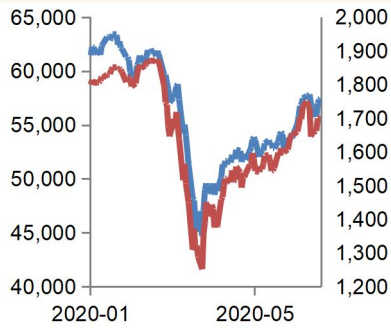
策略报告

2020 年 06 月 23 日

疫情下的经济恢复下半场

宏观 2020 年中期投资策略

MSCI 指数走势



资料来源：wind,招商期货

相关报告

李鑫
0755-82763497
lix2@cmschina.com.cn
F0235790
Z0000302

微信公众号：招商期货研究所

- 上半年影响市场的三大主要因素是：疫情、原油以及流动性。展望下半年，疫情在没有疫苗的情况下或持续对经济有影响，而且由于各国防疫的措施以及经济发展要素不一样，造成各国经济恢复也会存在不一样的情况，大体预计，整体经济下行周期仍未改变，经济恢复有天花板存在，恢复后期边际效应会下降。发达国家经济恢复速度会比欠发达国家恢复快，这样的话，欠发达地区靠贸易为主的经济也将影响整体商品需求的边际改善，预计疫情对商品影响时间将长于其他金融市场。排除突发事件对国债收益率的影响，后期国债收益率大概率维持低位震荡。宽松的货币政策下，经济企稳，最容易增强市场的风险偏好，４、５月份的股票市场大幅反弹已经反映了这一情况，预计后续权益市场机会＞商品＞债券。

- **下半年货币宽松政策或持续。**

  疫情在没有疫苗产生的前提下可能还会持续，甚至有可能延续到 2021 年，所以各国采取的宽松货币政策大概率还会保持相对宽松。

- **下半年经济恢复的边际效果或减弱。**

  从长周期的人口以及科技来看目前并没有显著的突破，并且疫情目前没有最终的疫苗来解决，各地的防控疫情措施又不一样，这样造成经济恢复会出现阶段性的边际效果减弱。

- **全球资产配置或进入新阶段。**

  从各个角度来说，中国资产目前在资产配置角度具有比较大的优势。

- **操作建议：**预计后续权益市场机会＞商品＞债券。

- **风险提示：**疫情重新恶化；１０月份美国大选或引起资金再次避险；是否还有类似于上半年的原油冲击事件。

正文目录

一、上半年三条主线.....4
二、经济长周期下行，短周期恢复.....5
（一）经济长周期仍然处于下行.....5
（二）疫情冲击后逐步恢复.....6
三、疫情影响.....7
（一）措施不同抗疫效果不同.....7
（二）三驾马车受疫情影响恢复不一样.....8
四、疫后猜想.....9
（一）全球货币宽松继续概率偏大.....9
（二）经济恢复的边际效果减弱.....11
（三）全球资产配置新阶段.....11
五、未来市场展望.....13

研究员简介.....14

图表目录

图 1：MSCI 指数走势.....4
图 2：主要经济体 GDP.....5
图 3：主要经济体 10 年期国债收益率.....6
图 4：我国进出口金额同比（单位：%）.....6
图 5：主要地区当日新增疫情.....7
图 6：当日新增疫情人数.....8
图 7：国内三驾马车受疫情影响的情况.....8
图 8：固定资产投资分产业的影响情况.....9
图 9：美国 M2 同比与 GDP.....10
图 10：中国 M2 同比与 GDP.....10
图 11：国内经济三驾马车环比增速.....11
图 12:市盈率比较.....12
图 13：10 年期国债收益率比较.....12
图 14：国内杠杆率（%）.....13

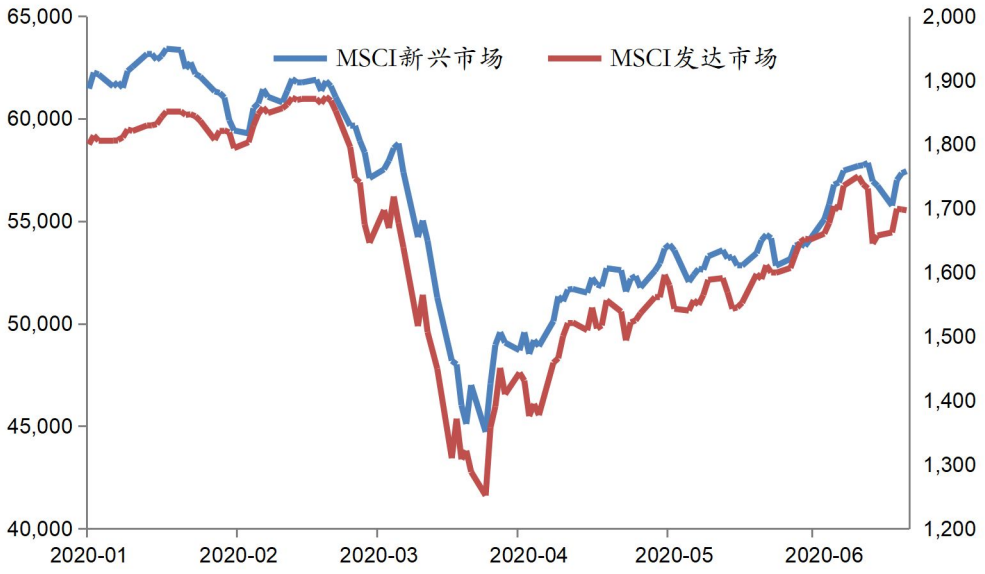
一、上半年三条主线

疫情条线：一月份疫情在国内发现；二月份国内采取高度隔离措施，短时间国内经济几乎停顿；三月份国内复工复产，国外疫情走向高峰；四月份全球逐步开始复工复产，国外因为疫情控制方法不一样恢复程度不一；五月份国外发达地区疫情处于平台期，国内疫情处于尾声，主要防外部输入；六月份美国疫情以及国内疫情有反复。

原油条线：三月份，欧佩克与俄罗斯关于减产石油的谈判破裂，沙特宣布增产原油。四月份，芝商所预告称，为了防止能源价格跌至负数，清算所计划调整期权定价模型以作为应对。4 月 21 日凌晨油价开始第二波下跌，从 11 美元/桶跌至 0 美元/桶附近，凌晨 2 点开始第三波下跌，从 0 美元/桶暴跌至史无前例的-40.32 美元/桶。凌晨 2:30，当日结算价报-37.63 美元/桶，跌幅约为 305%。这是芝加哥商品交易所集团 WTI 原油期货合约上市以来第一个负值结算价。国内中行“原油宝”事件爆发。五月份，重新减仓谈判，达成减产协议，原油价格开始回升。

货币宽松条线：国内 2 月 17 日 1 年期 MLF 投放 2000 亿，利率下调 5 个 BP；3 月 13 日国内降准；截至 4 月 20 日，美国推出大约 2.5 万亿美元。日本推出大约 25.6 万亿日元。英国推出大约 300 亿美元。德国推出大约 1560 亿欧元。3 月份后各国央行陆续降息缓解由于疫情以及原油价格大幅下跌产生的流动性问题。

图 1：MSCI 指数走势



资料来源：wind,招商期货

上半年，疫情、原油以及货币宽松成为主导市场的三条主线，疫情以及原油危机使经济及金融市场短时间大幅下行，为应对金融市场流动性衰竭，同时对冲疫情对经济的影响，各国都采用了宽松的货币政策，使上半年金融市场走出了深 V 的走势。展望下半年，受疫情反复影响，货币宽松或继续保持，目前暂时看不到类似于原油危机这样的风险，预

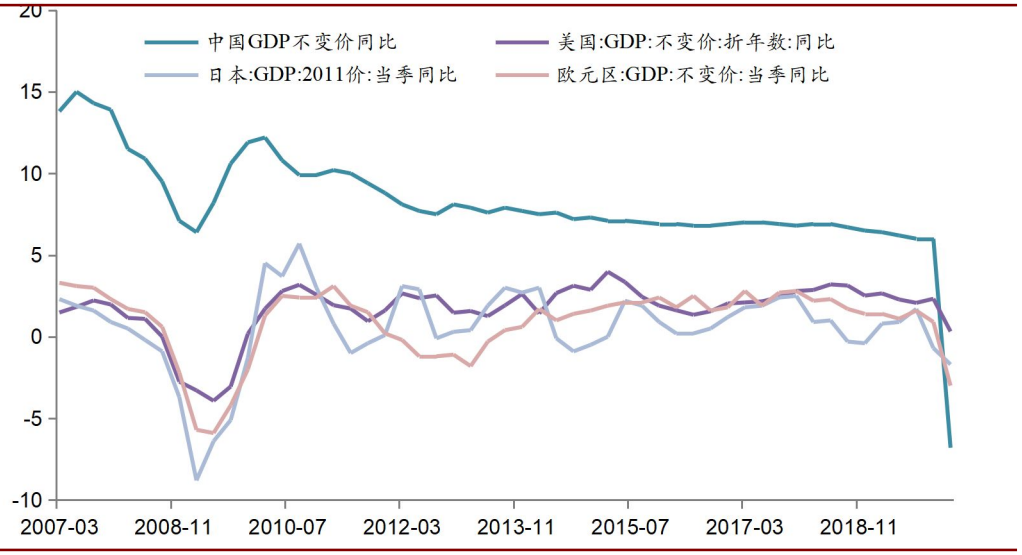
计在没有其他重大事项发生的情况下，经济总体的弱势、货币宽松以及金融资产估值之间矛盾将会是市场的焦点。

二、经济长周期下行，短周期恢复

（一）经济长周期仍然处于下行

从 GDP 的走势来看，总体经济仍然走一个下行的周期，疫情的产生在短时间加速了经济下行的速度，随着疫情的逐步走好以及流动性的投放，整体经济数据形成一个“坑”，各国金融市场也走出了深 V 的走势。IMF 对 2020 年世界经济的预测也根据疫情的发生进行了下调，从去年预测的增长 3.41%调整为-3.03%。2018 年全球实际 GDP 增长率为 3.73%,2019 年全球实际 GDP 增长率 3.01%。

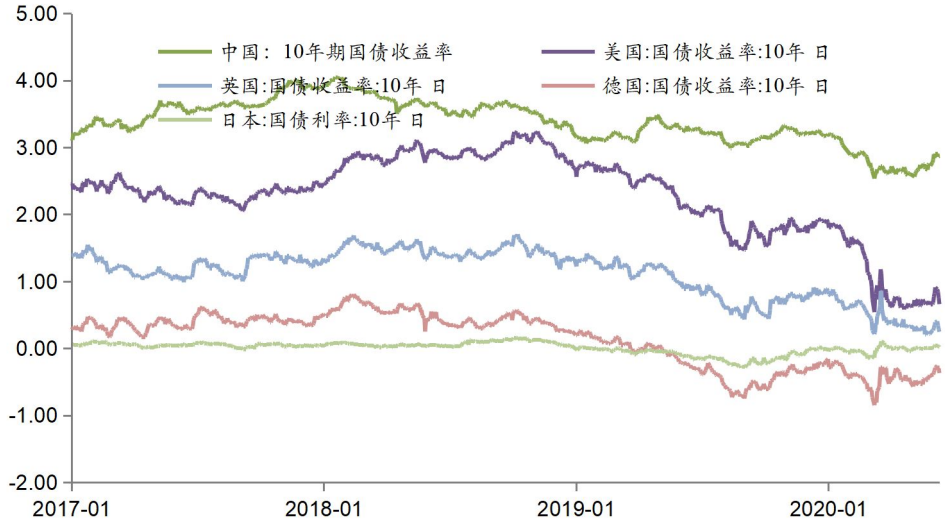
图 2：主要经济体 GDP



资料来源：wind,招商期货

10 年期国债收益率一般与经济周期走势同向，经济走好一般利率上行，经济下行，利率一般也走下行周期。目前来看，随着疫情产生主要经济体 10 年期国债收益率在 3 月份也是急剧走低，5 月份之后各国国债收益率逐步走稳。利率处于低位运行进一步验证了经济仍然处于下行周期。

图 3：主要经济体 10 年期国债收益率

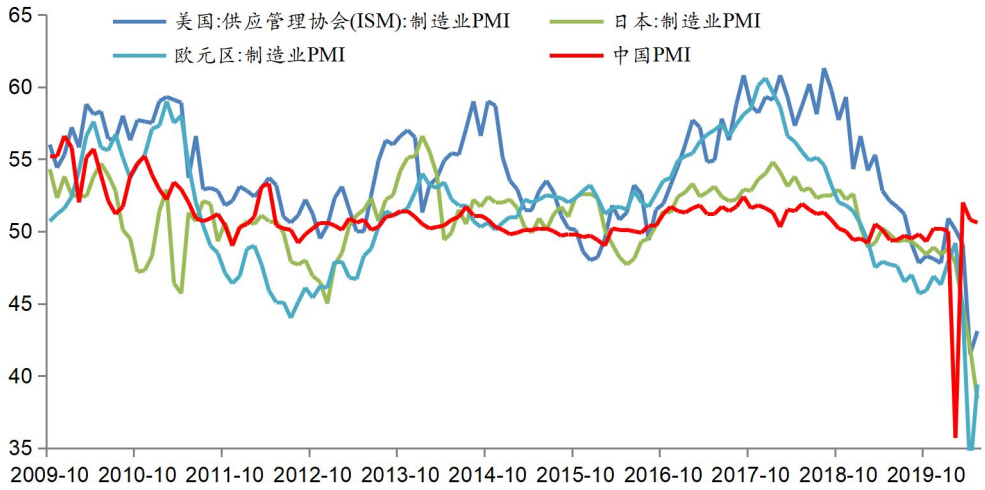


资料来源：wind,招商期货

（二）疫情冲击后逐步恢复

就 PMI 数据来看，美国、欧洲 PMI5 月份较 4 月份有所上升，中国、日本 PMI5 月份较 4 月份有所下降，其中中国 5 月份 PMI 稍微走低，但继续保持在 50 以上为 50.6，4 月份 PMI 为 50.8，3 月份为 52。美国 5 月份 PMI 为 43.1，4 月份为 41.5；日本 5 月 PMI 为 38.4，4 月份为 41.9；欧元区 5 月 PMI 为 39.4，4 月份为 33.4。除中国区 PMI5 月份保持在荣枯线以上，其他主要经济体 PMI 都在荣枯线以下，其中日本继续下跌跌到 38.4。中国 PMI 连续 3 个月在荣枯线以上，美国以及欧洲 PMI5 月份开始出现转好，只有日本还在持续走弱。PMI 作为经济的先行指标反映了经济开始逐步恢复。

图 4：我国进出口金额同比（单位：%）



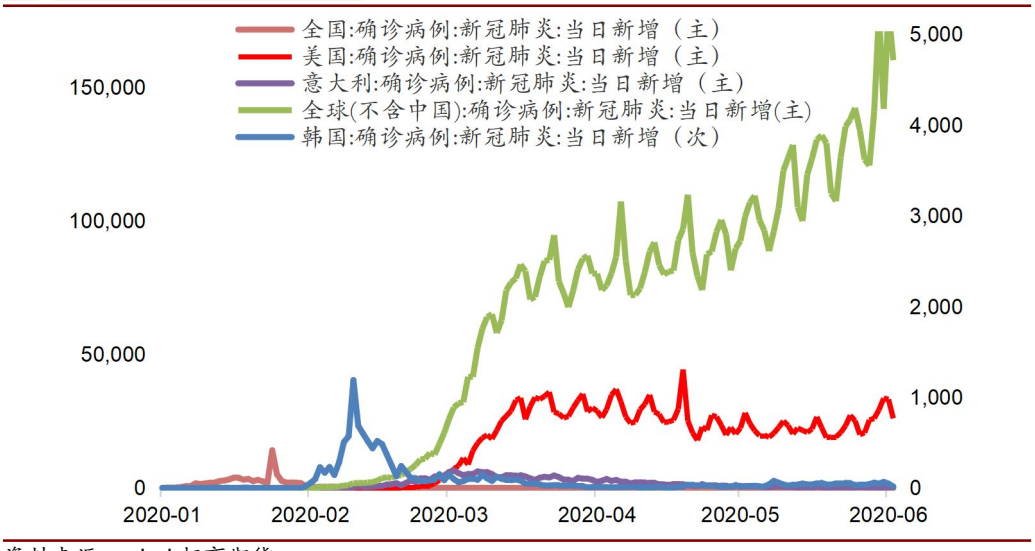
资料来源：wind,招商期货

三、疫情影响

（一）措施不同抗疫效果不同

从抗疫的措施来看，各地区有不同，中国国内采取的是短时间高度隔离，充分保障医疗资源的情况下就医。西方首先采取的措施相对开放，疫情发生到高峰期才采取被动隔离。从下图来看，各个地区效果也是不一样，中国与韩国作为高度隔离措施的代表，效果明显表现为新增人数单峰；美国作为相对开放的控制措施代表，新增人数明显表现出平台型的走势；印度、南非等经济欠发达地区由于医疗资源缺乏等诸多原因，新增疫情人数还在不断增加。

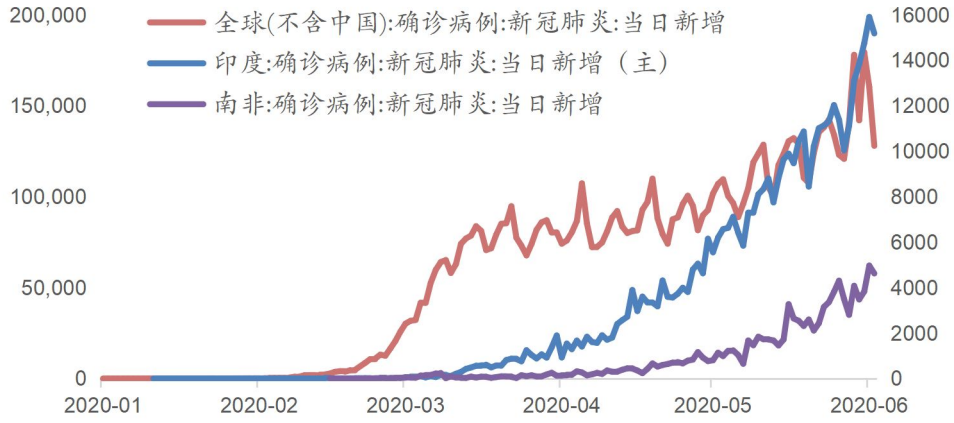
图 5：主要地区当日新增疫情



资料来源：wind,招商期货

全球新增人数目前仍然呈现持续走高，这与一些经济欠发达国家疫情防御措施不得当有直接的关系。所以在疫苗没有出现之前，预防外部输入都是一项重要事情，同时这种情况也制约着对外贸易的顺利开展。

图 6：当日新增疫情人数

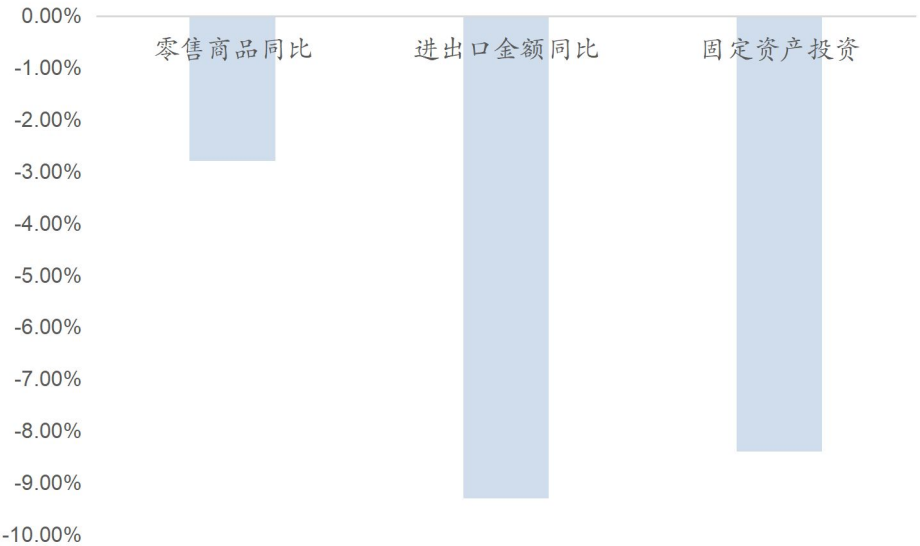


资料来源：wind,招商期货

（二）三驾马车受疫情影响恢复不一样

从一般思维逻辑来看，疫情发生后由于流动性投放充足，为保经济，第一能做的应该是恢复投资，第二是恢复消费，第三是恢复进出口。根据国内的数据表现来看，1-5 月份零售商品总额同比是下降最小的，为-2.8%，第二位的是固定资产投资，为-8.4%，第三位是进出口，为-9.3%。之所以产生与一般思维逻辑不一样的情况，我想有两个方面的原因，一方面由于国内 1 月份的春节，当时疫情是在春节假期才开始爆发，所以 1 月份的消费没有太大影响，另一方面是因为 2 月份疫情控制较好，3 月份国内就开始复工复产，零售商品总额在 3 月份后逐步走好，3 月份累计同比增长-15.8%，4 月份同比增长-7.5%，5 月份同比增长-2.8%。

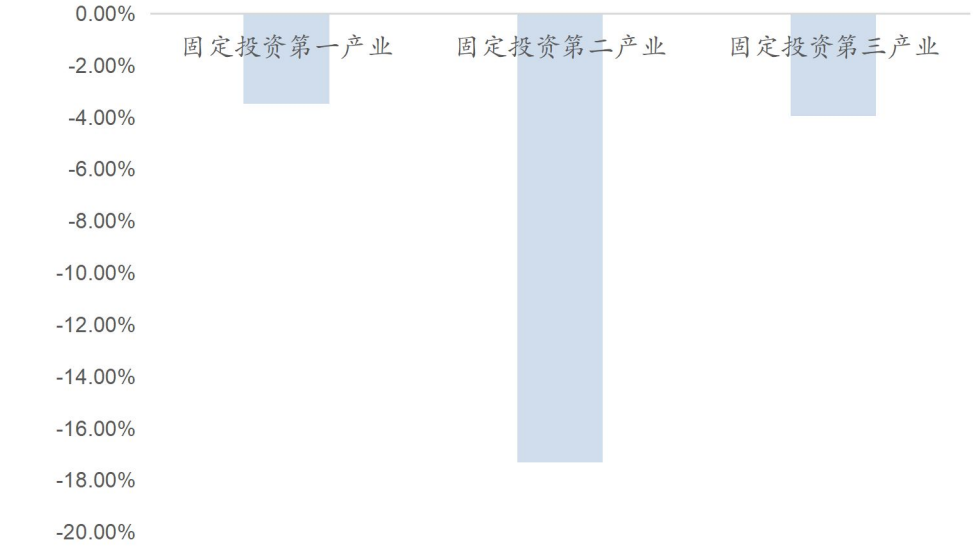
图 7：国内三驾马车受疫情影响的情况



资料来源：wind，招商期货

由此我们可以初步推断，在排除抗疫措施不得当的情况下，发达经济体应该恢复的速度要比欠发达地区要快，经济主要靠消费和投资驱动的经济体恢复的速度要比主要靠贸易推动的经济体要恢复的快，目前欠发达地区的经济基本是依靠贸易，发达经济体一般是依靠消费与投资。

图 8：固定资产投资分产业的影响情况



资料来源：wind,招商期货

从国内的固定投资分产业数据来看，第一产业受影响程度最低，1-5 月份同比增长-3.48%，第三产业同比增长-3.96，第二产业同比增长为-17.32%。这个数据我们初步可以得出符合一般逻辑的结论，农业固定资产投资受疫情影响较小，其次是服务业固定资产投资，受疫情影响较大的是工业固定资产投资。从另一个层面我们可以初步推断，依靠工业投资刺激经济的措施实质效果不会很明显，换一种说法就是，如果经济主要靠工业固定资产投资的国家经济受疫情的负面冲击更大。

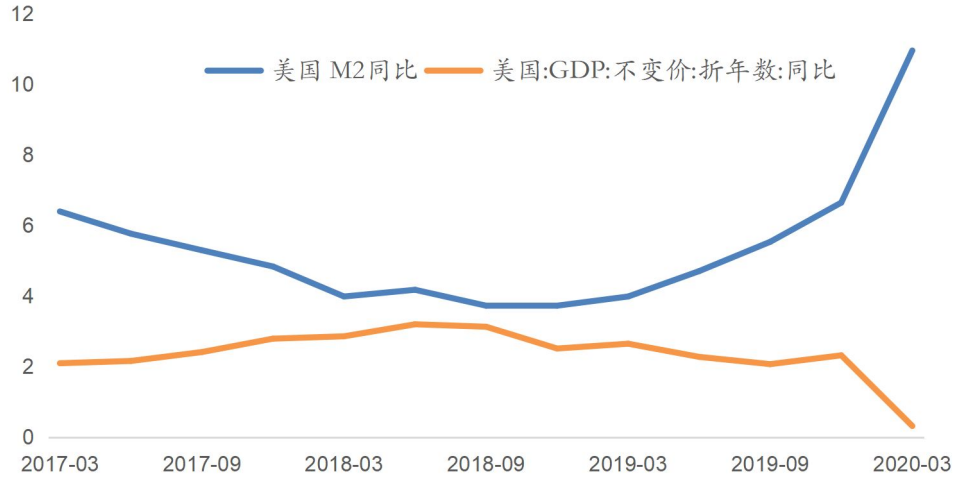
综上所述，由于控制疫情的措施不一样，以及各国发展经济的要素不一样，这些因素都会使疫情控制的整体效果打折，在全球疫情没有得到控制的情况下，人口的充分流动以及对外贸易都会受到较大的影响，这些影响会造成各国经济恢复的步骤不一致，延长了全球经济恢复的时间，当然疫苗的出现或能最终解决疫情的问题。

四、疫后猜想

（一）全球货币宽松继续概率偏大

大萧条之后，货币政策作为调整经济的手段正式登上舞台，为刺激有效需求，一般在经济下行时适当采用宽松的货币政策有利于刺激经济。根据前文分析，疫情在没有疫苗产生的前提下可能还会持续，甚至有可能延续到 2021 年，所以各国采取的宽松货币政策大概率还会保持相对宽松。

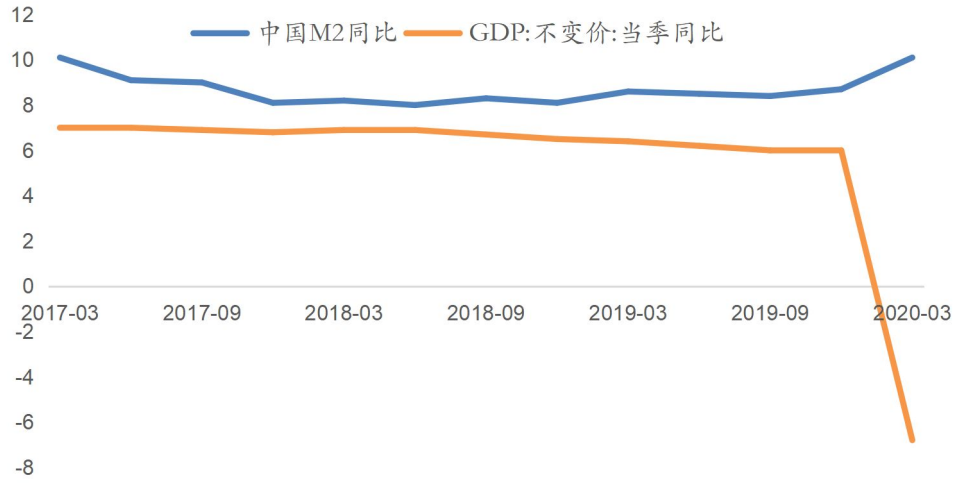
图 9：美国 M2 同比与 GDP



资料来源：wind,招商期货

上图我们可以看到美国为对冲疫情对经济的影响，M2 同比增速 3 月份重新登上了两位数，为 10.96%。当然，这次不单是疫情对美国经济的冲击，还叠加了原油价格的短期大幅下跌，造成美国金融市场短期流动性衰竭，大家纷纷卖出金融资产，保持美元现金。促使美国进一步放松货币政策。

图 10：中国 M2 同比与 GDP



资料来源：wind,招商期货

无独有偶，中国在应对疫情的冲击时，也采用了适度的货币宽松政策，M2 同比也重新上到两位数以上，3 月份为 10.1%。4 月份、5 月份均保持两位数。

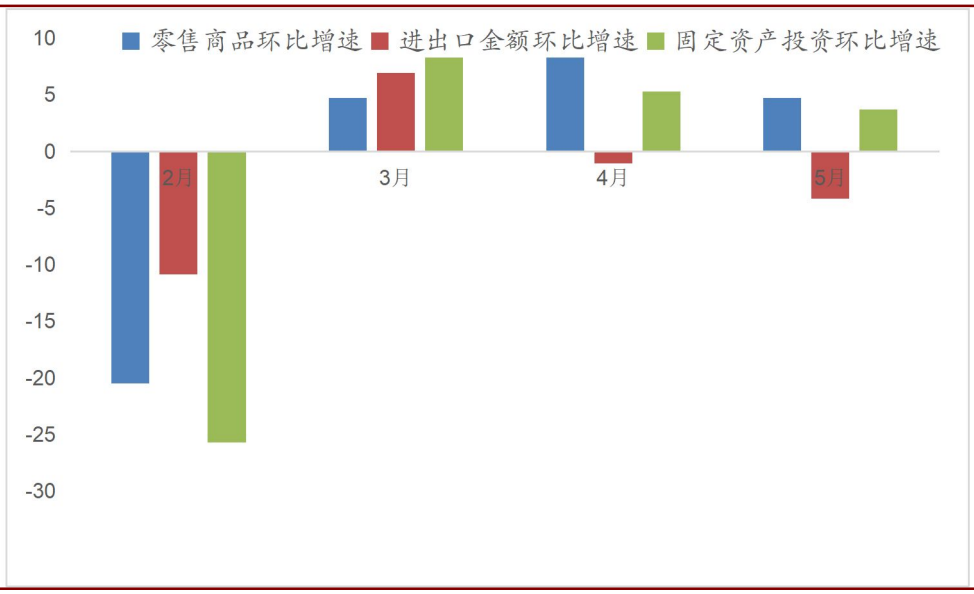
同时其他国家在应对疫情对经济的冲击时也是纷纷降息，这样大致可以推断，疫情没有得到有效控制之前，各国为应对经济下行，货币政策仍然会偏宽松的概率较大。

（二）经济恢复的边际效果减弱

总体经济因为受疫情影响出现了短暂的快速下跌，疫情逐步好转之后经济逐步恢复，但从长周期的人口以及科技来看目前并没有显著的突破，并且疫情目前没有最终的疫苗来解决，各地的防控疫情措施又不一样，这样造成经济恢复会出现阶段性的边际效果减弱。

从国内带动经济的三驾马车环比速度来看，这一现象表现明显，零售商品销售总额增速在 3、4、5 月份持续保持正数，但出现逐月减缓的迹象，进口金额环比来看只有 3 月份环比增速是正数，固定资产投资环比增速与零售消费数据相同节奏。疫情对国内影响最大的是外贸以及工业生产。

图 11：国内经济三驾马车环比增速



资料来源：wind,招商期货

由此我们也可以初步推断，依靠外贸出口的国家经济恢复的边际效应可能最差，依靠消费推动经济的国家经济恢复效应应该最好。贸易与商品有关，消费也与商品有关，总体来说消费是刚需，贸易改变商品需求的边际效应，这样看来商品价格或受影响程度和时间会更久。

（三）全球资产配置新阶段

由于疫情的产生，各国应对疫情措施不一样，以及金融市场的表现，国际资金在疫情发生的时候退出市场，转为现金美元避险，随着疫情的逐步转好，各大资金将会重新考虑全球配置。从估值以及经济发展潜力来看中国都是一个不错的配置市场。

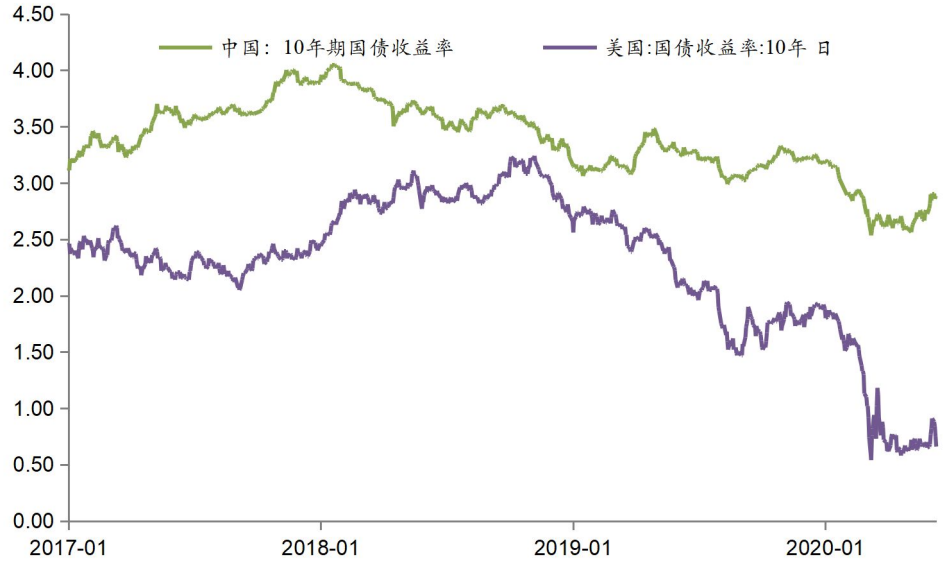
图 12:市盈率比较



资料来源：wind,招商期货

简单从市盈率角度来看，A 股市盈率一直在标普 500 之下，2017 年时 A 股市盈率有接近标普５００，但从５月份以来 A 股总体反弹幅度不如美股，造成市盈率差价越来越大。从市盈率角度来看，A 股配置的价值更高。

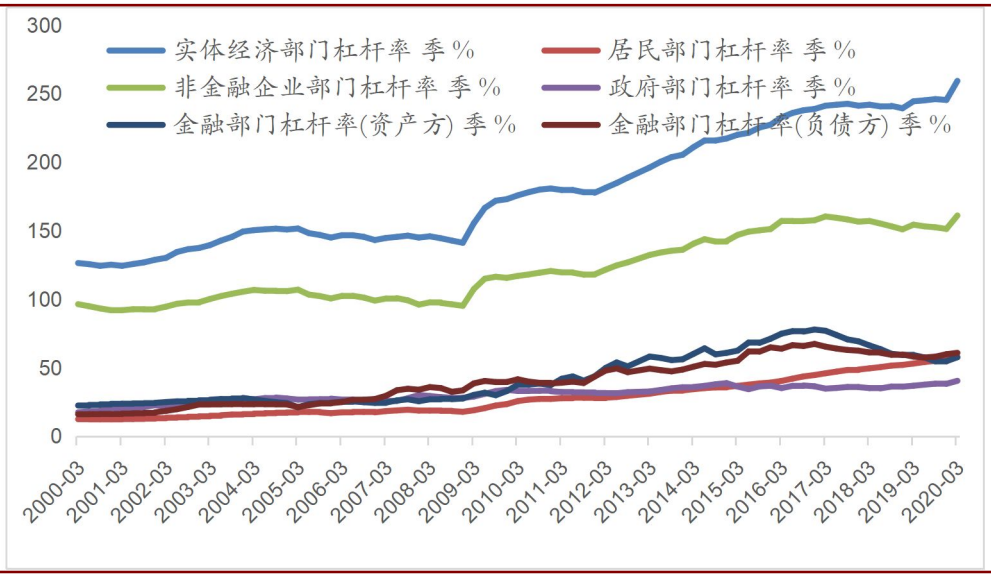
图 13：10 年期国债收益率比较



资料来源：wind,招商期货

国债收益率反映了固定收益的水平，从上图中我们看到由于疫情的原因，１０年期国债收益率中美的差距越拉越大，美国１０年期国债收益率或长时间保持在０附近，中国１０年期国债收益率保持在２.８％左右，这也突显了中国国债在资产配置中的优势。

图 14：国内杠杆率（%）



资料来源：wind,招商期货

由于国内在应对疫情上不“大水漫灌”，整体杠杆水平保持比较好，除了实体经济部门以及非金融企业部门杠杆有小幅上升之外，其他杠杆水平保持较低水平，其中金融部门无论是资方还是负债方都处于下降状态，这样能有效防范金融市场风险，同时又给政策调控扩大了空间。

综上所述，由于疫情其中，为规避风险，资金以持有美元现金为主，疫情恢复之后，全球资金配置可能会有新的变化，从各个角度来说，中国资产目前在资产配置角度具有比较大的优势。

五、未来市场展望

上半年影响市场的三大主要因素是：疫情、原油以及流动性，展望下半年，疫情在没有疫苗的情况下或持续对经济有影响，而且由于各国防疫的措施以及经济发展要素不一样，造成各国经济恢复也会存在不一样的情况，大体预计，整体经济下行周期仍未改变，造成经济恢复是有天花板存在，恢复后期边际效应会下降。发达国家经济恢复速度会比欠发达国家恢复快，这样的话，欠发达地区靠贸易为主的经济也将影响整体商品需求的边际改善，预计疫情对商品影响时间将长于其他金融市场。大部分国家１０年期国债收益率维持在０附近，下行空间有限，同时疫情的存在抑制国债收益率上行，这样，如果排除突发事件对国债收益率的影响，后期国债收益率大概率维持低位震荡。宽松的货币政策下，经济企稳，最容易增强市场的风险偏好，４、５月份的股票市场大幅反弹已经反映了这一情况，预计后续权益市场机会＞商品＞债券。

风险提示：疫情重新恶化；１０月份美国大选或引起资金再次避险；是否还有类似于上半年的原油冲击事件。

研究员简介

李鑫：数量经济学硕士，招商期货投资咨询部总经理，目前主要从事宏观大类资产配置研究、FOF 产品设计、私募筛选等；前期在国内知名期货期刊杂志上发表文章数篇，在国内期货专栏电视节目《交易日》中担任多次嘉宾；曾带领研究团队 2 次获得大连商品交易所十大研发团队前十名，大连商品交易所套利交易前三名。期货从业资格（证书编号： F0235790）、期货投资咨询资格证（证书编号： Z0000302）。

重要声明

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告发布的观点和信息仅供经招商期货有限公司评估风险承受能力为 C3 及 C3 以上类别的投资者参考。若您的风险承受能力不满足上述条件，请取消订阅、接收或使用本研报中的任何信息。请您审慎考察金融产品或服务的风险及特征，根据自身的风险承受能力自行作出投资决定并自主承担投资风险。

本报告基于合法取得的信息，但招商期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或对任何人的投资建议，招商期货不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。投资者据此作出的任何投资决策与本公司、本公司员工无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可取代自己的判断。除法律或规则规定必须承担的责任外，招商期货及其员工不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。
本报告版权归招商期货所有，未经招商期货事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。