

2020年7月28日

2020年第58期

疫情研究专题系列

2020年下半年金融投资市场分析与预测

高彦如

主要观点

- ▶ 2020年下半年，在金融市场发展环境方面：国内疫情基本控制，国际疫情愈演愈烈；在疫情影响下，全球经济衰退，不确定性加大，新兴市场国家债务风险加大；全球货币政策与财政政策宽松，流动性充裕，股票价格回升，波动性加大；美国大选不确定性增加，中美贸易摩擦或加剧，成为影响中国经济、金融市场的变数；中国经济情况没那么乐观，但对于A股来说，决定下半年走势的是资金的博弈。
- ▶ 下半年伊始，股票市场疯狂已现，预计下半年在入场资金和获利退出资金的博弈中震荡上行。科技成长、可选消费、新经济领域具有较高投资价值，并关注具有国家战略高度的海南自由贸易港的新使命、要素市场化改革以及打造中国投行的相关投资机会。
- ▶ 债券市场难现上半年牛市，走势偏弱，“上有顶下有底”，区间震荡。
- ▶ 大宗商品市场方面，黄金在各种条件下都将是确定上涨的资产，较为安全。原油供给减产力度将有所下降，需求回升但无法达到疫情前水平，因此原油价格难有较大突破。

目录

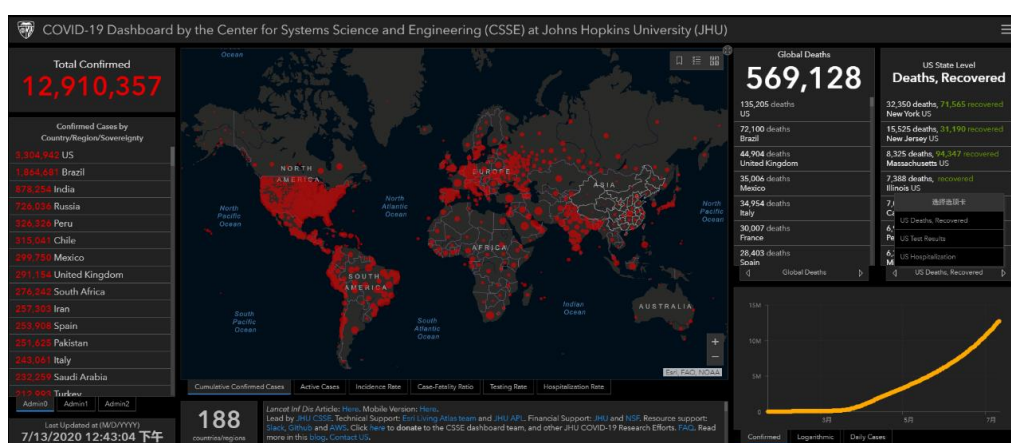
一、2020 年下半年金融市场发展环境	3
(一) 国内疫情基本控制，国际疫情愈演愈烈	3
(二) 全球经济衰退，不确定性加大	4
(三) 全球流动性大幅宽松，股票价格回升	4
(四) 美国大选对中美关系及金融市场的影响	6
(五) 中国经济情况不容乐观，但决定下半年走势的可能是资金	8
二、股票市场疯狂已现，大幅震荡中中枢上移	11
(一) 上半年创业板领涨全球主要市场	11
(二) 下半年牛市开启，波动加剧	14
(三) 哪些领域具有较高投资价值？	16
三、债券市场偏弱，区间震荡	18
四、大宗商品市场	19
(一) 黄金仍是确定上涨的资产	20
(二) 原油价格难有较大突破	22

一、2020 年下半年金融市场发展环境

(一) 国内疫情基本控制，国际疫情愈演愈烈

目前全球新冠疫情的发展阶段，大致为中国基本控制，欧洲走向稳定，美国新增开启新一轮加速，南非洲、印度、俄罗斯继续高速增长。其中，英国、意大利和德国的新增确诊和新增死亡都呈现清晰的同步减少趋势。截至 7 月 13 日，根据约翰斯·霍普金斯大学网站数据，全球确诊新冠肺炎感染人数已近 1300 万人，预计未来总感染人数会突破笔者 4 月份预测的最乐观情景下的 2000 万人。

图 1 全球疫情状况（7 月 13 日）



资料来源：约翰斯·霍普金斯大学网站，建投研究院

美国的感染人数、甚至确诊率，最近在持续攀升，但市场并非特别担心。这其中有个重要的原因是，美国现在处于惨烈的两党党争之中，美国新增确诊数据可能经过了污染（CDC 支持民主党，夸大了确诊人数），特别是近三周以来剧烈上升。但死亡人数倒是一直保持持续的下降趋势，导致美国新冠死亡率已近乎与流感差不多。

（二）全球经济衰退，不确定性加大

据IMF6月24日最近发布的《世界经济展望》报告，预计今年全球经济增长率为-4.9%，比4月份的预测低了1.9个百分点。发达经济体GDP将下降8%，此前预测为下降6.1%；发展中国家和新兴市场GDP将下降3%，此前预测为下降1%。其中，2020年美国将衰退8%，此前预测为下降5.9%，下调了2.1个百分点。欧元区GDP增速为-10.2%，日本-5.8%，英国为-10.2%，俄罗斯为-6.6%，印度为-4.5%。而中国，IMF预测中国将成为2020年主要经济体中唯一实现正增长的国家，2020年增长率预计为1.0%。

受新冠疫情影响，全球经济衰退，贸易萎缩，地缘政治恶化，特别是南美、非洲、南亚等地区疫情快速增长，对本就较为脆弱的新兴市场国家的经济打击更大，新兴市场国家面临更为严重的结构性衰退和债务风险，全球分化加剧，不确定性加大。

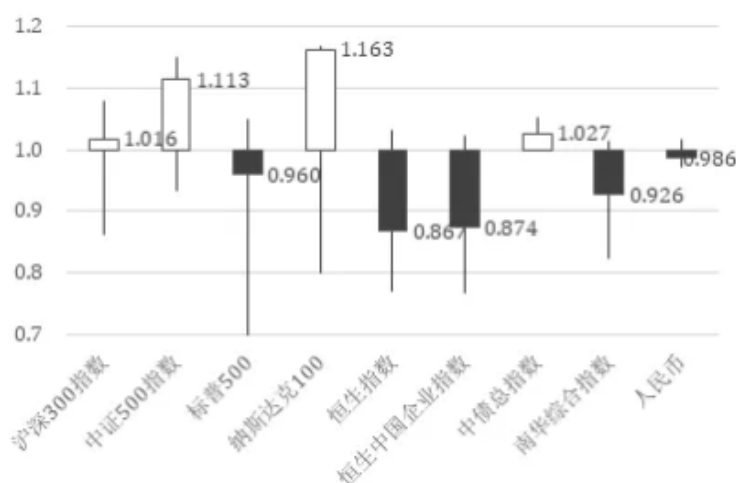
（三）全球流动性大幅宽松，股票价格回升

截至6月末，沪深300、中债指数、南华商品综合指数与人民币对美元（现汇价格不计利差）分别表现为1.6%、2.7%、-7.4%与-1.4%。股债小幅上涨，疫情引发实体经济衰退，商品表现相对滞后，人民币计入利率差基本走平。不过，其中的波动非常巨大，四类资产同期低点到高点的振幅，分别为23.4%、5.3%、23.2%与4.5%。其中，中债

指数在短短的六个月时间内的振幅，达到历史罕见的 5.3%。历史上，人民币半年振幅达到 4.5% 的情况也很少出现。

截至六月末，标普 500、纳斯达克 100、恒生指数与恒生中国企业指数的回报分别为-4%、16.3%、-13.3%与-12.6%。这四个指数的振幅分别达到了更为极端的 51%、46%、34%与 33%。

图 2 2020 年上半年各类资产表现



资料来源：Wind，建投研究院

从历史上看，美股通常是比 A 股更为安全的资产。但在今年上半年，美股与 A 股的波动率却发生大幅反转，美股波动率远大于 A 股。这主要是因为疫情之后美国的货币政策比中国更为宽松，目前驱动股票市场的更多的是货币因素。

我们看全球四大央行总资产变化。在 2003 年至 2007 年的五年间，中美欧日四大央行的总资产从 3.3 万亿美元增加到 6.4 万亿美元。2008 年，全球金融危机开始爆发，全球央行开动印钞机。从 2008 年到 2012 年的 5 年间，四大央行总资产规模迅速攀升到 13.4 万亿美

元。之后，伴随着接连不断的欧洲危机与新兴市场危机，到 2017 年四大央行总资产再次扩张到 20 万亿美元。2019 年，经济略显疲软，欧美央行再次祭出扩表措施。2020 年，新冠来袭，全球央行迅速开放水龙头。截至 2020 年 6 月底，四大央行总资产已经攀升到 25 万亿美元，其中新增的 5 万亿美元几乎全部集中在过去半年。

下半年各国货币和财政政策仍倾向于宽松。以美国为例，自二月底以来，美联储实施的各项资产购买和信贷计划已经使美联储的资产负债表规模增加了 3 万亿美元。美联储表态将在未来几个月维持当下购债速度，并将维持当前低利率水平至少到 2022 年。财政政策方面，发达经济体采用空前的财政救助及刺激稳定经济和社会需求，央行辅以后扩表来支持财政政策扩张，走向“财政货币化”。美国新一轮财政刺激将面临 7 月 31 日的财政悬崖，且两党在是否延长扩大的失业保障计划方面存在分歧，可以预见财政刺激的力度相比前几轮将有减弱。

在全球货币大幅宽松的背景下，资金源源不断流入资本市场，造成了今年二季度以来的资本市场增长，并也预示了下半年的走势。

（四）美国大选对中美关系及金融市场的影响

下半年，美国大选对市场的影响将逐步体现。2020 年 11 月 3 日美国将迎来新一届总统大选，目前两党候选人均已基本确定。特朗普将代表共和党寻求连任，民主党候选人则是前副总统拜登。凭借反建制和民粹主义的意识形态，特朗普成为美国历史上第五位“少数票”

总统，但民调支持率偏低使其面临的连任压力比其他总统更大。在任期间，特朗普对多国的制裁和贸易打压并没有给摇摆州带来足够的制造业就业和出口提振；另一方面，其在疫情和反种族歧视运动中的表现可能将中间温和派选民再度推向左派。极右思想对民意的反噬和摇摆州微弱优势的丧失，正在使得特朗普连任失败的可能性加大。根据 CNN 数据，拜登在多个民调中对特朗普平均领先 10%。当前特朗普的政策重心是恢复经济，包括中美第一阶段贸易协议的执行，如果电视辩论开始之前，特朗普的民调支持率仍然大幅落后拜登，对华强硬的态度可能进一步加剧。中美在各个领域的博弈将再次被摆上台面，中美摩擦风险将是下半年最大的变数。

5 月 22 日，美国商务部将 33 家中国公司及机构列入“实体清单”。7 月 9 日，美国宣布对四名新疆官员实施制裁，指控他们严重侵犯维吾尔族穆斯林少数民族的人权。7 月 9 日，美国宣布，对原 340 亿美元关税清单中第六批排除产品（共 110 项）中的 98 项产品，恢复加征 25% 的关税。7 月 10 日，美国总统特朗普称不考虑中美第二阶段经贸协议，意味着美国目前对中国产品加征的关税，在短期之内不会取消。特朗普的表态，反映出中美两国关系，因新冠肺炎疫情暴发、贸易摩擦等问题，而趋向破裂。接下来大概率还会有进一步的加关税和扩充实体清单的行动。我国的外贸企业，必须做好迎接更沉重的市场环境的准备。

（五）中国经济情况不容乐观，但决定下半年走势的可能是资金

中国经济虽然相对其他国家表现稍好，但事实上仍然面临着复苏乏力、贸易萎缩、实体经济利润率大幅下降的问题。

例如，旅客运输数据，2020 年 6 月的铁路运输旅客 1.66 亿人次，同比 2019 年 6 月铁路运输旅客 3.07 亿人次，降幅 47.6%，依然处于腰斩状态。没有客流量就没有经济复苏，就没有消费，没有旅游，没有商贸谈判，没有推动经济正常运转的动力。

例如，我们看上下游产业链较长、与老百姓的日常生活息息相关的六大行业，即服装、电器、汽车、化工、有色金属和黑色金属的利润演变，我们发现近年来这些行业的利润率都在下降。这其中有产业链外迁的影响，有国内消费不足的影响，也有工业整体下降导致上游原材料加速下降的影响，而疫情加速了这一衰退。

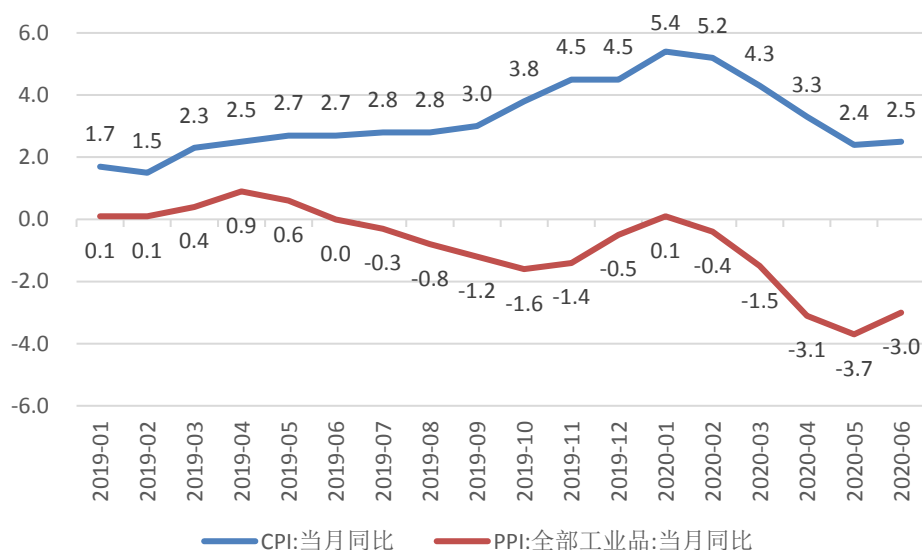
表 1 六大重点行业规模以上工业企业利润演变（亿元）

年份	服装业		电器业		汽车业		化工业		有色金属加工		黑色金属加工	
	利润	增幅	利润	增幅	利润	增幅	利润	增幅	利润	增幅	利润	增幅
2012	1144	—	3420	—	4321	—	4122	—	1760	—	1698	—
2013	1273	11.3%	3823	11.8%	5230	21.0%	4522	9.7%	1790	1.7%	2061	21.4%
2014	1336	4.9%	4163	8.9%	6158	17.7%	4450	-1.6%	1657	-7.4%	1833	-11.1%
2015	1363	2.0%	4524	8.7%	6243	1.4%	4670	4.9%	1460	-11.9%	589	-67.9%
2016	1428	4.8%	5150	13.8%	6854	9.8%	5180	10.9%	1992	36.4%	1774	201.2%
2017	1213	-15.1%	4657	-9.6%	6891	0.5%	5841	12.8%	2011	1.0%	3443	94.1%
2018	1007	-17.0%	3758	-19.3%	6091	-11.6%	5146	-11.9%	1397	-30.5%	4029	17.0%
2019	873	-13.3%	3843	2.3%	5087	-16.5%	3481	-32.4%	1261	-9.7%	2677	-33.6%
2020.1-5	181	-41.2%	1057	-17.7%	1194	-36.6%	1034	-41.6%	229	-51.9%	493	-57.5%
参考数据:												
2019.1-5	308	-22.2%	1285	-2.7%	1882	-28.7%	1771	-25.1%	476	-4.2%	1160	-24.0%

资料来源：Wind，建投研究院

此外，2020 年 6 月的消费物价同比涨幅 2.5%，而工业生产者出厂价格同比降幅为 3.0%，消费端的通胀现象与生产端的通缩现象同时存在，距离“滞胀”已然不远。美国 1970-1980 年代的经济滞胀，是靠信息技术革命才勉强度过。中国新的技术革命，目前尚未找到明确的方向。

图 3 CPI 与 PPI 走势



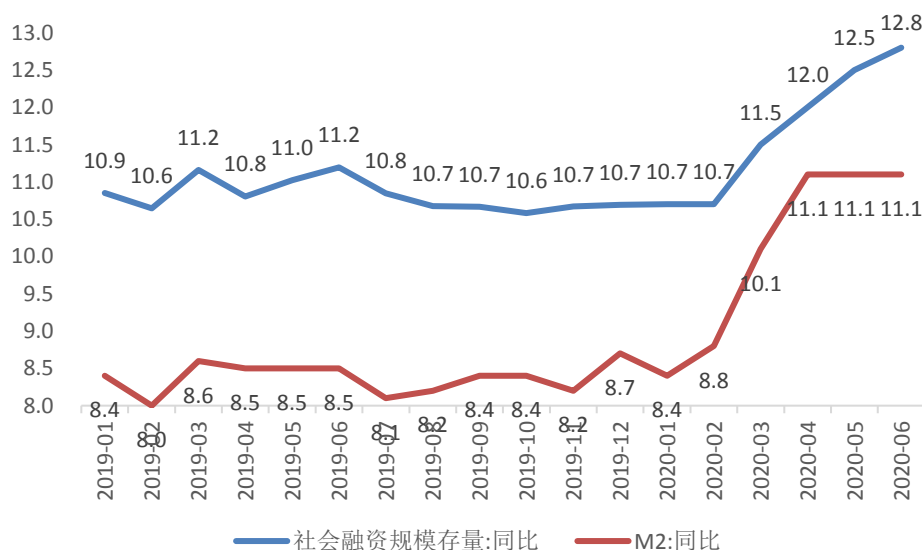
资料来源: Wind, 建投研究院

然而，在这样的背景下，由于资金面宽裕，我国股市上半年表现较好。仅看国内的社融数据，2020 年 6 月末社会融资规模存量为 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，比去年同期高 1.9 个百分点。上半年社会融资规模增量累计 20.83 万亿元，比上年同期多达 6.22 万亿元之多。

上半年为了积极应对新冠疫情带来的新挑战，金融体系持续加大对疫情防控和对实体经济支持的资金力度。上半年金融机构对实体经济发放的人民币贷款新增量是 12.33 万亿元，是历史上最高水平，比

去年同期多增了 2.31 万亿元。但更明显的是，金融市场对实体经济提供的债券、股票等直接融资的支持幅度大幅度增长，占比明显上升。上半年企业债的净融资 3.33 万亿元，接近去年全年的水平，比去年同期多 1.76 万亿元。非金融企业的境内股票融资是 2461 亿元，几乎是比去年翻一番，比去年同期多增 1256 亿元。直接融资在社会融资规模增量中的比重达到了 19%，比去年同期高了 7.7 个百分点。另外，融体系积极配合财政政策发力，国债和地方政府的专项债融资力度比较大。

图 4 社会融资规模存量与 M2 同比增速



资料来源: Wind, 建投研究院

这么大规模的融资增量，一部分用来维持日常开销和公司运营，还有一部分最终进入金融市场、房地产市场等。在实体经济低迷、房地产市场依然受控的情况下，我国金融市场将受到资金支持，整体表现不会太差。其中，尽管实体经济表现差强人意，我国股票市场下半

年也可能在入场资金和获利退出资金的交替中大幅波动，由资金强弱确定股市走向。

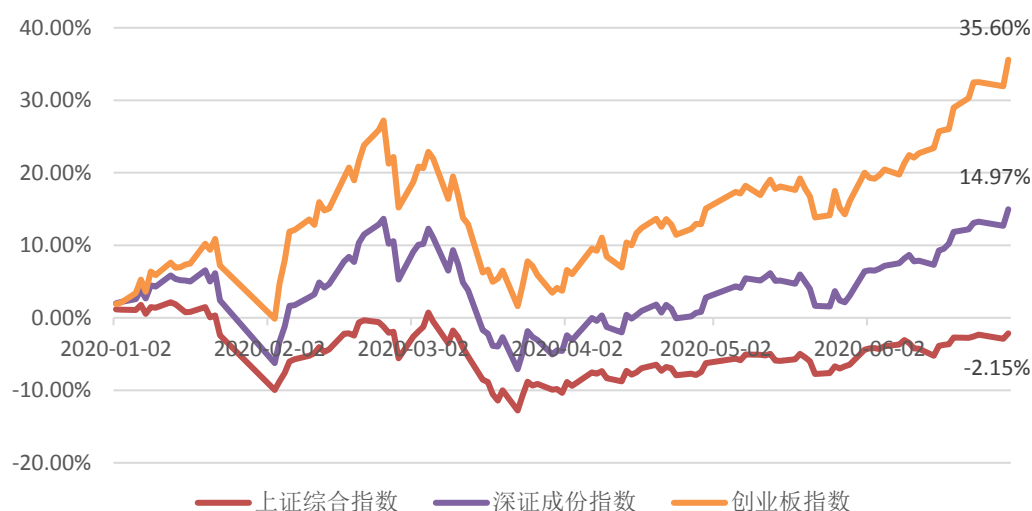
二、股票市场疯狂已现，大幅震荡中中枢上移

（一）上半年创业板领涨全球主要市场

全球疫情仍在持续，不过金融市场基本已经平稳。一季度全球股市纷纷下挫，欧美股市创出 2008 年金融危机以来最大单季度跌幅，二季度逐渐回升，多个市场反弹强劲。国内深成指和创业板指更是创出四年多新高。

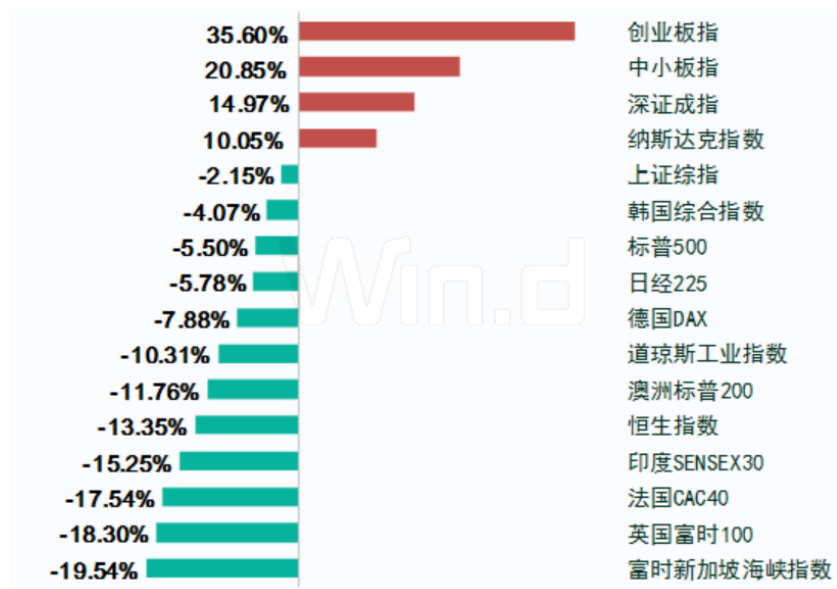
回顾上半年 A 股走势，上证综指累计微跌 2.15%，深证成指累计上涨 14.97%，创业板指累计上涨 35.60%，领涨全球主要市场。

图 5 2020 年上半年 A 股市场涨跌幅



资料来源：Wind，建投研究院

图 6 2020 年上半年全球主要股市表现

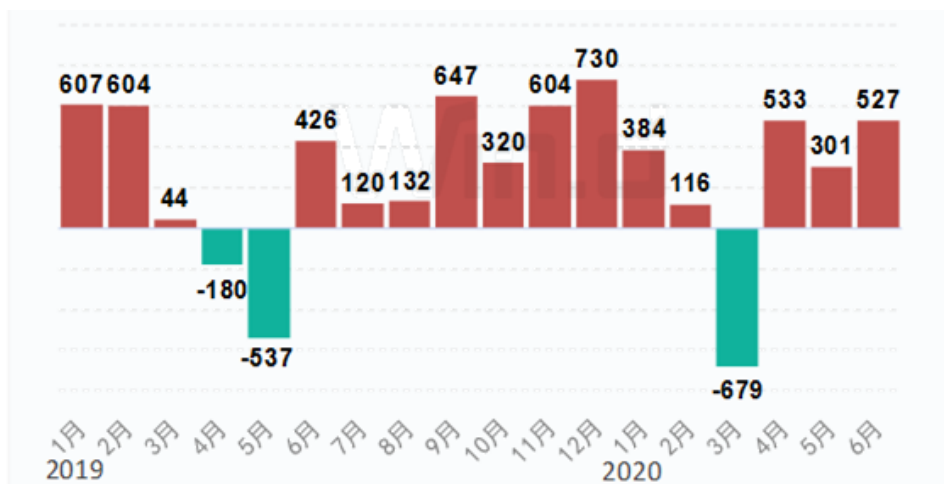


资料来源：Wind，建投研究院

2020 年上半年，中国股票市场表现较好，主要是因为资金面的支撑。此外，A 股表现出一定的韧性，相对于其他市场更加稳定。一是因为中国此次疫情防控效果最佳，目前中国疫情已经基本可控，而其他国家仍处于扩散阶段；二是中国股票市场的估值确实明显低于美国等主要市场，无论是对比自身历史还是国际主要权益指数，A 股当下估值均处于较低水平，A 股的性价比具有一定优势。三是中国财政、货币政策空间较大，且创业板注册制改革的落地将成为权益市场改革的焦点，叠加配套改革政策的密集出台，权益市场层次将更为丰富，市场风险偏好有望提振。四是北上资金持续流入，长期来看，A 股相对较低的估值水平、外资流入渠道的拓宽、外围低利率环境料将促使

更多活水流入。上半年，北上资金净流入 1182 亿元，仅 3 月份有所卖出。

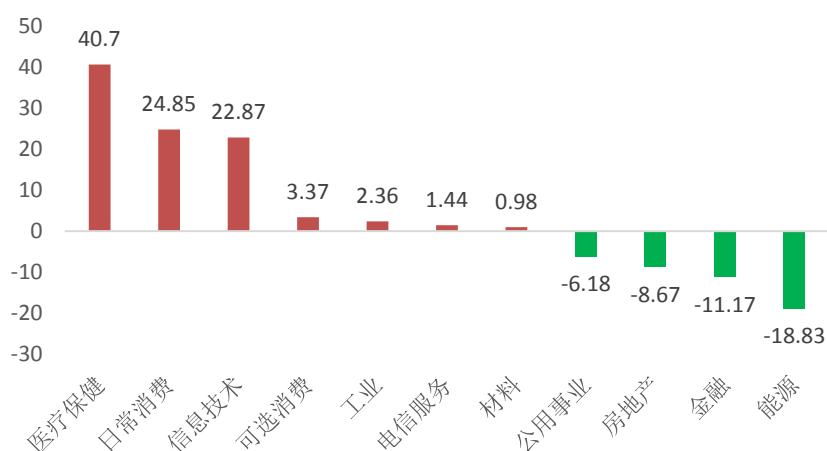
图 7 北上资金净流入 A 股金额（亿元）



资料来源：Wind，建投研究院

上半年，Wind 一级行业多数上涨，医疗保健、日常消费和信息技术行业涨幅居前，上攻均超过 20%，金融和能源行业未受市场青睐，下跌 10%以上。

图 8 上半年 A 股行业表现（涨跌幅%）



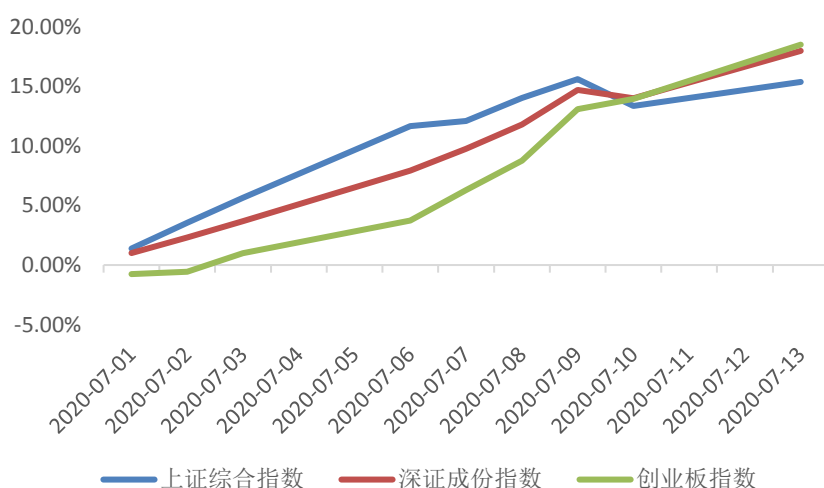
资料来源：Wind，建投研究院

Wind 热门主题概念中，疫情相关产业需求爆发式增长，相关公司也受到资金持续追捧。医疗器械、医疗物资出口、生物疫苗、肺炎及检测、口罩等多个概念板块累计上涨 60%以上，远超其他板块。

（二）下半年牛市开启，波动加剧

下半年前两周，A 股市场就进入疯狂上涨阶段，截至 7 月 13 日，9 个交易日上证综指累计上涨 15.37%，深证成指上涨 17.98%，创业板指数上涨 18.51%。

图 9 下半年前 9 个交易日 A 股行业表现（涨跌幅%）



资料来源：Wind，建投研究院

下半年，我国政策驱动基本面修复、A 股全球吸引力提升、充裕的宏观流动性向股市传导，这三大因素将驱动市场上行。而起关键作用的还是充裕的资金。这其中有稳定大盘的国家队资金，有投机的游资，有看好中国的外资，以及看见牛市的散户资金，也有全球大水漫

灌下配置中国的资金，一拥而上推动 A 股市场快速上涨，表现出来就是疯牛、暴力牛趋势，提前打满涨幅预期。

值得注意的是，在资金入场的过程中也伴随着退出的力量。据 Wind 数据显示，7 月份以来，已经有 132 家上市公司发布了股东拟减持计划，不断飙涨的券商成为了减持的重点对象，国泰君安、华安证券、南京证券、第一创业等券商均披露了重要股东减持计划。社保基金会与国家大基金等国家队也频频出手、减持蓝筹股。如社保基金减持中国人保，国家大基金拟减持汇顶科技、北斗星通、太极实业等，用市场化的方式，给市场降温。更重要的是，截止 7 月 10 日，2020 年 7 月份 A 股的重要股东们已减持股数达 70.08 亿股，已套现金额更是超过 1069.6 亿元。除了减持之外，限售股解禁压力也在逼近，成为短期市场回调的一股压力。Wind 统计显示，下半年 A 股解禁分布来看，由于近期市场大幅上涨，7 月份解禁市值已经逼近 6000 亿元，若未来市场持续走高，股东套现的意愿也更加强烈。其中，科创板公司即将迎来第一次解禁，部分公司股价较发行价涨了数倍，相关个股风险也更加集中。

尽管 7 月 10 日（周五）社保资金等国家队减持套现，给股市降温，同时银保监会打击场外配资，查违规资金进入股市，央行喊话保持货币定性等政策性利空抛出，7 月 13 日（周一）上证综指、深证成指和创业板指数依旧暴力上涨 1.77%、3.50%和 3.99%。

而与 A 股重要股东们疯狂减持形成鲜明对比的是，个人投资者、杠杆资金正在跑步入场。7 月以来，个人投资者的入市热情不断被刺激，各家券商的线上开户都出现了拥挤、排队的罕见景象。另外，场内的杠杆资金正在大举加仓。据 Wind 数据显示，截止到 7 月 9 日收盘，A 股的融资总余额突破 1.2 万亿，达到 12846.76 亿元，较上周五增加 1179.11 亿元，创出 A 股史上单周增量的新高。

因此，A 股下半年的总体走势将是趋势性上涨，本轮猛涨行情预计仍将波动上行几周时间，在入场资金和获利退出资金的博弈中变动。

（三）哪些领域具有较高投资价值？

从策略角度来看，“科技成长”“新消费”“新经济”等领域仍是投资主线。

首先是“科技成长”。第一，从宏观层面而言，在今年经济整体比较弱、流动性又好的情况下，成长股的表现会较为突出；第二，从大的产业周期看，我国已处在新一轮科技创新的起点，科技板块具备持续向上的蓬勃发展动力；第三，从政策角度出发，资本市场的一系列改革均有利于科技成长类产业的发展。

其次，可选消费配置价值或将提升，“新消费”带来机遇。非聚集性可选消费有望逐步受益于居民储蓄率上行；新老基建仍是确定的方向，重点关注 5G、新能源汽车、半导体设备耗材等；建筑装饰、建筑材料与工程机械龙头也有投资机会。5G 商用化引发设备端与应用

端景气，依然是远期确定的基本面趋势；还可关注消费电子布局窗口，例如：5G应用端的物联网、超高清、云游戏等。

第三是“新经济”领域。深交所定位创业板“三创四新”，即企业符合“创新、创造、创意”的大趋势，或者是传统产业与“新技术、新产业、新业态、新模式”深度融合属性。创业板试点注册制的实施，有利于推动更多优质新兴类企业登陆资本市场，进一步增强对创新创业企业的制度包容性。

从战略角度来讲，海南自由贸易港的新使命、自主科技创新、国企改革、数字经济、要素改革、区域城市群中“新基建”与智慧城市的建设、双循环发展模式、强大投行赋能等重大战略都蕴含着投资机会。

例如，海南建设自由贸易区，重在承接香港的转口贸易和离岸金融地位。下半年可重点关注此重大变革中的投资机会。

中国经济旧增长模式，在工业化城镇化的发展道路上，匹配的是土地溢价模式；而未来中国经济增长需要创造更多的全要素，需要生产出更多技术、人力、智力、信息和知识资本，这同时需要科创板等直接融资渠道的推动。因此，科技创新、数字经济、要素改革、智慧城市等概念中前景可期的企业值得重点关注。

科创板不仅有试验田的作用，还有锻炼队伍的作用。中国需要一流的投行来承载资本市场的核心定价功能，目前中国的证券公司规模

与地位都太小，因此 6 月 27 日，有消息称，证监会计划向商业银行发放券商牌照，通过控股券商实现混业经营，打造一个或者几个航母级投行，用商业银行“资本为王”模式去是实现“中国特色”的资本市场核心功能，掌握定价权。因此，银行、券商等股票仍可适时买入。

集团也可密切关注控股银行的机会。

三、债券市场偏弱，区间震荡

2020 年上半年债市走牛，而下半年随着疫情影响逐渐消失，货币与财政政策多管齐下，经济基本面逐渐恢复，债市将面临调整压力。

经济渐进式修复下债市最友好的阶段已经过去，叠加货币政策回归常态化以及股债跷跷板效应下股市大涨带来的情绪和资金压制下，长端利率已逐步上行至接近 2019 年年底水平。不过，当前利率点位基本反映基本面修复的预期以及货币政策回归常态的预期，经济仍处于渐进修复、未回归常态的状态，加之年后政策利率已下调 30bp，利率后续上行的空间有限。

短期而言，股市大涨带动牛市预期加强，增量资金加速涌入，风险偏好回升对债市的压力依然难言消退，情绪压制下股强债弱局面或将延续。

通胀方面，预计下半年 CPI 向下、PPI 向上，二者逐步向“零”附近收敛。通胀水平的回落为货币政策打开更大空间，但货币政策正在从之前的“救急纾困”逐步转向更加关注稳增长与防风险之间的平

衡。宽松货币环境仍是支撑经济渐进修复的重要基础，预计下半年降息降准将会持续。以直达工具为代表的结构性货币政策是主要发力点，“宽信用”对“宽货币”依赖降低，流动性充裕水平将不及上半年最宽松时期。考虑到海外疫情依然严峻，全球经济压力空前，中美贸易再起摩擦，国内经济会受外围因素影响，央行引导市场利率下行的目标没有改变，因此，债市后期仍有回暖机会。当前货币政策边际收敛而不收紧，资金面预期改善并趋于稳定，短端表现或强于长端，可适当小幅做陡曲线。

下半年债市走向将呈现“上有顶下有底”的区间震荡格局——既难现上半年的大牛行情，也不会出现明显的“牛熊转换”。

利率债方面，下半年预计 10 年期国债收益率将在 2.6%-3.0%之间宽幅震荡，向下空间大于向上空间，先抑后扬。下半年疫情、外需、货币政策操作等诸多不确定性因素将产生短期交易窗口，可积极关注安全边际的出现，博弈预期差带来的交易性机会。

信用债方面，下半年随着基本面逐渐修复，信用利差有望回落，但目前信用债收益率包括中长期品种仍是在较低的水平，行业间、企业间信用分化明显，信用债投资建议控制久期、关注息差保护。

2020 年城投信用风险可控，受益于存量隐性债务化解工作的落实，城投债仍是相对安全的选择。

四、大宗商品市场

（一）黄金仍是确定上涨的资产

7 月 8 日金价强势突破 1800 美元关口，刷新自 2011 年以来最高价，最终价收于 1808.50 美元/盎司。受新冠肺炎疫情的影响，黄金避险价值凸显，多头延续强势，金价节节攀高，上半年的回报率超 17%。

世界黄金协会数据显示，截至 6 月，全球黄金 ETF 已连续 7 个月出现净流入，创下历史纪录。

主要推手是避险需求与宽松流动性环境推动，弱势美元也起到一定助推作用；从黄金需求属性看，本轮黄金主要是受市场投资、投机需求推动，全球实物消费是下降的。

我们认为，无论疫情好与坏、无论复工进展快与慢，黄金都是确定性比较高的资产，而股票、债券等其他资产或多或少面临着一定的不确定性。可以分成两个方面来进行讨论：

首先，若疫情迅速蔓延导致二次封闭。经济下行将导致股票市场的风险增大，但是避险情绪的提高会带来黄金价格的迅速上涨。这一点比较简单，类似于今年 2、3 月份。

其次，若疫情得到控制，复工正常推进。黄金的价格与实际利率成反比， $\text{实际利率} = \text{名义利率} - \text{通胀率}$ 。

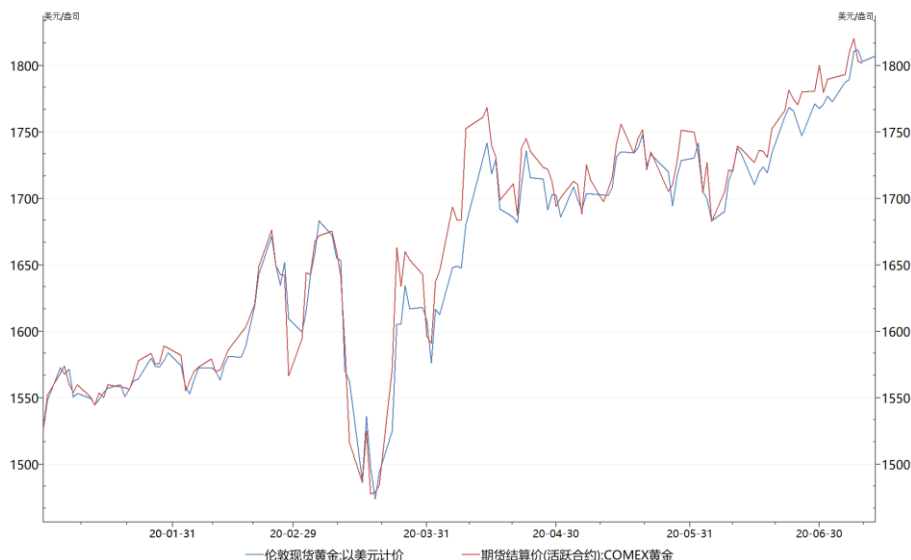
名义利率方面。本次经济衰退与 2000 年和 2008 年有一个非常不一样的地方，即本次衰退并没有伴随着企业部门去杠杆。企业部门不仅没有去杠杆，反而在继续加杠杆，而且加杠杆的速度非常之快，企

业的现金流和债务通过外部融资维持了下去，并没有爆发大面积的现金流危机和债务危机，但未来美国企业杠杆和政府杠杆的压力非常大。参照 1935-1945 年间美联储政策的历史经验，未来美联储实行收益率曲线控制的可能性非常高，10 年期美债收益率有很大可能会被控制在 1% 以内。因此，未来名义利率并不会会有明显的上涨。

通胀方面，如果美国的疫情得到控制，复工正常有序推进，美国的通胀必然会有相应的抬升。第一，经济需求恢复之后，会从需求端对通胀带来压力；第二，经济恢复后，原油价格有很大可能继续抬升，从供给端对通胀带来压力；第三，从货币的角度来看，经济需求恢复后，伴随着银行超储率的降低和居民部门储蓄率的降低，货币乘数和货币流通速度都会出现提高，也会给通胀带来一定压力；第四，美国的疫情大概率会比南美更早得到控制，南美是美国重要的铁矿石、橡胶、纤维素进口地区，届时由于疫情的原因，需求和供给会产生时间上的错配，需求很高但供给跟不上，会形成输入性的通胀压力。

因此，综合以上讨论我们可以发现：如果未来疫情迅速蔓延导致二次封闭，那么避险情绪的提高将导致黄金价格迅速上涨；如果未来疫情得到控制复工正常推进，那么名义利率仍将保持在低位，通胀将会有明显抬升，导致实际利率出现下滑，从而推动黄金价格上涨。因此我们认为，未来黄金的确定性是比较高的，只是在不同的情况下，上涨的速度和斜率有所不同而已。

图 10 2020 年至今黄金现货和期货走势



资料来源：Wind，建投研究院

（二）原油价格难有较大突破

上半年大幅减产，是支撑油价修复的主要动力。三月欧佩克减产谈判破裂，沙特大幅下调官价开启价格战；四月在油品需求最弱时候大举增产，导致油价两个月内下跌近 60%。四月欧佩克重达减产协议：五月全球减产启动，单月供应降幅达 1200 万桶/日；六月欧佩克与俄罗斯产量继续减少 200 万桶/日。减产有效对冲需求降幅，支撑油价企稳回升。

此轮减产的规模巨大，且较以往有更严格的监督机制，对于在历次减产（包括本次）未达标的国家，提出了产量补偿政策，使得减产执行率维持在超高水平。减产豁免国中，利比亚、委内瑞拉及伊朗的产量未有大幅回归预期。美国方面，预计产量会先涨后跌，油价回归正常区间后，美国页岩油企业重启前期关闭的油井以尽快产生现金流，

然而资本支出大幅缩水，钻机数为之前的 1/4，高衰退率使得产量会再次进入下降通道。

图 11 2020 年至今原油期货走势



资料来源：Wind，建投研究院

供给方面，下半年减产维持，但随油价回升幅度或将收窄。六七月或为年内供应最低时期。沙特六月额外减产的 100 万桶/日将于七月恢复，八月欧佩克二阶段减产额度收窄 200 万桶/日。美国页岩油价在 40 美元/桶基本覆盖页岩油生产成本，后期美国产量降幅或收窄。加拿大、巴西、挪威等国产量在油价回升后亦或逐渐恢复。

需求方面，随着各国重启经济，企业逐渐复工。全球市场对原油需求正在逐渐复苏。下半年需求逐渐回升，但或难达到疫情前水平。疫情后油品需求复苏路径有别。地区角度而言，中国率先恢复，欧美逐渐重启，新兴市场相对滞后。品种角度而言，近距交通油品如汽油最先恢复，工业属性较强油品如柴油恢复相对滞后，远程出行油品如

航煤恢复最慢。恢复速度而言，解禁初期出行刚需恢复较快，之后弹性需求增速放缓，最终可能会由于出行习惯改变导致需求难以彻底回归疫情前水平。

综上，原油价格难有较大突破，预计在 30-50 美元之间宽幅震荡。

免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，中国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归中国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。