

主要结论

近期市场黑天鹅事件梳理：受新冠疫情影响，全球市场波动加剧，对于经济数据和资产价格均产生了不同的影响。但值得注意的是，除了新冠疫情之外，还有一个黑天鹅方阵贯穿了2020年，近期投资者可以关注美国大选对于全球经贸关系的影响、各国财政收支不平衡可能会带来的新兴市场货币危机及主权债务危机等黑天鹅事件。但值得注意的是，虽然各国疫情新增确证人数在持续增加，但是在看待全球疫情对于经济的影响时还需要考虑另一个指标，即各国新增确证人数和医疗资源充足率的关系，如果各国医疗资源没有出现挤兑的情况，那么随着疫情管控的推进和常态化，如果没有出现全球性的二次爆发，疫情对于市场风险偏好的影响或将持续减弱。

大宗商品价格和终端需求间或出现了错配：当前部分大宗商品价格上涨的逻辑主要还是受到复工复产和对于未来经济政策刺激预期的影响，但从数据上来看，消费和产成品存货数据已经出现了较大的剪刀差。在当前复工复产的数据接近复苏的情况下，未来提升的可能性比较小，如果未来终端需求恢复的速度不及复工复产带来的产出，大宗商品的价格和终端需求或将持续出现错配的情况，待终端消费不足的现象向上游传导时，大宗商品可能呈现供大于求的趋势。虽然从库存周期来看，工业品价格处于衰退向萧条的阶段，可能会承受一定的压力，但是我们也应该考虑到比较实际的情况。从宏观来看，当前全球黑天鹅方阵增加了投资者的不确定性。其次虽然全球央行持续降息，但受到疫情影响各国银行风险都降低了风险偏好，资金信用派生能力减弱，银行间和资本市场流动性较为充裕，投机性资金的活力或强于金融危机时期，在投机氛围比较强的状况下，比较难出现大宗商品的趋势性行情，提醒投资者注意仓位控制风险。

当前海内外经济形势下资产配置的逻辑：在发达国家中，美债的吸引力增强，全球避险买盘的进入将进一步拉低美债的收益率。同时美国财政货币化的刺激手段虽然对于经济的复苏有直接的效果，但也带来了美元超量增发的后果，对美国国内来看是通胀的上升，从全球市场来看或将出现美元的贬值。结合美元自身的周期来看，2020年美元下行将是大概率事件，提醒投资者注意疫情得以控制后，风险偏好回升，非常规经济政策的负面溢出效应以及美元贬值对于市场的影响。对于国内市场来看，由于此次会议没有制定经济发展增速的目标，但也表示未来不太会出现极端的强政策刺激，债市乐观预期减弱，可能会进入一个短暂的调整期，市场或将继续等待未来政策的指引。

分析师：顾琛

从业资格号：F3038154

电话：021-55007766

邮箱：15228@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、全球宏观经济概述

1、近期市场黑天鹅事件梳理

受新冠疫情影响，全球市场波动加剧，对于经济数据和资产价格均产生了不同的影响。但值得注意的是，除了新冠疫情之外，还有一个黑天鹅方阵贯穿了2020年，我们为大家总结了当前对于市场影响较大的黑天鹅事件。在这些黑天鹅事件中，有两个黑天鹅事件最值得关注：A、海外疫情二次复发的风险对于全球造成的影响。但值得注意的是，虽然各国疫情新增确证人数在持续增加，但是在看待全球疫情对于经济的影响时还需要考虑另一个指标即，各国新增确证人数和医疗资源充足率的关系，如果各国医疗资源没有出现挤兑的情况，那么随着疫情管控的推进和常态化，如果没有出现全球性的二次爆发，疫情对于市场风险偏好的影响或将持续减弱。B、其次是美国总统大选，随着竞选的白热化，美国两党为了竞争摇摆州的选票，或将影响对于全球的经贸关系，进出口数据可能会受到疲弱的数据以及外贸政策的双重打压，为全球经济带来新的不确定性。除了这两个较大的黑天鹅事件之外，其次投资者还需要关注全球经贸谈判对于进出口的影响、各国财政收支不平衡可能会带来的新兴市场货币危机及主权债务危机的可能，这些事件可能将增加全球经济的不确定性。

图：近期黑天鹅事件梳理

近期黑天鹅事件梳理		
序号	事件	影响品种
1	海外疫情持续发酵，谨防二次复发危险	全品种（特别是黄金）
2	全球贸易格局重启	贸易相关品种（豆粕、棉花、白糖、黄金）
3	美伊、中东冲突或将持续	原油
4	美国总统大选	全品种
5	新兴市场货币危机	市场风险偏好
6	英国和欧盟制定脱欧后续贸易协定	市场风险偏好
7	欧洲部分国家主权债务危机	市场风险偏好

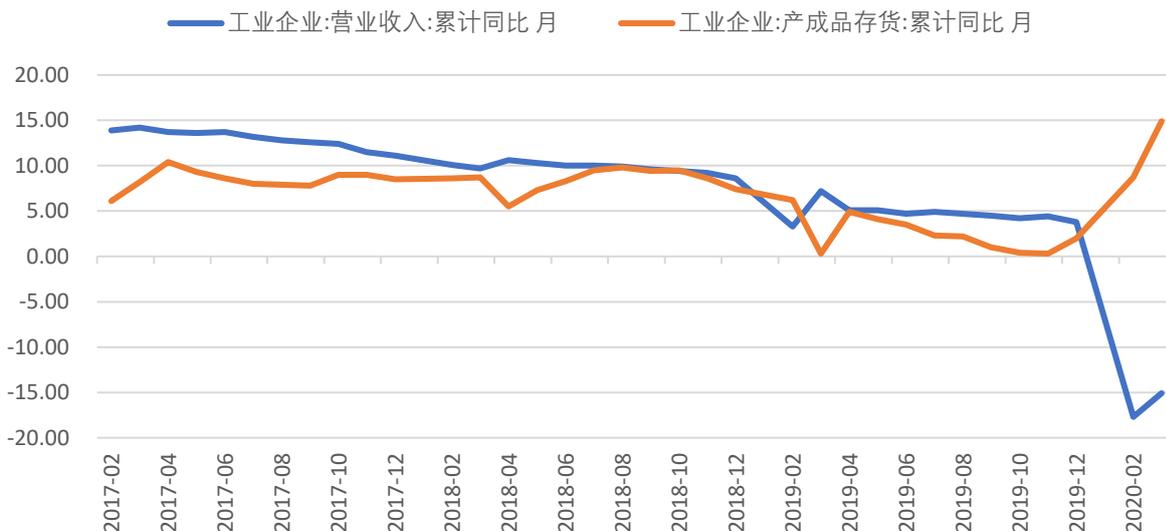
数据来源：wind 国信期货

2、大宗商品价格和终端需求间或出现了错配

近一个多月很多大宗商品价格持续上涨，但从高频数据来看与终端消费明显减弱和用电量下降是矛盾的。当前大宗商品价格上涨的逻辑主要还是受到复工复产和对于未来经济政策刺激预期的影响，但是我们依然需要看到，受疫情影响，终端消费的需求并没有出现完全的复苏，从数据上来看，消费和产成品存货数据已经出现了较大的剪刀差。在当前复工复产的数据接近99%的情况下，未来提升的可能性比较小，如果未来终端需求恢复的速度不及复工复产带来的产出，大宗商品的价格和终端需求或将持续出现错配的情况，未来大宗商品可能会出现企业被动去库存的情况，倒逼企业利润减小，待终端消费不足的现象向上游传导时，大宗商品可能呈现供大于求的趋势。

虽然从库存周期来看，工业品价格处于衰退向萧条的阶段，可能会承受一定的压力，但是我们也应该考虑到比较实际的情况。从宏观的角度来看，当前的不确定性很大，首先当前全球经济面临着经贸关系、全球疫情、石油价格等事件组成的黑天鹅方阵，削弱了市场的风险偏好。其次虽然全球央行持续降息，但受到疫情影响各国银行风险都降低了风险偏好，资金信用派生能力减弱，银行间和资本市场流动性的较为充裕，投机性资金的活力或强于金融危机时期。所以在投机氛围比较强的状况下，比较难出现大宗商品的趋势性行情，提醒投资者注意仓位控制风险。

图：消费和库存之间出现了较为明显的分差



数据来源：wind 国信期货

3、当前海内外经济形势下资产配置的逻辑

当前全球疫情确证人数已经超过530万人次，全球央行也纷纷开启了非常规的货币和财政刺激政策，全球负利率的债券规模持续增加，在发达国家中，美债的吸引力增强，全球避险买盘的进入将进一步拉低美债的收益率。同时美国4月经济数据回落，美国国内资金也涌入债券进行避险，美国市场风险偏好回落推动美债收益率的回落至历史低点。同时，美国财政货币化的刺激手段(指以增发国债为核心的积极财政政策导致经济体系中货币供量的增加)，虽然对于经济的复苏有直接的效果，但也带来了美元超量增发的后果，货币财政化和08年金融危机时美国QE不太相同，增发的货币将永久的留在美联储的资产负债表之中。对比1940年美国大萧条时期财政货币化的结果来看，财政货币化造成最明显的后果是美元货币信用的下降，对美国国内来看是通胀的上升，从全球市场来看即美元的贬值。结合美元自身的周期来看，2020年美元下行将是大概率事件，提醒投资者注意疫情得以控制后，风险偏好回升，非常规经济政策的负面溢出效应以及美元贬值对于市场的影响。

从国内来看，根据中国财政部提交审议的预算报告显示，2020年全国财政预算赤字规模为3.76万亿元人民币，比去年增加1万亿元；赤字率拟按3.6%以上安排(占国内生产总值GDP的比例)，较2019年预算赤字率2.8%大幅提升。本次预算报告有两点值得关注：A、今年财政赤字率相较于去年出现了较大规模的提升，受到新冠疫情的影响，全年财政支出压力较大，从1-4月份的数据来看，当前财政收入增速不及财政支出，所以上调赤字率至3.6%符合预期，新增了约1万亿左右赤字规模，但是相较于欧美国国家央行的政策来看政策拳还没有打满，预计在后期特别国债和新增专项债方面还有一定的政策空间。B、此次还有一个值得注意的点，是在本次报告中，新增了引导M2和社融增速明显高于2019年的表述，体现了宽货币和宽信用的预期，也预示了积极的财政政策更加积极，灵活的货币政策指引或将贯穿整个2020年。总体来看，今年报告中货币和财政策略略低于市场预期，但也给未来政策留下了更多的空间。

对于国内市场来看，由于此次会议没有制定经济发展增速的目标，但也表示未来不太会出现极端的强政策刺激，债市乐观预期减弱可能会进入一个短暂的调整期，市场或将继续等待未来政策的指引。股市方面来看，当前政策对于中小企业的扶持力度在不断增强，不同于上证50中金融地产板块的权重占比较高，中证500中权重较大的行业是信息技术、工业、材料、可选消费以及医疗，更加符合国家未

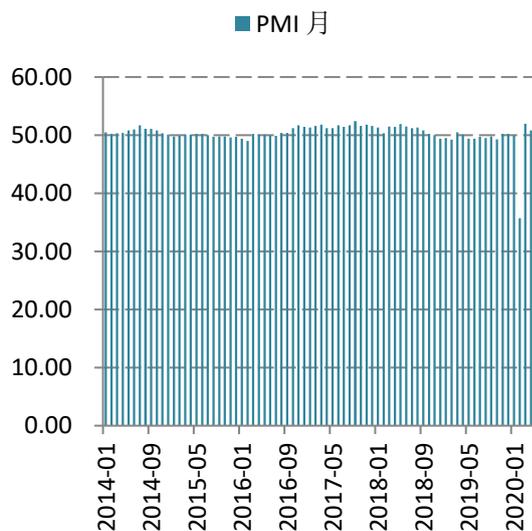
来产业升级、科技创新的定位，是创业就业的主要领域、技术创新的重要主体，是未来政策主要的发力点和扶持对象，所以从政策面的角度来看，中证500更具有投资价值。

二、国内经济概述

1、制造业数据：超预期回升

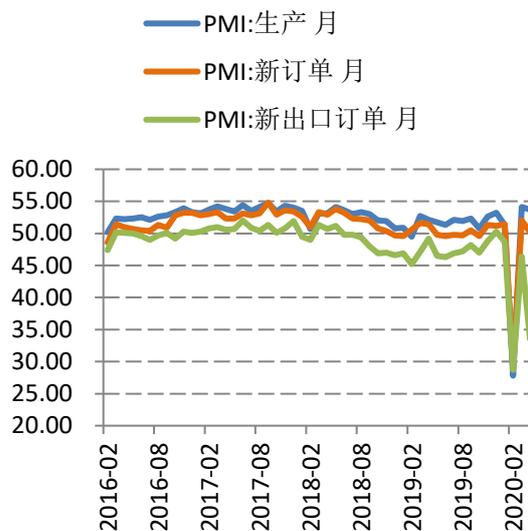
4月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为50.8%，比上月回落1.2个百分点。4月PMI数据有两点值得注意：A、从企业规模看，大、中型企业PMI分别为51.1%和50.2%，比上月回落1.5和1.3个百分点；小型企业PMI为51.0%，比上月上升0.1个百分点。从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数、新订单指数、从业人员指数和供应商配送时间指数虽然环比回落，但均高于临界点，原材料库存指数低于临界点。说明受海外疫情发酵的影响，当前制造业市场的需求还是有所回落，企业出口下行压力加大，在海外二次疫情冲击的影响下，新订单的减少对于企业的信心打击较大。B、但是值得注意的是，在5月4号召开的国务院金融稳定发展委员会第二十八次会议中，刘鹤指出，未来将会加强政策的针对性，以“稳预期、扩总量、分类抓、重展期、创工具”的政策确定性，对冲疫情冲击和经济下行带来的诸多不确定性，金融支持实体经济力度持续加大。预计未来还将会有更大规模的一揽子宏观经济刺激政策落地，以提升未来的经济景气度。

图：PMI 数据



数据来源：wind 国信期货

图：PMI 数据细分项



数据来源：wind 国信期货

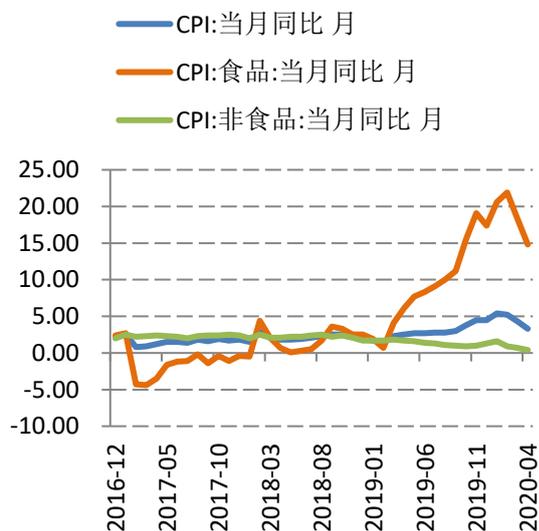
2、通胀数据：CPI和PPI双降

2020年4月份，全国居民消费价格同比上涨3.3%。其中，城市上涨3.0%，农村上涨4.0%；食品价格上涨14.8%，非食品价格上涨0.4%；消费品价格上涨4.7%，服务价格上涨0.9%。1—4月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨4.5%。2020年4月份，全国工业生产者出厂价格同比下降3.1%，环比下降1.3%；工业生产者购进价格同比下降3.8%，环比下降2.3%。1—4月平均，工业生产者出厂价格比去年同期下降1.2%，工业生产者购进价格下降1.5%。

4月通胀数据有两点值得关注：A、CPI方面，从环比看，CPI下降0.9%，降幅比上月收窄0.3个百分点。其中，食品价格下降3.0%，降幅收窄0.8个百分点，影响CPI下降约0.70个百分点，是带动CPI继续下降的主要因素。同时注意的是核心CPI价格持续回落，年前由食品价格带动的通胀压力有所减弱。B、PPI方面，受国际原油价格大幅度下跌影响，石油相关行业产品价格降幅继续扩大。其中，石油和天然气开采业价格下降35.7%，扩大18.7个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业价格下降9.0%，扩大1.2个百分点；化学原料和化学制品制造业价格下降3.0%，扩大1.6个百分点。上述三个行业合计影响PPI下降约0.76个百分点，占PPI总降幅的近六成。疫情对于经济的影响已经显现。

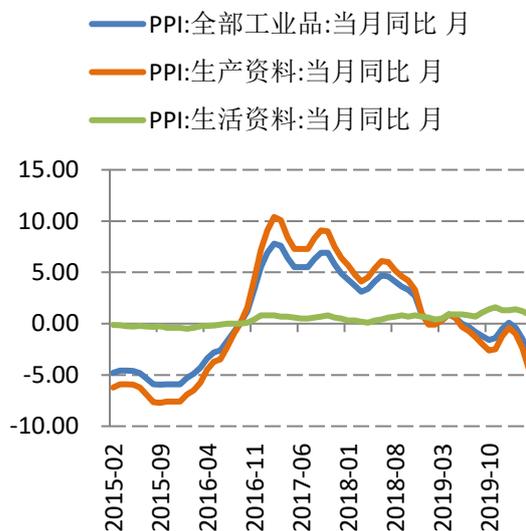
当前受政策提振，企业复产复工的比例已经接近最大化，但是同时我们也看到需求方面疲软，当前企业处于库存周期的衰退周期，需求转弱，供给维持比较高的水平，导致库存的被动增加，但在价格上还没完全体现。如果需求下滑的情况持续出现，就会进入库存的萧条周期，需求和价格持续下行引发的经济衰退预期，在供大于求的阶段结束后，企业可能会减少甚至停止生产，大宗商品未来还有可能进入量价齐跌的情况。

图：CPI 数据



数据来源：wind 国信期货

图：PPI 数据



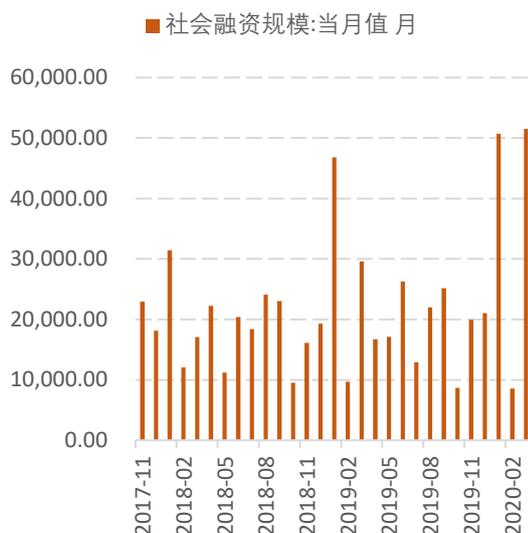
数据来源：wind 国信期货

3、社融数据点评：社融信贷数据超预期

4月新增人民币贷款1.7万亿元人民币，当月末广义货币供应量(M2)同比增长11.1%。中国4月社会融资规模增量为3.09万亿元，比上年同期多1.42万亿元。4月末社会融资规模存量为265.22万亿元，同比增长12%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为160.45万亿元，同比增长13.1%。

4月社融数据有两点值得关注。A、由于央行在4月频繁运用多种公开市场操作工具，逆周期政策调节的作用开始显现。4月M2数据超预期增长，从细分项来看，实体和非银的流动性都较为充裕。但值得注意的是，在房住不炒的政策基调下，居民中长期贷款出现了一定的下行。B、另外一个值得注意的现象是，虽然M2在4月份出现了两位数的上升，并且创了2016年12月以来的新高，但是M1的增速上升幅度较小，M2和M1的剪刀差持续扩大，说明当前存款定期化的比重较大，资金活化程度较小，在疫情没有完全被控制之前，企业投资意愿和信心都需要时间。

图：社融增速



数据来源：wind 国信期货

图：社融增速细分项

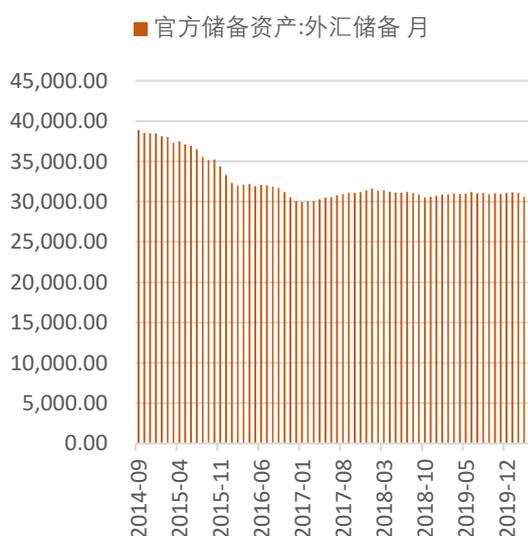


数据来源：wind 国信期货

4、外汇储备数据点评：创6年最大单月涨幅

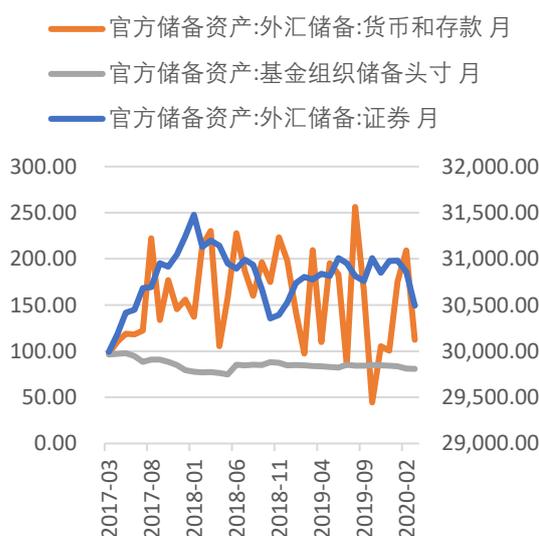
中国4月外汇储备环比增加308.26亿美元，创出逾六年来最大单月涨幅4月外汇储备方面有两点值得关注：A、全球各大央行纷纷开始降息并且实施大规模的财政刺激计划，叠加美联储无上限宽松政策后美元贬值预期的外溢效应开始显现。国内方面虽然使用了大量的公开市场操作工具，但是在货币工具方面还有一定的操作空间，人民币市场的吸引力突显。疫情方面，国内复产复工以及新增人数的控制节奏明显好于国外，外资有重新流入中国市场的迹象。B、进出口方面，四月由于大量医疗援助物资出口，出口数据明显好于进口，贸易顺差增加，有助于外汇规模的回升。值得注意的是，在全球需求放缓的情况下，出口数据回升不具备持续性，5月外汇储备规模有回落的可能。

图：4月外汇储备数据



数据来源：wind 国信期货

图：4月外汇储备数据细分项



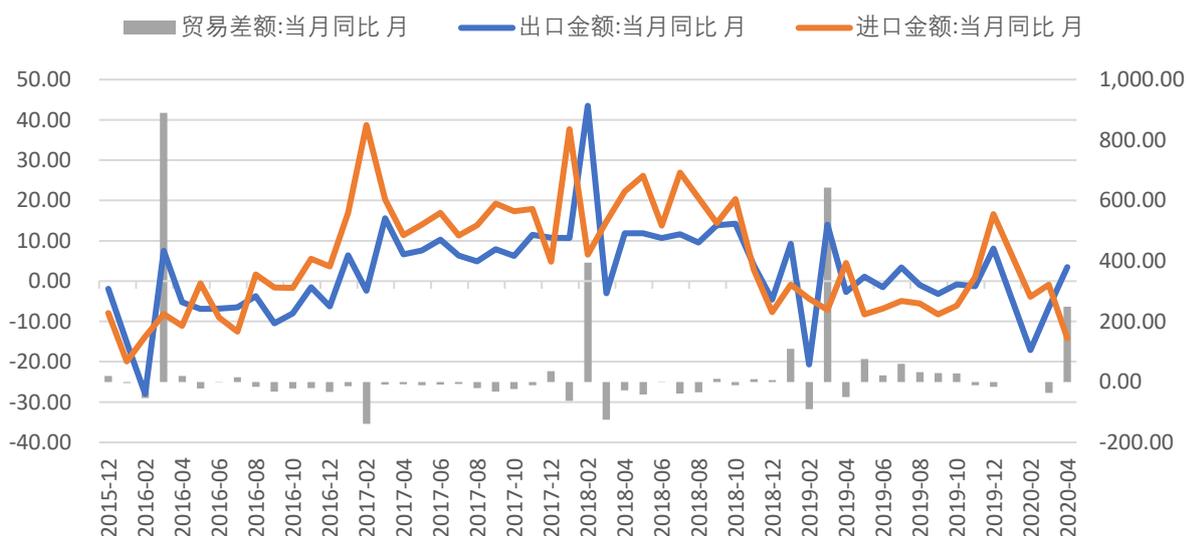
数据来源：wind 国信期货

5、进出口数据：出口增进口降

中国海关总署公布，以美元计价4月出口同比上升3.5%，进口同比下降14.2%。海关数据显示，4月贸易顺差为453.4亿美元，以人民币计价，4月出口1.41万亿元，增长8.2%；进口1.09万亿元，下降10.2%；贸易顺差3,181.5亿元，增加2.6倍；前四个月出口4.74万亿元，下降6.4%；进口4.33万亿元，下降3.2%；贸易顺差4,157亿元，减少30.4%。

4月进出口数据有两点值得关注：A、从出口数据来看，受疫情影响全球需求萎靡，但是国内方面由于医疗防疫物资出口增加，对于出口数据起到一定的支撑作用，也是4月份出口数据不降反升的主要原因。B、从进口数据来看，国内外复产复工都不及预期，从4月国内外PMI细分项来看，其中新订单数量回落最为明显，当前全球需求依然较差，同时全球贸易冲突的不确定性增加，在全球疫情没有出现明显拐点之前，未来进出口数据回落可能还将是大概率事件。

图：进出口数据及贸易差额



数据来源：wind 国信期货

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_4970

