

## 过度宁静的波动率

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: 静待风险的过去

从原油市场来看, 4月波动率已经完成了“底部”的构造, 而此时的市场信号显示美元指数持仓虽然拥挤, 但是市场风险的增加意味着这种拥挤结构仍将延续——最大的宏观风险假设在于大幅上涨的油价触发市场通胀预期的上行(分母: 估值), 带动利率更快反弹下的风险资产抛售(组合调整), 进而扭转市场的宏观乐观预期(分子: 需求)触发商品资产抛售(美元走强, 新兴货币和相关商品承压)。

对于全球宏观而言, 市场对央行货币政策逆周期调节预期再次延续了增长末期的长度——虽然美国经济数据短期不弱, 但是当前依然呈现增速将放缓的顶部特征(短期波动性的放大显示出“韧性”中的风险在增加)。叠加着新兴市场大选年政治风险的上升, 需求预期的放缓继续对于资源供给国带来金融的冲击——土耳其、阿根廷等再次受到资本的冲击。

### 宏观策略: 维持低风偏

**利率: 维持利率中性。**中债: 上行来源于经济盈利回落过程仍未结束, 下行来源于通胀预期在猪和油的影响下未消, 前者短期虽有加强但已为定价的尾部, 而后的强度却提供了未来配置中的让利, 总体暂以稳健货币政策下的中性对待。美债: 供需两弱格局未变, 未来美联储为平衡准备金而再次购债将改善需求端, 或提供入场时间窗口。

**货币: 维持美元高配、人民币低配, 上调黄金至中性。**美元: 欧洲财政扩张的政治选择仍需票选压力的倒逼, 5月维持美强欧弱判断, 叠加新兴风险, 美元增持。人民币: 结构改革的回档意味着周期“狂欢”的修正, 货币滴灌不改变更开放的路径, 买入 USDCNH, 卖出资源国/其他新兴市场货币对人民币对冲。黄金: 市场修正美联储“降息”观点叠加外围风险, 利率端中性, 关注中期风险扩散带来油价冲击风险, 等待反弹的结束。

**权益: 维持美股、A股低配。**美股: 维持此前判断, 全球经济负面冲击开始影响美股盈利的持续性, 阶段性资金流入避险后估值端修正料增加市场压力。A股: 调结构意味着“漂亮去杠杆”下的违约将增加, 而“带路”后的进一步开放需要吸引力的估值让利, 关注中美知识产权博弈中的风险, 关注IC贴水修复形成的配置。

**商品: 维持商品低配。**美债 2s10s 的扁平意味着下游消费的见顶, 而中国结构政策的加强意味着中游消费的趋缓, 对于上游供给的冲击压力在继续增强。风险指标美元已经走强, 关注2019年新兴市场国家大选进程中风险释放带来的板块对冲机会。

**策略: 高配美元, 利率、黄金中性, 低配人民币、权益和商品**

**风险点: 短期数据超预期乐观**

### 相关研究:

[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

[商品的全面调整风险](#)  
2018-03-20

[政策研究系列之——1998年供给侧改革的回顾](#)  
2018-02-27

[美股大跌之后, 风险资产的调整开](#)

## 二季度宏观策略回顾与5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

### · 二季度宏观策略回顾

全球宏观关注点: 不再宽松的定价。

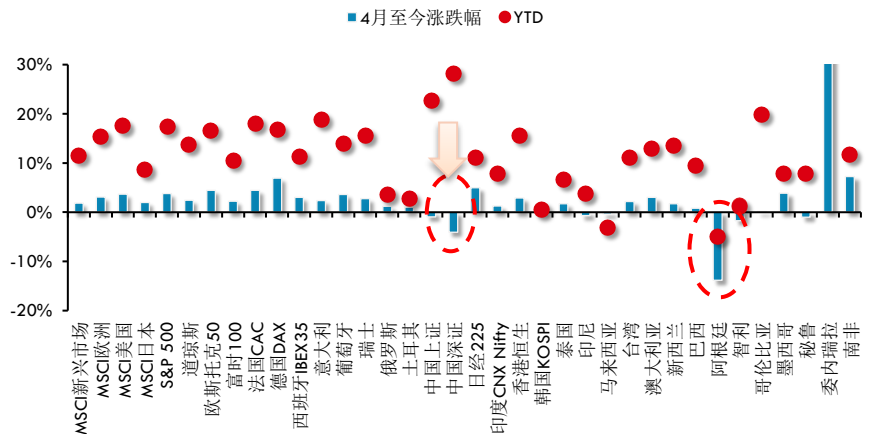
我们在二季度报告《**低利率预期——等待波动率的触点**》中指出,市场在等待低波动率的拐点。作为触发,利率的再次向上启动,或者从原油端触发的利率上行更值得我们关注。而对于市场而言,一切的准备似乎就绪——美伊对峙升级:

**美国:** 在4月8日美国将伊斯兰革命卫队列为“恐怖组织”;22日美国宣布将不再向目前正在进口伊朗石油的国家或地区发放制裁豁免。

**伊朗:** 在4月8日当天,伊朗将美国中央司令部及相关军事力量列为“恐怖组织”,23日伊朗议会将美国所有军队列为“恐怖组织”。

市场伴随着原油价格的上行过程,继续增加着风险偏好,美股继续创出历史新高,而美债收益率在4月也不再回落,叠加着美国经济数据的超预期,结束了市场对于美联储的一轮宽松定价(利差空间也不再继续压缩)。

图1: 全球股市4月涨跌——反弹的力道趋弱

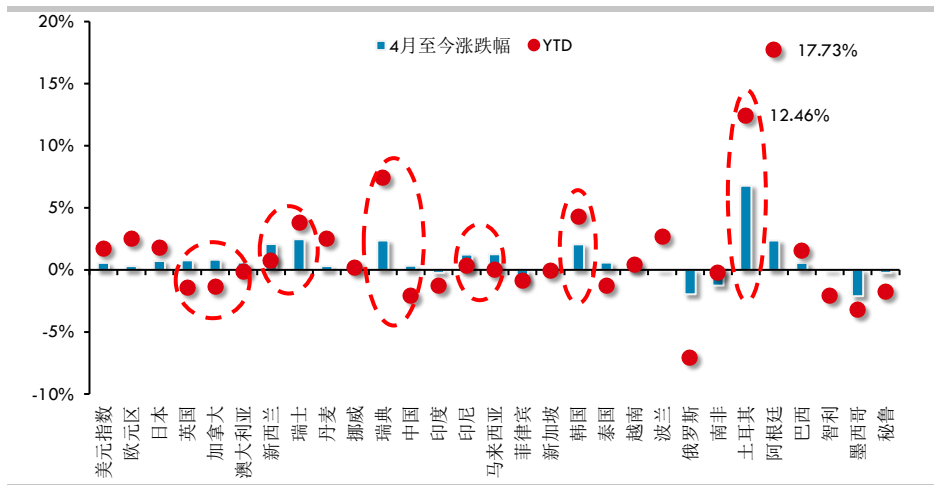


数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

国内宏观关注点：同样是纠偏的宽松预期。

国内来看，利率的不再回落开始于年初降准的落地。随着经济的“韧性”和市场在猪周期开启了市场对于通胀预期的担忧增强路径，利率维持筑底。触发点在于3月末央行对于降准降息的辟谣，我们认为直接开启了国内利率的反弹周期。宏观层面，随着4月中美磋商的继续释放乐观信息，对冲经济失速下滑的宏观逆周期政策一定程度上让位于供给结构型调整政策——弱化了“六稳”的表述，以及直接强调对于经济结构性问题的定性。

图2： 全球汇市4月涨跌（美元兑其他货币仍强势）



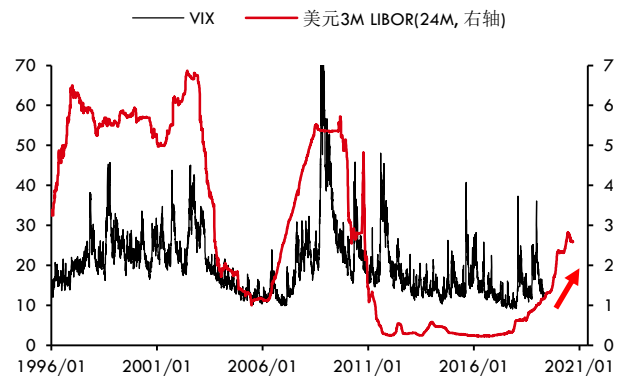
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图3： 原油波动率完成了底部反转



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图4： 美股波动率当前依然低位



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

· 5月宏观策略展望

展望第二季度的第2个月，我们认为值得关注市场的继续调整，而其中通胀上行的节奏更值得留意，市场定价未预期的通胀带来的风险预计将上升。

一方面，从原油市场来看，4月波动率已经完成了“底部”的构造，而此时的市场信号显示美元指数持仓虽然拥挤，但是市场风险的增加意味着这种拥挤结构仍将延续——最大的宏观风险假设在于大幅上涨的油价触发市场通胀预期的上行（分母：估值），带动利率更快反弹下的风险资产抛售（组合调整），进而扭转市场的宏观乐观预期（分子：需求）触发商品资产抛售（美元走强，新兴货币和相关商品承压）。

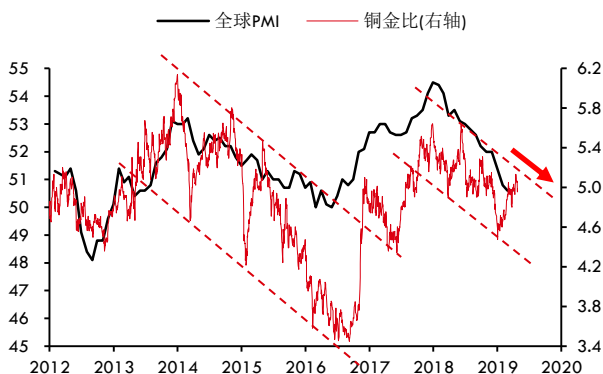
在这一假设下，市场大概率结束2019年初的反弹，继续回到2018年开启的修正过程中——即铜金比的继续回到下行结构。这一过程需要关注的是油价在地缘热点催化下向上带来的弹性，将决定着“B-W”价差的走阔空间和短期通胀预期上行的高度。当前来看，利率市场已定价了一轮经济的悲观（暂不考虑未来情景变动下是否充分），未来利率反弹的高度更大程度上将取决于通胀预期。对于权益资产而言，随着利率的再次上行，关注其对于风险资产带来的调整过程。

图5： 作为风险指标，美元上行压制铜金比



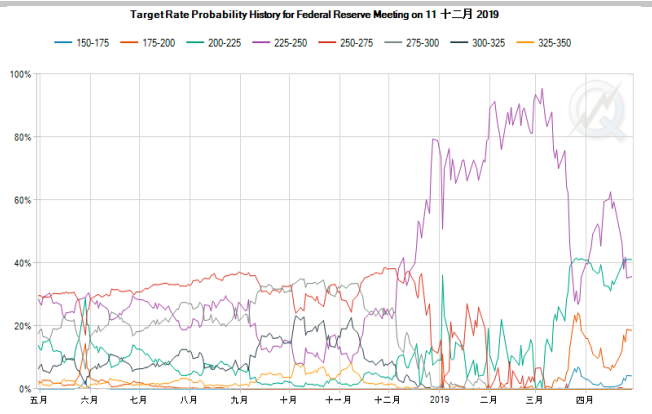
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图6： 或意味着本轮资产反弹的结束



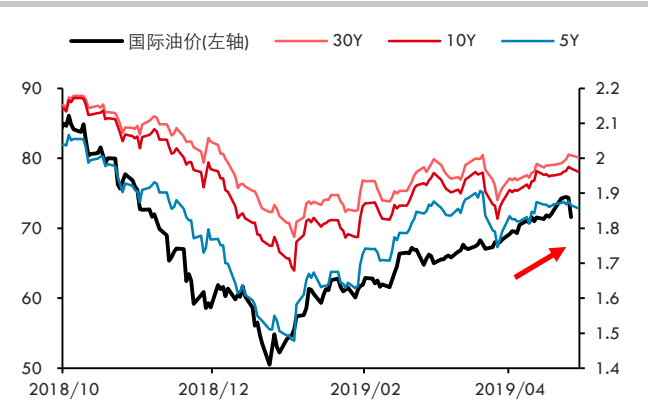
数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 7: 市场对美联储降低预期已定价



数据来源: CME 华泰期货研究院

图 8: 关注通胀预期对于利率的反弹推动



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

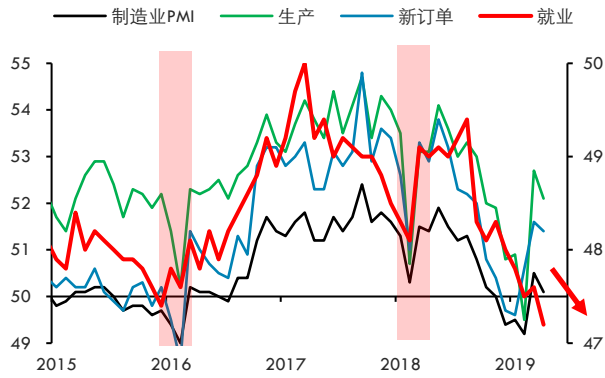
对于全球宏观而言，市场对央行货币政策逆周期调节预期再次延续了增长末期的长度——虽然美国经济数据短期不弱，但是当前依然呈现增速将放缓的顶部特征（短期波动性的放大显示出“韧性”中的风险在增加）。叠加着新兴市场大选年政治风险的上升，需求国预期的放缓继续对于资源供给国带来金融的冲击——土耳其、阿根廷等再次受到资本的冲击。对于非地缘类商品而言，或许意味着出口国大宗定价的再一次弱化，带动价格的继续寻底。

另一方面，食品类通胀依然是值得留意的宏观因素。我们在商品策略年报《周期谢幕，守望余光》中指出，2019 年将进入厄尔尼诺年，这对应于气候的异常现象发生将更为频繁。如果这种异常引起农产品种植（农业周期的巧合）和工业品运输（环保上的巧合）的问题，那么叠加地缘因素（美国会对伊朗动武授权通过的巧合）形成的“高油价”和疫病加速的“强猪价”，市场通胀预期因子回升的速度是最大的风险。对于商品而言，在新兴市场风险带动商品出口国大宗“估值”下移的过程中，结构性的涨价因素依然存在。

从中国宏观来看，逻辑上年初至今的市场亢奋来源于经济下行尾部信用头部开启的乐观（周期传导暂至分母），但十八大以来的政策重心依然未变（结构对分子影响上升）。在 2018 年由于外需压力增大而阶段性重启的需求逆周期政策随着冲突的缓和而再次让位于结构政策——从地产施工的韧性到财政项目 80% 的扩张速度，这种韧性的延续等待的是经济效率提升的到来——从量到质的转化。对于利率而言，短期的通胀预期或许构造了中期更好的配置窗口。

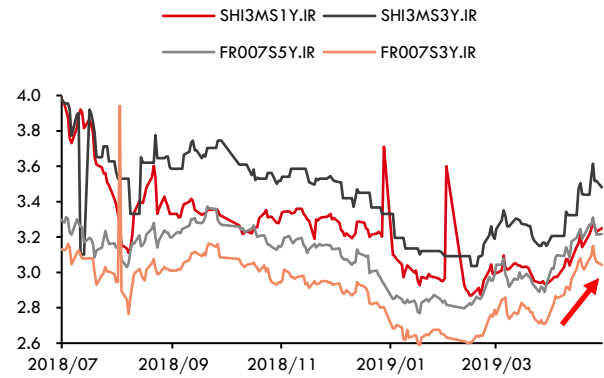
那么我们的结论依然是：作为配置当前依然是左侧。通过凯恩斯的手延续的周期末端虽然长，但是系统的不稳定性也在继续加大，这或对于中国信用底到经济底的过渡仍面临更多不确定性。5 月需要关注这种不确定性对于市场乐观预期的修正。

图 9: 就业指标显示下行未结束——稳就业



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 10: IRS 显示利率不再下降——紧平衡



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院



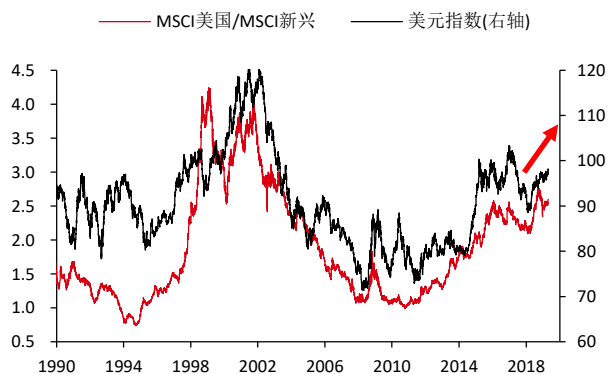
## 当前周期：关注强美元的流动性风险

### · 引

我们依然将美元视为全球流动性的指示器，该指示器显示当前全球市场依然在朝更为紧缩的方向运行。4月美元指数运行继续创出的新高，也符合我们对于本轮下行周期未结束的判断——美联储仅仅是暂停了加息并未结束缩表，欧央行仅仅是结束了QE仍在等待压力推出TLTRO，人民银行在“天量信贷”后边际上收紧了基础货币的总量宽松，而在油价持续回升中推迟加息的瑞典央行释放了2020年后的缩表节奏。

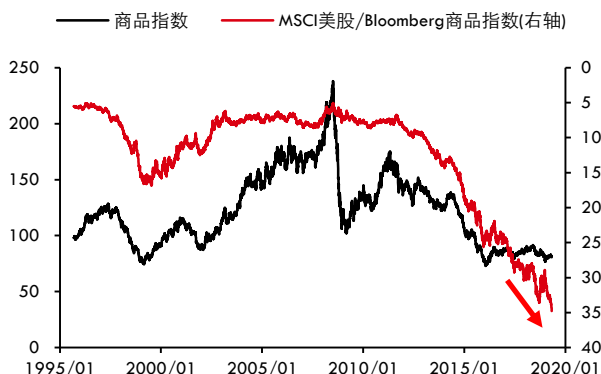
伴随着美元指数的继续走强，以及5月由于欧洲风险增加带来的下方支撑，我们认为全球宏观环境在“预期流动性宽松”之后，将再次定价流动性收紧的压力，这或再次对于新兴市场以及大宗商品带来调整增大的风险。

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： 权益/商品比价继续新低

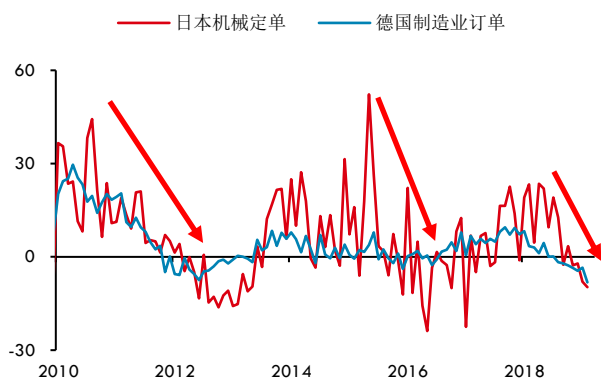


数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

### · 全球：仍在延续的去库周期

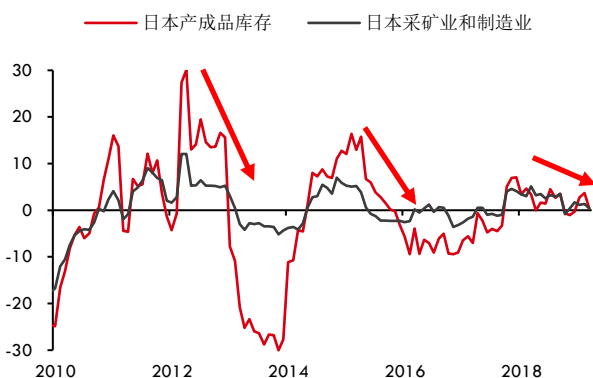
要从周期上来界定当前的经济，那么我们认为这一轮去库周期依然没有完结。无论是上游还是中游，抑或是下游国家，当前正处在去库存的环境中。随着库存的去化，我们认为，经济分子端面临的冲击仍将加强。

图 13: 订单往下未现改善 (同比增速)



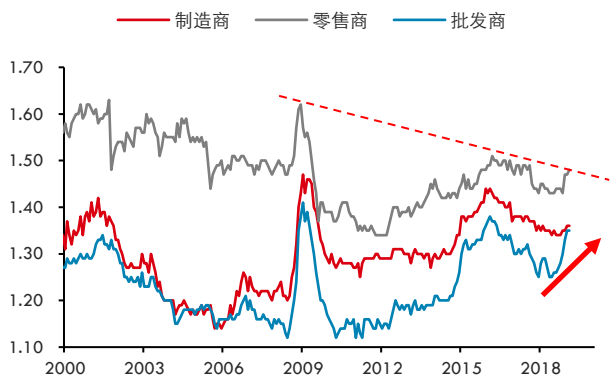
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 14: 三轮库存去化状态——本轮可能未结束



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 15: 美国的库存消费比反弹至相对高位



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 16: 中国的库存周期仍在寻底



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

在去库的推动之下, 我们认为经济继续向下的风险是存在的。市场反弹的一季度乐观正面临着修正的风险之中。

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\\_12784](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12784)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>