

类别

宏观策略半年报

日期

2020年7月3日



建信期货
CCB Futures

宏观金融研究团队

高级研究员：何卓乔（宏观）

020-38909340

hezq@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕（国债）

021-60635739

huangwx@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3051589

研究员：董彬（外汇）

021-60635731

dongb@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3054198

研究员：陈浩（量化）

021-60635726

chenhao@ccbfutures.com

期货从业资格号：F3048622



新冠疫情全球扩散，政策提升风险偏好

近期研究报告

《宏观专题-新冠疫情与金融危机对宏观经济冲击的比较分析之一》
2020. 6. 21

《宏观策略-做多金银比投资策略报告》2020. 5. 31

《宏观专题-浮动利率贷款转换：该选择 LPR 加点还是固定利率》
2020. 3. 17

《宏观专题-新冠疫情防控进入常态化管理阶段》2020. 2. 23

《宏观专题-新冠肺炎疫情发展及其对经济市场影响》2020. 1. 31

观点摘要

- 2020 年全球经济遭遇黑天鹅新冠疫情的严重冲击，IMF 预计 2020 年全球经济萎缩 4.9%，其中中国经济增长 1%而美国和欧元区分别萎缩 8%和 10.2%。但产出水平的短期大幅度下降并没有像 2008 年那样引发金融市场的大幅度波动，到 6 月底大部分主要经济体的权益市场基本上回到新冠疫情冲击前的水平，并且与债券市场和商品市场的走势出现脱节，其原因在于全球各国政府当局和中央银行及时实施了大规模的积极财政政策和宽松货币政策，这些政策在避免社会经济崩溃的同时大幅度提振了市场风险偏好。但这也使得风险偏好成为影响资产价格的最重要变量，一旦全球新冠疫情得到控制，而全球政府当局和环球央行开始考虑回撤政策支持，那么金融市场资产价格波动性可能再度上升。另一个我们要考虑的风险点在于新冠疫情实际上鼓励了民粹主义和国家保守主义，因此新冠疫情平息之后全球政经格局重组进度将有所加快，而这在降低经济增长前景的同时也会抑制市场风险偏好。总体而言，鉴于新冠疫情发展和政策应对的不确定性，大类资产配置应继续保持相对谨慎基调，在避险资产中我们超配受到中国经济复苏支撑的信用债而标配黄金和利率债，在风险资产中我们超配受到全球经济前景改善支撑的原油而标配股票和工业金属。

目录

一、上半年宏观市场回顾	- 4 -
二、宏观环境评述	- 6 -
2.1 新冠疫情黑天鹅横空出世	- 6 -
2.2 新冠疫情冲击与政策对冲	- 10 -
2.3 新冠疫情推高地缘政治风险	- 14 -
三、大类资产市场分析	- 15 -
3.1 商品市场整体偏弱但严重分化	- 15 -
3.2 避险需求支撑美元指数高位盘整	- 18 -
3.3 中国债券长牛迎来中场休息时间	- 20 -
3.4 政策红利支撑中短期股市走强	- 21 -
四、下半年资产配置建议	- 22 -

一、上半年宏观市场回顾

2020年1月15日中美正式签署第一阶段贸易协议，中美持续两年的贸易纷争告一段落；而1月31日英国也正式脱离欧盟，英国脱欧进程进入尾声。抑制经济活动的两大不确定性因素减退，全球经济增长前景自2018年以来首次出现曙光，2019年11月至2020年1月摩根大通全球PMI连续三个月环比回升，股市和工业商品等风险资产因此获得提振。但是新年伊始美国空袭刺杀伊朗高级将领苏莱曼尼，中东地缘政治风险陡然升温；而在达成中美第一阶段贸易协议之后，特朗普将欧盟列为贸易纷争下一个潜在对手，美欧之间围绕航空补贴和数字税的贸易争端开始升温。这些事件说明来自国际政经格局重组的不确定性将继续存在，2020年全球经济增长前景并非一片光明；因此中美签署第一阶段贸易协议之后中美主权债券收益率反而趋于下行，而贵金属价格延续反弹走势。

2020年1月新冠疫情首先在中国湖北省武汉市爆发，出于对2003年SARS疫情的深刻记忆以及对新冠病毒随春节人流扩散的担忧，在1月19日钟南山院士率国家卫健委高级别专家组赴武汉调研疫情防控工作之后，中国当局果断实施了武汉封城湖北封省、大规模网格化隔离、暂停非必要经济活动、延期复工复产和集中全国医疗资源救治患者等高强度防疫措施。由于中国当局的果断决策和各项措施的严格落实，中国新冠疫情在短短的一个月之内即得到有效控制，2月19日之后中国日新增新冠确诊病例已经小于1000例，中国当局也稳步推进复工复产工作，建立起与疫情防控相适应的社会经济运行秩序；但大规模隔离措施同样使得中国社会经济陷入停摆状态，2020年1-2月份中国投资、产出和消费均同比下降20%左右，一季度中国实际经济同比萎缩6.8%为1998年有季度数据记录以来最低值。从2月4日到2月20日，出于对中国将有效控制新冠疫情的预期，以及中国当局先行实施的逆周期调节政策，中外股市普遍由于避险情绪而偏强运行。

由于经济全球化所伴随的国际人员物品流动，以及崇尚自由主义的部分国家在实施大规模隔离措施方面所存在的困难，2月下旬以来新冠疫情以更迅猛的速度在全球扩散开来。在经过最初的犹豫阶段后，疫情严重的国家不得不相继采取大规模隔离措施，由此导致的大封锁使得全球经济面临实质性衰退威胁；金融市场对此反应激烈，OPEC+减产联盟解体使得国际油价跌幅进一步扩大，美联储超预期宽松反而引发市场恐慌，2月下旬至3月中旬环球股市大幅调整，金融市场波动又引发严重的美元流动性危机，进一步施压所有类别生物金融资产。由于新冠疫情严重恶化经济前景，欧美央行紧急实施大规模协同宽松，多个央行的政策利率降到零附近，美联储和欧洲央行推出新的量化宽松措施，美联储也重启了2008年金融危机期间采用的流动性管理工具，欧美当局也推出多项针对新冠疫情

的财政救助措施。由于全球央行以及政府当局的宽松货币和积极财政措施，以及中国新冠疫情得到有效控制复产复学工作有序推进，3月下旬至4月份全球金融市场波动性有所下降，流动性溢价推动全球股市反弹，而黄金等避险资产也有良好表现。

5月份以来欧美国家疫情出现缓解迹象，欧美国家当局在经济增长压力和社会习俗压力下推动经济重启，这对于工业商品价格和欧美股市都是利好消息。但一方面部分欧美国家在新冠疫情还没有明显平息的情况下就强行重启经济，隔离措施的失效使得这些国家的新冠疫情一直处于高发态势（比如美国英国）；另一方面新冠疫情从欧美向东欧、南亚和南美等发展中人口密集地区扩散，国际新冠疫情扩散速度非但没有下降反而有所加快，巴西、俄罗斯和印度等国的确诊病例数快速增加，6月27日全球累积确诊新冠病例数首次超过1千万。因此全球疫情防控形势依然严峻，而新冠疫情对全球经济的负面冲击也有可能延续到三季度，IMF也在6月下旬再次下调全球经济增速展望；这意味着市场原先预期的经济V型复苏不会到来，6月份国际股市和工业商品等风险资产都出现调整。另一方面，5月下旬以来，美国国内由于一名46岁非裔男子遭警察踩喉死亡而引发的暴力抗议活动持续升级，由于这关系到2020年美国大选形势，国共两党出于政治目的均相互指责；美国国内政治风险上升使得美元指数在5月下旬至6月上旬期间出现一波快速下跌，但经济相对优势以及海外新冠疫情肆虐引发的避险需求使得美元指数在96附近企稳反弹。

在欧美新冠疫情逐步缓解的同时，出于寻找国外替罪羊以推卸防控疫情不力的借口，以及树立强硬外交形象以拉拢国内选民的需要，中美地缘政治风险逐渐上升，双方围绕科技企业发展、贸易体系重组和香港经贸地位的博弈进一步深化；但如果地缘政治冲突影响到中美第一阶段贸易协议的执行，也会对美国经济和金融市场带来压力，进而影响到美国总统大选的根本目标，因此6月份中美外交人员会晤以确保中美第一阶段贸易协议的顺利执行。出于避免宏观债务杠杆率过快过急上升的考虑，在欧美新冠疫情有所缓解、海外需求有所稳定之后，中国央行有意部分回收货币流动性，1年期国债收益率已经从最低的1.2%上升到2.3%；中国当局多年来首次放弃经济增长量化目标，这意味着中国稳增长政策强度可能不如市场预期那么大，因此5月份中国股票市场受到风险溢价和地缘政治的双重压力，人民币汇率也出现一些贬值压力。但一方面中国经济仍处稳步复苏进程当中，另一方面中国目前货币政策环境依然适宜，政府当局呵护金融市场以激活经济的意图没有发生变化，因此6月份中国股市延续反弹格局，而十年期国债收益率也小幅上升至2.9%附近。

二、宏观环境评述

2.1 新冠疫情黑天鹅横空出世

2016年英国公投脱欧和特朗普当选美国总统是2007/09年金融危机之后民粹主义兴起的结果,此后保守主义的回潮与中美地缘政治纷争主导了2017年至2019年全球政经格局重组,并成为全球金融市场不确定性的主要来源。2019年底至2020年初,由于英国脱欧僵局和中美贸易纷争对中美欧经济所带来的负面冲击到达一个临界点,英国新首相约翰逊凭借政治技巧与欧盟和英国国会达成脱欧协议,而中美也达成第一阶段贸易协议,英国脱欧僵局和中美贸易纷争给全球经济所带来的不确定性有所减退,全球经济增长前景有所改善。IMF在2020年1月期《世界经济展望》中预计全球经济增长将从2019年的2.9%加速至2020年的3.3%和2021年的3.4%,而2019年11月至2020年1月摩根大通全球制造业和服务业PMI的确出现持续回升现象。

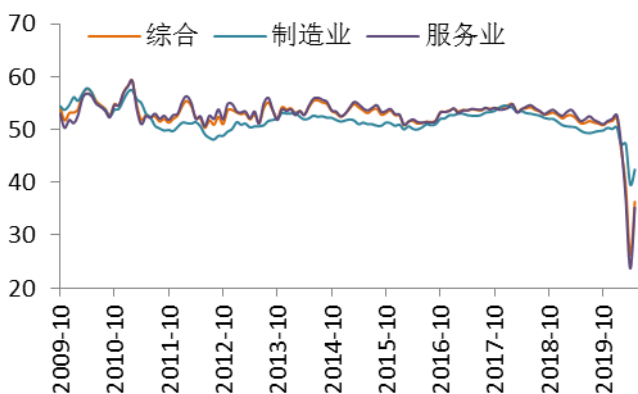
然而1月中下旬首先在中国湖北省武汉市大规模爆发、然后扩散到全球的新型冠状病毒疫情(COVID-19,简称新冠疫情),将全球经济复苏趋势扼杀在摇篮之中。新冠病毒区别于SARS病毒、埃博拉病毒和流感病毒的特点在于高度传染性和中度病死率(5%左右)的结合。SARS病毒和埃博拉病毒病死率很高(接近或超过10%)但传染性弱,因此只需要短时间内加强防控就可以控制疫情,对正常社会经济运行秩序只有局部性的短期性的影响。而由于医疗卫生经验的累积,现在人们对流感病毒已经形成一套有效处理办法,即使流感病毒传染性很强,但病死率非常低(不到0.1%);季节性流感每年都夺走一百多万人生命,但并没有引起社会恐慌。但新冠病毒的高度传染性、中度病死率以及缺乏相应的有效处理办法,就意味着如果不采取强有力措施降低新冠病毒的传染系数 R_0 ,那么全球很可能有数十亿人口感染新冠病毒,数千万甚至数亿人口因新冠病毒而去世,而新冠疫情的大规模爆发也会给全球各国的医疗卫生系统带来沉重压力,并导致其他类型病人得不到合理的救治机会。

因此在有效应对办法(疫苗或药物等)出台之前,所有纳入全球分工体系的国家都必须采取严格的防疫措施,因为如果新冠疫情在一个国家肆虐,就会通过国际人员物品流动而扩散到其他国家;一个国家在采取严格防疫措施控制住疫情之后,也不能像SARS疫情那样放松警惕而应始终保持谨慎态度,因为其他国家的新冠疫情很可能随着国际人员物品流动而引发本国二次疫情。因此在有效疫苗或者医疗药物成功研发之前,全球经济社会正常秩序都会因为新冠疫情而处于大封锁格局当中,新冠疫情对国际人员物品流动限制甚于对国内人员物品流动所施加

的限制，因为一个国家政府可以实施统一的防疫措施，但国际社会不会有一个超级政府来保证统一防疫措施的实施。

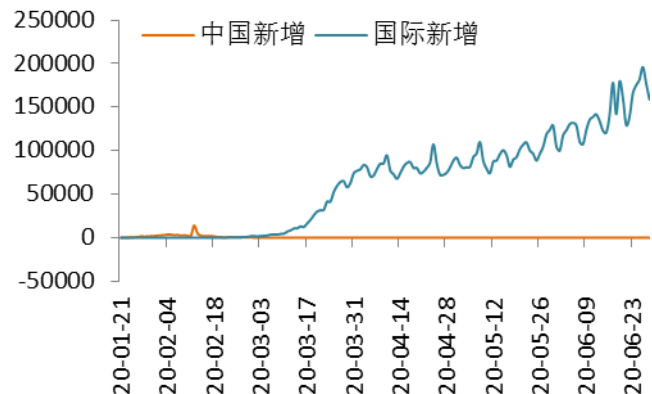
从1月中下旬至今新冠疫情基本上沿着中国->东亚->南欧和西欧->北美和中东->东欧、南亚、南美和非洲的链条扩散。出于对2003年非典疫情的深刻记忆和对疫情随春节人流扩散的担忧，中国当局在新冠疫情爆发初期就采取了武汉封城、湖北封省、大规模网格化隔离、暂停不必要经济活动、集中全国医疗资源救治患者以及延迟复工复产复学等防疫措施，这些异常严厉的防控措施虽然在短期内造成社会经济停摆的后果，但也因此能够在极短时间内控制住本地原发性新冠疫情，使得新冠疫情对国民、对经济的伤害降到了最低。目前中国原发性新冠疫情基本上平息下来，社会经济秩序也在逐步恢复到正常状态；但是新冠疫情的国际扩散一方面给中国经济带来二次需求冲击，另一方面也对中国防控新冠疫情带来新的考验。中国内地新冠确诊新冠病例从2月中旬开始趋势性减少，3月中旬至4月中旬之间中国经历了由于国际新冠疫情加速扩散以及广大华侨华裔回国避难而导致的人员输入性新冠疫情，6月中下旬经历了由于进口欧洲受病毒污染三文鱼而导致的物品输入性新冠疫情，但这两次疫情规模都比较小；而且中国是在原发性新冠疫情基本平息之后才逐步稳健复工复产的，因此并没有出现因复工复产而引发二次原发性疫情的情况。但出于防控国际和本地新冠疫情的考虑，目前中国仍保留了公共场合佩戴口罩监测体温和降低国际人员流动等部分必要的防疫措施，这意味着新冠疫情对中国正常经济生活秩序的干扰已经大幅减轻但仍存在。另一方面，由于中国是最先从新冠疫情中恢复的主要工业国，因此当新冠疫情在其他国家扩散时，中国医疗设备出口对中国经济恢复起到了正面促进作用；2020年1-3月份中国贸易盈余仅131亿美元，较去年同期减少599亿美元；但2020年1-5月份中国贸易盈余已经上升至1213亿美元，较去年同期仅减少57亿美元。

图1：摩根大通全球PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图2：新冠疫情日新增病例数



数据来源：Wind，建信期货研投中心

由于在中国强化防控措施之前所存在的国际人员货物流动，以及大部分海外国家并不珍惜中国实施严格防疫措施所争取的时间窗口，在2月下旬中国本土新冠疫情逐渐平息的时候，国际新冠疫情开始爆发；并且由于国际国家普遍缺乏中国当局所具有的强大动员能力和高效管理水平，部分发展中国家缺乏相应的公共卫生管理能力和医疗设施设备，国际新冠疫情的爆发速度远快于中国新冠疫情，3月11日世界卫生组织宣布全球新冠疫情为大流行病(pandemic)。从2月15日到3月31日国际日新增确诊病例数从100例上升到8.5万例左右，期内新冠疫情从中国逐渐向东亚、西亚、南欧和西欧扩散；从3月31日到5月20日国际日新增确诊病例数大致维持在7万到10万例之间，期内东亚、南欧、西欧和美英的新冠疫情影响有所平息，但南美、南亚和东欧等发展中人口密集地区的新冠疫情影响开始爆发；从5月20日到6月底国际日新增确诊病例数从10万例上升至18万例附近，期内发展中人口密集地区的新冠疫情影响进入高峰期，而且这些地区的医疗卫生水平和社会管理水平是低于欧美发达国家的。截至6月28日累计确诊新冠病例数超过20万的国家有美国(北美，2637077例)、巴西(拉美，1345254例)、俄罗斯(东欧，634437例)、印度(南亚，549197例)、英国(西欧，311151例)、西班牙(南欧，295850例)、秘鲁(拉美，279419例)、智利(拉美，271982例)、意大利(南欧，240310例)、伊朗(西亚，222669例)、墨西哥(拉美，216852例)和巴基斯坦(南亚，206512例)等12个国家，累计确诊病例数在1万至20万之间的有土耳其、德国和沙特等54个国家；另外因为社会管理体系落后、医疗卫生水平不足和统计水平缺陷等原因，人口众多的非洲国家可能出现新冠疫情已经很严重但无法在统计数据上显出出来的情况。出从文化特征看，确诊数排名前列包括拉丁系(巴西、西班牙、秘鲁、智利、意大利和墨西哥)和盎格鲁-撒克逊(美国和英国)，而信奉伊斯兰教因而经常集中到教堂活动的中东各国和巴基斯坦的新冠疫情影响也处于较高水平。

图3：中国新冠疫情扩散情况

图4：全球新冠疫情扩散情况

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4113

