类别

宏观策略月报

日期

2020 年 8 月 3 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



新冠疫情加速扩散，全球经济企稳回升

近期研究报告

《宏观专题-新冠疫情与金融危机对宏观经济冲击的比较分析之二-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对宏观经济冲击的比较分析之一：负面冲击与社会经济背景的差异性》2020.6.21

《宏观专题-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-中国新冠疫情防控进入常态化管理阶段》2020.2.23

《宏观专题-中美第一阶段贸易协议的历史意义及其对经济影响分析》2020.1.31

《宏观专题-新冠肺炎疫情发展及其对经济市场影响》2020.1.31

观点摘要

- 7 月份全球新冠疫情加速扩散，美国二次疫情愈加严重，而巴西、印度、俄罗斯和南非等发展中人口大国疫情持续升温，新冠疫情对全球经济的冲击势必延续到三季度。美国二次疫情有可能将美国经济恢复苗头扼杀在摇篮之中，而经济复苏无望反而加强了特朗普政府的冒险心态，7 月份美国悍然关闭中国驻美国休斯敦总领事馆，而美国国务卿蓬佩奥在尼克松图书馆发表极端反华讲话。经济前景恶化与国内政治风险上升、地缘政治风险恶化，使得美元指数破位下跌；新冠疫情冲击、经济衰退担忧、地缘政治风险叠加美元指数下跌，推动黄金价格大涨并创下历史新高。由于中国经济复苏势头得到确认，中国央行边际收紧流动性但全球流动性依然泛滥，居民财富搬家股票基金火爆发行，资金推动中国股市在 7 月上旬大幅上涨；随后监管部门加强金融市场监管力度，股市热度有所降温，中国股市转为高位震荡。新冠疫情催生经济衰退预期，但美国二次疫情对经济的冲击力度似乎不及首次疫情，而且新冠疫苗的研发也频传利好，欧盟通过规模 7500 亿欧元的复苏基金，因此 7 月份欧美股市偏强运行。

- 目前看东亚和欧洲的疫情逐渐平息，而且美国二次疫情给美国经济造成的冲击也小于首次疫情，环比上看全球经济有望触底回升，利好权益资产和工业商品；但新冠疫情全球扩散热度不减，一方面使得各国央行仍需保持高度宽松的货币政策环境，另一方面也使得地缘政治风险趋于上升，因此市场风险偏好受到抑制而避险资产偏强运行。由于全球新冠疫情发展的不确定性依然很高，我们认为 8 月份大类资产配置仍需坚持谨慎中性立场，在风险资产中超配受到全球经济复苏支撑的工业商品，而标配受到地缘政治风险抑制的权益资产；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，而标配受到中国经济复苏抑制的利率债。

目录

一、2020 年迄今宏观市场回顾 ..... - 4 -
二、宏观环境评述 ..... - 5 -
2.1 国际新冠疫情高温不退 ..... - 5 -
2.2 中国经济缓慢恢复，欧美经济有望见底 ..... - 7 -
2.3 美联储短期偏谨慎，中国政策着眼长期 ..... - 9 -
2.4 中外地缘政治风险趋于上升 ..... - 10 -
三、大类资产市场分析 ..... - 13 -
3.1 金价上涨趋势不变但有短期调整压力 ..... - 13 -
3.2 政治风险施压美元和人民币 ..... - 14 -
2.3 债券牛市迎来中场休息时间 ..... - 16 -
2.4 中国股市从狂牛转为高位盘整 ..... - 17 -
四、中期资产配置建议 ..... - 18 -

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。抑制经济活动的两大不确定性因素减退，全球经济增长前景自 2018 年以来首次出现曙光，2019 年 11 月至 2020 年 1 月摩根大通全球 PMI 连续三个月环比回升，股市和工业商品等风险资产因此获得提振。但是新年伊始美国空袭刺杀伊朗高级将领苏莱曼尼，中东地缘政治风险陡然升温；而在达成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开始升温；英国首相约翰逊称若 2020 年内不能达成欧英贸易协议，将不会申请延长过渡期限，这意味着英国仍有可能无协议脱欧；诸多风险事件叠加美中欧央行宽松货币政策，同样推动避险资产价格上行。

出于对 2003 年 SARS 疫情的深刻记忆以及对新冠病毒随春节人流扩散的担忧，在新冠疫情爆发后中国当局果断实施了武汉封城湖北封省、大规模网格式隔离、暂停非必要经济活动、公共场合佩戴口罩检测提问、延期复产复工复学和集中全国医疗资源救治患者等高强度防疫措施。由于中国当局的果断决策和各项措施的严格落实，中国新冠疫情在短短的一个月之内即得到有效控制，3 月份开始中国当局稳步推进复产复学工作，建立起与疫情防控相适应的社会经济运行秩序；但大规模隔离措施同样使得中国社会经济陷入短期停摆状态，2020 年 1-2 月份中国投资、产出和消费均同比下降 20%左右，一季度中国实际经济同比萎缩 6.8%，为 1998 年有季度数据记录以来最低值。从 1 月下旬到 2 月中旬，出于对中国将有效控制新冠疫情的预期，以及中国当局先行实施的逆周期调节政策，中外股市在短期调整后即在风险偏好支撑下偏强运行。

2 月下旬以来新冠疫情以更迅猛的速度在全球扩散开来，爆发新冠疫情的国家最终都必须采取大规模隔离措施，由此产生的大封锁使得全球经济面临实质性衰退威胁；全球衰退威胁与财政收入压力导致 OPEC+减产联盟解体，供需严重失衡使得国际油价大幅下跌，某些品种甚至录得历史上绝无仅有的负值油价；经济衰退威胁与国际油价大跌带来股市调整压力，而美联储超预期宽松反而引发市场恐慌，2 月下旬至 3 月中旬环球股市大幅调整；金融市场波动又引发严重的美元流动性危机，进一步施压所有类别的金融资产。由于美联储紧急启动流动性管理工具缓解美元流动性风险，同时欧美国家相继出台大规模逆周期调节政策稳定需求，以及中国新冠疫情得到有效控制复产复学工作有序推进，3 月下旬至 4 月份全球金融市场波动性有所下降，风险偏好推动全球股市反弹；而诸多风险事件叠加美中欧央行宽松货币政策，同样使得避险资产偏强运行。

5月份以来欧美新冠疫情出现缓解迹象，政府当局推动经济重启，这对于工业商品和欧美股市都是好消息。但一方面美国在新冠疫情还没有明显平息的情况下就强行重启经济，防疫措施的失效使得美国6月中旬之后美国爆发了程度更为严重的二次疫情；另一方面新冠疫情从欧美向东欧、南亚和南美等发展中人口密集地区扩散，国际新冠疫情扩散速度非但没有下降反而有所加快，这意味着市场原先预期的经济V型复苏不会到来，5月份至6月份国际股市和工业商品等风险资产反弹动能减弱。另外，6月份美国国内政治风险因白人警察跪杀黑人而持续上升，而美国特朗普政府为了争取保守选民和转移民众对其抗疫不利的指责，也不断加大对中国的挑衅力度，中美地缘政治风险急剧恶化。在中国国内，出于避免宏观债务杠杆率过快过急上升的考虑，在欧美新冠疫情有所缓解、海外需求有所稳定之后，中国央行逐步回收过于充裕的流动性，中国股票债券均感受到来自流动性边际收紧带来的估值压力。

7月份全球新冠疫情加速扩散，美国二次疫情愈加严重，而巴西、印度、俄罗斯和南非等发展中人口大国疫情持续升温，新冠疫情对全球经济的冲击势必延续到三季度。美国二次疫情一方面有可能将美国经济恢复苗头扼杀在摇篮之中，美国周度初请失业金人数连续小幅上升，7月份居民消费信心也再度回落；另一方面经济复苏无望反而加强了特朗普政府的冒险心态，7月份美国悍然关闭中国驻美国休斯敦总领事馆，而美国国务卿蓬佩奥在尼克松图书馆发表极端反华讲话。经济前景恶化与国内政治风险上升、地缘政治风险恶化，使得美元指数破位下跌；新冠疫情冲击、经济衰退担忧、地缘政治风险叠加美元指数下跌，推动黄金价格大涨并创下历史新高。由于中国经济复苏势头得到确认，中国央行边际收紧流动性但全球流动性依然泛滥，居民财富搬家股票基金火爆发行，资金推动中国股市在7月上旬大幅上涨；随后监管部门加强金融市场监管力度，股市热度有所降温，中国股市转为高位震荡。新冠疫情催生经济衰退预期，但美国二次疫情对经济的冲击力度似乎不及首次疫情，而且新冠疫苗的研发也频传利好，欧盟通过规模7500亿欧元的复苏基金，因此7月份欧美股市偏强运行。

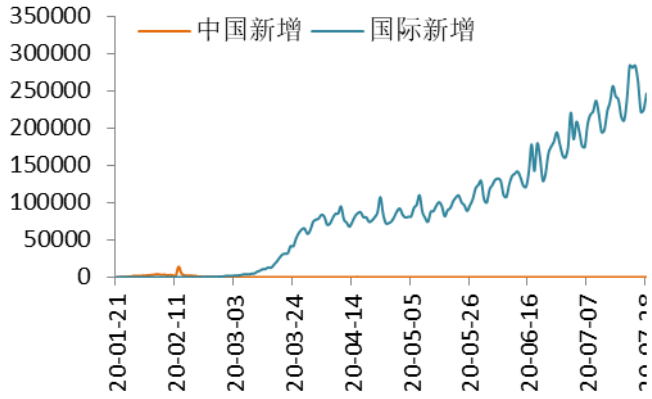
二、宏观环境评述

2.1 国际新冠疫情高温不退

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、延迟复工复产复学以及集中全国医疗资源救治患者等防疫措施；这些异常严厉的防控措施虽然在短期内造成社

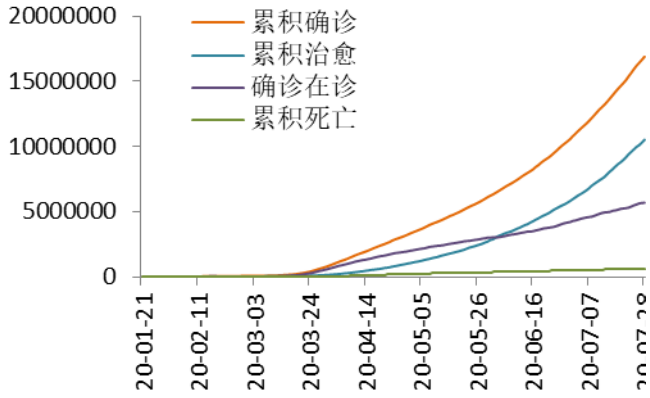
会经济停摆的后果，但也因此能够在极短时间内控制住本地原发性新冠疫情，2月下旬开始中国新增确诊病例和在诊确诊病例均快速减少，这有利于中国3月份开始逐步推进复产复学进程。由于2月下旬至今国际新冠疫情迅猛扩散，防控输入性疫情成为中国防疫工作的重点所在；3月中旬至4月中旬之间中国经历了由于广大华侨华裔回国避难而导致的人员输入性新冠疫情，6月中下旬经历了由于进口欧洲受病毒污染三文鱼而导致的物品输入性新冠疫情，7月中下旬经历了由于中亚疫情扩散而导致的新疆输入性新冠疫情；但由于中国在原发性新冠疫情基本上平息之后依然保留了公共场合佩戴口罩等基本防疫措施，而且公共卫生应急机制也处于高度警惕当中，因此这三次疫情规模都比较小；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原发性疫情的情况。

图1：国际新冠疫情高温不退



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图2：全球新冠疫情扩散情况

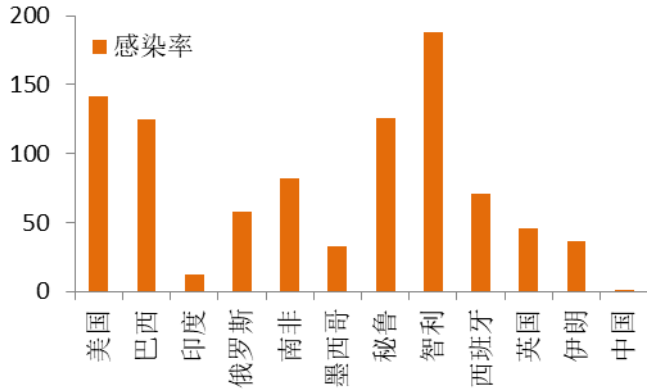


数据来源：Wind，建信期货研投中心

2月下旬以来新冠疫情沿着东亚-中东和南欧-西欧和北欧-东欧和北美-南亚、拉美、非洲和中亚的链条扩散。截止7月30日全球累计确诊新冠病例1743万例，病死人数达到67.5万人，日新增确诊病例数连续17天维持在20-30万人的高水平区间，国际新冠疫情扩散速度依然高温不减，而且美国、巴西、印度和南非等人口大国的新冠疫情持续加速扩散。截止7月30日累计确诊新冠病例数超过30万的国家有美国(北美，4624966例)、巴西(拉美，2610102例)、印度(南亚，1639350例)、俄罗斯(东欧，834499例)、南非(非洲，471123例)、墨西哥(拉美，408449例)、秘鲁(拉美，400683例)、智利(拉美，351575例)、西班牙(南欧，332510例)、英国(西欧，302301例)和伊朗(中东，301530例)等11个国家，累计确诊病例数在1万至30万之间的有巴基斯坦、哥伦比亚和沙特等70个国家。由于发达经济体在新冠疫情初步得到控制的情况下就由于经济压力和社会习俗而匆忙重启经济，因此其新冠疫情平息速度慢于在新冠疫情接近完全平息时才逐步恢复经济社会秩序的中国，美国更是爆发了程度更加严重的二次疫情，加州等疫情较为

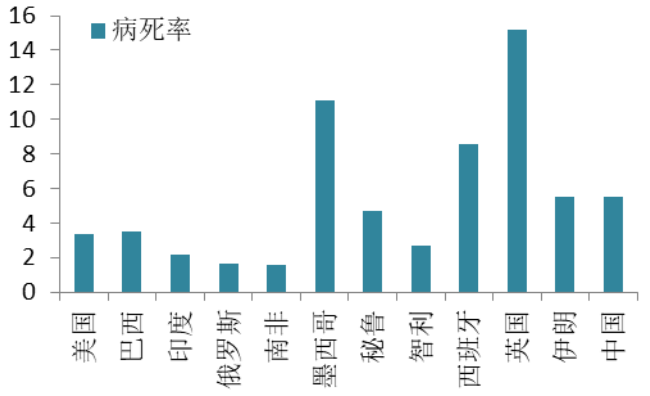
严重地区被迫再次进入经济社会停摆状态；而且 5 月份之后新冠疫情扩散到人口众多且公共卫生水平较低的广大发展中国家，人口基数大和公共卫生水平低使得新冠疫情在这些国家扩散速度更快。总体上看国际新冠疫情扩散并没有明显放缓，新冠疫情对全球经济的冲击势必延续到第三季度。但由于全球价值创造区域主要分布在东亚、欧洲和北美，因此三季度起全球经济企稳回升还是有可能的。

图3：重点国家感染率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图4：重点国家病死率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

截止 7 月 30 日全球新冠病毒感染率(确认病例数与人口总数之比)为 22.7%%，其中中国大陆感染率为 0.6%%（中国武汉市为 50.3%）；在人口数超过 500 万的国家之中，智利、美国、秘鲁、和巴西的感染率超过 100%%，感染率在 50%%至 100%%之间的国家有新加坡、南非和沙特等 14 个国家，感染率在 1%%至 50%%之间的有 90 个国家。截止 7 月 30 日全球新冠病毒病死率（新冠患者死亡数与确诊病例数之比）为 3.87%，其中中国大陆和中国武汉市病死率分别为 5.51%和 7.69%；在人口数超过 500 万的国家之中，法国、英国、比利时、意大利、匈牙利、荷兰和墨西哥的病死率超过 10%，病死率在 5%至 10%之间的有西班牙、乍得和加拿大等 12 个国家。因此美洲地区的新冠疫情扩散较为严重，而人口老龄化程度较高的欧洲各国病死率位居前列。

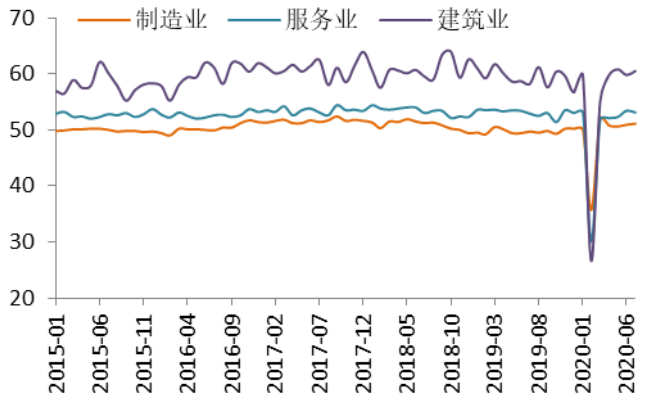
2.2 中国经济缓慢恢复，欧美经济有望见底

2020 年 1 月下旬新冠疫情爆发，中国当局旋即采取了大规模网格式隔离、暂停非必要经济活动、公共场合佩戴口罩检测体温和延期复工复产等防疫措施，社会经济秩序几乎陷于完全停滞状态，2 月份中国官方 PMI 因此录得 2008 年以来的最低值；但随着国内新冠疫情快速得到控制，执政当局稳步推进复产复学进程，中国经济开始逐步恢复。2 月下旬之后新冠疫情开始在全球迅猛扩散，大封锁使得全球经济遭遇上世纪三十年代大萧条以来最严重的经济衰退；国际新冠疫情对中国经济产生多方面影响，其一是海外需求的减弱影响到中国外贸行业，其二是

新冠疫情扩散增加了对中国抗疫设施物资的出口需求，其三是海外国家大封锁使得部分对这些国家物品的进口需求转移到中国，因此新冠疫情对中国外需的影响有不利的一面也有有利的一面。5 月份之后欧美新冠疫情逐步得到控制，各国执政当局也逐步推动经济重启；虽然 6 月中旬以来美国爆发了更为严峻的二次疫情，但鉴于当局已经对防控疫情有了一些经验，从初步数据上看二次疫情对美国经济的冲击远小于首次疫情；而由于东亚、欧洲和北美是全球价值创造的三大中心，6 月份以来新冠疫情在东欧、拉美、南亚和非洲的扩散与全球经济企稳反弹并不相悖。

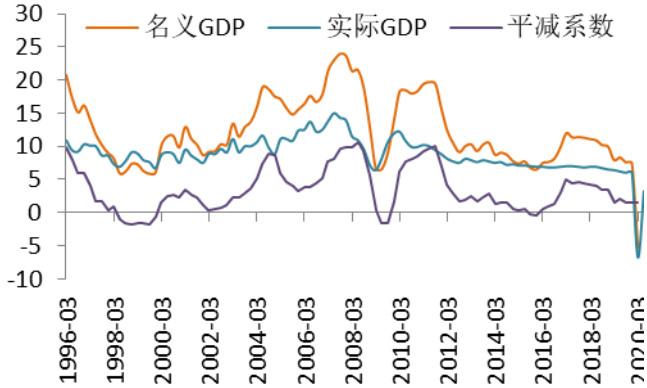
7 月份中国制造业 PMI 为 51.1%，较 6 月份上升 0.1 个百分点且连续 4 个月位于荣枯分界线上方，同时 7 月份非制造业 PMI 虽然略低于 6 月份但也是连续 4 个月高于 50%，这说明中国经济依然处于稳健恢复通道之中。7 月份新出口订单指数为 48.4%，虽然仍低于 50%但已经是比 6 月份上升 5.8 个百分点，这意味着国际新冠疫情对中国经济的拖累作用正在缓慢消除；同时生产指数、新订单指数、进口指数、从业人员指数和采购量指数均较 6 月份有所上升，说明中国内需也是在稳步复苏。受到国际新冠疫情肆虐、国际大宗商品生产遇阻和国内经济恢复影响，主要原材料购进价格指数较 6 月份上升 1.3 个百分点至 58.1%，统计经验显示 7 月份 PPI 有望继续环比回升。

图5：中国官方PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图6：中国整体经济状况

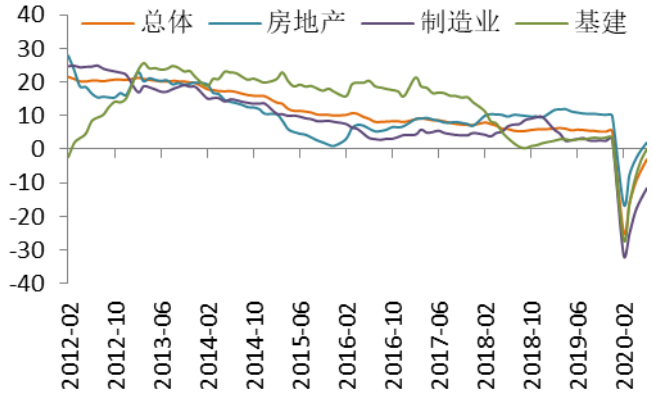


数据来源：Wind，建信期货研投中心

中国二季度实际 GDP 同比增长 3.2%，增速较一季度回升 10 个百分点；上半年名义 GDP 合计 456614 亿元，实际同比下跌 1.6%。由于 CPI 和 PPI 增速的双双下滑，二季度 GDP 平减系数增速同比下跌 0.1%，为 2016 年一季度以来首次录得通缩信号；展望下半年，我们预计 CPI 继续回落但 PPI 有望回升，GDP 平减系数可能回到增长区间但改善幅度不会很大，货币政策不会因此而做出较大调整。从供需两端来看，新冠疫情过后供应端恢复较好，但需求端改善缓慢，这与出口形

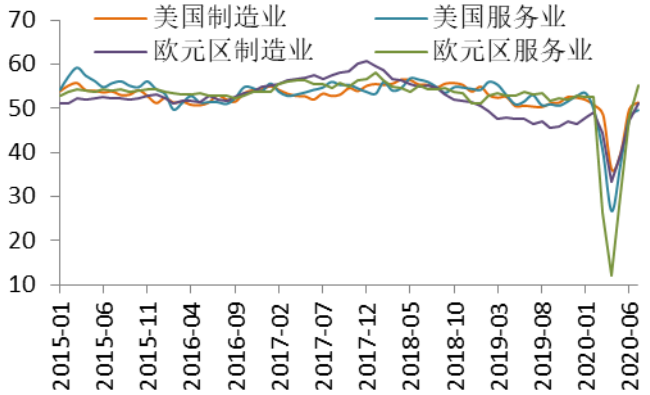
势好于进口形势相呼应，我们期望这种情况在下半年会得到改变，因为就业状况的改善会促进居民消费，而受疫情冲击最严重的服务业也在稳步开放。上半年全国固定资产投资 281603 亿元，同比下降 3.1%，降幅比 1-5 月份收窄 3.2 个百分点，分领域看，基础设施投资下降 2.7%，制造业投资下降 11.7%，降幅比一季度分别收窄 17.0、13.5 个百分点；房地产开发投资增长 1.9%，一季度为下降 7.7%。高技术产业投资增长 6.3%，一季度为下降 12.1%；其中高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 5.8%和 7.2%。

图7：中国固定资产投资增速



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图8：欧美Markit PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

7 月份欧美制造业 PMI 初值均较 6 月份有所回升且自 3 月份以来首次进入扩张区间，这说明欧美经济也开始进入复苏通道，外部需求的好转有利于中国出口业的复苏。从在欧美经济中占比更高的服务业情况来看，欧元区服务业 PMI 从 4 月份的 12%上升到 7 月份的 55.1%，美国服务业 PMI 从 4 月份的 26.7%上升到 7 月份的 49.6%，很明显可以看出欧洲防疫措施比美国更为严厉，但更快地平息新冠疫情也有利于后期经济的恢复，而美国经济明显地受到了二次疫情的影响。因此从中短期来看欧元区经济复苏前景好于美国，这是 7 月份以来欧元兑美元汇率大幅上涨的基本面因素。

2.3 美联储短期偏谨慎，中国政策着眼长期

北京时间 7 月 30 日凌晨 2 点美联储公布议息会议声明，与上次议息会议（6 月 10 日）声明相比较，美联储对经济状况的观点并没有非常大的改变，美联储看到在逆周期调节政策刺激下整体金融状况继续改善，同时美国经济活动和就业有所回升（但仍低于年初水平）；但美联储也担心程度更加严重的二次疫情会扼杀美国经济回升苗头，所以美联储强调经济发展的路径将在很大程度上取决于病毒的传播速度；这意味着美联储虽然在本次议息会议上没有采取货币政策行动，但若二次疫情对美国经济的冲击更加充分地显现，美联储还是有可能在 9 月中旬议息

会议上推出新的宽松措施。在议息会议后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔称这是“我们有生以来”最严重的经济衰退，美联储承诺继续维持联邦基金利率于近零水平，每月继续购买至少 1200 亿美元的美国国债和 MBS，并誓言在冠状病毒大流行期间动用所有工具支持经济复苏。由于美联储在美国爆发程度更为严重的二次疫情的情况下，没有及时推出新的宽松措施，总体上看美联储态度偏谨慎，因此金银上涨动能有所减弱。

由于 5 月份以来美国经济活力和就业状况的确有所改善，而且虽然二次疫情来势汹汹，但由于政府机构对于防控疫情已经有了一些经验，因此程度更为严重的二次疫情对经济的影响非常有可能低于首次疫情；因此美联储在本次议息会议上按兵不动，仅表示继续维持之前的宽松措施；但若二次疫情的确再次对经济造成严重冲击而且冲击后果逐步显现，那么以就业最大化和物价稳定为使命的美联储将毫不犹豫推出新的宽松措施。

7 月 30 日中共中央政治局召开会议，决定今年 10 月在北京召开中共十九届五中全会，研究关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议。会议认为当今世界正经历百年未有之大变局，和平与发展仍然是时代主题，同时国际环境日趋复杂，不稳定性不确定性明显增强，我国仍处于战略机遇期但机遇和挑战都有新的发展变化。会议指出当前遇到的很多经济问题都是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成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；坚持结构调整的战略方向，更多依靠科技创新；完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。

会议指出要确保宏观政策落地见效，财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益；货币政策要更加灵活适度、精准导向，要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降，要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业；宏观经济政策要加强协调配合，促进财政、货币政策同就业、产业、区域等政策形成集成效应。

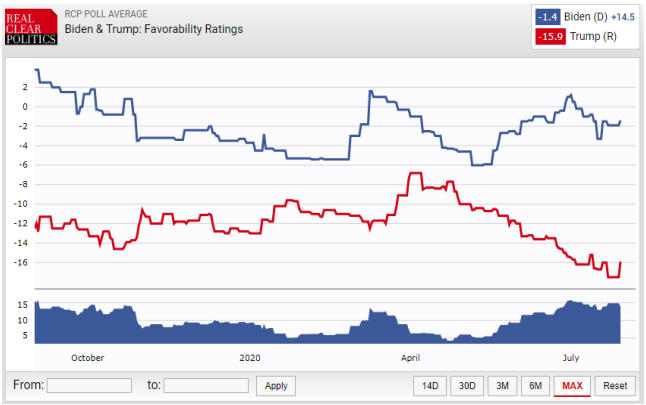
2.4 中外地缘政治风险趋于上升

在新冠疫情爆发之前，由于经济全球化所必然带来的国际国内贫富差距扩散以及穷国追赶效应，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，如果没有全球分工体系那么既没有疫情扩散威胁，也没有了之前就存在的文化冲突和贫富差距分化等问题。而新冠疫情首先在中国

武汉市大规模爆发却在美国得到最大程度的扩散则推升了中美地缘政治风险，美国特朗普政府(以及一些其他欧美政客)不是反思应对新冠疫情不力的自身问题，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和组织宣称要追究中国在新冠疫情扩散中的责任，4 月底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。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。

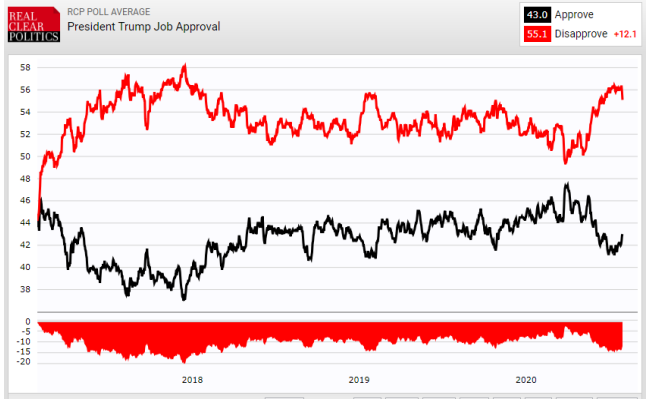
2020 年是美国总统大选年，在 2016 年依靠沉默的大多数中下层白人成功当选美国总统的特朗普意欲连任美国总统。由于 2020 年 3 月份之后美国新冠疫情开始扩散，美国特朗普政府在应对新冠疫情方面的无能逐渐为民众所认识，而且 5 月底美国白人警察压死黑人事件也引发蔓延全国的抗议浪潮，6 月份之后二次疫情使得美国经济快速回升基本无望，因此 4 月份之后特朗普政府工作认可度逐渐下滑，不认可人数比例与认可人数比例之差从 3 月底的 2.6 个百分点扩大到 12.1 个百分点，民主党总统候选人拜登的支持率与特朗普支持率之差也从 5 月中旬的 4.5 个百分点扩大到 14.5 个百分点。当前为了增加成功连任竞选机会，特朗普政府的策略包括：1、施压美联储和美国国会尽可能地推出积极财政政策和宽松货币政策，以改善因经济增速大幅下滑失业率飙升所引发的社会稳定问题；2、利用有色人种抗议事件构造文明冲突叙事，进一步稳定中下层白人基本盘；3、污蔑中国制造新冠病毒并故意传染给美国，以此来转移民众对其抗疫不利的指责；4、持续在科技竞争、人权自由和地缘政治等方面挑衅中国，强化对华强硬立场，试图以此争取保守派选民。

图9：2020年美国总统大选形势



数据来源：RCP，建信期货研投中心

图10：特朗普政府工作认可度



数据来源：RCP，建信期货研投中心

7 月 9 日美国特朗普政府借口严重侵犯维吾尔族穆斯林少数民族人权对四名中国官员实施制裁，美国财政部宣布将四名中国官员和一家机构列入“美国特别

指定国民名单(SDN List)”。7 月 15 日美国《纽约时报》报道特朗普政府正在考虑全面禁止中共党员及其家人赴美旅行，如此广泛的禁令将是 1979 年中美关系正常化以来美国对中国采取的最具挑衅性的行动。7 月 13 日美国国务院发表涉南海声明，美国国务卿蓬佩奥宣称中国在南海许多主张是非法的，这次是美方首次就中方在南海岛礁主权表示立场，此后美国军机和航空母舰提高在南海地区活动频率和危险度。在特朗普的威逼利诱下，7 月 14 日英国宣布 2021 年起英国将禁止运营商购买新的华为 5G 设备，且运营商必须在 2027 年前从他们的网络中移除华为的所有 5G 设备，法国也计划在 20028 年之前将华为设备逐步排除出移动网络。7 月 22 日美国国务院要求中国驻休斯敦领事馆 3 天内关闭(7 月 23 日中国外交部决定撤销对美国驻成都总领事馆的设立与运行许可)，7 月 25 日美国执法人员在中国外交人员还没有撤离的时候破门而入强行接管中国驻休斯敦领事馆，美国总统称不排除关闭更多的中国领事馆。另外美国众议院投票禁止联邦雇员在政府发布的设备上下载视频共享应用 TikTok，美国司法部起诉两名中国黑客试图窃取美国新冠病毒研究成果以及企业和政府机构的其他敏感信息，7 月 15 日美国国务卿蓬佩奥在尼克松总统图书馆发表极端反华讲话。7 月 30 日欧盟宣布对来自俄罗斯和中国负责开展或参与各种“网络攻击”的 6 名个人和 3 个实体实施制裁，这是欧盟首次祭出与网络犯罪有关的制裁行动，制裁措施包括实施旅行禁令和冻结资产，同时禁止欧盟人员和实体向被制裁对象提供资金。

另一方面，中国政府当局利用欧美国家遭遇新冠疫情冲击、在经济上对中国依赖性上升的有利因素，于 6 月底通过《中华人民共和国香港特别行政区维护国家安全法》，以从根本上解决香港的国家安全漏洞。此举展示了中国当局的政治智慧与文化自信，但短期内也给予了欧美国家推进全球政经格局重组的借口。美国开始取消根据美国法律给予香港的特殊地位，停止对香港的国防出口，并限制香港获取先进技术，作为对中国实施港版国安法的报复；6 月 30 日美国众议院周三通过一项议案，将惩罚与实施香港国安法的中国官员有业务往来的银行，美国商务部长罗斯威胁将亚太地区中部设立在香港的跨国企业要考虑迁移地区总部的可能性。7 月 20 日英国终止与香港之间的引渡协议，并为香港近 300 万英国海外公民护照(BNO)持有者开通英国入籍通道。7 月 28 日欧盟针对香港维护国家安全立法出台一系列措施，包括限制向香港出口敏感技术设备等。

总体上看，我们认为新冠疫情激发原有的民粹保守主义，中美地缘政治风险趋于上升；而在美国特朗普政府的威逼利诱之下，欧美发达国家有在中美博弈中靠近美国的苗头，当前要尽可能防止这种苗头形成趋势，否则中国与欧美发达国家之间的经贸关系将会受到较大影响。

三、大类资产市场分析

3.1 金价上涨趋势不变但有短期调整压力

年初至3月上旬贵金属价格延续2019年12月以来的上涨趋势，因为年初美军刺杀伊朗高级军事将领苏莱曼尼使得地缘政治风险急剧升温，而且中美签署第一阶段贸易协议之后美国特朗普政府将经贸纷争焦点转向欧洲，1月下旬过后新冠疫情引发全球经济衰退担忧。3月中旬贵金属大幅调整，伦敦金银现货最大跌幅分别达到14.8%和38.6%，原因是美联储意外大幅度宽松货币政策引发市场恐慌，环球股市大幅波动导致美元流动性风险，包括贵金属在内的避险资产也遭到抛售压力。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日至今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，伦敦黄金上涨8.6%且突破2011年9月创下的历史新高。

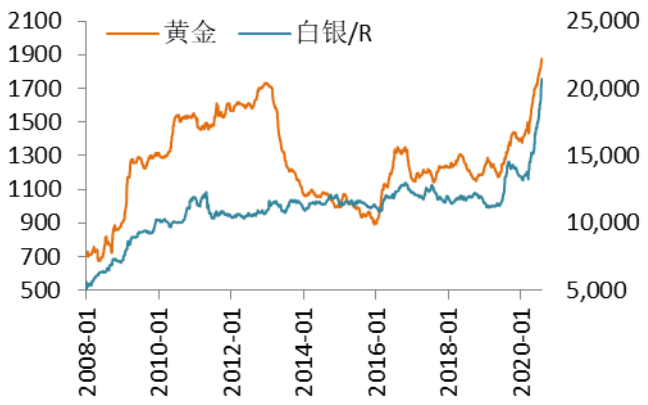
我们认为中短期内美国新冠疫情恶化美国经济前景黯淡，美联储有可能进一步宽松货币政策，美国实际利率走低的同时中长期通胀压力上升；经济复苏无望使得特朗普政府选择放手一搏，树立对华强硬形象以争取保守派选民，中美地缘政治风险趋于上升；新冠疫情、经济状况、国内政治风险和地缘政治风险使得美元指数继续向下寻找支撑。因此贵金属诸多利多因素将继续存在，中短期内贵金属价格将继续偏强运行，8月份伦敦黄金有望挑战2000美元/盎司关口；当然短期大幅上涨后贵金属价格也存在一些短期调整压力，而且我们也要关注新冠疫苗的研发进展以及美国二次疫情对经济的实际影响情况。

图11：伦敦金银价格



数据来源：Wind，建信期货研投中心

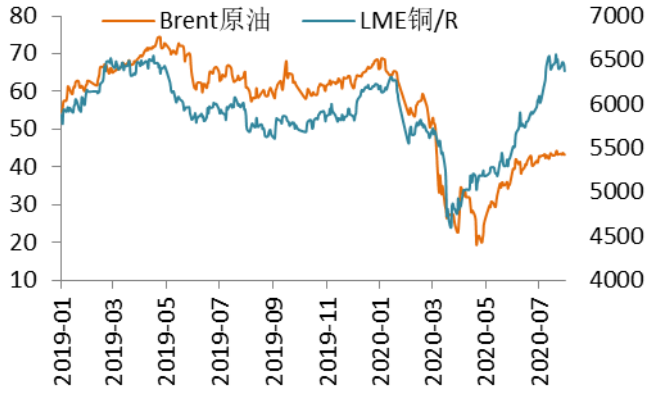
图12：金银ETF持仓量



数据来源：Wind，建信期货研投中心

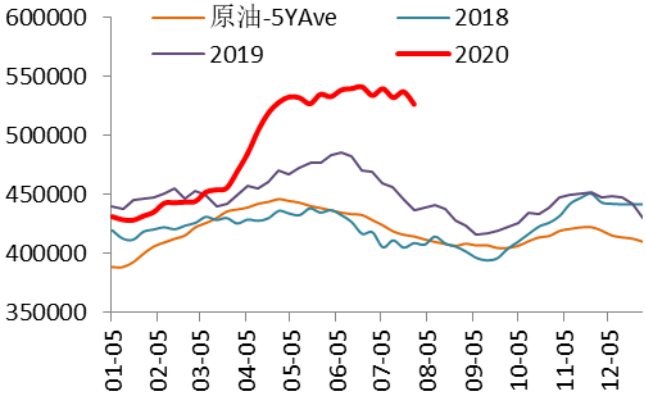
新冠疫情对中国和全球经济均造成严重冲击，IMF 预计 2020 年全球经济萎缩程度将高于 2009 年，主要经济体一季度 GDP 增速均见明显萎缩，这意味着工业商品需求面的短期急剧恶化，一季度国际油价和有色金属价格均大幅下跌。由于中国经济社会秩序在 3 月份之后逐步恢复到正常的状态，而中国是国际上铜的主要消费国，并且新冠疫情的国际扩散也影响了铜矿的供应，因此 3 月中旬以来国际铜价持续反弹；但相比其他工业商品而言铜价上涨幅度中有很大一部分得益于供应端的收缩，因此我们要警惕南美新冠疫情缓解后铜价的下跌压力，7 月中旬以来在中国经济数据良好的情况下铜价上涨动能衰减，说明铜价的供应升水正在消失。新冠疫情全球扩散严重冲击原油需求，3 月 16 日 OPEC+在财政压力下解体也在短期内大幅度增加了原油供应， 2 月下旬至 4 月中旬原油价格大幅下跌，某些品种价格甚至录得历史性负值；由于 3 月份之后中国、东亚、欧洲和北美逐步重启经济，而且 4 月 9 日 OPEC+重新达成限产协议，原油供需关系由供过于求向供需平衡转变，原油价格开始持续反弹；但 6 月份之后国际新冠疫情扩散速度加快，而且美国爆发程度更为严重的二次疫情，原油市场需求前景使得油价反弹动能减弱。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。

图13：国际油价和铜价



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图14：美国原油库存



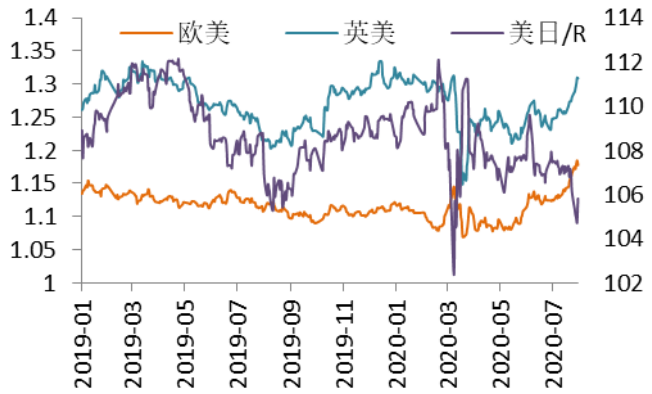
数据来源：Wind，建信期货研投中心

3.2 政治风险施压美元和人民币

2020 年新年伊始中东地缘政治风险升温、美欧贸易纷争加剧，2 月份中国新冠疫情冲击中国和全球经济前景，避险需求推动美元指数最高达到 99.9；随后美国和国际新冠疫情加速扩散，美国经济增长前景急剧恶化，美股大幅调整调整美债收益率下跌，美联储大幅降息削弱美元基本面，2 月下旬至 3 月上旬美元指数由 100 附近调整至 94.5。但美联储紧急大幅降息扰乱市场预期，金融市场大幅波

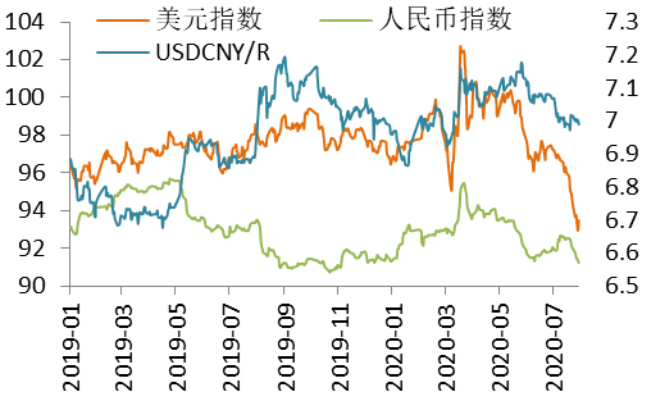
动引发美元流动性风险，3 月中旬之间美元指数从 94.5 大幅反弹至 103；随后美联储加大宽松力度并重新启用金融危机时期使用过的流动性工具，美元流动性有所缓解，美元指数失却上涨动能回落到 98。4 月份至 5 月中旬美元指数陷于 98.8-100 的区间震荡，因为短期内美联储无意进一步增加宽松措施，且美国新冠疫情得到一定程度的控制，美国特朗普政府推动经济重启。5 月下旬以来，美国二次新冠疫情、美联储宽松预期、美国国内政治风险、中美地缘政治风险、以及欧美经济增长前景等因素使得美元指数震荡下滑，上周美元指数最低跌至 92.6，为 2018 年 6 月以来最低值；欧盟峰会通过规模 7500 亿欧元复苏基金、欧元区经济复苏前景好于美国，刺激欧元兑美元汇率上升至 1.19，而新冠疫情全球扩散和中美地缘政治风险所带来的避险需求使得日元兑美元汇率升值至 104.7。由于新冠疫情严重影响了美国经济增长前景和财政稳健性，我们认为中期内美元指数还有下跌空间。

图15：发达国家汇率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图16：美元与人民币



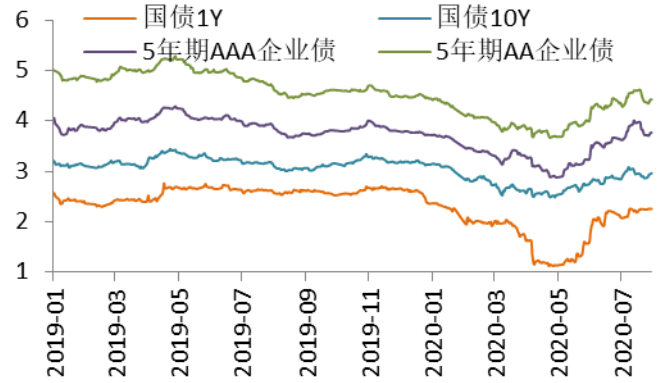
数据来源：Wind，建信期货研投中心

由于新冠疫情首先在中国爆发以及中国当局所采取的高强度防疫措施，中国经济短期内受到新冠疫情的强烈冲击，因此人民币对美元汇率在经过年初因中美签署第一阶段贸易协议而带来的小幅升值后，从 1 月下旬至 3 月中旬转为震荡贬值，人民币对美元从 6.85 贬值至 7.2 附近，这个阶段还叠加了美元流动性危机带来的人民币汇率被动贬值。3 月下旬至 5 月中旬人民币兑美元汇率维持 7.05-7.2 之间的宽幅震荡，因为中国经济率先复苏增强了中国资产的吸引力，但中美地缘政治风险上升也是的外资对人民币保持一定的警惕心态。5 月下旬以来由于美元指数持续贬值，以及中国股市大幅上涨，人民币兑美元汇率升破 7。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 债券牛市迎来中场休息时间

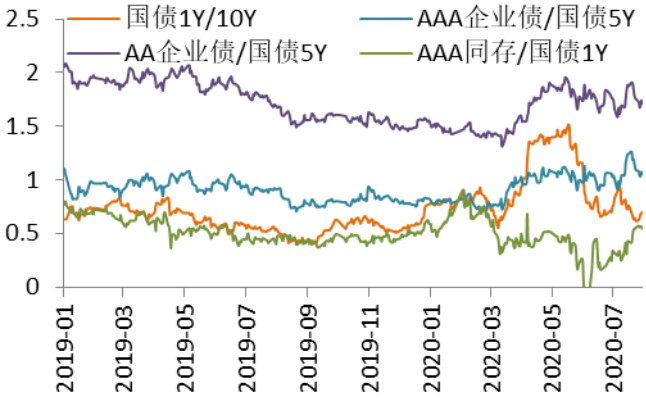
2020 年初至 4 月份，中国债券收益率先后在国内机构配置需求、中外利差导致的外部需求、新冠疫情带来的避险需求以及央行宽松货币政策等利多因素作用下持续下行，1 年期和 10 年期国债收益率最低分别下降至 1.12%和 2.49%。5 月份至 7 月上旬，由于中国新冠疫情平息经济逐步恢复，而且充裕流动性大幅流入股票市场和房地产市场，当局收紧货币流动性而以抗疫特别国债和地方专项债刺激经济；7 月份中国经济复苏势头进一步明确而美国爆发程度更为严重的二次疫情，资金推动中国股市大涨的同时也使得债券收益率面临上升压力，1 年期和 10 年期国债收益率最高分别上升至 2.26%和 3.05%。7 月中旬以来，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17：中国债券利率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图18：中国债券利差



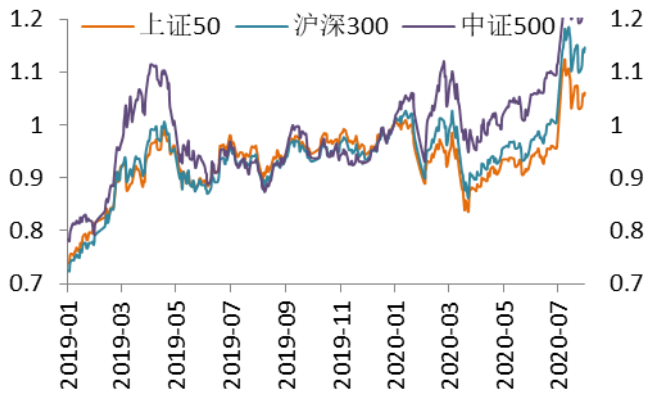
数据来源：Wind，建信期货研投中心

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 中国股市从狂牛转为高位盘整

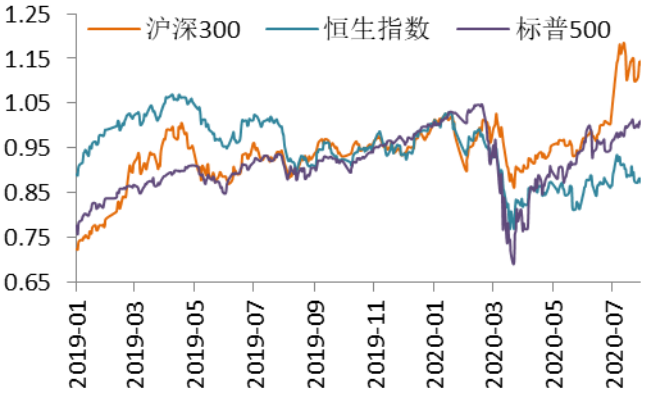
2020 年上半年中国万得全 A 指数上涨 6.9%，涨幅在主要经济体中名列第一，其中创业板指数、中小板指数、中证 500 指数和沪深 300 指数分别上涨 27.9%、15.1%、11.3%和 1.6%而上证 50 指数下跌 4%，体现出较为明显的投机资金推动特征。新冠疫情使得中国和全球的短期产出和中长期潜在增速遭遇严重冲击，虽然全球央行和政府当局的逆周期调节政策稳定了短期需求并提振了市场的风险偏好，但经济政策的副作用以及新冠疫情对中长期经济潜能的影响，意味着经济政策对风险偏好的提振作用趋于下降（央行看跌期权价值减少）；因此全球股市的集体狂欢，有透支看跌期权价值之嫌。7 月份由于中国经济复苏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19：中国股票指数



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图20：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。风险点主要来自两个方面：新冠疫情发展使得经济复苏前景愈加暗淡、美国特朗普连任总统使得中美地缘政治风险重新上升。

四、中期资产配置建议

2019 年四季度全球央行实施的宽松货币政策继续支撑 2020 年初的市场风险偏好，而且英国和欧盟达成脱欧协议以及中美达成第一阶段贸易协议也提升了全球经济复苏预期，全球权益资产和工业商品延续自 2019 年 10 月以来的上涨趋势，但充裕流动性和中东地缘政治风险也推动避险资产偏强运行。2 月份开始新冠疫情依次冲击东亚、欧洲、北美和拉美、南亚、非洲，爆发新冠疫情的国家均需采取大规模隔离、暂停非必要经济活动等防疫措施，由此引起的大封锁给全球造成了程度高于 2009 年的经济衰退。目前看东亚和欧洲的疫情逐渐平息，而且美国二次疫情给美国经济造成的冲击也小于首次疫情，环比上看全球经济有望触底回升，利好权益资产和工业商品；但新冠疫情全球扩散热度不减，一方面使得各国央行仍需保持高度宽松的货币政策环境，另一方面也使得地缘政治风险趋于上升，因此市场风险偏好受到抑制而避险资产偏强运行。由于全球新冠疫情发展的不确定性依然很高，我们认为 8 月份大类资产配置仍需坚持谨慎中性立场，在风险资产中超配受到全球经济复苏支撑的工业商品，而标配受到地缘政治风险抑制的权益资产；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，而标配受到中国经济复苏抑制的利率债。

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，利率债避险需求有所减退，但中国长期潜在经济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，贵金属上涨趋势得以保证；而欧美新冠疫情形势差异不利于美元指数，反过来利多以美元计价的黄金价格；
	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，原油中长期上涨趋势不变；
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 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