

## 海外宏观双周报

# 全球金融市场“危机模式”可能尚未解除

### ■ 核心观点

第一，3月11日全球金融市场从“避险模式”转为“危机模式”，考虑到当前美元指数在100以上高企、TED利差急剧抬升，国际金融市场的“危机模式”可能尚未解除。国际市场解除“危机模式”恐还要等待欧美疫情新增数据拐点、美元指数回落至100以内、LIBOR-OIS利差与TED利差等美元流动性或金融市场风险指标下行等缓和信号的出现。

第二，美国2月份零售销售与核心零售销售环比均低于预期，消费出现全面走弱迹象；3月美国零售数据恐将显著下行；2月通胀下行且低于核心通胀，随着油价大幅下行后低位震荡，3月通胀低于核心通胀的程度可能继续拉大。

第三，目前民主党初选选程过半，拜登不仅在“超级星期二”赶超桑德斯，而且之后扩大了初选优势至300票以上。

第四，在3月下旬，我们的投资建议仍是“回避高杠杆、追逐流动性”，耐心等待缓和信号的出现。

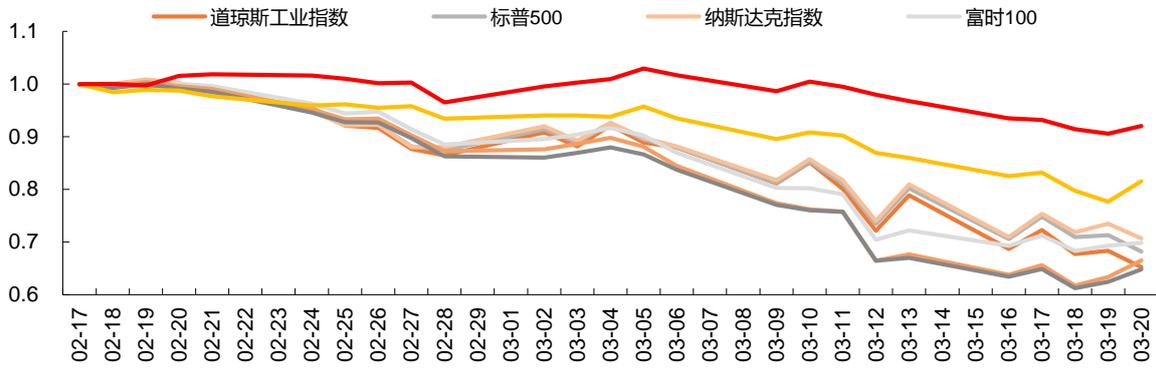
## 本周市场重点

### ■ 国际股债汇商波动加剧，“危机模式”恐尚未解除

2月中下旬开始，疫情对海外市场的冲击逐渐显性化，全球金融市场从“正常模式”切换至“避险模式”。在“避险模式”下，资金向美债、美元、黄金等避险资产涌入，导致全球股指大幅下行，美债收益率也持续下行，美元指数持续高企，油价下行而金价上涨，企业债的信用利差也有所走扩。但是，随着疫情持续扩散，并给海外市场的最终消费与供应链带来显著冲击之后，出于对疫情会导致企业现金流出现中断的担忧，以及由此带来的失业率上升导致居民部门现金流中断的连带潜在风险，加上美股大跌之后部分机构被动平仓，全球金融市场在3月11日又从之前的“避险模式”转为“危机模式”。在“危机模式”下，市场参与者均产生了强大的“流动性偏好”，流动性成为了甄别资产投资价值几乎唯一的重要标尺。在近两周，“危机模式”体现的非常显著，无论是股票、商品等风险资产，还是黄金、美债等传统的避险资产，均在近两周出现了显著的下行，只有货币中流动性最好的美元表现强劲，美元指数涨破100关口后仍维持高位震荡。

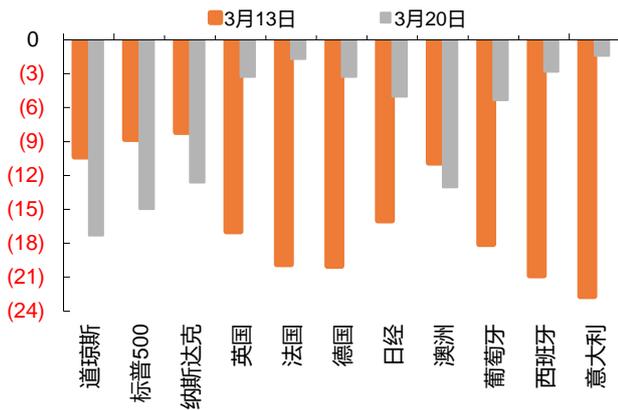
在全球金融市场从“避险模式”转为“危机模式”的过程中，全球股票一直处于下行态势中，仅有上证综指跌幅相对较小，这与我国疫情防控较好有关；企业债信用利差也一直在走扩，但美长债收益率却从之前震荡下行转为“危机模式”下的触底回升；美元指数一直处于高位，港币由于盯住美元的汇率制度而显得强势，而欧元、英镑等货币则略显弱势；石油价格受疫情蔓延与沙特“原油价格战”双重冲击而大幅下行并在底部徘徊，黄金价格则受制于“危机模式”下流动性的追逐而自高位迅速回落。近一个月的TED利差急剧抬升也反映了国际金融市场和银行机构中的风险上升。尽管3月20日欧亚股市出现反弹，但这并不预示着国际市场的“危机模式”已经解除，3月下旬的投资建议仍是“回避高杠杆、追逐流动性”。国际市场解除“危机模式”恐还要等待欧美疫情新增数据拐点、美元指数回落至100以内、LIBOR-OIS利差与TED利差等美元流动性或金融市场风险指标下行等缓和信号的出现。

图表1 近一个月来美欧中主要股指走势 (以2月17日的收盘价为1)



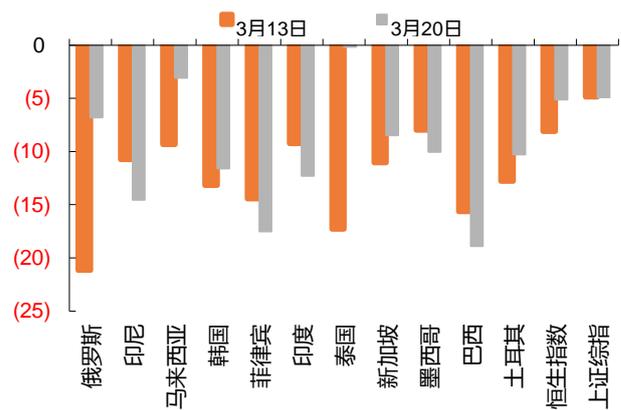
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 近两周国际发达市场股指大幅下跌 (%)



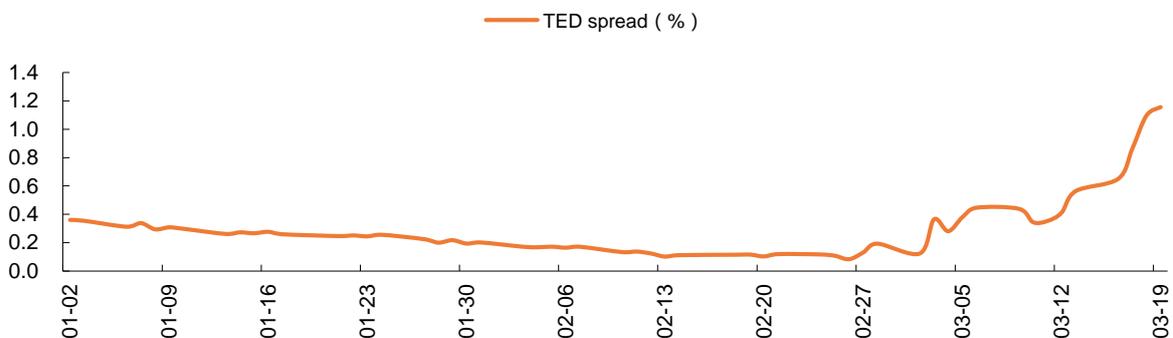
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 近两周新兴市场股指大幅下行 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 近一个月 TED 利差急剧抬升反映国际金融市场风险上升



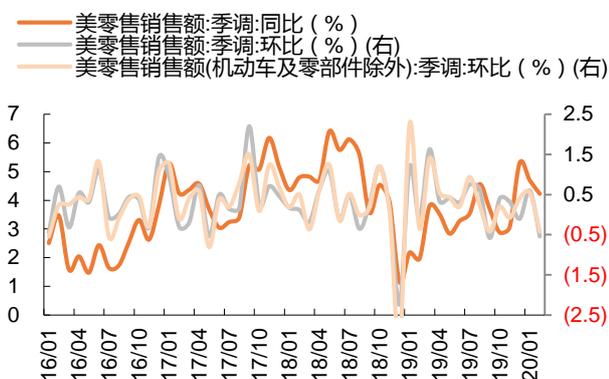
资料来源: WIND, 平安证券研究所

零售销售增速环比不及预期，通胀受油价拖累恐继续下行

美国2月份零售销售环比数据不及预期，核心零售销售环比也不及预期。具体数据方面：美国2月零售销售月率为-0.5%，不及预期值0.2%，且低于修正后前值0.6%；同比增长4.2%，低于前值4.7%；2月美国核心零售销售数据环比-0.4%，不及预期值0.1%，且低于前值0.3%。从细分项看，美国消费端环比细分项几乎全部负增长，其中加油站、电子家电、建材、服装环比下滑超过1.0%，显示出美国消费开始全面滑坡，这与疫情下全球经济下行压力加大以及油价的下行有关。在疫情蔓延加剧且沙特发起的“油价战”带来的油价大幅下行背景下，3月美国零售数据恐大幅下行。

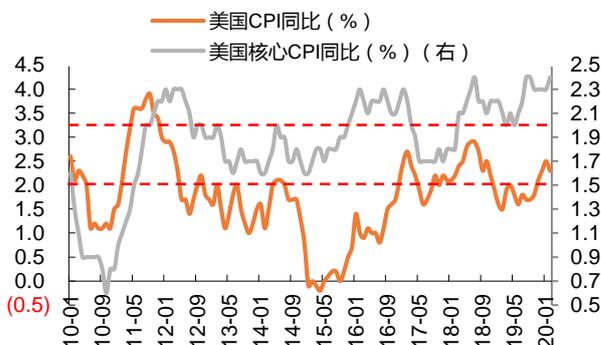
通胀方面，美国2月通胀有所下行。其中CPI同比自1月的2.5%降至2.3%，核心CPI同比从1月的2.3%升至2.4%，两者关系重新回到了自2018年12月至2019年底的通胀持续低于核心通胀的格局，主要受能源价格下跌所致；预计在新冠疫情对供应链的冲击持续加大叠加超低油价的冲击下，CPI低于核心CPI的程度可能继续加大。美联储已降息至0并开展QE4，未来是否进行非常规操作还需要看经济与金融市场能否在未来一周企稳，若市场继续大幅下行，不排除美联储会开展负利率、股票ETF与企业债等资产购买等非常规操作的可能。

图表5 美国2月零售销售环比不及预期



资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表6 美国2月通胀降至2.3%，核心通胀升至2.4%



资料来源：WIND, 平安证券研究所

海外经济跟踪

达利·欧否认传言但承认桥水亏损，风险平价量化策略受市场质疑

3月18日，国内传言桥水基金爆仓，瑞达利欧做出如下回应——桥水财务状况十分稳定，未出现与预期、过去常态所不符的损失。

点评：桥水的两个主要产品分别为全天候策略产品与绝对阿尔法策略产品。其中，全天候策略是利用宏观对冲来分散风险，而绝对阿尔法则是利用交易和配置主动获得收益的对冲策略。风险平价（RiskParity）基金就是桥水用来对冲投资风险的重要工具，其严重依赖于各资产的历史数据和历史关系，并且会根据风险的变化情况自动配置资产，达到风险配置再平衡的目的。由于近期桥水的风险平价基金重仓了此前波动率均较低的美股与高收益企业债券，受疫情蔓延与沙特油价战联合冲击，美股与高收益债同时大幅下跌，这就导致该基金被动抛售美股与高收益债券，进而带来巨大亏损。加上之后流动性危机带来风险资产与传统避险资产同步暴跌，风险资产与避险资产的历史关系出现紊乱，宏观对冲工具出现失灵，桥水的一系列产品被迫平仓以降低杠杆水平，这就带来了进一步的亏损。经此一役，此前备受追捧的风险平价量化策略受到了前所未有的质疑，这也会给未来的市场结构带来显著改变。

### ■ 民主党初选选程已过半，拜登反超并扩大优势

截至 3 月 22 日，民主党初选选程过半，拜登继在 3 月 3 日“超级星期二”赶超桑德斯，而且在接下来的初选过程中扩大优势至 300 票以上。

点评：拜登参选至今经历了跌宕起伏的过程，一路领先的他由于深陷“乌克兰贪腐案”，特别是“特朗普弹劾案”结束后，选情曾一落千丈。在 2020 年 2 月开始的第一阶段初选中仅仅获得了南卡罗来纳州的胜利，而在前三个州的初选中仅得 15 票，大幅落后于桑德斯与布蒂吉格。但是随着美国新冠疫情的蔓延扩散，受益于副总统任期应对埃博拉疫情的优异表现，加上当前副总统彭斯的应对不力和相关劣迹导致拜登在大幅落后的情况下迅速崛起，在 3 月 3 日的“超级星期二”中一举超越桑德斯，在当天开展初选的 15 个州中获得了 10 个州的最多票数。之后进一步巩固胜势，并在 3 月 21 日将优势扩大到 300 票以上。成为了民主党总统候选人的“第一顺位”。拜登实现“逆袭”除了受益于疫情的蔓延带来民众对其执政经历更加偏好之外，还受益于另外两个因素——“温和派”参选人集中退选&个人政见适当“左倾”。在疫情持续蔓延与党内高层的支持下，预计拜登大概率将成为 2020 年民主党总统候选人。

### ■ 美联储紧急降息至 0 且展开 QE4，市场短期对此理解偏利空

3 月 15 日，美联储决定在 3 月 18-19 日的议息会议预定时间之前 3-4 天再次紧急降息 100 个基点至 0，并展开规模达 7000 亿美元的 QE4。

点评：市场对与美联储月内连续两次召开临时会议并进行紧急降息和开启 QE4 的反应仍以偏空反应为主，这也可以从议息会议后美股期指大跌至熔断看出。市场短期担忧的来源有两个方面：第一，若美联储当前出台的措施并未有效支撑美国经济，市场担忧美联储常规工具的缺乏将导致未来可能到来的经济下行期间美联储无法拿出更多的对策；第二，市场担忧美联储紧急大幅降息的背后可能发现了债务危机爆发风险飙升的信号。在短期市场对美联储的担忧升温的背景下，美联储这一系列宽松支持政策在短期发生的功效恐相对有限。从美联储政策空间看，当前常规操作的空间所剩无几。若经济面临新的下行风险，美联储在加大 QE 力度的同时，也有以下两种选择：负利率、股票 ETF 与企业债等资产购买。考虑到负利率下银行体系利润将受到严重侵蚀，且会对拆借市场带来流动性冲击，所以负利率不在万不得已的情况下很难实施。而《联邦储备银行法》规定美联储不得采取股票 ETF 与企业债等资产购买等行为，这就导致美联储在进行上述资产购买之前，需要得到国会两院的立法支持。在当前美国大选两党博弈升级的背景下，这很难做到。所以，美联储在当前“一步到位”的操作之后，很难再有进一步的非常规工具来进行应对。

## 海外市场跟踪

图表7 海外金融市场跟踪

	最新值 (2020.3.20)	分位数	本周均值 (2020.3.16-3.20)	周涨跌	月涨跌	年初以来涨跌
道琼斯工业指数	19174.0	83.7%	20117.20	-17.30%	-24.54%	-32.81%
标普 500 指数	2304.9	84.6%	2405.55	-14.98%	-21.98%	-28.66%
纳斯达克指数	6879.5	89.1%	7051.86	-12.64%	-19.70%	-23.33%
富时 100 指数	5190.8	24.3%	5173.79	-3.27%	-21.12%	-31.54%
CAC40 指数	4048.8	38.1%	3906.48	-1.69%	-23.75%	-32.27%
DAX 指数	8929.0	68.6%	8732.49	-3.28%	-24.91%	-32.61%
恒生指数	22805.1	66.6%	22626.66	-5.11%	-12.72%	-18.18%
美元指数	102.39	85.2%	100.71	3.96%	4.34%	6.16%
欧元兑美元	1.08	19.1%	1.09	-2.11%	-1.54%	-3.52%
英镑兑美元	1.30	11.0%	1.30	5.17%	2.11%	-1.67%

美元兑日元	109.79	54.4%	109.85	2.46%	1.54%	1.03%
美元兑人民币 (离岸)	6.99	56.7%	6.98	-0.21%	0.03%	0.45%
美国十年期国债利率	0.92%	0.1%	0.99%	-2.0bp	-21.0bp	-100.0bp
英国十年期国债利率	0.56%	0.7%	0.65%	7.6bp	5.2bp	-33.4bp
法国十年期国债利率	0.10%	3.7%	0.23%	8.2bp	39.5bp	-2.0bp
德国十年期国债利率	-0.34%	2.4%	-0.38%	30.0bp	27.0bp	-18.0bp
意大利十年期国债利率	1.63%	9.2%	2.06%	-17.5bp	50.3bp	20.3bp
布伦特原油现货	29.35	17.8%	26.52	-8.08%	-41.96%	-56.22%
WTI 原油现货	31.16	18.1%	26.48	-1.80%	-30.38%	-48.97%
伦敦现货黄金	1494.40	88.2%	1498.15	-4.38%	-7.17%	-1.88%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_6356](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6356)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>