作　　者：宏观经济研究组　李彦森　史家亮
执业编号：F3050205（从业）　Z0013871（投资咨询）
联系方式：010-68578820 /shijialiang@foundersc.com

成文时间：2020年5月10日星期日

海外经济深陷衰退中　就业消费仍不景气

摘要

2020 年二季度，新冠肺炎疫情依然是最核心的风险点，全球疫情仍未到拐点。中国疫情已经得到了有效控制；欧洲疫情已过拐点，处于疫情缓和期；美国疫情依然处于大爆发阶段，临近拐点；俄罗斯、巴西、印度等新兴市场延续欧美疫情趋势，正式进入大爆发期，成为当前阶段的核心风险点。短时间内，疫情依然难以得到有效的控制，全球疫情或于 3 季度出现明显的好转，要谨防疫情在秋冬季的二次爆发。另外，4 月以来美国政府加大舆论攻势将其疫情失控的责任甩锅，特朗普已经表示将提高关税作为报复举措之一，这意味者美国再度加征关税成为特朗普政府的政策选项。未来，以邻为壑转嫁危机的全球贸易争端会愈演愈烈，中东等地或出现地缘政治冲突。

疫情引发的严防严控冲击服务业和制造业，服务业 PMI 和制造业 PMI 均陷入停滞的状态，不断刷新历史新低，全球经济增长失去动能，预计全球 2020 年经济将会陷入深度衰退中，美欧日经济的衰退幅度要大于全球经济衰退幅度，预计会出现 5%-8%的负增长，中国经济虽大幅下滑，依然会录得 1.5%-2.5%的正增长；二季度经济方面，美欧经济大幅衰退，将会录得 20%以上的负增长。新兴市场经济均会大幅下降，印度经济或出现零增长，而巴西和俄罗斯则会出现 6%-8%的负增长，二季度不排除 20%的负增长，南非已经陷入深度衰退中，疫情的影响则会使其衰退程度加深。

经济衰退和量化宽松背景下，资产配置机会凸显。外汇方面，避险情绪助力美元短期内偏强运行，中长期将会偏弱运行；疫情冲击叠加脱欧乱局，维持英镑逢高沽空思路；欧盟债务危机严重，欧洲经济深度衰退难以避免，欧元继续逢高沽空。黄金方面，疫情、经济衰退、超量化宽松政策，叠加新一轮可能爆发的贸易争端和通胀压力，黄金仍有上涨空间。有色金属方面，有色整体已走强一月余，复工复产实施后，预计供给端恢复要快于需求端，维持宽幅震荡观点，上涨空间相对有限。原油方面，产油国减产进入实质阶段，后续需关注减产执行情况，未来需求将逐步好转，这将支持油价逐步筑底回升。

整体来看，2020 年 5-6 月份，新冠肺炎疫情将会持续的影响全球金融市场和经济，黄金、美债以及日元等避险资产仍值得高配，可逢低做多，但同时注意控制避险品种冲高获利回落风险。大宗商品及股市等风险资产修复性上涨，应该选择超跌或逢低时加仓商品等风险资产。

目 录

一、 全球经济预测分析 3

二、 美国二季度经济深度衰退难以避免 5

(一) 美国最长经济扩张周期正式结束 6
(二) 制造业陷入停滞 5 月环比改善可能性大 7
(三) 非制造业 PMI 跌至历史新低 8
(四) 供需两端陷入衰退中 9
(五) 美国就业市场陷入困境 10
(六) 3 月通胀大幅下降 核心 CPI 自 2010 年来首次下滑 11
(七) 低利率与超量化宽松持续 12

三、 欧洲复工复产政策呼之欲出 16

(一) 欧元区经济深度衰退难以避免 16
(二) 欧洲企业活动严重萎缩 预计 5 月环比将会改善 18
(三) 欧元区经济景气指数再创历史新低 20
(四) 超宽松经济政策将会持续 22
(五) 英国 PMI 陷入停滞 经济将陷入深度衰退中 25
(六) 英国货币政策宽松有限 26

四、 日本 2020 年经济将会严重萎缩 29

(一) 日本不断加码经济政策宽松力度 29
(二) 日本经济增长动能不足 31
(三) 日本经济超预期下滑 将会继续大幅下行 32

五、 主要新兴市场国家经济将陷入深度衰退中 36

六、 全球宏观策略与大宗商品操作建议 38

(一) 全球宏观策略及资产配置分析 38
(二) 大宗商品市场操作建议 39

一、 全球经济预测分析

世界三大经济组织全球主要经济体经济预测（20200506）																
GDP预测（同比）	IMF（2020-4-14）				世界银行（2020-1-1）				经合组织（2020-1-1）				欧盟（2020-5-6）			
	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年
全球经济预测	2.9	-3	5.8	3.6	2.9	2.5	2.6	2.7	2.9	2.4	3.3			-3.5	5.2	
美国经济预测	2.3	-5.9	4.7	1.6	2.3	1.8	1.7	1.7	2.3	1.9	2.1		2.3	-6.5	4.9	
中国经济预测	6.1	1.2	9.2	5.7	6.1	5.9	5.8	5.7	6.1	4.9	6.4					
欧元区经济预测	1.2	-7.5	4.7	1.4	1.1	1	1.3	1.3	1.2	0.8	1.2		1.2	-7.7	6.3	
英国经济预期	1.4	-6.5	4	1.5					1.4	0.8	0.8		1.4	-8.3	6	
日本经济预测	0.7	-5.2	3	0.5	0.8	0.7	0.6	0.4	0.8	0.2	0.8		0.8	-5	2.7	
俄罗斯经济预测	1.3	-5.5	3.5	2	1.3	1.6	1.8	1.8	1.3	1.8	1.9					
印度经济预测	6.1	1.9	7.4	7.4	6.1	5	5.8	6.1	6.1	5	5.8	6.3				
巴西经济预测	1.2	-5.3	2.9	2.4	1.1	2	2.5	2.4	1.1	1.7	1.8					
南非经济预测	0.1	-5.8	4	1.8	0.1	0.9	1.3	1.5	0.1	0.6	1					

世界主要投行经济预测（20200506）																				
GDP预测（同比）	花旗集团				高盛				摩根大通				德银				摩根士丹利			
	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年
全球经济预测					2.9	-2.4	6.5	4.2	2.9	-2.7	5.7		2.9	-1.7	5.8					
美国经济预测	2.3	-2.6	3.8		2.3	-6.2	5.5	3.5	2.3	-6.4	6.2		2.3	-4.2	3.8	2.3	2.3	-5.5	5.3	
中国经济预测	6.2	2.4			6.1	3	7.7		6.1	1.3	8.5		6.1	1.8	8	5.6	6.1	2	9.2	
欧元区经济预测	1.2	-8.6							1.2	-7	6.7		1.2	-5.6	4.5	1.6	1.2	-10.8	6	
日本经济预测	0.7	-4.7			0.7	-6	3.1		0.7	-8.5	3.1		0.7	-3.9	2.6		0.7	-1.7	1.4	
GDP预测（同比）	巴莱克银行				美银美林				瑞银集团				瑞士信贷				富国银行			
	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年	2019年	2020年	2021年	2022年
全球经济预测	2.9	-1.5	4.8		2.9	-2.7	6.3		2.9	-1.6	4.7		2.9	-3	5.2		2.9	-2.7	3	
美国经济预测	2.3	-6.4	3.6		2.3	-5.6	5.3		2.3	-6.5	3.6		2.3	-2.6	2.9		2.3	-3	1.7	
中国经济预测	6.1	1.3	6.9		6.1	1.2	8.8		6.1	1.5	7.5		6.1	3.3	5.6		6.1	-1.2	7.5	
欧元区经济预测	1.2	-10.1	7.5		1.2	-7.6	8.3		1.2	-6.1	4.1		1.2	-5.2	5.6		1.2	-4.4	0.4	
日本经济预测	0.7	-3.9	0.7		0.7	-4	2.9		0.7	-5.3	3.2		0.7	-1.8	1		0.7	-4.3	0.7	

图 1 世界三大经济组织及主要投行经济预测统计

数据来源：Wind、方正中期研究院

上图为世界三大经济组织及主要投行关于全球及美日欧等国的经济预测，4 月 14 日，IMF 发布发布新一期《世界经济展望报告》，预计今年全球经济将萎缩 3%，预为上世纪 30 年代大萧条以来最糟经济表现。预计2020年美国GDP增速为-5.9%,欧元区经济在2020年将收缩7.5%，中国则是为数不多的正增长的国家，预计 2020 年将会增长 1.2%。随后，IMF 发布的《全球金融稳定报告》指出，新冠肺炎疫情给全球金融市场带来了历史性挑战，多边合作至关重要。全球经济深度刷退难以避免，2021 年将会大幅反弹。

下面分国家具体分析：

全球方面，高盛、摩根、巴莱克银行、德银、瑞银以及富国银行相继公布最新全球经济预测，预计 2020 年经济增长在-2%--3%，2021 年出现大幅反弹。联合国则表示，新冠肺炎疫情或

致全球经济萎缩近1%。如果对经济活动的限制持续到今年第三季度，再加上财政措施无法有效支持居民收入和消费支出，全球经济产出将可能会进一步收缩。

美国方面，世界主要投行纷纷大幅下调美国2020年经济预期，预期区间为-4%--6%之间；摩根士丹利则将美国第二季度GDP增速预期从-30%下调至创纪录的-38%，调整后的预期意味着美国2020年实际GDP年率将萎缩5.5%，创1946年以来最大跌幅。高盛发表报告，预测美国经济第二季将倒退34%，全年倒退6.2%，明年则增长5.5%。美联储方面，达拉斯联储行长Kaplan认为美国经济历史性萎缩，预计二季度经济折合年率料萎缩30%；美联储副主席Clarida预计下半年美国经济将开始复苏；圣路易斯联储行长也认为，经济的主要动荡将发生在第二季度。

中国方面，中国疫情最先爆发，也是最先得到有效的控制，中国经济开启了全面复工复产，然二季度外需依然会拖累中国经济，世界主要投行将中国2020年经济大幅下调，预期区间为1-3%之间。整体来看，中国2020年经济预测还是正增长，要强于欧美日的负增长预期。2021年，中国经济则迎来大幅反弹，摩根更是将中国2021年经济增长预期提升到了9.2%。

欧元区方面，欧元区是疫情最为严重的地区之一，西班牙、意大利、法国、德国以及刚刚脱离欧盟的英国疫情严重，欧元区经济衰退最为严重，各大投行将2020年经济预期调整的更低，预期区间为-6%--8%；2021年亦是迎来反弹。欧洲疫情拐点已过，疫情出现明显的好转，严防严控措施陆续放松，经济复苏提升日程，预计欧元区三、四季度经济会出现大幅环比改善。

日本方面，日本疫情较欧美疫情偏弱，并且前期就跟随中国采取了严格的防控措施，故疫情对经济的影响要弱于欧美；但是日本经济本来就处于停滞趋势中，叠加奥运会推迟影响，日本经济下降幅度亦较大，世界主要投行亦大幅下调日本经济预期，预期空间为-5%--7%之间，2021年则出现小幅回调，回调的幅度要小于中欧美等国。

二、 美国二季度经济深度衰退难以避免

2020 年美国大选和贸易争端本是最大的风险点，然而新冠肺炎疫情的爆发却改变了这一现状：美国大选被弱化，疫情助特朗普连任的概率大增，民主党暂时没有强有力的竞争对手；贸易争端暂时被搁置，但是疫情的蔓延使得各国以邻为壑，封城封境，贸易全球化被打破，全球化治理受到质疑。3 月底 4 月初，美国成为新冠肺炎疫情的核心重灾区，截止 5 月 8 日，已经累积确诊人数达到 130 万，死亡人数达到 7.7 万；预计确诊人数或将达到 200 万，死亡人数将会达到 10-20 万，美国所有州全部进入灾难状态，疫情防控成为当前最核心的问题，也是经济走势的最核心影响因素。美政府和美联储均采取超级宽松的经济措施，美国政府已经采取了四轮共计 2.8 万亿的财政刺激措施，现在依然在规划 2 万亿的基建刺激；美联储则是连续两次紧急降息至零利率，并采取无限量的超级宽松 QE。美国疫情临近拐点，特朗普政府推出经济三阶段复苏计划，各州可根据州内实际情况逐步放松管控，预计美政府和联储将会维持超宽松的经济政策不变。从全球来看，在无新的经济增长点前，美国将会深化贸易战思维，以邻为壑转嫁危机，一方面转移抗疫不利遭到民众质疑的焦点，另一方面于争端中获得额外的收益，故需要警惕新一轮的贸易争端。超宽松的货币政策或引发物价的普遍上涨，要警惕通胀风险。

经济数据方面，近期公布的数据已经显现出疫情的冲击，美国一季度 GDP 下跌 4.8%，最长经济扩张周期正式结束；4 月数据方面，美国的严防严控措施使得美国经济活动陷入停滞，美国制造业和服务业 PMI 数据均不断刷新历史新低，零售销售和工业生产指数亦出现大幅下滑，美国私人和企业投资均大幅下降，近六周的周初请失业人数达到 3000 万暗示美国二季度失业率将会达到创记录的 20%以上，通胀指标亦因疫情和原油价格战而大幅回落。二季度，美国经济则会大幅下跌，预计会录得 20%以上的负增长，陷入深度衰退中。三季度，随着美国疫情的好转，美国经济则开始复苏，快速反弹。四季度，美国经济则会大幅反弹转正。整体来看，

美国 2020 年整体经济会出现 4%-6%的萎缩。

(一) 美国最长经济扩张周期正式结束

美国第一季度实际 GDP 年化率初值为-4.8%，远不及-4%的预期值和 2.1%的前值，正式宣告美国最长经济扩张周期结束，经济进入萎缩周期；美国第一季度个人消费支出季率初值为-7.6%，远不及-3.6%的市场预期和 1.8%的前值。美国个人消费占 GDP 的比重达到 70%，一季度个人消费数据和 GDP 数据相互验证，均说明美国经济陷入深度衰退中。美国消费和投资项均大幅下降拖累美国经济，而商品和服务净出口项和政府消费支出和投资总额项在一定程度上避免了 GDP 的深度下滑。当然净出口的正向拉动并非美国进出口保持强劲增长，而是美国进口下降幅度大于出口下降幅度所致。

二季度以来，美国的严防严控措施使得美国经济活动陷入停滞，美国制造业和服务业 PMI 数据均不断刷新历史新低，零售销售和工业生产指数亦出现大幅下滑，美国私人和企业投资均大幅下降，近六周的周初请失业人数达到 3000 万暗示美国二季度失业率将会达到创记录的 20%以上，通胀指标亦因疫情和原油价格战而大幅回落，故美国二季度经济将会继续大幅下降，预计将会录得 20%以上的负增长，三、四季度则会明显好转，预计美国 2020 年全年 GDP 亦会萎缩 5%-6%。

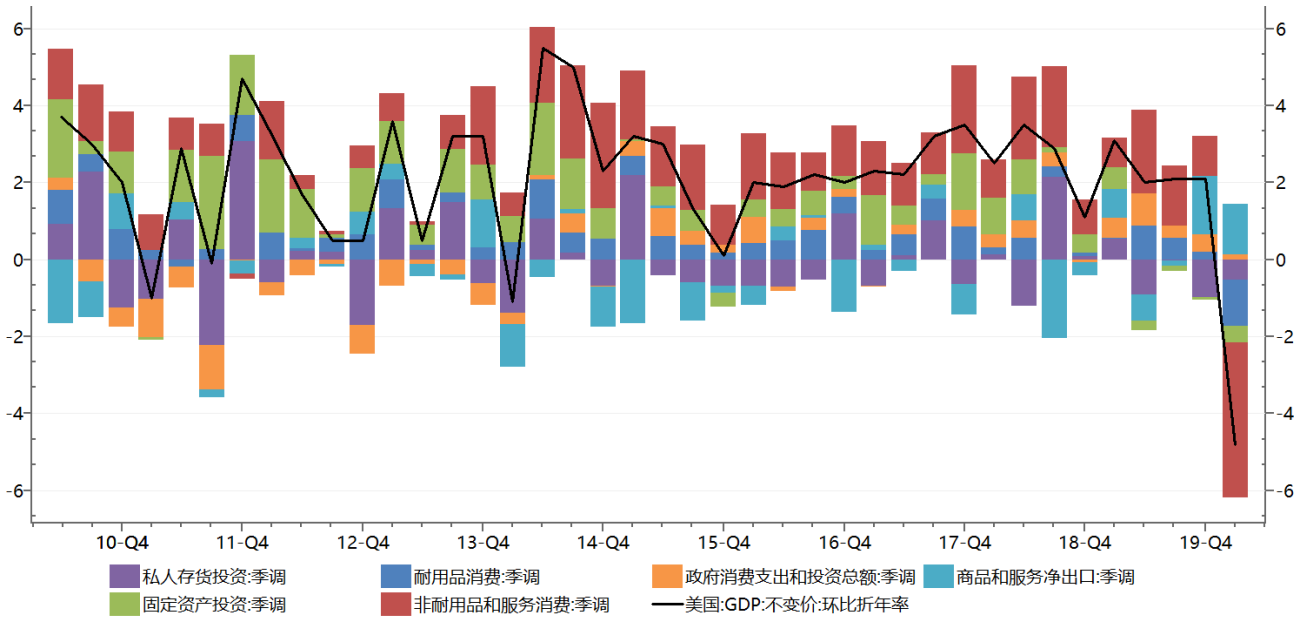


图 2 美国 GDP 与失业率

数据来源：Wind、方正中期研究院

(二) 制造业陷入停滞 5 月环比改善可能性大

美国 4 月 ISM 制造业 PMI 报 41.5，创 2009 年 4 月以来最低水平，美国制造业企业活动陷入停滞状态；各主要分项指数亦大幅下降，产出指数和新订单指数表现最差。生产、需求以及库存同步走弱，制造业各分项全面陷入停滞。疫情对美国制造业企业活动的冲击已经全面显现，令供应链断裂，制造业处于停滞状态，企业信心和投资明显下滑，而且各大制造商对未来商业环境的预期仍较为悲观，经济增长动能丧失。

虽然该数据表现低迷，但市场似乎并没有太过于悲观，该数据已经被市场所预期并被计价，当前市场更期待的是疫情之后的复工计划。随着美国疫情临近拐点，美国企业复工复产将会在 5 月陆续展开，供需两端则会逐步的好转，故美国 5 月制造业企业活动会出现转暖迹象。从近

期数据来看，制造业尽管数据凸显疫情对制造业的冲击，但是数据结果要相对优于预期。因此5月份的制造业数据可能会看到起色，制造业PMI则会出现低增长，环比增加，但是增加的程度有限。

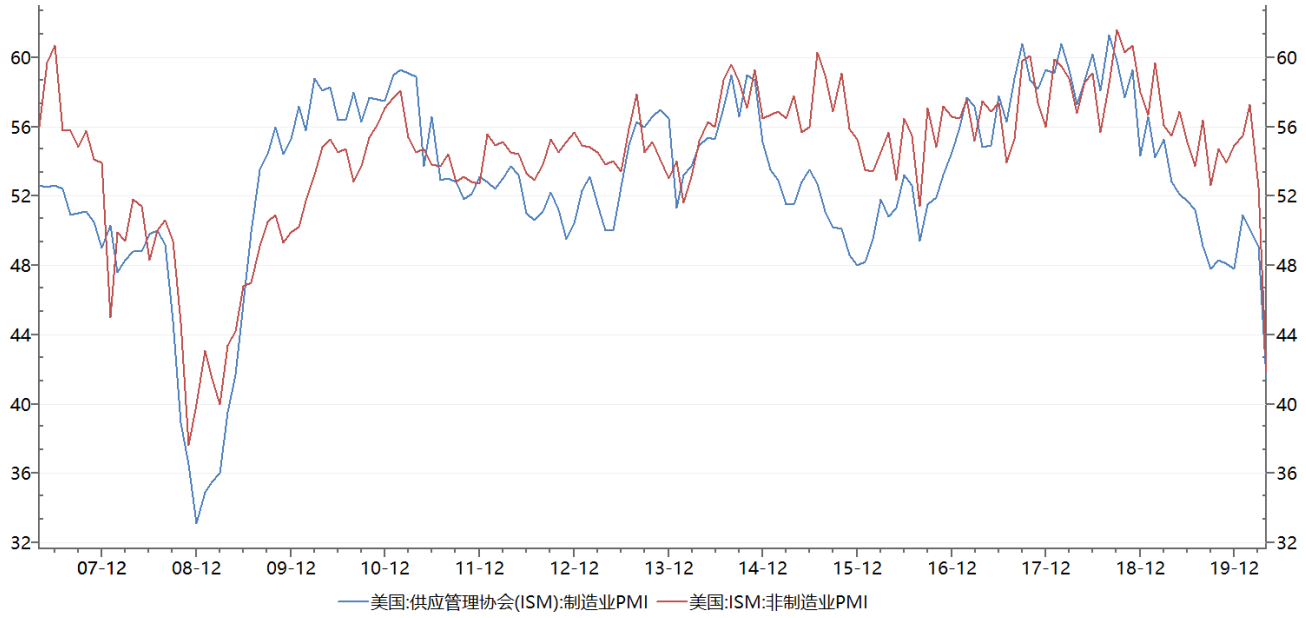


图 3 美国制造业与服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期研究院

(三) 非制造业PMI跌至历史新低

美国4月ISM非制造业PMI录得41.8，不及前值，美国商业活动、新订单和就业指数跌至1997年数据开始统计以来最低水平。PMI指数的急剧下降，甚至超过了全球金融危机最严重的时候。服务业占美国经济总量的80%以上，是其支柱产业，疫情对人与人之间的接触造成了极大限制，对支撑美国经济的服务业造成重创，故非制造业的萎缩使得经济深度衰退难以避免。服务业瘫痪还可能引发企业破产、企业债务评级下调和银行资产负债表恶化等多重冲击。故服务业陷入停滞可以直接证明美国二季度GDP的深度衰退难以避免。

然美国疫情临近拐点，特朗普的经济三阶段复苏规划在各州会逐步实施，企业复工复产将会在 5 月陆续展开，故美国 5 月非制造业企业活动会出现转暖迹象。从近期数据来看，尽管数据凸显疫情对非制造业的冲击，但是数据结果要相对优于预期。因此 5 月份的非制造业数据可能会看到起色，非制造业 PMI 则会出现低增长，环比增加，但是增加的程度有限；服务业受到的冲击比制造业更为严重，服务业的恢复亦比制造业的恢复更加艰难。

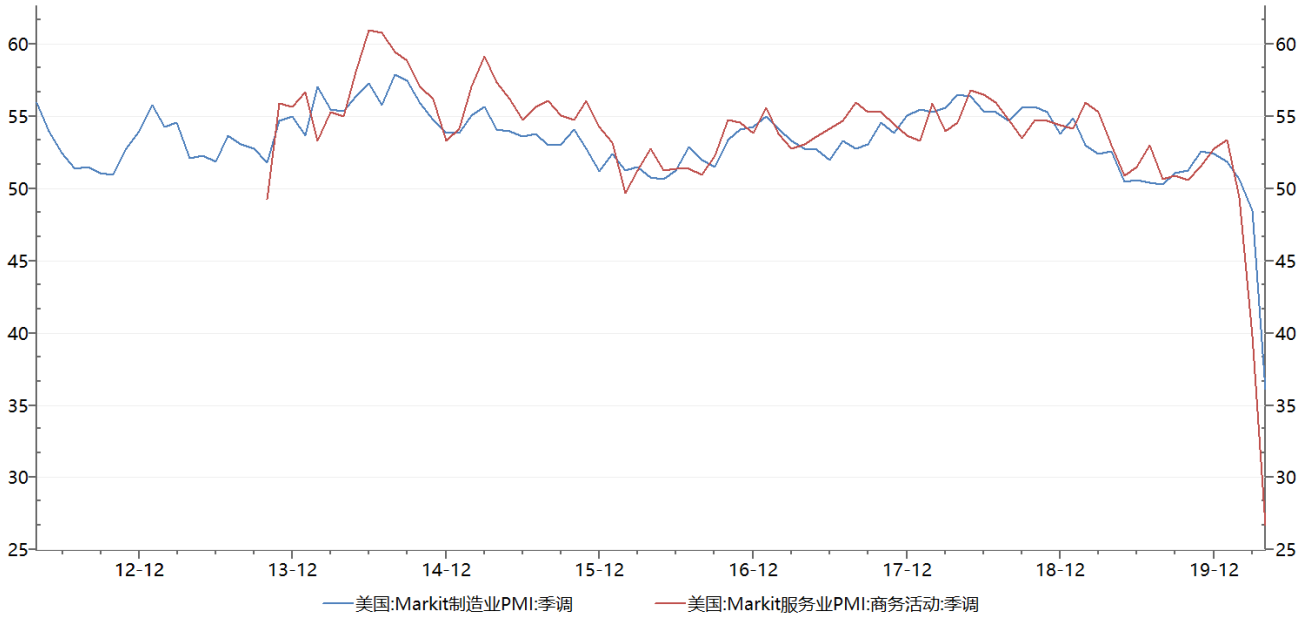


图 4 美国 Markit 制造业与服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期研究院

(四) 供需两端陷入衰退中

需求端，美国 3 月零售销售月率录得-8.7%，创该数据以来的纪录最差表现；供给端，美国 3 月工业产出环比萎缩 5.4%，创该数据发布以来的记录新低。消费者支出占美国经济活动的 80%，工业生产占而美国经济活动的 16%左右，两者均创新低说明美国经济将会大幅衰退，

这与美国一季度经济-4.8%的负增长相吻合；美国很多的州于 3 月下旬 4 月初开始加强隔离与管控，故 3 月零售和生产数据依然没有体现当前的更加疲弱的现状，故 4-5 月零售和供给数据均会继续大幅下降，美国二季度经济将会萎缩 20%以上。美国政府不断加大财政刺激措施，甚至直接给民众发放现金以保障民众的收入水平和消费能力，当疫情出现明显好转后，随着复工复产的陆续实施，美国消费将会逐步反弹，而供给端反弹的速度会低一些，因为断裂的供应链需要较长时间的恢复，并且外需不足将会持续拖累美国供给端。

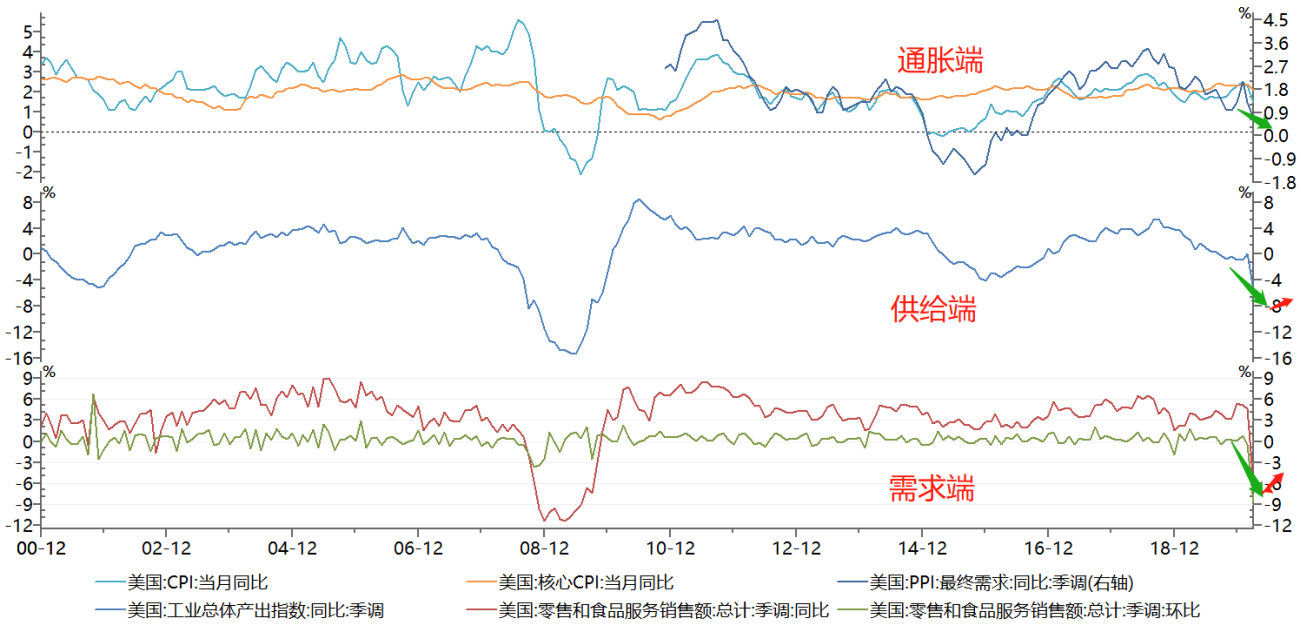


图 5 美国供需与通胀端表现

数据来源：Wind、方正中期研究院

(五) 美国就业市场陷入困境

美国 4 月非农数据略超预期，季调后非农就业人口减少 2050 万人，略超减少 2200 万的预期，但是依然为 1939 年有记录以来最大降幅；美国 4 月失业率 14.7%，略超 16%的预期，依然

创纪录新高，如果将未寻找工作以及因经济原因维持兼职工作的人员统计在内，失业率会达到纪录新高的 22.8%，5 月失业率仍有突破 20%的可能。平均时薪方面，环比增长 4.7%，同比增长 7.9%，这主要是因为更多的低薪员工失业，而不是因为任何工资压力推高了员工薪酬；劳动力参与率降至 60.2%，这是自 70 年代初以来的最低水平。4 月份美国就业市场受疫情导致的封锁措施的影响达到了历史最高水平，就业人数和失业率都轻松打破了二战后的记录，但是该就业报告依然不是最糟糕的报告，预计 5 月份非农报告会更差，6 月份则出出现明显好转。

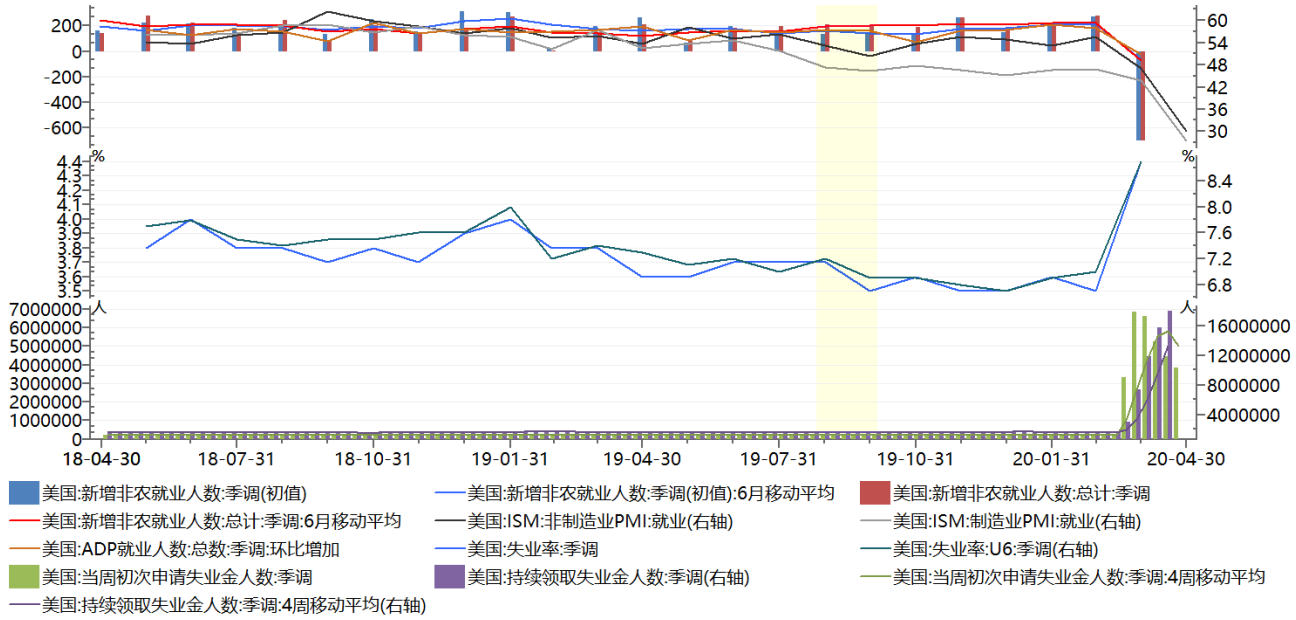


图 6　美国就业市场陷入困境

数据来源：Wind、方正中期研究院

(六) 3 月通胀大幅下降 核心 CPI 自 2010 年来首次下滑

由于疫情和石油价格战降低了燃料及其它成本，美国通胀在 3 月份急剧放缓，核心 CPI 出现 2010 年以来首次环比下滑。3 月 CPI 环比下降 0.4%，同比上涨 1.5%，同比涨幅较 2 月的

2.3%大幅放缓，因能源价格创出五年来最大跌幅，反映了油价暴跌带来的影响。扣除食品和能源价格的核心 CPI 环比下降 0.1%，同比上涨 2.1%，低于 2.3%的预期值和 2.4%的前值。美联储的资产负债表总值达到 6.7 万亿美元，因其动用几乎无限量的购买力来吸纳资产，令市场维持相对稳定；短期内，因美联储和美国的无限放水和原油价格的回落，美国通缩压力相对有限，通胀水平相对稳定。然而若排除近期原油价格大幅下跌的影响，美联储和美国政府的无限量放水，在疫情结束经济回复后必然会引发通胀，故需警惕后期的通胀影响。当前疫情冲击和经济深度衰退背景下， 美联储将会维持超宽松的货币政策，预计资产负债表规模会达到 8-9 万亿美元。

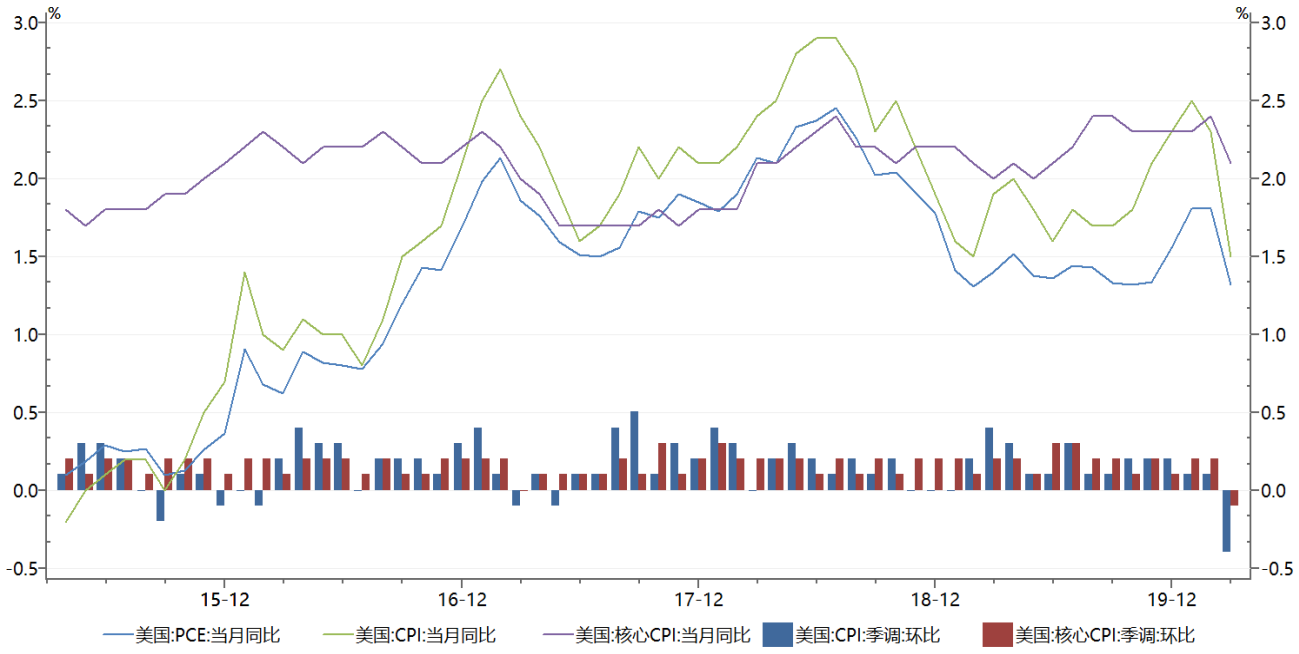


图 7 美国通胀表现

数据来源：Wind、方正中期研究院

(七) 低利率与超量化宽松持续

美联储 4 月议息会议声明显示，委员们一致同意将超额准备金利率维持在 0.1%不变，直至美联储有信心通胀能回归正轨。新冠肺炎疫情在中期内构成重大风险，导致了经济活动的急剧下降和失业率的激增。需求走软、油价下跌令通胀下行，公共卫生危机令经济活动承受重压，预计公共卫生危机将对中期经济前景构成相当大的风险。主席鲍威尔表示，疫情使美国经济陷入“突然停顿”，无法确定经济放缓趋势会持续多久，二季度经济活动可能空前下滑。鲍威尔“坦诚”悲观预期，美联储声明通篇都在着重强调新冠病毒带来的冲击，但是没有给出前瞻指引，没有给出经济预测，这使得市场失望。预计美联储在 2020 年将会维持零利率不变，2021 年则会根据经济复苏情况进行利率调整。

疫情在美国爆发以来，美联储连续两次紧急降息至零利率的超低水平，并且开启无限量量化宽松政策。美联储将不限量购买债券以保持借贷成本在低水平，并制定计划以确保信贷流向企业以及州和地方政府。购买对象则包含美国国债、MBS、公司评级至少为 BBB-/Baa3、剩余期限不超过五年的美国公司投资级债券。随着疫情对经济的冲击加剧，美联储无限量宽松措施持续推出，美联储公布 2.3 万亿美元的额外救助计划，包括启动旨在帮助中小企业以及州和地方政府的计划，然后开始买入部分垃圾债，美联储企业债便利工具将纳入 BB 级债券。美联储表示，随着实施日期临近，将提供更多有关一级和二级企业信贷工具的额外细节，预计将在 5 月初开始在二级市场企业信贷工具下购买合格 ETF。

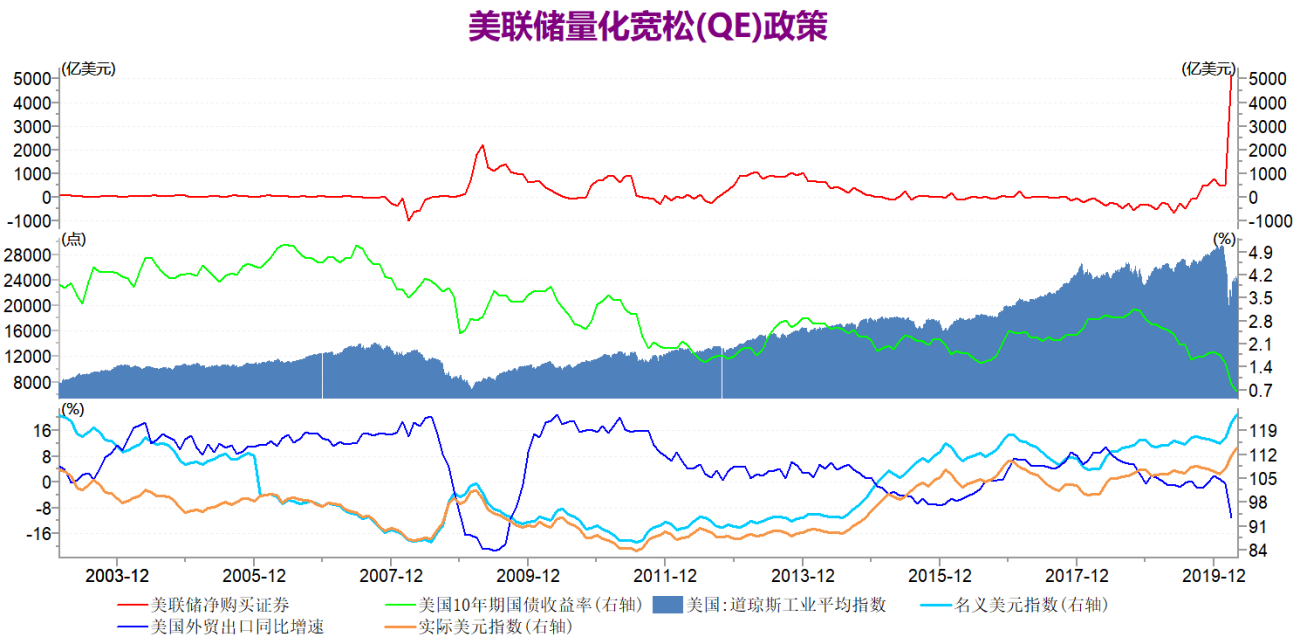


图 8 美国量化宽松政策

数据来源：Wind、方正中期研究院

美国金融市场最大风险点主要在于市场流动性危机和企业债务危机，进而出现的金融危机。美联储无限量 QE，将提供一个传导机制，这将有助于缓解债务市场的压力，并增强美国国债的流动性，缓解流动性危机。美联储的行动对于流动性危机是非常合理的，因压力主要来自于企业债券市场，美联储需要遏制企业债和抵押贷款债券利差的扩大，这最终应将稳定银行系统。美联储的无限量量化宽松力度在规模和范围上都是前所未有的，本次宽松政策也说明了美国金融市场危机比想象的还严重，美联储将压箱底的工具都付诸行动，旨在遏制金融市场的恐慌。

美联储资产负债表规模已经升至创纪录的 6.7 万亿美元，在无底线的 QE 下，该规模将达到 8-9 万亿。如此大的资产负债表规模，疫情过后，美国的通胀压力会非常大，财富亦被重新在底层、中产和富人之间分配，不利于社会的健康稳定运行。另外，美联储已经被政治化，独立性被无限的弱化。

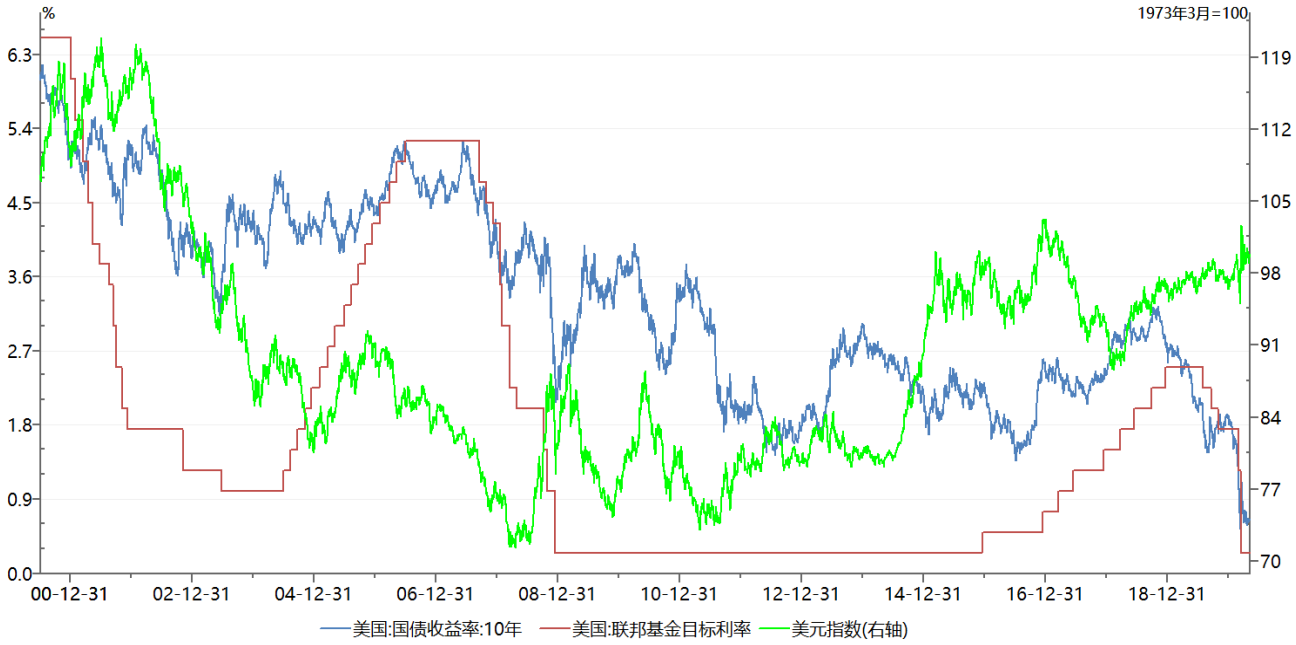


图 9 利率、美债收益率与美元指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

三、 欧洲复工复产政策呼之欲出

欧洲成为疫情的核心重灾区，意大利、西班牙、德国、法国以及英国等疫情接连大爆发，使得英国脱欧导致元气大伤的欧盟陷入深渊，经济深度衰退难以避免。欧洲央行和欧盟及各国政府均采取超宽松的货币政策和财政政策刺激，以降低经济断崖式下滑的幅度。本就债务危机严重的欧盟及各国政府，超宽松的经济政策将会加大赤字率和债务负担，债务危机或难以避免。经济危机加债务危机的双重打击，那么欧盟将会受到致命的冲击。另外，虽然全球贸易局势有所缓和利好欧洲外需，但是新冠肺炎疫情的大流行，使得稍有好转的外需再度回落，全球汽车行业依然萎靡拖累欧洲制造业。疫情结束后，以邻为壑转移危机的政策或将会加剧，贸易争端将会再起波澜，全球化治理受到冲击，届时欧洲将会再次受到拖累。

欧洲作为疫情的重灾区，欧洲服务业和制造业均陷入停滞状态，经济现状指数不断刷新历史新低，投资者信心现状指数亦断崖式下降，欧洲经济深度衰退难以避免，二季度经济或陷入20%以上的负增长，欧元区的治理可能愈发艰难，全球化治理的倒推必然会引起贸易的摩擦。随着欧洲疫情拐点已过，疫情出现明显的好转，社交隔离的严控措施陆续放松，复工复产的经济复苏陆续开展，5 月经济景气指数和投资信心指数均出现明显的好转，预计 5 月制造业和服务业 PMI 亦会出现好转迹象，欧元区三季度 GDP 将会底部反弹，故全年来看，欧元 2020 年经济或萎缩-7%--8%，萎缩程度严重于美日等国。欧洲央行和欧洲政府则会继续深化有限的宽松政策。英国方面，同欧元区一致，疫情已过拐点，预计英国一季度经济将会出现 5%左右的负增长，二季度经济则会陷入深度衰退中，录得 25%左右负增长的可能性非常大；预计英国 2020 年经济则会出现 10%以上的负增长。

(一) 欧元区经济深度衰退难以避免

欧元区主要经济体一季度GDP纷纷跌至负数，经济萎缩周期开启。其中，欧元区第一季度GDP年率初值录得-3.3%，环比下降3.8%，创1995年有记录以来的最低水平；法国第一季度GDP年率初值录得-5.4%,为二战以来最差表现;意大利第一季度GDP年率初值录得-4.8%，为1995年以来最大程度萎缩。

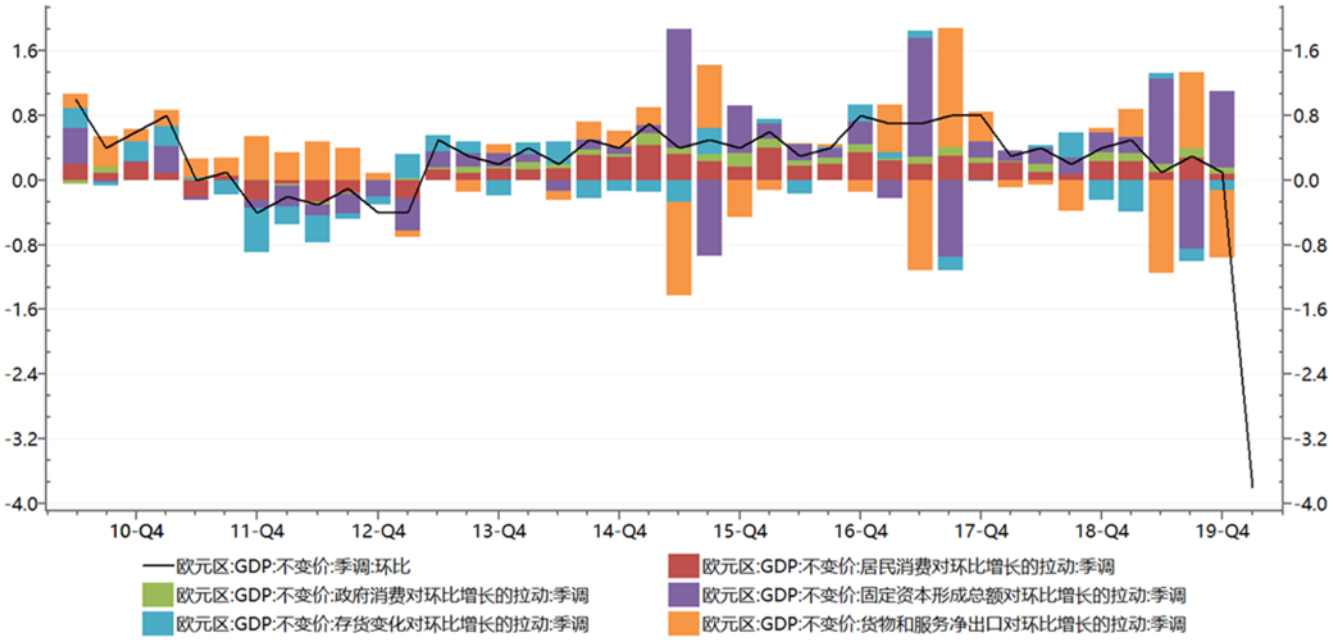


图 10 欧元区 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

欧元区疫情拐点虽然已过，但是依然没有得到有效控制，经济活动复苏缓慢。欧盟最新预期表示，预计欧元区2020年和2021年经济增速预期分别为-7.7%和6.3%。欧盟警告称，欧盟正面临着史上最严重的经济衰退，如果处理不善，将对欧元的未来构成威胁。在疫情冲击下，我们预计欧元区二季度将会陷入深度衰退中，不排除二季度经济出现-20%的衰退程度，预计3季度则会逐步好转，2020年经济将会录得-7%--8%区间内。

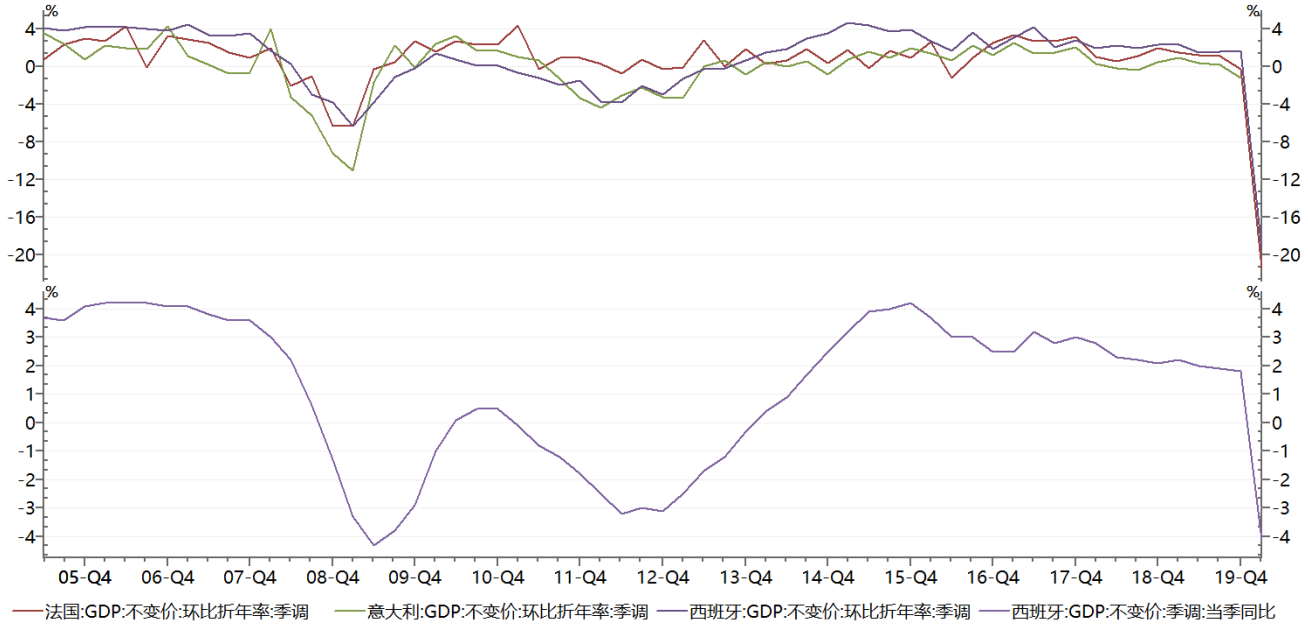


图 11 欧洲已公布的主要经济体 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

(二) 欧洲企业活动严重萎缩 预计 5 月环比将会改善

受疫情影响，欧元区及各主要国家服务业 PMI 和综合 PMI 均刷新历史新低，比市场普遍预期更加严重。旅游业、酒店业、交通业以及娱乐业均受到致命的冲击，服务业在政府遏制疫情传播的措施带来的影响中首当其冲。疫情对欧元区 4 月制造业 PMI 已经形成实质性影响，供应链中断，生产活动停滞，经济动能丧失。欧洲作为疫情的重灾区，服务业和制造业均处于停滞状态，经济景气指数降至历史新低，投资者信心指数亦断崖式下降，欧洲经济深度衰退难以避免，欧元区的治理可能愈发艰难，全球化治理的倒推必然会引起贸易的摩擦。

当前，欧洲疫情拐点已过，疫情出现好转的迹象，欧洲各国（意大利、德国、法国、瑞士等）陆续推出了经济复苏计划，尽快推动企业的复工复产，逐渐恢复正常的经济活动。在政府经济复苏计划推动下，制造业和服务业企业活动将会逐步的恢复，制造业 PMI 和服务业 PMI 会维持低增长。当然正如中国 3 月 PMI 数据的回调，欧洲 5 月的 PMI 数据将会出现低增长，

但是只是环比好转，同比而言依然处于较低的状态，对经济的拉动作用有限。。

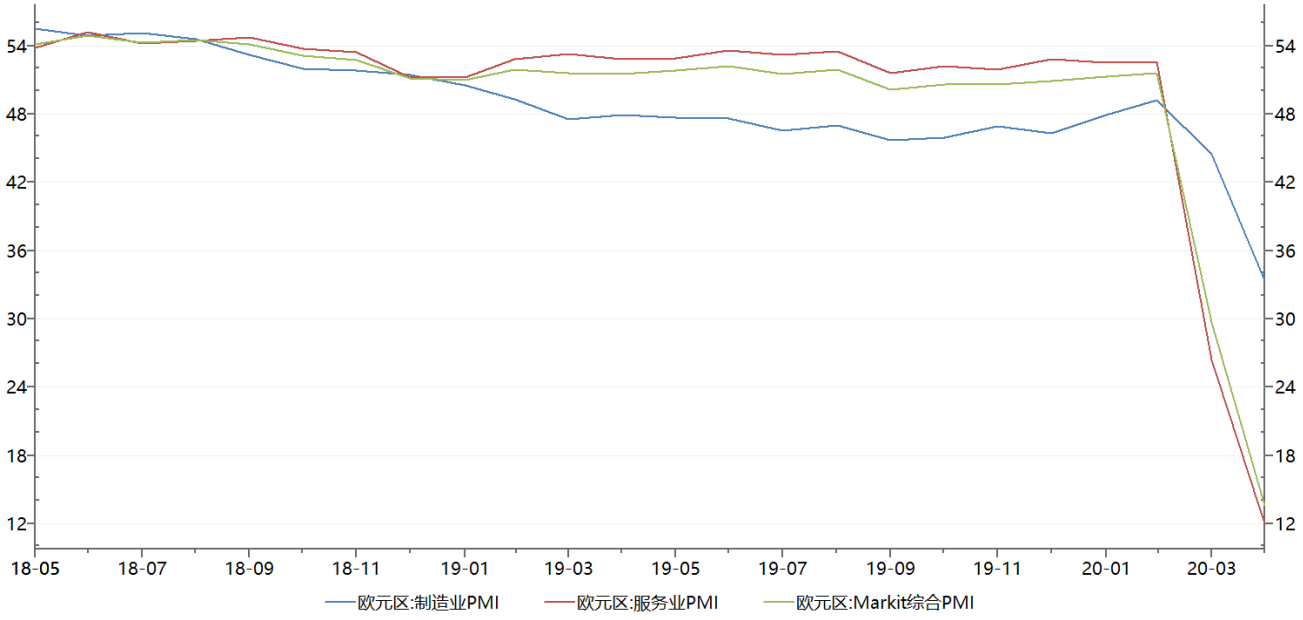


图 12 欧元区 PMI 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

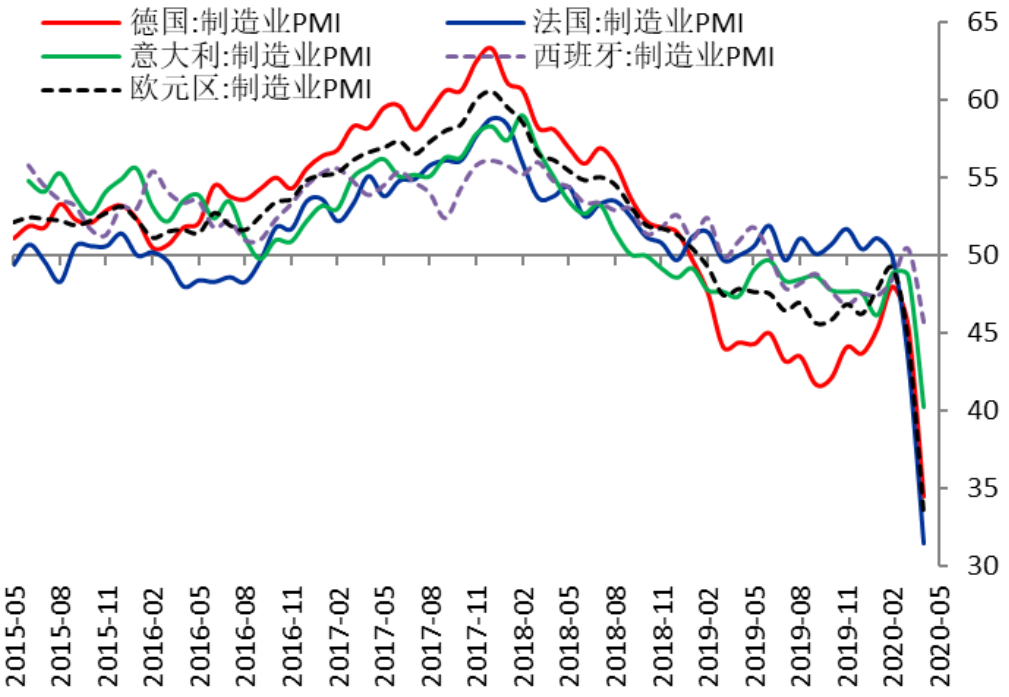


图 13 欧洲主要国家 PMI 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

(三) 欧元区经济景气指数再创历史新低

新冠肺炎疫情的冲击下，欧元区近期发布的 ZEW 经济现状指数断崖式下滑继续，欧元区 4 月经济现状指数录得-93.9,远低于 48.5 的前值，创该数据公布以来历史新低，说明欧元区经济现阶段已经基本处于停滞状态了；经济景气指数方面，继 3 月经济景气指数录得创纪录的-49.5 以来，4 月份出现好转，录得 25.2，环比出现明显好转迹象，显示金融市场对经济发展前景有了一定程度改善，但这一改善是在极低水平基础上的，只能说明欧元区疫情拐点过后，经济复苏近期均会提上日程，预计 5 月份经济现状指数亦会回升，但是经济现状和疫情爆发前的水平没有可比性。

Sentix 投资信心指数方面，3 月转负，3 月和 4 月数据均直线下滑，5 月底部运行，继续维持弱势，刷新历史新低，投资者对当前的经济形势已经完全失去了信心。具体分项方面，不管是核心现状指数、机构投资者现状指数还是个人投资者现状指数，5 月份数据均延续断崖式下滑趋势，而核心预期指数、机构投资者预期指数还是个人投资者预期指数继 3 月大幅下滑后，触底反弹，这与欧洲疫情拐点已过密切相关，欧洲市场对欧洲疫情在 4 月接近拐点后好转信心较强，一旦疫情明显好转，经济活动就可以快速的运转。

新冠肺炎疫情导致消费者和各行业的信心下降,甚至在没有进行封锁之前就已经下降略高于经济学家们的预估。对未来生产和需求以及总体经济形势预期的大幅下降是经济信心数据降幅创纪录的原因。欧洲疫情出现好转后，投资预期信心持续好转，欧元区经济会出现快速的好

转，进而经济现状指数亦会大幅上升。

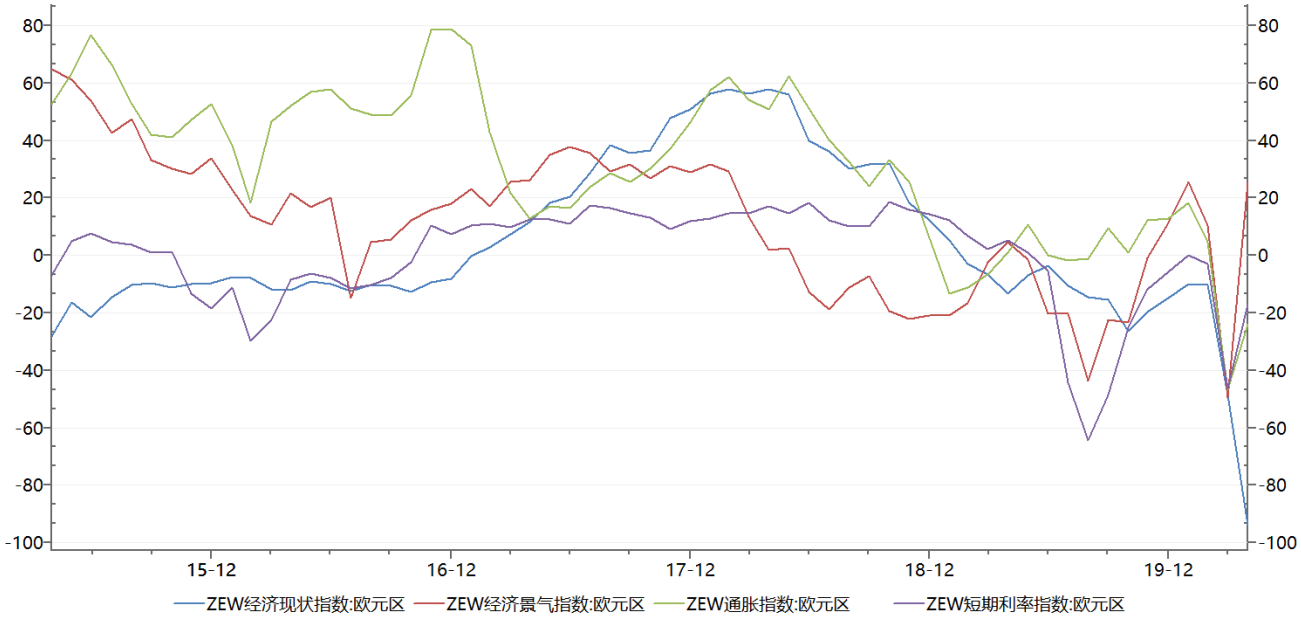


图 14 欧元区 ZEW 经济景气指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

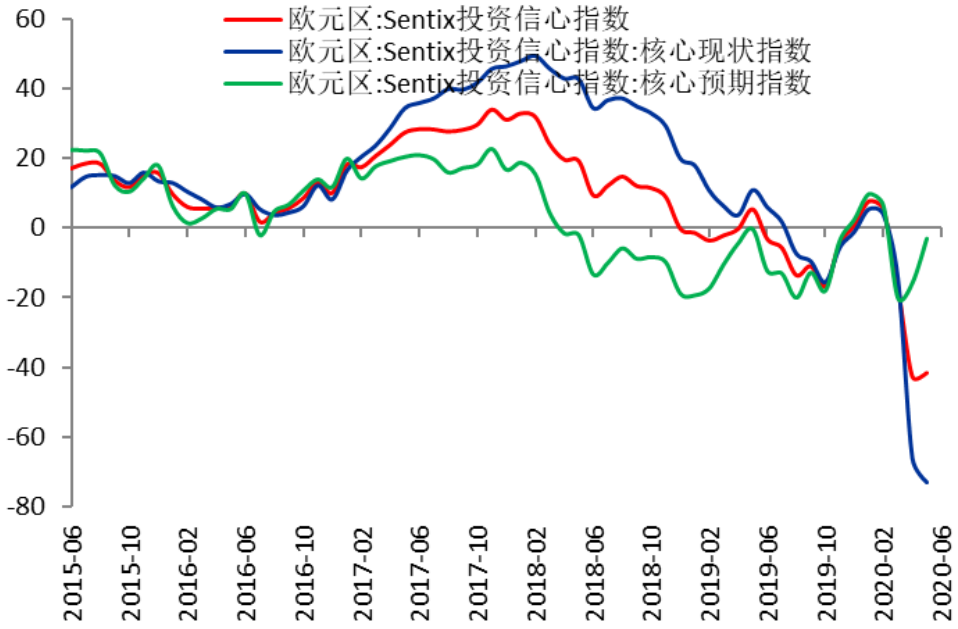


图 15 Sentix 投资信心指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

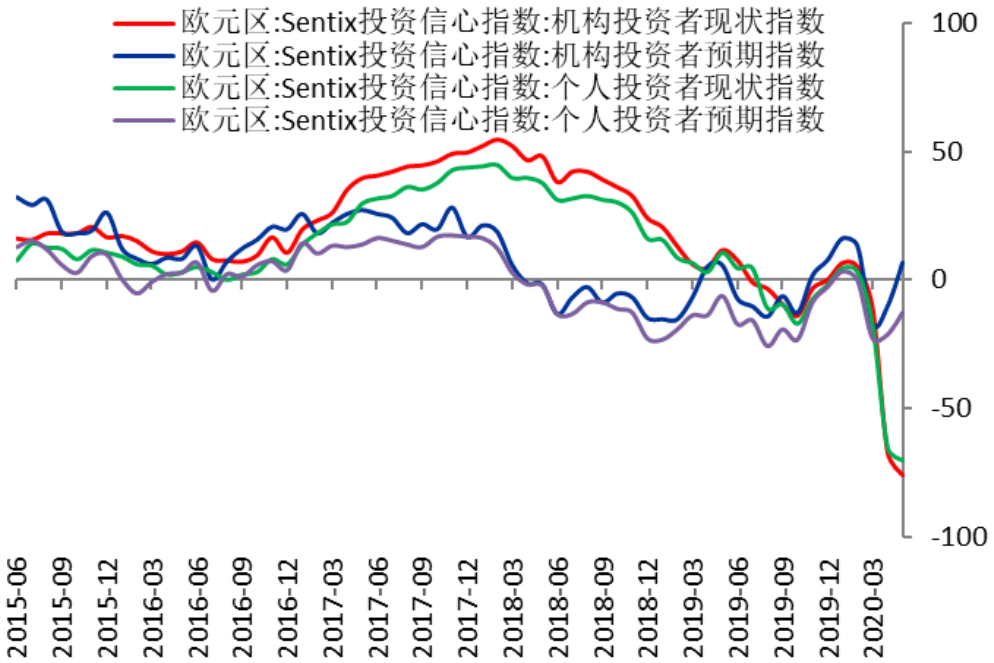


图 16 Sentix 投资信心指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

(四) 超宽松经济政策将会持续

欧洲央行最新议息会议决议，维持基准利率在零不变，将存款利率维持在-0.500%不变，将边际贷款利率维持在 0.250%不变。确认 7500 亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP）规模，每月固定购债 200 亿欧元。欧洲央行行长拉加德表示，2020 欧元区经济可能萎缩 5~12%；在严重情形下，预计二季度经济将环比萎缩 15%。如有必要，欧洲央行准备好延长疫情紧急购买计划(PEPP)，PEPP 有可能持续到 2020 年年底之后。

欧洲成为新冠肺炎疫情重灾区，意大利、西班牙、德国、法国和英国相近沦陷，欧洲服务业首当其冲，服务业完全陷入停滞，制造业供应链中断亦陷入停滞中，经济刺激措施呼之欲出。欧洲央行长期实施超宽松的货币政策，利率长期维持在负利率水平，2019 年下半年更是下调

至-0.5%，长期的负利率政策使得欧洲央行货币以政策空间有限。故疫情冲击下，欧洲央行没有再度降息，而是增加了长期再融资操作，政府将额外增加 1200 亿欧元的资产购买净额，启动临时资产购买计划，将购入 7500 亿欧元的私营和公共部门证券，持续至 2020 年底，取消此前对于希腊债券的限制，将公司部门购买计划下的合格资产范围扩大到非金融商业票据，通过调整抵押品框架的主要风险参数来放宽抵押品标准。欧洲央行则推出紧急抗疫购债计划，为欧洲央行应对新冠危机主要工具，欧洲央行还表示，在必要时会重新启动直接货币交易计划(OMT)，无限量地购买公债。为缓和欧元区金融环境收紧的问题，欧洲央行采用史无前例的抵押品措施，宣布暂时性抵押品宽松措施，将希腊政府债券纳入抵押品，在此影响下，欧洲的债务后遗症将会异常严重。

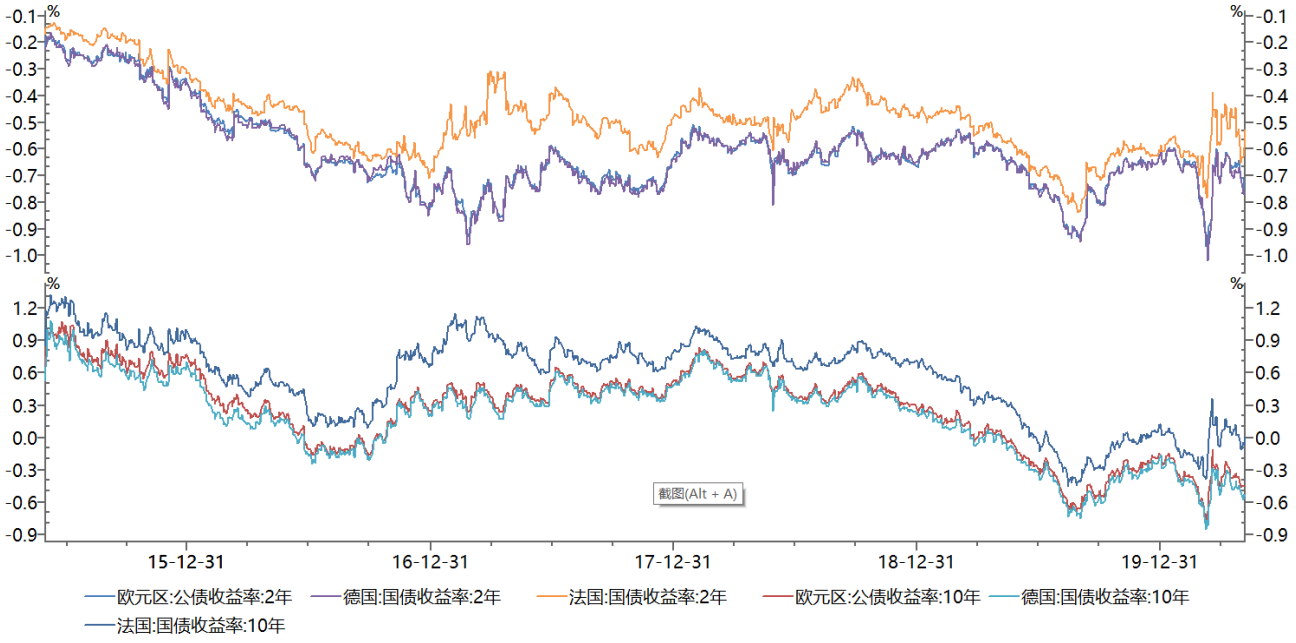


图 17 欧元区主要国家国债收益率走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

积极的财政政策持续：自 3 月初以来，欧盟以及欧洲各国持续的推出财政刺激措施，欧盟

委员会设立250亿欧元的基金，意大利宣布预备斥资250亿欧元采取财政刺激计划，德国宣布将通过放宽联邦复兴信贷银行的企业贷款条件、由政府承担风险等方式为企业提供贷款援助，原则上不设定上限，2021-2024年，每年增加31亿欧元政府公共投资，西班牙宣布2000亿欧元援助计划缓解疫情影响，该计划金额达西班牙国内生产总值20%，德国进一步采取经济刺激，通过了一项规模超过7500亿欧元的巨额经济纾困计划等。另外，欧盟委员会据悉正考虑放松国家救助规则，批准法国支持经济发展的国家援助计划，该计划动用3000亿欧元的流动性支撑经济发展。德国政府正考虑发行约3500亿欧元的新债务，为经济刺激措施提供资金。意大利将以国家担保贷款的形式向意大利企业提供4千亿欧元流动资金，是意大利史上最大规模经济干预措施。欧盟成员国财长就5400亿欧元的一揽子抗疫救助措施达成协议，消除了对于欧盟无法团结起来制定共同抗疫战略的担忧。欧元区一季度经济萎缩3.8%，反映出了旨在遏制新冠疫情蔓延的各种封锁措施给经济带来的巨大冲击。商务活动已经几近崩溃，失业率也出现了大幅攀升，各国政府联手推出数以十亿欧元计的财政刺激计划已成当务之急。欧洲积极的财政政策持续，然而本就债务压力较大的欧洲，积极的财政政策和货币政策使其债务压力大幅增加，预计后期的债务压力会成为欧洲各国政府最难以解决之问题，不排除欧债危机的再度出现。

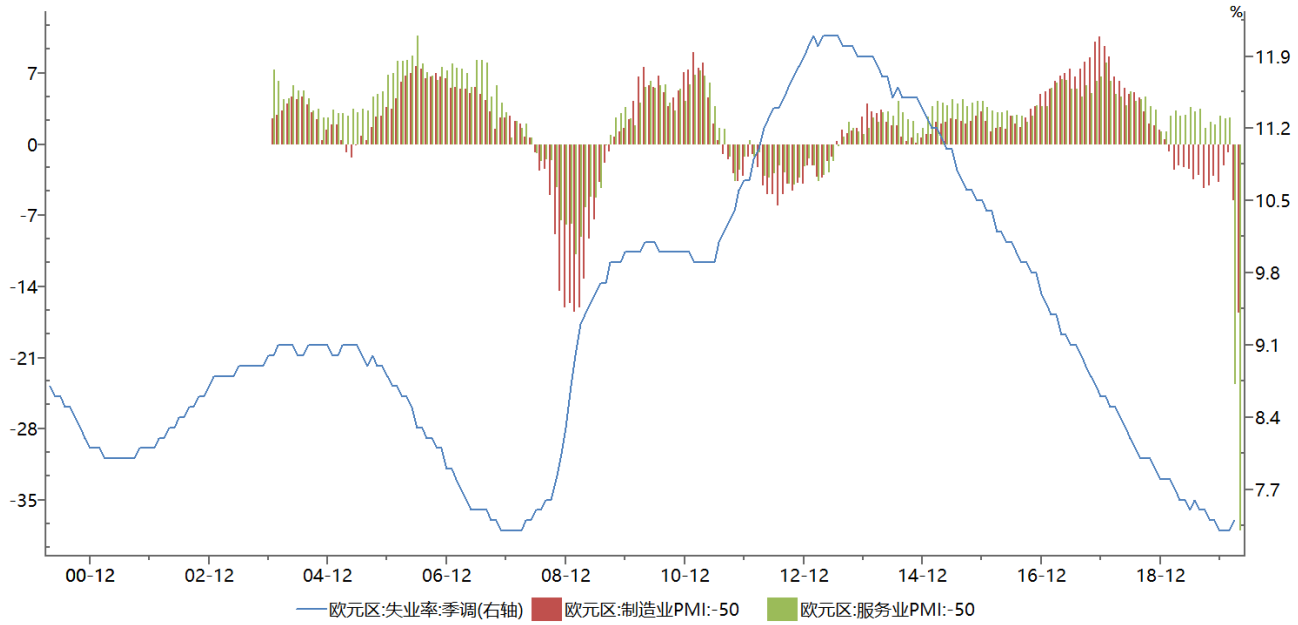


图 18 欧元区 PMI 与失业率走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

(五) 英国 PMI 陷入停滞 经济将陷入深度衰退中

4 月制造业 PMI 初值录得 32.9，远不及 42 的预期值和 47.8 的前值，创金融危机以来新低；服务业方面，4 月服务业 PMI 初值仅录得 12.3，远不及 29 的预期值和 34.5 的前值，创历史新低；综合方面，4 月综合 PMI 录得 12.9，亦远不及 31.4 的预期值和 36 的前值，继续刷新历史新低。英国受打击最严重的行业是航空公司、零售商、餐馆、电影院和大部分服务行业，因为随着政府强制实施防疫措施，这些行业已经完全陷入停滞。而制造业行业受到的影响愈发严重，现在已经陷入接近停滞的状态。糟糕的数据表现毫无疑问将提高人们对封锁措施的成本以及当前措施持续时长的疑问；疫情大流行重创经济，英国正面临最严重的经济下滑，下半年预期中的复苏也已经岌岌可危。

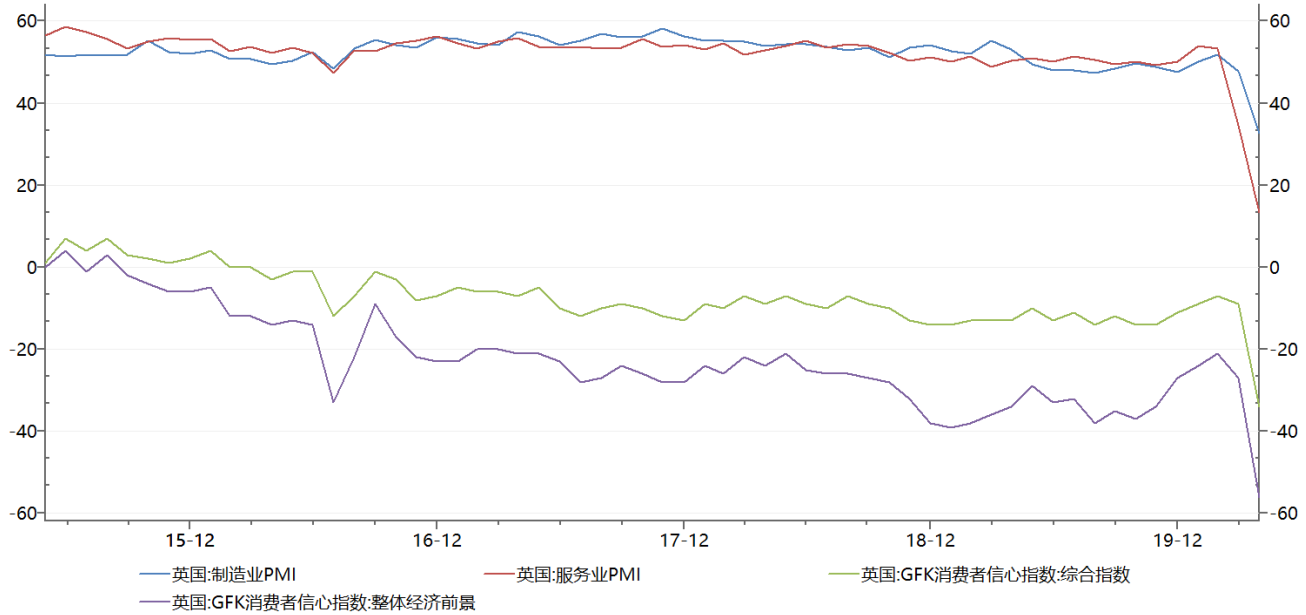


图 19 英国 PMI 与消费者信心指数

数据来源：Wind、方正中期研究院

截至 2019 年，服务业至少占英国经济的 80%。而随着管控的进一步升级，英国的制造业亦陷入半停滞中，制造业为英国经济的另外 20%的绝大部分，故服务业和制造业的半停滞使经济失去动能。英国央行最新经济预测显示，基于经济风险偏向下行的基础，预计 2020 年英国投资萎缩 26%，2020 年 GDP 增速预期为-14%，远低于年 1 月 0.8%的预期值；2021 年 GDP 则会大幅反弹，增速预期由 1 月初的 1.4%大幅上调为 15%。我们认为预计英国一季度经济将会出现 5%左右的负增长，二季度经济则会陷入深度衰退中，录得 25%左右负增长的可能性非常大；预计英国 2020 年经济则会出现 10%以上的负增长。

(六) 英国货币政策宽松有限

自新冠肺炎疫情全球大流行以来，继 3 月 10 日英央行紧急降息 50BP 后，3 月 19 日英国

央行再度紧急降息 15BP 至 0.1%，将英国国债和企业债持有规模增加 2000 亿英镑至 6450 亿英镑，大部分增持资产将是英国国债，同时扩大定期融资机制规模。此外英国央行还为受疫情影响的企业提供直接资金，并为金融市场注入流动性，并放松借贷者的金融限制。英央行金融危机时也曾将量化宽松作为市场压力时期采取的信贷宽松措施，目前英国央行货币政策储备和工具所剩无几；在此情景下，英国央行的政策声明对英镑的影响微乎其微。

英国最新央行议息会议于 5 月 7 日举行，正如我们所预期，英国央行维持关键利率在 0.1%不变，货币政策委员会以 7:2 的比例同意维持 6450 亿英镑资产购买规模不变。另外，英国央行随时准备采取必要的进一步行动来支持经济。现阶段，英国央行的货币政策宽松力度有限，一方面是利率已经处于低位，下行空间有限；另一方面，英国央行不打算货币政策无限量宽松，避免留下影响深远的后遗症。

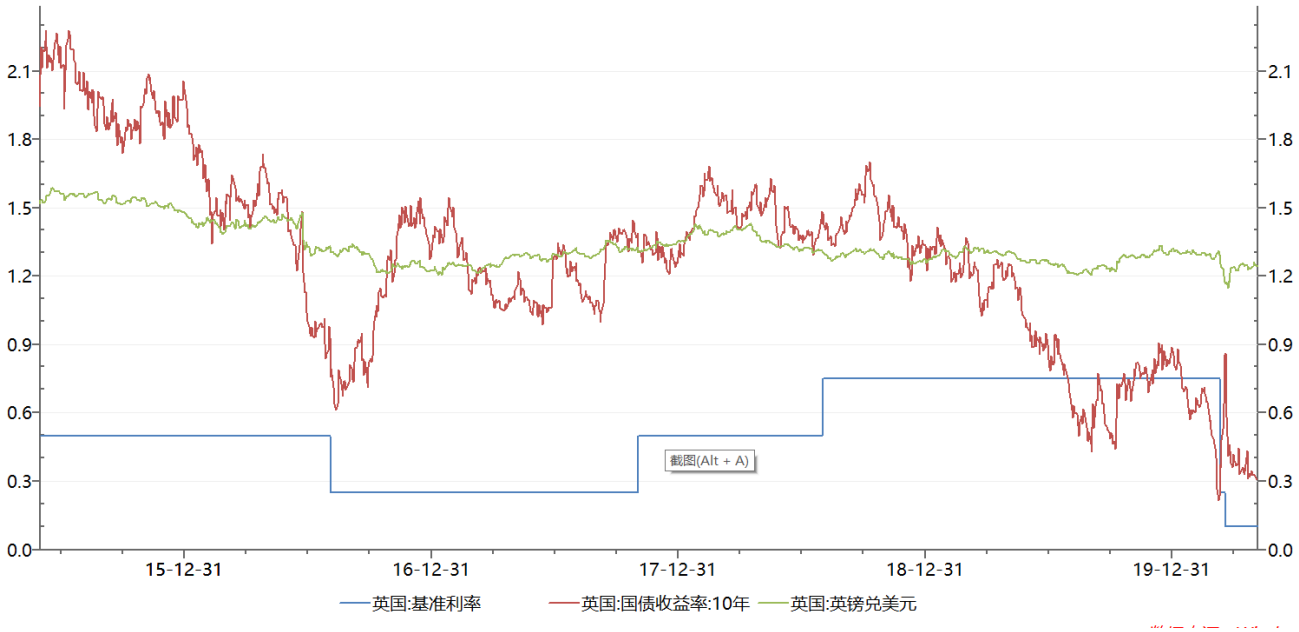


图 20　英国利率、国债收益率与英镑

数据来源：Wind、方正中期研究院

宽松的货币政策之外，英国政府不仅采取严格的疫情管控措施，而且采取积极的财政政策

刺激。3 月 12 日，新上任的英国财政大臣里希·苏纳克表示，将斥资 70 亿英镑来支持劳动力市场，50 亿英镑来帮助医疗保健系统。他还宣布，政府将另拨 180 亿英镑用以宽松财政，支撑英国经济，这是英国 1992 年以来最大的财政刺激计划。其他的财政刺激政策都在筹划中，预计将会陆续推出。

四、 日本2020年经济将会严重萎缩

日本疫情虽然短时间内得到了有效控制，但是再次呈现爆发的趋势，当地时间4月7日，日本首相安倍晋三发布“紧急事态宣言”，4月16日，日本全国进入“紧急事态”，紧急状态将持续一个月至5月6日；近期，安倍晋三将全国紧急状态再次延长至5月31日。疫情影响下，日本4月制造业PMI和3月服务业PMI均大幅下降，服务业PMI更是创历史新低，经济丧失动能。另外，日本4月消费者信心指数刷新历史新低，并且有继续底部震荡的趋势，消费水平将会大幅下降。日本央行和政府采取超宽松QE措施以减缓经济的大幅下滑的幅度，预计超宽松的经济政策将会持续。日本经济在2019年四季度超预期大幅下滑，2020年经济本就处于衰退的边缘,疫情的大流行给经济带来不可估量的冲击,奥运会延期举办再度打击经济信心，世界主要投行亦大幅下调日本经济预期，预期空间为-6%--8%之间，预计日本经济今年料滑入严重衰退中，即将公布的一季度数据将会出现负增长，第二季度将出现20%以上的经济萎缩。

(一) 日本不断加码经济政策宽松力度

日本央行4月28日公布利率决议，并开启无限量宽松货币政策。本次利率决议的内容主要如下：利率方面，日本央行维持利率在-0.1%不变，将10年期国债收益率目标维持在0%附近不变,这均符合市场预期。量化宽松方面,日本央行扩大刺激措施,加强对企业信贷的支持，扩大企业债券和票据购买规模，进一步购买国库券和国债，并且允许无限量购买国债。日本央行行长黑田东彦表示，日本央行将无限制购债来保持收益率曲线控制；当前丧失物价动能，预计宽松的货币政策将和政府财政政策产生协同效应，希望让小企业的借贷更容易。需要采取最大程度的宽松来防止经济出现大幅下滑，当前危机对经济的打击程度可能大于雷曼危机时期，保持收益率曲线稳定在低位很重要。

日本长期维持负利率政策，故利率下降空间非常有限，这也是日本没有跟随美国降息的原因；日本央行虽然没有降息，但是从 3 月份以来维持超宽松的量化宽松政策，并且已经提出了无限量的购买国债释放流动性。自三月以来，日本央行宣布，将提高 ETF 年度购买计划，增加 6 万亿日元年度 ETF 购买目标，总规模达 12 万亿日元；推出新的借贷计划，新的借贷项目利率为 0%，期限为一年；将以更灵活方式购买日债，将今年企业债、商业票据，将会继续购买更多的 CP(商业票据)、企业债直至九月末。日本央行和欧洲央行政策措施有异曲同工之处，就是维持负的基准利率不变，实施超宽松的量化宽松政策，刺激国内需求，保证经济平稳运行。超宽松的量化宽松货币政策持续。作为规模近 1 万亿美元抗疫经济刺激计划的一部分，日本计划直接向家庭和企业发钱。日本央行 3 月曾出手缓和企业融资压力，以稳定被疫情危机搅扰的市场。接下来，日本央行最可能采取的手段将是增加公司债和商业票据等资产购买，超宽松的货币政策持续。

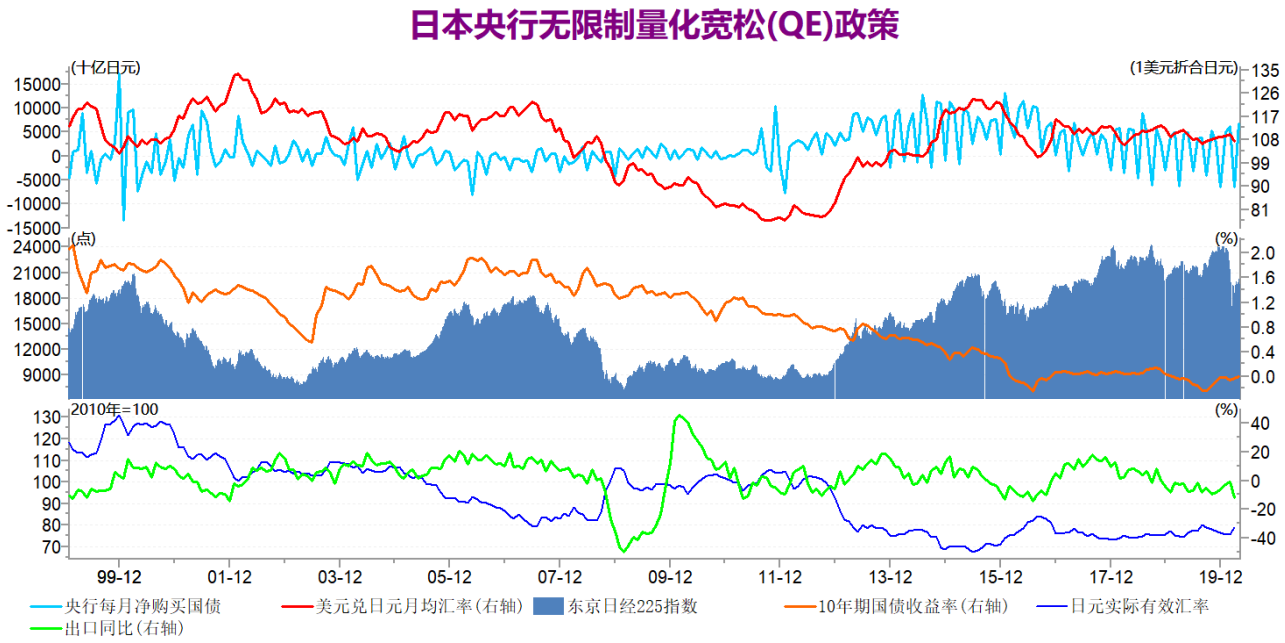


图 21　日本无限量 QE 政策

数据来源：Wind、方正中期研究院

经济政策方面，继 3 月各种财政政策刺激后，安倍政府在 4 月中追加紧急预算，将原本 108 万亿日元的紧急纾困预算增加到 117 万亿日元，将原本向受疫情严重影响的 1300 万个家庭每家发放 30 万日元的政策扩大为向全日本国民每人发放 10 万日元。为了帮助企业渡过难关，日本政府将设立新的补助金制度，对停业的中小企业进行一次性 200 万日元补助、对个人企业发放 100 万日元补助；对于不解雇正式和非正式员工的中小企业，企业支出的停工津贴最多九成可由政府补贴，政府将通过发放 23 万亿日元的公债和其他办法筹资。由于日本已多年实行负利率，同时财政赤字较大，通过货币政策和财政政策刺激经济的空间相对有限，后期的财政压力亦会非常大。

(二) 日本经济增长动能不足

欧洲疫情全面爆发前，新冠肺炎疫情率先在日本蔓延，日本旅游业、交通业、酒店业以及娱乐业等服务业率先受到冲击，制造业供应链亦受到中断，服务业 PMI 和制造业 PMI 大幅下跌。日本 3 月服务业 PMI 仅录得 33.8，远低于 46.8 的前值，创历史新低，说明日本服务业已经陷入半停滞状态，接下来会继续疲弱下行，预计 4 月和 5 月数据将会跌破 30；4 月制造业 PMI 大幅下滑到 41.9，亦远低于 44.8 的前值，制造业已经陷入半停滞状态，日本国内采取的社交隔离措施对日本制造业的影响显现，预计 5 月份因社交隔离措施将会继续偏弱运行，6 月份或迎来反弹。随着日本疫情的再度爆发，日本政府采取的社交隔离措施影响，日本服务业和制造业 PMI 将会继续疲弱下行，日本经济丧失动能，故二季度 GDP 将会出现 20%的负增长。

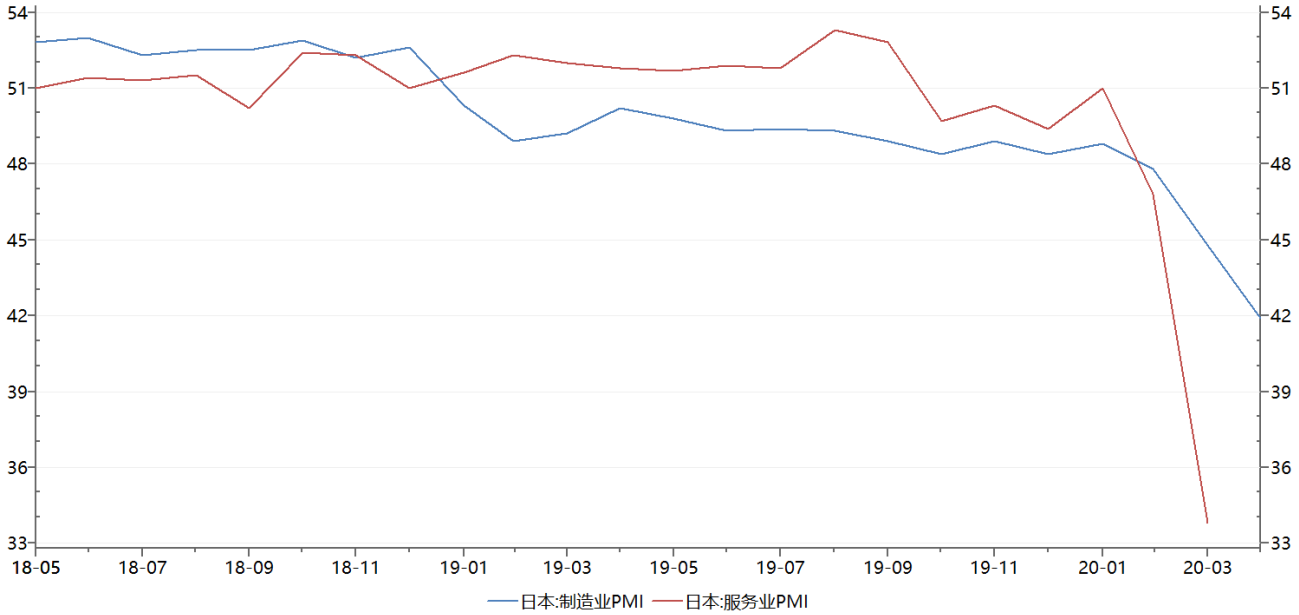


图 22 日本制造业和服务业 PMI

数据来源：Wind、方正中期研究院

(三) 日本经济超预期下滑 将会继续大幅下行

日本第四季度实际 GDP 年化季率初值大幅下降为-6.3%，创 2014 年二季度以来新低。占日本经济近 60%的消费项和 16%的企业支出项的下滑是四季度 GDP 表现大跌眼镜的核心影响因素，拖累日本四季度经济 2.1 个百分点之多，消费税的提升是核心拖累因素；虽然进出口均较弱，但是进出口相抵的净出口对经济增长的贡献为 0.5 个百分点，因此进出口成为日本经济的核心拉动项，避免了经济的深度下滑。

新冠肺炎疫情使得日本经济失去动能，日本就业市场亦会逐步的陷入困境，奥运会延期举办亦会加剧日本经济损失，故日本经济将会陷入深度衰退中。另外，全球疫情大流行使得全球需求陷入停滞状况，作为出口贸易导向性为核心的日本，外贸将会大打折扣，这将会严重拖累

日本经济，日本经济在 2019 年四季度超预期大幅下滑，2020 年经济本就处于衰退的边缘，疫情的大流行给经济带来不可估量的冲击，奥运会延期举办再度打击经济信心，世界主要投行亦大幅下调日本经济预期，预期空间为-6%--8%之间，预计日本经济今年料滑入严重衰退中，今年第二季度将出现 20%以上的经济萎缩。

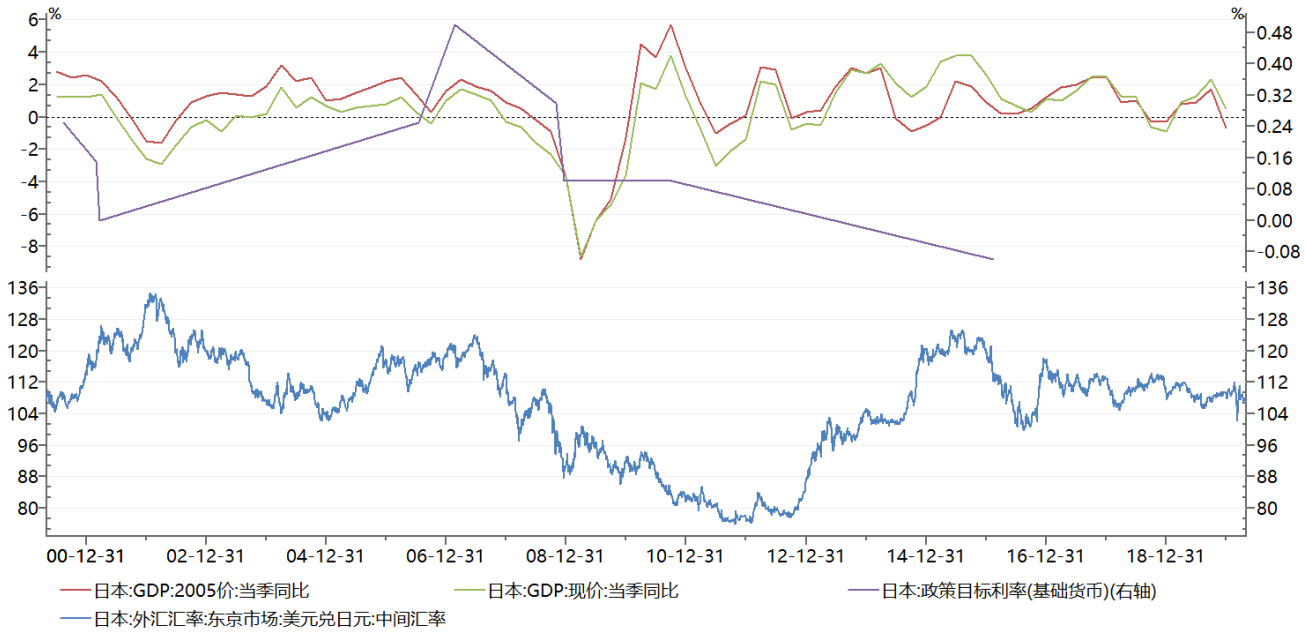


图 23 日本 GDP、利率与日元

数据来源：Wind、方正中期研究院

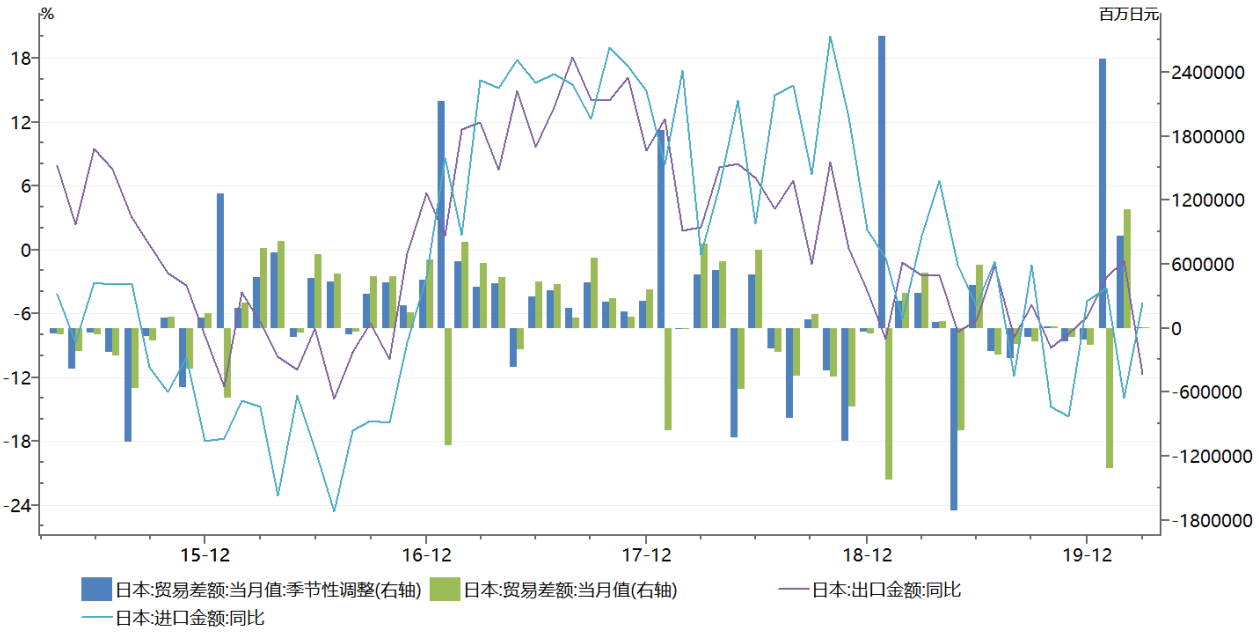


图 24 日本进出口走势与预测

数据来源：Wind、方正中期研究院

（四）日本消费者信心指数大幅下降

受新冠肺炎疫情及社交隔离政策的影响，日本消费者信心大幅恶化，触及纪录低点。4 月消费者信心指数从 3 月的 30.9 暴跌至 21.6，具体分项来看，就业、整体生活、耐用品购买意愿和收入增长信心指数分项均出现断崖式下降，均刷新历史新低。日本政府已下调了对消费者信心指数的看法，称其正迅速恶化。在消费者信心指数大幅下滑的背景下，日本 4-5 月实际消费水平亦会出现断崖式下滑，经济大幅下滑难以避免。随着日本社交隔离政策的延期，预计日本 5 月份信心指数依然会偏弱，6 月份将会出现明显好转。

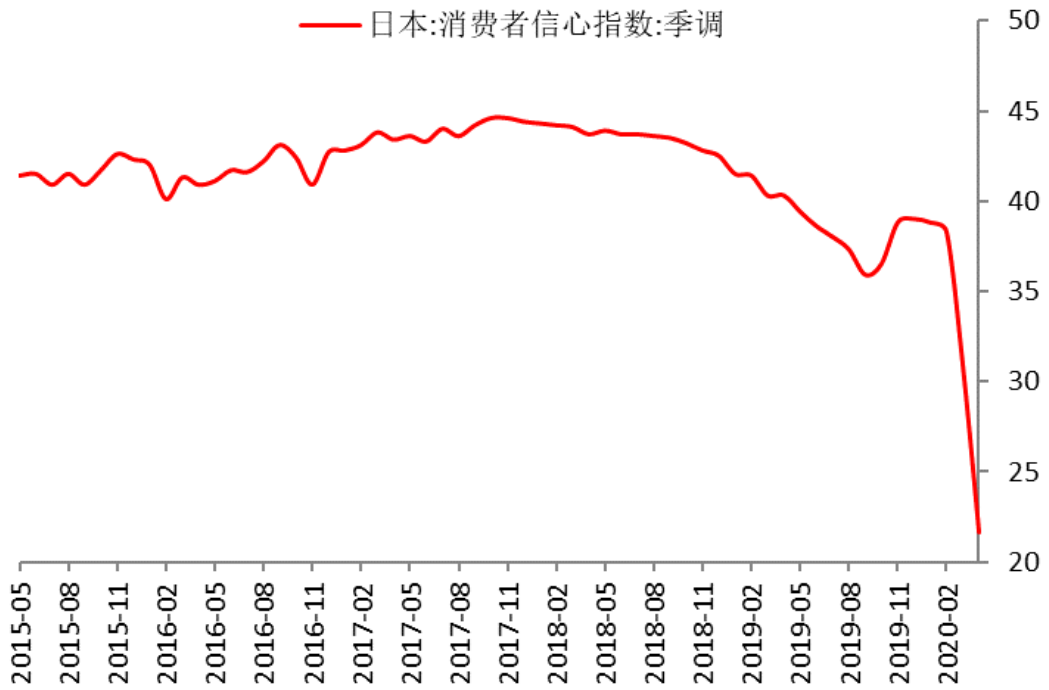


图 25 日本消费者信心指数走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

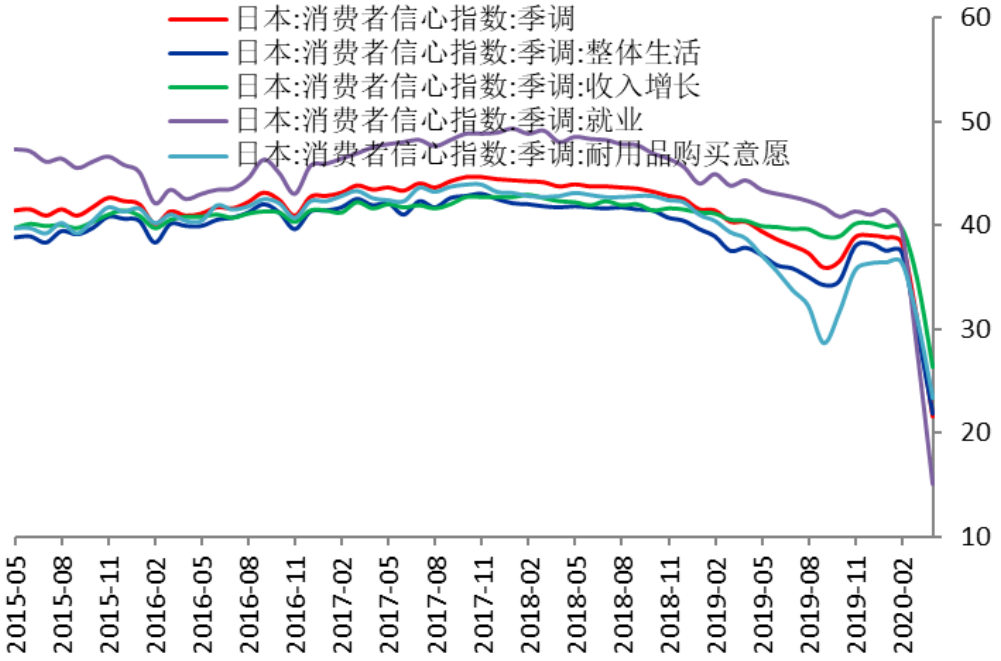


图 26 日本消费者信息指数分项走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

五、 主要新兴市场国家经济将陷入深度衰退中

新兴市场方面，新冠肺炎疫情的发展为最大的风险点。疫情第三阶段则是在新兴市场国家的爆发：当前，俄罗斯、巴西、印度和南非的疫情均呈现新增确诊病例大幅上涨的趋势。作为老牌强国的俄罗斯可以借助辽阔的地域环境和先进的医疗技术和医疗资源，应对疫情；而印度、巴西和南非以及整个非洲医疗技术和医疗资源都较为匮乏，大面积蔓延，疫情短时间内将会难以有效控制；特别是印度，接近 13 亿的人口大国，医疗技术和平均医疗资源都难以满足疫情的需要，故难以控制。新兴市场疫情的大爆发对于本国经济的影响将会比偶尔米发达国家更为严重，对世界的影响亦较为严重。

在疫情影响下，我们认为新兴市场经济均会大幅下降，印度 4 月制造业和服务业 PMI 跌入个位数，刷新 PMI 数据历史新低，经济陷入停滞中，预计印度二季度经济亦会出现 20-30%的跌幅，2020 年 GDP 将会陷入停滞状况或小幅的负增长，2021 年大幅反弹；巴西和俄罗斯疫情严重，社交隔离使得经济增长动能丧失，预计巴西和俄罗斯则会大幅的负增长，二季度不排除 20%的负增长，2020 年则会出现 6%-8%的萎缩；南非经济已经陷入深度衰退中，疫情的影响则会使其衰退程度加深，南非服务业和制造业已经陷入停滞，故南非二季度经济将会出现 30%的负增长，2020 年 GDP 会出现 8%-9%的萎缩。如果疫情在非洲大范围蔓延，其后果将是难以预料的。

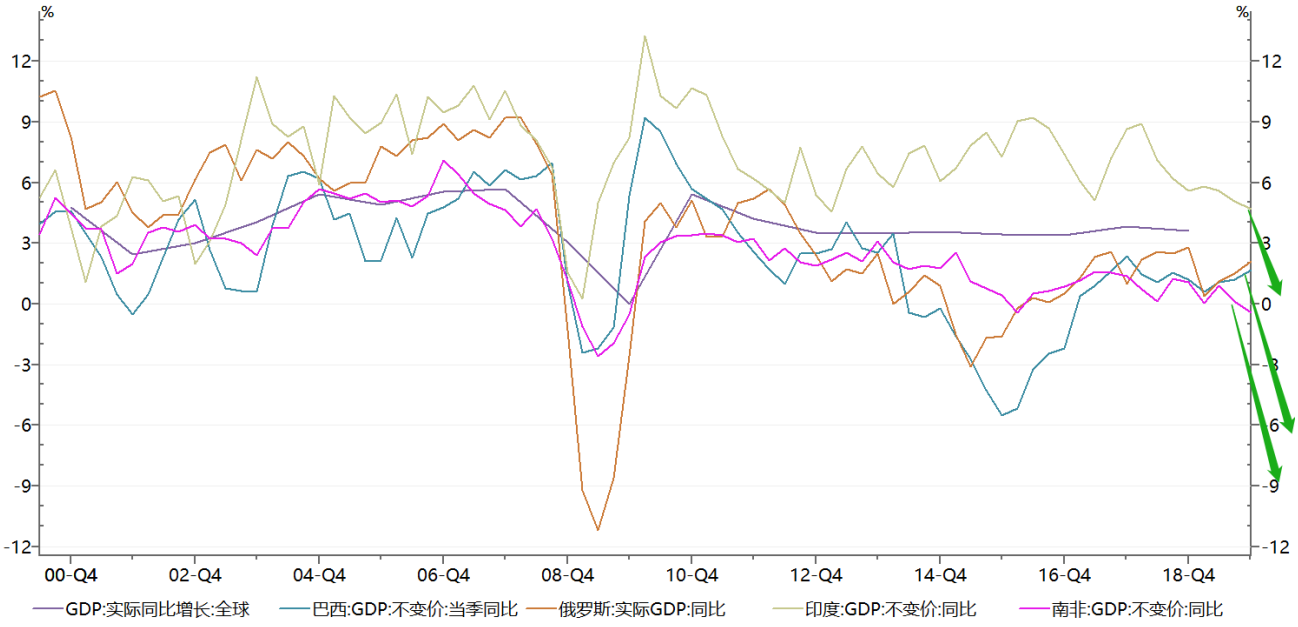


图 27 新兴市场国家 GDP 走势

数据来源：Wind、方正中期研究院

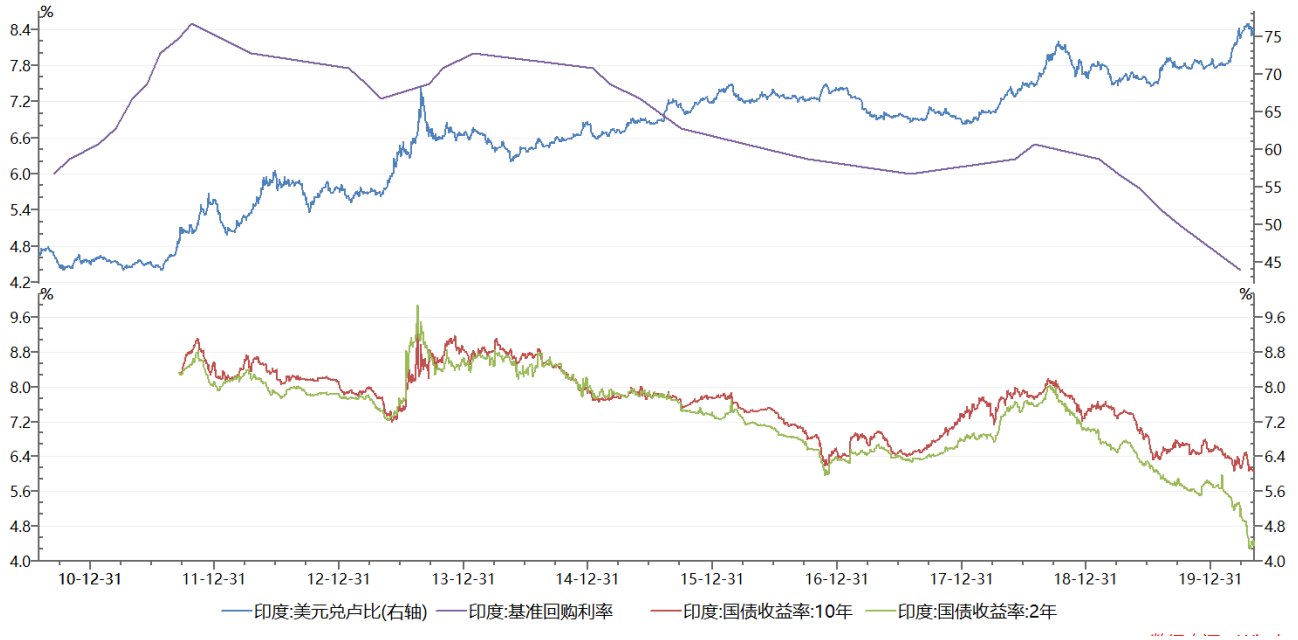


图 28 印度利率、国债收益率与卢比

数据来源：Wind、方正中期研究院

六、 全球宏观策略与大宗商品操作建议

(一) 全球宏观策略及资产配置分析

2020 年二季度新冠肺炎疫情依然是最核心的风险点，疫情仍处于大爆发中，未到拐点。中国疫情已经得到了有效控制，欧洲疫情已过拐点，处于疫情缓和期；美国疫情依然处于大爆发阶段，临近拐点；俄罗斯、巴西、印度等新兴市场延续欧美疫情趋势，正式进入大爆发期，特别是俄罗斯和巴西，成为当前阶段的核心风险点。短时间内，疫情依然难以得到有效的控制，全球疫情或于 3 季度出现明显的好转。要谨防疫情在秋冬季的二次爆发。另外，4 月以来美国政府加大舆论攻势将其疫情失控的责任甩锅，目前，特朗普已经表示将提高关税作为报复举措之一，这意味者美国撕毁协议再度加税已经成为特朗普政府的政策选项。未来，以邻为壑转嫁危机的全球贸易争端会愈演愈烈，中东等地或出现地缘政治冲突。

疫情引发的严防严控冲击服务业和制造业，服务业 PMI 和制造业 PMI 均陷入停滞的状态，不断刷新历史新低，全球经济增长失去动能，预计全球 2020 年经济将会陷入深度衰退中，美欧日经济的衰退幅度要大于全球经济衰退幅度，预计会出现 5%-8%的负增长，中国经济亦大幅下滑，但是会录,1.5%-2.5%的正增长；二季度经济方面，美欧经济大幅衰退，将会录得 20%以上的负增长。新兴市场经济均会大幅下降，印度经济将会陷入停滞状况或小幅的负增长，而巴西和俄罗斯则会出现 6%-8%的负增长，二季度不排除 20%的负增长，南非已经陷入深度衰退中，疫情的影响则会使其衰退程度加深。2021 年全球经济则会迎来大反弹。

经济衰退和量化宽松背景下，资产配置机会凸显。外汇方面，避险情绪助力美元短期内偏强运行，短期运行空间为 98-101；经济衰退&超宽松经济政策会引发通胀问题，中长期看美元将会继续偏弱运行；疫情冲击叠加脱欧乱局，维持英镑逢高沽空思路，英镑将会跌至 1.2 下方；作为疫情重灾区，欧盟债务危机严重，欧洲经济深度衰退难以避免，欧元继续逢高沽空，长线

看 1.06 一线。黄金方面，疫情和经济衰退使得避险需求大增，全球超量化宽松释放流动性，而新一轮可能爆发的贸易争端和通胀压力亦会助力黄金价格，黄金价格依然有上涨空间。有色金属方面，海外复产复工在即但顺利与否存不确定性，国内消费强劲但持续性存疑；有色整体已经连续上行一个多月的时间，后续能否进一步上探，亦存在隐忧。预计供给端恢复要快于需求端，维持宽幅震荡观点，上涨空间相对有限。原油方面，产油国减产进入实质阶段，后续需关注减产执行情况，未来需求将逐步好转，这将支持油价逐步筑底，但盘面走势仍然会在底部区域反复，暂难看到趋势性上涨行情。

整体来看，2020 年二季度，新冠肺炎疫情将会持续的影响全球金融市场和全球经济，黄金、美债以及日元等避险资产仍值得高配，仍可以逢低做多。大宗商品及股市等风险资产修复性上涨，应该选择超跌或逢低时加仓风险资产。2020 年下半年，随着新冠肺炎疫情的有效控制，市场避险需求会有所下降，风险偏好上升，故避险资产和风险资产的涨跌情况将会重新调整，可以在风险资产超跌或逢低时加仓，在避险资产达到较高水平有下降趋势时卖出保护收益。

(二) 大宗商品市场操作建议

金融期货板块，股指方面，此前国内需求好转迹象增加，且刺激政策继续加码，经济有再次企稳迹象，但新的不确定性仍拖累市场上行步伐，尤其海外经济的风险，长期行情仍存在不确定性；国债方面，从阶段性市场主导因素的变化以及市场风险偏好回升角度来看，国债期货价格将迎来一段时间的调整期，国债期货长期上涨趋势并未破坏，从当前经济与政策来看，市场暂不具备转熊的条件，建议继续捕捉品种间结构性机会，对于配置资金建议等待短期调整后的买入机会。

贵金属板块，疫情和经济衰退使得避险需求大增，全球央行的降息潮以及政府的巨额刺激计划，使得零收益的避险黄金有了相对收益，而新一轮可能爆发的贸易争端和通胀压力亦会助

力黄金价格，黄金价格依然有上涨空间。适合逢低买入，长期配置。

有色板块，欧美逐渐出现重启经济安排，市场情绪继续修复，我国贸易数据意外好于预期，市场信心尤其是股市修复，但国外经济数据低迷，预期的好转与实际的低迷之下，有色金属虽然偏强震荡，但较 4 月初而言逐渐涨幅放缓趋于整理。海外复产复工在即但顺利与否存不确定性，国内消费强劲但持续性存疑；有色整体已经连续上行一个多月的时间，后续能否进一步上探，亦存在隐忧。预计供给端恢复要快于需求端，维持宽幅震荡观点，上涨空间相对有限。

能源化工板块、产油国减产进入实质阶段，后续需关注减产执行情况，未来需求将逐步好转，这将支持油价逐步筑底，但盘面走势仍然会在底部区域反复，暂难看到趋势性上涨行情；原油低位反弹有望进一步支持石化品种的上涨，但当前原油基本面并未实质性好转，原油短线上行幅度有限，对石化品种上涨的支持力度也相对有限；但从整个二季度来看，原油有望逐步筑底并对下游石油化工品带来底部支撑，但能否形成趋势上行还要看需求端能否恢复。

黑色建材板块，受终端用钢需求韧性的支撑，以及市场对两会前政策方面利多的预期，黑色系的整体估值水平在 5 月上旬仍将有支撑，但下行风险已开始逐步累积。具体来看，锰硅有望成为 5 月上旬走势最强的黑色系品种，焦煤焦炭的走势可能最弱。铁矿跟随成材波动，短期将维持震荡盘整。需要重点关注两会关于基建的相关政策。

行方正 以致远

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

联系方式:

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 楼

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-68578010、68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037