

宏观事件简评：外围风险的三重警示信号

外围市场，已经进入癫狂模式。没有做过美股的人，基本不足以谈人生。经过昨天暴跌之后，3 月 17 日，美盘股指期货开盘大涨，盘中道指期货和标普期货甚至一度触发向上熔断，但到本文发布时又开始跳水。如今这样的市场，一会是向下熔断，一会是向上熔断，比心电图还刺激。这种情况之下，如果在美国没有对冲仓位，可想而知压力会有多大。

内地市场，3 月 17 日三大股指宽幅震荡，沪指深指小幅收跌，创业板指数勉强收红，留下一根长下影线。北向资金净流出 71 亿元。而中国香港市场，整日维持小幅震荡，仍然处于下跌中继态势中。行业层面，发改委例行发布会，明确将加快推进基建、公共卫生服务、应急物资保障投入；加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。这一信号，再度利好科技领域和新基建。

目前，科技公司普遍仍处于估值回调之中，因而中信策略会受到广泛关注。仔细看了他们的策略观点，浓缩成几条：

- 1、海外疫情三四周后可能出现拐点；
- 2、二季度内地市场可能向好；
- 3、中国经济目前更依赖内需驱动，上市公司海外收入少；
- 4、重组新规、再融资新规政策红利；
- 5、中国是唯一疫情控制妥当、主要依赖内需、主权信用稳健的国家，具备避风港属性；
- 6、海外风险资产集中抛售后，再配置过程将加大 A 股权重；
- 7、未来主线是新旧基建加科技龙头。

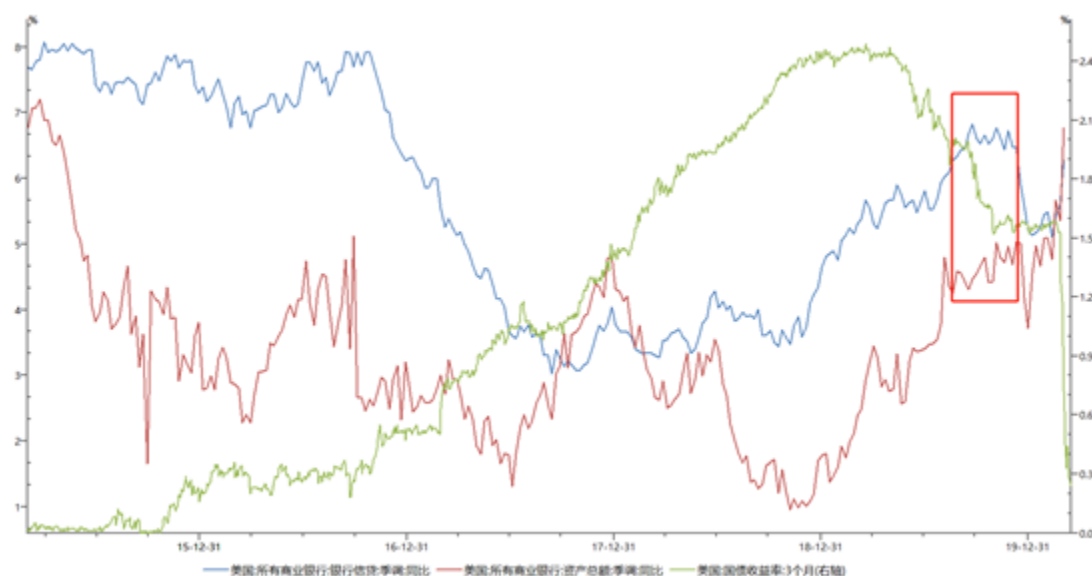
结合我们自己近期的观察，浓缩成一句话：海外仍有不小风险，内地成为避风港，中国香港波动大增。市场情况就说到这里，我们重点复盘思考一下美国市场的情况。虽然如今内地行情相对独立，并且我们的美国仓位有对冲，但并不意味着对美国市场的研究就可以因此而松懈。因为，这是近十年来难得一见的重大风险事件，我们必须把视野放得更宽一些，增加对宏观风险的思考，预判未来可能出现的更多风险事件。

对于美股投资者来说，有两个大问题一直亟需解决：

- 1) 维持了十年的大牛市，能走到哪里？
- 2) 美国的宏观基本盘，到底怎么样？

因此，宏观观测和跟踪体系，是我们步入美股市场的基础。虽然面对这次惨烈的调整，我们打开了对冲，受影响相对较小，但面向未来时，我们仍然应该战战兢兢，多提一些问题。此处，我们将在此复盘一下，如何发现宏观警示信号，并为未来的其他风险的应对做一些准备。

在宏观研究和观察体系中，我们最核心的观测点是：信贷。信贷，也是这轮下跌之前，第一个给予预警信号的指标。之前，优塾团队长期跟踪美国的银行业数据，尤其是关注信贷总量和银行业的总资产规模。2019 年 12 月末，我们从周频的指标中发现，美国银行业总资产增速，开始逐渐高于信贷投放的速度。这是一个比较重要的信号，意味着：银行体系内有钱，但并没有转化为信贷。在常规情况下，这可能是银行的放贷要求提升，也可能是信贷需求不足导致。但需要注意，当时的背景是，刚刚发生完降息。



图：美国银行业宏观数据 来源：Wind

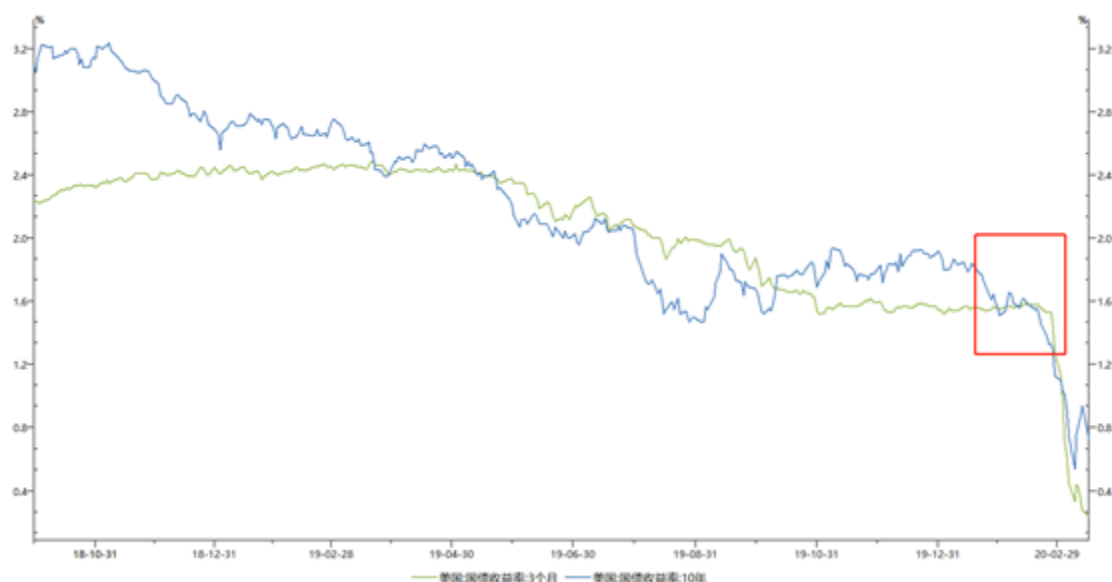
正是从信贷数据的变动开始，从今年年初，我们对于美国市场流动性的判断，从美联储扩表导致的乐观展望，逐渐转向中性偏负，此时，我们开始将宏观跟踪范围扩大。不过，流动性的正常调整，仅仅是信号质疑，还不能形成更大概率的警示判断。在此之外，我们还需要观测情绪与基本面的情况。情绪上的观测指标，我们采用国债绝对利差来观测，这也是市场常用的观测指标之一。

需要注意的是，在大多数时候，利差这个指标都不是先行指标，只是一个同步指标，基本上在极端情况下的意义更大——比如长期和短期倒挂时，意味着市场情绪可能出现了比较大的问题。

关于倒挂的讨论，在 2019 年 8 月时非常流行，当时的“倒挂——衰退论”就像狼来了一样，在市场上四处传播。我们当时做了大量研究，之后得出的结论是：短期的倒挂只能反映情绪的波动，如果要判断更重大的问题，还需要其他信号。同时，我们能看到倒挂，美

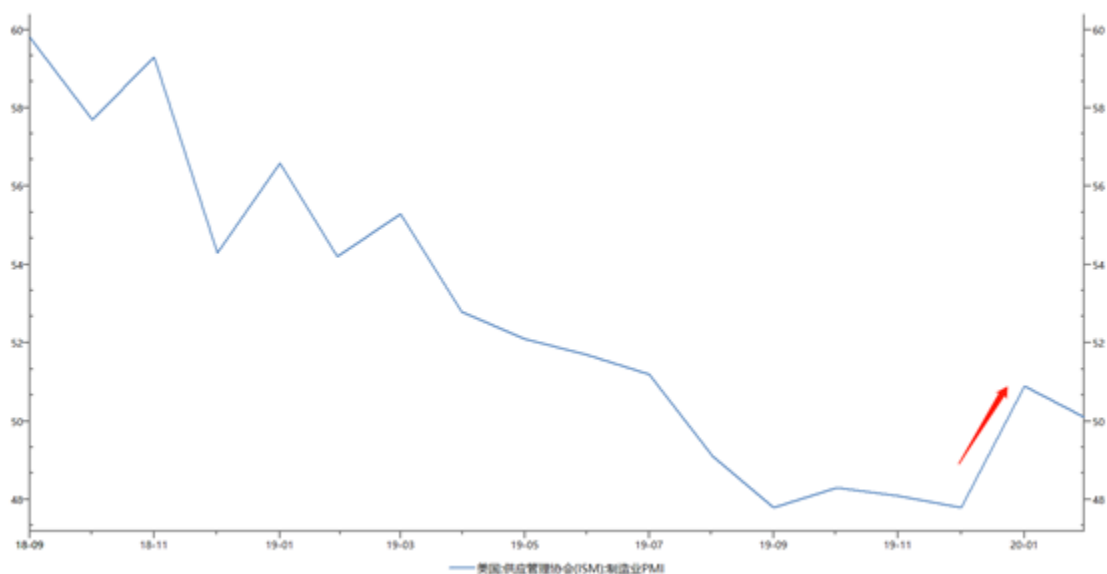
联储也能。所以，当时的倒挂发生后，很快联储再度扩表，市场转身向上，“倒挂论”之后无人提起。

直到 2020 年 1 月 30 日，中国农历新年的假期中，它再度发生倒挂后，市场几乎平静如水。就像是多次“狼来了”之后，人们已经不相信有狼了。当时我们搜索了较多的新闻，希望能看到一些关于再次倒挂的权威解读，但没有找到什么像样的信息，此时，我们对于美股权益市场的风险判断，正式形成，也在内部发出了首次宏观预警。



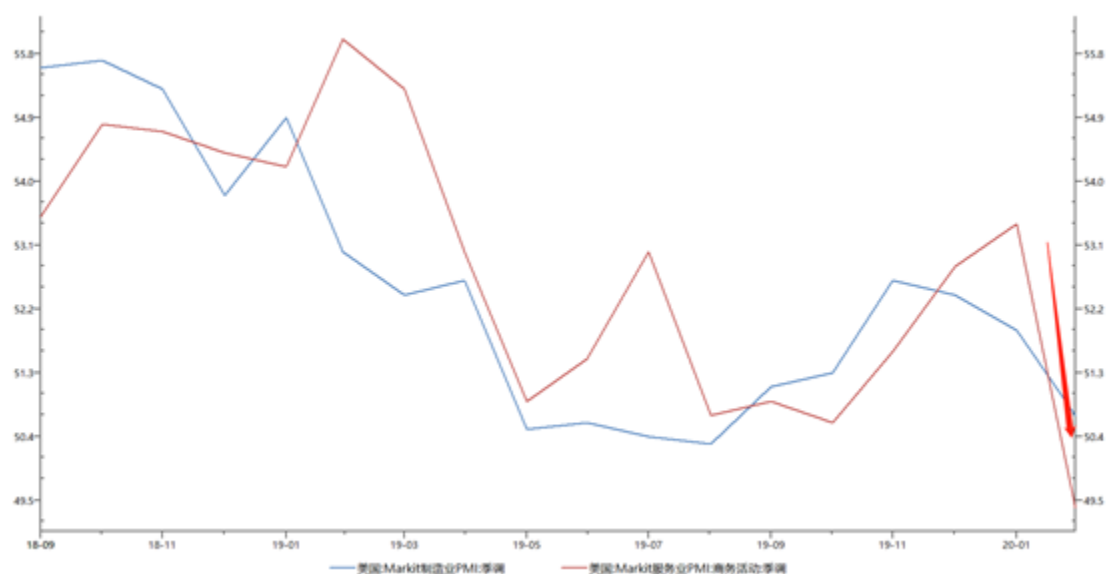
图：绝对利差 来源：Wind

不过，当时的这个预警，只是“中性偏负面”。因为，此时宏观层面仍有一股逻辑支撑——基本面。从 2020 年 1 月的制造业 PMI (ISM) 口径来看，2019 年 1 月发生了一次强上行，从 47.8 跳至 50.9，这意味着此时的经济增长较好，且有复苏的态势。



图：美国制造业 PMI (ISM) 来源：Wind

但这最后一道基本面逻辑，在 2 月 22 日（周六）晚间，被打破，另一家市场调查机构 IHS MARKIT 发布了 2 月份调查口径的 PMI，从经验来看，ISM 口径在大多数时候更官方，而 MARKIT 口径在大部分时候可以作为前瞻趋势给予参考，具体的指标编制方法此处不赘述，可查询一下两者的细微区别。



图：美国 PMI (IHS MARKIT) 来源：Wind

2020 年 2 月 23 日，至此，三重逻辑都被攻破。此时，我们对市场因子已经无法再抱有侥幸心理。2020 年 2 月 24 日，市场逐步开启暴跌模式，此时，各种黑天鹅都开始同步发生。此时我们选择逐步开启对冲，虽然稍晚一步，没有把风险完全锁死，但也算是一次正确决定。这就像是，当你得知第二天天气预报有雷暴时，未必一定会躲在家里，但出门时一定会备一把伞一样。事后反思，当时其实我们内部也存有一种乐观情绪，就像是连续几百天大晴天之后，你会情不自禁认为不会下雨，雨伞也会被你抛在一边。而往往这种时刻，一旦下雨，会比往常更加猛烈。

站在当下展望未来，我们未来的宏观研究面临两大矛盾，需要做后续推论：**首先，本次暴跌，带来的负向螺旋循环推演。**

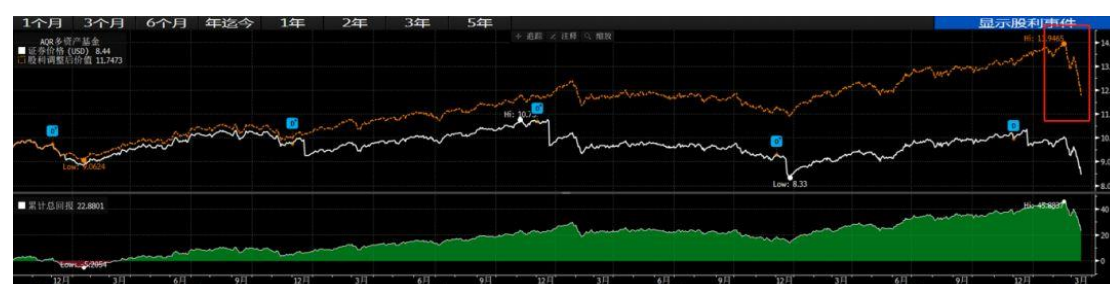
本次剧烈调整，与此前 2008 年金融危机的不同之处在于，2007 年起，美国市场的引爆点在卖方机构，衍生品冲击导致市场流动性骤停，代表极端事件的是雷曼破产。当时，联储提供了一系列创新货币政策，比如 QE、再贴现（包括 TSLF、TAF、PDCF 等），这些政策止住了负向螺旋，当然，也付出了很多代价。而本次暴跌和当时不同，引爆点并不在卖方机构，而在买方机构，这些政策并不能将流动性导向买方机构。

我们来推演一下这个负循环的过程：1、油价击穿页岩油成本线（40-50 美元）后，高收益债市场，因页岩油企业债券（约占 30%）受到暴击。



图：ISHARE 高收益债 ETF 走势 来源：Wind

2、债市动荡后，过度押注于利率风险的风险平价基金（往往带有杠杆配置高收益债，基金总规模在 1 万亿美元以上）遭遇重大回撤，一方面需要去除杠杆，另一方面，也要同步抛售股票，这一过程中，股票波动率加剧，再度强化抛售逻辑。



图：AQR 多资产风险平价基金 来源：Bloomberg

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_6408

