

## 宏观流动性观察：迎接未知的流动性冲击

### 宏观流动性摘要：

**利率周期：周期末端的集体降息。**2018年在强美元冲击下的新兴市场选择了降息缓和流动性压力；而2019年市场对于美国利率周期进入到下行状态的预期进一步强化了各大央行的降息过程。澳洲、印度等央行在美联储7月末行动前提前进行了降息，而巴西、阿联酋、沙特、巴林等央行在美联储降息25BP落地后再次进行了降息操作。经济下行周期的末端带来的压力继续推动货币当局延续宽松的货币政策，利率下行周期仍在延续。

**货币政策：风险未尽，降息未止。**值得注意的是，以美联储会议声明为基准，触发本次美联储进行降息操作的原因并非是美国经济“已经”进入到了下行周期，恰恰相反，当前美国经济依然维持在上行状态之中，“预防性”的降息目的在于对于未来的风险进行提前降息应对，缓和市场波动。我们在8月份需要持续回答的是：1) 美联储看到了什么风险，所谓中美贸易摩擦的加剧对于市场还会带来多大的压力；2) 美联储应对风险的25BP降息、仅仅结束缩表是否足够应对未来的流动性收缩<sup>1</sup>。

**宏观流动性：极端充裕和分化的周期。**我们跟踪了全球主要央行过去累计的加减息过程，发现从总体来看，全球央行处在极端宽松的象限；从结构来看，产业链下游的发达经济体和产业链中游和上游的经济体之间的货币政策分化也达到了相对极限的位置。我们进一步推论，对于以美国为代表的发达经济体若未来经济韧性和库存向上周期的开启，则对于非美经济体形成的资产定价弹性也将是放大的过程——虽然我们首先仍需要关注“美联储风险”的释放。

**本周关注：风险的到来。**作为最宽松的货币象限，风险资产（权益和工业品）是值得关注的标的，但是我们认为在风险仍未落地之前，应对的策略上对冲性策略仍优先于进攻性策略。风险资产在基差收敛情况下的对冲性组合、以及组合中的避险资产配置仍将对于组合净值带来保护。

宏观策略

研究员

徐闻宇

☎ 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

<sup>1</sup> 参见华泰期货报告《[关注风险！预期的自我实现开始](#)》

## 全球经济景气状态

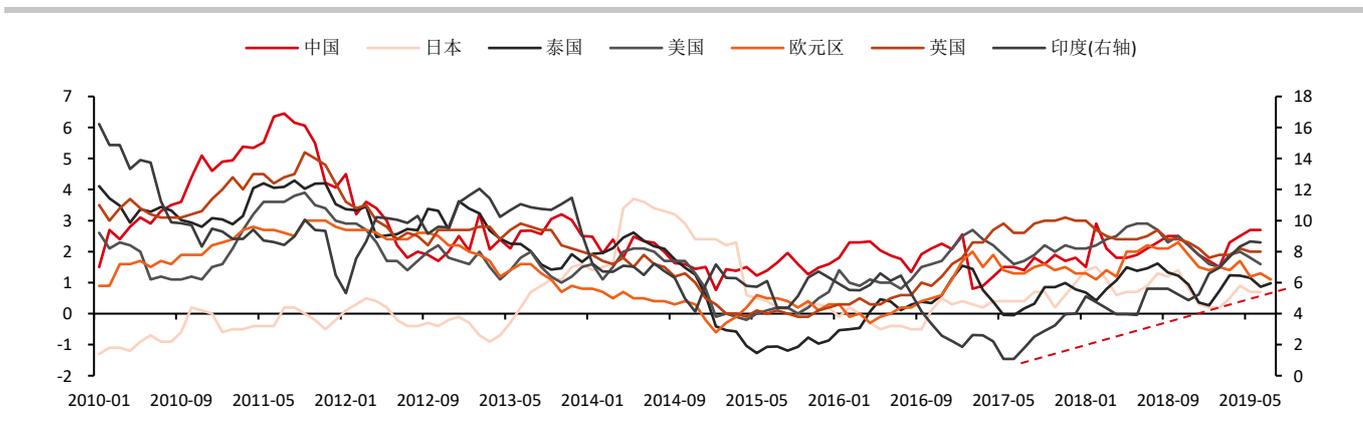
点评：末端的数据并不乐观

图 1：全球 PMI 热图（截止 7 月）——全球跌破荣枯线后的挣扎

	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	2019-07
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	49.3
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	50.4
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	46.5
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	43.2
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	49.7
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	48.5
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	48.2
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	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	51.3
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	49.4
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	49.9
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	49.7
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	47.3
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	48.1
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	49.6
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	52.5
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	49.3
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	49.9
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	49.8

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）——等待短期风险的冲击



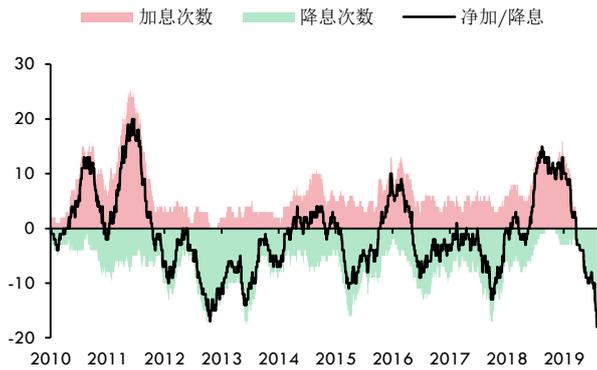
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

## 全球一周利率观察

### · 基准利率图表

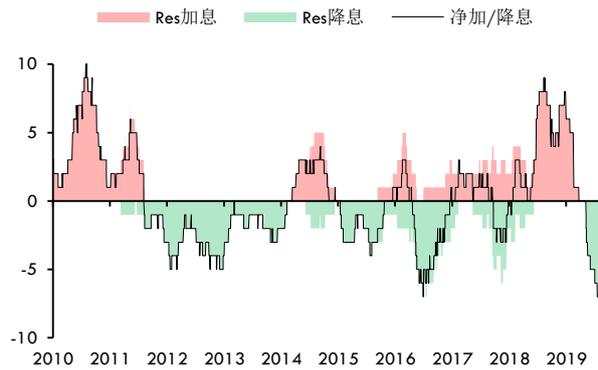
点评：极端的宽松和极端的分化并存

图 3: 过去 3 个月主要央行加减息变化



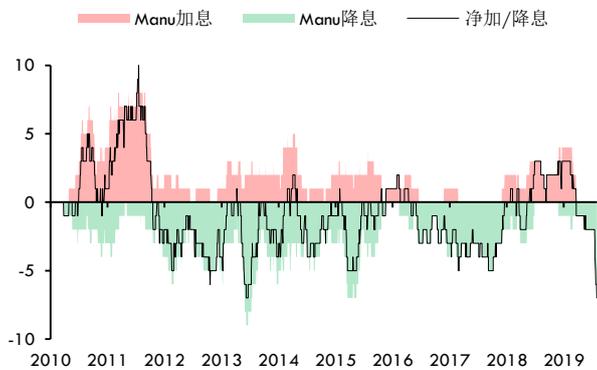
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: 上游资源国加减息变化



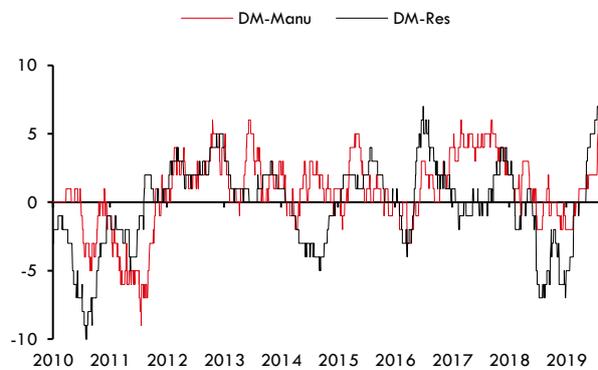
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 中游生产国加减息变化



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: 发达经济体和中上游国家加减息差异

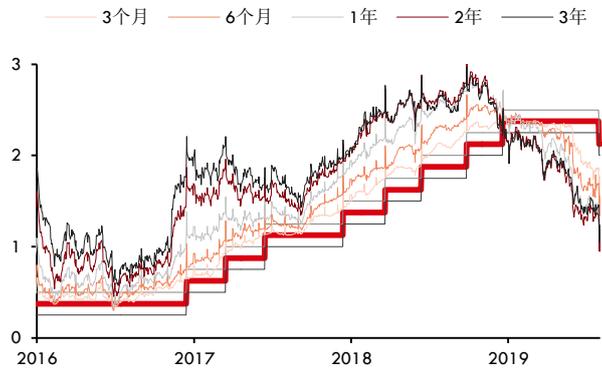


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

### · 利率预期图表

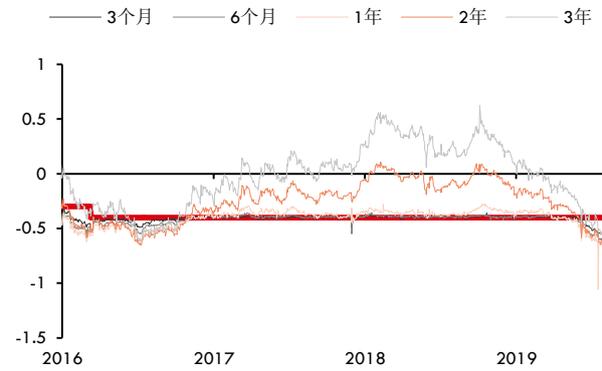
点评：仍未结束的降息定价

图 7: 美联储利率预期



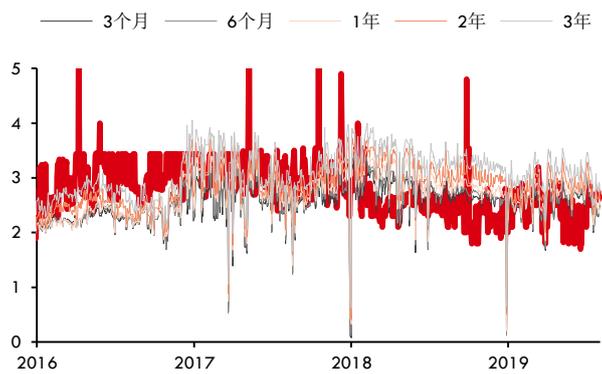
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: 欧央行利率预期



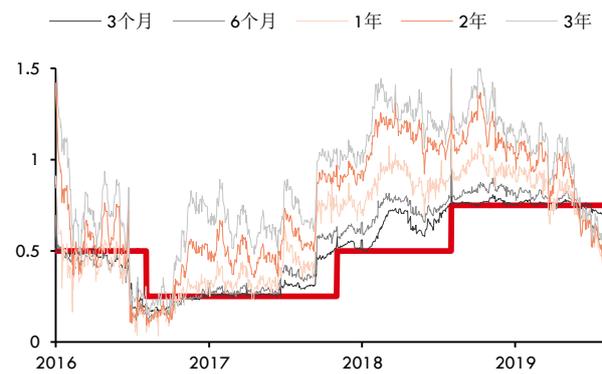
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: 中国央行利率预期



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: 英国央行利率预期



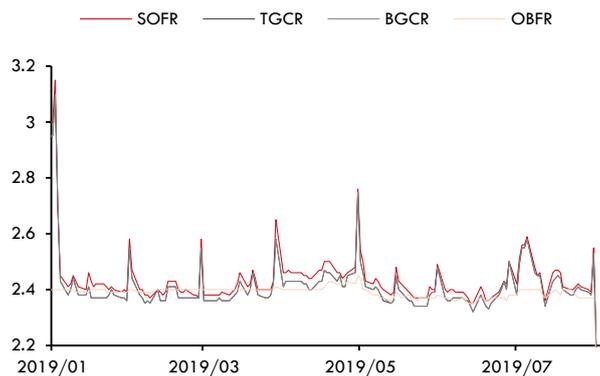
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

## 全球一周流动性观察

### · 美国货币市场

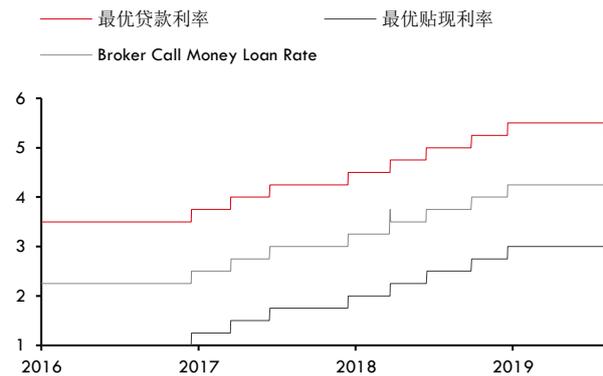
点评：仍存降息预期

图 11: 美联储观察利率



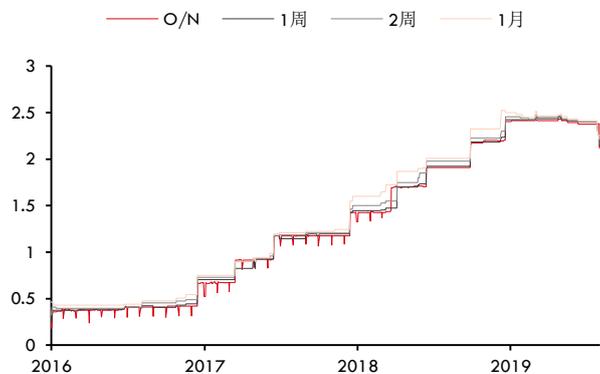
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 最优贷款利率水平



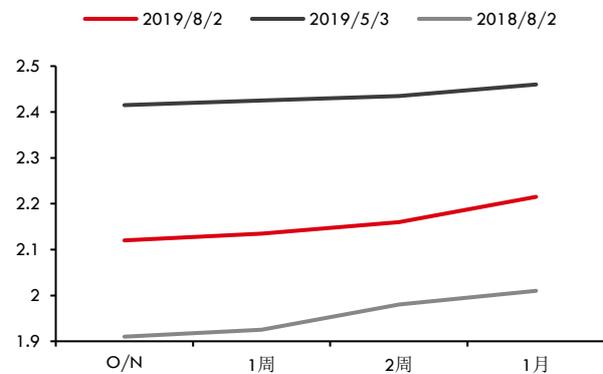
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 13: 欧洲美元利率



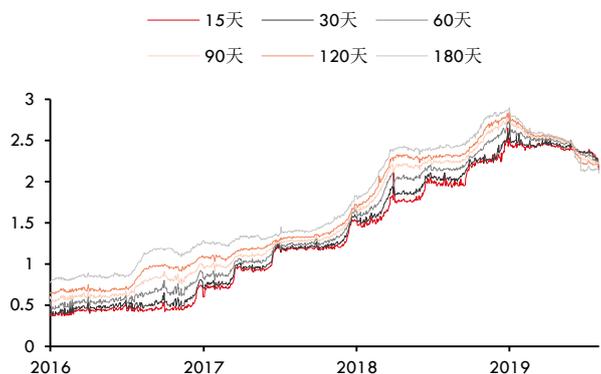
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: 欧洲美元利率期限结构



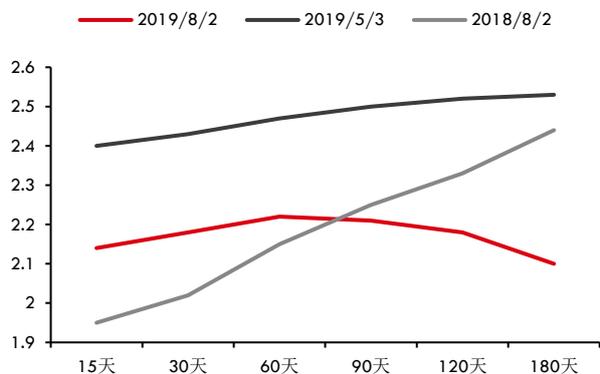
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 15: CP 贴现率



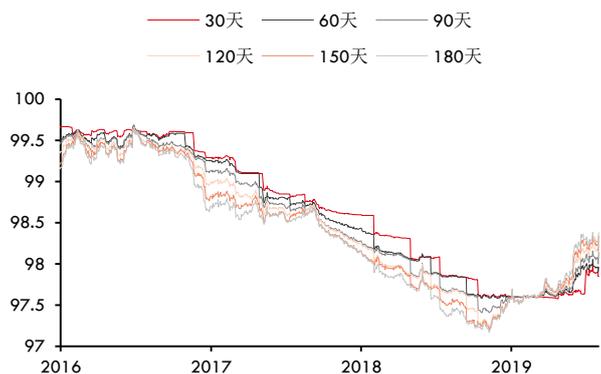
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 16: CP 贴现率期限结构



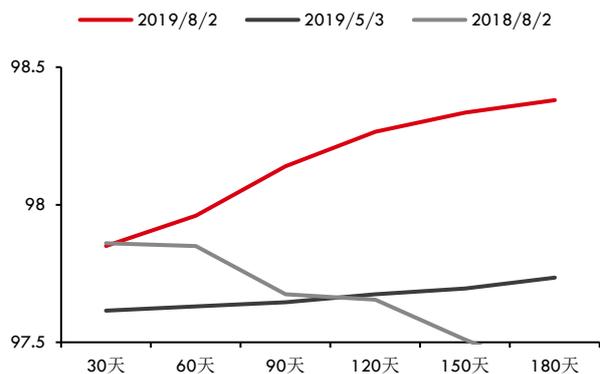
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 17: 联邦基金利率期货



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 18: 联邦基金利率期货期限结构



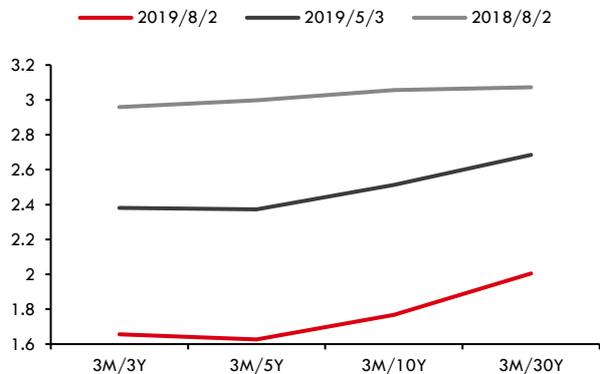
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 19: 3 个月 LIBOR 互换利率



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 20: 互换利率期限结构

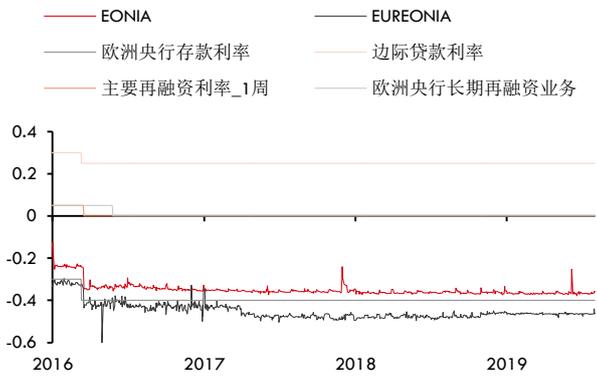


数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

· 欧洲货币市场

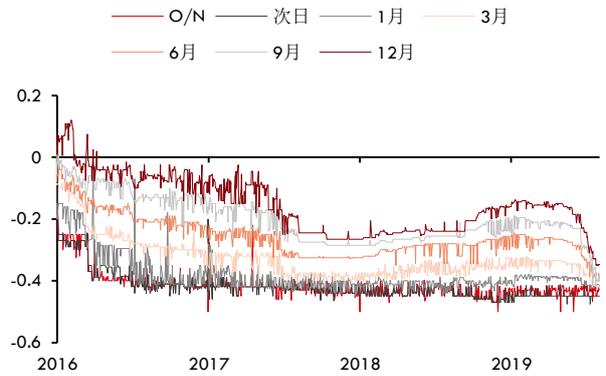
点评：扁平化的路径

图 21: 欧央行观察利率



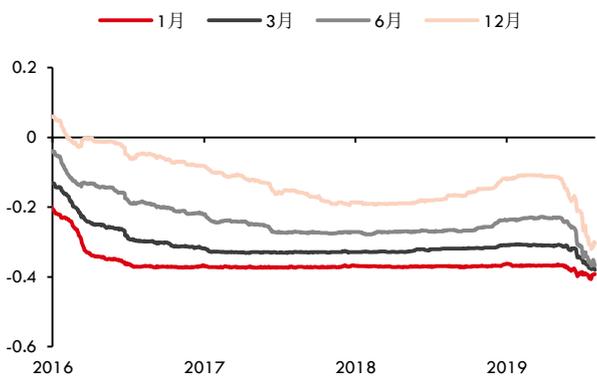
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 22: 欧元存款利率



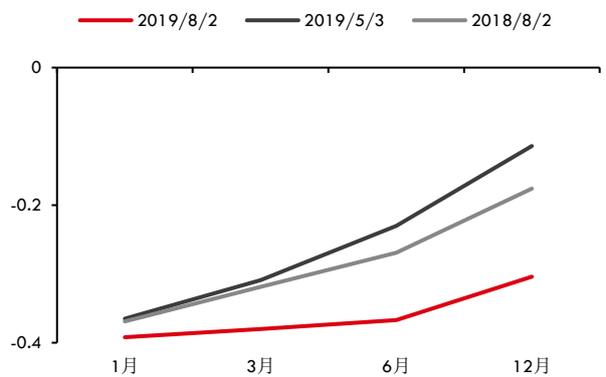
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 23: EURIBOR 利率



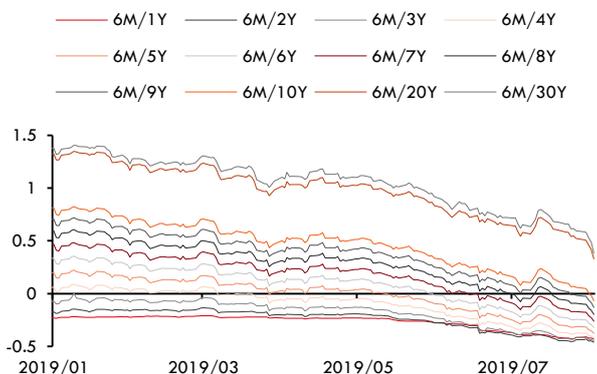
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 24: EURIBOR 利率期限结构



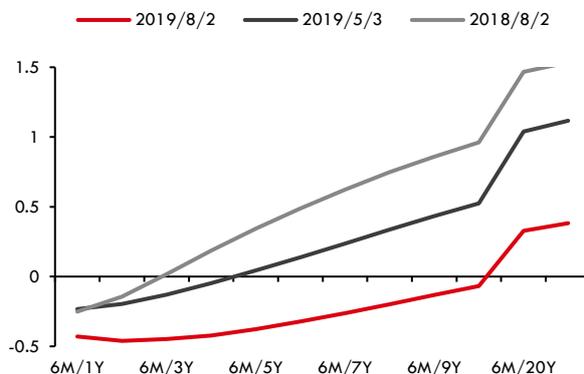
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 25: EURIBOR 6 个月利率互换



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 26: 利率互换期限结构



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

· 英国货币市场

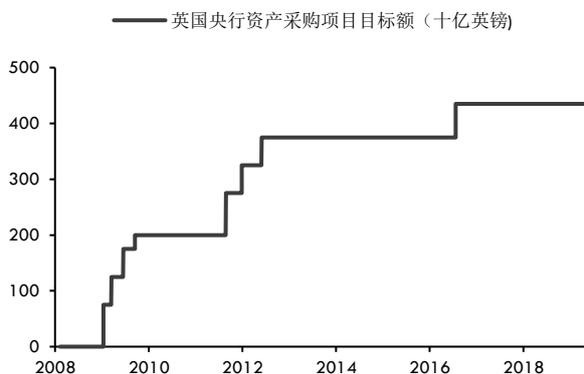
点评: 长端的回落预期加强

图 27: 英国央行观察利率



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 28: 英国央行 QE 规模



数据来源: Bloomberg 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\\_10993](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10993)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>