中国平安 金融·科技
平安证券 PING AN SECURITIES
2020 年 2 月 24 日

宏观深度报告

疫情对国际市场冲击显性化

证券分析师

陈骁 投资咨询资格编号 S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

魏伟 投资咨询资格编号 S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

薛威 投资咨询资格编号 S1060519090003
021-20667920
XUEWEI092@PINGAN.COM.CN

2019-nCoV 病毒导致的“新冠疫情”给国内经济与金融市场带来了显著冲击；随着疫情蔓延至日本、韩国、新加坡、泰国等海外经济体，国际市场开始受到全面冲击，且所受影响也逐渐显性化。

■ **国际股债汇市均受冲击，美元高企金价狂飙**

全球股市：受冲击后全面下行，后续逐渐分化。1 月 23 日，受武汉“封城”影响，海外股指也迅速出现下行；1 月 31 日，美欧股指率先反弹，而澳大利亚、越南等股指直到 2 月 3 日后才探底回升。2 月 6 日之后，全球股指出现明显分化。美、欧、澳、新加坡与越南股指继续抬升；而日、韩、泰、巴西股指却转而下行。

全球债市：美债收益率“倒挂”再现，全球无风险收益率接近普跌。疫情蔓延对全球经济基本面造成冲击，全球无风险利率普跌，美债收益率的持续下行导致收益率“倒挂”再次出现，意味着市场认为疫情将给全球经济增长前景带来冲击。

全球汇市：美元指数高企，非美货币下跌。由于日、韩疫情仍然严峻，所以国际资本选择暂时放弃日元计价资产，转移至美元计价资产，也有部分在近一周转移至瑞郎、欧元计价资产，这就导致美元指数、瑞郎、欧元近一周表现较好。另外，由于港币盯住美元，所以港币表现也相对强势。

国际大宗：金价创 7 年新高引市场瞩目。国际大宗市场也受到疫情冲击。能源、有色金属价格持续弱势，农产品分化明显——经济作物弱势而主粮价格高企，黄金价格则持续上演飙升，目前已创 2013 年以来的近 7 年新高，受到市场极大关注。

■ **黄金价格飙升背后的小推力与大逻辑**

金价上涨的小推力。由于日元兑美元出现持续贬值，原先配置有日元及其计价的相关资产的国际资金选择美元、美债等资产，拉低了美债的名义利率水平。另外，美国通胀整体平稳，所以美国实际利率大幅下行，这是金价近期大幅上扬的小推力，也就是短期逻辑。

金价上涨的大逻辑。放到中长期看，当前的黄金上涨周期有如下几个大逻辑支撑，分别是：全球经济中长期停滞背景下的负利率环境难以避免、美元为中心的全球货币体系（即：牙买加体系）难以为继，有调整或者变化的可能性、低通胀环境下宽松货币政策面临软约束致使全球央行货币政策偏向宽松。

■ **行情展望：疫情短期冲击仍在，避险资产强势恐继续**

疫情对全球金融市场的冲击短期将继续凸显，风险资产价格恐受到波及，而避险资产价格恐延续强势。国际定价的原油、天然气、有色金属等大宗表现将比较弱势，而国内定价的动力煤、黑色金属表现会显著好于油气价格与有色；黄金价格短期仍将维持强势，但不排除疫情拐点出现后显著回调的可能性，中长期看，三大逻辑决定了黄金仍是极具价值的配置资产。

一旦全球疫情得到有效控制，全球股市、能源、工业金属、非美货币有望迎来显著反弹，无风险利率也将迎来回升，而美元指数、金价将出现回落。但黄金的中长期配置逻辑仍然存在。

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

正文目录

一、 国际股债汇市均受冲击，美元高企金价狂飙 4
1.1 全球股市：受冲击后全面下行，后续逐渐分化 4
1.2 全球债市：美债收益率“倒挂”再现，全球无风险收益率接近普跌 5
1.3 全球汇市：美元指数高企，非美货币下跌 6
1.4 国际大宗：金价创 7 年新高引市场瞩目 7
二、 黄金价格飙升背后的小推力与大逻辑 8
2.1 金价上涨的小推力 8
2.2 金价上涨的大逻辑 10
三、 行情展望：疫情短期冲击仍在，避险资产强势恐继续 13

图表目录

图表 1 主要贸易国向中国出口占其出口总额的比重排序（2018-2019）.....4
图表 2 疫情爆发后跌幅较小的海外股指累计涨跌幅走势.....5
图表 3 疫情爆发后跌幅较大的海外股指累计涨跌幅走势.....5
图表 4 美债收益率再次出现“倒挂”（10Y-3M）.....6
图表 5 近期主要经济体十年期国债收益率接近普跌.....6
图表 6 近期全球主要货币汇率涨跌表现一览（降序排列）.....7
图表 7 国际能源价格年初以来显著下行.....8
图表 8 有色金属价格年初以来表现弱势.....8
图表 9 国际能源价格年初以来显著下行.....8
图表 10 黄金价格近期持续飙升.....8
图表 11 黄金价格与美国实际利率走势显著反向.....9
图表 12 黄金价格与 VIX 指数走势的正相关性并不明显.....9
图表 13 黄金价格与美元指数走势有着明显的反向关系.....10
图表 14 全球经济的“长期性停滞”仍在延续.....11
图表 15 黄金价格与比特币近年走势一览.....12
图表 16 美国个人消费物价指数（PCE）增速近年来低位震荡.....12
图表 17 40 年前黄金实际价格仍是有记录以来的历史最高.....13
图表 18 近两周国际发达市场股市大多先涨后跌.....14
图表 19 近两周国际新兴市场股市整体有所下行.....14

一、 国际股债汇市均受冲击，美元高企金价狂飙

2019-nCoV 病毒导致的“新冠疫情”给国内经济与金融市场带来了显著冲击；随着疫情蔓延至日本、韩国、新加坡、泰国等海外经济体，国际市场开始受到全面冲击，且所受影响也逐渐显性化。

自 2020 年 1 月 13 日泰国出现首例海外首例后，日本、韩国、澳大利亚、越南、美国、加拿大、欧洲、印度、中东等均发现病例；“钻石公主号”豪华游轮甚至成为了“病毒传播仓”，导致疫情迅速在日本扩散；而海外部分国家在疫情爆发初期重视不足，人群在未有效防护的情况下随意集会，导致疫情蔓延，其中，韩国“新天地”教会疑出现“超级传播者”致疫情加速扩散。

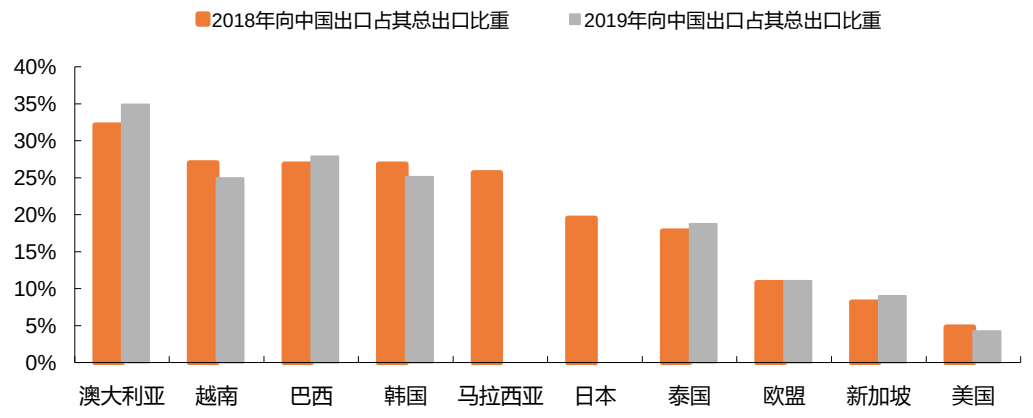
1.1 全球股市：受冲击后全面下行，后续逐渐分化

1 月 23 日的武汉“封城”象征着疫情对国内经济的冲击开始显性化，当日国内股市也已超过 8%的跌幅收盘。受该事件影响，海外股指也迅速出现下行，且对华出口占其出口总额比重较大的澳大利亚、巴西、韩国、马来西亚、日本、泰国以及与亚太跨境贸易紧密相关的新加坡的股指在初期受疫情冲击更大，而越南由于春节假期休市躲过初期下跌。

1 月 31 日，与中国贸易总额巨大，但对华出口占比相对较小的美国、欧盟各国的股指率先出现反弹，而澳大利亚、越南、巴西、韩国、马来西亚、日本、泰国以及新加坡股指直到 2 月 3 日后才跟随国内股指探底回升。

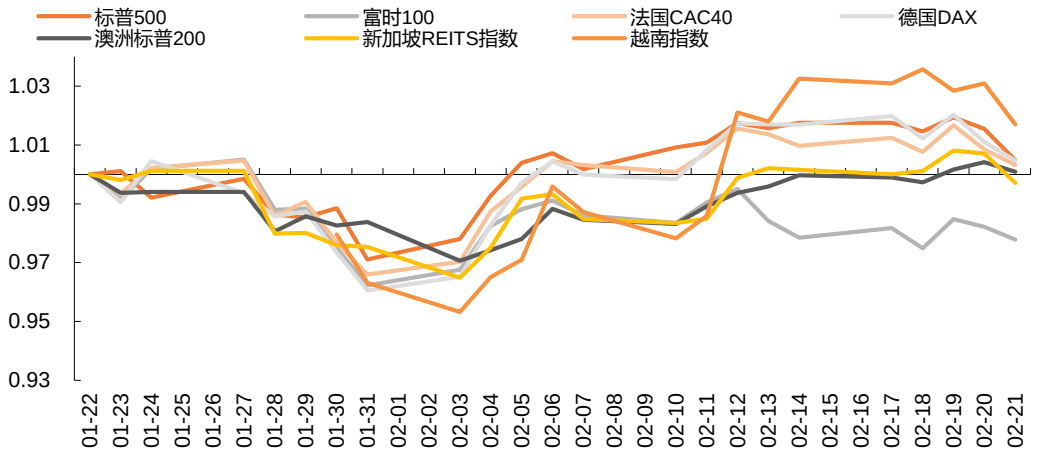
2 月 6 日之后，尽管中国国内疫情已开始出现缓和，但此前均进入回升通道的全球股指出现了明显分化。美、欧州诸国、澳大利亚、新加坡与越南股指继续向上抬升或维持震荡；而日本、韩国、泰国、马来西亚、巴西股指却转而下行，且尚未出现反弹迹象。

图表1　主要贸易国向中国出口占其出口总额的比重排序（2018-2019）



资料来源：WIND，平安证券研究所

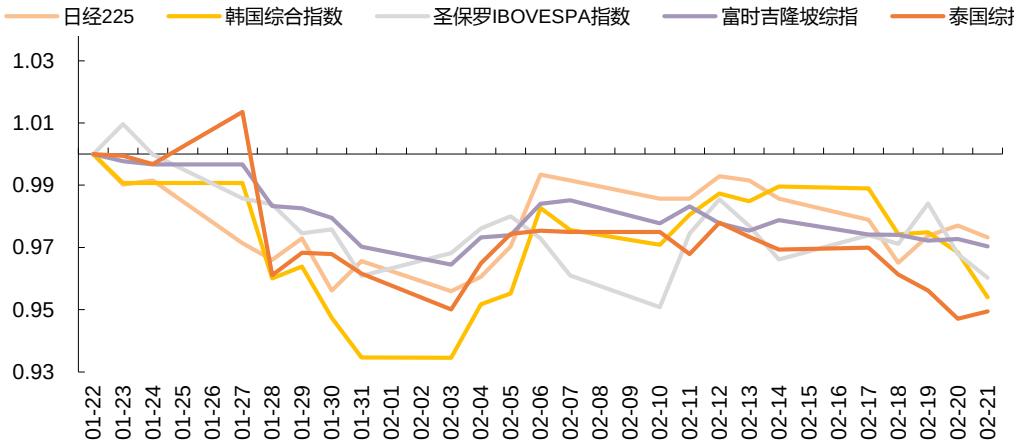
图表2　疫情爆发后跌幅较小的海外股指累计涨跌幅走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

注：统一将1月22日收盘价设置为1。

图表3　疫情爆发后跌幅较大的海外股指累计涨跌幅走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

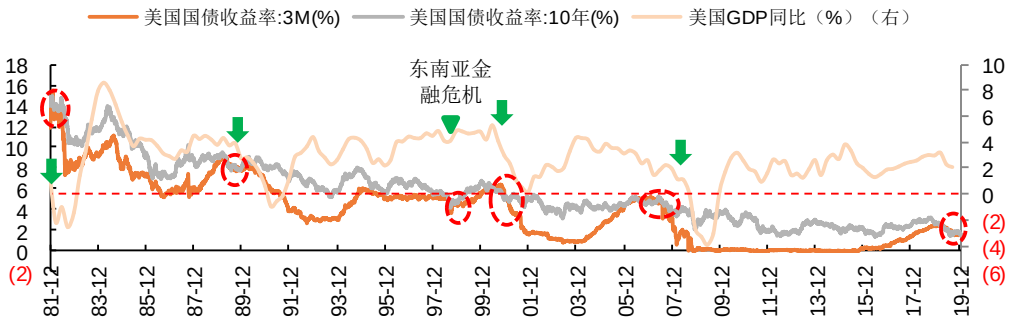
注：统一将1月22日收盘价设置为1。

1.2 全球债市：美债收益率“倒挂”再现，全球无风险收益率接近普跌

疫情的爆发与蔓延对全球经济基本面造成了冲击，且随着疫情的持续，全球经济受到的冲击也有所加深。在这种背景下，全球主要经济体的无风险利率出现普跌，各国十年期国债利率加速下行。

美债收益率的持续下行导致此前曾在2019年10月消失了的10Y与3M美国国债收益率“倒挂”现象再次出现，美债收益率倒挂是全球经济金融危机的有效预警器，包括“七八十年代的滞胀危机”、“1990年经济危机”、“1998年东南亚金融危机”、“2001年科技互联网泡沫”、“2008年全球金融危机”等均得到了美债收益率“倒挂”的预警。2019年3月-10月美债收益率“倒挂”曾引发市场的普遍担忧，但是随着中美经贸磋商取得进展，加上美联储在2019年8-10月连续三次降息，导致美债收益率“解除倒挂”。当前疫情蔓延背景下美债收益率再次出现“倒挂”，意味着市场认为疫情将给全球经济增长前景带来冲击。

图表4　美债收益率再次出现“倒挂”（10Y-3M）



资料来源：WIND，平安证券研究所

十年期美债收益率已跌破 1.5%的关键点位，2019 年十年期美债也曾短期跌破过 1.5%，但是并未继续下探 1.4%的关口就回升了，这一次美债收益率再次来到十字路口。由于此次美债收益率大幅下行主要并非受美国经济前景影响，而是疫情在日本的蔓延导致市场对日元及日债的情绪出现恐慌，国际资金从日元、日债转移至美元、美债所致，所以此次美债收益率的最终走向将取决于疫情在日本的扩散范围与程度。若疫情很快得到控制，日元吸引力将重新回升，美债收益率也将反弹；否则，美债收益率恐仍将低位徘徊。

另外，欧洲、亚洲、拉美各国与澳洲的十年期国债收益率均有所下行，法国十年期国债收益率重新转负，德国十年期国债收益率跌幅加深显示出欧盟经济也受到了此次疫情的较大冲击；日本、韩国十年期国债收益率虽未深跌，但这与日元、韩元大幅贬值下日债、韩债吸引力大降，资金外流至美债有较大关联。拉美各国与澳洲的十年期国债收益率显著下行则说明资源国受到疫情的冲击也有所显性化。

图表5　近期主要经济体十年期国债收益率接近普跌

	1 月 23 日以来	2 月以来	2 月 7 日以来
中国	-14.6bp	2.4bp	4.5bp
美国	-28bp	-5bp	-13bp
英国	1bp	6bp	3.6bp
法国	-15bp	-3bp	-7.9bp
德国	-15bp	-1bp	-4bp
日本	-1.6bp	2.2bp	-0.4bp
巴西	-18.3bp	-15.8bp	-6.8bp
澳大利亚	-11bp	3.5bp	-5bp
泰国	-32.2bp	-22.7bp	-13.7bp
越南	-22.9bp	-33bp	-21.9bp
马来西亚	-25.2bp	-22.7bp	-17.5bp

资料来源：WIND，平安证券研究所

1.3 全球汇市：美元指数高企，非美货币下跌

由于疫情在 1 月-2 月已蔓延至全球范围，且日本、韩国形势仍然严峻，所以此前大量配置流动性极强的日元的国际资本在日元贬值风险上升的情况下，只能选择暂时放弃日元计价资产，转移至美元计价资产，也有部分国际资本在美债收益率跌至 1.5%关口上下的情况下在近一周选择转移至瑞郎、欧元计价资产，这就导致美元指数、瑞士法郎、欧元近一周表现较好；而月初以来美元指数表现更优。另外，由于美国经济前景近年来一直好于欧元区等非美发达经济体，所以美元指数近两年表现

强势，这也导致近年来国际资本在面临不确定性时优先选择美元资产。日元受疫情的冲击而大幅贬值更是加剧了这一现象。

另外，由于港币汇率是盯住美元的，所以港币近期在全球市场的表现也相对强势。尽管疫情最初在中国爆发，人民币兑美元汇率近期表现也以下跌为主，但在全球市场中跌幅并不算大，这与中国经济的中长期基本面仍然向好，且中国逆周期调节政策的空间仍然较大有关。相对而言，日元、韩元、巴西雷亚尔、澳元、南非南特等货币表现就非常弱势，其中日元与韩元汇率是受日韩两国疫情扩散超预期冲击，而巴西雷亚尔、澳元、南非南特则是全球经济受疫情冲击下对资源的引致需求的悲观预期所拖累的。

图表6　近期全球主要货币汇率涨跌表现一览（降序排列）

	近一周涨跌幅（2020.02.17-21）		月初以来涨跌幅（2020.02）		年初以来涨跌幅（2020）
斯里兰卡卢比	0.77%	美元指数	2.04%	美元指数	3.01%
瑞士法郎	0.35%	斯里兰卡卢比	0.74%	斯里兰卡卢比	0.71%
加元	0.22%	加元	-0.02%	港元	0.03%
美元指数	0.19%	印度卢比	-0.08%	墨西哥比索	-0.28%
欧元	0.06%	墨西哥比索	-0.13%	印度卢比	-0.32%
印度卢比	-0.10%	港元	-0.27%	人民币元	-0.84%
港元	-0.26%	泰铢	-0.45%	瑞士法郎	-1.09%
泰铢	-0.38%	新台币	-0.56%	新台币	-1.61%
新加坡元	-0.40%	澳元	-1.07%	加元	-1.97%
丹麦克朗	-0.42%	挪威克朗	-1.20%	英镑	-2.34%
人民币元	-0.50%	瑞士法郎	-1.42%	马来西亚林吉特	-2.38%
英镑	-0.62%	韩元	-1.48%	日元	-2.60%
挪威克朗	-0.67%	人民币元	-1.49%	欧元	-3.39%
瑞典克朗	-0.95%	南非兰特	-1.57%	新加坡元	-3.80%
马来西亚林吉特	-1.23%	瑞典克朗	-1.79%	丹麦克朗	-3.84%
新台币	-1.25%	新西兰元	-1.79%	韩元	-4.44%
新西兰元	-1.35%	英镑	-1.80%	瑞典克朗	-4.77%
澳元	-1.37%	欧元	-2.13%	泰铢	-5.04%
日元	-1.61%	马来西亚林吉特	-2.30%	挪威克朗	-5.67%
南非兰特	-1.81%	新加坡元	-2.36%	澳元	-5.73%
墨西哥比索	-1.82%	巴西雷亚尔	-2.54%	新西兰元	-5.86%
巴西雷亚尔	-1.85%	丹麦克朗	-2.57%	南非兰特	-7.92%
韩元	-2.15%	日元	-2.75%	巴西雷亚尔	-8.49%

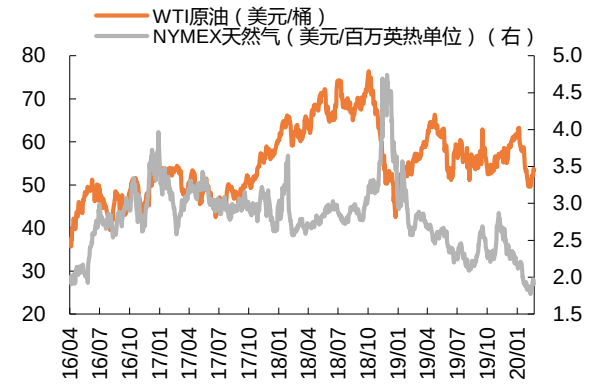
资料来源：WIND，平安证券研究所

1.4 国际大宗：金价创 7 年新高引市场瞩目

疫情除了给国际股市、债市、汇市带来显著冲击外，国际大宗市场也受到显著冲击。能源、有色金属价格持续弱势，农产品分化明显——经济作物弱势而主粮价格高企，黄金价格则持续上演飙升，目前已创 2013 年以来的近 7 年新高，受到市场极大关注。

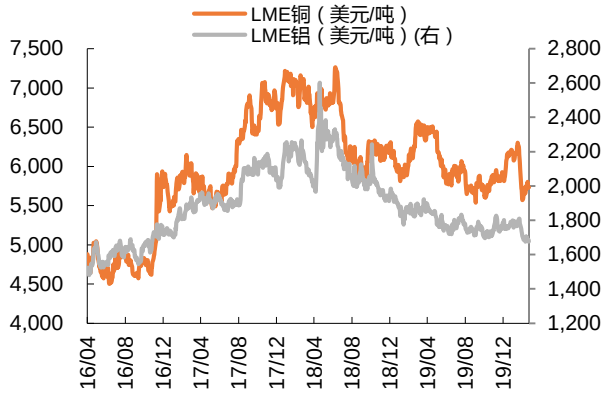
疫情给全球经济带来的短期冲击导致能源、有色弱势并不让人意外；农产品在疫情、非洲蝗灾等诸多事件的冲击下呈现分化格局，经济作物相对粮食作物表现弱势也符合此前市场的预计；但是，黄金价格的迅速攀升乃至涨破 1640 美元/盎司的水平却出乎市场的普遍预期，国际金融市场乃至出现了美元—美债—黄金三者同时强势上涨的“怪象”，我们将在下一章对此问题进行重点分析。

图表7　国际能源价格年初以来显著下行



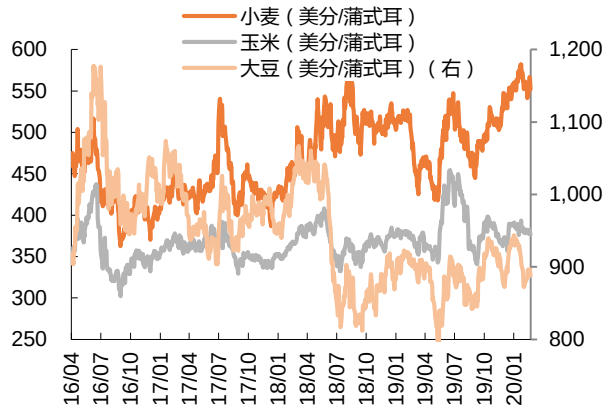
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表8　有色金属价格年初以来表现弱势



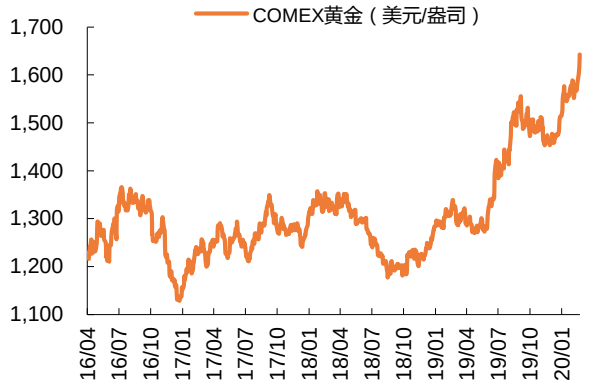
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表9　国际能源价格年初以来显著下行



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表10　黄金价格近期持续飙升



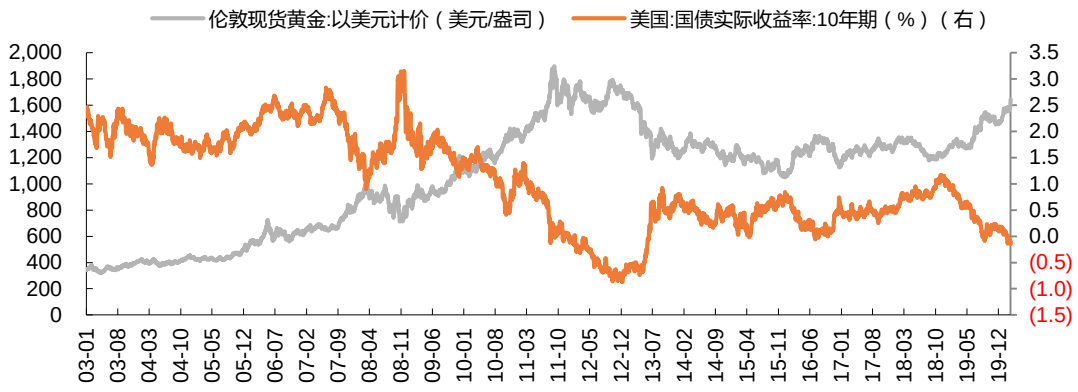
资料来源：WIND，平安证券研究所

二、　黄金价格飙升背后的小推力与大逻辑

2.1 金价上涨的小推力

众所周知，作为无孳息的主要投资品种，黄金的持有成本就是利率水平，加上黄金天然拥有的抗通胀属性，所以黄金价格与实际利率走势具有显著的反向关联。在第二次世界大战前，英镑是全球流通最广、可信度最高的流通货币，所以二战前金价与英国实际利率走势相反程度最为显著；而在二战后至今，由于美元取代了英镑的国际地位，且先后建立了以美元为中心的布雷顿森林体系、牙买加体系等全球货币金融体系，所以金价与美国实际利率走势的反向关联愈发显著。

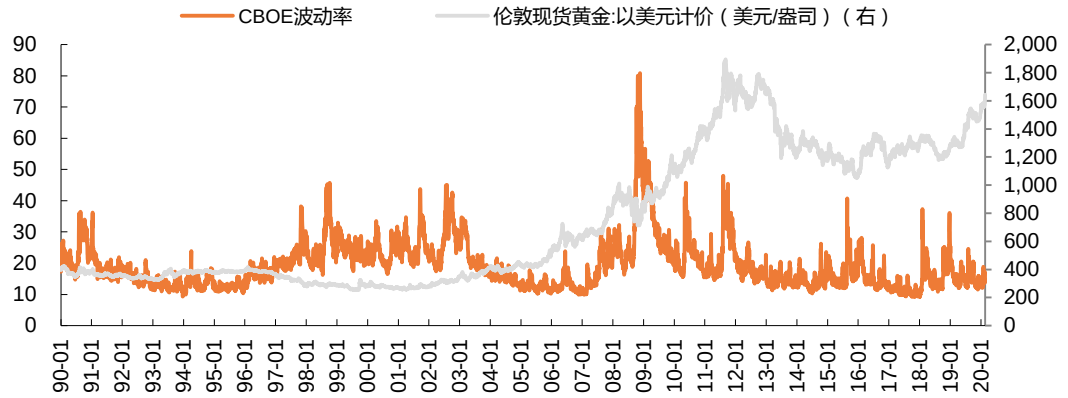
图表11　黄金价格与美国实际利率走势显著反向



资料来源：WIND，平安证券研究所

另外，黄金所拥有的避险属性导致资金在面临金融市场不确定性较高的情况下会增持黄金，而在金融市场前景向好的情况下减持黄金，这就带来金价与美国股市波动率的正相关性。但是，由于资金对黄金的避险增持往往只是短期行为，且资金长期配置黄金的需求与金融市场波动率关系也并不明显，所以放在中长期看，金价与美国股市波动率的正相关性并不明显。

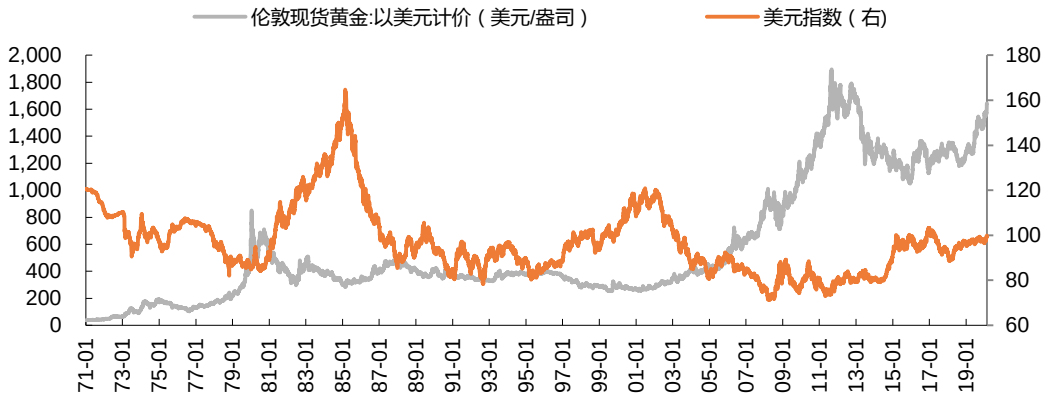
图表12　黄金价格与 VIX 指数走势的正相关性并不明显



资料来源：WIND，平安证券研究所

另外，由于金价是由美元计价，根据定价货币逻辑，黄金价格与美元指数有着天然的反向关联。这在历史走势中能够得到印证。

图表13　黄金价格与美元指数走势有着明显的反向关系



资料来源：WIND，平安证券研究所

但是，年初以来金价的走势违背了金价与美元的反向规律，同时还不符合金价与美股波动率的短期正向联系。我们认为，这是美国实际利率受到非正常冲击导致黄金与美国实际利率的反向关系起作用的结果，而这种非正常冲击正是来自于新冠疫情通过日元传导而带来的**小推力**。

自从 1 月底以来，疫情首次出现在日本以来，随着“钻石公主号”豪华游轮成为“病毒传播仓”，且部分与游轮人员密切接触者未得到及时隔离，日本疫情在 2 月 13 日之后猛增，这带来了市场对日本疫情蔓延的担忧，日元兑美元也出现了持续贬值。由于日元与美元、瑞郎都具有较强的避险属性，所以日元是众多国际大资金的重点配置货币之一；日元具有的强流通性导致其也是很多贸易商和跨国企业资金融通的重要媒介货币。**由于日本疫情有愈演愈烈之势，所以日元兑美元出现持续贬值，并加剧了市场对日元进一步贬值的预期。在这种情况下，原先配置有日元及其计价的相关资产的国际资金不得不选择暂时性避让，离开日元相关资产，选择美元、美债等资产。**

国际大规模资金的不断涌入在推升美元指数的同时，也拉升了美债价格。在疫情冲击全球经济前景的背景下，这进一步拉低了美债的名义利率水平。另外，美国通胀水平整体尚且平稳，所以**美国实际利率出现大幅下行，这就带来金价年初以来的飙升。这也是金价近期大幅上扬的小推力，也就是短期逻辑。**

可见，黄金价格能否在当前基础上继续飙升，取决于疫情在日韩的发展与对全球经济的冲击程度；当前国内疫情已得到显著缓和，尽管拐点尚未到来，但前景已有所好转；但是，日韩疫情有处于爆发期的迹象，短期可能仍难以完全控制，且疫情还有向中东、欧洲等其他经济体蔓延的趋势，所以，**黄金价格的强势可能在中短期内还将延续。等到日韩等海外市场的疫情出现显著缓和之后，全球经济再次回到正轨，美国实际利率的回升将带来金价有所回落。**

2.2 金价上涨的大逻辑

放到中长期看，当前的黄金上涨周期有如下几个**大逻辑**支撑，分别是：**全球经济中长期停滞背景下的负利率环境难以避免、美元为中心的全球货币体系（即：牙买加体系）难以为继，有调整或者变化的可能性、低通胀环境下宽松货币政策面临软约束致使全球央行货币政策偏向宽松**。

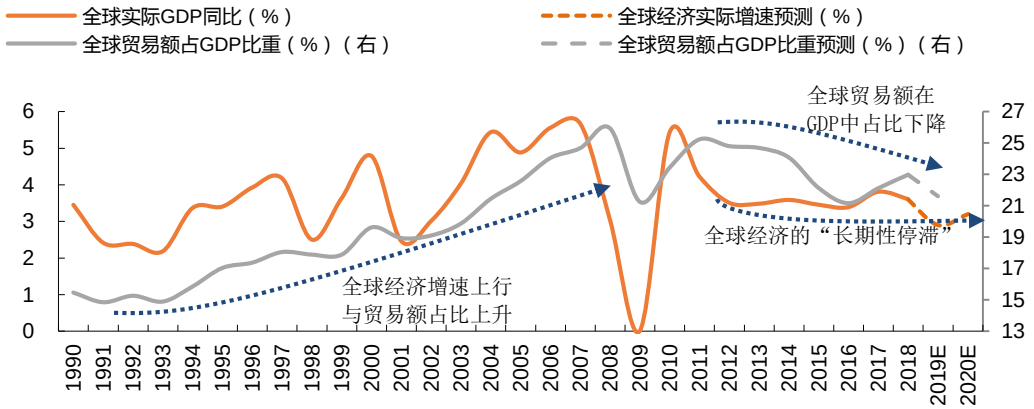
首先，2008 年全球经济金融危机虽过去 12 年，但我们仍处于其带来的影响之中。从全球贸易额占 GDP 比重可以明显看出，2008 年之后，全球贸易对 GDP 的推动作用明显减弱，甚至出现了下行。这表示在多年的经济全球化之后，分配的严重不均已带来社会的反弹，国际社会近年来频繁出现的民粹主义政党以及极端领导人上台的现象就是上述社会反弹的显性化体现。而这些民粹政党或极端领导人大多就是持“贸易保护主义”立场的。

随着经济全球化在 2008 年后的逐渐退坡，全球经济运行的效率势必受到冲击，全球经济增速也伴随着效率的降低而陷入了“长期性停滞”。这不仅限制了全球经济的增长前景，也打压了全球各大经济体的长端无风险利率水平，十年期美债收益率在这种背景下也走出了长期震荡下行的趋势，而德国、法国等欧盟大国的十年期国债收益率也开始转负。主要央行应对“长期性停滞”的政策难以摆脱宽松货币政策的依赖，这也导致了市场一旦面临增速下行或不确定性升温的情况，往往会提前预期央行实行宽松货币政策，进而导致央行为了维持市场的稳定性，对宽松货币政策的依赖度进一步增强。而这又将提振中短期的通胀升温预期。**名义利率震荡下行叠加宽松货币政策依赖带来的通胀升温预期综合作用，将导致实际利率水平进一步下行，这会刺激金价出现大幅上涨。**

另外，随着时间的推移，全球各大央行货币宽松的空间已大幅收窄，日本、欧盟等经济体已实行“负利率”政策，继续下调利率的空间所剩无几，一旦面临冲击经济前景的突发事件，只能采取类似 QE 的资产购买计划来“以量换价”。在全球金融体系联动的大背景下，这会导致其他经济体迫于经常项目维持顺差或缩小逆差的压力，采取跟随性的货币宽松政策；另外，国际资本的流动也会导致其他主要经济体出现无风险利率下行的变化，这反过来增加央行采取宽松货币政策的压力。正是在这种“一家松，家家松”的货币政策大环境下，全球无风险利率逐步向零利率，甚至负利率靠拢，近年来对于“负利率时代”的关注也大幅提升。

作为零孳息的资产，黄金将显著受益于“负利率时代”，理论上讲，一旦“负利率时代”来临，黄金并没有绝对的价格上限。这也是当前疫情扩散至海外，导致金价大幅飙升的重要背景之一。

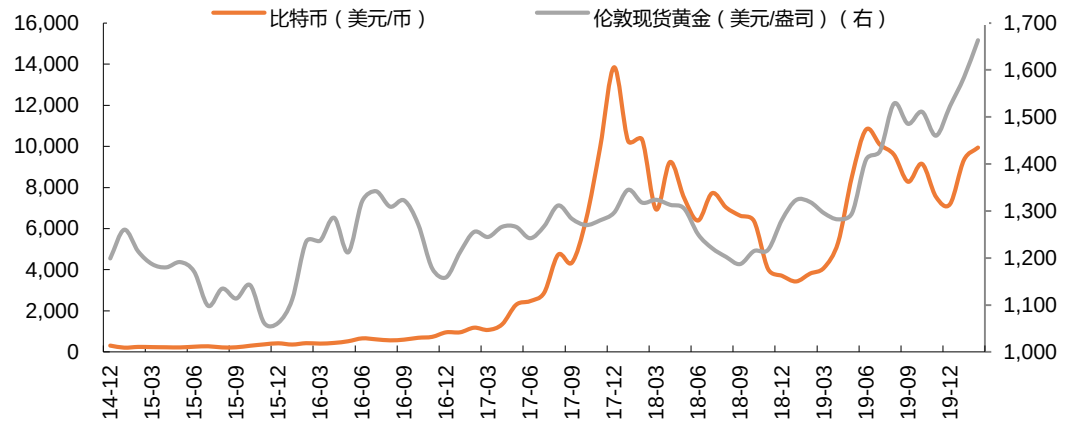
图表14　全球经济的“长期性停滞”仍在延续



资料来源：WIND，平安证券研究所

其次，美元为中心的全球货币体系（即：牙买加体系）难以为继，有调整或者变化的可能性。自 1976 年牙买加体系建立以来，全球经济花费了 15 年时间来进行适应。但是，以美元为中心的牙买加体系仍然难以避免“特里芬难题”所揭示的局限性，竞争性贬值、宽松货币政策泛滥成为了央行应对危机和意外冲击的常态。随着信息技术的发展以及社会主体对主流货币体系的不满程度加深，“区块链”技术下市场自发产生的诸如比特币等一系列数字货币开始出现。尽管初期各国央行对数字货币采取的是偏打压的态度，但如今，包括中国央行、美联储在内的全球主要央行都开始关注并着力研究数字货币的发行以及相关体系的建立。尽管上述行动尚处于雏形，但以美元为中心的牙买加体系长期难以避免会遇到调整甚至更大的变化。马克思有言：“黄金天然不是货币，但货币天然是黄金。”这对人类历史上长期的天然货币——黄金是长期利好，也助推金价在主流货币体系受到冲击的当下将有着更好的表现。

图表15　黄金价格与比特币近年走势一览

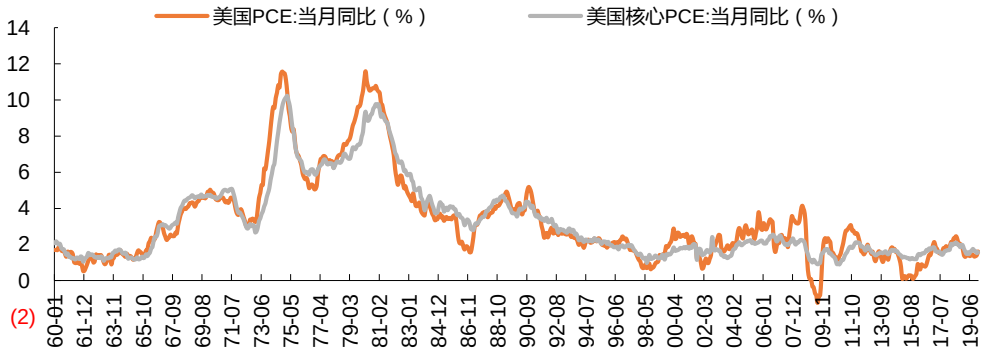


资料来源：WIND，investing.com，平安证券研究所

再次，低通胀环境下宽松货币政策面临软约束，致使全球央行货币政策更加偏向宽松。1990 年代以来，全球经济终于摆脱了 70-80 年代“滞胀”的困扰。这一方面得益于全球央行在加强前瞻性指引与行动一致性的努力，另一方面也受益于全球经济运行效率的大幅上升带来的生产率的提升，绝大多数产品都出现了供给能力完全可以覆盖需求的状态，此前在 70-80 年代桀骜不驯的油价在石油美元体系运行多年之后也逐渐被“驯服”，加上美国引领的“页岩油革命”，OPEC 在全球原油供给端的地位受到削弱，全球经济可以说基本摆脱了高通胀的担忧。

全球范围的低通胀环境导致各大央行在实行宽松货币政策的同时不必像 20 世纪 80 年代的美联储主席沃尔克一样去担忧通胀的大幅上行及其给经济带来的冲击，在货币宽松政策软约束的背景下，各大央行采取宽松货币政策勿需过多的瞻前顾后，事后也证实了通胀这匹“洪水猛兽”已被“驯服”。这也有助于金价在全球经济受到冲击或面临下行压力的时候出现强势表现。

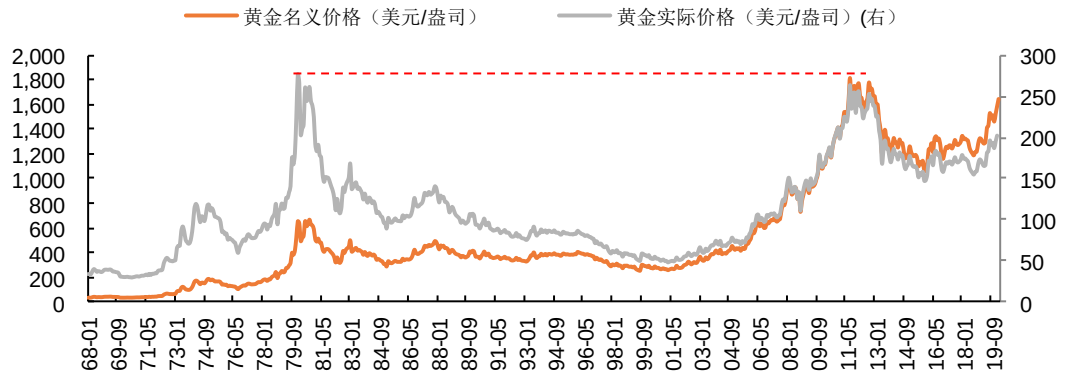
图表16　美国个人消费物价指数（PCE）增速近年来低位震荡



资料来源：WIND，平安证券研究所

从黄金的名义价格与实际价格走势来看，近十年来金价虽然多次飙升，且名义金价已远远超过 20 世纪 80 年代的水平，但实际金价并未突破 40 年前的高位。在“负利率时代”、“牙买加体系”的调整与“低通胀环境”这三大利多逻辑支撑下，金价有望在未来几年向实际金价的历史高位发起挑战。

图表17　40 年前黄金实际价格仍是有记录以来的历史最高



资料来源：WIND，平安证券研究所

三、 行情展望：疫情短期冲击仍在，避险资产强势恐继续

由于当前疫情仍在日韩扩散，且未见得到有效控制的迹象；同时，中东、美欧等其他地区也开始出现疫情蔓延的势头，所以，疫情虽在国内出现好转，但在国际仍处于蔓延之势。

这将导致疫情对全球金融市场的冲击短期将继续凸显，风险资产价格恐受到波及，而避险资产价格恐延续强势。另外，国际定价的工业品种表现可能不及国内定价的工业品种。

股市方面：全球股市在 2 月下半月的下跌恐怕尚未结束，其中，此前下跌幅度较小的美欧股市与受疫情扩散直接冲击的日韩股市将受到更为显著的冲击。而**此前受冲击较明显的新兴经济体股市恐仍将弱势震荡。**

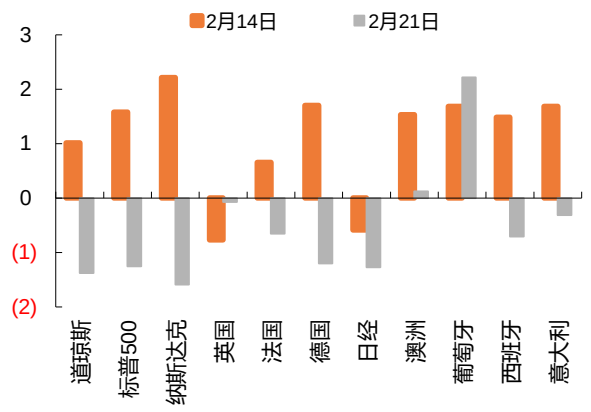
债市方面：伴随着疫情扩散及对全球经济的冲击进一步凸显，全球无风险利率恐低位弱势震荡，由于十年期美债收益率已跌破 1.5%的关口，所以除非疫情可能引发全球经济危机，否则美债收益率进一步下行的空间并不大，**低位弱势震荡将是主旋律**。

汇市方面：疫情的短期冲击效应仍存，美元指数仍将在未来一段时间高企，而受到全球资金应急配置的瑞郎与欧元也将表现较好。在疫情不大规模扩散至美欧的情况下，**美元、瑞郎、欧元将是全球表现相对较好的三大货币**，而美元指数与欧元兑美元的相互作用决定了其上涨幅度也不会很大。

大宗方面：疫情在全球呈蔓延之势，但在国内却出现好转。这决定了**国际定价的原油、天然气、有色金属等大宗表现将比较弱势**，而**国内定价的动力煤、黑色金属表现**虽难以大幅上涨，但**会显著好于油气价格与有色走势；黄金价格短期仍将维持强势，但不排除疫情拐点出现后显著回调的可能性，中长期看，三大逻辑决定了黄金仍是极具价值的配置资产。**

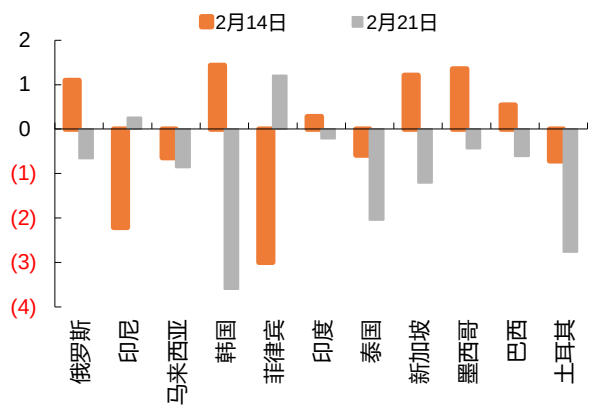
一旦疫情在日韩扩散遇阻，全球疫情得到有效控制，全球股市、能源、工业金属、非美货币有望迎来显著反弹，无风险利率也将迎来回升，而美元指数、金价将出现回落。但是黄金的中长期配置逻辑仍然存在。

图表18　近两周国际发达市场股市大多先涨后跌



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表19　近两周国际新兴市场股市整体有所下行



资料来源：WIND，平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 ± 10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 ± 5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

中国平安 金融 · 科技

平安证券 PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 B 座 25 楼 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033