

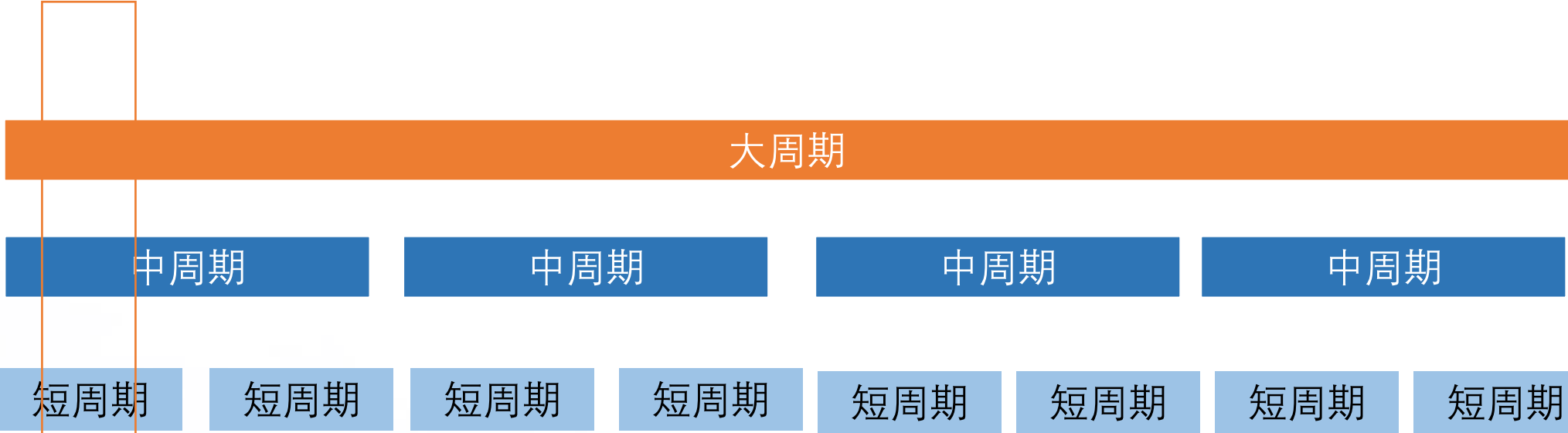


# 拜登时代的宏观格局与新周期

长江期货 研究咨询部

余雪飞 从业资格号F3054229 投资咨询证书号 Z0015952

2020. 12. 19



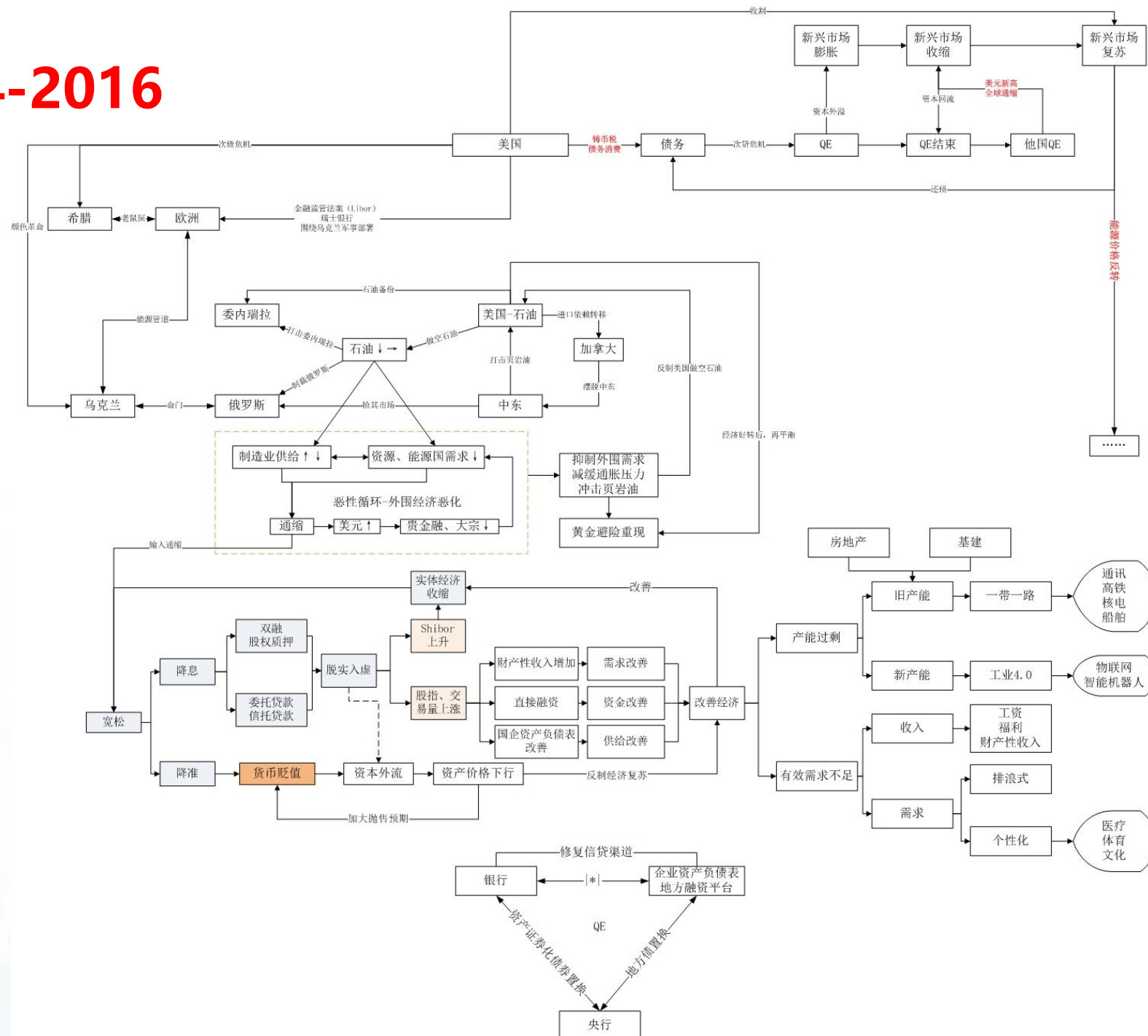
视角

- 大周期是否持续
- 中周期拐点
- 短周期情绪

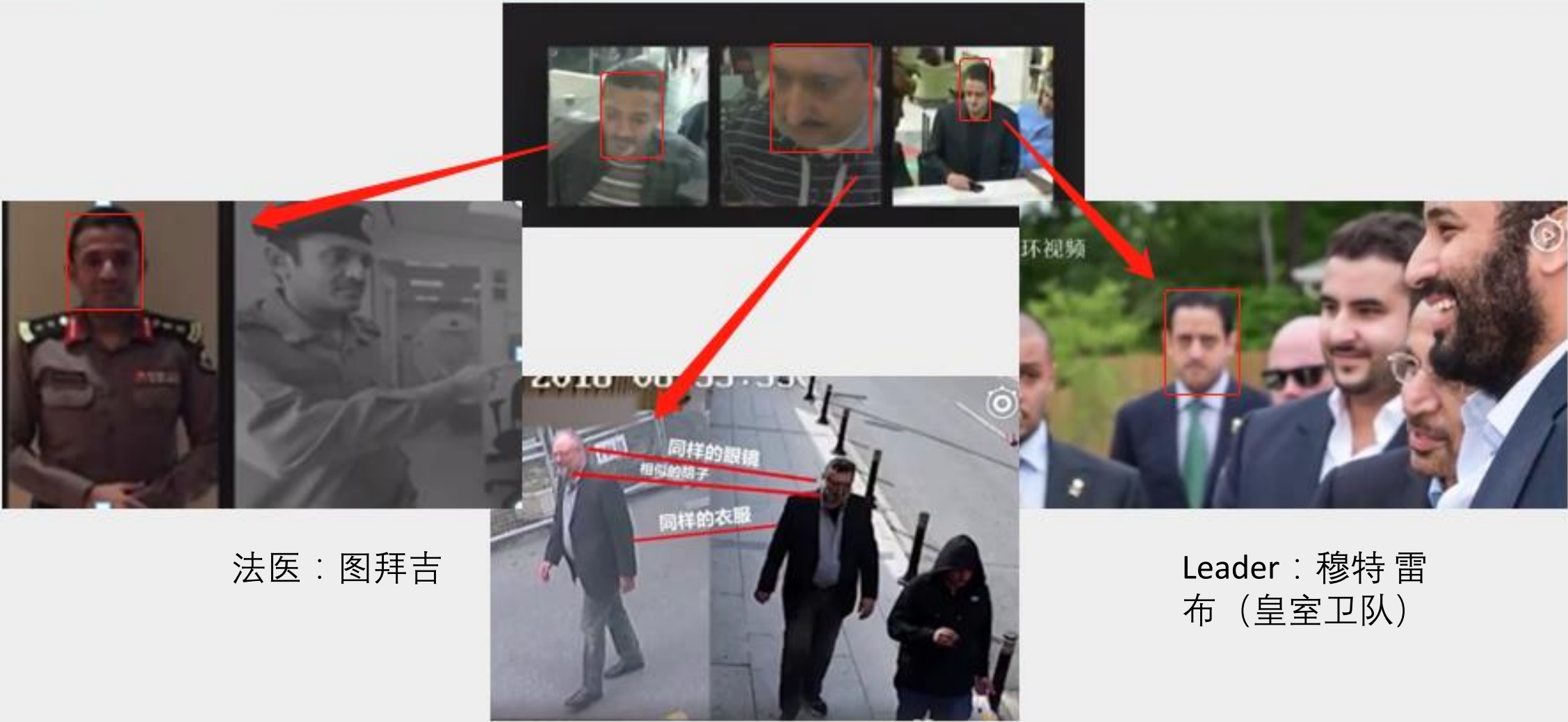


奥巴马2014年5月28日 西点军校演讲









法医：图拜吉

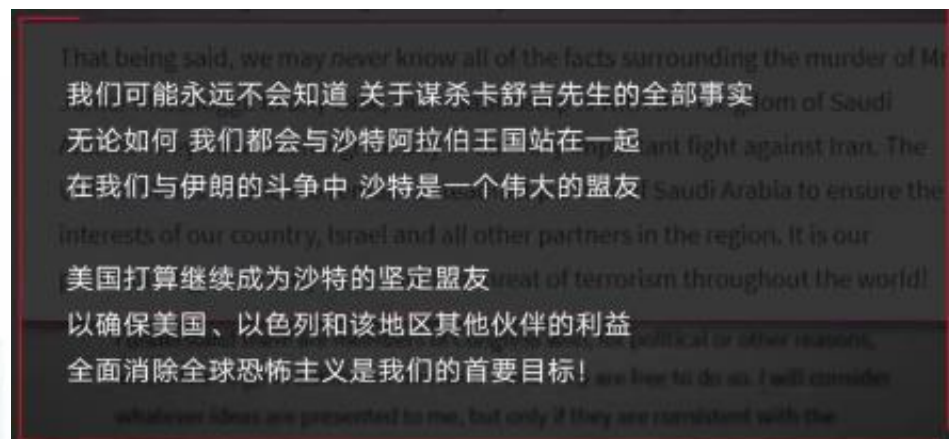
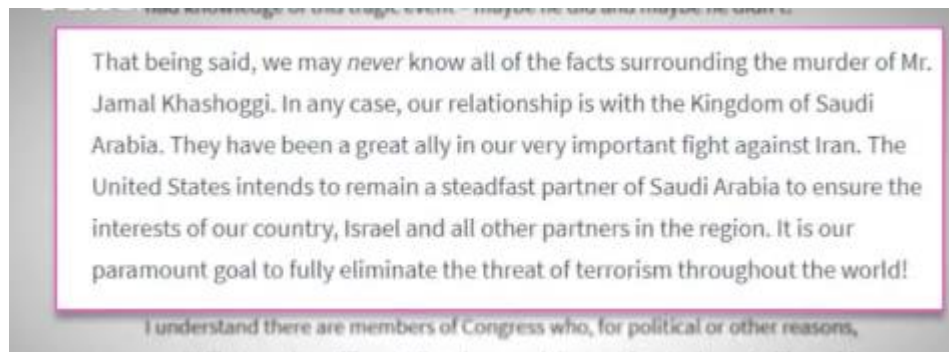
Leader：穆特 雷布（皇室卫队）

工程师：麦达尼



- 美国的底线
- 俄罗斯的囊中物
- 土耳其的忧虑

俄罗斯K.O.美国





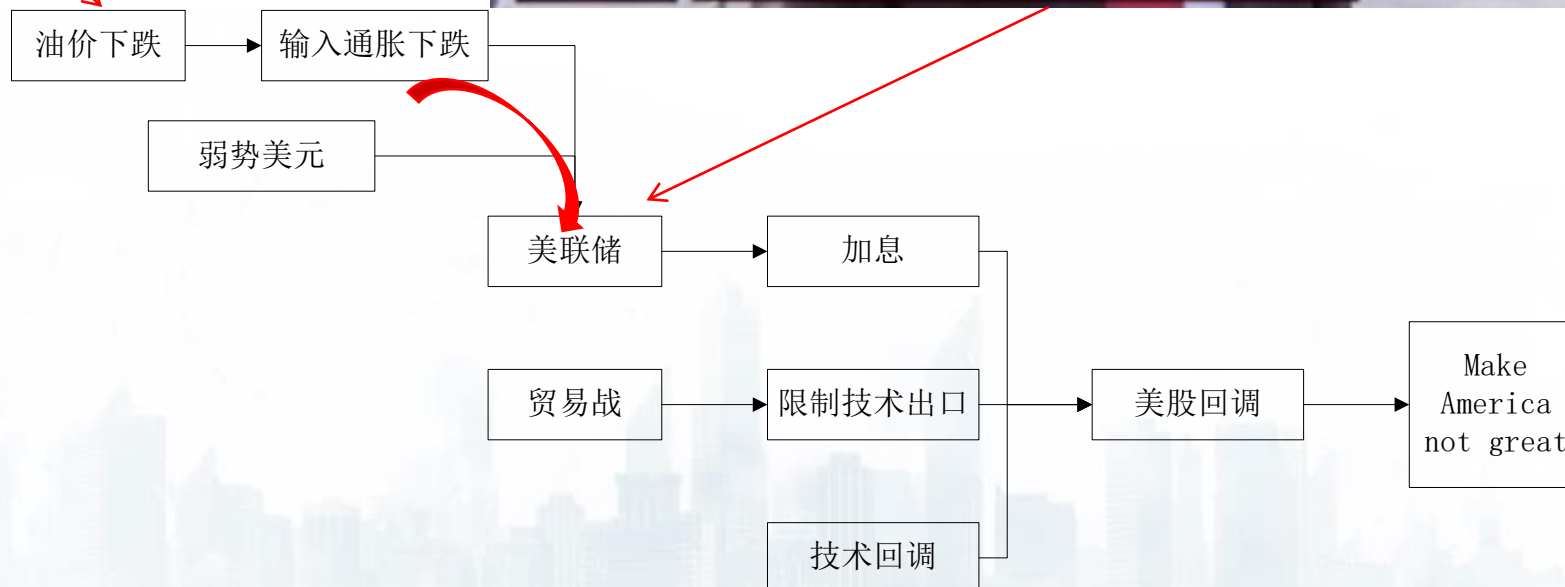


Donald J. Trump  
@realDonaldTrump

Oil prices getting lower. Great! Like a big Tax Cut for America and the World. Enjoy! \$54, was just \$82. Thank you to Saudi Arabia, but let's go lower!

翻译推文

2018/11/21 20:49





Fisher(1933)债务-通货紧缩论



Akerlof(1970)信用市场摩擦



Bernanke、Gertler & Gilchrist(1999)金融加速器模型 (BGG模型)



$$E_t f_{t+1} = E_t \left[ \left( \frac{n_{t+1}}{q_t k_{t+1}} \right)^\psi \frac{R_t}{\pi_t} \right]$$

研究银行行为

Angelini et al. (2010)

Liu Guangling (2012)

延续企业资产负债表渠道

Christensen & Dib(2008)

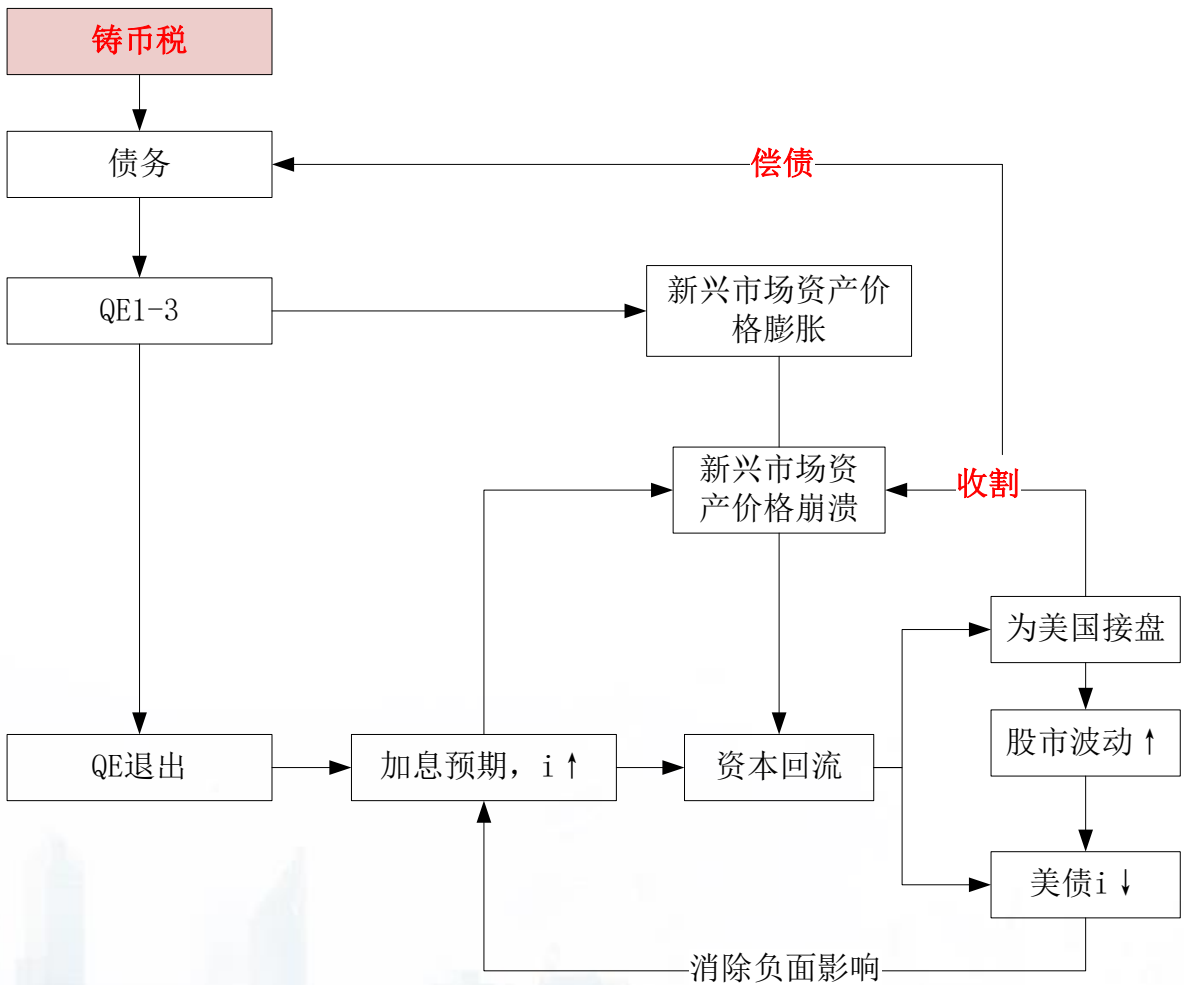
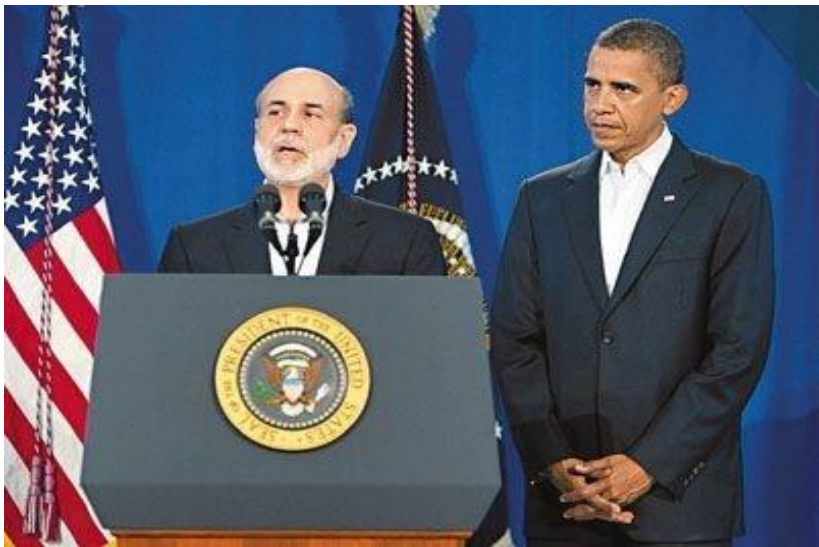
Martha R. Lopez (2008)

Liu et al. (2010)

研究家庭债务

Iacoviello Matteo(2008, 2010)

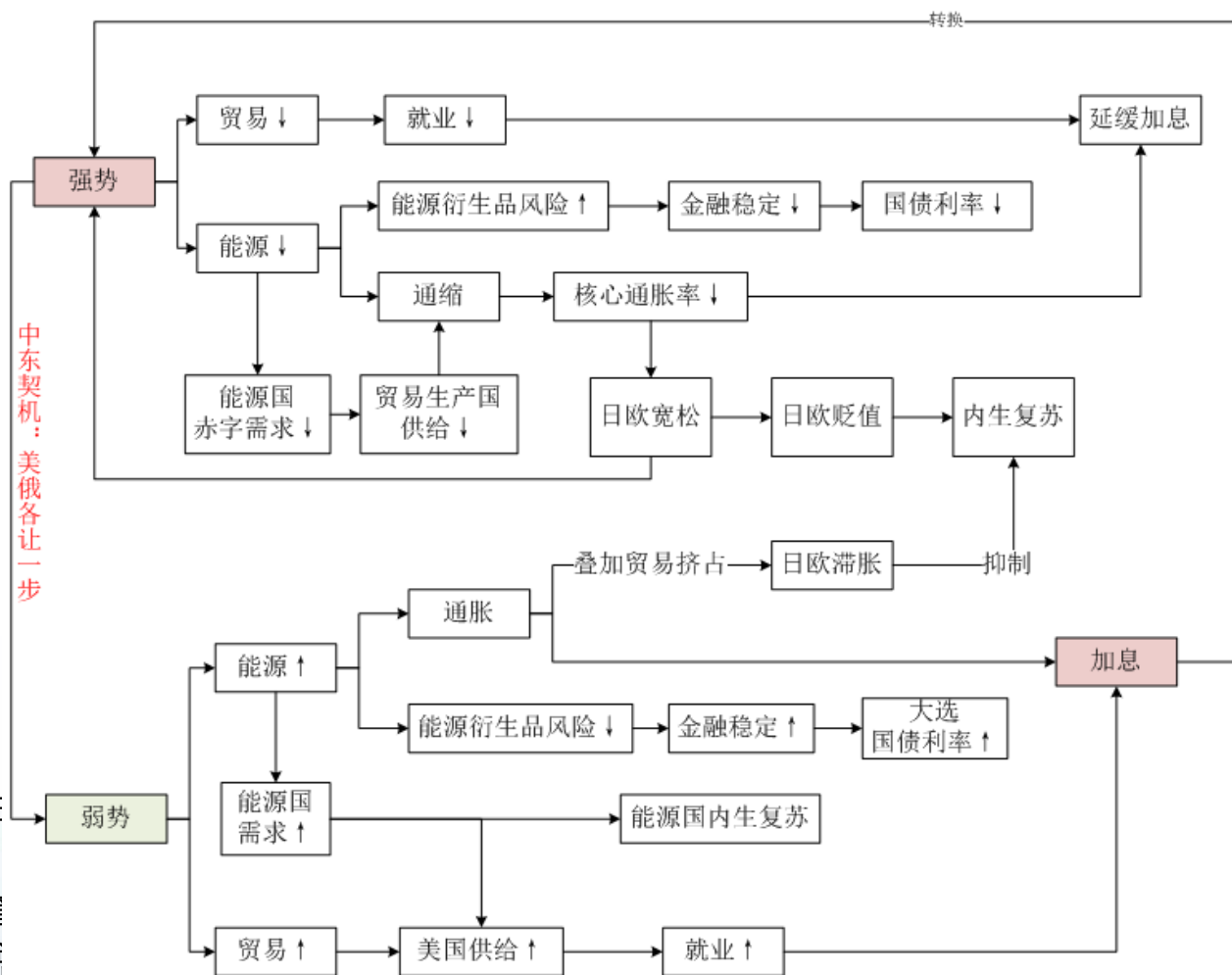
Christensen(2009)





耶伦的丈夫：经济学家乔治·阿克洛夫（George Akerlof，2001年诺贝尔经济学奖）**信息经济学鼻祖（柠檬市场）**

阿克洛夫在2001年获诺贝尔经济学奖时发表的一篇自传文章中写道，他与耶伦不只是性格相合，在宏观经济学方面的看法也是非常一致。唯一的分歧在于耶伦对自由贸易的支持度比自己更高一点。



# 耶伦的化骨绵掌——翻手为云覆手为雨



2019年1月14日，预计美国低利率将维持相当长时间，且可能已经历本轮周期的最后一次加息。

2019年2月6日，耶伦接受CNBC采访时说，如果全球经济增长继续放缓，**美联储下一步行动可能是降息。**



0

## 春节：估值之底



宏观·2019-02-18

宏观周报

颤抖的杠杆：资产负债表修复 3.0

研究员：

余雪飞

从业证号：F3054229

☎：(027) 65261355

✉：yuxf@cjsc.com.cn

姜玉龙

从业证号：F3022468

投资咨询资格编号：Z0013681

### 摘要

资产负债表修复是个难题，第一次试图修复分母，引发了杠杆牛，第二次试图修复分子（去杠杆），却导致分母收缩更快；接下来政策会同时增加资产负债表的分子分母，且控制债务增幅要低于资产价格增幅，最终完成第三次修表，而这次会激发资产价格普升。

策略：主动进攻

拐点：量价背离，一季度数据出台，央行停流动性供给

从金融加速器-资产负债表



策略：主动防御  
拐点：汇率冲击结束（央行、美联储），全球降息潮

宏观·2019-04-25

宏观周报

市场与经济的异步：等待预期差修复

研究员：余雪飞  
从业证号：F3054229  
电话：(027) 65261355  
邮箱：yuxf@cjsc.com.cn  
姜玉龙  
从业证号：F3022468  
投资咨询资格编号：Z0013681  
电话：(027) 65261358  
邮箱：jiangyl@cjsc.com.cn

摘要  
2018年10月的政治局会议提出了“六稳”，且没再提“去杠杆”，在资本市场国际化进程中，在引入外资、引入中长期投资资金的政策导向下，市场依旧静默了两个月才开始反应“政策底”，期间需消化掉“贸易战”、“质押爆仓”等负面情绪。而在今年一季度经济数据总体平稳、好于预期之下，央行宣布要“把好货币供给总闸门”，政治局会议宣布要“结构性去杠杆”，几乎在同一天，市场就反应了“政策顶”，政策上的停顿或者不作为是基于对实体经济的顺逆周期管理，最终目的都是支持经济稳步增长，市场预期的反应应该放在实体经济上，而不是狭义的政策理解上。流动性足够的情况下，不需要额外的流动性，经济也能稳步增长；何况额外的流动性不利于结构优化，着眼于

泰勒规则



国债期货·2019-06-06

研究员

余雪飞

从业证号：F3054229

☎：(027) 65261355

✉：yuxf@cjsc.com.cn

胡辛欣

从业证号：F0298200

投资咨询资格编号：Z0013038

国债期货 **周**报

股债双升：关税长城重启 QE 之门

■ 摘要

川普的“关税长城”从汇率层面抑制了“一带一路”，也从“产业转移”的角度促进了“一带一路”。焦土对弈后的美股重挫，美联储开始降息预期引导，人民币汇率市场企稳，关税长城的“利好”将逐渐显现，产业转移将促进中俄、中欧以及中亚的联结。上周《向死而生：资本的自我救赎》中提及三个步骤：“逆回购应对流动性冲击”，“结构性宽松应对中小企业复产不足”，“重启 QE”应对经济周期，前两个已经实现，最后一个鲍威尔已经准备开始践行，全球步入降息潮，股债双升。

策略：主动进攻

拐点：欧洲议息会议、美联储议息会议、预期之变

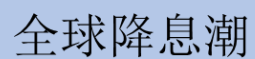
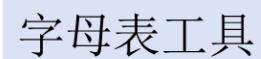


【726盘前】马里奥·德拉吉称，在过去8年内，货币政策承担了大部分责任，但在今年和明年，可能需要采取宽松的财政政策，如果经济进一步恶化，财政政策可能需要更宽松。货币政策让位财政政策，但财政政策需要统一的财权，第三轮定向长期再融资操作(TLTRO)的作用也不大了，欧洲市场的表现正在验证之前比较担心的逻辑：降息无法解决问题，**降息只会成为全球经济衰退的验证，无法成为扭转颓势的力量。**利好的政策会被情绪解读为利空。土耳其央行超预期降息425个基点，创2002年以来最大幅度。A股昨日尾盘拉升，可能来自于第十二轮中美经贸高级别磋商，短期利好。但在全球降息与全球衰退的大背景下，**A股很难走出逆势行情，继续试空。**

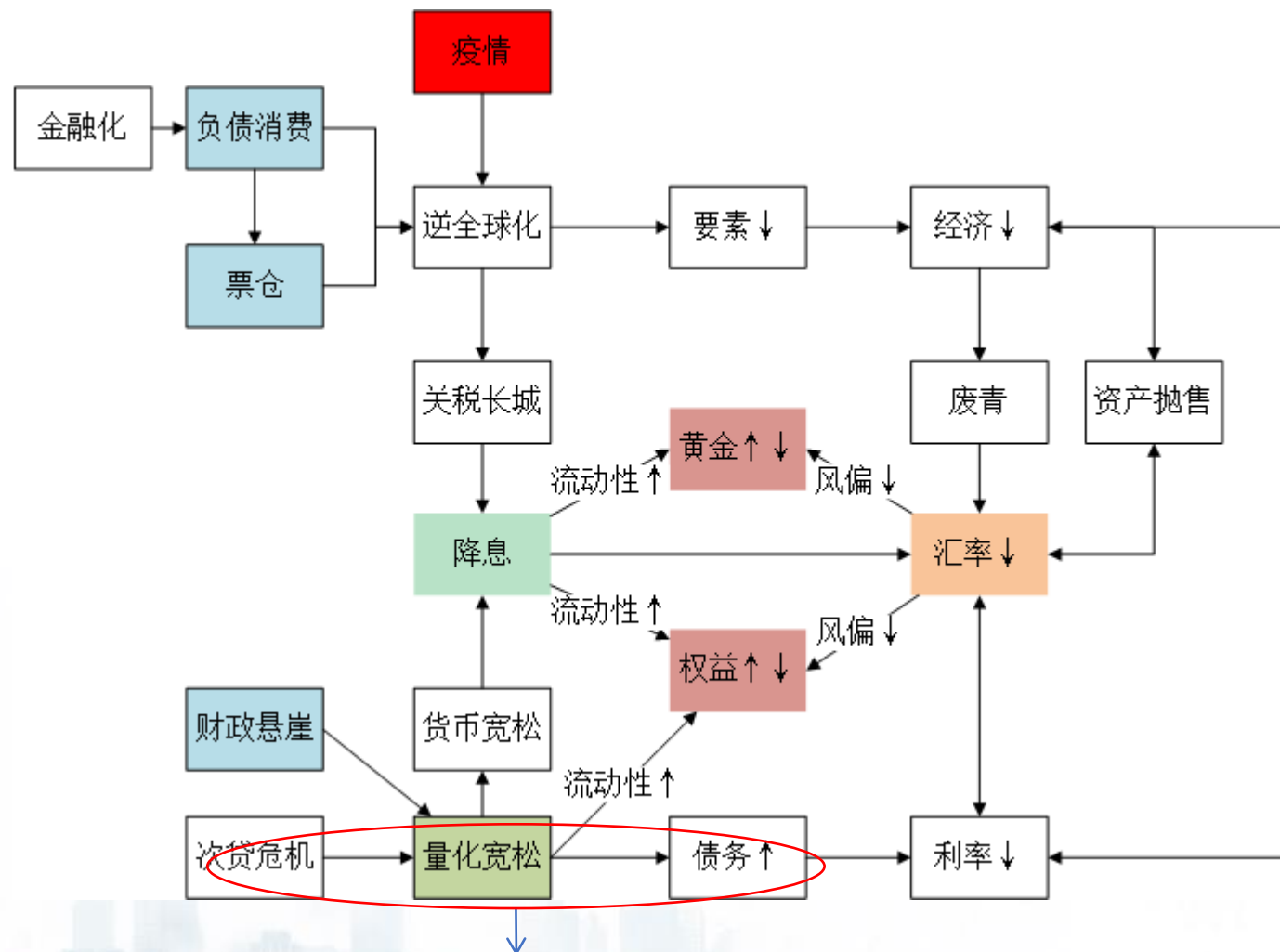
策略：被动防御——低仓位空，次低仓位现货alpha（科技+黄金+军工）

拐点：国庆前一周之反弹

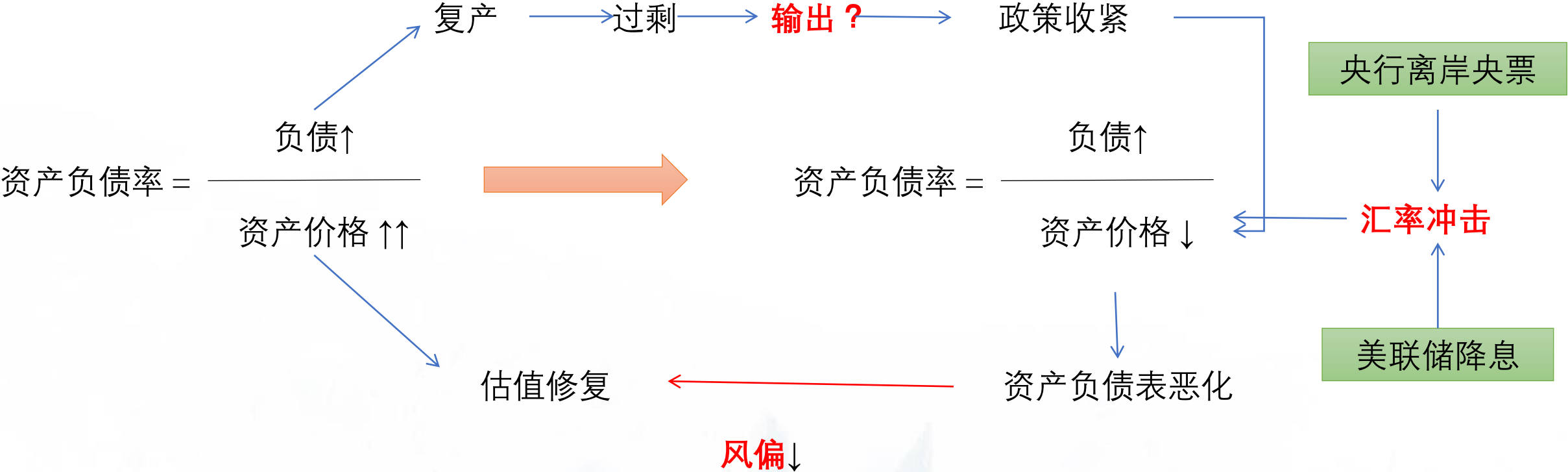




## 金融资产博傻+风险对冲



## 中观-详见资产负债表修复



# 目录

**01 见疫勇为，倚债天涯**

**02 错步复苏**

**03 泡沫临界**

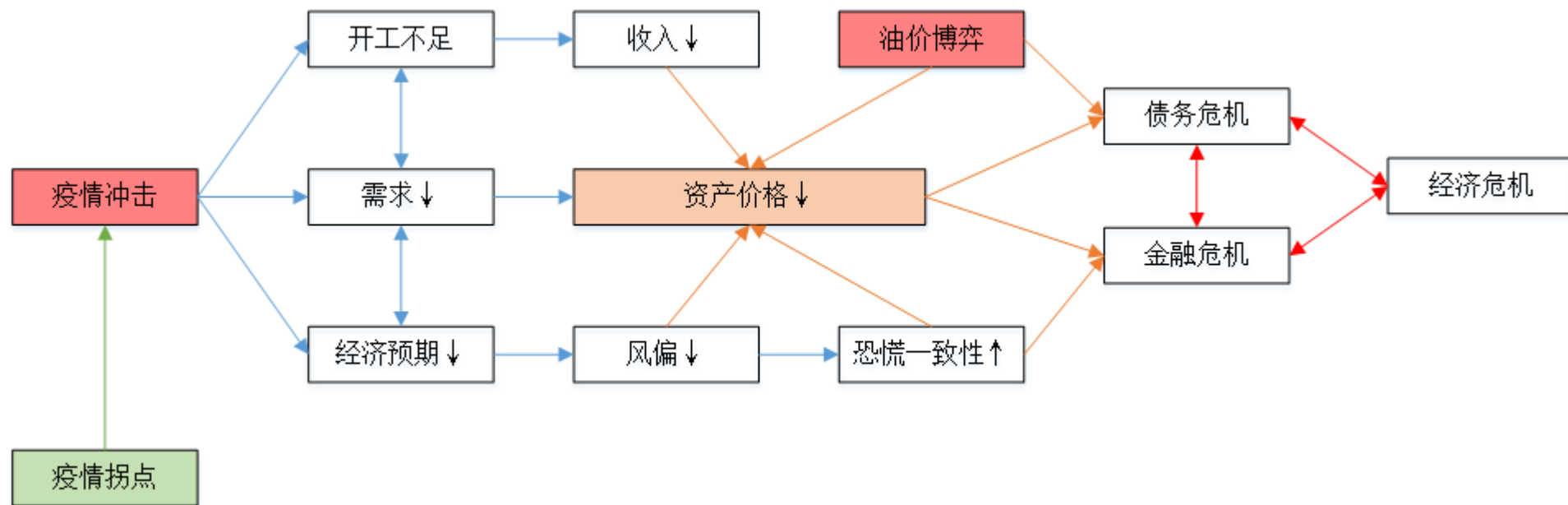
**04 分裂后的融合**

# 01

见疫勇为，倚债天涯

负利率  
无限QE







2月24日 10:18 来自 360安全浏览器

外围之前担心中国，现在担心自己。别人博傻了很久，二阶段冲击会造成较大的回调，市场联动下跌。

@子沛的宏观 🏠

央妈在通胀、贬值的情形下还是放了5万亿，2月可能3万亿，累计8万亿。虽然A股很嗨，但央行的反常也意味着当局非常不看好实体经济。日成交万亿，散户疯；那句话叫啥来着，散户疯完，占高峰。汇率贬值、疫情冲击、技术限制、全球共振的基本面奈何承受目前的大盘？多黄金，空股指。

2月21日 14:23 来自 360安全浏览器

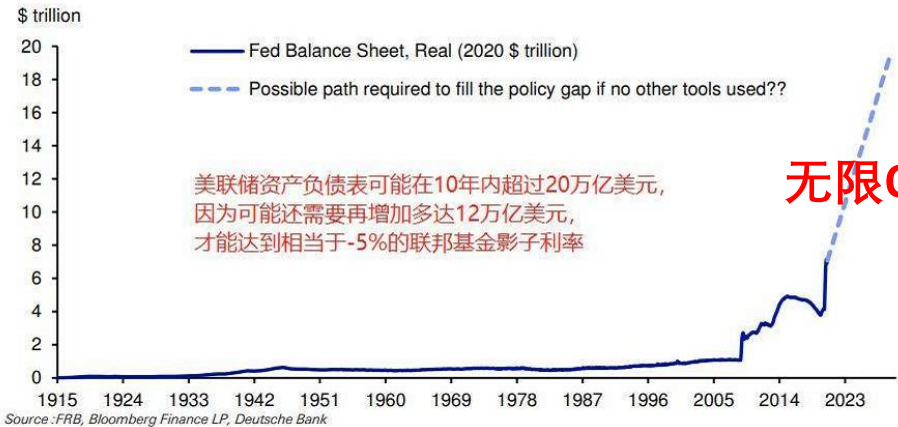
阅读 1.5万 | 8 | 4 | 8

Exhibit 4: An Exodus from Euro Area Fixed Income Since 2014



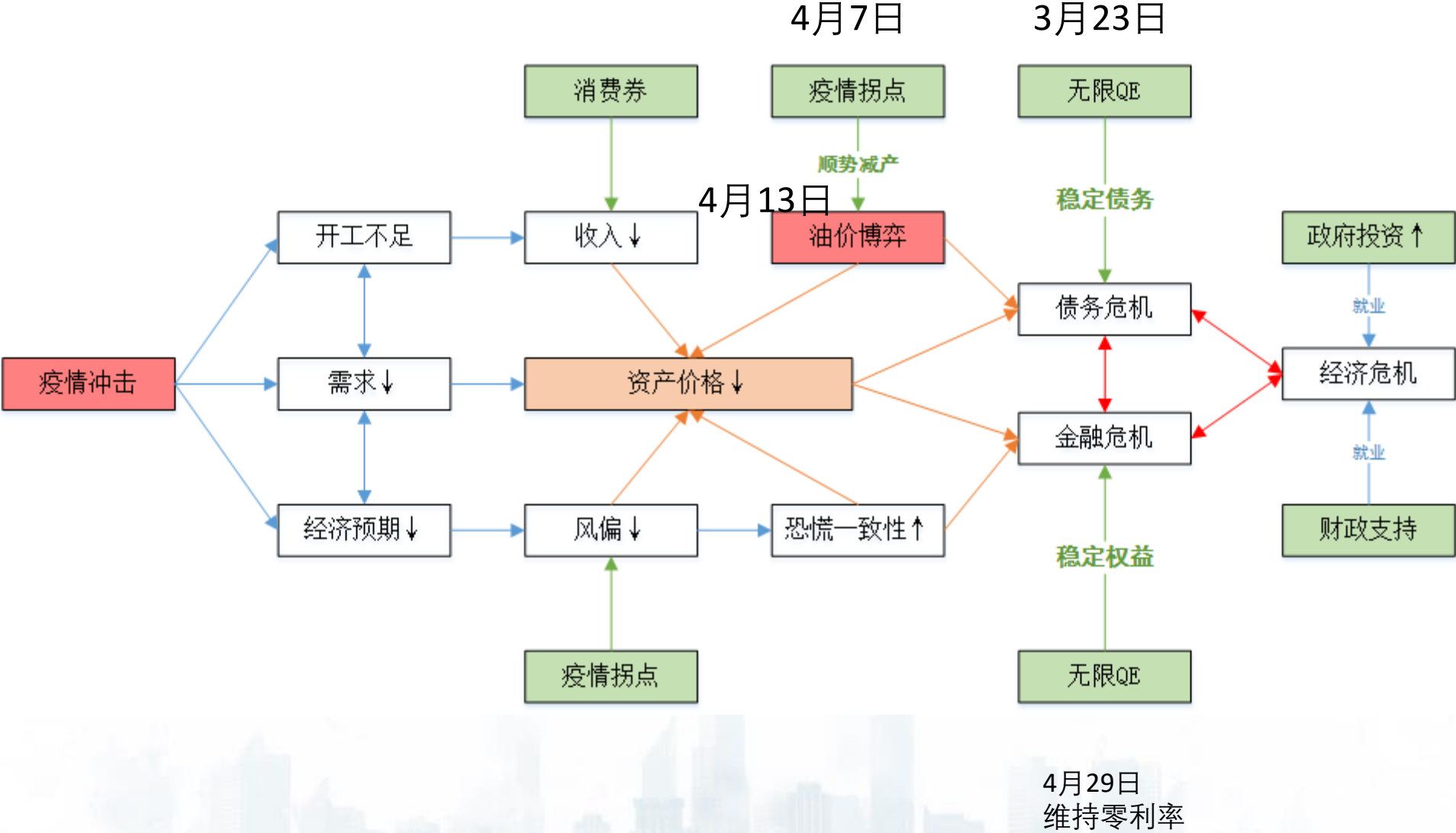
欧央行从2014年开始推行**负利率**政策，疫情期间负利率继续下行。

100 plus years of the Fed Balance sheet in real terms and where it “might” need to go to fill the “policy gap”

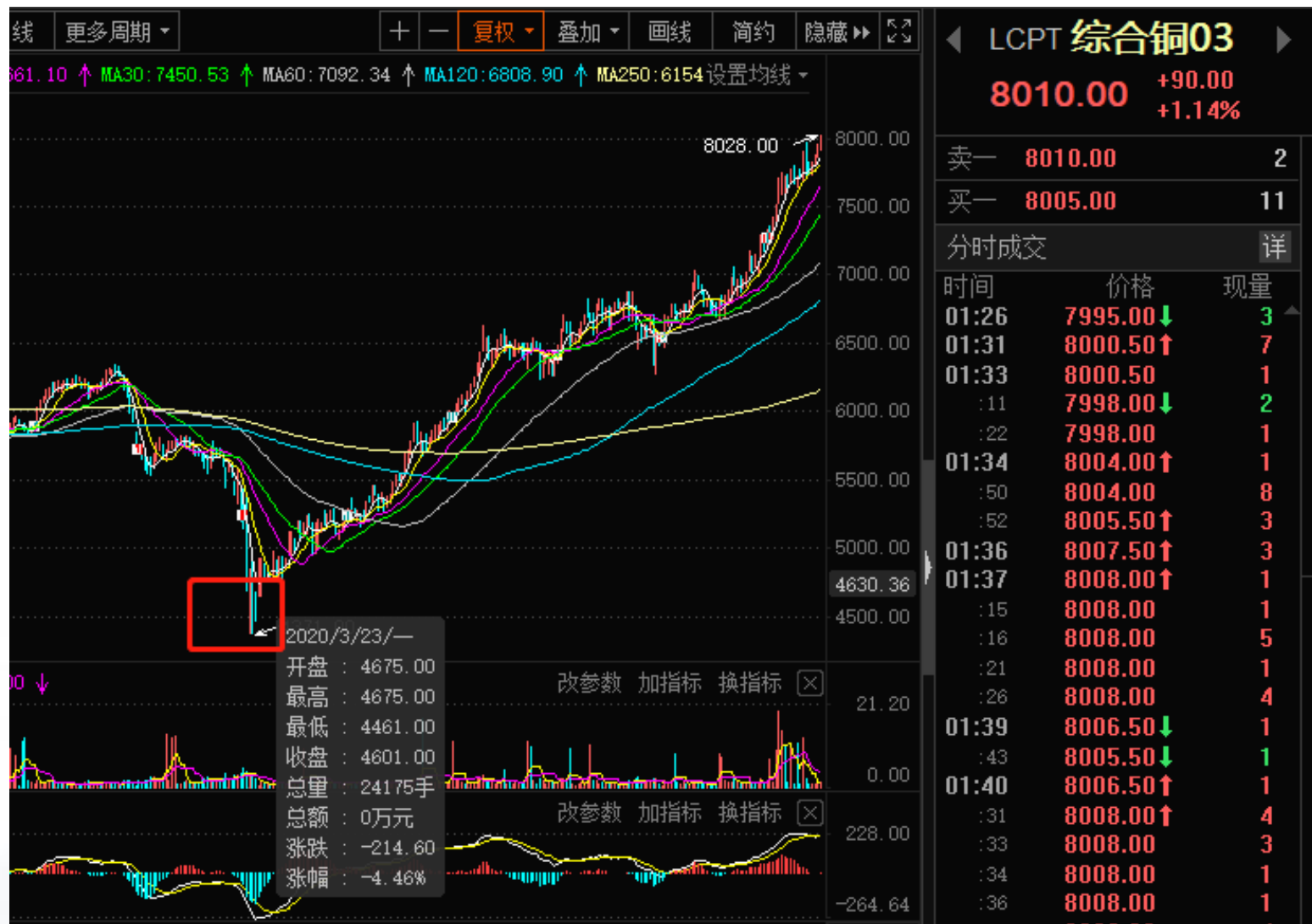


美联储花了近100年到一万亿美元；十年到四万亿；三个月到七万亿。后续美国花钱补漏的速度，需要到20万亿。

中国特别国债1万亿，社融规模并没有大起伏，控制金融杠杆，以财政政策导向为主









4月9日 15:42 来自 360安全浏览器

【最新的观点修正】修正一下逻辑：之前判断的三波过程的前提是“低油价+疫情冲击”。目前来看，油价反弹至25以上，只要保持25以上，新能源债的风险能够抗住，不会触发债务危机，疫情的拐点也会终结油价杀价博弈的趋势；另外，疫情的R0在外部防护不及时的情况下要比国内大的多，对预期的冲击也要大得多，但其拐点的到来也会更早，疫情将成为经济生活的一部分，拐点过后复工复产也会到来（虽然疫情持续），这个阶段“内部凋零，外部倾销”的格局会迫使大家进入贸易战2.0（印钞之后的资本流动对汇率的反应会相对钝化，贸易战2.0的影响也不会太大），各自在独立的内需中复苏，**虽市场相互独立，但金融市场会表现出联动上涨。**

收起全文 ^

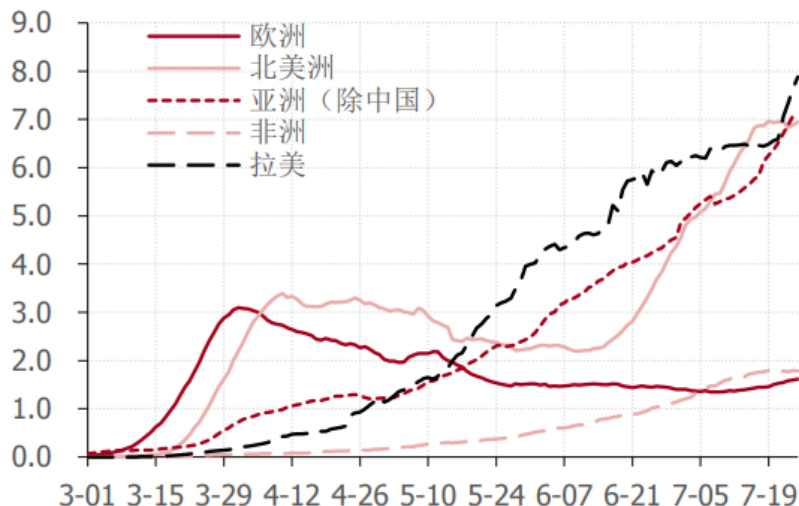
# 02

## 错步复苏

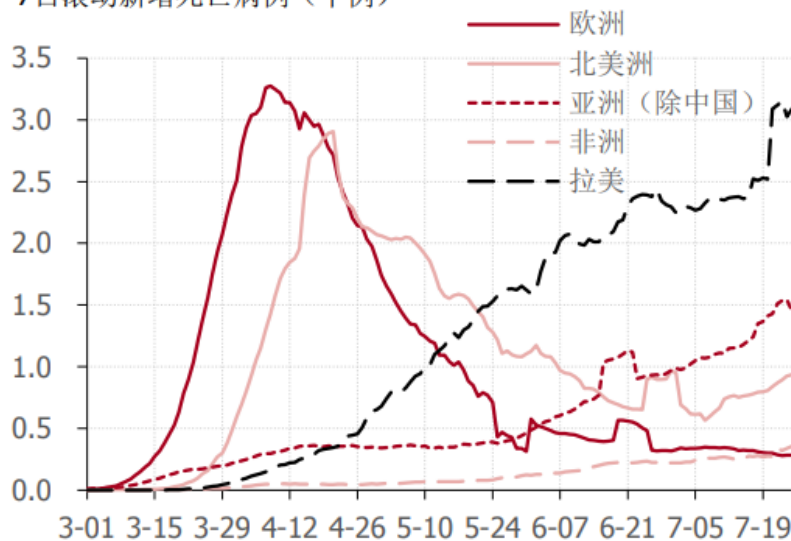
工业复苏

农业微通胀

7日滚动新增病例（万例）



7日滚动新增死亡病例（千例）



海外多国新增确诊趋势

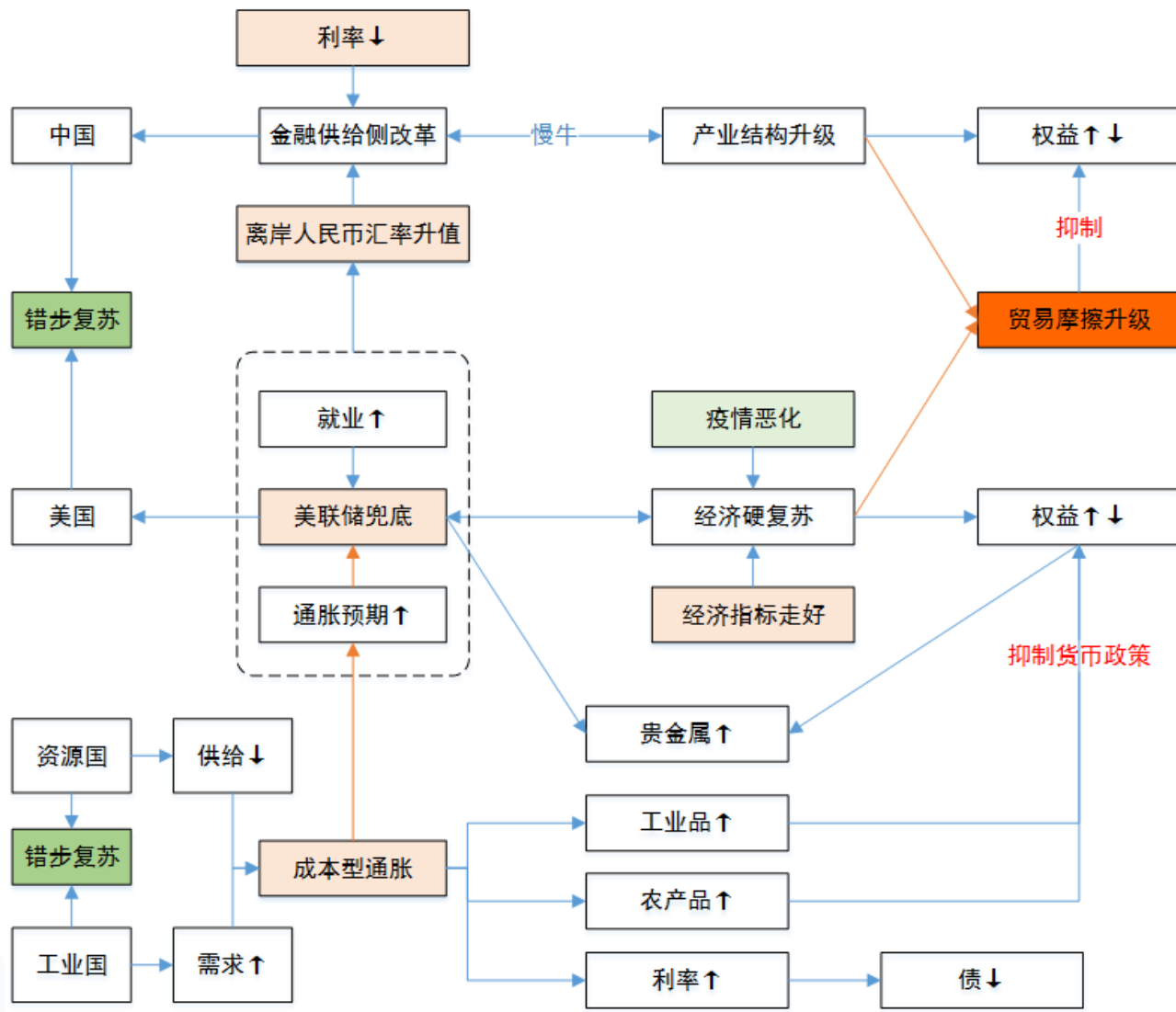


**1、欧元区继续改善，经济超预期反弹。**第二季度，欧元区新增确诊人数稳步减少。截至2020年7月28日，除西班牙外，此前疫情较为严重的意大利、德国、法国等欧元区主要国家的新冠肺炎确诊人数排名均已跌出世界前十，新冠肺炎确诊人数曲线也已逐步趋于平缓。新冠疫情的有效控制为欧元区经济恢复正轨提供了有力保障。

**2、美国疫情继续反弹，经济修复逐渐停滞。**6月份确诊人数大幅反弹；7月份以来每日新增确诊人数超5万人。2020年7月，美国密歇根大学信心指数为73.2，预期指数仅为66.2，显著低于前期值和预期值。在日益严峻的疫情影响下，虽然美国经济呈现出一定程度的复苏态势，但是消费者及投资者对于未来经济环境仍缺乏信心。

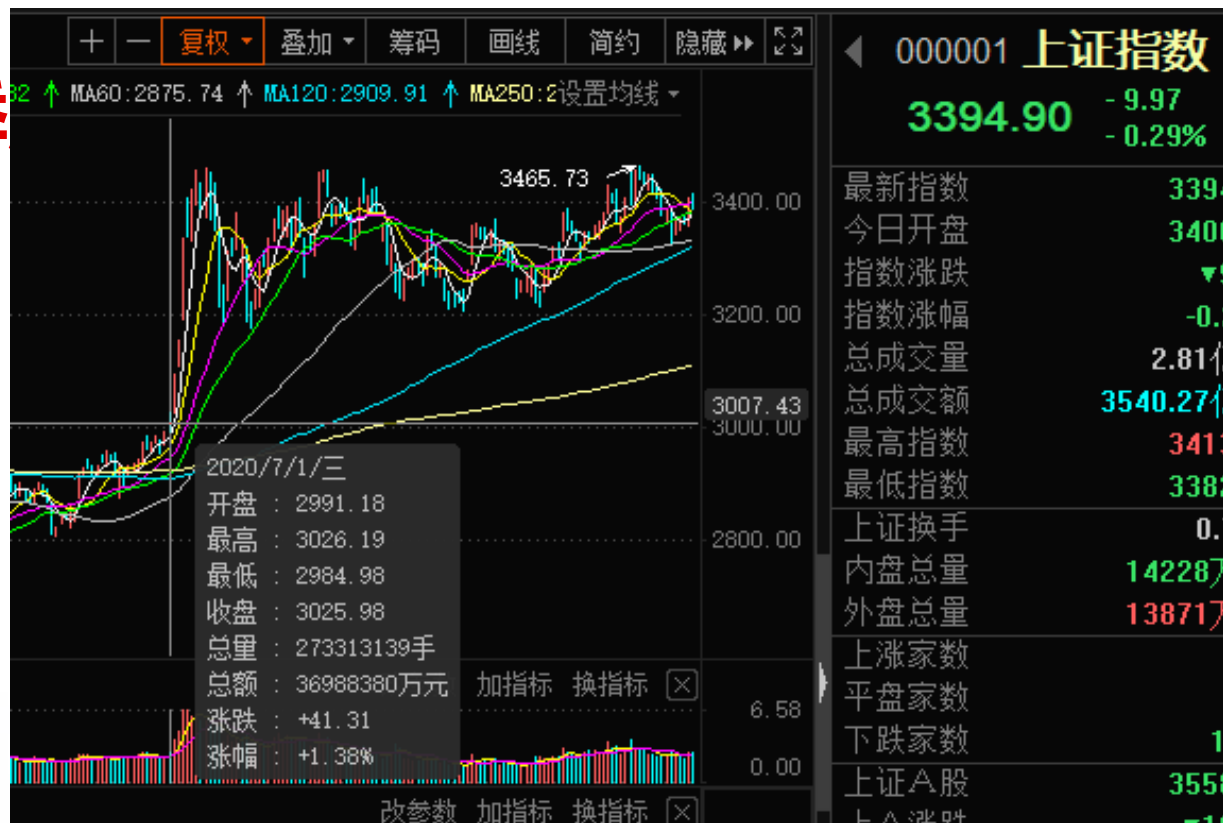
**3、新兴市场继续分化。**新兴市场当前压力点继续集中在巴西、印度、印尼等人口大国。





三季度特别需要关注全球经济错步复苏的步调差异。

- 中美差异将加大贸易摩擦，  
抑制权益上涨；
- 供需国差异将提升通胀预期；  
促进大宗上涨。
- 利率被动抬升，压低债价；
- 美联储无限QE+避险（贸易摩擦、疫情冲击、权益市场波动）促进贵金属上涨。



7月1日 11:22 来自 360安全浏览器

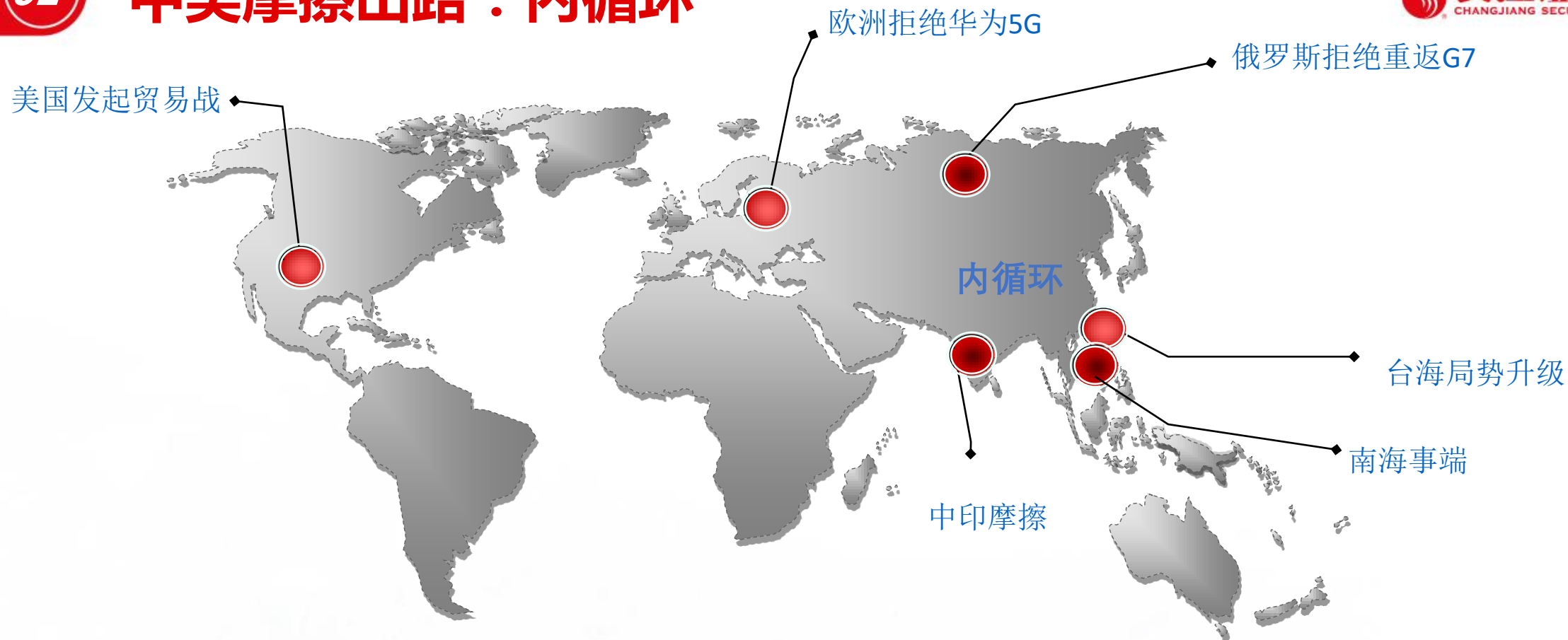
【71盘中】好，达到之前预估的3000点起点，这里综述一下：1.美股在美联储兜底下一路凯歌：疫情恶化+经济指标走好=硬开工。虽然说通胀预期起来了，但从成本端还有调控的办法，所以美联储目前也不用顾虑通胀，美股亦无忧；2.全球大类资产配置角度，A股、港股与黄金；3.国内金融供给侧改革延续，金融结构要驱动产业结构。时刻关注“错步复苏”可能产生的供给端缺口，这个是可能的风险，其他没什么了，7翻身了。 [收起全文](#) ^

阅读 1万 推广

转发

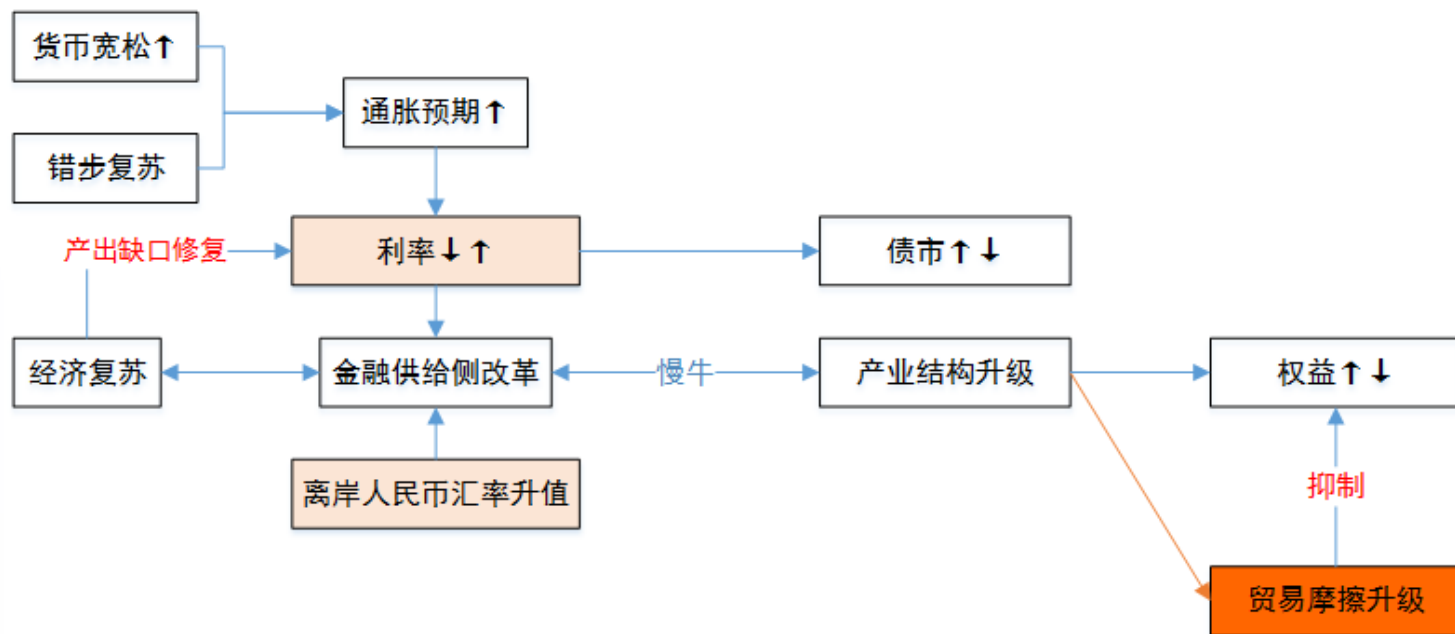
评论

6



中美关系：中美摩擦持续升级，短期难见好转

美国限中国 72 小时内关闭驻休斯敦总领馆，中国决定撤销对美国驻成都总领事馆的设立和运行许可，以对等反制。贸易层面，截至 7 月 16 日当周，中国订购美国玉米 196.7 万吨，为有记录以来最大单周玉米购买量，说明中国仍在努力履行中美经贸协议，且当前阶段的中美摩擦尚未上升至对经济有实质性损害的贸易层面。但作为特朗普大选筹码的中美关系后续大概率继续维持紧张局面，外交领域的冲突后续是否波及至贸易领域仍具有较大的不确定性。若中美摩擦导致贸易、关税等前期努力出现倒退，或导致我国资本市场产生更大的波动。



### 三季度金融期货

- 产出缺口修复及通胀预期抬头，债市低迷，国债期货底部震荡；
- 权益市场进入慢牛，受贸易摩擦影响，股指期货弱势震荡；但受人民币汇率升值影响，震荡向上。

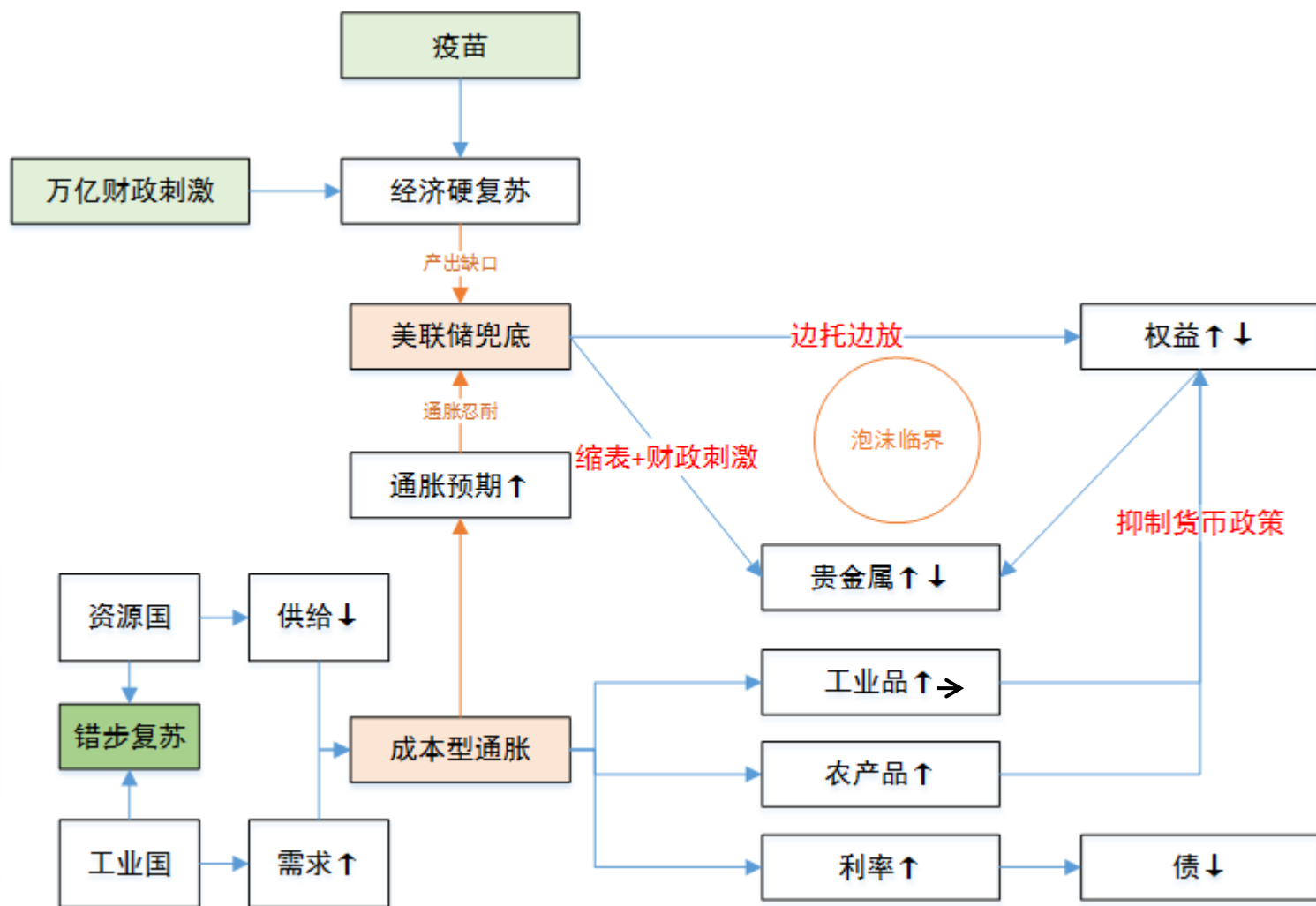


# 03

泡沫临界

疫苗

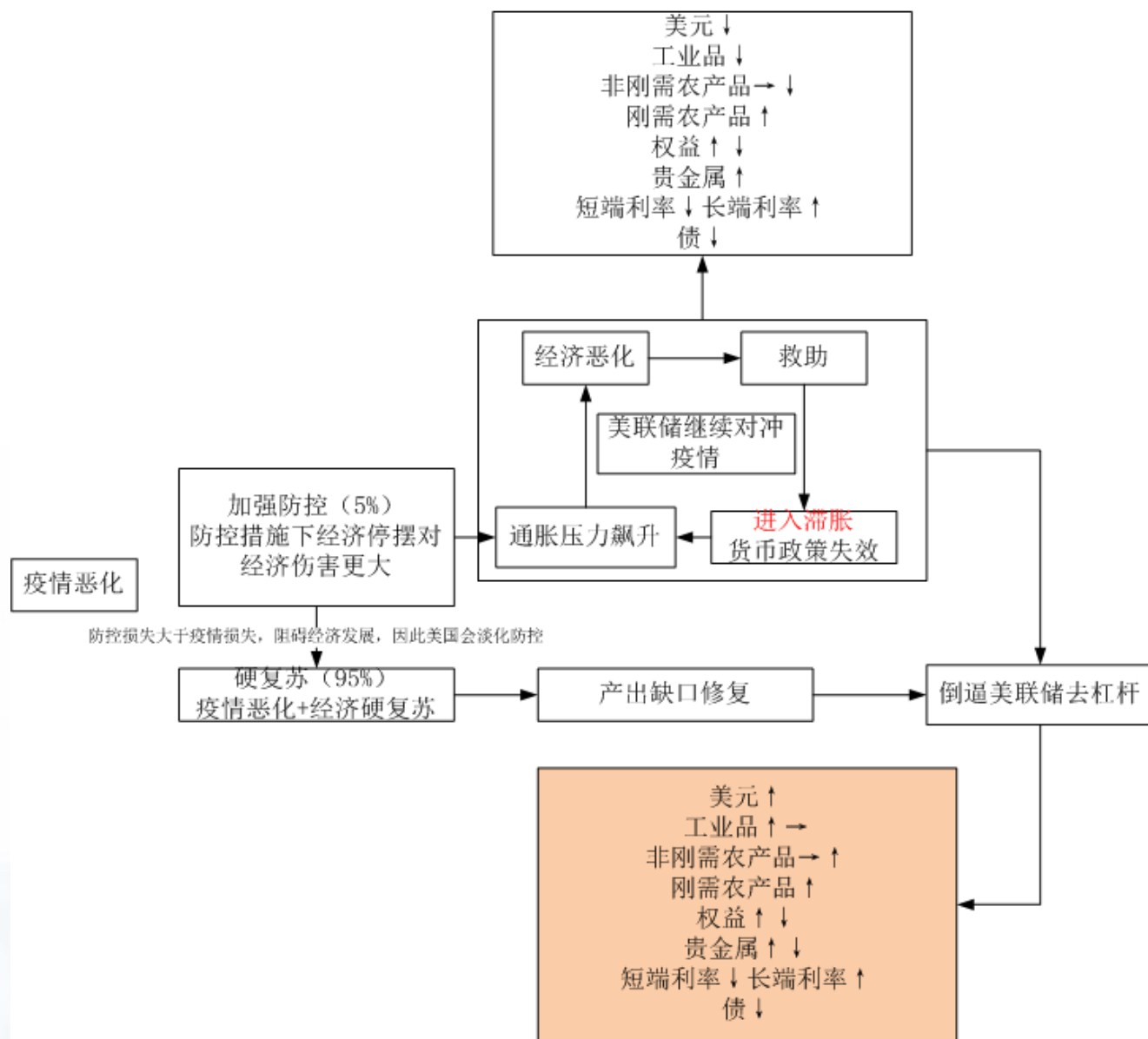
A faint, light blue silhouette of a city skyline is visible at the bottom of the page.





9月4日 22:55 来自 360安全浏览器

各位现在能够懂得8月12日盘前提的“泡沫领域”逻辑了吧



# 04

分裂后的融合  
RCEP





- 11月3日，美国大选如期举行，截止目前，拜登赢得了306张选举人票，而特朗普获得了232张。美媒表示：拜登成为新总统或将成为不可避免的事实。

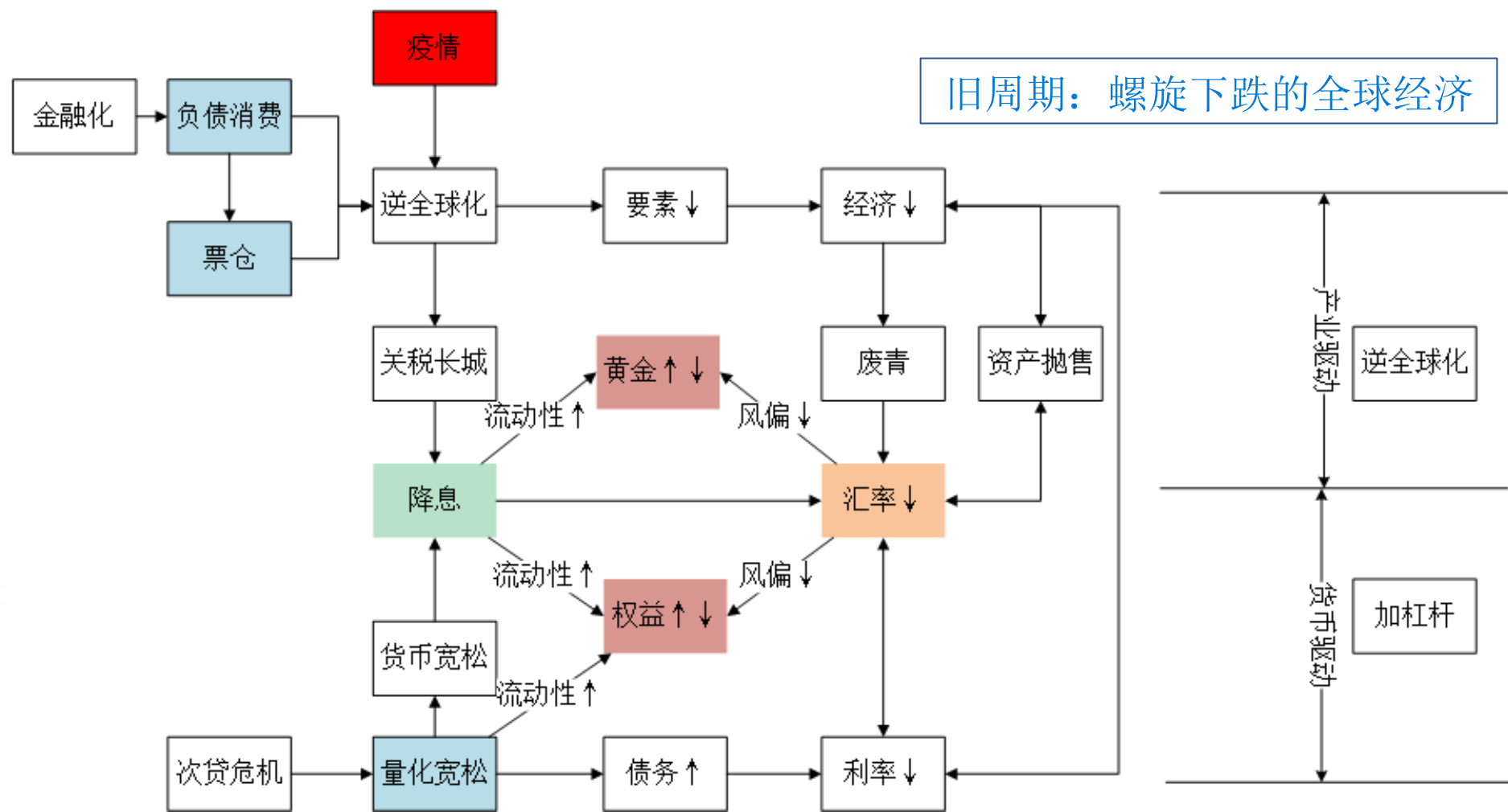


- 11月9日，辉瑞和BioNTech联合研发的mRNA新冠疫苗阻止了90%的新冠感染。
- 11月16日，美国Moderna公司宣布旗下的新冠疫苗有效性超94%



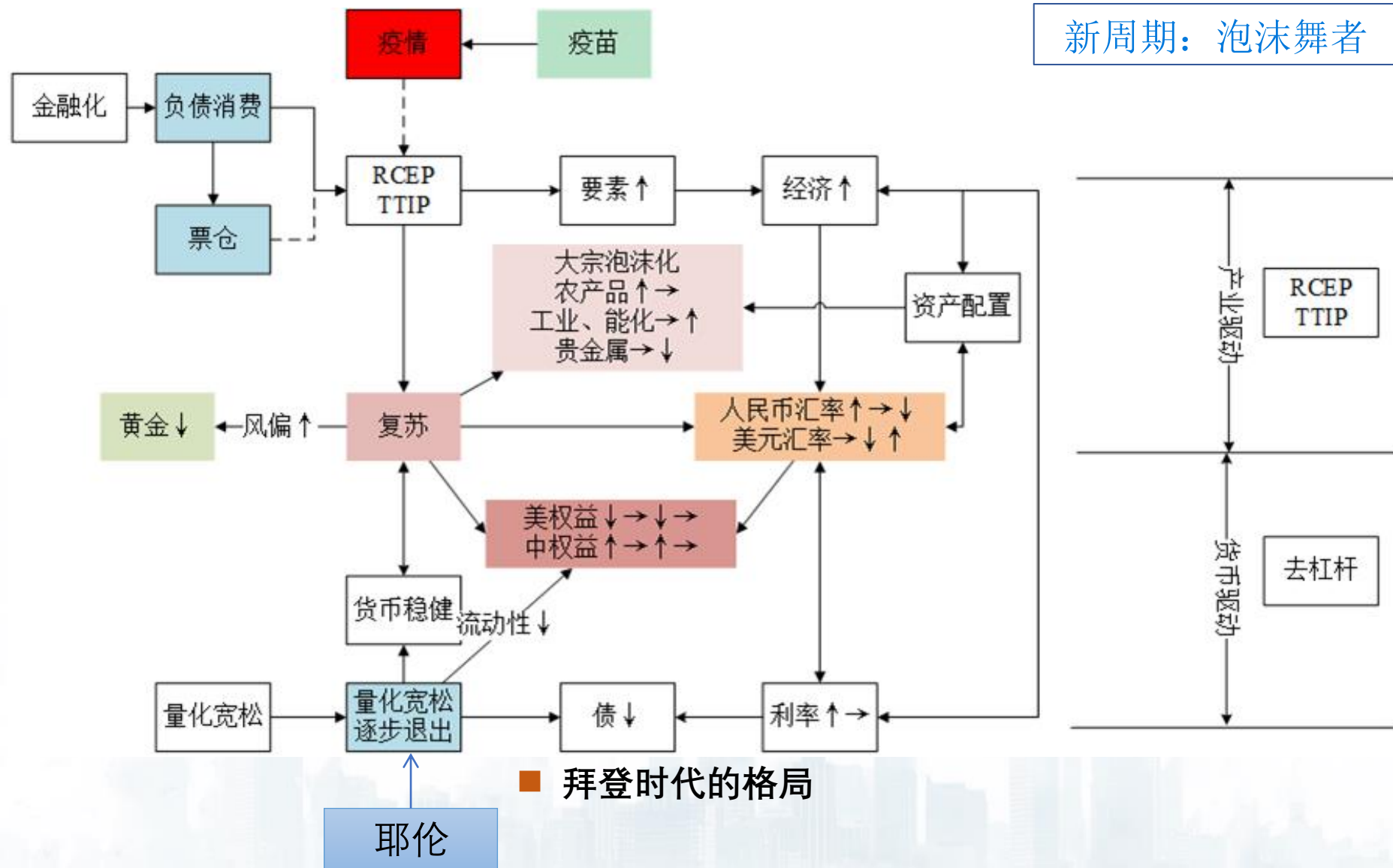
- 11月15日中国正式签署《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP），包括中日韩澳新和东盟十国在内的15个成员国均承诺降低关税、开放市场、减少标准壁垒。

全球经济转暖预期增强，市场风险偏好显著提升。



■ 川普时代的格局

新周期：泡沫舞者

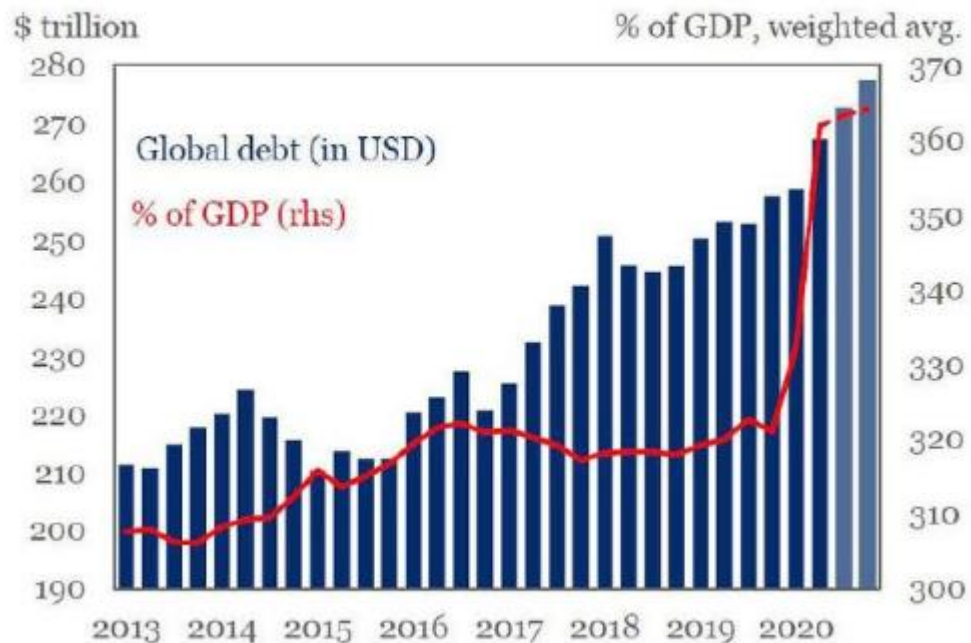




11月10日 08:27 来自 iPhone 7

【1110疫苗】疫苗鼓舞了市场情绪，一下子飘飘然，但不要忘记这是在泡沫上的狂欢。接下来是分化，买入复苏。上升的脉冲继续。

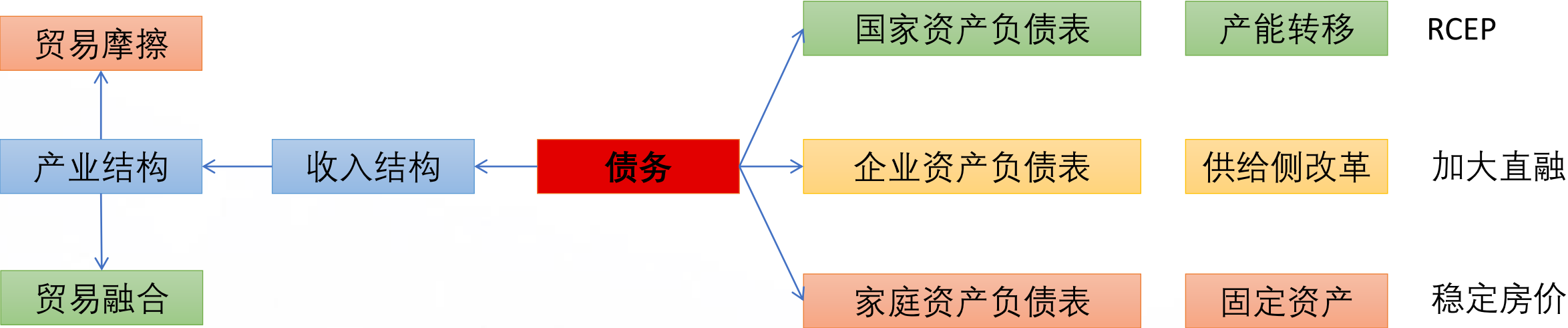
Chart 1: Global debt topped \$272 trillion in Q3 2020



Source: IIF, BIS, IMF, National sources

- 年底全球债务料达277万亿美元新高
- 发达经济体的债务到9月底已达到GDP的432%
- 其债务今年将达到80万亿美元
- 远高于2019年底的71万亿美元







有经济空间，缺货币空间，有成本压力



## 免责声明

长江期货股份有限公司拥有期货投资咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



# 风险提示



## 风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

***THANKS***

汇聚财智  
共享成长