

关注宽松预期交易的阶段性证伪风险

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:

经济因为周期而呈现跌宕起伏,在起伏中进行着风险的调节。现代债务经济的运行模式,在增加杠杆的过程中,毁灭着原有的周期,但是在更大的循环中增加着更大的不确定性。在当前周期的下行过程中,贸易因素的叠加更快加速了中上游经济体感受到的寒意——澳洲、印度等相继进入降息的路径。

市场的分歧依然在于对预期管理的认识上。悲观的 PMI 和低预期的非农就业,似乎证实了美国经济回落的压力,市场将美联储“维持经济扩张”的表述解读为未来降息的信号,十年期美债收益率回落至 2.08%——为 2017 年美国减税通过前的利率水平。美元市场在宽松预期交易中,再次上调了风险偏好,但是人民币资产供给侧改革影响下,加重了分子端的定价。

大类资产配置展望:

相关研究:

利率: 维持利率中性。美债: 2%之上开始摇摆,美股波动率的回落和 7.5 万的非农料不足以驱动美联储方向发生实质性转向,褐皮书维持温和增长判断。中债: 刚兑打破环境下风险溢价的降低意味着无风险收益率的下沉有约束,关注中美贸易战的节奏对于货币政策的波动影响。

上调风险资产短期观点

2019-06-05

货币: 维持美元、人民币低配,黄金中性。美元: 美国经济预期阶段性的悲观增加美元定价的回落压力。人民币: 中美元首会晤前的人民币市场仍有最后的风险释放需求。黄金: 宽松预期下风险资产的反弹增加了黄金上行的压力,关注人民币黄金的相对优势。

现实的压力增加了预期的美好押注

2019-06-03

最差的象限,博弈风险释放后阶段性改善

2019-05-29

权益: 维持美股中性、A 股低配。美股: 原油价格和十年美债收益率的暂企稳,波动率阶段性回落,提供了美股阶段性反弹的空间。A 股: 股指期货基础设施的逐渐完善增加了配置的吸引力,但市场对于人民币资产的悲观预期仍需在价格中体现,维持低配,或增加股指期货对冲短期风险。

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

商品: 维持商品中性。利率市场的波动体现了市场对于未来衰退的担忧,直接体现在了商品市场“铜金比”相比名义利率水平更快“破位”。随着后者阶段性企稳,我们认为市场避险情绪存在阶段性回补的风险。

过度宁静的波动率

2019-05-06

策略: 高配新兴权益、新兴货币; 发达权益、黄金、商品、利率中性; 低配美元、人民币权益。

风险再次从新兴开始

2019-04-29

“心”周期的结束

2019-04-22

风险点: 短期人民币汇率波动加剧

信心建立之后的担忧

2019-04-15

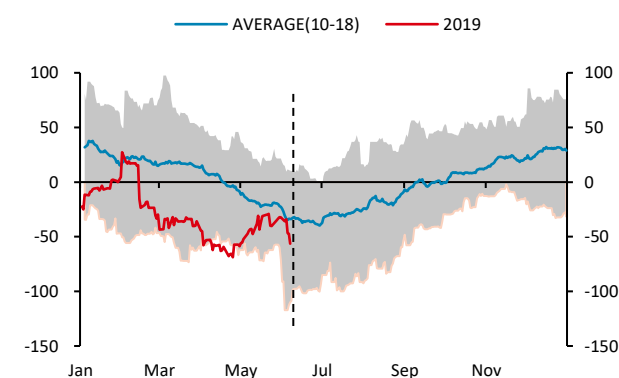
本周关注图表

图 1: 一轮金融压力对于经济数据的冲击近尾声



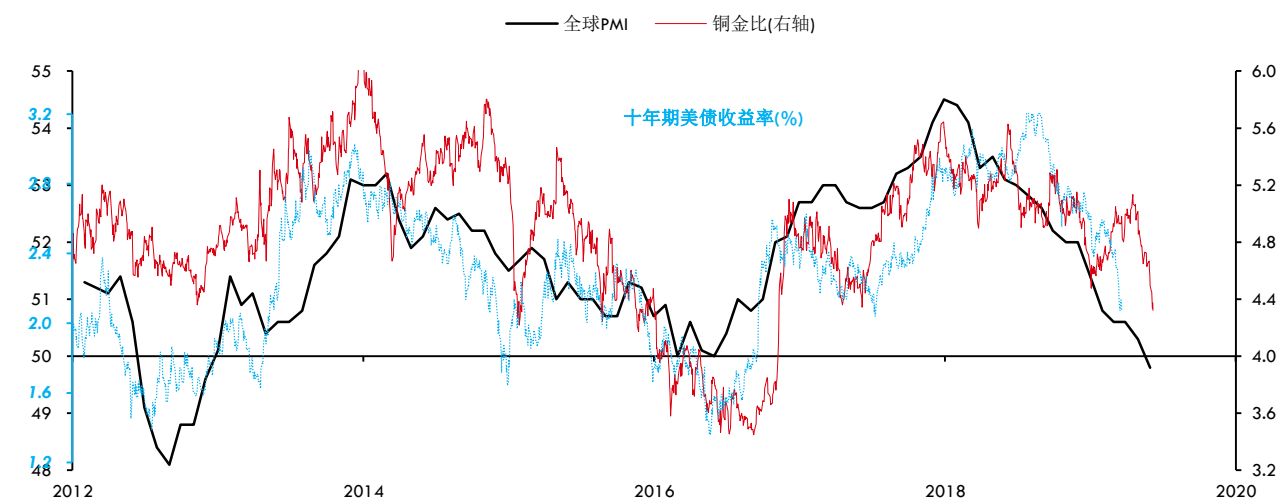
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 2: 美国经济超预期指数的悲观在接近季节性



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 全球 PMI 继续回落至荣枯线下: 铜金比已经破位, 但是十年期美债收益率仍等待信号



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

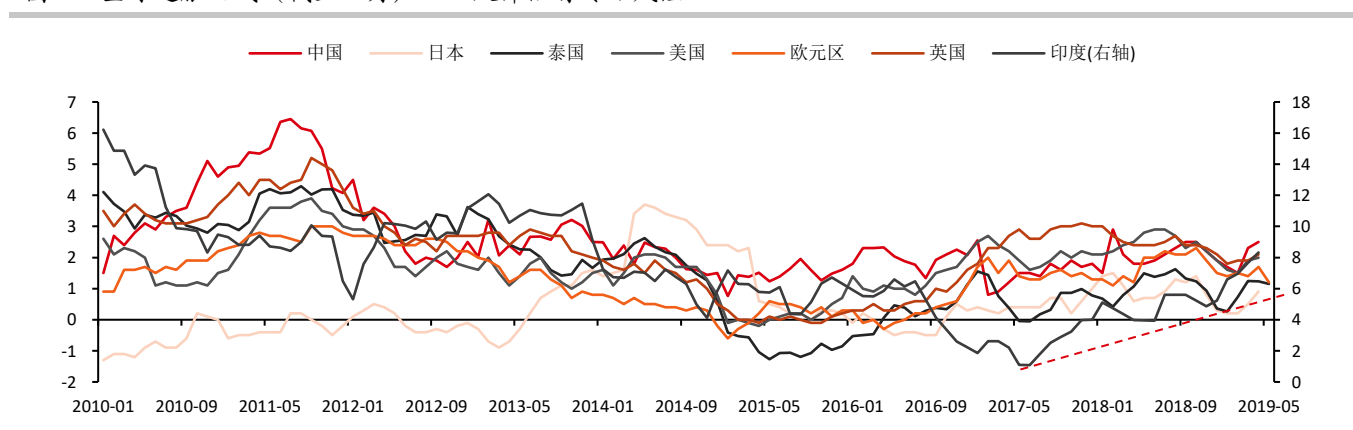
全球经济景气状态

图 4：全球 PMI 热图（截止 5 月）——全球跌破荣枯线

	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
全球	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
美国	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
欧元区	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
德国	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
法国	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
意大利	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
西班牙	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
英国	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
澳大利亚	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
日本	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
中国(财新)	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
中国(官方)	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
韩国	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
中国台湾	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
印尼	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
印度	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
俄罗斯	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
巴西	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
墨西哥	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

数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：全球通胀曲线（截止 5 月）——反弹似有终结风险



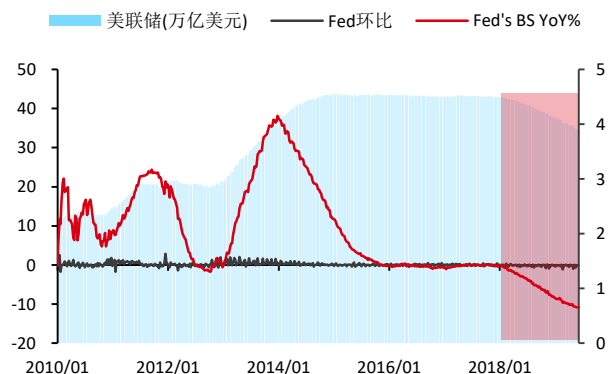
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

全球一周利率观察

· 基准利率图表

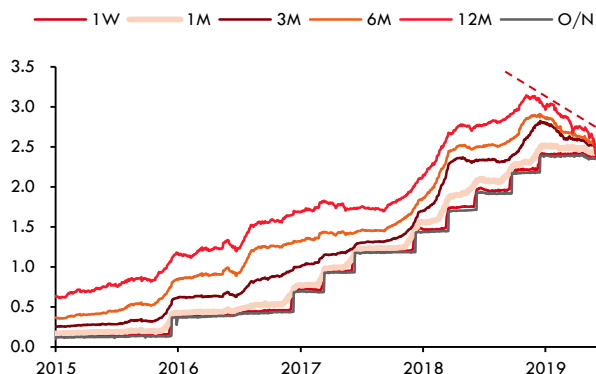
点评：利率回落至低位

图 6： 美联储资产负债表——缩表规则暂未变



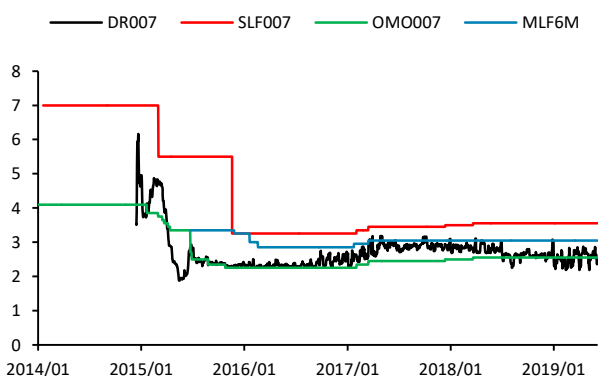
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7： 美国 LIBOR 利率——长短端的靠近



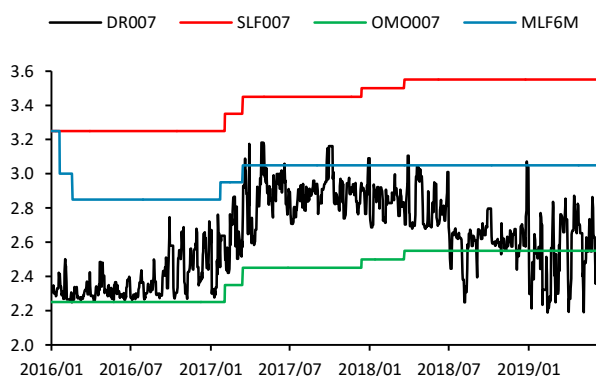
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8： 中国利率走廊（14 年 1 月至今）——按兵不动



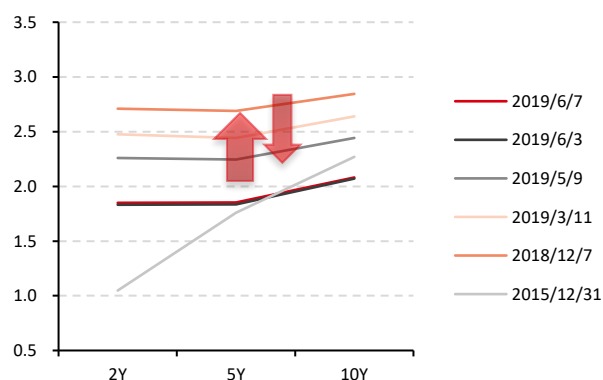
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9： 中国利率走廊（16 年 1 月至今）——按兵不动



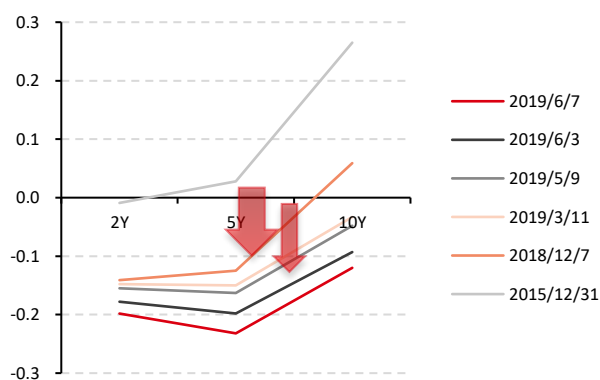
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10: 美国利率曲线——加息末稍扁平



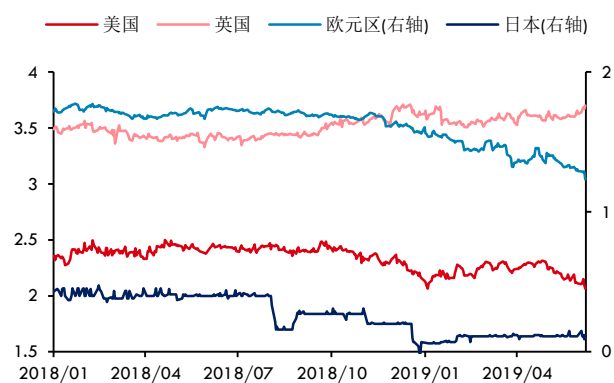
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 德国利率曲线——负空间



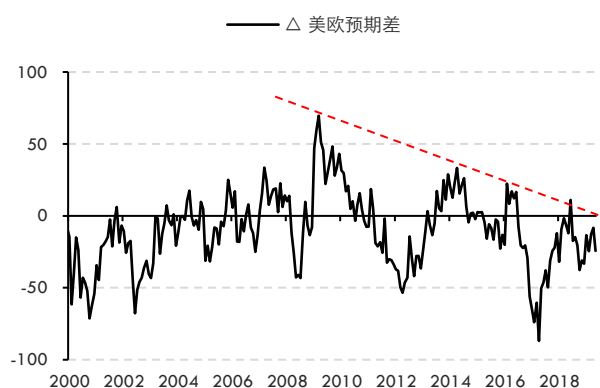
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 主要经济体通胀预期——短期继续回落



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 美欧通胀超预期差值——再次回落



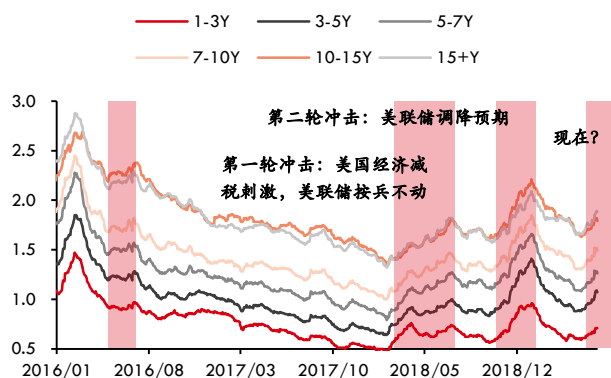
数据来源: Wind 华泰期货研究院

大类资产配置展望

· 信用资产一周图表

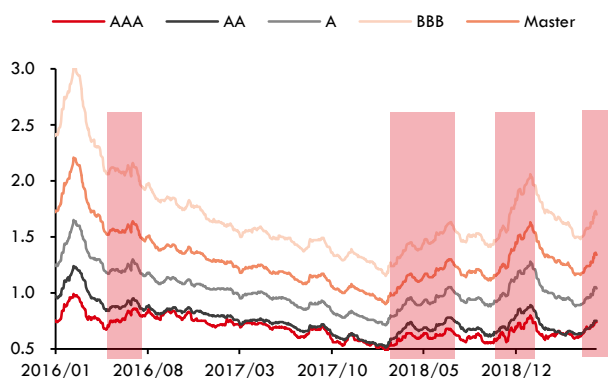
点评：违约风险开始新一轮的上行！关注美联储是否加大对于市场的干预！

图 14： 美国信用利差（按期限）——不再下降



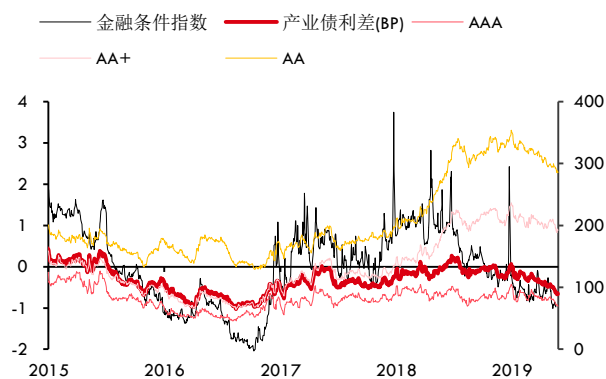
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15： 美国信用利差（按评级）



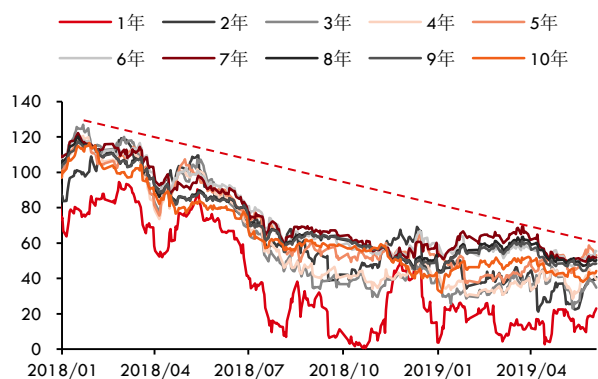
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16： 中国信用利差（按评级）——继续回落



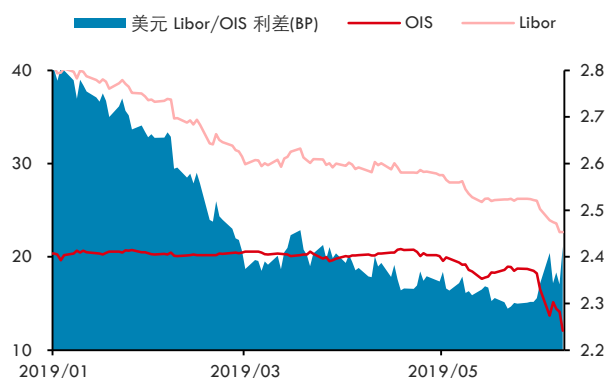
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 17： 国开-国债利差——回落状态的低位



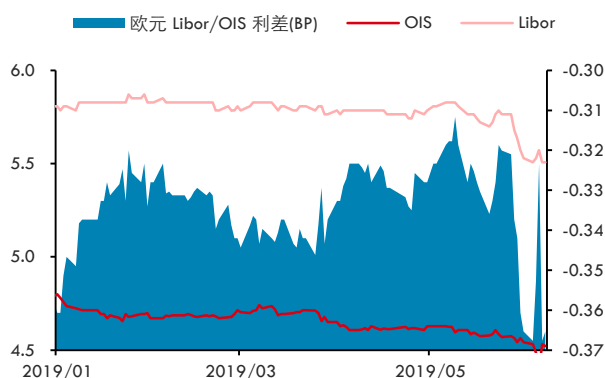
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 18: 美元 OIS 利差——有所反弹



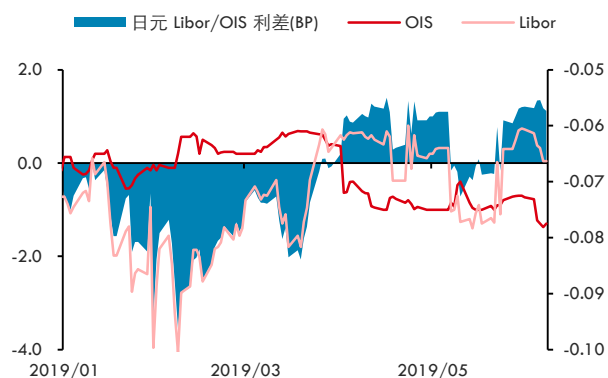
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 欧元 OIS 利差——回归宽松?



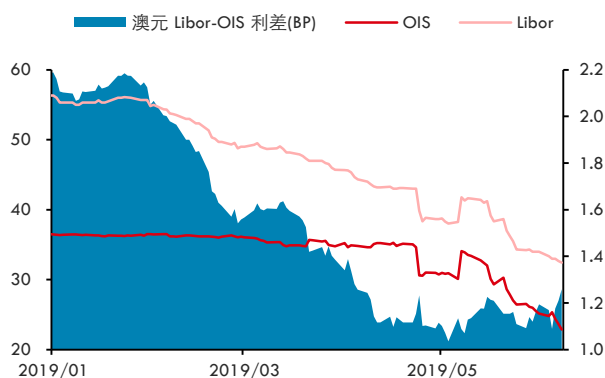
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 日元 OIS 利差



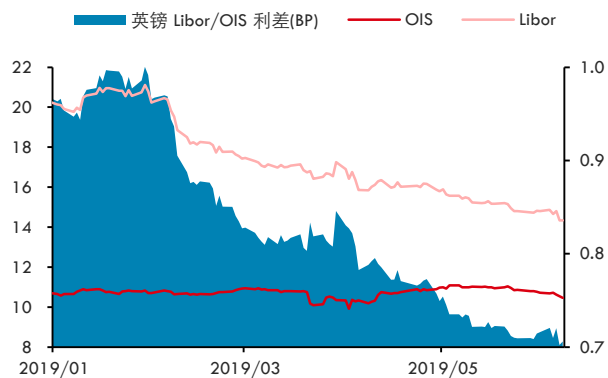
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21: 澳元 OIS 利差——宽松格局不再



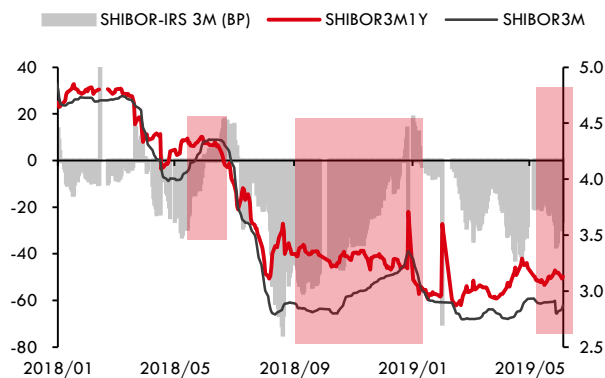
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 英镑 OIS 利差——宽松状态



数据来源: Wind 华泰期货研究院

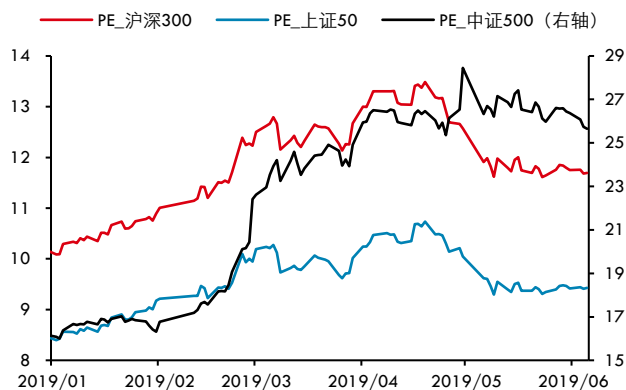
图 23: 人民币 IRS 利差——宽松末端



· 权益资产一周图表

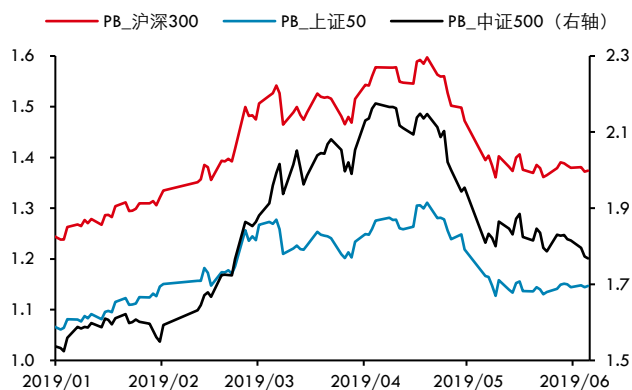
点评：短期风险未消

图 24: PE



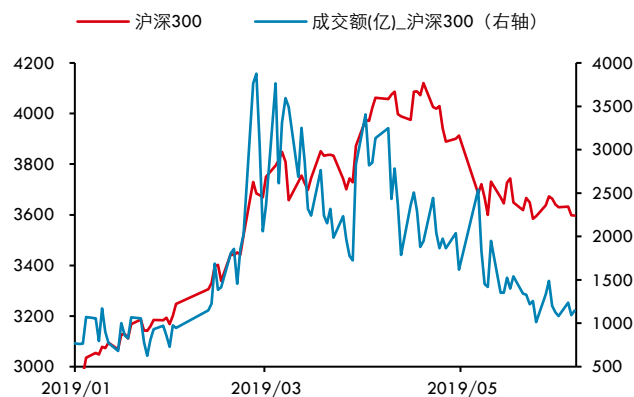
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 25: PB



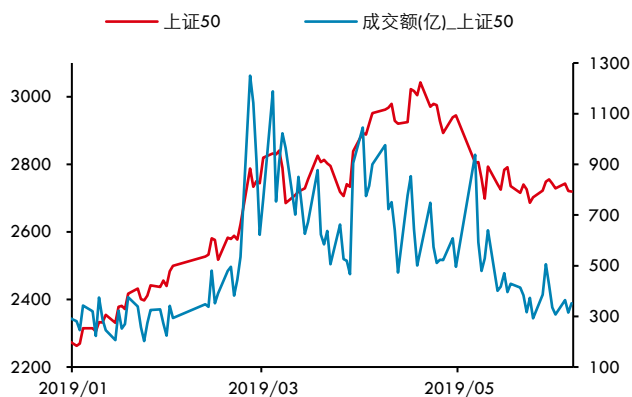
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 26: 沪深 300——市场活跃度继续下降



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 27: 上证 50——市场活跃度继续下降



数据来源：Wind 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_12149

