

## 美联储鸽派信号的两面性

华泰期货研究院 宏观策略组

徐闻宇

宏观贵金属研究员

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

### 摘要:

美联储鸽派预期释放了矛盾的两面信号。一方面, 鸽派的声音试图进一步降低市场的流动性压力, 但是从短端利率走势来看, 3月以来的反馈或预示着当前美元基准利率下的流动性价格改善效果触底; 另一方面, 超预期鸽派的论调增加了市场对于未来经济回落的担忧, 伴随着前期政策收紧带来的滞后效应生成, 在美联储计划退出缩表但仍未实施的情况下, 我们认为后者的压力将进一步增加, 关注美国经济数据超预期回落的风险, 市场将面临一场压力测试。

反观国内, 当前经济周期依然处在货币宽松向信用扩张传导的阶段。在经济部门杠杆率高位、财政需求背书有限的情况下, 我们认为风险资产的反弹将告一段落, 叠加着外部风险的上升, 实体仍处在去库阶段, 预计权益资产和商品市场面临调整的风险。而这一轮调整或将加速实体库存的去化和未来信用扩张的开启, 风雨后才见彩虹。

### 大类资产配置展望:

**利率: 继续维持利率至增配。**随着美联储确认风险的来临, 我们认为市场将继续从追逐流动性偏好转向追逐避险资产, 但是在市场押注央行宽松的过程中, 对于美联储利率的定价已经上升至年内降息, 在市场波动放大但本轮周期未完的情况下, 后周期的流动性伴随着厄尔尼诺的开启, 料增加利率的压力。我们认为利率存在阶段性超调的可能, 但外部利率预期的不强有望为国内“货币宽松-信用扩张”的逆周期调节创造空间。

**货币: 保持美元、黄金增配, 下调人民币至减配。**风险来临的情况下, 美联储的鸽派将直接带来对于非美资产的抛售压力, 尤其是当前货币政策仍未转向宽松的经济体(像受前期高油价影响的挪威、加拿大等资产)。我们继续维持对于避险资产黄金和安全资产美元的推荐建议直至美元资产这一轮波动的结束。关注外部风险释放过程中, 人民币机制改革的可能性。

**权益: 继续维持全球权益减配判断。**仍处于去库周期的中游国家和行将受到负面冲击的下游国家带来的需求弱化预期将引导风险资产进入调整期, 美股波动率预计将逐渐放大, 关注其对于A股市场的传染, 以及人民币货币政策继续宽松背景下的权益资产相对溢价。

**商品: 继续维持商品减配判断。**实体去库的周期依然不变, 结构转型带来的战略金属已呈现一定泡沫化倾向, 而需求定价逐渐改善但供给弹性扰动的矿端商品也已经回归稳定状态。关注需求端的再次冲击风险。

**策略: 维持避险资产中性, 风险资产减配**

风险点: 经济数据大幅好于预期

### 相关研究:

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

等待反弹的结束

2019-02-25

周期末梢的抵抗和挣扎带来波动

2019-02-18

假日期间市场悲观情绪上升

2019-02-11

展望宏观改善的到来

2019-01-28

风险再临, 守得云开

2019-01-21

展望风险偏好的回升

2019-01-14

我们不悲观, 但现在悲观显然没有结束

2019-01-07

终须弥合的裂口

2018-12-07

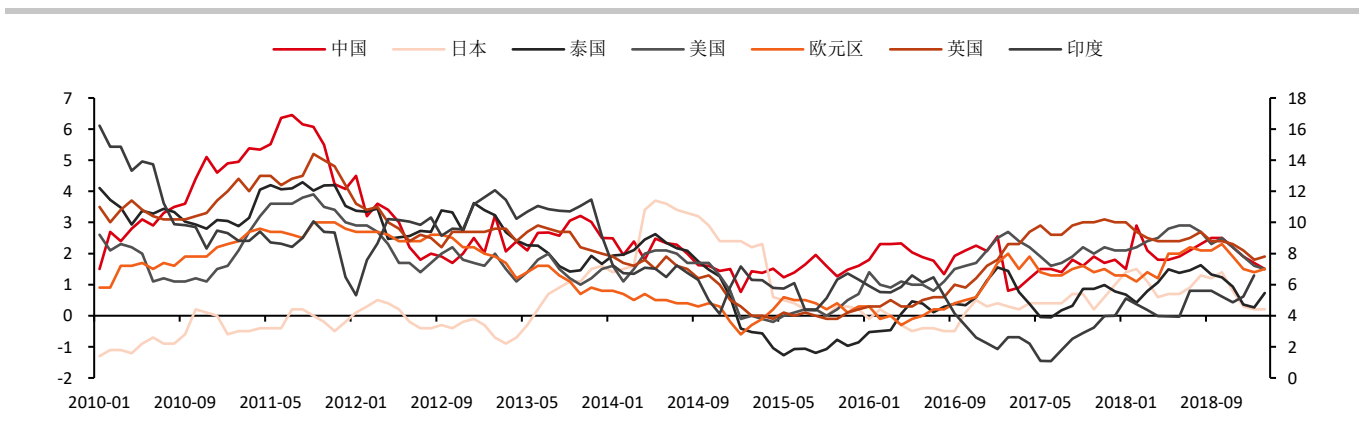
### 全球经济景气状态

图 1: 全球 PMI 热图 (截止 3 月)

	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
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	-
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	-
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	47.6
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	44.7
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	49.8
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	-
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	-
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	52.0	-
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	-
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	48.9
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	-
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	-
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	-
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	-
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	-
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	-
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	-
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	-
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	-

数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 2: 全球通胀曲线 (截止 2 月)

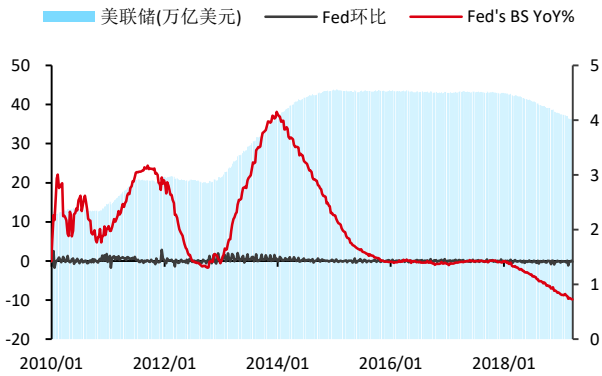


数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

## 全球一周利率观察

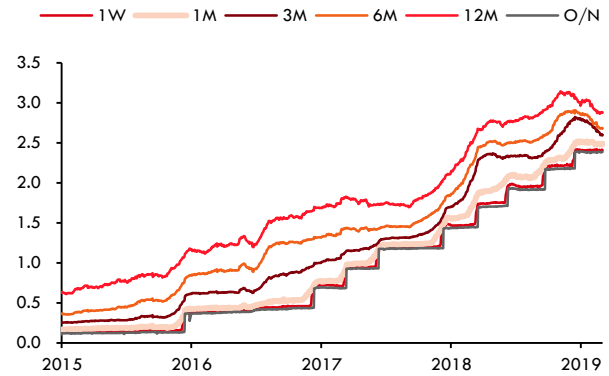
### · 基准利率图表

图 3: 美联储资产负债表



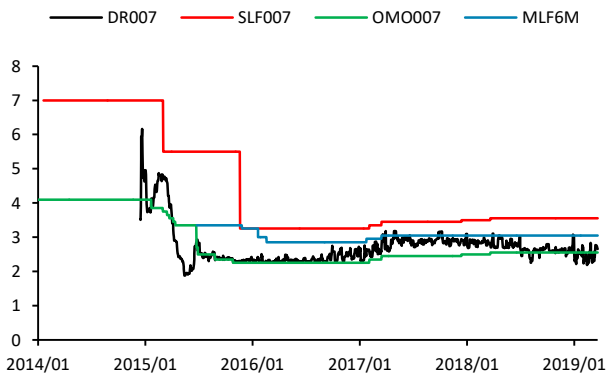
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 美国 LIBOR 利率



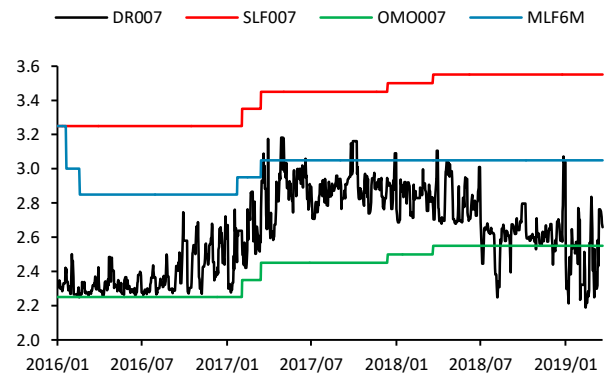
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 中国利率走廊 (14 年 1 月至今)



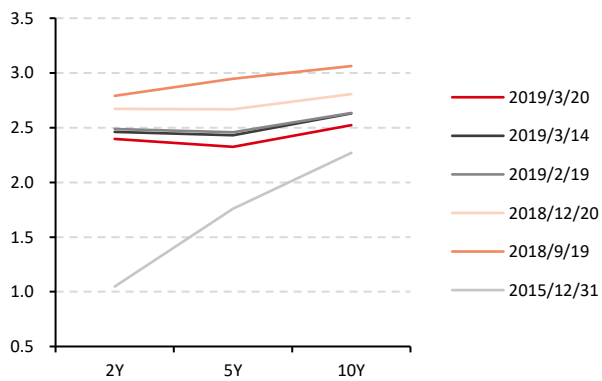
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 中国利率走廊 (16 年 1 月至今)



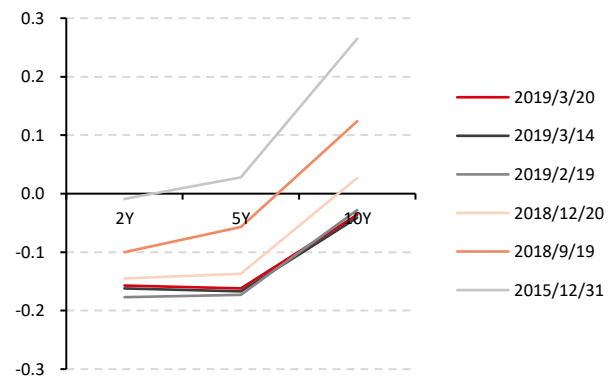
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 美国利率曲线



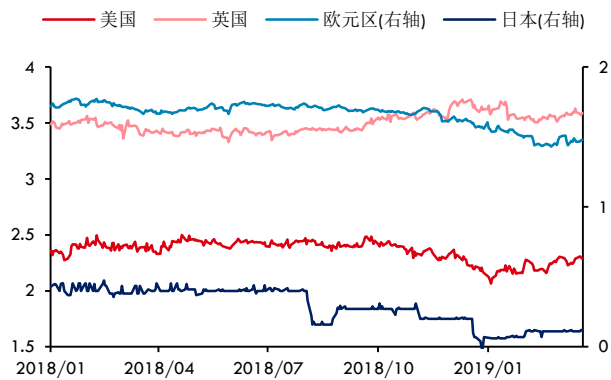
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 德国利率曲线



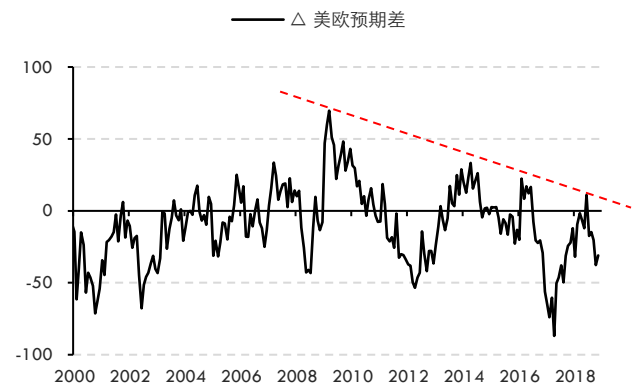
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 主要经济体通胀预期



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 美欧通胀超预期差

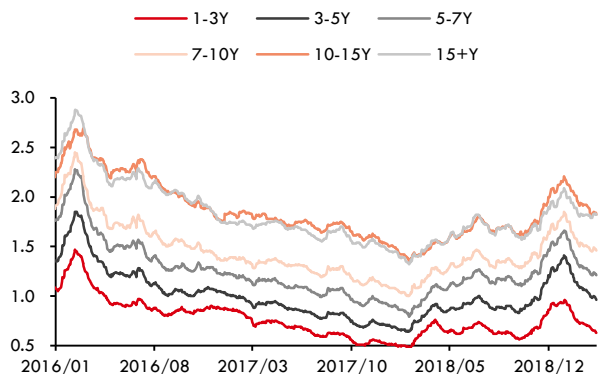


数据来源: Wind 华泰期货研究院

## 大类资产配置展望

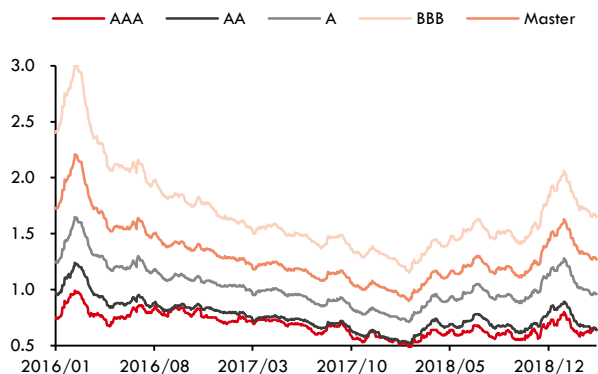
### · 信用资产一周图表

图 11: 美国信用利差 (按期限)



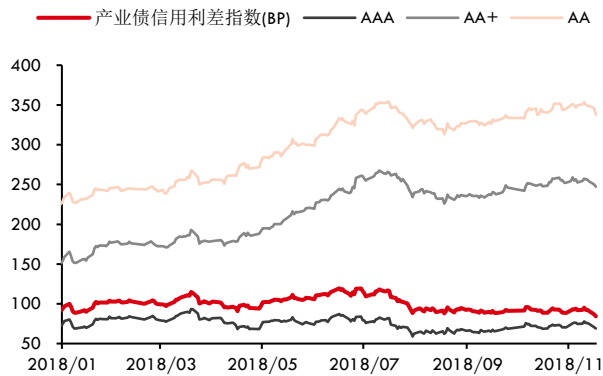
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 美国信用利差 (按评级)



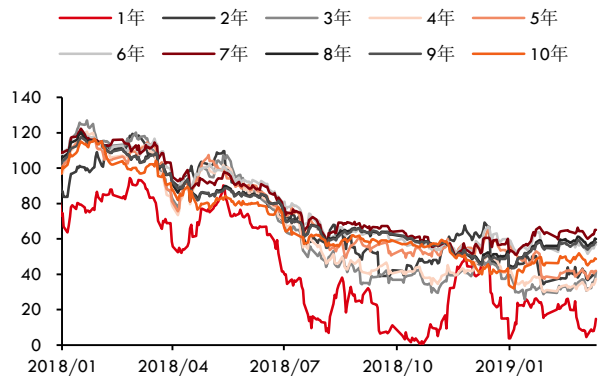
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 中国信用利差 (按评级)



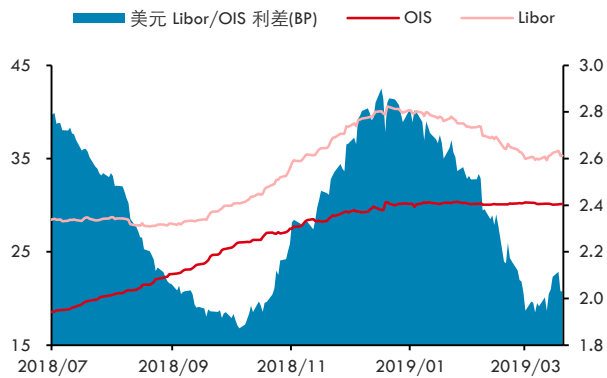
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 国开-国债利差



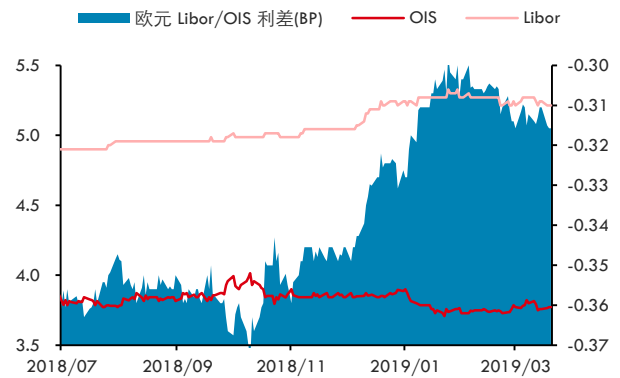
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 美元 OIS 利差



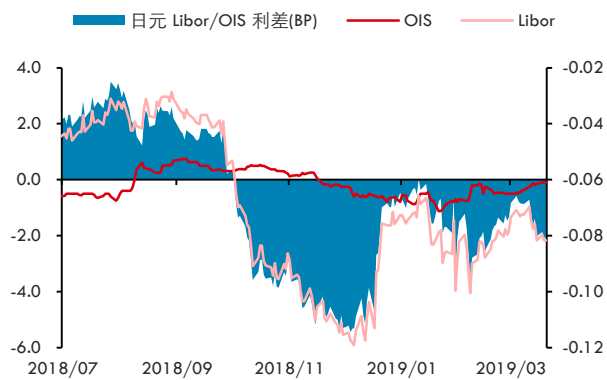
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 欧元 OIS 利差



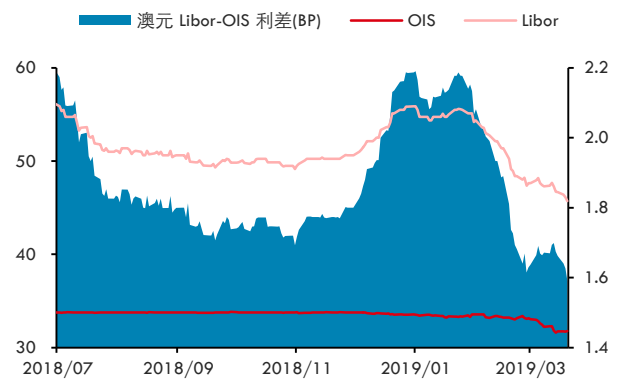
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 日元 OIS 利差



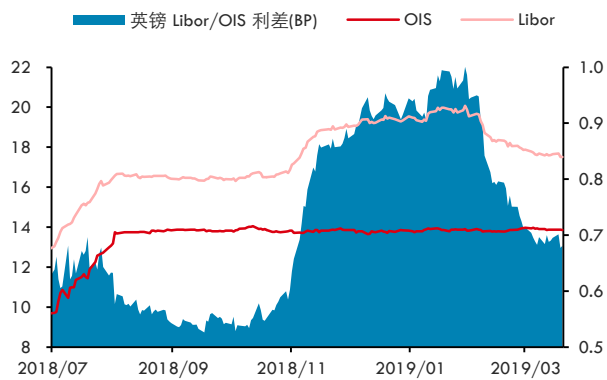
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 澳元 OIS 利差



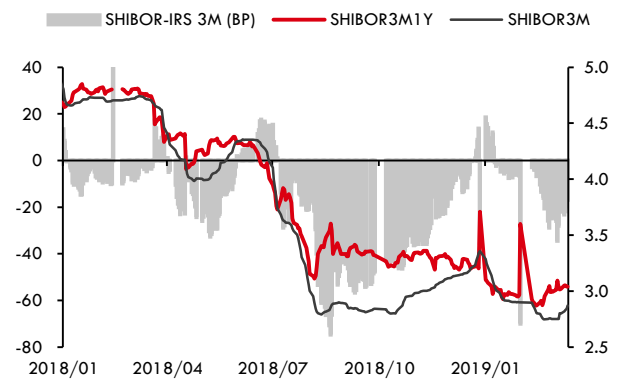
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 英镑 OIS 利差



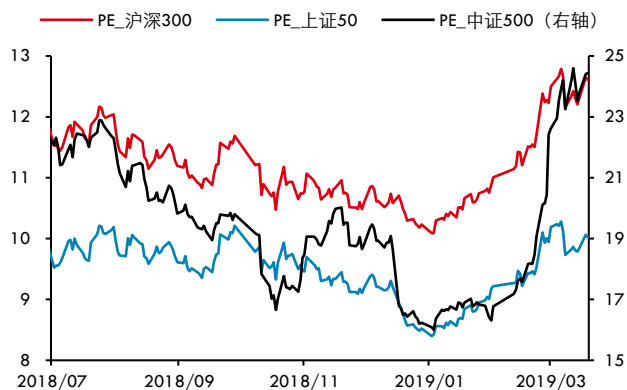
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 人民币 IRS 利差



· 权益资产一周图表

图 21: PE



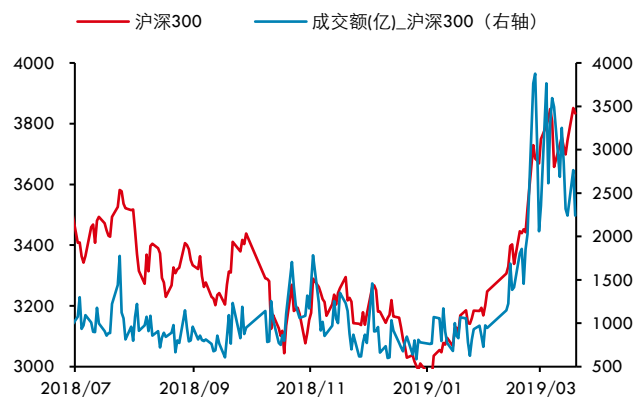
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 22: PB



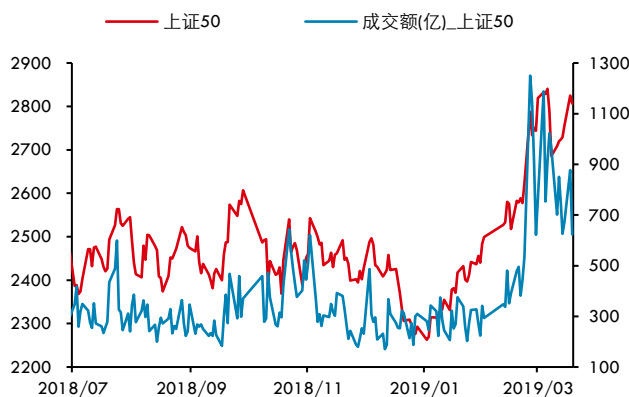
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: 沪深 300



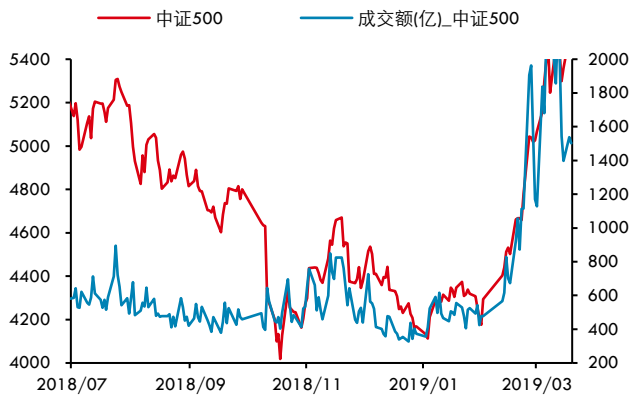
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24: 上证 50



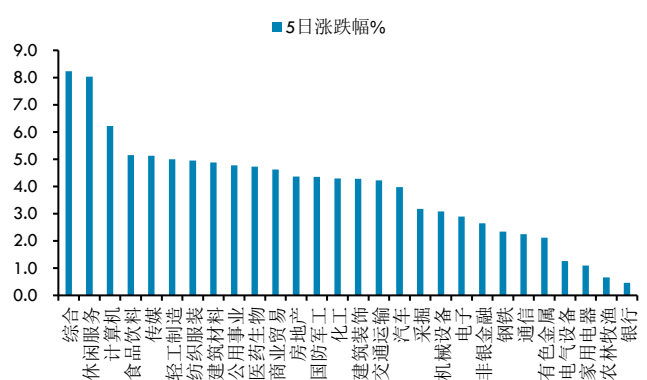
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 25: 中证 500



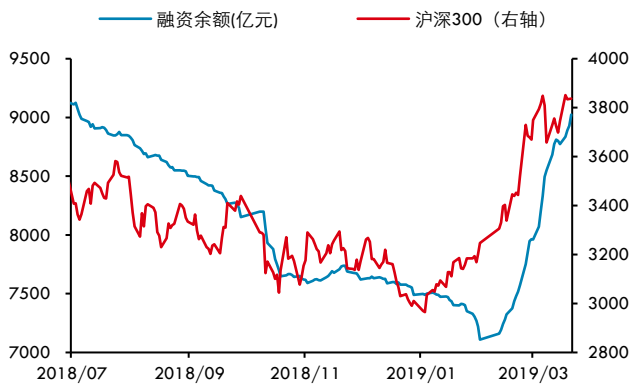
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 行业 5 日涨跌幅



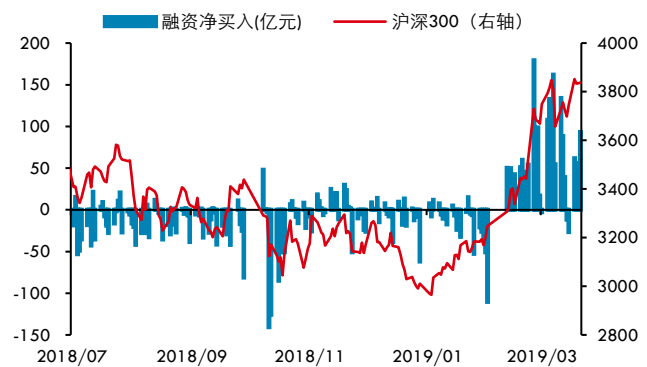
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 27: 融资余额



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: 融资净买入



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 股指基差走势

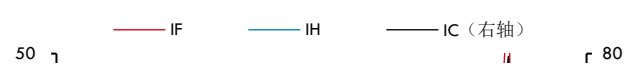


图 30: 股指换手率



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\\_13534](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13534)

