

广发宏观：2020 年海外资产展望

怎么看未来一年海外资产走势？

报告摘要：

- **2019 年的海外资产表现更像哪一年？**在经济放缓、货币宽松以及不确定性上升共振之下，2019 年全球资产表现出普涨与分化的双重特征。从普涨的角度看，2019 年类似 2003 年、2006 年、2009 年以及 2017 年；从分化角度看，2019 年类似 1998 年。此外，在各类资产普涨的年份中美元指数基本收跌，仅在 2019 年反常收涨。换言之，在过去 20 余年中，2019 年的大类资产运行具有独特性。

- **广发海外宏观条件指数与大类资产走势。**

全球经济、货币环境以及风险偏好是驱动各类资产的共性变量，也即宏观条件。我们利用 OECD 综合领先指标 CLI 代表全球经济状况、用 10 年期美债收益率反映全球货币（金融）条件、用全球经济政策不确定性指数（EPU）反映全球风险溢价，并将上述三个指标拟合得到了“广发海外宏观条件指数”。该指数回落表明宏观条件转差，该指数回升表示宏观条件转好。只有在宏观变量比较“极端”的背景下，宏观条件才能令各类资产走势发生共振。2019 年风险条件指数低位波动，经济条件指数进一步小幅回落，但货币（金融）条件指数大幅回升，令各类资产出现正向共振。

- **2020 年广发海外宏观条件指数有望进一步小幅回升。**

2020 年经济条件指数或先升后降。全球经济条件指数已现反弹，预计回升趋势持续至 2020 年中期。回升动力来自三个方面：2019 年美联储领衔全球央行宽货币对于经济提振的余温，中国“稳增长”政策以及全球制造业投资和库存的修复。但随着宽货币对经济提振效用减弱、美国大选临近，2020 年 2H 全球经济或重现下行压力。当然，若 2020 年全球达成更多贸易协定，经济条件指数回升趋势或延续至 2021 年。

2020 年风险条件指数中枢大概率继续抬升。风险条件指数上升代表风险偏好回暖、市场情绪积极；风险条件指数回落代表风险偏好恶化、市场情绪低迷。2019 年 4Q 以来随着美国对非美贸易政策的积极变化，风险条件指数出现企稳回升迹象。往后看，随着中美贸易磋商进入第二阶段，2020 年风险条件指数有望持续回升，但也不宜过度乐观。

2020 年货币条件指数中枢或略下移，且前低后高。货币条件宽松则货币条件指数回升；货币条件收紧则货币条件指数回落。2019 年美联储货币政策转向与美国经济下滑、美国贸易政策不确定性上升有关。2020 年 1H 经济和贸易政策因素均有好转，则美联储货币政策大概率不会进一步放松。但欧美日三大央行总资产同比回升趋势尚未结束。加上 2020 年中美联储有可能重新启动 QE。因此，预计 2020 年全球货币条件指数中枢或小幅回落、节奏上前低后高。

- **基于宏观条件预期下的 2020 年海外资产前景。**

第一、2020 年 1-2Q 风险条件指数改善可能是核心变量，此间风险资产表现或将明显优于安全资产；

第二、2020 年 2Q-3Q 货币条件指数对宏观条件指数的贡献开始上升，可以重新关注安全资产；

第三、2020 年 4Q 经济下行风险与美国大选或为资产走势关键，美国大选结果或决定市场风险偏好转向时点。

- **核心假设风险：**全球经济上行风险：全球大型经济体达成更多贸易协定；全球经济下行风险：英国“硬脱欧”、全球贸易条件再次转差、美国现任总统未能连任；欧美货币政策超预期；中东局势超预期。

分析师：张静静



SAC 执证号：S0260518040001



SFC CE No.BOP790



010-59136616

zhangjingjing@gf.com.cn

相关研究：

广发宏观:回归均衡：2020 年	2019-12-12
宏观经济展望	
广发宏观:社融数据与政策导向	2019-12-10
广发宏观:CPI 为何与市场预期	2019-12-10
期有小幅差异	

目录索引

2019 年的海外资产表现更像哪一年？	4
广发海外宏观条件指数与大类资产走势	5
大类资产影响因素拆分	6
广发海外（全球）宏观条件指数与大类资产走势	6
2020 年广发海外宏观条件指数有望进一步小幅回升	8
2020 年经济条件指数或先升后降	8
2020 年风险条件指数中枢大概率继续抬升	11
2020 年货币（金融）条件指数中枢或略下移，且前低后高	11
基于宏观条件预期下的 2020 年海外资产前景	12
2020 年 1-2Q 风险资产表现或将明显优于安全资产	12
2020 年 2-3Q 或可再度关注安全资产	15
2020 年 4Q 经济下行风险与美国大选或为资产走势关键	15

图表索引

图 1: 美元指数年度涨跌幅	5
图 2: 广发海外宏观条件指数	7
图 3: 广发海外宏观条件指数分项指数	7
图 4: 2018-2019 年广发海外宏观条件指数分项指数变化	7
图 5: OECD 成员国及六大非成员国综合领先指标	8
图 6: 美国 30 年期抵押贷款固定利率跟踪 10 年期美债收益率	9
图 7: 美国 30 年期抵押贷款固定利率与美国新屋开工同比增速	9
图 8: 摩根大通全球制造业 PMI	9
图 9: 美国失业率与月薪增速 (阴影部分为经济衰退阶段)	10
图 10: 美国工商业违约率与企业综合平均成本指数	10
图 11: 全球经济政策不确定性指数与美国贸易政策不确定性指数	11
图 12: 10 年期美债收益率与欧美日三大央行总资产同比增速	12
图 13: 海外 (全球) 风险条件指数与全球经济政策不确定性	12
图 14: 全球负利率债券规模与全球经济政策不确定性	13
图 15: 全球负利率债券规模与 COMEX 黄金价格走势	13
图 16: 巴克莱美国国债指数同比与全球经济政策不确定性	13
图 17: MSCI 新兴市场指数/发达市场指数与全球风险条件指数	14
图 18: COMEX 铜/COMEX 黄金与全球风险条件指数	14
图 19: COMEX 铜与全球风险条件指数	14
图 20: 10 年期美债收益率与美国实际 GDP 同比增速	15
图 21: 美国实际 GDP 同比&10 年期与 2 年期美债收益率差值	15
 表 1: 全球大类资产表现 (巴克莱美债数据截止 2019 年数据截止 12 月 6 日, 其余截止 12 月 13 日)	4

2019 年的海外资产表现更像哪一年？

2019年海外（全球）资产表现出普涨与分化的双重特征；逻辑上这是由经济放缓、货币宽松以及不确定性上升共振的结果。在过去20余年中，确实存在与2019年各类资产走势相似的年份，但2019年的大类资产运行也具有其独一无二的特点。

截止12月13日，2019年表1所列的全球几乎所有主要资产全部收涨。其中，WTI原油涨幅30.08%，位居涨幅榜首；标普500指数收涨26.41%，次之；德国DAX指数收涨25.80%，位居表1所列资产涨幅第三。在资产普涨的同时，大类资产之间似乎又存在一些分化：发达经济体股市表现整体好于新兴市场；风险资产中恒生、韩国综合指数及COMEX铜等表现不及黄金、债券等安全资产，但安全资产表现又不及发达市场股市及原油表现。

表 1：全球大类资产表现（巴克莱美债数据截止2019年数据截止12月6日，其余截止12月13日）

	巴克莱美国国债	伦敦现货黄金	标普500	富时100	德国DAX	日经225	恒生指数	MSCI 发达市场	MSCI 新兴市场	韩国综合指数	上证综指	WTI 原油	COMEX 铜
2019	8.55%	14.43%	26.41%	9.29%	25.80%	20.03%	7.13%	23.13%	12.56%	6.33%	19.00%	30.08%	5.48%
2018	0.01%	-1.15%	-6.24%	-12.48%	-18.26%	-12.08%	-13.61%	-10.44%	-16.64%	-17.28%	-24.59%	-24.84%	-19.60%
2017	3.54%	11.85%	19.42%	7.63%	12.51%	19.10%	35.99%	20.11%	34.35%	21.76%	6.56%	12.47%	31.17%
2016	2.65%	9.12%	9.54%	14.43%	6.87%	0.42%	0.39%	5.32%	8.58%	3.32%	-12.31%	45.03%	17.71%
2015	0.55%	-11.42%	-0.73%	-4.93%	9.56%	9.07%	-7.16%	-2.74%	-16.96%	2.39%	9.41%	-30.47%	-25.29%
2014	5.97%	-0.19%	11.39%	-2.71%	2.65%	7.12%	1.28%	2.93%	-4.63%	-4.76%	52.87%	-45.87%	-17.29%
2013	-2.02%	-27.79%	29.60%	14.43%	25.48%	56.72%	2.87%	24.10%	-4.98%	0.72%	-6.75%	7.19%	-5.62%
2012	4.22%	5.68%	13.41%	5.84%	29.06%	22.94%	22.91%	13.18%	15.15%	9.38%	3.17%	-7.09%	6.35%
2011	7.84%	11.65%	0.00%	-5.55%	-14.69%	-17.34%	-19.97%	-7.61%	-20.41%	-10.98%	-21.68%	8.15%	-22.81%
2010	6.54%	27.74%	12.78%	9.00%	16.06%	-3.01%	5.32%	9.55%	16.36%	21.88%	-14.31%	15.15%	33.30%
2009	5.93%	27.63%	23.45%	22.07%	23.85%	19.04%	52.02%	26.98%	74.50%	49.65%	79.98%	77.94%	132.74%
2008	5.24%	3.41%	-38.49%	-31.33%	-40.37%	-42.12%	-48.27%	-42.08%	-54.47%	-40.73%	-65.39%	-53.53%	-52.83%
2007	6.97%	31.59%	3.53%	3.80%	22.29%	-11.13%	39.31%	7.09%	36.46%	32.25%	96.66%	57.22%	6.18%
2006	4.33%	23.92%	13.62%	10.71%	21.98%	6.92%	34.20%	17.95%	29.18%	3.99%	130.43%	0.02%	32.04%
2005	2.43%	17.12%	3.00%	16.71%	27.07%	40.24%	4.54%	7.56%	30.31%	53.96%	-8.33%	40.48%	45.36%
2004	4.34%	4.97%	8.99%	7.54%	7.34%	7.61%	13.15%	12.84%	22.45%	10.51%	-15.40%	33.61%	42.57%
2003	4.10%	21.74%	26.38%	13.62%	37.08%	24.45%	34.92%	30.81%	51.59%	29.19%	10.27%	4.23%	49.64%
2002	10.25%	23.96%	-23.37%	-24.48%	-43.94%	-18.63%	-18.21%	-21.06%	-7.97%	-9.54%	-17.52%	57.26%	6.74%
2001	8.44%	1.41%	-13.04%	-16.15%	-19.79%	-23.52%	-24.50%	-17.83%	-4.91%	37.47%	-20.62%	-25.97%	-22.86%
2000	11.63%	-6.06%	-10.14%	-10.21%	-7.54%	-27.19%	-11.00%	-14.05%	-31.80%	-50.92%	51.73%	4.69%	-0.70%
1999	-0.82%	0.97%	19.53%	17.81%	39.10%	36.79%	68.80%	23.56%	63.70%	82.78%	19.18%	112.45%	28.49%
1998	8.69%	-0.61%	26.67%	14.55%	17.71%	-9.28%	-6.29%	22.78%	-27.52%	49.47%	-3.97%	-31.69%	-13.72%
1997	9.65%	-21.74%	31.01%	24.69%	47.11%	-21.19%	-20.29%	14.17%	-13.40%	-42.21%	30.22%	-31.94%	-25.23%
1996	3.63%	-4.43%	20.26%	11.63%	27.78%	-2.55%	33.53%	11.72%	3.92%	-26.24%	65.14%	32.58%	-18.44%

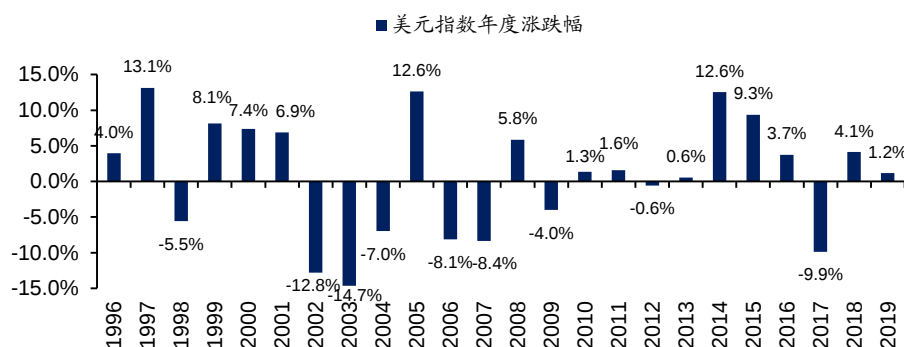
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

我们在《原油研究框架及价格走势展望》中提到美国页岩油盈亏平衡成本仅略低于50美元/桶，而OPEC及俄罗斯等非美产油国的财政盈亏平衡成本均高于当前原油价格。换言之，2019年初以来原油价格的上涨更多地是跌破成本价后的修复。若剔除原油的年度表现，并将发达经济体股市视为“类”安全资产，则我们可以得到两点结论：一是2019年全球各类资产出现了普涨；二是全球各类资产走势体现了我们在2020年海外经济展望中所提的全球“信用二元”环境——发达好于新兴，（类）安全资产（发达经济体股市、黄金、美债等）优于风险资产（COMEX铜、MSCI新兴市场等）。

如表1所示，在过去24年间：从普涨的角度看，2019年类似2003年、2006年、2009年以及2017年；从信用二元的分化角度看，2019年类似1998年。此外，2003年与2009年均属于全球经济的早周期阶段；2006年及1998年均是经济中周期向晚周期过度阶段；2017年处于美国乃至全球的经济中周期阶段。此外，图1所示，在2003年、2006年、2009年以及2017年这些各类资产普涨年份中美元指数均明显收跌，1998年以及2006年这两个经济晚周期年份美元指数也均收跌，唯独2019年美元指数小幅收涨。

换言之，过去20余年中，我们确实能找到与2019年各类资产走势相似的年份，但2019年的大类资产运行也具有其独一无二的特点。站在当下，我们需要考虑三个问题：在什么宏观条件下会出现资产普涨？“信用二元”环境是否延续？未来一年海外（全球）大类资产方向如何？

图1：美元指数年度涨跌幅



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

广发海外宏观条件指数与大类资产走势

对于各类资产而言，其影响因素主要是两个方面：供给和需求。其中，供给往往是相对独立的变量，而需求则往往是共性变量，可以被视为“宏观条件”。我们认为“宏观条件”包括经济、货币（金融）和风险溢价三个变量并据此得到“广发海外宏观条件指数”。

只有在宏观变量比较“极端”的背景下，宏观条件才能令各类资产走势发生共振；而在宏观条件平稳的阶段，各类资产走势也将更为显著地受“供给”等其他变

量影响，进而不容易出现共振走势。2019年风险条件指数低位波动，经济条件指数进一步小幅回落，但货币（金融）条件指数大幅回升，令各类资产出现正向共振。

大类资产影响因素拆分

对于各类资产而言，其影响因素主要是两个方面：供给和需求。其中，供给往往是相对独立的变量，而需求则往往是共性变量，可以被视为“宏观条件”。

我们在《美股研究框架及走势展望》（2019年8月18日）、《美债分析框架及美债走势归因分析》（2019年9月14日）、《原油研究框架及价格走势展望》（2019年10月29日）、《从前两轮大牛市看黄金未来前景》（2018年12月15日）、《青萍之末——2019年中期海外宏观及资产展望》（2019年6月21日）、《怎么看美元？》（2018年7月11日）等报告中分别梳理了美股（非美股类似）、美债、原油（部分大宗商品类似）、黄金以及美元的分析框架。

美股走势影响因素：美国经济、非美经济、美股结构、无风险利率（美债收益率）以及风险溢价（风险偏好）。此外，我们用美国制造业PMI、全球制造业PMI（代替非美经济因素）、美债收益率以及美国经济政策不确定性指数（EPU,代替风险溢价）构建了“广发美股四因子模型”。

美债的影响因素：（美国）经济因素、全球央行对美债的需求反映出的配置因素（往后看，该因素主要反映美联储的资产购买政策）以及避险需求（与风险偏好相关）。

大宗商品价格影响因素：供给、需求、流动性、预期（预期差）、情绪及仓位等因素驱动。其中供需差值变化方向将决定商品价格的趋势；若供需相对平衡，供给端将对商品价格形成成本支撑；商品价格又将通过通胀约束货币政策并最终引起需求端变化。此外，流动性（或货币因素）影响商品价格走势的变化幅度；预期（预期差）、情绪和仓位通常影响商品价格的运行节奏。

黄金价格走势的影响因素是实际利率，特别是美国的实际利率。历史上美国实际利率转负阶段会带来黄金的长期牛市行情，而实际利率回落（未转负）阶段黄金也会有阶段性表现。此外，金融危机前全球尚未出现名义负利率，因此实际利率转负需要以高通胀作为基本条件，但2016年以来黄金涨跌则受全球负利率债券规模变化驱动。

广发海外（全球）宏观条件指数与大类资产走势

综上所述，全球经济、货币（金融）环境以及风险偏好是驱动各类资产的共性变量，也即宏观条件。我们利用OECD综合领先指标CLI（OECD成员国+巴西，中国，印度，印度尼西亚，俄罗斯，南非等六个主要非成员国）代表全球经济状况、用10年期美债收益率映射全球货币（金融）条件、用全球经济政策不确定性指数（EPU）映射全球风险溢价，并将上述三个指标拟合了“广发海外（全球）宏观条件指数”（下文简称“宏观条件指数”）并得到图2。该指数回落表明宏观条件转差，该指数回升表示宏观条件转好。

对照图2及表1可知，在宏观条件指数大幅回落的年份，比如：2000-2001年、2008年及2018年，各类资产整体表现偏差，但安全资产存在相对收益；在宏观条件指数大幅上升或触底回升的年份，比如2003年、2006年、2009年、2017年及2019

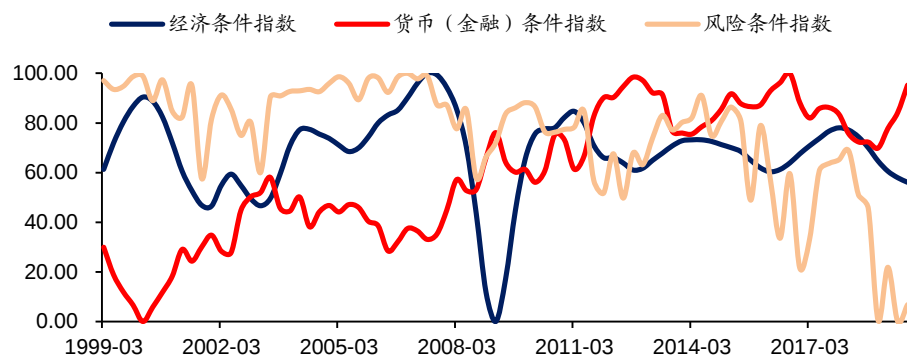
年，就容易出现各类资产普涨的局面。而在宏观条件指数较为平稳的年份，各类资产往往出现分化表现。

图2：广发海外宏观条件指数



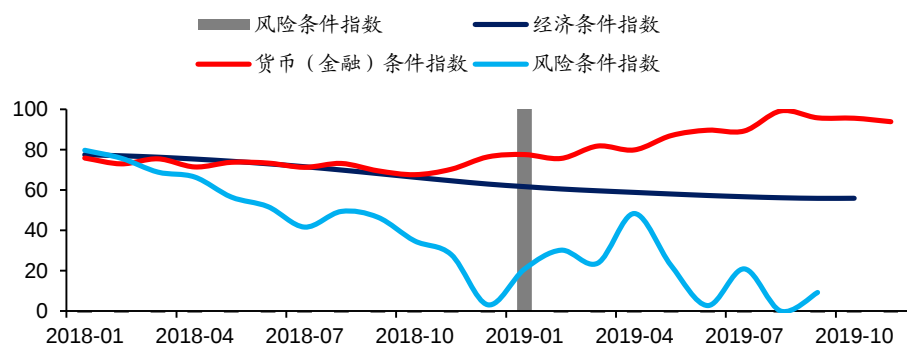
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：广发海外宏观条件指数分项指数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：2018-2019年广发海外宏观条件指数分项指数变化



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

由此可见，只有在宏观变量比较“极端”的背景下，宏观条件才能令各类资产走势发生共振；而在宏观条件平稳的阶段，各类资产走势也将更为显著地受“供给”等其他变量影响，进而不容易出现共振走势。简单地说，就是在经济因素、货币（金融）因素和风险偏好因素中转差因素的下行速度显著快于转好因素的上行速率时，宏观条件指数就会大幅走低并导致各类资产的负向共振；当转好因素的上行速度开始或者显著快于转差因素的下行速率时，宏观条件指数就会大幅回升或拐头向上并导致各类资产的正向共振。

如图4所示，2018年的情况是经济条件指数小幅回落、风险条件指数大幅下滑、货币（金融）条件指数先降后升，也即：风险条件指数恶化速率较快引发各类资产负向共振；2019年风险条件指数并未大幅改善，但低位波动，经济条件指数进一步小幅回落，但货币（金融）条件指数大幅回升，令各类资产出现正向共振。

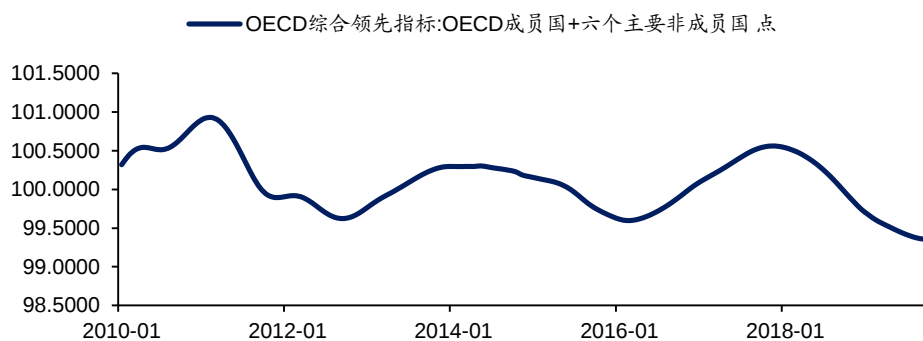
2020 年广发海外宏观条件指数有望进一步小幅回升

综上所述，在讨论2020年海外乃至全球大类资产时首先要预判广发海外（全球）宏观条件指数的运行方向和波动幅度。我们认为，2020年经济条件指数大概率前高后低、货币（金融）条件指数中枢略微下移且前低后高、风险条件指数中枢大概率继续抬升。进而，2020年广发海外（全球）宏观条件指数或进一步小幅回升；但在美国大选等因素的扰动下，不排除2020年底该指标再度走弱的可能性。

2020 年经济条件指数或先升后降

全球经济条件指数已现反弹，预计回升趋势持续至2020年中期。图5所示，2019年10月OECD成员国及六大非成员国综合领先指标（CLI）为99.3597（前值99.3582），为2017年11月以来首次回升。

图5：OECD成员国及六大非成员国综合领先指标

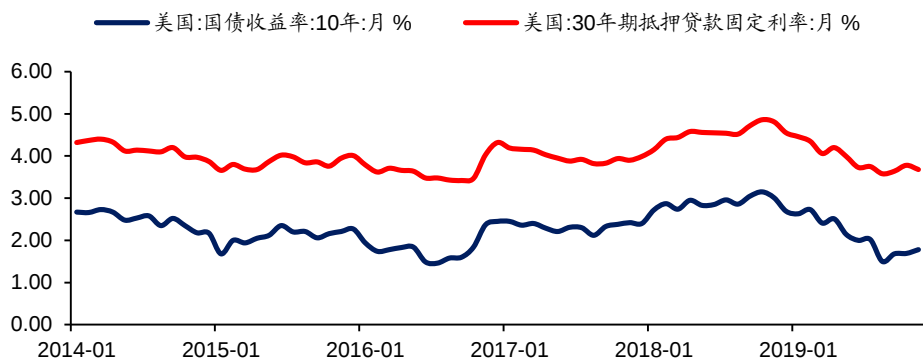


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

基于我们在报告《回归均衡：2020年宏观经济展望》及《冬至未至——2020年海外宏观经济展望》中的观点，预计OECD成员国及六大非成员国综合领先指标（CLI）有望持续回升（至少）至2020年中。也即：海外（全球）经济条件指数的回升有望持续至2020年中期。回升动力来自三个方面：2019年美联储领衔全球央行宽货币对

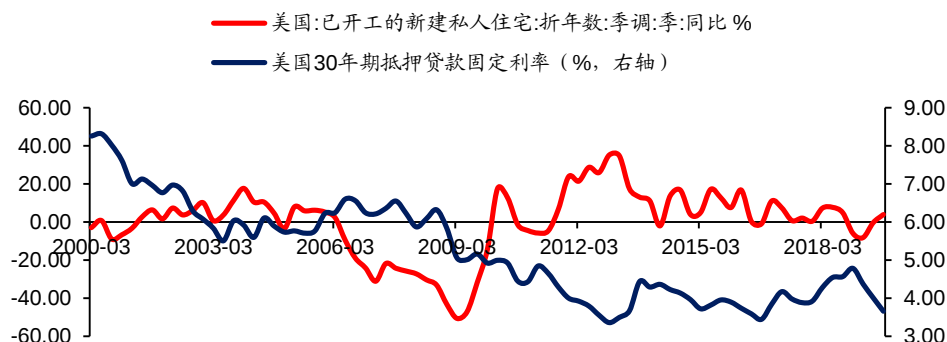
于经济提振的余温（比如美国地产投资同比增速回升或仍持续），中国“稳增长”政策的延续以及中美第一阶段经贸谈判成果¹推动的全球贸易、制造业投资和库存的修复。

图6：美国30年期抵押贷款固定利率跟踪10年期美债收益率



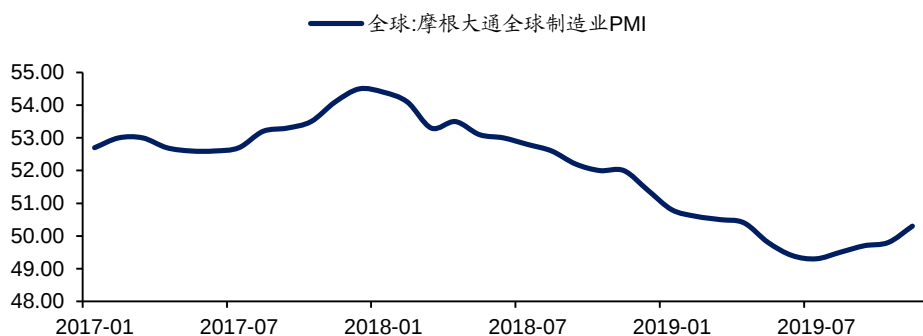
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：美国30年期抵押贷款固定利率与美国新屋开工同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：摩根大通全球制造业PMI

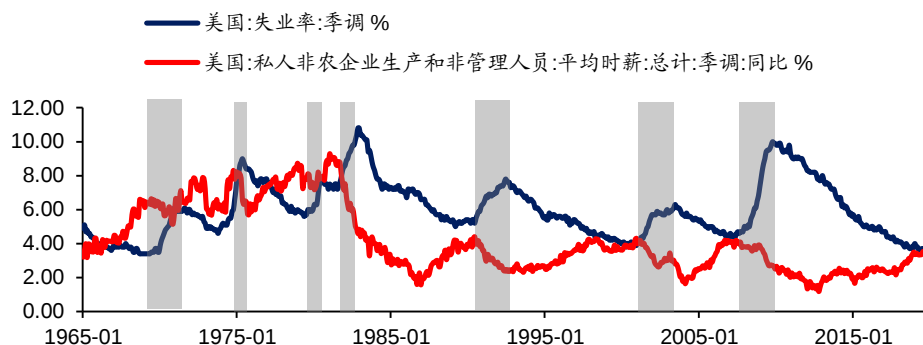


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

¹ http://www.xinhuanet.com/fortune/2019-12/13/c_1125345960.htm

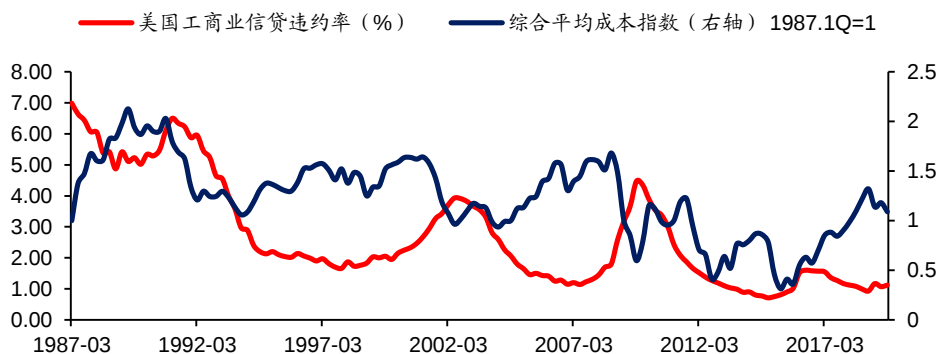
但2020年2H中后期全球经济条件指数或重新回落。一方面，中国将于2021年进入“十四五”阶段，或将下调经济增长目标，2020年2H经济政策基调或有微调；另一方面，我们在海外宏观年度展望中也特别强调美国已经处于金融危机后的经济晚周期阶段，由就业数据、工商业信贷违约率等指标评估2020年2H美国经济或重现下行压力。

图9：美国失业率与时薪增速（阴影部分为经济衰退阶段）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：美国工商业违约率与企业综合平均成本指数



数据来源：StLouis FED，Wind，广发证券发展研究中心

当然，若2020年全球达成更多贸易协定，经济条件指数回升趋势或将延续至2021年。除了中美就第一阶段经贸磋商达成共识外，我们也留意到2019年12月美国已与日本达成贸易协定²、也与加拿大及墨西哥达成了新的北美自由贸易协定（USMCA）以取代此前的NAFTA协定³。此外，美国也正在与欧洲进行贸易磋商，中美的经贸磋商也即将进入第二阶段。假若2020年全球大型经济体之间达成更多贸易协定，不排除经济条件指数回升趋势延续至2021年的可能性。且在这种情形下，2021年全球甚至可能出现短暂的经济过热。

² <http://mil.news.sina.com.cn/2019-12-11/doc-iihnzahi6729285.shtml>

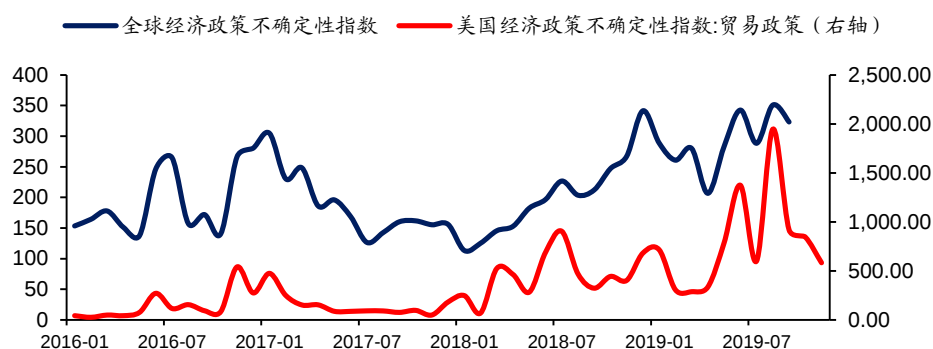
³ <https://finance.qq.com/a/20191211/000746.htm>

2020 年风险条件指数中枢大概率继续抬升

风险条件指数上升代表风险偏好回暖、市场情绪积极；风险条件指数回落代表风险偏好恶化、市场情绪低迷。由图11可知，2018年以来全球经济政策不确定性指数的回升主要源于美国贸易保护政策。2019年4Q以来随着美国对非美贸易政策的积极变化，全球经济政策不确定性指数出现高位回落的迹象。由于中美贸易磋商有望进入第二阶段，因此预计全球经济政策不确定性指数也存在进一步、持续回落的可能性。换言之，2020年风险条件指数或仍处于回升趋势中，但也不宜过度乐观。

值得注意的是，若2020年大选期间特朗普未能连任，则全球经济政策不确定性指数或将大幅反弹、全球风险条件指数将再度下挫。

图11: 全球经济政策不确定性指数与美国贸易政策不确定性指数



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2020 年货币（金融）条件指数中枢或略下移，且前低后高

货币（金融）条件宽松则货币（金融）条件指数回升；货币（金融）条件收紧则货币（金融）条件指数回落。

今年美联储货币政策转向与美国经济下滑、美国贸易政策不确定性上升有关。基于前文，2020年1H经济和贸易政策因素均有好转，则美联储货币政策大概率不会进一步放松。但2019年9月欧洲央行宣布从11月起重新启动QE，每个月购买200亿欧元资产⁴；2019年10月11日美联储也宣布了每个月购买600亿美元短端国债的扩表计划及随时补充市场流动性的正回购措施⁵。目前，欧美日三大央行总资产规模同比已经由负转正，且由基数因素和欧美央行扩表时间评估，三大央行总资产同比回升趋势尚未结束。此外，我们在海外宏观年度展望《冬至未至》中提到，若美国工商业信贷违约率中枢显著抬升，则2020年中美联储有可能重新启动QE、拉长其持有资产久期。

综上所述，我们预计2020年10年期美债收益率中枢可能会小幅上移，且有望前高后低。因此，2020年海外（全球）货币（金融）条件指数中枢或小幅回落、节奏上前低后高。

⁴ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

⁵ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20191011a.htm>

图12: 10年期美债收益率与欧美日三大央行总资产同比增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

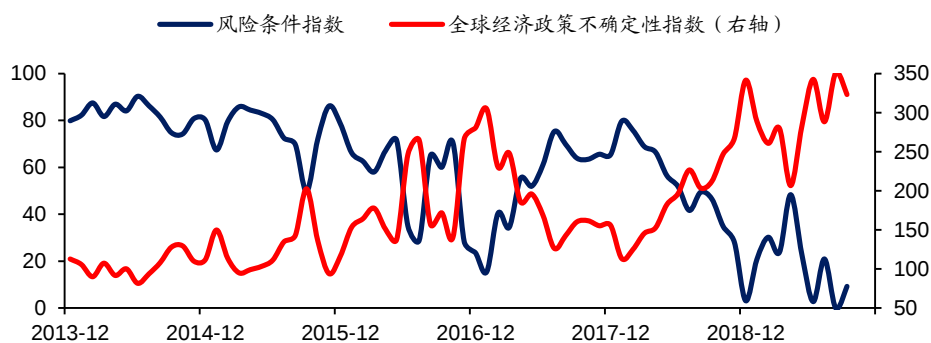
基于宏观条件预期下的 2020 年海外资产前景

首先，从经济条件指数、货币条件指数和风险条件指数各自的相对位置以及前文逻辑评估，2020年1Q（也可能是2020年1H）风险条件指数改善可能是核心变量；2020年2Q-3Q货币条件指数对宏观条件指数的贡献开始上升；2020年4Q经济条件指数逐渐成为主要矛盾。由此，我们预计2020年1H风险资产（预计为正收益）将跑赢安全资产（部分安全资产可能为负收益）；3Q安全资产关注度或将上升；4Q各类资产走势或取决于美国大选结果。

2020 年 1-2Q 风险资产表现或将明显优于安全资产

此间部分安全资产或面临进一步调整。从经济条件指数、货币条件指数和风险条件指数各自的相对位置以及前文逻辑评估，2020年1Q（也可能是2020年1H）风险条件指数改善（全球经济政策不确定性指数回落）可能是核心变量。结合图13-16可知，在全球不确定性下降、风险偏好改善的过程中，全球负利率债券规模大概率进一步回落，黄金、美债等安全资产也可能持续调整。

图13: 海外（全球）风险条件指数与全球经济政策不确定性



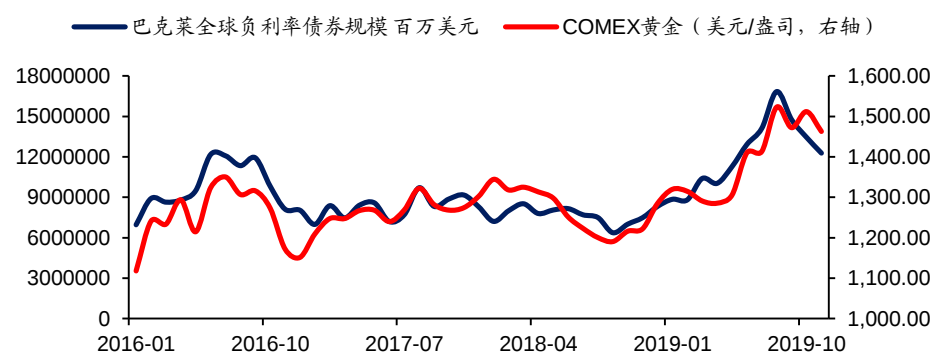
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 全球负利率债券规模与全球经济政策不确定性



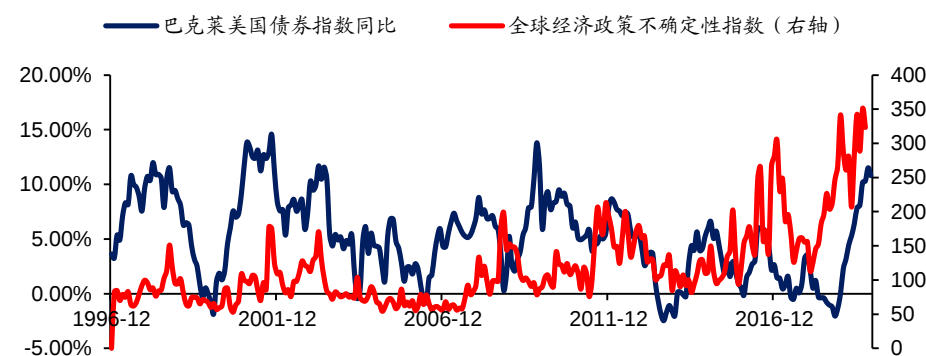
数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 全球负利率债券规模与COMEX黄金价格走势



数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 巴克莱美国国债指数同比与全球经济政策不确定性

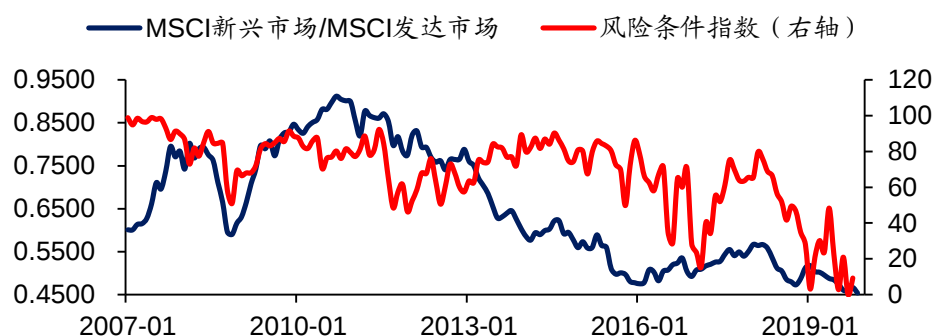


数据来源: Bloomberg, Wind, 广发证券发展研究中心

风险资产或处于“表现阶段”。首先，全球贸易条件改善带动经济形势回暖、风险偏好修复，主要经济体股市都有望受到提振。此外，如图17-18所示MSCI新兴市场与MSCI发达经济体指数比值以及COMEX铜与COMEX黄金比值均与风险条件指数正相关。换言之，2018年以来以新兴股指和大宗商品为代表的风险资产均受到

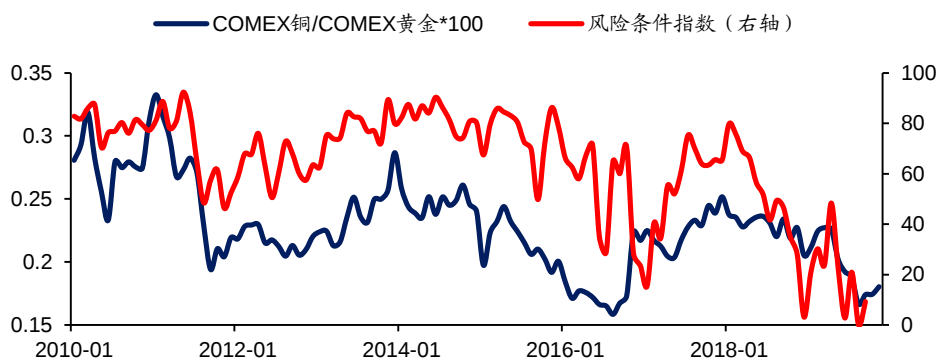
了风险偏好的约束。预计此类资产在2020年1-2Q有一定表现。

图17: MSCI新兴市场指数/发达市场指数与全球风险条件指数



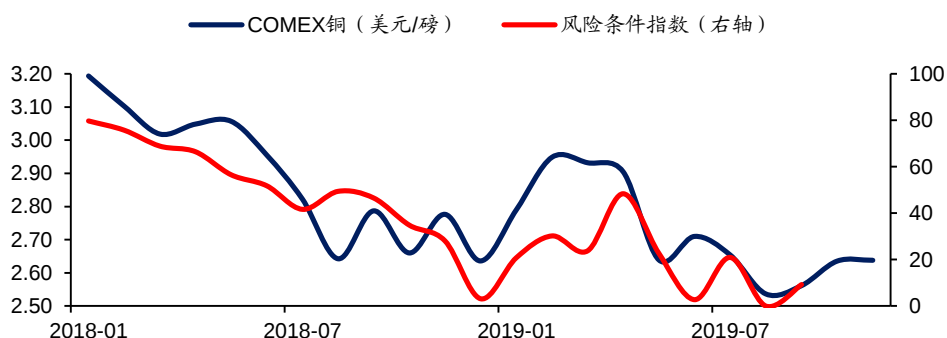
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: COMEX铜/COMEX黄金与全球风险条件指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: COMEX铜与全球风险条件指数

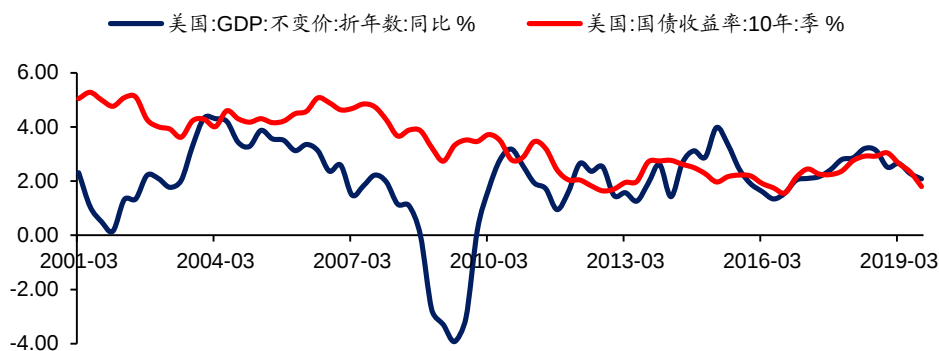


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2020 年 2-3Q 或可再度关注安全资产

如图20所示，金融危机后特别是2016年以来10年期美债收益率基本与美国实际GDP同比增速持平。基于前文，2020年1H10年期美债收益率可能出现短期上穿美国实际GDP增速的可能性，一旦如此，美国工商业信贷违约率上升风险增加、美联储货币政策再度转鸽的几率势必上升，届时或应重新关注美债、黄金等安全资产。

图20：10年期美债收益率与美国实际GDP同比增速



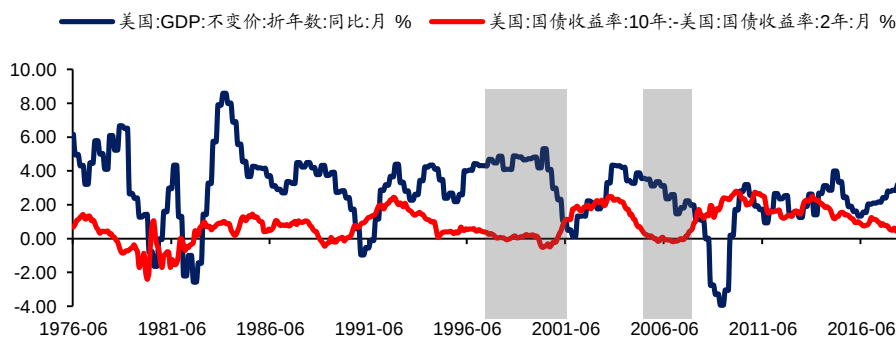
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2020 年 4Q 经济下行风险与美国大选或为资产走势关键

我们在海外年度展望中指出，2020年底附近美债收益率曲线或现二次倒挂。从历史经验来看（如图21），美债收益率曲线二度倒挂后，美国经济衰退概率将大幅上升。因此，若2020年底美债曲线再度倒挂，则2020年4Q经济下行风险将重新成为资产配置核心因素。

但美国将于2020年11月3日举行大选，该事件可能对当期资产走势产生扰动。若特朗普连任，且共和党继续在参议院保持多数席位，则市场或迎来Risk-on，风险资产或再度跑赢安全资产，市场对于经济下行的关注或推迟到2021年。若特朗普未能连任，投资者或将因担忧美国经济政策的不确定性而形成Risk-off情绪，并可能放大经济下行风险，此间安全资产有望明显跑赢风险资产。

图 21：美国实际 GDP 同比&10 年期与 2 年期美债收益率差值



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

风险提示

- (1) 全球经济上行风险：全球大型经济体达成更多贸易协定；
- (2) 全球经济下行风险：英国“硬脱欧”、全球贸易条件再次转差、美国现任总统未能连任；
- (3) 欧美货币政策超预期；
- (4) 中东局势超预期。

广发宏观研究小组

郭磊：首席分析师，2017年新财富宏观第一名，2016年加入广发证券发展研究中心。

张静静：资深分析师，理学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

周君芝：资深分析师，经济学博士，2017年加入广发证券发展研究中心。

贺骁束：资深分析师，经济学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

盛旭：资深分析师，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

吴棋滢：资深分析师，经济学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。