

类别

宏观策略周报

日期

2020 年 03 月 20 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

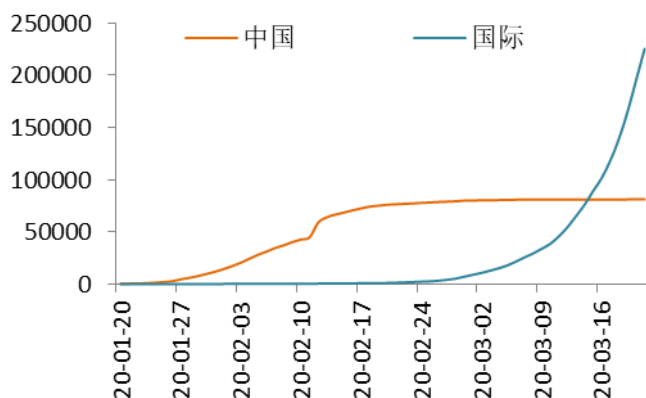


新冠疫情海外扩散迅猛，全球政府
紧急应对

一、宏观环境评述

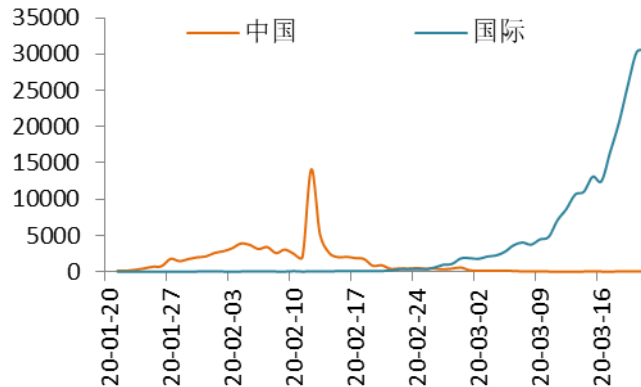
上周国际新冠疫情继续加速扩散，而中国原发新冠疫情基本平息，但输入型新冠疫情未能完全消失。截至3月20日，中国大陆新冠疫情新增确诊病例数已经连续15天低于50人，且几乎都是境外输入型；确诊在诊病例数下降至5549人，较高峰期下降超过90%。而全球累计确诊病例数已经达到30.6万，国际病例数占比达到73.5%；国际日新增确诊病例数超过3万人（相比中国最高日新增确诊病例数为1.41万人，还是由于统计口径调整造成的异常数据点）；国际确诊在诊病例数上升到19.25万人，而中国最高为5.8万人；国际新冠疫情时点死亡率也上升到4.32%，超过中国的4.02%。目前全球有162个国家发现确诊病例，除南极洲外的六大洲均有分布。

图1：累计确诊病例数



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图2：新增确诊病例数

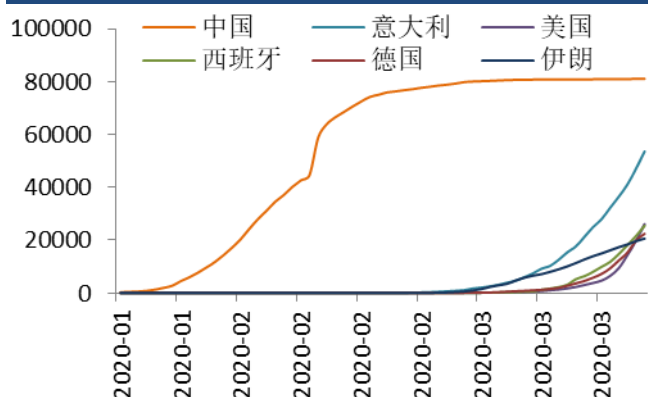


数据来源：Wind，建信期货研发中心

除中国外，累计确诊新冠疫情病例数较多的国家有意大利（53578例）、美国（26081例）、西班牙（25496例）、德国（22426例）、伊朗（20610例）和法国（14459例）。从累计确诊病例数占国家人口总数比例（累计感染率）数据来看，由于中国在新冠疫情爆发后果断采取武汉封城、湖北封锁、全国大规模网格化隔离和延迟开学复产等措施，中国新冠疫情扩散在1个月内即得到有效控制，累计感染率控制在万分之0.6之内，在疫情爆发后果断采取措施的韩国其累计感染率控制在万分之1.6附近。而意大利、西班牙、德法和美英等西方国家，他们的国家社会特点是崇尚个人主义与小政府，国家政府在采取大规模隔离措施和集中医疗资源救助患者方面存在思想观念上的困难，因此这些国家的确诊病例数还处于快速上升阶段，意大利的累计感染率已经超过万分之8.9，我们估计西方国家的新冠疫情扩散与意大利有相似的模式。目前西方国家已经向中国学习，采取限制公众活动规模及交通出行、暂时关闭学校和非必需商业场所、加大边境管控力度、严格限

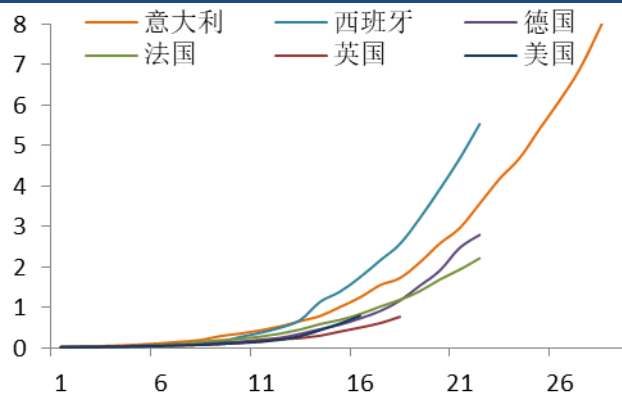
制人员流动等措施；但一来它们采取防范措施的时间较晚，错失了防控新冠疫情的最佳时机；二来即使它们采取了这些措施，在执行力度上也比不上中国，因此我们判断欧美国家新冠疫情的扩散还没有到收敛的时候，特别是美英新冠疫情的扩散还处于较早阶段。3月11日世卫组织总干事谭德塞博士将全球疫情定性为大流行病(pandemic)，意味着新冠疫情已经在全球范围内出现较大规模的蔓延，并且有着在某些区域内失控的风险；二十世纪以来，除去本次疫情外，全球共有4次传染病被普遍认为符合大流行病特征，分别是1918-1919年的西班牙流感、1957-1958年的亚洲流感、1968-1969年的香港流感和2009-2010年的H1N1甲型流感。

图3：重点国家累计确诊病例数



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图4：欧美感染率(以首次达到0.01%为基准)



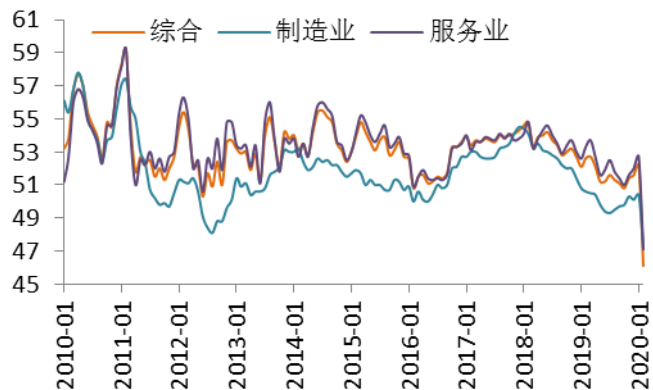
数据来源：Wind，建信期货研发中心

基于中国新冠疫情于5月底基本结束、国际新冠疫情于8月底基本结束的乐观预期，我们认为2020年中国GDP增速将下滑至5%（较疫情爆发前估计下调1个百分点），而新冠疫情亦将拖累全球经济1.2个百分点，这是在各各国实施合适的逆周期调节政策的情况下；这意味着2020年全球经济增速将远低于2019年，达到2010年以来的新低，全球需要更多时间来从中美贸易纷争和新冠疫情冲击中恢复过来。但如果新冠疫情的全球流行引发更强烈的民粹主义，而欧美执政精英有更大民意基础来推动国际政经格局重组，那么全球经济有陷入长期萧条的风险，因此我们要密切关注国际新冠疫情的发展情况。

2020年2月份中国官方制造业PMI和非制造业PMI分别录得35.7%和29.6%的记录低值，并连累摩根大通全球综合PMI下降至46.1%，为2009年10月份有记录以来首次跌入萎缩区间；由于2月下旬以来新冠疫情在国际迅猛扩散，且其在欧洲的扩散情况比中国还严重，我们预计3月份全球综合PMI可能跌至40%附近，3月24日公布的欧美经济体3月制造业PMI是最早公布的3月份欧美经济数据。1-2月份中国固定资产投资同比下降24.5%，工业产出同比下降13.5%，居民

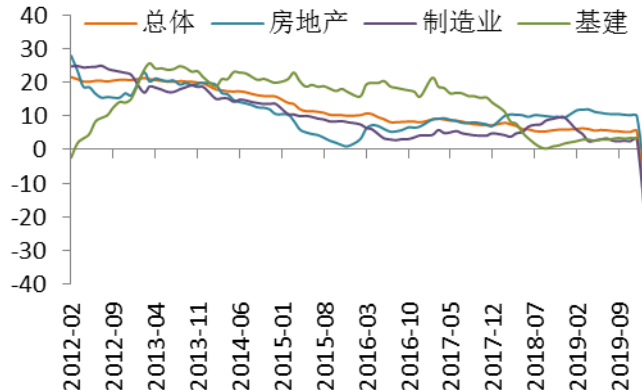
消费同比下降 20.5%，进出口额分别同比下降 2.4% 和 15.9%。由于国内原发新冠疫情基本上平息，国内社会经济秩序有望逐步回到正常秩序，但新冠疫情的国际扩散很可能给中国经济带来二次冲击。

图5：摩根大通全球PMI



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图6：中国固定资产投资增速



数据来源：Wind，建信期货研发中心

尽管目前新冠疫情对经济社会的冲击主要体现在中国经济数据上，美国2月非农就业数据表现出色；但新冠疫情的全球扩散已经对市场投资者信心产生冲击，并使得2月下旬以来的全球金融市场出现大幅波动。在权益市场，美国标普500指数累积下跌18.8%并遭遇两次熔断，欧元区STOXX50指数和日经225指数分别下跌28.5%和25.5%；在债券市场，美国和德国的10年期国债收益率分别下跌52BP和44BP，美国穆迪Aaa信用利差由128BP走阔至206BP，意大利10年期国债收益率相对德国的利差由135BP扩大至267BP；在商品市场，由于全球需求暗淡前景导致OPEC+解体，WTI原油价格暴跌近40%，而金融市场大幅波动引发的美元流动性危机也使得伦敦黄金价格下跌6.9%。

面对新冠疫情全球扩散给全球经济带来的充满不确定性的冲击，2月下旬以来欧美当局采取多种措施防控新冠疫情并稳定市场信心。3月3日七国集团G7财长和央行行长举行电话会议讨论新冠肺炎疫情，会后联合声明称G7承诺使用所有适当的政策工具来实现强劲、可持续的增长并防范下行风险。之后欧美央行掀起宽松狂潮，3月3日和3月15日美联储分别降息50BP和100BP，政策利率已经下降至0附近；除了降息之外美联储还启动规模高达7000亿美元的量化宽松（其中中国债5000亿美元，MBS 2000亿美元），并陆续启动了商业票据融资工具CPFF、一级交易商信贷机制PDCF和货币市场共同基金流动性工具MMLF等流动性管理工具；除了美联储外其他欧美央行也采取了类似措施，多个国家的政策利率已经下降至2008年金融危机以来最低。除了宽松货币政策之外，欧美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，3月20日英国宣布为受疫情影响严

重的行业的员工支付 80% 的工资，最高每月 2500 英镑，该计划至少可以执行三个月；美国政府正在讨论一项高达 1.5 万亿美元的一揽子疫情应对计划。

欧美央行快速大幅度宽松，虽然有助于缓和美元流动性危机并稳定市场预期，但也会产生相应的负面影响。其一是扰乱市场预期，因为市场参与者会认为美联储是因为掌握了关于经济前景的更多内部负面信息而超预期宽松的，这样反过来会打压市场参与者信心；其二是药不对症，新冠疫情在抑制总需求的同时更会严重破坏供给侧，但美联储宽松货币政策局限于总量性和需求侧，供需失衡会导致资产价格出现难以预期的波动，这与 2000 年网络泡沫破灭和 2008 年金融危机有着根本性的区别；其三是用力过猛，经过这一轮宽松之后，全球主要央行的政策利率均接近有效下限 ELB，面对后续经济衰退的政策空间非常有限，后续政策空间不足也会削弱投资者的信心。因此虽然欧美央行快速大幅度宽松，但我们认为全球金融市场的高波动性还将继续存在，建议投资者谨慎参与。

二、大类市场分析

2.1 贵金属与工业商品

由于 2020 年 1 月份地缘政治风险急剧升温，1 月份贵金属延续 2019 年 12 月份以来的上涨态势，伦敦黄金曾于 1 月 8 日突破 1600 美元/盎司。而后美伊冲突缓和，美国经济数据良好，美元指数站上 98，避险情绪减退贵金属偏弱调整；中国春节过后新冠疫情再次引发市场关于中国甚至全球经济增长势头的担忧，全球股市暴跌增添黄金的避险需求，节后伦敦黄金价格偏强运行且一度突破 1700 美元/盎司关口。但 3 月 9 日之后由于国际油价暴跌削弱黄金的避险需求，而且全球市场波动引发美元流动性危机，投资者被迫抛售黄金、国债等流动性资产，因此伦敦黄金连续下跌至 1450 美元/盎司附近；上周由于全球央行加大宽松力度，而国际新冠疫情进一步爆发，贵金属的避险需求增强，伦敦黄金出现企稳迹象。

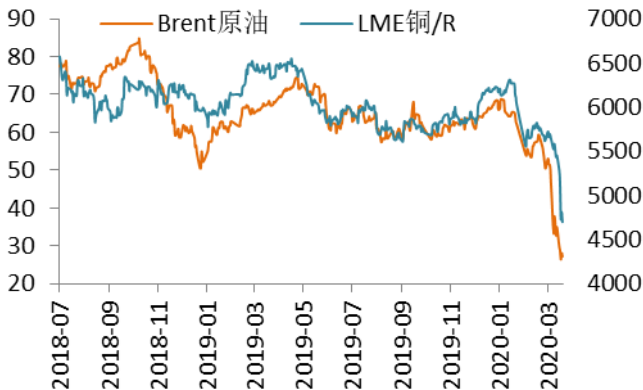
我们判断新冠疫情将对 2020 年中国实际 GDP 造成 1 个百分点的损失（在扩张性经济政策支持的情况下）、对全球经济也会造成 1.2 个百分点的损失，全球央行货币政策将在更长时期内保持宽松基调，股票市场偏弱运行和美债收益率下降，这将在中短期内为贵金属带来支撑。在中长期内，来自国际政经格局重组的避险需求将继续占据主导地位，在该因素影响下黄金价格已经突破长达六年的震荡区间 1100-1400 美元/盎司，黄金中长期上涨空间已经打开，我们判断伦敦黄金至少会上涨至 1800 美元/盎司，建议投资者继续保持做多思路，并适当关注多白银空黄金的套利机会。

图7：伦敦金银价格



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图8：国际原油与铜价



数据来源：Wind，建信期货研发中心

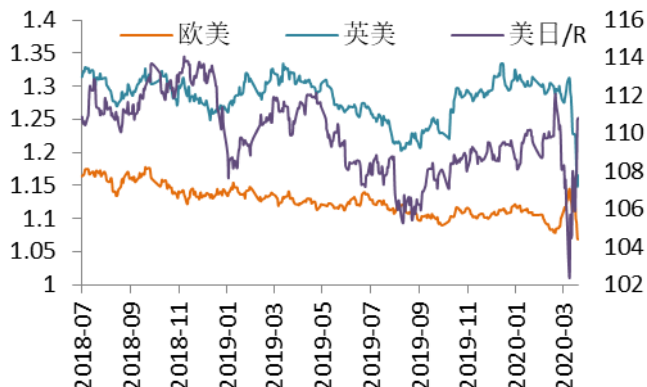
1月份经济数据进一步证实全球经济增长企稳回升，但新冠肺炎疫情将对短期内的中国经济甚至全球经济产生负面冲击，需求面急剧恶化导致原本已经进入上升趋势的工业商品价格大幅回落。我们认为新冠疫情终将过去，而中国经济基本面也会在疫情过后逐步修复；但毫无疑问的是，在全球债务杠杆率高企、全球政经格局重组之际，来自黑天鹅的负面冲击不仅对短期经济产生影响也会恶化中长期经济潜在增速。我们预计即使在扩张性经济政策的支持下，2020年中国实际GDP增速还是会下降至5%，而全球经济增长大幅低于2019年；在这种情况下，由于中国是国际大宗商品主要消费国，我们预计2020年原油铜价格中心将显著低于2019年。尤其是由于国际原油需求因新冠疫情严重受挫，OPEC+联合减产限产宣告破灭，沙特和俄罗斯等主要产油国在财政压力下宣布大幅度增产，因此国际油价有望在美国页岩油明显减产之前维持在较低水平。

2.2 国际主要汇率

1月份经济数据进一步证实全球经济增长企稳回升，但新冠肺炎疫情对中短期内中国和全球经济产生负面冲击；由于美国经济以国内消费为主，而且中美第一阶段贸易协议使得美国贸易赤字趋于减少，因此新冠疫情实际上从内外经济对比以及避险需求两方面加强美元的基本面。另一方面，美国参议院否决众议院所提出的针对总统特朗普的弹劾条款，以及民主党艾奥瓦州初选无果而终，也使得美国国内政治风险有所减少，特朗普可以在对外政策上保持强硬态度以争取国内选票。因此我们看到从2020年初到2月中旬美元指数持续上升并差点突破100关口，但2月下旬新冠疫情在包括美国在内的国际范围内加速扩散，美国和经济的增长前景蒙阴，因此在美债收益率暴跌的同时美国股票市场波动性上升，而美联储宽松、利差收窄以及美股波动均削弱美元吸引力，2月下旬美元指数从100附近大跌至94.5。随后由于美国金融市场大幅波动引发美元流动性危机，美

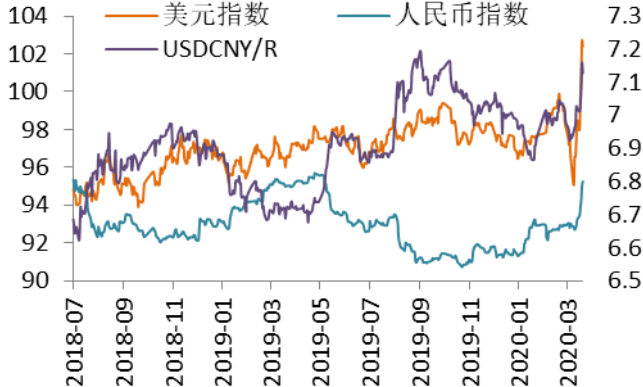
美元指数大幅上升到 103 附近，美债收益率也有所反弹；但由于美联储紧急启动了多个流动性管理工具，我们认为美元流动性危机有望逐步缓解，而美元指数上升空间有限。

图9：发达经济体汇率



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图10：美元与人民币



数据来源：Wind，建信期货研发中心

由于新冠病毒的强传染性和中国当局被迫采取的大规模隔离、延后复工开学措施，以及现阶段中国债务杠杆率高企和房地产价格偏高的现状，新冠疫情将对中国短期经济增长和中长期经济潜在增速均产生负面冲击，我们预计 2020 第一季度中国实际 GDP 增速将下降至 5%，新冠疫情也将分别拖累 2020 年中国和全球经济增长 0.6 个百分点和 0.4 个百分点，对中国经济增长前景的担忧使得 1 月下旬至 2 月中旬人民币兑美元汇率从 6.85 贬值至 7.05 附近。但 2 月下旬以后由于中国新冠疫情逐渐得到控制而国际疫情加速扩散，经济基本面对比变化朝着有利于人民币的方向发展，因此人民币兑美元汇率又回升到 6.9 附近。3 月 10 日以来美元流动性危机使得人民币兑美元汇率被动贬值到 7.1 下方，但我们判断继续贬值幅度有限。

2.3 债券收益率

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_6352

