

类别

宏观策略月报

日期

2020年3月2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



## 新冠肺炎疫情肆虐，全球经济前景蒙阴

## 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

- 新冠疫情防控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，成本的增加意味着利润的下降；3、降低服务业供需，与实物供需不同的是，服务业供需是实时性的并且需要供需双方接触的，因此疫情防范将直接降低服务业供需，而且服务业供需的减少不太可能得到后期补偿；4、收入的减少和利润的下降会影响到企业和个人的现金流和资产负债表健康状况，从而减少企业投资和个人消费，这会进一步减少社会经济活动。
- 面对新冠疫情对全球经济的负面冲击，各国当局都会采取逆周期调节政策来稳定经济前景，货币政策宽松与积极财政支出都是合理选项；我们也相信疫情平息之后，中国以及全球的社会经济活动都会逐渐恢复。但灾后经济复苏不会回到灾前水平，新冠疫情不仅对经济存在一次性总量冲击，还会降低中长期潜在增速；我们倾向于认为 2020 年中国经济同比增长 5.5%，全球经济增速与 2019 年相仿。由于社会债务杠杆率与私人部门债务杠杆率均处于较高水平，同时国际政经格局重组和港台地缘政治风险也增加了对经济体健康度和稳健度的要求，因此中国当局的逆周期调节政策强度将面临更大挑战。
- 2020 年伊始，黑天鹅事件-新冠肺炎疫情冲击中国宏观经济和全球金融市场，我们需要重新考虑 2020 年大类资产配置。目前的基准预期是，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，新冠疫情将对中国经济以及企业生产经营产生负面冲击；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，新冠疫情有可能演化为全球性流行病。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股票>债券>商品>货币，但股市的波动性提高将考验投资者的实际收益水平。

# 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 新冠疫情冲击全球经济前景 .....	- 6 -
三、大类资产市场分析 .....	- 8 -
3.1 金银冲高回落油铜再下台阶 .....	- 8 -
3.2 美元偏强运行人民币趋于贬值 .....	- 10 -
2.3 债券整体基本面好转 .....	- 11 -
2.4 中国股市波动性上升 .....	- 11 -
四、中期资产配置建议 .....	- 12 -

## 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，包括中国在内的全球经济数据出现企稳回升迹象，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，美伊冲突一触即发；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，此计划遭到大部分阿拉伯国家反对；2 月 29 日美国与塔利班签署协议，在塔利班不再庇护极端武装的情况下，美国同意分阶段从阿富汗撤出美军。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，1 月 8 日伦敦黄金即测试 1600 美元/盎司关口。

而在国际政经格局重组方面，不确定性也有所回升。英国首相约翰逊虽然努力推动英国新议会通过脱欧协议，但他又宣称英国要与欧盟在一年时间内达成贸易协议，如果英欧在 2020 年 12 月 31 日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；而在美国政府相继达成新版美墨加自贸协议、美韩美日贸易协议和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，因此全球企业投资生产和居民投资将继续承压，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。

2019 年底一种新的呼吸系统病毒开始在湖北省武汉市传播，由于种种原因这种最终被命名为新型冠状病毒（COVID-19）的病毒所引起的疫情，在 1 月 19 日由于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才得到重视；出于对 2003 年非典型肺炎疫情扩散的深刻记忆，中国当局果断实施了大规模网格化隔离措施和延期复工开学措施。由于当局的果断行动，中国新冠疫情在（引起重视之后的）一个月之内即得到有效控制；但大规模隔离措施同样使得社会经济陷入停摆状态，这对中国甚至全球经济都是一个巨大的负面冲击，1 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，这也使得 2 月



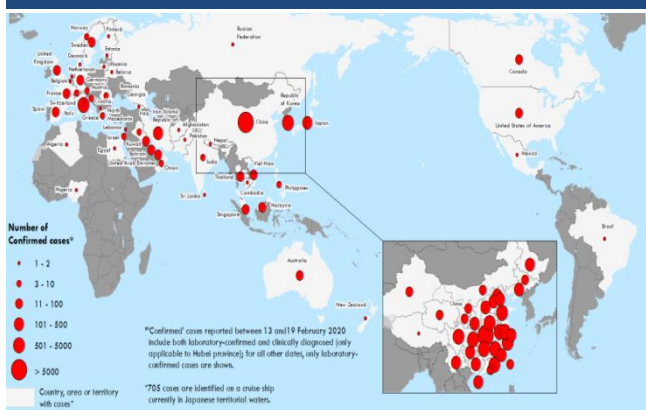
下旬以来中国当局工作重心转为建立起与舆情防控相适应的经济社会运行秩序。由于中国当局采取了果断措施防控新冠疫情和救助受到疫情冲击的企业和居民，虽然工业商品价格大幅下跌，然而风险偏好因素使得中国股市短期下跌后大幅反弹，2月份中上旬全球股市牛气冲天；但2月下旬新冠疫情开始在全球蔓延，而且新冠疫情对经济的冲击也逐步体现，全球股市联袂下跌，工业商品价格也在下一个台阶，美国10年期国债收益率下降至60年最低值，伦敦黄金价格一度接近1690美元/盎司。

## 二、宏观环境评述

### 2.1 新冠疫情扩散国内减缓国际加速

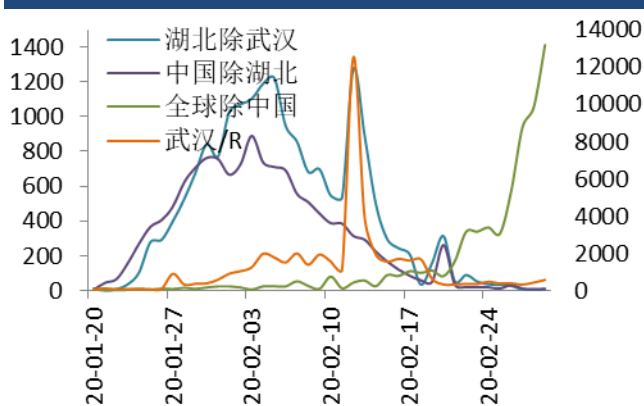
截至2月29日，全球新冠疫情累积确诊病例数为86578例，其中中国大陆为79824例，占全球病例数比例为92.2%；中国湖北省累积确诊病例数为66907例，占中国大陆病例数的83.8%；湖北省武汉市累积确诊病例数为49122例，占湖北省病例数的73.4%；新冠疫情呈现出从武汉市向湖北省、中国、全球面状扩散特征。中国新增确诊病例数自2月5日期总体呈现下降趋势（2月12日数据由于武汉市调整统计口径而出现异常），湖北以外中国大陆各省份新增确诊病例数已经连续两天低于10例，中国大陆疑似病例数下降至1000例以内；累积治愈出院41625例，现有确诊病例数下降至35329例。可以说新冠疫情在中国的扩散已经得到有效控制，即使随着复工开学的开展确诊病例数还会有所增加，但只要各单位保持高度警惕态度，中国新冠疫情再度扩大的可能性已经非常低。

图1：新冠疫情全球扩散情况



数据来源：WHO，建信期货研发中心

图2：新冠肺炎新增确诊病例数

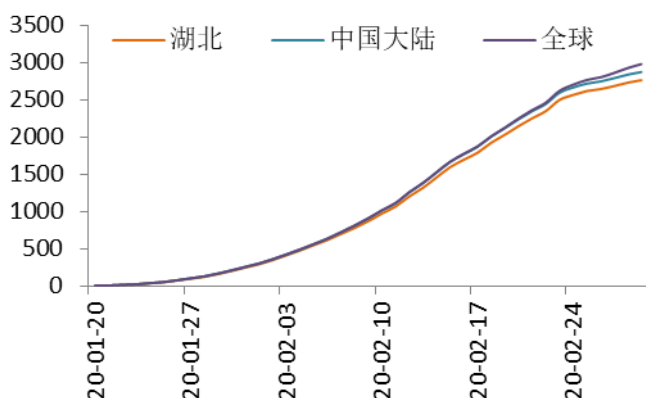


数据来源：Wind，建信期货研发中心

另一方面，由于新冠病毒的强感染性以及海外国家行政体制的低效，新冠疫情在全球的扩散正出现加速迹象，目前全球有六大洲62个国家出现确诊新冠病例，中国以外确诊病例数为6610例，较一周前增加5004例；除中国外确诊病例数超

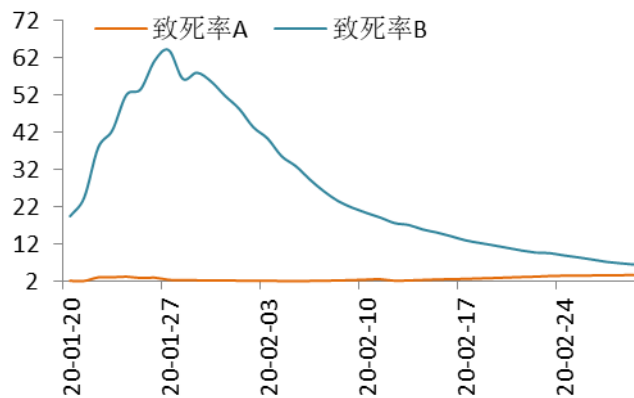
过 100 的国家有韩国 (3150 例)、意大利 (1128 例)、日本 (947 例)、伊朗 (593 例)、德国 (115 例)、新加坡 (102 例) 和法国 (100 例)。2 月 28 日世界卫生组织将新冠疫情的全球和各区域风险级别从“高”上调至“很高”这是世卫组织自 2012 年将其风险评估方法系统化以来, 首次将某一事件相关的全球风险级别评估为“很高”; 而这意味着: 1、由于非特异性症状和存在尚未检测到传播的可能性造成难以识别病例; 2、对一些已发现病例和可能发现病例的成员国的卫生系统或产生重大影响; 3、存在医疗物资短缺的可能。

图3: 新冠疫情死亡病例数



数据来源: Wind, 建信期货研投中心

图4: 中国大陆疫情致死率



数据来源: Wind, 建信期货研投中心

新冠病毒致死率低于 SARS 病毒但仍远高于普通流感病毒。截至 2 月 29 日全球新冠疫情死亡病例数为 2977 例, 其中中国大陆为 2870 例; 以死亡病例数/累积确诊病例数计算中国大陆新冠病毒致死率 A 为 3.6%, 但这一计算方法倾向于低于致死率, 因此我们以死亡病例数/(死亡病例数+治愈出院病例数) 计算中国大陆致死率 B 为 6.45%。最终致死率会在致死率 A 和致死率 B 之间, 这一致死率低于 SARS 病毒的致死率 9.7%, 但高于流感病毒的致死率 0.1%, 新冠病毒具有中等致死性; 加上新冠病毒的强感染性, 全球各国仍需采取有力措施防范新冠疫情扩散, 而这也意味着新冠疫情对经济的冲击还将进一步加大。

## 2.2 新冠疫情冲击全球经济前景

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,

成本的增加意味着利润的下降；3、降低服务业供需，与实物供需不同的是，服务业供需是实时性的并且需要供需双方接触的，因此疫情防范将直接降低服务业供需，而且服务业供需的减少不太可能得到后期补偿；4、收入的减少和利润的下降会影响到企业和个人的现金流和资产负债表健康状况，从而减少企业投资和个人消费，这会进一步减少社会经济活动。

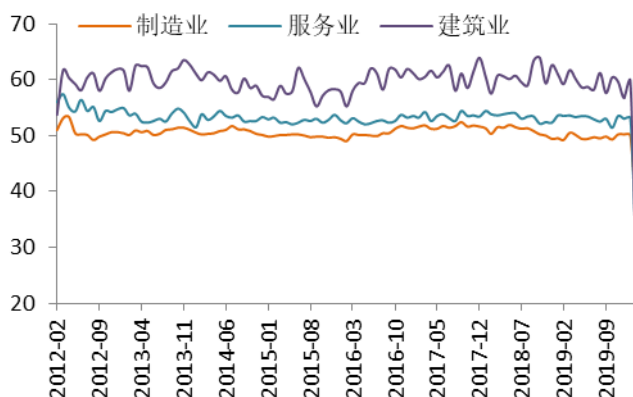
根据2月12日中国烹饪协会发布的《2020年新冠肺炎疫情期间中国餐饮业经营状况和发展趋势调查分析报告》，相比2019年春节，疫情期间78%的餐饮企业营业收入损失达100%以上，9%的企业营收损失达到九成以上，7%的企业营收损失在七成到九成之间，营收损失在七成以下的仅为5%；根据国家统计局数据，2019年全国餐饮收入46721亿元，其中15.5%来自春节期间这一传统的消费旺季，据此计算2020年春节中国餐饮业直接损失约为6890亿元，占到2019年全年餐饮业收入的14.7%。

2月19日Think Global Health网站发布研究报告称，至少有80个国家/地区对中国或中国部分地区、中国公民、或来自中国/在中国过境的旅客，就新型冠状病毒实施了某种形式的旅行限制；截至2月7日世卫组织已确定72个国家实施了某种形式的旅行限制，但只有23个国家(32%)向世卫组织提交了《国际卫生条例》(第43条第3款)所要求的正式报告。2月20日国际航空运输协会IATA警告说，新冠肺炎的爆发可能会使航空公司损失超过290亿美元，导致2020年全球客运量下降4.7%，这意味着自2008年金融危机以来全球航空业需求首次出现整体下降。

2月22日国际货币基金组织IMF总裁格奥尔基耶娃在20国集团财长和央行行长会议上称：在我们当前的基线情景中，当局实施了宣布的措施，且中国经济将在二季度恢复正常，因此未来全球经济受影响的程度可能较小，持续时间可能较短；在这种情景中，2020年中国的经济增速将达到5.6%，这相比今年1月的《世界经济展望更新》低0.4个百分点。全球经济增速将下降约0.1个百分点，然而我们也在关注更严重的情景，即病毒传播持续时间更长、全球传播范围更广且对经济增长的影响更加持久。

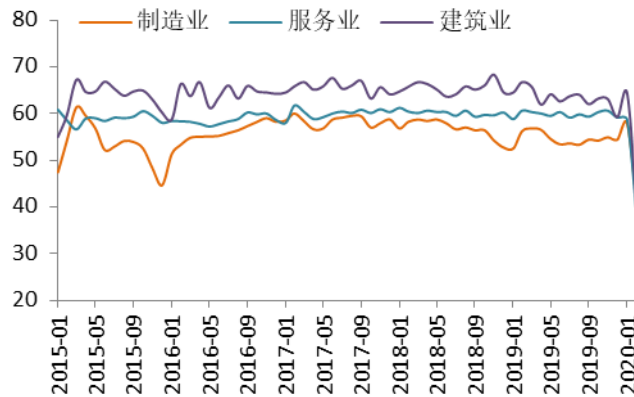
2月29日国家统计局公布2月份官方PMI数据，制造业PMI和非制造业PMI双双下滑至2007年有记录以来最低值，制造业新订单指数、生产指数和新出口订单指数均低于30%，这充分反映了新冠疫情对中国经济的负面冲击；而且制造业、服务业和建筑业的生产经营活动预期指数也都大幅下降至40%左右，这说明新冠疫情对经济的影响不仅是短期的还是中长期的。

图5：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图6：生产经营活动预期



数据来源：Wind，建信期货研发中心

新冠疫情对经济的影响将取决于疫情扩散情况以及灾后复产情况，由于新冠疫情的全球扩散还在发展过程中，现在对经济前景的任何预期都具有高度的不确定性。我们倾向于认为新冠疫情对中国经济具有短期性的大冲击和中长期的小冲击，短期大冲击来自大规模隔离措施导致的社会活动减少，中长期小冲击来自社会成本的上升和社会增长潜能的下降。我们还要考虑到，在目前全球政经格局重组、国家主义风头正盛的背景下，新冠疫情扩散对经济全球化将产生更深远的影响，某些国家当局可能利用这个机会进一步宣扬经济本地化的合理性。

毫无疑问，面对新冠疫情对全球经济的负面冲击，各国当局都会采取逆周期调节政策来稳定经济前景，货币政策宽松与积极财政支出都是合理选项；我们也相信疫情平息之后，中国以及全球的社会经济活动都会逐渐恢复。但上面的分析表明，灾后经济复苏不会回到灾前水平，新冠疫情不仅对经济存在一次性总量冲击，还会降低中长期潜在增速；我们倾向于认为2020年中国经济同比增长5.5%，全球经济增速与2019年相仿。对中国而言，由于社会债务杠杆率与私人部门债务杠杆率均处于较高水平，同时国际政经格局重组和港台地缘政治风险也增加了对经济体健康度和稳健度的要求，因此中国当局的逆周期调节政策强度将面临更大

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\\_6840](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6840)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn