

2020年6月10日

2020年第44期

疫情研究专题系列

新冠肺炎疫情对金融风险与金融市场的影响

高彦如 研究员

主要观点

- ➡ 全球新冠肺炎累计确诊超过 581 万人，拉美国家、中东、南亚等地开始成为疫情新“震中”。
- ➡ 相对发达国家，新兴经济体风险更大，从经济深度衰退风险、债务风险、金融风险等三大领域来观察包括中国在内的新兴经济体风险情况，我们认为，中国风险可控，阿根廷和智利在债务与金融领域风险较大，俄罗斯、巴西、墨西哥在经济与金融领域风险较大，南非、菲律宾、土耳其也可能引发风险。
- ➡ 中国最可能出现的风险是债务风险。今年是防范化解重大风险攻坚战收官之年，金融风险得到较好的控制。另外，中美博弈会对金融市场带来扰动，可能成为资本市场下半年最大的风险。
- ➡ 2020 年下半年中国股票市场会有复苏，全年下行幅度有限；下半年债券市场牛市或将转向；美元大概率偏弱，全年在震荡中先强后弱；人民币大概率走强；黄金将继续升值；原油上涨，但很难恢复到疫情之前的水平。

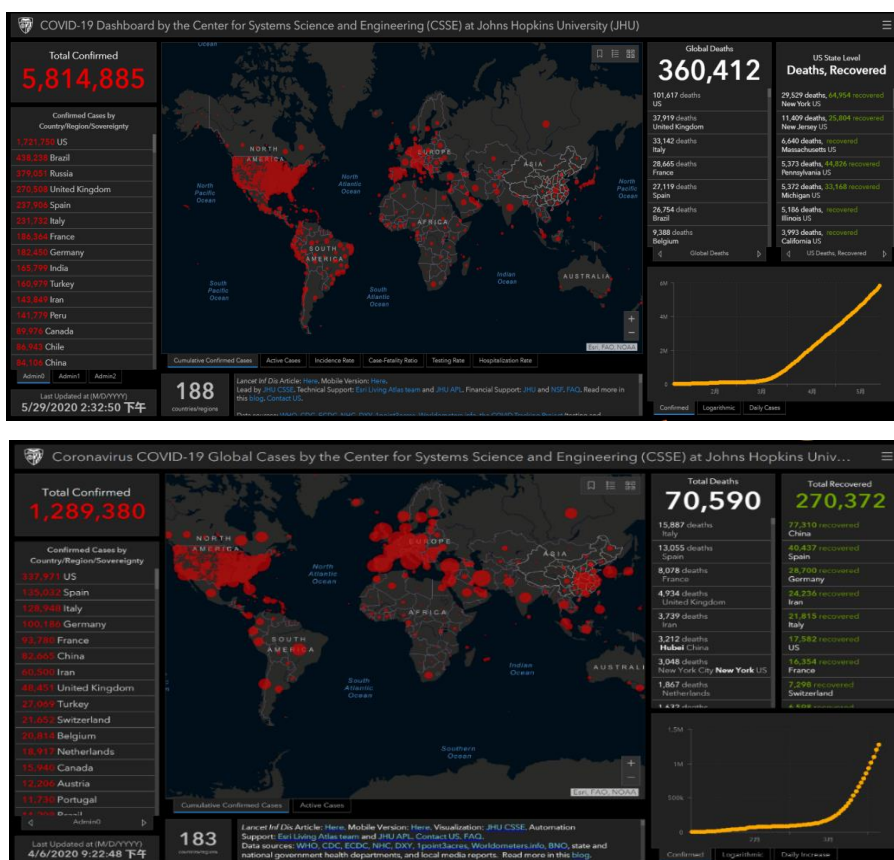
目录

一、疫情最新进展分析.....	3
二、新兴市场风险评估.....	5
(一) 经济深度衰退风险.....	5
(二) 债务风险.....	8
(三) 金融风险.....	12
三、2020年中国金融风险判断.....	16
(一) 注意防范债务风险.....	16
(二) 银保监会防范化解重大风险攻坚战.....	16
(三) 金融风险控制情况.....	17
(四) 中美博弈风险.....	19
四、2020年中国金融市场.....	20
(一) 股票市场.....	20
(二) 债券市场.....	22
(三) 外汇.....	23
(四) 大宗商品市场.....	27

一、疫情最新进展分析

美国约翰斯·霍普金斯大学数据显示，截至5月30日14时，全球新冠肺炎累计确诊超过581万人，全球死亡超过36万人。从与上次报告(4月6日)情况对比可以明显看出，目前欧洲疫情开始收敛，拉美国家、中东、南亚等地开始成为疫情新“震中”。美国确诊人数约占全球确诊总人数的30%，巴西、俄罗斯确诊人数跃升为全球第二、第三，印度、土耳其也处于快速增长阶段，已有14个国家的确诊人数已超过中国。

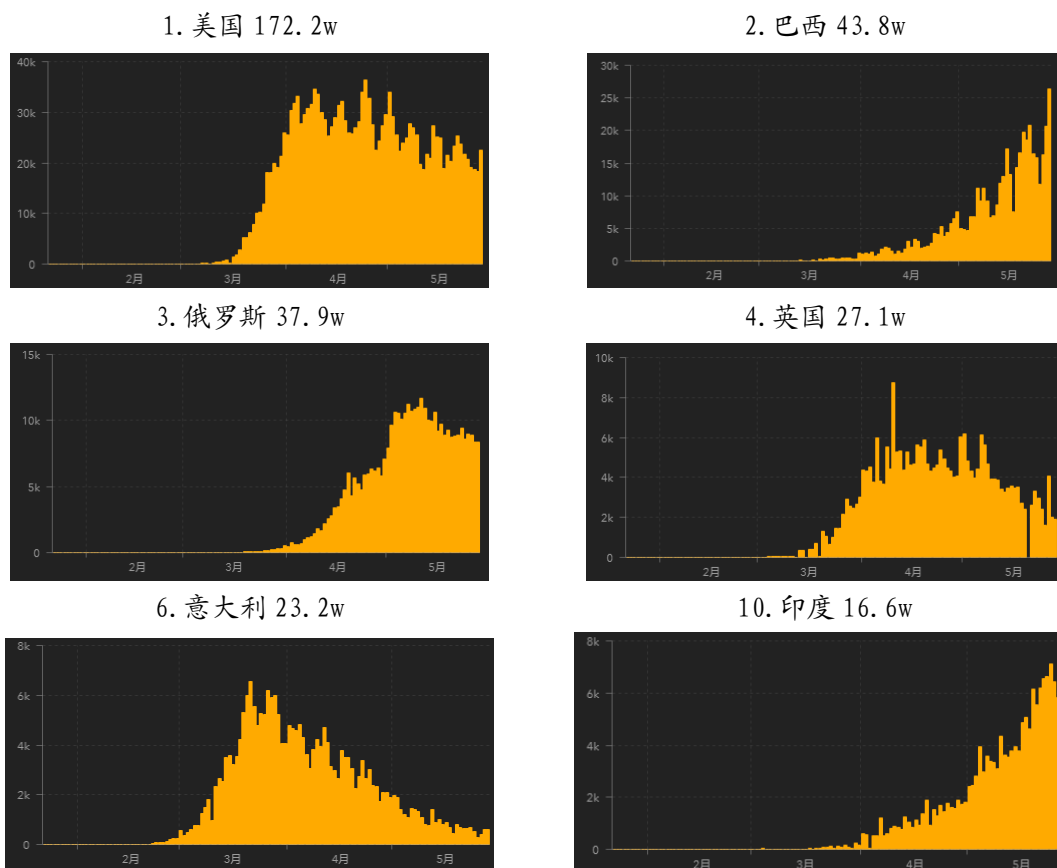
图1 全球疫情状况(5月30日与4月6日对比)



资料来源：约翰斯·霍普金斯大学网站，建投研究院

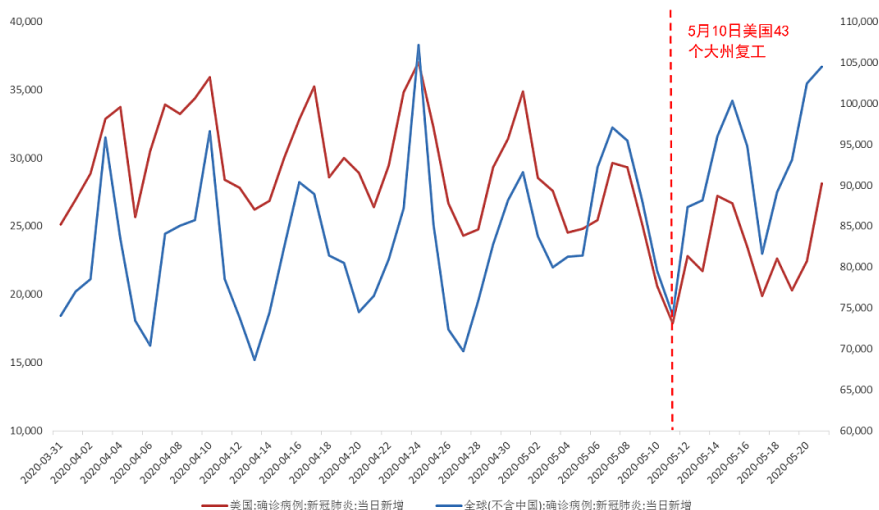
从图2中可以看出，疫情在美国已进入新增确诊人数下降阶段，但反复的可能性较大。特别是5月10日美国43个大州陆续开始复工后，部分州每日新增确诊病例数出现了明显向上趋势（见图3），疫情可能会出现小规模二次爆发。之前疫情较为严重的几个欧洲国家的疫情得到控制，进入宽尾阶段，但是随着复工复产与管控放松，很有可能发生二次反弹。巴西已经成为全球新增确诊最多的国家，巴西、印度、土耳其等新兴市场国家仍处于发展阶段，南美、南亚、中东、非洲是新一轮疫情的主要受灾区域。

图2 部分国家确诊人数排名与新增确诊人数变化情况（5月30日）



资料来源：约翰斯·霍普金斯大学网站，建投研究院

图3 美国与全球新增确诊病例情况



资料来源：WIND，建投研究院

二、新兴市场风险评估

由于新兴经济体整体医疗资源偏弱，人口相对密集，因此相比发达经济体，新兴经济体的疫情传播可能持续时间更长，控制难度更大。而且，部分国家如印度、巴西仍存在大量贫民窟，这加重了疫情传播的可能，新兴市场疫情恐将出现“厚尾”特征。

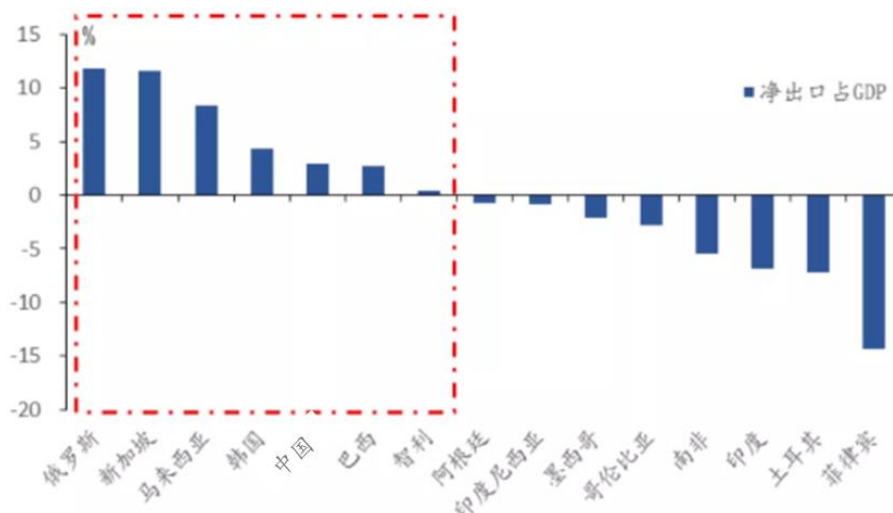
（一）经济深度衰退风险

经济衰退风险体现内忧与外患两个方面。一方面，由于各国自身为控制疫情而实施经济封锁，经济活动经历不同程度的停滞；另一方面，发达经济体陷入衰退、中国经济减速、全球经济衰退，出口依赖较重的国家将面临外需不足的风险。

我们对外需冲击的评估选取净出口占GDP的比重，来衡量各国外贸的依赖度。其中贸易盈余影响较大，即贸易差额为正，出口总值大

于进口总值。可以看出，俄罗斯、新加坡、马来西亚和韩国的外贸依赖度较高。

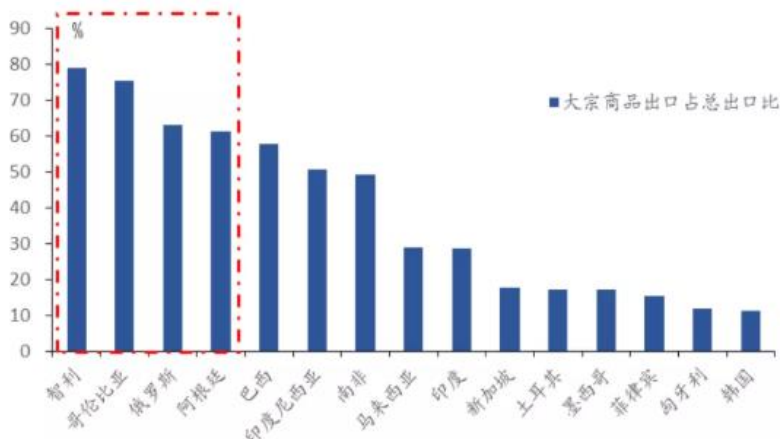
图4 部分新兴市场国家外贸依存度



资料来源：WIND，World Bank，建投研究院

从大宗商品角度考虑，目前全球需求下降，大宗商品价格下降明显（黄金除外），因此大宗商品出口在总出口中的占比较高的国家受外需影响较大。

图5 部分新兴市场国家大宗商品依赖度

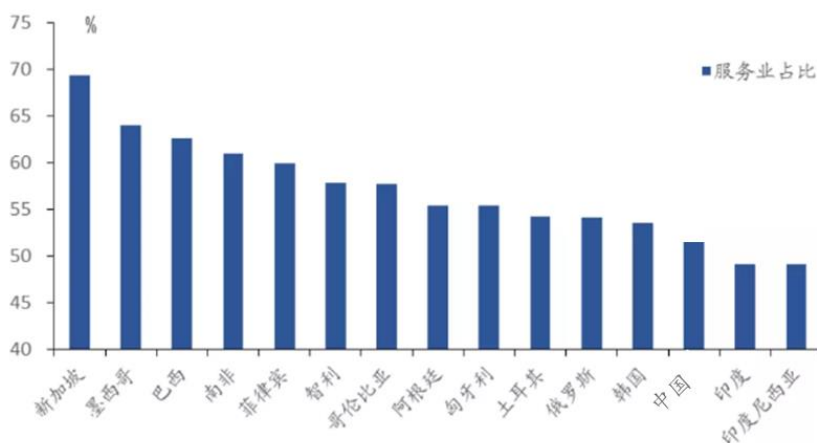


资料来源：WIND，World Bank，建投研究院

其中，大宗商品以食品、燃料、矿沙、金属之和为代表，表示了新兴市场国家的资源禀赋在出口中的份额。可以看出，智利、哥伦比亚、阿根廷、巴西的大宗商品出口占总出口的比重超过 50%，对大宗商品的贸易较为依赖。

对于新兴经济体而言，内忧更加不能忽视。从内部经济结构维度来看，服务业是受到疫情冲击最为显著的行业，如餐饮旅游娱乐等相关服务业需求难以回补，冲击较大。

图 6 部分新兴市场国家服务业占 GDP 比重



资料来源：WIND，建投研究院

从服务业占 GDP 比重的角度观察，新加坡、墨西哥、巴西、南非等国的服务业占比超过 60%，在本国经济发展中的地位较为突出，在经济封锁的条件下，国内经济活动受到的冲击大。

综合以上经济基本面风险，同时考虑疫情的严重程度和防控力度，在疫情的影响下，俄罗斯、巴西、马来西亚和墨西哥等四国的经济深度衰退的风险较高。

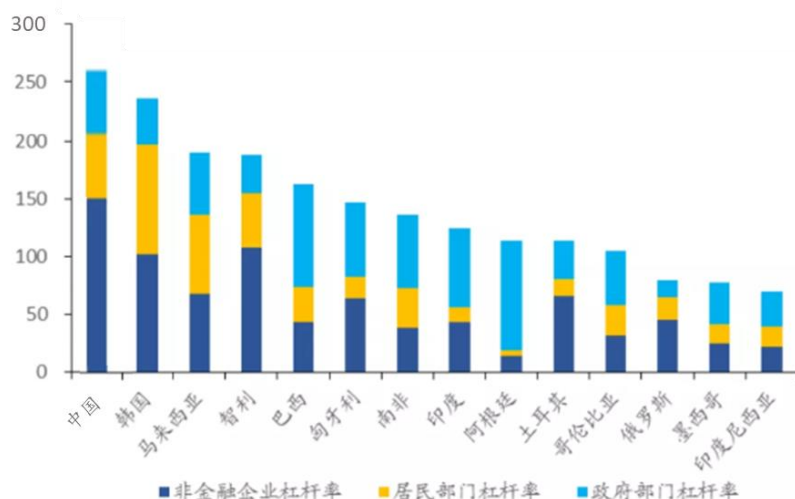
(二) 债务风险

1. 杠杆率

首先，我们通过分析某一国家内部居民与企业部门的杠杆率水平，试图获得这一国家整体的杠杆率水平，结果显示：中国、新加坡、韩国、马来西亚、智利、巴西、匈牙利的杠杆率水平较高。

不过，从这些国家内部不同经济部门的杠杆率来看，结构有所不同。中国的非金融企业杠杆率较高，甚至在绝对水平上高于金融危机时期的美国和泡沫破裂期的日本。韩国的居民和非金融企业的杠杆率较高，智利的非金融企业部门，而巴西则主要是政府部门的杠杆率较高。结合杠杆率近5年的变化，阿根廷、智利、巴西、韩国、中国整体的杠杆率提升程度较高，风险较高。

图7 2019年主要新兴经济体债务率

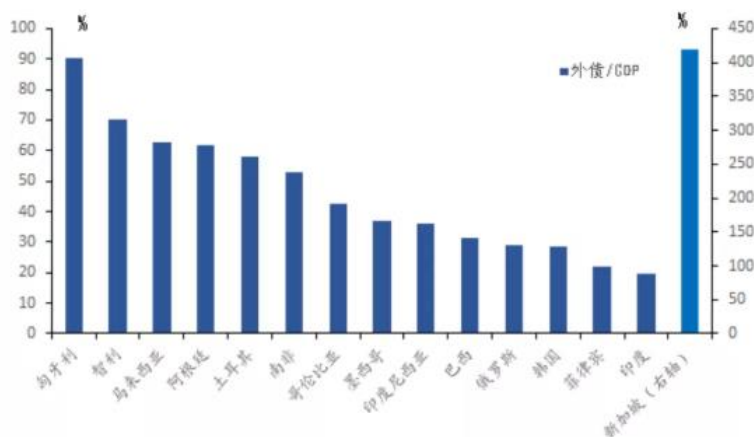


资料来源：WIND，建投研究院

2. 外债

回顾历史全球危机时刻，外债的风险大于内部债务，资金往往流出新兴经济体，从而导致外债的再融资压力加大。我们用外债/GDP衡量新兴市场国家外债情况，从流量的角度来观察 GDP 对外债的覆盖情况。从该指标观察，新加坡、匈牙利、智利、马来西亚和阿根廷的外债/GDP 的比重较高，风险较大。

图 8 2019 年主要新兴经济体外债/GDP 水平



资料来源：WIND，World Bank，建投研究院

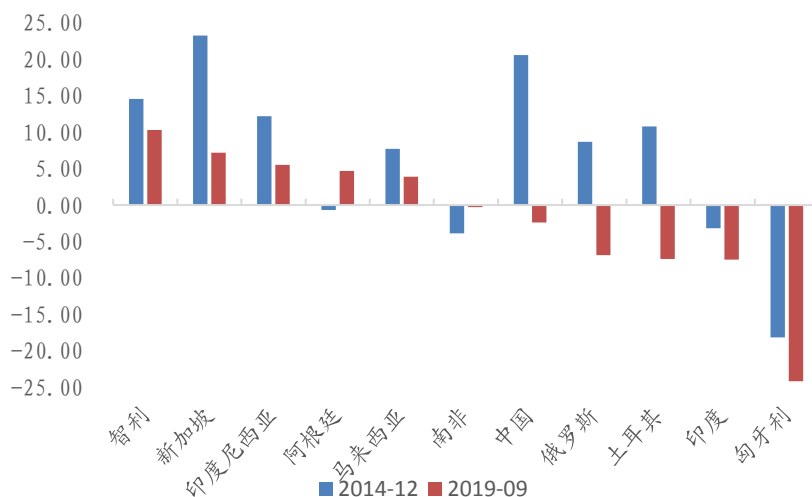
虽然从指标上观察，新加坡外债风险似乎较大，但新加坡外债主要集中在金融部门，这是因为是新加坡是国际金融中心，接收了大量的外币存款，而新加坡政府自 1995 年以来没有外债，是净债权国，外部资产规模庞大。因此，新加坡的情况较为特殊，其作为主权国家的外债风险并不高。

3. 信贷缺口

大量新兴经济体的高速增长是以债务的高速累积为代价的，到后期债务增速甚至超过了名义 GDP 增速，债务的累积给经济发展带来愈加沉重的负担，直至最终经济本身不堪重负爆发危机。

我们采用国际清算行（BIS）统一口径的“信贷缺口”指标来衡量不同经济体债务增长、信用扩张程度。信贷缺口定义为一国信贷/GDP 与其长期趋势的差额，一般来讲信贷缺口过高反映一国信用扩张过快、债务迅速积累、杠杆率增加；反之，如果一国信贷缺口过低甚至处于负区间，那么可以认为该国企业、居民部门信贷需求极不活跃。

图9 部分新兴经济体私人非金融部门信贷缺口（2019年三季度与2014年底对比）



资料来源：WIND，建投研究院

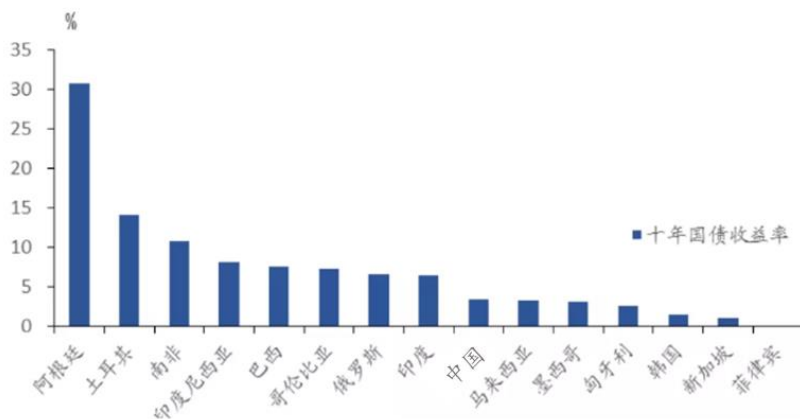
从私人非金融部门信贷缺口来看，我们发现智利、新加坡、印尼、阿根廷、马来西亚信用扩张快，其中智利的信贷缺口已经达到了10%。

这些国家债务积累的风险较高。特别是对比 2014 年底，当时新加坡、中国、智利、印尼、土耳其的私人非金融部门信贷缺口均超过了 10%，特别是中国的私人非金融部门信贷缺口在 2016 年 3 月达到历史性的 22.3%（BIS 数据显示，2016 年 3 月中国非金融部门信贷/GDP 缺口高达 30%，为 BIS 设置此数据以来历史最高值），之后我国经过坚定的去杠杆，债务风险得到控制。

4. 融资成本

债务风险的爆发核心是流动性的缺失，主要体现为再融资的无以为继。从融资成本角度，以国债收益率为例，目前阿根廷、土耳其、南非的十年国债收益率水平都超过了 10%，阿根廷更是超过了 30%，融资成本高。

图 10 当前十年国债收益率



资料来源：WIND，BLOOMBERG，建投研究院

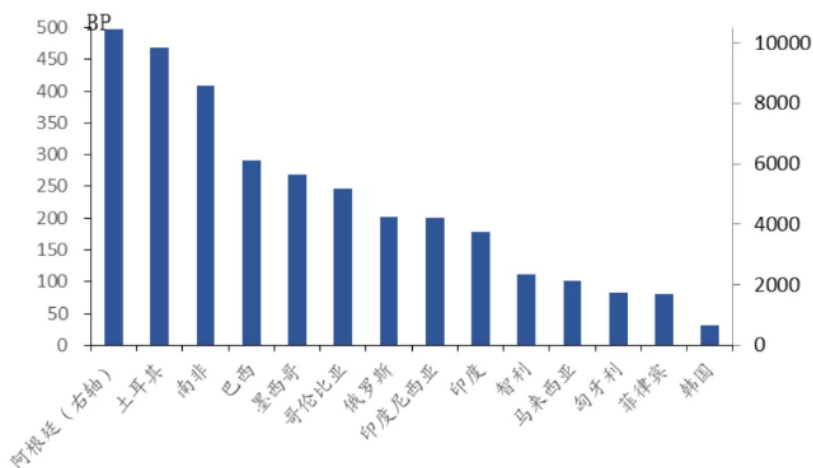
而从收益率变动来看，则南非、阿根廷、俄罗斯、土耳其的收益率变动较快。根据 IMF2020 年的最新研究的结论，主权债务违约的风

险更多来自于利率的边际变化的冲击。因此，收益率快速飙升的国家的债务风险较高。年初至4月，阿根廷、土耳其、南非十年国债收益率变动幅度大，主权债务违约的风险较大。

5. 主权债务 CDS

主权 CDS 的利差水平及其变化的角度，可更为直观的观察债务违约的风险。主权债务 CDS (sovereign CDS) 相当于一个国家主权债务违约的“保险费”。当前，阿根廷的主权债务 CDS 的利差水平已经飙升到近万点的水平，土耳其、南非、巴西等也处于 200 点以上，显示阿根廷、土耳其、南非、巴西主权信用风险高。而 CDS 利差较年初变化排序显示，阿根廷、南非、巴西、墨西哥主权信用风险高。

图 11 2020 年 4 月主权 CDS 利差

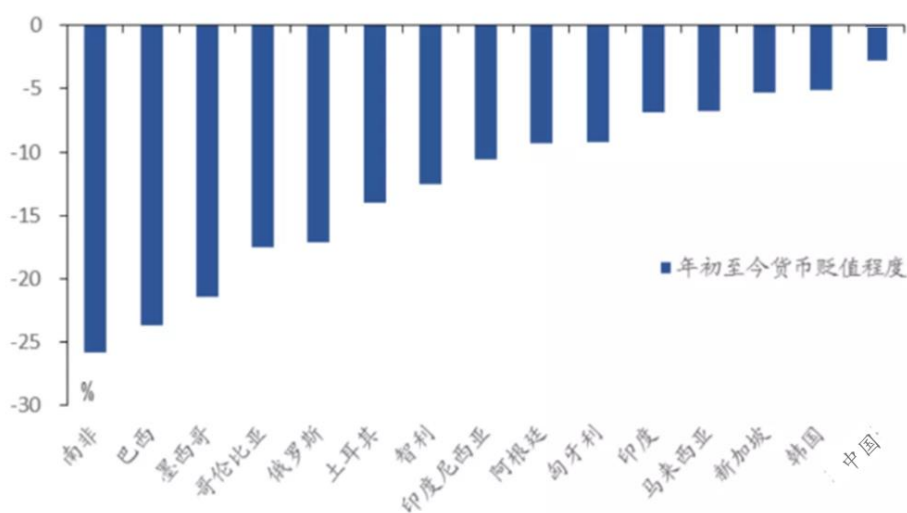


资料来源：WIND，BLOOMBERG，建投研究院

(三) 金融风险

疫情后，美元走强，新兴经济体货币大幅度贬值，资本外流加剧。美元作为国际储备货币，金融市场动荡导致流动性趋紧，美元短期走强，对新兴经济体带来冲击。年初以来新兴市场货币对美元大幅度贬值，南美洲及非洲国家的货币多贬值超过10%。人民币贬值2.44%，在新兴市场国家中表现相对较为稳定。

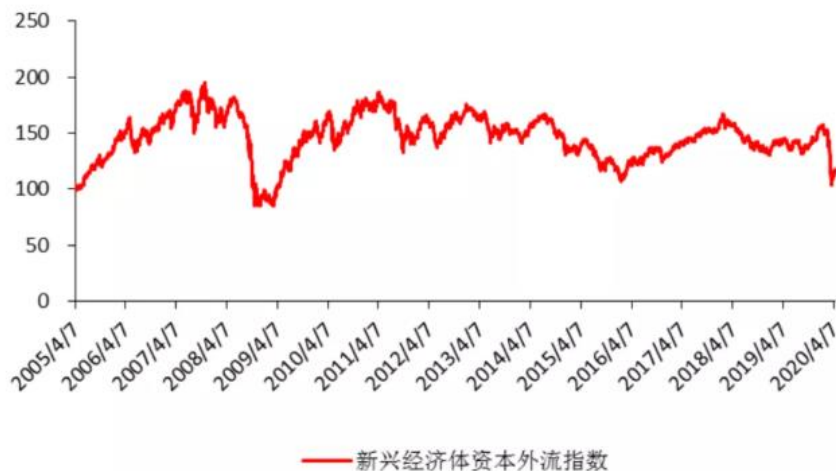
图 12 2020 年以来新兴经济体国家货币贬值幅度



资料来源：WIND，建投研究院

伴随着货币贬值的是国际资本的外流。根据国际金融协会 (IIF) 的数据，从1月21日开始的70天，虽然新兴市场仍处于疫情刚开始爆发的阶段，已有约925亿美元的非居民持有的证券投资从新兴市场流出。而在过往的几次危机中，在危机开始的70天内资金流出的总额合计都不到250亿美元。根据彭博对新兴市场的监测，此次出现的资金外流的现象速度远快于2008年金融危机。

图 13 新兴经济体资本流动指数



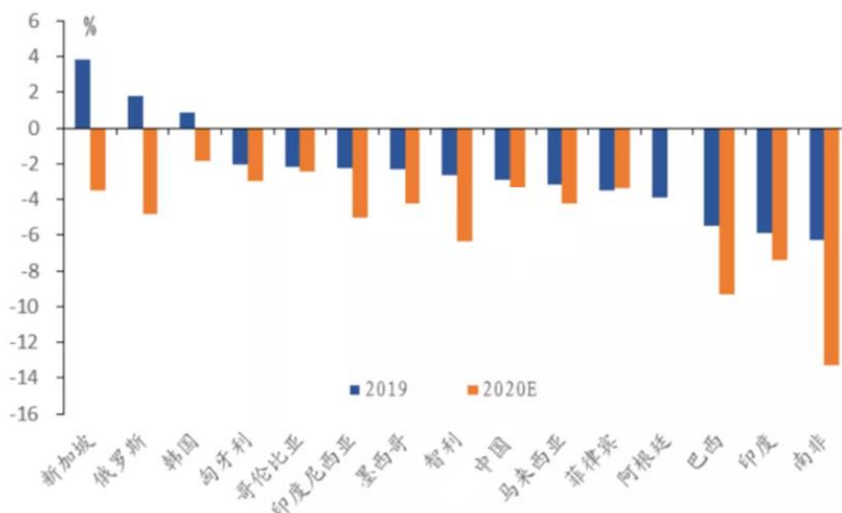
资料来源：BLOOMBERG，建投研究院

注：新兴经济体资本外流指数为彭博研发的衡量新兴经济体资本流动的数据，上升代表边际流入，下降代表边际流出。

除了外部美元走强带来的货币贬值压力外，疫情冲击导致各新兴经济体国家的内部财政赤字的压力也进一步加大。2019 年的各国财政收支除新加坡、俄罗斯和韩国为财政盈余外，其他主要新兴经济体的财政赤字占 GDP 的规模均较大。本次疫情发生后，多国针对疫情的救助措施所带来的财政赤字的规模在 GDP 的 10% 左右，新兴经济体的财政赤字压力将进一步加大。

面对巨额财政赤字压力，短期内通过增加税收和减少公共支出来削减财政赤字的可行性较低，发行货币以及通货膨胀的可能性较大，这将进一步引发汇率的贬值压力。

图 14 主要新兴经济体国家财政盈余占 GDP 比重
(2019 年实际与 2020 年 IMF 预测)



资料来源：Wind，IMF，建投研究院

面对汇率的贬值和资本的外流，一国的汇率制度和资本账户的开放程度也是衡量货币危机的重要考量因素。资本账户开放程度高的国家，面对短期非理性冲击缺乏应对手段，波动加剧。

根据 IMF 的分类和统计，新兴经济体很多国家已经采用了浮动汇率制度，而少数国家采取了自由浮动制度。在资本账户限制方面，大多数国家的限制相对较多，新加坡和韩国作为相对发达的经济体限制相对较少。而发展程度较低的阿根廷、俄罗斯、土耳其、智利等也限制较少，特别是阿根廷，仅对直接投资和不动产交易进行了限制。从这些国家的实际情况来看，在外汇领域多出现波动和风险事件。因此，当风险来临时，缺乏资本账户限制的制度安排，则可能导致短期内因恐慌等不理性行为放大外汇领域的风险。

此外，经济风险和债务风险，最终也会传导到汇率风险、金融风险。而结合外汇相关制度分析，缺乏资本账户管制的制度安排，在面对突发风险事件时，非理性的恐慌可能加剧汇率领域的风险。

总体来看，在金融与汇率风险方面，俄罗斯、巴西、墨西哥、阿根廷、土耳其、智利的风险较大。

综上，结合经济衰退风险、债务风险和金融风险三方面因素来判断，阿根廷和智利在债务与金融领域风险较大，俄罗斯、巴西、墨西哥在经济与金融领域风险较大，南非、菲律宾、土耳其也可能引发风险。

三、2020年中国金融风险判断

（一）注意防范债务风险

从上一章的分析中，我们可以看出，在新兴市场国家中，中国在各方面表现较好，风险可控。但值得注意的是，我国杠杆率水平较高，虽然通过三年去杠杆的努力杠杆率得到有效控制，信贷缺口转负，但随着疫情的爆发，“去杠杆”不再明确提出，债务积累可能会进一步较大增长。因此，仍需要注意防范债务风险的爆发。

（二）银保监会防范化解重大风险攻坚战

2020年是全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，也是打好防范化解金融风险攻坚战收官之年。银保监会相关负责人表示，银保监会按照“六稳”和“六保”要求，统筹做好疫情防控、服务经

经济社会发展、防范化解金融风险各项工作，坚决打赢防范化解重大风险攻坚战。

2020年重点对风险可能上升的领域提前做好应对准备，防范化解金融风险的工作重点包括九个方面。

一是稳妥处置高风险机构，压实各方责任，全力做好协调、配合和政策指导。

二是大力压降高风险影子银行业务，防止死灰复燃。

三是持续加大不良资产处置力度，提高资产分类准确性。

四是坚决落实“房住不炒”要求，持续遏制房地产金融化泡沫化。

五是对违法违规搭建的金融集团，在稳定大局的前提下，严肃查处违法违规行为，全力做好资产清理，追赃挽损，改革重组。

六是深入推进网络借贷专项整治，加大互联网保险规范力度。

七是继续努力配合地方政府深化国有企业改革重组，加快经济结构调整，化解隐性债务风险。

八是有效防范化解外部冲击风险，稳定市场预期。

九是进一步弥补监管短板，加大监管科技运用，加快建设监管大数据平台，有效提升监管能力和水平。

（三）金融风险控制情况

2017年以来，通过压缩资金空转和通道业务，累计压缩交叉金融类高风险资产约16万亿元，资产高速虚假扩张顽疾得到纠正；不良

贷款风险持续化解，三年来银行业累计处置不良贷款 4.4 万亿元；高风险机构处置工作取得实质性进展，局面得到有效管控。

中小银行风险问题一直备受关注。过去一年平稳有序处置了包商银行等高风险机构，稳妥化解中小银行局部性、结构性流动性风险，强化市场纪律，防范风险蔓延。2019 年还处置完成 109 家高风险农合机构，高风险机构数量稳步下降。

影子银行风险方面，经过两年多持续推动和监管，影子银行规模不断收缩，风险水平大幅下降。截至 2020 年一季度末，同业理财规模余额为 8460 亿元，较 2017 年初下降 87%。中国整治影子银行的成效受到国际金融界的密切关注和高度评价。

受疫情影响，商业银行一季度不良贷款受到市场关注。目前，银行业不良贷款保持高位运行，潜在风险较大。不良贷款处置力度持续加大，处置规模创新高。2020 年一季度末，商业银行不良贷款 2.6 万亿元，较上年末增加 1986 亿元；不良贷款率 1.91%，上升 0.05 个百分点。一季度，我国实体经济受疫情负面影响较大，商业银行不良贷款存量明显增加，不良率快速反弹。

近年来，商业银行通过核销、现金清收、市场化处置等手段加大不良贷款处置力度。2020 年一季度，商业银行处置不良贷款 4055 亿元，同比多处置 726 亿元。其中，核销不良贷款 1921 亿元；处置收

现 1855 亿元；综合运用以物抵债、资产证券化、债转股等方式，合计处置不良 279 亿元。

（四）中美博弈风险

中美风云再起、冲击提前。一方面，疫情冲击之下，美国本身有对华施压的政治诉求，两党为了服务大选，争相给对方贴上中国标签；另一方面，中国推动国家层面健全香港法律制度，让美方措手不及，一些科技厂商被列入实体清单，风险偏好受到压制。受此影响，美国对中方的态度，提前进入强硬区间，而且大概率会持续到 11 月大选。

5 月 21 日晚，十三届全国人大三次会议议程公布，大会将审议全国人大常委会提出的，建立健全香港维护国家安全法草案。5 月 23 日，韩正副总理参加港澳地区全国政协委员联组会表示，从国家层面建立健全香港特别行政区维护国家安全的法律制度和执行机制，是中央基于香港局势作出的慎重决策。

在此背景下，当地时间 5 月 22 日，美国商务部宣布，将共计 33 家中国公司及机构列入“实体清单”，其中包括烽火科技、奇虎 360 与云从科技等科技企业。此前，在 2019 年 10 月 7 日，美国商务部曾将海康等 28 家机构和企业列入实体清单。

同时，华尔街日报报道，美国马里兰州民主党参议员 Chris Van Hollen 和宾夕法尼亚州共和党参议员 Pat Toomey 参议员提出了一项

两党议案，声称将对在香港执行新国家安全法的相关个人、机构、银行实施制裁。

因此，中美在各个领域的博弈再次被摆上台面，中美摩擦风险将是下半年最大的变数。

四、2020年中国金融市场

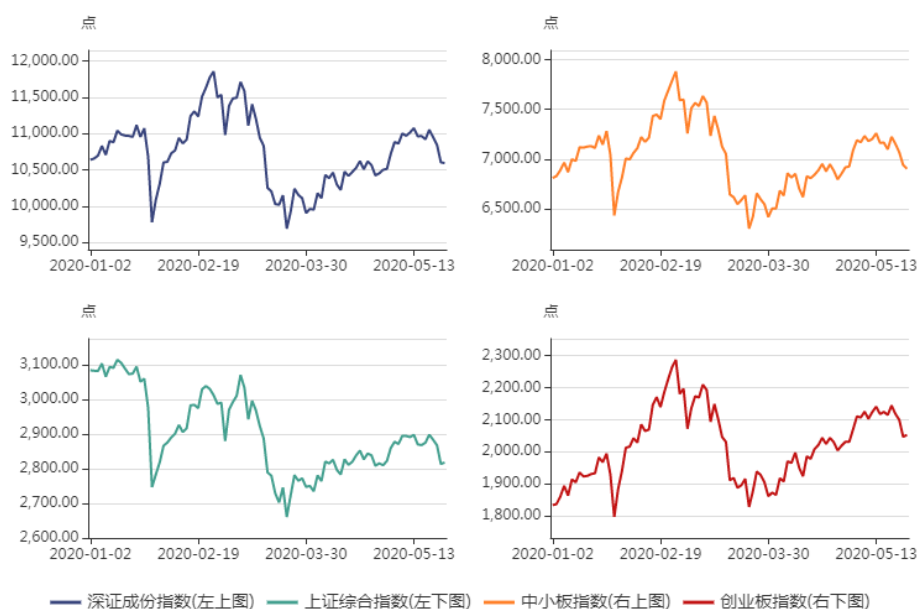
（一）股票市场

2020年预计全年A股市场震荡加剧，先抑后扬，整体下行幅度有限。一方面，受全球股市巨幅震荡下行的影响，A股市场也会有一定的跟随效应。新冠疫情将对中国经济造成较大压力，对企业盈利造成较大影响，加剧企业应盈利分化，支撑指数中枢抬升的幅度有限。

另一方面，中国资本市场表现出一定的韧性，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；二是在全球各国中，中国的医用物资供应链也处于相对较为安全的位置；三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。四是中国财政、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。五是资金方面，当下外资持股占比A股流通市值4.0%，已逐步接近公募基金4.8%的持股市

值占比。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。六是综合来看，从利差、估值、相对稳定的汇率等角度，人民币有望成为避险资产的新宠，中国的债市和股市有望发挥全球金融资产“避风港”的作用。

图 15 2020 年至今 A 股市场走势



资料来源：Wind，建投研究院

最大的风险因素是中美摩擦升级。包括上周美国升级对华为芯片限制，又将多家中国科技企业及机构列入“实体清单”，纳斯达克市场将收紧赴美上市中国企业的限制等等显示出中美摩擦不断升级，可能会对国内资本市场造成一定的冲击。

配置方面关注新基建和大消费行业。

新基建：以 5G 基建、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、充电桩、大数据中心、人工。

大消费行业：关注汽车产业链，尤其是新能源汽车方向，随着疫情防控的好转，转向消费场景恢复的旅游与传媒，调整后的食品饮料和医药依旧可能成为避险的选择。

（二）债券市场

2020年，随着全球货币政策宽松不断进阶，资金利率维持低位将成为常态化，并带动短端债券利率维持低位。我国经济增长中枢回落，节奏上前低后稳；通胀中枢上行，节奏上前高后低；货币政策稳健，加强逆周期调节，强调结构调整，防风险延续。因此，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。

另外，在海外利率走低的背景下，中外利差维持在高位。无论是与美国，还是与其他发达国家，中外利差均高于历史水平，中国债券成为全球债券市场的一个价值洼地，对外资吸引力逐渐增大。此外，继彭博巴克莱全球综合指数之后，2020年中国政府债券将纳入摩根大通指数，预计境外资金会加速流入。

利率债方面，利率环境整体仍存在下行空间，叠加当前政策以基建托底的意向十分明显，企业中长期限的融资需求有望提升，长端利率债的配置价值仍存。但因为《政府工作报告》的财政政策支持力度位于市场预期下限，因此长端利率较难突破前低。

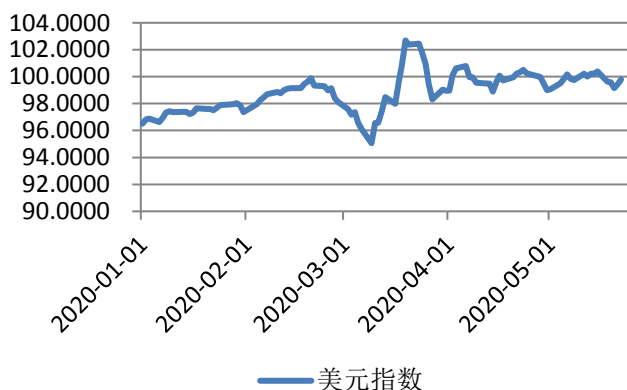
信用债方面，基本面下行压力较大，挑战企业违约风险。下半年随着基本面逐渐修复，信用利差有望回落，但目前信用债收益率包括中长期品种仍是在较低的水平，行业间、企业间信用分化明显，信用债投资建议控制久期、关注息差保护。

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。

(三) 外汇

1. 美元

图 16 2020 年至今美元指数



资料来源：Wind，建投研究院

理论上而言，在美联储降息并且推出大规模量化宽松的背景下，美元应该会贬值，但是美元整体上在略微走强，显示出疫情期间全球投资者避险情绪仍然较大。美元作为全球最主要的避险资产，投资者在抛出其他资产以后，使得美元现金的需求大增，美元流动性紧张。

特别是3月美元经历了巨幅震荡。2020年3月伊始疫情全球蔓延，加剧了美国高杠杆债务风险，避险情绪上升，卖掉一切换美元，黄金下跌，美元指数上涨，全球金融环境集聚恶化，各国央行加大货币操作力度，自3月3日美联储降息至0后，成效甚微，3月9日-20日出现了一月四次熔断的股灾，结束了美股11年牛市行情。原油冲击叠加疫情催化点燃了美元流动性危机。美股暴跌以来，美国资本市场出现踩踏现象。各大基金公司开启无条件恐慌式抛售的行为，现金成为最稀缺的资产。当前来看，美国银行间、非银机构和实体经济均出现流动性紧缺的问题，使海外市场加大对美元需求，美元指数从3月9日的95猛冲至3月17日的102.7。之后，美联储无限QE缓解了美国流动性紧张问题，并在未来提高通胀预期，市场逐步抛弃对现金的追捧，改为提高对黄金的配置，美元指数回落。

值得注意的是，此次疫情产生的影响并没有达到预期的去美元化，而是进一步反应出美元在全球货币中一家独大的地位。据不完全统计，为减缓“美元荒”，全球有日本、韩国等14个国家与美联储达成了临时货币互换协议，这可能意味着全球去美元化行动倒退一步。

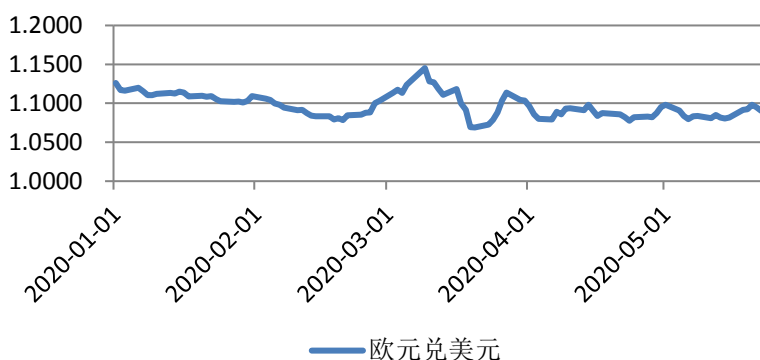
后续美元的走势与美国经济和避险情绪密切相关。疫情之下美国经济可能在第二季度出现非常剧烈的经济衰退，下半年可能有所反弹。疫情也使得美国大选的不确定性加大，特朗普在疫情期间的表现将对大选结果造成很大影响。在疫情面前本应与中国合作的美国，却极力

牵制和诋毁中国，让两国后续贸易谈判和关税前景不容乐观。综上，下半年美元大概率偏弱，全年在震荡中先强后弱。

2. 欧元

欧洲疫情日趋严重，令本就低迷的欧洲经济雪上加霜。2020年欧元的走势一方面与疫情发展相关，另一方面与美元的吸引力相关，预计全年波动较大，欧洲经济相较于美国恢复更难，因此整体呈震荡向下趋势。

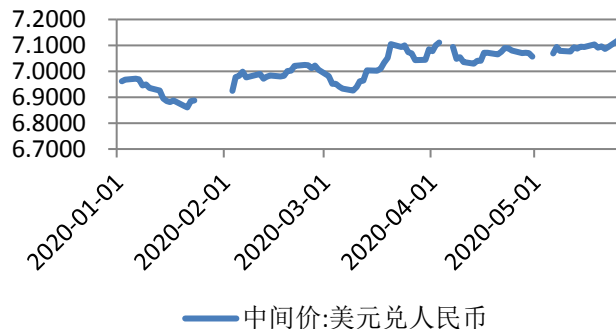
图 17 2020 年至今欧元兑美元



资料来源：Wind，建投研究院

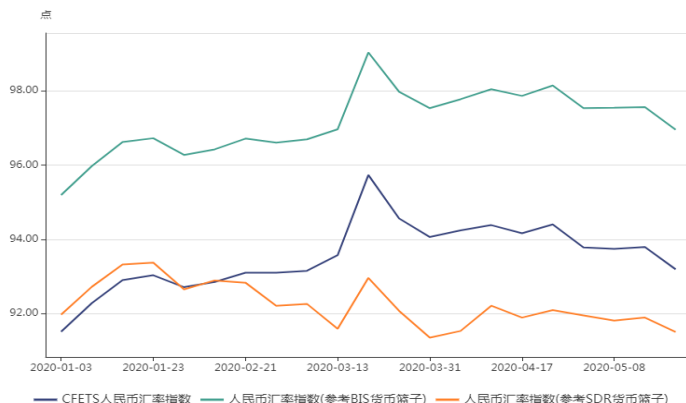
3. 人民币

图 18 2020 年至今美元兑人民币



资料来源：Wind，建投研究院

图 19 2020 年至今人民币指数



资料来源：Wind，建投研究院

2020年3月中旬美元指数受流动性恐慌影响大幅拉升7.4%，受此影响，全球非美货币均出现不同程度的下跌。同期人民币仅贬值2%，在全球主要货币中表现较好。2020年以来尽管受到疫情影响，我国跨境资金流动总体稳定，外汇市场供求基本平，人民币汇率在全球外汇市场，尤其是在新兴市场中的表现相对稳健。

总体而言，由于全球投资者避险情绪仍未得到缓解，中美摩擦升级，中国的货币政策仍存在进一步宽松的可能，因此美元对人民币仍在高位徘徊。

随着国内疫情防控形势持续向好，还有国内复工复产率持续提升，中国经济长期向好的基本面，对人民币汇率的稳定会形成有力的支撑。随着中国疫情得到控制和经济逐渐企稳，国际投资者对中国经济发展模式和中国市场的认可度将进一步提升，全球资本将再度流入，跨境流动形势将支撑人民币企稳。2020年我国货币政策仍保持宽松状态，

但利率下降有限，保持正的收益率空间，而美联储已降至 0 利率区间，中美利差进一步加大。加之对外开放进程持续，有利于外资继续大规模进场，也将对人民币形成支撑。预计下半年美元兑人民币将有所回落，人民币走强。

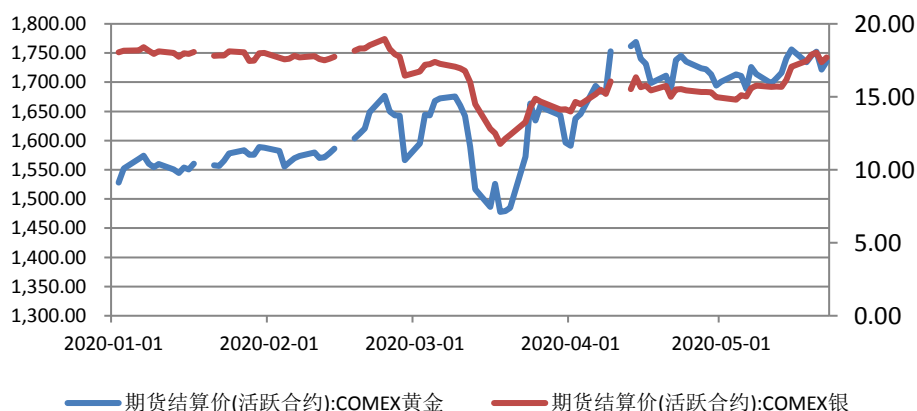
(四) 大宗商品市场

1. 黄金

黄金板块虽然在 3 月流动性危机背景下大幅回调，但之后逐渐收复失地，同时创下近 8 年新高。全球央行开始新一轮的降息和量化宽松，未来全球经济可能会逐渐步入滞胀，黄金则是对抗滞胀最好的品种之一。超量货币需要购买黄金避险，将推动黄金价格上涨。经济下行，经贸纷争及地缘政治纷争不断，也给黄金带来了极大的支撑。

因此预计黄金将在 2020 年继续升值，白银相对于黄金蓄势待发，两者表现出极强的相关性，黄金的上涨有望带动白银继续走高。

图 20 2020 年至今黄金和白银期货走势



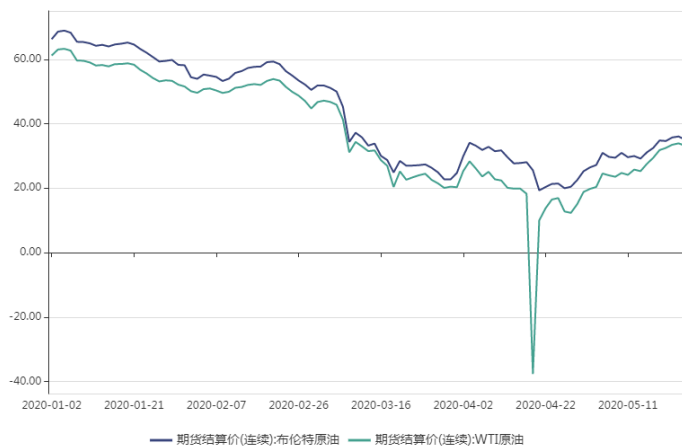
资料来源：Wind，建投研究院

2. 原油

2020年3月以来，国际原油价格在全球疫情蔓延和沙特增产双重打压下连续暴跌，WTI一度逼近20美元/桶关口后市场抄底情绪愈发浓烈，下跌节奏明显放缓，在金融市场持续恐慌和各国救市政策频出背景下，油价呈现出单日暴涨暴跌的高波动特征。

国际原油市场受疫情影响较为严重，今年以来油价下跌近50%，特别是4月20日，WTI原油期货5月合约（WTI2005）（将在次日到期）收于-13.1美元/桶，盘中跌幅一度超300%，最低报-40.32美元/桶，成为美国原油期货价格史上首次跌至负值的一天。

图 21 2020 年至今原油期货走势



资料来源：Wind，建投研究院

国际原油市场大幅震荡的直接原因是石油减产谈判破裂。沙特、俄罗斯和美国在新一轮石油博弈中相互角力，叠加疫情带来的需求下降，导致石油供需进一步失衡，是引发石油价格大跌的直接原因。国际原油市场变局本质上是全球供给格局的调整，深层原因是总需求的

下降，油价博弈加大地缘政治冲突的风险。不过，一个月后的今天，随着供给的减少和需求的改善，WTI 原油价格已经回升至 30 美元以上。

供给端，沙特结束了与俄罗斯的石油价格战，双方同时以创纪录的速度开始减产稳定油价。美国页岩油公司也在采取行动，关闭那些不赚钱的油井。测算显示，页岩油供应每日已减少多达 1700 万桶。

与此同时，原油需求端的状况也在改善。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。4 月初那种原油需求暴跌的状况已经一去不返。不过，原油需求在 2020 年很难恢复到疫情之前的水平，因此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。