



最差的象限，博弈风险释放后阶段性改善

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：

百年未有之变局，因为我们在最差的象限。在大周期向上的阶段，尽管有冲突，但是总量需求政策熨平之下，全球经济继续往前走的路径不变，差别仅仅在于增长的红利分配的多或少。而当经济增长的路径逆转，更多的是存量利润的切割和冲突的加剧——直到增量的开启或规则的重建，市场将持续面临流动性风险的冲击¹。

上周在风险事件催化下资产大幅回落修正。1) 中美贸易触发的市场交易预计继续对市场形成波动，直到 6 月 G20 的元首答案给出最终的方向，阶段性的结果预计乐观，但中间的博弈²带来的资产波动上升。2) 美联储会议纪要继续显示谨慎和耐心，但是美国经济数据对于金融收紧的反馈在继续³，加重了市场对于美联储货币政策转向的押注。3) 欧洲议会选举开启了欧洲政治坎坷的变革序幕。4) 中东风险继续隐而不发，美伊的对抗仍箭在弦上⁴，持续关注其对于供需两端的影响节奏。

大类资产配置展望：

利率：下调利率至中性。中债：流动性依然在偏紧的区间（负面），而尽管耐用品消费回落，但是饲料带动的消费品继续向上（中性），继续关注油端带来的扰动。美债：风险的增加抹去了十债利率 2018 年的涨幅，相比较美国基建，市场更关心波动率风险。

货币：维持黄金高配、人民币低配，下调美元至中性。美元：伴随着欧洲风险的释放，6 月市场的聚焦点将投射向美国，大选前的经济数据和风险资产波动增加美元压力。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：欧洲风险的释放叠加美债利率端的下行，增加了黄金资产的吸引力。

权益：维持美股、A 股低配。美股：继续关注标准德债走出负空间对美股的冲击。A 股：6 月仍是风险窗口，维持低配，或信用周期回升过程中 A 股增加股指期货对冲短期风险。

商品：上调商品至中性。3 月以来结构性分化明显，蛋白品和钢材上游保持强势，能化产业链维持疲态。宏观触点在于中美摩擦对于“猪周期”和“产业转移”的叠加。中东风险催化，继续关注悲观象限对于经济增长（向下）和通货膨胀（向上）分化的定价。

策略：高配黄金；美元、利率、商品中性；低配人民币、权益。

风险点：短期数据再超预期乐观

相关研究：

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

过度宁静的波动率

2019-05-06

风险再次从新兴开始

2019-04-29

“心”周期的结束

2019-04-22

信心建立之后的担忧

2019-04-15

反弹的顶部等确认信号

2019-04-08

低利率预期——等待波动率的触点

2019-04-01

美联储鸽派信号的两面性

2019-03-25

等待流动性信号

2019-03-18

¹ 参考报告《当前对于中美周期的市场关注点》认为全球宏观流动性处在重构阶段。

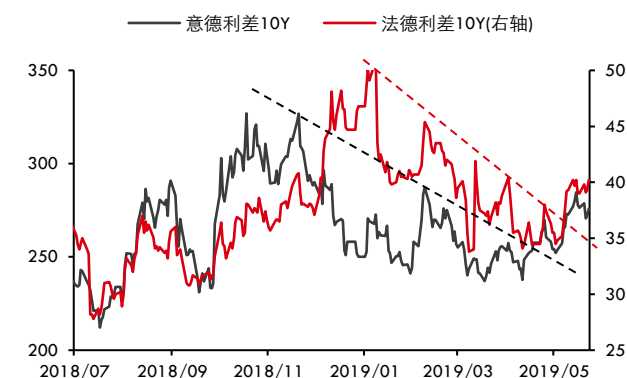
² 博弈继续体现在美国冲突的制裁升级：Wi-Fi 联盟、SD 协会对华为禁入、实验室中国雇员强制遣返。

³ 参考报告《0524 终得以反馈的数据》，美国经济数据 5 月 PMI 终于显现出了进一步的疲态。

⁴ 美国政府 24 日绕开国会审议程序，以“紧急情况”为由推动对中东军售。

本周关注图表

图 1: 关注欧洲议会选举后欧元的配置机会



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 2: 欧元区通胀预期降至前低, 关注方向选择



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 关注美元指数在风险释放后阶段性降低对于新兴市场压力的可能



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

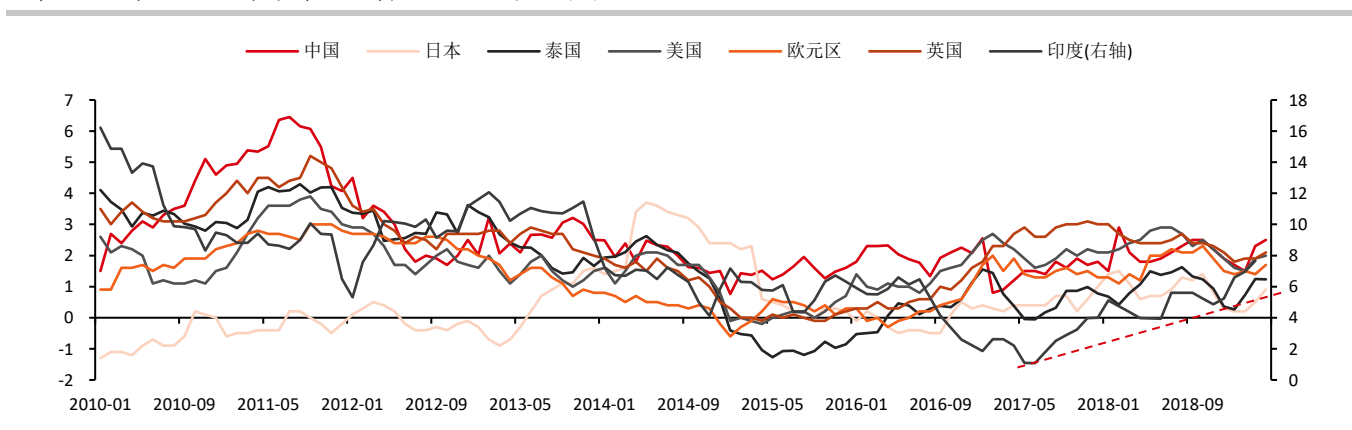
全球经济景气状态

图 4：全球 PMI 热图（截止 5 月）——大幅走弱的美国

	2017-11	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
全球	54.1	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	50.3	-
美国	53.9	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	50.6
欧元区	60.1	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
德国	62.5	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
法国	57.7	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	51.3
意大利	58.3	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	-
西班牙	56.1	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	-
英国	58.2	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	-
澳大利亚	57.3	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	-
日本	53.6	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	49.6
中国(财新)	50.8	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	-
中国(官方)	51.8	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	-
韩国	51.2	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	-
中国台湾	56.3	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	-
印尼	50.4	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	-
印度	52.6	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	-
俄罗斯	51.5	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	-
巴西	53.5	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	-
墨西哥	52.4	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	-

数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：全球通胀曲线（截止 4 月）——短期继续向上



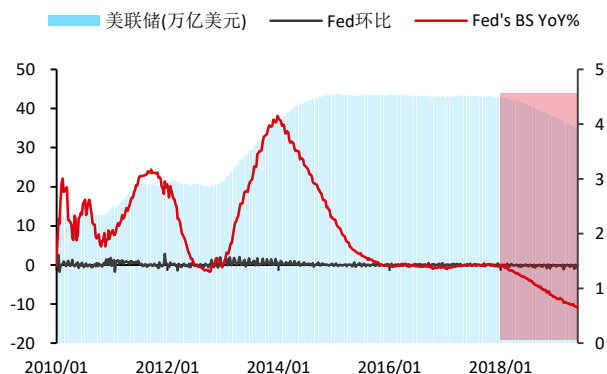
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

全球一周利率观察

· 基准利率图表

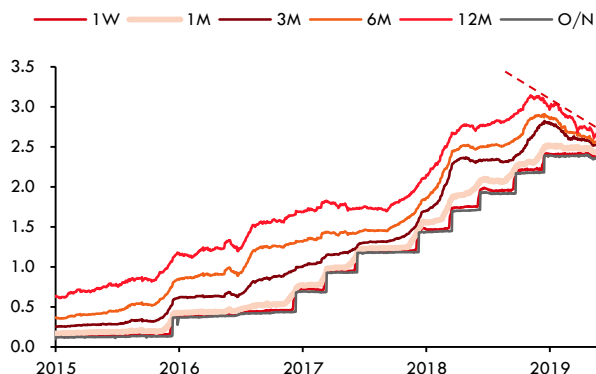
点评：宽松到不宽松的转状态，等待流动性风险释放后的反弹机会

图 6： 美联储资产负债表——缩表规则暂未变



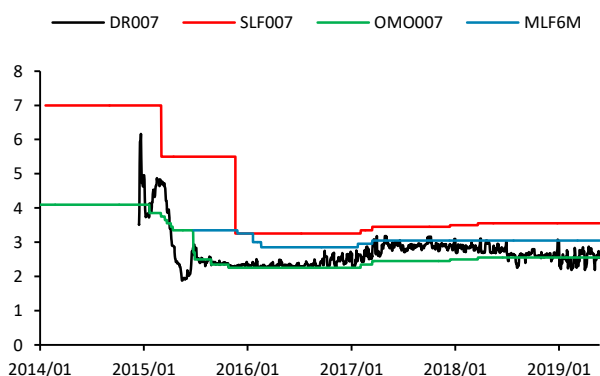
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7： 美国 LIBOR 利率——长短端的靠近



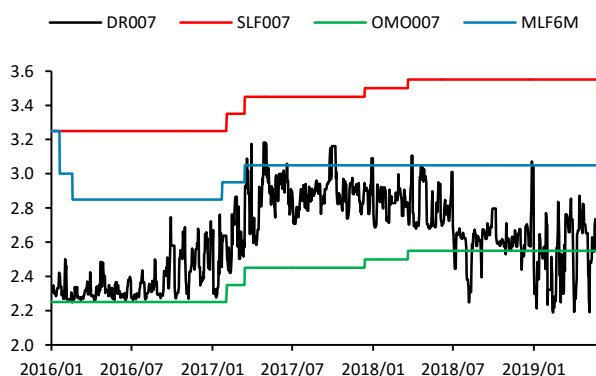
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8： 中国利率走廊（14 年 1 月至今）——宽松末梢



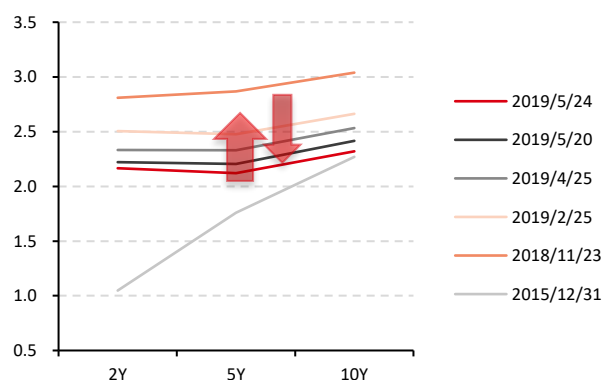
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9： 中国利率走廊（16 年 1 月至今）——宽松末梢



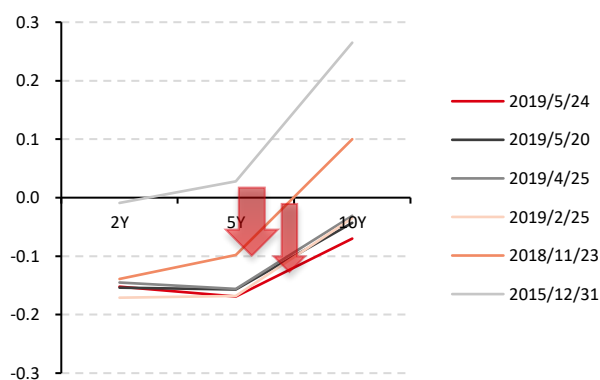
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10: 美国利率曲线——加息末稍扁平



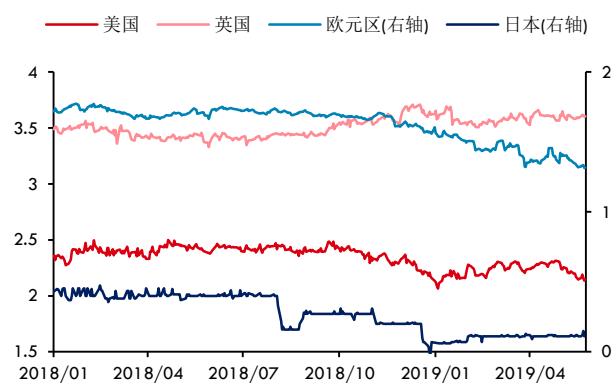
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 德国利率曲线——负空间



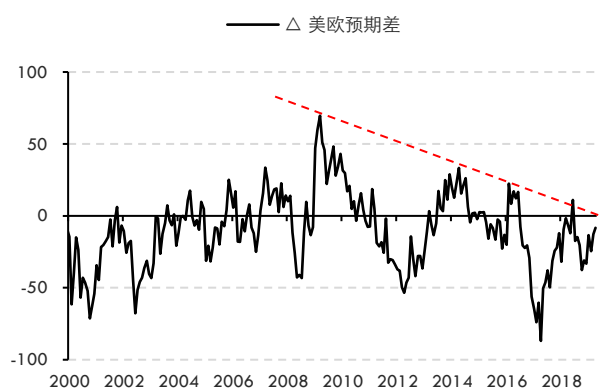
数据来源: Wind 华泰期货研究院

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——阻力会改变吗?



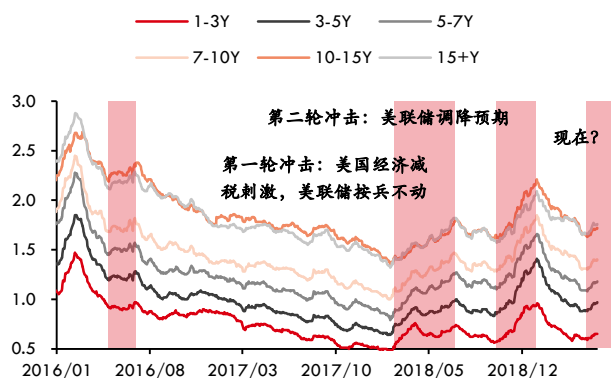
数据来源: Wind 华泰期货研究院

大类资产配置展望

· 信用资产一周图表

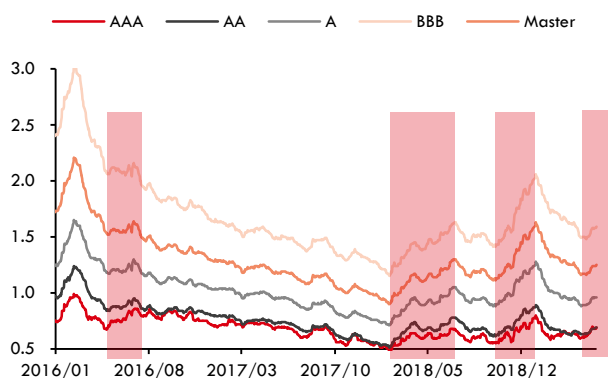
点评：违约风险开始新一轮的上行！关注美联储是否加大对于市场的干预！

图 14： 美国信用利差（按期限）——不再下降



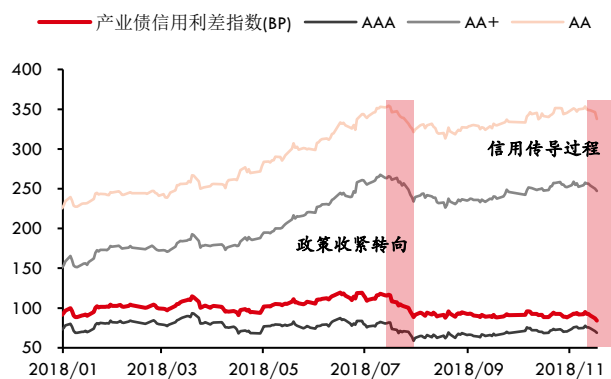
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15： 美国信用利差（按评级）



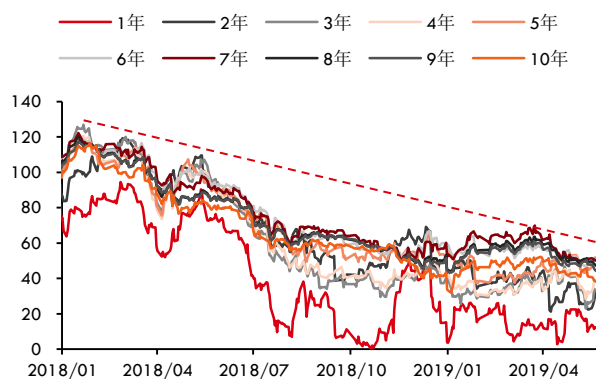
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16： 中国信用利差（按评级）——小幅回落



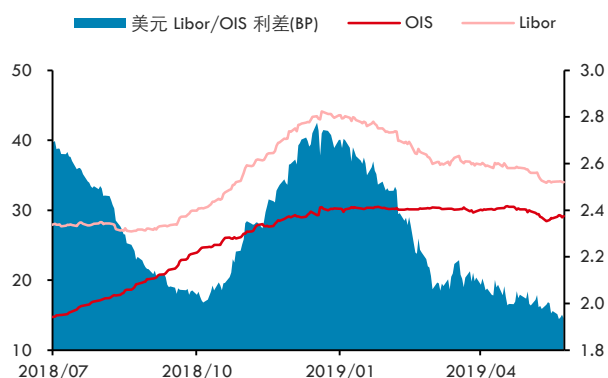
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 17： 国开-国债利差——回落状态的低位



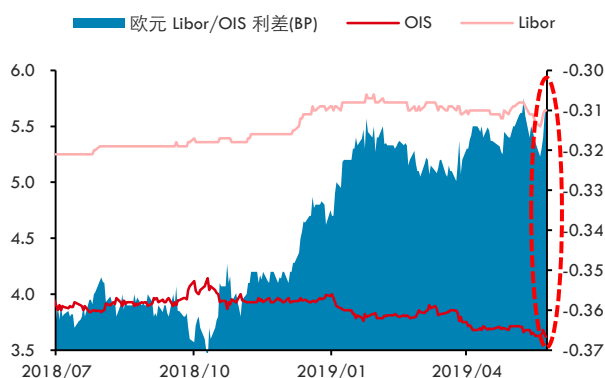
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 18: 美元 OIS 利差——继续收敛



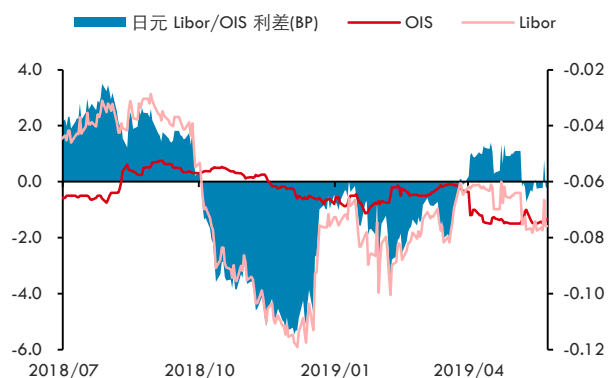
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 欧元 OIS 利差——继续紧张



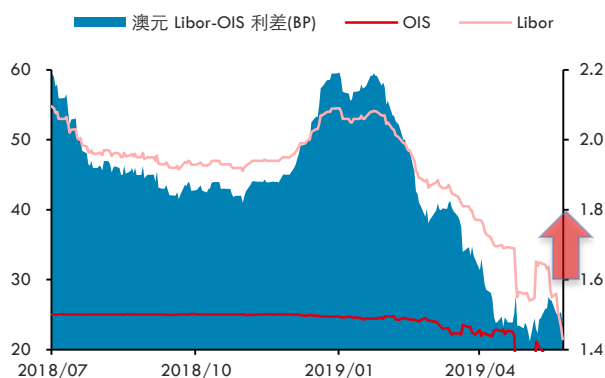
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 日元 OIS 利差



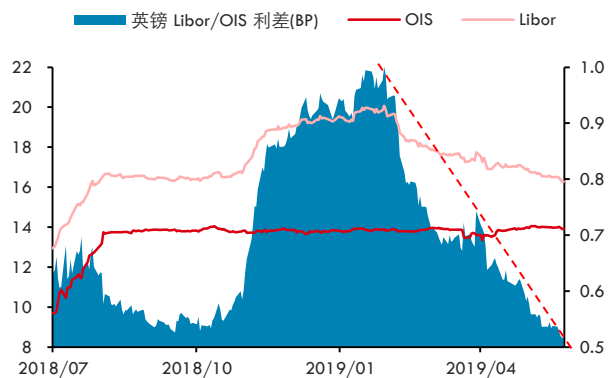
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21: 澳元 OIS 利差——宽松格局不再



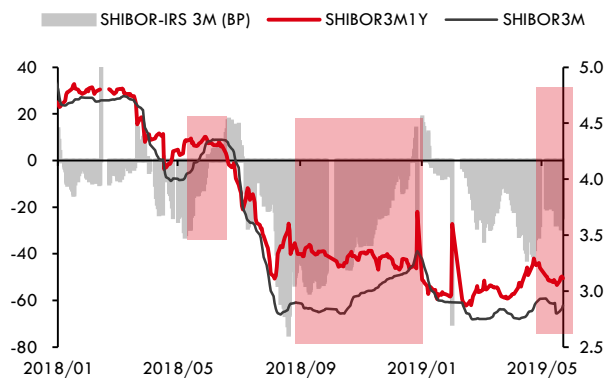
数据来源: Wind 华泰期货研究院

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——宽松末端临近?



· 权益资产一周图表

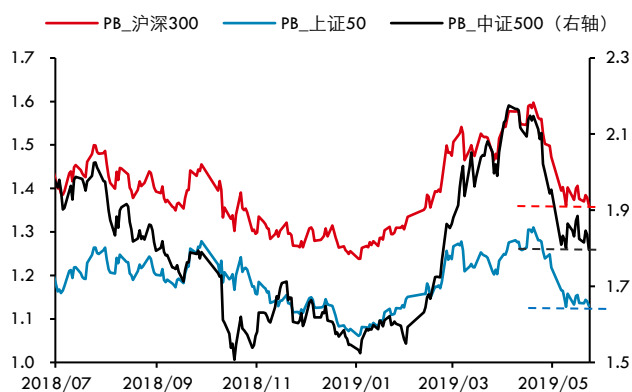
点评：估值短期企稳有证伪风险

图 24: PE



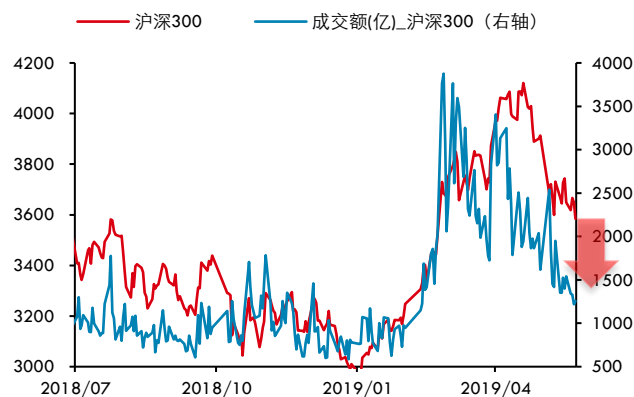
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 25: PB



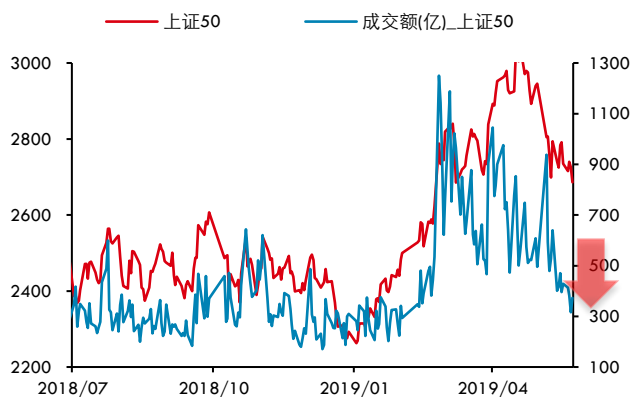
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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_12356

