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，市场开始真正走回供需基本面的逻辑。

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。

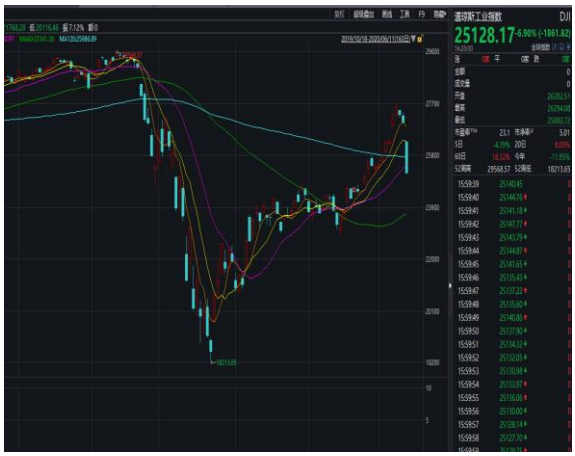
图：全球风险偏好走势图



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



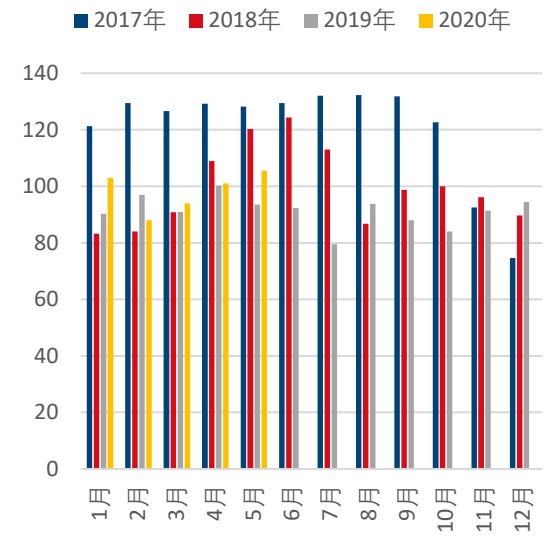
数据来源：WIND 国信期货



数据来源：WIND 国信期货

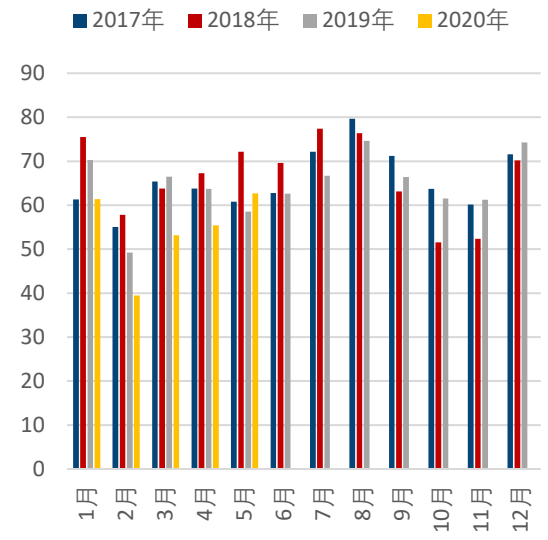
从实体经济角度来看，国内中上游经济数据方面，由于国内疫情控制的较好 5 月份高炉开工率已经超过了 2018 年去年同期水平，6 大发电厂耗煤量也超过了 2018 年，并且逼近 2017 年和 2019 年的同期水平。从下游的数据来看，2020 年上半年 30 城房地产成交数据也已经超过 2019 年同期水平。从交易数据来看，当前农产品期货的价格已经回到了春节前的水平，工业品期货的价格也已经回到了春节后的水平，所以从数据上来看，实体经济和资本市场已经进入了复苏的轨道，市场上最糟糕的时间已经过去，相对来说，资本市场恢复的速度比实体经济快 1 个月左右。但在这里我们也提醒投资者，实体经济最坏的时间过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



数据来源：WIND 国信期货

图：6 大发电厂月度耗煤量



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

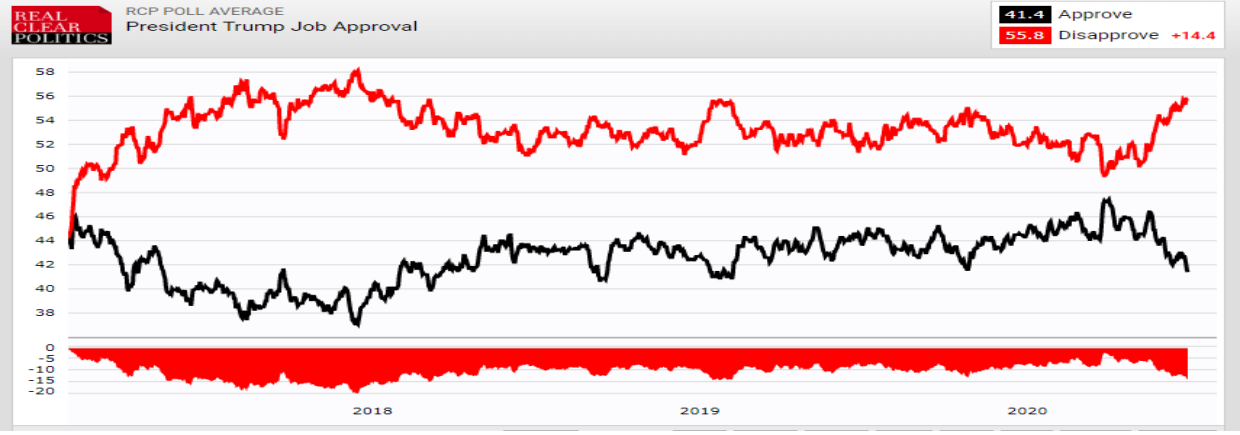
虽然当前市场风险偏好已经开始回升，但市场对于疫情和中美经贸关系两个黑天鹅二次冲击依然抱有较强的担心。我们认为即使黑天鹅二次来袭，对市场的冲击应该会小于第一次。

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成性的特性。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，也不远贷给商业银行；其次是企业拿到贷款之后发放完工资后再把钱村会给商业银行，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

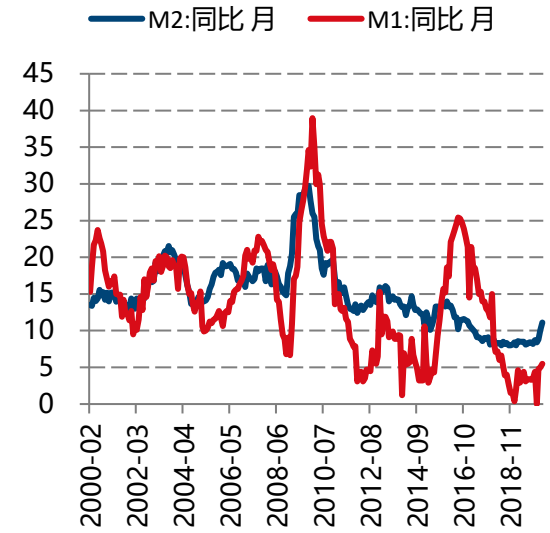


数据来源：WIND 国信期货

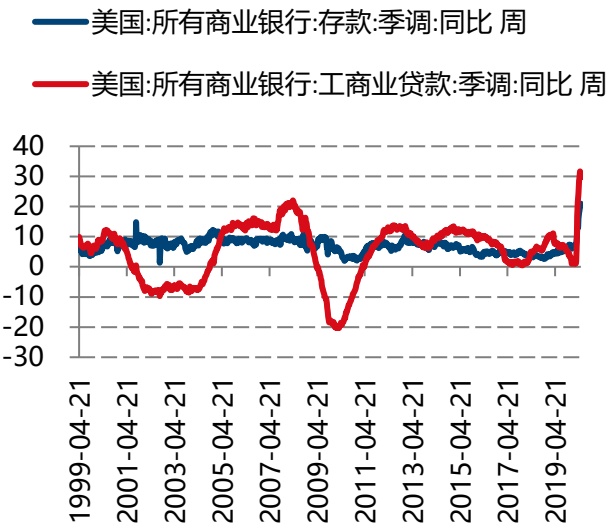
从中美两国的数据来看，中国方面的数据出现了 M2 和 M1 剪刀差缩小的的情况。M1-M2 剪刀差可以很好的体现出非金融企业经营的活跃程度，可以看作企业对于未来经济的反应，也可以作为信用和经济的先行指标。当前剪刀差缩小，说明当前企业对于未来经济增长的预期下滑，资金投向生产的意愿有所减弱，企业更倾向于进行低风险的金融投资，并有将存款定期化的意愿，说明当前货币向实体的信用派生途径出现了一定的阻塞。而美国方面出现了所有商业银行存款和贷款的量异常的上升，即虽然美联储释放了很多的流动性，但是企业完成生产经营必须要的投入和工资发放后，由于对于未来经济的不乐观，依然选择了将资金重新存回银行而不愿意进行继续生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

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的发力点

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值，即美元的贬值。

图：央行非常规的货币政策



数据来源：WIND 国信期货

在担忧货币政策负溢出效应的背景下，我们也发现近期各国央行的举动和市场情绪出现了背离，在市场期待更多宽松政策的时候，央行可能正在考虑逐步退出过于宽松的货币政策。 从中美英三国央行的举措来看：

中国方面，6 月份 LPR 利率持平，说明当前货币政策偏鹰，在扶持经济回暖的前提下依然注重防风险。同时值得注意的是，易纲行长上周四在出席陆家嘴论坛时视频发言称“疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要关注政策的后遗症，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出。”这是央行重要人士发出的比较清晰的信号，也预示着国内宽松货币政策可能会边际减弱。

海外央行方面，美国上周首次出现了今年 2 月份以来首次资产负债表的缩减，并放缓了购债的速度，扩表速度明显减弱。英国方面，央行行长贝利在 6 月议息会议上暗示央行在退出紧急刺激策略上的重大转变，他强调在上调利率之前需要缩减资产负债表。这些举动反映了美联储和英国央行在货币政策上的态度已经开始有所转变。

各国央行种种迹象都在表明，虽然疫情对于市场的影响依然存在，但是宽松政策的负溢出效应也是央行需要考虑的一个重要指标。在这种前提下，我们认为经过 3-5 月份全球各大央行已经从不顾一切的宽松救市，转向了在多目标中寻求平衡的阶段。政策最宽松的时期已经过去，当前各国进入了政策的观察期。并且我们认为短期内不太会有更强政策刺激力度的出台，流动性方面也会弱于上半年。未来货币政策的调节的一个重点任务可能会放在禁止资金空转，脱实向虚这个方面。

三、后疫情时代大宗商品的配置逻辑

在了解了全球市场的资本价格走势的逻辑以及未来央行可能的政策发力点以后，在资本市场和大宗商品配置机会方面我们认为可能有以下几个角度。

债券市场在今年上半年走了一波非常漂亮的牛市行情，正如本文在第二部分中提到的，当前宽松政策的强预期已经开始减弱，下半年宽信用的预期在逐步上升，那随着经济的逐步企稳，向好的持续性的加强，未来债券市场很难重回上半年的牛市行情，大概率进入债牛向债熊转换的过程，建议可以逐步逢高撤退。

从权益股票市场来看，下半年的逻辑还是在于中美经贸关系恶化程度和国内内需恢复速度之间的博弈，如果国内内需恢复的速度快于国外外需和经贸关系恶化的程度，那下半年的权益市场的机会或将大于债券市场。

大宗商品市场方面，上半年受宏观环境的扰动较强，刚性需求较强的大宗商品，例如豆粕玉米的涨势是强于可选消费品例如棉花的走势的。但今年下半年，随着疫情和经贸关系对于大宗商品的冲击力度的减小，大宗商品大概率将回归自己供需基本面的故事。

从黄金配置的角度来说，疫情没有更改经济原本的趋势，只是加快了疫情下行的速度，同时今年下半年还有 7 只力度很强的黑天鹅组成的黑天鹅方阵。对于全年资产配置来说，在黑天鹅方阵的冲击下，下半年增加黄金的配置也将是个较好的选项。

图：今年下半年的黑天鹅方阵

近期黑天鹅事件梳理		
序号	事件	影响品种
1	海外疫情持续发酵，谨防二次复发危险	全品种（特别是黄金）
2	全球贸易格局重启	贸易相关品种（豆粕、棉花、白糖、黄金）
3	美伊、中东冲突或将持续	原油
4	美国总统大选	全品种
5	新兴市场货币危机	市场风险偏好
6	英国和欧盟制定退欧后续贸易协定	市场风险偏好
7	欧洲部分国家主权债务危机	市场风险偏好

数据来源：WIND 国信期货

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，仅为投资者教育用途而准备，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。