

说一声 520 不容易，黎明前的风险或加速

摘要：

过去一周的经济数据继续印证：以两大经济体为代表的全球供需体系并没有偏离周期之轮——中国朝向经济的周期底，而美国朝向经济的周期顶：以汽车为代表的耐用品销售和实体景气依然在回落过程，以信用驱动为代表的房地产表现出回暖特征——但是贸易噪音项或在加速着周期的拐点到来。预计 5 月末的市场视角将进一步转向欧洲，在中美风险之外，关注欧洲选举、OPEC 会议对于欧元的风险释放¹。

在供给侧改革的方针下，总量意义上失效的货币政策转向了结构性投放和调控。对比来看，无论是当前分享着奥巴马政府政策红利的美国，还是信用从收紧到扩张的中国，在周期的临界点需要相对宽松的流动性呵护：前者延续顶部的风险，后者平滑黎明前的黑暗。流动性的制约除了跨境资金流动外，更大来自于通胀压力（当前依然处在避险情绪下的低通胀溢价）。中期关注国际贸易流打断后的价格压力平衡、地壳气候异常变化引致的从原材料到产成品对于消费端的可获得性、以及中东问题引而不发下的能化产业链风险²。

大类资产配置展望：

利率：上调利率至高配。中债：经济压力继续显现，叠加国别冲突的加剧，短期压低利率的幅度强于通胀上行的担忧。美债：全球风险增加美债配置。

货币：维持美元高配、人民币低配，上调黄金至高配。美元：欧洲政治风险推升美元兑欧元短期走强，关注风险后的逢高减配窗口。人民币：风险加速释放下六月前仍是压力的测试窗口。黄金：风险可能加剧情况下，短期美元和黄金同涨概率增加。

权益：维持美股、A 股低配。美股：欧洲风险后，关注标准德债若走出负空间对美股的冲击。A 股：短期风险加大，关注 IC 远期贴水修复中的配置。

商品：维持商品低配。需求侧来看，经济仍需完成探底拉低工业品预期，相对于蛋白产品形成弱势。供给侧来看，排除意外因素干扰，油和工业品相对处于平衡状态。关注需求冲击。

策略：高配美元、利率、黄金，低配人民币、权益和商品

风险点：短期数据再超预期乐观

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：

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

信心建立之后的担忧

2019-04-15

反弹的顶部等确认信号

2019-04-08

低利率预期——等待波动率的触点

2019-04-01

美联储鸽派信号的两面性

2019-03-25

等待流动性信号

2019-03-18

基本面——高处不胜寒

2019-03-08

关注 3 月风险中的机遇

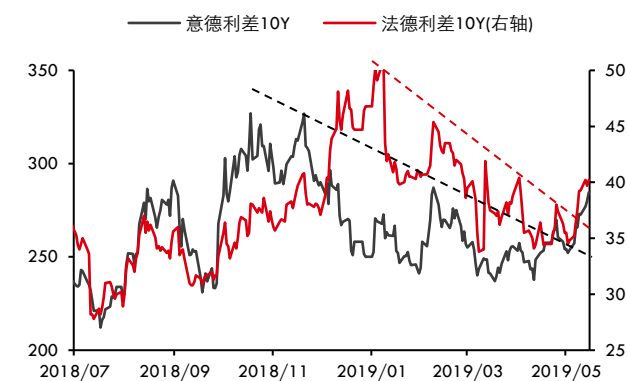
2019-03-04

¹ 更多参考 [0514 风险项的处理](#)和 [0515 拥抱风险等待转折](#)

² 更多参考 [0517 行情开讲](#)

本周关注图表

图 1: 关注欧洲议会选举后欧元的配置机会



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 2: 油价打破了通胀预期



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 关注美元指数在风险释放后阶段性降低对于新兴市场压力的可能



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

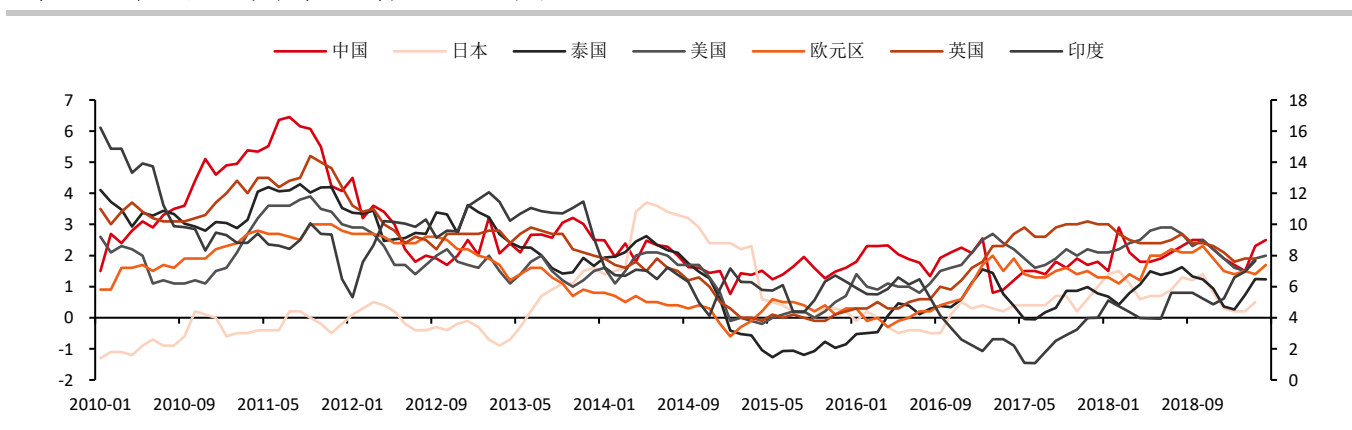
全球经济景气状态

图 4：全球 PMI 热图（截止 4 月）——关注未来调整强度

	2017-09	2017-10	2017-11	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
全球	53.3	53.5	54.1	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	50.3
美国	53.1	54.6	53.9	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
欧元区	58.1	58.5	60.1	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
德国	60.6	60.6	62.5	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
法国	56.1	56.1	57.7	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
意大利	56.3	57.8	58.3	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
西班牙	54.3	55.8	56.1	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
英国	56.0	56.3	58.2	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
澳大利亚	54.2	51.1	57.3	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
日本	52.9	52.8	53.6	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
中国(财新)	51.0	51.0	50.8	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
中国(官方)	52.4	51.6	51.8	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
韩国	50.6	50.2	51.2	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
中国台湾	54.2	53.6	56.3	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
印尼	50.4	50.1	50.4	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
印度	51.2	50.3	52.6	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
俄罗斯	51.9	51.1	51.5	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
巴西	50.9	51.2	53.5	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
墨西哥	52.8	49.2	52.4	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

数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：全球通胀曲线（截止 4 月）——短期向上



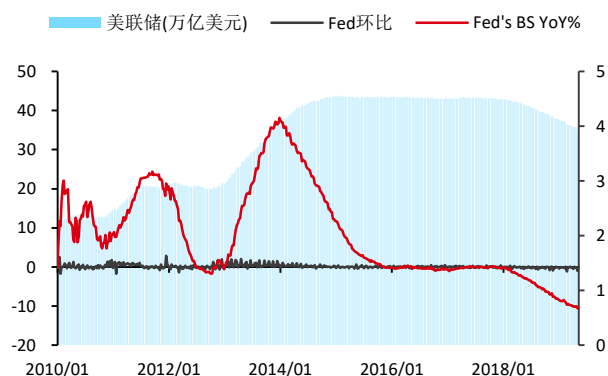
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

全球一周利率观察

· 基准利率图表

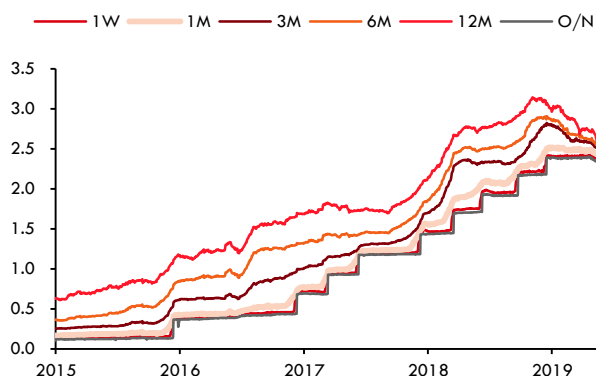
点评：宽松到不宽松的转状态，等待风险的继续释放

图 6： 美联储资产负债表——缩表规则暂未变



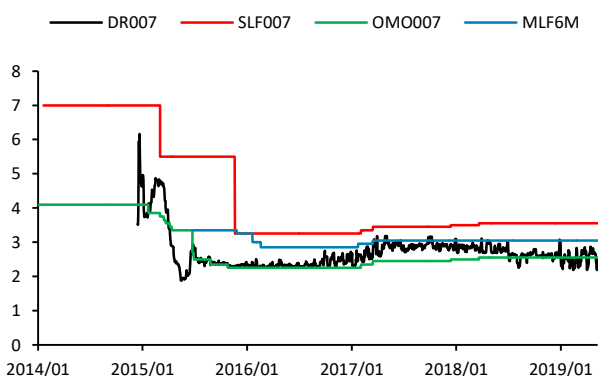
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7： 美国 LIBOR 利率——长短端的靠近趋缓



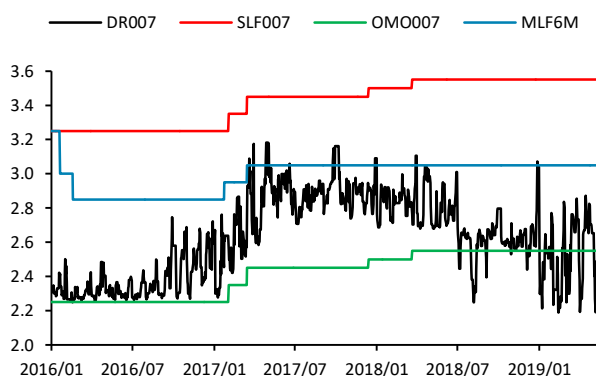
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 8： 中国利率走廊（14 年 1 月至今）——宽松末梢



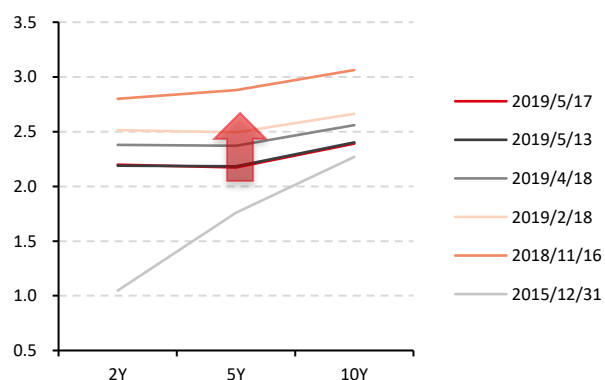
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9： 中国利率走廊（16 年 1 月至今）——宽松末梢



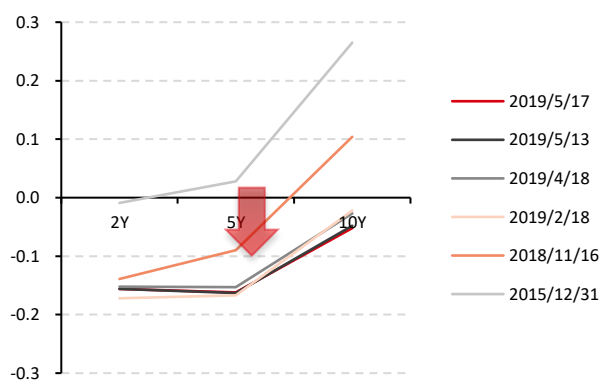
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 10: 美国利率曲线——加息末稍扁平



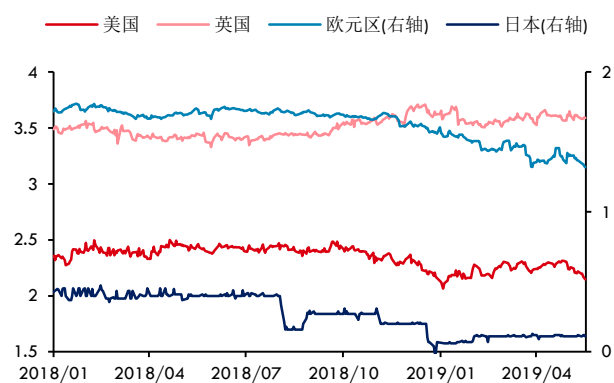
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 德国利率曲线——负空间



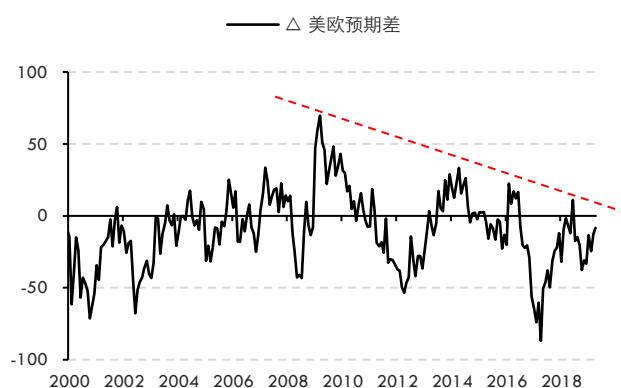
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 主要经济体通胀预期——短期回落



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 美欧通胀超预期差值——08 年以来的阻力



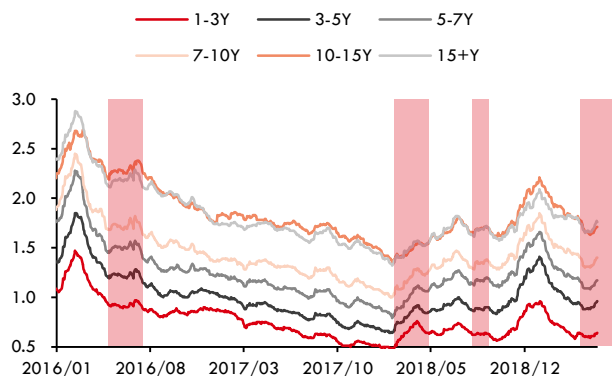
数据来源: Wind 华泰期货研究院

大类资产配置展望

· 信用资产一周图表

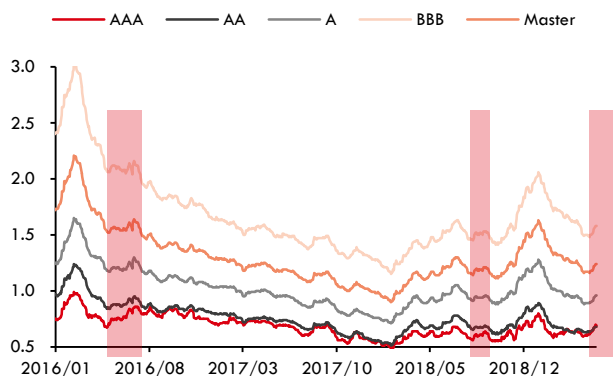
点评：违约风险开始新一轮的上行！

图 14： 美国信用利差（按期限）——不再下降



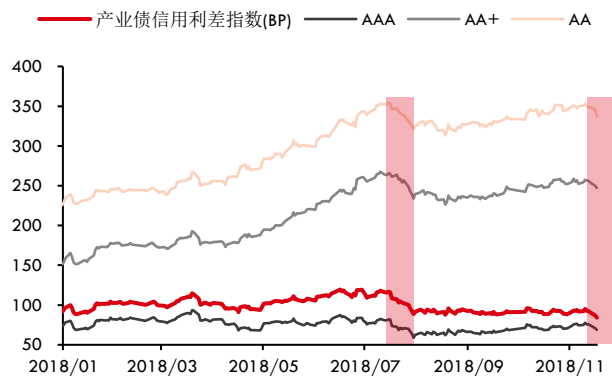
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15： 美国信用利差（按评级）



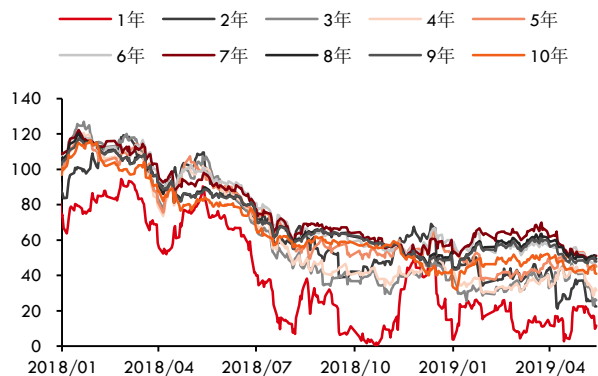
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16： 中国信用利差（按评级）——小幅回落



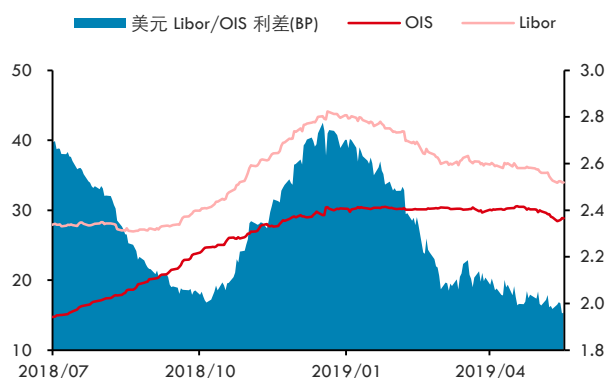
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 17： 国开-国债利差——回落状态的低位



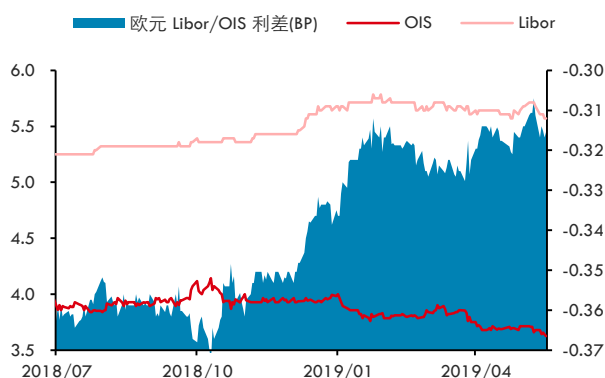
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 18: 美元 OIS 利差——继续收敛



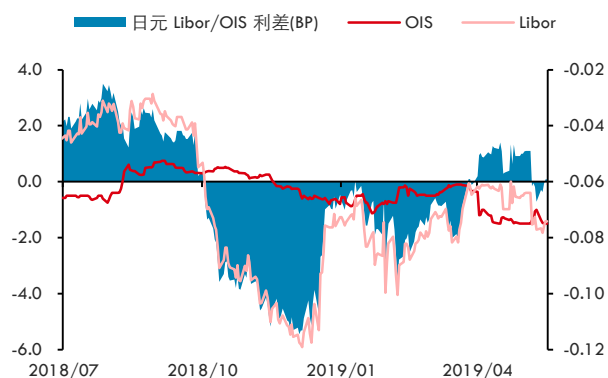
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 欧元 OIS 利差——继续紧张



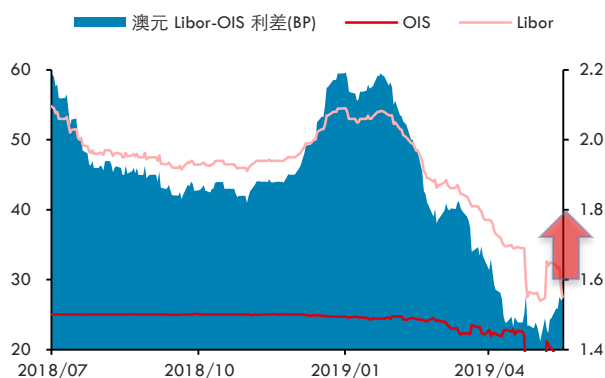
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 日元 OIS 利差



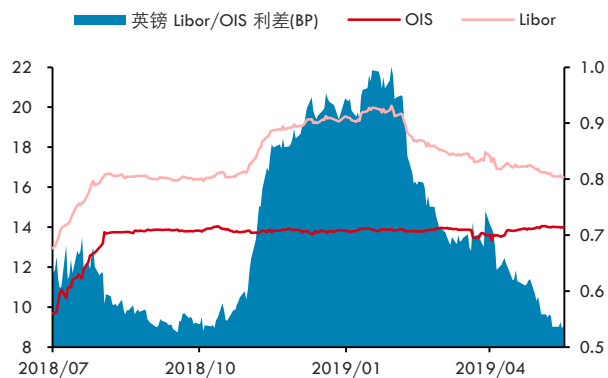
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21: 澳元 OIS 利差——宽松格局不再



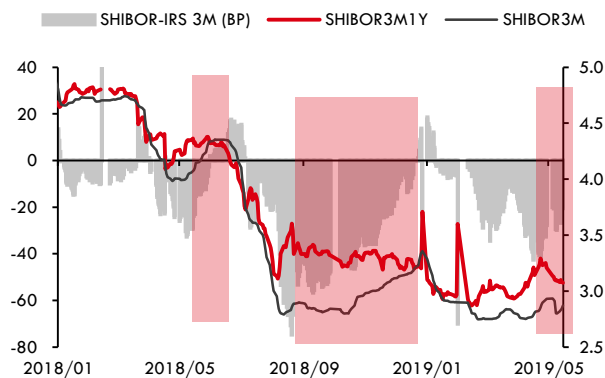
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: 英镑 OIS 利差——宽松状态



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: 人民币 IRS 利差——宽松末端临近?



· 权益资产一周图表

点评：估值短期企稳反弹，持续性待考

图 24: PE



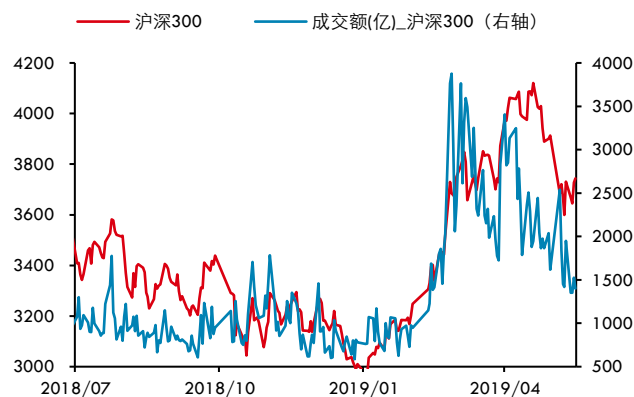
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 25: PB



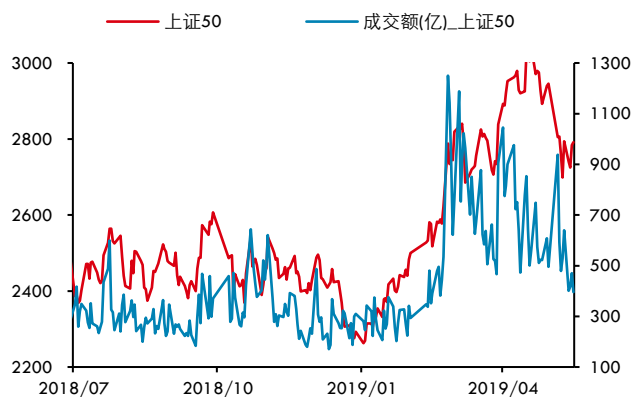
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 26: 沪深 300



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 27: 上证 50



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_12447

