

宏观流动性观察 003：关注财政，聚焦美联储

宏观流动性摘要：

利率周期：周期末端的集体降息。上周墨西哥央行也加入到降息的行列，15日墨西哥央行宣布将隔夜银行间拆借利率下调25BP至8.00%（五年来首次降息，此前利率一直保持在10年来的最高点），全球央行宽松的周期没有结束。上周美国、英国、加拿大、丹麦等国关键期限利差出现倒挂，触发市场对于经济进入到衰退的预期¹，全球金融市场大幅下挫，反馈了对于经济悲观的预期。

货币政策：风险未尽，降息未止。随着市场悲观预期的扩散，从产业链上游（18年开始）向下游的降息预期（19年开始）押注带动了资产间的轮动，上周区域风险点继续以阿根廷股债汇三杀的方式出现。但同时值得注意的是，一方面从累计意义上，华泰期货监测的利率周期在上周达到极端宽松后出现了阶段性企稳（不再更宽松）²，另一方面，市场对于美联储降息幅度的预期相比较8月初美联储降息时的高点没有进一步的加深³，显示出不考虑黑天鹅触发信用暴跌的情况下，利率宽松周期进入到本轮高位区间。

宏观流动性：分化的周期出现边际上的稳定。我们跟踪了全球主要央行过去累计的加降息过程，发现从总体来看，全球央行处在极端宽松的象限；从结构来看，产业链下游的发达经济体和产业链中游和上游的经济体之间的货币政策分化从相对极限的位置开始收敛。当前我们仍在等待的是，对于以美国为代表的发达经济体若未来经济韧性和库存向上周期的开启，叠加着新兴经济体前期的宽松环境⁴，则对于非美经济体形成的资产定价弹性也将是放大的过程——短期内我们继续等待流动性风险的释放。

本周关注：关注周期改善前的流动性冲击。8月以来的流动性观察中我们指出，在风险仍未落地之前，应对的策略上对冲性策略仍优先于进攻性策略⁵，上周市场的波动加剧反馈确认了我们对于策略达到观察期的判断⁶——一方面利率曲线出现了首次倒挂，另一方面，政策预期出现了一定的扰动，主要在财政端扩张的可能性，德国对于财政约束的松动，美国对于超长期国债发行的市场预演。在这一背景下，我们认为逆周期的继续宽松有望对于库存周期的改善形成支撑，但是对于极端宽松的市场流动性定价而言，存在利率短期反弹扰动下的流动性冲击风险。在传鲍威尔发出禁声的消息后，关注本周末的Jackson-Hole年会美联储对于未来利率预期的管理。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

蔡超

☎ 021-60827984

✉ caichao@htfc.com

从业资格号：F3035843

相关研究：

[尾部的压力测试延续](#)

——美债2s10s倒挂点评

2019-08-15

[等待情绪释放后的改善](#)

——宏观流动性观察002

2019-08-12

[风险仍将延续，关注人民币资产](#)

——人民币破“7”点评

2019-08-06

[迎接未知的流动性冲击](#)

——宏观流动性观察周报001

2019-08-05

[关注风险！预期的自我实现开始](#)

——美联储议息会议点评

2019-08-01

[不把房子当短期刺激经济的手段](#)

——中央政治局会议点评

2019-07-31

¹ 参见华泰期货报告《[尾部的压力测试延续](#)》，维持对冲性头寸持有建议，关注对冲的解除窗口

² 参见图3-6

³ 参见图7、图12

⁴ 中国央行于宣布于8月20日发布新的LPR，进一步促进实际贷款利率回落，有利于流动性传导

⁵ [周报0722](#)提醒继续持有对冲组合的建议，[周报0805](#)提示短期风险释放后关注风险资产的配置

⁶ 即虽然流动性冲击仍存，但7月以来的对冲策略从降低对冲配置阶段转向配置进攻策略阶段

全球经济景气状态

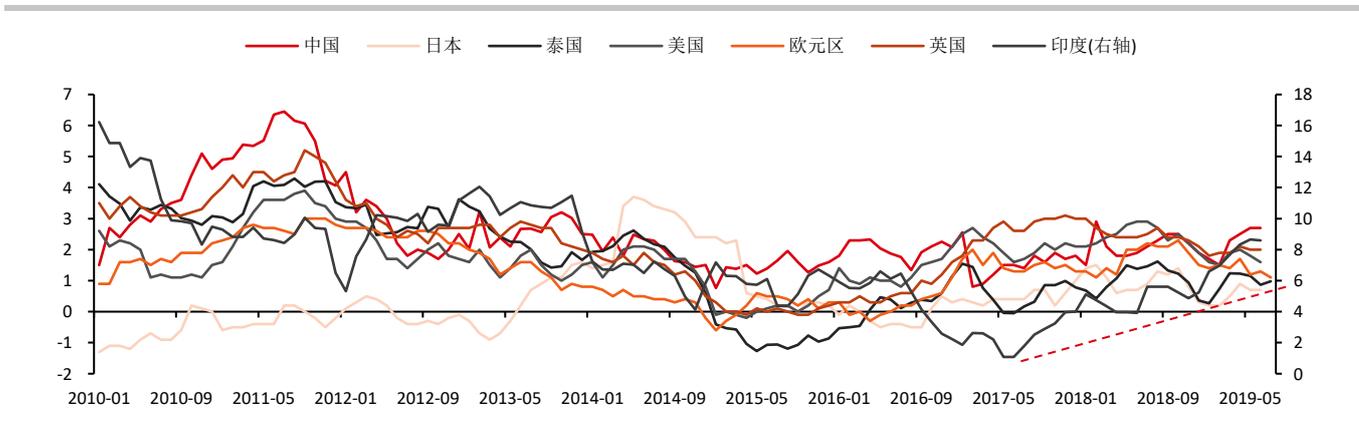
点评：关注本周 PMI 初值数据，尾部的下行压力值得观察，或提供了介入时机

图 1：全球 PMI 热图（截止 7 月）——全球跌破荣枯线后的挣扎

	2017-12	2018-01	2018-02	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	2018-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07
全球	54.5	54.4	54.1	53.3	53.5	53.1	53.0	52.8	52.6	52.2	52.0	52.0	51.4	50.8	50.6	50.5	50.4	49.8	49.4	49.3
美国	55.1	55.5	55.3	55.6	56.5	56.4	55.4	55.3	54.7	55.6	55.7	55.3	53.8	54.9	53.0	52.4	52.6	50.5	50.6	50.4
欧元区	60.6	59.6	58.6	56.6	56.2	55.5	54.9	55.1	54.6	53.2	52.0	51.8	51.4	50.5	49.3	47.5	47.9	47.7	47.6	46.5
德国	63.3	61.1	60.6	58.2	58.1	56.9	55.9	56.9	55.9	53.7	52.2	51.8	51.5	49.7	47.6	44.1	44.4	44.3	45.0	43.2
法国	58.8	58.4	55.9	53.7	53.8	54.4	52.5	53.3	53.5	52.5	51.2	50.8	49.7	51.2	51.5	49.7	50.0	50.6	51.9	49.7
意大利	57.4	59.0	56.8	55.1	53.5	52.7	53.3	51.5	50.1	50.0	49.2	48.6	49.2	47.8	47.7	47.4	49.1	49.7	48.4	48.5
西班牙	55.8	55.2	56.0	54.8	54.4	53.4	53.4	52.9	53.0	51.4	51.8	52.6	51.1	52.4	49.9	50.9	51.8	50.1	47.9	48.2
英国	56.2	55.3	55.2	54.9	53.9	54.3	54.4	53.8	52.8	53.6	51.1	53.6	54.2	52.6	52.1	55.1	53.1	49.4	48.0	48.0
澳大利亚	56.2	58.7	57.5	63.1	58.3	57.5	57.4	52.0	56.7	59.0	58.3	51.3	49.5	52.5	54.0	51.0	54.8	52.7	49.4	51.3
日本	54.0	54.8	54.1	53.1	53.8	52.8	53.0	52.3	52.5	52.5	52.9	52.2	52.6	50.3	48.9	49.2	50.2	49.8	49.3	49.4
中国(财新)	51.5	51.5	51.6	51.0	51.1	51.1	51.0	50.8	50.6	50.0	50.1	50.2	49.7	48.3	49.9	50.8	50.2	50.2	49.4	49.9
中国(官方)	51.6	51.3	50.3	51.5	51.4	51.9	51.5	51.2	51.3	50.8	50.2	50.0	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7
韩国	49.9	50.7	50.3	49.1	48.4	48.9	49.8	48.3	49.9	51.3	51.0	48.6	49.8	48.3	47.2	48.8	50.2	48.4	47.5	47.3
中国台湾	56.6	56.9	56.0	55.3	54.8	53.4	54.5	53.1	53.0	50.8	48.7	48.4	47.7	47.5	46.3	49.0	48.2	48.4	45.5	48.1
印尼	49.3	49.9	51.4	50.7	51.6	51.7	50.3	50.5	51.9	50.7	50.5	50.4	51.2	49.9	50.1	51.2	50.4	51.6	50.6	49.6
印度	54.7	52.4	52.1	51.0	51.6	51.2	53.1	52.3	51.7	52.2	53.1	54.0	53.2	53.9	54.3	52.6	51.8	52.7	52.1	52.5
俄罗斯	52.0	52.1	50.2	50.6	51.3	49.8	49.5	48.1	48.9	50.0	51.3	52.6	51.7	50.9	50.1	52.8	51.8	49.8	48.6	49.3
巴西	52.4	51.2	53.2	53.4	52.3	50.7	49.8	50.5	51.1	50.9	51.1	52.7	52.6	52.7	53.4	52.8	51.5	50.2	51.0	49.9
墨西哥	51.7	52.6	51.6	52.4	51.6	51.0	52.1	52.1	50.7	51.7	50.7	49.7	49.7	50.9	52.6	49.8	50.1	50.0	49.2	49.8

数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 2：全球通胀曲线（截止 7 月）——等待短期风险的冲击



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

全球一周利率观察

· 基准利率图表

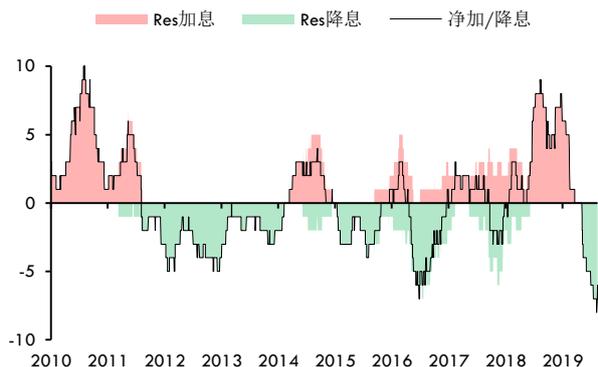
点评：累计意义上，货币宽松的定价可能正在接近尾声

图 3: 过去 3 个月主要央行加减息变化



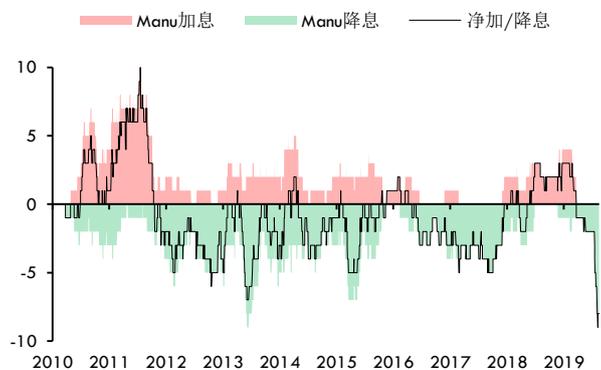
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: 上游资源国加减息变化



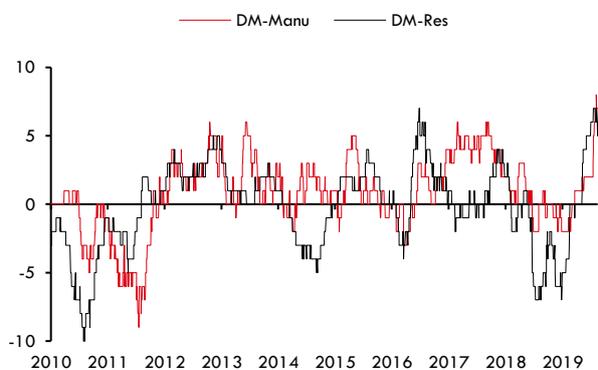
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 中游生产国加减息变化



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: 发达经济体和中上游国家加减息差异

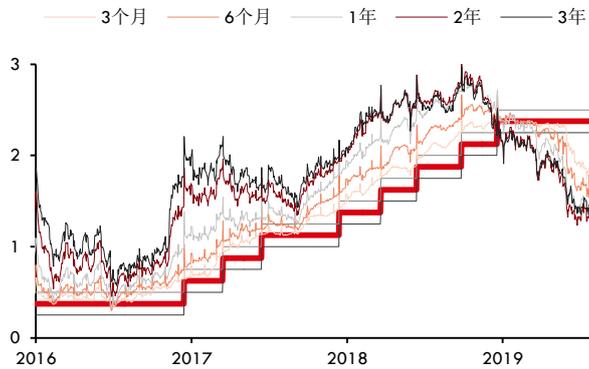


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

· 利率预期图表

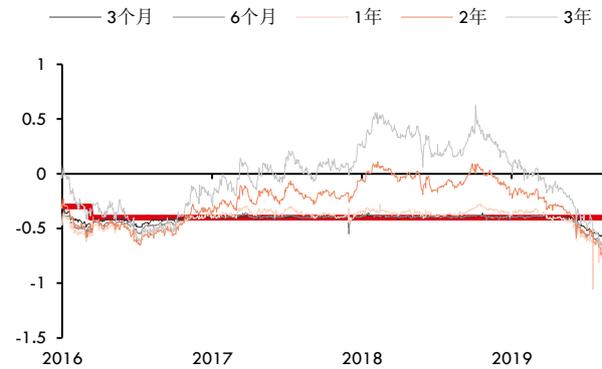
点评：除非系统性风险发生，对于央行继续大幅降息的预期难有更大的宽松

图 7: 美联储利率预期与基准零利率 (粗) 对比



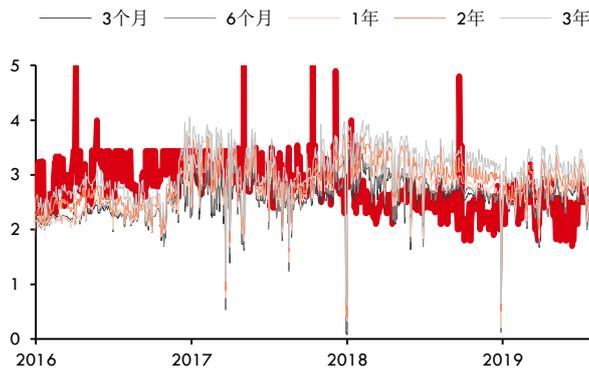
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: 欧央行利率预期与基准零利率 (粗) 对比



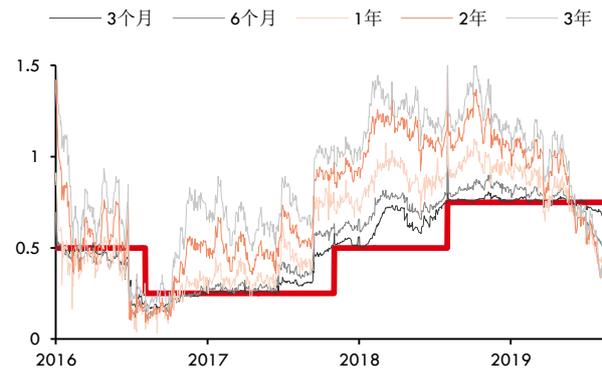
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: 中国央行利率预期与基准零利率 (粗) 对比



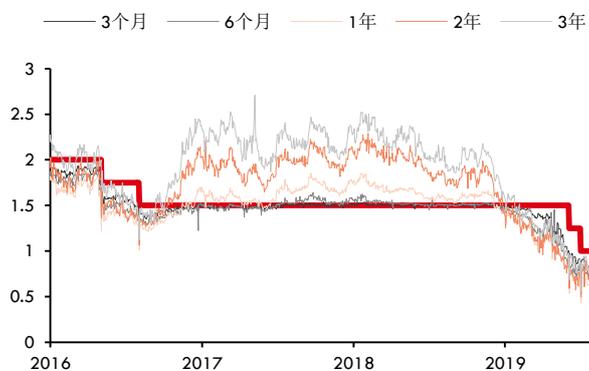
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: 英国央行利率预期与基准零利率 (粗) 对比



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: 澳洲央行利率预期与基准零利率 (粗) 对比



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 主要货币 OIS 利差 1Y-3M



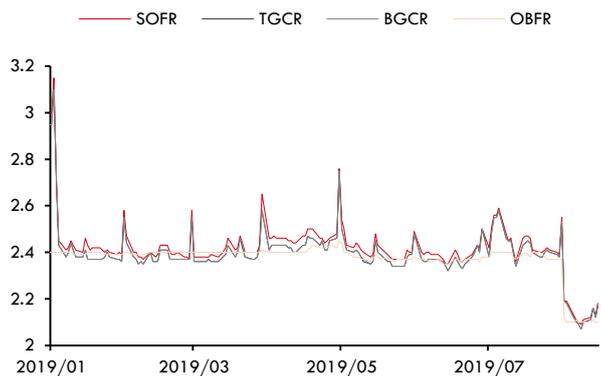
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

全球一周流动性观察

· 美国货币市场

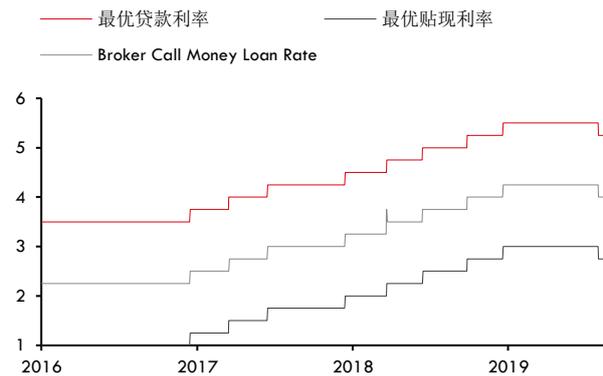
点评：关注美元金融市场流动性紧张

图 13: 美联储观察利率



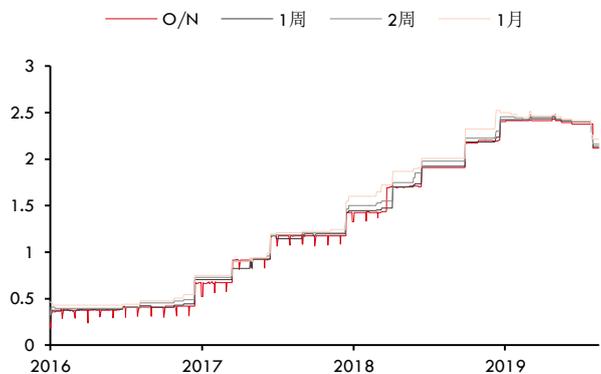
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: 最优贷款利率水平



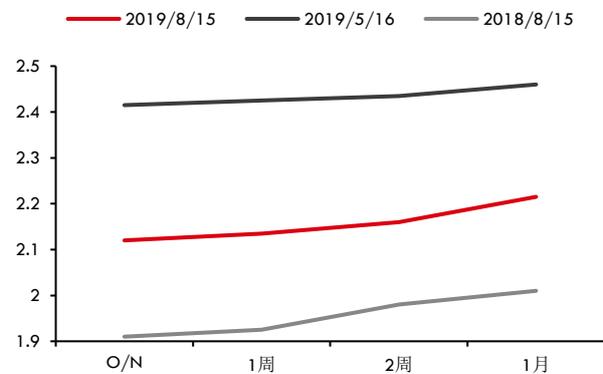
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 15: 欧洲美元利率



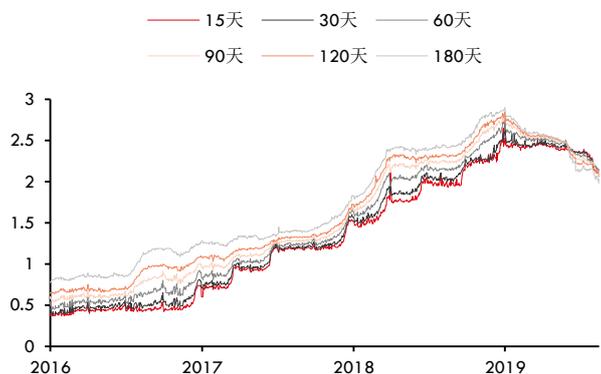
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 16: 欧洲美元利率期限结构



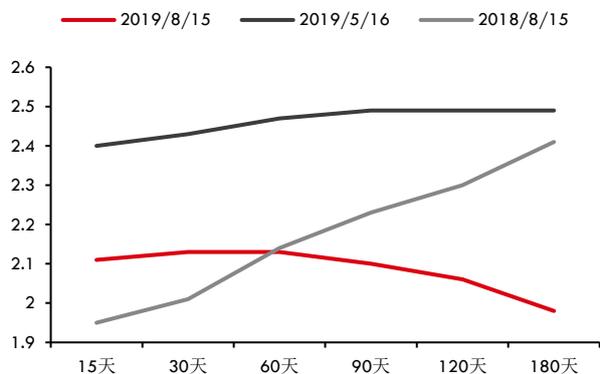
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 17: CP 贴现率



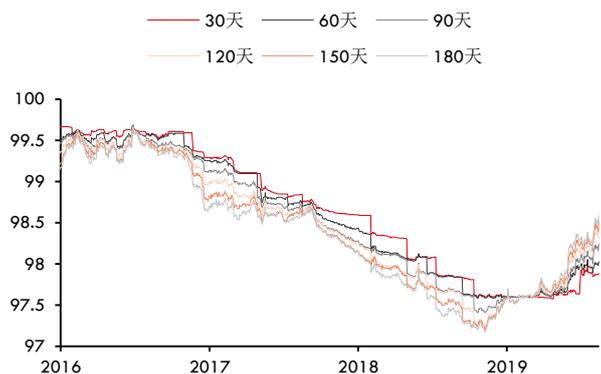
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 18: CP 贴现率期限结构



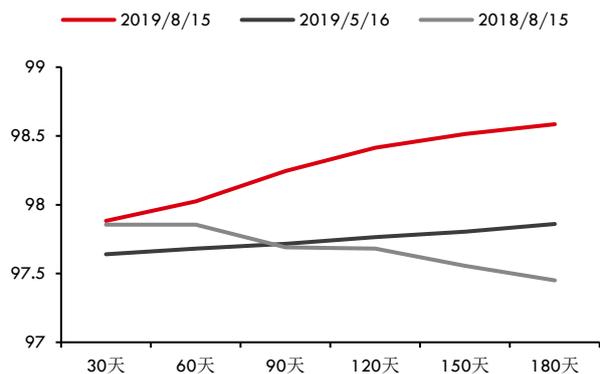
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 19: 联邦基金利率期货



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 20: 联邦基金利率期货期限结构



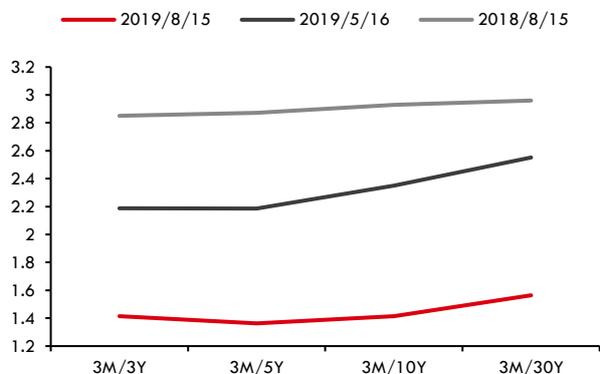
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 21: 3 个月 LIBOR 互换利率



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 22: 互换利率期限结构

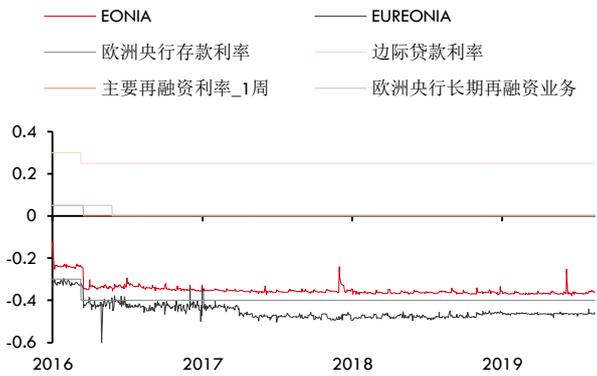


数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

· 欧洲货币市场

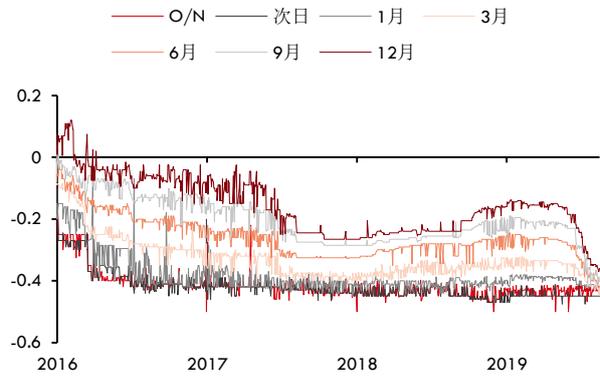
点评：关注扁平化的路径压缩企稳路径——欧洲的财政

图 23: 欧央行观察利率



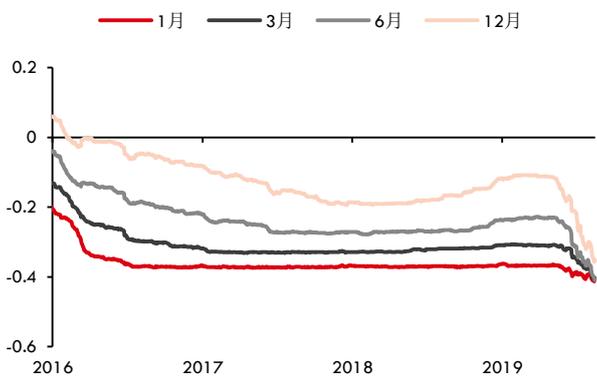
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 24: 欧元存款利率



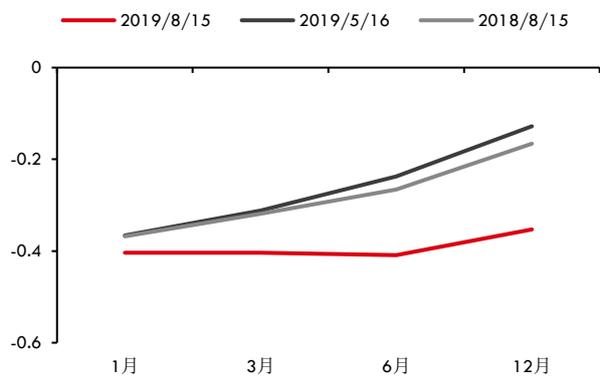
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 25: EURIBOR 利率



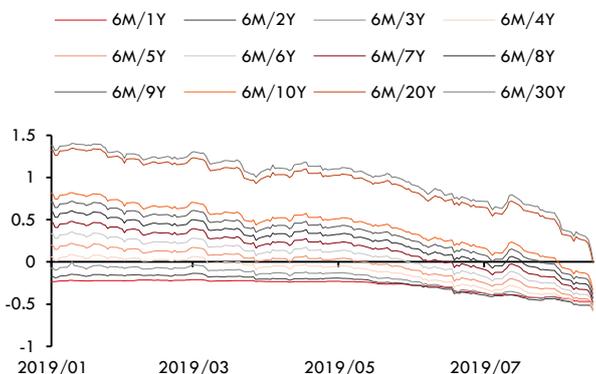
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 26: EURIBOR 利率期限结构



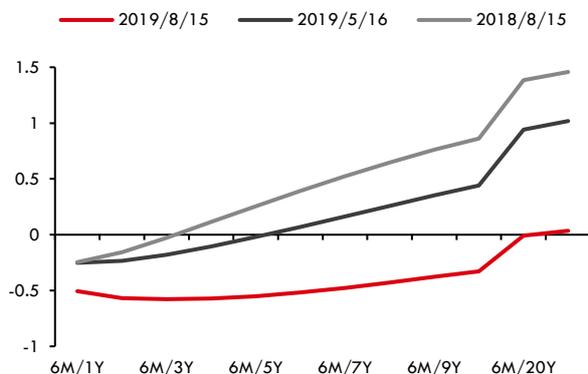
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 27: EURIBOR 6 个月利率互换



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 28: 利率互换期限结构

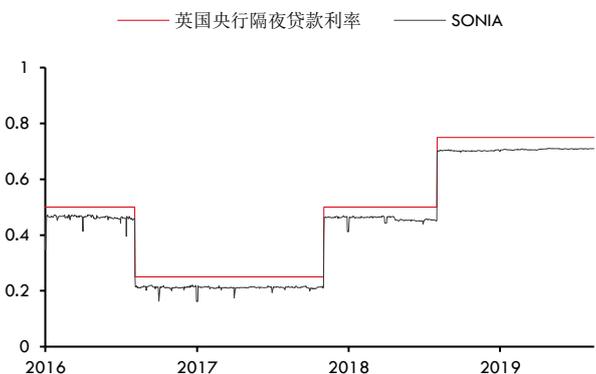


数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

· 英国货币市场

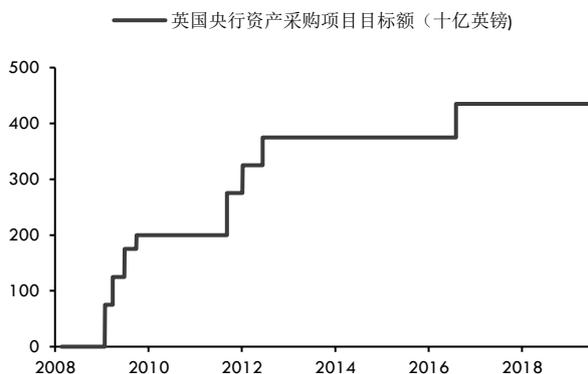
点评: 受英国硬脱欧预期影响, 短端利率扰动较大

图 29: 英国央行观察利率



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 30: 英国央行 QE 规模



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

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_10648



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>