

## 低利率预期——等待波动率的触点

华泰期货研究院 宏观策略组

徐闻宇

宏观贵金属研究员

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

### 宏观摘要: 等待风险

在市场都预期风险来临的时候,资产负债表“衰退”中的经济体虽然传导路径较慢,但是政策的逆周期调节作用依然有点效果。美国经济依然处在本轮经济趋势上行的末梢,库存周期的顶点;中国经济依然处在本轮经济回落的中途,库存周期的中段。在末梢或顶点,波动率将放大,但是缺少触媒;在回落中途,市场将趋于平静,但是缺少信心。

一季度的市场表明,对于周期的启动充满着期盼,对于央行的逆周期调节寄予期望。伴随着中国的M1似乎出现了拐点,其他条件也出现了一次短期逆趋势的波动,乐观预期下4月减税的落地和增量资金的流入,在中美继续磋商的条件下来料继续为转折提供信心。而中国的可能继续增持美债为增速回落的经济体提供边际上的增量,改善短端流动性触底的美元环境,周期末的市场在延续着趋势的同时,等待着波动率的审判。

### 宏观策略: 降低风险偏好

**利率: 维持利率增配。**库存周期的顶部和回落过程都将支撑对于利率品的持有。一季度中国的经济数据继续下行显示出经济依然处在回落周期,而美国在预期抵抗和流量增持下的市场显示出周期尾端的乐观,美联储态度的转变使得期限利差倒挂后修复给予市场继续乐观的理由,但是对利率品的资产组合再配置料增加权益资产的波动率。

**货币: 维持美元增配,人民币中性。**市场在述说着2014-15年的宏观环境。彼时欧央行投放QE而美联储结束QE的分化,人民银行在去杠杆钱荒后的定向宽松和国内双创下的金融基础设施宽松。而现在是全球经济放缓后的宽松预期和国内17年增速见顶、18年去杠杆之后的信用重塑阶段,中美磋商下的合作竞争叠加非美蛋糕的切割,增加了强美元的概率。

**权益: 维持美股减配,维持A股中性。**盈利因子在继续减弱,但是央行宽松预期释放下流动性因子提供的溢价似乎已经完成。后周期的权益资产波动率料进一步抬升,关注外部风险释放带来的波动率传染,以及增量资金流入形成的短期向上空间。

**商品: 维持商品减配。**周期的向下空间仍未见底,企业信用扩张形成的权益资产修复部分似已完成,市场仍将面对外部需求放缓带来的消化库存周期,PPI端的下行压力料仍将延续。关注二季度开始的气候因素带来的结构性供给短缺。

### 风险点: 经济数据大幅好于预期

#### 相关研究:

[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](#)

[启了吗](#)

2018-02-06

## 一季度宏观策略回顾与二季度展望

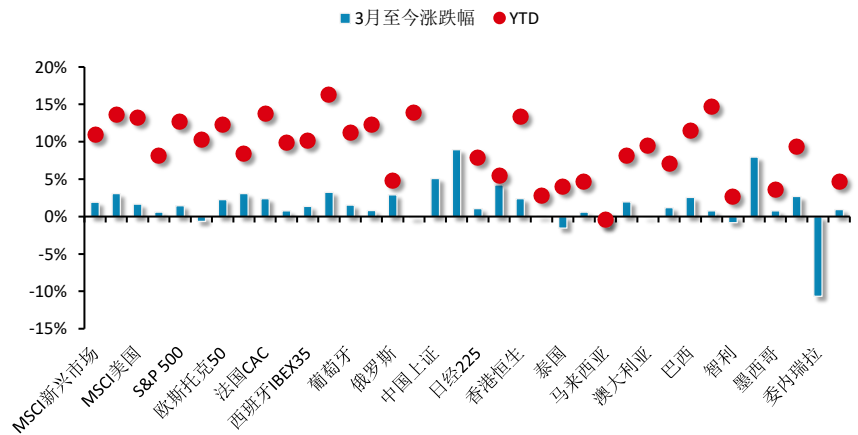
一季度市场似乎显示出风险偏好回升，且有进一步回升的动能。此背景配合的是中美之间从冲突回归持续磋商，国内货币宽松到信用启动的期盼，国外信用冲击到货币宽松的期盼。

——是为序

### · 一季度宏观策略回顾

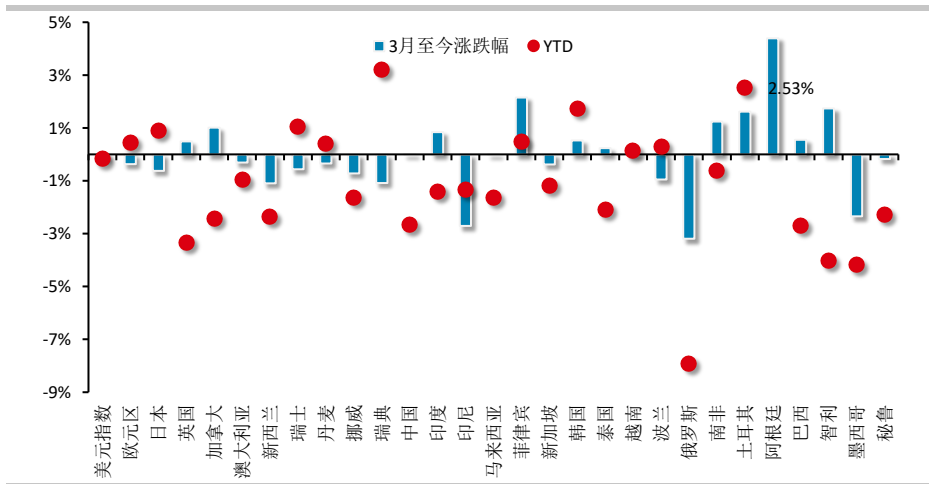
一季度整体而言在经济继续回落但宏观冲击较弱的情况下，市场在对央行的宽松预期中释放了1-2月的反弹，但是随着3月风险月——美朝裂痕之后中美协议的不确定性、英国经济动能放缓之后脱欧的可能性、土耳其等新兴市场危机信号进一步加强的背景下，市场保持谨慎，原油等大宗商品处于震荡状态，几乎所有权益资产反弹动能放缓，而市场波动率进一步放缓。

图 1: 全球股市一季度涨跌情况



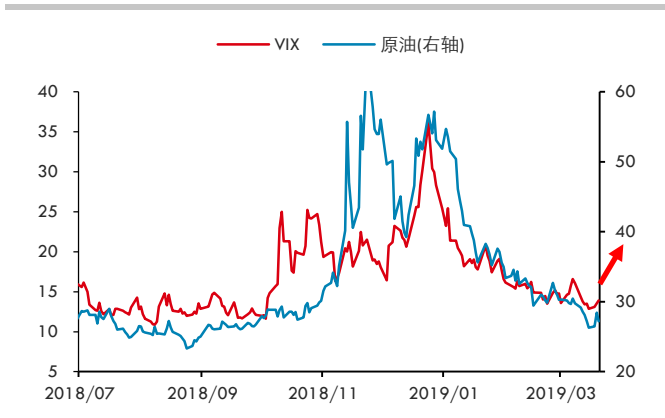
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 2: 全球汇市一季度涨跌情况



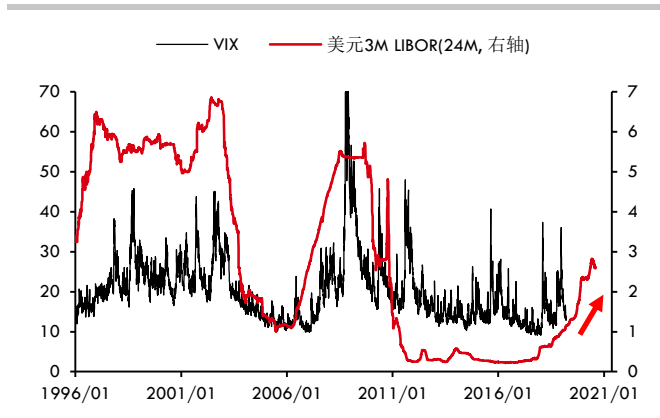
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 3: 美股和原油波动率低位



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 4: 美股波动率趋势向上

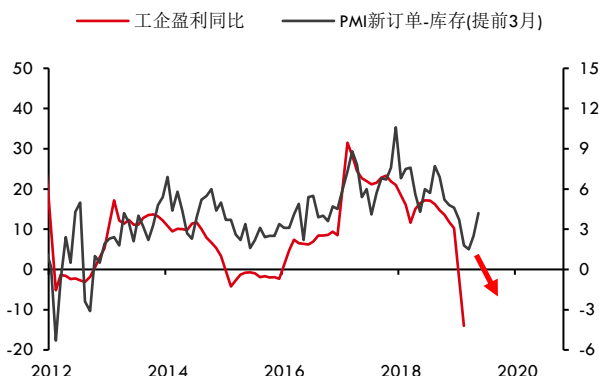


数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

### · 二季度宏观策略展望

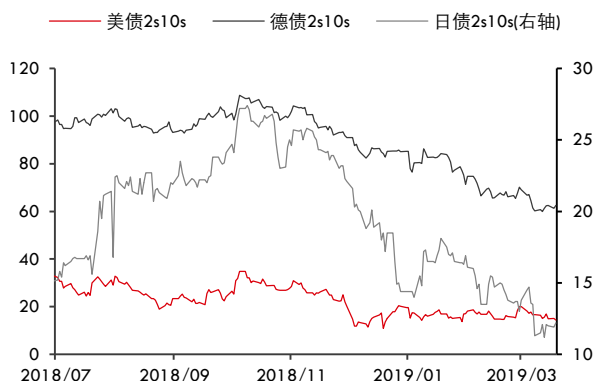
展望二季度，市场在等待之后的方向似乎将要落地，是选择风险偏好向上的方向抑或是风险调整的区间。从周期上尽管国内市场有反弹，但是依然处于经济下行、货币宽松和信用等待开启的状态中；美国尽管市场流动性预期有所宽松，但是依然处于经济由强转弱、货币由紧转松和信用行将发生变化的状态转变的过渡区。

图 5: 中国盈利和 PMI



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 6: 美国 2s10s 经济周期



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

我们认为需要关注宏观因素对于原有状态延续的加强抑或加速新状态生成的选择——其中油价是否回落形成的市场风险偏好恶化、基金资产配置调整形成波动率上升都值得留意。

对于石油市场，随着 OPEC+联合限产实现了原油紧平衡，原油价格从此前的 20 美元/桶回升至 60 美元/桶，油价的回升不仅改善了传统产油国的财政，也提升了页岩油企的产出能力，增加了全球市场的份额。在全球经济回落周期，3 月特朗普释放了油价下行的预期，但是沙特和俄罗斯的态度依然影响着市场对于传统产油国的产出情况。

另一方面随着美股继续反弹至相对高位，在美股盈利预期弱化的背景下，存在资产组合再配置的风险在上升，继续压低利率水平。而在中美关系的博弈中，中国对于美债的继续购买也稳定了美国财政扩张受限下利率市场。

图 7: 油价和通胀预期



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 8: 美国资金流入情况



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

## 金融周期：中美的分化

### · 引

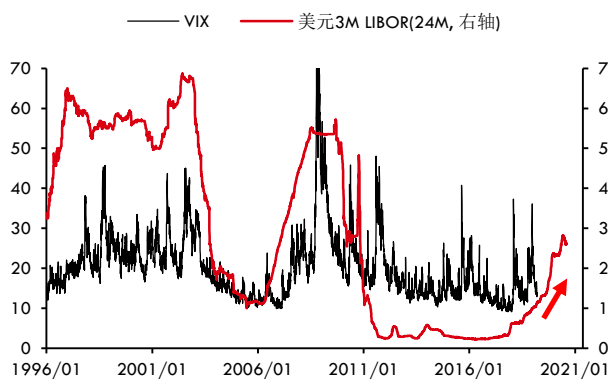
市场风偏的改善也改善着市场的金融压力,无论美股还是A股在这种改善中得到了反弹。也因为经济依然处在**待转变过程中**,金融市场呈现出波动容易放大的倾向。

### · 美国：等待“不宽松”的代价

一季度的美股仍处在向上的状态,但是随着市场对于美联储货币政策预期转变的定价,流动性格局从缓解走向了**的极限**——美联储加息节奏的放缓和缩表依然延续,带动短端利率的不再回落。从美联储购债结构上也可以看出,随着当前政策的暂时性延续,久期持续拉长的状态没有变化,叠加中美合作和美国私人部门的组合再平衡需求,也进一步扁平化了期限结构。

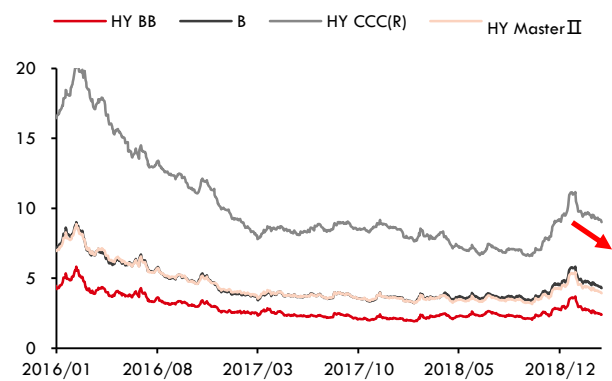
在这种扁平化的过程中,我们注意到市场波动率节奏的加快通过财富效应持续降低着市场的通胀预期,名义端利率的不再下降抬拉着市场的实际利率上移,对于资产价格带来**反馈冲击**。

图 9: 美股波动率预期上升



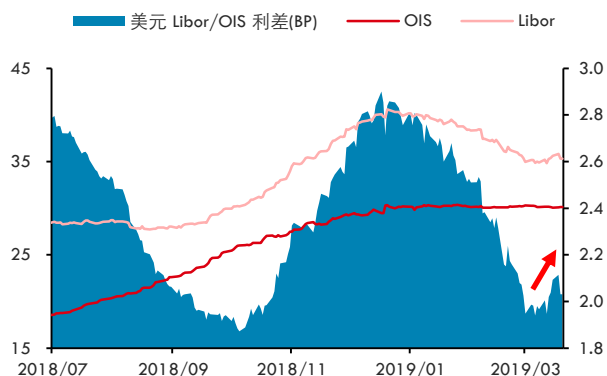
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 10: 美信用利差大幅回落



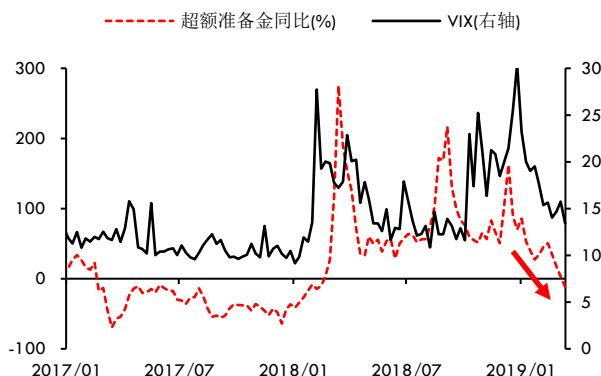
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 11: 美元流动性不再宽松



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

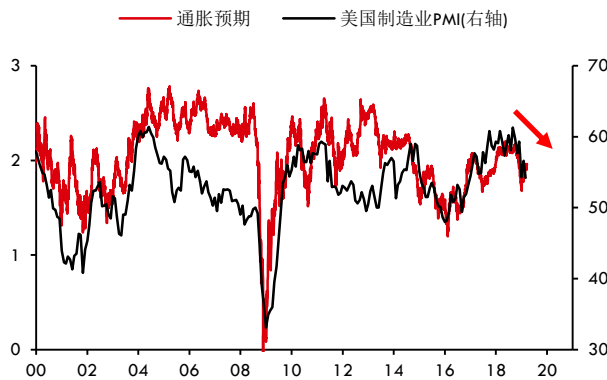
图 12: 美联储超额准备金增速和 VIX



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

从通胀预期和信用扩张的相关性上来看, 随着市场对于未来经济增长的预期进一步放缓, 通胀预期定价中枢也将形成逐渐下移的状态, 基于市场的指标下移将继续放缓信用扩张的步伐。而消费市场的调查也显示通胀预期呈现继续回落的状态, 将进一步带来现实通胀远离美联储目标的困境。而在当前经济维持在上行、叠加特朗普减税效应带动的经济现状和消费者对于未来的分化进一步加剧, 压制着个人做出更为激进的经济行为决策。

图 13: PMI 和通胀预期



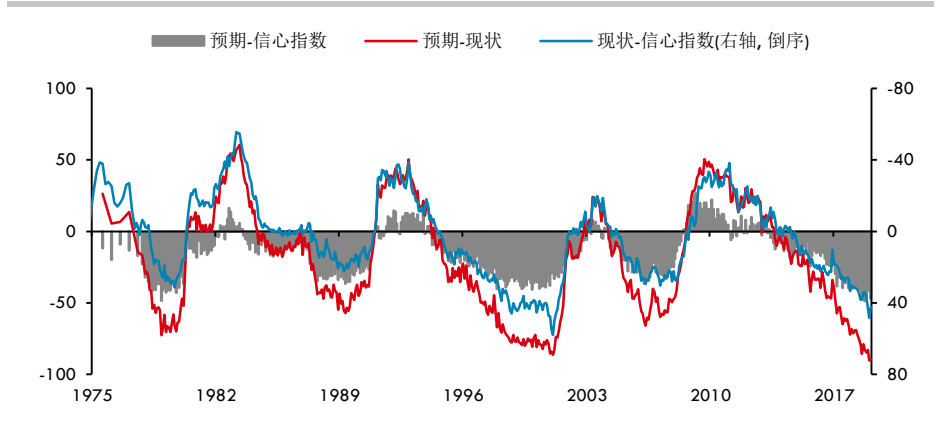
数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 14: 通胀预期和信用



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 15: 消费现实和预期的分化



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

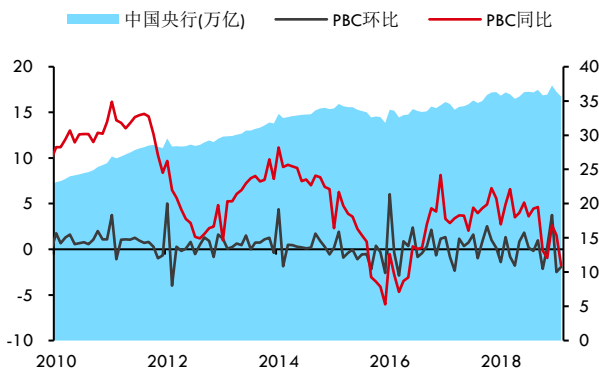
· 中国: 继续等待 M 信号改善

国内依然处在货币宽松到信用扩张的旅程之中。对于实体部门而言, 信用的扩张建立在对于未来良好预期的基础之上, 而当前的统计指标显示, 经济依然处在下行的阶段, 2 月规模以上工业企业的利润继续下滑, 显示出去库周期依旧的现实需要。

在这样背景下, 外部指标显示对于未来的流动性预期也将有所收紧——2 月的贸易顺差大幅收敛虽然有季节性的因素, 但是从 1 月的依然乐观到 2 月的回落, 显示出数据的波动性增大情况下对于实际的流动性供给将带来不小的挑战。

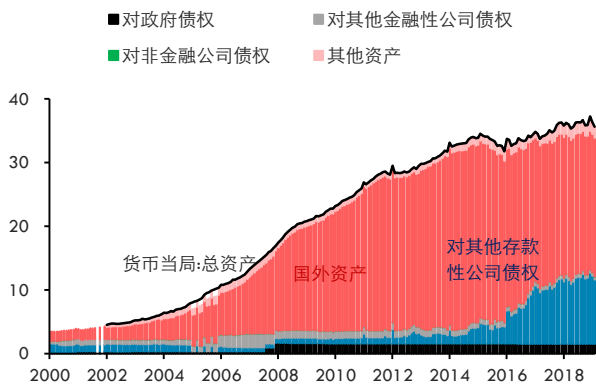
需要关注的是去除季节性因素之后, 二季度开始的外汇占款是否仍会继续回落, 在人民币信用结构转变的过程中, 这对于央行再次开启降准形成信号意义。

图 16: 央行资产负债表增速



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

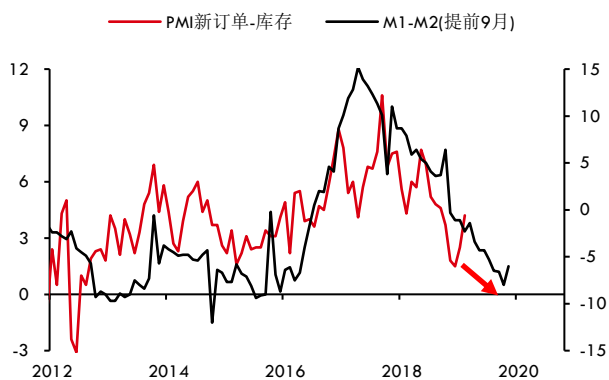
图 17: 央行资产负债表结构



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

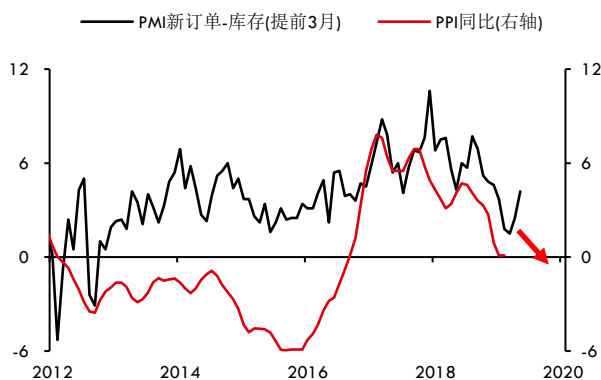
但是随着实体的去库进行至今，我们认为微观信号的改善正在到来。一方面从货币宽松到信用扩张，从历史资产负债表修复的角度而言存在 6-9 个月的时滞，至少一季度放量的社融增量（虽然有波动）和逐渐显示出企稳信号的 M 指标增加了我们对于信用开始不再下降的信心。央行一季度的调查显示，企业家对于经济的需求虽然依然悲观，但是对于未来的信心开始呈现出一定改善的迹象。而很明显的，我们从调查中也发现了从货币到信用传导初期的数据印证——银行家信心强于企业家。

图 18: M 增速和 PMI 对比



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 19: PMI 和 PPI 对比



数据来源: Bloomberg Wind 华泰期货研究院

图 20: 央行调查-银行家

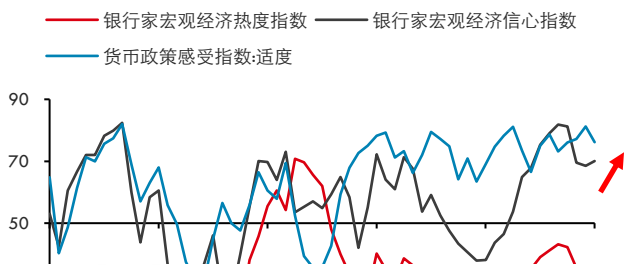
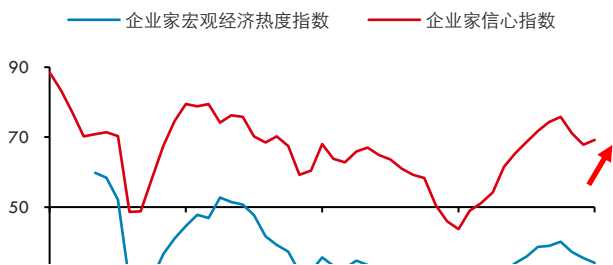


图 21: 央行调查-企业家



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\\_13441](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13441)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn