

国信期货宏观半年报

宏观

后疫情时期全球宏观和大宗商品配置展望

2020 年 06 月 28 日

主要结论

当前资本市场走势逻辑：当前市场进入后疫情时代逻辑，资本和实体经济的风险偏好出现了抬升，我们认为最差的时间已经过去。于关于市场担心的黑天鹅事件（疫情二次爆发+经贸关系再度恶化）短期会对风险偏好产生影响，但是冲击弱于第一次，只要疫情方面没有出现医疗挤兑，经贸关系依然是谈而不崩的情况下，从中长期来看，市场已经 price in 了这两个事件常态化以及长期化的预期，宏观事件对于市场的冲击减小，市场开始真正走向供需基本面的逻辑。

未来央行政策发力点和方向：在 3-5 月全球央行大规模政策刺激之后，全球货币最宽松的时期已经过去，因为各国央行进入政策观察期，短期内不会出现更大规模的强刺激计划，在宽信用和宽货币的前提下，未来货币政策一个监管的重点可能会更在于考虑流动性的脱实向虚和防范资金空转这两点上。未来中国政策的发力点主要着重于基建和旧改，如果政策不及预期，也有在房住不炒监管下因城施策的可能性。美国方面未来需要担心政策的负溢出效应，结合美元自身下行周期，美元大概率回落。

后疫情时代大宗商品配置逻辑：债券市场可以开始有节奏的撤退，权益市场需要持续关注内需恢复的程度和经贸关系恶化程度之间的博弈，大宗商品开始回归自身基本面的逻辑，有个黑天鹅方阵贯穿 2020 年全年，建议可以适当的配置黄金。

分析师：顾琛

从业资格号：F3038154

电话：021-55007766

邮箱：15228@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、上半年资产价格走势的逻辑

1.1 上半年市场恢复的逻辑

今年上半年无论是大宗商品市场还是权益类市场，史无前例的受到了疫情的冲击，走势上也出现了明显的阶段性。我们认为从今年2月份到5月份，主要分为3个阶段：第一阶段是2-3月份，全球疫情开始爆发，避险情绪开始发酵，全球市场出现了普跌，美股在1个月里史无前例经历了4次熔断，原油价格经历了历史上最快的跌速和跌幅。第二阶段是3-4月，避险情绪越来越浓厚，市场上出现了抛售黄金买入美元的极端避险操作，美元流动性出现了前所未有的紧张情绪，与此同时，全球央行开始不计代价的陆陆续续进行放水的操作，例如美联储开启了无上限的财政刺激计划，中国央行开始发放特别国债，英国央行开始紧急降息至记录低位的近零水准的水平。第三个阶段是5月份至今，国内和全球的疫情不再出现大规模的爆发，市场情绪开始逐渐恢复，当前市场开始关注经济恢复的程度和幅度。

图：全球风险偏好走势图



数据来源：WIND 国信期货

从实体经济和资本市场的反馈两个角度来看。资本市场方面，道琼斯指数从2月20号到3月20号一共下跌了36%，但在美联储无上限刺激的救市计划之后，2个月内上涨了接近45%。原油价格来看，从1月8号沙俄价格战，到疫情冲击需求，原油价格在短短3个月内经历了市场上最大幅度和最快幅度的跌幅，但是随着全球救市力度的加强，原油价格用2个月的时间上涨了2025，Nymex原油价格从最低的6.5美元上涨到了疫情前36美元左右。所以从资本市场的数据来看，市场的风险偏好已经开始有所复苏。

图：道琼斯指数

图：原油价格



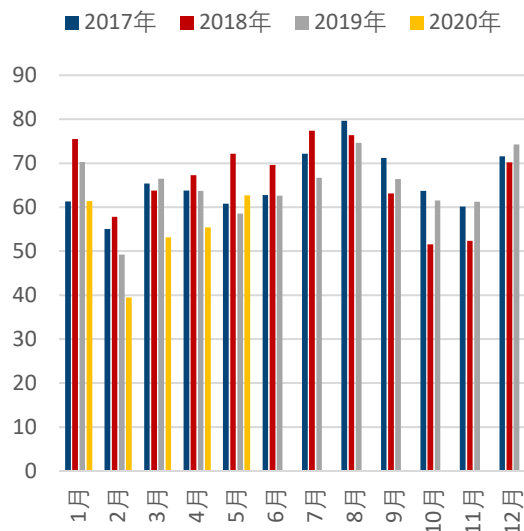
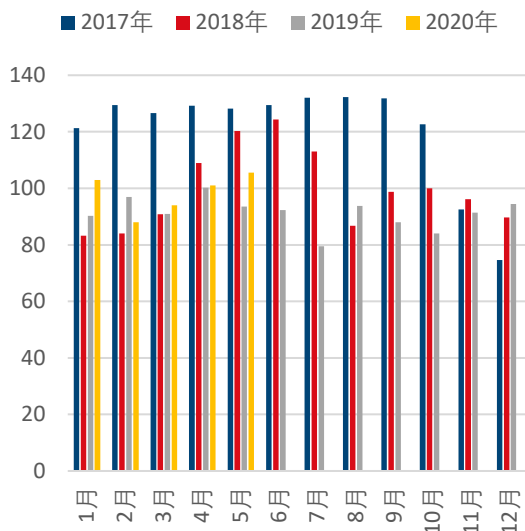
数据来源: WIND 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

从实体经济角度来看,国内中上游经济数据方面,由于国内疫情控制的较好5月份高炉开工率已经超过了2018年去年同期水平,6大发电厂耗煤量也超过了2018年,并且逼近2017年和2019年的同期水平。从下游的数据来看,2020年上半年30城房地产成交数据也已经超过2019年同期水平。从交易数据来看,当前农产品期货的价格已经回到了春节前的水平,工业品期货的价格也已经回到了春节后的水平,所以从数据上来看,实体经济和资本市场已经进入了复苏的轨道,市场上最糟糕的时间已经过去,相对来说,资本市场恢复的速度比实体经济快1个月左右。但在这里我们也提醒投资者,实体经济最坏的时间过去,并不意味着经济即将走上复苏的快车道,从当前需求的数据来看,可能经济还将经历3-4个月左右的修复期。

图: 高炉开工率

图: 6大发电厂月度耗煤量



数据来源: WIND 国信期货

数据来源: WIND 国信期货

1.2 市场所担心的疫情和中美经贸关系的二次冲击

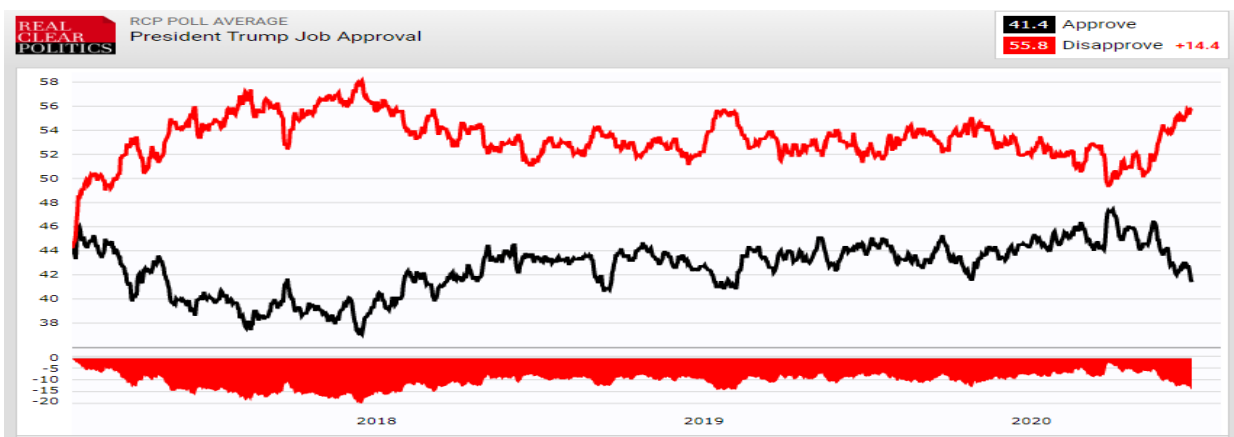
虽然当前市场风险偏好已经开始回升,但市场对于疫情和中美经贸关系两个黑天鹅二次冲击依然抱有较强烈的担心。我们认为即使黑天鹅二次来袭,对市场的冲击应该会小于第一次。

首先来看全球疫情的逻辑。当前北京疫情出现了小幅反弹,虽然北京新发地的流量高于武汉海鲜市场,但是需要注意到的,北京的反应速度和力度也是强于武汉的,相对来说,利好是相对于强于利空的,即北京疫情虽然一定程度上会推迟复产复工的速度,但是对于市场情绪的影响会小于武汉。从全球来看,在当

前美国和欧洲疫情控制已经逐渐平稳的情况下，目前对于疫情进展的关注主要在于各国的医疗挤兑程度，如果未来观测的各国试剂和医疗资源能够持续满足各国疫情的新增人数，则新增人数的增长对市场风险偏好的影响将会减弱。同时因为有了第一次疫情应对经验，如果全球疫情二次爆发对于市场的冲击也将小于第一次，市场开始真正意义上走上后疫情时代风险偏好的逻辑。

其次来看中美经贸关系，随着6月美国总统大选的举行，美国两党对于选票的争夺也越发白热化，当前特朗普由于疫情的管控不力以及美国警察佛利德曼的游行事件，导致他的支持率出现了较大幅度的下滑，那在这种情况下，我们认为未来在竞选策略中极有可能会重申对华强硬的策略，中美经贸关系也可能出现一定的变动，但我们认为，只要中美贸易依然处于谈而不崩的状态，市场经历过两年的洗练，在资产价格中已经 price in 了中美贸易常态化以及长期化的预期，所以长期看不会对市场造成太大的冲击。

图：特朗普支持率出现了较为明显的下滑



数据来源：WIND 国信期货

二、未来各国央行政策发力点和方向

2.1 全球央行政策空间梳理

从政策角度来看，全球政策的实施和疫情发展的进度也是相配合的，当前全球政策的现状已经从2-3月份的货币和财政政策不顾一切撒钱救市场，转向了现在从多种目标中寻求平衡，目前不管中美，大至三个目标都是相同的，及降低融资成本，控制资金投机过热，和控制宏观杠杆利差这三点。

图：政策方向的转变



数据来源: WIND 国信期货

从中美的政策空间来看,从疫情开始至今,中国运用的较多的是流动性调节工具,而美联储将利率调节工具和流动性调节工具都基本上用到了极致,所以不同于 2008 年金融危机的时候,当前中国政策工具箱的空间是大于美联储的。同时我们认为再不会出现第二次疫情和贸易关系极度恶化的前提下,全年政策刺激力度最强的时期已经过去,短期内市场不会出现强刺激的政策预期。主要有两个原因,首先是第一部分中提到的市场的风险偏好已经开始修复,其次是因为政策从发布到落地需要一定的政策考察期,其中各国央行最关注的一点就是大面积放水之后有,流动性去哪里了以及资金是否真正进入了实体经济。

其实央妈有这个考察期也并不奇怪,因为这源于即货币政策的不对称性的特性。一般来说,如过把经济状况比作一批马,把货币政策比作缰绳。如过经济过热的时候,适当的抬高利率,收缩流动性,是件很容易的事情。但需要考虑到一件事,即利率向上是没有上限的,但是向下的话还是有 0 利率的压力,同时也并不是所有国家都像日本和欧洲一样有条件进行负利率,所以货币政策向下降低利率的时候是有下限的,就比如像放松缰绳的话,但是马并不一定会往前走一样。

在实际情况下央行货币政策的传导路径主要是个三角形,通常来说,央行通过降低利率,将流动性释放给商业银行,商业银行再通过借贷的方式给到实体企业。但在现在疫情的情况下,可能会出现两种情况,首先是商业银行情愿承受较低的利率以及资金成本,也不愿贷给商业银行;其次是企业拿到贷款之后发放完工资后再把钱存回给商业银行,不愿意进行风险更大的生产经营活动。货币政策向实体经济流动出现了一定程度的阻塞。

图: 货币政策的不对称性



货币政策的不对称性

- 1、抬高利率, 收缩流动性容易
- 2、降低利率, 放松流动性很难

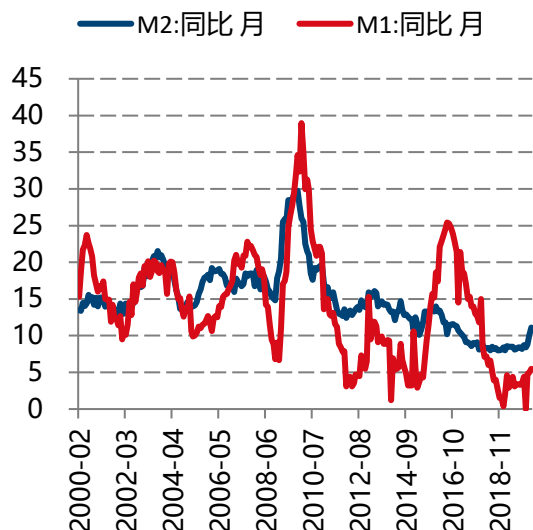


数据来源: WIND 国信期货

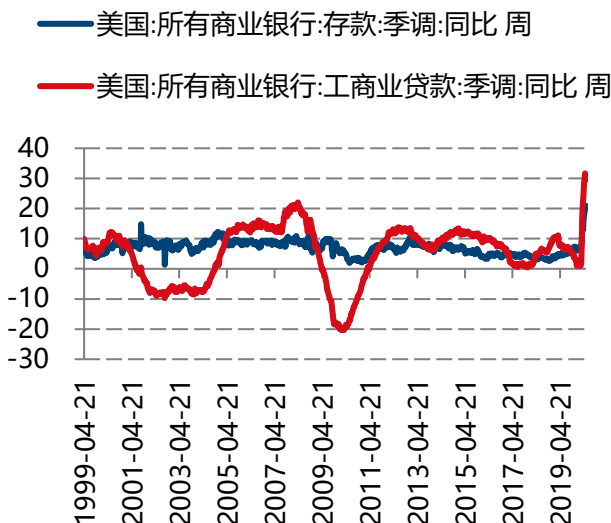
从中美两国的数据来看,中国方面的数据出现了 M2 和 M1 剪刀差缩小的情况。M1-M2 剪刀差可以很好的体现出非金融企业经营的活跃程度,可以看作企业对于未来经济的反应,也可以作为信用和经济的先行指标。当前剪刀差缩小,说明当前企业对于未来经济增长的预期下滑,资金投向生产的意愿有所减弱,企业更倾向于进行低风险的金融投资,并有将存款定期化的意愿,说明当前货币向实体的信用派生途径出现了一定的阻塞。而美国方面出现了所有商业银行存款和贷款的量异常的上升,即虽然美联储释放了很多的流动性,但是企业完成生产经营必须投入和工资发放后,由于对于未来经济的不乐观,依然选择了将资金重新存回银行而不愿意进行继续生产。

图: 中国 M1-M2 剪刀差

图: 美国商业银行存贷款



数据来源: WIND 国信期货



数据来源: WIND 国信期货

2.2 全球央行政策可能会出现发力点

国内方面,从近几个月召开的重要政治局会议和常协会议来解读,未来政策的发力点主要还是集中在基建和旧改方面,从细则来看的话,近期的会议主要强调了基建和旧改规模的相较于去年同期增加,侧重“两轻一重”,分别是新型基础设施、新型城镇化,以及重大工程。从预算规模来看,财政支出中预算内投向基建的资金规模增速大概相较于去年同期在 12% 左右,专项债中投向基建的资金规模大约在 1.2 万亿左右,相较于去年增加了一倍以上。并且根据会议精神未来国铁建设资本金还有进一步扩充的可能,所以整体算下来,今年基建加上旧改的增速可能会达到 10% 左右。但同时也需要考虑到基建增速和 GDP 的换算比例,基建增速每增加 1, GDP 增速增加 0.11%,所以从预算规模来看,今年下半年只靠基建拉动的经济增速依然是有一定的压力,尤其是如果下半年复产复工程度不及预期,那未来还有可能在房住不炒的前提下,出现 18 年下半年房地产因城施策的表述。

对于美国政策方面来讲,未来可能需要关注的是非常规货币财政政策带来的负溢出效应。一般来说央行非常规的货币政策有四个步骤,首先是将短期利率降至 0,这也是当前绝大多数央行都已经进行的操作,第二和第三步购买国债和购买风险资产是美联储在 2008 年金融危机时候的操作,也是我们常说的量化宽松政策。那 2020 年美联储除了进行了非常规货币政策的 123 步之外,还进行了第 4 步,即通过直升机撒钱,政府直接进行需求的扩张。2020 年美联储的操作和 2008 年不同之处在于,2008 年的量化宽松的资产购买计划美联储通过缩表等手段可以直接退出,但是 2020 年直升机撒钱这样财政货币化的手段是将货币永远的留在了美联储的资产负债表之内。如果和美国 1940 年大萧条时期财政货币化的结果进行对比,直升机撒钱的政策可能会直接导致美国货币信用的下降,对内来说表现为通胀,对外表现来说就是货币的贬

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_4285

