类别

宏观策略周报

日期

2020 年 9 月 4 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



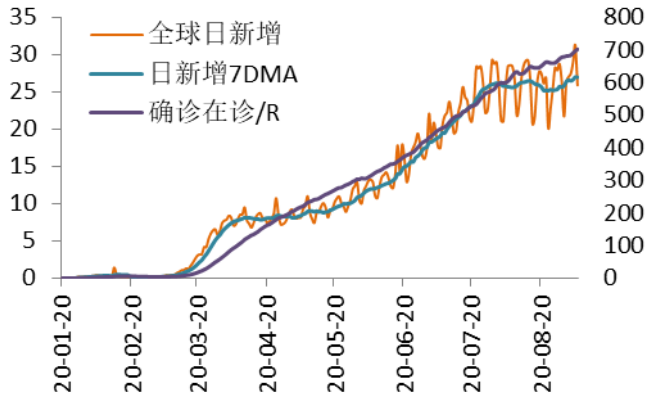
美元指数或在 90 附近短线企稳

一、宏观环境评述

1.1 全球新冠疫情扩散速度不减

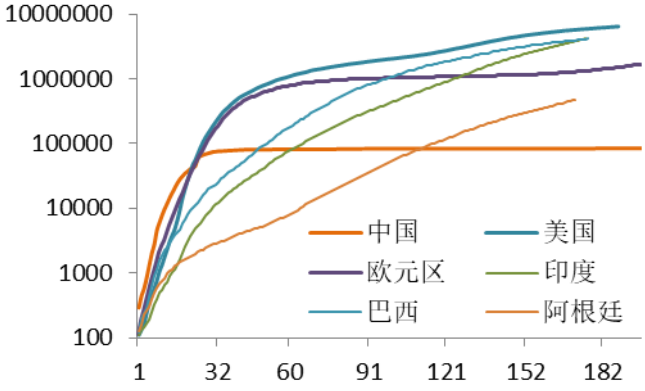
截止9月5日全球累计确诊新冠病例数达到2710万，整体感染率达到43.5%%；病死人数达到88.3万人，病死率小幅下降至3.26%；日新增确诊病例数大致维持在20-30万区间，但9月4日单日新增确诊病例数创下新高31.24万。美国、巴西、俄罗斯和南非的扩散速度明显下降，哥伦比亚、阿根廷、墨西哥、智利和秘鲁的扩散速度有走稳迹象，印度、印尼、伊拉克和乌克兰的扩散速度继续走高，欧元区二次疫情严重程度已经接近首次疫情。截止9月5日累计确诊新冠病例数超过50万的国家有美国(北美，6432103例)、巴西(拉美，4123000例)、印度(南亚，4118583例)、俄罗斯(东欧，1025505例)、秘鲁(拉美，683702例)、哥伦比亚(拉美，658456例)、南非(非洲，636884例)、墨西哥(拉美，629409例)和西班牙(南欧，517133例)等9个国家，另有81个国家的累计确诊病例数在1万至50万之间。

图1：全球新冠疫情扩散情况



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图2：国别新冠疫情扩散情况



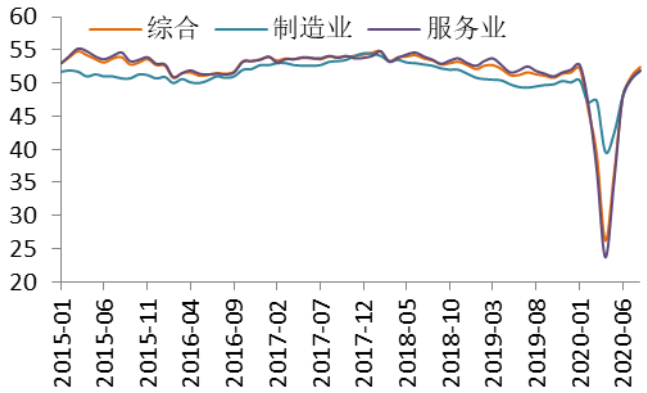
数据来源：Wind，建信期货研投中心

由于新冠疫情已经基本上扩散至地球上所有国家，并激发这些国家的公共卫生应急机制，我们预计全球新冠疫情扩散速度有望得到控制，7月下旬以来全球日新增确诊病例数7天移动平均一直维持在24万至27万的区间内。但疫情扩散速度得到控制不等于疫情本身得到控制，即使按照每日25万的扩散速度，累计确诊人数每过40日就会增加1千万或地球总人数的0.13%；如果在新冠疫情没有得到彻底控制的情况下，就在经济增长压力下放松防疫措施，就容易像美国和欧洲那样爆发二次疫情。控制新冠疫情一方面需要严格执行防疫措施，另一方面需要加快研发新冠疫苗，这意味着在新冠疫苗研发成功之前新冠疫情对人类社会经济的冲击还将继续存在。

1.2 全球经济复苏步伐有所加快

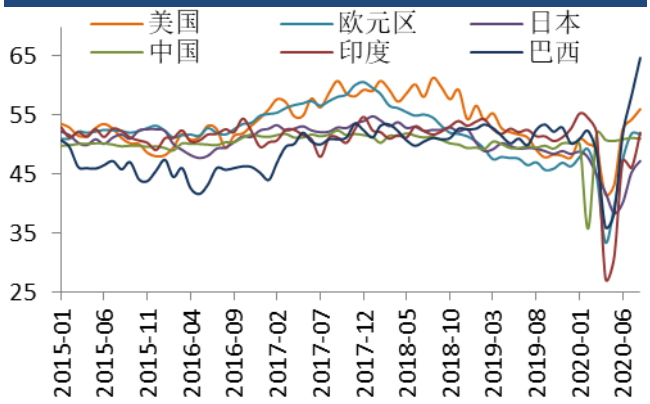
由于全球新冠疫情扩散速度有见顶迹象，美洲各国疫情扩散速度普遍有所回落，因此8月份全球经济自新冠疫情冲击中恢复的速度有所加快。8月份摩根大通全球制造业PMI录得51.8%，为连续第四个月回升且连续第二个月位于扩张区间。具体而言，中国8月份官方制造业和服务业PMI分别为51%和54.3%，制造业复苏速度不减，服务业加快恢复步伐，整体经济仍然处于弱复苏格局；美国8月份ISM制造业PMI进一步上升至56%，但非制造业PMI回落至56.9%，防疫措施放松制造业陆续复工，新一轮救助计划难产居民消费支出谨慎，经济复苏可持续性存在不确定性；欧元区8月份制造业PMI环比回落0.1个百分点至51.7%，受二次疫情影响服务业PMI环比回落4.2个百分点但仍处于扩张区间，这说明新冠疫情对经济社会的冲击系数有所下降。

图3：摩根大通全球PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：主要经济体制造业PMI



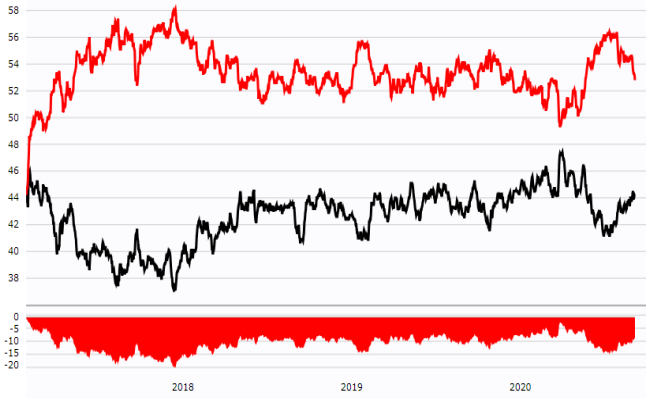
数据来源：Wind，建信期货研投中心

美国8月新增非农就业137.1万人，略超市场预期但为连续第二个月回落，体现了新冠疫情扩散速度放缓但新一轮救助计划难产的综合影响。3至8月美国累计减少非农就业1155万，而美国正常时期月增20万非农就业，因此新冠疫情半年内对美国就业的累计冲击为1285万。假如往后美国平均每月新增非农就业150万，也还需要整整一年才能抵消新冠疫情的影响。而在家庭就业报告方面，美国8月失业率大幅下降至8.4%，主要是疫情缓解后大批临时性失业重新回到工作岗位。失业率大幅下降意味着美国经济逐步走上正轨，美联储新增宽松政策必要性下降，数据公布后美国十年期国债收益率上升9BP，同时十年期实际利率上升4BP。美国新冠疫情缓解、经济恢复步伐加快一方面增强特朗普连任竞选成功概率，另一方面增强美元资产吸引力，美元指数有望在90上方企稳整固。

1.3 地缘政治风险依然高涨

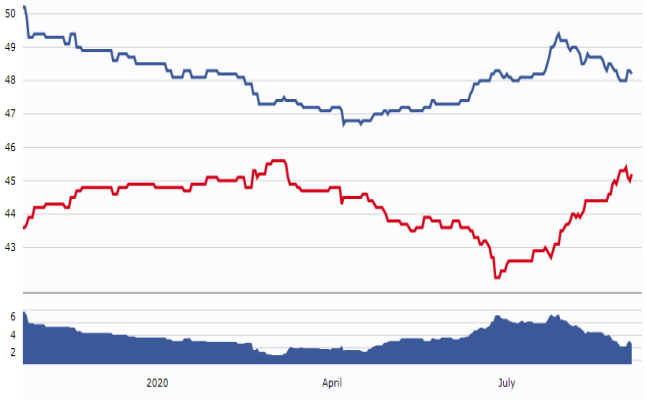
由于近期美国新冠疫情有所缓解、美国经济加速恢复，特朗普政府认可度上升，特朗普与拜登在摇摆州的支持率差距缩小，因此特朗普政府对中国打压力度有所减弱，但整体氛围难有明显改善。8 月 30 日中国外交部长在法国发表演讲时称中美之间必须避免新冷战，9 月 1 日美国国务卿蓬佩奥对此回应称中美之间冷战的比喻有一定意义，但现时的情况与冷战时期有所不同，美国面临一个拥有 14 亿人口国家的全方位挑战，美国将以非常认真的方式应对这一新挑战，他并称希望今年年底之前全部关闭美国大学校园内的孔子学院。

图5：特朗普政府认可度(黑线)



数据来源：RCP，建信期货研投中心

图6：特朗普(红线)与拜登摇摆州支持率



数据来源：RCP，建信期货研投中心

中欧关系因香港新国安法和捷克参议院代表团访台事件而受损。上周中国外交部副部长秦刚约见捷克驻华大使佟福德，就捷克议会参议院主席维斯特奇尔访台提出严正交涉，并表示中方必将做出必要的反应以维护自己的正当利益；欧洲国家对此表示不满，德国外长要求中国不要动辄摆出威胁的架子，并呼吁中国收回香港新国安法，斯洛伐克总统恰普托娃发推称欧盟不会接受中国政府的威胁。欧洲议会国际贸易委员会主席朗格称中欧投资协定谈判最主要的障碍是中国的不公平贸易行为和香港的人权问题，尽管欧盟对外宣称希望在年底前完成谈判，欧盟和欧洲企业对近期完成谈判已不抱太大希望。

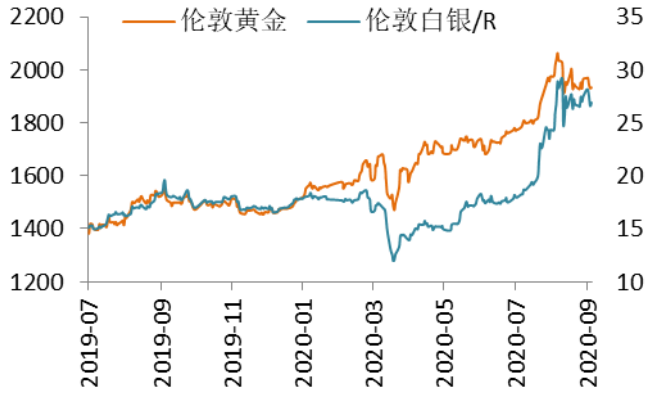
另外，上周中国解放军西部战区新闻发言人张水利批评印军破坏前期双方多层级会谈会晤达成的共识，在班公湖南岸、热钦山口附近再次非法越线占控，而印度外交部指责中国军队在有争议的喜马拉雅山脉边界采取挑衅性行动；上周五印度国防部长辛格与中国国防部长魏凤和在莫斯科举行会谈，魏凤和坚称中国的领土一寸也不能丢，辛格则重申中国必须退回实际控制线，中印边境谈判陷入僵局。

二、大类市场分析

2.1 贵金属与工业商品

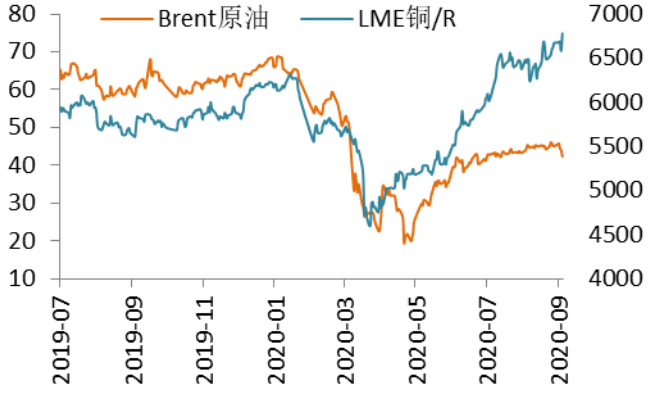
8 月份金银价格冲高回落，高位震荡整固。主要是因为全球和美国新冠疫情扩散速度得到初步控制，全球和美国经济恢复速度有所加快，贵金属的避险需求有所削弱，但欧元区二次疫情以及印度疫情继续爆发使得有关新冠疫情的避险情绪并未完全消除。中美地缘政治风险依然处于高水平区间，虽然美国疫情得到控制美国政府工作重点转向经济恢复，但特朗普政府已经决心以对华强硬形象争取保守派选民，因此来自美国总统大选的避险需求将继续为贵金属提供有效支撑。我们认为中短期内新冠疫情逐步得到控制以及经济恢复将成为压制贵金属价格的主要因素，美元汇率以及实际利率均不利于贵金属；但美联储已经声明会允许经济处于过热状态一段时间后才考虑收紧货币政策，而且美国总统大选将继续为地缘政治带来不确定性，贵金属的调整空间不会太大。预计 9 月份贵金属延续宽幅震荡格局，伦敦黄金核心波动区间为 1850-2000 美元/盎司，建议投资者区间内轻仓波段操作；而鉴于我们中长期看多贵金属的观点，长线投资者可在 1850 美元/盎司附近逐步吸纳多单。

图7：伦敦金银价格



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图8：国际原油与铜价



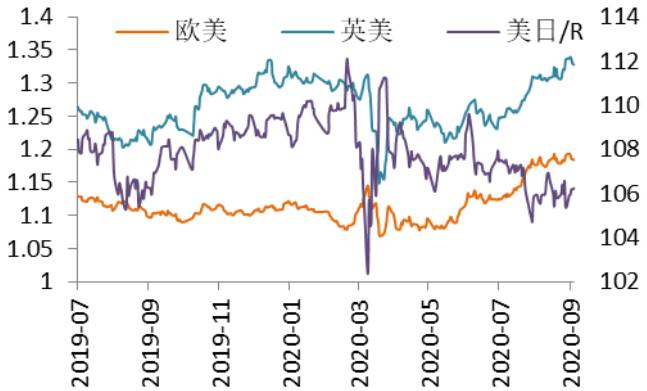
数据来源：Wind，建信期货研投中心

虽然智利新冠疫情扩散速度已经得到控制，但全球经济恢复势头良好提振有色金属多头信心，上周国际铜价维持偏强运行格局。由于全球新冠疫情扩散速度不减，而且欧佩克缩小减产规模，原油市场供求平衡修复进度落后于有色金属，上周两个 OPEC 成员国表示其石油产量的变化可能会在未来几个月内影响供应，俄罗斯则希望 OPEC+能够尽快增加整体供应，受此消息影响上周国际油价录得 7 月份以来最大跌幅。总体上看我们认为随着全球经济逐步恢复，工业商品价格还有继续反弹空间；但鉴于新冠疫情对全球经济潜在增速的长期冲击，全球经济有可能进入长期低增长格局，这意味着工业商品价格波动中枢也将有所降低。

2.2 国际主要汇率

由于美国总统大选所引发的政治风险，以及美联储调整货币政策框架所展示出来的鸽派倾向，8 月份美元指数总体上偏弱震荡，8 月底日本首相安倍晋三辞职也令到美元指数被动贬值；但美国新冠疫情扩散速度明显放缓，欧洲二次疫情形势严峻，以及美国经济加快恢复速度，为美元指数提供一些支撑，8 月份美元指数仅下跌 1.28%，跌幅较 7 月份明显放缓。上周美元指数在 92 附近企稳反弹，因为美国就业市场和整体经济都出现加速恢复势头，而且 7 月份以来美元指数跌幅过大有修正要求。中长期看，由于新冠疫情对全球经济的冲击峰值已经过去，新冠疫情为美元汇率带来的避险需求减弱，而且美国总统大选选情焦灼增加了国内政治风险，我们认为美元指数还将继续向下寻找支撑，但下跌动能已经有所减弱，预计美元指数在 90 附近有较强支撑力度。

图9：发达经济体汇率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图10：美元与人民币



数据来源：Wind，建信期货研投中心

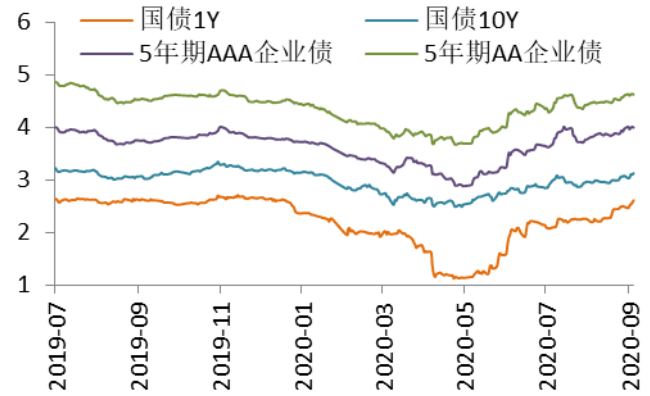
由于美元指数延续偏弱调整格局，美联储调整货币政策框架暗示将在更长时间内维持宽松货币政策基调，以及中美电话会议表示第一阶段贸易协议取得进展，要继续采取必要措施确保协议的成功，8 月份人民币兑美元汇率升值 1.64%至 6.85 附近，而且人民币汇率指数也升值 1.64%，初步脱离 6 月份中美地缘政治风险急剧恶化以来的低水平区间。上周初人民币兑美元汇率一度升值至 6.81 附近，但如果短期内美元指数下跌空间不大，我们认为人民币兑美元汇率也难以突破 6.7，整体上仍处于 2018 年中美贸易形势恶化以来的宽幅震荡区间内。

2.3 债券收益率

由于全球新冠疫情扩散速度得到初步控制，以及全球经济加快恢复速度，8 月份全球主权债利率延续上行趋势；而且由于中国经济持续恢复而央行部分回收流动性，8 月份短端国债利率上升幅度更大，国债 1/10 期限利差进一步压缩了 12BP；

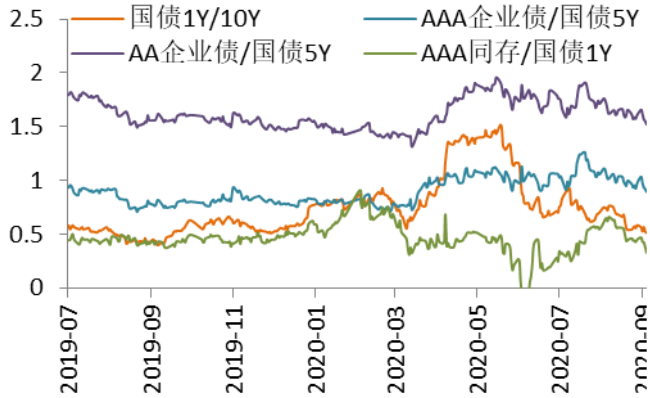
由于企业经营状况改善现金流状况向好，8 月份 5Y AAA 企业债信用利差进一步压缩 8BP，但距离疫情前利差水平还有 20BP 的差距。由于 9 月份还要加快特别国债和地方债的发行节奏，而且全球经济料将延续复苏步伐，我们预计债券收益率还有进一步上升的可能性；但融资利率大幅上升并不符合进一步降低企业融资成本的基本经济政策，我们认为央行还会继续像八月份一样加量稳价续作 MLF，确保流动性需求得到基本满足，因此中长期国债利率上升空间相对有限，我们认为 3.1%附近可积极配置十年期国债。目前 1/10 国债期限利差已经压缩到 2019 年下半年以来的低水平区间，继续下行空间有限，稳健交易者可尝试介入买短债 TS2012 买长债 T2012 的套利交易。

图11：中国债券利率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图12：中国债券利差



数据来源：Wind，建信期货研投中心

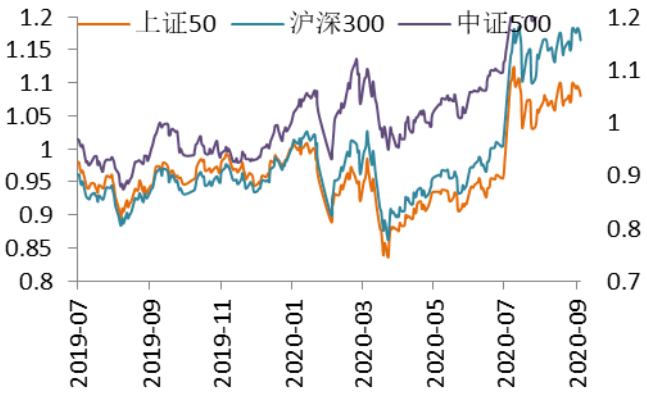
2.4 中国股票市场

由于中国率先从新冠疫情冲击中复苏，而且中国应对新冠疫情的方式也体现了中国制度的优越性，增强了国际资本对中国经济发展的信心，6 月下半月至 7 月上半月中国股市上涨幅度超过 20%；而在短期大幅上涨后中国股市整体估值水平已不便宜，部分板块明显高估，而且监管层采取多项行动抑制资金冲动，因此 7 月 14 日之后中国股市结束疯牛走势而转为高位盘整。技术上看 7 月中旬至 8 月份股市震荡幅度持续收窄，9 月份股市或选择突破方向。上周五股市受外围市场影响跌破三角形整理形态下轨，调整意味较为明显。

从基本面看，随着中国经济持续恢复，企业利润状况还将继续好转，这是中国股市偏强运行的最主要因素；从资金面看，中国央行的确边际收紧货币流动性，但欧美央行宽松驱动资金跨境套利，而且房住不炒定位也使得居民资产配置发生从房地产到股市的转移，因此资金面状况谨慎乐观；从政策指引看，紧货币宽信用的政策组合不利于股市表现，监管层并不希望 2015 年股市暴涨暴跌情形重演，而且国家持续推动注册制改革会不断吸收流动性；从风险偏好看，中国股市估值

整体上已经不算便宜，而且科技股和消费股高估现象突出，大资金在目前估值水平上缺乏配置兴趣。因此目前股市上下两难，除非有非常强劲的利多因素，否则股市向下调整砸出上涨空间的概率比较大。

图13：中国股票指数



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图14：中外股指比较



数据来源：Wind，建信期货研投中心

三、资产配置建议

随着新冠疫情扩散到全球绝大部分国家并且激发这些国家的防疫机制，以及不断有国家的新冠疫情在防疫机制下得到控制，8 月份全球新冠疫情日新增确诊病例数维持在 25 万/日左右而没有继续攀升，这意味着 2020 年新冠疫情扩散迎来第一个转折点，全球社会经济进入后疫情时代。与疫情时期的应急救济相比，后疫情时代的经济政策更强调修复；这是因为新冠疫情不仅冲击短期经济产出，还通过加速全球政经格局重组来降低全球经济潜在增速，经济发展所处的内外部环境都会发生激烈变化；因此经济政策一方面要促进经济增长，另一方面要更加注重社会公平。中短期内，我们可以预期全球经济自新冠疫情冲击下的恢复将利好权益资产和工业商品，而货币政策正常化使得权益资产表现逊于工业商品；由于新冠疫情推动全球政经格局加速重组，贵金属等避险资产也会有不俗变现；而由于长期经济潜在增速的下降，我们认为国债利率的上升空间将相对有限。总体而言，我们建议在 9 月份大类资产配置中坚持谨慎进攻稳健防御立场，在风险资产中超配受到全球经济复苏支撑的工业商品，而标配为货币政策正常化和地缘政治风险所抑制的权益资产；在避险资产中超配受到通胀预期上升和地缘政治风险支撑的贵金属和受到中国经济复苏支撑的信用债，而标配为货币政策正常化和和中国经济复苏所抑制的利率债。

表1：大类资产配置建议

大类	细分	中长期	中短期	影响因素
货币	货币	15%	低配 10%	新冠疫情冲击中国短期经济增长和中长期潜在增速，中国货币金融环境难以全面收紧，货币存款收益偏低；
债券	利率债	30%	标配 30%	中国经济持续从新冠疫情冲击中复苏，利率债短期避险需求有所减退，但长期经济潜在增速下降，利率债收益率难以大幅上升；
	信用债	30%	超配 35%	逆周期调节政策使得企业生产经营和利润状况持续改善，信用债基本面好于利率债；
股票	蓝筹股	10%	低配 5%	企业经营状况好转改善股票基本面，但央行货币政策边际收紧以及中美地缘政治风险恶化降低投资者风险偏好；
	中小股	5%	标配 5%	中美科技博弈使得国家继续支持科技企业，而宽松货币金融环境也有利于中小股；
商品	黄金	5%	超配 7.5%	新冠疫情冲击短期经济产出和长期经济潜在增速，并加速全球政经格局重组，贵金属长期上涨趋势不变；
	原油	5%	超配 7.5%	全球经济恢复以及 OPEC+减产推动原油市场从供过于求向供求平衡转变，原油中期上涨趋势不变；
主要事件和风险				新冠疫情发展，逆周期调节政策，美国总统大选

数据来源：Wind，建信期货研究中心

【建信期货研投中心】

宏观金融研究团队 020-38909340　　有色金属研究团队 021-60635734　　黑色金属研究团队 021-60635736

石油化工研究团队 021-60635738　　农业产品研究团队 021-60635732　　量化策略研究团队 021-60635726

免责申明：本报告谨提供给建信期货有限责任公司（以下简称本公司）的特定客户及其他专业人士。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“建信期货研投中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部
地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
电话：021-60635548　邮编：200120

深圳分公司
地址：深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 B3211
电话：0755-83382269　邮编：518038

山东分公司
地址：济南市历下区龙奥北路 168 号综合营业楼 1833-1837 室
电话：0531-81752761　邮编：250014

上海宣化路营业部
地址：上海市宣化路 157 号
电话：021-63097530/62522298　邮编：200050

杭州营业部
地址：杭州市下城区新华路 6 号 224 室、225 室、227 室
电话：0571-87777081　邮编：310003

福清营业部
地址：福清市音西街福清万达广场 A1 号楼 21 层 2105、2106 室
电话：0591-86006777/86005193　邮编：350300

郑州营业部
地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 2008A
电话：0371-65613455　邮编：450008

宁波营业部
地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街 255 号 0874、0876 室
电话：0574-83062932　邮编：315000

总部专业机构投资者事业部
地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）6 楼
电话：021-60636327　邮编：200120

西北分公司
地址：西安市高新区高新路 42 号金融大厦建行 1801 室
电话：029-88455275　邮编：710075

北京营业部
地址：北京市宣武门西大街 28 号大成广场 7 门 501 室
电话：010-83120360　邮编：100031

上海杨树浦路营业部
地址：上海市虹口杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 811 室
电话：021- 63097527　邮编：200082

广州营业部
地址：广州市天河区天河北路 233 号中信广场 3316 室
电话：020-38909805　邮编：510620

泉州营业部
地址：泉州市丰泽区丰泽街 608 号建行大厦 14 层 CB 座
电话：0595-24669988　邮编：362000

厦门营业部
地址：厦门市思明区鹭江道 98 号建行大厦 2908
电话：0592-3248888　邮编：361000

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路 99 号（建行大厦）5 楼
邮编：200120　　全国客服电话：400-90-95533
邮箱：service@ccbfutures.com　　网址：http://www.ccbfutures.com