

最后的战役前，市场保持着亢奋

摘要：

美联储的一纸充满分歧的声明增加了市场对于加息周期结束的亢奋。分化的点阵图，显示出美联储向市场传递出货币政策处在犹豫观察期的现状，叠加删去的“耐心”措辞，增加了市场对于降息的预期。风险资产一改5月以来调整的状态，快速驶向新高。现在市场已定价了7月的降息，摇摆于25还是50BP，在资产市场无大幅波动的假设下接近降息。

证监会的一纸“重组新规”将市场的情绪倒带至了2014，中小盘的活跃度明显提升，市场换手率开始增加。随着科创板的快速推进，沪深两地市场的竞争加剧，内部博弈增加。密切关注市场杠杆变化情况，6月以来市场活跃度二度上升，但目前融资余额维持在万亿之下，在同业压力有所缓解的情况下，我们认为情绪仍在起点。关注G20对于情绪的确认。

大类资产配置展望：

利率：维持利率中性。美债：美联储的相对宽松预期点燃了市场情绪改善的导火索，短端利率继续下行降低了市场的成本压力。中债：同业成本继续回落，显示出阶段性的流动性呵护之下市场压力有所缓解。周期未到转折点之时，市场仍在关注影响周期启动的因素——同业信仰转换对于信用传导、贸易摩擦对于经济信心的冲击。

货币：维持美元、黄金中性，上调人民币至中性。美元：以邻为壑叠加欧元流动性陷阱预期驱动美元兑欧元回落，但新兴和资源币仍在17年以来的尾端未转折。人民币：中国经济低点带来向上的预期，在中美利差已反馈，风险在于元首会晤后博弈升级。黄金：中国周期的回落驱动上中游的悲观，间接增强美元；年初以来美元利率预期的调整反馈着对美国经济“十分”悲观的预期，但在需求冲击点未至的情况下，悲观定价存在修正风险。

权益：维持美股中性，上调A股至中性。美股：周期回落驱动市场进行对赌央行的买入交易，而央行犹豫强化了这一信心。A股：央行对于流动性纾困的措施短期内降低了市场的压力。但当前经济周期仍在最悲观象限的尾端未走出，信用预期的改善在刚兑信仰解除后被拉长，而沪深两市的竞争一定程度上增加了政策层对于杠杆的警惕，黎明前存在波动。

商品：维持商品中性。当中游的启动点不在于更快速的城镇化，地产信仰松动而基建博弈增加。中国周期在“信用向经济”的拐点前进行着波动，周期底部暂未走出叠加美联储对于美股信仰的呵护，新兴和资源国资金存在的外流风险暂未解除，关注G20是否会触发尾部的筑底可能。

策略：风险资产和避险资产均衡配置；新兴市场资产维持衍生品对冲，等待风险的可能。

风险点：需求端大幅去杠杆

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

相关研究：

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

风险再次从新兴开始

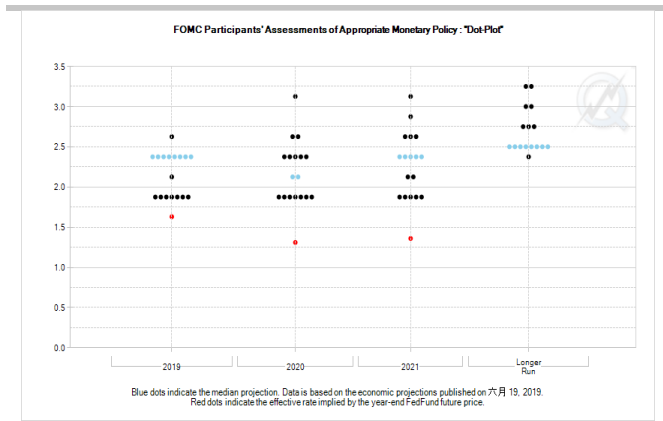
2019-04-29

“心”周期的结束

2019-04-22

本周关注图表

图 1: 美联储 6 月宽松预期但内部分歧



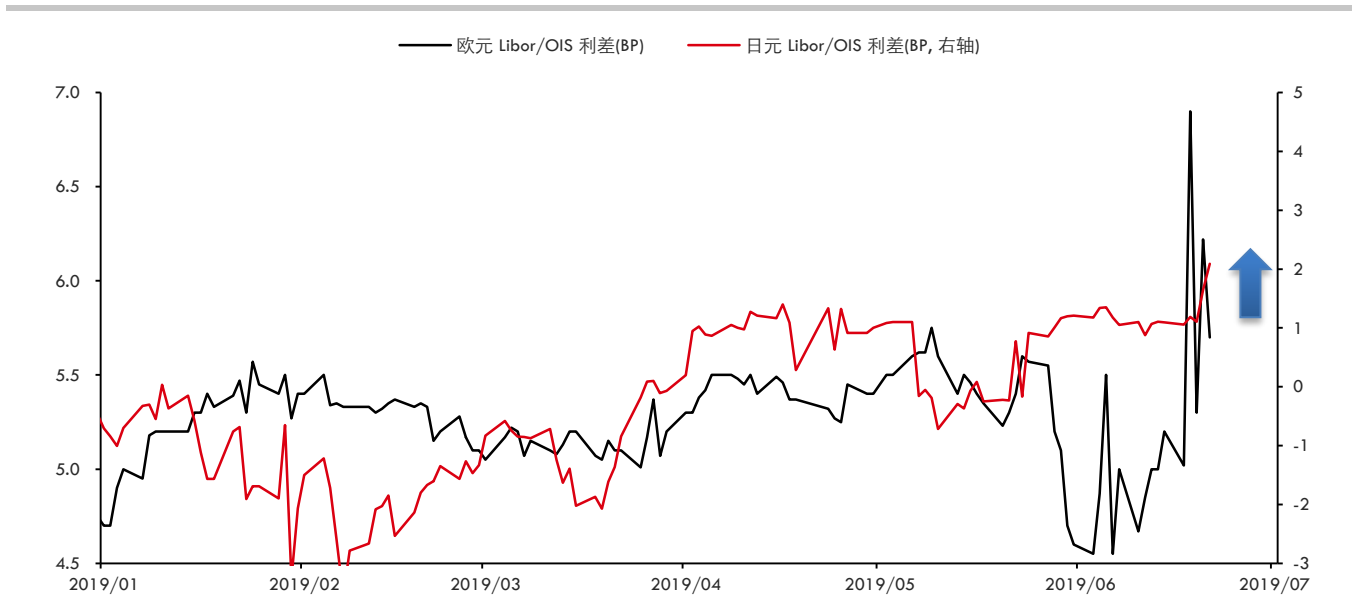
数据来源: CME 华泰期货研究院

图 2: 外汇处收敛尾端, 前方是新宽松还是新风险



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 美联储“宽松预期”交易后, 关注非美地区流动性的压力情况



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

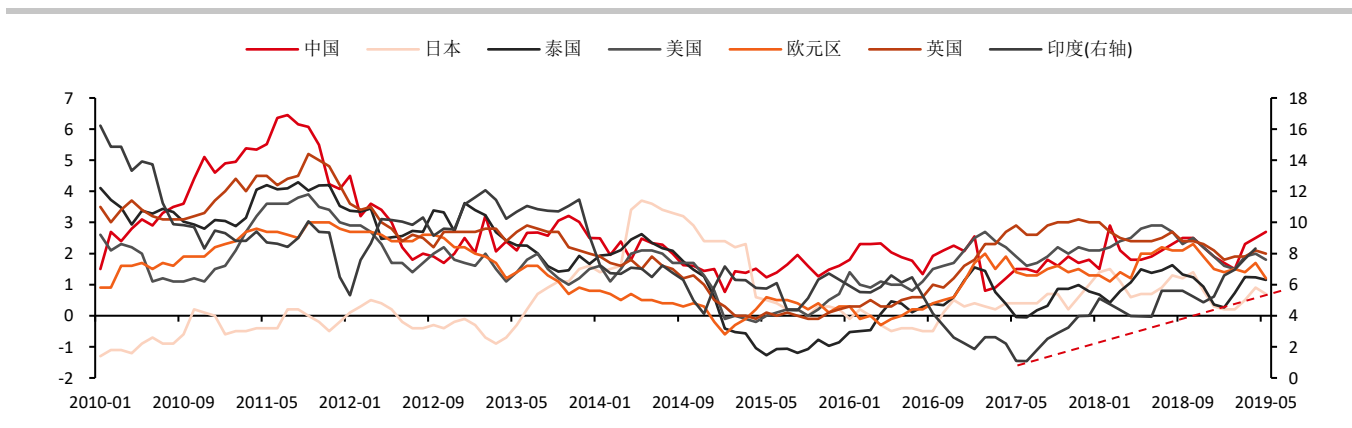
全球经济景气状态

图 4：全球 PMI 热图（截止 5 月）——全球跌破荣枯线，关注 6 月情况边际变化

	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	54.4	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	50.1
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	47.8
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	45.4
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	52.0
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	49.5
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



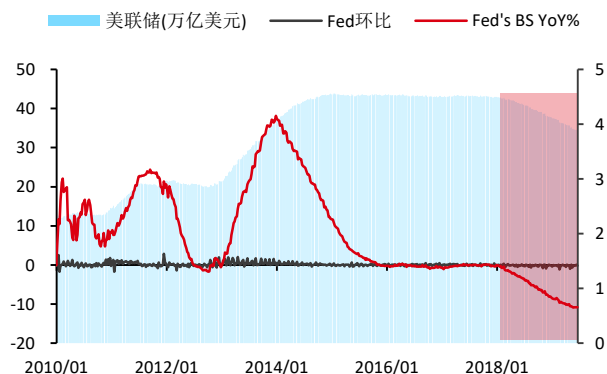
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

全球一周利率观察

· 基准利率图表

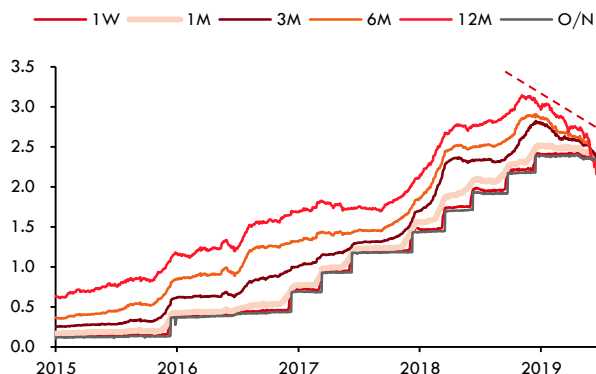
点评：预期宽松，利率呈现陡峭化

图 6： 美联储资产负债表——缩表规则暂未变



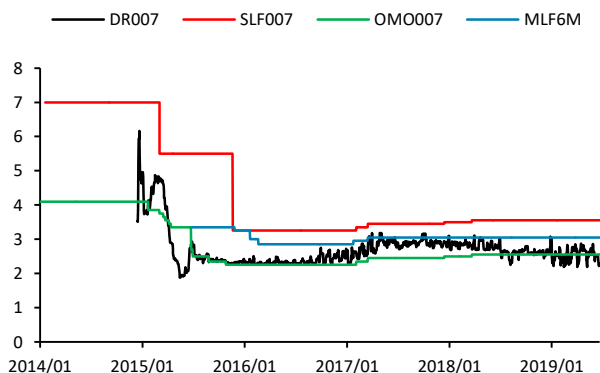
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7： 美国 LIBOR 利率——长短端的分化



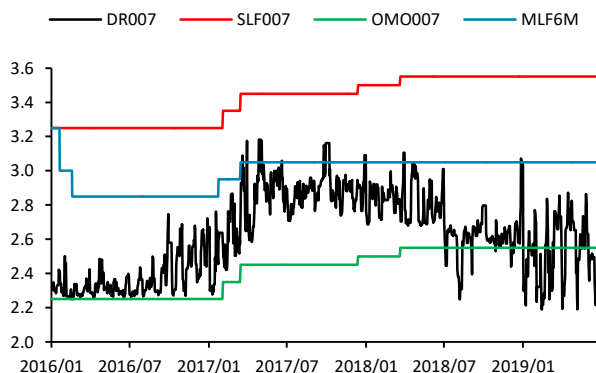
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8： 中国利率走廊（14 年 1 月至今）——宽松预期



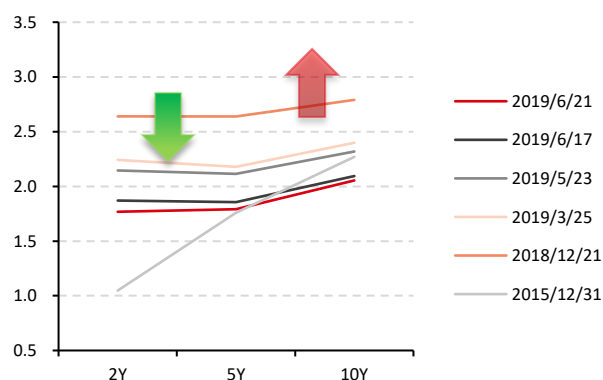
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9： 中国利率走廊（16 年 1 月至今）——宽松预期



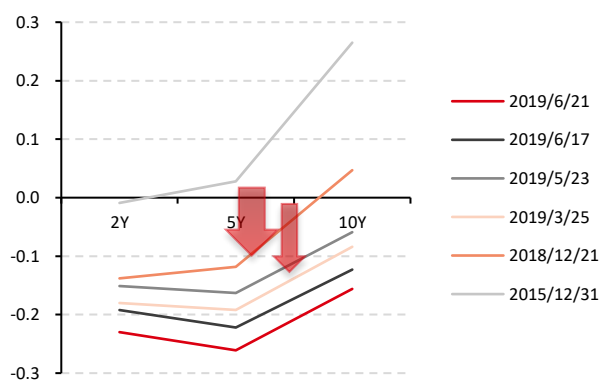
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10: 美国利率曲线——扁平向陡峭



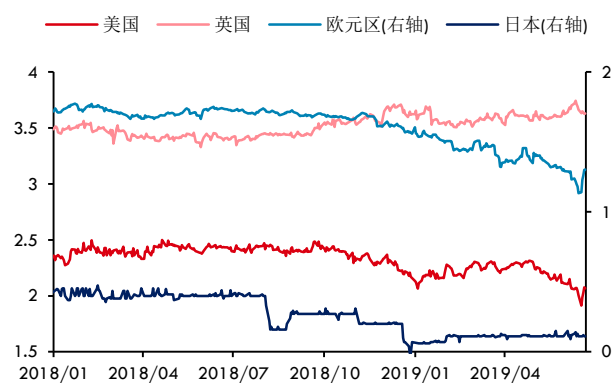
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 德国利率曲线——负空间



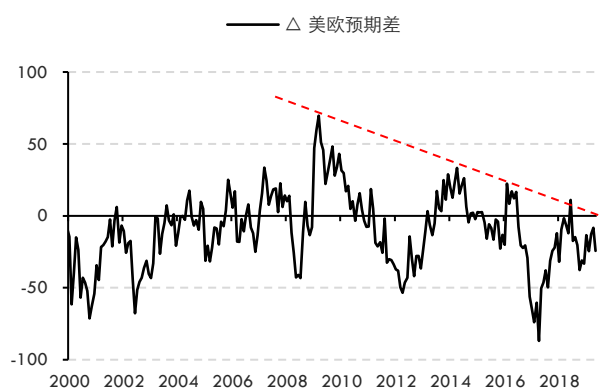
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 主要经济体通胀预期——新低后反弹



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



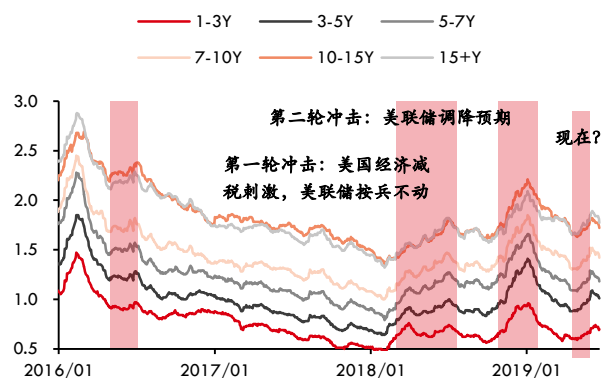
数据来源: Wind 华泰期货研究院

大类资产配置展望

· 信用资产一周图表

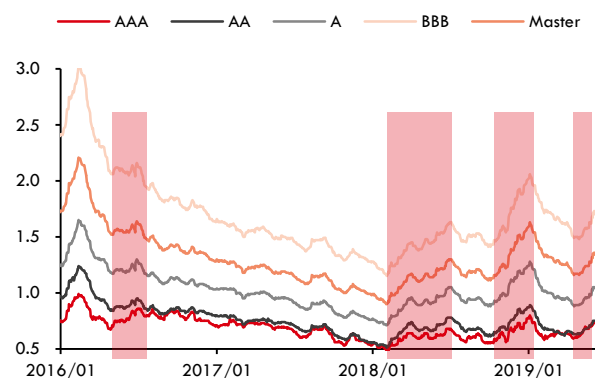
点评：违约风险回落

图 14： 美国信用利差（按期限）——略有回落



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15： 美国信用利差（按评级）



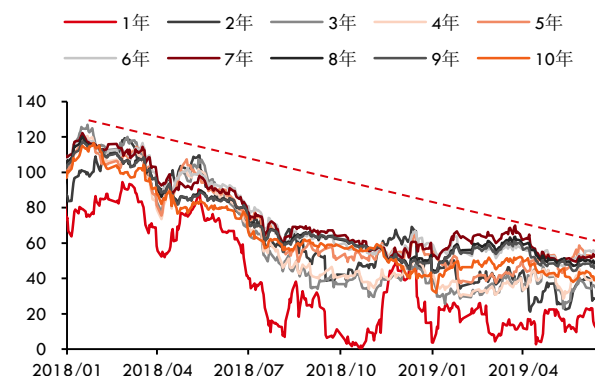
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16： 中国信用利差（按评级）——关注流动性



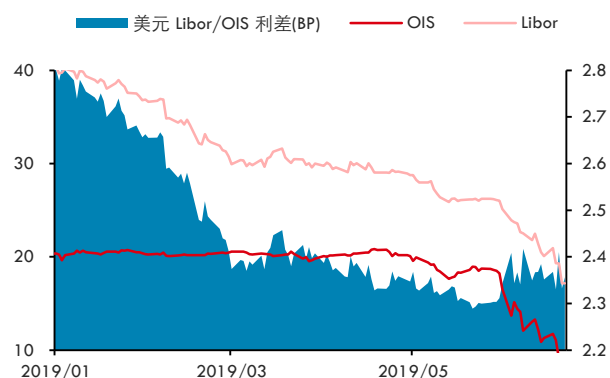
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 17： 国开-国债利差——回落状态



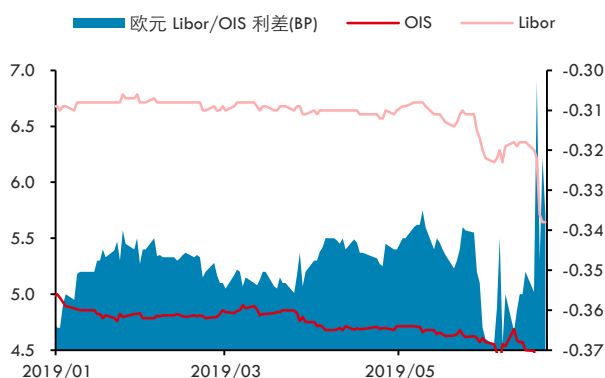
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 18: 美元 OIS 利差——脱离低位



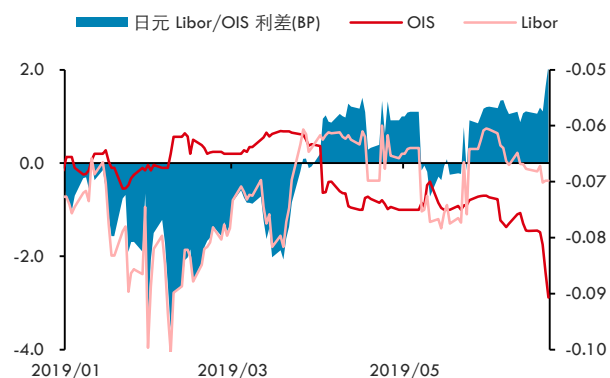
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 欧元 OIS 利差——低位强劲上升



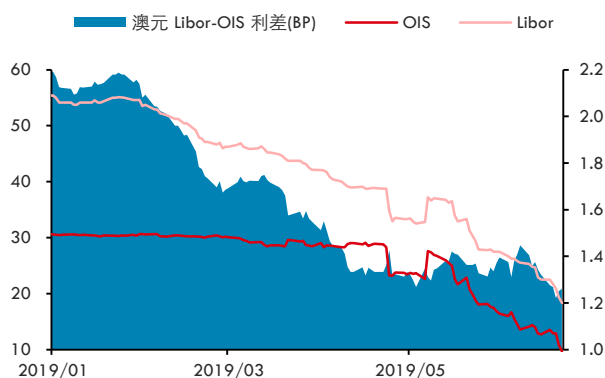
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 日元 OIS 利差——再次抬升! 关注!



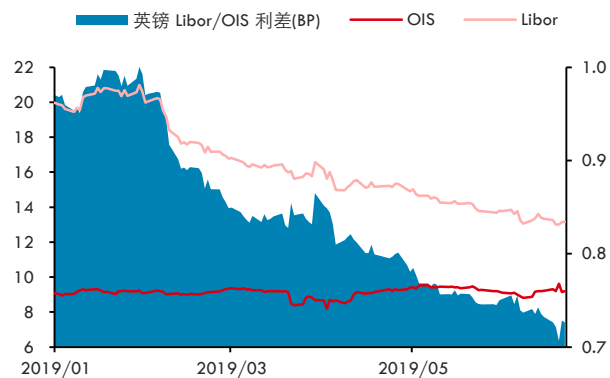
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21: 澳元 OIS 利差——澳联储降息后宽松



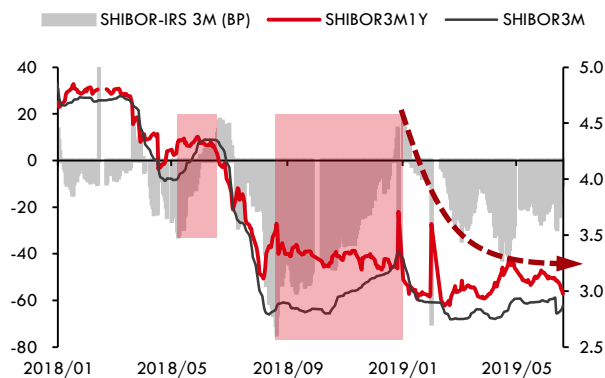
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 英镑 OIS 利差——略有反弹



数据来源: Wind 华泰期货研究院

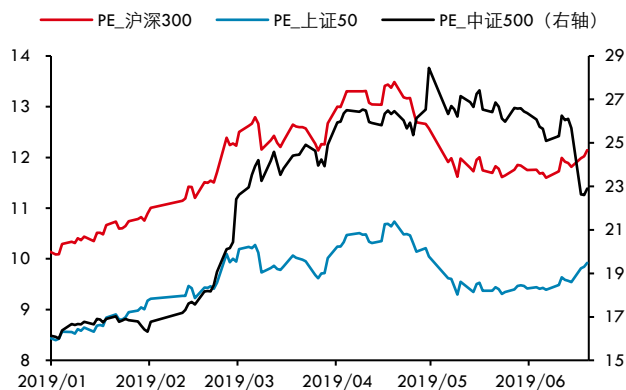
图 23: 人民币 IRS 利差——宽松仍在等待



· 权益资产一周图表

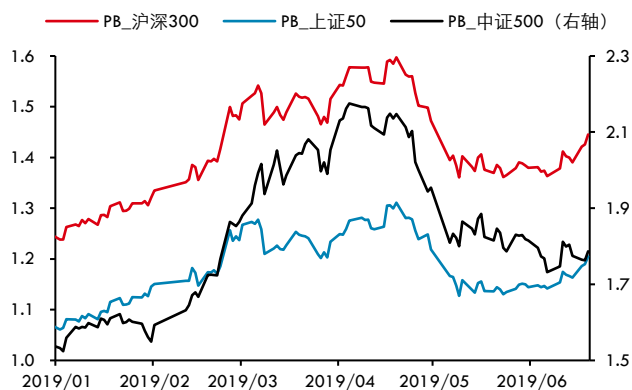
点评：情绪连续两周改善，中小盘在重组新规下宠宠欲动

图 24: PE



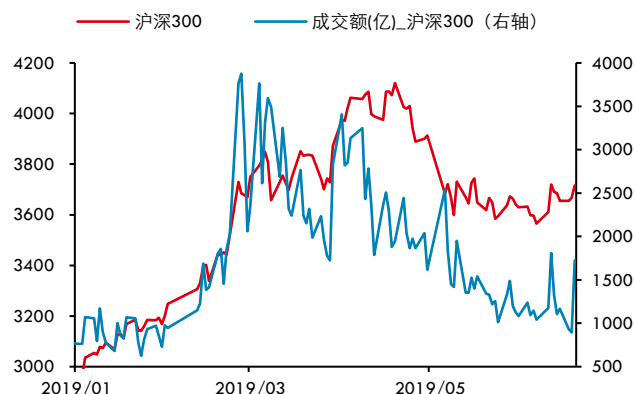
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 25: PB



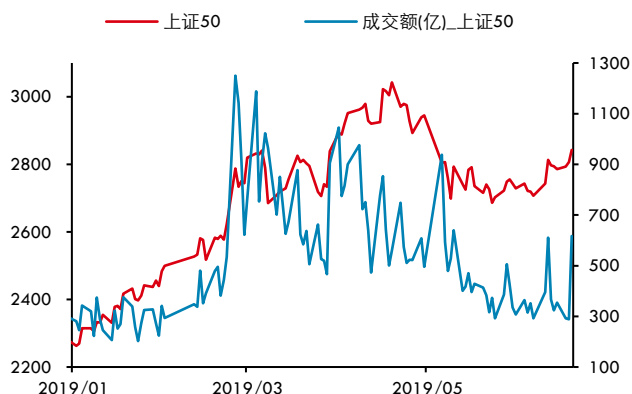
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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_11843

