展望复苏，但没有新周期

——2020 年宏观经济半年度更新

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

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应。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

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。

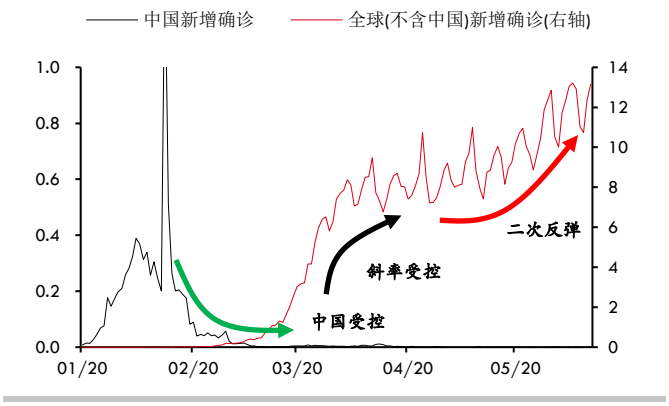
——伊丽莎白·安德森

· **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。

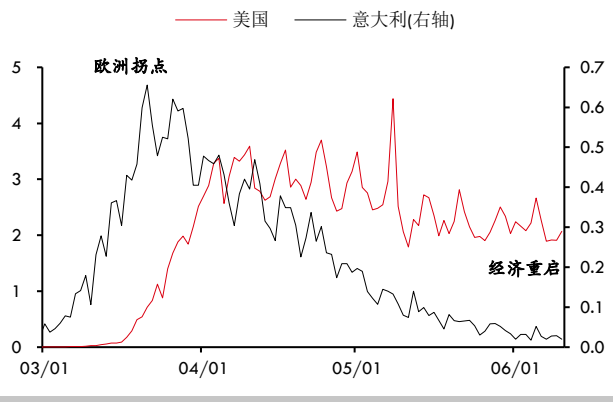
疫情和疫情的防控经历了从中国向欧美最后到南美洲的传递路径。2020 年上半年新冠疫情从中国武汉首先爆发（1 月），在 1 月 23 日武汉采取了封城的措施，为避免病毒的进一步传播中国采取春节后延缓复工的措施，截止 2 月下旬国内疫情得到控制；但是海外疫情开始扩散和爆发，从亚洲的韩国、欧洲的意大利到美洲的美国，3 月疫情开始在全球大面积快速扩散。自 3 月 19 日加州宣布“封城”之后美国进入到抗疫阶段，截止 4 月 17 日疫情增长斜率得到控制，开始经济重启计划。以 5 月底纽交所交易大厅的重新开放为标志，美国进入到了新冠疫情（日度新增保持在 2-3 万人）和经济恢复同步共存的阶段。但是 6 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**

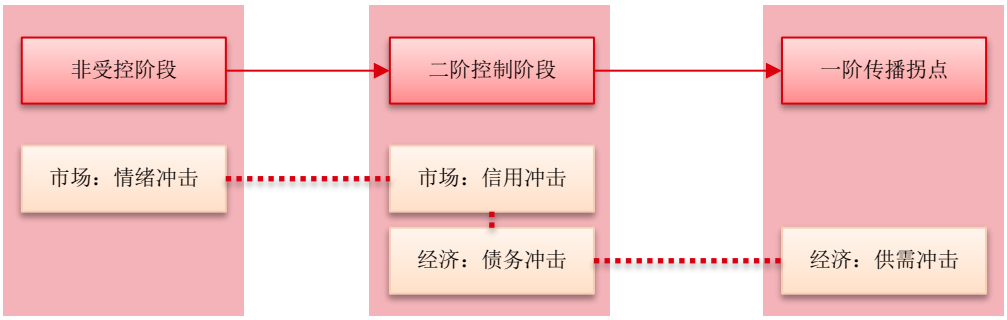
2020 年上半年的市场风险主要表现为 3 月的流动性冲击，在信用周期的顶部，风险由于实体经济停滞加速了金融市场抛售。疫情的传播减少了实体消费，尤其在未采取防控手段的阶段市场增加了对未来经济陷入衰退的担忧。而在抗击疫情的阶段，由于传染病需要限制“人与人之间的解除”，市场的担忧从无法定价的流动性停滞到实体停摆形成的现金流真实断裂。市场在信用回落恐慌中推动资产价格下行，资产端的价值重估将驱动负债端做出相应调整[1]。

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。

[1] 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

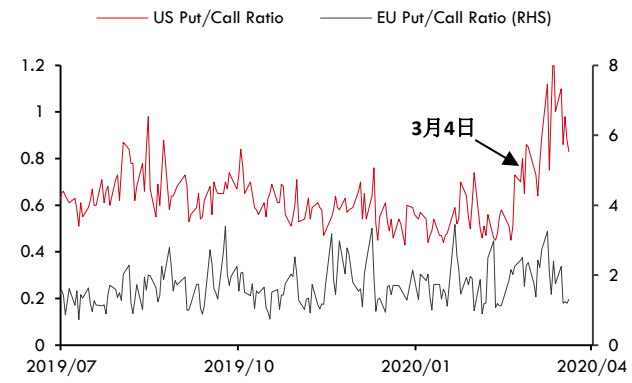
1)在疫情的非受控阶段，情绪主导了市场。市场对预期现金流的断裂将抬升信用风险溢价，以及对于“大流行”形成的经济冲击增强了群体性恐慌情绪，对于资产配置倾向于降低久期持有，高杠杆资产面临解杠杆的风险。这一过程中市场受恐慌情绪主导，叠加当前微观金融主体受到巴塞尔协议和多德弗兰克法案的金融稳定监管限制对于风险头寸的持有，主要表现为流动性缺失背景下的资产价格冲击。

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[2]，增加了资产价格进一步螺旋式下跌。

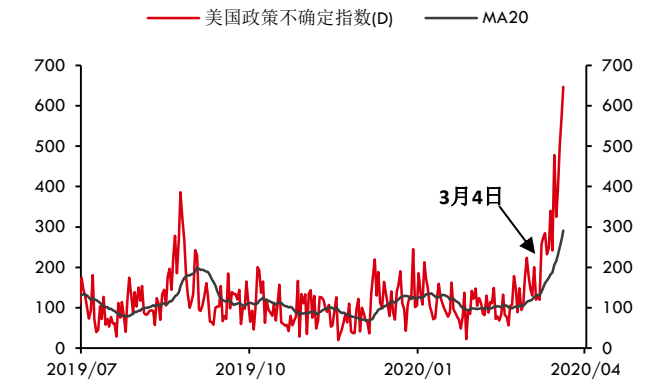
[2] 见 3 月 4 日报告《市场将进入到自证的调整》。

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



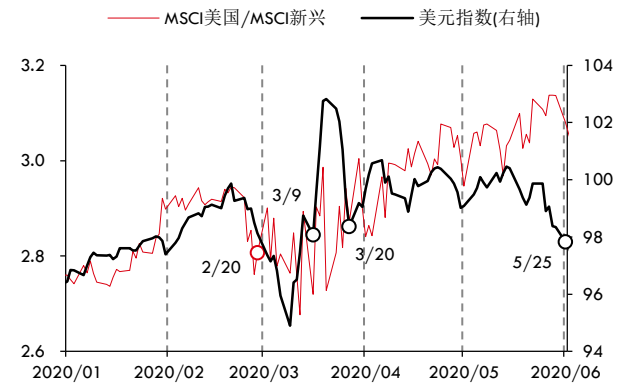
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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市场流动性压力，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”。

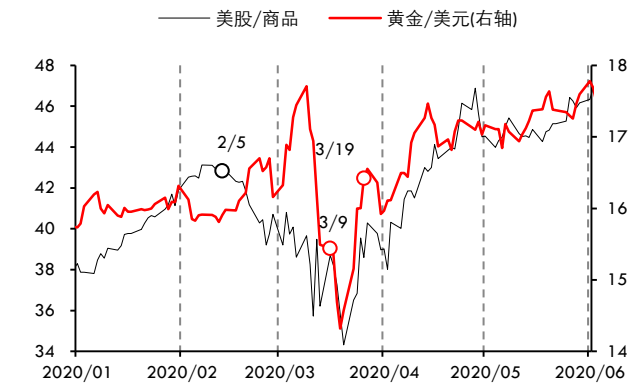
3) 五月以来的市场交易进入到“二阶控制拐点”到“一阶传播拐点”的转换阶段。从病毒传播的状况来看，便是疫情的快速增长阶段和经济由于防控受到冲击的阶段；从市场的情况来看，便是从久期风险释放转向信用风险释放的阶段。在这个阶段，情绪将在波动中逐渐企稳，因而，对于市场的流动性状况而言，仍将是波动性改善的过程——是市场微观结构流动性紧张和美联储等央行机构流动性供给扩大共同作用的阶段。风险资产定价虽然仍在左侧区间，但是伴随着美联储流动性支持下的经济重启，市场的乐观预期对于后疫情阶段的风险（美国仅仅是控制住了疫情扩散的斜率，并没有真正到达一阶拐点后的趋势性缓解）采取选择性忽略的处理，继续推动着市场向上反弹。

图 6：　疫情期间股指和美元的互动



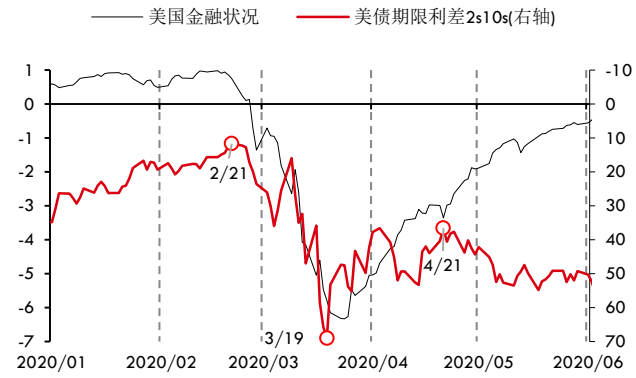
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：　疫情期间美股、商品和黄金的互动



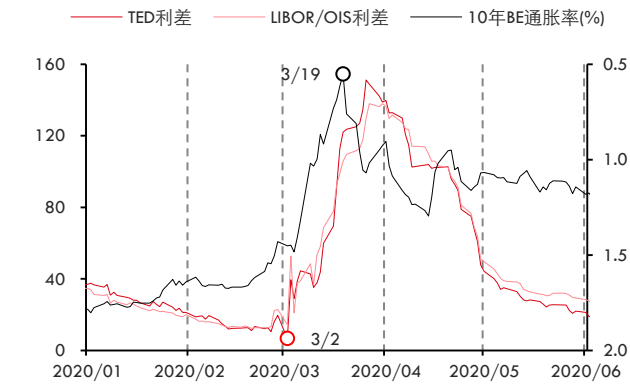
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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

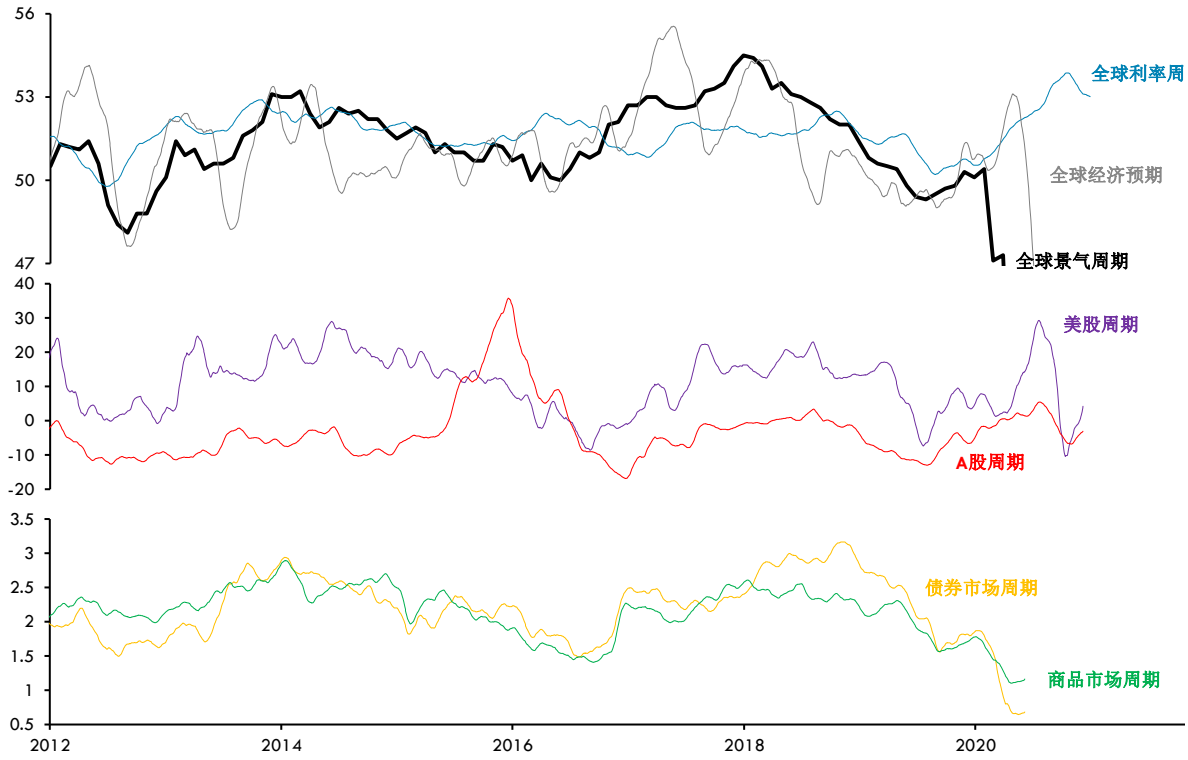
· **周期：定价的分化**

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

	2019									2020				
	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May
全球	-0.5	-0.8	-0.9	-1.0	-0.9	-0.8	-0.8	-0.6	-0.7	0.5	-1.9	-1.8	-5.0	-3.8
中国	-0.4	-0.8	-0.8	-0.6	-0.7	-0.5	-0.8	-0.3	-0.3	-0.4	-7.9	0.6	0.0	-0.1
美国	-0.4	-0.5	-0.6	-0.8	-1.3	-1.7	-1.5	-1.6	-1.7	-0.9	-1.1	-1.3	-3.3	-2.9
日本	-0.2	-0.4	-0.6	-0.5	-0.6	-0.7	-0.9	-0.7	-0.9	-0.8	-1.1	-2.3	-3.4	-4.7
欧元区	-0.8	-0.9	-0.9	-1.2	-1.0	-1.3	-1.3	-1.1	-1.2	-0.8	-0.5	-1.6	-4.1	-2.8
德国	-1.4	-1.4	-1.3	-1.6	-1.6	-1.9	-1.8	-1.5	-1.5	-1.3	-0.8	-1.2	-3.2	-2.8
法国	-0.1	0.0	0.3	-0.2	0.1	-0.1	0.1	0.3	0.0	0.1	-0.2	-1.7	-4.5	-2.4
英国	0.1	-0.9	-1.2	-1.2	-1.4	-1.1	-0.8	-1.0	-1.3	-0.7	-0.3	-1.3	-5.1	-3.1
澳大利亚	0.9	0.5	-0.2	0.2	0.6	0.9	0.3	-0.4	-0.4	-1.0	-1.2	0.7	-2.8	-1.7
加拿大	0.1	0.7	-0.3	-0.6	0.3	0.0	-0.5	0.3	-1.5	-0.6	-0.3	-3.4	-4.0	-1.7
韩国	0.2	-0.5	-0.9	-1.0	-0.3	-0.7	-0.5	-0.1	0.2	0.1	-0.4	-2.3	-3.4	-3.5
巴西	0.6	0.2	0.4	0.1	0.9	1.2	0.8	1.0	0.2	0.4	0.8	-0.4	-4.2	-3.5
俄罗斯	0.5	-0.2	-0.6	-0.3	-0.4	-1.4	-1.1	-1.7	-1.0	-0.8	-0.7	-1.0	-6.7	-5.0
越南	0.4	0.3	0.4	0.5	0.1	-0.2	-0.4	-0.1	-0.1	-0.2	-0.7	-3.1	-6.1	-2.8

数据来源：Wind 华泰期货研究院

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，一方面扩展了 2018 年以来债券市场牛尾的长度，创造了黄金长期牛市启动前的一次向上弹性；另一方面再次冲击了大宗商品市场供给体系，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为 2020 年上半年的市场创造了值得修复的低点，总量的衰退也加速着经济结构的转变。

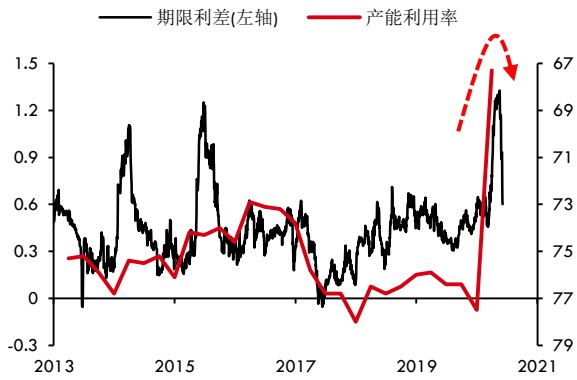
展望 2020 年下半年，无论疫情是否继续反复，从边际定价上疫情已经完成了它的使命，未来市场的定价将伴随着波动转向对于经济准备复苏中来。2008 年的次贷泡沫通过雷曼破产为标志结束了市场的调整，政策给出了零利率和量化宽松，从而开启了经济的修复之路，实现了杠杆从美国向中国转移，从美国居民部门向企业部门转移。2020 年的企债泡沫在新冠疫情冲击中，却是通过美联储的“无限量”宽松延续着泡沫的生命；因为风险无法转移，政策意志给出了市场“W”型的修复结构，因而我们认为下半年大概率看不到金融危机的到来，经济将在疫情反复和企业信用风险缓慢释放过程中迎来“新常态”的修复之路。

图 12：　美国产能周期和利率期限利差（%）对比



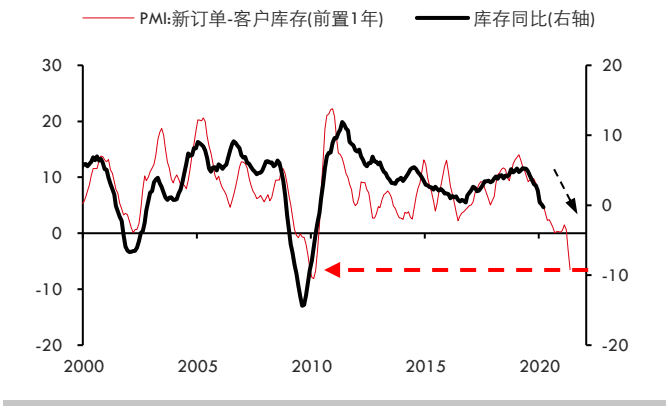
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13：　中国产能周期和利率期限利差（%）对比



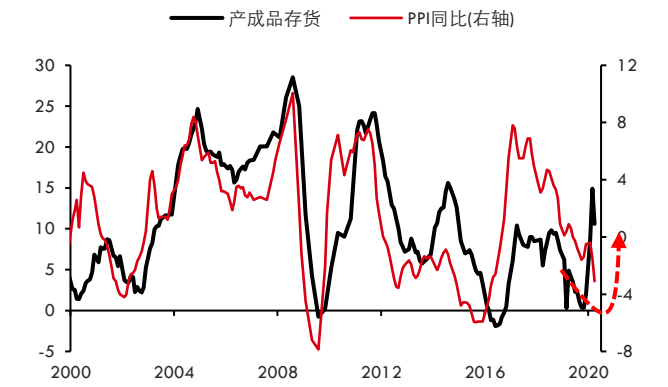
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 14： 美国库存周期预期临近见底



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15： 经济重启带来中国 PPI/库存周期见底可能



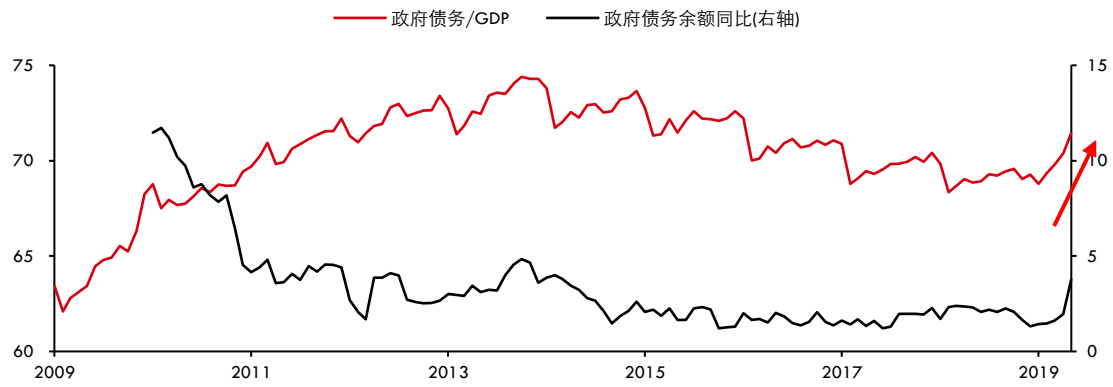
数据来源：Wind 华泰期货研究院

➢ **全球消费端：扩张的预期。**

下半年美国经济进入衰退，市场进入繁荣。美国全国经济研究所（NBER）在 6 月 8 日表示，受新冠病毒大流行影响，美国经济在 2 月结束了史上持续时间最长的扩张，滑入衰退区间。NBER 衰退对应着美国实体经济进入到去库存的周期，但并不意味着市场进入到“熊市”。从边际上，我们注意到**美国 ECRI 领先指标在 4 月初已经完成了筑底并开启了反弹**，而一阶同比意义上来看，领先指标也在 4 月中下旬实现了构筑底部的过程，从而驱动市场预期的持续改善。当前的主要问题在于市场的定价相比较羸弱的经济现状（因为疫情影响，实体恢复进程较慢）而言，似乎走的过快，需要实现一次等待甚至回望的过程。

下半年欧洲市场将继续为加杠杆预期定价。如果说美国参众两院在上半年对于疫情释放了刺激空间，那么对于大西洋彼岸的欧洲，在 6 月也完成了政策框架的转换。这一转变在 2019 年 11 月拉加德出任欧央行行长之后便已奠定，其持续展现出的便是游说各国加大财政支出，统一的货币政策转向对于统一财政政策的需求。今年 6 月 3 日德国执政联盟在经过漫长谈判后，最终敲定了一项 1300 亿欧元的经济刺激计划，以应对新冠肺炎疫情带来的影响——包括从 7 月 1 日开始连续六个月降低德国增值税，减轻企业和家庭负担，同时为餐厅酒店等受疫情影响严重的行业提供过渡期援助等。这大大转变了默克尔政府紧财政的刻板印象——上任以来，德国政府就以固守财政紧缩、反对借债的强硬态度而闻名。6 月 4 日欧洲央行宣布将紧急抗疫购债计划（PEPP）规模额外增加 6000 亿欧元，总规模扩大至 1.35 万亿欧元，购债至少持续至 2021 年 6 月底；承诺将把债券到期的回笼资金用于再投资，并至少持续至 2022 年底。显示出欧洲财政的扩张可能正在加速到来，从而支撑杠杆逐渐进入到扩张周期。

图 16： 欧元区政府债务余额从收缩中走出



数据来源：Wind 华泰期货研究院

➢ **全球供给端：缓慢的修复。**

如果说消费端已经做好了扩张的准备，那么经济循环的顺畅也需要供给端提供印证，目前看中国虽然谨慎，但是总杠杆并不是收缩的[3]。从全球经济的金丝雀——韩国出口情况来看，经历了 4 月份的大幅回落之后，我们注意到 5 月韩国出口状况开始呈现出一阶同比的企稳状态（从-25.1%小幅回升至-23.7%）。而当前全球经济在经历了一次疫情冲击后，将伴随着疫情反复的过程中逐渐重启，对于全球经济活动的改善预期提供一定的支撑，而韩国 KOSPI 指数定价的出口经济预期也表现出对于经济相对乐观的预期。

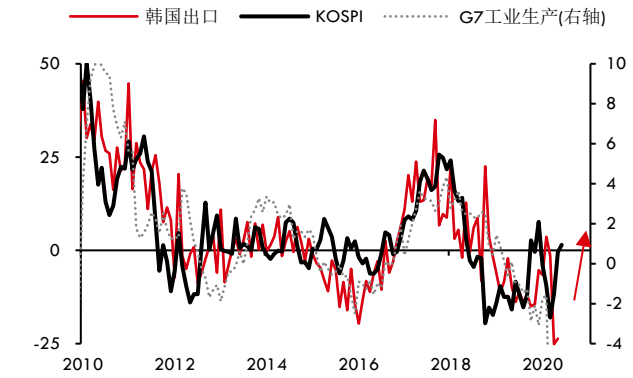
对于中国经济而言，不平衡不充分发展状态下的“稳增长”依然在路上，缺乏的是时机。从规模和结构两个层面来看，5 月份的政府工作报告释放出的宏观政策相比较海外经济体的横向对比虽然是低于预期的——自疫情带来的市场冲击在 2 月底开始在海外市场扩散，我们注意到海外宏观政策直接按下了加速键[4]——国内宏观政策却依然谨慎：1）规模上，根据路透社的测算，政府工作报告中出台的财政措施约占中国 2019 年国内生产总值的 4%，这个规模比一些经济学家的预期要有所降低。总理在记者会上也指出，应对这场冲击，我们既要把握力度，还要把握时机。预示着当前出台大规模宏观政策的时机还没有到。未来需要关注的是合适“时机”的到来释放“留有的政策空间”。2）结构上，当前主要的宏观政策主要对

[3] 2019 年 11 月报告《夕阳无限好》指出，由于周期的力量，对于宏观交易而言将从“衰退”象限转向“复苏”象限，资产配置也将从“避险”向“风险”转变。但由于全球经济趋势的下行未见底，意味着短期资产端构建需要考虑长周期的配置因素。而在 5 月 12 日人民银行答记者问中释放了较强的“加杠杆”政策转变信号。2016 年宏观周期进入到底部之后，政策通过“三去一降一补”进行结构性转型，2018 年资管新规的落地加速了金融和实体的去杠杆过程。政策在 2019 年 12 月的中央经济工作会议转向“稳杠杆”，而终于在 4 月金融数据公布后得到央行“加杠杆”确认，建议继续关注资金对权益资产的配置机会。

[4] 以美国为例：货币政策上美联储在 3 月直接将几乎所有的工具祭出——从 3 月初和中旬的紧急降息至“零利率”，到后续针对市场各个主体的信贷工具——货币基金、薪资、交易商等。截止 5 月底，美联储持有的美国国债升至 4.11 万亿美元，住房抵押贷款支持证券持有量 1.84 万亿美元，资产负债表规模达到 7.15 万亿美元。财政政策上，美国通过了三轮刺激计划，通过直接向失业者进行发放支票等方式扩张着政府的资产负债表。截止 5 月底美国国会第五轮 3 万亿美元财政刺激法案正在酝酿，美国负债规模将超过历史新高。

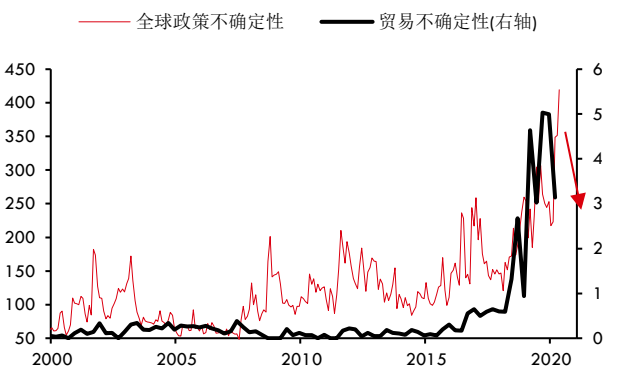
应于改革，重心未转至强刺激。当前推出的规模性政策叫作纾困和激发市场活力，它注重的是稳就业、保民生，主要不是依赖上基建项目。从结构上来看，70%左右的资金比较直接地去支撑居民收入，20-30%的资金用于扩大有效投资，且投资的结构从传统的基建项目转向“两新一重”——新型基础设施、新型城镇化和涉及国计民生的重大项目。但是，从政府工作报告我们也看到，虽然“放水养鱼论”[5]定义当前依然在做结构性降低浑水摸鱼的政策安排。但是目前不刺激的原因是形势[6]不必然需要更强刺激，仍在等待着时机。

图 17：　KOSPI 指数大概率完成二次筑底



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 18：　一季度全球贸易不确定指数没有进一步恶化



数据来源：Wind 华泰期货研究院

· **修复期存波折，低点将是机会**

6 月纳指在经济未完全重启背景下创出新高，体现出“市场”和实体分化继续增大。一方面是金融市场和实体经济之间定价的分歧加大，金融市场在流动性宽松的氛围之中不断抬升着估值；但是实体经济的盈利改善却依然遥遥无期，未来这种分歧是以高估值向低盈利进行向下回归，即市场存在着二次调整的过程，还是低盈利向高估值进行向上回归，即金融市场等待着实体盈利的改善，市场在实体盈利改善货币流动性边际收紧的过程中保持一定的震荡状态。

从结构角度来看，纳指的新高却是对弱经济的“有效”映射。6 月世界银行给出的经济增长预期大致是，对于发达经济体 2020 年经济将萎缩 7.0%，2021 年增长 3.9%；而对于发展中国家将在 2020 年出现 2.5%的经济萎缩，这是自 1960 年有总体数据以来的首次。那么这总

[5] 李克强总理在两会后的答记者问中指出，没有足够的水，鱼是活不了的。但是如果泛滥了，就会形成泡沫，就会有人从中套利，鱼也养不成，还会有人浑水摸鱼。

[6] 两会工作报告指出：出台的政策既保持力度又考虑可持续性，根据形势变化还可完善。6 月 11 日的“落实政府工作报告的工作安排”中财政政策有明确的时间表、信贷政策也有明确的时间表、就业政策同样也有时间表，但货币政策仅表述为“持续推进”，释放了当前“宽财政、宽信用和货币政策适度”的政策信号。

体来看，是全球经济去杠杆的一个映射，但是在杠杆去化的过程中，形成了抱团的状态，所谓的强者恒强以及龙头效应。我们注意到像对于纳指而言，去掉 FANNGS 这些为数不多的龙头股，整体美股并不乐观。而对于 A 股而言，当前的生态也是这样，即虽然上证、沪深 300 等指数维持在低位徘徊，但是像创业板、核心漂亮 50 等指数却是持续创出新高，表明了对于中国而言，经济处在结构调整的状态之中，对于旧结构的出清和对于新结构的资金投票，对应着市场当前也处在一个黑暗期，在这个黑暗期市场呈现出抱团的特征。

图 19： 上证和创指对比



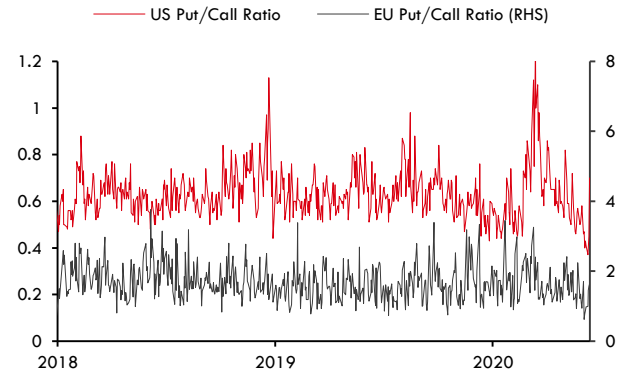
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 20： 罗素和纳指对比



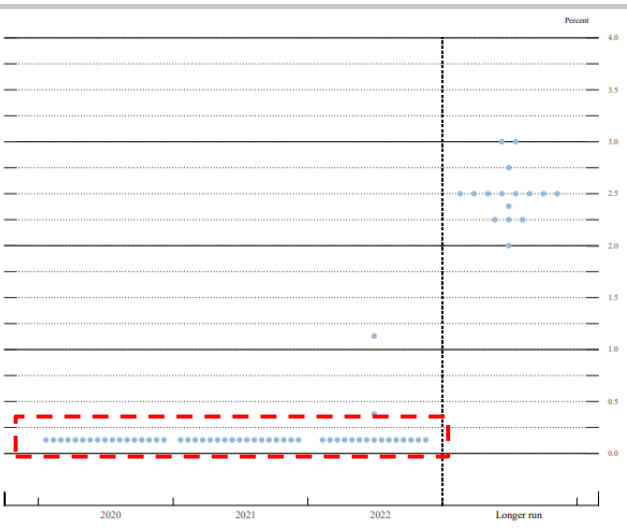
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 21： 美国和欧洲市场期权看跌看涨比例触及低位



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 22： 美联储对于未来经济预期悲观



数据来源：Fed 华泰期货研究院

6 月美联储议息会议再次向市场抛出了“不要和美联储作对”的信号，启动了市场调整的序曲。和 3 月份美联储两次紧急降息过程中释放的信号类似，美联储在 6 月份的“极度鸽派”

传递出的信号证伪了此前市场对于“V”型复苏的乐观期望[7]——此前对于影响实体经济的疫情因素，市场的定价更像是对于导火索的“一次性”定价，即随着防疫措施的落地，市场的定价逐渐呈现出乐观的状态。虽然疫情对于经济的边际影响，尤其是对于主要经济体金融市场的边际影响在弱化，但是从对于总量的影响上来看，目前并没有结束。世卫组织6月表示，全球范围内的新冠肺炎疫情状况正在恶化——单日的全球新增确认病例数在继续创出新高，在对应于南半球的秋冬季，当前尤其像南美洲的巴西、非洲的部分国家而言，疫情状况并不乐观。结合着美国引发的在疫情停工等社交距离措施带来的对于“自由主义”文化的背离，情绪达到临界值之后的爆发很容易形成第二轮疫情的反弹（美国多个州疫情呈现出反弹，尤其是“共和党”州）。

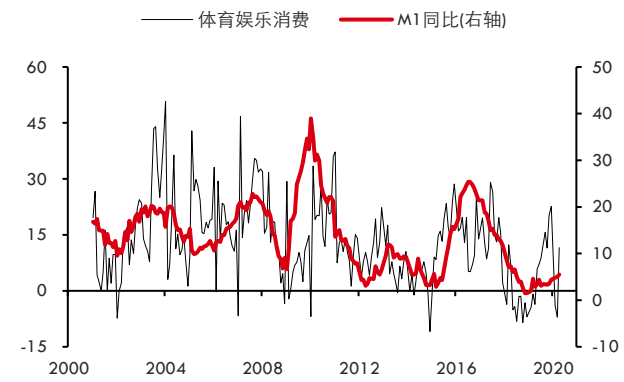
叠加疫情蔓延的节奏，后期“滞涨”的概率在加强。由于疫情带来的对于总需求的破坏，并不能完全因为财政货币政策的大规模或无限量刺激而得到弥补，相反无论从市场结构，还是从当前中小微企业就业压力的更突出表现来看，疫情进一步加深了此前积累的矛盾。也就是说,伴随着80年代以来新自由主义快速发展到极端之后,分配问题的矛盾就更加突出。从经济的结构来看，当前市场开始关注疫情对于产业分配的影响，从2月份中游制造国中国受到冲击，到3到4月份下游消费国美国、欧洲等受到冲击，5月以来截止目前更多的冲击点转向了上游资源国，像南美、非洲、印度等地，那么从产业链的角度而言，在经济需求冲击边际改善的情况下，供给冲击的影响正进一步加大。**后期经济通胀甚至滞涨的风险将加大。**从股市的表现来看，一方面映射为所谓龙头和强者恒强，指数仅反映几只优选股票的状态，另一方面便是成长和价值股的分化，而目前这种反馈从市场的角度来看前者并没有结束，而成长股的相对优势再次开始转变，意味着虽然这个自由主义周期并没有结束，从而当前来展望所谓的“新周期”依然为时尚早，但是对于自由主义周期的“通胀”冲击脚步可能正在临近。

进一步就国内来看，随着美联储再次释放了转变市场乐观预期的信号，外围市场和经济将进入到二次调整的过程，对应于国内宏观政策“等待的时机”也将将逐渐临近。我们注意到2020年中国的政策目标依然需要实现——即确保实现决胜全面建成小康社会。这就意味着当前的政策工具箱仍待合适的落地时机，在风险冲击较为平缓的假设前提——即外需逐渐恢复，内需逐步改善——的情况下，根据奥肯定律，就业和经济增长存在正相关关系。由于中国依然是发展中国家，发展还是解决中国一切问题的关键和基础。根据测算，实现了“六保”的任务，特别是前“三保”，我们就会实现今年中国经济正增长，而且要力争有一定的幅度，推动中国经济稳定前行。

[7] 我们在3月份美联储紧急降息点评中就已经指出，在美国公开数据的恶化还没有开始的时候降息向市场释放了对于未来经济走势超预期悲观的判断，那么对于市场而言，不考虑其他因素的情况下，未来的交易逻辑就比较清晰了，“卖预期买事实”的逻辑下，未来美国经济数据若依然体现良好，则会加重市场的抛售，直到经济数据的悲观底部出现，后面的交易逻辑便是随着数据的进一步转弱，预期央行的政策宽松之下，进行买入操作。

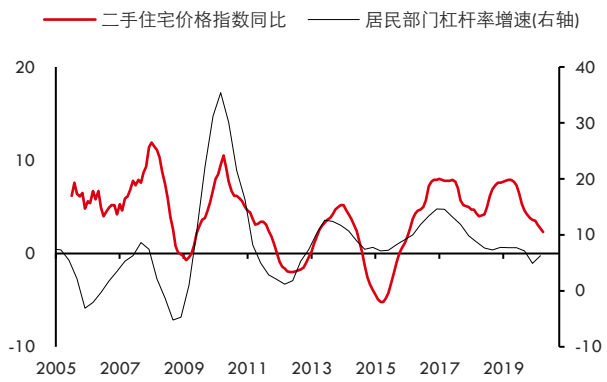
若 6 月开始风险冲击加大[8]，则将推动政策工具箱进一步释放宏观政策。1）对于美国的私人部门，资产负债表的恶化将加剧信用违约风险。美国经济的驱动力在于消费，至 5 月 23 日当周初请失业金人数公布，录得 212.3 万人，低于前值的 244.6 万，高于市场预期的 210 万人，前值由 243.8 万上修至了 244.6 万，过去十周美国新初次申请失业金人数超过 4000 万人。总体来看当期接近 25%的人口处于失业状态，而根据调查显示，当前大额的失业救济补贴发放也降低了劳动力重新回归岗位。“收入-消费-生产”循环机制的打破将形成新的经济风险。**2）而对于美国的主权部门，私人部门资产的恶化将加剧主权信用风险。**美国当地时间 5 月 22 日，全球租车巨头赫兹（Hertz）根据美国《破产法》第 11 条向美国威尔明顿破产法庭提交了破产保护申请，以求避免对这家有着 190 亿美元债务的公司位于全球的 70 万辆车进行强制清算。而作为美联储支撑企业债市场运作的 SMCCF 工具，美联储不仅会购买投资级企业债和“堕落天使”债券（近期才降级至垃圾级的企业债），甚至可以直接购买类似于 HYG、JNK 这样的垃圾债 ETF。

图 23：　娱乐等服务业消费不兴，信用低速扩张



数据来源：Wind 华泰期货研究院

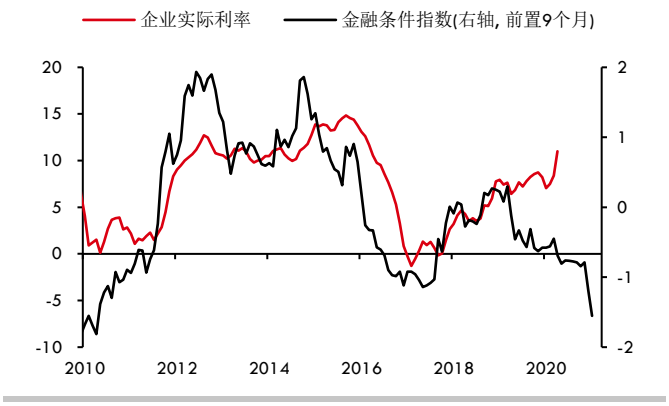
图 24：　居民杠杆率增速仍趋向于回落



数据来源：Wind 华泰期货研究院

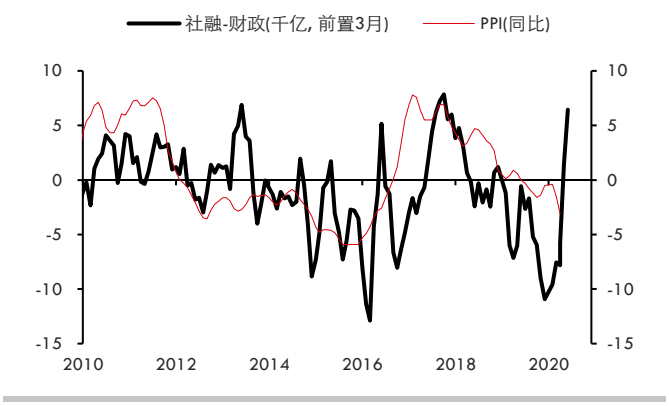
[8] 见后文《2020 下半年后疫情风险》，可能存在几个风险点：1）市场的流动性风险仅仅是缓和，并没有彻底解除；2）新兴市场的债务风险随着资金流动而加大；3）疫情反复情况下实体去杠杆带动的信用风险；4）中国出口风险加剧带动的国内供需失衡风险。

图 25： PPI 低位情况下，企业实际利率仍未下降



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 26： 等待 PPI 改善的时机到来



数据来源：Wind 华泰期货研究院

4 月政治局会议提到了两点：对于外需变化是长时间的，对于国内经济从“六稳”转向“六保”。疫情冲击下，经济面临的挑战是前所未有的，在“确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会”下，开启了战略防守过程。经济的三驾马车——投资、消费和净出口，尽管净出口对于 GDP 的拉动趋于下降，但是出口对于国内制造业的影响依然较大。数据显示，一季度第二产业增加值下滑了 9.6%，甚至高于第三产业 5.2%的下滑幅度，显示出较长时间外部环境变化开始在国内产业链上得到体现，随着二季度国外疫情的加剧，停滞的经济对于国内出口的需求预计将进一步回落，从而对于外贸行业以及国内相关配套的制造业都将带来压力，相关产业的去杠杆是必然的，出口转内销在当前居民杠杆率处在相对高位、失业率受疫情影响回升的情况下，短期依然是负贡献。

私人部门去杠杆和主权部门加杠杆以应对“极不寻常”的历史阶段。当前疫情防控虽然呈现向好态势，但是对于经济的冲击仍将会进一步体现，“常态化”下的娱乐活动依然相对受限，消费者信心受到冲击是必然的——当前仍将处在防控状态下的消费缓慢复苏中。那么这种状态下，市场更为关注的是，由于迟迟得不到现金流的改善预期，从外贸出口行业、到国内服务业，产业链面临的压力首先在债务端的压力增强——实体的违约，带来银行的坏账以及就业的压力。以防风险的角度出发，稳定经济就业成为当前最大的政策指向，对于政策选项而言，疫情防控常态化下，消费结构的转变无论对于消费者还是对于供应商，都将面临中长期不得不转变的过程，也就是说短期刺激当期消费存在困难的情况下，稳就业的最大变量将在于增加未来的消费，也就是当期的投资，以改善出口外需和国内内需受到冲击下的现金流。

2020 年下半年的风险

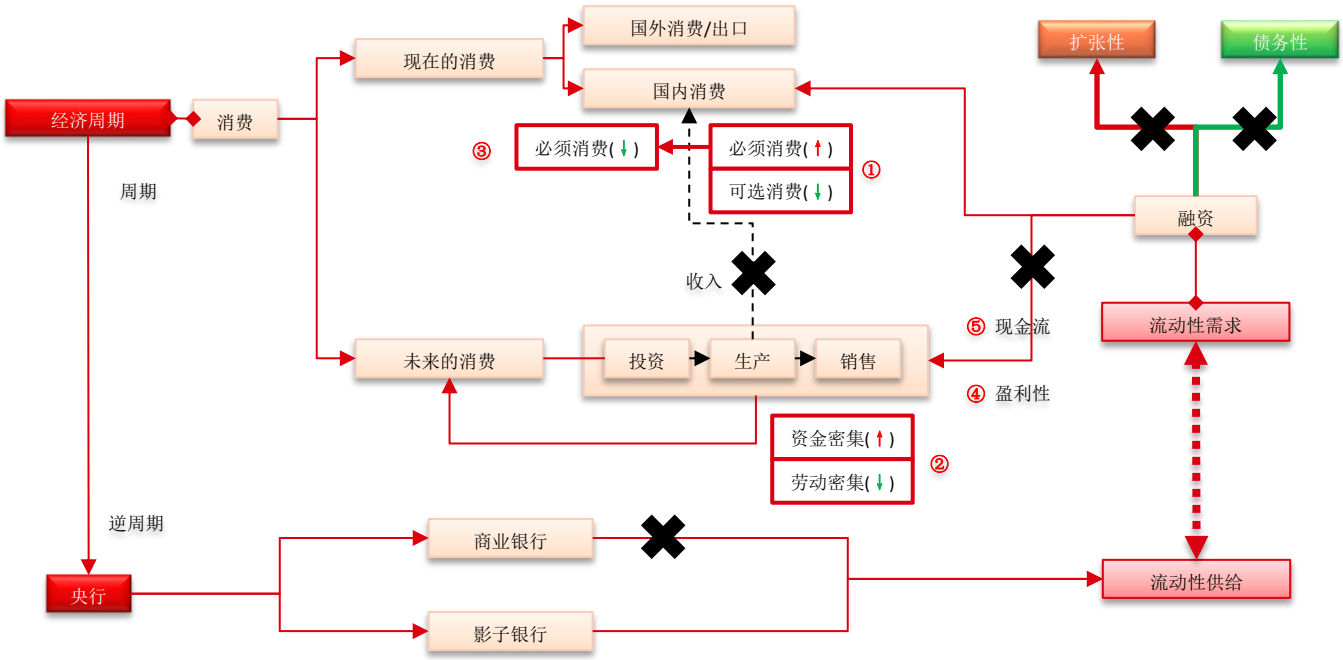
上医治未病，中医治欲病，下医治已病。

——《黄帝内经》

新冠疫情对于产业链的上下游都形成冲击，仅仅是时间上的不同。新冠病毒由于“人传人”、潜伏期长、变异性大等特点使得传染性加强，对于经济活动带来负面影响。“与人接触”的航空、旅游、餐饮、以及劳动力密集型行业受到最强冲击，而进一步的经济隔离措施形成经济活动的停滞，直接影响企业的收入和现金流，以及劳动者的就业和收入。

随着实体端受到新冠疫情的影响，私人部门资产负债表压力开始体现。表现在对于家庭部门收入的进一步降低（标识③），企业部门销售放缓、盈利下降以及现金流的紧张，再次进入到去杠杆和去库存的状态（标识④⑤）。

图 27：　病毒视角下的经济影响——收入停滞和现金流断裂风险



数据来源：华泰期货研究院

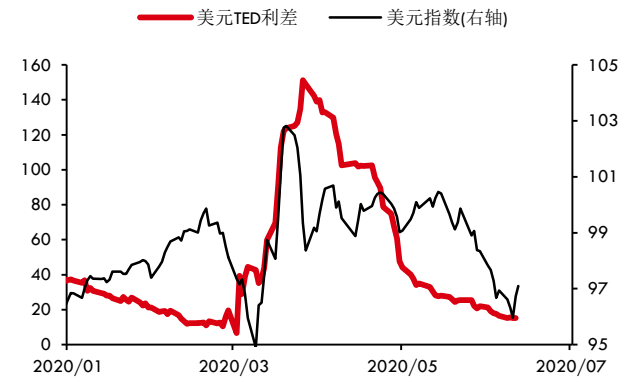
· **流动性风险料依然存在**

美联储等全球主要央行强力的货币政策投放，事实上使得货币当局成为了当前市场的最后贷款人和最后流动性提供方。当前随着美联储提供的“兜底”，流动性风险大幅缓和（TED 利差和 LIBOR/OIS 利差收敛），未来需要关注的是随着时间的推移，价差再次跳升的可能。

对于美国国内而言，实体流动性的需求依然很大。低利率和大规模流动性注入已将美国僵尸企业的数量推高至历史最高水平。美联储本轮的刺激硬生生地推迟了一大波破产浪潮，其可怕的结果是，越来越多靠央行慷慨解囊维持生存的公司恐变成僵尸企业。而美国刺激法案提供的美联储扩表上限大约在十万亿美元未来，截止 6 月 10 日美联储资产负债表已经达到 7.22 万亿美元。

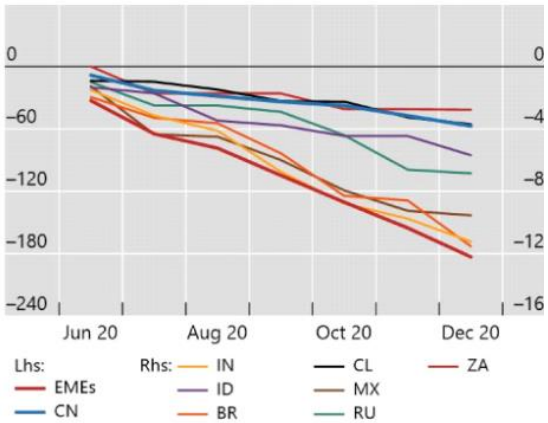
对于美国海外市场而言，尤其是需要关注货币错配带来的压力增强。各国央行对美元的需求已经放缓，且低于 08 年金融危机时的水平，这意味着美联储通过货币互换已经缓解了市场对于美元荒的恐惧。截止至六月第一周，各国央行共使用了 4470 亿美元的互换额度。但是为应对可能出现的主权评级再次下调，印度央行积极囤积美元，预防随之而来的资本外流。印度央行 5 月单月购入了 90 亿美元，印度外储已经达到破纪录的 4935 亿美元。

图 28： 美元收敛，TED 利差收敛



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 29： 新兴市场资金流出压力



数据来源：BIS 华泰期货研究院

· **新兴市场主权债务风险**

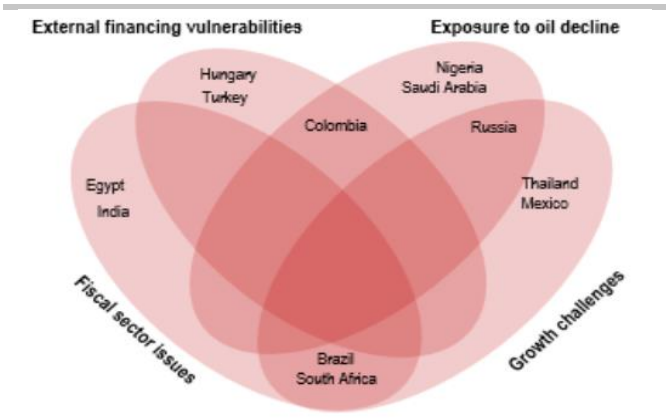
在流动性风险为解除的情况下，对于新兴市场的风险仍没有最终解除，尤其是对于主权债务市场。研究显示，新兴市场本币计价债券溢价受到货币贬值和资金外流的双重影响而大

幅上升，虽然新兴市场在 90 年代债务危机影响后开始调整对外负债的策略——通过降低负债的久期错配和货币错配来降低所谓“新兴市场诅咒”带来的冲击，事实上由于新兴市场自身的资本缺乏，其融资依然较大的依赖于外部资金。这样的安排使得在冲击之下，风险只是从新兴市场主体转向了为新兴市场提供融资的金融中介，但是随着中介受到风险冲击而降低对于新兴市场敞口，风险依然会传回新兴市场。

从影响来看，新兴市场的脆弱性主要表现在外资流出、油价下跌、经济增长、财政压力四个维度。IMF 报告分析显示，匈牙利、土耳其更容易受到外部融资流出的冲击，沙特、俄尼日利亚更容易受到油价下跌的冲击，泰国、墨西哥更容易受到来自经济增长的冲击，埃及、印度更容易受到财政赤字的冲击。而从风险组合的维度，哥伦比亚同时面临外资流出和油价下跌的风险，俄罗斯同时面临油价下跌和经济增长的风险，巴西和南非同时面临经济增长和财政赤字的风险影响。

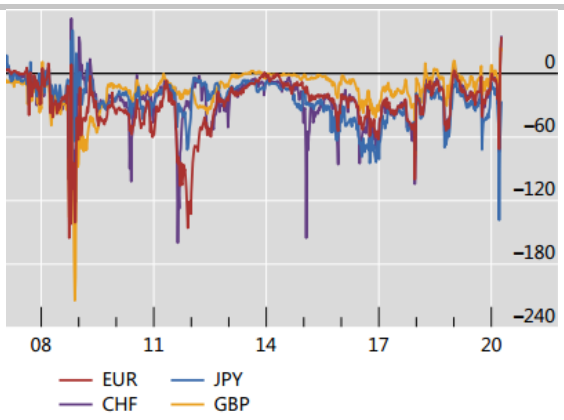
从微观结构上，货币市场的美元融资压力也将增加新兴市场的流动性压力。新冠疫情爆发以来，外汇市场美元融资成本大幅上升接近 2008 年的水平。从融资的需求来看，保险公司、养老基金和组合经理等机构投资者是需求的主体，通过货币互换获取美元融资，因而大量有货币对冲需求；从融资的供给来看，银行和其他金融机构为国际资本市场提供美元融资，由于新冠疫情冲击企业大量使用银行信用额度降低了银行配置其他资产可能，而其他金融机构像货币基金由于投资者资金的抽离也降低了美元资金的融出。数据显示，外汇市场中美元互换占比达 89%，其中大约 3/4 的头寸久期低于 1 年，而根据成交量推断的久期大部分低于 1 周。离岸美元市场流动性收紧直接影响了新兴市场债务可持续性，IMF 预计到 4 月底将有 50 个国家收到国际货币基金组织的疫情应对援助，102 个国家寻求援助。

图 30：　新兴市场风险分解图



数据来源：IMF 华泰期货研究院

图 31：　主要货币和美元的 3 个月互换基差



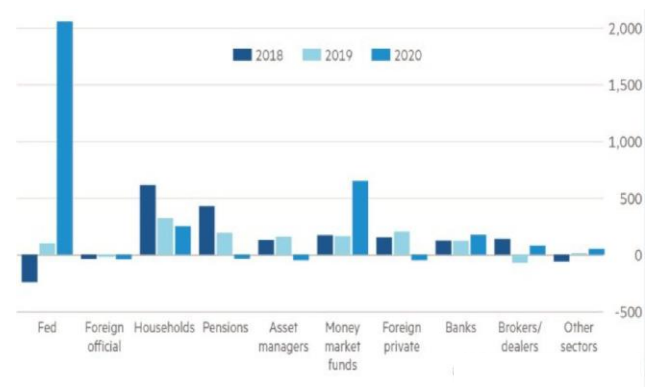
数据来源：IMF 华泰期货研究院

· **发达市场主权债务风险**

在发达经济体通过大量的货币宽松和财政刺激对冲新冠疫情带来的影响过程中，财政的可持续性以及主权债务担忧也将上升。以债务/GDP 为衡量尺度，美国政府债务规模已经达到了历史上战争时期的高位，先不论美国财政部在债务上限约束下通过增加短期国债发行以达到短期经济刺激目的，带来的债务结构改变，单从总规模来看，2020 年美债上升的速度创下了历史。

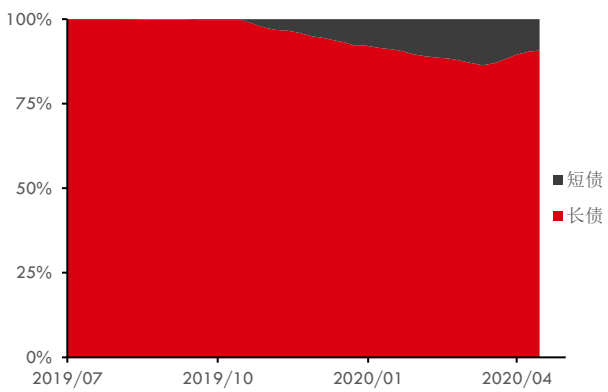
收益率曲线控制预计将在 9 月推出。市场预期在大量的量化宽松政策实施之后，在负利率选项暂时不考虑的情况下，货币端对于市场的宽松提振在于“收益率曲线控制”。一方面，截止 5 月预算赤字增至 3988 亿美元，2020 财年前八个月达到 1.88 万亿美元，按照国会预算办公室估计今年赤字扩大 2.2 万亿美元，意味着未来四个月谨慎估计有 3200 亿美元赤字，短期内通过直接控制长端的收益率水平、从而支持美国国债的发行的需求下降。另一方面，从时间上来看，伴随着 4 月以来纽约联储新增购债持续下降，6 月 FOMC 承诺市场维持当前的购债规模不再下降(一阶转变)，在大选前若进一步刺激经济的需求上升或疫情反弹(二阶转变)，则 9 月 FOMC 进行收益率曲线控制的措施将是需要考虑的选项，将购债目标从“量”转向“价”，从而维系市场对于货币政策的宽松信心。

图 32： 美联储成为美债市场主要买家



数据来源：GS 华泰期货研究院

图 33： 美联储持有长短债分布



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

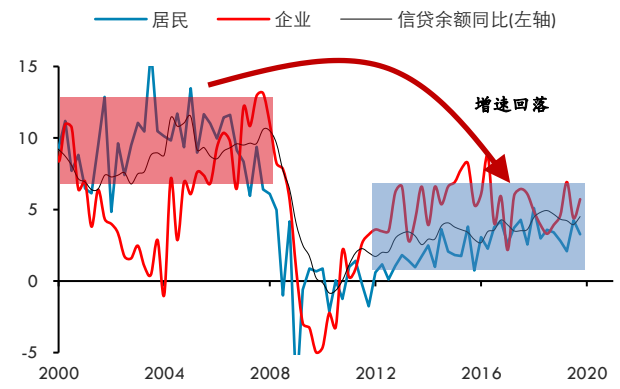
· **去杠杆带动的信用风险**

2018 年开始美债期限利差进入倒挂状态，新冠疫情或成为信用转折的导火索，未来美元信用将面临收缩风险。观察自 20 世纪 90 年代以来的美国信用周期可以发现，美债利率曲线的扁平化过程是信用的持续扩张过程，而曲线的陡峭化将逆转这一过程，尤其明显的两次冲击在 2000 年和 2008 年，伴随着利率曲线扁平化进入到“倒挂”状态，美国的信用周期出

现了快速的收紧，2000 年接近停滞而 2008 年甚至出现了收缩。2020 年新冠疫情的最大影响在于冲击经济和产业链，加速了陷入衰退的风险，加剧了信用的收缩。全球的竞争加速演变成“国与国”之间的竞争，当前全球各国通过货币的宽松和财政的刺激（直升机撒钱）打响了金融战，主权信用继续扩张带来市场最后的繁荣。

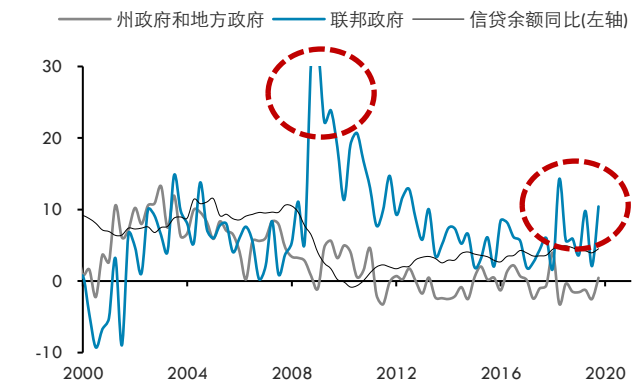
从分部门信用来看，美国居民部门信用和企业部门信用在 2008 年受危机冲击以来都呈现出持续而缓慢的扩张过程。金融危机之后，企业部门信用增速快去居民部门。截止 2019 年，居民部门的信贷增速保持在 3.3%，其中住房贷款增速 2.7%。消费贷款增速 5.1%；非金融企业部门信贷增速达到 5.7%，且在 2012 年以来增速持续快于居民部门的信贷扩张速度。从杠杆变化情况来看，2008 年至今的史上最长的扩张周期中，家庭部门呈现出持续的去杠杆过程，而企业部门呈现出持续的增杠杆过程，家庭部门的杠杆率从 2008 年最高的 98.3%降至当前的 74.2%，而企业部门的杠杆率在持续放缓至 2012 年之后，开启了新一轮的加杠杆过程，截止 2019 年三季度企业部门的杠杆率已经超过 2009 年的高点，创出新高 74.2%。

图 34：　后危机时代私人信用缓慢扩张（同比%）



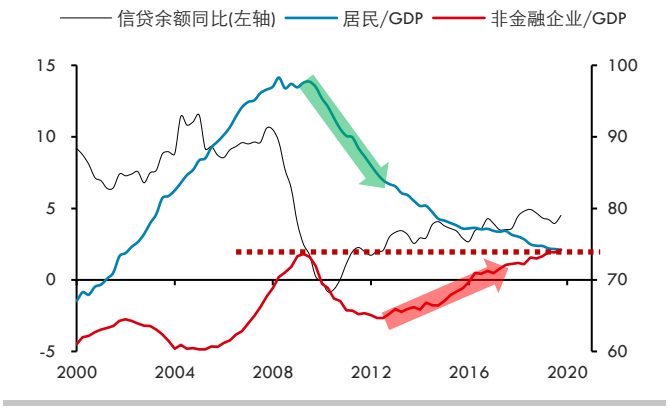
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 35：　后危机时代主权信用快速扩张（同比%）



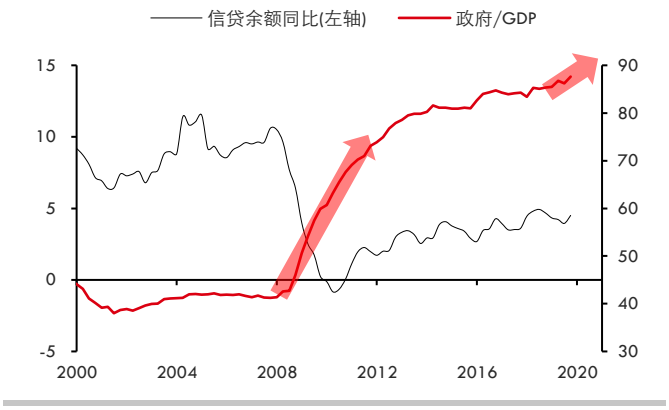
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 36： 家庭去杠杆 vs 企业增杠杆至新高



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 37： 主权杠杆持续扩张至新高



数据来源：Wind 华泰期货研究院

由于政府杠杆的增加，我们预计在疫情形成的这一轮去杠杆风险释放之后，市场将进入到“繁荣的陷阱”阶段。我们注意到，在当前美国信用周期的顶部，一方面美国财政货币政策进一步增加对于市场的刺激，美联储进入到降息周期，美国财政在低利率环境中增加负债规模，另一方面美国进一步放松对于金融部门的监管，2018 年改革《多德－弗兰克法案》签署，将需要面临美联储严格监管的银行资产门槛从 500 亿美元提高到 2500 亿美元，给中小型银行减轻监管压力；2020 年美联储批准简化针对大型银行的资本金规定，为大型银行大幅削减资本缓冲开了绿灯。**我们认为随着疫情冲击带来的政策逆周期对冲，伴随着疫情的未来缓和，周期逆转的条件——“繁荣陷阱”将逐渐实现，在全球货币金融竞争的过程中，书写本轮长周期下行过程中最后一轮的上行繁荣阶段。**

· **气候和农产品市场风险**

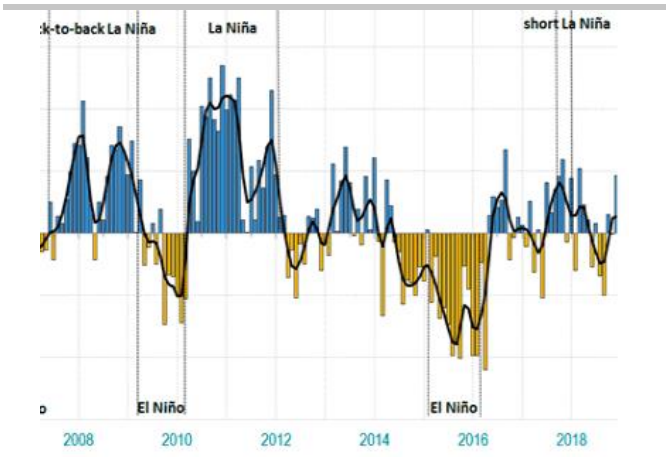
无论是地壳的运动，还是洋流的运动，2020 年的气候特征越来越体现出全球气候冷暖相位的转换特征[9]。研究显示，1980 年以后的平均气温的上升有一个特点——与包括 20 世纪前半期在内的过去气温上升时代相比较，其速度前所未有的急剧升高。过去 8000 年中存在着较为显著的 500 年循环的周期运行，这种温暖湿润/寒冷干燥的季风气候周期和人类活动存在着紧密的关系，当前可能进入到了气温上升的周期，将加速“大陆文明”和“海洋文明”之间的更替过程。

而以更短的视角来看，在转折年份，气候的异常往往驱动病虫害等极端影响的加强。2019 年的非洲猪瘟驱动对于猪肉价格的影响开始减弱，但是气温变暖背景下病虫害（草地贪夜蛾、沙漠蝗虫等）和厄尔尼诺现象发生背景下的洪水、大火等自然灾害对于农作物的影响不可

[9] 参见报告《开年首季问大势（总论）——定位 · 重塑 · 周期》

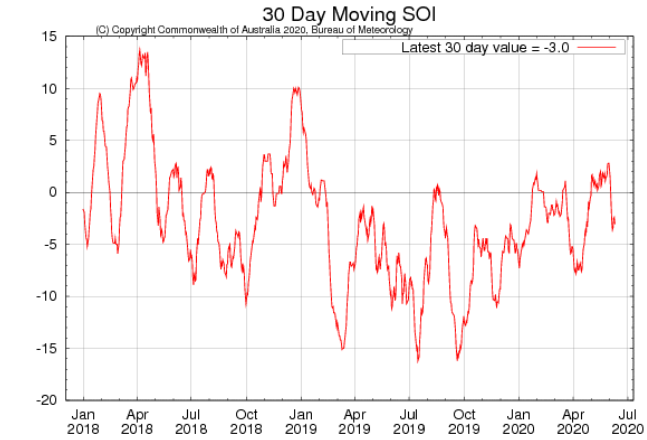
忽视，对于宏观定价中的通胀因子影响增强，全球农产品禁运加剧背景下国内主粮的供应担忧虽较轻，但对于其他农产品的供给扰动将推动蔬菜水果项的阶段性波动放大。

图 38： 月度 SOI 和厄尔尼诺事件



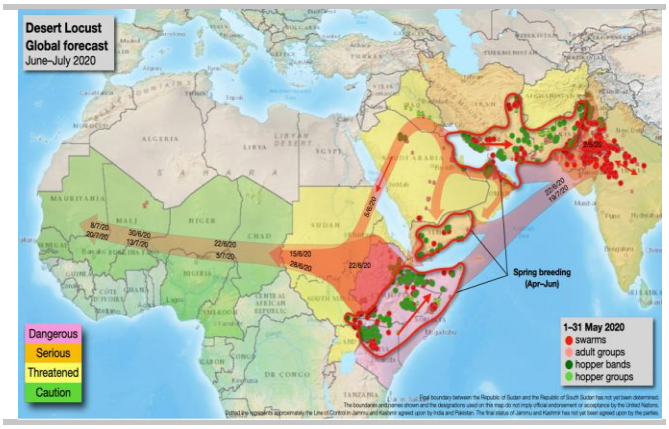
数据来源：SOI 华泰期货研究院

图 39： 30 天 SOI 移动均值正在上升



数据来源：SOI 华泰期货研究院

图 40： 联合国对未来非洲蝗虫的路径预测



数据来源：FAO 华泰期货研究院

图 41： 随着草地贪夜蛾的北迁，玉米等作物风险



数据来源：Wind 华泰期货研究院

2020 年宏观交易变量更新

美元与“双重赤字”（政府预算赤字和贸易赤字）之间存在反向相关关系。

随着美国政府采取刺激措施来应对新冠疫情的影响，赤字正急剧增加。

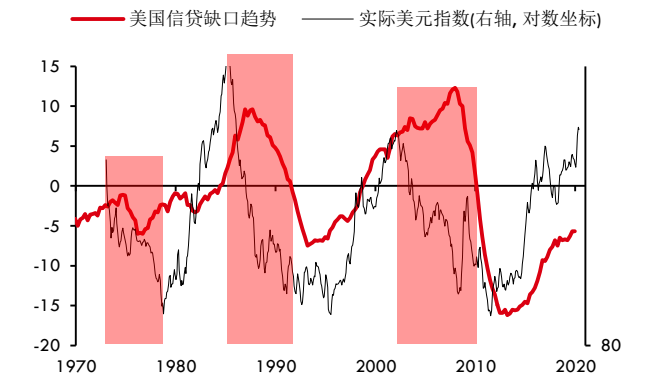
——双线资本 杰弗里-冈拉克

- **美元：进入到为弱美元准备阶段**

战争和美元强势。正如我们在年报《夕阳无限好》中提到的，在战争状态下，美元指数相对美国财政、货币双赤字很难有回落的趋势——即在战争状态下，伴随着美国双赤字的扩张，美元指数非但没有减弱，相反更多时候呈现出强势特征。如果我们把当前的新冠疫情称为一场针对病毒的战争，那么在这一过程中这一结论也得到印证。正如我们在前文指出的，当前来看针对病毒的战争虽然还存在反复，但是大势正在逐渐过去；而针对“全球化”的战争却是在加强，所谓中美之间的“脱钩之战”。这是一场非常规的战争，而且从当前全球经济状态来看，中美之间的战争和博弈也将延续很长时间——长期表现为脱钩，短期在压力的扰动下存在分分合合的不确定性。从这个维度出发，在后疫情阶段的全球经济修复阶段，弱美元的氛围仍然存在。

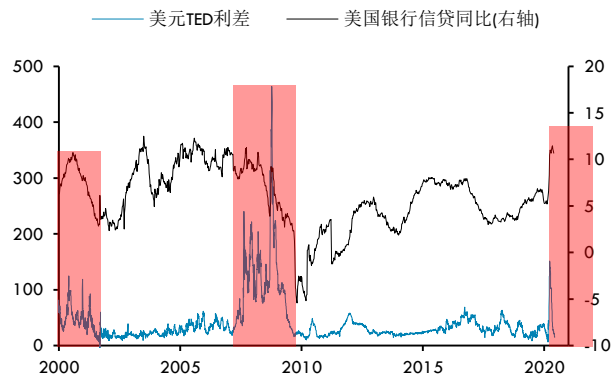
从策略上来看，我们认为疫情的反复阶段美元仍将延续一定的强势，对应于当前欧元兑美元的多头头寸存在一定的反复。机会在于随着市场头寸的调整，在疫情反复阶段逐渐建立美元的空头仓位，等待经济逐渐复苏。

图 42： 我们关注弱美元推动美国私人信用扩张



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 43： 但疫情中私人部门信用恐难有效扩张



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

· **黄金：弱美元下可能迎来弱黄金**

黄金的定价本质是对于信用的对冲。延续华泰期货对于黄金的分析框架[10]，黄金作为资产的定价因子“信用”可以拆解为“实际利率”和“美元”两个维度[11]，前者反馈的是信用经济的增长维度，后者是对信用经济的货币维度进行的映射。长期来看，在全球经济持续向下的阶段，黄金具有战略配置价值。

中短期内美元信用存在修复预期，主要方式可能通过弱美元方式进行，因而黄金和美元存在同跌的可能。随着疫情反复对于经济的冲击完成，市场将进入到对于经济复苏的定价上来，美元的相对走弱之下驱动这一轮库存周期的弱改善，黄金将阶段性走弱，为长期配置头寸再次提供入场的时空。

图 44：　黄金美元相关性背离严重



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 45：　道金比有继续转弱迹象



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

[10] 参见《黄金投资手册》、《宏观策略看资产（一）——黄金》和《宏观策略看资产（一）——黄金（修订版）》

[11] 这里特指美元的实际利率和美元的货币价格（美元指数）

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院“，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com