

宏观周期、黄金及其他

——2020 年宏观经济展望（序）

宏观定位

对于大类资产的交易，找准当前交易时空中的宏观定位很重要。宏观定位决定了战略资产的构建以及持仓部位，也意味着战术资产的适时调整对于组合绩效产生的增益。宏观定位通过周期的维度进行表达，从可以交易的维度而言，市场交易的宏观可以分为三个维度：由宏观经济数据搭建的真实经济周期，以及由宏观主体调研数据搭建的景气经济周期和由市场交易生成的宏观预期经济周期。真实经济周期为交易提供底层的宏观基础，景气经济周期为交易提供了实体经济运行的宏观方向，而预期经济周期可以简单视为市场周期，不断在预期的证实和证伪中产生涟漪。

真实的经济周期仍在往下，意味着有形之手仍需要进行逆周期的调节（如果还有潜在空间的话）。但是两个因素会对有形之手产生制约：1) 逆全球化的存量竞争法则使得逆周期在熨平国内波动的同时，驱动资金出现预期外的流动；2) 通胀长期来看是货币现象，但是当长经济周期进入尾部，“时间换空间”的效果受到限制，风险从经济转向非经济领域。

景气的经济周期出现筑底迹象，意味着宏观交易逻辑从收缩转向扩张。从大类资产定价的角度而言，驱动资产配置从“衰退”象限走向“复苏”象限。但这忽略了两个时间因素：1) 从景气的经济周期向真实的经济周期传导仍需要时间来等待；2) 从筑底走向上涨的状态切换需要的除了不悲观还需要转向乐观化，耐心是这一阶段最好的策略。

预期的经济周期已经完成了一轮复苏的定价，意味着未来宏观交易面对的是预期证实或证伪的过程。主要的风险在于：1) 全球经济长周期已经入尾部，生产力的持续回落在负利率资产上得到反馈，也在美国顺周期的财政和拉美政治风险上升上得到佐证；2) 长周期的尾部也使得传统逆周期传导（货币宽松→资产负债表修复→信用扩张）时间拉长。全球央行的超宽松周期修复了宏观资产负债表负债端，但无法有效传递至资产端，未来需要关注两个因素共振创造资产端扩张的可能：1) 宏观冲突缓和的充分条件；2) 主权资产扩张的必要条件。

宏观策略

维持周期待变过程的宏观交易策略，中期配置关注这一阶段下行提供的空间（风险资产强于避险资产）；短期交易关注“滞涨”形成的冲击风险，方向维持月报《[缺乏触点、底部延续](#)》的宏观空头思路（避险资产强于风险资产），关注黄金的交易性机会。

风险点：底部风险释放低于预期，导致宏观预期修正低于预期

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：

警惕“滞涨”冲击

——宏观经济观察 009

2019-11-11

缺少触点，底部延续

——宏观经济观察 008

2019-11-04

美联储的选择料触发流动性的拐点

——宏观经济观察 007

2019-10-28

风险改善，关注宏观预期修正

——宏观经济观察 006

2019-10-21

贸易环境改善，宽松力度加强

——宏观经济观察 005

2019-10-14

全球经济放缓的延续

——宏观经济观察 004

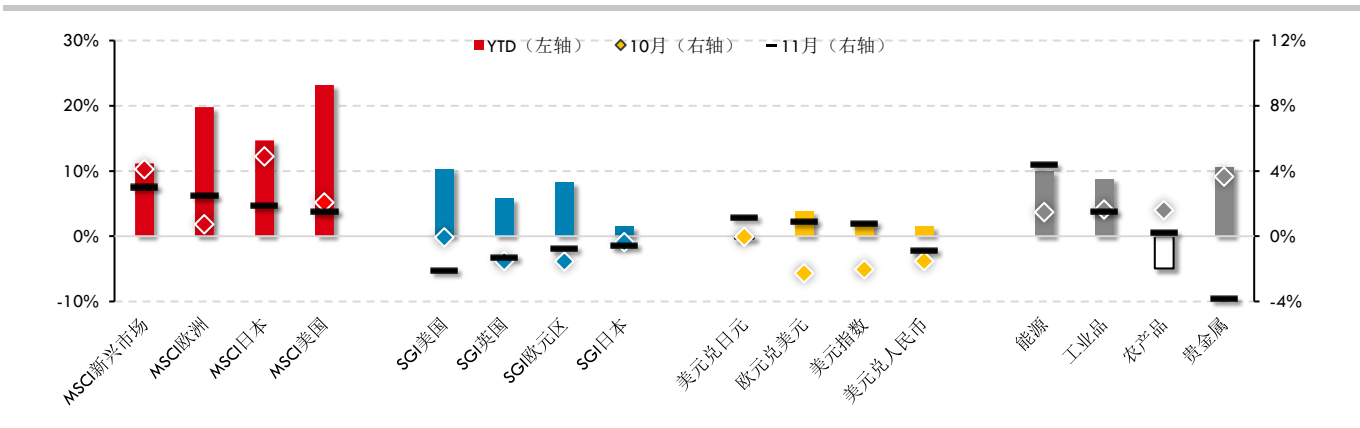
2019-10-08

定位：当前的宏观周期和交易周期

· 从定价“衰退”转向定价“复苏”

直接从大类资产切入，我们得到市场对于宏观周期更直接的定价理解。图 1 给出了年初以来（柱图）、10 月（菱形）以及 11 月第一周（黑色横线）主要资产类别的收益率变化。从柱状图可以看到年初以来市场定价：权益资产中发达市场和新兴市场共振上涨、债券资产共振上涨、以及商品资产中工业品和避险贵金属共振上涨（且贵金属涨幅强于工业品），大类资产刻画的是经济周期衰退下，货币宽松带动的市场流动性定价过程。这其中我们注意到无论是短周期的因子还是长周期的因子均指向了向下的过程¹，形成了市场悲观的叠加。

图 1：主要大类资产走势变化（%）



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

当时间的钟摆进入了四季度，正如我们在报告《[宏观流动性观察 009：等待周期的转变](#)》指出的，美元政策的未转向限制了周期从尾部走出，美元流动性风险释放将推动美联储释放政策转变的实质性信号，未来的风险资产配置机会仍在于美联储对于流动性信号条件的明确。从资产角度来看，10月大类资产和前三季度已经形成明显的分化，定价开始转变：权益资产仍延续上涨但是分化进一步明显，债券资产已经显露出上行乏力的状态（欧日利率出现明显反弹），外汇市场上美元指数出现月度的调整，商品资产中贵金属延续最强势但农产品开始蠢蠢欲动，资产显示出对于宏观周期轮动至衰退末端的迹象，开始定价价格压力。

¹ 参见报告《[宏观点睛系列（七）——当前对于中美周期的市场关注点](#)》和直播《[当前宏观周期定位——避险和风险的切换](#)》

这一转变在 11 月初更为明确，从美联储“成功”管理了市场对未来不降息预期开始²，美国债券市场出现大幅调整，十年期美债收益率上行冲击下行压力位；随着利率的流动性冲击，商品市场上贵金属和工业品从共振走向了分化，上期所黄金主力合约周度下跌 3.47%，白银主力合约周度更是回落 6.50%；而权益市场在对周期“启动”乐观的预期之下，继续上行，且新兴市场强于发达市场——市场完整的定价了预期的“复苏”。但是正如我们在报告《[宏观经济观察 008：缺少触点，底部延续](#)》中指出的，主权部门从收缩到扩张仍缺乏有力的逆风推动，从而使得 11 月仍是周期末端的风险观察点。当前的关键在于利率周期“不松”、市场预期“乐观”的情况下，经济周期的“可能更弱”带来市场右侧启动前最后的调整风险，从而为主权部门扩张提供条件。

· 当前真实经济周期仍未转向

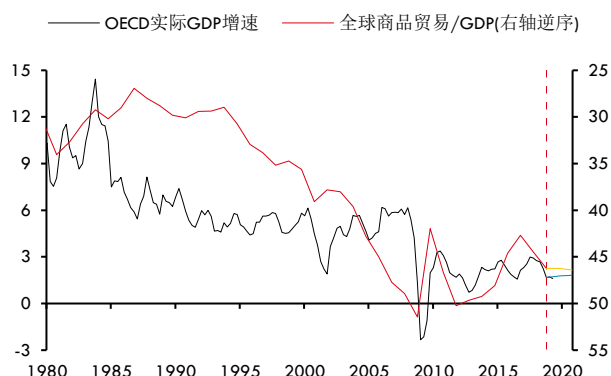
真实的经济周期是大类资产预期定价的基础。如果我们回过头来看当前的实际经济数字，会发现当前的真实经济周期依然处在下降过程之中，虽然本轮周期从历史的时间和空间角度来看，接近调整中位数（调整相对充分），但是若从逆周期调节的政策维度（非强刺激）间接来看，当前对于宏观转向的预期交易有一点过于超前的风险。前者只提供了必要条件而非充分条件，宏观改善的主要矛盾在于宏观环境能够提供一个必要的收益展望预期——显然现在的条件很难提供这样一个空间。

长周期来看，全球央行进入“负利率”的非常规空间和市场大量“负利率”资产的出现显示出当前全球经济周期已经进入到长周期下行的尾部深渊，并且没有找到走出深渊的钥匙。以 OECD 和世界银行的数据来看，1980 年以来的全球化扩张过程伴随着实际经济增速的持续回落（生产力的下滑），虽然 90 年代美苏冷战结束推动了全球化的快速扩张，但是数据来看这一全球化过程在 2010 年就已经结束。逆全球化的过程从另一个角度来看也是“新冷战”的酝酿过程，以帝国霸权的视角来看当前美国的主要战略对手已经从 2001 年之后的反恐转向了“中国”³，在这一背景下我们注意到全球经济政策的不确定性维持在高位，和全球经济增长持续放缓、全球贸易占比持续回落的趋势形成了映射。以 2000 年以来的全球经济周期为考察样本，截止 2019 年三季度市场对于经济政策和贸易政策的不确定性担忧已经达到了历史新高，这是考察所有短期市场周期运行不应忽视的宏观背景。

² 参见报告《[美联储结束“周期中调整”，关注尾端风险的继续释放](#)》

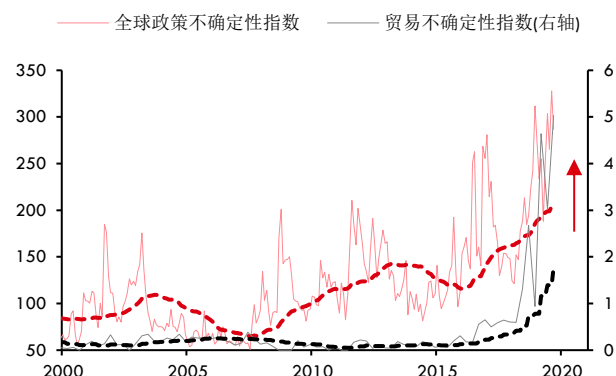
³ 美国 2018 年《国防战略报告》指出，国家间的战略竞争现在是美国国家安全的首要问题，而非恐怖主义。与中国和俄罗斯的长期战略竞争是国防部的首要优先事项。

图 2: 全球经济增长和贸易占比长期趋势转变



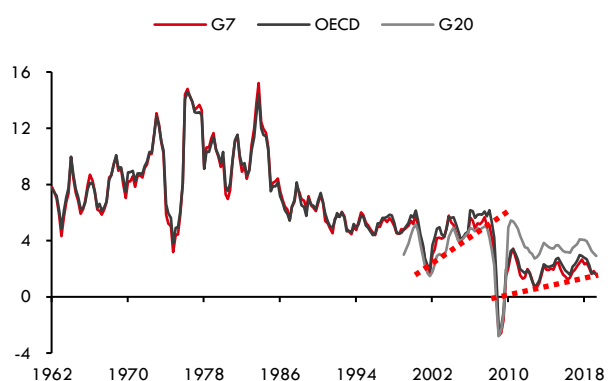
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 全球经济政策和贸易形势不确定程度创新高



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: 虽然实际 GDP 增速 (%) 接近短期调整低点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 但中国库存周期的改善点仍未到来

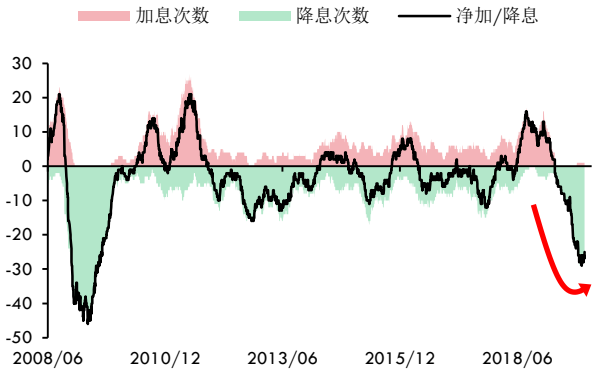


数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

短周期来看 2017 年以来的宏观周期下行，驱动了以货币政策为代表的逆周期调节政策持续宽松刺激，以缓和宏观需求下行对于市场的冲击。如果以全球央行过去 3 个月的累计净加息（减息）次数为度量货币政策周期或利率周期的观察度量，则相比较 2009 年至今的全球央行宽松行为，当前的利率周期处在相对更为宽松的阶段，显示出本轮库存周期的定价中市场定价了“非库存”因素的下行形成的压力。

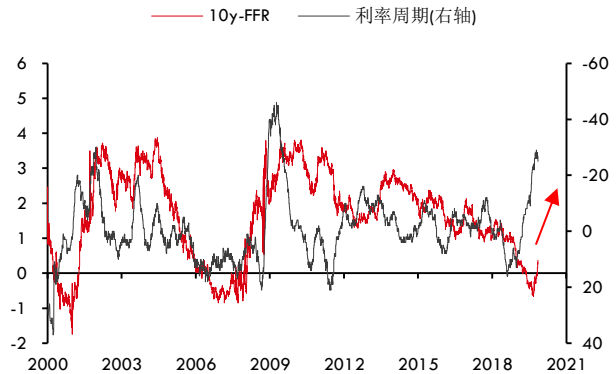
11 月随着以美联储为代表的央行在经历了今年“周期中降息”的政策调整之后，我们注意到宏观预期的改善带来了对于未来再降息预期的调降。利率周期宽松的斜率开始出现收敛，而这表现在大类资产层面则是上面我们看到的全球利率水平快速跳升（尽管美联储继续通过资产负债表的扩张稳定回购市场的流动性水平）。

图 6: 全球利率周期 (净加/减息) 在超宽松状态



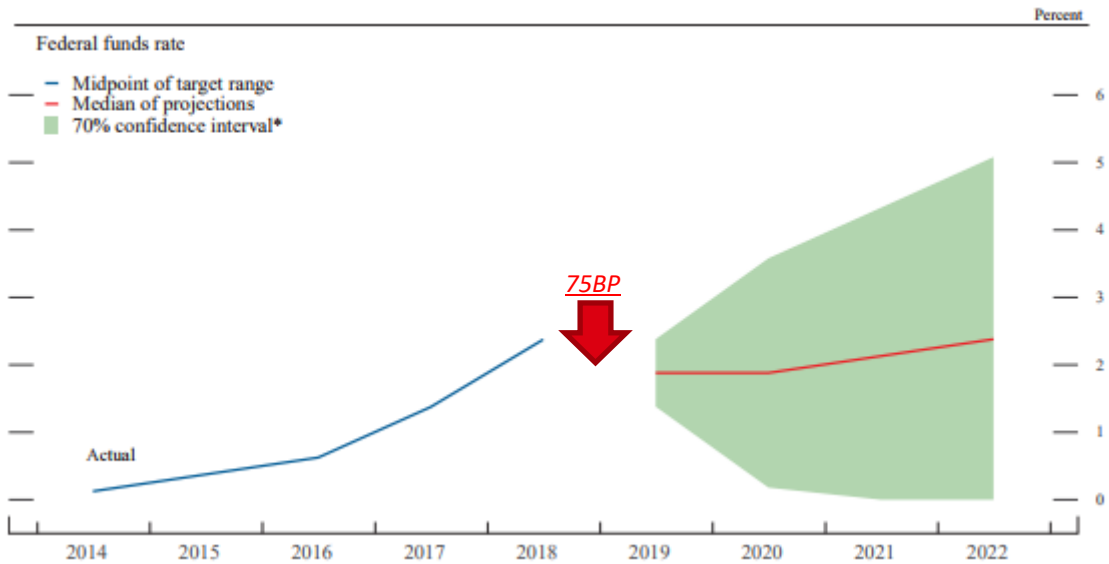
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 7: 美债期限利差倒挂和全球利率周期转松



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: 美联储 9 月议息会议对未来利率的中值展望显示未来利率维持稳定 (%)



数据来源: Fed 华泰期货研究院

此外，从财政逆周期的角度，我们注意到了发达经济体跟随者库存周期的起落，存在着接近 3 年左右的财政收入周期。而从支出端来看，发达经济体在 08 年次贷危机、11 年欧债危机影响之下，主权财政持续进行着缩减的过程“紧财政”。但是相反的新兴经济体在此过程中持续进行着财政的扩张，因而政府净债务/GDP 从 2008 年的 35.5% 扩张至 2018 年的 50.6%（发达经济体从 2012 年的 76.2% 小幅回落至 74.3%）。

如果以机械的角度来看，发达经济体到了通过扩大财政支出，增加债务水平的阶段。而历史的角度来看，这种周期的转换往往伴随着宏观系统风险的增加。通过逆风条件，推动主权部门从紧缩向扩张转换：

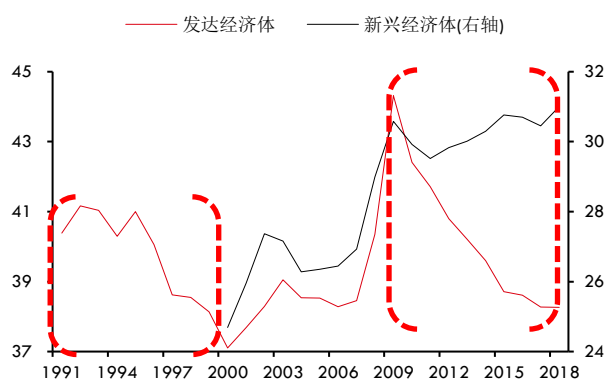
美国：对外收缩的状态下，缺少债务上限约束的主权部门扩张依然面临美联储“不降息”形成的压力，私人部门仍需等待 2020 年监管的放松；

中国：地产部门受限之下，市场对流动性和稳增长仍不甚乐观，人民币破“7”之后的财政等待“紧日子”结束；

欧洲：“脱欧”冲击下的欧罗巴叠加着出口项的二次影响，拉加德的任务仍是摆脱“稳约”的枷锁；

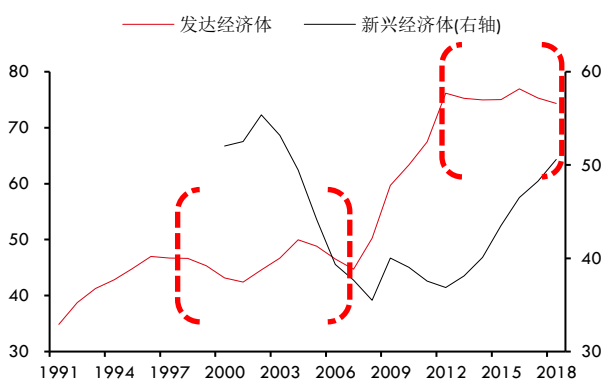
日本：安倍的“三支箭”助力经济走出泥潭，但对外依赖型的经济体仍不能摆脱出口项的约束，政府债务空间压缩后税项补充的长期影响仍待观察。

图 9： 财政支出/GDP 进入到收缩尾端



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 10： 政府净债务/GDP 自 2011 年至今持续回落



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

· 预期周期进入到证实/伪阶段

我们简单将一轮逆周期过程和宏观指标进行了叠加（利率宽松周期→经济预期改善周期→经济景气改善周期）。历史表明，超宽松的利率周期⁴前置 1 年左右对于真实经济周期⁵带来影响。而市场对于经济数据的感知周期⁶前置 2 个月左右对于真实经济周期带来影响（即周

⁴ 以 3 个月全球央行累计净加息/减息次数代表

⁵ 以全球制造业 PMI 指数为代表

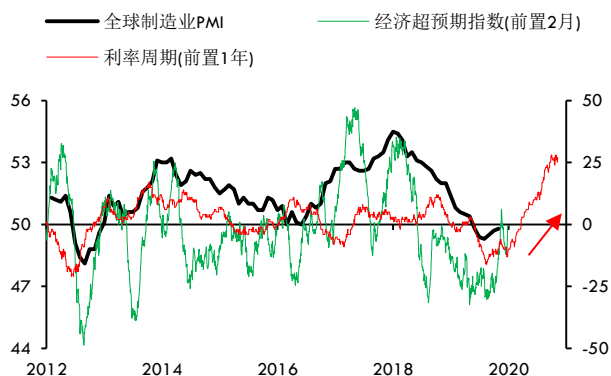
⁶ 以经济超预期指数 (Surprise Index) 为代表

期的转变经历预期的改善，到真实的改善的过渡)。真实的经济周期以全球制造业 PMI 为代理变量，对实际经济进行前瞻处理。当前预期的经济周期和前瞻的经济周期呈现底部企稳状态（经济超预期指数再次接近正预期正值、PMI 接近荣枯线）。

经济周期：全球经济周期经历了 2018 年以来的调整之后，截止 10 月制造业 PMI 正接近 50，准备扩张。

资产周期：权益市场（中美股市）已经定价了一轮经济复苏（接近 2016 年复苏的高点）；主要经济体股指同比增速大幅改善，从 2019 年初转正，目前接近 2017 年的反弹高度。商品市场：除了黄金的大幅回撤，铜金比的反弹显示出商品市场对于未来的经济乐观预期继续增加。利率市场：十年期美债收益率开始挑战 2018 年以来的下降趋势线。

图 11： 利率周期、经济预期周期和真实经济周期



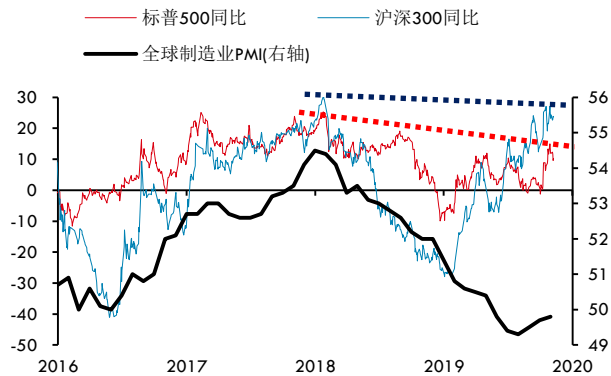
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 12： 全球负利率资产高位



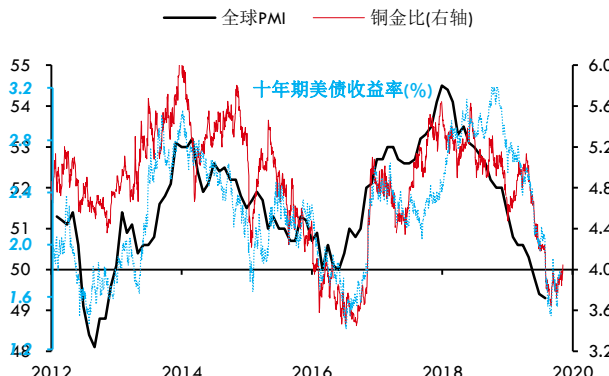
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 13： 权益资产定价和经济周期出现背离



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 14： 利率资产、商品资产对于经济周期的定价



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

从预期周期定价（各大类资产对于宏观周期的反馈）来看，我们认为当前阶段权益资产已经接近定价了一轮宏观改善过程，但债券资产和商品资产对于这一预期的宏观改善的定价相对落后于权益资产的表达，处在预期将要转变阶段。

权益资产之所以出现这样的背离，我们猜想是同当前全球长经济周期尾端，“非常规宽松”政策下资金追逐收益率的结果。随着未来宏观周期的到达启动点，我们认为这种背离将得到缓和。问题在于是以“真实经济周期”向“预期经济周期”快速靠拢，还是“预期经济周期”向“真实经济周期”向下修正，等待真实经济周期的改善点，我们认为后者的概率高于前者。因而从周期的角度，我们认为未来需要关注的权益资产的调整，或者以大幅回落的方式向真实经济周期靠拢，或者以“时间换空间”的方式持续震荡，等待真实经济周期改善时间点的到来。权益资产的短期风险收益比正在下降。

· 警惕宏观“滞涨”的冲击风险

图 15: 全球主要经济体 PMI 横向对比 (2010.1=1)

	2018												2019	
	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct
全球	0.1	0.0	0.0	-0.3	-0.6	-0.7	-0.8	-0.8	-1.1	-1.3	-1.4	-1.3	-1.2	-1.1
中国	-0.1	-0.6	-0.7	-1.2	-1.1	-1.3	-0.4	-0.6	-1.2	-1.2	-0.9	-1.1	-0.9	-1.2
美国	1.5	0.9	1.4	-0.1	0.6	-0.1	0.2	-0.5	-0.7	-0.8	-1.0	-1.6	-2.0	-1.8
日本	0.6	0.8	0.5	0.7	-0.4	-1.0	-0.9	-0.4	-0.6	-0.8	-0.8	-0.8	-1.0	-1.2
欧元区	0.3	0.0	-0.1	-0.2	-0.4	-0.7	-1.2	-1.1	-1.1	-1.1	-1.4	-1.3	-1.6	-1.6
德国	0.1	-0.1	-0.2	-0.3	-0.6	-1.0	-1.7	-1.7	-1.7	-1.6	-1.9	-1.8	-2.2	-2.1
法国	0.5	0.1	0.0	-0.3	0.1	0.2	-0.3	-0.2	0.0	0.3	-0.3	0.1	-0.2	0.0
英国	0.1	-0.6	0.1	0.3	-0.2	-0.3	0.6	0.0	-1.2	-1.6	-1.6	-1.8	-1.5	-1.1
澳大利亚	1.7	1.6	0.1	-0.2	0.4	0.7	0.1	0.9	0.4	-0.2	0.1	0.5	0.8	0.2
加拿大	0.0	1.1	0.1	-1.2	-1.0	-1.1	0.1	0.0	0.7	-0.4	-0.8	0.3	-0.1	-0.7

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_9064

