

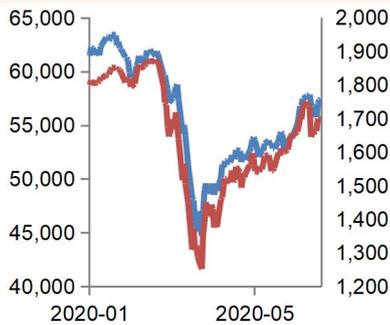
策略报告

疫情下的经济恢复下半场

2020年06月23日

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

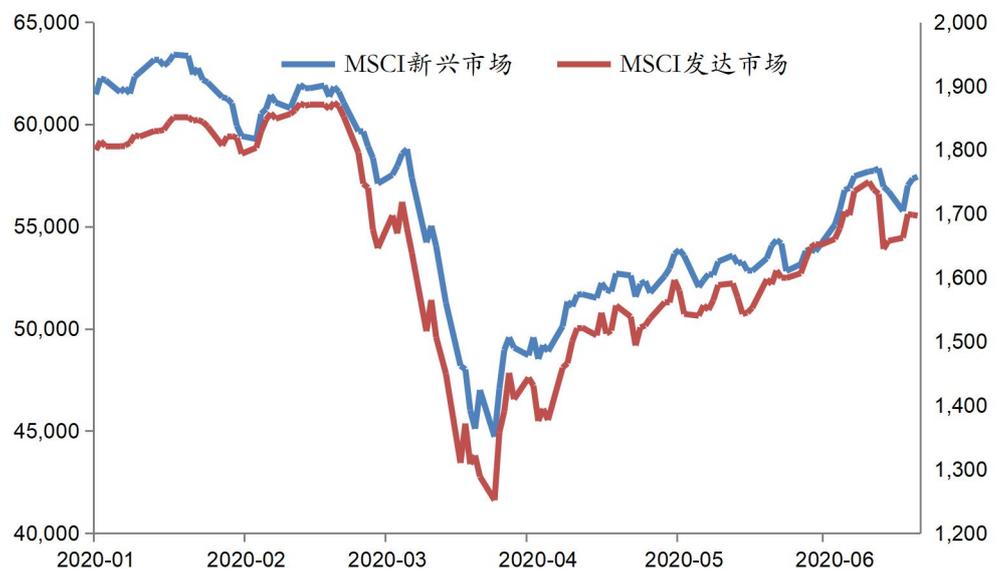
一、上半年三条主线

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

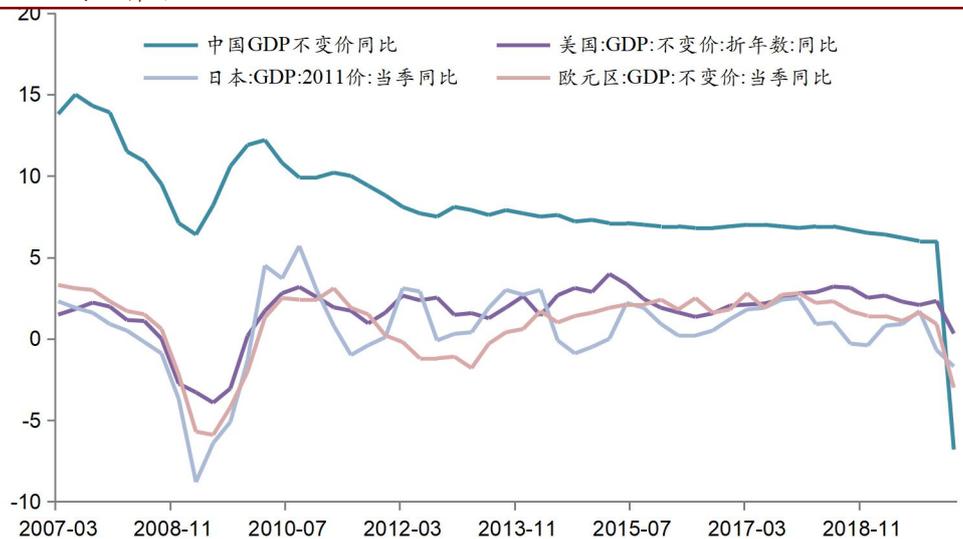
计在没有其他重大事项发生的情况下，经济总体的弱势、货币宽松以及金融资产估值之间矛盾将会是市场的焦点。

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%。

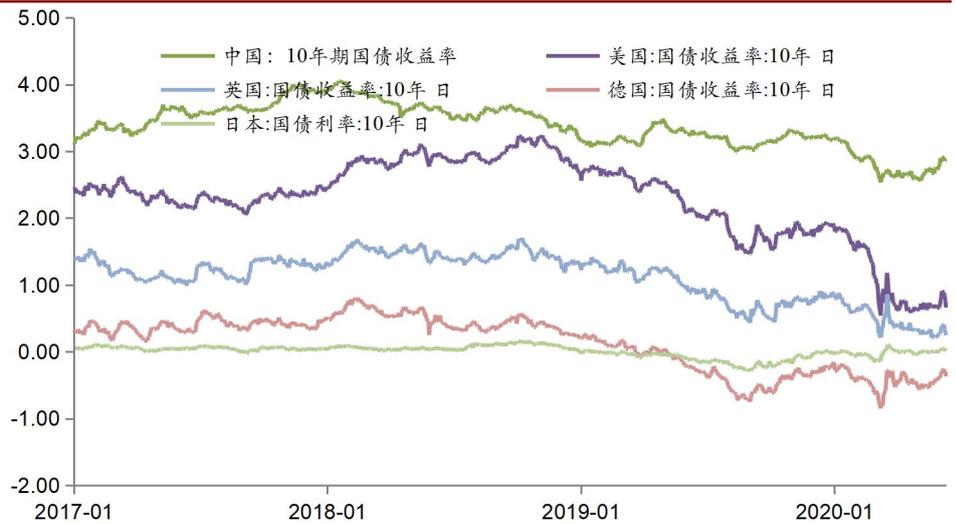
图 2：主要经济体 GDP



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

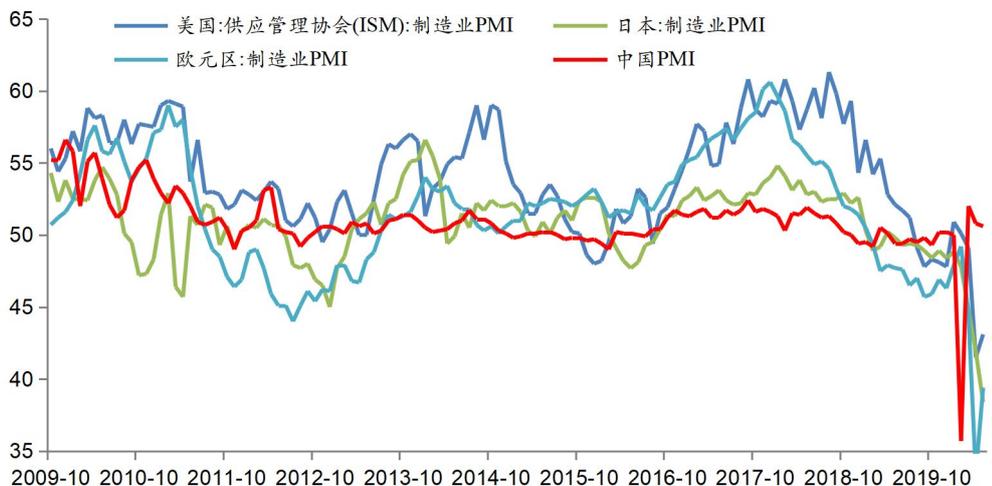


资料来源：wind,招商期货

(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：%)



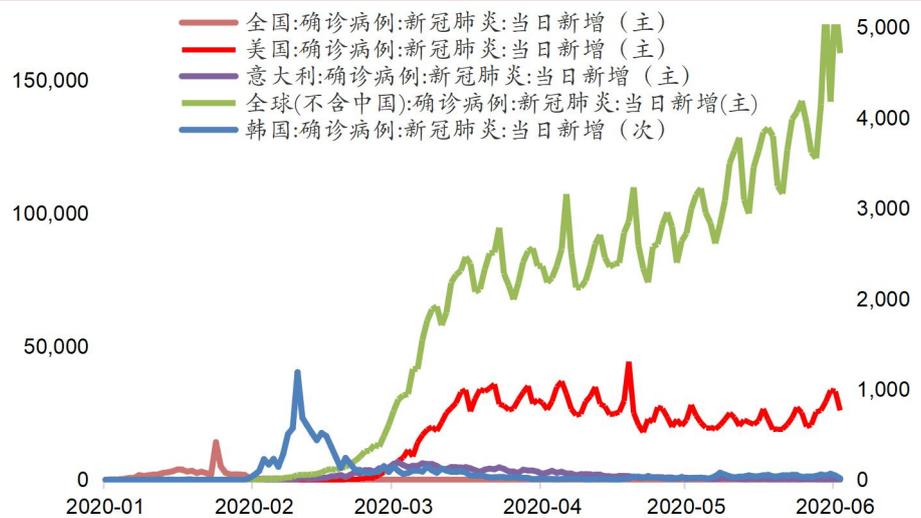
资料来源：wind,招商期货

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。

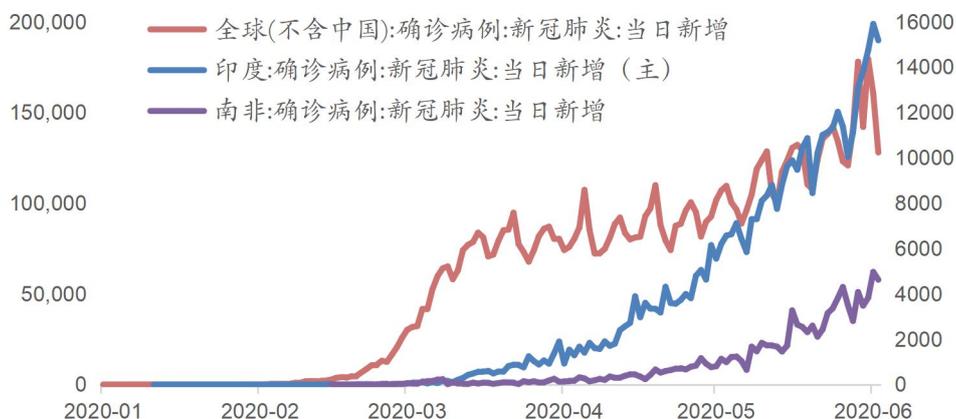
图 5：主要地区当日新增疫情



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



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4228



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn