类别

宏观策略半年报

日期

2020 年 7 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）
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



新冠疫情全球扩散，政策提升风险偏好

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一》2020.6.21

《宏观策略-做多金银比投资策略报告》2020.5.31

《宏观专题-浮动利率贷款转换：该选择 LPR 加点还是固定利率》2020.3.17

《宏观专题-新冠疫情防控进入常态化管理阶段》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

观点摘要

- 2020 年全球经济遭遇黑天鹅新冠疫情的严重冲击，IMF 预计 2020 年全球经济萎缩 4.9%，其中中国经济增长 1%而美国和欧元区分别萎缩 8%和 10.2%。但产出水平的短期大幅度下降并没有像 2008 年那样引发金融市场的大幅度波动，到 6 月底大部分主要经济体的权益市场基本上回到新冠疫情冲击前的水平，并且与债券市场和商品市场的走势出现脱节，其原因在于全球各国政府当局和中央银行及时实施了大规模的积极财政政策和宽松货币政策，这些政策在避免社会经济崩溃的同时大幅度提振了市场风险偏好。但这也使得风险偏好成为影响资产价格的最重要变量，一旦全球新冠疫情得到控制，而全球政府当局和环球央行开始考虑回撤政策支持，那么金融市场资产价格波动性可能再度上升。另一个我们要考虑的风险点在于新冠疫情实际上鼓励了民粹主义和国家保守主义，因此新冠疫情平息之后全球政经格局重组进度将有所加快，而这在降低经济增长前景的同时也会抑制市场风险偏好。总体而言，鉴于新冠疫情发展和政策应对的不确定性，大类资产配置应继续保持相对谨慎基调，在避险资产中我们超配受到中国经济复苏支撑的信用债而标配黄金和利率债，在风险资产中我们超配受到全球经济前景改善支撑的原油而标配股票和工业金属。

目录

一、上半年宏观市场回顾 ..... - 4 -
二、宏观环境评述 ..... - 6 -
2.1 新冠疫情黑天鹅横空出世 ..... - 6 -
2.2 新冠疫情冲击与政策对冲 ..... - 10 -
2.3 新冠疫情推高地缘政治风险 ..... - 14 -
三、大类资产市场分析 ..... - 15 -
3.1 商品市场整体偏弱但严重分化 ..... - 15 -
3.2 避险需求支撑美元指数高位盘整 ..... - 18 -
3.3 中国债券长牛迎来中场休息时间 ..... - 20 -
3.4 政策红利支撑中短期股市走强 ..... - 21 -
四、下半年资产配置建议 ..... - 22 -

一、上半年宏观市场回顾

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。这些事件说明来自国际政经格局重组的不确定性将继续存在，2020 年全球经济增长前景并非一片光明；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，而贵金属价格延续反弹走势。

2020 年 1 月新冠疫情首先在中国湖北省武汉市爆发，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 1 月 19 日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之后，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、延期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，2 月 19 日之后中国日新增新冠确诊病例已经小于 1000 例，中国当局也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 2 月 4 日到 2 月 20 日，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，中外股市普遍由于逐险情绪而偏强运行。

由于经济全球化所伴随的国际人员物品流动，以及崇尚自由主义的部分国家在实施大规模隔离措施方面所存在的困难，2 月下旬以来新冠疫情以更迅猛的速度在全球扩散开来。在经过最初的犹豫阶段后，疫情严重的国家不得不相继采取大规模隔离措施，由此导致的大封锁使得全球经济面临实质性衰退威胁；金融市场对此反应激烈，OPEC+减产联盟解体使得国际油价跌幅进一步扩大，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生物金融资产。由于新冠疫情严重恶化经济前景，欧美央行紧急实施大规模协同宽松，多个央行的政策利率降到零附近，美联储和欧洲央行推出新的量化宽松措施，美联储也重启了 2008 年金融危机期间采用的流动性管理工具，欧美当局也推出多项针对新冠疫情

的财政救助措施。由于全球央行以及政府当局的宽松货币和积极财政措施，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，流动性溢价推动全球股市反弹，而黄金等避险资产也有良好表现。

5 月份以来欧美国家疫情出现缓解迹象，欧美国家当局在经济增长压力和社会习俗压力下推动经济重启，这对于工业商品价格和欧美股市都是利好消息。但一方面部分欧美国家在新冠疫情还没有明显平息的情况下就强行重启经济，隔离措施的失效使得这些国家的新冠疫情一直处于高发态势（比如美国英国）；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，巴西、俄罗斯和印度等国的确诊病例数快速增加，6 月 27 日全球累积确诊新冠病例数首次超过 1 千万。因此全球疫情防控形势依然严峻，而新冠疫情对全球经济的负面冲击也有可能延续到三季度，IMF 也在 6 月下旬再次下调全球经济增速展望；这意味着市场原先预期的经济 V 型复苏不会到来，6 月份国际股市和工业商品等风险资产都出现调整。另一方面，5 月下旬以来，美国国内由于一名 46 岁非裔男子遭警察跪喉死亡而引发的暴力抗议活动持续升级，由于这关系到 2020 年美国总统大选形势，国共两党出于政治目的均相互指责；美国国内政治风险上升使得美元指数在 5 月下旬至 6 月上旬期间出现一波快速下跌，但经济相对优势以及海外新冠疫情肆虐引发的避险需求使得美元指数在 96 附近企稳反弹。

在欧美新冠疫情逐步缓解的同时，出于寻找国外替罪羊以推卸防控疫情不力的借口，以及树立强硬外交形象以拉拢国内选民的需要，中美地缘政治风险逐渐上升，双方围绕科技企业发展、贸易体系重组和香港经贸地位的博弈进一步深化；但如果地缘政治冲突影响到中美第一阶段贸易协议的执行，也会对美国经济和金融市场带来压力，进而影响到美国总统大选的根本目标，因此 6 月份中美外交人员会晤以确保中美第一阶段贸易协议的顺利执行。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，中国央行有意部分回收货币流动性，1 年期国债收益率已经从最低的 1.2%上升到 2.3%；中国当局多年来首次放弃经济增长量化目标，这意味着中国稳增长政策强度可能不如市场预期那么大，因此 5 月份中国股票市场受到风险溢价和地缘政治的双重压力，人民币汇率也出现一些贬值压力。但一方面中国经济仍处稳步复苏进程当中，另一方面中国目前货币政策环境依然适宜，政府当局呵护金融市场以激活经济的意图没有发生变化，因此 6 月份中国股市延续反弹格局，而十年期国债收益率也小幅上升至 2.9%附近。

二、宏观环境评述

2.1 新冠疫情黑天鹅横空出世

2016年英国公投脱欧和特朗普当选美国总统是2007/09年金融危机之后民粹主义兴起的结果,此后保守主义的回潮与中美地缘政治纷争主导了2017年至2019年全球政经格局重组，并成为全球金融市场不确定性的主要来源。2019年底至2020年初，由于英国脱欧僵局和中美贸易纷争对中美欧经济所带来的负面冲击到达一个临界点,英国新首相约翰逊凭借政治技巧与欧盟和英国国会达成脱欧协议,而中美也达成第一阶段贸易协议，英国脱欧僵局和中美贸易纷争给全球经济所带来的不确定性有所减退，全球经济增长前景有所改善。IMF在2020年1月期《世界经济展望》中预计全球经济增长将从2019年的2.9%加速至2020年的3.3%和2021年的3.4%,而2019年11月至2020年1月摩根大通全球制造业和服务业PMI的确出现持续回升现象。

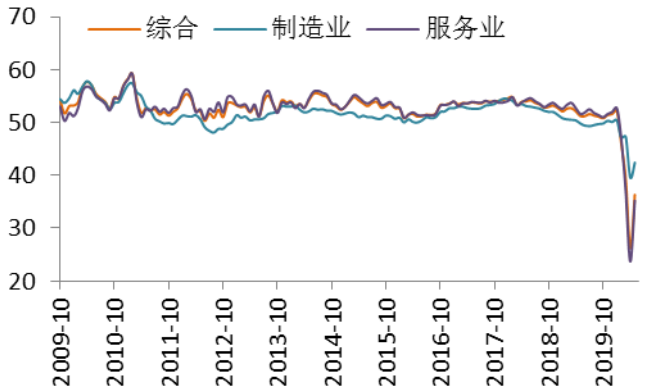
然而1月中下旬首先在中国湖北省武汉市大规模爆发、然后扩散到全球的新型冠状病毒疫情（COVID-19，简称新冠疫情)，将全球经济复苏趋势扼杀在摇篮之中。新冠病毒区别于SARS病毒、埃博拉病毒和流感病毒的特点在于高度传染性和中度病死率(5%左右)的相结合。SARS病毒和埃博拉病毒病死率很高(接近或超过10%)但传染性弱，因此只需要短时间内加强防控就可以控制疫情，对正常社会经济运行秩序只有局部性的短期性的影响。而由于医疗卫生经验的累积，现在人们对流感病毒已经形成一套有效处理办法，即使流感病毒传染性很强，但病死率非常低(不到0.1%)；季节性流感每年都夺走一百多万人生命，但并没有引起社会恐慌。但新冠病毒的高度传染性、中度病死率以及缺乏相应的有效处理办法，就意味着如果不采取强有力措施降低新冠病毒的传染系数R0，那么全球很可能有数十亿人口感染新冠病毒，数千万甚至数亿人口因新冠病毒而去世，而新冠疫情的大规模爆发也会给全球各国的医疗卫生系统带来沉重压力，并导致其他类型病人得不到合理的救治机会。

因此在有效应对办法（疫苗或药物等）出台之前，所有纳入全球分工体系的国家都必须采取严格的防疫措施，因为如果新冠疫情在一个国家肆虐，就会通过国际人员物品流动而扩散到其他国家；一个国家在采取严格防疫措施控制住疫情之后，也不能像SARS疫情那样放松警惕而应始终保持谨慎态度，因为其他国家的新冠疫情很可能随着国际人员物品流动而引发本国二次疫情。因此在有效疫苗或者医疗药物成功研发之前，全球经济社会正常秩序都会因为新冠疫情而处于大封锁格局当中，新冠疫情对国际人员物品流动限制甚于对国内人员物品流动所施加

的限制，因为一个国家政府可以实施统一的防疫措施，但国际社会不会有一个超级政府来保证统一防疫措施的实施。

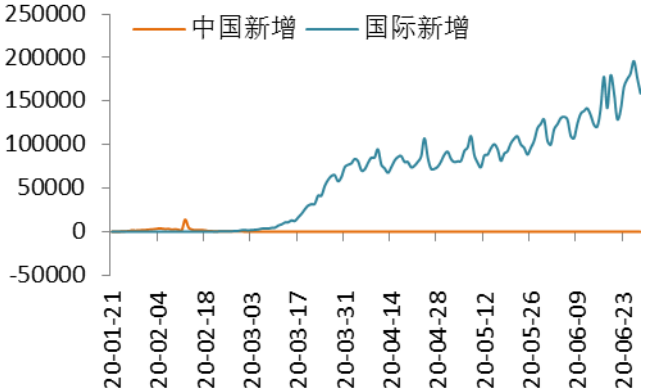
从 1 月中下旬至今新冠疫情基本上沿着中国->东亚->南欧和西欧->北美和中东->东欧、南亚、南美和非洲的链条扩散。出于对 2003 年非典疫情的深刻记忆和对疫情随春节人流扩散的担忧，中国当局在新冠疫情爆发初期就采取了武汉封城湖北封省、大规模网格式隔离、暂停不必要经济活动、集中全国医疗资源救治患者以及延迟复工复产复学等防疫措施，这些异常严厉的防控措施虽然在短期内造成社会经济停摆的后果，但也因此能够在极短时间内控制住本地原发性新冠疫情，使得新冠疫情对国民、对经济的伤害降到了最低。目前中国原发性新冠疫情基本上平息下来，社会经济秩序也在逐步恢复到正常状态；但是新冠疫情的国际扩散一方面给中国经济带来二次需求冲击，另一方面也对中国防控新冠疫情带来新的考验。中国内地新冠确诊新冠病例从 2 月中旬开始趋势性减少，3 月中旬至 4 月中旬之间中国经历了由于国际新冠疫情加速扩散以及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，但这两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。但出于防控国际和本地新冠疫情的考虑，目前中国仍保留了公共场合佩戴口罩监测体温和降低国际人员流动等部分必要的防疫措施，这意味着新冠疫情对中国正常经济生活秩序的干扰已经大幅减轻但仍存在。另一方面，由于中国是最先从新冠疫情中恢复的主要工业国，因此当新冠疫情在其他国家扩散时，中国医疗设备出口对中国经济恢复起到了正面促进作用；2020 年 1-3 月份中国贸易盈余仅 131 亿美元，较去年同期减少 599 亿美元；但 2020 年 1-5 月份中国贸易盈余已经上升至 1213 亿美元，较去年同期仅减少 57 亿美元。

图1：摩根大通全球PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

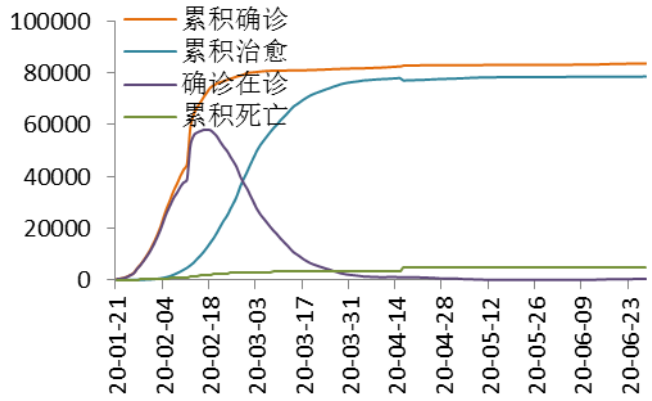
图2：新冠疫情日新增病例数



数据来源：Wind，建信期货研投中心

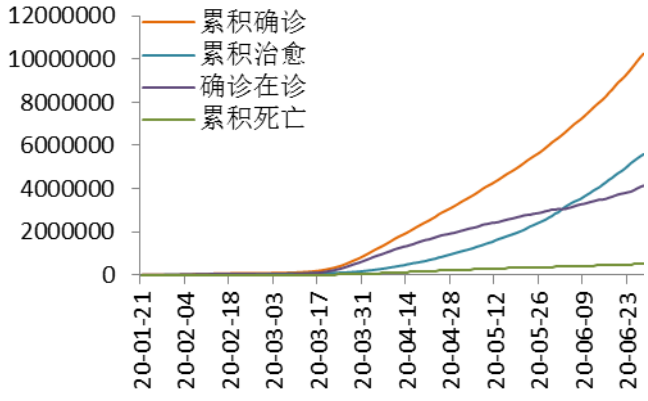
由于在中国强化防控措施之前所存在的国际人员货物流动，以及大部分海外国家并不珍惜中国实施严格防疫措施所争取的时间窗口，在 2 月下旬中国本土新冠疫情逐渐平息的时候，国际新冠疫情开始爆发；并且由于国际国家普遍缺乏中国当局所具有的强大动员能力和高效管理水平，部分发展中国家缺乏相应的公共卫生管理能力和医疗设施设备，国际新冠疫情的爆发速度远快于中国新冠疫情，3 月 11 日世界卫生组织宣布全球新冠疫情为大流行病(pandemic)。从 2 月 15 日到 3 月 31 日国际日新增确诊病例数从 100 例上升到 8.5 万例左右，期内新冠疫情从中国逐渐向东亚、西亚、南欧和西欧扩散；从 3 月 31 日到 5 月 20 日国际日新增确诊病例数大致维持在 7 万到 10 万例之间，期内东亚、南欧、西欧和美英的新冠疫情有所平息，但南美、南亚和东欧等发展中人口密集地区的新冠疫情开始爆发；从 5 月 20 日到 6 月底国际日新增确诊病例数从 10 万例上升至 18 万例附近，期内发展中人口密集地区的新冠疫情进入高峰期，而且这些地区的医疗卫生水平和社会管理水平是低于欧美发达国家的。截至 6 月 28 日累计确诊新冠病例数超过 20 万的国家有美国(北美，2637077 例)、巴西(拉美，1345254 例)、俄罗斯(东欧，634437 例)、印度(南亚，549197 例)、英国(西欧，311151 例)、西班牙(南欧，295850 例)、秘鲁(拉美，279419 例)、智利(拉美，271982 例)、意大利(南欧，240310 例)、伊朗(西亚，222669 例)、墨西哥(拉美，216852 例)和巴基斯坦(南亚，206512 例)等 12 个国家，累计确诊病例数在 1 万至 20 万之间的有土耳其、德国和沙特等 54 个国家；另外因为社会管理体系落后、医疗卫生水平不足和统计水平缺陷等原因，人口众多的非洲国家可能出现新冠疫情已经很严重但无法在统计数据上显出出来的情况。出从文化特征看，确诊数排名前列包括拉丁系（巴西、西班牙、秘鲁、智利、意大利和墨西哥）和盎格鲁-撒克逊（美国和英国），而信奉伊斯兰教因而经常集中到教堂活动的中东各国和巴基斯坦的新冠疫情也处于较高水平。

图3：中国新冠疫情扩散情况



数据来源：Wind，建信期货研投中心

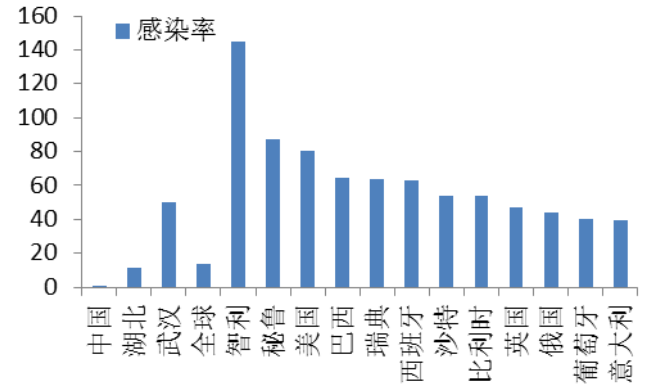
图4：全球新冠疫情扩散情况



数据来源：Wind，建信期货研投中心

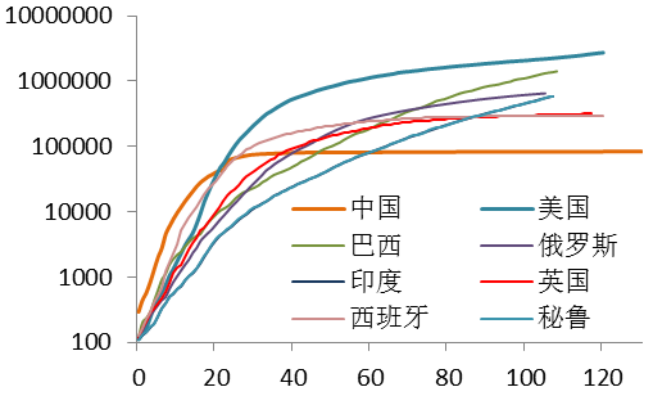
从新冠病毒感染率指标(累积确诊病例数与人口总数之比值)看，中国大陆、湖北省、武汉市的感染率分别为 0.6%%、11.36%%和 50.34%%，而全球的感染率水平为 13.34%%。在人口数超过 1 千万的国家中，智利、秘鲁和美国的感染率分别为 145.2%%、87.36%%和 80.61%%，巴西、瑞典、西班牙、沙特和比利时等五个国家的感染率也超过中国武汉市水平，另有英国、俄罗斯和葡萄牙等 20 个国家的感染率处于中国湖北省和湖北省武汉市的感染率之间。从新冠病毒病死率（累积死亡病例数/累积确诊病例数）指标看，中国大陆、中国湖北省、湖北武汉市的病死率分别为 5.55%、6.62%和 7.69%。国际新冠病毒病死率一度上升到中国武汉市水平，但 5 月份之后发展中人口大国确诊病例数迅猛增加，而死亡病例数增加速度低于确诊病例数，因此病死率从 7.2%附近持续下降至 4.9%，但目前国际新冠疫情病死率有企稳回升迹象。不出意外的是，在病死率方面居于领先位置的是人口老龄化较为严重的欧美国家，这与新冠病毒可以攻击人体多种器官（其他呼吸系统病毒主要攻击肺部）从而严重破坏人体免疫力的危害性是有关的，也有报告称已经痊愈的新冠患者上报了多种后遗症。

图5：新冠病毒感染率(%%)



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图6：主要国家新冠疫情扩散过程



数据来源：Wind，建信期货研投中心

综合而言，由于在新冠疫情爆发初期即采取了高强度的防疫措施，中国原生性新冠疫情基本上已经平息，中国在推动经济社会正常化方面走在世界前面，这意味着从比较优势来看中国资产对外资的吸引力有所提高；但国际新冠疫情肆虐仍带来输入性疫情风险，因此国内还需保留部分基本的防疫措施，而逆周期调节政策也需要为稳增长提供适宜政策环境。由于社会管理水平不足、缺乏必要公共卫生设施等原因，广大亚非拉发展中国家的新冠疫情仍处于高发期，而且大部分非洲国家的新冠疫情由于统计体系原因远没有全部暴露；而由于欧美国家在经济增长压力和社会习俗压力之下，在新冠疫情尚没有明显好转的情况下，就强行推动经济重启，隔离措施的失效使得部分欧美欧美国家爆发二次疫情，从对数坐标图（图 6）看国际新冠疫情迄今还没有到达高峰期。由于对于单个国家而言，即

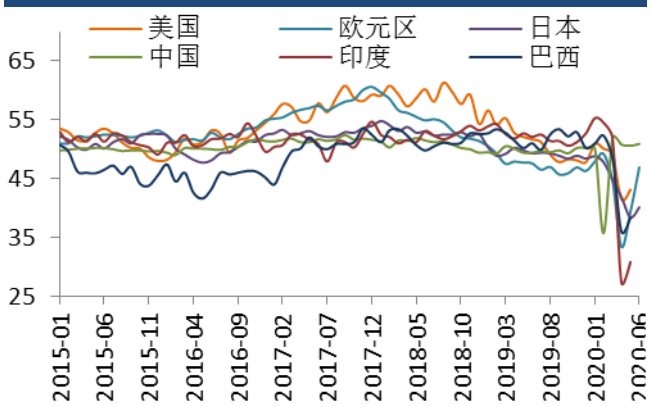
使在新冠疫情得到有效控制的时候重启经济，仍有可能像美国一样由于防疫措施的失效而爆发更猛烈的二次疫情，进而通过国际人员物品流动威胁到其他国家；因此在有效疫苗或药物还没研发成功之间，新冠疫情仍将对人类经济社会正常运行秩序造成严重影响。

2.2 新冠疫情冲击与政策对冲

如前所述，由于新冠病毒的高度传染性和中度病死率，爆发新冠疫情的国家必须采取严格的隔离措施以防控疫情，并在救治新冠患者上花费大量医疗资源；未爆发新冠疫情或国内新冠疫情已经开始平息的国家，也要采取严格的边境隔离措施，并且在国内实施预防性防疫措施。因此新冠疫情严重破坏了正常的经济社会秩序，一方面大封锁使得经济社会的供需两端同时萎缩，失业潮使得低收入群体的现金流受到威胁，进而进一步降低消费支出；另一方面防疫措施提高了社会生产成本，对生产率和企业盈利状况造成打击，新冠疫情发展的不确定性也降低了企业投资意愿。2020 年 1 月份至 4 月份，摩根大通全球综合 PMI 由 52.2%暴跌至 26.2%，达到 2019 年 10 月份有数据记录以来的最低水平；5 月份开始，由于新冠疫情先发国家在疫情得到控制之后陆续重启经济，全球经济的萎缩程度有所减轻，5 月份摩根大通综合 PMI 回升到 36.3%，但仍是连续第四个月位于萎缩区间；最新数据显示 6 月份全球经济萎缩程度有望进一步减轻，但仍会是连续第五个月位于萎缩区间。

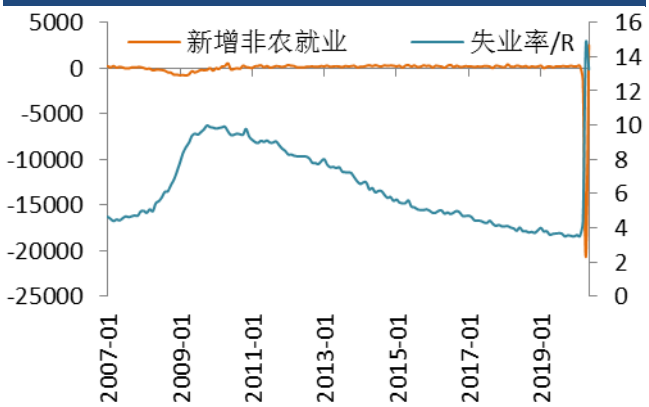
由于经营成本上升、生产效率下降和利润状况恶化，企业部门被迫裁员以自救，在就业市场较为灵活的国家中失业率大幅上升。4 月份美国减少非农就业人数 2068.7 万人，为 1939 年有数据记录以来的最大值（2009 年减员峰值为单月 81 万人）；虽然 5 月份美国新增非农就业 250.9 万人，但 2020 年 3 月份至 5 月份美国合计减少 1955.1 万个非农就业岗位，并且使得美国非农就业人数回落到 2012 年初水平；相应地 4 月份美国失业率也飙升至 14.8%，为 1975 年有数据记录以来的最高值，美联储官员估计 2020 年底美国失业率仍会高于 9%。其他国家中日本和韩国失业率也有所上升，中国城镇调查失业率由 1 月份的 5.3%上升到 5 月份的 5.9%。据国际劳工组织估计，2010 年第一季度比 2019 年第四季度减少的全球工作时数相当于损失了 1.3 亿个全时工作岗位，2020 年第二季度减少的工作时数可能相当于 4 亿多个全时工作岗位；而且下半年具有高度不确定性的复苏将不足以恢复到新冠大流行前的水平，即使在最好的情况下也是如此，并有可能继续目睹大规模的失业。

图7：主要经济体制造业PMI



数据来源：Wind，建信期货研投中心

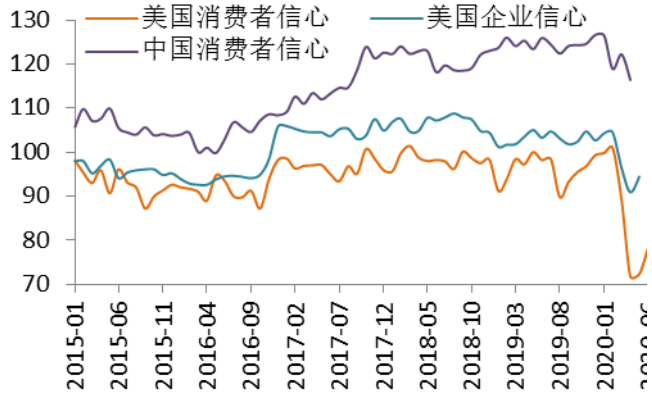
图8：美国非农就业与失业率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

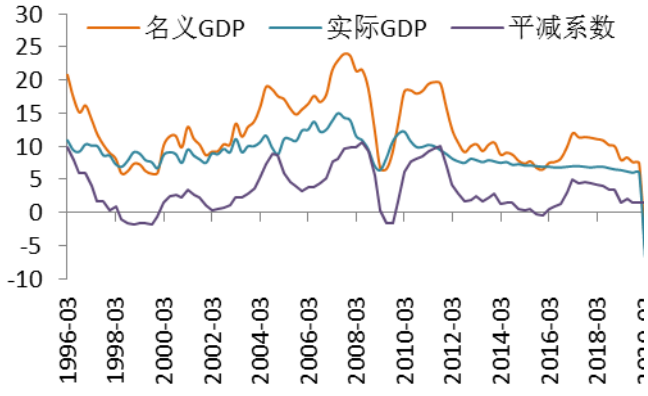
需求前景和利润状况恶化打击企业信心，2020 年 3 月份至 5 月份美国中小企业乐观指数回落到 100 下方，并且是 2016 年 11 月特朗普当选美国总统以来的最低值；中国 2020 年一季度企业家信心指数从 2019 年四季度的 123.6 大幅回落到 90.9，中国 1-2 月份固定资产投资完成额累积同比萎缩 24.5%。而企业裁员和社交隔离措施打击消费信心和消费行为，中美消费者信心指数均有明显回落，中国 1-2 月份社会消费品零售总额累积同比萎缩 20.5%。由于新冠疫情对供需两端的冲击，2020 年一季度全球主要经济体经济增速大幅度回落，中国一季度实际 GDP 同比萎缩 6.8%，为 1993 年有季度数据以来的最低值；美国一季度实际 GDP 环比折年率萎缩 5%，为 2009 年以来的最低值；欧元区一季度实际 GDP 同比萎缩 3%（较 2019 年四季度下跌 3.9 个百分点）。由于中国社会经济秩序已经从 3 月份开始稳步恢复，我们预计中国二季度 GDP 增速有望回升，但欧美二季度 GDP 增速仍将继续探底，而除中国外的广大发展中国家经济增速探底时间可能会推迟到三季度。

图9：中美企业和消费信心



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图10：中国实际GDP增速



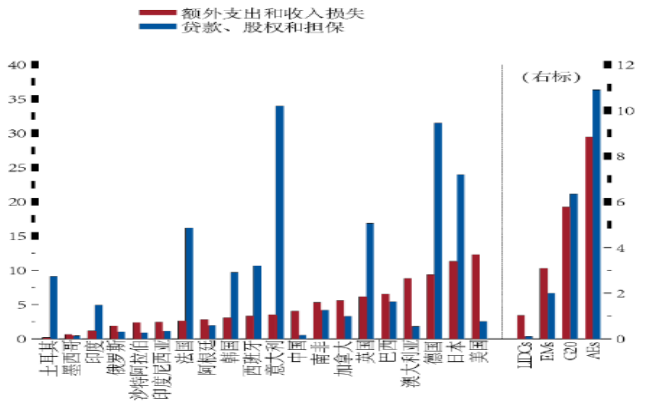
数据来源：Wind，建信期货研投中心

由于新冠疫情对全球经济社会造成严重的负面冲击，主要经济体政府当局和中央银行快速行动，实施了自 2007/09 年金融危机以来的的最大规模逆周期调节

政策，这些政策措施阻止了更严重的实体经济短期损失，并且提升了金融市场的风险偏好。由于实施了缩短工作时间计划，以及对被临时解雇的工人提供了援助，许多人得以避免彻底失业；对企业的资金支持和确保信贷持续供给的监管行动，防止了更大范围的企业破产。根据 IMF 在 2020 年 6 月期《世界经济展望》中的估计，迄今全球各国政府当局宣布的财政措施的规模达到近 11 万亿美元，这些措施中有一半是额外的指出和损失的收入，对政府预算具有直接影响；另一半是流动性支持，例如贷款、注资和担保，这有助于维持现金流并限制公司破产。

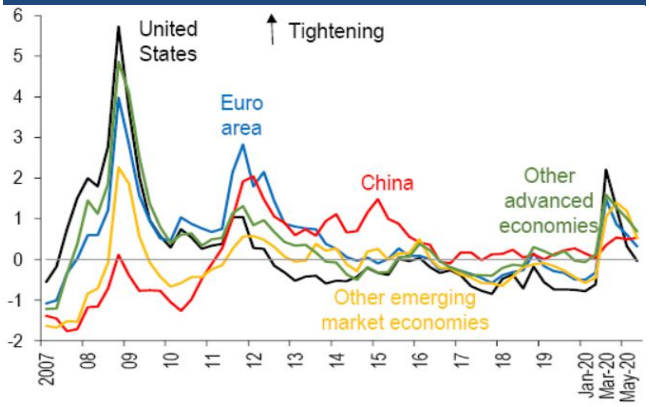
实际产出的急剧萎缩、随之而来的收入减少以及各国当局实施的大规模财政支持，必然导致政府债务和债务杠杆率的激增。在基线情形中 IMF 估计 2020-2021 年全球公共债务占 GDP 的比重超过 100%，相比前一年陡增 19 个百分点，这个增幅甚至超过了 2007/09 年金融危机之后的水平。政府部门债务杠杆率飙升会降低后期政府部门应对经济衰退的政策空间，削弱政府部门对私人部门的相对权威，使得政府部门政策的有效性下降。

图11：各国应对新冠疫情的财政措施



数据来源：IMF，建信期货研投中心

图12：金融条件指数(上升表示收紧)



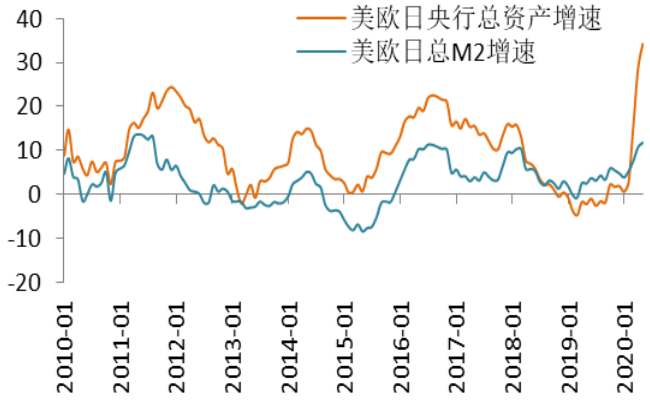
数据来源：IMF，建信期货研投中心

除了政府当局的大规模财政救助措施之外，新冠疫情扩散之后全球主要经济体中央银行也协同实施大规模宽松货币政策，降低政策利率与新增资产购买计划增加了流动性供应并降低了社会融资成本（与 2007/09 年金融危机不同的是今年首次有波兰、菲律宾和土耳其等新兴经济体央行实施资产购买计划），央行之间的互换安排缓解了美元流动性危机，金融机构监管机构放松监管指标的行动支持了信贷供给。在这些措施的帮助下，金融市场信用利差快速收窄，风险偏好得到大幅度提升，这是三月份之后国际新冠疫情加速扩散背景下全球股市震荡反弹的重要支撑。从 2020 年 2 月底到 6 月底美联储、欧洲央行和日本央行的资产规模分别增加了 69.5%、20.2%和 11.7%，无论从规模还是速度来说都超过金融危机时期；金融条件的大幅度放松促使企业部门增加信贷以自救或回购股权，5 月份美欧日

M2 增速已经回升到 2011 年 9 月份以来最高值。流动性的充裕不仅体现在量上也体现在价上，2020 年 2 月至 4 月主要经济体的短端利率大幅度下降，美国一年期国债收益率从 1.4%下降至 0.2%附近。

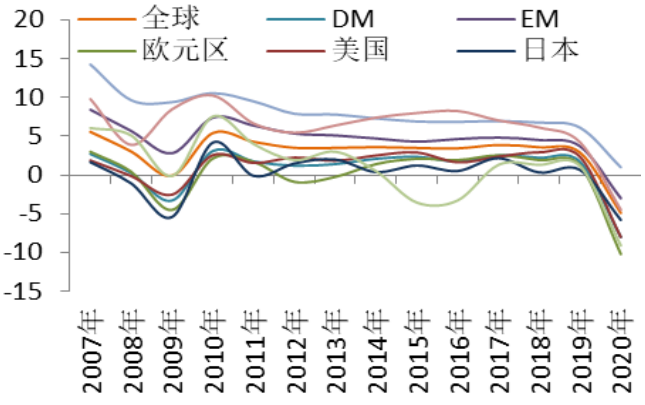
作为世界上体量最大独立经济体的央行，美联储在美国新冠疫情爆发后大幅度降低政策利率（联邦基金利率目标区间在一个月之内从 1.5-1.75%下调至 0-0.25%），开放式购买美国国债、MBS、债券 ETF（后来扩展到直接购买信用债），重启 2007/09 年金融危机期间使用过的大部分流动性管理工具；这些措施在短时间内就消除了美元流动性风险，后果是美元流动性过度泛滥，我们判断在金融市场稳定下来后美联储资产购买节奏也会放缓。在最近一次的美联储议息会议上，美联储表示暂时还是不考虑负利率，但誓言将继续提供适宜的货币金融环境支持美国的经济增长、就业市场和通货膨胀，美联储还预计到 2021 年底都不会加息。而由于近年来中国宏观债务杠杆率大幅度上升带来了系统性金融风险隐患，以及中美地缘政治纷争要求中国当局保留相应的政策应对空间，虽然中国央行在中国新冠疫情扩散期间也实施了两次下调 7 天逆回购利率共 40BP、两次下调 1 年期 MLF 利率共 30BP、三次下调银行存准率共 100BP 以及提供 1.8 万亿元廉价再贷款再贴现等货币宽松措施，但在中国新冠疫情平息、中国经济稳步复苏以及欧美新冠疫情得到遏制之后，中国央行释放出货币宽松高峰已经过去的信号。自 5 月初以来中国央行对货币市场利率稳步上升、10 年期国债收益率触及 5 个月高位展现了较高的容忍态度，6 月 18 日中国央行行长易纲在上海讲话中称疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要关注宽松货币政策的后遗症并提前考虑政策工具的适时退出。但 6 月底中国央行发文称将从 7 月 1 日起下调再贷款和再贴现利率，说明中国央行定向宽松以支持实体经济的做法还将继续，但监管部门不希望流动性在金融系统内空转。

图13：发达经济体货币宽松



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图14：主要经济体经济增速及预估



数据来源：Wind，建信期货研投中心

由于全球各国政府当局和中央银行及时的逆周期调节政策，全球经济社会并没有被新冠疫情彻底冲垮，我们所迎来的不是大萧条而是程度更深的经济衰退；即便如此，全球经济也将因为新冠疫情影响而损失 12 万亿美元（约占 2019 年全球 GDP 的 8.5%）。根据 IMF 在 2020 年 6 月期《世界经济展望》中的预期，2020 年全球经济料将萎缩 4.9%，其中发达经济体和新兴经济体分别萎缩 8%和 3%，中国增长 1%而美国和欧元区分别萎缩 8%和 10.2%;而 2021 年全球经济将增长 5.4%，其中发达经济体和新兴经济体分别增长 4.8%和 5.9%；在所有主要经济体中，中国将是唯一一个在 2020 年和 2021 年都实现正增长的经济体。但逆周期调节政策成功挽救全球经济社会并不是没有代价的，代价之一是宏观债务杠杆率大幅度上升，从而增大金融系统性风险；代价之二是宽松货币政策恶化贫富差距并鼓励投机活动，从而增大社会不稳定性风险；其三是鼓励了民粹主义与国家主义，故而进一步增加了全球分工合作体系解体的风险。

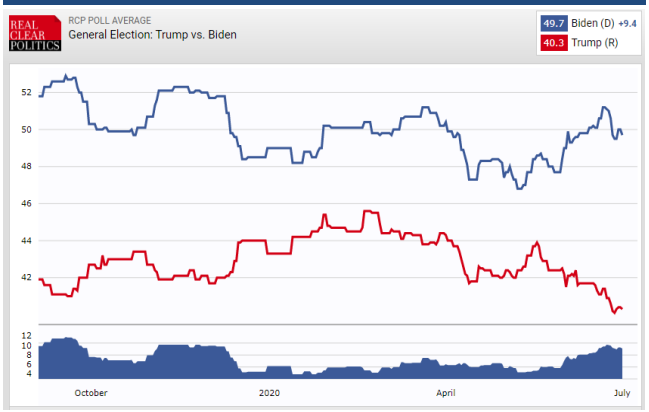
2.3 新冠疫情推高地缘政治风险

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，而国际新冠疫情的扩散则为全球政经体系重组提供新的火药。因为在民粹主义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，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 14.5 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 9.4 个百分点。当前为了增加成功

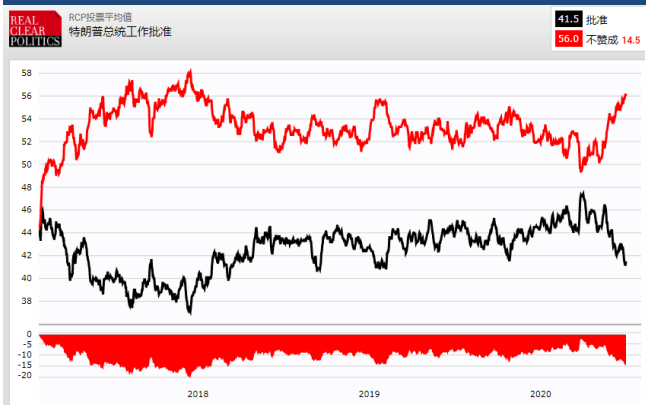
连任竞选机会特朗普政府的策略包括：1、施压美联储和美国国会尽可能地推出积极财政政策和宽松货币政策，以改善因经济增速大幅下滑失业率飙升所引发的社会稳定问题；2、利用有色人种抗议事件构造文明冲突叙事，进一步稳定中下层白人基本盘；3、在不断挑起与中国纷争、树立强烈外交形象、博取选民好感的同时，特朗普政府私底下与中国外交官员会晤，请求中国继续执行中美第一阶段贸易协议（中国低价囤积关系到国计民生的大宗商品对中国本身也是有利的）。

图15：2020年美国总统大选形势



数据来源：RCP，建信期货研投中心

图16：特朗普政府工作认可度



数据来源：RCP，建信期货研投中心

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；同时美国国会意图立法禁止从事间谍活动、侵犯人权或支持中国军方的中国企业进入美国资本市场，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。随着新冠疫情的逐渐平息，我们认为 2020 年下半年地缘政治风险有重新上升的风险，其原因是新冠疫情为民粹主义添柴加火，而且在稳增长压力减轻之后人们将关注点从经济领域转移到政治领域。

三、大类资产市场分析

3.1 商品市场整体偏弱但严重分化

2020 年全球经济因受到新冠疫情冲击而料将录得二十一世纪迄今最差年份，实体经济萎缩使得大宗商品需求面严重恶化，因此 2020 年上半年中国商品指数下

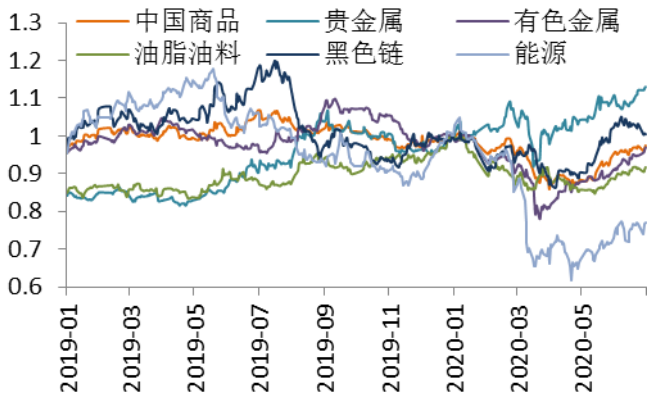
滑 3.2%就比较符合情理。但由于像新冠疫情这种外来冲击在打压需求的同时也有可能遏制供应，而且不同类型商品的供需变化也有很大差别，因此我们看到不同类型商品价格的走势有较大差异，半年期贵金属指数和黑色链指数分别上涨 12.6%和 0.7%，而有色金属指数、油脂油料指数、化工指数和能源指数分别下跌 3.7%、9%、16.6%和 23.2%。大体而言 1 月中上旬商品价格变动不大，此段时间内虽然中美达成第一阶段贸易协议，但美国特朗普政府转而挑起美欧贸易纠纷，而且美军刺杀伊朗高级军事将领苏莱曼尼也引起人们对中东地缘政治风险的担忧，结果是这段时间内除了贵金属，其他商品波动幅度都不大。1 月下旬至 2 月中旬，由于新冠疫情冲击全球经济增长前景，包括有色金属、黑色产业链、油脂油料和能源化工在内的大宗商品价格纷纷下跌（但跌幅并不显著，因为此时新冠疫情只是在中国境内扩散，而且中国当局和央行也实施了大规模的逆周期调节政策以稳定需求），只有贵金属在避险需求的推动下单独上涨。

2 月下旬至 3 月中旬，新冠疫情开始扩散到东亚、西亚、南欧和西欧，而且由于社会习俗和管理机制原因新冠疫情在国际上的扩散速度远高于在中国本土的扩散速度，全球经济增长前景和商品需求面急剧恶化，美联储的短期大幅度宽松反而引起金融市场恐慌，全球股市波动性上升并引发了美元流动性危机进而施压所有类别金融资产，这一时间段内包括贵金属在内的所有类别商品价格都是下跌的，而由于 OPEC+减产联盟解体导致国际原油价格暴跌，某些原油品种价格甚至出现负值。从 3 月下旬开始，由于欧美央行的大幅度宽松、央行互换机制以及资产购买计划提供了充裕流动性缓和了美元流动性危机，贵金属最先开始反弹；而由于中国、东亚和欧洲新冠疫情逐渐平息，实物商品供需面开始改善，4 月份之后有色金属、油脂油料和能源化工价格也先后回升。6 月份国际新冠疫情扩散到东欧、南亚和拉美等发展中人口大国，全球经济在政策支持下 V 型反转的预期经受考验，避险需求推动贵金属价格继续走高，能源化工价格因需求前景存疑而陷入震荡，中国稳增长力度或不如预期使得黑色产业链价格有所调整，而供给面恶化（有色金属矿产多数产地分布在南美和澳洲）推动有色金属价格进一步回升。

由于 2020 年 1 月份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，1 月份贵金属延续 2019 年 12 月份以来的上涨态势，伦敦黄金曾于 1 月 8 日突破 1600 美元/盎司。而后美伊冲突缓和，美国经济数据良好，美元指数站上 98，避险情绪减退，贵金属偏弱调整；中国春节过后新冠疫情再次引发市场关于中国甚至全球经济增长势头的担忧，避险需求推动节后黄金价格偏强运行，伦敦黄金价格一度突破 1700 美元/盎司关口。3 月 9 日之后国际油价暴跌削弱黄金的避险需求，而且美联储超预期宽松反而引发投资者恐慌、金融市场波动和美元流

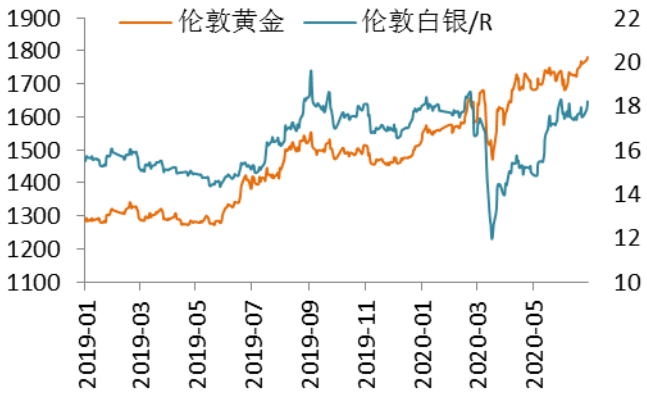
动性危机，投资者被迫抛售黄金、国债等流动性资产，因此伦敦黄金连续下跌至1450美元/盎司附近，此段时间内伦敦白银价格更是暴跌34%；而随着美联储加大流动性投放力度，美元流动性危机逐步缓解，经济衰退担忧重新占据主导地位，3月下旬至4月上旬月贵金属快速反弹。4月中旬至6月中旬，一方面欧美新冠疫情有所缓解全球经济增长前景改善，另一方面中美地缘政治风险升温美元指数难以趋势性下行，而且美联储在维持宽松货币政策基调的同时也没有进一步实施货币宽松措施，因此贵金属维持了高位盘整态势，伦敦黄金震荡区间为[1650-1750]美元/盎司；伦敦白银在5月份全球经济增长前景改善期间大幅补涨，但6月份伦敦白银价格也陷入了[17,18.5]美元/盎司之间的区间震荡。6月下旬，由于国际新冠疫情继续迅猛扩散使得经济V型复苏的市场预期破灭，伦敦黄金价格在避险需求的推动下强行突破上述震荡期间；但由于全球经济在大规模逆周期调节政策支撑下逐步复苏仍然是大概率事件，因此伦敦黄金在1800美元/盎司附近遭遇了巨大阻力，伦敦白银价格则没有突破上述震荡区间。

图17：疫情冲击需求，商品整体偏空



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图18：伦敦黄金白银现货

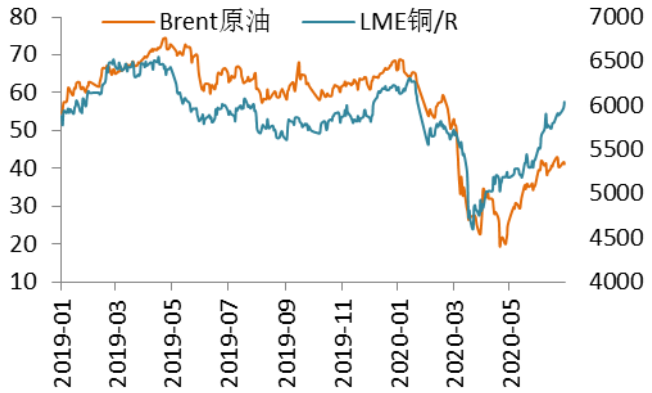


数据来源：Wind，建信期货研投中心

展望下半年，由于新冠疫情引发全球范围内的大封锁，全球经济增长前景严重受损，这意味着全球央行货币政策将在更长时期内保持宽松基调并在中期内为贵金属带来支撑；但随着新冠疫情逐渐得到控制以及逆周期调节政策逐步起作用，全球经济增速存在见底并逐渐回升的可能性，美国10年期国债实际利率已经出现触底震荡情况，这意味着短期内支撑黄金价格的实际利率因素已经有所弱化，中短期内贵金属上升动能相对不足，只是由于新冠疫情的不确定性和地缘政治风险贵金属价格短期内还能维持偏强震荡态势。在中长期内，来自全球政经格局重组的避险需求将继续占据主导地位，而且新冠疫情对全球政经格局重组起到强化而不是削弱作用，在该因素影响下黄金价格突破长达六年的震荡区间1100-1400美元/盎司，黄金中长期上涨空间已经打开。我们认为黄金长期上涨趋势还没有结束，伦敦黄金至少会上涨至1800美元/盎司甚至更高，建议投资者黄金多单继续持有

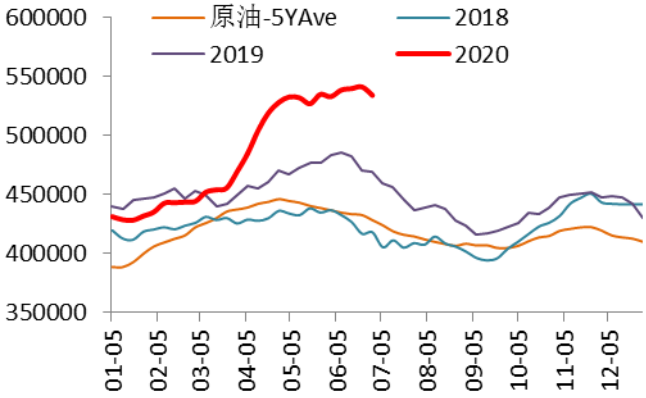
或趁回调机会做多；另外由于 5 月份白银价格涨幅远超黄金，目前金银比已经回落到较为合理的水平，建议投资者关注多黄金空白银的套利机会。

图19：国际油价和铜价



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图20：美国原油库存



数据来源：Wind，建信期货研投中心

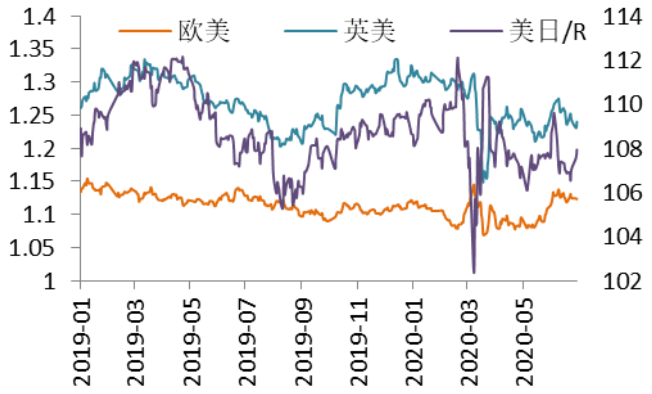
新冠疫情对中国和全球经济均造成严重冲击，IMF 预计新冠病毒将对全球经济造成 12 万亿美元的损失（约占 2020 年全球名义产出的 8.6%），2020 年全球经济将萎缩 4.9%， 而且新冠疫情推动的全球政经格局重组也将降低全球中长期增长潜能，因此工业商品需求面无论从短期还是中长期来看都是受到冲击的，这一点对原油和工业金属来说均是如此。但即使工业商品的需求中枢是下降的，我们还要考虑其波动的情况，显然工业商品的需求波动随着全球经济活动而变化，那么很清楚的情况就是，随着中国、东亚、欧洲、北美以及其他地区新冠疫情的扩散和平息，工业商品的需求是先下跌后回升的，因此 2020 年下半年工业商品价格波动中枢有可能继续回升；但从首次取消年度经济增长目标、提示宽松货币政策的阶段性等事件中，我们看到中国当局已经显示出对于过度刺激经济回升的克制，这对于有色金属的下游需求可能是一个不利消息。另一方面我们也要考虑到商品供应的变化，上半年国际原油市场的另一个黑天鹅事件是 OPEC+减产联盟的解体与重建，这个事件是导致原油价格波动大于其他工业商品的主要因素；由于 OPEC+减产联盟的解体重建涉及到诸多政治经济因素，在此我们不作过多分析；但有一点值得注意的是，OPEC+解体的可能性随油价上升而下降，而美国页岩油产量随油价上升而上升，因此后期国际油价将在 OPEC+与美国的博弈之间取得一个均衡区间。在有色金属方面，由于近期新冠疫情在有色金属矿主产区域快速扩散，因此供应因素使得 6 月份有色金属依然偏强运行，但这一个利多因素会在某个时点减弱，届时我们要小心供应增加导致价格下跌的情况。

3.2 避险需求支撑美元指数高位盘整

2020 年新年伊始中东地缘政治风险升温、美欧贸易纷争加剧，避险需求推动

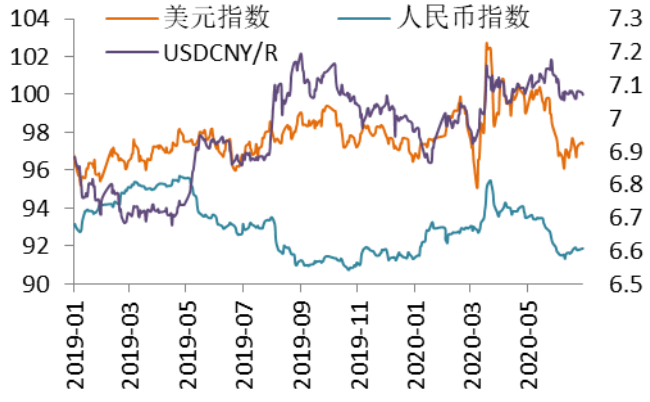
美元指数温和上行；2 月份中国新冠疫情冲击中国和全球经济前景，由于美国经济以国内消费为基础，而且中美第一阶段贸易协议使得美国贸易赤字趋于减少，因此中国新冠疫情实际上从内外经济对比以及避险需求两方面加强美元的基本面，2 月 20 日美元指数最高达到 99.9；随后美国和国际新冠疫情加速扩散，美国经济增长前景急剧恶化，美股大幅调整调整美债收益率下跌，美联储大幅降息削弱美元基本面，2 月下旬至 3 月上旬美元指数由 100 附近调整至 94.5。但美联储紧急降息扰乱市场预期，金融市场大幅波动引发美元流动性风险，3 月 10 日至 3 月 20 日之间美元指数从 94.5 大幅反弹至 103；随后美联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，而且美国总统加快经济重启进度，但中美地缘政治风险打压美元指数。5 月下旬以来因为明尼苏达州警察踩踏黑人致死引发全国范围内的抗议活动，而国共两党为了政治利益均互相指责对方，国内政治风险上升导致美元指数跌破上述震荡区间；但虽然美联储一再强调新冠疫情对美国经济冲击的不确定性以及美联储将在较长时间内维持宽松基调，但由于不确定性同样增加了美元的避险需求，而且美联储资产负债表扩张速度有所放缓，6 月中旬以来美元指数从 96 附近持续反弹到 97 上方。我们认为新冠疫情一方面降低了全球经济潜在增长能力，另一方面鼓励了民粹主义以及国家保守主义，因此避险需求有可能使得 2020 年下半年美元指数继续高位运行，除非民主党人拜登赢得美国总统职位，民主党的经济全球化思维才会对美元指数高位回落有所帮助。

图21：发达国家汇率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图22：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 21 日至 3 月 19 日转为震荡贬值，人民币对美元离岸汇率从 6.85 贬值至 7.16 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；由于 3 月 20 日之后美元流动性危机缓解美元指数偏弱调整，人民币对美元汇率也有所企稳但依然是在 7.1 附近震荡。这主要是因为 3 月下旬欧美股市暴跌降低了中国资产对外资的吸引力，而且中外围绕新冠病毒起源的争执增加了人民币的争执风险。5 月份由于中美围绕科技企业发展、贸易体系重组和香港经贸地位的博弈进一步深化，人民币兑美元汇率一度跌破 7.2；但近期的一系列信号表明虽然中美地缘政治风险有恶化趋势，但中美均有意继续执行第一阶段贸易协议，以降低经济领域方面的不确定性，因此近期人民币兑美元汇率和人民币汇率指数又开始有所企稳，我们认为这种情况可能持续到美国总统大选前后。到时候人民币兑美元汇率以及人民币汇率指数有可能迎来一个突破时机，如果特朗普成功连任美国总统，那么中美地缘政治纷争可能再次升温，那么人民币兑美元汇率就有贬值压力；反之若民主党人拜登当选美国总统，那么拜登政府可能更为看重中美之间的经济利益，人民币汇率就有望走强。

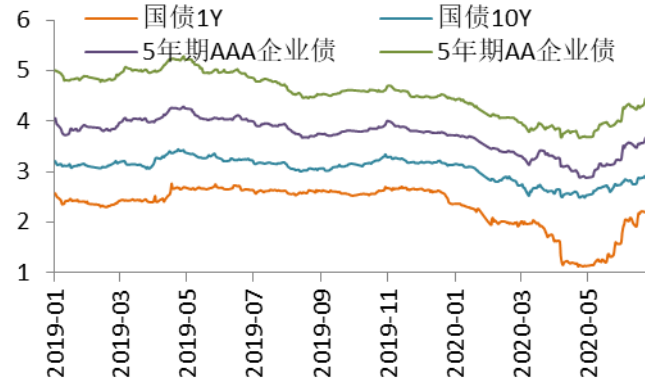
3.3 中国债券长牛迎来中场休息时间

2020 年伊始，国内机构配置需求以及金融市场对外开放、中外利差所导致的外部需求推动中国债券收益率缓慢下行。2 月中旬至 4 月份，新冠疫情爆发后中国当局采取高强度防疫措施，这使得中国短期经济社会陷于停摆状态，一季度实际 GDP 增速同比萎缩 6.8%，为 1992 年有季度数据记录以来最低值，而且需求冲击也会使得通胀压力有所下降；为了对冲新冠疫情对经济的影响，中国央行大规模增加货币流动性并降低社会融资成本；2 月中旬过后新冠疫情扩散到欧美国家，这导致中国经济遭受二次冲击并拖累中国经济恢复速度；这些因素导致中国债券基本面明显改善，利率债与信用债利率均有所下降，10 年期国债利率最低下降至 2.49%，期限利差和信用利差扩大。随着中国新冠疫情逐渐平息，国内经济社会秩序恢复到正常状态，控制宏观债务杠杆率在经济政策中的重要性日益凸显，因此中国央行开始部分回收货币流动性，中国债券基本面有所走弱，10 年期国债收益率上升至 2.92%附近，期限利差随流动性的收紧而缩小，信用利差随企业经营状况的改善而收窄。而随着欧美新冠疫情逐渐平息，外部需求企稳回升，国内逆周期调节政策的必要性也有所下降，而且中美地缘政治风险上升也暗示要为后期艰难时期预留政策空间，中国多年内首次未设定年度经济增长量化目标已经清晰地向市场传递了这一信息，因此 6 月下旬国债收益率区间有所企稳。

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

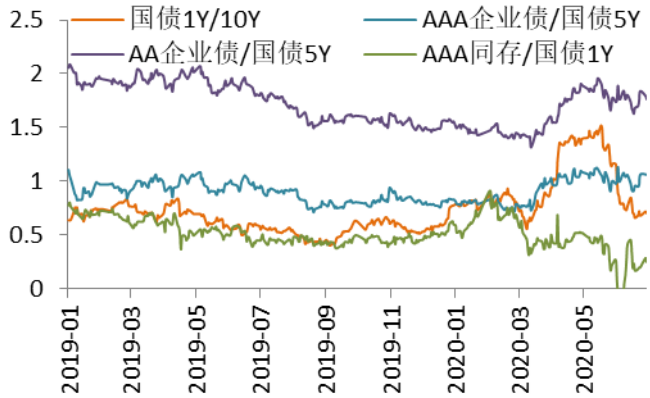
图通过改善经济增长前景来吸引国内外资金参与资本市场改革，因此中国的逆周期调节政策至少会使得下半年经济呈现出较好的恢复势头，这意味着中短期内债券的避险需求是不足的，我们还要考虑到积极财政政策以及金融系统让利 1.5 万亿元给实体系统对债券需求的冲击，因此中短期内我们认为国债收益率曲线特别是长端利率并没有太大行情，2020 年下半年十年期国债收益率波动区间预计为[2.6%-3.1%]，风险事件为中国经济超预期恢复以及中美地缘政治风险恶化。

图23：中国国债和信用债利率



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图24：国债期限利差和信用利差



数据来源：Wind，建信期货研投中心

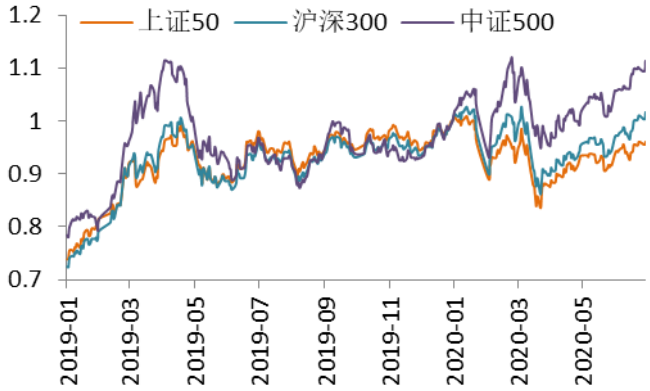
3.4 政策红利支撑中短期股市走强

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）。因此近期全球股市的集体狂欢，有透支看跌期权价值之嫌，我们认为这种反弹不具有可持续性；我们需要警惕全球新冠疫情得到控制后，央行宣布不再加大宽松货币政策力度时，市场的风险偏好是否会出现一个较大的调整。

但中短期来看，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，中国央行在 6 月底下调再贷款再贴现利率就是一个明显信号，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，因此我们认为政策红利将在中短期内继续推动中国股市走强。风险点来自两个方面：新冠疫情发展使得经济

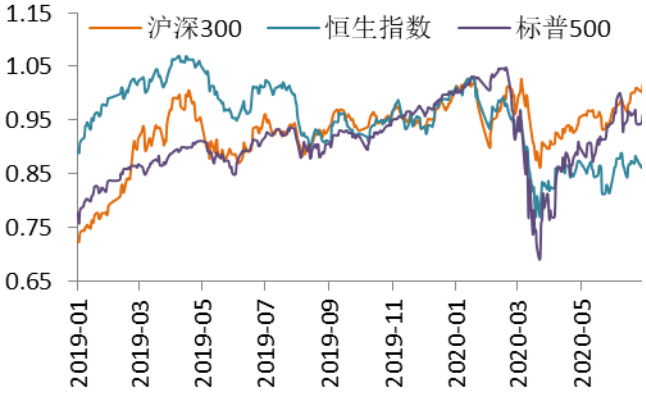
复苏前景愈加暗淡、国内投机氛围过盛导致监管层刹车、美国特朗普连任总统使得中美地缘政治风险重新上升。

图25：中国三股指比较



数据来源：Wind，建信期货研投中心

图26：中美港股指比较



数据来源：Wind，建信期货研投中心

四、下半年资产配置建议

2020 年全球经济遭遇黑天鹅新冠疫情的严重冲击，IMF 预计 2020 年全球经济萎缩 4.9%；但产出水平的短期大幅度下降并没有像 2008 年那样引发金融市场的大幅度波动，到 6 月底大部分主要经济体的权益市场基本上回到新冠疫情冲击前的水平，并且与债券市场和商品市场的走势出现脱节，其原因在于全球各国政府当局和中央银行及时实施了大规模的积极财政政策和宽松货币政策，这些政策在避免社会经济崩溃的同时大幅度提振了市场风险偏好。但这也使得风险偏好成为影响资产价格的最重要变量，一旦全球新冠疫情得到控制，而全球政府当局和环球央行开始考虑回撤政策支持，那么金融市场资产价格波动性可能再度上升。另一个我们要考虑的风险点在于新冠疫情实际上鼓励了民粹主义和国家保守主义，因此新冠疫情平息之后全球政经格局重组进度将有所加快，而这在降低经济增长前景的同时也会抑制市场风险偏好。总体而言，鉴于新冠疫情发展和政策应对的不确定性，大类资产配置应继续保持相对谨慎基调，在避险资产中我们超配受到中国经济复苏支撑的信用债而标配黄金和利率债，在风险资产中我们超配受到全球经济前景改善支撑的原油而标配股票和工业金属。

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 7.5%	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，货币存款收益不高；
债券	利率债	30%	标配 30%	中国经济中短期复苏信号明确但中长期经济潜能下降，而且新冠疫情使得中美地缘政治风险区域上升，综合而言利率债短期震荡长牛仍在；

	信用债	30%	超配 40%	逆周期调节政策使得企业生产经营和利润状况持续改善，而且央行货币流动性总体上还是较为宽裕，因此信用债基本面好于利率债；
股票	蓝筹股	10%	标配 5%	中短期政策利好和经济复苏预期支撑股市估值水平，中长期政策回撤风险以及全球政经格局重组抑制市场风险偏好；
	中小股	5%	标配 5%	中短期政策利好、经济复苏预期和宽松监管环境利多中小股，但中长期而言这些因素均会从反方向发挥作用；
商品	黄金	5%	标配 5%	全球央行将在更长时期内维持宽松货币政策，新冠疫情也会加速全球政经格局重组进程，黄金中长期上涨方向不变；但中短期内经济复苏预期不利于黄金走势；
	原油	5%	超配 7.5%	OPEC+再次达成减产协议，欧美新冠疫情逐渐平息，全球经济增长前景有所改善，原油供需面从供过于求向供需平衡转变；
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愿意的引用、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