

现实的压力增加了预期的美好押注

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: 悲观象限和宽松押注

美债收益率曲线的倒挂和进一步倒挂向市场释放了相对悲观的预期定价。债券市场认为经济的潜在增长率将进一步放缓,政策将不得不再次转向宽松,从而在债券定价上体现出悲观传导至长端利率继续下行至相对低位;但是短端利率在美联储暂按兵不动地维持政策目标不变情况之下,缩窄着和长端之间的距离。

但是资产市场在接收到悲观预期信号之后,尤其是美股在预期特朗普对于宽松延续美元资产周期需求之后,进行提前反馈政策的宽松预期定价——美元风险资产在预期的宽松推动下维持相对强势,商品资产在预期的财政刺激带动下迟迟发生着和现实的背离。

宏观策略: 维持低风偏

利率: 上调利率至高配。中债: 经济开启了周期末端的压力状态,但是阶段性通胀预期的高位限制了利率短期下行的幅度; 需要关注金融供给侧实施对于逆周期政策对冲强度的预期。美债: 两次降息预期的释放需要从风险资产上得到压力的印证,叠加库存周期回落的开启增加了利率下行的可能性空间。

相关研究:

[过度宁静的波动率](#)

2019-05-06

货币: 维持黄金高配、美元中性、人民币低配。美元: 6月开始的关税增加测试着美元资产的末端压力,而美元资产的压力区间限制了美元作为避险资产获取的风险收益比。人民币: 金融供给侧对于刚兑信仰的解放使得人民币资产需要在整数之后赢得一个风险释放的空间,同时也降低了对外开放过程中信用过快上升的风险。黄金: 5月末开始释放的美元风险增加了黄金的对冲吸引力,若中东继续发酵,则增加了弹性空间。

[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

权益: 维持美股、A股低配。美股: 利率市场已定价了资产价格的回落空间需要两次降息来对冲,一定程度上缓和了库存周期回落初期的美股调整,关注对外摩擦强度对于节奏的影响。A股: 双向开放环境中的人民币资产一定意义上提供了全球配置的窗口,叠加内部信用的构建和外部周期的回落,在短期冲击后配置价值上升。

[当风险行进至美国](#)

2018-10-29

[天平向风险倾斜](#)

2018-07-30

商品: 维持商品中性。金融供给侧意味着拉长了国内信用传导的路径,实物资产的增量需求延后; 而美国库存周期的回落开启形成的风险将逐渐从权益资产向实物资产进行蔓延,关注这两者叠加创造的商品调整风险,以及风险之后商品相对权益的配置机会。

[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

策略: 高配黄金、利率,美元、商品中性,低配权益和人民币

[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

[商品的全面调整风险](#)

2018-03-20

风险点: 短期数据超预期乐观

5 月宏观策略回顾与 6 月展望

3 月底的央行辟谣了降准预期,4 月中旬的政治局会议扭转了宏观政策的方向。2019 年开局的市场和 2018 年形成了镜像,只是对于宏观政策而言再次回到了当初。

——是为序

· 5 月宏观策略回顾

全球宏观关注点：风险逆转。

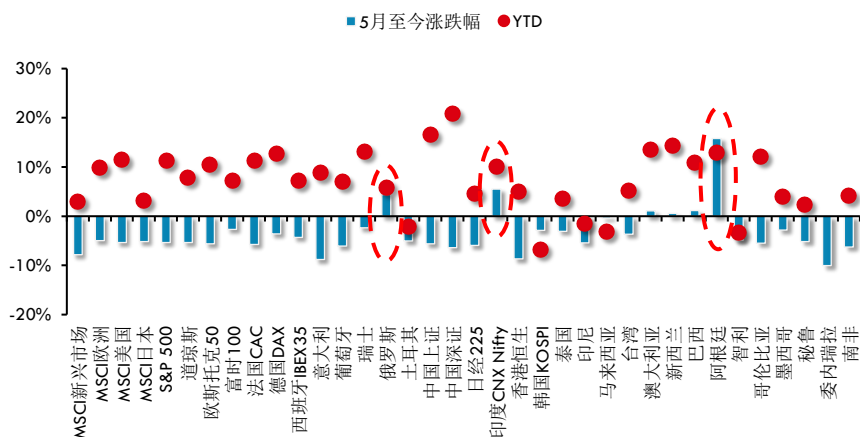
我们在 5 月报告《[过度宁静的波动率](#)》中指出,市场的波动率处于历史低位,伴随着货币宽松预期退潮叠加宏观风险的上升,市场波动率重启的概率在增加:

中美: 在 5 月的进程中,中美磋商结果的悲观持续在风险资产价格波动中得到体现,5 月市场逆转了年初以来的宏观乐观氛围,6 月 1 日作为时间窗口开启了新一轮的关税上调。

中东: 尽管油价在定价宏观预期悲观和美国库存增加的背景下开启了大幅调整,但是 5 月份中东的代理人试探并没有停止。虽然伊朗制裁暂时放松,但是从霍尔木兹海峡到幼发拉底河上的冲突,继续增加着擦枪的风险。

我们注意到,尽管国际油价持续回落,但是两个变量始终维持在相对高位:WTI 油价相对于 Brent 油价的溢价以及近端油价相对于远端油价的溢价创造的 Back 曲线。在此过程中,5 月末尾原油市场的波动率再次回升至 2019 年伊始的高位。

图 1: 全球股市 5 月涨跌——风险之下新兴的喘息

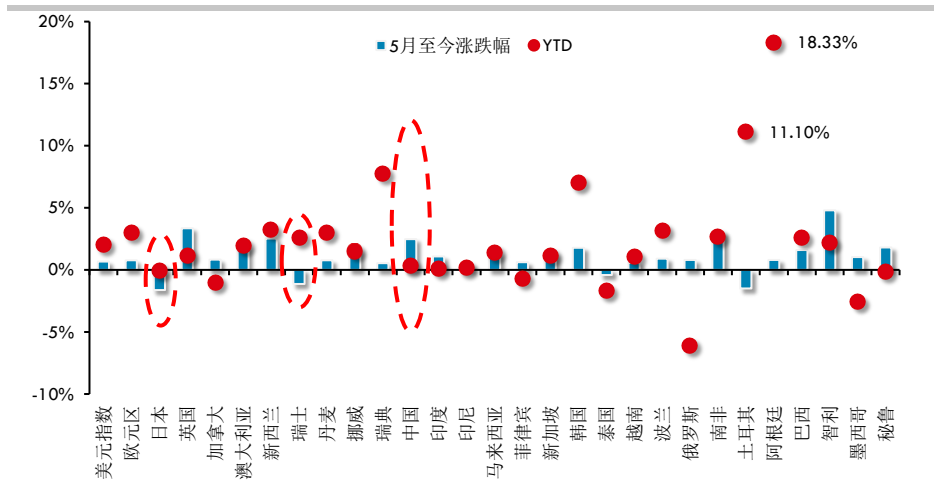


数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

国内宏观关注点：风险释放。

政策强刺激的退潮和紧信用的开启延缓了经济尾端的周期长度。正如“序”中所言的政策镜像，4月开始的宏观政策再次回到了2018年初的“以我为主”——一个明显的信号是在中美磋商释放风险信号之前的4月，国内政策发生了主动的调整。我们认为经历了2018年年中宏观从紧政策被迫边际放松，2018年四季度宽松政策加码以及2019年初信用快速扩张之后，随着末端周期特征越发清晰，在不发生系统性风险之下政策的再次主动调整——对内通过金融供给侧改革收紧过快扩张的信用，对外通过人民币更加市场化释放强美元周期中的人民币资产压力。

图2： 全球汇市5月涨跌（美元兑其他货币）



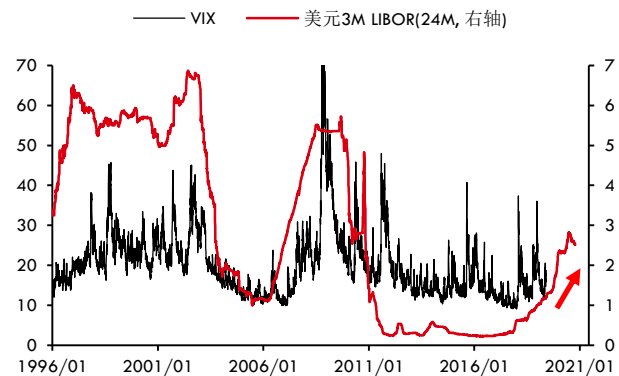
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图3： 原油波动率快速上升



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图4： 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

· 6月宏观策略展望

展望上半年的最后一个月，我们认为市场的风险依然存在，但是风险的结构正在发生变化——美元资产的风险释放开启，以及人民币资产经历了主动的风险释放之后，在未来的共振调整之后，可能为人民币资产配置创造了更佳的入场机会。从人民币资产的角度，需要关注美元资产调整的外溢强度，以及从油端传导的通胀短期上升强度为本次人民币资产调整创造的空间有多大。

一方面，作为5月市场风险调整的映射，利率市场已经在为年内的周期逆转做出定价。当前市场的关注点在于这一定价对于未来是否定价充分，更多的在于短周期的大国对抗形成的冲击有多大，以及作为冲突代理人的中东地区形成的不确定性强度和烈度有多深。从利率上来看，美债期限利差进一步倒挂且深度在继续加深，反馈着对于未来经济增长的担忧没有消减——在美联储通过预期管理缓和市场的降息预期之后，再次形成对于未来短端利率两次降息的定价。我们注意到经历预期乐观的1-4月之后，5月在全球贸易环境继续恶化担忧中市场快速增加着对于美联储降息的定价（年内降息两次的概率从5月初的10.5%上行至月底的46.6%）。从大类资产的波动率来看，原油波动率指数也从4月最低的24回升至5月底的47，显示出金融市场的不稳定性正在显著提高。

图5： 年内两次降息的概率不断上升

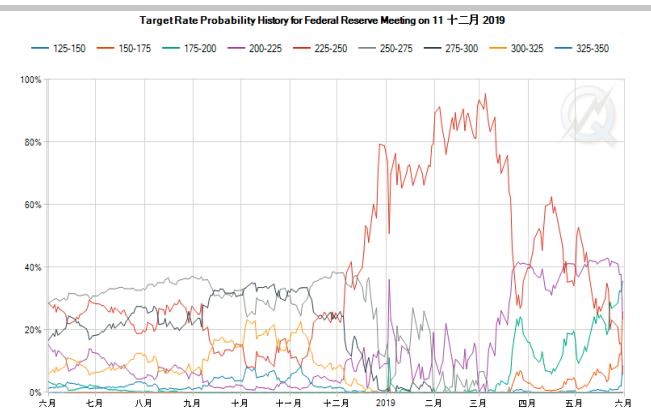


图6： 6月有风险但按兵不动

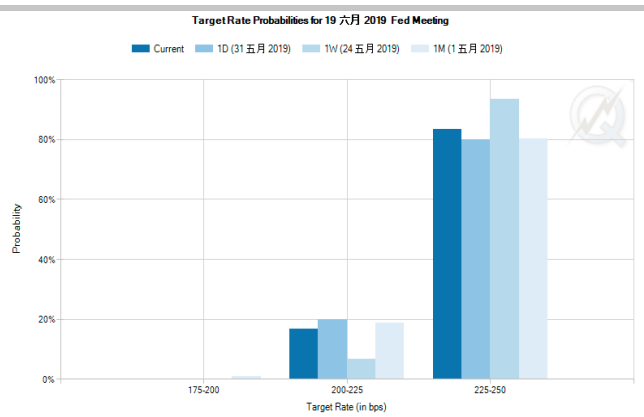
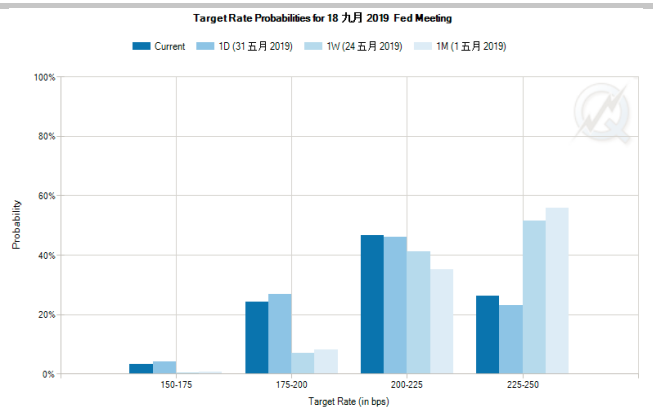
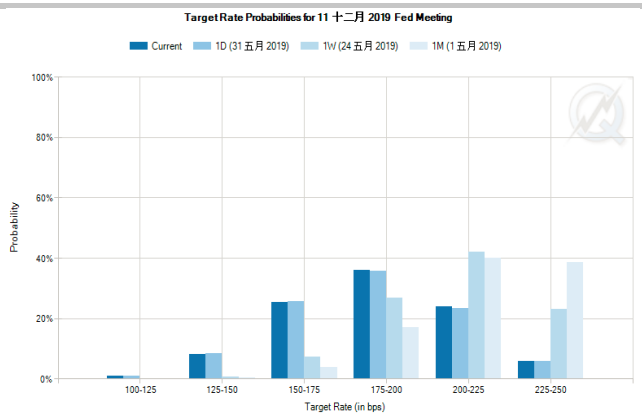


图 7: 9 月降息定价逐渐上升



数据来源: CME 华泰期货研究院

图 8: 12 月再次降息定价也继续上升

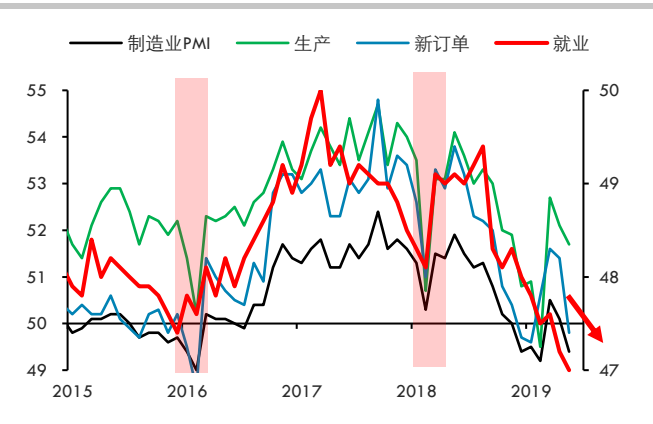


数据来源: CME 华泰期货研究院

另一方面,对于国内资产而言,一季度信用的短期内快速扩张(宏观杠杆率再次升至新高)显然在“稳增长”的同时增加了宏观系统的不稳定性。4月开始的政策调整视为对于这种短期的市场“过热”进行修正,而在宏观周期的下行尾端,我们也注意到了经济数据层面的压力开始在二季度的宏观统计报告中得到体现。对于市场这种“定力”之下系统性压力的增加需要风险的释放窗口——人民币资产的调整起到了风险缓冲的作用。

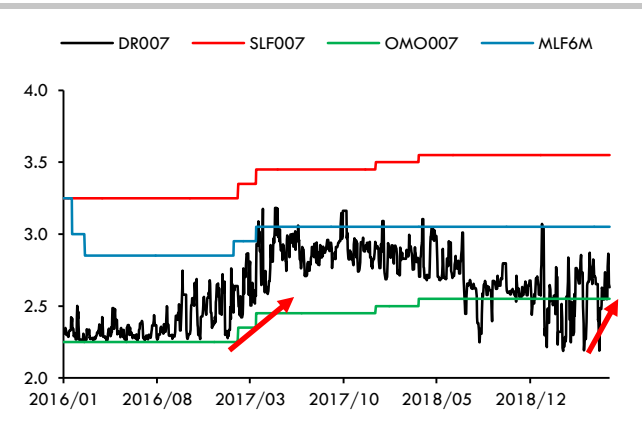
随着宏观主体报表的逐渐修复,虽然金融供给侧改革一定程度上短期内压缩了信用向上展开的弹性,拉长了信用传导的周期,但是我们认为低位的宏观状态将继续起到信用修复的路径——二季度继续悲观(预计6月公布的宏观数字仍将以下行为主)将为下一个周期开启提供弹性空间。

图 9: 就业指标显示仍在本轮下行的尾端



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 10: 关注金融供给侧改革为未来提供的弹性



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

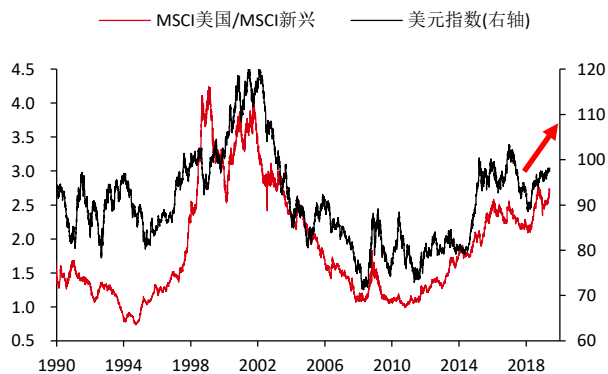
当前周期：关注美元去库的影响

· 引

此前我们指出，美国经济处在经济扩张周期的尾端——周期结束需要关注资本支出周期的技术和库存回落周期的开启。尽管一季度美国经济数字表现亮眼，实际 GDP 修正值也维持在 3% 以上的高增速，但是从背后的高库存累计和高出口推动来看，我们认为周期强度是不可持续的，而一季度的美国企业盈利情况也处在同 GDP 增速背离的状态，这一阶段，需要关注美元资产的调整开启可能，以及由于美元资产的调整对于外部的二次风险外溢可能。

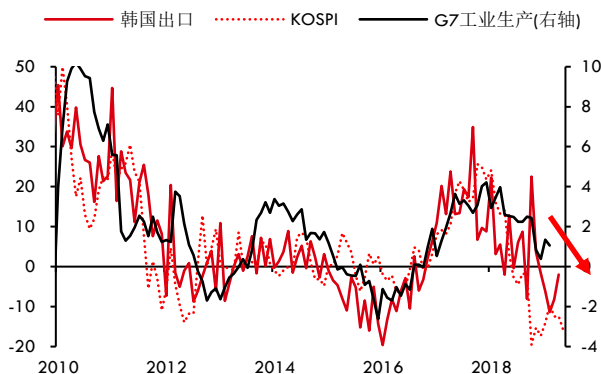
在这一悲观中，资产市场将继续定价着政策的宽松，从而形成预期驱动的反弹和实际推动的下行共振的情况——波动率大概率仍将上升。

图 11： 强美元下新兴市场依然存压力



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 12： 韩国股指显示实体经济的下行未结束（同比）



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 13： 商品市场比价显示经济再次下行风险



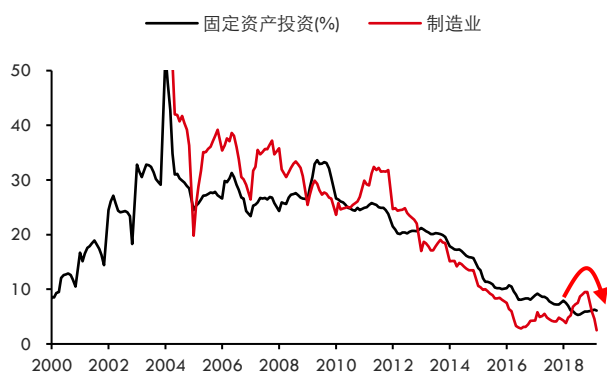
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

· 中国经济：下行延续

6 月份市场定价的宏观经济仍处于下行——一方面是中国等为代表的非美经济体仍处在本轮经济下行过程的尾端，叠加金融供给侧改革作用的信用传导阶段性发生阻滞，我们认为将加大周期末端市场悲观情绪的上升；另一方面是美国等为代表的发达经济体开启的去库周期，将继续对于从最下游消费端开始的经济基本面形成悲观的压力。两者叠加，我们认为全球经济仍处在相对悲观的象限。

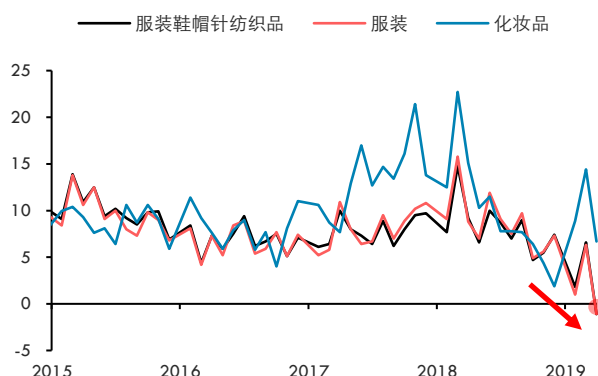
中国最新的制造业 PMI 报告显示，5 月景气指数继续 4 月开始的回调，且下行节奏有所加快，显示出整体宏观仍处在上一轮下行的过程中。其中 PMI 就业分项的继续跌至 47 低位，暗示一季度的经济经济回暖仅仅是周期末端的一次反弹。从实体指标来看，工业企业的资产负债表仍处在周期下行尾端补充流动性的阶段，真实的扩张周期仍未有效开启（有效是指扩张强于收缩的临界点）。

图 14： 制造业固定资产投资继续回落（投资）



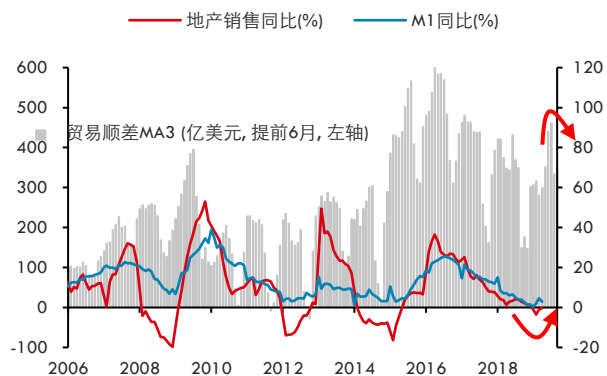
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 15： 服装消费进入负增长区间（消费）



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 16： 贸易冲突加剧后预期悲观（出口）



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

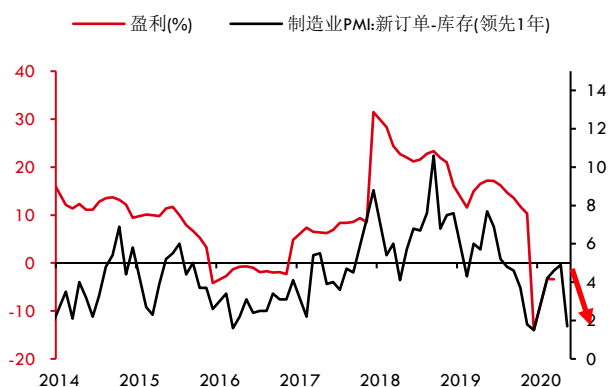
图 17： 食物价格上行限制政策空间（通胀）



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

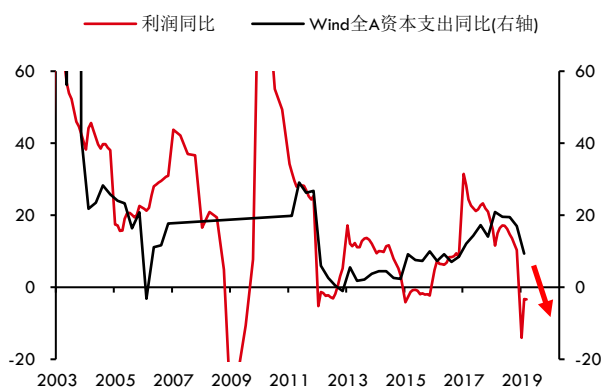
在政策降低信用传导速度的情况下，我们认为当前的整体宏观仍处在周期末端。除非超预期的冲击出现，我们认为政策的定力或仍将延续，这将加速周期尾端宏观数字的调整强度，也将增加市场对于政策宽松的对冲预期（市场对于6月降准的渴望），加大了风险资产的波动空间。

图 18: 盈利展望的改善仍将延续



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 19: 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 20: 企业财务仍呈现守势

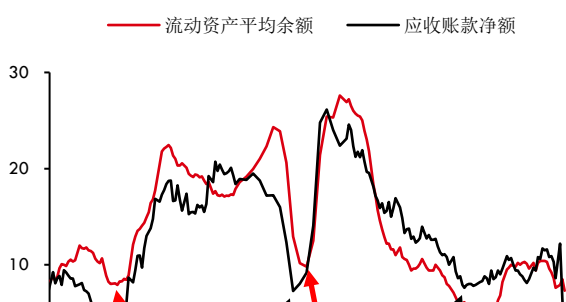
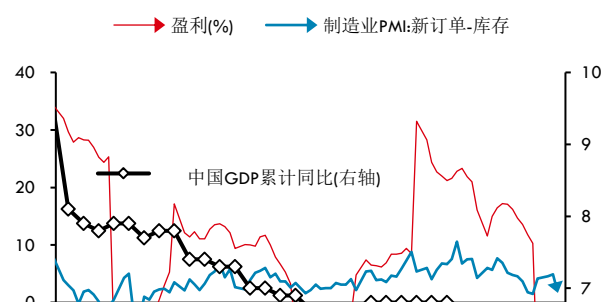


图 21: 经济下行或仍将延续



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_12238

