

乐观未至，风格转换

——二季度宏观五问

宏观五问：

1、一季度宏观交易的是什么？

新冠疫情冲击下的衰退逻辑，通胀预期持续的走低。

2、二季度宏观交易的关注点在哪？

新冠疫情对于经济的冲击是确定性的，超预期的变量在于财政扩张的程度。中国通过新老基建扩张逆周期对冲，实现目标；美国通过多轮包括基建的财政刺激，缓解消费端的压力；欧洲财政的联盟出现达成的迹象，欧元构筑长期底部。

3、如何看二季度的宏观周期？

新冠疫情冲击将继续加速实体经济去库存，4月开始公布的全球经济数据都将不好看。

4、如何看二季度的信用周期？

新冠疫情冲击对于债务现金流的需求将在二季度集中体现，关注银行负债压力上升。

5、二季度宏观交易的风险点在哪？

未预期的部分将带来二季度宏观交易中的扰动。1) 疫情的反复。从新冠病毒假阴性、变异性、潜伏性等特性看，需要做好疫情长期存在的常态化假设，也即经济活动会受到新冠病毒的不断冲击直到人们开始习惯。2) 流动性风险。尽管美联储通过 ALL IN 对市场流动性提供弹药，但是离岸美元流动性风险仍存在。3) 供给的风险。4月进入到全球疫情高潮阶段，供应链面临更大挑战，供给端冲击风险将加剧。4) 需求的风险。评级对于欧洲的下调已经开始，欧洲脆弱的债务仍将形成扰动，欧元的筑底是波动的过程。

宏观策略：

左侧的乐观反弹将开启。二季度伴随着全球疫情进入到高潮阶段，实体经济的真实冲击也将来临，我们乐观假设美股前期的快速调整已经反馈了这种影响，则宏观交易部分将进入到左侧的布局中，尤其是对于人民币资产交易而言，伴随着实体的冲击逐渐显现，财政扩张的确定性将开启市场风格再次转换——新老基建和通胀主题。

风险点：欧元风险超预期，通胀超预期

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

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：

[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

[国内通胀预期探讨](#)

2020-02-23

[新冠肺炎或将解决“融资贵”难题](#)

[——宏观利率的影响再考察](#)

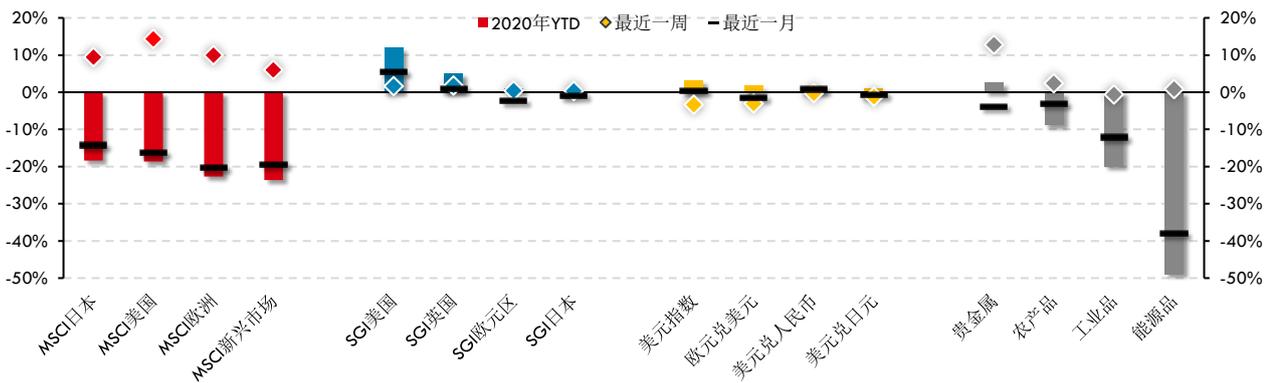
2020-02-11

一季度宏观交易的是什么

全球一季度的交易围绕着“衰退”进行。新冠疫情加大了对全球总需求的悲观预期，而抗击疫情的努力加剧了实体经济活动的停滞过程——真实经济数据创下了历史新低，中国 1-2 月从消费到投资均录得 20% 左右的同比降幅，而美国 3 月开始的失业金申领也创造了历史最高申领记录的 5 倍以上增幅。

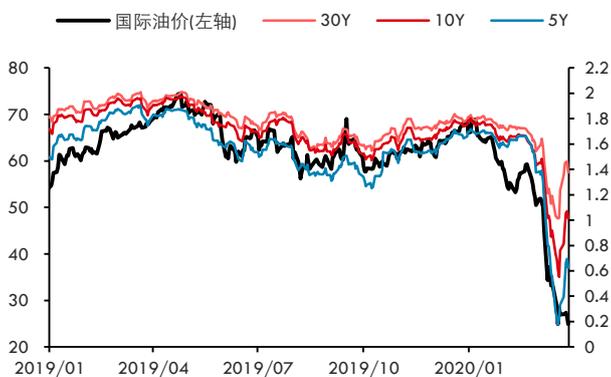
大类资产表现的是“衰退”和“通缩”的螺旋。经济的衰退表现已经无疑，且从市场表现来看，伴随着的衰退预期同时而来的是“通缩预期”，这要得益于沙特、俄罗斯和美国对于原油市场的竞争再次创造出历史低位的油价，将“避险品”黄金在对于疫情的恐慌定价之后，进入到大幅的震荡区间。

图 1：全球大类资产走势——衰退再临



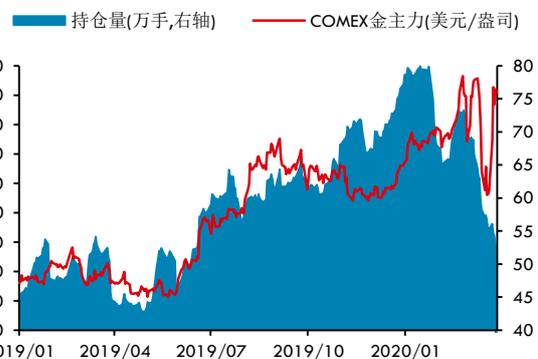
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 2：市场通胀预期持续走弱



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：通缩逻辑下黄金不再“避险”



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

二季度宏观交易的关注点

新冠疫情对于经济的冲击是确定性的，超预期的变量在于财政扩张的程度。中国通过新老基建扩张逆周期对冲，实现目标；美国通过多轮包括基建的财政刺激，缓解放消费端的压力；欧洲财政的联盟出现达成的迹象，欧元构筑长期底部。

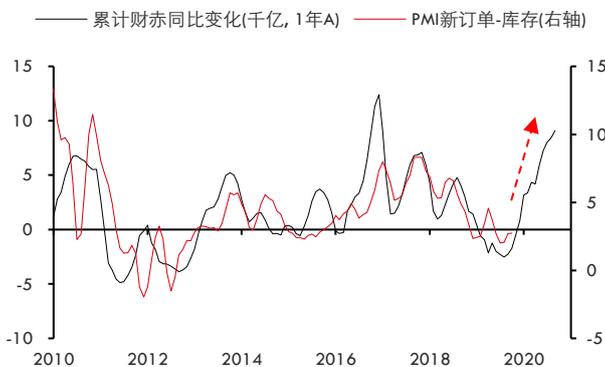
当前境外疫情呈现加速扩散阶段，经济贸易严重冲击，全球总需求受到较大冲击；我国疫情防控的输入压力加大，经济层面产业链恢复受新的挑战——因而在防控新常态下，私人部门面临较大的压力，需要主权部门更加主动承担，防疫常态化下发行特别国债有必要性。

· 中国：财政扩张，货币稳健

政治局会议已经释放了“达成目标”的信号。“确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务”意味着从总量上经济三驾马车需要进一步发力。一季度国内经济活动受到疫情影响而大幅回落，年内剩下时间需要更多经济发力才能实现目标任务，经济的发动机开始启动。

主权部门的扩张方向：新老基建带动下的消费升级。全球总需求继续回落，出口项的压力是必然的，意味着“加快释放国内市场需求”是发力的重心。需求结构上，在当前居民杠杆率较高的情况下“扩大居民消费”，我们认为能够拉动边际消费的领域在于汽车，更重要的在于“增加公共消费”，通过增加公共投资扩大公共消费，释放国内市场需求。通过发行特别国债、增加地方专项债，投向大规模的基础设施建设（新基建）和新兴产业投资，配合转型的消费升级，最终实现在“产业链恢复面临挑战”情况主动构造新的领域。

图 4： 中国财政变化情况



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5： 实体经济的应收开始上升



数据来源：Wind 华泰期货研究院

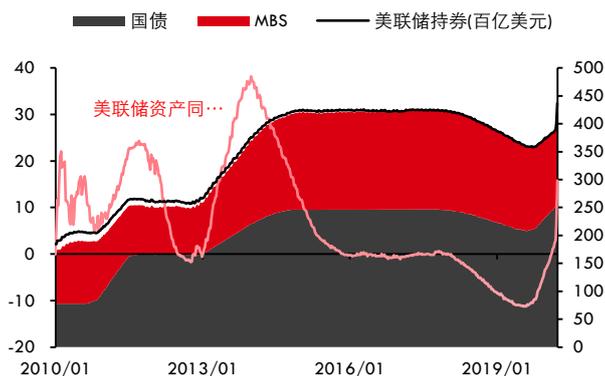
· 美国：货币完成，等待财政

美联储的无限 QE 和信贷支持，意味着流动性风险边际缓解。美联储增加无限宽松的选项，意味着市场流动性风险将被吸收。美联储在 2 月底市场波动后开启了流动性的投放，当前进入到了宽松的最大量，意味着市场的流动性风险将随着政策工具的扩大使用范围而逐渐被吸收，美联储已经成为市场的“唯一贷款人”。

而美联储增加私人部门信贷工具，意味着市场的信用风险将被吸收。从一级交易商信贷工具、商业票据信贷工具，到货币市场基金信贷工具、一二级市场公司信贷工具、资产支持贷款设施，我们认为市场的信用风险将逐渐向美联储转移。美联储通过成为市场的“唯一买家”，从而改善市场的风险偏好。

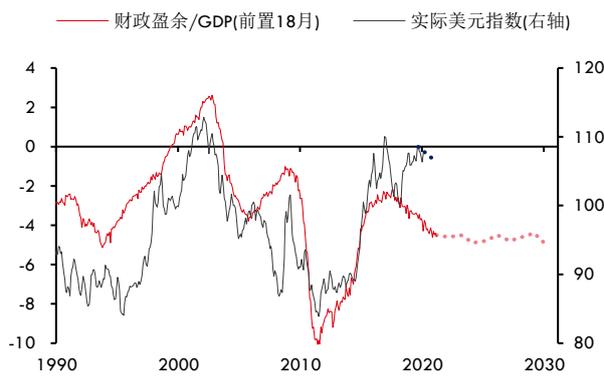
市场等待的是美国财政扩张的过程。美联储的买入信贷资产产生两个问题，短期来看，市场信用风险的降低将缓和资产市场的抛售压力；长期来看，美联储资产负债表的信用将快速恶化，从而增加市场对于美元的信用担忧，伴随着后疫情拐点到来，长期美元的走弱风险正在增加。美元信用风险的转移预计能改善私人部门的资产负债表结构，但是对于全球总需求弱化预期下的扩张空间仍将带来压力。市场在美联储履行了最后贷款人、最后买家的职能，未来的扩张仍需要最后的支出者，预计收益率曲线长端的扩张仍将依赖于财政刺激的落地，将成为市场的焦点。

图 6： 美联储资产负债表扩张



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7： 美国财政赤字继续增加



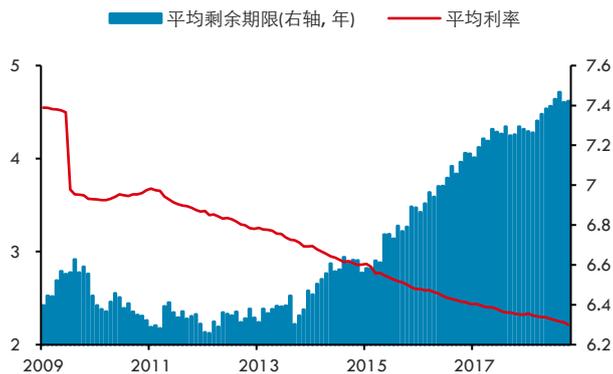
数据来源：Wind 华泰期货研究院

· 欧洲：关注财政联盟的达成

欧洲货币政策的终局，财政政策的起点。3月欧洲央行宣布启动7500亿欧元的临时资产购买计划，以应对新冠肺炎疫情给货币政策传输机制以及欧元区经济预期造成的重大风险。但是在3月欧央行已经释放了货币政策“有限”的预期——欧洲央行管委霍尔茨曼表示，货币政策已经触及极限，让欧洲央行来满足市场预期是不可能的，欧洲央行的共识是需要财政措施来应对危机。

危也是机，欧洲财政联盟的可能性在上升。德国总理默克尔26日在出席G20领导人应对新冠肺炎特别峰会和欧洲理事会视频会议后于当晚表示，欧盟各成员国领导人决心共同应对新冠肺炎疫情的挑战。她表示，欧盟国家将在两周内制定出共同的财政政策措施，以纾困疫情对经济的冲击。而当前市场对于全欧债的讨论热度也在逐渐上升。

图 8： 欧洲政府债务久期拉长



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9： 关注分化利差的未来走势



数据来源：Wind 华泰期货研究院

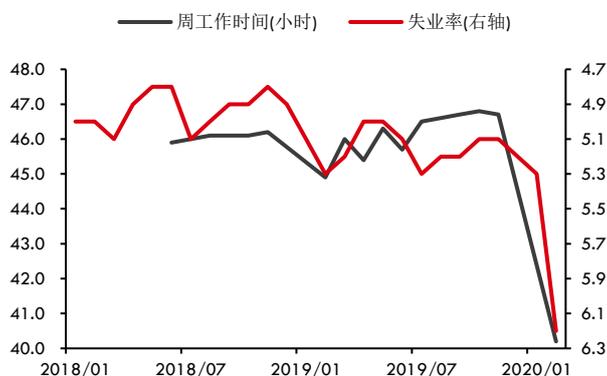
如何看第二季度的宏观周期

新冠疫情冲击将继续加速实体经济去库存，4月开始公布的全球经济数据都将不好看。

宏观周期受外部冲击再次进入到“去”的阶段。2017年下半年以来中国的经济周期经历了盈利周期见顶之下的经济回落、金融去杠杆之下的信用回落和中美贸易冲突之下的出口回落叠加。行至今日，我们注意到，受到疫情这一外部因素的冲击，实体企业的盈利状态回到了周期更深的“起点”，冲击之下库存周期将继续回落。从宏观政策而言，货币政策经历了一季度的定向降准和降息，财政扩张对于实体停滞的悲观预期将带来托底作用。

全球经济受到冲击之下，缺乏资产扩张预期。私人部门信用的扩张仍将很大程度上受制于融资成本的制约，即信用扩张的牵制条件是信用扩张的成本能够足够低。从这一角度而言，我们认为国内贷款利率将进入到继续回落的通道，在财政稳增长的情况下，改善私人部门的稳就业预期。

图 10: 国内失业率情况



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 国内盈利周期的冲击



数据来源: Wind 华泰期货研究院

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_6180

