

美国近 50 年来历次经济衰退与股市走势



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——川财投研看世界系列之二十一（20200417）

核心观点

❖ 从 1973 年至 2009 年，美国一共经历了五次经济衰退。由于美国经济韧性较强，这五次衰退的平均时间大约为一年半至两年左右。由于每次经济衰退的原因、程度和持续时间不一样，伴随着的美股回撤幅度和持续时间存在较大差异。发生在 2001-2002 年的经济衰退是这五次经济衰退中程度最浅的一次，这次衰退美股没有陷入熊市。发生在 2008 年至 2009 年的经济衰退是美国近 50 年来最严重的一场经济衰退，这次衰退使标普 500 回撤了 57.69%。

❖ 2020 年的新冠疫情导致现阶段美国经济陷于衰退。受 2020 年的新冠疫情影响，美国经济进入快速下行的通道。现阶段美国经济受到的冲击已经涉及到制造业、服务业、就业以及商业活动信心等领域。由于这次急速大幅的经济下行不是自然衰退所导致，而是疫情所引发的，美国采取的严格防控措施是导致经济陷入停滞的重要因素。未来疫情的发展和控制在决定美国经济趋势的关键。

❖ 预计此次疫情带来的美国、欧洲以及新兴经济体的金融市场震荡将存在一定的投资机遇。美股自 2020 年 2 月下旬开始出现明显下跌，并且在 3 月震荡加剧。鉴于疫情现阶段还没有出现根本性控制，不排除未来美股仍会有震荡和波动走势出现。美股中能源、金融以及工业板块中的航空业、非必需消费中的休闲娱乐业跌幅较大，预计在这一轮疫情引发的美股回调中这些板块或存在较好的低位投资机遇。考虑到美股现阶段的系统性风险仍然存在，叠加疫情、全球虫害和避险情绪的上升，现阶段建议配置医疗、黄金、农业以及军工相关的板块。相关 ETF 为 iShares U.S. Healthcare ETF、US GO Gold and Precious Metal Miners ETF、First Trust Indxx Global Agriculture ETF、iShares U.S. Aerospace & Defense ETF 等。这次疫情也导致了欧洲和新兴市场的经济下行，目前来看它们所受冲击不亚于美国。欧洲及新兴市场中有一些跌幅较大以及低估值的指数值得关注，如法国 CAC40、英国富时 100、爱尔兰综指、奥地利 ATX、新加坡海峡指数、印度 SENSEX30、马尼拉综指、巴西 IBOVESPA 和墨西哥 MXX。预计未来全球市场还会出现震荡，建议可以考虑在低点分批布局这些指数相关 ETF：iShares MSCI United Kingdom ETF、Franklin FTSE France ETF、iShares MSCI Ireland Capped ETF、iShares MSCI Austria Capped ETF、iShares Core MSCI Europe ETF、iShares MSCI Singapore ETF、Franklin FTSE Brazil ETF、Franklin FTSE Latin America ETF、Franklin FTSE India ETF、iShares MSCI Philippines ETF、Franklin FTSE Mexico ETF。

❖ 风险提示：经济增长不及预期；美联储政策超预期；贸易保护主义的蔓延；全球范围黑天鹅事件。

证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 海外深度

报告时间 | 2020/04/17

分析师

陈 雳

证书编号：S1100517060001

010-66495910

chenli@cczq.com

联系人

王一棠

证书编号：S1100118050005

0755-25333092

wangyitang@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、近 50 年美国经历的经济衰退与股市走势	4
1.1 1973-2009 年的美国经济衰退.....	4
1.2 2020 年疫情导致的美国经济衰退.....	7
二、现阶段风险资产的走势与配置	12
2.1 现阶段美股的走势与配置	12
2.2 现阶段欧洲和新兴市场的股市走势与配置.....	16

图表目录

图 1:	1971-2010 年美国 GDP 环比折年率 (%)	6
图 2:	1971-2010 年美国 CPI 月同比增速 (%)	6
图 3:	1971-2010 年美国 ISM 制造业 PMI	6
图 4:	1971-2010 年美国失业率 (%)	6
图 5:	1971-2010 年标普 500 走势	6
图 6:	美国 CPI 当月同比增速 (%)	7
图 7:	美国核心 CPI 当月同比增速 (%)	7
图 8:	美国能源 CPI 当月同比增速 (%)	7
图 9:	美国食品与饮料 CPI 当月同比增速 (%)	7
图 10:	美国 ISM 制造业 PMI	8
图 11:	美国 ISM 非制造业 PMI	8
图 12:	美国 MARKIT 制造业 PMI	8
图 13:	美国 MARKIT 服务业 PMI	8
图 14:	美国失业率 (%)	9
图 15:	美国新增非农就业人数 (千人)	9
图 16:	美国当周申请失业救济金的人数 (人)	9
图 17:	美国密歇根大学消费者信心指数	10
图 18:	美国 SENTIX 投资信心指数	10
图 19:	美国中小企业乐观指数 (季调)	10
图 20:	美国联邦基金目标利率 (%)	11
图 21:	美股三大指数走势	12
图 22:	美股三大指数 PE	13
图 23:	2020 年初以来标普 500 各行业表现 (%)	13
图 24:	年初以来美国标普 500 能源行业跌幅前十个股 (%)	14
图 25:	年初以来美国标普 500 金融行业跌幅前十个股 (%)	14
图 26:	标普 500 工业中跌幅较大的航空股 (%)	15
图 27:	标普 500 非必需消费中跌幅较大的休闲娱乐业相关个股 (%)	15
图 28:	欧元区 HICP (调和 CPI) 当月同比增速 (%)	16
图 29:	欧元区制造业和服务业 PMI	16
图 30:	印度 CPI 当月同比增速 (%)	17
图 31:	印度制造业和服务业 PMI	17
图 32:	巴西全国消费者物价指数 (INPC) 同比增速 (%)	17
图 33:	巴西制造业和服务业 PMI	17
图 34:	今年年初以来全球主要指数表现 (%)	18
图 35:	欧洲以及新兴市场估值偏低指数的 PE	18
表格 1:	美国近期出台的货币政策	11
表格 2:	美国近期出台的财政政策	11

一、近 50 年美国经历的经济衰退与股市走势

1.1 1973-2009 年的美国经济衰退

从 1973 年至 2009 年，美国一共经历了五次经济衰退。由于美国经济韧性较强，这五次衰退的平均时间大约为一年半至两年左右。由于每次经济衰退的原因、程度和持续时间不一样，伴随着的美股回撤幅度和时间存在较大差异。

近 50 年的第一次经济衰退发生在 1973 年 11 月至 1975 年 3 月。20 世纪 70 年代，由于美国财政赤字的大幅增加，叠加通货膨胀的加速蔓延，美国经济下行问题开始进一步显现。1973 年初，美元危机再度爆发，美元开始加速贬值，以美元为中心的布雷顿森林货币体系走向崩溃。1973 年 10 月第四次中东战争爆发，石油价格迅速上涨，致使通胀问题进一步加深。在这些问题的共同推动之下，美国发生了严重的滞胀危机。美国 GDP 环比折年率从 1973 年一季度的 10.3% 回落至 1975 年一季度的 -4.8%。美国 CPI 增速从 1973 年 1 月的 3.6% 迅速上升至 1975 年 3 月的 10.3%。美国制造业迅速萎缩，失业率飙升。美国 ISM 制造业 PMI 从 1973 年 11 月的 68.1 的高位回落至 1975 年 3 月的 31.6。美国失业率从 1973 年 11 月的 4.8% 上升至 1975 年 3 月的 8.6%。这一轮经济衰退伴随着的美股熊市是从 1973 年的年初一直到 1974 年 10 月。标普 500 从 1973 年 1 月的最高点 120.24 点回落至 1974 年 10 月的最低点 62.28 点，跌幅达到了 48.2%。

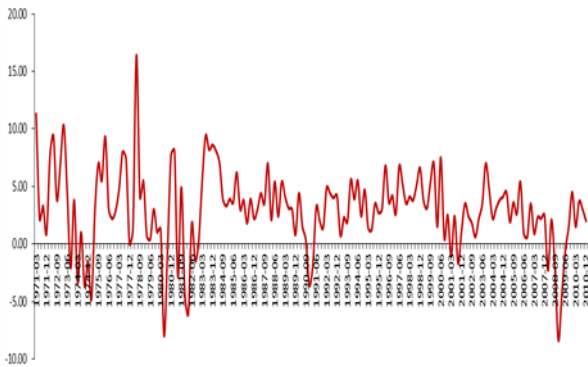
近 50 年美国第二次经济衰退发生在 1980 年 1 月至 1982 年 11 月。1979 年第二次石油危机爆发，石油价格再次迅速上升，这再次加重了美国的滞胀，从而导致了美国经济的又一次衰退。1980 年至 1982 年美国三年几呈现 W 型增长曲线。1980 年二季度美国 GDP 环比折年率迅速下降至 -8%，1981 年一季度又快速回升至 8.1%，1982 年一季度又回落至 -6.1%，到 1982 年四季度美国 GDP 环比折年率又恢复到正增长。期间美国通胀水平较高，1980 年 3 月美国 CPI 同比增速高达 14.8%。美国制造业在这次衰退期间也经历了较大波动。美国 ISM 制造业 PMI 在 1980 年 5 月最低回落至 29.4，1980 年 11 月升至 58.2，1982 年 5 月回落至 35.5，1982 年 12 月才恢复至 40 以上。美国失业率在 1982 年 11 月高达 10.8%。这次经济衰退也伴随着一次美股熊市的发生。但是这次熊市中美股的回撤幅度较小。标普 500 从 1980 年 11 月的最高 140.52 点回落至 1982 年 8 月的最低 102.2 点，回撤幅度为 24.27%。

美国近 50 年来第三次衰退发生在 1990 年 7 月至 1991 年 3 月。这次衰退是这五次经济衰退中程度最浅的一次。美国储蓄和贷款危机以及海湾战争带来的油价上升是导致这次经济衰退的重要原因。这次衰退期间，美国的 GDP 环比折年率从 1990 年一季度的 4.4% 回落至 1990 年四季度的 -3.6%。期间 CPI 最高上升至 1990 年 11 月的 6.3%。ISM 制造业 PMI 在 1991 年 1 月回落至 39.2。失业率在 1991 年 3 月上升至 6.8%。这次经济的浅层衰退并没有伴随美股熊市的出现。标普 500 从 1990 年 7 月的最高 369.78 点回落至 1990 年 11 月的最低 301.61 点，期间仅仅下跌了 18.44%。

美国近 50 年来第四次经济衰退发生在 2000 年 9 月至 2001 年 10 月。美国互联网行业的投资过度最终导致了美国互联网泡沫的破裂，叠加后来“9·11”事件的发生，美国经济受到了明显的冲击。衰退期间美国 GDP 环比折年率从 2000 年第二季度的 7.5% 回落至 2001 年第三季度的 -1.7%。CPI 增速在 2001 年 9 月下降至 2.6%。制造业受到了显著打击，ISM 制造业 PMI 从 2000 年 9 月的 49.7 回落至 2001 年 10 月的 40.8。失业率从 2000 年 9 月的 3.9% 上升至 2001 年 10 月的 5.3%。这次美国熊市的跨度明显长于经济衰退时间，而且美股的下跌幅度也较大。标普 500 从 2000 年 3 月最高的 1552.87 点回落至 2002 年 10 月的 768.63 点，下跌幅度达到 50.5%。

美国近 50 年来第五次经济衰退发生在 2008 年 1 月至 2009 年 6 月，这是美国历史上近 50 年来最严重的一场经济危机。这次经济危机由次贷危机引发。2007 年 3 月次贷危机开始爆发，随后不断蔓延和加重。次贷危机沉重地打击了美国房地产行业，并且引发了美国 and 全球金融市场风暴。期间 GDP 环比折年率从 2007 年四季度的 2.5% 迅速回落至 2008 年 3 月的 -2.3%，并且在 2008 年四季度最多跌至 -8.4%。美国 CPI 月同比增速在 2008 年 7 月最高上升至 5.6% 之后，2009 年一度跌至负值。ISM 制造业 PMI 在 2008 年 12 月最多跌至 33.1。当月失业率在 2009 年多次超过了 9%。在这次经济衰退中，美国大批金融机构遭遇破产，金融市场受到剧烈的冲击。标普 500 从 2007 年 10 月的最高 1576.09 点下跌至 2009 年 3 月的最低 666.79 点，回撤幅度达到 57.69%。

图 1： 1971-2010 年美国 GDP 环比折年率 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 2： 1971-2010 年美国 CPI 月同比增速 (%)



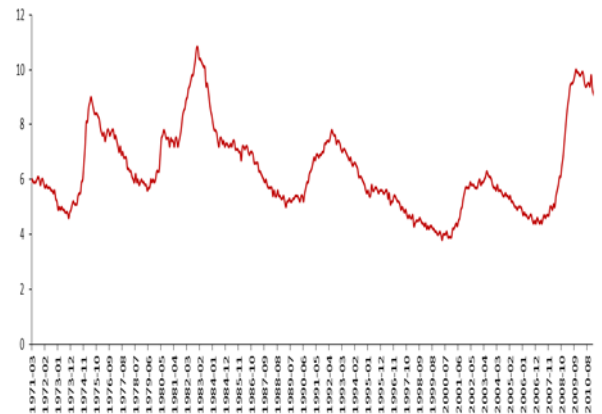
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 3： 1971-2010 年美国 ISM 制造业 PMI



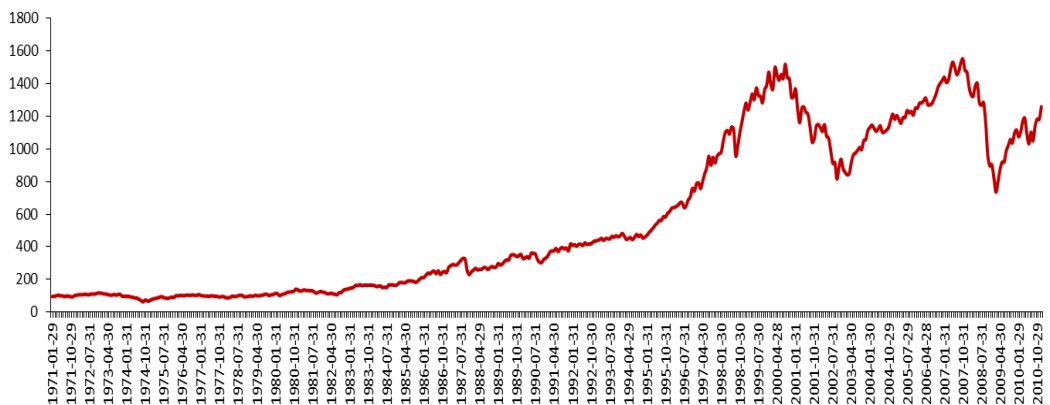
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 4： 1971-2010 年美国失业率 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 5： 1971-2010 年标普 500 走势



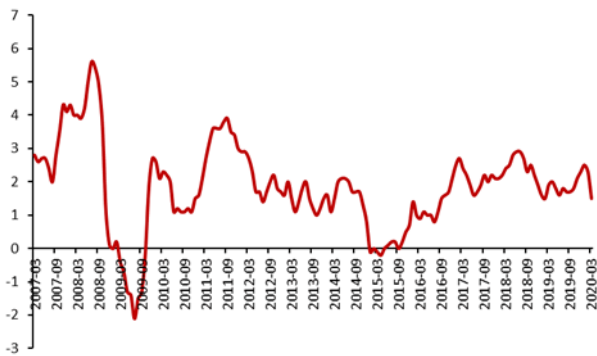
资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

1.2 2020 年疫情导致的美国经济衰退

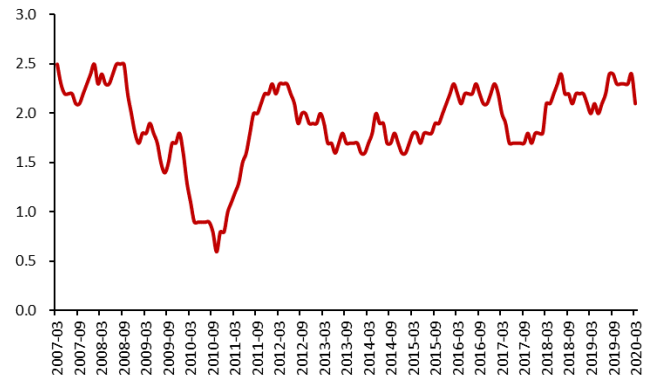
受 2020 年的新冠疫情影响，现阶段美国经济短时间进入快速下行的通道。受原油价格下跌影响，美国今年 3 月的 CPI 呈现出下行态势。美国今年 3 月的未季调 CPI 年率为 1.5%，不及预期 1.6%，大幅低于前值的 2.3%；今年 3 月的未季调核心 CPI 年为 2.1%，不及预期 2.3%和前值 2.4%。其中，美国今年 3 月的能源 CPI 增速为-5.7%，改变了 2020 年 1 月和 2 月的正增长态势；另一方面，今年 3 月的美国食品饮料 CPI 出现了上行态势，增速为 1.9%，高于前值 1.7%。预计未来石油价格逐渐回升之后，在货币宽松的环境之下，美国整体 CPI 或将出现上行。

图 6：美国 CPI 当月同比增速 (%)



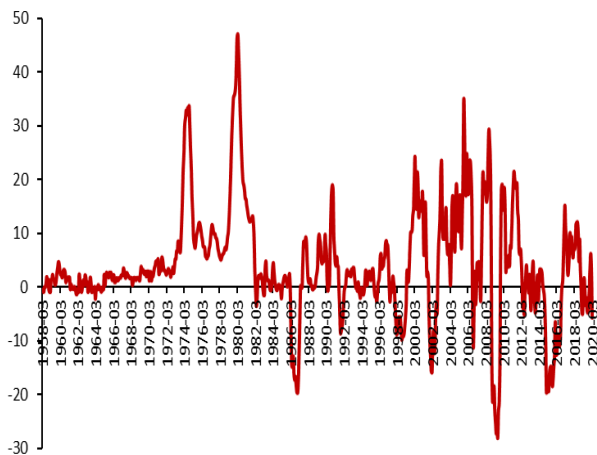
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7：美国核心 CPI 当月同比增速 (%)



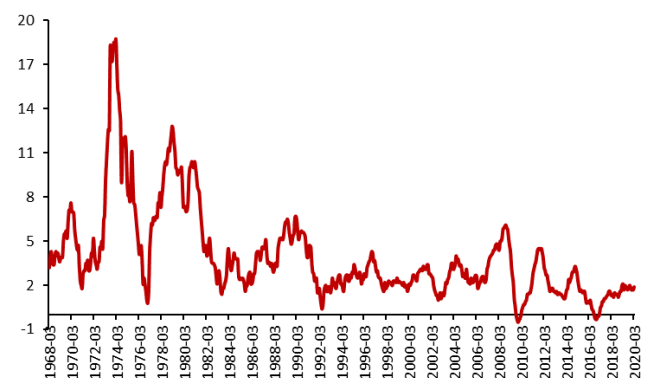
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8：美国能源 CPI 当月同比增速 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

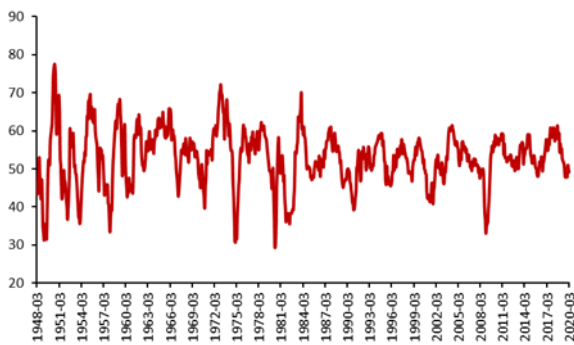
图 9：美国食品与饮料 CPI 当月同比增速 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

在疫情影响下，美国现阶段制造业和服务业均受到严重冲击。美国今年3月Markit PMI终值为48.5，尽管略高于预期的48，但是创下2009年8月以来的新低。美国今年3月的Markit服务业PMI终值录得39.8，大幅低于前值49.4。美国今年3月的ISM制造业PMI为49.1，虽高于预期45，但是远远不及前值50.1。美国今年3月的ISM非制造业PMI为52.5，虽然高于预期的43，但是远低于前值57.3，创2016年8月以来新低。由于美国现阶段疫情还没有得到大幅控制，预计二季度制造业和服务业还将出现疲弱的态势。

图 10： 美国 ISM 制造业 PMI



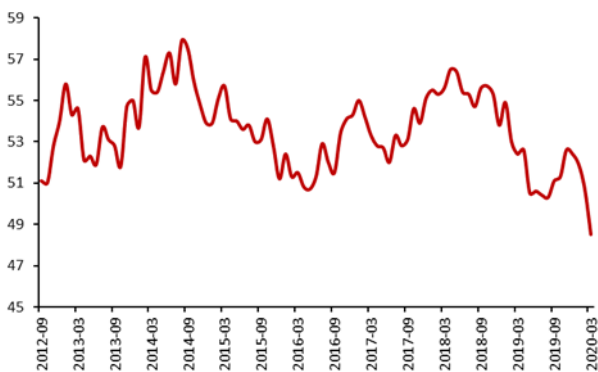
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11： 美国 ISM 非制造业 PMI



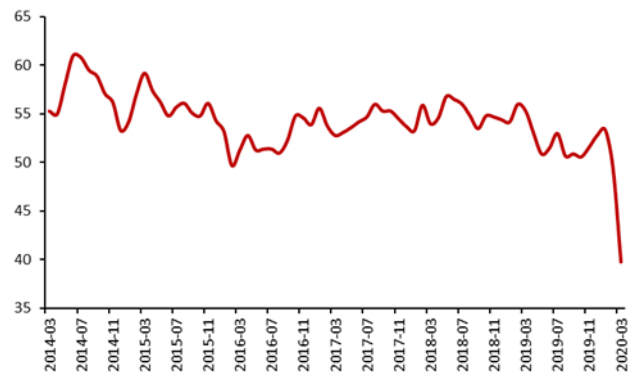
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12： 美国 Markit 制造业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 13： 美国 Markit 服务业 PMI



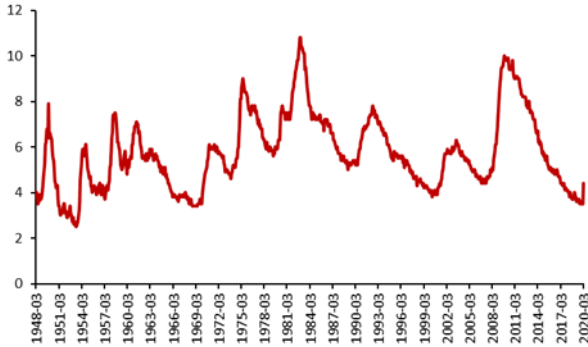
资料来源：Wind，川财证券研究所

除了制造业和服务业出现明显下行以外，美国的就业受到大幅冲击。美国今年3月的失业率升至4.4%，高于预期的3.8%和前值3.5%。今年3月美国的非农部门就业岗位减少70.1万个，是自2010年9月以来首次减少。截至今年4月11日当周，美国新增初请失业金约525万人，略高于预期的500万人，低

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

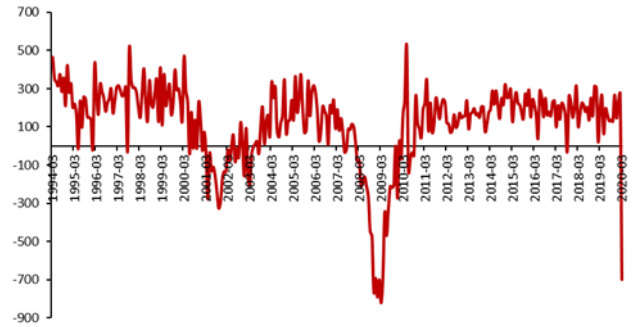
于前一周的 660 万人。美国过去四周的失业总人数已经超过了 2200 万，几乎抹去了 20 世纪 30 年代大萧条以来所有的就业增长。

图 14： 美国失业率 (%)



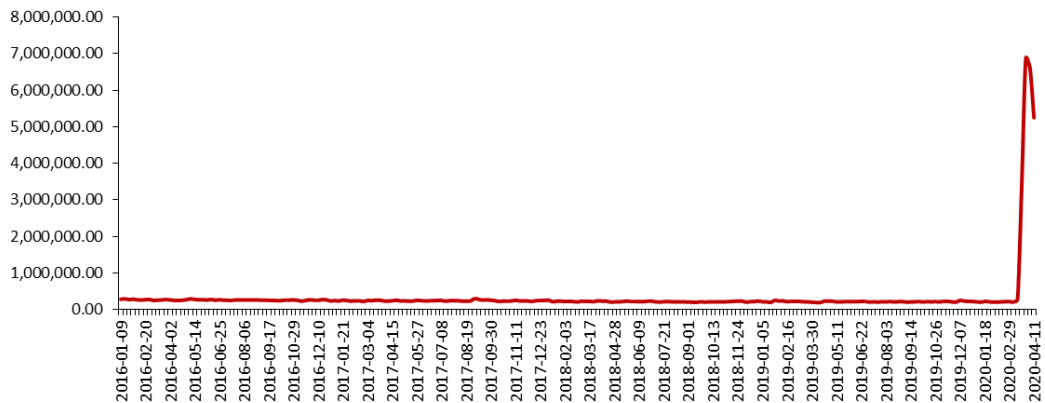
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 15： 美国新增非农就业人数 (千人)



资料来源：Wind，川财证券研究所

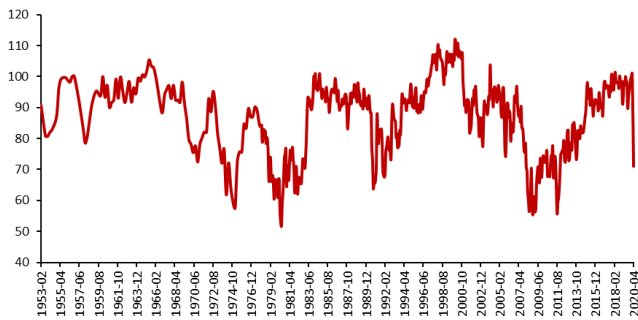
图 16： 美国当周申请失业救济金的人数 (人)



资料来源：Wind，川财证券研究所

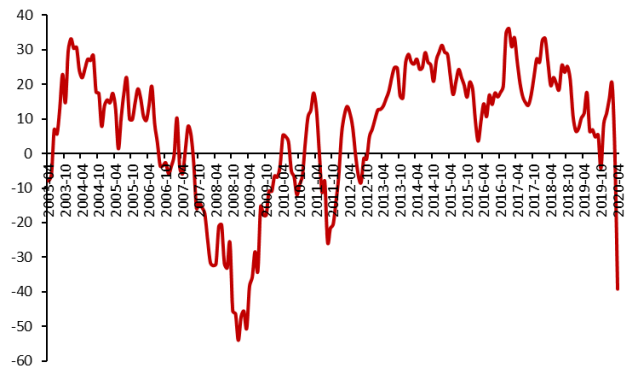
此外，今年 3 月美国 Sentix 投资者信心指数降至-39.1，是 2009 年 3 月以来的最低值。今年 3 月美国中小企业乐观指数回落至 96.4，为 2016 年 10 月以来的最低值。今年 4 月密歇根大学美国消费者信心指数降至 71，大幅低于前值 89.1。现阶段美国的经济受到的冲击已经涉及到制造业、服务业、就业以及商业活动信心等领域。由于这次大幅的经济下行不是自然衰退所导致，而是疫情所引发的，美国采取的严格防控措施是导致经济陷入停滞的重要因素。因而未来疫情的发展和控制在决定美国经济趋势的关键。

图 17： 美国密歇根大学消费者信心指数



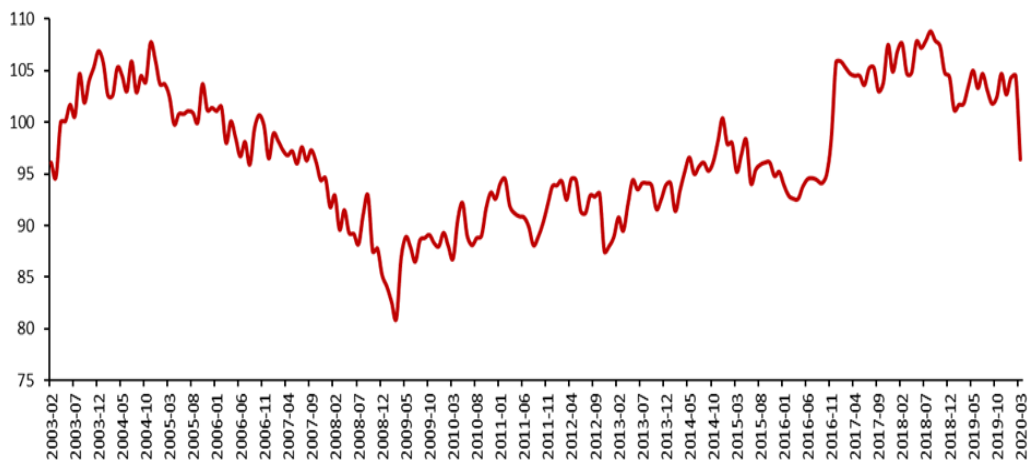
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 18： 美国 Sentix 投资信心指数



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 19： 美国中小企业乐观指数（季调）



资料来源：Wind，川财证券研究所

在疫情导致的这次美国经济下行中，美国的救市幅度达到历史空前的规模，而且行动非常迅速。美联储采取两次非常规降息，最后将联邦基金利率目标区间下调至 0%-0.25% 的历史低位，并且启动了无限量 QE。另外，特朗普签署 2 万亿美元经济刺激法案，意味着美国通过了历史上规模最大的救市计划。目前美国的货币政策短期内已经一定程度上缓解了流动性问题，而财政政策的传导还需要一定的时间。预计现阶段的货币政策和财政政策目前还无法根本上完全解决疫情带来的经济下行风险，疫情的控制仍然是未来影响经济和市场的重要因素。

表格 1. 美国近期出台的货币政策

时间	政策内容
3月3日	美联储采取 2008 年后的首次非常规降息，将利率调低 50 个基点。
3月13日	美联储宣布展开逆回购操作，并提供逆回购上限。
3月16日	美联储再次出台了非常规操作，大幅降息 100 个基点至 0 利率区间，同时宣布购买至少 5000 亿美元美国国债和 2000 亿美元机构抵押贷款支持证券，推出 7000 亿的 QE。
3月18日	美联储启动商业票据融资工具（CPFF），同时一级交易商信贷便利机制（PDCF）登场，继续向市场“注水”。
3月19日	美联储宣布推出货币市场共同基金流动性工具（MMLF），货币工具继续加码。
3月20日	美联储联手九大央行建立临时美元流动性安排，希望以此减轻全球美元融资市场的压力，进而降低上述压力国内外家庭和企业信贷供应的负面影响。
3月23日	美联储宣布广泛新措施来支持经济，包括了开放式的资产购买，扩大货币市场流动性便利规模，并强调为确保市场运行和货币政策传导，将不限量按需买入美债和机构抵押贷款支持证券，启动了不限量 QE。
3月31日	美联储宣布建立针对外国和国际货币当局的临时回购协议工具（FIMA 回购工具）。该项货币工具用以支持包括美国国债市场在内的金融市场稳定运转。
4月9日	美联储宣布推出 2.3 万亿美元信贷计划，重点援助受疫情影响较大的中小企业。

资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 20: 美国联邦基金目标利率 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 2. 美国近期出台的财政政策

时间	政策内容
3月6日	特朗普签署 83 亿美元的一揽子援助计划。资金应用于支持公共实验室测试，隔离和检疫费用，公共区域卫生和跟踪病毒，该法案还包括超过 30 亿美元的疫苗研究费用。
3月18日	特朗普签署 1000 亿美元救市计划，主要用于提供免费新冠病毒测试、为受影响人群提供带薪假、额外的医疗补助资金和食品援助。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

特朗普正式签署 2 万亿美元经济刺激法案，意味着美国通过了历史上规模最大的救市计划。这项 2 万亿范围空前的法案则包括了向大多数美国成年人发放 3 月 27 日 1200 美元现金，为企业、州和城市创建一个 5000 亿美元的贷款计划，以及拨款 3500 亿美元以帮助小企业处理工资问题。另外，这项法案还将扩大失业保险制度，并向医疗系统注入超过 1000 亿美元。

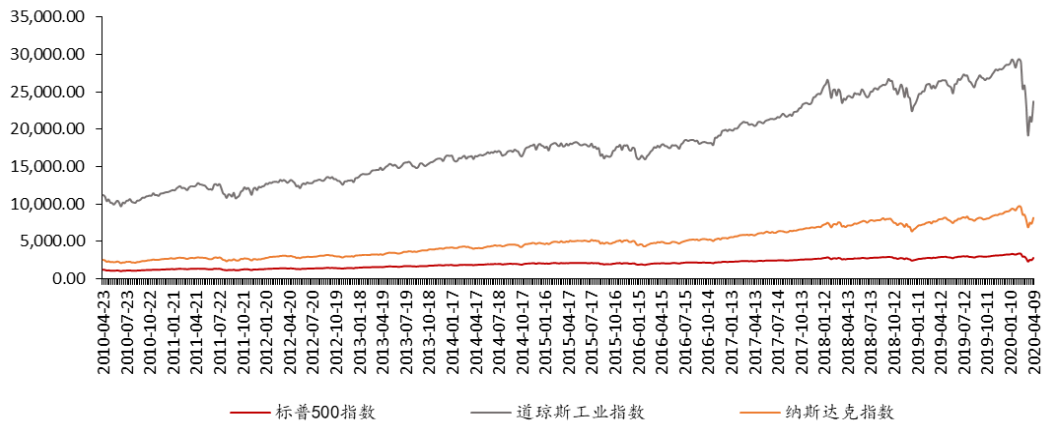
资料来源：Wind，川财证券研究所

二、现阶段风险资产的走势与配置

2.1 现阶段美股的走势与配置

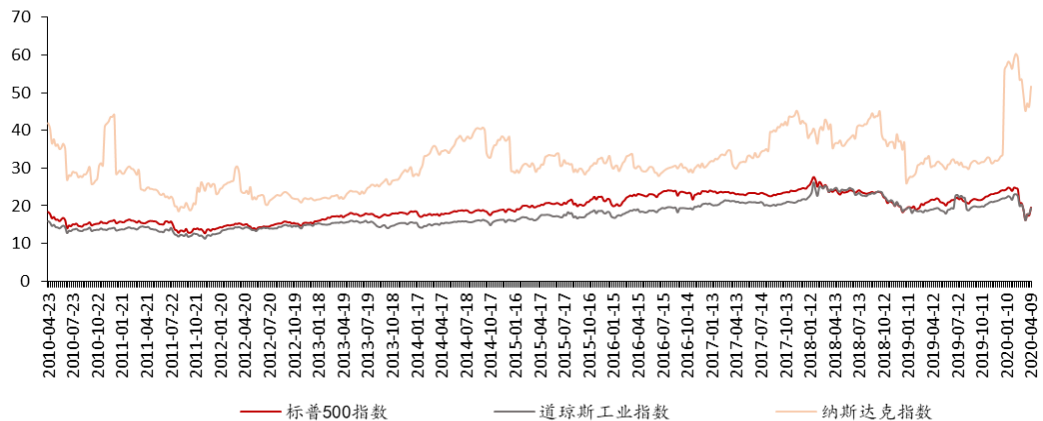
美股自 2020 年 2 月下旬开始出现明显下跌，并且在 3 月震荡加剧。美股 3 月出现了 4 次熔断，一方面是由于美国制造业和整体经济趋于疲软，美股上涨超过十年累计涨幅过大而且在 2019 年 1 月估值过高；另一方面则是因为美国企业杠杆率较高，疫情和中东石油问题的发生促使美国金融系统面临的风险不断上升。由于美国出台了一系列史上空前的货币政策和财政政策，今年 3 月下旬以来，美股的剧烈震荡局面开始有所缓和。但是疫情作为影响美国实体经济和金融市场的重要因素，鉴于疫情现阶段还没有出现根本性控制，不排除未来美股仍会有震荡和波动走势出现。

图 21： 美股三大指数走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

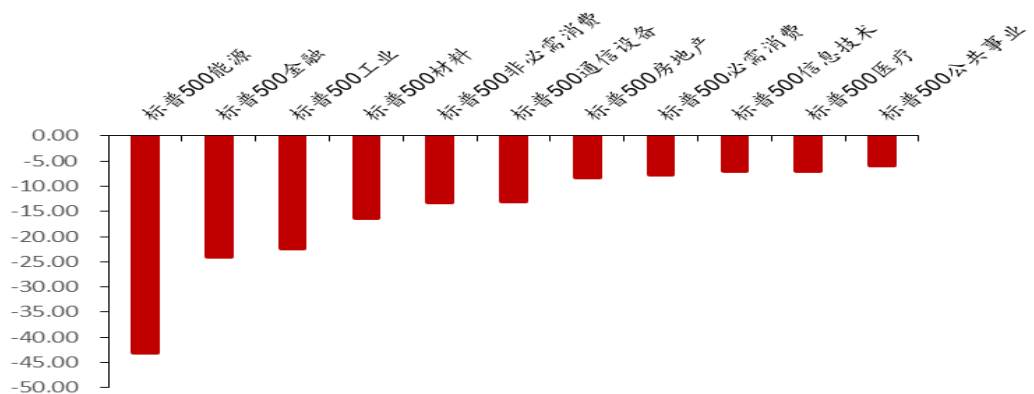
图 22： 美股三大指数 PE



资料来源：Wind，川财证券研究所

分行业来看，到目前为止疫情期美股的公共事业、医疗、信息技术、必需消费和房地产板块回撤幅度较小，能源和金融板块下跌幅度较大。2020 年年初至 2020 年 4 月 10 日，标普 500 公共事业、标普 500 医疗、标普 500 信息技术、标普 500 必需消费和标普 500 房地产板块分别下跌 5.79%、6.92%、6.95%、7.7% 和 8.25%，标普 500 能源和标普 500 金融板块分别下跌 43.12%和 24.07%。

图 23： 2020 年初以来标普 500 各行业表现 (%)



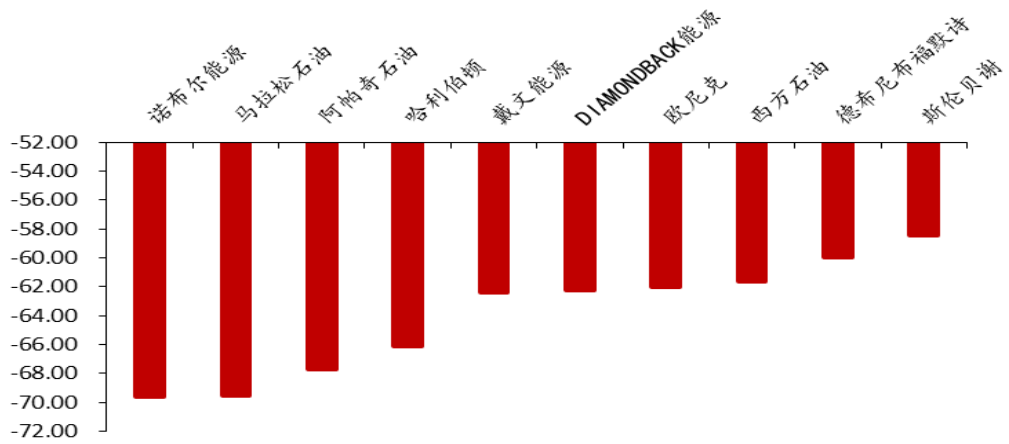
资料来源：Wind，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 4 月 10 日。

受石油减产协议谈判曾一度陷入破裂的影响，今年油价大幅下跌。截至今年年初至 4 月 10 日，美国标普 500 能源行业跌幅前十的个股分别为诺布尔能源、马拉松石油、阿帕奇石油、哈利伯顿、戴文能源、DIAMONDBACK 能源、欧尼克、西方石油、德希尼布福默诗和斯伦贝谢，均下跌超过 58%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 敬请参阅尾页的重要声明

图 24： 年初以来美国标普 500 能源行业跌幅前十个股 (%)

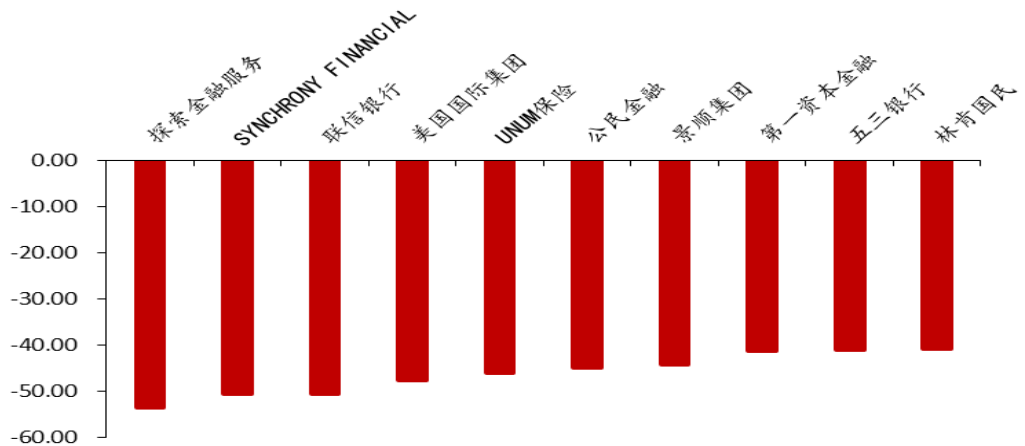


资料来源：Wind，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 4 月 10 日。

今年年初至 4 月 10 日，美国标普 500 金融行业跌幅前十的个股分别为探索金融服务、SYNCHRONY FINANCIAL、联信银行、美国国际集团、UNUM 保险、公民金融、景顺集团、第一资本金融、五三银行和林肯国民，跌幅均达到 40% 以上。

图 25： 年初以来美国标普 500 金融行业跌幅前十个股 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

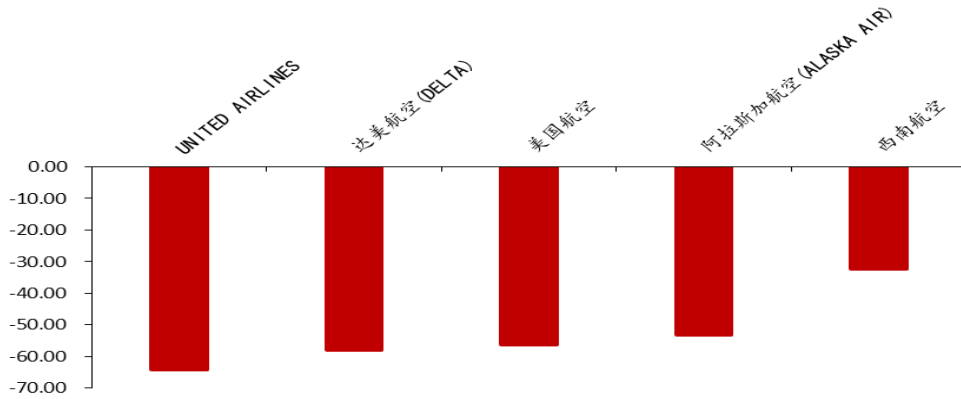
注：统计时间截至 2020 年 4 月 10 日。

除此以外，标普 500 工业板块中的航空业跌幅较大，截至今年 4 月 10 日跌幅最大的三只股票的回撤幅度均达到 55% 以上。非必需中跌幅较大的休闲娱乐业相关个股很多也出现较大幅度的下跌。除了受疫情影响较大的游轮业下跌幅

本报告由川财证券有限责任公司编制 敬请参阅尾页的重要声明

度较大以外，酒店业和博彩业出现大幅回撤。考虑到美股中能源、金融以及工业板块中的航空业、非必需消费中的休闲娱乐业跌幅较大，预计在这一轮疫情引发的美股回调中这些板块存在较好的低位投资机遇。

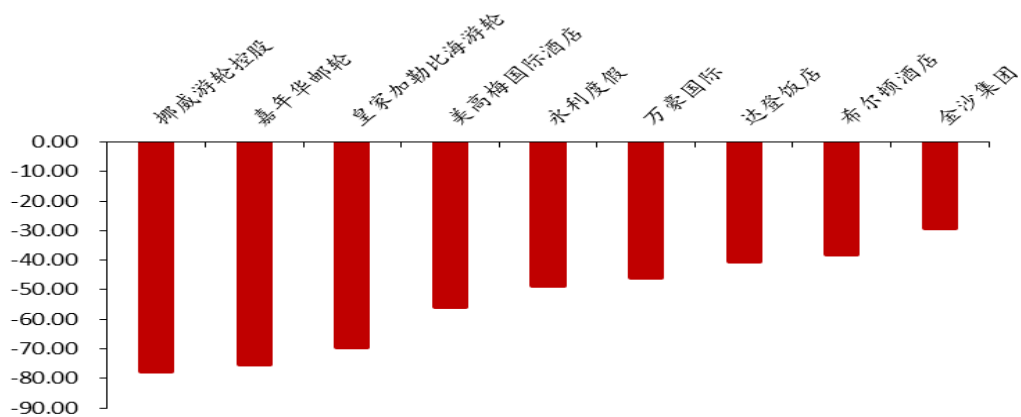
图 26： 标普 500 工业中跌幅较大的航空股 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 4 月 10 日。

图 27： 标普 500 非必需消费中跌幅较大的休闲娱乐业相关个股 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 4 月 10 日。

考虑到美股现阶段的系统性风险仍然存在，预计未来一段时间震荡和波动还将出现，叠加疫情、全球虫害和避险情绪的上升，建议配置医疗、黄金、农业以及军工板块。相关 ETF 为 iShares U.S. Healthcare ETF、US GO Gold and Precious Metal Miners ETF、First Trust Indxx Global Agriculture ETF、iShares U.S. Aerospace & Defense ETF 等。

2.2 现阶段欧洲和新兴市场的股市走势与配置

这次疫情也导致了欧洲和新兴市场的经济下行，目前来看它们所受冲击不亚于美国。今年3月欧元区的CPI大幅回落。今年3月欧元区的CPI初值同比上升0.7%，大幅低于前值1.2%。今年3月欧元区的制造业PMI终值为44.5，低于初值44.8，为92个月以来低点，且连续14个月低于50枯荣线。欧元区今年3月Markit服务业PMI终值仅为26.4，创1998年7月以来的新低。随着欧洲政府采取广泛的限制措施来遏制病毒的蔓延，制造业和服务业大幅加速萎缩。现阶段欧洲疫情仍未达到拐点，预计未来一段时间欧洲制造业和服务业的下行风险仍将存在。这一次疫情除了对欧美以外的发达经济体影响较大以外，对以印度和巴西为代表的不少新兴经济体也造成了非常明显的冲击。印度今年3月CPI同比增速下降至5.91%，大幅低于2月的6.58%和1月的8.84%。印度今年3月通胀继续走低主要是燃料价格下降导致的。为防止疫情进一步扩散，印度采取了大规模封锁政策，导致燃油需求量大幅降低。今年3月印度制造业PMI和服务业PMI分别为51.8和50.6，分别为近4个月和近5个月的最低值。今年3月巴西的全国消费者物价指数INPC同比增速下降至3.31%，为近5个月的新低。今年3月巴西制造业PMI明显回落，为48.4，大大低于前值52.3；今年3月巴西服务业PMI大幅下滑，为34.5，大大低于前值50.4。欧洲目前仍然是疫情蔓延较为严峻的区域。新兴市场中，东南亚、拉美、非洲的多个经济体疫情也出现加速蔓延的现象。由于医疗卫生条件和经济韧性等因素，预计未来一段时间一些新兴经济体所受到疫情带来的经济冲击将比欧美地区更大。

图 28： 欧元区 HICP (调和 CPI) 当月同比增速 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 29： 欧元区制造业和服务业 PMI



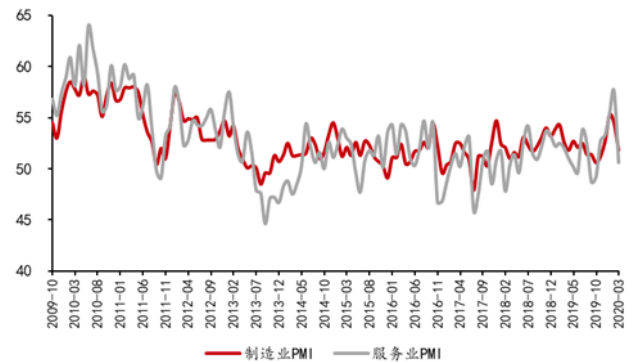
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 30: 印度 CPI 当月同比增速 (%)



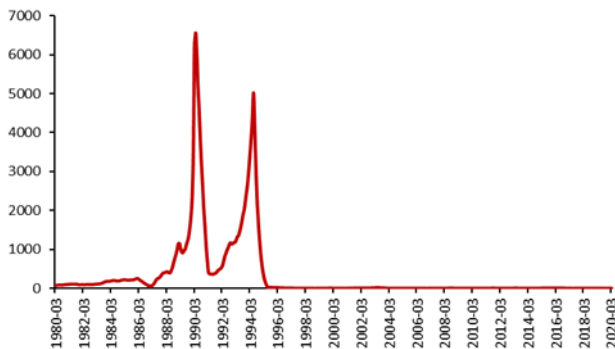
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 31: 印度制造业和服务业 PMI



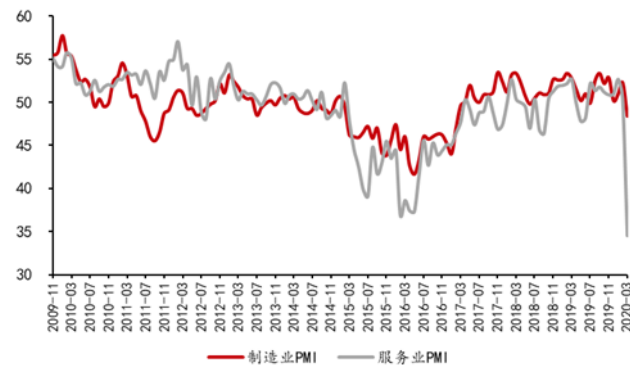
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 32: 巴西全国消费者物价指数 (INPC) 同比增速 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

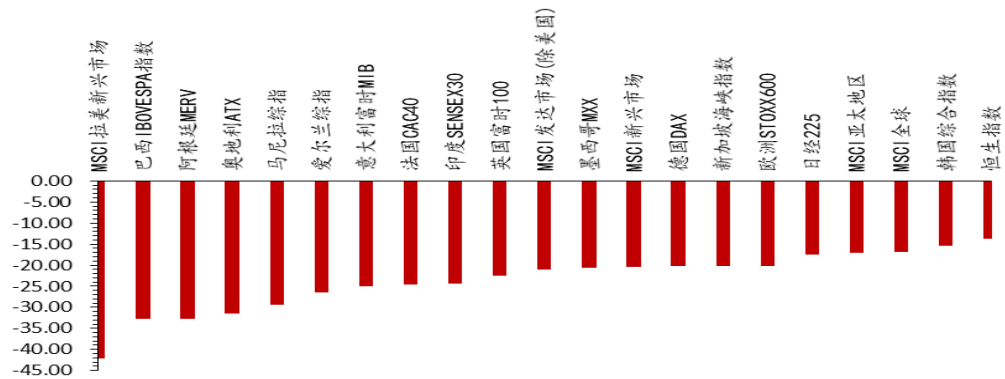
图 33: 巴西制造业和服务业 PMI



资料来源: Wind, 川财证券研究所

受疫情的冲击, 欧洲和新兴经济体的多个市场出现了大幅回撤, 不少指数的回撤深度远大于美股。从今年年初截至 2020 年 4 月 10 日, MSCI 拉美新兴市场指数、巴西 IBOVESPA 指数、阿根廷 Merval、奥地利 ATX、马尼拉综指、爱尔兰综指、意大利富时 MIB、法国 CAC40、印度 SENSEX30、英国富时 100、墨西哥 MXX 和新加坡海峡指数等下跌幅度较大, 分别下跌 42.07%、32.83%、32.77%、31.47%、29.49%、26.37%、25.03%、24.61%、24.47%、22.54%、20.61%和 20.22%。

图 34：今年年初以来全球主要指数表现 (%)

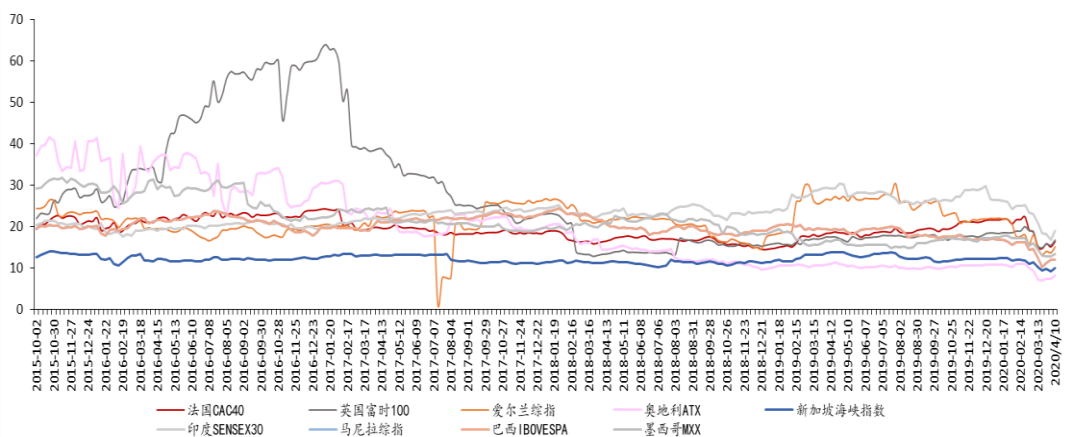


资料来源：Wind，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 4 月 10 日。

欧洲及新兴市场中，有一些跌幅较大以及低估值的指数值得关注。从欧洲来看，法国 CAC40、英国富时 100、爱尔兰综指、奥地利 ATX 的 PE 较低，分别为 16.41、16.76、15.09、8.11，明显低于它们的历史平均值和中位数。新兴市场来看，新加坡海峡指数、印度 SENSEX30、马尼拉综指、巴西 IBOVESPA 和墨西哥 MXX 的 PE 分别仅为 9.96、19.07、11.96、11.96 和 13.32，也均大幅低于历史平均值和中位数。预计未来全球市场还会出现震荡，建议可以考虑在低点分批布局这些指数相关 ETF：iShares MSCI United Kingdom ETF、Franklin FTSE France ETF、iShares MSCI Ireland Capped ETF、iShares MSCI Austria Capped ETF、iShares Core MSCI Europe ETF、iShares MSCI Singapore ETF、Franklin FTSE Brazil ETF、Franklin FTSE Latin America ETF、Franklin FTSE India ETF、iShares MSCI Philippines ETF、Franklin FTSE Mexico ETF 等。

图 35：欧洲以及新兴市场估值偏低指数的 PE



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

风险提示

经济增长不及预期；美联储政策超预期；贸易保护主义的蔓延；全球范围内黑天鹅事件。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004