全球资本市场年中展望

——海外中期策略

核心观点

❖ **疫情对今年下半年美国经济复苏仍构成较大的挑战。**受新冠疫情的影响，2020 年第一季度美国 GDP 环比增速为-5%，这是 2009 年以来的最大跌幅。由于美国疫情的控制不够理想，若抗疫措施未得到明显的突破，预计今年下半年美国经济要迅速企稳向上仍然面临一些障碍和不确定性。

❖ **预计今年下半年欧洲、日本和以印度以及巴西为代表的新兴经济体的复苏还面临明显阻力。**现阶段欧洲疫情的向好是对欧洲经济复苏的有利因素；另一方面，考虑欧洲与美国的经济联动性较大，由于下半年美国经济复苏企稳的阻力仍然存在，预计仍将对欧洲经济复苏构成一定影响。虽然日本现阶段疫情控制较好，但长期以来日本经济增长的内生动力仍然不足。预计受全球疫情影响，今年下半年日本经济仍较为疲软。今年疫情爆发以来，由于医疗水平限制，不少新兴经济体疫情蔓延较快，经济受到冲击较大，如印度和巴西。由于印度和巴西现阶段新增疫情数量仍然较多，预计今年下半年印度和巴西的经济复苏仍受到一定抑制。

❖ **预计美股市场今年下半年仍将保持较高的波动率。**现阶段美股估值偏高，且美国疫情并未得到明显控制，叠加现阶段美股对美联储宽松政策依赖程度较大，预计美股市场未来一段时间仍将保持较高的波动率，且仍会不时出现明显的震荡。由于美股中金融和能源板块仍处于历史价格相对低位阶段，可以考虑从今年下半年的震荡和波动中寻找低点进行板块的分批投资。鉴于单只标的存在的不确定风险，可考虑相关 ETF 的机会。相关 ETF 为 Energy Select Sector SPDR Fund，SPDR S&P Bank ETF，SPDR S&P Insurance ETF 等。

❖ **关注欧洲以及新兴市场跌幅较大且估值较低的指数。**受疫情的冲击，今年 2-3 月欧洲和新兴经济体的多个市场出现了大幅回撤，不少指数回撤幅度远大于美股。虽然今年 4-6 月，不少欧洲和新兴经济体指数已经有所反弹，但是仍有一些指数跌幅仍然相对较大且估值偏低，如法国 CAC40、英国富时 100、奥地利 ATX、意大利富时 MIB、MSCI 拉美新兴市场、马尼拉综指和新加坡海峡指数。

❖ **预计黄金仍有较好的上涨机会。**由于疫情对经济的冲击较大，且美联储开启了史无前例的货币宽松政策，今年上半年黄金走出一轮明显的上涨行情。考虑到美国经济复苏面临的挑战较大，美联储货币政策大概率仍趋于宽松。叠加美国政治不确定的影响以及全球地缘政治风险的上升，预计未来一段时间黄金仍有较好的上涨机会。相关 ETF 为 SPDR Gold Shares 和 iShares MSCI Global Gold Miner 等。

❖ **风险提示：**经济增长不及预期；美联储政策超预期；贸易保护主义的蔓延；全球范围黑天鹅事件。

川财证券 CHUANCAI SECURITIES

证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 海外深度

报告时间 | 2020/06/29

分析师

陈 雳
证书编号：S1100517060001
010-66495901
chenli@cczq.com

王一棠
证书编号：S1100118050005
0755-25333092
wangyitang@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、2020 年上半年海外经济表现与下半年展望 5
1.1 2020 年上半年美国经济表现与下半年展望 5
1.2 2020 年上半年欧洲、日本和新兴市场经济表现与下半年展望 8
二、2020 年上半年海外股市和黄金的走势与下半年展望 13
2.1 2020 年上半年美股的走势与下半年展望 13
2.2 2020 年上半年欧洲和新兴市场的股市走势与下半年展望 18
2.3 2020 年上半年黄金的走势与下半年的展望 20

图表目录

图 1: 美国 GDP 环比折年率（%）.....5
图 2: 美国复苏过程存在不确定性（V 型、U 型和 W 型）.....5
图 3: 美国 CPI 当月同比（%）.....6
图 4: 美国核心 CPI 当月同比（%）.....6
图 5: 美国能源 CPI 当月同比（%）.....6
图 6: 美国食品与饮料 CPI 当月同比（%）.....6
图 7: 美国 ISM 制造业 PMI.....7
图 8: 美国 ISM 非制造业 PMI.....7
图 9: 美国 MARKIT 制造业 PMI.....7
图 10: 美国 MARKIT 服务业 PMI.....7
图 11: 美国失业率（%）.....8
图 12: 美国新增非农就业人数（千人）.....8
图 13: 欧元区 GDP 季调环比（%）.....8
图 14: 欧元区 HICP（调和 CPI）当月同比（%）.....9
图 15: 欧元区 HICP（核心 CPI）当月同比（%）.....9
图 16: 欧元区制造业 PMI.....9
图 17: 欧元区服务业 PMI.....9
图 18: 欧元区 MARKIT 综合 PMI.....10
图 19: 日本 GDP 季调环比（%）.....10
图 20: 日本 CPI 当月同比（%）.....11
图 21: 日本核心 CPI 当月同比（%）.....11
图 22: 日本制造业 PMI.....11
图 23: 日本服务业 PMI.....11
图 24: 印度 GDP 不变价季调环比（%）.....12
图 25: 印度 CPI 全部同比（%）.....12
图 26: 印度制造业 PMI.....12
图 27: 印度服务业 PMI.....12
图 28: 巴西国民总收入环比（%）.....13
图 29: 巴西广义消费指数 IPCA 同比（%）.....13
图 30: 巴西制造业 PMI.....13
图 31: 巴西服务业 PMI.....13
图 32: 美股三大指数走势.....14
图 33: 美股三大指数 PE.....14
图 34: 标普 500 恐慌指数 VIX.....14
图 35: 2020 年初以来标普 500 各行业表现（%）.....15
图 36: 年初以来美国标普 500 能源行业跌幅前十个股（%）.....16
图 37: 年初以来美国标普 500 金融行业跌幅前十个股（%）.....16
图 38: 纳斯达克金龙指数走势.....17
图 39: 纳斯达克金龙指数 PE.....18
图 40: 今年年初以来全球主要指数表现（%）.....18
图 41: 法国 CAC40、英国富时 100、奥地利 ATX、新加坡海峡和马尼拉综指的 PE.....19

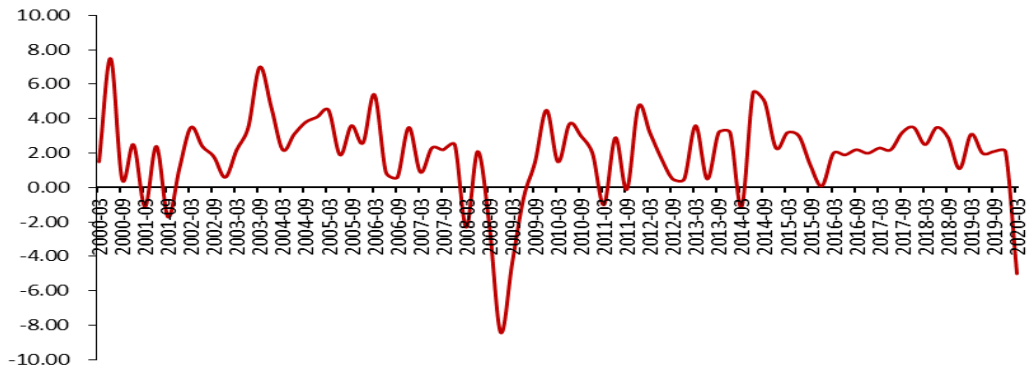
图 42： MSCI 拉美新兴市场和意大利富时 MIB 指数的 PE 19
图 43： 伦敦金现（美元/盎司） 20
图 44： 10 年期美债收益率（%） 20
图 45： 美国 10 年期通胀指数国债收益率（%） 21

一、2020 年上半年海外经济表现与下半年展望

1.1 2020 年上半年美国经济表现与下半年展望

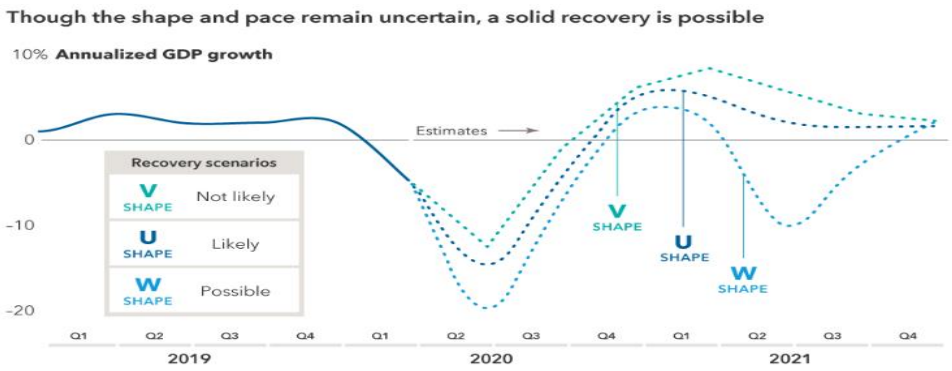
受新冠疫情的影响，2020 年第一季度美国 GDP 环比增速为-5%，这是 2009 年以来的最大跌幅。2020 年第二季度，美国经济开始逐步重启，但是美国经济的重启没有建立在疫情受到控制的基础上，美国多个州疫情出现激增。现阶段美国有 32 个州出现疫情反弹，其中加利福尼亚州、德克萨斯州、佛罗里达州等地均已出现疫情单日新增确诊新高纪录。现阶段疫情已对美国经济恢复造成一定阻碍。美国现阶段宣布暂停经济重启计划的州已达到 12 个。由于疫情的控制不够理想，若抗疫措施未得到明显的突破，预计今年下半年美国经济要迅速企稳向上的可能性仍然不是很高。今年下半年美国经济复苏的不确定性仍然偏大。

图 1： 美国 GDP 环比折年率（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

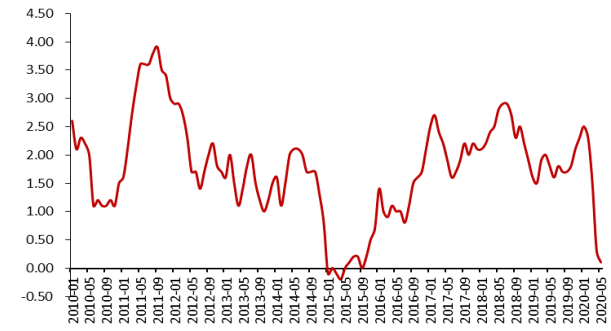
图 2： 美国复苏过程存在不确定性（V 型、U 型和 W 型）



资料来源：Capital Group，川财证券研究所

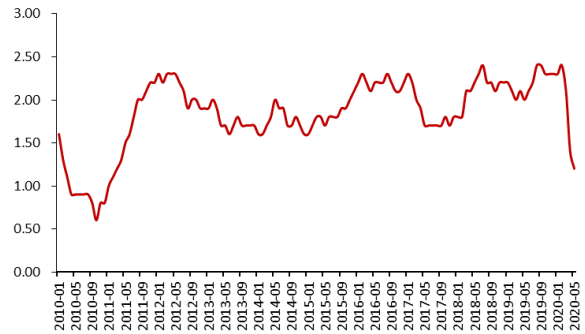
受中东石油问题的影响，2020 年 2 月之后美国 CPI 增速明显下降。到 2020 年 5 月，美国 CPI 当月同比增速仅为 0.1%，预期和前值均为 0.3%；核心 CPI 当月同比增速为 1.2%，不及预期 1.3%和前值 1.4%；能源 CPI 当月同比增速从 2 月的 2.8%一直下降至 5 月的-18.9%。受疫情刺激，2020 年 5 月食品与饮料 CPI 当月同比增速为 3.9%，目前已经连续第三个月出现增长。由于疫情影响仍然存在，预计今年下半年美国食品与饮料 CPI 还将呈现进一步上升的趋势。

图 3： 美国 CPI 当月同比（%）



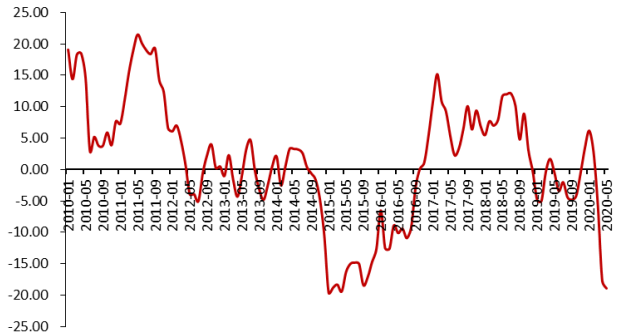
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 4： 美国核心 CPI 当月同比（%）



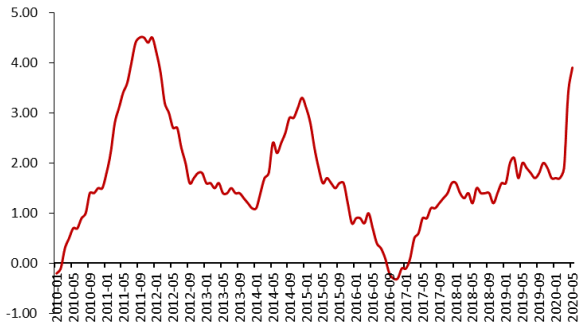
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5： 美国能源 CPI 当月同比（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6： 美国食品与饮料 CPI 当月同比（%）

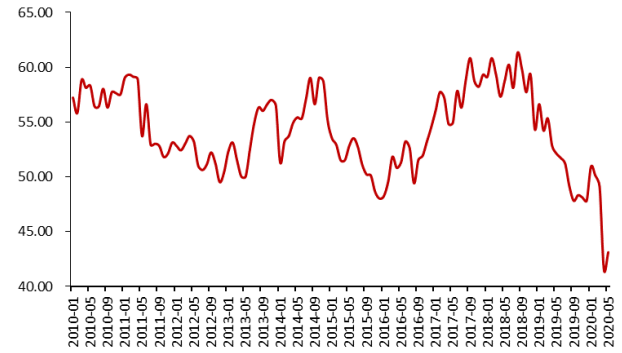


资料来源：Wind，川财证券研究所

由于美国强制重启经济，美国现阶段制造业和服务业数据较之前疫情导致的封闭期也出现了明显回升。美国今年 6 月 Markit 制造业 PMI 初值为 49.6，高于预期 48 和前值 39.8；Markit 服务业 PMI 初值为 46.7，好于预期 46 和前值 37.5。美国今年 5 月的 ISM 制造业 PMI 为 43.1，略高于前值 41.5，但低于预期 43.7；ISM 非制造业 PMI 为 45.4，高于预期 44.4 和前值 41.8。由于疫情

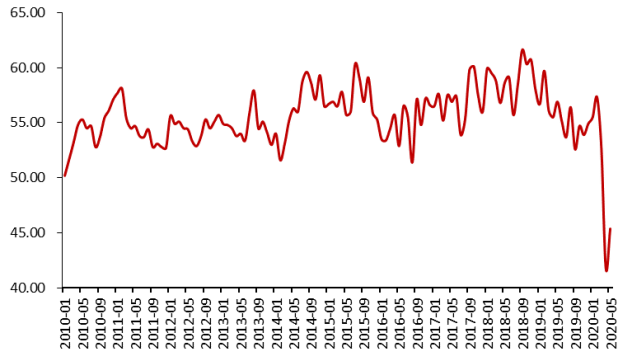
的影响还将在今年下半年延续，预计今年下半年美国制造业和服务业的复苏仍受一定影响。另外，在疫情的冲击下，预计下半年美国服务业的复苏难度要高于制造业。

图 7： 美国 ISM 制造业 PMI



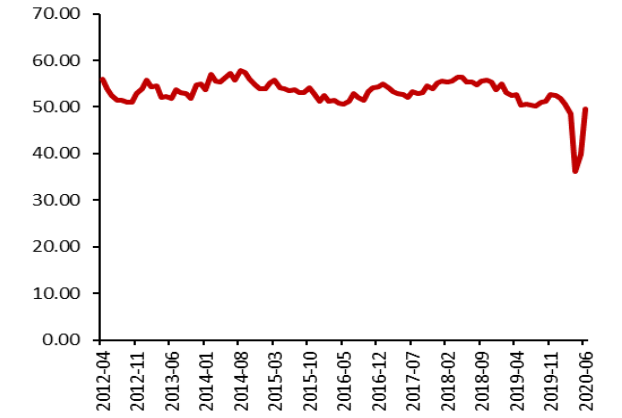
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 8： 美国 ISM 非制造业 PMI



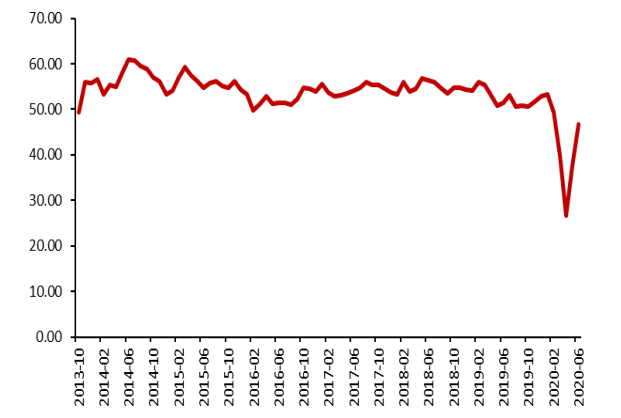
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 9： 美国 Markit 制造业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

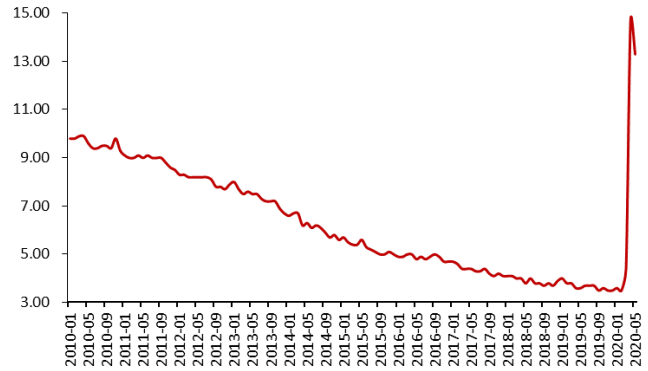
图 10： 美国 Markit 服务业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

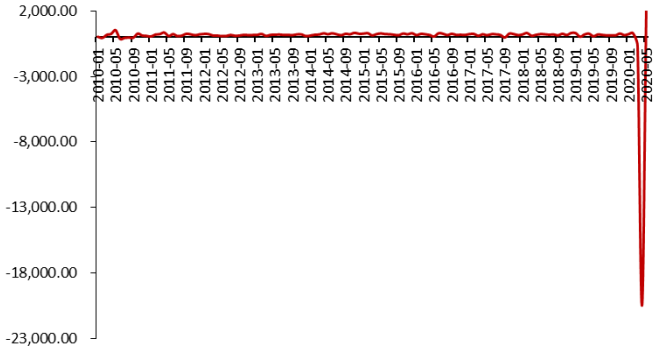
今年 3-4 月，美国就业受疫情冲击严重。由于经济的重启和逐步复工，今年 5 月美国的失业率降至 13.3%，好于预期的 19.8%和前值 14.7%。今年 5 月美国的非农就业人数增加 250.9 万。而此前 4 月非农就业人数减少 2050 万人，创下有纪录以来最差水平。由于疫情使得美国经济重启受到一定阻碍，且仍有一部分行业处于停摆状态，预计今年下半年美国就业要较快实现企稳仍存在一定困难。

图 11： 美国失业率（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 12： 美国新增非农就业人数（千人）

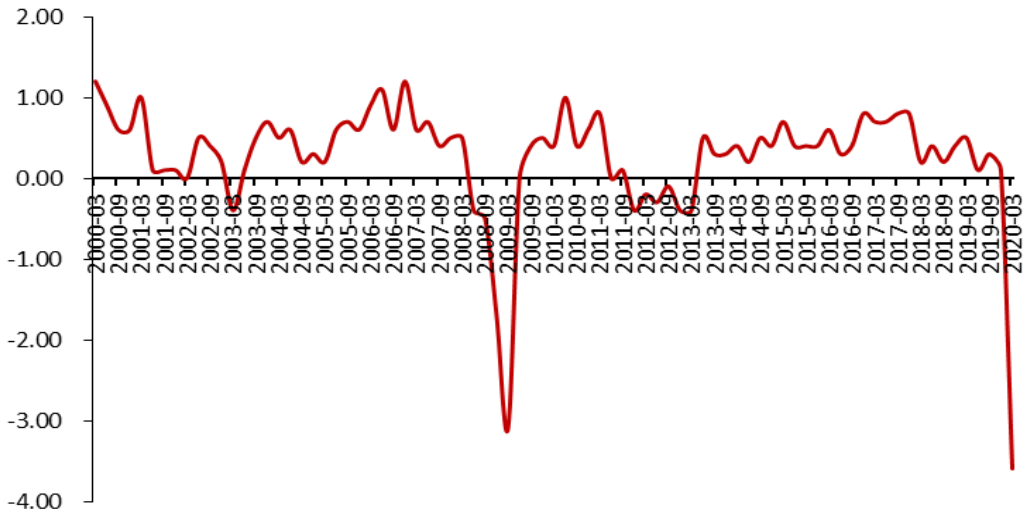


资料来源：Wind，川财证券研究所

1.2 2020 年上半年欧洲、日本和新兴市场经济表现与下半年展望

2020 年一季度欧元区 GDP 季调环比增速为-3.6%，前值为 0.1%，受疫情冲击较为明显，新冠疫情导致欧元区出现了自 1995 年有记录以来最大幅度的增长下滑。现阶段欧洲疫情的向好是对欧洲经济复苏的有利因素；另一方面，由于美国和欧洲经济联动性较大，美国的疫情发展以及经济复苏进程对欧洲影响仍然较大。由于下半年美国经济复苏企稳的阻力仍然存在，预计仍将对欧洲经济复苏构成一定影响。

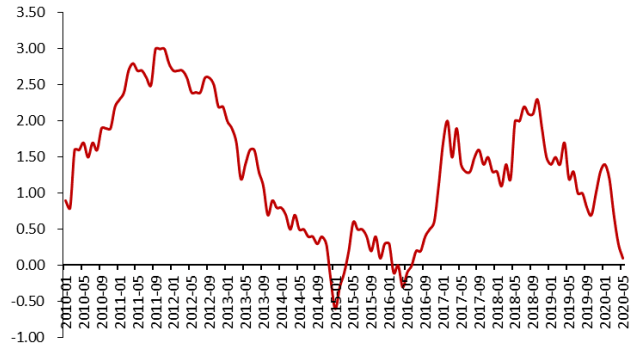
图 13： 欧元区 GDP 季调环比（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

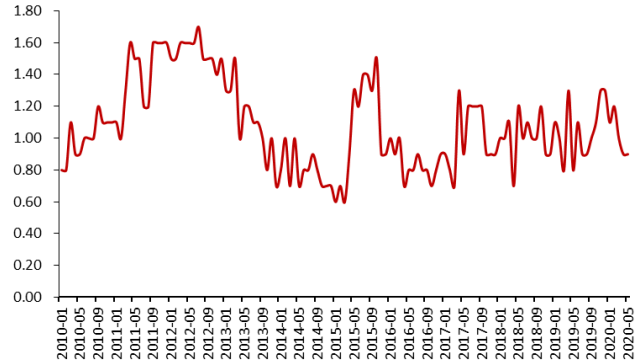
2020 年 5 月欧元区 HICP（调和 CPI）当月同比增速从 2020 年 1 月的 1.4%下滑至 0.1%；2020 年 5 月欧元区核心 HICP（核心 CPI）当月同比增速为 0.9%。尽管食品价格明显上升，但新冠疫情大幅降低了燃料需求并压低能源价格，导致 5 月欧元区通胀年率降至近四年最低水平。预计今年下半年欧洲食品价格仍将出现上升态势。

图 14： 欧元区 HICP（调和 CPI）当月同比（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

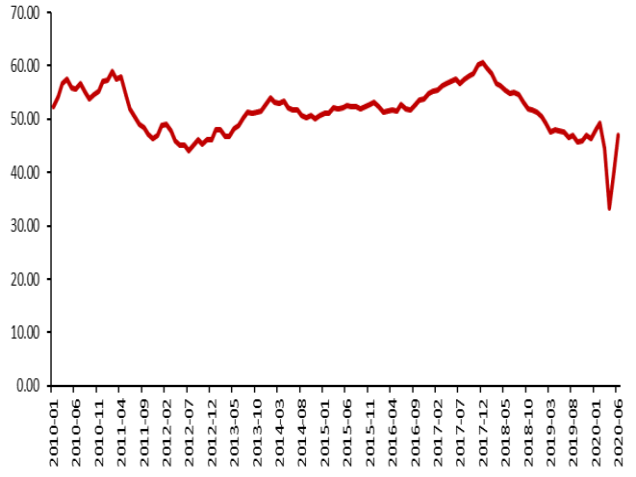
图 15： 欧元区 HICP（核心 CPI）当月同比（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

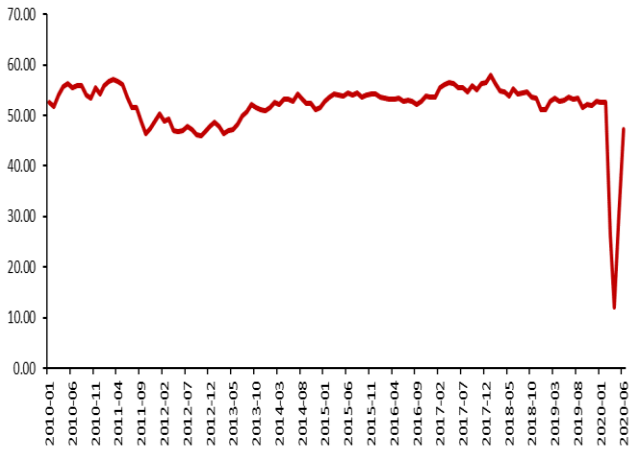
由于欧洲疫情控制较好，且逐步开始解封。今年 6 月欧元区制造业 PMI 初值回升至 46.9，预期值为 44.5，前值为 39.4；服务业 PMI 初值回升至 47.3，预期值为 41，前值为 30.5；Markit 综合 PMI 为 47.5，好于前值 31.9。若疫情进一步得到控制，欧洲制造业和服务业以及综合 PMI 还将趋于上升。

图 16： 欧元区制造业 PMI



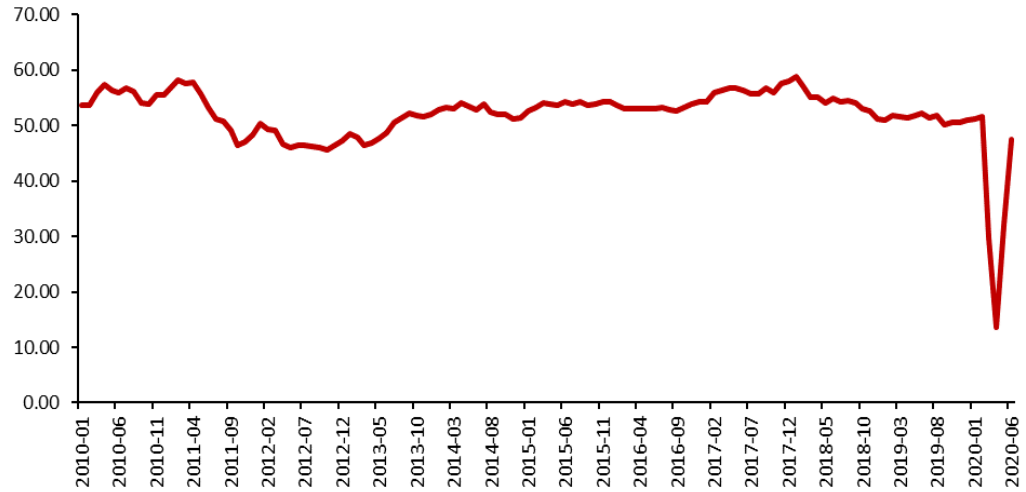
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 17： 欧元区服务业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

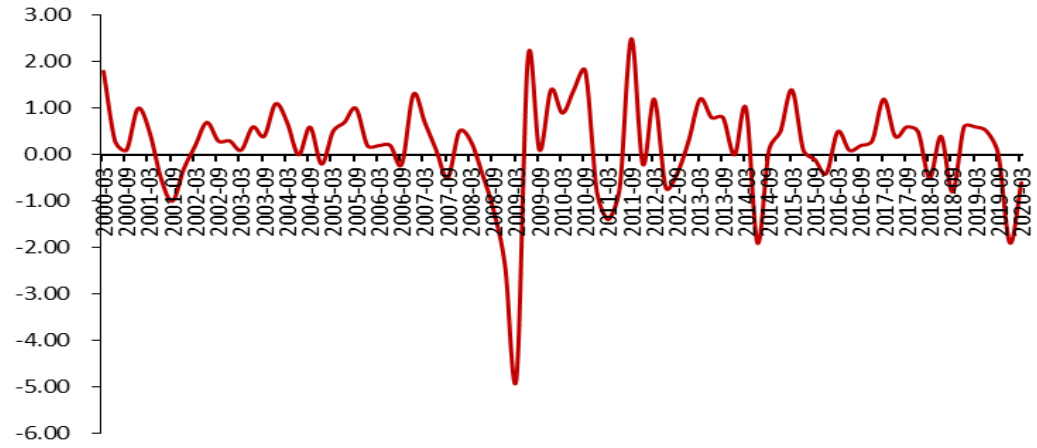
图 18： 欧元区 Markit 综合 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

2020 年一季度日本 GDP 季调环比增速为-0.6%，远低于预期的 0.8%，日本经济已经连续两个季度萎缩，已陷入技术型衰退。虽然日本现阶段疫情控制较好，但长期以来日本经济增长的内生动力仍然不足。预计受全球疫情影响，今年下半年日本经济仍较为疲软。

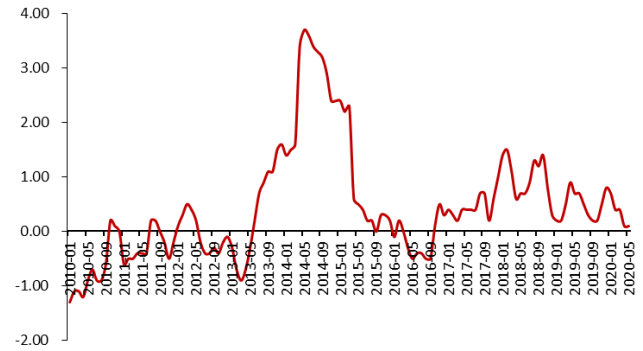
图 19： 日本 GDP 季调环比（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

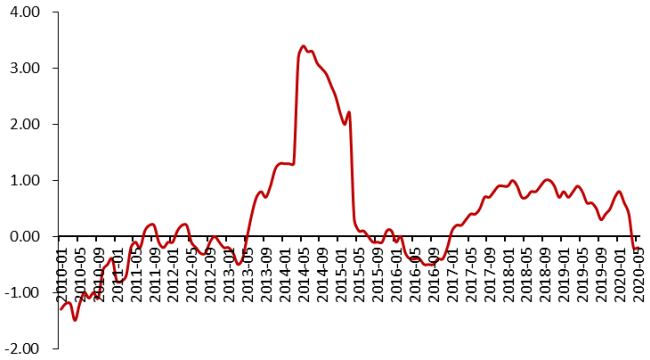
自今年 1 月以来，日本 CPI 增速明显回落。2020 年 5 月日本 CPI 当月同比增速为 0.1%。今年 5 月日本核心 CPI 当月同比增速为-0.2%。2020 年核心 CPI 在 1 月出现小幅增长后持续下滑。预计受疫情和能源需求的影响，2020 年下半年日本 CPI 增速要实现大幅回升仍存在一定难度。

图 20： 日本 CPI 当月同比（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

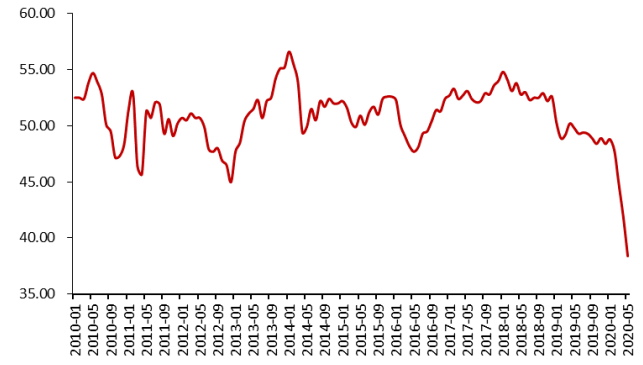
图 21： 日本核心 CPI 当月同比（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

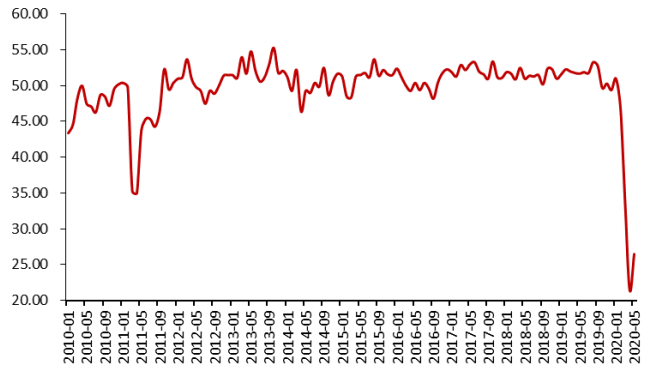
从今年 2 月以来，日本制造业 PMI 一直在下降。今年 5 月日本制造业 PMI 为 38.4，大幅低于前值 41.9；今年 5 月日本服务业 PMI 为 26.5，高于前值 21.5。由于全球疫情的影响，预计下半年日本制造业和服务业 PMI 仍处于较为疲软的阶段。

图 22： 日本制造业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

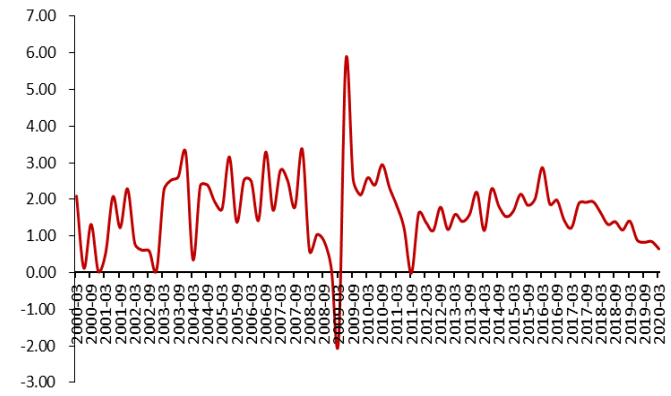
图 23： 日本服务业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

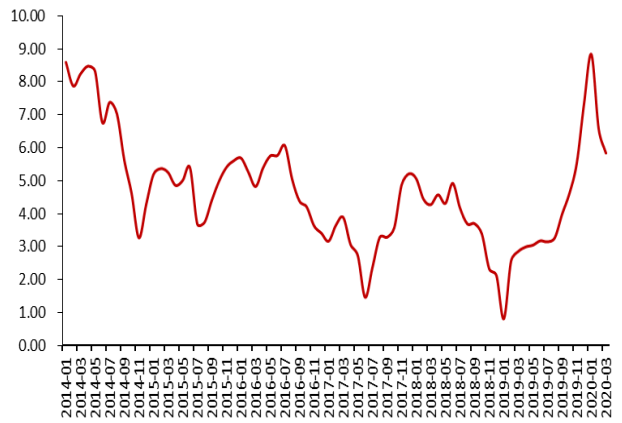
今年疫情爆发以来，由于医疗水平限制，不少新兴经济体疫情蔓延较快，经济受到冲击较大(如印度和巴西)。2020 年一季度印度 GDP 季调环比增速为 0.66%，低于前值 0.86%。印度今年 3 月 CPI 同比增速下降至 5.84%，大幅低于 2 月的 6.58%和 1 月的 8.84%。今年 5 月印度制造业 PMI 和服务业 PMI 分别为 30.8 和 12.6，继前三个月的下跌后逐渐回升，但仍处于较低水平。由于印度今年 6 月以来平均日增新冠疫情数量仍在 1 万以上，预计今年下半年整体经济复苏仍受到一定抑制。

图 24： 印度 GDP 不变价季调环比（%）



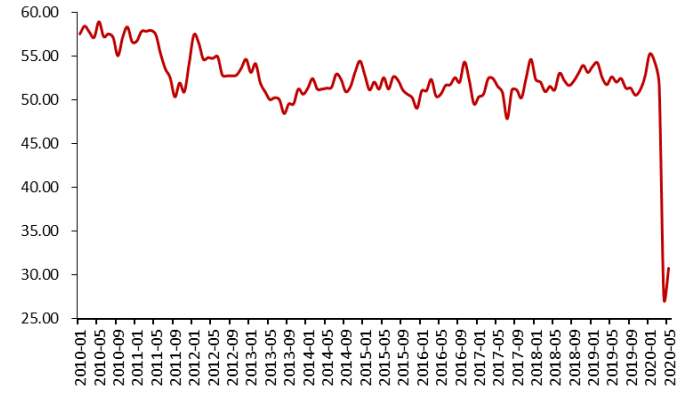
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 25： 印度 CPI 全部同比（%）



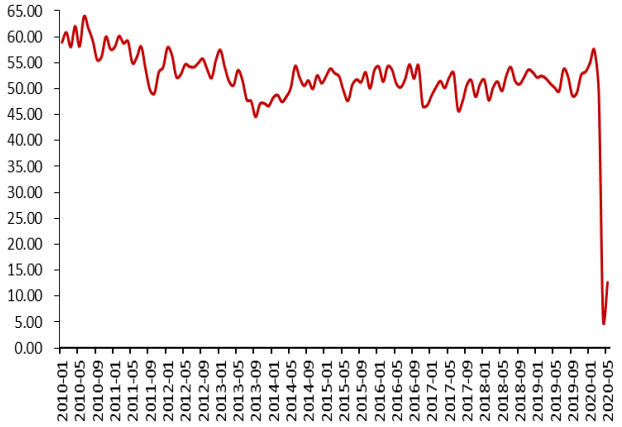
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26： 印度制造业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

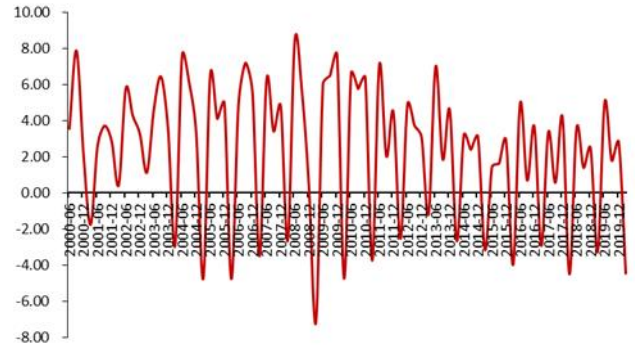
图 27： 印度服务业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

2020 年一季度巴西国民总收入环比萎缩 4.45%。今年 5 月巴西的全国消费者物价指数 INPC 同比增速下降至 1.88%。今年巴西制造业 PMI 在 2 月出现峰值 52.3，随后便大幅下滑，5 月终值为 38.3，较前值 36 有小幅增长；今年 5 月巴西服务业 PMI 为 27.6，仍处于历史较低水平。由于巴西在疫情未受到明显控制的情况下强制重启经济，且今年 6 月以来单日新增病例最高突破 5 万，预计下半年整体经济仍将受到明显冲击。

图 28： 巴西国民总收入环比（%）



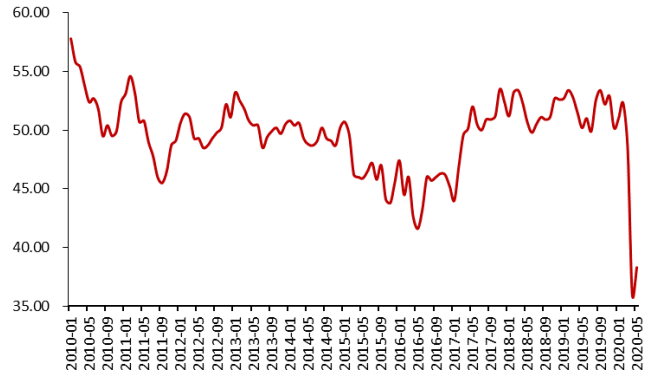
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 29： 巴西广义消费指数 IPCA 同比（%）



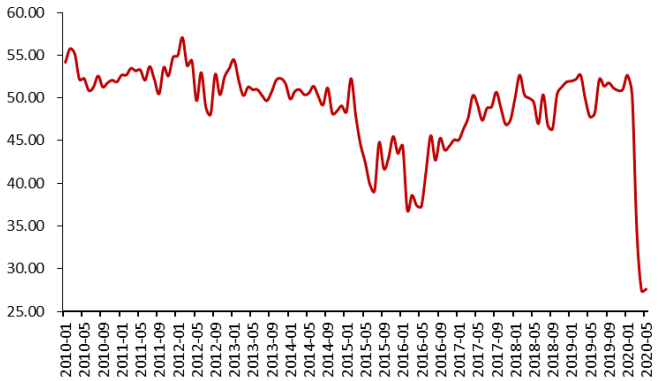
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 30： 巴西制造业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 31： 巴西服务业 PMI



资料来源：Wind，川财证券研究所

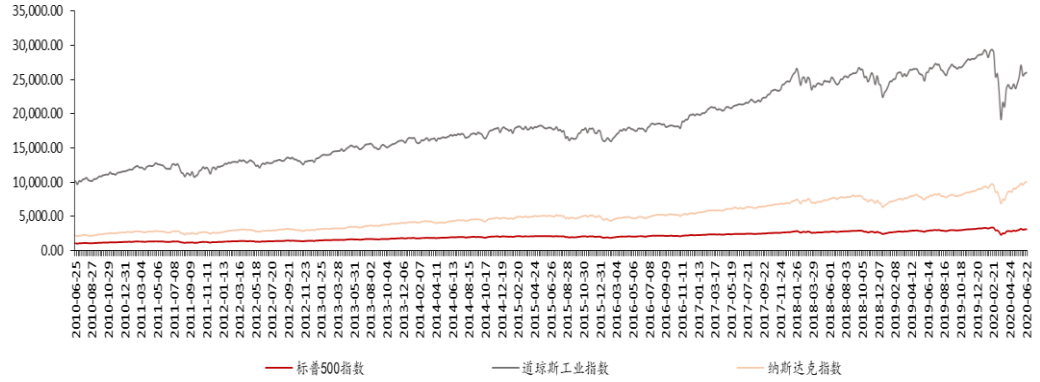
二、2020 年上半年海外股市和黄金的走势与下半年展望

2.1 2020 年上半年美股的走势与下半年展望

美股自 2020 年 2 月下旬开始出现大幅回撤，并且在 3 月震荡幅度明显加剧。美股在今年 2-3 月的大幅下跌主要是由于疫情对美国经济冲击较为明显，且美股已经上涨了超过十年因而累计涨幅过大，而且在 2020 年年初估值过高；叠加中东石油问题的刺激促使美国金融系统面临的风险大幅上升。由于美国迅速出台了一系列规模空前的货币政策和财政刺激，今年 3 月下旬以来，美股的剧烈震荡局面开始有所缓和。另外，美国各州开始逐步重启经济，4 月以来美股反弹幅度较大。现阶段美股估值偏高，且疫情并未得到明显控制，预计美股市

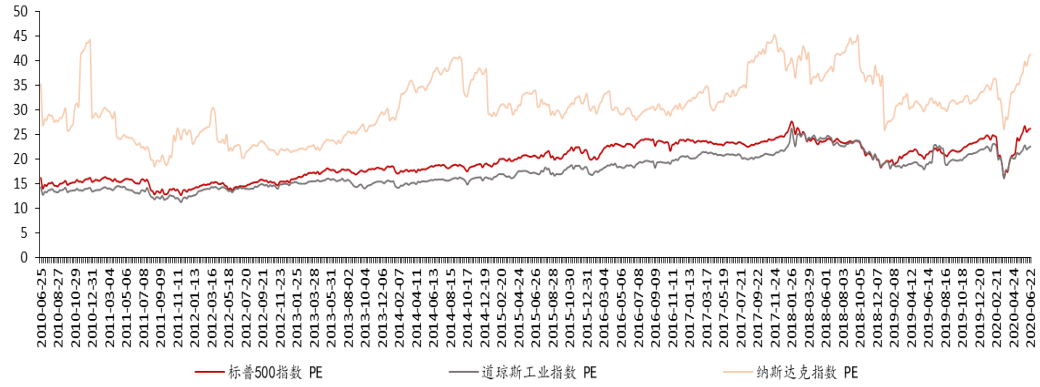
场今年下半年仍将保持较高的波动率。未来美股仍会有较明显的震荡和波动走势出现。

图 32： 美股三大指数走势



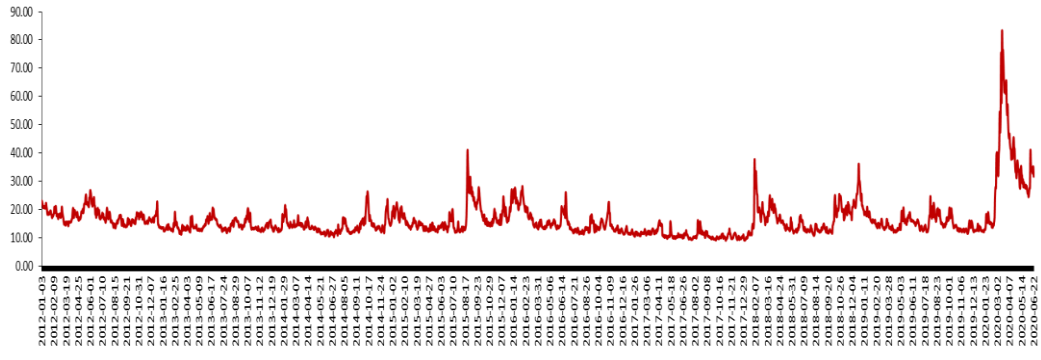
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 33： 美股三大指数 PE



资料来源：Wind，川财证券研究所

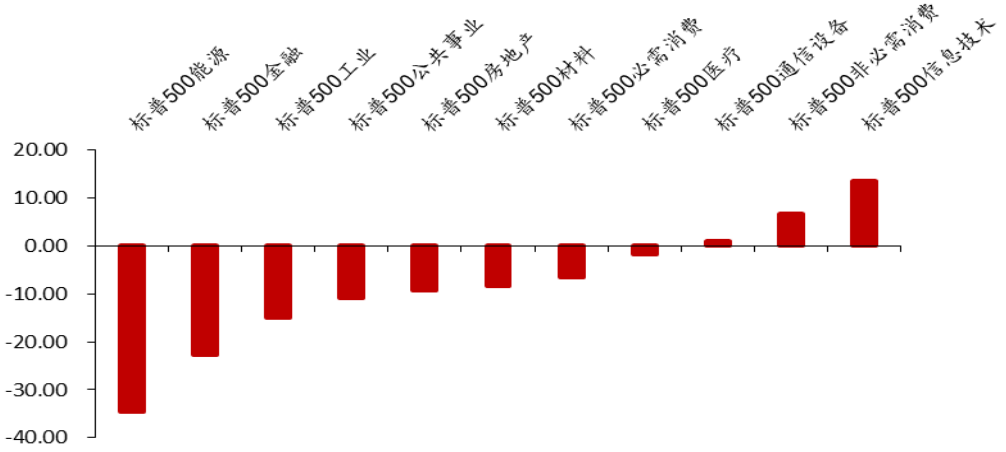
图 34： 标普 500 恐慌指数 VIX



资料来源：Wind，川财证券研究所

分行业来看，今年年初以来美股中能源和金融板块回撤幅度较大，现阶段仍处于熊市区间。今年年初至 6 月 22 日，标普 500 能源和标普 500 金融板块下跌幅度最大，分别达到了 34.66%和 22.8%。此外，标普 500 工业板块跌幅也较大，达到了 15.07%。由于疫情对科技公司影响相对较小，标普 500 信息技术表现相对较好，经历今年 2 月下旬至 3 月的大幅下跌之后，出现了明显反弹，年初至 6 月 22 日上涨了 13.48%。受疫情刺激，抗疫相关概念板块表现较好，所以年初至 6 月 22 日，标普 500 医疗板块仅下跌 1.89%。

图 35： 2020 年初以来标普 500 各行业表现（%）

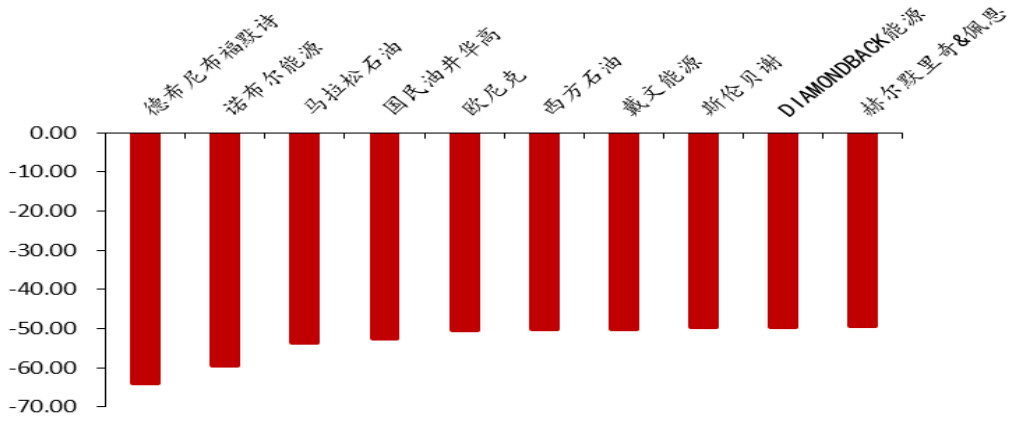


资料来源：Wind，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 6 月 22 日。

受石油减产协议谈判曾一度陷入破裂的影响，今年油价大幅下跌。尽管今年 4 月以来美股能源板块有所反弹，但是整体反弹力度仍然有限。今年年初至 6 月 22 日，美国标普 500 能源行业跌幅前十的个股分别为德希尼布福默诗、诺布尔能源、马拉松石油、国民油井华高、欧尼克、西方石油、戴文能源、斯伦贝谢、DIAMONDBACK 能源、赫尔默里奇&佩恩，均下跌超过 49%。我们认为今年下半年美股能源板块仍会有震荡和波动相对较高的时期，但是由于能源板块仍处于历史价格相对低位阶段，可以从未来的震荡和波动中寻找低点分批进行投资。考虑到单只标的的不确定风险，可考虑相关 ETF 的机会。相关 ETF 为 ISHARES GLOBAL ENERGY ETF，Energy Select Sector SPDR Fund。

图 36： 年初以来美国标普 500 能源行业跌幅前十个股（%）

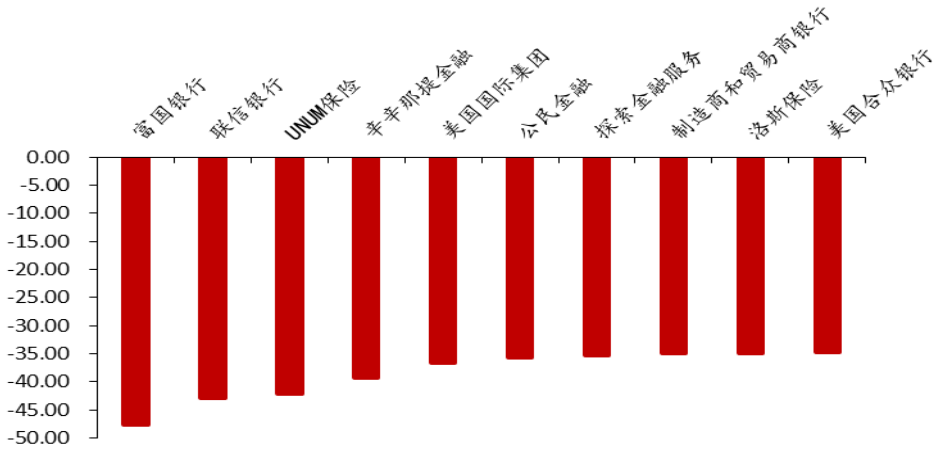


资料来源：Wind，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 6 月 22 日。

今年年初至 6 月 22 日，美国标普 500 金融行业跌幅前十的个股分别为探索金融服务、SYNCHRONY FINANCIAL、联信银行、美国国际集团、UNUM 保险、公民金融、景顺集团、第一资本金融、五三银行和林肯国民，跌幅均达到 34%以上。我们认为未来一段时间美股金融板块仍会处于高波动时期，虽然今年 4 月以来标普 500 金融行业有一定反弹，但是反弹幅度较 2-3 月的跌幅比较有限。由于金融板块仍处于历史价格相对低位阶段，可以从今年下半年的震荡和波动中寻找低点分批进行投资。为防止单只标的的风险，可考虑相关 ETF 的机会。相关 ETF 为 SPDR S&P Bank ETF，SPDR S&P Insurance ETF 等。

图 37： 年初以来美国标普 500 金融行业跌幅前十个股（%）



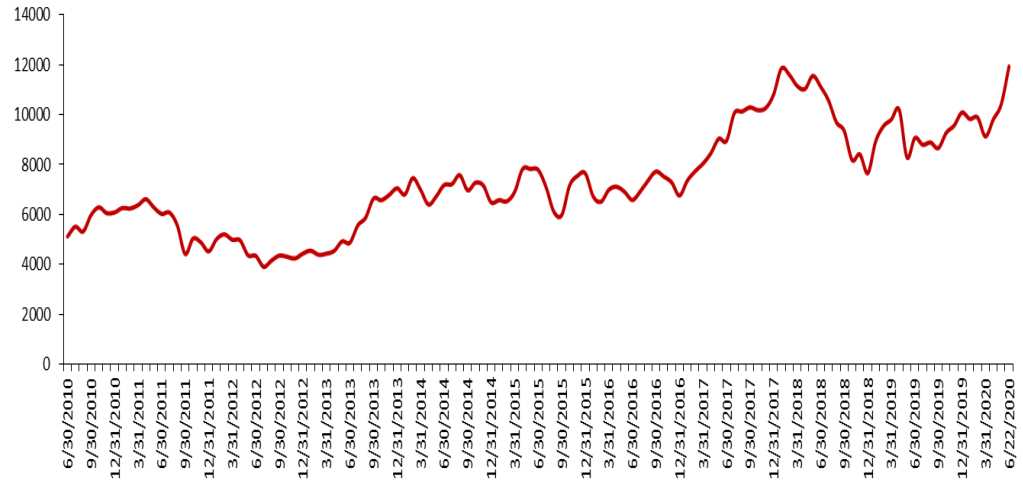
资料来源：Wind，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 6 月 22 日。

考虑到美国疫情还未得到明显抑制，预计医疗板块仍然有较好的机会。但是由于今年 4-5 月美股医疗板块反弹较多，预计今年下半年依然有一些震荡和波动产生，可以从震荡和波动中分批找寻投资机会。从长周期来看，生物科技仍然是美国发展的重点领域。相关 ETF 为 iShares U.S. Healthcare ETF，SPDR S&P Biotech ETF 等。此外，标普 500 信息技术板块由于受疫情影响较小，且受疫情刺激不少科技领域得到较好的发展和应用，因而在今年 2-3 月的明显下跌后，4 月以来出现的反弹力度较大且估值偏高。但疫情下科技公司也会多少受到一些冲击。疫情暴增以来，苹果已关闭 32 家门店；2020 年 6 月，微软发布声明表示计划永久关闭全球 83 家实体零售商店。预计在下半年美股科技板块出现一些震荡回调后，将会出现一些较好的投资机会；此外，信息技术一直是美国经济的重点发展领域，长周期机会相对较多，相关 ETF 为 iShares U.S. Technology ETF，iShares North American Tech ETF，Vanguard Information Technology ETF 等。

由于中国抗疫措施实施较好且疫情控制较好，今年中概股表现出较好的韧性。今年 3 月纳斯达克金龙指数仅回撤 7.66%，且今年年初至 6 月 22 日还上涨了 18.3%。考虑到美国中概股回归潮的影响，叠加现阶段美国中概股估值处于历史较低水平，且中国整体受疫情冲击较小，如果不爆发地缘政治等黑天鹅事件，预计美国中概股仍存在一定上涨机会。相关 ETF 为 Invesco Golden Dragon China ETF，PowerShares Golden Dragon China Portfolio 等。

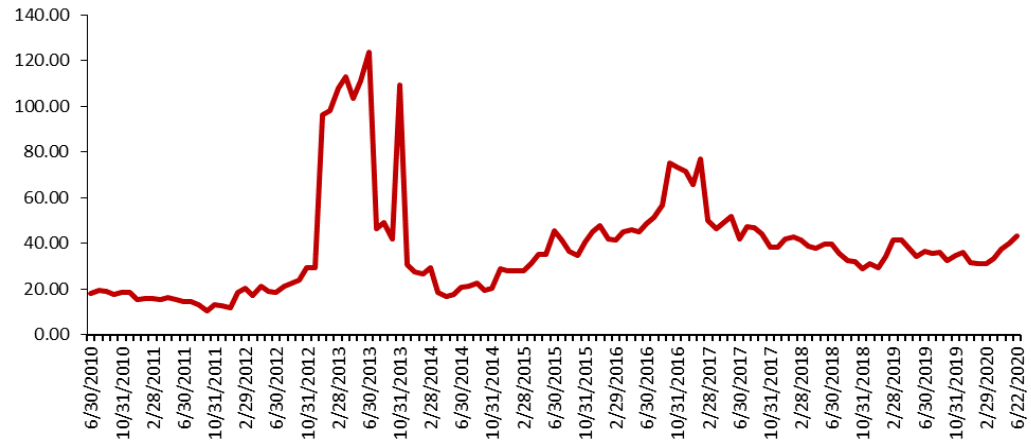
图 38： 纳斯达克金龙指数走势



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 6 月 22 日。

图 39： 纳斯达克金龙指数 PE



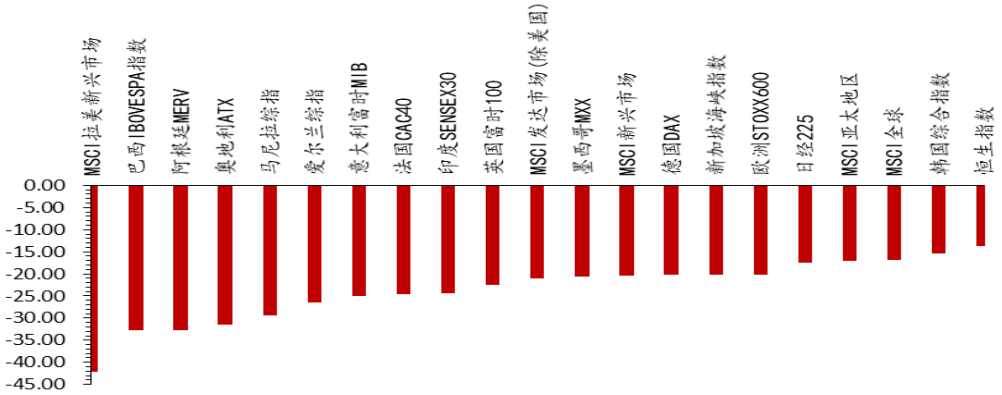
资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 6 月 22 日。

2.2 2020 年上半年欧洲和新兴市场的股市走势与下半年展望

受疫情的冲击，欧洲和新兴经济体的多个市场出现了大幅回撤，不少指数的回撤深度远大于美股。虽然今年 4 月以来，不少欧洲和新兴经济体的指数已经有所反弹，但是仍有一些指数跌幅仍然较大且估值偏低。从今年年初截至 2020 年 6 月 22 日，MSCI 拉美新兴市场、奥地利 ATX、马尼拉综指、富时新加坡海峡指数、巴西 IBOVESPA 指数、法国 CAC40、英国富时 100、意大利富时 MIB 和印度 SENSEX30 等下跌幅度较大，分别下跌 33.07%、28.47%、18.78%、18.4%、17.56%、17.22%、17.21%、17.13% 和 15.37%。

图 40： 今年年初以来全球主要指数表现（%）

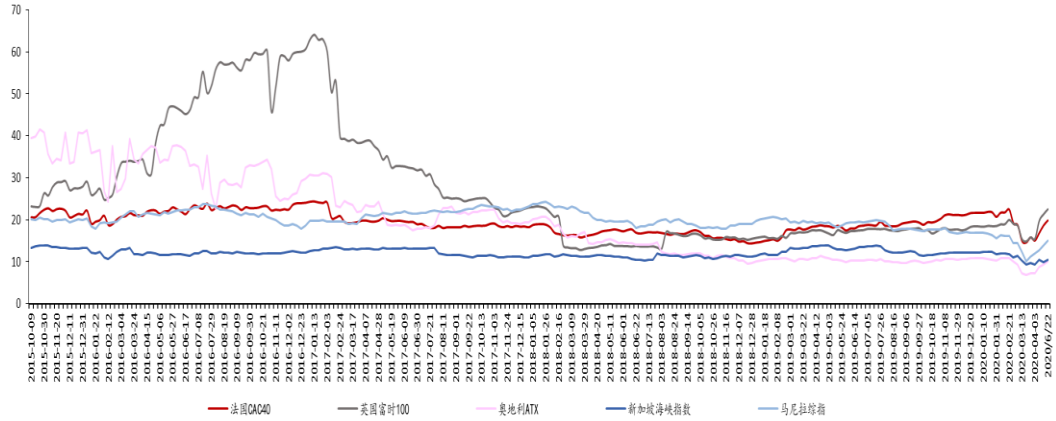


资料来源：Wind，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 6 月 22 日。

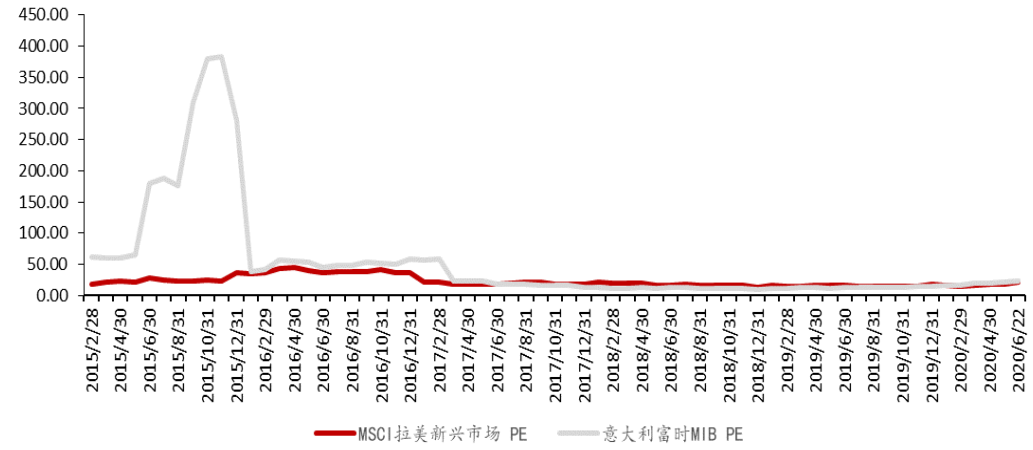
欧洲及新兴市场中，有一些跌幅较大以及低估值的指数值得关注。从欧洲来看，今年年初至 6 月 22 日，法国 CAC40、英国富时 100、奥地利 ATX 和意大利富时 MIB 的 PE 较低，分别为 19.84、22.52、10.13 和 22.69。从新兴市场来看，MSCI 拉美新兴市场、马尼拉综指和新加坡海峡指数的 PE 分别仅为 20.94、15.06 和 10.49，也均处于历史相对低位。预计未来全球市场还会出现震荡，建议可以考虑在低点分批布局这些指数相关 ETF：iShares MSCI United Kingdom ETF、Franklin FTSE France ETF、iShares MSCI Austria Capped ETF、Franklin FTSE Italy ETF、iShares MSCI Singapore ETF、 Franklin FTSE Latin America ETF、iShares MSCI Philippines ETF 等。

图 41： 法国 CAC40、英国富时 100、奥地利 ATX、新加坡海峡和马尼拉综指的 PE



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 42： MSCI 拉美新兴市场和意大利富时 MIB 指数的 PE

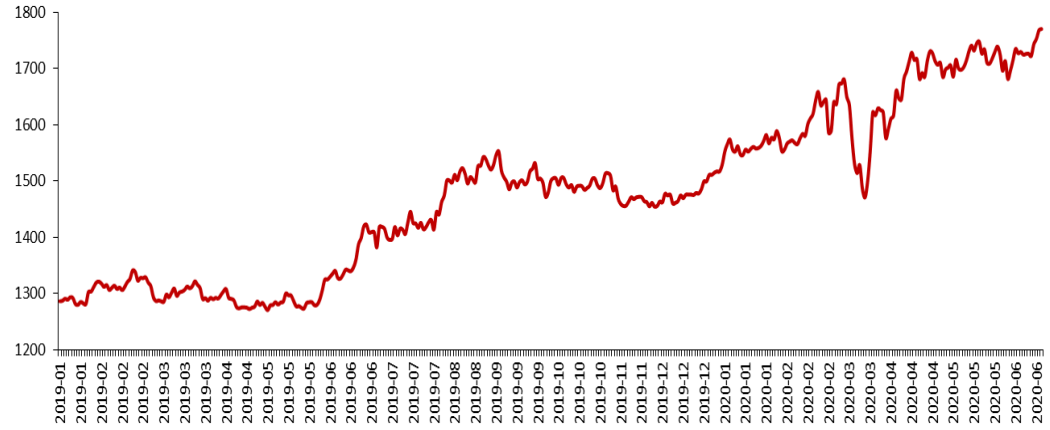


资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

2.3 2020 年上半年黄金的走势与下半年的展望

由于疫情对经济的冲击较大，且美联储开启了史无前例的货币宽松政策，今年上半年黄金走出一轮明显的上涨行情。截至 2020 年 6 月 26 日，伦敦金最高已经冲破 1779 美元/盎司。考虑到美国经济复苏面临的挑战较大，美联储货币政策大概率仍趋于宽松，叠加美国政治不确定的影响以及全球地缘政治风险的上升，预计未来一段时间黄金仍有较好的上涨机会。相关 ETF 为 SPDR Gold Shares 和 iShares MSCI Global Gold Miner 等。

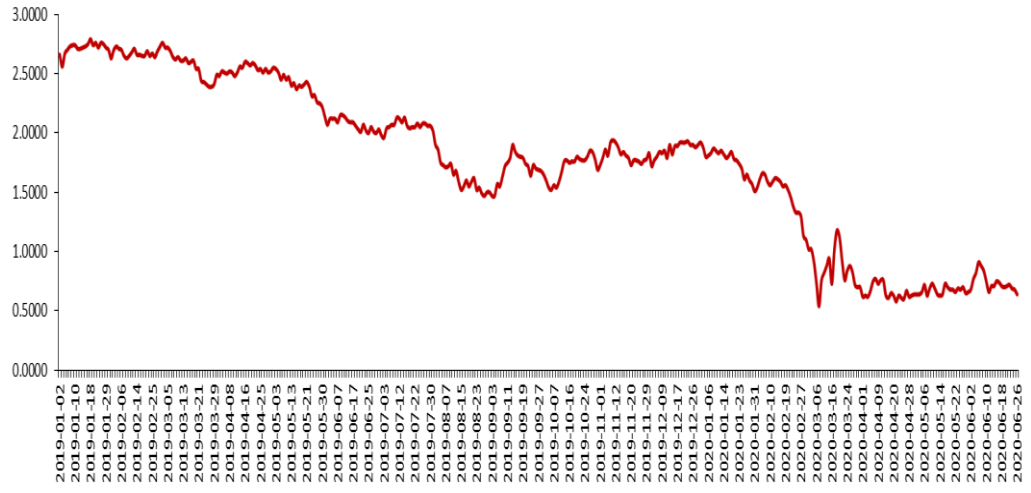
图 43：伦敦金现（美元/盎司）



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 6 月 26 日。

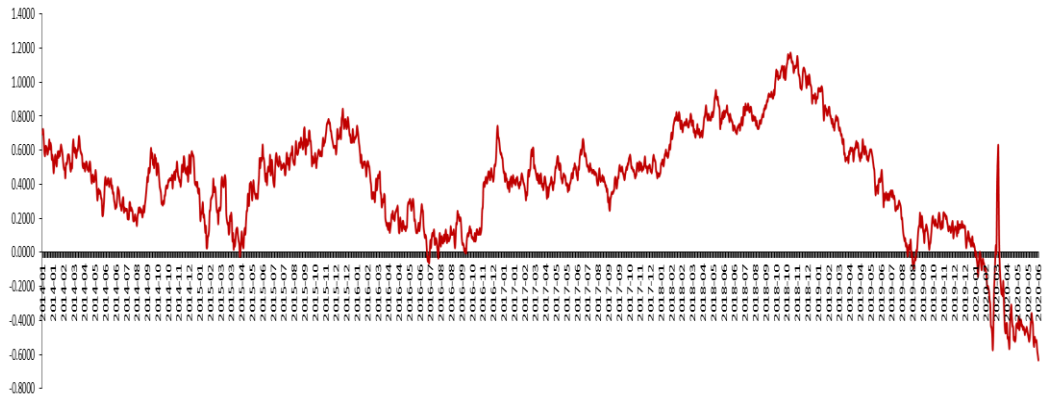
图 44：10 年期美债收益率（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 6 月 26 日。

图 45： 美国 10 年期通胀指数国债收益率（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

注：统计时间截至 2020 年 6 月 26 日。

风险提示

经济增长不及预期；美联储政策超预期；贸易保护主义的蔓延；全球范围内黑天鹅事件。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857