

类别

宏观策略月报

日期

2020 年 3 月 31 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/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



国际新冠疫情肆虐，经济衰退不可
避免

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

- 2月下旬以来国际新冠疫情开始迅猛扩散，由于欧美国家崇尚个人自由，政府当局在采取隔离措施方面比较迟缓并因此错过了防控疫情的时间窗口。由于欧美国家控制疫情比较晚比较慢，这些国家2020年上半年经济都有可能进入衰退阶段，并通过全球产业链带给中国二次冲击，目前中国外贸行业持续传出订单取消、全员停工甚至关停工厂的消息。3月27日国际货币基金组织IMF称一场全球卫生流行病已转变成一场经济和金融危机，我们将面临至少与全球金融危机期间一样严重甚至更加严重的经济衰退。除了宽松货币政策之外，大部分国家也采取了针对性的救助措施来支持受到疫情冲击的企业和居民；我们认为这些逆周期调节政策有助于缓解新冠疫情对经济的负面冲击，但新冠病毒的强传染性意味着新冠疫情对经济的冲击很可能延续至相应疫苗研发成功之时，在那之前衰退阴影仍将笼罩全球经济。
- 由于新冠疫情的强传染性和部分海外国家行政体系的低效率，新冠疫情已经演化为全球性流行病，并将反过来对中国经济造成二次冲击，目前全球确诊新冠病例数已经超过72万例；在有效疫苗成功研发之前全球经济活动将不得不明显减少，全球范围内的经济衰退已成现实，IMF预计2020年全球经济衰退程度将高于2009年。在这种情况下，全球经济需要更多时间来完成由衰退阶段转入复苏阶段，全球央行和政府当局也会采用更多的逆周期调节政策来对冲新冠疫情。在新的经济通胀展望下，我们认为2020年中国大类资产表现排序为债券>货币>股票>商品，建议投资者超配债券和黄金，低配股市和工业商品。

目录

一、2020 年迄今宏观市场回顾	- 4 -
二、宏观环境评述	- 5 -
2.1 新冠疫情扩散国内减缓国际加速	- 5 -
2.2 全球经济衰退已经不可避免	- 8 -
三、大类资产市场分析	- 10 -
3.1 金银底部有支撑油铜需求冲击	- 10 -
3.2 流动性危机导致国际汇率无序波动	- 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，而伊朗领袖誓言报复，美伊冲突风险陡然升温；2 月 1 日美国总统特朗普抛出中东世纪和平计划，试图重新划定以色列和巴勒斯坦版图。这些事件说明美国正在有计划收缩中东军事部署以兑现其竞选承诺，但这样一来美国撤出后的权力真空必然引来各方势力的争夺；而且美国政府以支持盟友打击敌手作为收缩条件，更是增添了中东社会动荡与地缘政治风险。而在国际政经格局重组方面不确定性也有所回升，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，中外股市普遍由于逐险情绪而偏强运行。

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，并且给中国带来输入性二次疫情风险。截至3月29日全球确诊新冠病例达到722501例，其中美国、意大利、中国、西班牙和德国确诊病例数超过50000例；全球死亡病例数达到34009例，其中意大利、西班牙、中国、伊朗、法国和美国死亡病例数超过2000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，全球经济社会秩序因此陷于停滞，这意味着2019年四季度以来的复苏趋势很可能被扼杀在摇篮之中。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。我们预计新冠疫情的全球扩散在疫苗研发成功之前将难以得到有效控制，新冠疫情对经济和市场的冲击目前来看还没有达到最高点，我们建议4月份大类资产配置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 新冠疫情扩散国内减缓国际加速

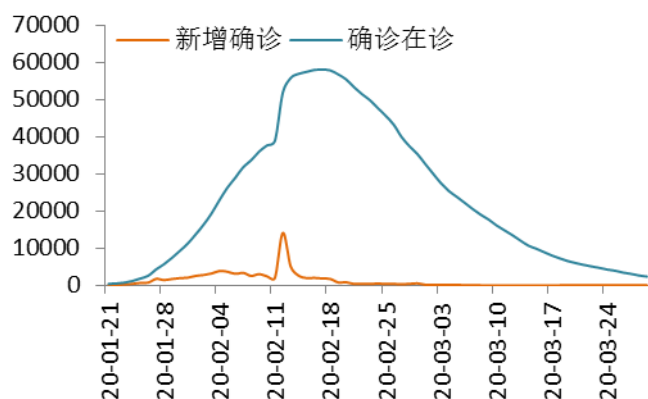
新冠病毒区别于SARS病毒、埃博拉病毒和流感病毒的特点在于高传染性和中等致死率(5%左右)的相结合。SARS病毒和埃博拉病毒致死率很高(接近或超过10%)但传染性弱，因此只需要短时间内加强防控就可以控制疫情，对正常社会经济运行秩序只有局部性的短期性的影响；流感病毒传染性很强但致死率非常低(不到0.1%)，适合于采取不会影响到正常社会经济运行秩序的群体性免疫策略。但对于新冠疫情而言，由于其中等致死率，就不能采取群体性免疫策略，因为这样会造成大量国民丧失生命，与现代政府所负担的职能不符；本次新冠疫情有若干欧美国家一开始也打算采取群体性免疫策略，被疫情教训后又匆匆忙忙加强防控措施，并因此贻误了防控新冠疫情的最佳时机。而高传染性和中等致死率的相结合，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。

虽然关于新冠病毒的起源仍存在学术上的争论，但本轮新冠疫情爆发于武汉、并以武汉为中心向湖北省、全中国和全球扩散的扩散脉络还是比较清晰的。2019

年12月30日武汉市卫健委发出《关于做好不明原因肺炎救治工作的紧急通知》和《关于武汉市新型冠状病毒感染的肺炎新增病例有关情况》，是目前已知的关于新冠病毒的最早报道；但由于对新病毒的认识需要时间和过程，武汉市相关部门在20天内并没有采取有力措施防范疫情扩散。2020年1月19日呼吸疾病国家重点实验室主任钟南山率国家卫健委高级别专家组赴武汉调研疫情防控工作，他指出新冠肺炎疫情95%以上与武汉有关、证实有人传人现象和证实有医务人员感染新冠病毒；1月20日国家领导对新型冠状病毒感染的肺炎疫情作出重要指示，强调要把人民群众生命安全和身体健康放在第一位，坚决遏制疫情蔓延势头。随后中国各级政府和国民迅速动员起来，武汉市封城湖北省封省、各地地毯式排查网格隔离、佩戴口罩和延后复学复工等措施陆续出台，全国医疗资源也快速集中到湖北省和武汉市以救治重症患者。

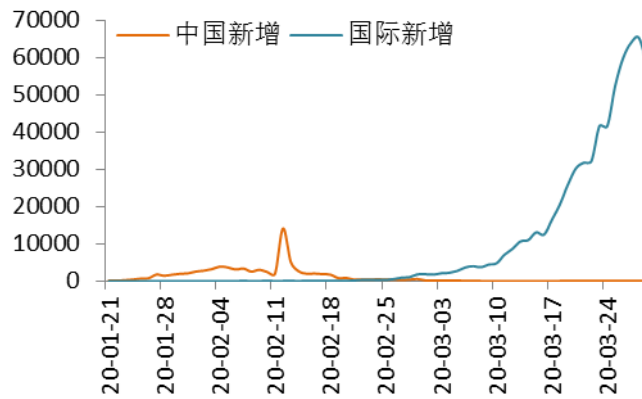
中国当局所采取的异常严厉的防控措施虽然在短期内造成社会经济停摆的后果，但也因此能够在极短时间内控制住本地原发性新冠疫情，使得新冠疫情对国民、对经济的伤害降到了最低，中国当局的管理水平和动员能力在防控新冠疫情当中得到国内民众和国际社会的广泛认可。目前中国原发性新冠疫情基本上平息下来，社会经济秩序也在逐步恢复到正常状态；但是新冠疫情的国际扩散一方面给中国经济带来二次需求冲击，另一方面也对中国防控新冠疫情带来新的考验。中国内地新冠确诊新冠病例从2月5日开始趋势性减少（2月12日由于湖北省统计口径调整而出现异常值），3月17日以来中国日新增原发性新冠病例已经下降至5例以下，截至3月29日确诊在诊病例数已经从高峰期的58016例下降至2396例；另一方面，由于国际新冠疫情加速扩散以及广大华侨华裔回国避难，海外输入性新冠疫情成为疫情防控重点，截至3月29日中国累积新增输入性新冠病例723例，近一周日均新增输入性新冠病例54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：中外新冠疫情扩散对比

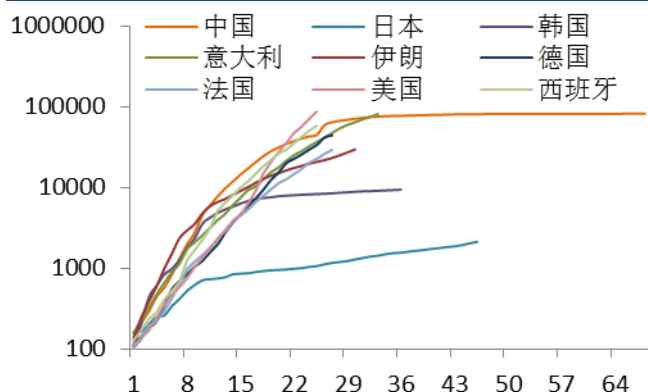


数据来源：Wind，建信期货研发中心

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)，这是历史第一起由冠状病毒造成的大流行病(20世纪以来被认定为大流行病的全球疫情都是由流感病毒引起)；世卫组织总干事谭德塞称我们以前从未见过可以得到控制的大流行病，但一些国家已经证明新冠病毒可以被抑制和控制，重点不是能否做到而是有没有意愿去做。

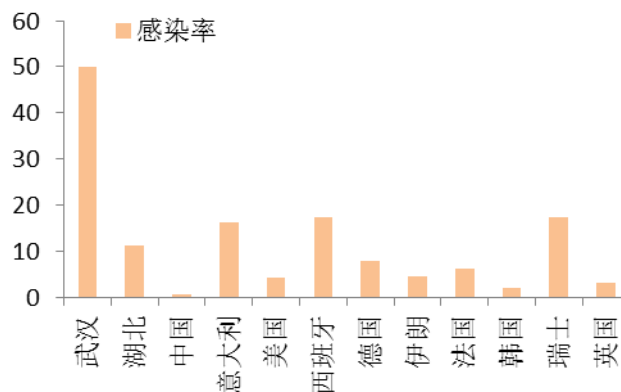
从2月22日开始国际新冠疫情进入爆发式扩散阶段，首先在东亚的韩国日本、西亚的伊朗和南欧的意大利，然后扩散至整个欧洲和全球。2月28日国际日新增新冠确诊病例数首次超过1000例，3月13日国际日新增新冠确诊病例数首次超过10000例，3月25日国际日新增新冠确诊病例数已经超过50000例。截至3月29日，中国累积确诊新冠病例数为82447例，国际累积确诊新冠病例数为640861例，分别占到全球累积确诊新冠病例数的11.4%和88.6%。目前全球确诊新冠病例数最多的国家有美国(北美，143071)、中国(东亚，82447)、意大利(南欧，97689)、西班牙(南欧，80128)、德国(西欧，62440)、法国(西欧，40723)、伊朗(西亚，38309)、英国(西欧，19784)、瑞士(中欧，14829)和荷兰(北欧，10930)，东亚国家(中日韩)的疫情扩散已经得到控制，但欧美疫情扩散依然在加速阶段，而且我们也不能忽略广大缺乏必要检测能力和医疗水平的发展中国家。

图3：确诊病例数(以超过100病例为首日)



数据来源: Wind, 建信期货研发中心

图4：新冠疫情影响率(%)



数据来源: Wind, 建信期货研发中心

我们从另一个角度分析新冠疫情的扩散情况。由于各个国家的人口数差异较大，我们定义感染率为确诊病例数与人口数之比，感染率高说明经济体的疫情更

加严重、患者救治难度更大。目前武汉市、湖北省和全中国的感染率基本上分别稳定在 50%(亦即 1 万个人中有 50 个确诊病例)、11.3%和 0.6%附近,韩国和日本的感染率分别为 1.89%和 0.21%且缓慢上升,欧美国家感染率处于较高水平且继续加速上升,其中意大利、西班牙和瑞士的感染率分别为 16.3%、17.4%和 17.4%,另外欧洲有些小国如卢森堡和冰岛的感染率已经超过 25%。从大洲角度看,新冠疫情最先在亚洲爆发,随后逐步扩散到欧洲、北美洲、南美洲和澳洲非洲,然后国际新冠疫情又反过来引发亚洲疫情二次扩散,如以色列和土耳其近期疫情出现了加速扩散情况;从感染率指标看,亚洲和非洲感染率维持在非常低的水平,欧洲感染率已经上升到 4.5%,而北美洲和澳洲感染率也在迎头赶上。

以死亡病例数与确诊病例数之比表征的粗死亡率呈现出缓慢上升的趋势,部分原因是救治时间越长康复概率越低。截至 3 月 29 日,武汉、湖北除武汉以及中国除湖北的粗死亡率分别为 5.09%、3.6%和 0.9%,中国整体粗死亡率为 4.06%。国际上意大利、西班牙、法国和英国的粗死亡率分别为 11%、8.5%、6.4%和 6.2%,但德国和瑞士的粗死亡率仅分别为 0.8%和 2%。因此相较于新冠疫情的国际扩散,国别粗死亡率表现出更加复杂的情况,与各国的人口结构、公共卫生体系、医疗救治水平和设施设备充足率都有很大关系。

2.2 全球经济衰退已经不可避免

目前并没有针对新冠病毒的有效药物,防范新冠疫情最有效的方法是隔离;但人类社会经济发展靠的就是劳动分工、团结合作,因此新冠疫情防范措施无疑会对社会经济产生负面冲击。这种冲击体现在四个方面:1、影响集中式生产活动,现代制造业和建筑业均是集中式生产,人群聚在一起就会增加传染可能性,为了防范疫情扩散,正常的生产活动(以及收入)必然有所减少,疫情消退后这部分损失可以弥补回来;2、增加社会成本,为了防范病毒扩散和救助受到感染的民众,必然要在公共卫生方面增加支出,这部分支出是为了维护社会运转而增加的成本,

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_6124

