

货币战假设下的资产配置

摘要:

上周美股在美联储会议纪要和鲍威尔释放的宽松信号中继续着后周期的狂欢——新高。市场改善着对未来的通胀预期，尤其在核心通胀数字出现向上迹象的情况下。通胀预期的改善修复着风险资产的高度，美联储的宽松和风险资产的不断新高，持续创造着全球增长放缓背景下的金融盛宴。

春江水暖鸭先知，2019 年以来“发票”从福田站向浦电路的迁徙除了结构的转变之外，更多是释放了周期将要启动的信号。但是这种启动之前似乎仍面临短期的风险：地产大佬的出走强化了“房住不炒”的新信仰，金融供给侧“刚兑”信仰的打破仍将面对无处安放的流动性，需要一个机会窗口——外部来看，特朗普对于美元的重提强化了全球货币战的氛围；内部来看，央行持续增加黄金储备但公开市场按兵不动似乎进行着压力测试的准备。关注风险资产波动前市场提供的对冲机会。

大类资产配置展望:

利率：调降美债至中性，维持中债高配。美债：美联储对市场 7 月降息的交易做了确认——25BP 的保险性降息，但是 6 月开始核心通胀的回升增加了月底预期兑现之前的市场波动。中债：信用周期的拉长和外部需求风险的待释放，周期末端未完成最后的改善，维持中债配置不变。

货币：维持美元低配，人民币、黄金中性。美元：货币市场的波动率再次消失，财政当局对于汇率竞争性贬值阶段性的妥协窗口叠加货币当局对于贬值窗口的待开启继续降低美元的避险需求。人民币：下行周期未结束但预期改善，供给端的再分配仍在继续，尽管外资正逐渐增加关注，但当前仍处左侧观察区间。黄金：短期来看，避险资产波动率仍强于风险资产，对黄金配置带来负面影响。

权益：维持美股、A 股高配。美股：简单回到 2015 年加息靴子，美股在短期调整后开启了持续至 18 年初的牛市（加息落后于复苏周期），则经济衰退未至美联储开启了保险性降息过程是否会推动新一轮的牛市（降息领先于回落周期）。A 股：宽松映射的复苏预期推动的市场上涨终止于 419 供给侧再分配的加码。这一过程当前看似没有结束，关注内外压力增加过程打开的配置窗口，战术性维持高配。

商品：维持商品低配。经济需求周期的未启动，商品整体仍处于低配区间，博弈仍在于供给端因子的扰动。

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

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

相关研究:

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

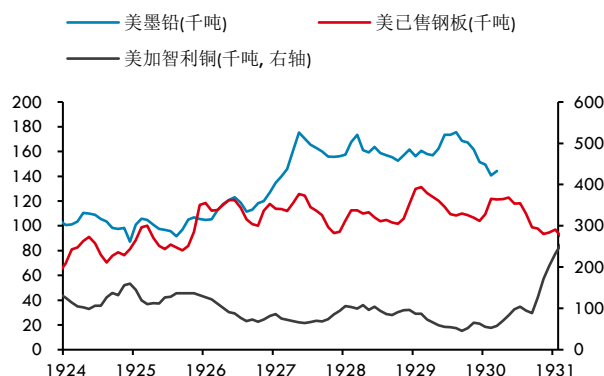
黎明前的黑暗

2019-05-13

本周观察：1930s 货币战争启示

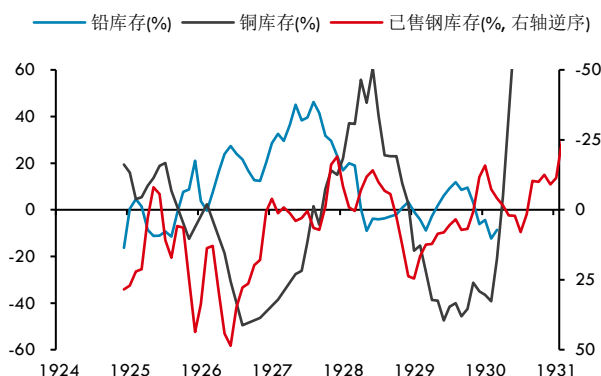
20 世纪以来可供回顾的货币战争发生在 1920-1930 年代，金本位走到末端，全球经济体经历了一战之后负债高企，但是经济周期进入到了增速放缓的阶段。经济体之间的博弈开始增加，从美国《斯穆特·霍利关税法案》到货币的竞争性贬值，**全球货币体系脱离金本位**。我们注意到随着博弈的向前推进，虽然实际经济需求周期仍在向下，但是竞争性贬值带来的宽松对于资本市场形成悲观经济环境中的向上力量，直到周期的结束。

图 1： 1930 年代美国工业品库存（千吨）



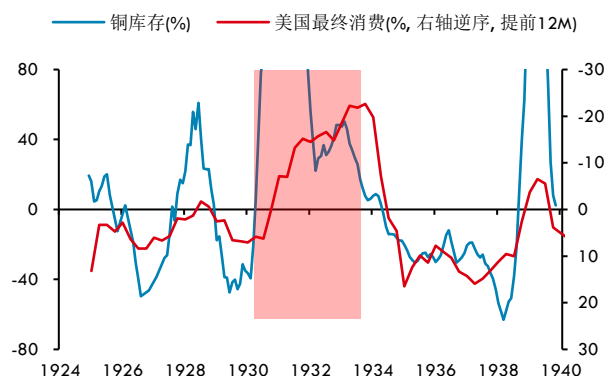
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 2： 美国工业品库存同比增速（%）



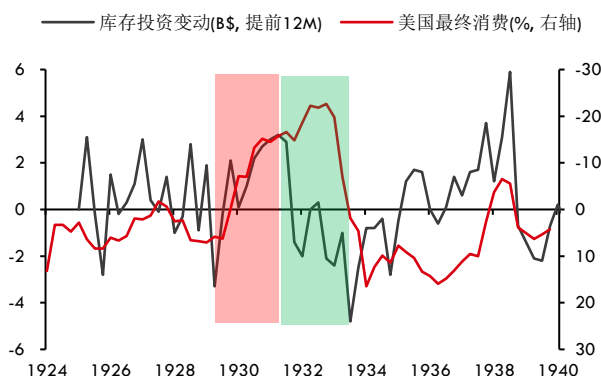
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3： 铜库存增速和美国消费变动



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4： 美国消费变动和库存投资变动



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

类似的，2008 年以后全球经济体重新进入了竞争性贬值的阶段——美联储通过降至零利率和三轮量化宽松首先实现了经济的复苏，其后美国经济的改善伴随着欧日央行进入负利率和资产购买的贬值阶段，压低了美国经济改善的斜率。而在这一竞争过程加剧了美元锚的

不稳定性，盯住美元本位的货币像中国香港的 HKD，随着美联储货币政策的宽松和收紧带来过度流动性充裕和流动性收紧背景下的资本市场波动。

货币竞争带来了人民币自 2015 年加快了汇率定价的市场化过程，在人民币信用仍挂钩美元背景下，边际上的改变加剧了市场对于非美资产的担忧。G20 上各国虽然也释放非竞争性贬值的信号，但是在全球经济周期继续向下，债务存量继续向上的宏观空间中，新一轮的货币竞赛正在形成——

非美央行中，从印度到澳洲均已经进入到降息周期中；

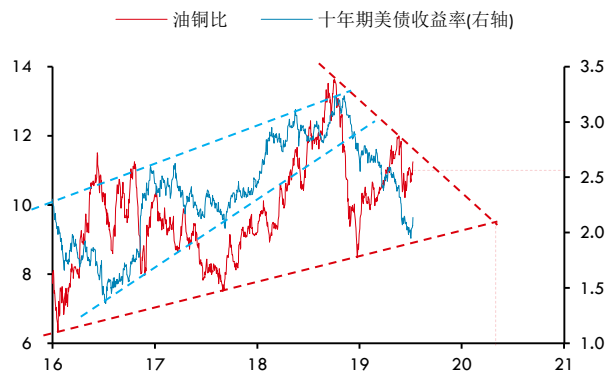
美联储从 2018 年快加息快速进入到加息暂停的后期，7 月底进行“保险性”降息的概率已经市场定价；而下半年缩表在银行体系流动性收紧的背景下也将结束，或进入到扩表的讨论阶段；

中国金融供给侧改革的最后一公里——利率市场化也在逐渐临近，将从宏观分子的债务杠杆减量进入到宏观分母的宽松过程。

我们认为考虑这一过程需要关注另外两个变量——美国和中国的经济周期。我们在此前的报告中指出，美国在 2019 年确认了库存周期和投资周期的下行，后期关注信用周期下行的节奏；而中国盈利周期自 2017 年见顶回落拖累周期向下库存周期和投资周期均处于底部区间，自 2019 年初已经看到了信用周期准备启动的迹象，虽然仍需要关注金融供给侧对于分子端冲击带来的影响强度这一冲击变量，但是对于分母端的影响将逐渐加强。

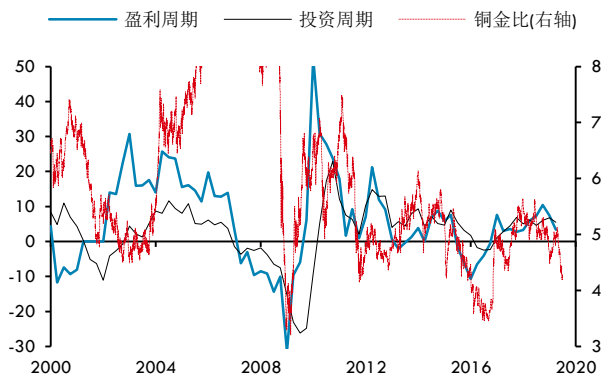
从中国周期触发的资产配置上，我们认为相对乐观的（至少在 1929 年 10 月那个临界点在美联储呵护下暂未到来之前），资产配置的选择相对会更为积极，未来的关注点在于分母端的动作何时落地。

图 5： 油铜比和美债利率走势



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6： 铜金比和美国经济周期变动



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：1930 年代货币战时期的美股走势



数据来源：Wind 华泰期货研究院

从外围市场来看，关注美联储 7 月底议息会议（801）形成的预期落地冲击。回顾年初以来的市场，利差倒挂定价着周期结束，触发了宽松预期，推动了风险资产和避险资产的共振反弹。市场紧盯着“按兵不动”的央行向市场进行妥协以宣告胜利，从美联储删去“耐心”到给出“降息空间”，每一次的口头妥协带来美股的新高。当前市场等待着所谓“保险性”降息的到来，当靴子落地，预计将增加市场对于风险到来的预期，风险资产的调整时间窗口预计将打开。但是在这之前对于宽松预期的交易仍将带来风险资产反弹的空间。

从内部市场来看，关注分子端风险释放的节奏和分母端的压力，（722）科创板开始成为融资结构转型的观察窗口。外部环境为内部政策提供了空间，从政策博弈的角度出发，7 月以来对于利率市场化的政策吹风已经足够，金融供给侧推动的金融结构的优化（肖刚语）一方面在于定价之锚“利率”市场化对于融资环境的改善（央行连续的暂停操作增加着压力测试），另一方面在于 722 科创板开市对于新定价机制的考试。是内部压力打开了货币空间，还是外部压力促成了货币转变，我们等待着筹码的置换，关注风险到来前资产基差再次修复带来的对冲建仓机会，基础资产关注低利率环境驱动下的非银、改革导向等板块。

对于资产配置而言，我们更倾向于短期增加风险资产（中美股市、油铜等工业品）的配置以获取宽松预期定价下的贝塔收益，随着股市基差的改善增加股指期货的对冲，降低工业品持仓，从贝塔切换至阿尔法，以降低 8 月份可能的贝塔波动。而美国周期向下、中国金融供给侧改革带来的融资条件改变仍将驱动全球经济增长放缓，影响到实际需求端的改善。

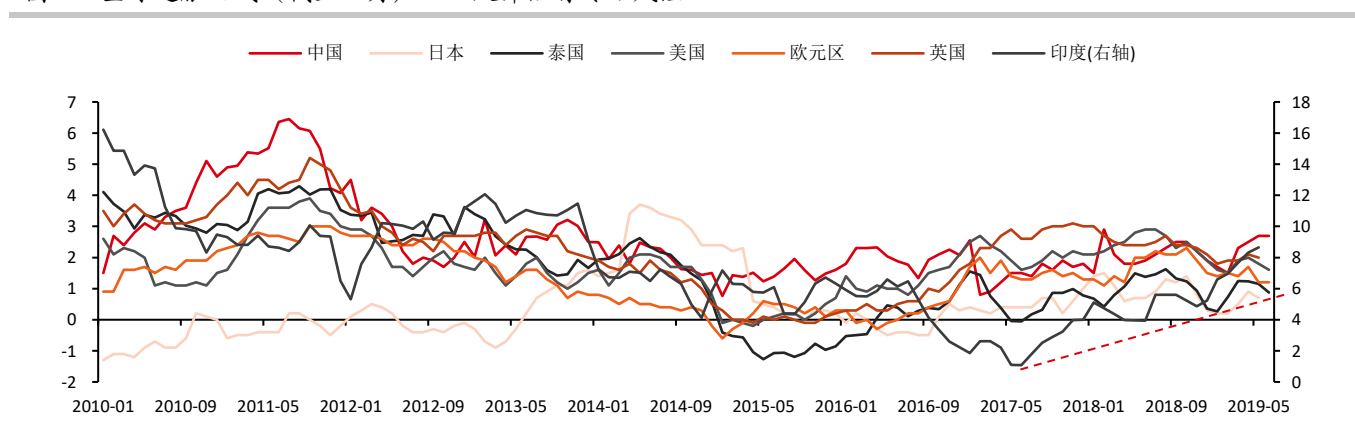
全球经济景气状态

图 8：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 9：全球通胀曲线（截止 6 月）——反弹似有终结风险



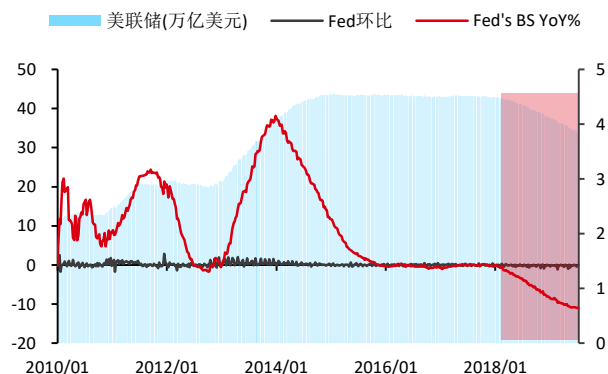
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

全球一周利率观察

· 基准利率图表

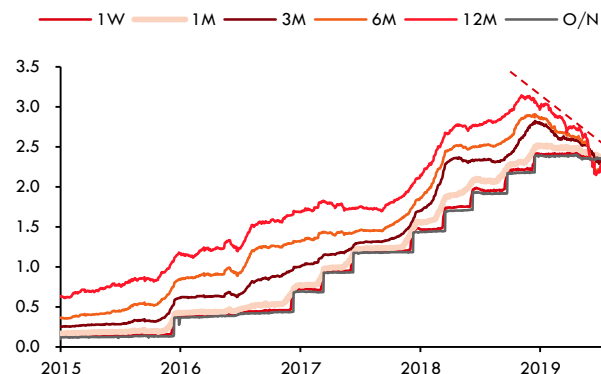
点评：国内宽松预期进一步增强

图 10： 美联储资产负债表——缩表规则暂未变



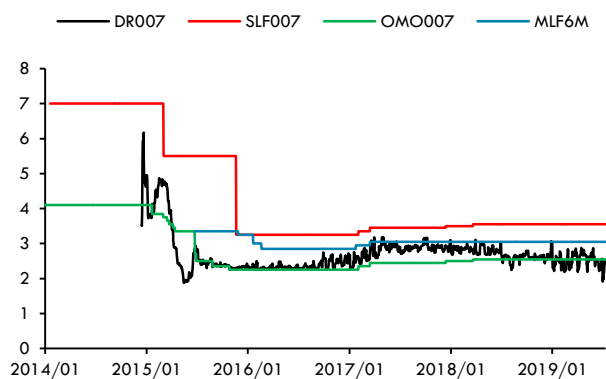
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11： 美国 LIBOR 利率——长短端分化



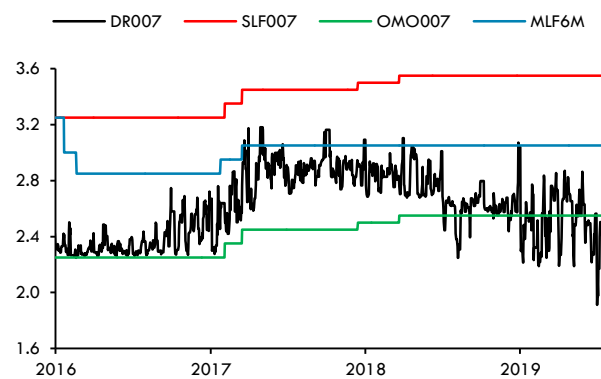
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 12： 中国利率走廊（14 年 1 月至今）——宽松预期



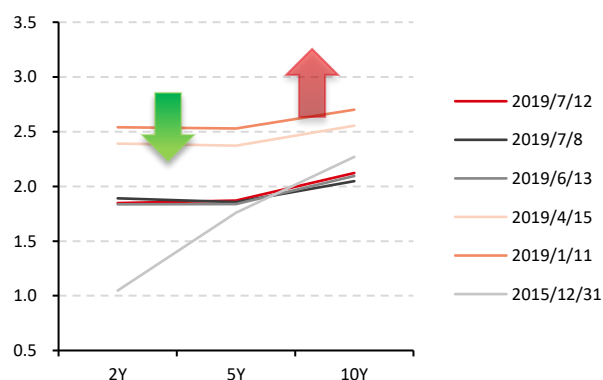
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13： 中国利率走廊（16 年 1 月至今）——宽松预期



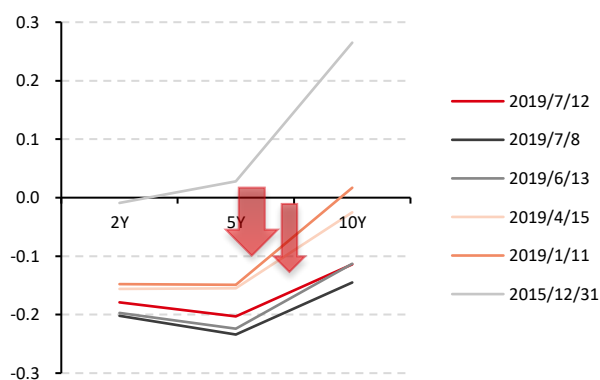
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 14: 美国利率曲线——扁平向陡峭



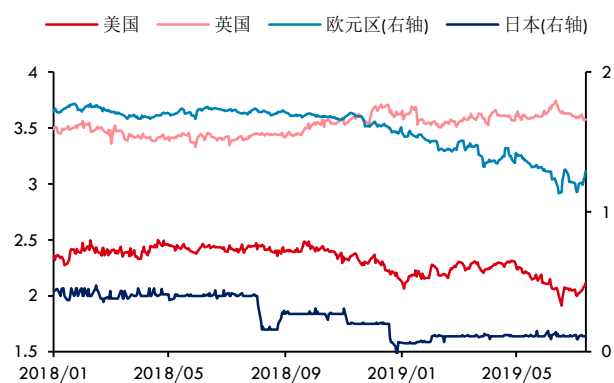
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 德国利率曲线——负空间



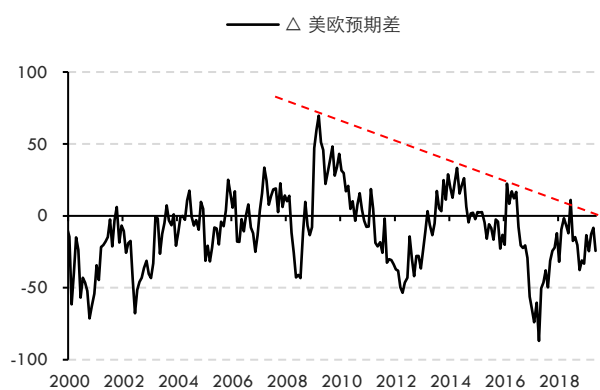
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 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 17: 美欧通胀超预期差值——受阻回落



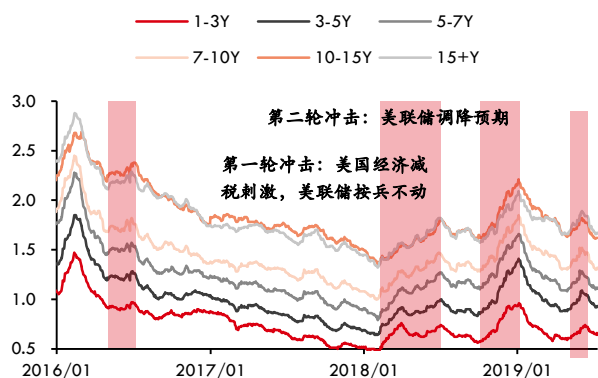
数据来源: Wind 华泰期货研究院

大类资产配置展望

· 信用资产一周图表

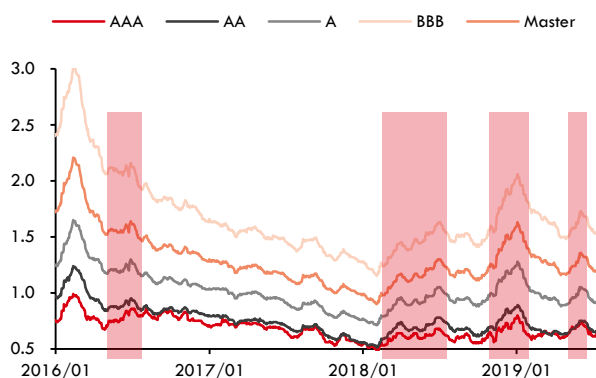
点评：违约风险回落

图 18： 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 19： 美国信用利差（按评级）

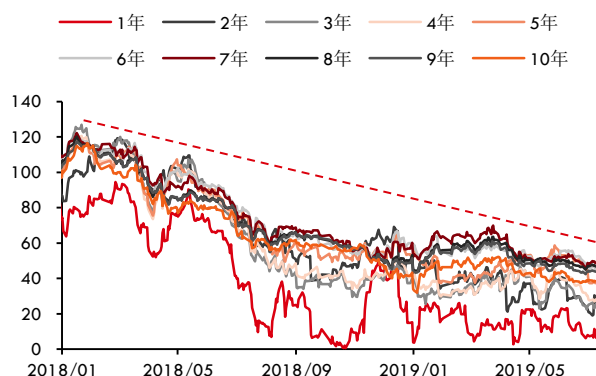


数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 20： 中国信用利差（按评级）——关注流动性



图 21： 国开-国债利差——回落状态



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_11395

