类别

宏观策略周报

日期

2020 年 08 月 21 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



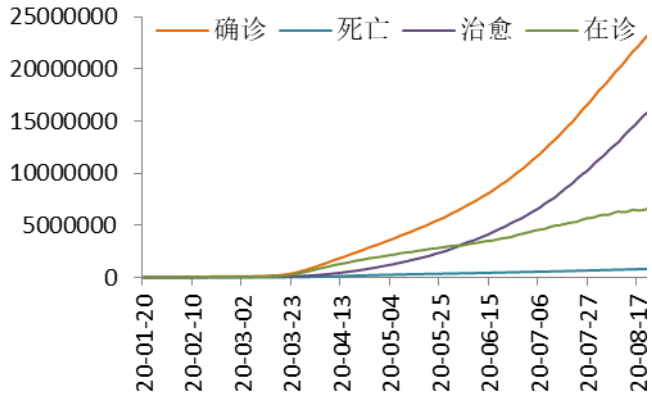
全球新冠疫情扩散速度有望筑顶

一、宏观环境评述

1.1 全球新冠疫情扩散速度有望筑顶

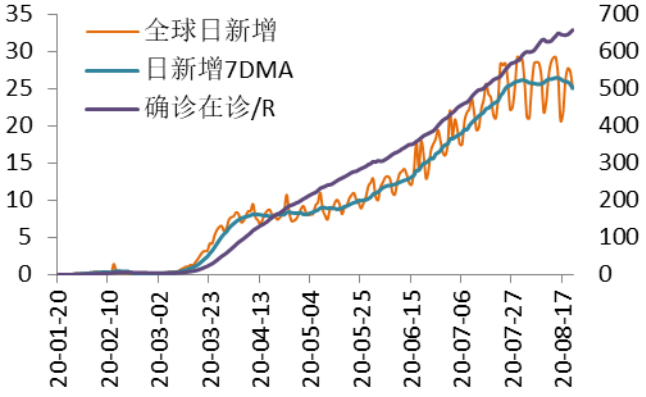
由于中国当局在新冠疫情爆发初期就采取了武汉封城湖北封省、大规模网格式隔离、暂停不必要经济活动、延迟复工复产复学以及集中全国医疗资源救治患者等严厉的防疫措施，中国新冠疫情得以在短短一个月之内就得到控制，3 月份开始中国当局稳步推进复产复学进程。由于 2 月下旬至今国际新冠疫情持续扩散，防控输入性疫情成为中国防疫工作的重点所在；3 月中旬至 4 月中旬之间中国经历了由于广大华侨华裔回国避难而导致的人员输入性新冠疫情，6 月中下旬经历了由于进口欧洲受病毒污染三文鱼而导致的物品输入性新冠疫情，7 月中下旬经历了由于中亚疫情扩散而导致的新疆输入性新冠疫情。但由于中国在原发性新冠疫情基本上平息之后依然保留了公共场合佩戴口罩、监测体温等基本防疫措施，而且公共卫生应急机制也处于高度警惕当中，因此这三次输入性疫情规模都比较小；而且中国是在原发性新冠疫情基本平息之后才逐步稳健复工复学的，因此并没有出现因复工复学而引发二次疫情的情况。

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：全球日新增确诊病例数

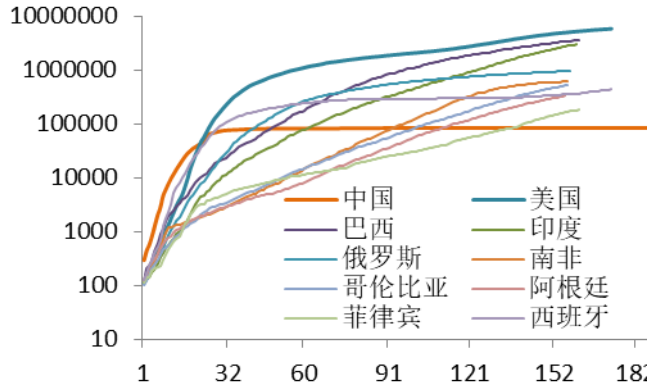


数据来源：Wind，建信期货研投中心

截止 8 月 21 日全球累计确诊新冠病例 2338 万例，整体感染率达到 37.5%%；病死人数达到 80.8 万人，病死率小幅下降至 3.5%；日新增确诊病例数维持在 20-30 万人区间，美国、巴西和墨西哥的疫情扩散速度有所放缓，其他南美国家和印度的疫情扩散速度继续上升，欧洲和中东出现二次疫情迹象。截止 8 月 21 日累计确诊新冠病例数超过 50 万的国家有美国（北美，5841211 例）、巴西（拉美，3582698 例）、印度（南亚，3043436 例）、俄罗斯（东欧，951897 例）、南非（非洲，607045 例）、秘鲁（拉美，576067 例）、墨西哥（拉美，549734 例）和哥伦比亚（拉美，533103 例）等 8 个国家，另有 77 个国家累计确诊病例数在 1 万至 50 万之间。由于新冠疫

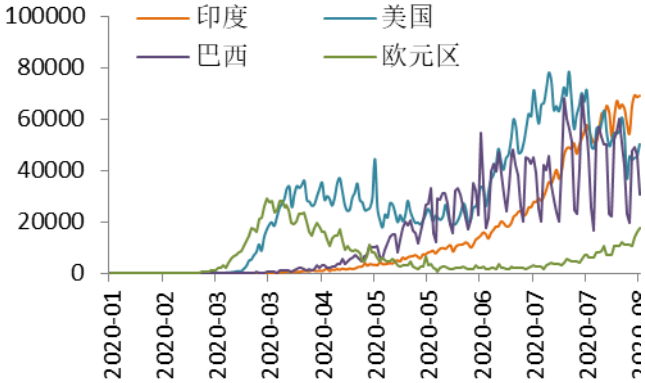
情已经基本上扩散至地球上所有国家，并激发这些国家的公共卫生应急机制，我们预计全球新冠疫情扩散速度有望得到控制，7 月下旬以来全球日新增确诊病例数 7 天移动平均一直维持在 24 万至 27 万的区间内。但疫情扩散速度得到控制不等于疫情本身得到控制，即使按照每日 25 万的扩散速度，累计确诊人数每过 40 日就会增加 1 千万或地球总人数的 0.13%。控制新冠疫情一方面需要严格执行防疫措施，另一方面需要加快研发新冠疫苗，这意味着在新冠疫苗研发成功之前新冠疫情对人类社会经济的冲击还将继续存在。

图3：国别新冠疫情扩散情况



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：国别日新增确诊病例数

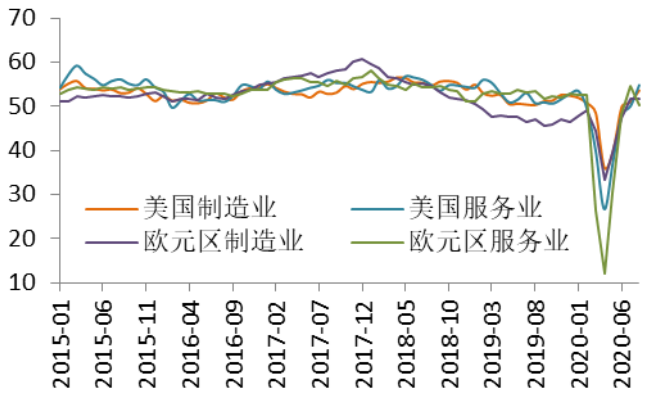


数据来源：Wind，建信期货研投中心

1.2 美国经济复苏步伐加快

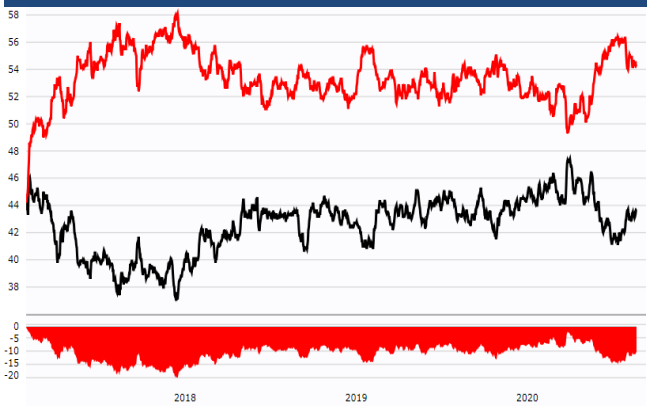
由于美国新冠疫情扩散速度见顶回落，而欧元区国家发生二次疫情，防疫措施重新收紧，因此美欧经济恢复前景又有所变化。8 月 21 日公布的 Markit 数据显示，美国 8 月份制造业和服务业 PMI 均较 7 月份有明显上升，而欧元区 8 月份制造业和服务业 PMI 则是有所回落。经济数据对比为美元汇率提供了有力支撑，上周美元指数企稳反弹。

图5：美欧Markit PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图6：特朗普政府支持率（黑线）



数据来源：Wind，建信期货研投中心

美国新冠疫情扩散速度放缓以及美国经济复苏步伐加快，也影响到美联储货币政策前景。上周三公布的美联储会议纪要显示政策制定者正接近就政策框架的调整达成一致，包括对有关其“长期目标和货币政策策略的定期声明”做出调整，这可能使美联储在比之前声明中预期的更长时间内继续实施大规模刺激举措；但政策制定者几乎未支持为美债收益率设定上限或目标，说明美联储对增加新的货币宽松措施持谨慎态度，下周投资者将从杰克逊霍尔全球央行年会上寻找全球央行中长期货币政策基调的线索。另外美国新冠疫情扩散情况和经济恢复情况还影响到美国总统大选形势，如果美国新冠疫情扩散速度继续放缓而经济加速复苏，那么特朗普的支持率也会随之上升，美国总统大选的不确定性将有所提高。

1.3 地缘政治风险依然高涨

由于美国特朗普政府应对新冠疫情不力美国经济大幅萎缩以及 5 月底美国白人警察跪杀黑人引发全国游行示威事件，特朗普在 2020 年总统大选支持率民调中大幅落后于民主党候选人拜登，5 月份以来美国特朗普政府持续挑衅中国，意图树立对华强硬形象以争取保守派选民；同时新冠疫情国际扩散也引发人们对经济全球化和产业链安全的冷静思考，中国应对新冠疫情措施得力以及通过香港新国安法对欧美国家产生威慑作用，7 月份以来欧美国家在中美博弈中有选边美国的苗头。

上周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，立即生效的新措施应能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周五到期的临时通用许可证。美国总统特朗普誓言要在 10 个月内创造 1,000 万个就业机会，其中一个方法是为将制造设施从中国迁回美国的美国企业提供税收抵免，他还将取消给予将业务外包给中国的企业的联邦合同。美国国务院通知香港暂停或终止三项双边协议，中止的协议包括“移交逃犯、移交被判刑人员，以及在对等基础上对国际船舶营运所得免税”。

其他方面，上周联合国安理会否决了美国关于延长伊朗武器禁运的提议，然而消息称美国决定绕开联合国直接对伊朗发起全新制裁，而且还会制裁反对遵守制裁决议的其他国家，中东地缘政治有潜在上升风险。英国和欧盟在就未来关系达成协议方面的磋商进展甚微，双方的首席谈判代表相互指责将造成僵局的责任推卸给对方；欧盟表示必须在 10 月 15-16 日欧盟 27 国领导人峰会前达成协议，以便协议在峰会上获得通过，这样才能在今年获得各国议会的批准；

二、大类市场分析

2.1 贵金属与工业商品

3 月下旬以来贵金属整体上震荡上行，因为美联储启动多种流动性管理工具消除了美元流动性风险，国际新冠疫情持续加速扩散引发经济衰退前景担忧，环球央行大幅度宽松带来避险需求和抗通胀需求，美国总统大选形势和中外地缘政治风险增添贵金属的避险魅力。7 月 20 日至 8 月 6 日在美国爆发程度更为严重的二次疫情、欧元区通过 7500 亿欧元复苏基金、中美地缘政治风险上升和美元指数破位下跌等多重利好影响下，伦敦黄金大幅上涨且突破 2000 美元/盎司关口。但由于数据显示美国二次疫情对经济的影响力度远小于首次疫情，7 月份以来美国经济持续复苏而且复苏步伐有所加快，这意味着美联储新增货币宽松措施的必要性有所下降，而且新冠疫情得到控制与美国经济加快复苏也有利于特朗普连任竞选，因此近期美元指数和美债利率企稳回升，另一方面贵金属短期大幅飙升也积累相当大的调整压力，在这些利空因素作用下 8 月 7 日以来贵金属价格有所调整，上周伦敦黄金反弹在 2000 附近遇阻回落。

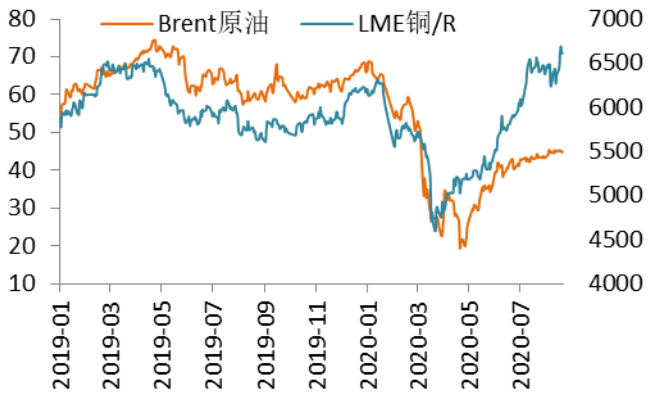
我们认为全球新冠疫情扩散速度有望筑顶，全球经济开始从新冠疫情的冲击中稳步恢复，由新冠疫情全球扩散所带来的避险需求有所减弱，贵金属价格面临修正；但新冠疫情冲击下特朗普政府选择放手一搏，树立对华强硬形象以争取保守派选民，中美地缘政治风险趋于上升；综合而言短期贵金属上涨动能减弱，但下跌空间相当有限，贵金属价格走势或由一路狂奔转为高位盘整。从中长期来看，由于新冠疫情削弱美国经济稳健性并加剧全球地缘政治风险，以美元计价的黄金价格中长期上涨趋势远没有结束，建议投资者坚持逢低做多思路参与交易，预计美元黄金与人民币黄金下方支撑位分别为 1840 美元/盎司和 396 元/克。

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



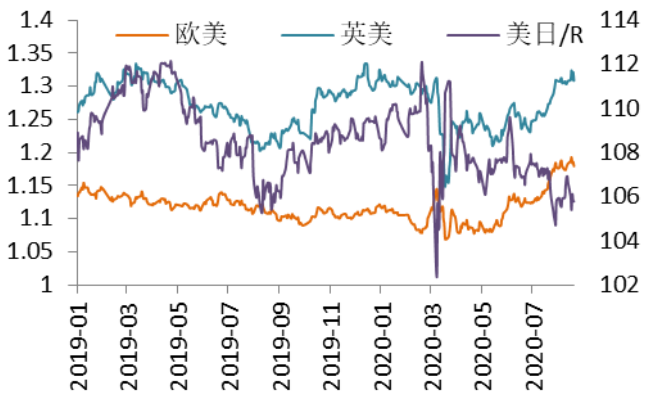
数据来源：Wind，建信期货研投中心

由于中国经济社会秩序在3月份之后逐步恢复到正常的状态，而新冠疫情的国际扩散也影响了铜矿的供应,3月中旬至7月上旬国际铜价持续反弹且达到2019年以来的高水平位置；随着智利疫情的逐步缓解，供给约束的接触使得7月中旬至8月上旬国际铜价偏弱调整；但全球新冠疫情扩散速度的持稳以及全球经济复苏步伐加快也有利于改善有色金属的需求面，上周铜价再次突破上涨，但美元指数企稳回升抑制铜价上涨幅度。由于4月9日OPEC+重新达成限产协议，全球新冠疫情扩散速度的持稳以及全球经济复苏步伐加快也有利于原油需求，原油供需关系由供过于求向供需平衡转变，4月下旬以来国际油价持续反弹。总体上看我们认为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

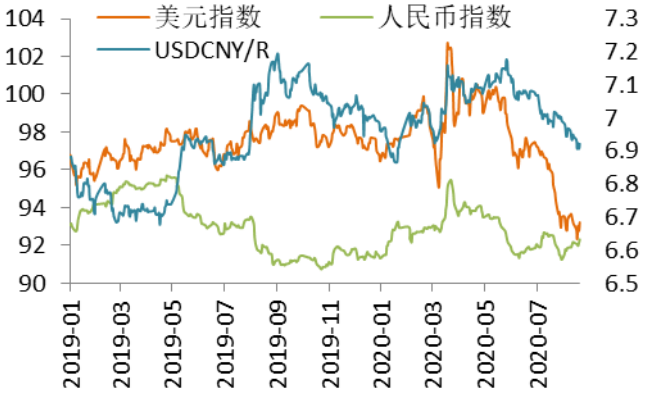
5月下旬以来，美国爆发因白人警察跪杀黑人而导致的全国性游行示威活动，美国出现程度更为严重的二次疫情，民主党和共和党在最新一份经济救助计划上存在根本性分歧，美国特朗普政府肆意挑衅中国以争取保守派选民，经济复苏前景蒙阴、地缘政治风险上升、美联储宽松预期、国债利率下降等因素使得美元指数震荡下滑，8月初美元指数最低下跌至92.5，为2018年6月份以来的最低值；但经济数据显示二次疫情对美国经济冲击力度远小于初次预期，8月份以来美国经济复苏步伐有所加快，这增加了美元资产的吸引力并降低美联储扩散货币宽松措施的必要性，因此近期美元指数出现企稳迹象。但从美欧新冠疫情发展对比以及新冠疫情对美国财政稳健性冲击程度来看，我们认为美元指数中期还有下跌空间，而且全球新冠疫情扩散速度持稳以及经济复苏步伐加快也会削弱美元指数的避险需求。

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



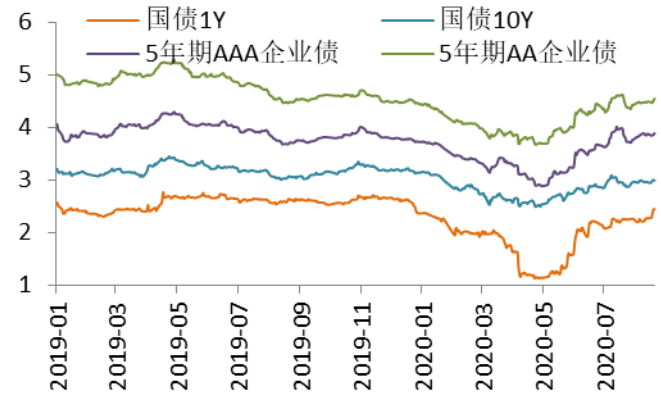
数据来源：Wind，建信期货研投中心

5 月下旬以来由于美元指数持续贬值，以及中国经济率先复苏增强人民币资产吸引力，人民币兑美元汇率升破 7 关口，我们预计人民币兑美元汇率还有继续升值空间。但由于 4 月份之后中美地缘政治风险持续恶化，而且在美国的威逼利诱之下欧美发达国家在中美博弈中有倾向于美国的苗头，因此 4 月份以来人民币汇率指数震荡偏弱，目前人民币汇率指数已经回到 2020 年初的较低水平，离 2019 年 10 月的历史低点仅一步之遥。

2.3 债券收益率

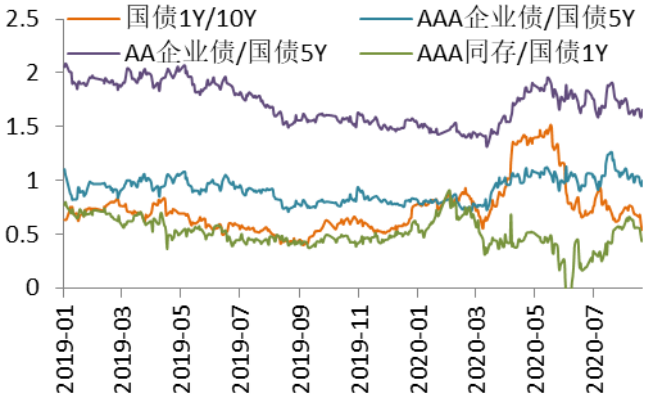
2020 年初至 4 月份，中国债券收益率先后在国内机构配置需求、中外利差导致的外部需求、新冠疫情带来的避险需求以及央行宽松货币政策等利多因素作用下持续下行，1 年期和 10 年期国债收益率最低分别下降至 1.12%和 2.49%。5 月份至 7 月上旬，由于中国新冠疫情平息经济逐步恢复，而且充裕流动性大幅流入股票市场和房地产市场，当局收紧货币流动性而以抗疫特别国债和地方专项债刺激经济；7 月份中国经济复苏势头进一步明确而美国爆发程度更为严重的二次疫情，资金推动中国股市大涨的同时也使得债券收益率面临上升压力，1 年期和 10 年期国债收益率最高分别上升至 2.26%和 3.05%。7 月中旬以来，由于中国股市上涨势头放缓而转为高位震荡，同时中美地缘政治风险上升带来避险需求，债券相对性价比上升带来配置需求，10 年期国债收益率又缓慢下降至 2.9%附近，但货币流动性偏紧使得 1 年期国债收益率维持在 2.2%附近。

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

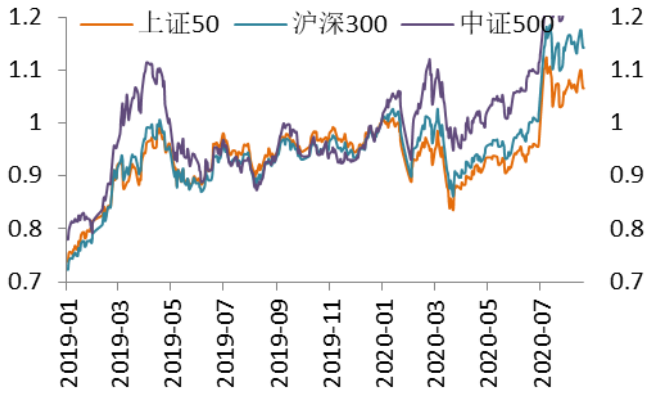
展望 2020 年下半年，首先新冠疫情的确对中国和全球的短期经济增长和长期的经济潜能都构成冲击，而且我们认为由于内部的宏观债务杠杆率限制以及外部的中美地缘政治纷争限制，中国当局不会像 2009 年那样推动经济超预期回升，因此中国债券的长期牛市并没有发生根本性变化。但中短期来看，由于政府当局意图通过改善经济增长前景来吸引国内外资金参与资本市场改革，因此中国的逆周

期调节政策至少会使得下半年经济呈现出较好的恢复势头，这意味着中短期内债券的避险需求是不足的，我们还要考虑到积极财政政策以及金融系统让利 1.5 万亿元给实体系统对债券需求的冲击，因此中短期内我们认为国债收益率曲线特别是长端利率并没有太大行情，2020 年下半年十年期国债收益率波动区间预计为[2.8%-3.1%]，风险事件为中国经济超预期恢复以及中美地缘政治风险恶化。

2.4 中国股票市场

2020 年上半年中国万得全 A 指数上涨 6.9%，涨幅在主要经济体中名列第一，其中创业板指数、中小板指数、中证 500 指数和沪深 300 指数分别上涨 27.9%、15.1%、11.3%和 1.6%而上证 50 指数下跌 4%，体现出较为明显的投机资金推动特征。新冠疫情使得中国和全球的短期产出和中长期潜在增速遭遇严重冲击，虽然全球央行和政府当局的逆周期调节政策稳定了短期需求并提振了市场的风险偏好，但经济政策的副作用以及新冠疫情对中长期经济潜能的影响，意味着经济政策对风险偏好的提振作用趋于下降（央行看跌期权价值减少）；因此全球股市的集体狂欢，有透支看跌期权价值之嫌。7 月份由于中国经济复苏势头进一步明确而美国爆发程度更为严重的二次疫情，美元流动性外溢效应推动估值水平较低的中国股市大涨，由股市技术形态和社会舆论推动的国内居民资金转移也对股市上涨起到一定作用；但短期大涨后股市估值已经不算便宜，特别是消费股和科技股已经充分反映了后期消费复苏和政策支持的预期利多，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。

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

中短期来看，由于国际新冠疫情的发展尚存很大的不确定性，我们认为各国央行仍需保持较为适宜的货币金融环境，7 月份欧盟峰会通过 7500 亿欧元的欧盟复苏基金，美联储暗示宽松货币政策的可能性依然存在，中共政治局会议指出要确保宏观政策落地见效，因此稳增长政策对股市风险偏好的支撑还将继续存在；

另外出于为科技企业提供资金推动产业升级对抗美国挑衅的考虑，政府当局将继续大幅度改革资本市场并保持较为宽松的监管环境，因此我们认为中国股市的调整空间相对有限，风险来自于中美地缘政治风险恶化。

三、资产配置建议

全球新冠疫情扩散速度有筑顶迹象，全球经济有望从新冠疫情冲击中逐步恢复，这从基本面上利好权益资产和工业商品；但全球政府当局和央行为应对新冠疫情而实施的大规模逆周期调节政策，亦因此而面临回撤的可能性，这意味着被充裕流动性推高的股债估值水平将有所回落。另一方面，新冠疫情国际扩散加剧了原有的民粹保守主义，国际地缘政治风险无论在短期内还是中长期内都会明显上升，贵金属的避险作用得以体现。鉴于逆周期调节政策和地缘政治风险的不确定性，我们认为大类资产配置要坚持在经济复苏中的谨慎平衡基调，在风险资产中超配受到全球经济复苏支撑的工业商品，而标配为地缘政治风险所抑制的权益资产；在避险资产中超配受到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，中国货币金融环境将在更长时间内保持宽松，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，而且中国央行货币政策边际收紧，债券牛市暂歇；但中国长期经济潜在增速下降和地缘政治风险为利率债提供长期和短期支撑，因此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，因此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，但中国央行货币政策边际收紧以及中美地缘政治风险恶化，降低了投资者风险偏好，而且 7 月大涨后科技股和消费金融股估值已不便宜；
	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，金融市场开放改革措施有利于中小盘股票；
商品	黄金	5%	超配 7.5%	新冠疫情冲击全球经济并激发民粹主义，欧美央行将在更长时间内保持宽松，后疫情时代全球政经格局重组将有所加速，贵金属长期上涨趋势不变；
	原油	5%	超配 7.5%	全球经济企稳回升原油需求面改善，OPEC+继续减产抑制原油供应面，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，地缘政治风险

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