



www.btqh.com

投研版 ● 仅供参考

● 本期重要程度: 常规
● 本文件难度系数 4.0 ● 本期难度 4.0

经济//金融//市场 ● 均衡

《宏观系统》

第 496 期 2020 年 04 月 12 日 星期日 周刊

风险提示及免责条款: 敬请阅读本文件末尾的“免责条款”

请使用 Adobe 可自动兼容或含有完整中文字体的阅读器打开 PDF 文件

刊注: 一般说来, 凡是涉及宏观因素的任何分析均属于广义的宏观研究。不过, 在这里我们对“宏观研究分析”予以了更严格的限定: 首先, 严格遵从推理法分析。在已有的传统基本原理基础之上, 或者在经过探索的新原理或提炼后的规律之下的推理分析; 其次, 进行系统性整合并体现宏观均衡之后的研究分析。

魏宏杰 (投资咨询号: Z0000599)

倍特期货有限公司研发中心 提供

目 录

▲ 系统总揽

▲▲ 宏观概览

▲▲▲ 史记/专栏

▲▲▲▲ 金融观澜

▲▲▲▲▲ 其它/附件

● 导 读 ●

中国金融市场: 疫情之后从人们预估对经济影响到一季度实际数据影响程度如何;

系统指标及全球和中国市场利率——

市场进入事件型的“尾部风险释放阶段”; 市场利率与大宗商品协同周期;

中国财政金融组合政策——

将部分已到期的税收优惠政策延长到 2023 年底;

金融观澜: 美联储资产负债表、美中债市。

【宏观评论】 疫情实际影响宏观经济数据之下的金融市场: 短期不确定反应融入到中期客观辩证消化中熨平

在 2020 年遭受意外的疫情事件影响后, 即将公布中国一季度的宏观经济数据。此背景之下的经济数据难免受很大影响, 数据本身可能很难看, 但是在全社会而言, 对此已有心理准备和理解, 并不会因为数据本身而过分夸大; 对于金融市场, 一直把疫情作为经济影响展望的基本前提考虑, 已经进行了提前预期反应, 现在进入实际兑现过去预期的阶段。一方面会再度评估实际经济状况并做出反应, 另一方面, 将进一步经济展望融入到市场价格, 短期如何反应, 可能存在人们的评估不同的多空分歧。就宏观经济数据实际, 作为一大基本因素考量, 我们还是站在数据实际与金融市场结合考虑的前提下, 以辩证角度客观看待, 并有待于同随后金融市场实际变化的验证与动态修正。

1、一季度经济增长。2008 年美国金融危机影响之下的中国经济短期波动, 在 2009 年一季度中国 GDP 同比增速为低点 6.4%。当时主要来自对进出口的突然影响并渐进影响到占 GDP 权重很大的制造业。本次, 中国疫情影响因为强制性大面积停工停运, 实际对生产端、占 GDP 权重最大的服务业、进出口等影响会更大, 出现 GDP 同比负增长并远大于 2009 年一季度的下滑力度, 属于大概率和正常情形。一方面, 人们过去已经预期疫情对经济增长的季度表现的影响较大, 现在是实际验证之际, 还有利空的兑现反应压力; 另一方面, 在已经有市场预期之中的兑现, 市场反应不会再像数据本身的可能负面所折射的那么大。即使 GDP 负增长, 金融市场的利空反应也会打折扣;

2、月度数据将大幅改善下的环比利多效应。与季度数据不同, 因为 1-2 月的月度数据已经出现历史纪录性下滑, 3 月份因为复工复产的推进, 将大部分恢复到往年 3 月份的七八成左右, 所以, 3 月份的月度数据与 1-2 月份相比较, 出现大幅改善或抵消强制性停工的相反效应, 从而月度数据会跳升, 也是合理必然的。作为短期反应, 人们心里影响下的利多反应, 在金融市场也存在合理及可能性, 从而抵消部分有关一季度经济同比负增长的利空反应, 金融市场短期的多空分歧, 也就产生, 并可能出现短期的跳跃性多空拉锯的不确定性;

3、以实际和趋势性对比的中期客观辩证评估。如果说上述关于同比、环比的市场分歧存在, 且导致金融市场的极为短期的反应可能“各执一词”, 任何反应都是合理的, 那么, 不管实际出现的短期反应如何, 都不应当持续。中期合理的辩证反映, 应当是以中期经济趋势潜力与实际表现的对比, 作为金融市场更合理的中期趋势影响。

一方面, 在去年底我们对于 2020 年中国宏观经济增长的趋势潜力预估在 5.7%, 这是在没有考虑疫情意外事件下综合评估, 2020 年经济增速会加快下滑。也就是说, 即使没有疫情, 2020 年中国经济的中期实际潜力也不能高估;

另一方面, 现在叠加了疫情之后, 全年要实现 5.7% 的增速, 已经更加困难了。但是, 即便因为疫情, 全年中国经济增速, 也应当合理辩证评估, 是否比 5.7% 再大幅下滑多少, 并不肯定。我们现在认为, 实际结果比 5.7% 的正常水平下滑程度不会扩大多少, 例如, 全年实际增速可能在 5.3%-5.5% 较为合理, 这主要是因为疫情影响了大概一个季度, 而一季度在全年总量中的占比较低, 对全年的下拉作用没有预期的那么大, 因此, 那些过于夸大疫情影响的极端低预测、那些过于寄望“政策”抬高全年宏观经济增速, 都是不够严谨、不负责任的预测。社会上、媒体领域、自媒体、金融市场利益主观者等方面的各种过于夸大的双向预估, 最终会被中国经济实际结果验证与否定, 因为这些预测在影响了社会和金融市场心理的同时, 都带有非专业的情绪化特征。

那么, 金融市场中期反应经济因素而言, 合理、客观的路径应当是——如果二季度及以后实际经济评估和数据结果, 经济增速在 5% 以上尤其是在 5.3%-5.5% 左右, 属于正常, 市场略有压力, 但不会过激; 如果经济增速预估比 5.3% 还低, 金融市场将在中期体现压力或者利空的适度扩大, 但相对有序地下跌;

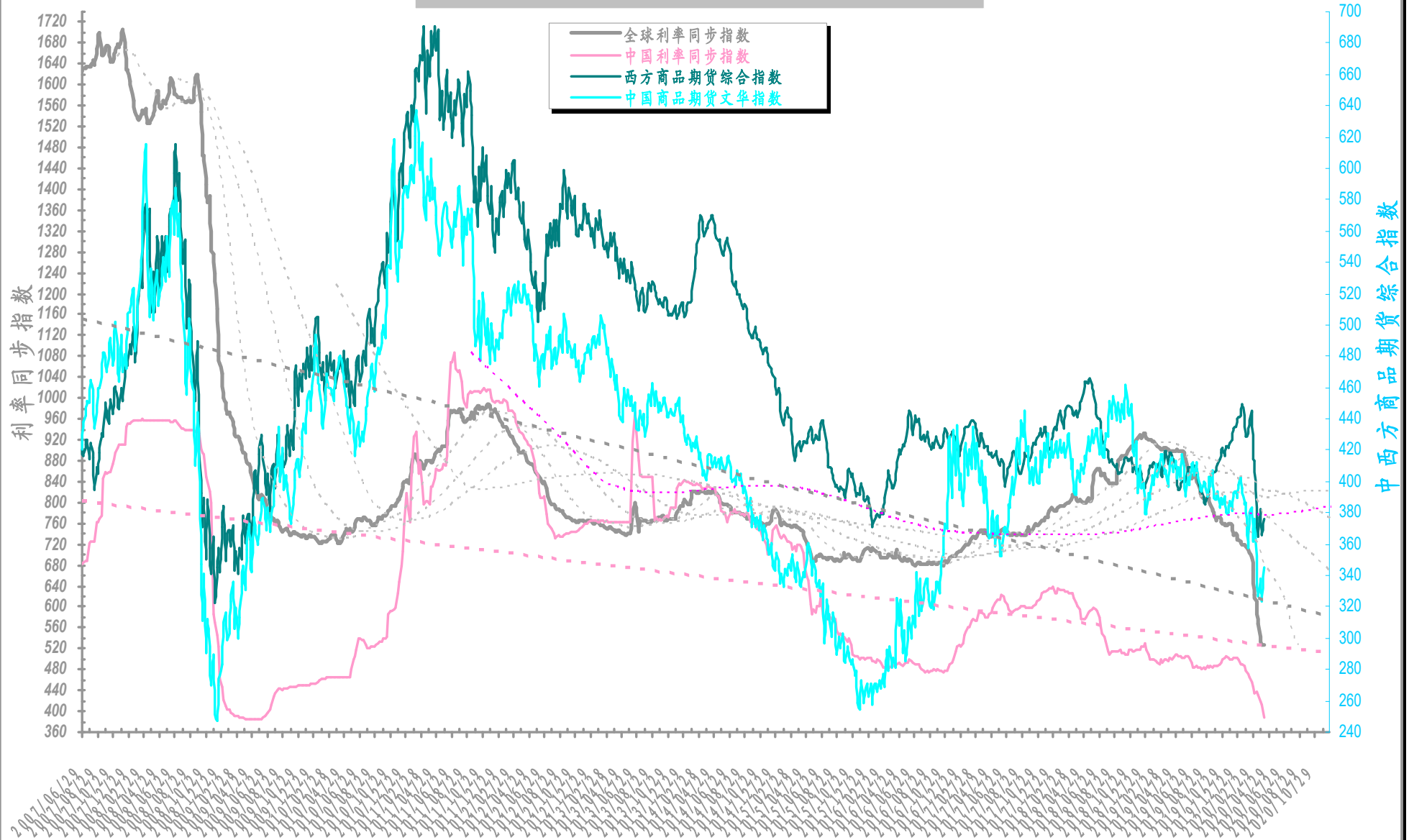
如果经济增速预估还是能维持 5.5% 尤其是还能达到 5.7% 以上, 那么, 就成为已经完全消化了疫情利空, 成为金融市场的利多上涨。在这种不断的金融市场动态评估过程中, 以辩证客观作为基础, 将动态地加以实际反映并等待不断动态修正。例如: 按照 1-2 月份的经济数据, 我们认为全年经济增速被下拉到 4.8% 左右, 再融入 3 月份以及随后各月的月度经济数据向上复原之后, 全年经济增速会明显上拉到 5% 以上。

4、综合而言, 单就中国金融市场对待 2020 年宏观经济的反应, 我们认为: 其一, 即便没有疫情事件, 上半年也存在压力, 现在增加了疫情因素, 压力同样存在, 所以, 金融市场压力还会持续一段时间。即便短期关于一季度经济数据出炉后金融市场反而以环比利多、或者“过早当做利空出尽”来向上膝跳反应, 也难以持续往上多远, 因为经济压力及其它压力依然存在; 即便短期关于经济数据出炉后金融市场以同比利空向下膝跳反应, 也难以持续太久, 有待于随后几个月进一步融入经济基本面的动态修正 (在这种短期反应下, 先跌后涨, 会成为大概率);

其二, 如果说目前金融市场短期反应不确定且双向都难以持续, 那么, 中期反应会逐步熨平, 以经济实际和趋势潜力 5.7% 相对比, 来理性评估金融市场的选择方向。例如: 当二季度生产生活基本复原之后, 如果评估经济增速可达到 5.7% 以上甚至 6%, 将明显利多; 假如评估经济增速仍然只能维持在 5%-5.5%, 金融市场反应会比较平淡、模糊; 假如二季度还低于 5%, 那么金融市场利空下跌也会比较明显;

其三, 关于全年以及下半年中国金融市场预估, 无论从理性看待宏观经济实际进展及其金融市场的反应的角度, 还是从需要结合不同金融市场实际及其内部结构差异的角度, 一方面, 展望下半年还为时过早; 另一方面, 差异甚大, 且一般说来大宗商品市场总体还是好于股指期货市场, 且大宗商品市场不同品种的差异同样会很大。

全球利率同步指数 (2018年8月6日扩维版)

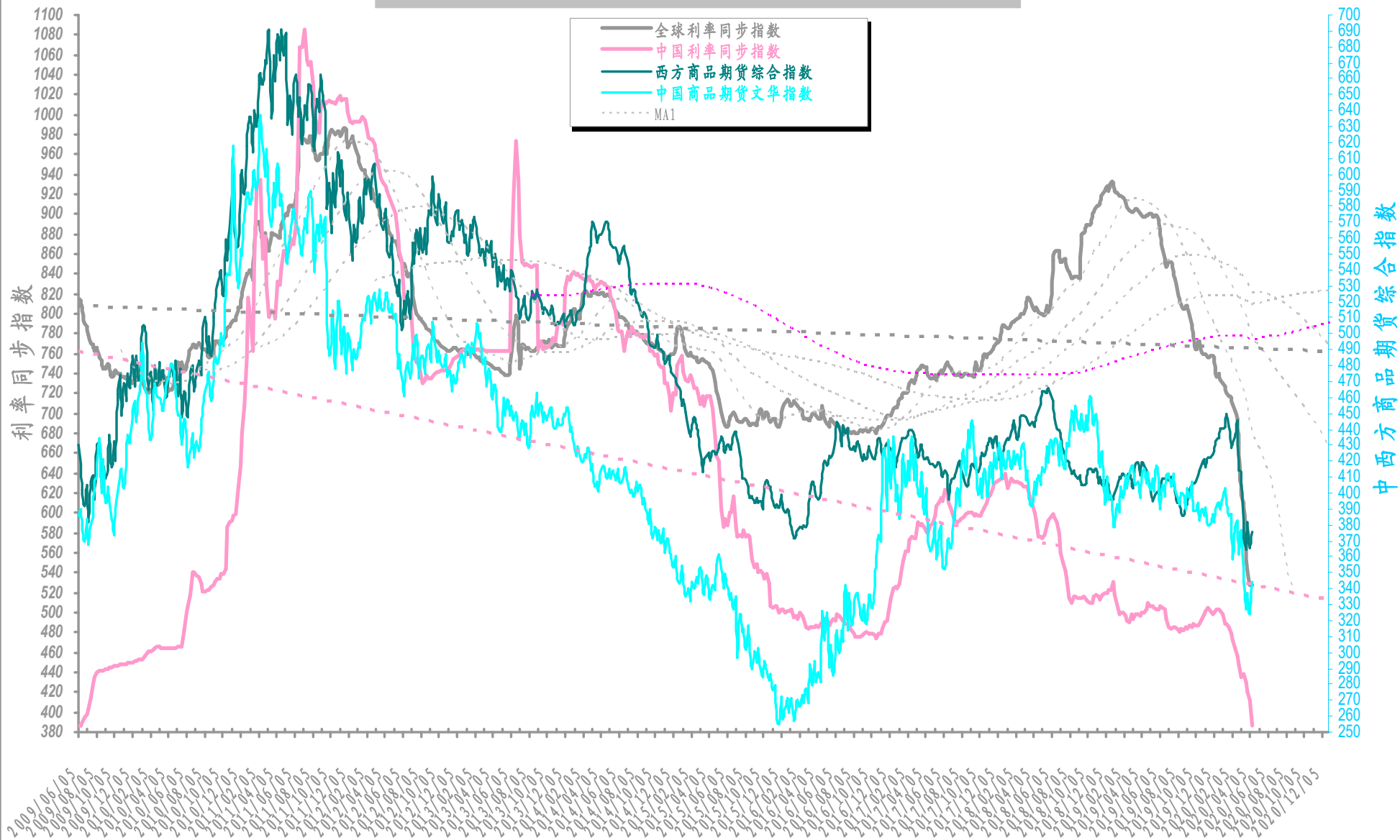


数据研究：倍特期货研发中心

周

倍特期货

全球利率同步指数(短图 2018年8月6日扩维版)

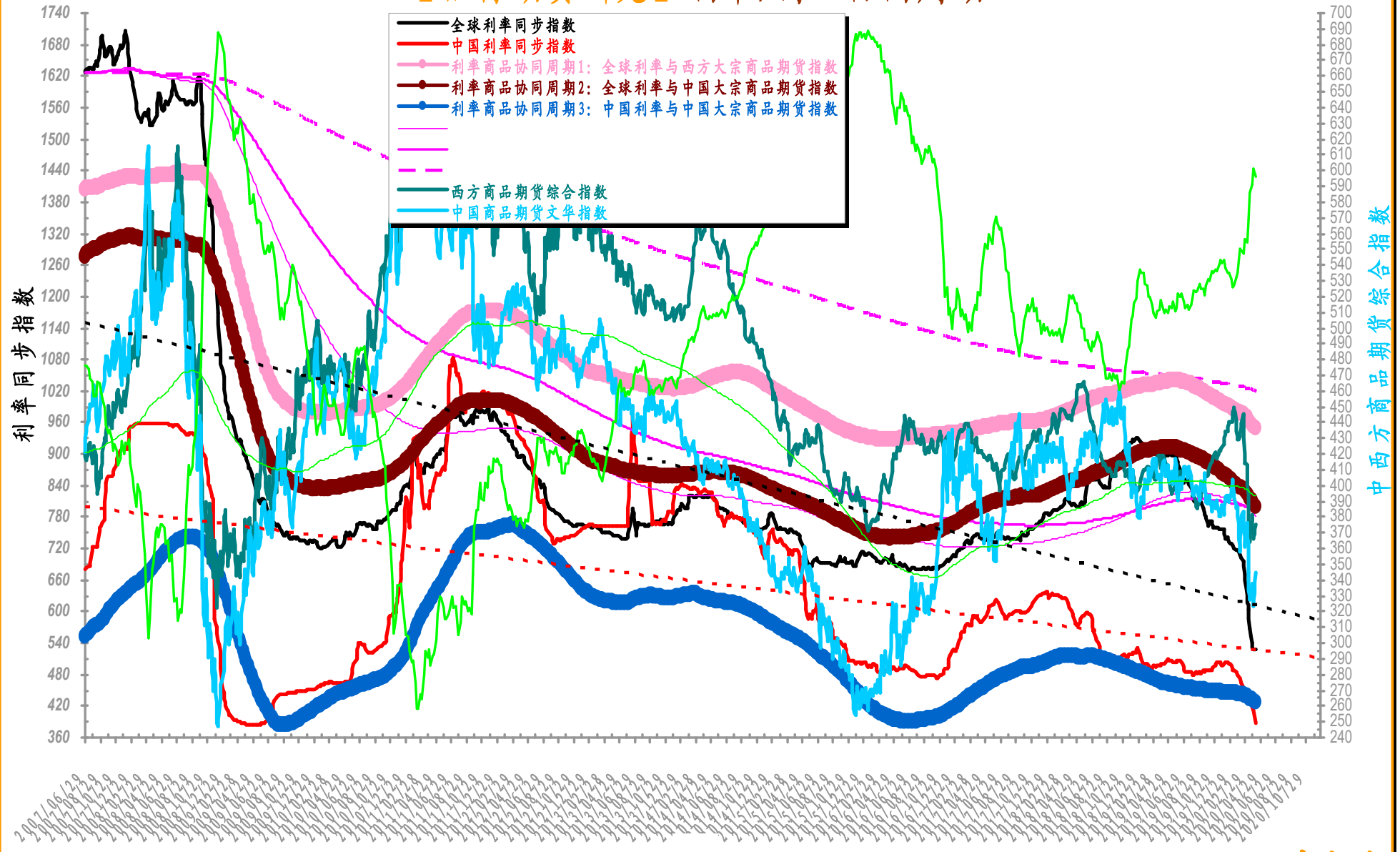


数据研究：倍特期货研发中心

周

倍特期货

【倍特期货研究】利率/商品协同周期



数据研究：倍特期货研发中心

周

倍特期货

系统总揽

宏观环境：中国—要素市场改革：32条措施破除体制机制瓶颈

中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》

《意见》强调，完善要素市场化配置是建设统一开放、竞争有序市场体系的内在要求，是坚持和完善社会主义基本经济制度、加快完善社会主义市场经济体制的重要内容。

坚持稳中求进工作总基调，**坚持以供给侧结构性改革为主线**，坚持新发展理念，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，破除阻碍要素自由流动的体制机制障碍，扩大要素市场化配置范围，健全要素市场体系，推进要素市场制度建设，**实现要素价格市场决定**、流动自主有序、配置高效公平，为建设高标准市场体系、推动高质量发展、建设现代化经济体系打下坚实制度基础。

《意见》提出的基本原则，一是市场决定，有序流动。二是健全制度，创新监管。三是问题导向，分类施策。四是稳中求进，循序渐进。

《意见》针对推进土地要素市场化配置、引导劳动力要素合理畅通有序流动、推进资本要素市场化配置、加快发展技术要素市场、加快培育数据要素市场、加快要素价格市场化改革、健全要素市场运行机制、组织保障等提出了具体要求。

政策环境：

李克强 4月7日主持召开国务院常务会议

决定实行财政金融联动，**将部分已到期的税收优惠政策延长到2023年底**。延续实施普惠金融和小微企业部分税收支持，**加强对小微企业、个体工商户和农户的普惠金融服务**。商务部《进一步发挥中欧班列作用应对新冠肺炎疫情做好稳外贸稳外资促消费工作》

国务院批复同意设立广西百色重点开发开放试验区

宏观环境：世界—艰难但总要朝向发展经济、当今面临百年未有之大变局

IMF称今年全球经济将跌入负增长

来源：《新闻联播》

国际货币基金组织总裁格奥尔基耶娃9日说，受新冠肺炎疫情影响，2020年全球经济将急剧跌入负增长，预计将出现上世纪30年代大萧条以来最糟糕的经济后果。

为推动全球经济复苏，格奥尔基耶娃提出包括继续实施必要防控措施、减轻金融体系压力等四点计划。

她表示，将动用所有力量为成员提供服务，国际货币基金组织正在响应超过90个国家的紧急融资请求。

俄罗斯外长拉夫罗夫 2019年9月27日在74届联大：西方国家对世界影响日渐消退，**呼应我们观点——俄罗斯总理梅德韦杰夫：不应过分鼓吹八国集团重要性。** (20190910)

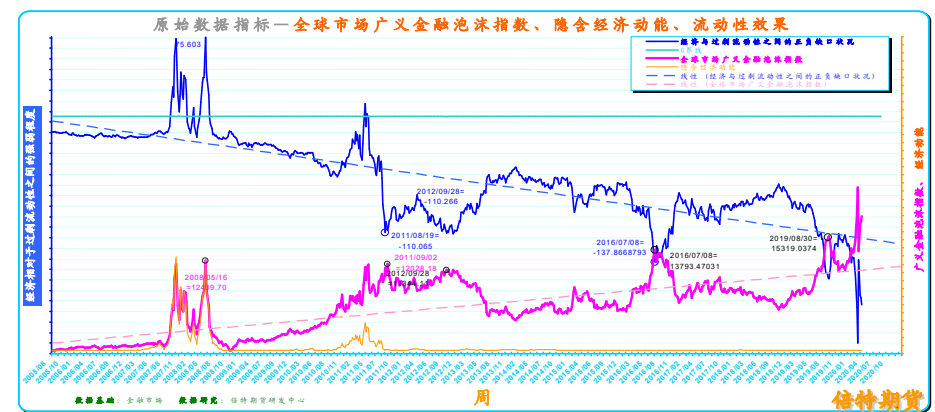
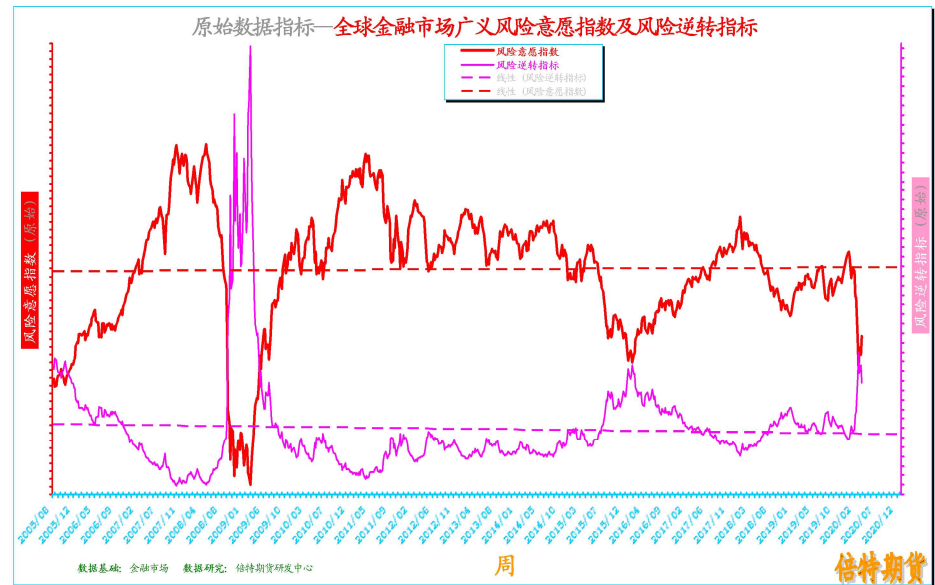
人民日报 2019年钟声：美国一些人的不实之词荒谬在哪里——“七宗罪”之说用心险恶

最近，美国白宫国家贸易委员会主任彼得·纳瓦罗四处收罗，拼凑了一个所谓的“七宗罪”之说，给中国安上“盗窃知识产权”、“强制技术转让”、“入侵电脑窃取商业秘密”、“对美国市场倾销、让美国公司倒闭”、“大力补贴国企”、“输入毒品芬太尼”、“操纵货币汇率”等七项“罪名”。混淆黑白、荒唐可笑的论调，无论花样如何翻新，终究是徒劳的。中国在国际贸易往来中始终坚持平等协商、互利共赢，成为世界经济的动力源，这是有目共睹、人所共知的事实。越来越多人开始警惕纳瓦罗之流的言行，有舆论甚至将他们反经济全球化的极端思维称为病毒。毫无疑问，病毒不除，贻害无穷。

2019年6月11日普京在圣彼得堡国际经济论坛斥责美国“七宗罪”：与人类目标背驰。

“美国的霸权与人类未来目标背道而驰”、“美元被用作施压工具”、“将全球经济卷入混乱战争之中”、“武力强迫和威胁”、“发动数字时代的第一场科技战争”、“不愿意支付自己的账单”、“不平等永远不会稳定”

全球金融市场——进入尾部风险释放阶段的短期路径不确定性时期



中国金融市场系统性风险动态评级：

极低 ← 低 ← 中性 → 高 → 极高

亚洲金融市场系统性风险动态评级：

极低 ← 低 → 中性 → 高 → 极高

全球金融市场系统性风险动态评级：

极低 ← 低 ← 中性 → 高 → 极高

更新时间

2020/01/17

2020/03/01

2020/03/08

李克强主持召开国务院常务会议

**积极应对疫情影响努力稳住外贸外资基本盘
推出增设跨境电子商务综合试验区、支持加工贸易、广交会网上举办等
决定延续实施普惠金融和小额贷款公司部分税收支持政策**

国务院总理李克强4月7日主持召开国务院常务会议，推出增设跨境电子商务综合试验区、支持加工贸易、广交会网上举办等系列举措，积极应对疫情影响努力稳住外贸外资基本盘；决定延续实施普惠金融和小额贷款公司部分税收支持政策。

会议指出，当前全球疫情大流行加速传播，对世界经济和国际贸易投资带来巨大冲击。要按照党中央、国务院做好“六稳”工作部署，坚持扩大开放，采取一系列稳外贸、稳外资举措，努力减轻我国经济特别是就业受到的严重影响。

会议指出，近年来我国跨境电商进出口规模持续快速增长，成为外贸发展新亮点。当前传统外贸受到疫情较大冲击，必须更大发挥跨境电商独特优势，以新业态助力外贸克难前行。会议决定，在已设立59个跨境电商综合试验区基础上，再新设46个跨境电商综合试验区。推广促进跨境电商发展的有效做法，同时实行对综试区内跨境电商零售出口货物按规定免征增值税和消费税、企业所得税核定征收等支持政策，研究将具备条件的综试区所在城市纳入跨境电商零售进口试点范围，支持企业共建共享海外仓。

会议指出，加工贸易占我国外贸1/4。要统筹内外贸发展，支持加工贸易企业纾解困难，促进稳外资、稳就业。一要对加工贸易保税料件或制成品内销，年底前暂免征收缓税利息。二要将加工贸易企业内销可选择按进口料件或按成品缴纳关税的试点，扩大到所有综合保税区。三要扩大鼓励外商投资产业范围，缩小加工贸易禁止类商品种类。

针对全球疫情蔓延的严峻形势，会议决定，第127届广交会于6月中下旬在网上举办。广邀海内外客商在线展示产品，运用先进信息技术，提供全天候网上推介、供采对接、在线洽谈等服务，打造优质特色商品的线上外贸平台，让中外客商足不出户下订单、做生意。

会议指出，要提升中欧班列等货运通道能力，推动改善货物接驳等条件，全力承接海运、空运转移货源，支持稳定国际供应链和复工复产。

为加强对小微企业、个体工商户和农户的普惠金融服务，帮助他们渡过难关，会议决定，实行财政金融政策联动，将部分已到期的税收优惠政策延长到2023年底。包括：对金融机构向小微企业、个体工商户、农户发放100万元及以下贷款的利息收入免征增值税；对向农户发放10万元及以下贷款的利息收入、为种养殖业提供保险业务的保费收入，按90%计入所得税应纳税所得额；对小贷公司10万元及以下农户贷款的利息收入免征增值税，并按90%计入企业所得税应纳税所得额，对其按年末贷款余额1%计提的贷款损失准备金，准予所得税税前扣除。

“新全球化”宏观——“一带一路”战略促进共同发展 政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通

【政策沟通】

沙特内阁核准“一带一路”融资指导原则
美国库恩基金会主席：人类命运共同体更具现实意义；强化人类命运共同体理念正当其时。
土库曼斯坦企业计划参加第三届中国国际进口博览会
中亚黄皮书：预计未来中国与中亚五国经贸关系将平稳增长

【民心相通】

【巴基斯坦】外长：中国率先恢复经济社会发展给世界信心
【塞尔维亚】中国企业帮助塞修建病毒检测实验室
【以色列】特拉维夫中国文化中心推出“云·游中国”线上主题活动
【孟加拉国】中企向孟医院捐赠抗疫物资
【新疆】援助哈萨克斯坦抗疫 助力民心相通
黑河开通绿色通道启动对俄医疗物资援助
外媒文章：中国堪称抗疫“命运共同体”典范
【巴西】美丽山二期项目累计输电72亿千瓦时 惠及约2000万人口

【政策沟通】【贸易畅通】

G20 贸易部长应对新冠肺炎特别会议声明

中国商务部新闻办公室 2020-04-01
我们，G20 成员及嘉宾国贸易部长们，对新冠肺炎疫情蔓延所造成的灾难性人类悲剧深感痛心。大流行病是全球性挑战，需要全球协调应对。G20 领导人在2020年3月26日举行特别会议，承诺“建立统一战线应对这一共同威胁”。现在比以往任何时候都更需要国际社会加强合作与协调，以保护生命，并为危机后经济强劲复苏和可持续、平衡和包容增长奠定基础。

一带一路实务

商品宏观、 股市微观、 债市信贷利率定价扩维、
人民币内涵(价及量)绝对服从战略和广域实体经济。

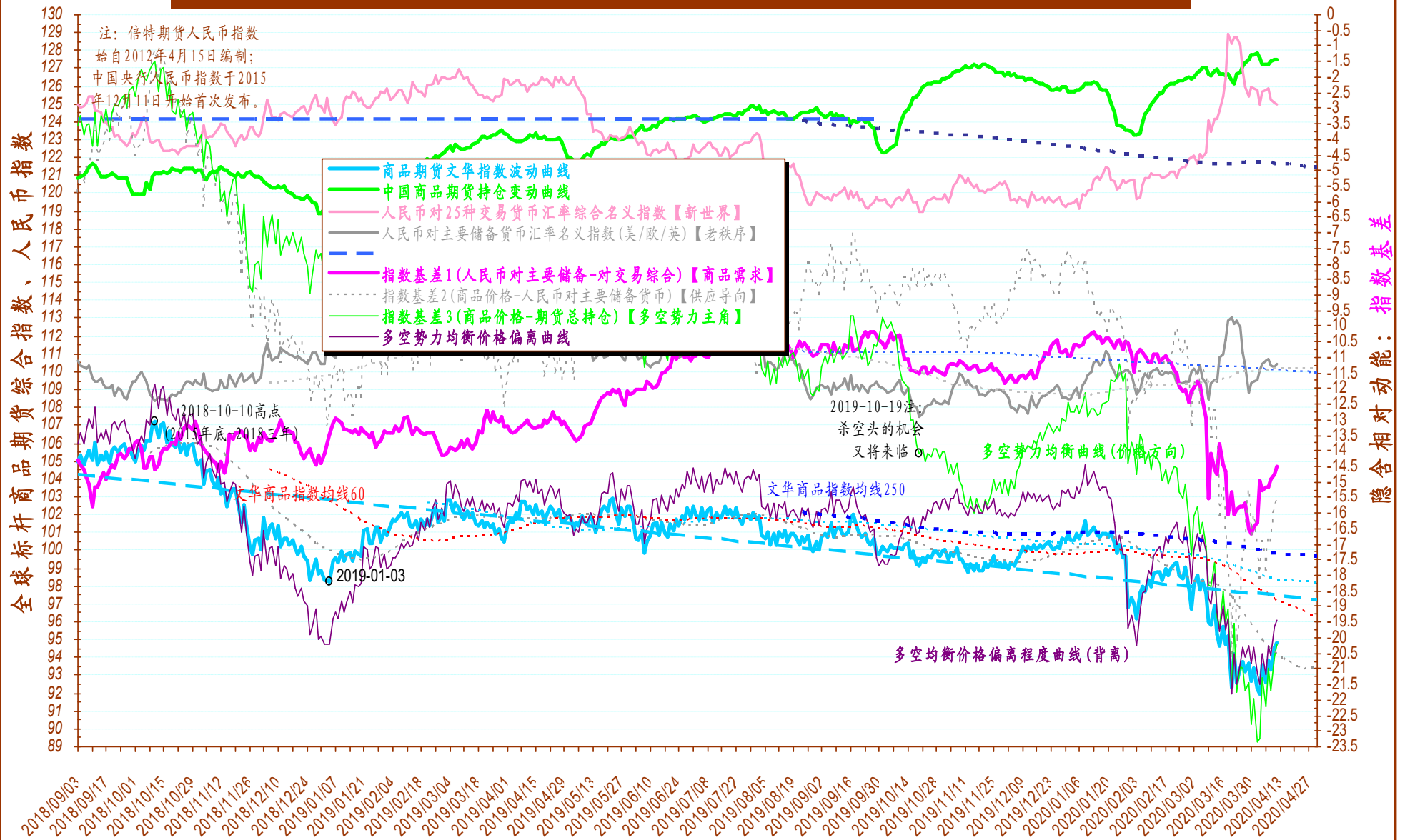
【地方/投资/金融/物流】

【项目/品种/企业/行业】

4月7日，中国银行发布的2019年度《人民币国际化白皮书》。
这是中国银行连续第七年调研并公布人民币国际化产品和服务情况。调研对象包括五大洲28个国家和地区3000多家工商企业和金融机构，境内外市场主体超过八成受访境内外工商企业认为，未来十年人民币国际地位将媲美美元和英镑。
2019年度调研结果显示，境外被调研对象使用人民币结算的比例明显提升。约有69%受访境外工商企业打算使用人民币或进一步提升人民币使用比例，这一占比为2016年来最高，接近历史最好水平。2019年全年人民币跨境结算规模较2018年同期增长24%；2019年四季度，衡量人民币跨境使用活跃度的中国银行跨境人民币指数攀升至304点，接近三年来的新高。
在2019年的调查中，约有82%受访境外工商企业表示，当美元、欧元等国际货币流动性较为紧张时，将考虑使用人民币作为融资货币，这一比例创下2016年以来新高，表明人民币作为国际融资货币的吸引力正在逐步显现。
2019年人民币跨境使用规模接近20万亿元，是2009年的5000多倍。跻身国际舞台的人民币，正日益成为中国与其他国家共谋发展、互利共赢的重要桥梁和纽带。

成都国际铁路港跨境电商交易量同比增长近21倍
商务部将对外贸企业订单摸查 精准帮扶外贸企业保市场
【卡塔尔】中国承建世界杯主体育场主体结构卸载顺利完成
【贵州】贵阳市发布《推进西部陆海新通道建设实施方案》
【云南】印发工作指南加快推进面向南亚东南亚辐射中心建设
【河南】中欧班列开行突破2000列 【山西】中欧班列开行密度加大至每周3列
【山东】齐鲁号首班“鲁欧快线”济南发车 20天后抵达德国
【陕西】首趟西安至巴塞罗那中欧班列开行 全程约12000公里
【湖北】武汉首开中亚国际联运汽车班列 首次将整车运往中亚国家
【中老铁路】玉溪至磨憨段开始铺轨 预计明年4月与老挝段联通

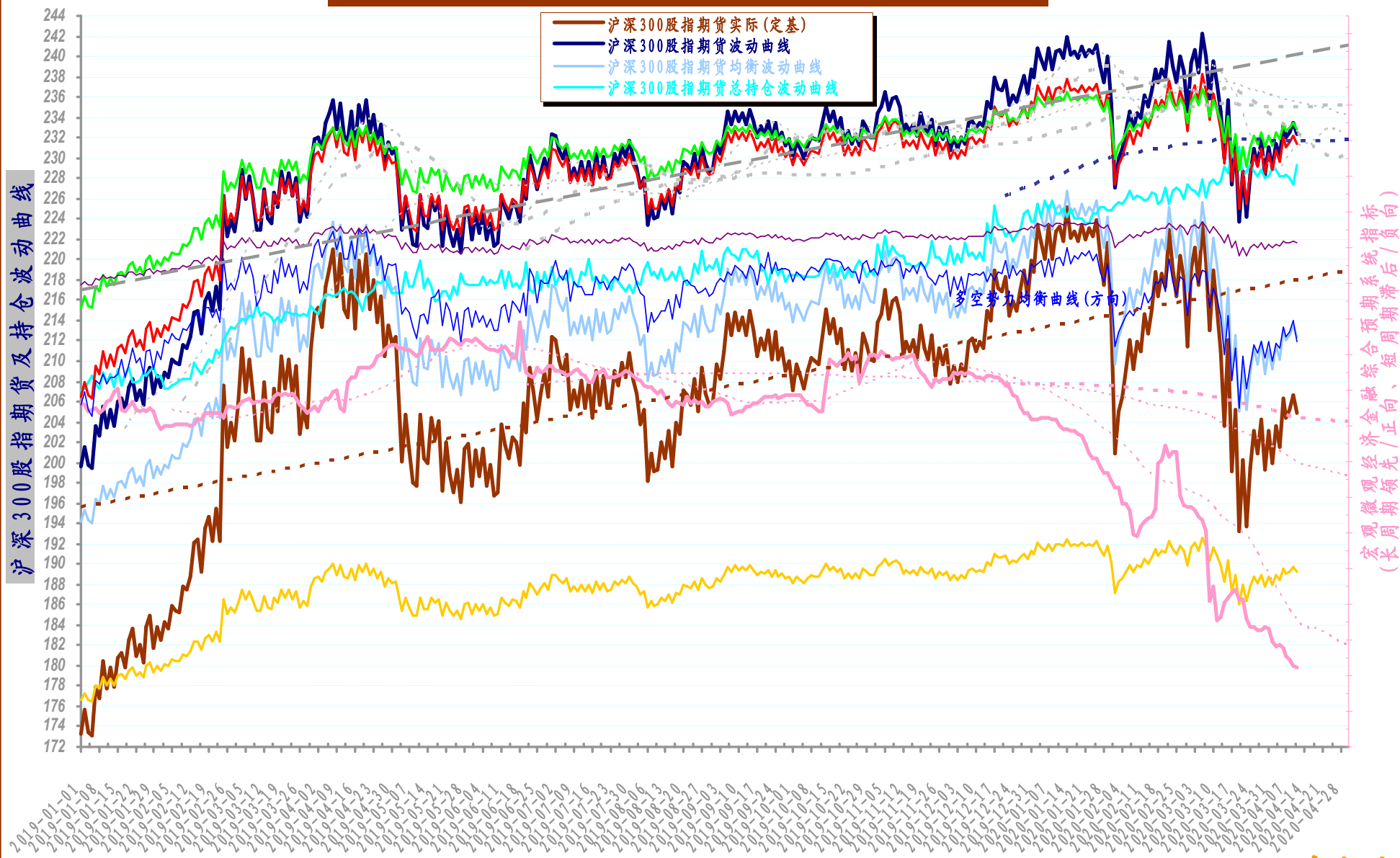
历史：大宗商品全球标杆(中国期货市场)、倍特期货人民币汇率指数(短图)



隐含相对动能：指数基差

倍特期货

历史：沪深300股指期货及持仓波动(短图 中期均衡)

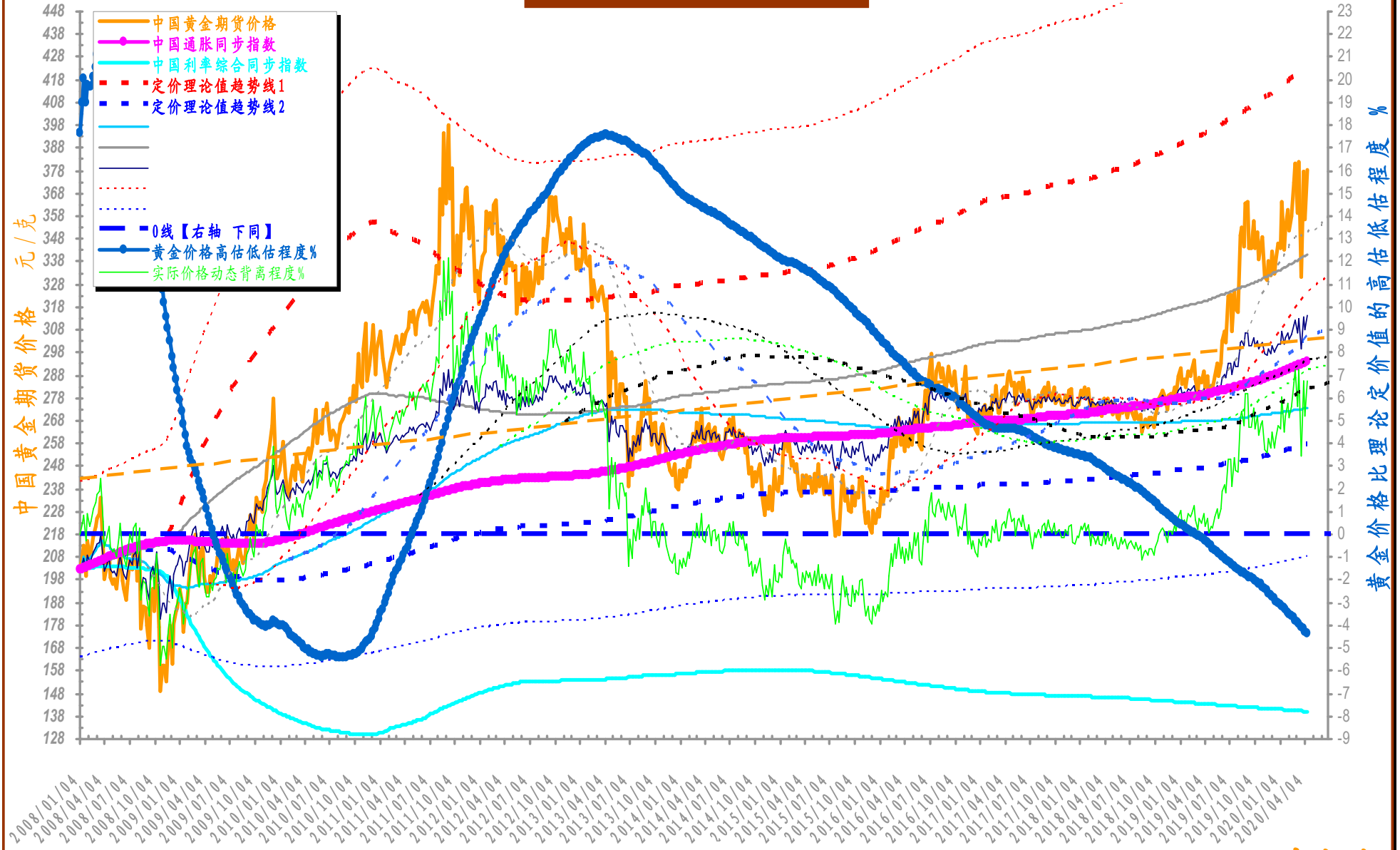


数据基础：金融市场 数据研究：倍特期货研发中心

日

倍特期货

历史：中国黄金期货市场

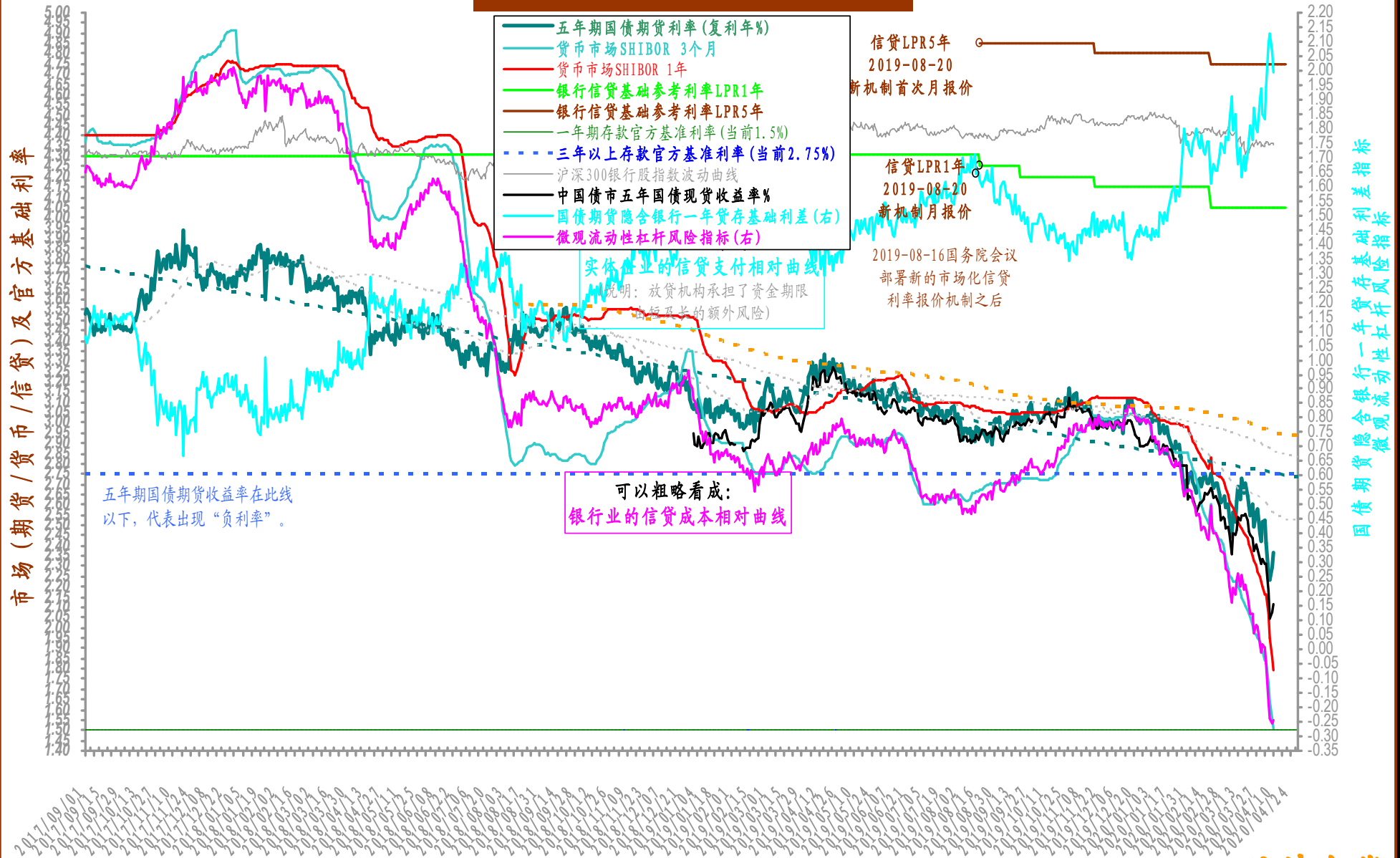


数据研究：倍特期货研发中心

周

倍特期货

历史：中国市场利率体系 (短图)

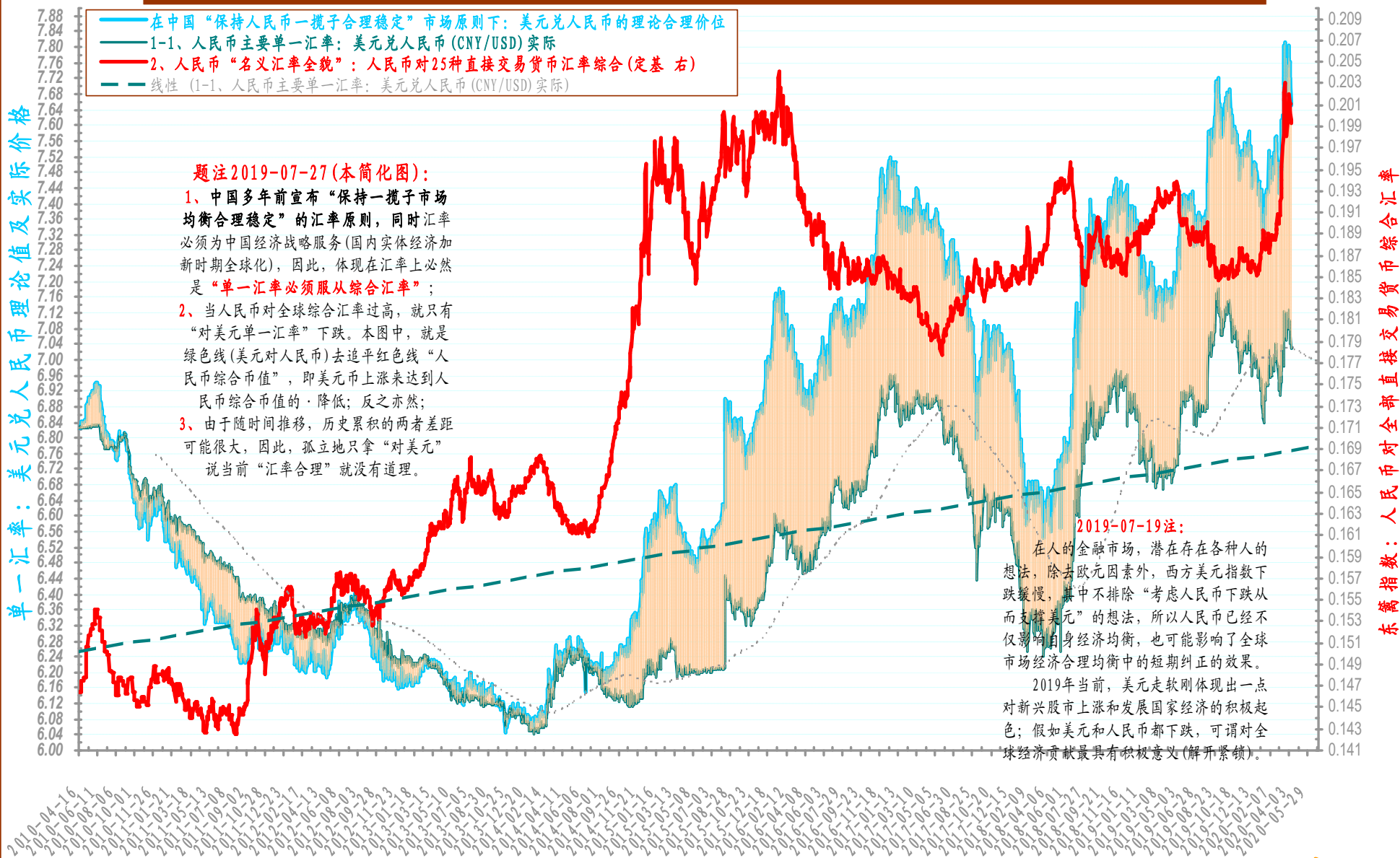


数据基础：中国金融市场 数据研究：倍特期货研发中心

日

倍特期货

人民币币值综合“全貌”、单一汇率(与美元)、单一汇率均衡名义理论值(简化版)

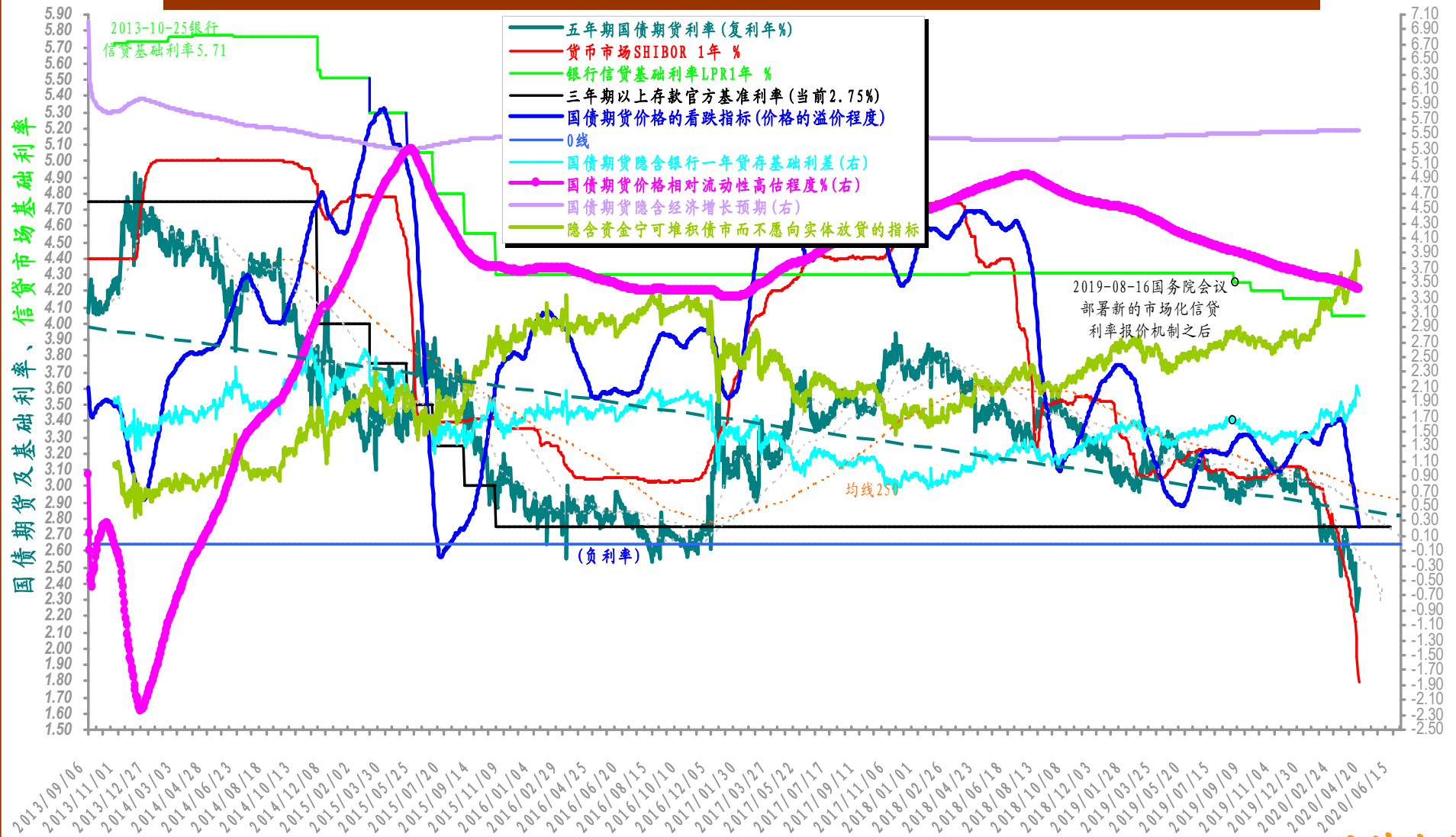


数据基础：中国外汇市场 数据研究：倍特期货研发中心

日

倍特期货

国债期货价格看跌指标、相对高估、隐含经济预期及放贷意愿 (20191018测试版)



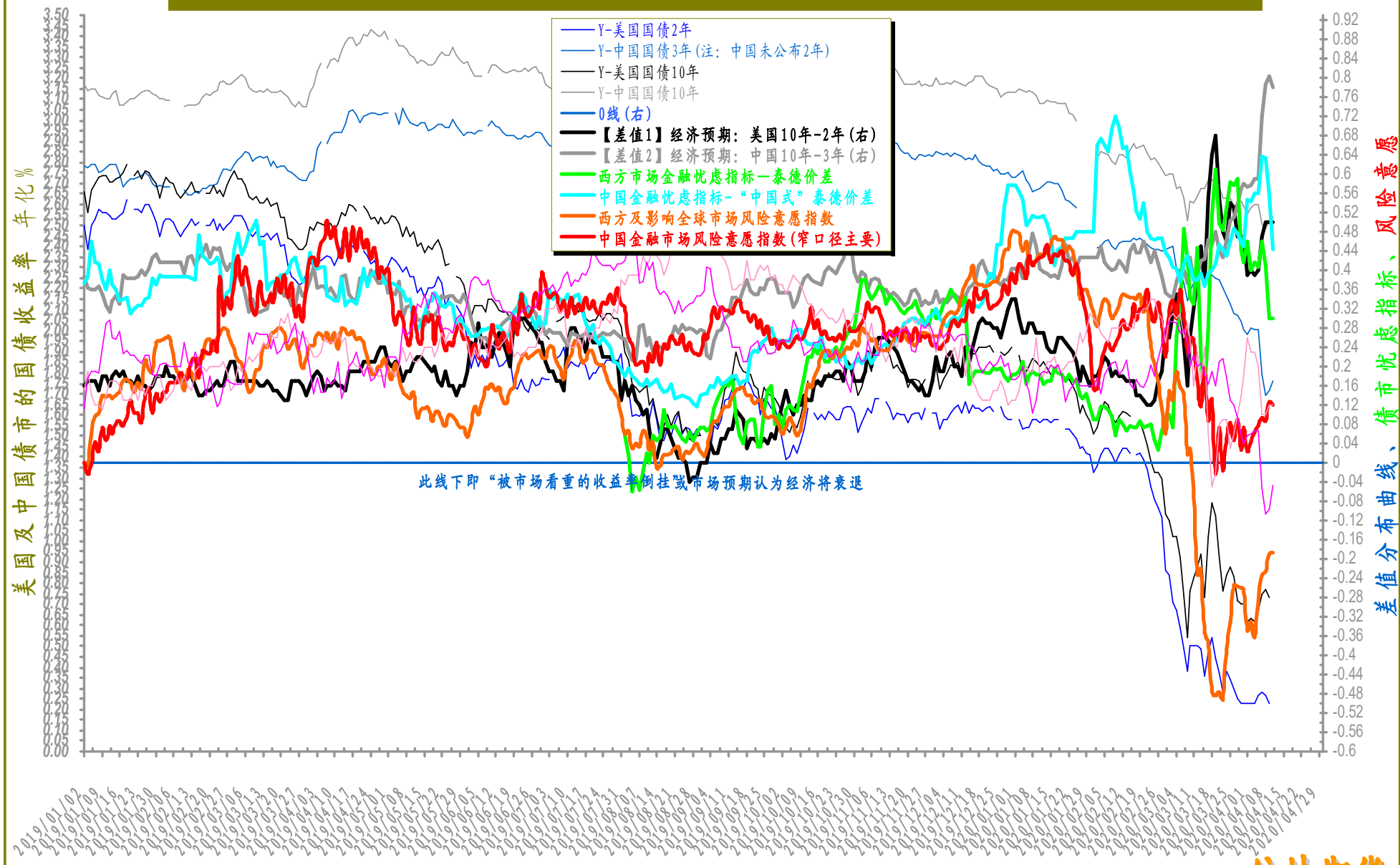
隐含：高低估、经济预期、债市挤占放贷

数据基础：中国金融市场 数据研究：倍特期货研发中心

日

倍特期货

【美国及中国收益率】旗帜鲜明：恫吓成性的债市的忧虑=天下大众风险意愿利好

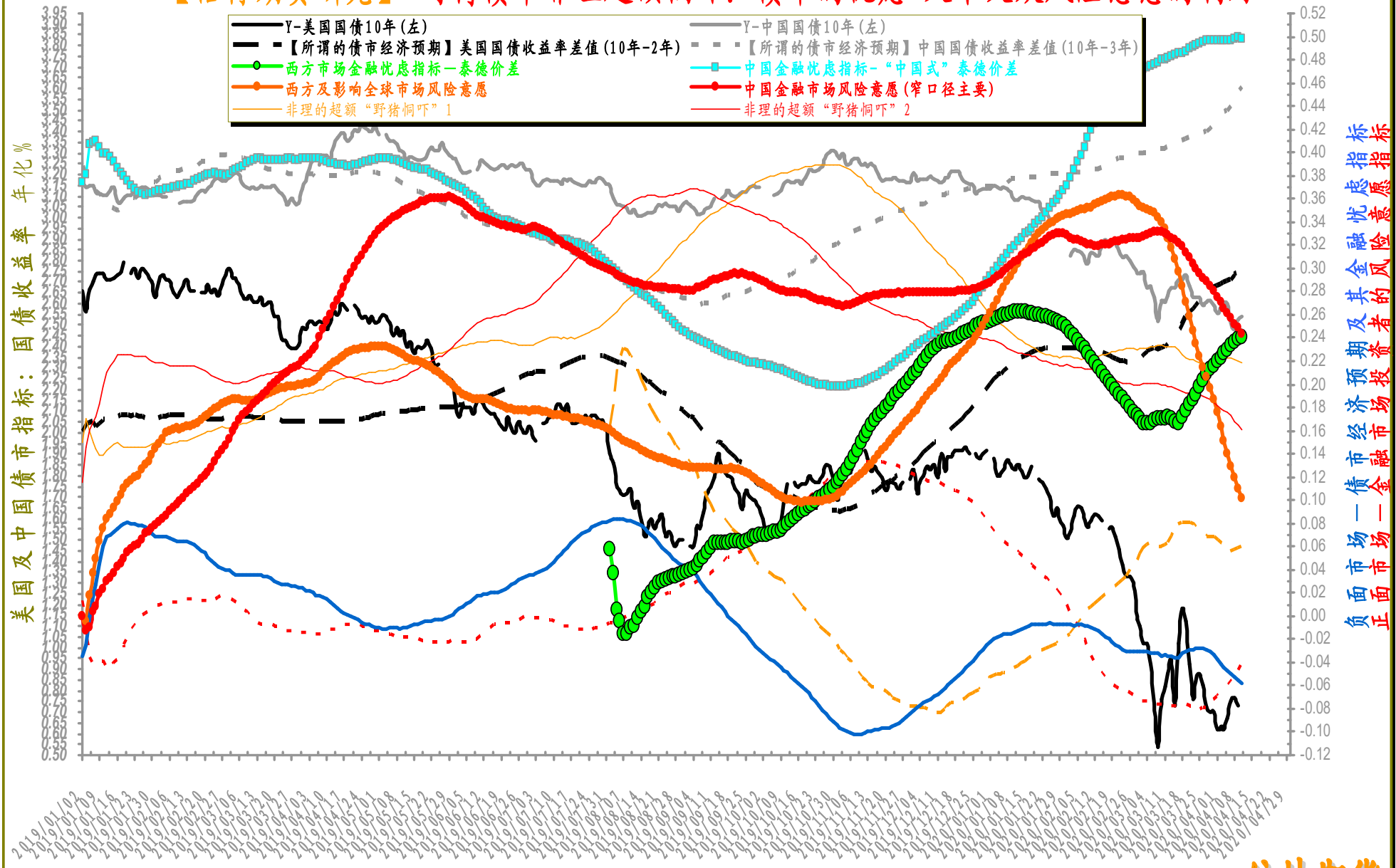


数据：美国财政部、中国央行、金融市场 研究：倍特期货研发中心

日

倍特期货

【倍特期货研究】 对待债市非理超额恫吓：债市的忧虑=天下大众风险意愿的利好



数据：美国财政部、中国央行、金融市场 研究：倍特期货研发中心

日

倍特期货

倍特期货有限公司研发中心

本刊编辑、出品：倍特研发

本刊审阅、发刊：研发中心 028-86269235

倍特期货有限公司

总部地址：成都市高新区锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406

邮政编码：610041

公司网址：www.btqh.com

全国统一客服：400 8844 998

国务院核准上市交易的业务市场——期货、期权

工业品期货：铜铝镍锌铅锡银；螺/线/板/不锈；焦炭、沥青；塑料、PVC、PP、甲醇；玻璃；铁合金；棉纱、PTA；纸浆；尿素；纯碱；
矿产品期货：原煤、焦煤、铁矿石、石油；
农产品期货：玉米/淀粉、大豆（1/2）、小麦、稻谷；棉花、白糖、橡胶；菜籽、菜油、菜粕；豆油、豆粕、棕榈油；鸡蛋；苹果；红枣；
股指期货：沪深 300 指数、上证 50 指数、中证 500 指数；
利率期货：五年期国债、十年期国债、两年期国债；
另类期货：黄金期货；黄金期权；
商品期权：多个；
指数期权：沪深 300 股指期货；
拟上市期货：人民币汇率、商品指数

倍特期货经营的其它由政府批准的业务——资产管理、风险管理

■ 免责条款

本报告引用官方正式公布或金融市场公开数据，信息来源均有可靠出处，不引用非正式的网络信息，但对所有数据信息的具体影响均不做任何保证，我们也无法做到市场实际结果验证我们的研究分析都能正确，如果据此投资，责任自负。

本报告所有分析、评论、具体观点均是以独立研究者角度展开，关联逻辑和如果出现主观的分析结论及建议也都体现独立、中立的原则，既不有意保护也不刻意损及任何他方利益，凡是引用观点和我们的观点均明确区分并加以注明。

本报告系公开的、可监督的公众参考报告，作为不针对特殊用途的“通用性质”报告，只用于一般分析思考，并不构成直接投资建议；因此也就没有考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，读者应考虑本报告的任何意见或建议是否符合自身特定状况。