类别

宏观策略月报

日期

2020 年 9 月 1 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



全球经济社会进入后疫情时代

近期研究报告

《宏观专题-美国总统大选机制以及建国以来政治生态流变》2020.8.29

《宏观专题-新冠疫情跟踪之八：全球新冠疫情扩散有望进入平台期》2020.8.12

《宏观专题-新冠疫情与金融危机比较分析之二-美中欧经济政策差异性》2020.7.28

《宏观专题-新冠疫情与金融危机比较分析之一：负面冲击与社会经济背景的差异性》2020.6.21

《宏观专题-新冠疫情跟踪之六：欧美新冠疫情进入平台期，发展中国家存隐患》2020.4.17

《宏观专题-新冠疫情跟踪之三：中国新冠疫情防控进入常态化管理阶段》2020.2.23

观点摘要

- 随着新冠疫情已经扩散到几乎所有国家并且激发这些国家的防疫机制，8 月份全球新冠疫情扩散速度不再持续上升而是稳定在 25 万附近，这说明 2020 年新冠疫情全球扩散的第一个转折点可能已经到来，但欧洲继美国之后爆发二次疫情引发市场担忧。8 月份全球经济加速恢复，新冠疫情对全球经济冲击峰值已经过去，但恢复进程依然与各国疫情密切相关，而且美国新一轮疫情救助计划迟迟未能出台令市场担忧美国经济复苏持续性。经济政策方面，中国央行货币政策执行报告指出工作重点从应对疫情的流动性总量投放，转换为更加精准导向的结构性宽松，将加强与财政部门有机协同促进政府债券顺利发行；住房城乡建设部和中国央行发布重点房地产企业资金监测和融资管理规则，根据负债率为房地产企业划定三道红线，根据越线的数量将房地产企业分为“红橙黄绿”四档决定其融资时有息负债年增速的上限；美联储在杰克逊霍尔全球央行年会上宣布全面调整其在实现就业最大化和稳定物价这两大目标上的策略，更加重视提振美国劳动力市场，降低对过高通胀的担忧。地缘政治方面，美国促成阿联酋和以色列实现关系正常化，中美之间在港台、科技和南中国海等领域的博弈继续深化，但两国决定继续执行第一阶段贸易协议。

- 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。

目录

一、2020 年 8 月份宏观市场回顾 ..... - 4 -
二、宏观环境评述 ..... - 4 -
2.1 新冠疫情扩散速度得到初步控制 ..... - 4 -
2.2 全球经济进入复苏轨道 ..... - 6 -
2.3 中美政策框架调整 ..... - 7 -
2.4 中美地缘政治风险偏高 ..... - 8 -
三、大类资产市场分析 ..... - 10 -
3.1 贵金属短期震荡整固 ..... - 10 -
3.2 美元指数向下寻找支撑 ..... - 11 -
2.3 中长期国债配置机会来临 ..... - 12 -
2.4 股市震荡幅度持续收窄 ..... - 12 -
四、中期资产配置建议 ..... - 13 -

一、2020 年 8 月份宏观市场回顾

随着新冠疫情已经扩散到几乎所有国家并且激发这些国家的防疫机制，8 月份全球新冠疫情扩散速度不再持续上升而是稳定在 25 万/日附近，这说明 2020 年新冠疫情全球扩散的第一个转折点可能已经到来，但欧洲继美国之后爆发二次疫情引发市场担忧。8 月份全球经济加速恢复，新冠疫情对全球经济冲击峰值已经过去，但恢复进程依然与各国疫情密切相关，而且美国新一轮疫情救助计划迟迟未能出台令市场担忧美国经济复苏持续性。经济政策方面，中国央行货币政策执行报告指出工作重点从应对疫情的流动性总量投放，转换为更加精准导向的结构性宽松，将加强与财政部门有机协同促进政府债券顺利发行；住房城乡建设部和中国央行发布重点房地产企业资金监测和融资管理规则，根据负债率为房地产企业划定三道红线，根据越线的数量将房地产企业分为“红橙黄绿”四档决定其融资时有息负债年增速的上限；美联储在杰克逊霍尔全球央行年会上宣布全面调整其在实现就业最大化和稳定物价这两大目标上的策略，更加重视提振美国劳动力市场，降低对过高通胀的担忧。地缘政治方面，美国促成阿联酋和以色列实现关系正常化，中美之间在港台、科技和南中国海等领域的博弈继续深化，但两国决定继续执行第一阶段贸易协议。

由于疫情扩散速度得到初步控制以及全球经济加速恢复，同时央行承诺在更长时间内维持货币宽松，8 月份全球权益市场大多偏强运行，中美欧日指标股指分别上涨 3.2%、7.2%、2.2%和 5.4%。经济复苏前景提振工业商品并削弱贵金属避险需求，8 月 Brent 原油和伦敦铜分别上涨 4.1%和 4.7%，而伦敦黄金就下跌 0.5%。经济复苏前景改善同样削弱债券的避险需求，8 月份中美十年期国债收益率分别上升 11BP 和 19BP。全球经济自疫情冲击中恢复以及美联储鸽派论调打击美元多头，8 月份美元指数下跌 1.3%；中美确认继续执行第一阶段贸易协议缓解市场担忧，8 月份人民币指数上涨 1.6%；日本首相安倍晋三因健康问题辞职，市场担忧安倍经济学前景，8 月份日元兑美元汇率升值 0.4%。

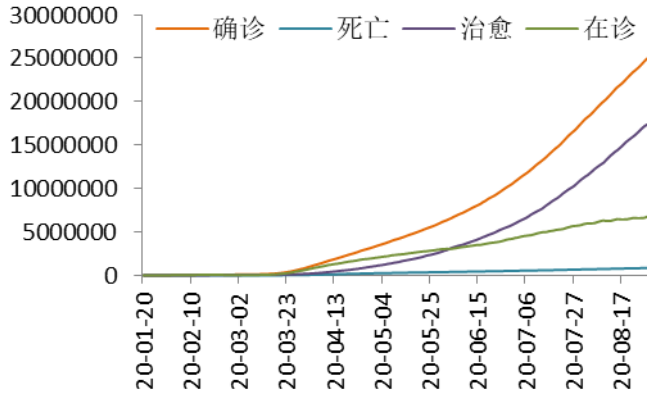
二、宏观环境评述

2.1 新冠疫情扩散速度得到初步控制

出于对 2003 年非典疫情的深刻记忆和对疫情随春节人流扩散的担忧，中国当局在新冠疫情爆发初期就果断采取了武汉封城湖北封省、大规模网格式隔离、暂停不必要经济活动、公共场合监测体温佩戴口罩以及延迟复工复产复学等防疫措施。异常严厉的防疫措施使得中国新冠疫情在短短一个月内即得到有效控制，随

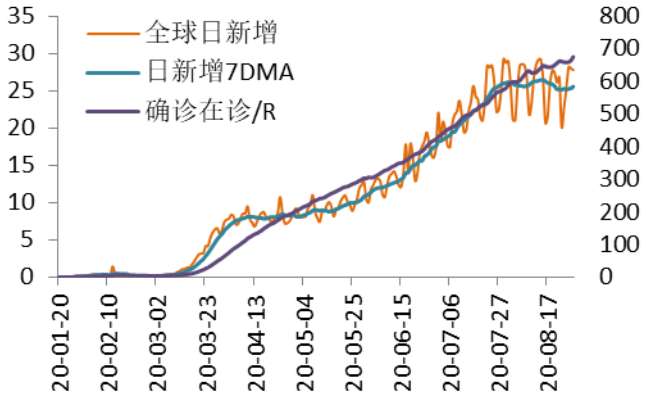
后防控输入性疫情成为中国防疫工作的重点所在。但由于公共卫生应急机制一直处于激发状态，而且中国保留了监测体温佩戴口罩等基本防疫措施，因此并没有爆发大规模的输入性疫情以及因复工复学而产生的二次疫情。

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

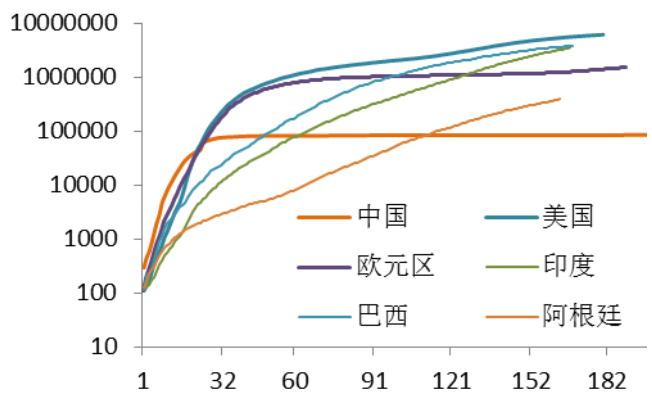
图2：疫情扩散速度得到初步控制



数据来源：Wind，建信期货研投中心

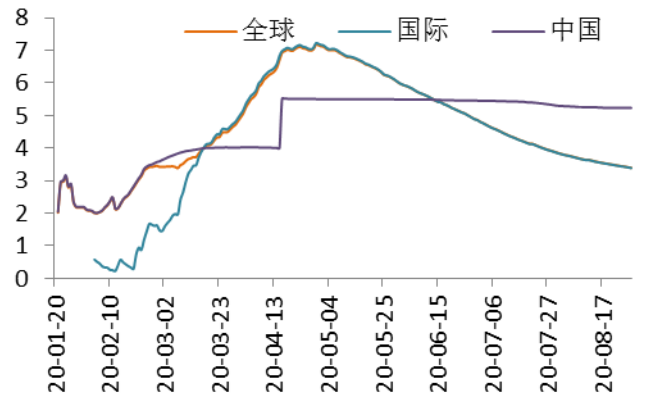
截止 8 月 28 日全球累计确诊新冠病例 2487 万例，病死人数达到 84.2 万人。累计确诊新冠病例数超过 50 万的国家有美国(北美，6172745 例)、巴西(拉美，3862311 例)、印度(南亚，3619169 例) 、俄罗斯(东欧，990326 例) 、秘鲁(拉美) 、南非(非洲) 、哥伦比亚(拉美)和墨西哥(拉美)等 8 个国家，累计确诊病例数在 1 万至 50 万之间的有 81 个国家。美洲国家中美国和巴西的疫情得到明显控制，墨西哥、哥伦比亚、智利和玻利维亚的日新增确诊数也有下降趋势，但阿根廷和秘鲁的疫情还在加速扩散；亚非国家中印度、土耳其、印尼、摩洛哥和埃塞尔比亚的疫情加速扩散，南非、哈萨克斯坦、菲律宾、孟加拉、日本和沙特的疫情有所缓解；欧洲国家中西班牙、法国、意大利、德国和英国爆发二次疫情，乌克兰和波兰等东欧国家疫情继续加速扩散，但俄罗斯的日新增确诊数持续减少。

图3：国别疫情扩散情况



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：新冠疫情病死率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

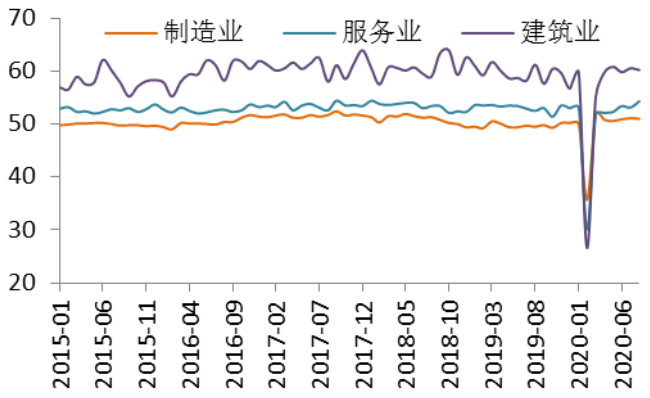
综合而言显示由于新冠疫情扩散到全球绝大部分国家并激发这些国家的防疫机制，全球日新增确诊病例数在经过半年的持续攀升后，有望稳定在 25 万附近而不再上升，这意味着 2020 年全球新冠疫情迎来第一个转折点；其中美国、巴西、俄罗斯和南非的疫情有明显缓解，但印度、阿根廷、秘鲁、东南亚、东欧和中东的疫情扩散速度还在上升，而且欧元区集体爆发二次疫情。即使按照目前的疫情扩散速度，全球每过 40 天就将新增 1 千万确诊病例数，因此全球疫情防控形势依然严峻；这一方面要求各国继续维持疫情防控措施，另一方面要加快新冠疫苗研发步伐。

2.2 全球经济进入复苏轨道

随着东亚、欧洲和北美等全球主要价值创造地区的新冠疫情得到控制，7 月份以来全球经济开始进入复苏轨道；但各国经济复苏情况与各自疫情扩散形势有密切关系，而且我们也要关注经济增长回到正常轨道后逆周期政策退出的情况。

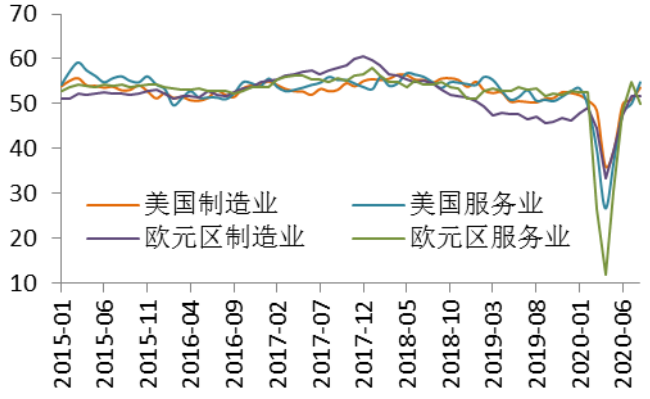
中国 8 月份制造业 PMI 较 7 月份小幅回落 0.1 个百分点至 51%，为连续 6 个月位于扩张区间；无论新订单指数还是新出口订单指数均较 7 月份有所上升，说明国内外经济恢复势头良好；但 8 月份生产指数环比下跌 0.5 个百分点，说明长江中下游洪灾对生产经营造成了一定扰动;8 月份小型生产企业 PMI 环比下跌 0.9 个百分点至 47.7%，意味着融资环境收紧不利于小微企业。8 月份服务业 PMI 持续回升至 54.3%，说明随着新冠疫情得到控制的信号进一步明显，受新冠疫情冲击最严重的服务业第次恢复经营，服务业恢复将为中国经济带来稳定支撑。而随着国家调控房地产措施渐趋严厉，建筑业恢复势头有所放缓，8 月份制造业 PMI 较 7 月份环比回落 0.3 个百分点；8 月底中国央行和住建部联合制定重点房地产企业资金监测和融资管理规则，料对房地产企业生产经营造成一定冲击。

图5：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图6：欧美Markit PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

8月份美国Markit制造业和服务业PMI分别回升至53.6和54.8%，说明随着美国二次疫情得到控制，美国经济加速恢复，但新一轮疫情救助计划难产或对后期消费者信心造成打击。8月份欧元区Markit制造业和服务业PMI分别回落至51.7和50.1%，这是因为8月份以来欧元区爆发了二次疫情，防疫隔离措施重新收紧，但整体经济仍处于恢复趋势当中。

2.3 中美政策框架调整

8月20日中国央行与住房城乡建设部联合召开重点房地产企业座谈会，公布重点房地产企业资金监测和融资管理规则，以进一步落实房地产长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度，增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度。中国央行根据负债率(剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、现金短债比小于1倍)为房地产企业划定三道红线，并根据越线的数量将房地产企业分为“红橙黄绿”四档决定其融资时有息负债年增速的上限。其中未越线的绿色档房企有息负债年增速上限为15%，黄色（一个指标越线）和橙色（两个指标越线）档房企年增速上限为10%和5%，红色（三个指标均越线）档房企则不能新增有息债务。资金监测方面，若房企的拿地销售比高于40%或连续三年经营性现金流为负，则需要对拿地资金来源等做出解释。根据2019年年报数据，30强房企中有9家房企触及了三条红线，5家触及两条红线，11家触及一条红线，这意味着新政一旦全面实施，多数房企将面临较大的融资收缩压力，并要求房企加快从拿地到销售的流转速度。

在8月24日经济社会领域专家座谈会上，国家领导将“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”阐释为：以科技创新催生新发展动能、以深化改革激发新发展活力、以高水平对外开放打造国际合作和竞争新优势、以共建共治共享拓展社会发展新局面、以共建共治共享拓展社会发展新局面。他强调要统筹中华民族伟大复兴战略全局和世界百年未有之大变局，深刻认识我国社会主要矛盾发展变化带来的新特征新要求，深刻认识错综复杂的国际环境带来的新矛盾新挑战，增强机遇意识和风险意识，努力实现更高质量、更有效率、更加公平、更可持续、更为安全的发展。

8月27日美联储公布了其新的货币政策框架-《关于长期目标和货币政策战略的声明》，这是该框架在2012年推出以来的首次评估和调整；美联储计划在每年1月重新评估《长期目标和货币政策声明》并作出适当的调整，并大约每五年对货币政策策略、工具和沟通方式进行一次彻底的公开审查。本次调整重要内容有：1、美联储认为长期来看与最大就业率和价格稳定相一致的联邦基金利率水平

相对于其历史平均水平有所下降，因此与过去相比联邦基金利率很可能受到其有效下限的限制，就业和通货膨胀的下行风险有所增加，美联储准备使用其全部工具来实现其最大就业和价格稳定的目标；2、最高就业水平是一项广泛的目标，而且随着时间的推移会发生变化，因此确定一个固定的就业水平是不合适的，美联储的政策决定必须以美联储对就业缺口的评估为依据；3、为了将长期通胀预期固定在 2%水平，美联储力求使平均通胀率随着时间的流逝达到 2%，因此在通胀率持续低于 2%的时期之后美联储会在一段时间内容忍通胀率略高于 2%；4、能否持续实现最大就业和价格稳定取决于稳定的金融体系，因此美联储的政策决定反映了其长期目标、中期前景以及对风险平衡的评估，包括对可能阻碍美联储目标实现的金融体系风险的评估。美联储本次调整的原因包括美国潜在经济增速、中性联邦基金利率中枢和自然失业率水平的下降，并且美国菲利普斯曲线呈现平坦化趋势，低失业率本身并不意味着后期一定会出现通货膨胀。总体上看美联储是次调整货币政策框架，意在纠正 2015 年之后给美国经济带来衰退压力的货币政策正常化，也说明美联储将在更长时期内维持宽松货币政策基调；但由于美联储并未明确表达对通货膨胀的忍耐程度以及忍耐时长，因此当通胀率上升时市场仍将感受到美联储紧缩预期所带来的紧缩压力；另一方面，如果是失业率下降而通胀率并未上升，那么美联储紧缩的概率就比较低。

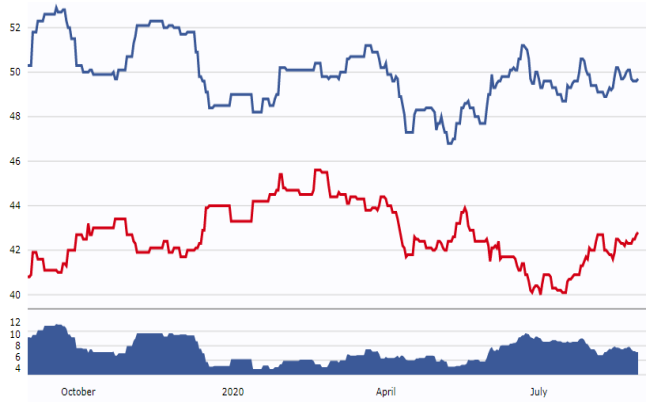
2.4 中美地缘政治风险偏高

在新冠疫情爆发之前，由于经济全球化所带来的国际国内贫富差距扩散以及中美相对经济实力变化，以全球贸易货币体系重组和中美地缘政治纷争为核心的全球政经体系重组就已经在进行当中，而新冠疫情的国际扩散则为全球政经体系重组提供新的火药。因为在民粹保守主义者看来正是经济全球化、国际人员货物流动才导致了新冠疫情的国际扩散；而新冠疫情首先在中国武汉市爆发却在美国得到最大程度的扩散，以及中美两国新冠疫情控制的差异性，则推升了中美地缘政治风险。欧美政客不是从自身出发反思应对新冠疫情不力的问题，而是积极寻找国外替罪羊来转移民众关注点。从 3 月份起就不断有欧美政客宣称要追究中国在新冠疫情扩散中的责任，4 月底美国总统特朗普声称有可能以破坏中美第一阶段贸易协议来惩罚中国，6 月份以来特朗普政府全面挑衅中国，试图以对华强硬立场来扭转大选不利形势。另外，新冠疫情国际扩散所导致的大封锁使得政府当局和跨国企业重新思考产业全球分工所导致产业链脆弱性问题，生产本地化、产销一体化的呼声有所上升。

8 月份美国加大打压中国科技企业的力度。8 月 5 日美国国务卿蓬佩奥宣布扩大净化网络计划，涉及对中国电信提供的国际电信服务给予限制、美国 APP 下架

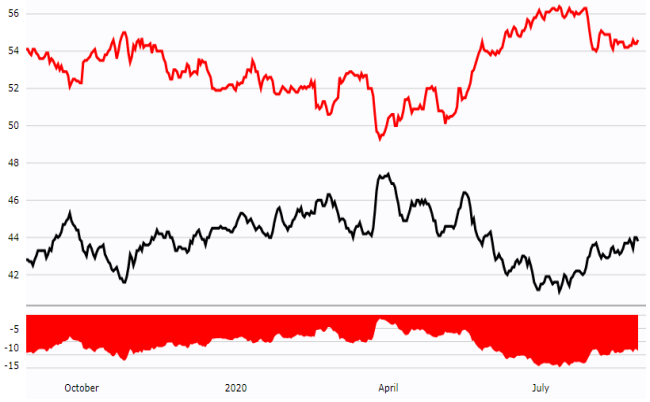
所有不可信的中国应用程序、全面禁止中国企业提供云服务、限制华为海洋正在建设的国际海底电缆项目等五项措施，努力阻止各种中国应用和中国电信公司访问美国公民和企业的敏感信息；8 月 7 日特朗普签署两份行政命令，宣布将在 45 天后禁止任何美国个人及企业与 TikTok 母公司字节跳动进行任何交易，禁止美国个人及企业与腾讯公司进行与微信有关的任何交易；8 月 17 日美国商务部宣布进一步收紧对中国华为的限制，旨在阻止华为在未经特别许可的情况下获得半导体，包括由外国公司以美国软件或技术开发或生产的芯片，立即生效的新措施将阻止华为规避美国出口管制的尝试，商务部还证实不会为华为设备用户和电信供应商延长即将到期的临时通用许可证。

图7：2020年美国总统大选形势



数据来源：RCP，建信期货研投中心

图8：特朗普政府工作认可度



数据来源：RCP，建信期货研投中心

8 月份美国在南中国海和港台等地缘政治热点全面挑衅中国。8 月 7 日美国财政部对包括香港特首林郑月娥和中联办主任骆惠宁在内的 11 名中国官员实施制裁，美国认为他们在限制香港政治自由方面发挥了作用；作为回应，中国外交部宣布对在涉港问题上表现恶劣的美国联邦参议员卢比奥、克鲁兹以及美国国家民主基金会总裁格什曼、美国国际事务民主协会总裁米德伟等 11 人实施制裁；美国国务院发布由澳大利亚外长、加拿大外长、新西兰外长、英国外交大臣和美国国务卿共同签署的关于香港人民权利受到侵蚀的联合声明，对香港政府取消香港立法会候选人资格，以及推迟立法会选举共同表示严重关切。8 月 9 日美国卫生部长阿札尔访问台湾，并代表美国总统特朗普晋见蔡英文；美国向台湾出售价值 80 亿美元的 66 架 F16 战机，以及价值 27 亿美元的鱼叉导弹和两栖突击车；台湾领导人蔡英文不顾各方反对，宣布将逐渐开放美国牛肉猪肉的进口。8 月 26 日美国将 24 家中国公司列入黑名单，并针对一些个人实施签证限制，称他们参与了与南海有争议岛礁有关的建设和军事行动，这是美国首次就这一有争议的战略航道对北京采取此类制裁措施；香港《南华早报》援引一名匿名军方人士消息称，中国解放军在当天上午分别从青海和浙江发射了东风-26B 和东风-21D 弹道导弹，导弹

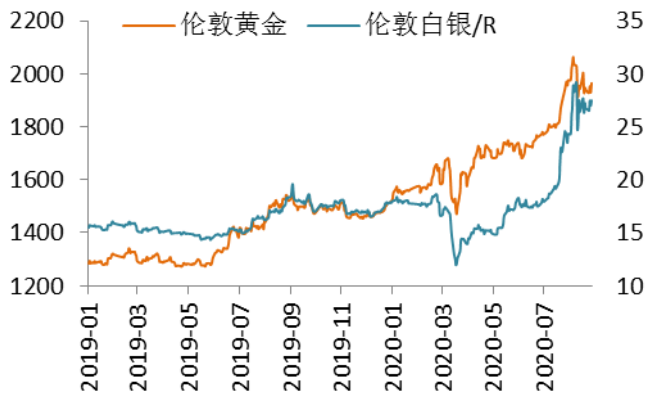
落在介于海南和西沙群岛之间的区域。

三、大类资产市场分析

3.1 贵金属短期震荡整固

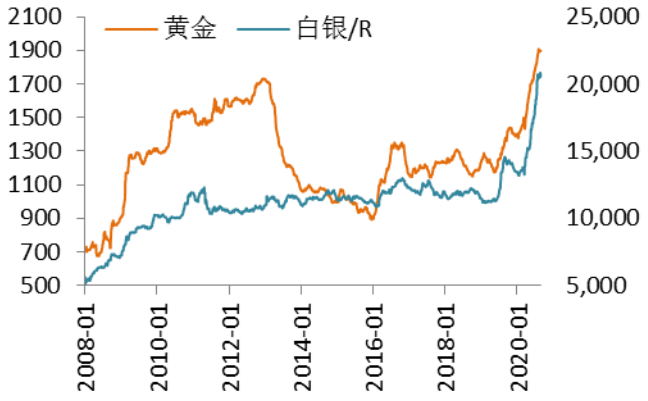
8 月份金银价格冲高回落，高位震荡整固。主要是因为全球和美国新冠疫情扩散速度得到初步控制，全球和美国经济恢复速度有所加快，贵金属的避险需求有所削弱，但欧元区二次疫情使得有关新冠疫情的避险情绪并未完全消除。中美地缘政治风险依然处于高水平区间，虽然美国疫情得到控制美国政府工作重点转向经济恢复，但特朗普政府已经决心以对华强硬形象争取保守派选民，因此来自美国总统大选的避险需求将继续为贵金属提供有效支撑。另外 8 月份美元指数因环球经济增长前景改善和日本首相安倍晋三辞职而偏弱运行，以及美联储货币政策框架修正，也为贵金属提供短线反弹动力。我们认为中短期内新冠疫情逐步得到控制以及经济恢复将成为压制贵金属价格的主要因素，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9：伦敦金银价格



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图10：金银ETF持仓量

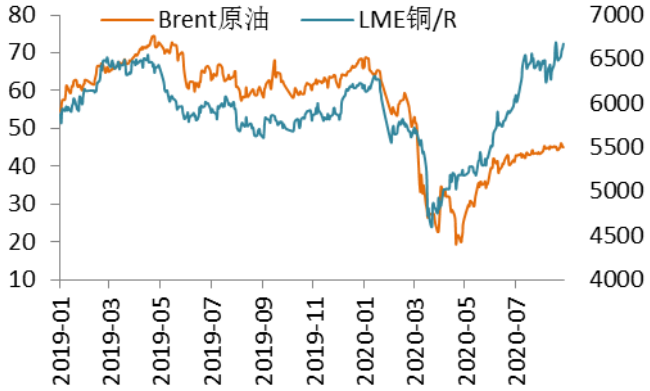


数据来源：Wind，建信期货研投中心

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，8 月份 LME 铜价上涨 4.7%。8 月份原油价格总体向上，但 OPEC+降低减产力度，而且欧洲二次疫情形势较为严峻，原油市场平衡进度落后于有色金属，8 月份 Brent 原油价格上涨 4.1%。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

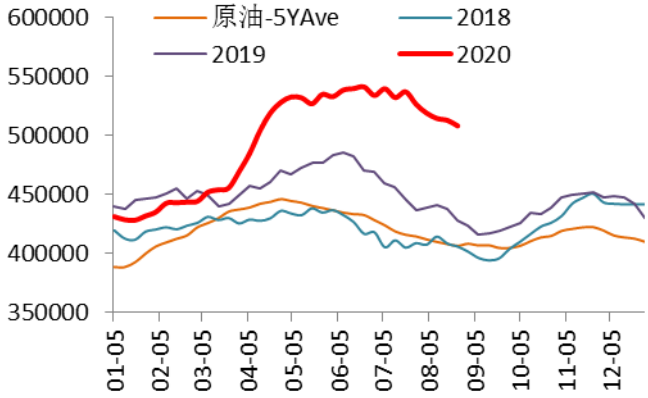
期冲击，全球经济有可能进入长期低增长格局，这意味着工业商品价格波动中枢也将有所降低。

图11：国际油价和铜价



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图12：美国原油库存

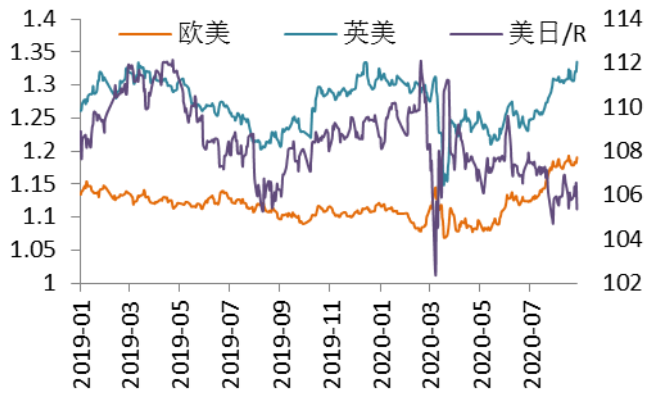


数据来源：Wind，建信期货研投中心

3.2 美元指数向下寻找支撑

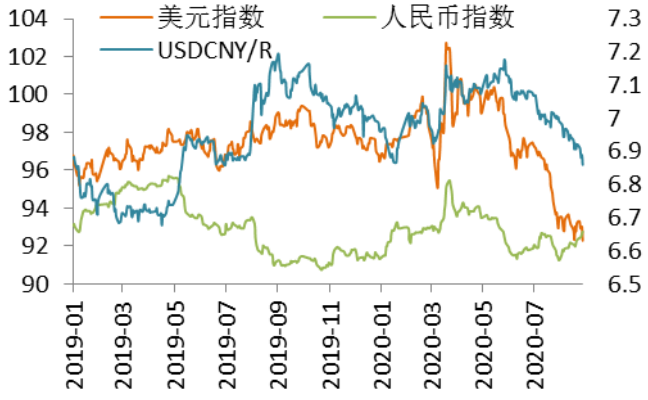
由于美国总统大选所引发的政治风险，以及美联储调整货币政策框架所展示出来的鸽派倾向，8 月份美元指数总体上偏弱震荡，8 月底日本首相安倍晋三辞职也令到美元指数被动贬值；但美国新冠疫情扩散速度明显放缓，欧洲二次疫情形势严峻，以及美国经济加快恢复速度，为美元指数提供一些支撑，8 月份美元指数仅下跌 1.28%，跌幅较 7 月份明显放缓。中长期看，由于新冠疫情对全球经济的冲击峰值已经过去，新冠疫情为美元汇率带来的避险需求减弱，我们认为美元指数还将继续向下寻找支撑，观察 90 附近的支撑力度。

图13：发达国家汇率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图14：美元与人民币



数据来源：Wind，建信期货研投中心

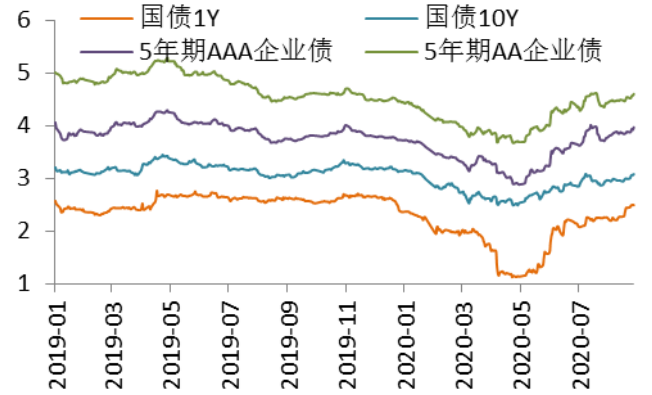
由于美元指数延续偏弱调整格局，美联储调整货币政策框架暗示将在更长时间内维持宽松货币政策基调，以及中美电话会议表示第一阶段贸易协议取得进展，

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。

2.3 中长期国债配置机会来临

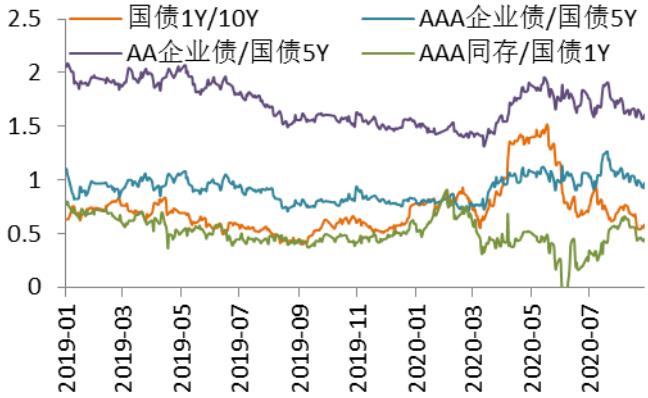
由于全球新冠疫情扩散速度得到初步控制，以及全球经济加快恢复速度，8 月份全球主权债利率延续上行趋势；而且由于中国经济持续恢复而央行部分回收流动性,8 月份短端国债利率上升幅度更大,国债 1/10 期限利差进一步压缩了 12BP;由于企业经营状况改善现金流状况向好，8 月份 5Y AAA 企业债信用利差进一步压缩 8BP，但距离疫情前利差水平还有 20BP 的差距。由于 9 月份还要加快特别国债和地方债的发行节奏，而且全球经济料将延续复苏步伐，我们预计债券收益率还有进一步上升的可能性；但央行也会继续像八月份一样加量稳价续作 MLF，以确保流动性需求得到基本满足，因此中长期国债利率上升空间相对有限，我们认为 3.1%附近可积极配置十年期国债。

图15：中国债券利率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图16：中国债券利差



数据来源：Wind，建信期货研投中心

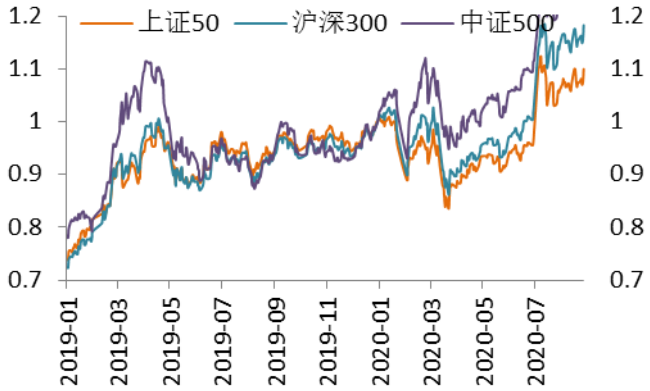
2.4 股市震荡幅度持续收窄

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。

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17：中国股票指数



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图18：中外股指比较



数据来源：Wind，建信期货研投中心

四、中期资产配置建议

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 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