

继续持有对冲组合，等待风险的过去

华泰期货研究院 宏观策略组

徐闻宇

宏观研究员

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

摘要:

美联储释放的宽松信号，打开了非美央行宽松的潘多拉魔盒。全球经济在疲弱的需求冲击之下，继续上演着逆周期的对冲——先把市场的信心建立起来。宽松之下的环境构筑了本国主要资产流动性定价下的狂欢，但是周期潮水褪去之下的裸泳者面临的风险正在加大。美联储6月并未宣布暂停资产负债表的缩减带来压力已不能由“预期宽松”得到对冲——3个月期美元LIBOR/OIS利差在本周迅速拉大，周度上涨10BP，较月初上涨15BP。

市场仍处在流动性的狂欢之中，本周将进入到第一次冲击测试点。722科创板的正式推出从流动性角度而言将带来部分分流，从预期角度而言，短期波动的加大对于其他市场也将带来传染性。周期来看，国内仍处在金融供给侧去分子，而分母端受制于美联储仍未实质性行动的牵制。上周尽管央行投放了大量的流动性，但是在大量集中到期的影响下SHIBOR利率显示市场流动性风险仍在。

大类资产配置展望:

利率: 上调美债至高配、中债高配。美债: 市场在经济数据的高增、外部风险的累计中犹豫着降息的定价，但流动性收紧和陡峭化暂停预示着风险在更快临近。中债: 市场期盼着降准带来的周期末端流动性的水泵，但外部环境的压力继续驱赶着基础流动性的紧张。

货币: 维持美元低配，人民币、黄金中性。美元: 货币战下的美元继续承接周期延续需求下的“弱”，阶段性避险需求下的“强”之间的波动。人民币: 资本项下金融开放具体细则的落地带来资金流入预期的增强，但贸易项下进出口格局的逆转仍需要时间来消化，关注巴基斯坦通道近期风险带来的人民币压力。黄金: 中期内，周期末端叠加货币战对于黄金带来实质性的配置需求，短期内美债收益率曲线陡峭化的放缓也提供了黄金的溢价。

权益: 下调美股、A股至中性。美股: 流动性风险可能加剧的展望下，我们暂时调低风险资产的配置敞口，或者在不降低头寸的情况下，继续持有股指对冲市场风险，关注利率敏感性板块短期的波动。A股: 结构性改革是“增”和“减”的平衡术，相比较需求侧逆周期带来的摩擦成本更大，在创造短期失衡的同时修复着长期失衡，关注722带来的市场压力测试。

商品: 维持商品低配。市场定价了流动性宽松之后，逆周期条件下的需求暂超预期的实物资产上涨。关注市场流动性压力带来的风险，一方面带来需求预期的下行修正，另一方面若风险释放超预期，则未来市场结构的再次修复下商品溢价料阶段性弱于权益资产。

策略: 高配: 美股、A股、中债; 中性: 美债、黄金、人民币; 低配: 商品和美元。

风险点: 货币提前超预期宽松

相关研究:

[货币战假设下的资产配置](#)

2019-07-15

[信号的再确认和噪声的处理](#)

2019-07-08

[迎接黎明的黑暗，波动策略的选择](#)

2019-07-01

[最后的战役前，市场保持着亢奋](#)

2019-06-24

[暂回归避险，等待方向选择](#)

2019-06-17

[宽松预期交易的阶段性证伪风险](#)

2019-06-10

[上调风险资产短期观点](#)

2019-06-05

[现实的压力增加了预期的美好押注](#)

2019-06-03

[博弈风险释放后阶段性改善](#)

2019-05-29

[当前对于中美周期的市场关注点](#)

2019-05-22

[黎明前的风险或加速](#)

2019-05-20

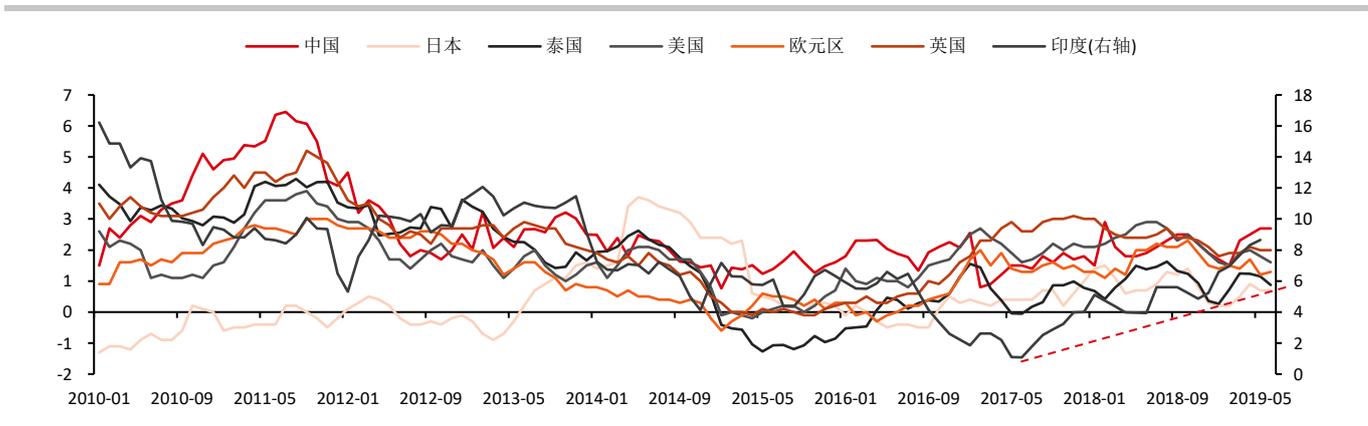
全球经济景气状态

图 1：全球 PMI 热图（截止 6 月）——全球跌破荣枯线

	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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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

数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 2：全球通胀曲线（截止 6 月）——反弹似有终结风险



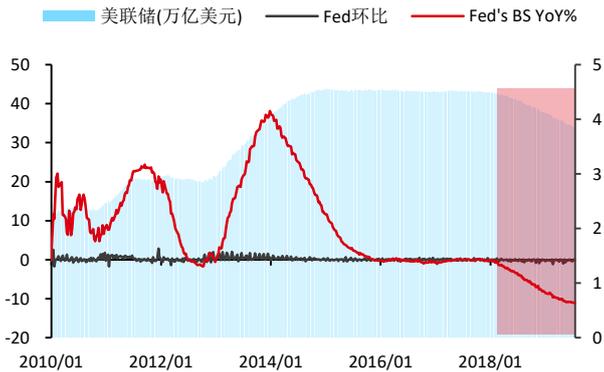
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

全球一周利率观察

· 基准利率图表

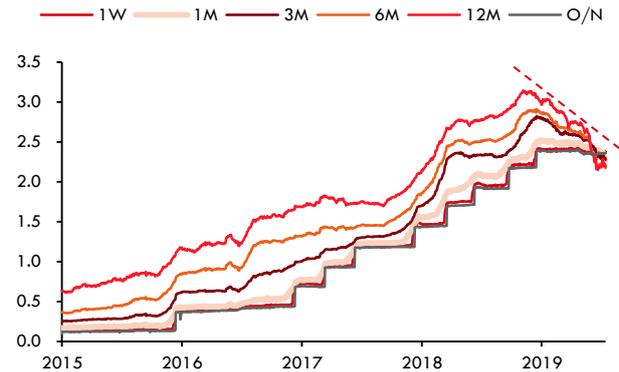
点评：流动性风险上升，关注对宽松政策的倒逼

图3： 美联储资产负债表——缩表规则暂未变



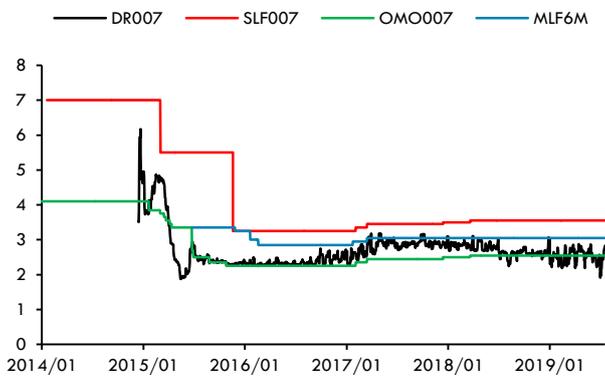
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图4： 美国 LIBOR 利率——长端不再下降



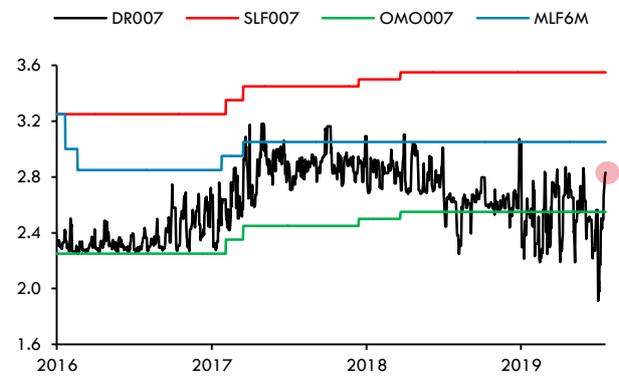
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图5： 中国利率走廊（14年1月至今）——流动性



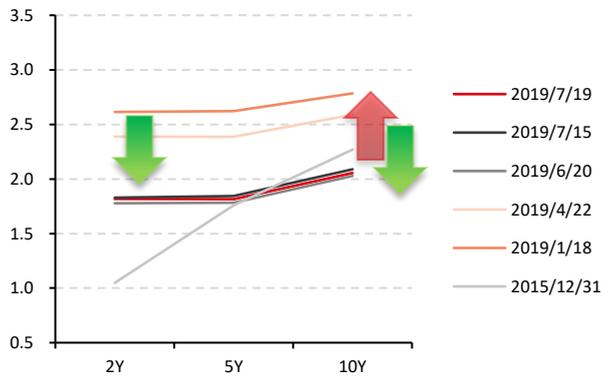
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图6： 中国利率走廊（16年1月至今）——流动性



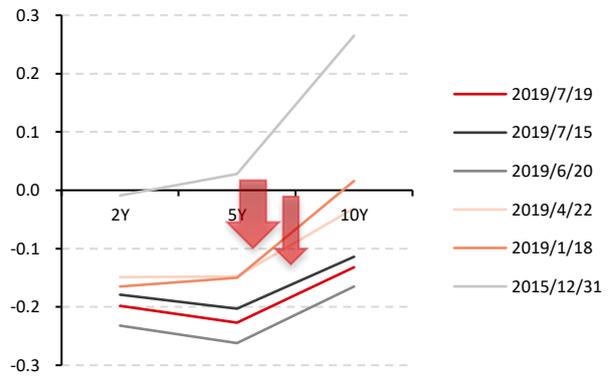
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7: 美国利率曲线——长端略有扁平



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 德国利率曲线——负空间继续加深



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 主要经济体通胀预期——呈现向上改善



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 美欧通胀超预期差值——受阻回落



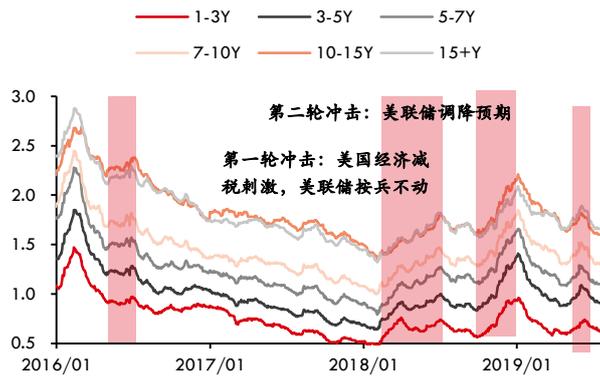
数据来源: Wind 华泰期货研究院

大类资产配置展望

· 信用资产一周图表

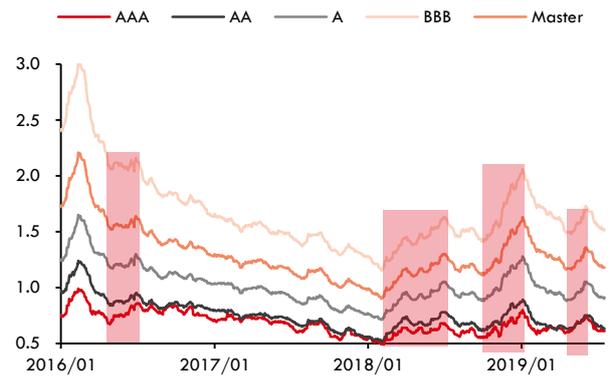
点评：违约风险回落至低位，流动性风险上升

图 11: 美国信用利差（按期限）——继续回落



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12: 美国信用利差（按评级）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13: 中国信用利差（按评级）——关注流动性



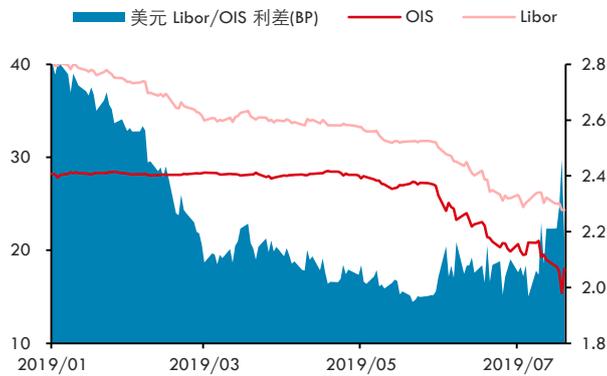
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 14: 国开-国债利差——回落状态



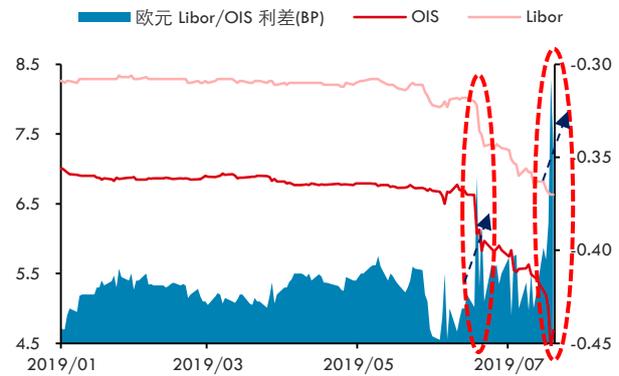
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15: 美元 OIS 利差 (左轴) ——短期再次跳涨



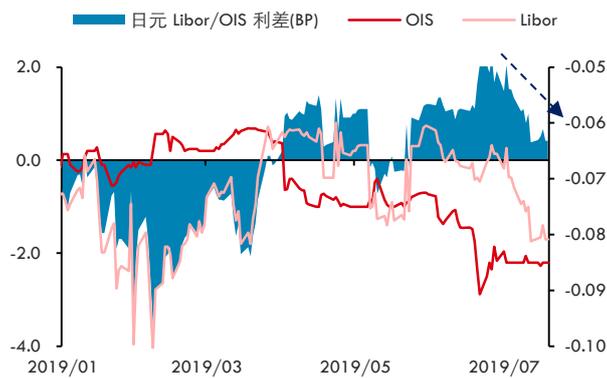
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 欧元 OIS 利差 (左轴) ——负利率下的宽松



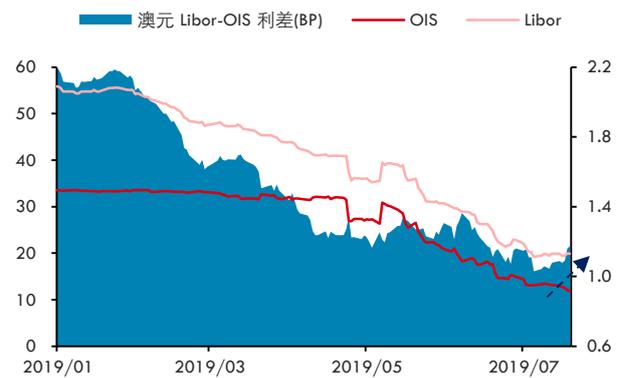
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 日元 OIS 利差 (左轴) ——短期回落



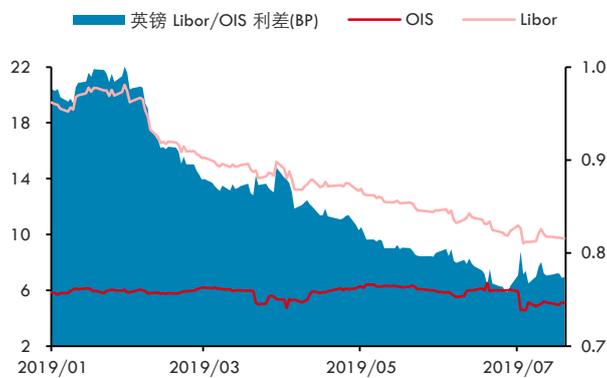
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 澳元 OIS 利差 (左轴) ——“不再”宽松



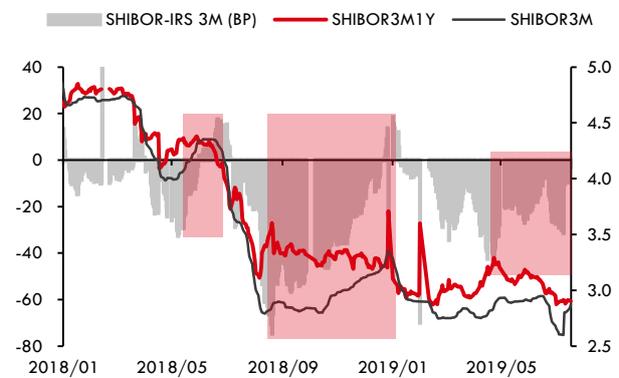
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 英镑 OIS 利差 (左轴) ——略有反弹



数据来源: Wind 华泰期货研究院

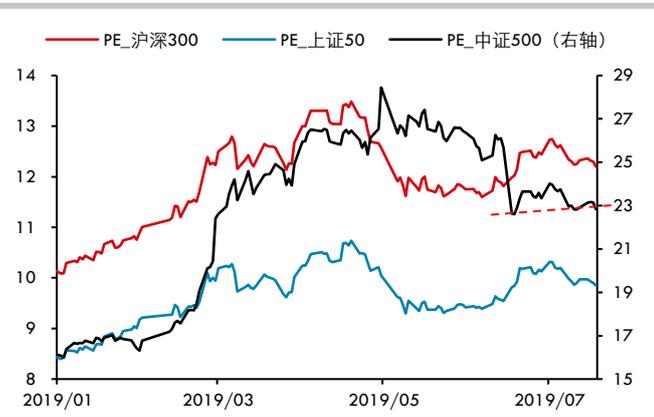
图 20: 人民币 IRS 利差 ——宽松似在临近



· 权益资产一周图表

点评：调整至支撑位，关注本周事件（722）触发带来的突破可能

图 21: PE



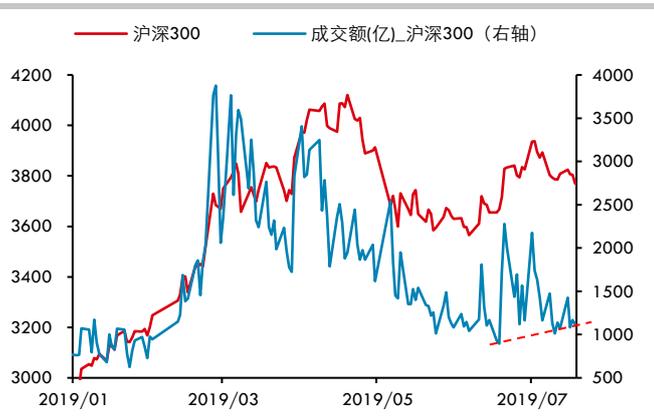
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 22: PB



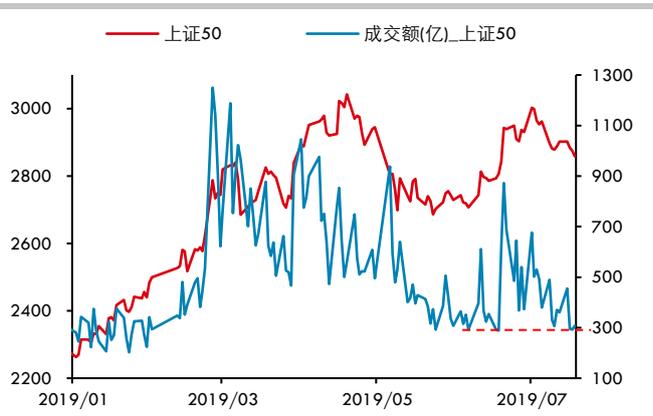
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 23: 沪深 300——再次回落



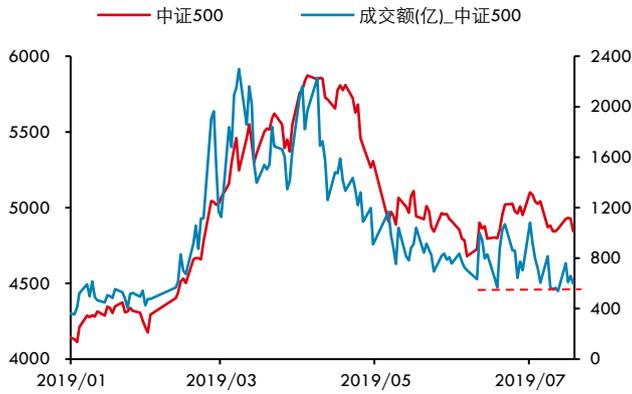
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 24: 上证 50——再次回落



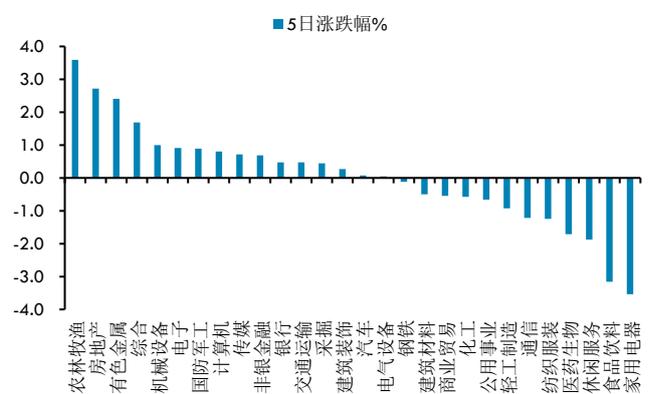
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 25: 中证 500——再次回落



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 行业 5 日涨跌幅——农牧的胜出



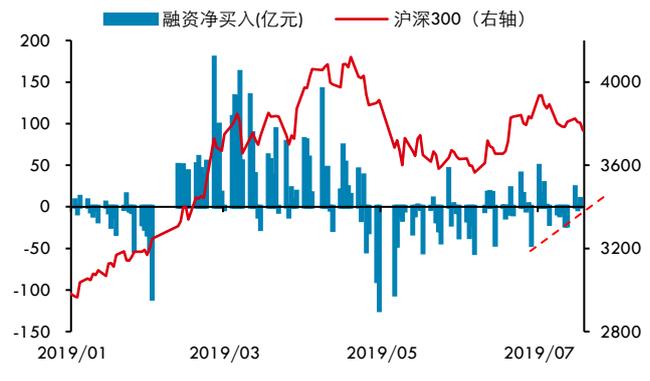
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27: 融资余额——万亿之下似有企稳



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: 融资净买入——市场杠杆度略有企稳



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 股指基差走势——负基差仍在改善路上

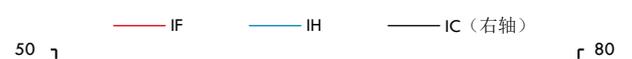


图 30: 股指换手率——降至低位



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_11268

