

宏观周报

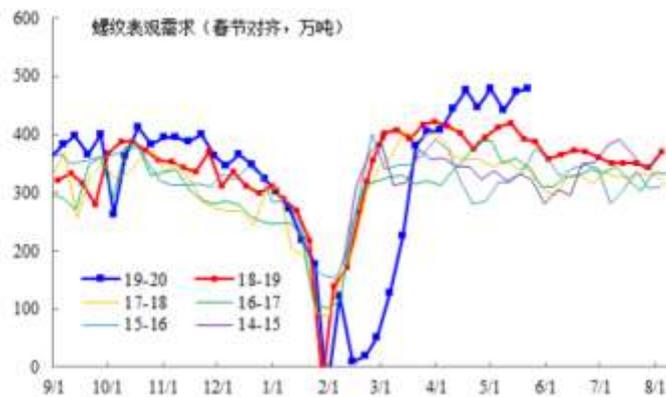
宏观经济

核心观点

这个问题，对于交易国债和商品的人，会有影响。其中对判定下半年整体的利率波动中枢也会有影响。

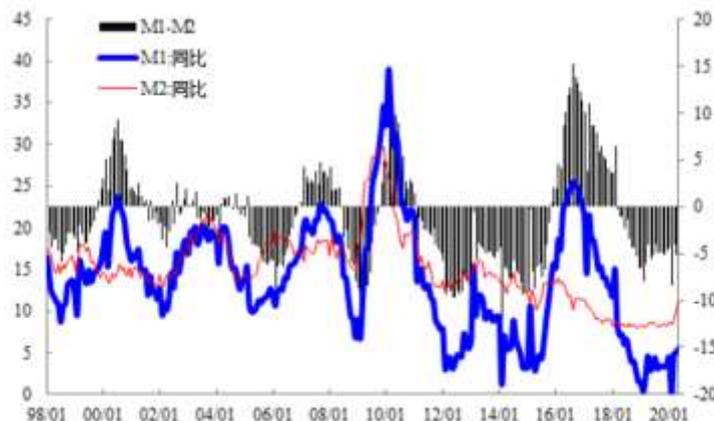
所谓的“需求回补”，指的是因为一季度疫情停滞的需求，在4月份开始呈现超过去年同期正常水平的超额回补。基建和地产施工环节，所呈现的回补更明显，耐用消费品会有一些回补。这导致PPI的环比价格反弹，限制央行在短端利率的下调意愿。当然市场也都大多明白了这个逻辑。现在比较关心，回补会持续多久？以及，在疫情冲击过后，经济自身的周期处于什么状态？

以螺纹钢表观需求为例，从4月开始，表需一直显著高于去年同期水平，在追了快2个月之后，目前1-5月的累计需求增速是-11%。按照目前的回补速度，预计7月中旬，我们会看到累计需求增速回到0%。一旦回到0%，我们认为，疫情所造成的需求错位影响，就基本结束了。接下来就要看，实际的经济增长力度在什么位置了。

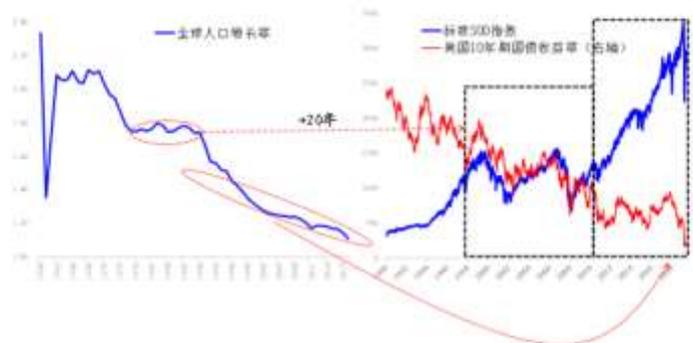


为什么是回到0%？因为在疫情前，今年国内地产的销售增速预计在0%附近，在开发商本身库存不高，但又没有太强主动囤积库存意愿的情况下，卖多少，开多少，可能是合理判断，意味着新开工增速0%，施工增速0%附近。

而在判断实际经济位置时，我们需要看货币实际有效转化的情况。4月的信贷货币数据显示，M2增速提升的比M1增速更快，意味着企业在获取资金后，进行了较为明显的资金套利行为（低息融资套结构化存款等），实际的货币向信用的转化并不强。如果这种状态维持，即M2增速的改善始终快于M1增速，或者M1增速始终维持在偏低位置，那么7月中旬后，在需求回补结束之后，实际的下游需求会缺乏力度。决定了国内长端利率的波动范围，可能还会限定在一个偏窄的2.5%-2.8%的范围。



从更长期的视角看，全球低利率、低增长、低通胀的环境，还要维持很久。最根本的问题还是人口。离我们最近一次有通胀，“股债反向”的时间阶段是1998-2010年。那一个阶段，实体回报好于金融资产回报。而之所以是那个时间段，是因为20年前的1978-1990年，全球人口增长比较稳定。

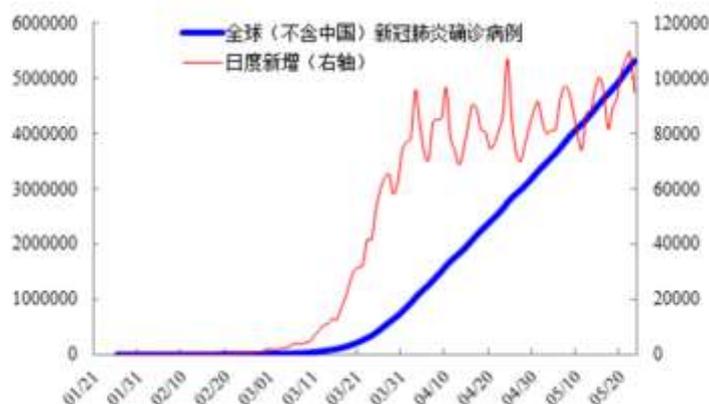


1990年之后，全球人口增长进入到系统性放缓趋势，这决定了2010年之后的“股债同向”也好，金融资产回报高于实体回报也好，贫富差距拉大也好。民粹主义也好，全球化可能的倒退也好，被更强的呈现出来。

债券

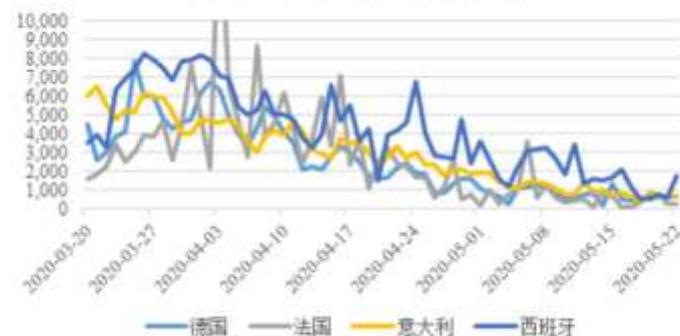
核心观点

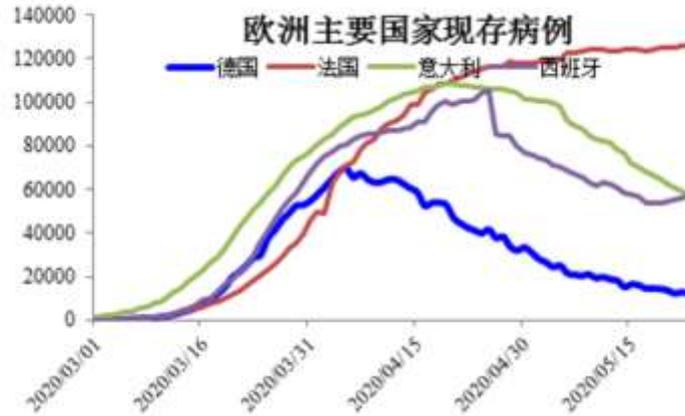
截止5月23日，全球除中国外总共确诊病例超过530万例，最近一周日度新增病例有略微向上突破的趋势，达到了8-10万这个平台的上边界，主要的拖累来自于巴西。对于第三世界国家而言，总体上我们认为是不需要太担心的，个别态度不端正的国家（如巴西）确实情况会比较糟糕，但巴西现在也开始执行口罩令了，预计后续还是能看到疫情拐点。



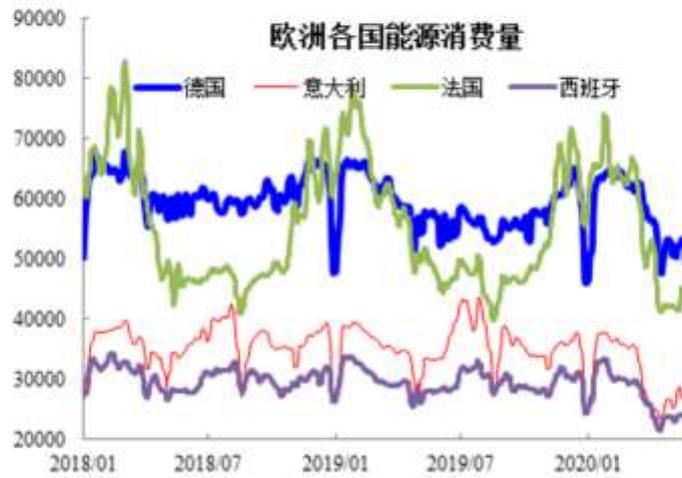
欧洲开始复工三周，从新增病例和现存病例数据来看，均没有出现“二次爆发”的迹象，在秋冬季之前我们可以阶段性把疫情数据放下，重点回到经济恢复强度上了。

欧洲重灾区新增确诊病例

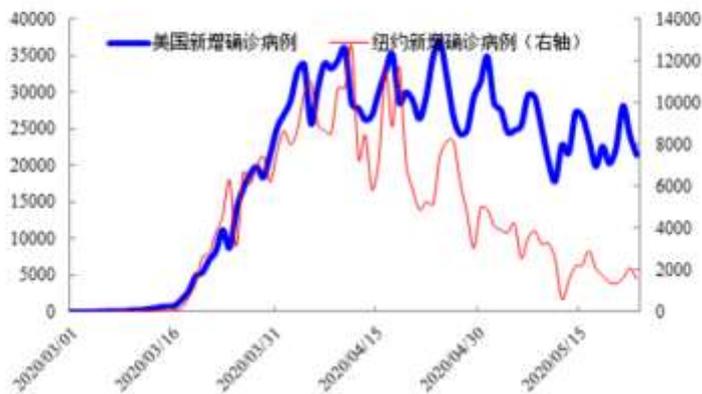


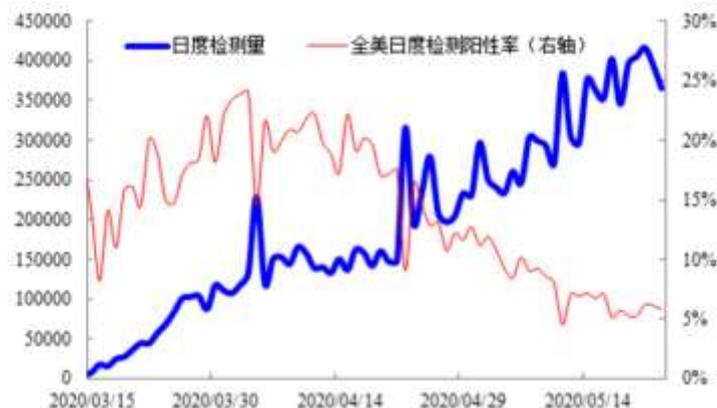


从我们监测的欧洲各国能源消费量来看，复工后能耗环比确实出现了边际改善，但除了意大利以外，其余各国似乎复苏的强度并不算快，从目前的复工速度来看，预计还要一个月以上才能恢复到接近正常水平。

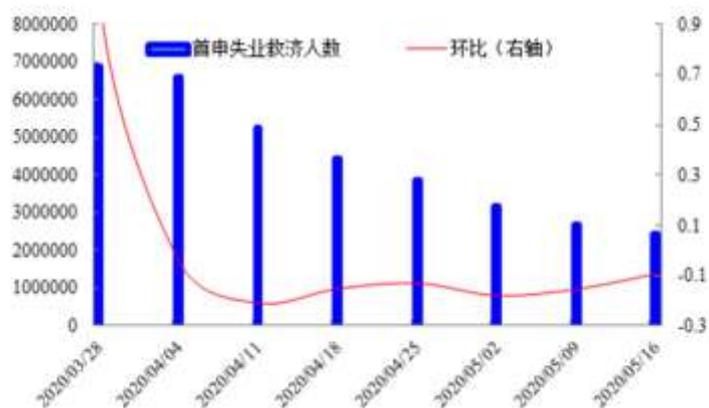


美国方面检测能力持续扩大，目前日检测量已达到40万，检测阳性率进一步回落至5%附近，接下来只要美国继续维持现有趋势，扩大检测，将阳性率控制在5%以内，那就离真正控制疫情不远了。同时我们仍然认为美国在秋冬季之前出现二次爆发的概率很低，大概率疫情数据还是会按部就班的回落。





美国开始复工后我们可以重点观察就业数据的变化，因为就业数据质量相对较高，且可以表征经济全貌（能耗数据只能表征工业生产，而欧美的服务业占比更高）。从过去几周的首申失业救济人数走势来看，环比确实一直在回落，但环比下降的速度已经出现了逐渐放缓的趋势，假设按照每周环比降15%的速度来看，回落到100万以内还需6周，如果环比降速为10%的话，则需要9周，如果要恢复到疫情前二十几万的水平，以目前的速度至少需要1个季度以上。



也就是说美国经济恢复的速度也是相对偏慢的，想要看到经济数据同比正增长可能需要等到8月份之后了。

金融市场方面，美股的强势远远超过我们的预期，我们之前的逻辑是大多数利好的消息（如疫情数据、复工、货币财政宽松等）都已被price in，很难进一步超预期了，但事实上美股往往是只有很强的利空才会下跌，平淡无奇的时候都是上涨的。所以想要看到美股回落，或许需要新的利空逻辑，如中美关系显著恶化或是联储收紧等，短期条件还不成熟。

关于黄金，我们继续看多，逻辑仍然不变，即当下经济状态中名义利率将维持低位相当长的时间，而油价见底反弹的趋势已经明朗，将带动通胀预期回升，两者合力将推动实际利率进一步下行，利好黄金。

