

宏观周报

宏观经济

国内的“确定性”，海外的“不确定性”

从宏观的角度看，全球的经济已经边际触底，而市场已经过了资产同步性大幅波动的阶段，进入到资产分化走势的阶段。这种分化，体现在两个层面，一是疫情影响的分化，二是政策的分化。

疫情影响的分化，体现在1) 国内不同行业在恢复过程中，受到疫情影响的分化，比如工业和建筑影响小，存在需求回补过程。这是为什么我们看到过去一段时间，凡是和基建和地产沾边的商品需求都比较强（螺纹钢、水泥、EPS）。2) 国内和海外，在复工过程中，疫情二次扩散的概率分化。显然，国内二次扩散的概率要低于海外。

政策的分化，体现在政策环境上，中国自己能控制的经济政策都会比较稳定，而美国对中国的施压政策会不断存在。

总结下来，国内无论是疫情的管控，还是基建和地产相关的需求都会具有“确定性”，海外无论是疫情的管控，还是对待中国的政策都会具有“不确定性”。

针对上述的国内“确定性”，海外“不确定性”，在**资产组合和策略选择上**，“多A股+多黄金”，“多黑色，空有色化工”都是可以考虑的方向。

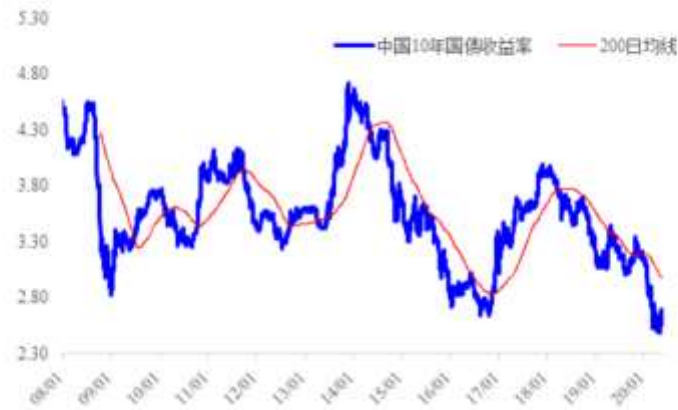
另外，在一个全球经济总需求边际环比触底修复，货币财政维持大幅宽松，但中美摩擦持续不断的环境，策略选择需要结合量价指标。比如，

1) A股看换手率



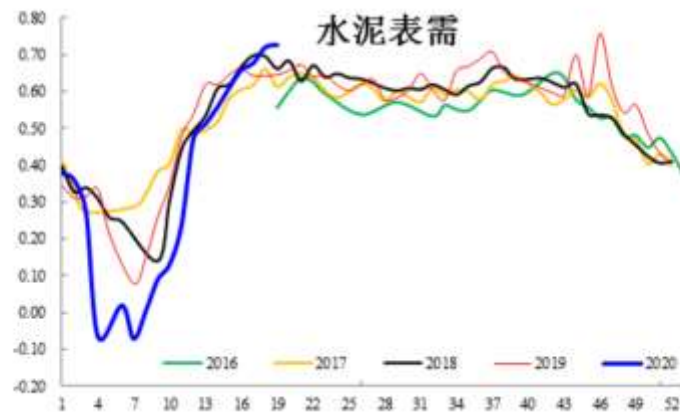
从换手率来看，A股没有过热迹象，仍然在一个成交量和换手率偏低的水平上，进行价格的修复过程。这种修复从基本面的角度看，在反映一是经济的修复，二是货币财政的宽松环境。什么时候换手率向上突破0.7的水平，市场的显著调整风险才会比较大。

2) 10年国债收益率偏离200日均线还是过大



过去2周，国内10年期国债利率反弹了20bp，一方面反映债券供给担忧，另一方面反映实体改善预期。其实还是前面下来的太多了，2.5%收益率，商业银行和保险的配置诉求不强。目前收益率偏离200日均线还是过大，尽管驱动债券收益率下行的因素没有实质性扭转，但这个位置想走出趋势行情，还是比较困难。

3) 基建地产相关偏强回补需求，仍将维持

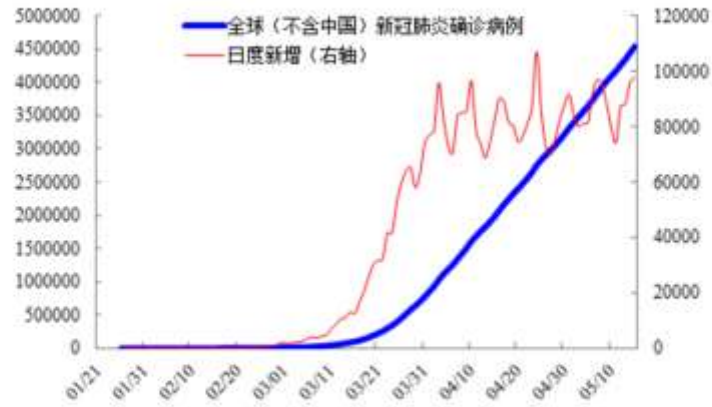


1-4月，国内水泥累计表需在-17%，决定了未来几个月，水泥的表需仍将有17个点需要回补。今年淡季被扭曲成旺季的特征会维持若干月份。这是国内的“确定性”。

债券

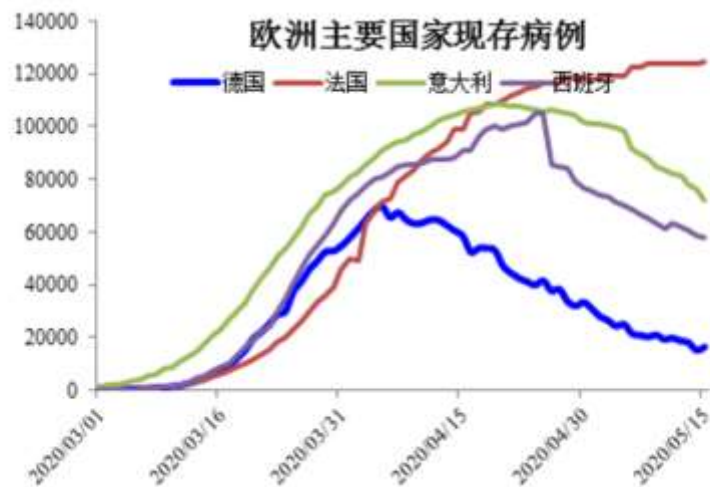
核心观点

截止5月14日，全球除中国外总共确诊病例超过450万例，日度新增继续停留在8-10万例的平台上。

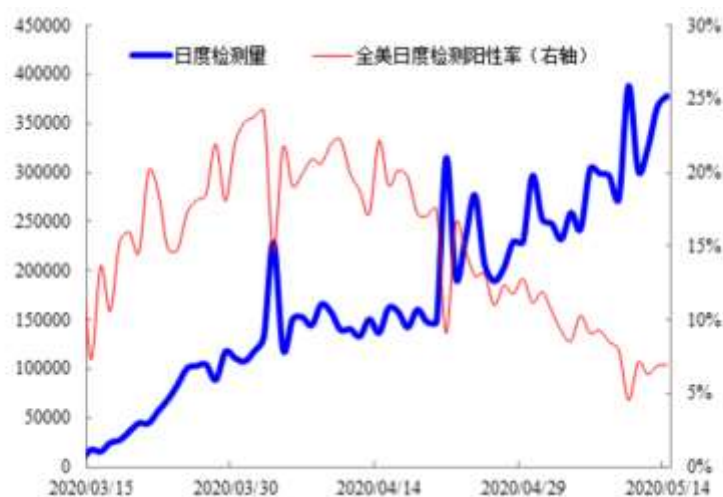
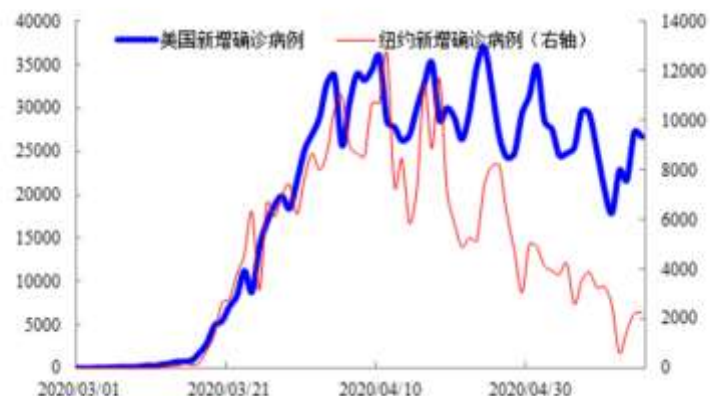


欧洲开始复工差不多两周，无论是从日度新增病例还是现存病例来看，情况都没有出现恶化，当然要确认复工造成的影响还需要再观察一到两周才能下结论。

欧洲重灾区新增确诊病例

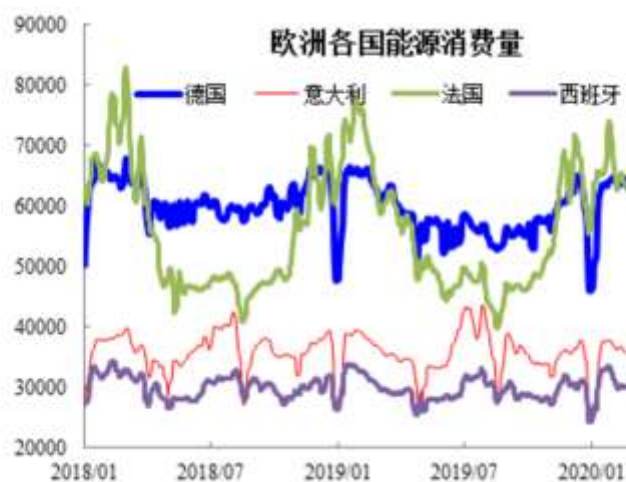


美国方面进一步扩大检测能力，目前日检测量已接近40万，检测阳性率进一步回落至6%出头，离我们设定的5%阈值已经较为接近，我们判断在检测量达到50万左右，检测阳性率有望回落至5%以内，则检测较为充分，接下来就有望看到全美日度新增病例出现更为明确的趋势下行。



美国目前也已进入复工状态，我们不预期会出现显著的二次高峰（如显著超过之前最高点的日度新增），因为大部分民主党的州疫情控制的还不错，而共和党的州虽然处境艰难一些，但伴随着检测量的扩大以及天气逐渐升温，病毒传播的速度超过之前水平的概率相对较小。

复工进度方面，本周欧洲的能源消耗数据较上周有所起色，几个主要国家都出现了一定程度的环比改善。当然我们需要注意到两点跟中国不同的地方：首先，他们在停工期间的能耗损失量（大致对应二产活动的损失）并没有中国大，大部分国家的能源消费量较停工前的损失幅度在30%以内，而中国的二月份显然是大于30%（可能在50%左右）；其次，他们复工的进度也慢于中国，中国大致用了一个月时间从停工到恢复90%左右，再用了一个月基本完全正常，预计欧洲的时间表要在这个基础上再推迟一到两周，毕竟疫情控制的“干净程度”还是有差距的，而疫情曲线天然和经济曲线呈互斥关系。



关于美股，我们预期会有进一步的回调，逻辑跟上周一致，即过去一段时间关于疫情、就业数据的大部分利好都已兑现，边际改善的方向已很难继续推涨市场，除非幅度特别超预期。而目前看美国的疫情曲线下降的速度和经济曲线复苏的速度都会比较慢，再加上联储扩表的速度开始显著放缓，总体而言市场有较大的回调压力。

关于黄金，上周后半周出现了较为明显的上涨，核心驱动来自于原油价格反弹带动的通胀预期反弹，而名义利率继续维持震荡。这个状态和我们所预期的完全一致，而这个组合预计也将保持较长时间，对应实际利率继续趋于下行，黄金价格趋向反弹。

