

关注降息预期落地后的资产价格变化

华泰期货研究院 宏观策略组

徐闻宇

宏观贵金属研究员

☎ 021-68757985

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

联系人:

陈峤

FICC 研究员

☎0755-82537411

✉chenqiao@htfc.com

从业资格号: F3036907

宏观大类策略:

海外方面, 2018 年美国经济周期受益于财政政策的顺周期效应依然保持强劲, 进入 2019 年随着美国信贷周期的大概率萎缩, 美国或将步入信用萎缩叠加经济回落区间。把握了中期宏观定位后, 我们仍需要将视野回归到短期矛盾当中, 其中的一个核心要义或来自于降息预期落地后的资产价格变化。随着 7 月降息预期在前期已经打满, 无论是贵金属或是美债价格都出现了提前性的走高, 这实际上也是对降息预期的定价。但是对于短期策略来说, 若 7 月降息 25 个 BP 事件落地, 实现利好兑现, 受益于降息的资产价格或有回调可能。国内方面, 中国经济整体来说处于政策对冲期, 我们需要关注 7 月底政治局会议对于逆周期调节政策方面的表述, 若有进一步放宽动作预计黑色工业品以及 A 股 (期间或受到美股回调的阶段性负面影响) 仍有缓慢上行可能。此外, 随着经济层面的再次探底得以验证叠加猪价的不行上行, 农产品等受益于通胀的商品或仍具备向上动力。

权益: A 股>美股。由于美国处于经济回落的前半段, 即我们所提到的风险释放期, 美股本身存在下行基础。此外, 随着降息预期打满之后美股受益于流动性放宽逻辑实现了震荡上行, 但随着 7 月底降息的大概率落地, 美股存在利好暂时出尽后的回调可能。而中国经济处于经济回落的后半段, A 股整体下行空间不大。若政治局会议中有进一步放宽动作, A 股或有缓慢上行可能。

利率: 美债低配, 中债中性。美债长端利率作为反映美国经济情况的市场指标, 会在降息预期出现时提前对其进行定价, 而随着降息预期兑现, 长端利率往往将出现反弹现象。中债方面, 货币政策的宽松以及经济的下行为中债利率提供了牛市的基础, 但受制于整体下行空间不足以及宽信用政策的影响, 中债利率需以牛市尾端对待, 整体行情或偏鸡肋。

商品: 农产品>工业品>贵金属>能源。其中贵金属作为最快反应降息预期的商品品种, 会在降息之前出现提前定价的情况, 而随着降息的落地以及美债利率的大概率反弹, 贵金属也往往会出现回调可能。其中的风险则来自于降息的幅度, 若超预期降息 50BP 则贵金属仍有再次冲高的可能, 需要投资者留意。

风险点: 美联储降息 50BP

相关研究:

利率曲线跟踪专题 (一): 博弈增陡策略

2018-01-03

风格策略追踪专题系列 (一) 因子分解视角下的风格轮动

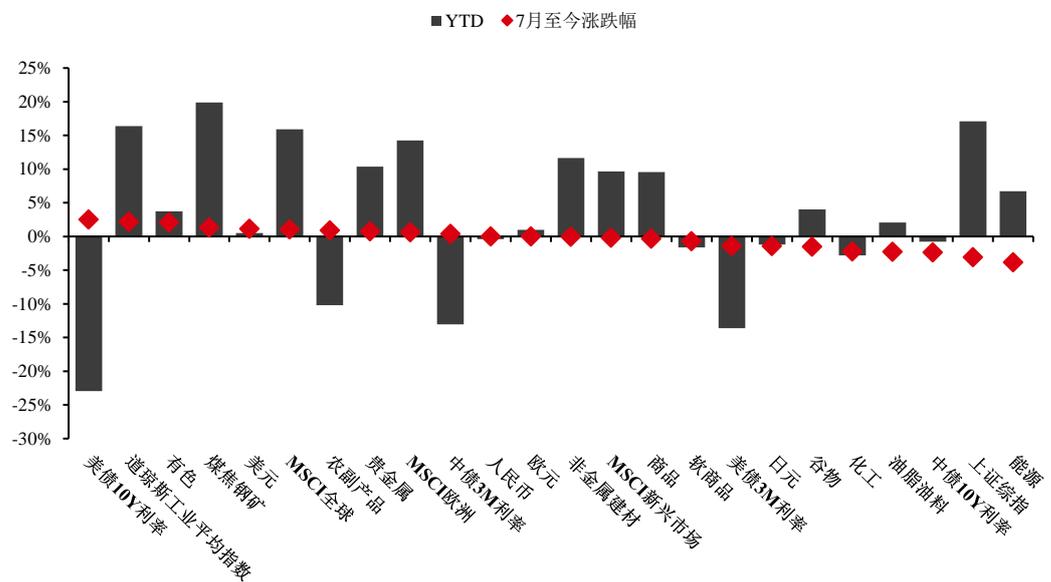
2018-01-29

引

权益资产方面，随着美联储的降息预期愈发浓厚，美股在利率观察期中再次震荡上行，而 A 股则仍在经济走弱的宏观环境以及未有进一步政策刺激的背景中呈现回调行情。利率方面，我们在前期不断提到美债利率在前期的快速下行中已经蕴含了两次降息预期，随着美债多头的仓位不断拥挤，叠加临近 7 月议息会议(利好兑现)，美债利率已经开始出现小幅反弹。商品方面，贵金属整体呈现震荡行情，而有色和煤焦钢矿板块则在 7 月获得了较高收益。

图 1: 全球大类走势

单位: %



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

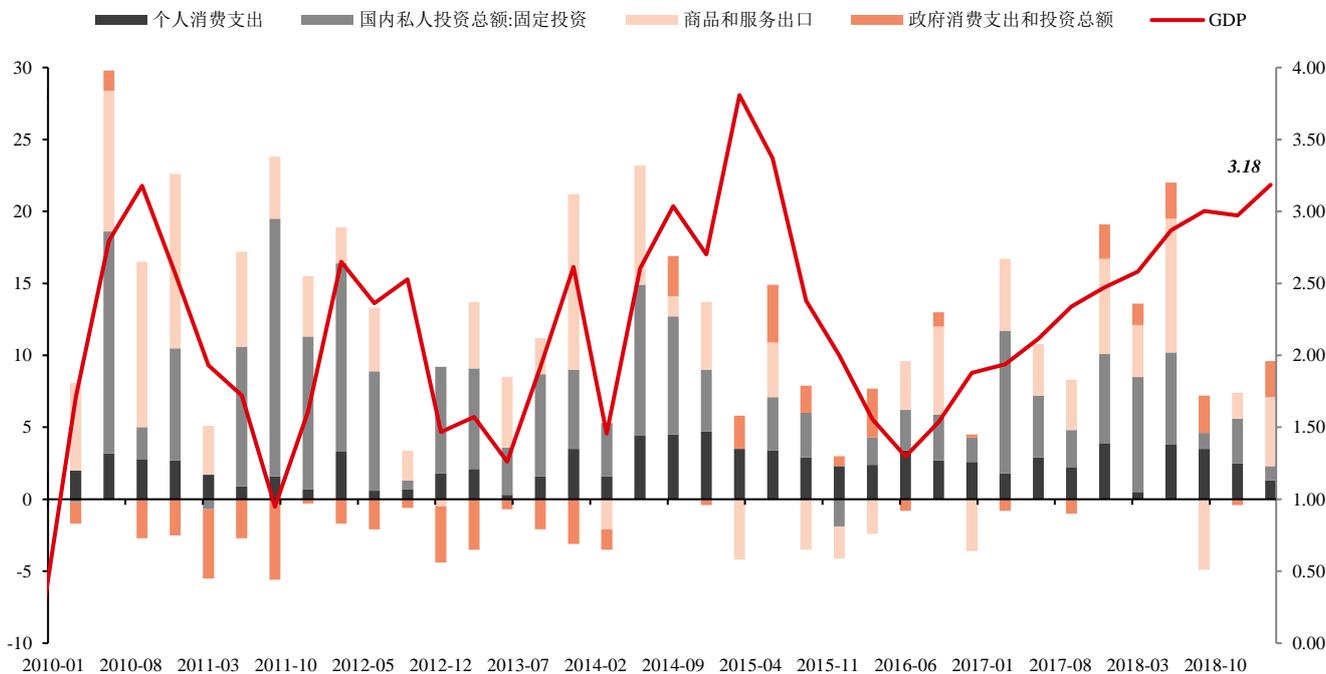
宏观定位: 中美两国经济收敛但是信用周期分化

• 美国——经济回落的前半段

2019 年中美两国经济周期由分化走向收敛，但其中也存在着结构上的分化。预计美国经济走在信用收缩叠加经济下行的经济回落前半段，而中国经济则位于信用企稳叠加经济下行的回落后半段。美国经济方面，随着 18 年顺周期财政刺激过去之后，美国经济逐渐展现出逐步走弱的迹象，无论是工业总体产出或是 OECD 领先指标也都在反映着总体需求端的萎缩。如果我们单单看 Q1 经济增速的话，美国一季度 GDP 增速仍然延续上行并反弹到接近 3.2% 的位置。虽然总量层面仍在上行，但从结构上来看对于美国经济最重要的私人投资增速出现明显下移，商品和服务出口在中美贸易摩擦不断叠加全球经济走弱的背景下预计难以继续支撑未来经济上行。

图 2: Q1 美国 GDP 结构较差

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 全球 PMI 热力图

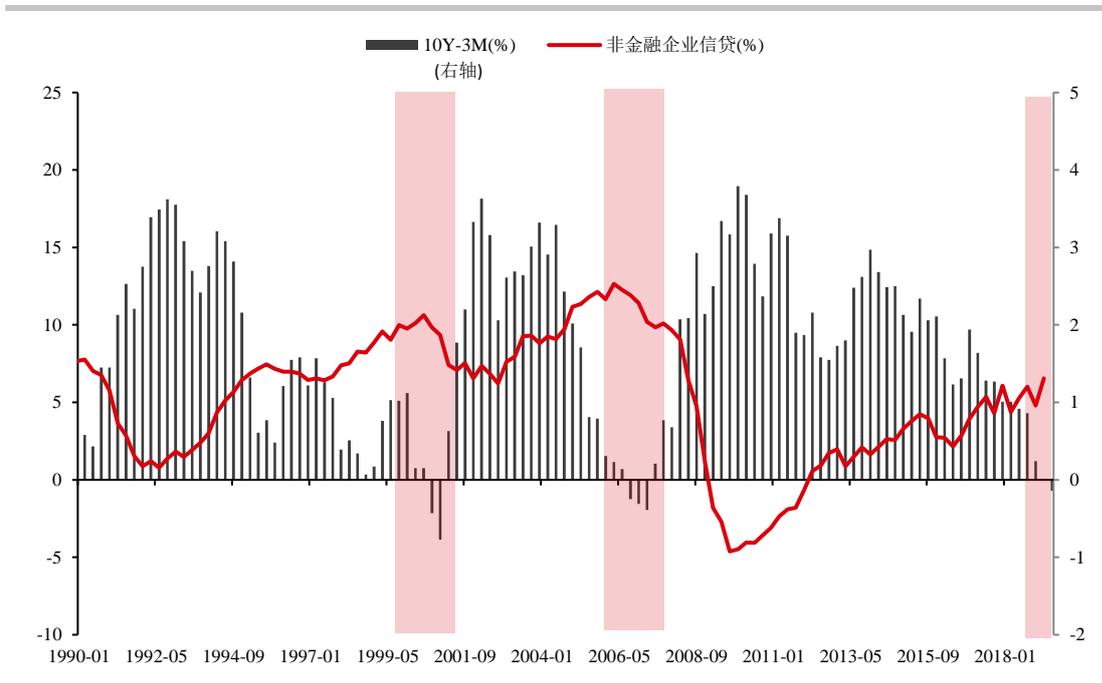
单位: %

	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
美国	60.8	59.3	57.3	58.7	60.2	58.1	61.3	59.8	57.7	59.3	54.3	56.6	54.2	55.3	52.8	52.1	51.7
日本	54.1	53.1	53.8	52.8	53	52.3	52.5	52.5	52.9	52.2	52.6	50.3	48.9	49.2	50.2	49.8	49.3
欧元区	58.6	56.6	56.2	55.5	54.9	55.1	54.6	53.2	52	51.8	51.4	50.5	49.3	47.5	47.9	47.7	47.6
英国	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
德国	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
法国	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	50.6	51.9
意大利	56.8	55.1	53.5	52.7	53.3	51.5	50.1	50	49.2	48.6	49.2	47.8	47.7	47.4	49.1	49.7	48.4
中国	50.3	51.5	51.4	51.9	51.5	51.2	51.3	50.8	50.2	50	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4
印度	52.1	51	51.6	51.2	53.1	52.3	51.7	52.2	53.1	54	53.2	53.9	54.3	52.6	51.8	52.7	52.1
巴西	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
俄罗斯	50.2	50.6	51.3	49.8	49.5	48.1	48.9	50	51.3	52.6	51.7	50.9	50.1	52.8	51.8	49.8	48.6
南非	52.3	48.3	48.8	49.8	44.8	46.7	43	45.5	45.2	55	49.3	45.8	48.2	46.5	47	45.7	43.2
全球	54.1	53.3	53.5	53.1	53	52.8	52.6	52.2	52	52	51.4	50.8	50.6	50.5	50.4	49.8	49.4

数据来源: Wind 华泰期货研究院

从历史数据来看, 美债期限利差的倒挂 (长端利率开始反应衰退预期+短端利率尚未进入至降息周期) 往往成为美国信贷周期见顶的信号, 而随着后续信贷周期的大概率见顶, 美国经济或将进入到债务收缩叠加经济回落的经济下行前半段。

图 4： 2018 年以来美联储货币政策继续收紧对于信用市场冲击开始显现 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

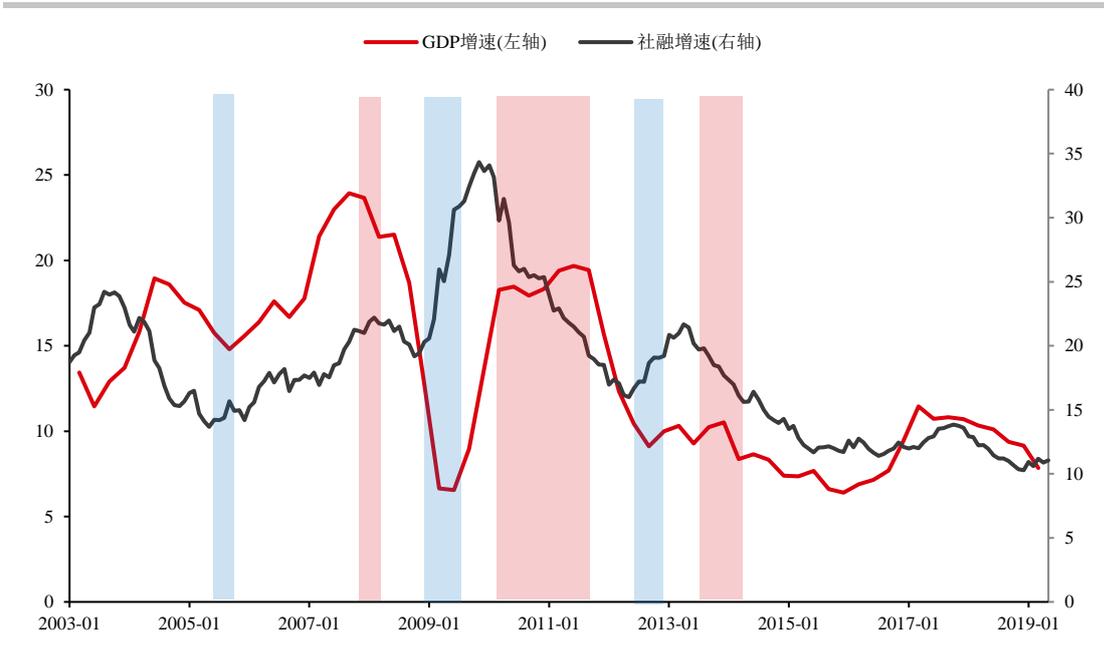
• 中国——经济回落的后半段

1) 传统判断：信用周期向经济周期的传导

对中国经济定位，我们首先可以从信用周期进行切入。信用周期对宏观经济周期存在一定的领先型，但是这种领先性在经济由衰退转向复苏时表现的更加具有规律性。当社融增速开始拐头向上时，GDP 增速也往往能够在 2 个季度左右的时间内出现触底，也就是说每一轮宏观经济周期的启动都在前期伴随着实体融资的回暖。从历史数据来看，信用增速分别于 2005 年 5 月、2008 年 10 月、2012 年 5 月、2015 年 12 月出现企稳，GDP 增速也于 2005 年 9 月、2009 年 3 月、2012 年 9 月、2016 年 9 月达到了周期性的底部。对于当前来说，伴随着 18 年年中政策转向宽松，宽信用政策也得以逐步确认，社融增速在一季度出现了企稳的势头，根据传统半年时滞性的线性外推，宏观经济大概率应该在 Q3 出现企稳。但是对于 2019 年来说，在国内经济转型的背景下，传统经济部门的受限或将在一定程度上导致信用周期向经济周期传导出现边际弱化的可能，最终或也将造成时滞性拉长的现象。

图 5: 信贷周期 vs 宏观周期

单位:%

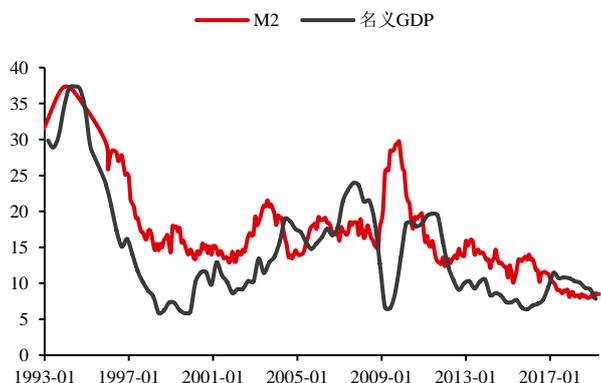


数据来源: Wind 华泰期货研究院

2) 时滞性拉长的可能——传统经济部门受限

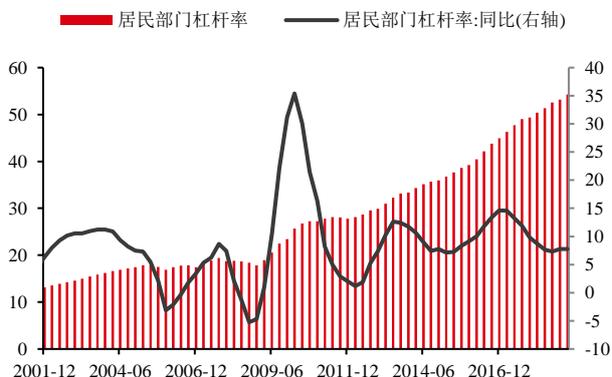
国内信贷周期的本质就是投资周期, 信贷向实体经济传导的锚是传统经济部门中的地产投资和基建投资 (其中由于地产产业链涉及更广成为最重要的传导力量)。在 2016 年以前, 当经济回落时, 政策层面会通过“货币超发”的方式抬高 M2 增速并使其高于名义 GDP 增速。当市场中资金越来越多, 地产下游销售提高并以此为基础进一步传导至地产投资层面, 随着投资周期的重启, 经济也重新回到上升区间。反过来, 当经济过热时, 政策层面会通过收紧银根的操作使 M2 增速回落至名义 GDP 增速下方, 地产投资回落并共同带动经济结束过热。但是对于 2019 年来说, 今年的货币政策表述为“稳健的货币政策要松紧适度。广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配, 以更好满足经济运行保持在合理区间的需要。在实际执行中, 既要把握好货币供给总闸门, 不搞“大水漫灌”, 又要灵活运用多种货币政策工具, 疏通货币政策传导渠道, 保持流动性合理充裕, 有效缓解实体经济特别是民营和小微企业融资难融资贵问题, 防范化解金融风险。”表明本轮债务货币化大概率不会形成全面放水的局面, 对地产投资的拉动力预计也不如 16 年之前那么强。此外, 考虑到居民部门杠杆率从 2008 年以来的快速上升, 预计地产投资在今年仍将受到调控政策的影响。

图 6: M2 vs 名义 GDP 增速 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 居民杠杆率偏高 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

地产投资方面, 地产投资主要由建安工程投资和其他费用中的土地购置费构成。18 年地产投资超预期的主要逻辑来自于地产的高周转模式, 由于地产商预计未来地产政策将不断收紧, 且地产库存偏低, 地产商实行快加工——快开盘——预售回款——土地购置的高周转模式, 也维持了地产投资的高增长。但是由于销售回款占房地产开发资金来源的比例仍然处于较高水平, 在地产销售维持弱势的背景下, 此种模式预计无法长久。且支撑房企补库逻辑的库存水平也出现回升, 土地购置面积作为拿地的先行指标也出现了高位回调, 预计土地购置费在今年面临下行风险。另一方面, 由于 18 年房企拿地较多, 且期房销售增速明显高于现房增速, 这也将一定程度上支撑未来房企新开工和竣工。而伴随着房企新开工和施工增速的上移, 建安投资增速在今年存在上行动力。综合来说, 地产投资在一上一下影响下总体走势或将出现小幅回调, 全年增速或将下移至 7%-8% 的水平。

图 8: 地产投资增速 单位: %



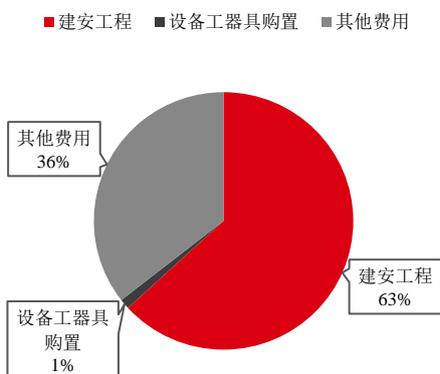
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 土地购置费的下行风险 单位: %



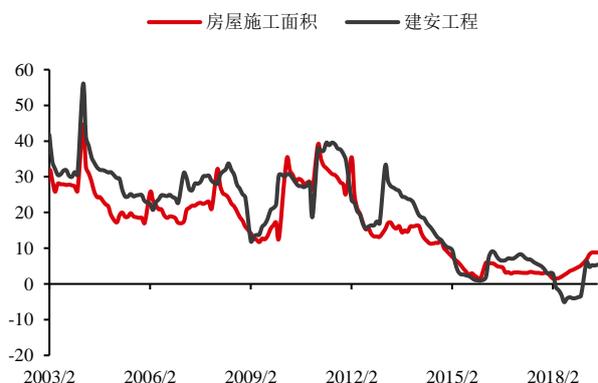
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 地产投资构成 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 建安工程的支撑 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 商品房销售 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 期房销售增速较强 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

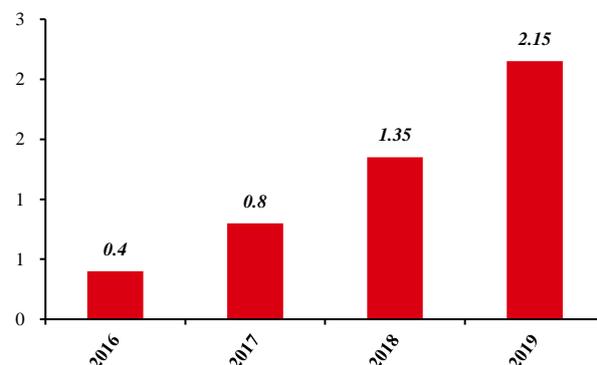
基建投资方面, 由于隐性债务 (例如城投平台、PPP 等) 遭到监管层方面的打压, 基建投资的资金来源更多来源于显性债务扩张下的提振。正是由于这种结构性上的限制, 我们关注到基建投资在今年上行速度偏慢, 仅仅从 18 年 9 月的低位 0.26% 上移至 19 年 6 月的 2.95%。对于全年基建投资来说, 今年专项债新增额度从 1.35 万亿上升至 2.15 万亿, 且可以作为重大项目资本金, 预计将撬动基建投资上行 3%-5% 的水平, 对经济增速也有托底的力量。

图 14: 基建投资增速上行较慢 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 地方专项债新增额度 单位: 万亿



数据来源: Wind 华泰期货研究院

除了传统经济部门的受限之外,今年还面临外部风险——中美贸易摩擦的负面影响。新一轮 2000 亿美元商品关税上调预计将于今年拖累净出口增速以及制造业投资,预计这也将进一步延长经济回落的时间长度。因此,站在目前的时点我们认为国内经济在 19 年下半年处于经济回落的后半段(信用稳+经济降中趋稳),这也将成为引导国内资产定价的主线之一。

资产配置: 关注政治局会议和降息预期落地

• 国内: 关注逆周期调节和经济下行的切换

我们已经判断国内大概率处于信用周期修复叠加经济周期步入衰退后周期的阶段,我们以此为据回顾股债市场在历史相同阶段中的演绎情况,以期找到未来的大概率走向。回顾历史数据,自 2005 年至今总共有 4 轮相对明显的信用周期修复叠加经济周期步入衰退后周期的阶段,分别是 2005 年 5 月-2005 年 9 月、2008 年 10 月-2009 年 3 月、2012 年 5 月-2012 年 9 月和 2015 年 12 月-2016 年 9 月。

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_11182

