

## 展望复苏，但没有新周期

### ——2020 年宏观经济半年度更新

#### 宏观摘要：疫情提供了经济走出库存衰退的弹性

回顾 2020 年上半年，因为疫情，宏观资产负债表出现了“深蹲”。对于经济而言，疫情冲击短期表现的是债务和现金流的断裂风险，长期来看是经济结构的进入到重构过程。但是疫情相对于市场，仅仅是对于市场结构的再次确认，一方面延缓了债券市场牛尾的长度，创造了黄金长期牛市启动前的弹性；另一方面再次冲击了大宗商品市场，创造了尾端双底的“坚实”结构。宏观资产负债表在库存周期尾端的加速调整，上半年再次创造了一个值得修复的低点，总量的衰退也加速着经济结构的转变。

展望 2020 年下半年，疫情已经完成了它的使命，经济将在复苏准备中出现改善。2008 年的次贷泡沫通过雷曼破产为标志结束了市场的调整，政策给出了零利率和量化宽松，从而开启了经济的修复之路，杠杆从美国向中国转移，从美国居民部门向企业部门转移。2020 年的企业债泡沫在新冠疫情冲击中，通过美联储的“无限量”宽松延续着泡沫的生命，政策意志给出了市场“W”型的修复结构，因而我们认为下半年大概率看不到金融危机的触发，经济将在疫情反复和企业信用风险缓慢释放过程中迎来“新常态”的修复之路。

#### 宏观策略：疫情后半场增加对于风险资产的弹性配置

战术上，我们维持对于年报《[夕阳无限好](#)》中库存周期修复形成的风险资产交易性机会的关注。疫情对于总量经济的见底提供了更好的窗口，伴随着各国开始重启经济，尽管有反复，尽管有经济停摆产生了衍生效应，但短期交易视角下的经济改善仍将强于政治属性，美国在选票政治下的经济重启，欧洲在德国突破通胀恐惧下的财政扩张，中国在实现小康社会目标下的经济修复，都将推动共同创造库存周期的回升窗口，疫情后半场的风险事件预计将持续提供新兴市场资产、商品类资产的入场机会。而库存周期的修复预计将阶段性缓和强美元带来的货币冲击，美元和黄金预计将共同走弱。

战略上，“备战备荒”依然是后周期的核心配置主题。尽管下半年某个时间点开始的库存周期修复将阶段性弱化黄金的绝对价格，但是全球化切割主题下的黄金从战略意义上仍是配置的战略资产。人民币资产的选择上，上半年政治局明确提出构建中国经济内循环体系，我们在区域板块“长三角”中增加对于“西部大开发”相关资产的配置。而全球生产率回落过程中，本轮库存周期仅是阶段性的，更大概率表现为政策“时间换空间”下的增长中枢下行中的波动，预计将为战略资产配置提供更好的入场点。

风险点：宏观监管政策过度收紧，驱动信用风险释放失控

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[中国货币发行机制分析与展望](#)

2020-05-18

[美国新增病例拐点后的风险探讨](#)

2020-04-19

[货币战疫（三）——特别国债手册](#)

2020-04-09

[货币战疫（一）——COVID-19 冲击下的货币政策](#)

2020-03-24

[资产价格的崩溃——兼谈美联储政策工具箱和影响](#)

2020-03-19

[出口冲击对国内流动性影响的推演](#)

2020-03-17

[疫情对美股不同行业回购的影响](#)

2020-03-10

[美国信用周期下行的风险加大——以 COVID-19 对 CLO 的影响为例](#)

2020-03-08

## 2020 年上半年的回顾

种族、民族以及其他阶层的融合标志着显著的社会不平等，这是民主社会的至关重要的理想。

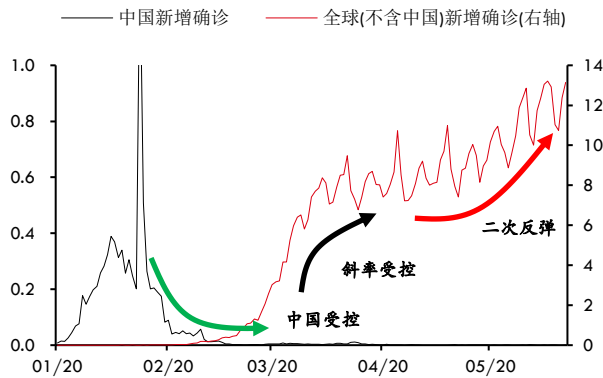
——伊丽莎白·安德森

### · 疫情：仍没有结束

2020 年上半年对于市场定价起到关键作用的，无疑是“新冠”疫情。她使得本已脆弱的经济系统受到“最后一根稻草”的压力（美债期限利差已经倒挂）。如果现在去检视疫情前的经济周期，我们在年报中就已经表明 2020 年的宏观周期将进入到转变阶段——全球库存周期将朝着复苏的路径展望，对处在产业链分工下游的美国而言，随着信用增量的“结束”进入主动去库存阶段，而处在产业链分工中游的中国进入到主动去库存的后期，全球经济经历了末端的阵痛之后，在相对宽松的货币条件驱动下开始准备着新一轮的周期复苏。不知是否是巧合，受到“新冠”疫情的影响，加速了末端的“出清”，改变了运行的节奏。

疫情和疫情的防控经历了从中国向欧美最后到南美洲的传递路径。2020 年上半年新冠疫情从中国武汉首先爆发（1 月），在 1 月 23 日武汉采取了封城的措施，为避免病毒的进一步传播中国采取春节后延缓复工的措施，截止 2 月下旬国内疫情得到控制；但是海外疫情开始扩散和爆发，从亚洲的韩国、欧洲的意大利到美洲的美国，3 月疫情开始在全球大面积快速扩散。自 3 月 19 日加州宣布“封城”之后美国进入到抗疫阶段，截止 4 月 17 日疫情增长斜率得到控制，开始经济重启计划。以 5 月底纽交所交易大厅的重新开放为标志，美国进入了新冠疫情（日度新增保持在 2-3 万人）和经济恢复同步共存的阶段。但是 6 月对于南美的巴西、南亚的印度以及非洲地区的新冠疫情仍处在加速阶段。从整个影响产业结构路径来看，上半年新冠疫情对于全球产业的影响从中游制造业国家（中国、韩国、意大利等）向下游消费国（美国、欧洲、日本等），最后停留在上游原材料国家（巴西、印度、非洲等）仍处在高影响区域，市场对于供需的预期也将从需求不足转向到原材料供应不足的转变。

图 1: 全球疫情取决于控制得最差的国家



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 经济重启面临骚乱和疫情反弹的风险



数据来源: Wind 华泰期货研究院

· 政策: 流动性缓和

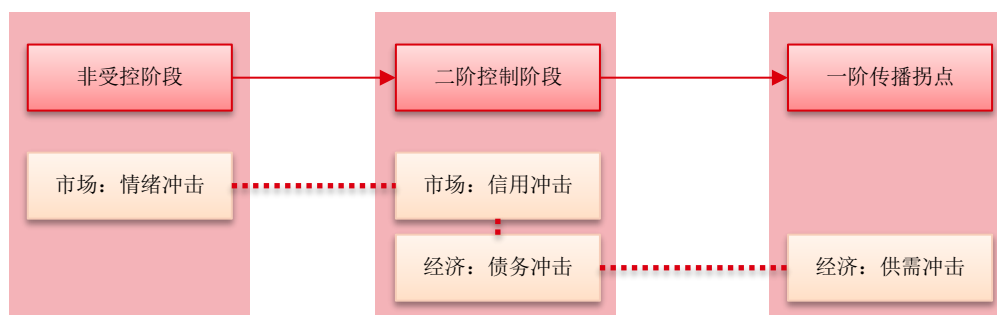
2020 年上半年的市场风险主要表现为 3 月的流动性冲击, 在信用周期的顶部, 风险由于实体经济停滞加速了金融市场抛售。疫情的传播减少了实体消费, 尤其在未采取防控手段的阶段市场增加了对未来经济陷入衰退的担忧。而在抗击疫情的阶段, 由于传染病需要限制“人与人之间的解除”, 市场的担忧从无法定价的流动性停滞到实体停摆形成的现金流真实断裂。市场在信用回落恐慌中推动资产价格下行, 资产端的价值重估将驱动负债端做出相应调整<sup>1</sup>。

货币抗疫的核心在于, 通过切断市场间流动性传染的过程而降低市场压力。传染病的防控核心在于控制接触, 在疫苗或特效药面世之前, 保持一定的社交距离成为应对新冠疫情的主要方式。而市场流动性风险的防控在于通过提供充足的流动性, 阻断风险的市场间扩散。

对于疫情, 在不同传播阶段对市场的冲击是不同的。大致可分成三个阶段: 1) 非受控阶段。市场对预期现金流的断裂将抬升信用风险溢价, 以及降低久期持有, 高杠杆资产面临解杠杆的风险。2) 二阶“控制”阶段。强力战疫措施将对于经济生产和消费活动形成冲击, 由于现金流断裂而形成的“违约”风险将继续加大对于资产端的抛售, 形成对市场的资产价格冲击过程, 但是对于疫情未来得到控制的判断使得久期风险开始回落。3) 一阶“传播”拐点。随着疫情的逐渐受控, 停滞的经济逐渐进入到分步“重启”过程。经济逐步进入到修复阶段(信贷复苏)——需求的回暖, 但供给端受资产抛售影响带来供给受限的压力, 价格将伴随着预期的改善更快上行。

<sup>1</sup> 美国私人部门杠杆率处在高位, 负债端因为资产端的冲击而面临收缩压力。数据显示, 美国居民部门信用和企业部门信用在 2008 年受危机冲击以来都呈现出持续而缓慢的扩张过程。截止 2019 年, 居民部门的信贷增速保持在 3.3%, 其中住房贷款增速 2.7%。消费贷款增速 5.1%; 非金融企业部门信贷增速达到 5.7%, 且在 2012 年以来增速持续快于居民部门的信贷扩张速度。

图 3: 疫情扩散情况和风险



数据来源: 华泰期货研究院

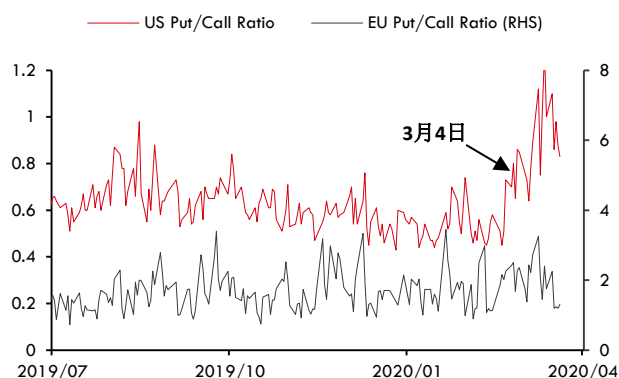
1) 在疫情的**非受控阶段**, **情绪主导了市场**。市场对预期现金流的断裂将抬升信用风险溢价, 以及对于“大流行”形成的经济冲击增强了群体性恐慌情绪, 对于资产配置倾向于降低久期持有, 高杠杆资产面临解杠杆的风险。这一过程中市场受恐慌情绪主导, 叠加当前微观金融主体受到巴塞尔协议和多德弗兰克法案的金融稳定监管限制对于风险头寸的持有, 主要表现为流动性缺失背景下的资产价格冲击。

在非受控阶段, 市场的流动性冲击主要表现为市场主体不愿意承担预期的信用风险和不可预期的久期风险。由于疫情的持续扩散开始加强, 以及政策上未有效开启战疫动员, 对于市场主体而言形成进一步悲观的宏观经济前景——市场开始类比 2008 年再现以及甚至 1929 年轮回, 极度风险厌恶下微观中介不愿意承担久期风险, 促使收益率曲线倒挂; 即使美联储降息至 0 利率, 增加回购市场流动性供给, 市场风险偏好也难以改善, 表现为流动性停滞。

美联储在这一阶段并没有更有效的工具来应对, 在 3 月 15 日美国宣布进入紧急战时状态之前, 美联储通过紧急降息 (3 月 3 日) 的方式提供的流动性对于市场没有起到降低风险的作用, 相反向市场释放了“风险降至”的警示<sup>2</sup>, 增加了资产价格进一步螺旋式下跌。

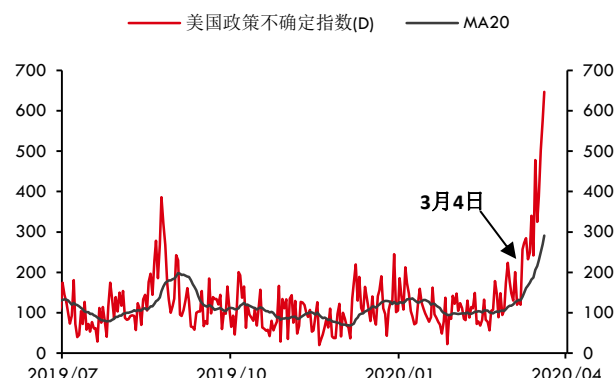
<sup>2</sup> 见 3 月 4 日报告《市场将进入到自证的调整》。

图 4: 3 月 4 日 Call/Put Ratio 开始显著上升



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 3 月 4 日市场对政策不稳定预期增强



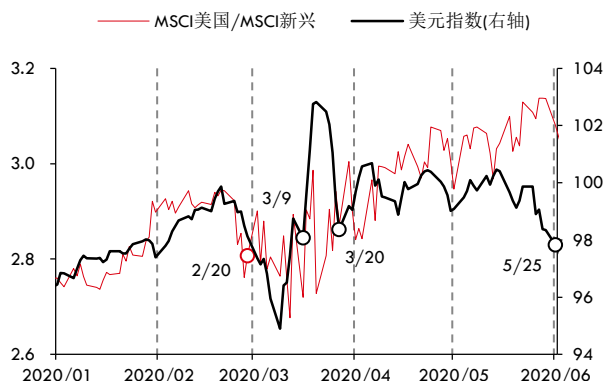
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

2) 在二阶“控制”阶段，强力战疫措施将对于经济生产和消费活动的实质性冲击开始形成。美国在 3 月 15 日宣布进入紧急状态，意味着打响了战役的第一枪，市场的情绪将产生结构性的变化——一方面由于现金流断裂而形成的“违约”风险将继续加大对于资产端的抛售（信用风险溢价表现为继续上升），继续形成对市场的资产价格冲击过程，这一过程将直到市场对于现金流冲击和政策对冲之间实现平衡才结束；另一方面，一个积极的改变是市场的久期风险开始回落，对于战役后的经济修复预期定价增强。

在二阶“控制”阶段，市场久期风险回落，但信用风险仍未定价。市场主要表现为特殊微观结构下的信用风险释放，导致货币宽松可以缓和流动性压力，但是信用市场压力仍难以有效扭转。美联储通过 CPFF、PDCF、MMLF 等工具直接进入各个融资市场增加流动性供给，但是代价是需要变相承担信用风险；而从政策选项上，货币政策的起效点在于对流动性风险的改善上，因而在信用风险的缓释需要财政工具为实体进行“增信”。

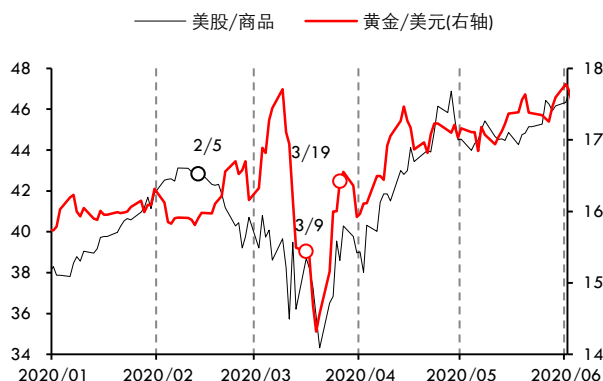
3) 五月以来的市场交易进入到“二阶控制拐点”到“一阶传播拐点”的转换阶段。从病毒传播的状况来看，便是疫情的快速增长阶段和经济由于防控受到冲击的阶段；从市场的情况来看，便是从久期风险释放转向信用风险释放的阶段。在这个阶段，情绪将在波动中逐渐企稳，因而，对于市场的流动性状况而言，仍将是波动性改善的过程——是市场微观结构流动性紧张和美联储等央行机构流动性供给扩大共同作用的阶段。风险资产定价虽然仍在左侧区间，但是伴随着美联储流动性支持下的经济重启，市场的乐观预期对于后疫情阶段的风险（美国仅仅是控制住了疫情扩散的斜率，并没有真正到达一阶拐点后的趋势性缓解）采取选择性忽略的处理，继续推动着市场向上反弹。

图 6: 疫情期间股指和美元的互动



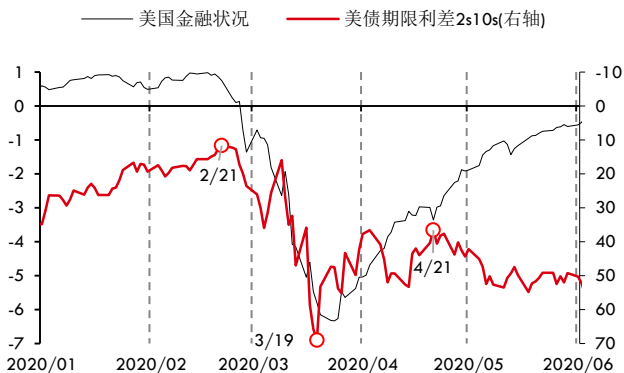
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 7: 疫情期间美股、商品和黄金的互动



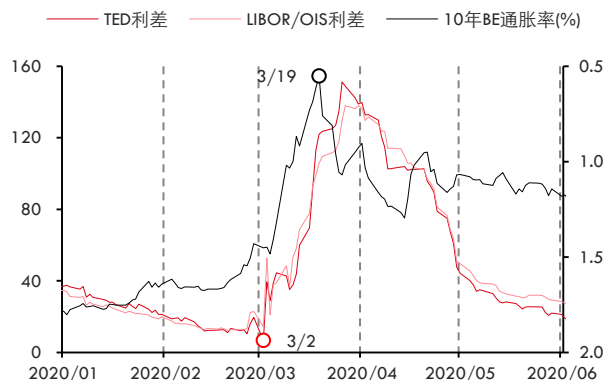
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: 疫情期间美债期限结构和金融状况



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: 疫情期间市场流动性和通胀预期



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

· 周期: 定价的分化

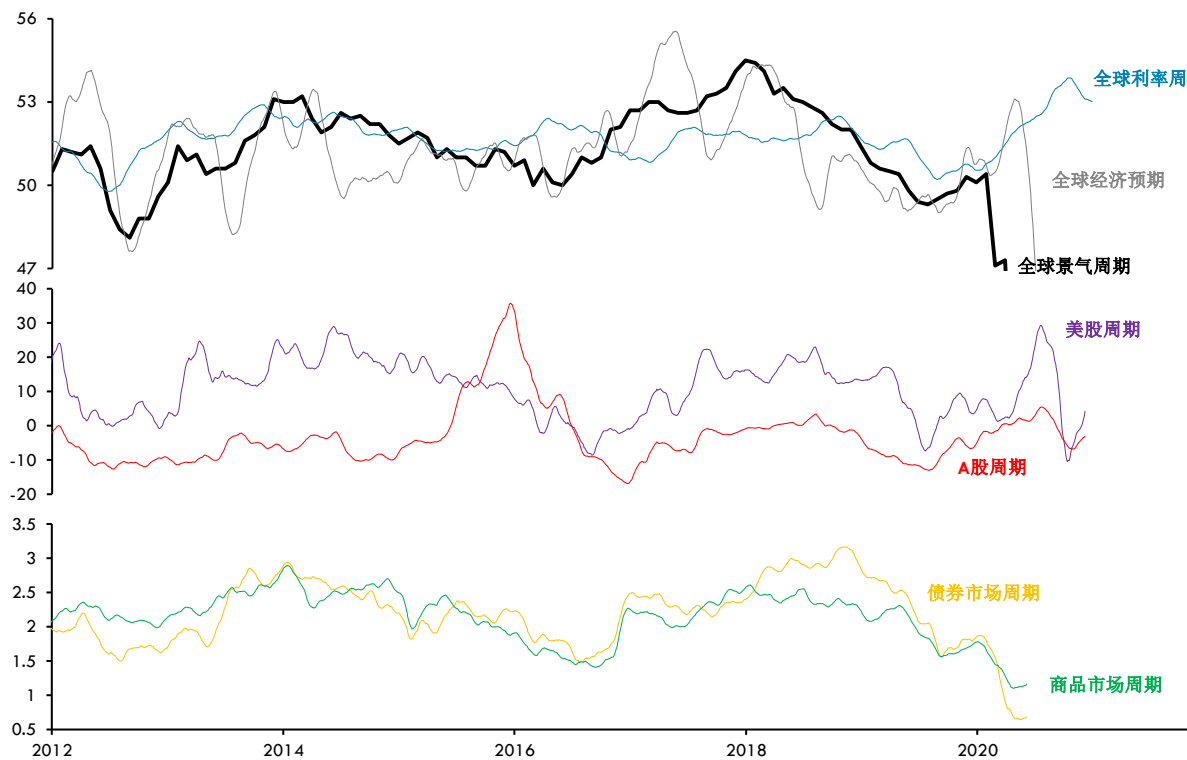
随着市场定价进入到一阶拐点, 乐观情绪驱动之下市场的风险开始缓和, 甚至过度乐观。

- 1) 股票市场上, 美股波动率相比较 3 月份大幅回落, 但是依然在 20 以上;
- 2) 商品市场上, 原油在经历了“负油价”的冲击后, 油价持续反弹, 市场波动率相对于 4 月份也有了显著的回落;
- 3) 债券市场上, 在美联储的增信带动下, 信用债基本上修复了 3 月以来的调整空间。

因而在市场的周期定价上, 我们也注意到了市场间的分歧, 这种分歧未来料将收敛。1) 真实经济周期的角度来看, 全球景气周期结束了 2019 年四季度开始的反弹过程, 再次回落至疫情的低点, 但是 5 月制造业 PMI 指数相比较 3 月份的下行势头短期开始企稳。2) 预期的经济周期依然处在相对悲观的区间, 虽然美国、欧洲、日本等地区开始重启经济, 但是受疫情冲击影响, 实际的经济修复状态仍较为缓慢, 仍在冲击着市场预期的底线。3) 尽管如此,

权益市场对于经济周期的定价再次回到了2020年年初的乐观，流动性驱动之下指数层面定价经济的“V”型复苏。4) 债券市场和商品市场对于周期的定价也回到了相比较2016年更低的低点，6月开始有所企稳。

图 10: 主要市场对于经济周期的定价



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

## 2020 年周期复苏之轮

在第二轮流感爆发期间，许多地方政府都无力支撑大局，于是那些真正执掌社会的人们——从费城的贵族到凤凰城的市民议会——取而代之。

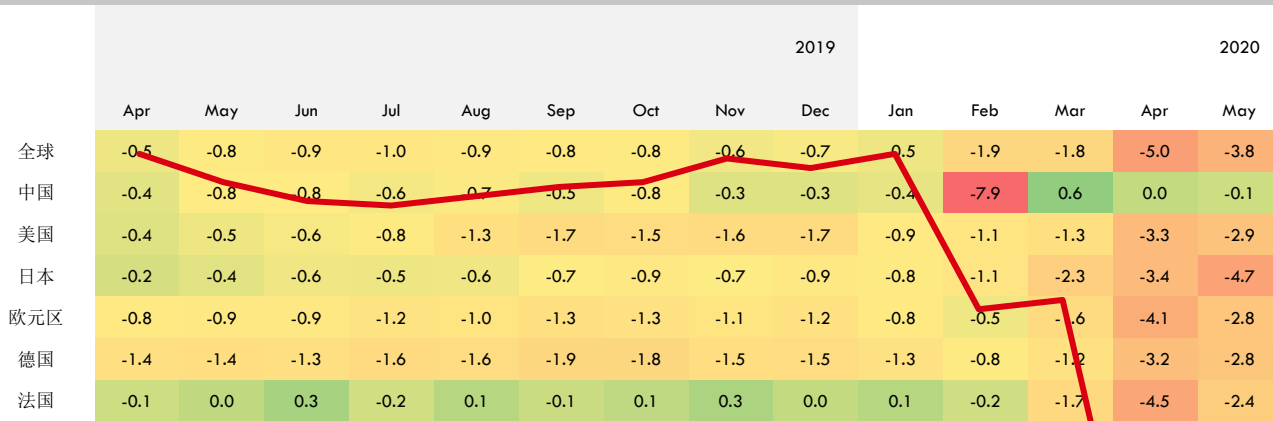
但总的说来，他们行使权力是为了保护整个社会而不是将其瓜分，是为了广泛分配资源而不是牟取私利。

——约翰·M·巴里《大流感》

### · 疫情定价结束，修复定价开启

虽然当前疫情仍在延续，但是我们认为市场对于疫情的定价边际上将继续弱化，阶段性的反复并不改变未来经济重启下周期回升的现实——尽管重启依然面临着各种各样的挑战。

图 11： 全球经济景气在 5 月触底



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\\_4520](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4520)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn