

迎接黎明的黑暗，波动策略的选择

华泰期货研究院 宏观策略组

徐闻宇

宏观研究员

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

宏观摘要：迎接周期低点

风起于青萍之末、寒蝉鸣泣之时。市场的躁动已经启动，从硬币的另一面——政策有形之手对于市场的干预程度加强得到更好印证。市场的狂欢和躁动往往蕴含着不稳定的因子，观点的碰撞增加了波动性，体现出转折点的临近（虽然我们对于未来仍然缺乏确定性）。

方向性判断：人民币第一轮的国际化的始于 01 年贸易项下的流通和 02 年黄金项下的背书，在快速城镇化下输出着产能。人民币新一轮的国际化的启动于 18 年能源项下的背书和 19 年金融项下的流通，在全球化逆流中构筑着底部的基石。基于此，我们认为二次衰退下的冲击仍不可避免，黎明前的周期抵抗创造了更好的配置窗口。

对冲性判断：波动在增加市场活跃度的同时，为市场提供了更好的对冲机会。周期抵抗下的宽松带来股指期货基差的修复，为资金入场创造了波动率对冲的条件。

宏观策略：

利率：短期上调利率至增配。市场在流动性呵护之下上演着抵抗式反弹，然反弹不能掩盖实际周期向下的现实。美国盈利周期的结束和库存周期的向下，将继续驱动着资产价格完成重估的过程，美元利率资产的对冲性能将得到体现。

货币：下调美元至减配，人民币中性。美元周期循环着最后强劲，在期限利差显示的末端衰退临近之前，增加了高位的不稳定。无通胀下的复苏显示出消费端的疲弱，货币政策的无效带来市场的反向押注，负利率对于金融体系的负面影响终将显现，关注非美货币的流动性冲击风险。地产、出口产业和融资链条的解构也拉长了国内信用周期的传导距离，基本面和以邻为壑逐渐的冲突形成了人民币区间波动的状态。

权益：上调美股至增配，上调 A 股至增配。分子下行预期驱动的市场分母狂欢似仍将延续，政治周期的轮转驱动压力的释放或将延后；周期转弱之下维系系统的稳定性使得调整或不可避免，但你无法预知黑天鹅跳进的地点和时间。周期末端强者仍强，决定了基础资产的结构；但风险临近前市场狂欢的乐点更强，创造了基差修复后的对冲组合条件。

商品：下调商品至减配。周期定位决定了资产的运行方向，政策意志增加了该方向的上下弹性和运行时间。经历了 12 年开始的以原油端为代表的上游产能去化，到 16 年推动的以钢铁为代表的中游产能去化，逐渐匹配了现有疲弱需求但高债务现实下的需求端。随着周期的再次向下轮动，实质需求的压力将再次在商品上体现，但结构性供给的因素也上升。

策略：高配美股、A 股、利率（短期），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：

[现实的压力增加了预期的美好押注](#)
2019-06-03

[过度宁静的波动率](#)
2019-05-06

[低利率预期——等待波动率的触点](#)
2019-04-01

[关注 3 月风险中的机遇](#)
2019-03-04

[展望宏观改善的到来](#)
2019-01-28

[当风险行进至美国](#)
2018-10-29

[天平向风险倾斜](#)
2018-07-30

[反弹——对国常会扩大内需的简评](#)
2018-07-24

[全球产业链再分工之殇](#)
2018-06-19

[未预期信息创造波动——6 月美联储议息会议点评](#)
2018-06-14

[如何把握当前的宏观变化](#)
2018-05-02

上半年宏观策略回顾与下半年展望

什么是市场，便是从随机游走中形成合力方向的地方，带来价格的发现。上半年的全球宏观经济运行似乎依然波澜不惊，后周期转变的触发点仍未现，但是资本市场的波动率已经发生了快速的上行，事情正在起变化，等待量变到质变的过程。

——是为序

· 上半年宏观策略回顾

我们在年度策略报告中指出，2019年宏观经济进入滞涨区间，但是首先存在一轮周期末端宽松预期下的市场反弹。

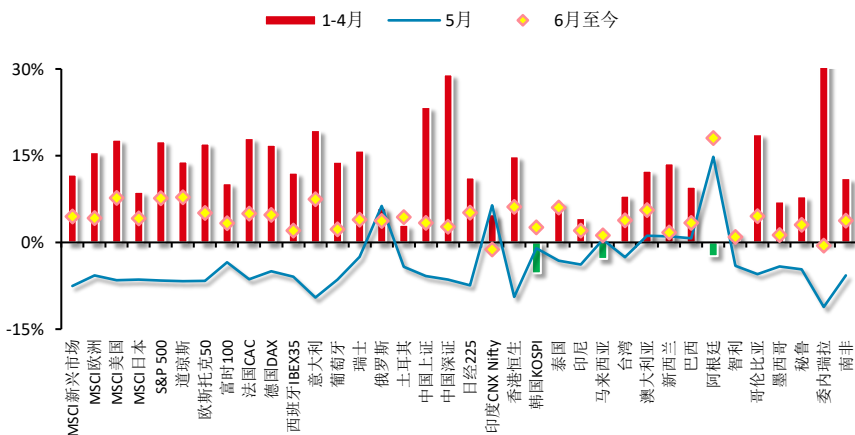
从实际经济表现来看，国内上半年经济依然处在回落过程中，而美国等主要经济体经济维持在波动状态。

从价格表现来看，国内上半年受到猪周期的影响食品价格出现向上的改善，PPI也在乐观预期的修复过程中迎来一定的反弹。

从宏观周期传导来看，国内从去年底开始的货币宽松刺激了一季度信贷增速的快速修复，此前大幅回落的货币政策开始向名义经济增速靠拢，而像印度、新西兰、澳大利亚等新兴资源型经济体陆续开启了降息过程，在通胀压力没有起来之前对冲经济增速的回落。

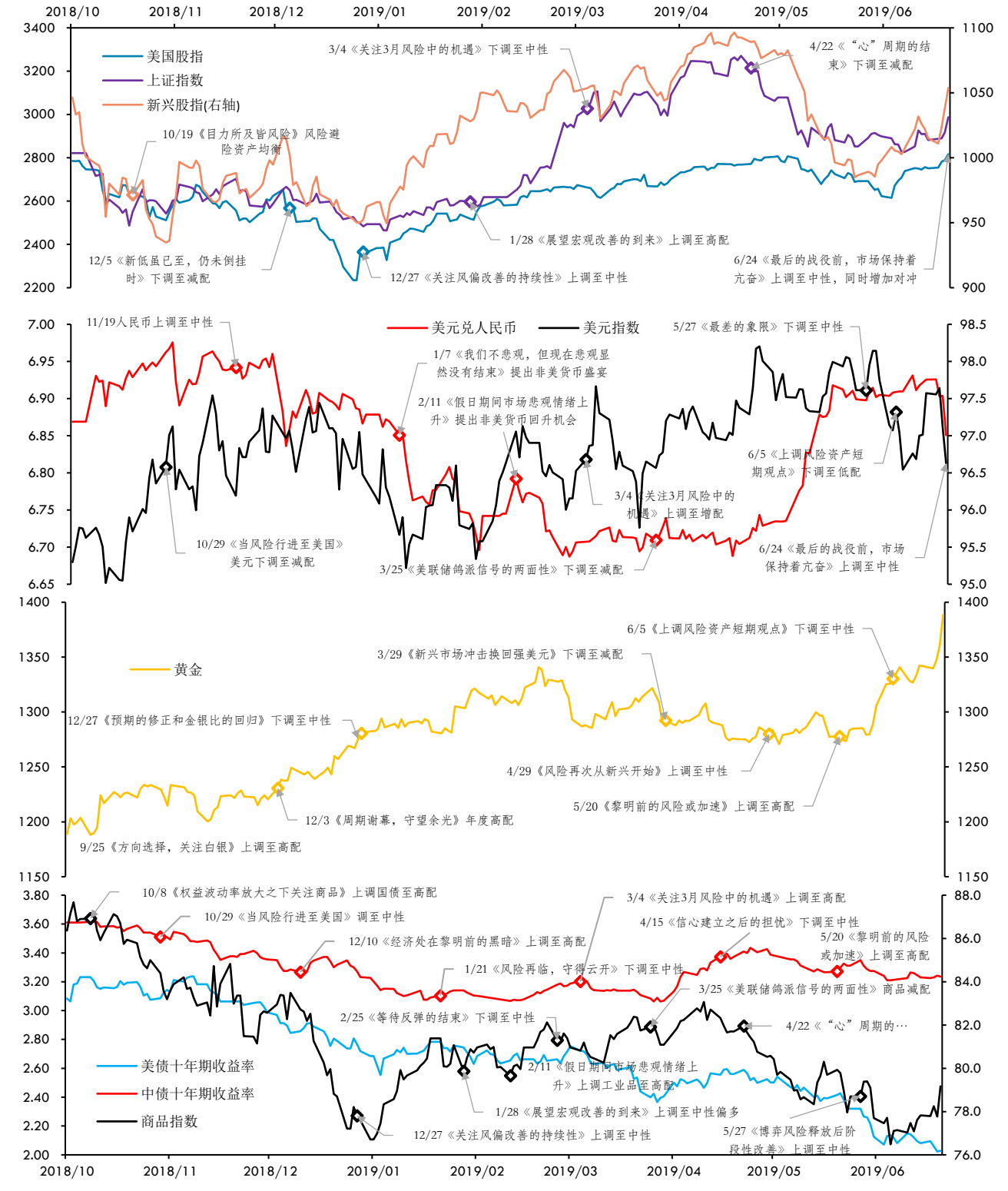
主要央行中美联储继续着和市场的博弈——2018年12月的利率点阵图依然鹰派，而到了6月点阵图已经给出了降息2次的预期，美联储预期向市场的靠拢印证了此前大类资产反弹的逻辑。

图 1: 全球股市上半年变动



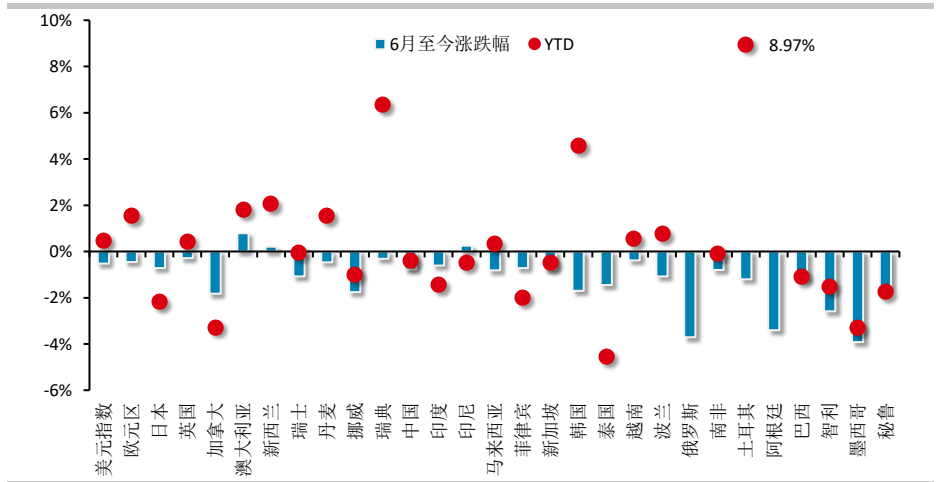
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图2： 过去半年大类资产走势对比



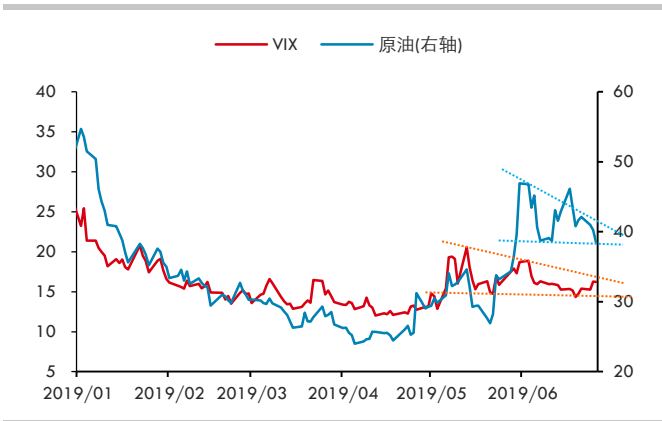
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 3: 全球汇市上半年涨跌 (美元兑其他货币)



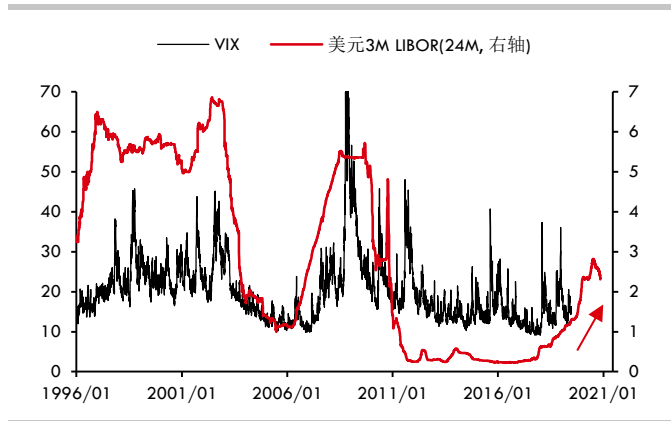
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 4: 波动率上行环境中进入到收敛尾端



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 5: 美股波动率仍在上行路径中



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

· 下半年宏观策略展望

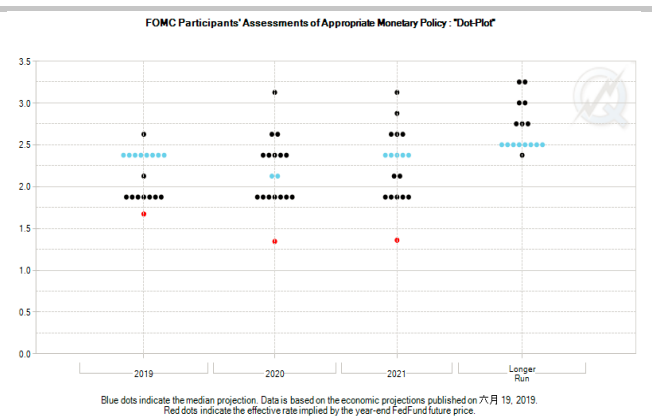
展望下半年，经济周期的路径依然没有改变，中国经济依然运行在信用周期向经济周期回升的转折点上，而上半年扩张型的财政政策落地预计对于下半年的经济增速而言，起到稳定和托底的作用。价格压力依然是我们在周期转换过程中去关注的变量：受到施工后置以及基建投资对冲的需求端相对乐观影响，供给端的扰动因素对于像铁矿石等工业品在市场宽松预期的宏观背景中带来较大的上行推动。

从大类资产的利率锚出发，我们认为2019年下半年依然处在波动率中枢上移的阶段，美联储对于市场预期的调整能阶段性缓和波动率向上的幅度，但是不改变方向。至少从目前美联储向市场释放的信号来看，其稳定金融市场的态度进一步加强——从2018年加息4次到上半年加息0次，信用利差的张口也有所缓和。

在金融压力缓和的过程中，需要关注意外因素对于供给端的再次冲击——经历了原材料端的供给侧改革和工业制造业端的供给侧改革过程之后，我们认为当前整体宏观的供需矛盾并不是十分突出，弱供给和弱需求的状态下，需要关注的是市场预期再次调整的风险。

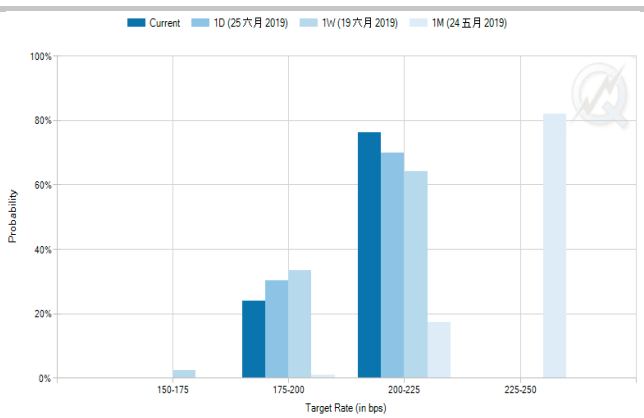
从定价的角度来看，当前市场对于美联储 2019 年降息的定价在 2-3 次，那么在中性假设下美联储存在不降息的可能性——美国经济下半年依然延续增速放缓但不失速，价格表现出一定程度的改善，从而对于市场而言增加了调整的压力。

图 6: 年内两次降息的概率不断上升



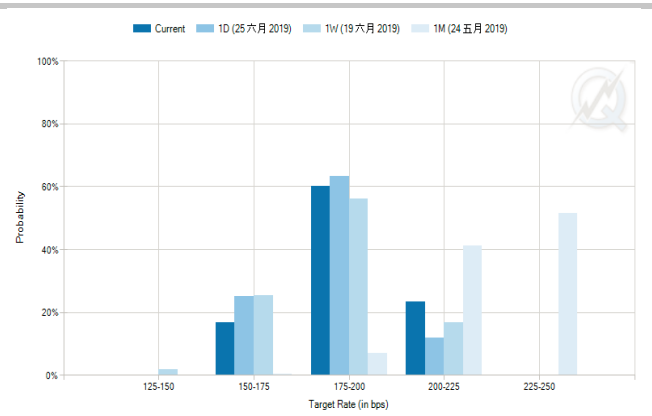
数据来源: CME 华泰期货研究院

图 7: 7 月预期降息 25BP



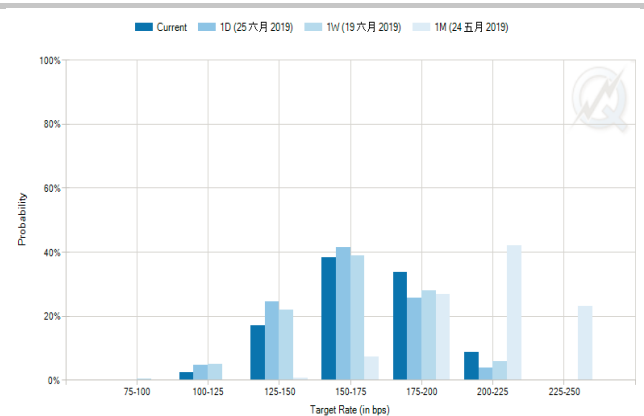
数据来源: CME 华泰期货研究院

图 8: 9 月预期再降 25BP



数据来源: CME 华泰期货研究院

图 9: 12 月预期第三次降息 25BP



数据来源: CME 华泰期货研究院

当前周期：金融条件没有那么紧张的风险

· 引

从周期的角度出发，以美国为代表的下游消费经济体增速的放缓，增加了市场对于中上游经济体悲观预期，开启了以中国为代表的中上游经济体货币政策的宽松对冲过程。未来需要关注的是在大国冲突中悲观预期的进一步发酵使得需求预期的快速下行，过往的宽松对冲效应减弱的风险。

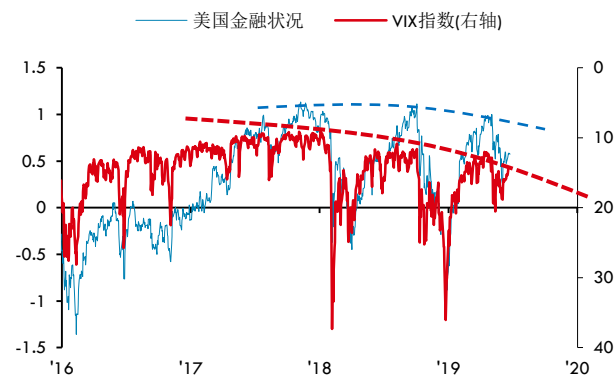
中性假设下，我们认为美国金融周期维持缓慢收紧，中国金融周期保持缓慢改善的路径。

图 10： 包商事件后信用可控收紧



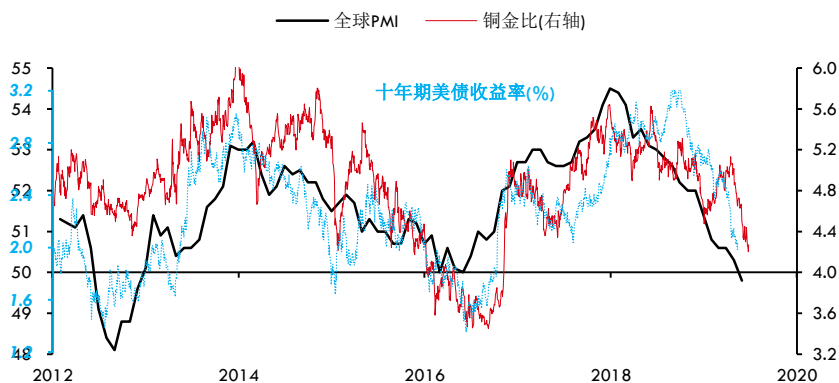
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 11： 美联储暂停加息后美国金融状况温和



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 12： 商品市场比价显示经济风险阶段性释放



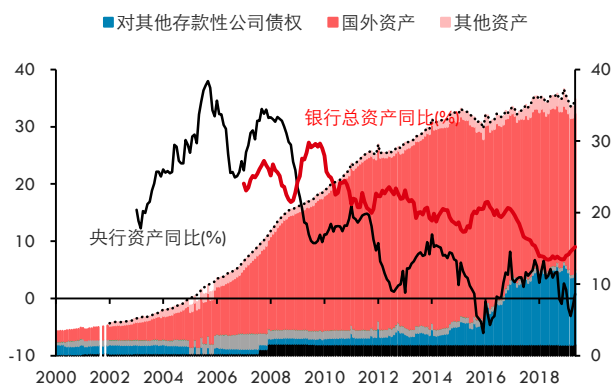
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

· 中国：主动拉长的信用周期

经济结构的转型意味着金融结构（即融资模式）的转变，挤出原有的模型而建立新的生态，这种转变对于市场并不是无痛的——无论是2018年“一刀切”式的融资转变还是2019年“温水煮青蛙”式的金融信仰转变。转的信号已经发出，但金融体系的复杂性意味着这一过程将长期持续。而叠加着经济周期的下行阶段没有完结，使得底部的不确定性对于市场依然有较大的负面影响。

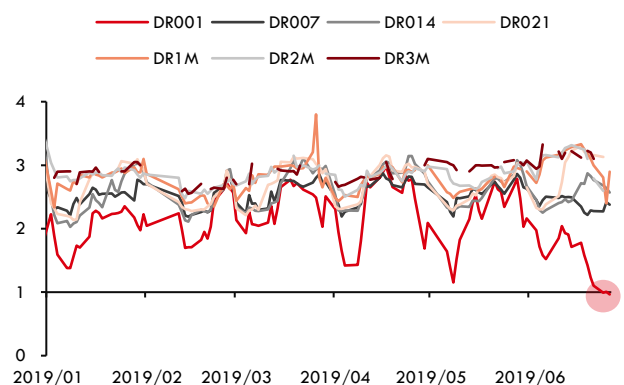
从人民币信用角度，我们认为央行的资产结构调整依然是值得关注的焦点，这其中持续了半年的黄金储备增加——无论是市场新增还是仅仅簿记方式转变，央行给出的对于稳定人民币信用的信号是相对明确的。在这种“稳”的托底，叠加着对于实体经济结构性的信贷政策，我们认为金融结构的转变过程仍将延续，下半年伴随着财政逆周期对于需求的稳定、以及若叠加外部贸易条件没有进一步恶化，我们认为值得关注人民币信用形成机制的进一步完善——利率市场化过程以及人民币继续放开波动率的过程。

图 13： 央行宽松对冲资产结构转换的流动性紧张



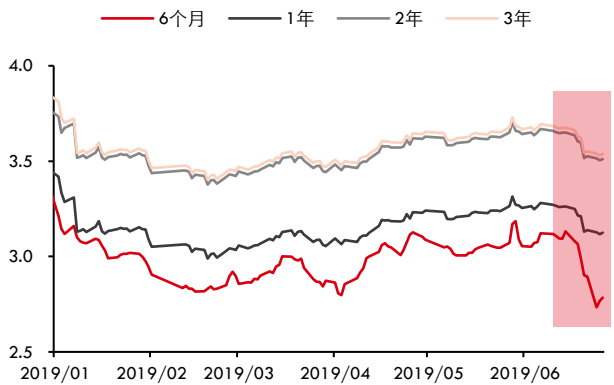
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 14： 但流动性分层之下银行间流动性宽松



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 15： 同业利率在央行流动性纾困后回落



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

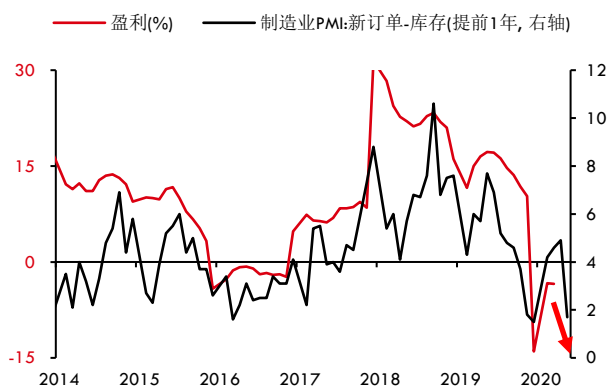
图 16： 黄金对于货币的信用继续增强



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

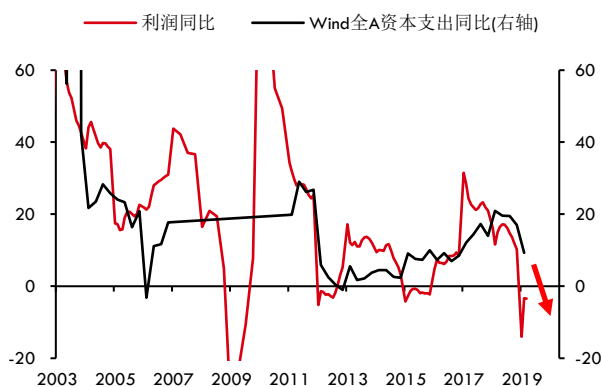
对于实体信用的传导，目前我们看到从自上而下的角度进行着结构性的信用供给的投放。关键依然是信用的需求是否进一步改善——即房地产链条“房住不炒”预期是否存在边际上的放松，以及经济增长的需求从外部继续转向内部的情况下，消费是否存在边际改善的可能。在出口导向的经济结构依然处在转换的阶段，我们认为企业家的信用需求改善预期依然有限，主要的信用边际增长点依然在于居民部门。

图 17: 盈利展望的改善仍需时间



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 18: 资本支出周期的开启仍需等待



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 19: 企业财务仍呈现守势——流动性到投资

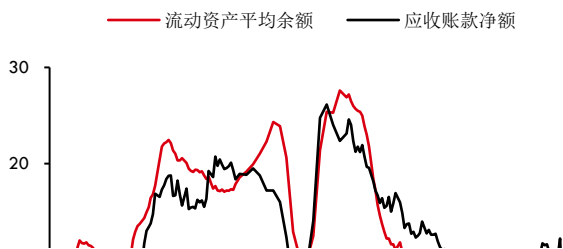
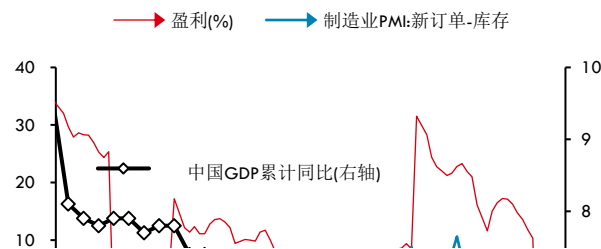


图 20: 经济下行或仍将延续



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_11740



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn