

类别

宏观策略月报

日期

2020 年 6 月 1 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/股指）

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



新冠疫情从欧美向发展中国家扩散，中美地缘政治风险升温

近期研究报告

《宏观专题-新冠疫情防控进入常态化化管理阶段》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

《宏观专题-猪市博弈分析及其对货币政策影响》2019. 11. 5

《宏观专题-中美经贸磋商取得阶段性成果但不能过度乐观》2019. 10. 14

《宏观专题-货币金融系列之一：美联储重新扩表并非量化宽松》2019. 10. 12

《宏观策略-多原油空黄金宏观对冲策略》2019. 9. 25

观点摘要

- 5 月份欧美新冠疫情出现缓解迹象，欧美当局纷纷酝酿重启经济，这对于工业商品价格和欧美股市都是利好消息。但国际新冠疫情从欧美向东欧、南亚、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、印度、秘鲁和智利等人口大国新增确诊病例尚处于上升趋势，全球疫情防控形势依然严峻。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；与此同时，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之后，中国央行部分回收货币流动性，中国当局多年来首次放弃经济增长量化目标，因此中国股票市场受到风险溢价和地缘政治的双重压力。
- 展望 6 月份，我们预计国际新冠疫情扩散形势有望触顶但在较长一段时间内维持在较高水平，新冠疫情对实体经济的负面冲击将大于金融市场预期但金融市场也在逐步适应新的预期，新冠疫情对金融市场的影响实际上是在逐步淡化。另一方面，由于美国总统大选所需要，中美地缘政治风险与美国国内政治风险趋于上升，这意味着资产价格运行节奏时不时会受到来自政治因素的干扰，价格波动性上升而趋势更不清晰。在新冠疫情逐渐平息和通缩风险减退之后，各国央行和当局关注点将会从提供流动性避免长期衰退转移到避免宏观债务杠杆率过快上升，逆周期调节政策的逐步撤出将降低股票市场的风险溢价，但短期内我们还没看到全球股票市场普遍下跌的系统性风险。就国内资产而言，我们建议 6 月份超配信用债和工业商品，标配利率债、中小盘股和贵金属，低配货币和蓝筹股。

目录

一、2020 年迄今宏观市场回顾	- 4 -
二、宏观环境评述	- 6 -
2.1 国际新冠疫情从欧美扩散到发展中人口大国	- 6 -
2.2 中国经济缓慢恢复，欧美经济仍将萎缩	- 8 -
2.3 国际国内政治风险趋于上升	- 10 -
三、大类资产市场分析	- 11 -
3.1 黄金上涨趋势尚未结束	- 11 -
3.2 政治风险推低美元和人民币	- 13 -
2.3 债券基本面整体好转	- 14 -
2.4 中国股市波动性上升	- 15 -
四、中期资产配置建议	- 16 -

一、2020 年迄今宏观市场回顾

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。但是金融市场的乐观情绪并没有持续多久，新年伊始美国空袭刺杀伊朗高级将领苏莱曼尼，美伊冲突风险陡然升温；英国首相约翰逊宣称如果英欧在 2020 年底之前还没达成贸易协议英国将拒绝延长脱欧过渡期，这意味着到 2020 年底英国还会面临无协议脱欧风险；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已经加剧。这些事件说明，虽然中美签署第一阶段贸易协议、英国与欧盟达成脱欧协议，但来自国际政经格局重组的不确定性将继续存在，这将影响到 2020 年全球经济增长前景，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 年全球迄今最大黑天鹅为新型冠状病毒疫情(COVID-19)。出于对 2003 年非典型肺炎疫情(SARS)的深刻记忆以及对疫情随中国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、大规模网格隔离、暂停非必要经济活动、集中全国医疗资源救治患者和延期复工开学等防疫措施。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。但大规模隔离措施同样使得中国社会经济陷入停摆状态，2 月份中国制造业和非制造业 PMI 双双录得 2007 年有记录以来的最低值，2020 年 1-2 月份投资、产出和消费均同比下降 20% 左右。2 月 21 日中共中央政治局会议要求建立与疫情防控相适应的经济社会运行秩序，因为在疫情已经得到控制的情况下继续实施大规模网格隔离措施的经济成本是非常大的。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。

但由于大部分海外国家并没有珍惜中国为它们争取的防控新冠疫情的宝贵时间窗口，2 月下旬当中国新冠疫情逐渐平息的时候，国际新冠疫情却以更猛烈的速度在东亚、南欧、西欧和美英等发达国家扩散开来。在经过最初的犹豫阶段后，这些国家不得不相继采取大规模隔离措施；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，2 月下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，并且启用了量化宽松等非常规工具，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工复产复学工作有序推进，全球金融市场波动性有所下降，股票市场和工业商品价格出现反弹。

5月份欧美新冠疫情出现缓解迹象，欧美当局纷纷酝酿重启经济，这对于工业商品价格和欧美股市都是利好消息。但国际新冠疫情从欧美向东欧、南亚、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、印度、秘鲁和智利等人口大国新增确诊病例尚处于上升趋势；截至5月30日全球确诊新冠病例616万例，较4月底增加284万例，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。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；与此同时，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之后，中国央行有意部分回收货币流动性，中国当局多年来首次放弃经济增长量化目标，因此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。5月下旬，美国国内由于一名46岁非裔男子遭警察踩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跌破4月份以来的震荡区间。

展望6月份，我们预计国际新冠疫情扩散形势有望触顶但在较长一段时间内维持在较高水平，新冠疫情对实体经济的负面冲击将大于金融市场预期但金融市场也在逐步适应新的预期，新冠疫情对金融市场的影响实际上是在逐步淡化。另一方面，由于美国总统大选所需要，中美地缘政治风险与美国国内政治风险趋于上升，这意味着资产价格运行节奏时不时会受到来自政治因素的干扰，价格波动性上升而趋势更不清晰。在新冠疫情逐渐平息和通缩风险减退之后，各国央行和当局关注点将会从提供流动性避免长期衰退转移到避免宏观债务杠杆率过快上升，逆周期调节政策的逐步撤出将降低股票市场的风险溢价，但短期内我们还没看到全球股票市场普遍下跌的系统性风险。就国内资产而言，我们建议6月份超配信用债和工业商品，标配利率债、中小盘股和贵金属，低配货币和蓝筹股。

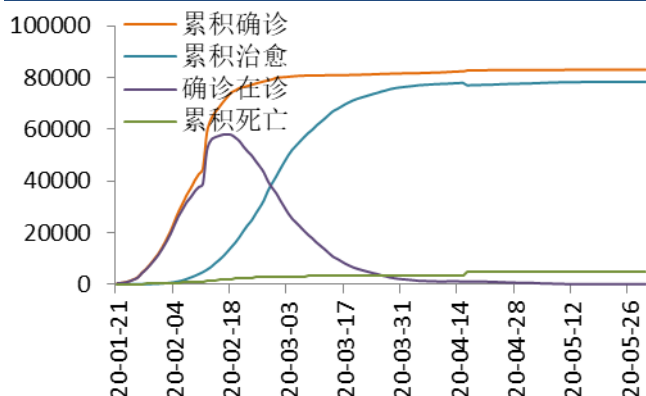
二、宏观环境评述

2.1 国际新冠疫情从欧美扩散到发展中人口大国

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传染性和中高致死率(6%左右)的相结合。SARS 病毒和埃博拉病毒致死率很高(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;流感病毒传染性很强但致死率非常低(不到 0.1%),适合于采取不会影响到正常社会经济运行秩序的群体性免疫策略。但对于新冠疫情而言,由于其中高致死率,就不能采取群体性免疫策略,因为这样会造成大量国民丧失生命,与现代政府所负担的职能不符;本次新冠疫情有若干欧美国家一开始也打算采取群体性免疫策略,被疫情教训后又匆匆忙忙加强防控措施,并因此贻误了防控新冠疫情的最佳时机。而高传染性和中高致死率的相结合,使得各个国家不得不动员巨大社会资源来救治受到感染的国民,大量的社会资源因此得不到经济学意义上的最佳配置;更不用说部分发展中国家根本就没有相应的社会资源(包括公共卫生医疗人员和设备设施等),这些国家可能是被迫采取群体性免疫策略,并因此遭受更大的损失。

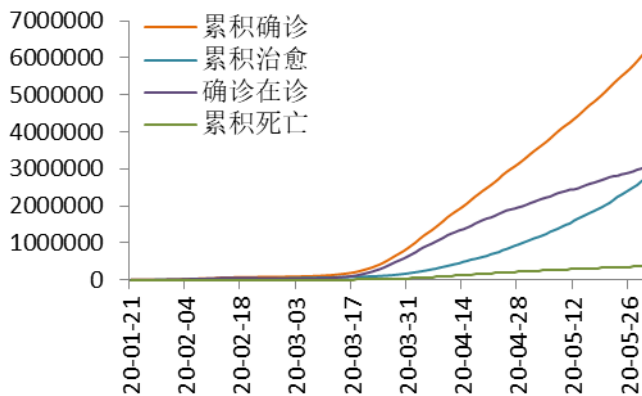
出于对 2003 年非典疫情的深刻记忆和对疫情随春节人流扩散的担忧,中国当局在新冠疫情爆发初期就采取了武汉封城湖北封省、大规模网格化隔离、暂停不必要经济活动、集中全国医疗资源救治患者以及延迟复工复产复学等防疫措施,这些异常严厉的防控措施虽然在短期内造成社会经济停摆的后果,但也因此能够在极短时间内控制住本地原发性新冠疫情,使得新冠疫情对国民、对经济的伤害降到了最低。目前中国原发性新冠疫情基本上平息下来,社会经济秩序也在逐步恢复到正常状态;但是新冠疫情的国际扩散一方面给中国经济带来二次需求冲击,另一方面也对中国防控新冠疫情带来新的考验。中国内地新冠确诊新冠病例从 2 月中旬开始趋势性减少,2 月下旬开始确诊在诊病例数也由于医疗资源的到位而快速下降,3 月中旬到 4 月中旬之间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输入性新冠疫情也由于入境口岸防疫的加强而趋于平息;截至 5 月 30 日中国大陆累积确诊新冠病例数为 83001 例,其中死亡病例数为 4634 例,确诊在诊病例数下降至 63 例,5 月后五天日均新增确诊病例数仅为 2 例且全部为输入型病例。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所佩戴口罩监测体温和减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。

图1：中国新冠疫情扩散情况



数据来源：Wind，建信期货研发中心

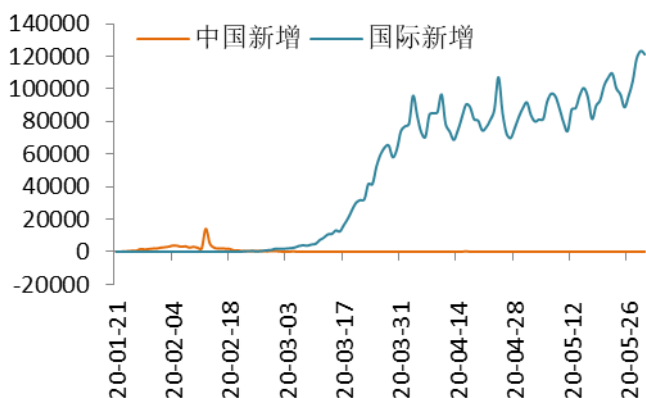
图2：全球新冠疫情扩散情况



数据来源：Wind，建信期货研发中心

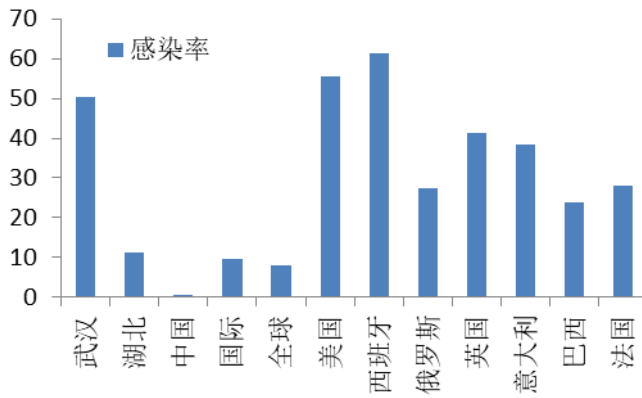
由于在中国强化防控措施之前所存在的国际人员流动，以及大部分海外国家并不珍惜中国所争取的时间窗口，就在中国国内原生性新冠疫情逐渐平息的时候，国际新冠疫情开始爆发；并且由于国际国家普遍缺乏中国当局所具有的强大动员能力和高效管理水平，部分发展中国家缺乏相应的公共卫生管理能力和医疗设施设备，国际新冠疫情的爆发速度远快于中国新冠疫情；3月11日世界卫生组织宣布全球新冠疫情为大流行病(pandemic)。从3月31日至5月27日，国际日新增确诊病例在7万至10万之间；5月后几天，由于南美新冠疫情的大爆发，国际日新增确诊病例进一步上升至12万。截至5月30日，累计确诊新冠病例数超过20万的国家有美国(北美，1816820)、巴西(南美，499966)、俄罗斯(东欧，396575)、西班牙(南欧，286308)、英国(西欧，272826)和意大利(南欧，232664)等6个国家，累计确诊病例数在5万至20万之间的有法国、德国和印度等14个国家，另有32个国家确诊新冠病例数在1万到5万之间。目前在人口超过500万的国家中有西班牙、新加坡、美国、比利时和智利等5个国家的感染率(新冠确诊病例数与人口总数之比值)超过武汉市水平(50.3%)，而感染率超过10%的有30个国家。

图3：中外日新增确诊病例数



数据来源：Wind，建信期货研发中心

图4：新冠疫情影响率(%)



数据来源：Wind，建信期货研发中心

综合而言，中国原生性新冠疫情基本上已经平息，但国际新冠疫情肆虐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。由于复杂的社会生活习俗与政府管理理念等因素，欧美地区新冠疫情持续时间长于中国，但目前除美国外地区日新增确诊病例数也有明显下降，虽然由于提前复工的关系其疫情平息速度慢于中国。4月份国际新冠疫情开始从欧美向东欧、南亚和南美等发展中人口集中地区扩散，这些地区人口众多而医疗水平又较为落后，是国际新冠疫情失控的潜在风险因素；但我们认为在这些地区国家逐渐采取有效防疫措施后，国际新冠疫情的扩散有望迎来一个关键转折点。最后我们要担心连基本卫生条件与统计体系都不具备的大部分非洲国家，这些国家人口众多而社会管理最为落后，有可能新冠疫情已经在非洲爆发，只是由于统计因素未能为外界所知。

2.2 中国经济缓慢恢复，欧美经济仍将萎缩

2020年1月下旬中国新冠疫情爆发，中国当局旋即采取了大规模网格化隔离、暂停非必要经济活动和延期复工复产等防疫措施，社会经济秩序几乎陷于完全停滞状态，2月份中国官方PMI因此录得2008年以来的最低值。而2月下旬以来国际新冠疫情开始迅猛扩散，大部分海外国家在采取严格隔离措施方面的决心与力度均不如中国，这一方面使得国际新冠疫情扩散的拐点迟迟不能到来，另一方面也使得新冠疫情对国际经济的冲击低于其对中国经济的冲击；但由于新冠病毒的高传染性和中高致死率，大部分海外国家在早期的犹豫不决之后，都慢慢地向中国学习防疫经验，因此新冠疫情对国际经济的冲击时间会更久，并通过全球分工体系对中国经济产生二次冲击。

5月份中国制造业PMI为50.6%，虽然是连续3个月扩张但也是连续2个月扩张速度放缓，这体现了国际新冠疫情对国内经济的二次冲击以及国内控制宏观债务杠杆率过快上升的政策调整。5月新订单指数较4月份上升0.7个百分点，意味着一月份生产中断导致的下游需求依然对中上游生产存在拉动作用；但生产指

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_4782

