

类别
宏观策略月报

日期
2020年5月7日



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/股指）
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



国际新冠疫情尚未平息，资产配置
基调偏谨慎

近期研究报告

《宏观专题-新冠疫情防控进入常态化阶段》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

《宏观专题-猪市博弈分析及其对货币政策影响》2019.11.5

《宏观专题-中美经贸磋商取得阶段性成果但不能过度乐观》2019.10.14

《宏观专题-货币金融系列之一：美联储重新扩表并非量化宽松》2019.10.12

《宏观策略-多原油空黄金宏观对冲策略》2019.9.25

观点摘要

- 截至5月4日全球确诊新冠病例达到364.6万例，其中美国、西班牙和意大利等9个国家确诊病例数超过10万例；全球死亡病例数达到25.8万例，其中美国、西班牙和意大利等5个国家死亡病例数超过1万例。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，并且启用了量化宽松等非正规工具，欧美政府也推出多项针对新冠疫情的财政救助措施。尽管4月份全球新冠确诊病例从不到100万例飙升到300多万例，中美一季度GDP显示实体经济的确受到新冠疫情的严重冲击，但由于全球央行以及政府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，全球金融市场波动性有所下降，股票市场和工业商品价格出现反弹。
- 2020年初全球金融市场仍然为中美第一阶段贸易协议所带来的风险偏好所主宰，全球权益市场和工业商品市场延续自2019年10月以来的上涨趋势，但中东地缘政治风险以及美欧经贸摩擦升温也在提醒市场好景不长。2月份开始新冠疫情依次冲击东亚、欧洲和美洲等主要经济体，由于新冠病毒的强传染性和中高致死率，主要经济体当局均主动或被动地采取大规模隔离、暂停非必要经济活动等防疫措施，由此引起的大封锁给全球造成程度高于2009年的经济衰退。目前看东亚、南欧和西欧的疫情逐渐平息，但美国英国等后发国家以及印度巴西俄罗斯等发展中人口大国仍处于疫情高峰期，而且新冠疫情也引发地缘政治风险和中美经贸潜在摩擦风险。在这种情况下我们认为大类资产配置仍需保持谨慎基调，建议5月份继续超配债券和贵金属，低配股票和工业商品等风险资产。

目录

| | |
|-------------------------|--------|
| 一、2020 年迄今宏观市场回顾 | - 4 - |
| 二、宏观环境评述 | - 5 - |
| 2.1 国际新冠疫情仍处高扩散平台 | - 5 - |
| 2.2 大封锁导致全球经济衰退 | - 7 - |
| 2.3 国际地缘政治风险趋于上升 | - 10 - |
| 三、大类资产市场分析 | - 11 - |
| 3.1 黄金上涨趋势尚未结束 | - 11 - |
| 3.2 流动性危机结束美元偏弱 | - 12 - |
| 2.3 债券整体基本面好转 | - 13 - |
| 2.4 中国股市波动性上升 | - 14 - |
| 四、中期资产配置建议 | - 15 - |

一、2020 年迄今宏观市场回顾

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 2018 年至 2019 年经济活动的两大不确定性因素减退，使得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。但是金融市场的乐观情绪并没有持续多久，1 月 2 日新年伊始美国空袭刺杀伊朗高级将领苏莱曼尼，美伊冲突风险陡然升温；英国首相约翰逊宣称如果英欧在 2020 年底前还没达成贸易协议英国将拒绝延长脱欧过渡期，这意味着到 2020 年底英国还会面临无协议脱欧风险；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已经加剧。这些事件说明，虽然中美签署第一阶段贸易协议、英国与欧盟达成脱欧协议，但来自国际政经格局重组的不确定性将继续存在，这将影响到 2020 年全球经济增长前景，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。

2020 年全球最大黑天鹅来自爆发于中国湖北武汉的新冠疫情(但新冠疫情起源于何处尚未有科学定论)。出于对 2003 年非典型肺炎疫情(SARS)扩散的深刻记忆，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大规模网格化隔离、集中全国资源救治患者和延期复工开学等措施。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。但大规模隔离措施同样使得中国社会经济陷入停摆状态，2 月份中国制造业 PMI 和非制造业 PMI 双双录得 2007 年有记录以来的最低值，2020 年 1-2 月份投资、产出和消费均同比下降 20% 左右，这显示出国内新冠疫情对国民经济造成严重冲击。2 月 21 日中共中央政治局会议要求建立与疫情防控相适应的经济社会运行秩序，有序推动复工复产，因为在疫情已经得到控制的情况下继续实施大规模网格化隔离措施的经济成本是非常大的。从 2 月 3 日到 2 月 20 日，出于中国将有效控制新冠疫情的预期，以及中国当局先行实施了逆周期调节政策，中外股市普遍由于避险情绪而偏强运行。

但由于大部分海外国家并没有珍惜中国为它们争取的防控新冠疫情的珍贵时间窗口，2 月下旬当中国新冠疫情逐渐平息的时候，国际新冠疫情却以更猛烈的速度扩散开来，给中国带来输入性二次疫情风险并拖累中国经济恢复进度。截至 5 月 4 日全球确诊新冠病例达到 364.6 万例，其中美国、西班牙和意大利等 9 个国家确诊病例数超过 10 万例；全球死亡病例数达到 25.8 万例，其中美国、西班牙

和意大利等 5 个国家死亡病例数超过 1 万例。由于国际新冠疫情的迅猛扩散，国际上大部分国家不得不相继实施大规模隔离措施；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，2 月下旬以来环球股市大幅调整；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，并且启用了量化宽松等非常规工具，欧美政府也推出多项针对新冠疫情的财政救助措施。尽管 4 月份全球新冠确诊病例从不到 100 万例飙升到 300 多万例，中美一季度 GDP 显示实体经济的确受到新冠疫情的严重冲击，但由于全球央行以及政府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，全球金融市场波动性有所下降，股票市场和工业商品价格出现反弹。

展望 5 月份，一方面国际新冠疫情还处于高速度扩散阶段，新冠疫情对全球经济的实质性冲击将延续到二季度；另一方面欧美政客为转移民众对控制新冠疫情不力的指责，积极寻找国外替罪羊，国际地缘政治风险趋于上升，大类资产配置仍需保持谨慎基调。我们建议 5 月份继续超配债券和贵金属，低配股票和工业商品等风险资产。

二、宏观环境评述

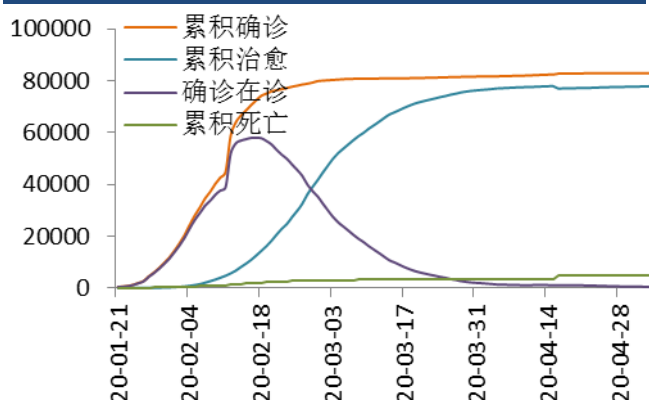
2.1 国际新冠疫情仍处高扩散平台

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传染性和中高致死率(7%左右)的相结合。SARS 病毒和埃博拉病毒致死率很高(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；流感病毒传染性很强但致死率非常低(不到 0.1%)，适合于采取不会影响到正常社会经济运行秩序的群体性免疫策略。但对于新冠疫情而言，由于其中高致死率，就不能采取群体性免疫策略，因为这样会造成大量国民丧失生命，与现代政府所负担的职能不符；本次新冠疫情有若干欧美国家一开始也打算采取群体性免疫策略，被疫情教训后又匆匆忙忙加强防控措施，并因此贻误了防控新冠疫情的最佳时机。而高传染性和中高致死率的相结合，使得各个国家不得不动员巨大社会资源来救治受到感染的国民，大量的社会资源因此得不到经济学意义上的最佳配置；更不用说部分发展中国家根本就没有相应的社会资源(包括公共卫生医疗人员和设备设施等)，这些国家可能是被迫采取群体性免疫策略，并因此遭受更大的损失。

出于对 2003 年非典疫情的深刻记忆，中国当局在新冠疫情爆发初期就采取了

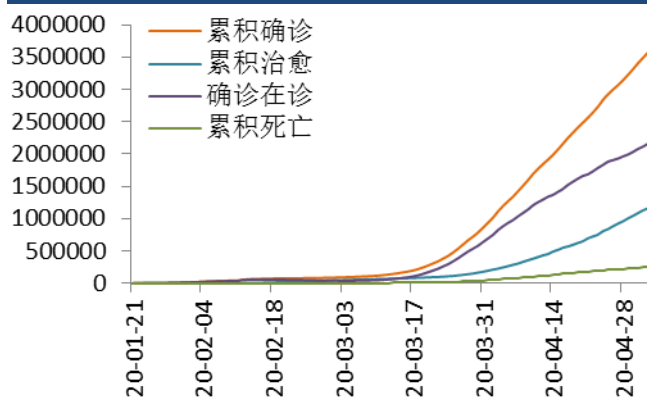
武汉封城湖北封省、大规模网格化隔离、暂停不必要经济活动、推迟学校开学以及集中全国医疗资源救治患者等防疫措施，这些异常严厉的防控措施虽然在短期内造成社会经济停摆的后果，但也因此能够在极短时间内控制住本地原发性新冠疫情，使得新冠疫情对国民、对经济的伤害降到了最低。目前中国原发性新冠疫情基本上平息下来，社会经济秩序也在逐步恢复到正常状态；但是新冠疫情的国际扩散一方面给中国经济带来二次需求冲击，另一方面也对中国防控新冠疫情带来新的考验。中国内地新冠确诊新冠病例从2月中旬开始趋势性减少，2月下旬开始确诊在诊病例数也由于医疗资源的到位而快速下降，3月中旬到4月中旬之间由于国际新冠疫情加速扩散以及广大华侨华裔回国避难而导致的输入性新冠疫情也由于入境口岸防疫的加强而趋于平息；截至5月4日中国大陆累积确诊新冠病例数为82881例，其中死亡病例数为4633例，确诊在诊病例数下降至395例，5月前四天日均新增确诊病例数仅为2例且绝大部分为输入型病例。

图1：中国新冠疫情扩散情况



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图2：全球新冠疫情扩散情况

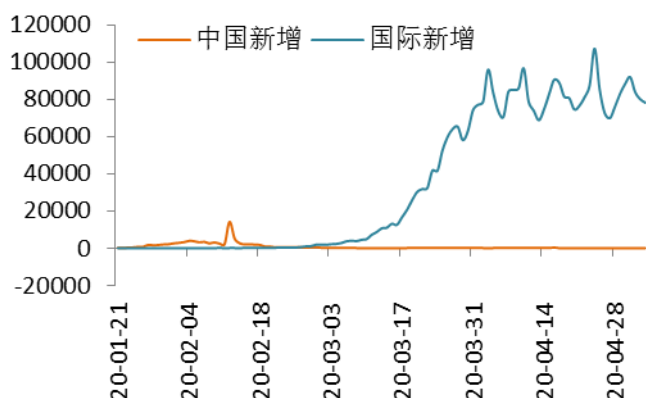


数据来源：Wind，建信期货研发中心

由于在中国强化防控措施之前所存在的国际人员流动，以及大部分海外国家并不珍惜中国所争取的时间窗口，就在中国国内原生性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备，国际新冠疫情的爆发速度远快于中国新冠疫情，大部分国家已经错失控制新冠疫情的最佳时机，3月11日世界卫生组织WHO宣布全球新冠疫情为大流行病(pandemic)。截至5月4日，确诊新冠病例数超过10万的国家有美国(北美，1237633)、西班牙(南欧，250561)、意大利(南欧，213013)、英国(西欧，194990)、法国(西欧，170551)、德国(西欧，167007)、俄国(东欧，155370)、土耳其(西亚，129491)和巴西(南美，114715)等10个国家，另有伊朗、中国和加拿大等29个国家确诊新冠病例数在1万到10万之间。目前来看，东亚、南欧和西欧等较早爆发新冠疫情的区域在相继采取防疫措施之后其已经得到有效控制，意大利、西

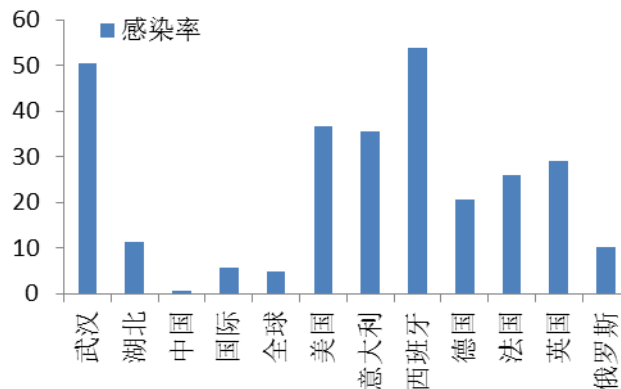
班牙、法国和德国的日新增确诊病例数有明显下降；但美国、英国和俄罗斯等国家其日新增确诊病例数还处于高水平区间，而且巴西、印度等人口大国以及不少医疗水平落后的亚非拉发展中国家其新冠疫情正处于爆发期，因此4月份以来国际日新增确诊病例数一直维持在7万至10万的高水平区间，而全球累积确诊新冠病例数也从3月31日的86万持续上升至5月4日的364.6万。目前西班牙的感染率(53.6%)已经超过中国武汉市(50.3%)，感染率在30%至50%之间的有爱尔兰(45.3%)、比利时(44.2%)和美国(37.8%)等6个国家。

图3：中外日新增确诊病例数



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图4：新冠疫情感染率(%)



数据来源：Wind，建信期货研发中心

综合而言，中国原生性新冠疫情基本上已经平息，但国际新冠疫情肆虐带来输入性疫情风险，因此边境口岸地区的防疫工作还要保持警惕。2月下旬到现在欧美新冠疫情迅猛发展，欧美大部分国家无论是感染率还是死亡率均大幅超过中国；虽然这些国家在相继采取防疫措施后疫情扩散速度有所放缓，但由于复杂的社会生活习俗与政府管理理念等因素，部分国家日新增确诊病例数还停留在一个较高水平区间；在欧美国家的新冠疫情扩散还没有明显放缓的同时，广大亚非拉以及中东、东欧等发展中国家的新冠疫情出现加速扩散迹象，这些国家人口众多而医疗水平又较为落后，一旦大规模爆发疫情将面临无法得到控制的风险。

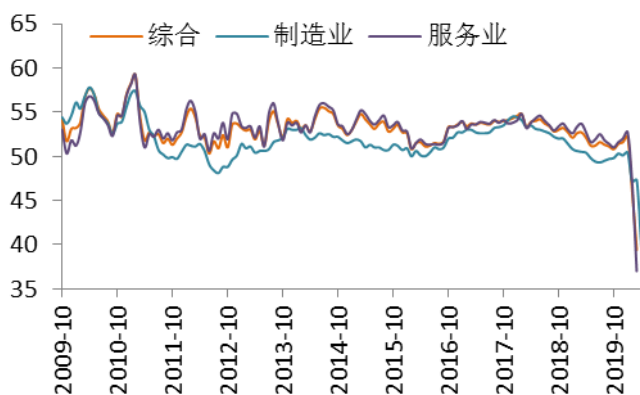
2.2 大封锁导致全球经济衰退

2020年1月下旬中国新冠疫情爆发，中国当局旋即采取了大规模网格化隔离和延期复工复产等防疫措施，社会经济秩序几乎陷于完全停滞状态，2月份中国官方PMI因此录得2008年以来的最低值。而2月下旬以来国际新冠疫情开始迅猛扩散，大部分海外国家在采取严格隔离措施方面的决心与力度均不如中国，这一方面使得国际新冠疫情扩散的拐点迟迟不能到来，另一方面也使得新冠疫情对国际经济的冲击低于其对中国经济的冲击；但由于新冠病毒的高传染性和中高致死率，大部分海外国家在早期的犹豫不决之后，都慢慢地向中国学习防疫经验，因

此新冠疫情对国际经济的冲击时间会更久，并通过全球供应链对中国经济产生二次冲击。

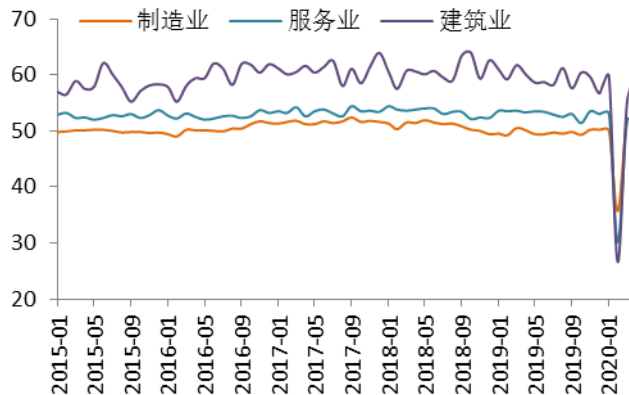
4月14日国际货币基金组织IMF发布最新一期《世界经济展望》，IMF预计由于新冠疫情的冲击，2020年全球经济预计将急剧收缩3%（注：IMF原本预计2020年和2021年全球经济分别增长3.3%和3.4%，由于中美达成第一阶段贸易协议使得之前被压抑的投资消费恢复性增长），比2008-2009年金融危机期间的情况还要糟糕得多（注：2009年全球经济萎缩0.1%）。基线情景假设疫情在2020年下半年消退，防控措施可以逐步取消；在这一情景中，随着政策支持措施帮助经济活动恢复正常，全球经济预计在2021年将增长5.8%。4月29日美国商务部发布的数据显示，受新冠肺炎疫情影响，2020年一季度美国GDP环比折年率下降4.8%，这是2014年二季度以来美国经济首次出现萎缩，也是2009年以来的最大降幅。2020年4月份，中国制造业和非制造业PMI高于50%，生产经营活动预期也在继续恢复，表明国内经济处于后疫情的恢复轨道当中；但由于国际新冠疫情的肆虐，美日欧和印度巴西等大型经济体的制造业PMI均明显回落，摩根大通全球制造业PMI因此录得39.8%的历史新低。

图5：摩根大通全球PMI



数据来源：Wind，建信期货研报中心

图6：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研报中心

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_5376

