% 的經驗衰退閾值。也就是說，從全年來看，全球經濟進入衰退已是難以逃避的大概率事件。

圖 5：新冠疫情打擊原本已很脆弱的全球經濟

實際 GDP 增速及預測



資料來源：IMF、招商銀行研究院、招銀國際證券預測

注：虛線為預測值

三、形勢正朝不利的方向發展

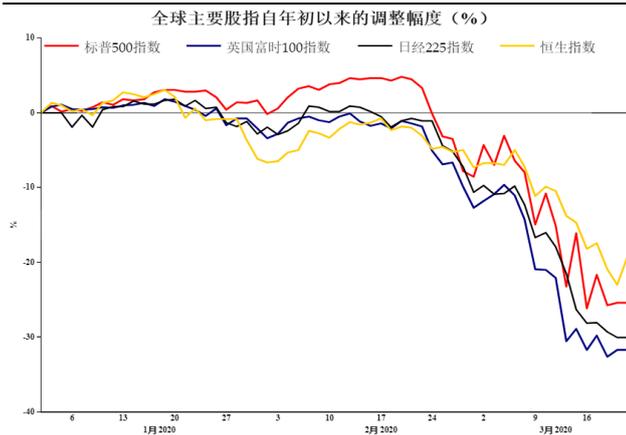
從全球看，形勢正朝不利的方向發展。疫情發展至今，顯然已經不是短期和局部的消費萎縮的格局。一方面，從全球範圍看供給側的傷害已經開始浮現，相關行業和中小企業受到重創；另一方面，供給側的損害正在通過金融渠道影響全球資本市場。近期股票市場大幅波動，交易對手風險明顯上升，現金流緊張局勢迅速蔓延。在恐慌情緒和不確定性下，金融危機的可能前景，並非危言聳聽。

目前，疫情對經濟衝擊的程度，正處於第二階段（供給側損害）向第三階段（金融危機）發展，必須採取有力的政策措施遏制這種不利的發展趨勢，將供給側的損害降到最低，維護金融市場的穩定，從而防止金融危機的可能前景。

全球資本市場的信號，正加深我們對金融危機的憂慮：

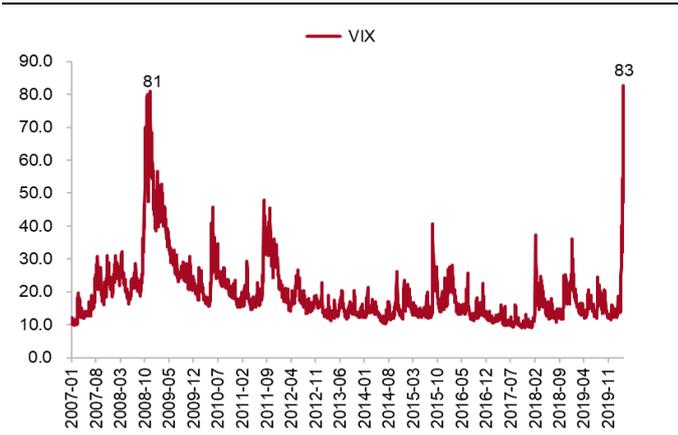
一是近期全球股市出現“史詩級的暴跌”。美股兩周內出現 4 次熔斷，歐美主要股指累計跌幅普遍超過 30%（納指以盤中最低點衡量）。市場恐慌情緒加劇，VIX 指數升高並突破上一輪金融風暴的水平。

圖 6：主要股指自年初以來的調整幅度



資料來源：路透、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 7：VIX 波動率指數



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

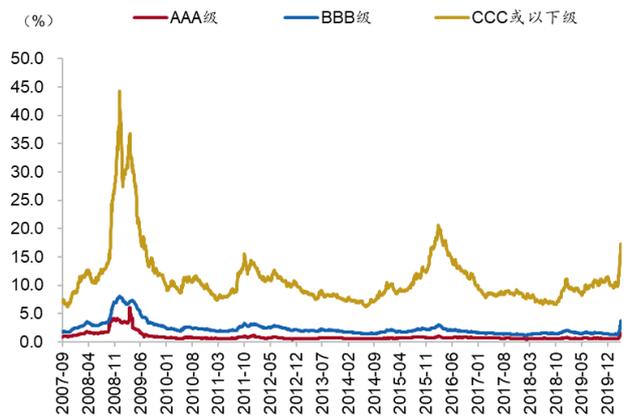
二是美債 10 年期國債利率一度下跌至 0.5%，曾刷新歷史新低，上周在美元流動性短缺的衝擊下回升 40BP；同時信用利差走闊，反映投資者的避險情緒和市場對信用風險的嚴重憂慮。

圖 8：美債 10 年期國債利率快速下行



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

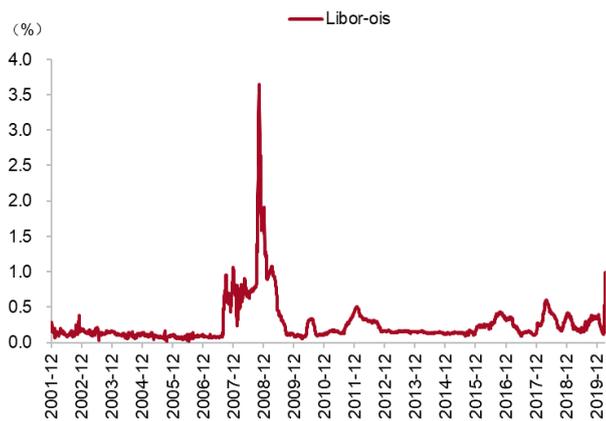
圖 9：美國企業債信用利差走闊



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

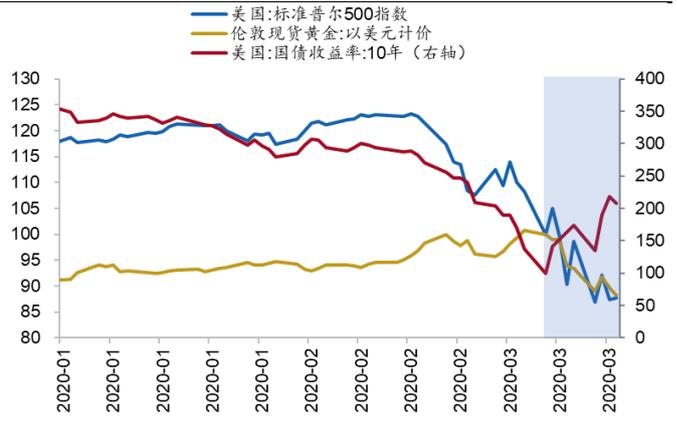
三是美元流動性緊張，導致近期出現黃金、股市和債市同向下跌的現象，表明全球投資者正在不計成本拋售一切資產，轉為持有現金。而美聯儲無論是實施零利率還是 QE 操作都未見有效扭轉市場面臨的流動性緊缺問題，廣譜資產齊跌的現象暫未得到明顯緩解。

圖 10：LIBOR-OIS 息差



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 11：黃金、股市和債市同向下跌



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

四、 會不會引發金融危機？

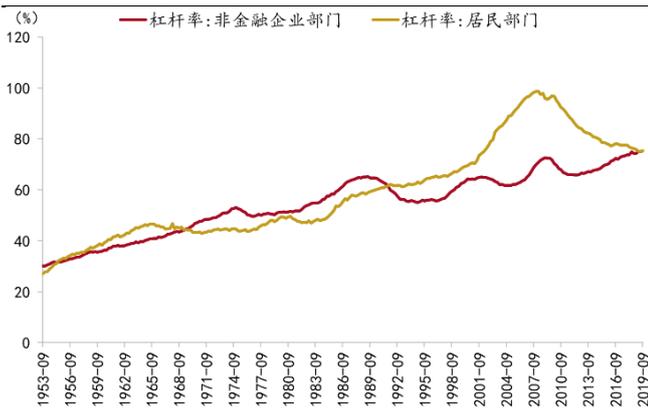
疫情持續之下，經濟陷入技術性衰退，供給側的損害逐漸浮現出來，金融市場面臨多方面的壓力，其中包括美國企業信用風險（尤其是能源、航空等企業的債務風險）、金融機構流動性風險、意大利銀行業風險等。正如病毒蔓延一樣，這些風險一旦觸發就具有傳染性，進而影響金融體系的穩定。

（一） 美國企業信用風險

首先，觀察宏觀槓杆率。2008年金融危機以來，在低利率和低通脹環境的推動下，美國非金融企業部門債務快速擴張，當前企業部門槓杆率已處於歷史最高水平。疫情影響下，美國企業現金流惡化預期上升，盈利前景弱化，疊加債務高槓杆，帶來的風險不可小覷。

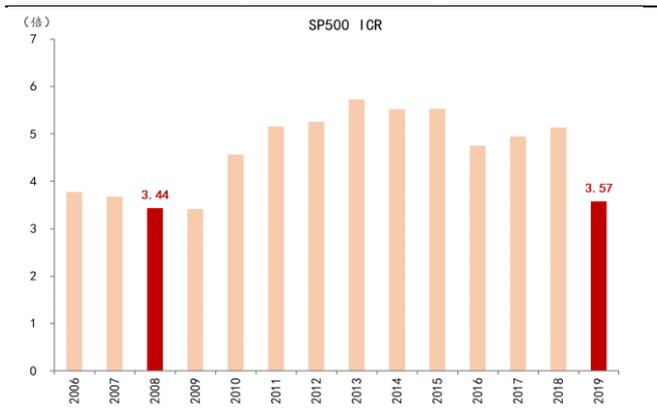
其次，美國上市公司長期償債能力也在下滑，部分原因是上市公司大量回購股份所致。從利息覆蓋倍數（interest coverage ratio）來看，該指標在2019年出現下滑，為次貸危機以來歷史第二低位。若上市公司盈利能力和現金流持續惡化，槓杆問題有可能惡化為信用風險，成為金融危機的誘發因素之一。

圖 12： 美國非金融與居民部門槓杆水平



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 13： S&P500 上市公司利息倍數情況

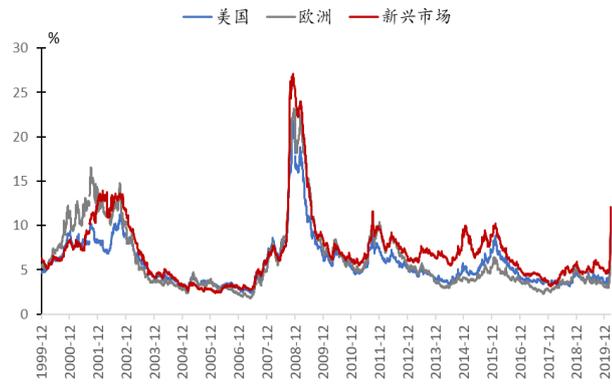


資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

此外，美國不同行業的信用風險存在結構性的分化，尤其是受到低油價擾動和疫情衝擊的能源和航空板塊面臨的信用風險更高。以能源板塊為例，新冠肺炎疫情本身導致全球石油需求預期下滑，而沙特和俄羅斯掀起的石油價格戰更是在供給側添了一把火。在低油價的衝擊下，預計全球大部分油企都會出現盈利下滑，而美國葉岩油企業面臨更加嚴峻的現金流危機。金融市場正在對這種前景給出價格信號，美國能源板塊高收益債利差已經突破2008年金融危機時的高位。在這種極為不利的前景下，美國的財政體系必須介入並提供定向紓困資金，否則能源行業的債務違約風險很可能進一步攀升，成為金融危機的一個觸發因素。

圖 14：高收益債利差明顯上升

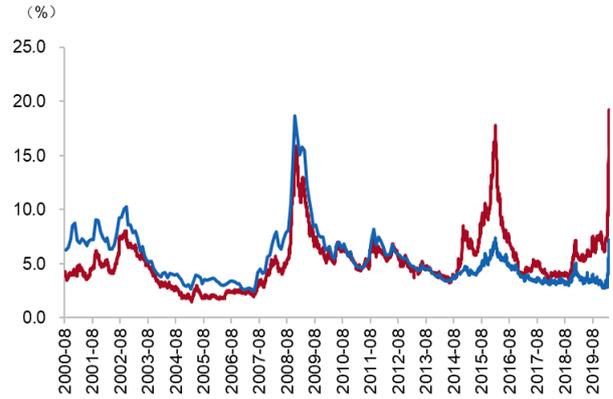
高收益債指數信用利差（經期權調整）



資料來源：FRED、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 15：能源板塊高收益債利差已突破 08 年高位

能源高收益債利差 除能源外高收益債利差



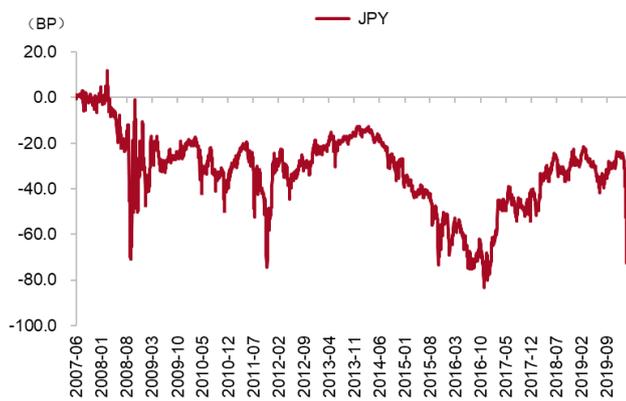
資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際證券

（二）金融機構流動性風險

隨着權益市場和石油價格下跌幅度的不斷加深，美元流動性出現緊張，原因在於資產管理機構面臨不斷增加的產品贖回（Redemption）和保證金追繳（Margin Call）的需求，短時間構成巨大的現金壓力。日元和歐元貨幣掉期點的走闊說明離岸美元流動性也在收緊，互換市場中的美元融資成本走高。上周股債商品齊跌以及美元指數的走強，印證了金融機構在流動性層面的缺口正在拉大。

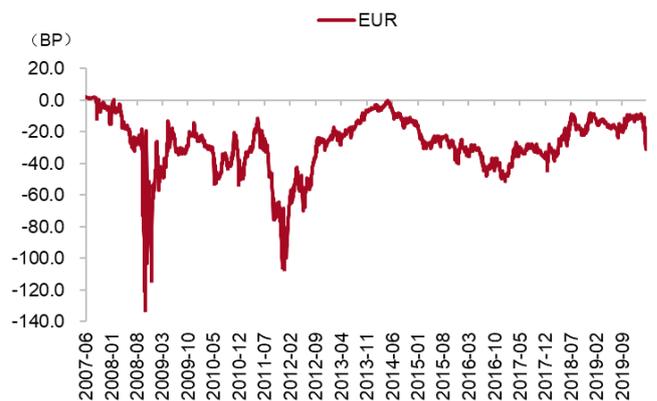
儘管美聯儲緊急降息 150BP 將基準利率壓縮至零利率區間，同時釋放了 7000 億美元規模的量化寬鬆，但是對解決美元流動性緊缺的效果似乎並不顯著，原因在於流動性傳導機制受制於對交易對手風險上升的擔憂。在市場恐慌情緒延續的情境下，非理性的資產拋售情形下，無法估量市場對於流動性的需求缺口具體有多大。若美聯儲等核心央行的流動性投放不足，或貨幣政策傳導不順暢的話，金融機構面臨的流動性風險需要持續保持警惕。

圖 16：JPY basis swap 走闊幅度超過 2008 年



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 17：EUR basis swap 亦有小幅走闊



資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際證券

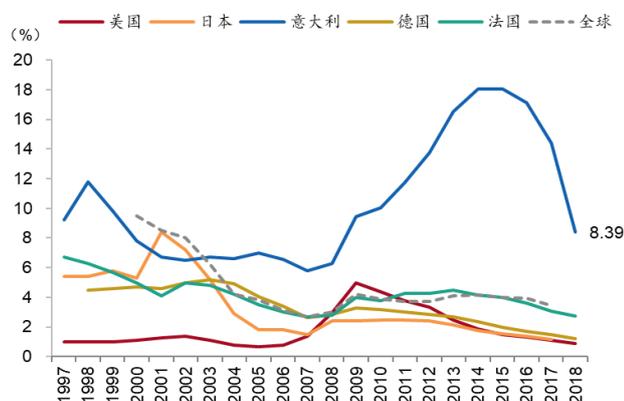
(三) 意大利銀行業風險

2008年金融危機爆發後，意大利銀行業的不良貸款率迅速累積，2011年歐債危機再次加深了歐洲銀行體系的脆弱性，導致意大利銀行業成為歐洲經濟中最薄弱的一環，一度瀕臨爆發銀行業危機。近年來其不良率雖有所回落，但相較美日和其他歐洲主要經濟體，其銀行體系的不良貸款率仍居高位。

目前，意大利新冠疫情迅速惡化，意大利政府採取“封城”等高強度防疫措施，經濟衰退預期隨之上升。中小企業因現金流壓力無法償還債務，可能產生巨額壞賬，預期銀行不良貸款明顯上升，這將令本就脆弱的意大利銀行體系面臨巨大的風險。

近幾個交易日，意大利5年期主權CDS快速反彈，意大利國債亦慘遭拋售，意德利差快速上行，表明市場對意大利出現國家信用風險的預期正在推升，意大利銀行業風險或將成為經濟衰退情景下的一隻“黑天鵝”。

圖 18：各國銀行不良貸款率比較



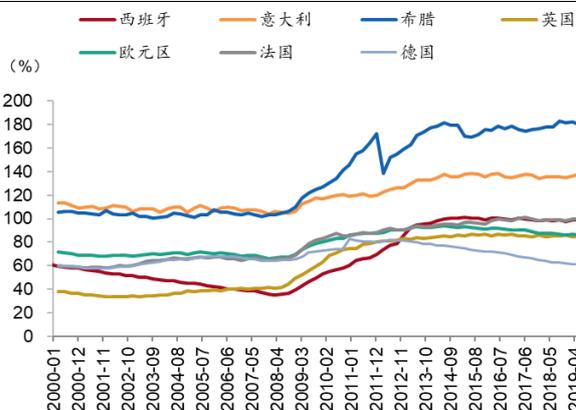
資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 20：意大利主權 CDS 快速上升



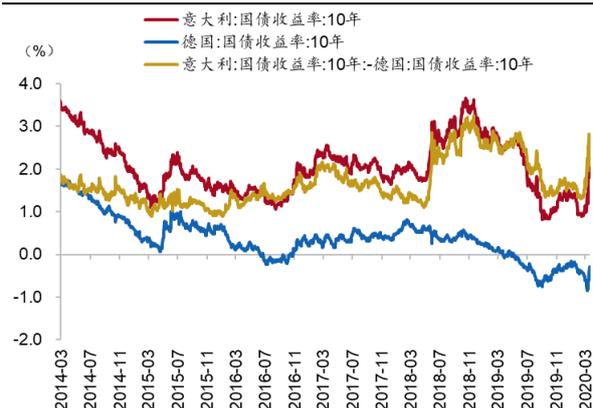
資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 19：債台高築：意大利政府杠杆率



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 21：意大利國債遭到拋售



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

五、市場是否反應過度？

股票市場“史詩級”的下跌，是否反應過度？這涉及金融市場的有效性問題。從此次新冠疫情來看，海外股票市場的反應模式，證明金融市場面對一場前所未有的公共衛生危機時，所面臨的定價困惑。從1月20日左右疫情爆發以來，至少在一個月的時間裡，海外股票市場並沒有什麼反應，美股還創了歷史新高。顯然，在初期市場將此次疫情錯誤地定價為一場短期和局部的衝擊。隨着疫情在海外的失控，世界衛生組織將新冠病毒肺炎界定為全球大流行病，股票市場才開始出現劇烈的反應。市場後知後覺，存在過度反應的可能。

歷史提醒我們，金融市場拋售與經濟衰退之間並非簡單的對應關係。上世紀50年代以來美國的9次熊市中只有6次伴隨着之後的經濟衰退。可見權益市場的定價的確有不少錯誤的情況，至少有三分之一的機會熊市錯誤地預見了經濟衰退的前景。

圖 22：美國歷史上的股市熊市和經濟衰退對照表

美股熊市							美國經濟衰退				
開始時間	見底時間	結束時間	下跌幅度	下跌歷時(月)	反彈歷時(月)	熊市總歷時(月)	是否伴隨經濟衰退	領先經濟衰退的時間(月)	開始時間	結束時間	衰退歷時(月)
1956年8月	1957年10月	1958年9月	-21.6%	14.7	11.1	25.8	是	11	1957年8月	1958年4月	8
							否		1960年4月	1961年2月	10
1961年12月	1962年6月	1963年8月	-28.0%	6.6	14.2	20.8	否				
1966年2月	1966年10月	1967年5月	-22.2%	7.9	6.9	14.8	否				
1968年11月	1970年5月	1972年3月	-36.1%	18.1	21.3	39.5	是	12	1969年12月	1970年11月	11
1973年1月	1974年10月	1980年7月	-48.2%	20.8	69.7	90.4	是	9	1973年11月	1975年3月	16
							否		1980年1月	1980年7月	6
1980年11月	1982年8月	1982年11月	-27.1%	20.5	2.7	23.2	是	7	1981年7月	1982年11月	16
1987年8月	1987年12月	1989年7月	-33.5%	3.3	19.7	23.1	否				
							否		1990年7月	1991年3月	8
2000年3月	2002年10月	2007年5月	-49.1%	30.7	55.8	86.5	是	11	2001年3月	2001年11月	8
2007年10月	2009年3月	2013年3月	-56.8%	17	48.8	65.8	是	2	2007年12月	2009年6月	18

資料來源：美國經濟研究局、彭博、招商銀行研究院、招銀國際證券

過往經驗顯示，當熊市和衰退先後出現時，兩者疊加的嚴重性都會升級：伴隨衰退的熊市平均跌幅（39.8%）大於無衰退時的跌幅（27.9%）；同時，熊市也會使得經濟衰退持續的時間（12.8個月）長於無熊市的衰退時間（8個月）。如果此次疫情導致熊市的出現和經濟衰退的來臨，那麼可能出現的前景是，經濟衰退大概率將會超過兩個季度而持續更長的時間。

觀察股市下跌的深度，對比以往美股熊市和美國經濟衰退下的資產價格表現，我們發現美股在典型經濟衰退時期的平均跌幅在四成左右，目前美國三大股指累計跌幅超過三成，歐洲主要股指跌幅相當。或許可以說，目前股市下調雖沒到位，亦不遠矣。

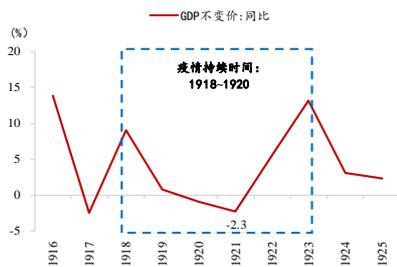
六、投資者在等待什麼？

現在是否是入市時機？投資者還在等待什麼？

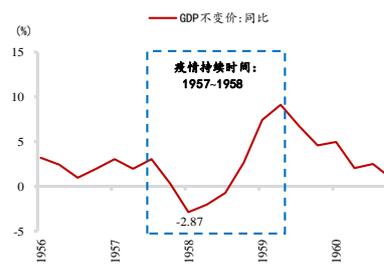
從過去大流行病的歷史經驗看，經濟下行和疫後恢復均呈廣義的 V 型曲線形態，只有長度和深度的差別。一個令人欣慰的事實是，經濟體系都展現了很強的韌性，V 型曲線的右側高度均高於左側的高度，表明流行病疫情過去後經濟報復性反彈的特徵。從大歷史的角度，我們不應該悲觀。

圖 23：疫病衝擊下的 V 型經濟增長曲線

美國實際GDP增速（1918年西班牙流感，美國67.5萬人死亡）



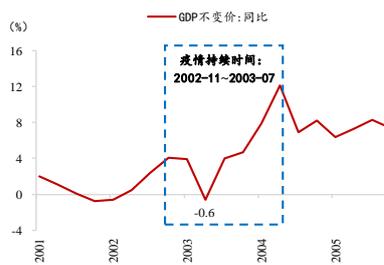
美國實際GDP增速（1958年H2N2流感，美國11.6萬人死亡）



美國實際GDP增速（1968年H3N2流感，美國10萬人死亡）



中國香港實際GDP增速（2003年SARS，全球919人死亡）



資料來源：Wind、Fred、measuringworth.com、招商銀行研究院、招銀國際證券

然而，事情並非如此簡單。未來經濟的恢復程度，取決於當下各國政府的防疫措施和經濟政策。股票市場企穩回升，需要兩個條件。

首先，也是最根本的條件，是疫情受控。市場在等待新增確診病例回落的拐點，這在很大程度上涉及到防疫強度的問題。從中國和韓國的經驗來看，最高防疫強度下，兩個月內是有希望控制疫情發展曲線的。考慮到各國政府的執行力和民眾的防疫意識、方式和力度的不同，海外疫情可能還需要兩至三個月時間，才能見到曲線回落趨勢。

同時，雙線作戰的另一個戰場是經濟政策，一是依靠財政政策將供給側的損害降到最低，二是通過貨幣政策維護全球金融市場的穩定。在這方面，我們已經看到一些積極的進展，包括多國央行降息和重啟量化寬鬆，以及大規模刺激經濟方案的推出。例如，美聯儲在迅速降息 150BP 至 0-0.25% 的基礎上，啟動了 7000 億美元量化寬鬆，並迅速重啟各種非常規的流動性管理工具，包括為一級交易商提供融資和借券便利的一級交易商信貸便利工具（PDCF）、向發行商業票據的非金融企業提供商業票據融資便利（CPFF）、向貨幣市場投資者提供融資便利（MMLF）等，這些措施部分緩解了回購和票據市場的流動性問題。加拿大、英國、澳大利亞、日本等央行也迅速通過大幅降息或擴大資產購買計劃等方式加大貨幣政策寬鬆利率。為緩解全球美元融資市場面臨的壓力，美聯儲與澳大利亞、巴西等

九家央行建立了臨時美元流動性互換協議。此外，各國相繼出臺大規模的減稅、投資等經濟刺激政策，其中包括美國萬億美元一攬子刺激計劃等。

面對一場公共衛生危機，財政和貨幣政策不能取代疫苗，本身並不能殺死病毒。但各國政府和央行如能及時、精準行動，仍能夠在很大程度上對沖疫情和市場波動對各部門經濟的衝擊，並給予投資者信心。

七、中國會不會率先走出衰退？

中國經濟在一季度已經受到重創，我們預計在一季度將看到負增長（預測-3.7%），二季度會明顯回升，儘管可能仍然低於趨勢水平；基準情形下，三四季度出現報復性反彈。

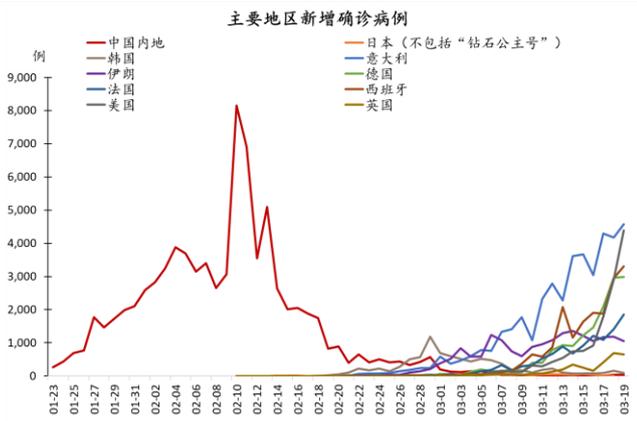
圖 24：中國實際 GDP 增速預測（%）

季度	2019	2020F（基準情形）	2020F（樂觀情形）
Q1	6.4	-3.7	-2.5
Q2	6.2	5.5	6.5
Q3	6.0	8.0	8.5
Q4	6.0	6.5	7.0
全年	6.1	4.5	5.2

資料來源：Wind、招商銀行研究院預測、招銀國際證券

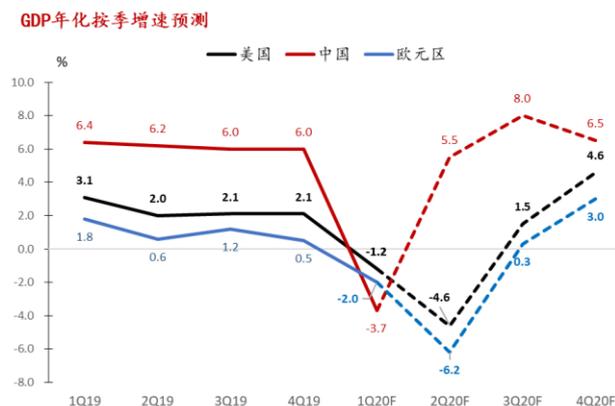
而歐美由於疫情的發展與中國存在時間差，全球確診曲線大體呈現出雙峰形態，最顯著的影響出現在二季度。我們預計，美國二季度環比年化 GDP 萎縮 4.6%，全年增長在零附近，大幅低於上年度的 2.3% 和我們年初的預期 1.8%。歐洲由於本身經濟增長基礎脆弱，預計深處負增長沼澤的時間更長，全年 GDP 萎縮 1.2%。基準情形下，經濟活動的恢復大概率遵循先中國、後美國、再歐洲的順序。

圖 25：新冠疫情在全球的爆發呈現雙峰形態



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 26：全球經濟大概率在技術性衰退後反彈



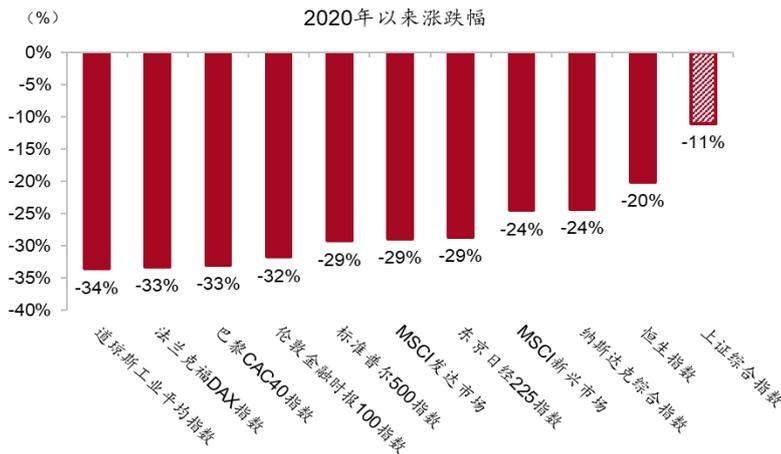
資料來源：彭博、招商銀行研究院、招銀國際預測

八、A股能否走出獨立行情？

目前中外疫情變化出現錯峰，國內企業逐步復工復產，經濟活動開始恢復；而海外的檢疫隔離、限制出行似乎才剛剛開始，A股能否走出獨立行情成為了市場關注的問題之一。

今年以來，中外股市走勢出現一定的分化。截至3月20日，全球主要股市當中，A股跌幅較小。這是否意味着中美股市能夠實現脫鉤？

圖 27：全球主要經濟體股市自年初以來的表現



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券（截至3月20日）

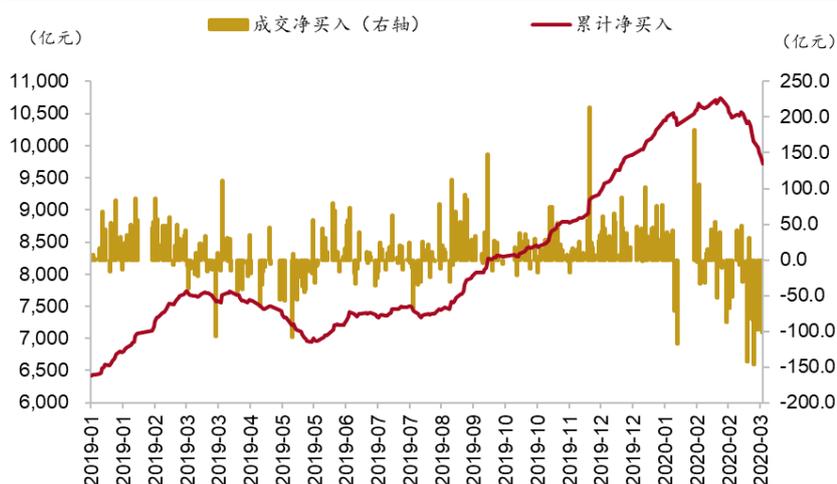
從2005年股改以來，中美股市的同向性非常顯著。歷史數據來看，在美股大跌時期，除2008年4萬億、2015年股災前A股走出了獨立行情，其他大部分時間均表現為下跌。但在美股上漲時期，A股則漲跌互現。也就是說，A股的“跟熊”特徵更為明顯，背後邏輯或更多源於情緒的共振。

展望後市，若美股延續下跌之勢，我們認為A股走出獨立行情的概率不大。

一方面，美股劇烈下跌，其背後通常伴隨的是經濟的下行。美國作為當前全球經濟體量最大的國家，其經濟、金融、產業上的問題將通過多渠道（如貿易、供應鏈等）傳導給全球其他經濟體。對於中國來說，作為世界第二大經濟體以及全球產業鏈的重要角色之一，其經濟發展與全球經濟政治形勢息息相關，外需的走弱無疑將會對中國的出口造成衝擊，權益市場受到波及在所難免。

另一方面，隨着A股市場的逐步放開，中國權益市場的全球化特徵也將更為顯著。無論是QFII/RQFII限額的取消，還是MSCI、富時羅素等國際主要指數提升A股納入佔比，都是中國資本市場對外開放趨勢的具體體現。自滬深港通開通以來，外資對中國資產的配置也在逐漸加碼。在美股的劇烈波動下，全球市場風險偏好下降，資金往往從權益資產中撤離尋求避風港，這對各經濟體資本市場將形成不同程度的衝擊。從近期北上資金出現的明顯流出特徵亦能佐證這一判斷。

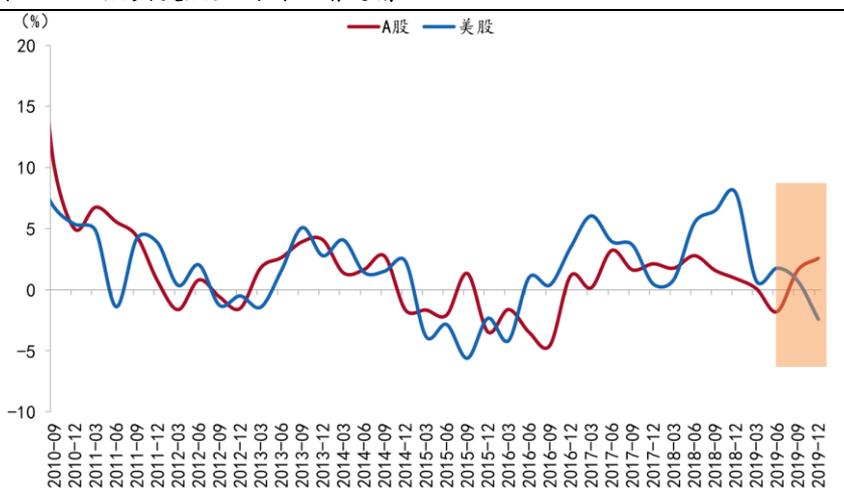
圖 28：北上資金近期流出特徵明顯



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

不過，儘管 A 股存在共振下跌的風險，相對而言中國的韌性或相較美股更強。一方面，中國資本市場改革持續推進，科創板的上市、創業板註冊制改革將拓寬市場廣度、豐富市場層次，並購重組、再融資政策的放鬆將加大對科技、創新型企業的直接融資支持力度；另一方面，中美股市盈利週期出現錯峰，A 股盈利表現為低位抬頭，美股盈利則表現為高位回落，預計 A 股市場在盈利層面具備相對優勢。也就是說，隨着中國資本市場廣度與深度的完善、上市公司盈利週期與美股逐步錯開，A 股的韌性料更強。

圖 29：A 股與美股盈利同比增速情況



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

放眼當下，隨着國內疫情進入尾聲，以及中國政府推出強有力的財政貨幣政策，中國經濟有望在二季度逐步恢復，相較於海外市場受制於疫情蔓延而劇烈波動，A 股市場有望率先走出低谷。

九、結論

全球正步入一場由公共衛生危機導致的另類衰退。目前，疫情對經濟衝擊的程度正處於第二階段（供給側損害）向第三階段（金融危機）演變，金融市場面臨多方面的壓力，其中包括美國企業信用風險、金融機構流動性風險、意大利銀行業風險等，必須採取有力的政策措施遏制這種不利的發展趨勢，將供給側的損害降到最低，維護金融市場的穩定，從而防止金融危機的可能前景。

市場後知後覺，存在過度反應的可能。或許可以說，目前股市下調雖沒到位，亦不遠矣。股票市場企穩回升需要兩個條件，首先也是最根本的條件是疫情受控，同時雙線作戰的另一個戰場是經濟政策，依靠財政政策將供給側的損害降到最低，並通過貨幣政策維護全球金融市場的穩定。基準情形下，經濟活動的恢復大概率遵循先中國、後美國、再歐洲的順序。展望後市，若美股延續下跌之勢，我們認為 A 股走出獨立行情的概率不大，存在共振下跌的風險，但相對而言中國市場的韌性更強，有望率先走出低谷。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。