

## 信号的再确认和噪声的处理

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:

研究需要的是抽出波动市场的驱动主线，将波动置入噪声。美国：2018 年四季度后美国进入盈利下行期，带动一季度后确认了资本支出周期的回落；而一季度的高增之后，美国确认进入库存下行期，带动美国经济周期展望向下。中国：2017 年确认了盈利的高点，带动 2018 年开始资本支出周期的回落；而库存周期自 2017 年四季度回落得到确认后，目前仍处在最低的区间。

交易需要的是抓住预期转变的那一刹那，并对噪声进行风控。中美周期的下行期叠加除了全球经济预期最悲观的象限，也显著定价了对于逆周期调节货币政策的定价，排除掉下行部位的差异，无论是美股还是 A 股均处在分子继续回落和分母预期宽松的定价过程中，而目前来看预期交易的最大风险在于高通胀。

### 大类资产配置展望:

**利率：维持利率高配。**美债：低经济数据和低通胀数据下市场对于美联储降息的预期定价已经完成，未来的下行力量来自于风险的更大触发，继续调降经济预期带来的利率空间。中债：最悲观的象限中预计将进一步增加逆周期调节的定价，定向降准和降准的预期下收益率曲线将进一步陡峭。

**货币：维持美元低配，人民币、黄金中性。**美元：以邻为壑政策的延续带来货币端的波动增加。拉加德的提名增加了刺激预期的释放，但是周期下行伊始的状态切换力量将暂抵消美元的被动强势。人民币：经济状态未切换前，香港市场映射的资金外流压力对于短期人民币仍形成压力。黄金：自周期下行预期开始，黄金便表现强势，未来金价的波动将更多和美国经济的下行节奏挂钩，短期定价后切换至中性配置。

**权益：维持美股、A 股高配。**美股：市场已经提前演绎了美国周期下行过程中的货币宽松，美联储按兵不动等待的是周期末端风险外引形成的资金流入可能，短期这一预期在加强。A 股：中国经济周期状态的切换预期得以实现的前置条件是不发生系统性风险，目前看外部输入风险正在加强，资金外流的压力依然存在，黎明前的黑暗状态下持有股指对冲头寸。

**商品：维持商品低配。**预期转变到经济活动状态转变之间我们看到的是流动性驱动的风险资产波动，G20 消除了贸易层面的担忧却增加了金融层面的风险，无论是内部主动还是外部输入。对于实体周期从下行切换至向上，拉长了周期，消减了实际需求短期的实现。

**策略：**高配美股、A 股、利率，黄金、人民币中性，低配商品和美元。

风险点：货币超预期宽松

### 相关研究:

[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](#)

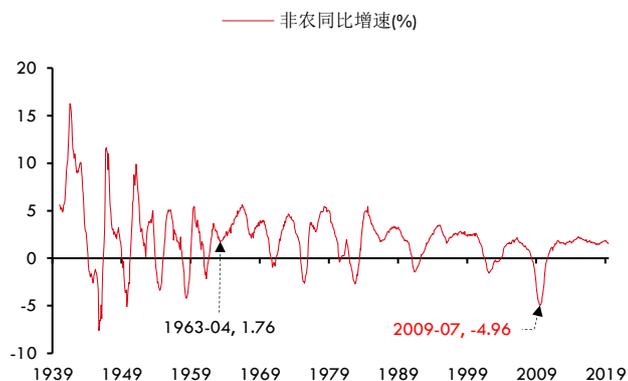
2019-05-13

[过度宁静的波动率](#)

2019-05-06

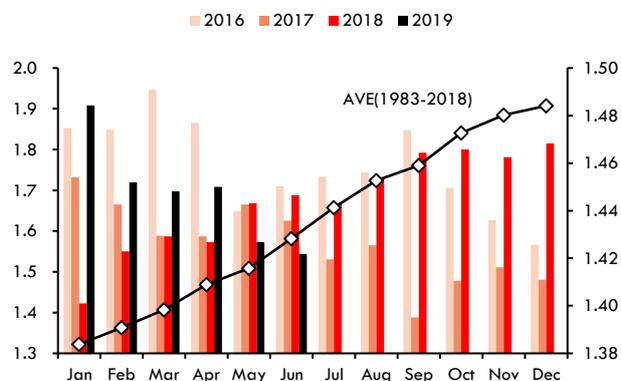
### 本周关注图表

图 1: 美国非农就业增速 (%) 继续高位放缓



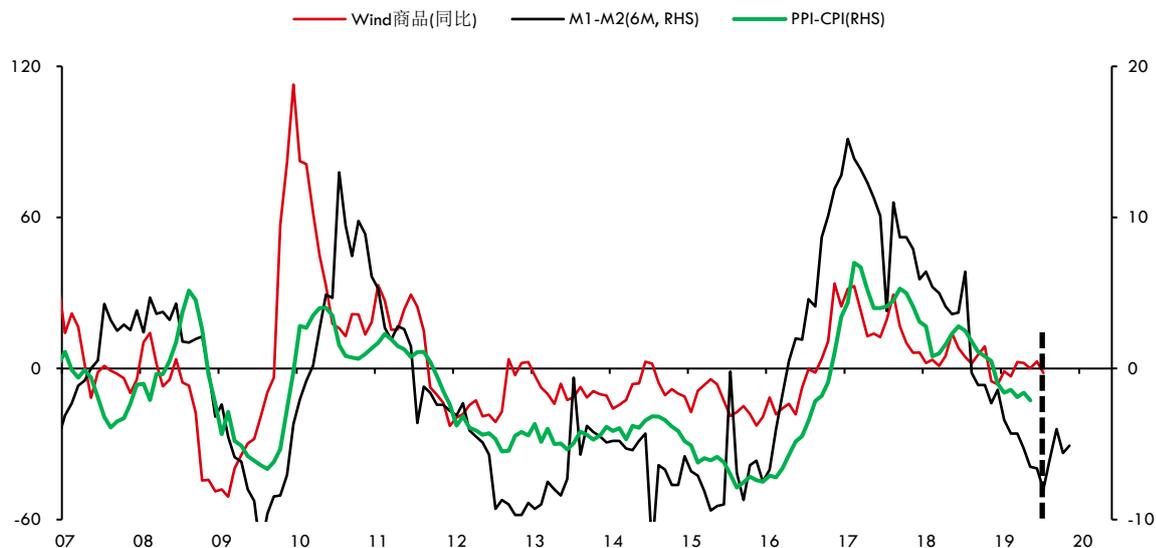
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 非农就业同比增速 (%) 对比



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 关注信用周期的传导和实体利润的再分配



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

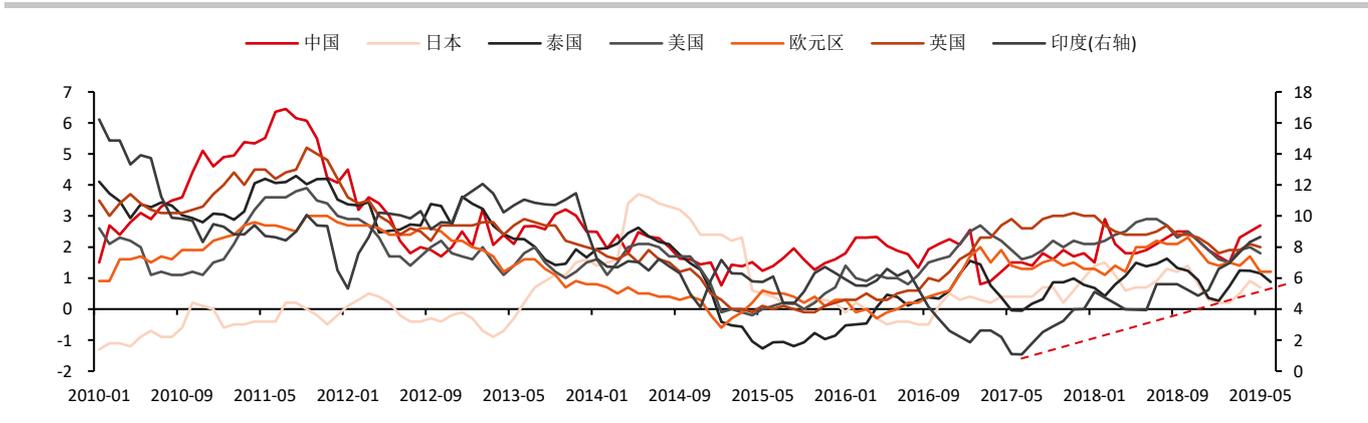
全球经济景气状态

图 4：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 5：全球通胀曲线（截止 6 月）——反弹似有终结风险



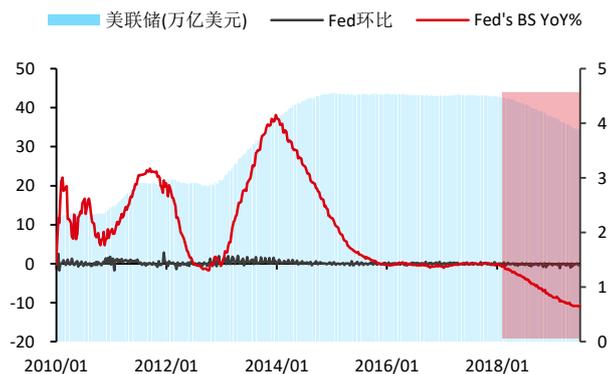
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

## 全球一周利率观察

### · 基准利率图表

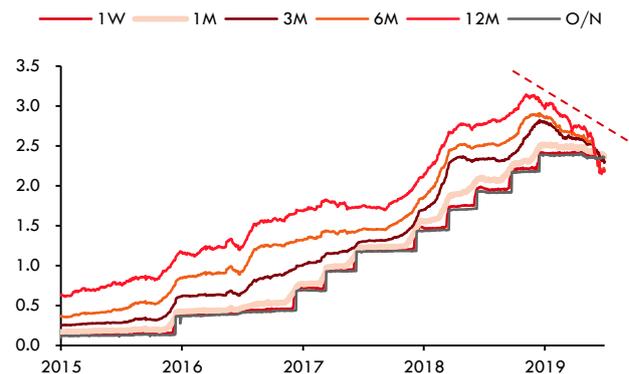
点评：预期宽松，利率呈现陡峭化

图 6： 美联储资产负债表——缩表规则暂未变



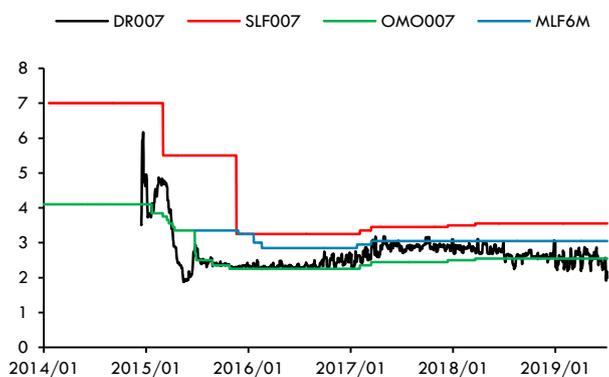
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7： 美国 LIBOR 利率——长短端分化



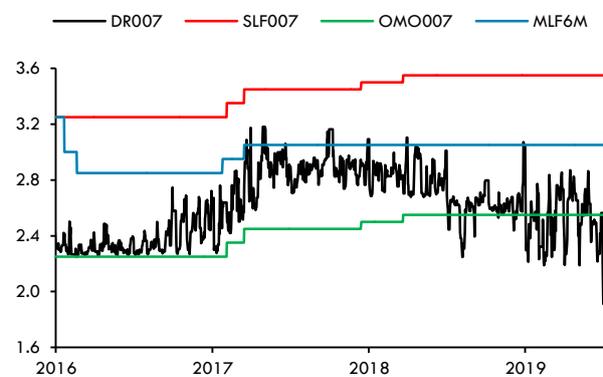
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8： 中国利率走廊（14 年 1 月至今）——宽松预期



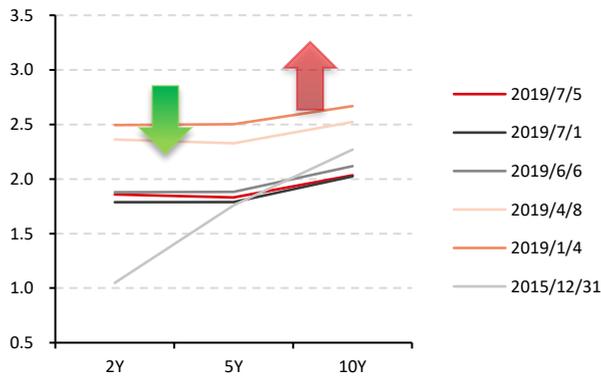
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9： 中国利率走廊（16 年 1 月至今）——宽松预期



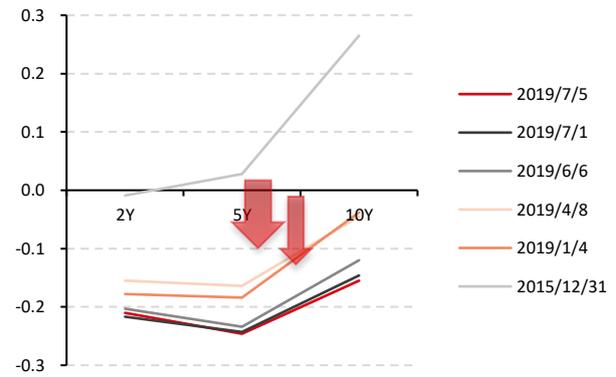
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10: 美国利率曲线——扁平向陡峭



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——定价低通胀预期



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 美欧通胀超预期差值——受阻回落



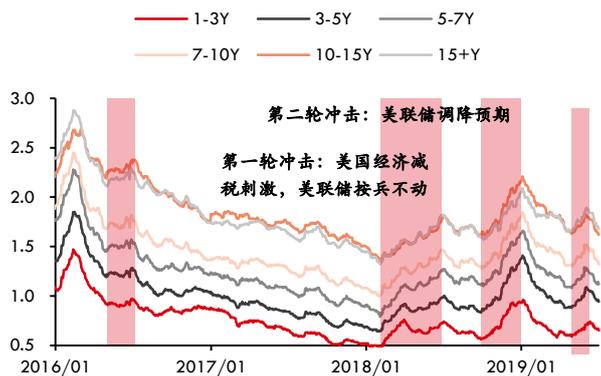
数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 大类资产配置展望

### · 信用资产一周图表

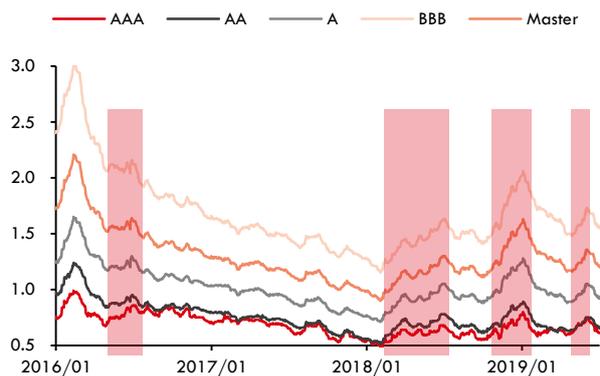
点评：违约风险回落

图 14: 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 15: 美国信用利差（按评级）



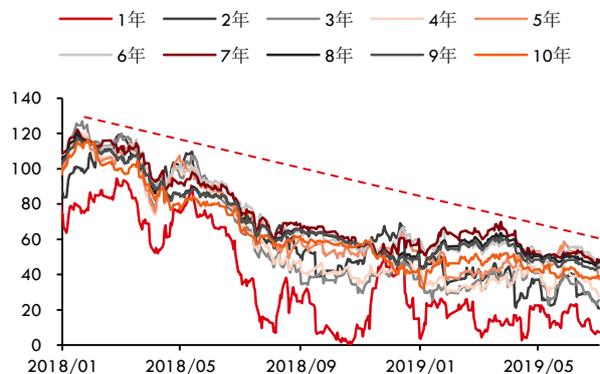
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16: 中国信用利差（按评级）——关注流动性



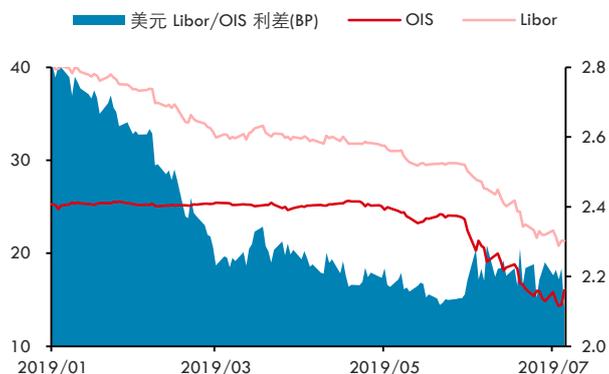
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 17: 国开-国债利差——回落状态



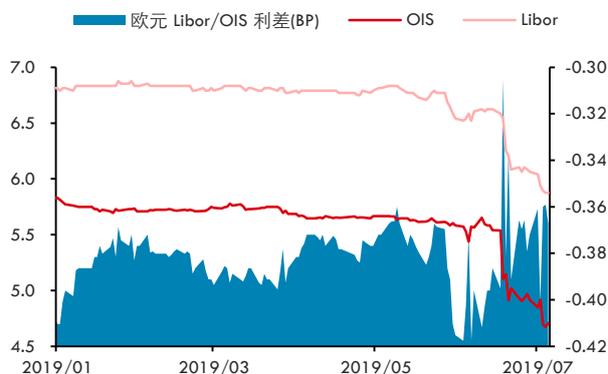
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 18: 美元 OIS 利差——相对宽松



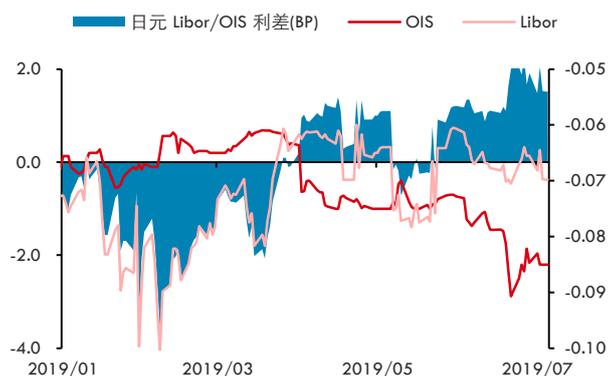
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 欧元 OIS 利差——低位不稳定性增加



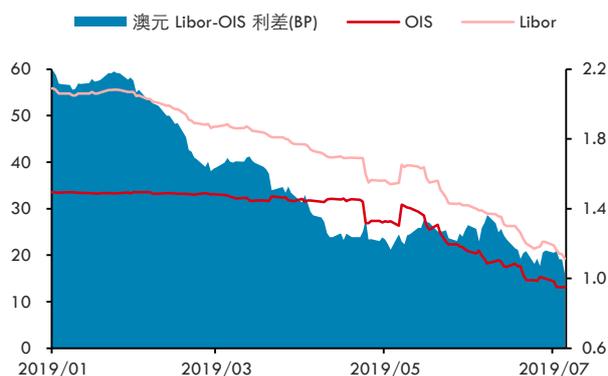
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 日元 OIS 利差——再次抬升! 关注!



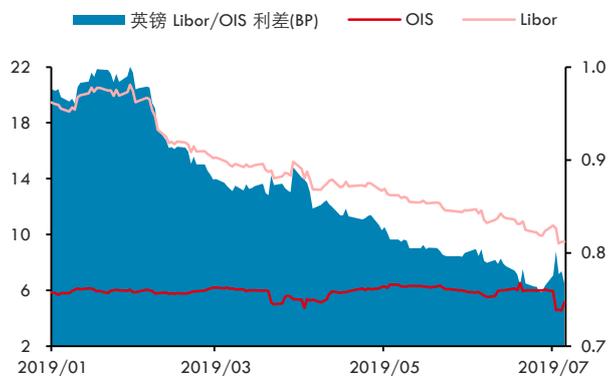
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21: 澳元 OIS 利差——澳联储降息后宽松



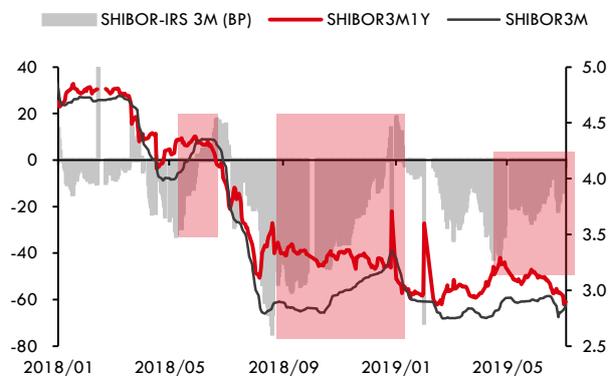
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 英镑 OIS 利差——略有反弹



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: 人民币 IRS 利差——宽松似在临近



· 权益资产一周图表

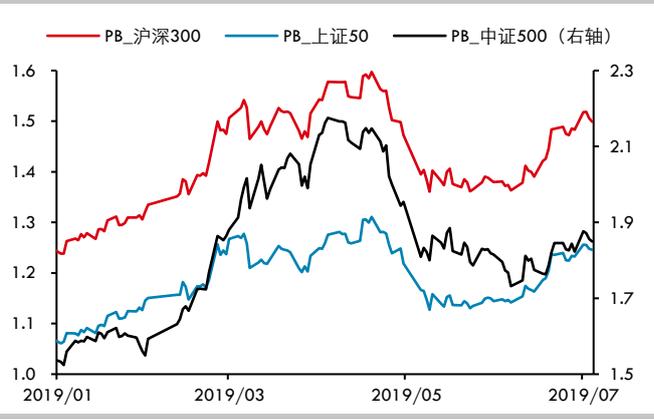
点评：市场继续改善对于风险资产的定价

图 24: PE



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 25: PB



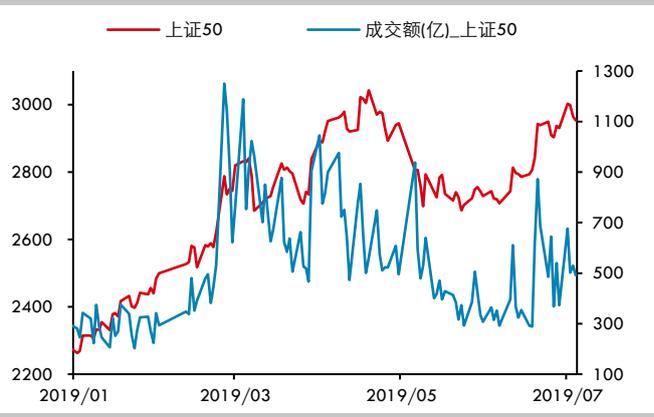
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 26: 沪深 300——市场活跃度脉冲反弹



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 27: 上证 50——市场活跃度脉冲反弹



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\\_11620](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11620)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>