

择优布局风险资产

华泰期货研究院 宏观策略组

徐闻宇

宏观贵金属研究员

☎ 021-68757985

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

联系人:

陈峤

FICC 研究员

☎ 0755-82537411

✉ chenqiao@htfc.com

从业资格号: F3036907

宏观大类策略:

虽然中美经济已经趋向一致,但是也需要关注到其中结构上的不同——即中美信贷周期的分化。美国方面,伴随着美债期限利差的倒挂,往往成为信贷周期见顶的信号。而随着后续信贷周期的大概率见顶,美国经济或将进入到债务收缩叠加经济回落的经济下行前半段。中国方面,在宽信用政策的不断推进下,中国信用已于2019年年初见底,换句话说也就是中国经济处于信贷扩张叠加经济回落的经济下行后半段。在全球低利率环境下,我们需要关注市场风险偏好的改善。美联储9月议息会议虽然仍有分歧,但是相较于7月底,这一次的FOMC会议存在更多的鸽派看点。包括鲍威尔表示若经济出现下行风险则需要更多的降息、美联储扩大资产负债表规模的时间有可能比预期的更早、下调隔夜逆回购利率以及超额准备金利率30BP等。部分鸽派预期将继续提振全球风险偏好,金融市场压力指数也有所下滑,不妨对权益市场以及商品(能化类、工业品等)在短期内保持乐观。

权益: 看多, 新兴市场>发达市场, 小盘股>大盘股。从相对价值来看,目前美债10Y利率已经跌至标普500股息率下方,美债相对美股的配置价值有所下降,资金或更多会选择进入权益市场进行反弹博弈,而利率也大概率进入阶段性反弹阶段。在全球低利率环境下,我们认为权益类市场存在做多机会。同样,我们统计了历史上降息周期中利率反弹阶段下的全球股指表现,我们发现股指往往在此阶段录得正向收益,而其中又以新兴市场以及小盘股相对更强。

利率: 低配。中债方面,易行长近期的讲话基本上打消了年内货币政策进一步放宽的预期,因此我们认为利率的关注核心在于通胀的超预期上升。从猪周期模型上来看,猪价或将在年底到达峰值,同时也将会导致CPI在年底出现单月破3%的可能,投资者需要关注利率的反弹风险。美债方面,美债10Y利率年初至今已经下跌了100BP+的水平,大概率已经计入了4次甚至以上的降息预期。而目前美联储仅调息两次且鸽派表述一直低于市场预期,利率端也在近期出现了阶段性反弹。我们预计1.5%为美债利率今年的阶段性底部,四季度或将进入到阶段性反弹期(对前期大量降息预期的修正)。

商品: 工业品>农产品>贵金属。我们统计了历史上降息周期中利率反弹阶段下的商品表现,我们发现商品存在反弹机会,其中的强弱排序为:能源>农畜产品>工业品>贵金属(负收益)。对于内盘来说,在地产大周期向下的背景下,以黑色为首的工业品需求端仍显弱势,强势商品更加依赖于供给侧的变化,投资者需更多从供给短缺层面寻找逻辑支撑。

风险点: 贸易摩擦风险

相关研究:

利率曲线跟踪专题(一): 博弈增陡策略

2018-01-03

风格策略追踪专题系列(一) 因子分解视角下的风格轮动

2018-01-29

引——回顾

以9月来说，大类资产呈现风险资产>避险资产的特征，其中权益资产、商品中的螺纹钢、铁矿石、铜等表现偏强，而债券、贵金属等避险资产则出现明显回调。在这样的市场表征下，表明前期以美债实际利率下移为主的避险资产配置逻辑在短期出现了修整。一方面是利率端已经计入了大量的降息预期，所以无论是美联储的连续调息，或是欧央行的重启QE对利率的利好影响都出现了边际转弱。另一方面则是在全球低利率环境下的流动性宽松预期带来的风险偏好改善。

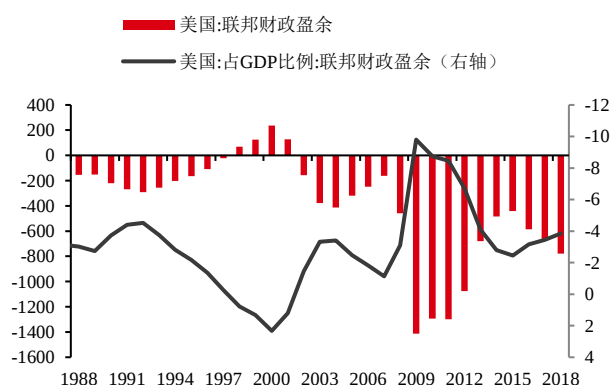
大类资产	名称	现价	日涨跌幅 (%)	周涨跌幅 (%)	本月以来 (%)	今年以来 (%)
权益	道琼斯工业平均指数	26,820.25	-0.26%	-0.43%	1.58%	16.29%
	标准普尔500指数	2,961.79	-0.53%	-1.01%	1.21%	19.15%
	纳斯达克综合指数	7,939.63	-1.13%	-2.19%	-0.29%	20.58%
	上证综合指数	2,932.17	0.11%	-2.47%	1.59%	17.57%
	伦敦金融时报100指数	7,426.21	1.02%	1.11%	3.04%	10.28%
	巴黎CAC40指数	5,640.58	0.36%	-0.88%	2.92%	20.56%
	法兰克福DAX指数	12,380.94	0.75%	-0.70%	3.70%	17.26%
	东京日经225指数	21,878.90	-0.77%	-0.91%	5.67%	9.31%
	恒生指数	25,954.81	-0.33%	-1.82%	0.89%	1.77%
债券	圣保罗IBOVESPA指数	105,077.60	-0.23%	0.25%	3.90%	19.56%
大类资产	名称	现价	日涨跌幅 (BP)	周涨跌幅 (BP)	本月以来 (BP)	今年以来 (BP)
债券	美债10Y	1.69	-1.00	-5.00	19.00	-103.00
	中债10Y	3.15	1.01	5.02	9.09	-8.33
	英债10Y	0.54	-0.46	-10.10	2.49	-80.23
	法债10Y	-0.29	-2.30	-6.50	12.30	-99.50
	德债10Y	-0.60	3.00	-7.00	11.00	-85.00
	日债10Y	-0.24	1.00	-2.70	3.90	-27.30
大类资产	名称	现价	日涨跌幅 (%)	周涨跌幅 (%)	本月以来 (%)	今年以来 (%)
大宗商品	螺纹钢.SHFE	3,437.00	-0.23%	1.45%	2.60%	0.97%
	铁矿石.DCE	642.50	0.86%	1.18%	5.76%	29.93%
	铜.LME	5,762.00	0.72%	0.12%	1.95%	-3.82%
	铝.LME	1,741.00	0.12%	-2.49%	-0.91%	-5.76%
	镍.LME	17,210.00	-0.20%	-0.98%	-3.88%	60.24%
	WTI原油	56.41	-0.14%	-2.89%	2.38%	24.44%
	甲醇.CZCE	2,341.00	-1.51%	1.08%	9.39%	-1.97%
	PTA.CZCE	5,096.00	-0.82%	-0.89%	-0.12%	-9.65%
	大豆.CBOT	883.00	-0.54%	0.17%	1.67%	-1.12%
	豆粕.DCE	2,849.00	-0.38%	-0.49%	-2.93%	8.53%
	白糖.DCE	5,532.00	0.14%	2.24%	3.06%	17.70%
	棉花.DCE	12,135.00	-2.57%	-6.29%	-3.08%	-18.45%
	黄金.COMEX	1,503.30	-0.56%	-1.38%	-1.69%	17.13%
	白银.COMEX	17.59	-1.59%	-2.58%	-4.82%	13.85%
大类资产	名称	现价	日涨跌幅 (%)	周涨跌幅 (%)	本月以来 (%)	今年以来 (%)
外汇	美元指数	99.11	-0.10%	0.64%	0.28%	2.84%
	中间价:美元兑人民币	7.07	0.00%	0.00%	-0.21%	3.06%
	美元兑日元	107.96	0.11%	0.38%	1.58%	-2.12%
	欧元兑美元	1.09	0.20%	-0.69%	-0.45%	-4.39%
	英镑兑美元	1.23	-0.28%	-1.48%	1.03%	-3.22%

中美宏观经济的结构分化

- 中长期：中美经济处于回落区间

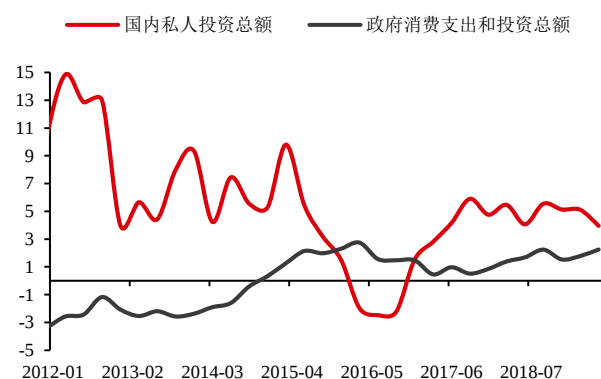
从中长期的角度来看，18 年美国在全球经济回落的背景下一枝独秀，PMI 维持在稳定的繁荣区间，这主要和美国顺周期财政刺激效应下的经济回落滞后有关。从数据上也可得到验证，18 年美国联邦政府支出增速上升，美国各经济部门中也以一般政府部门信贷增速在 18 年上升幅度最高。而随着美国顺周期财政刺激效应影响的消退、美联储加息的负面效应开始显现（信贷收缩），美国经济增速在 2019 年进入经济回落区间，中美经济周期也逐渐从分化走向了收敛。

图 1: 2018 年财政赤字占比扩大 单位: %



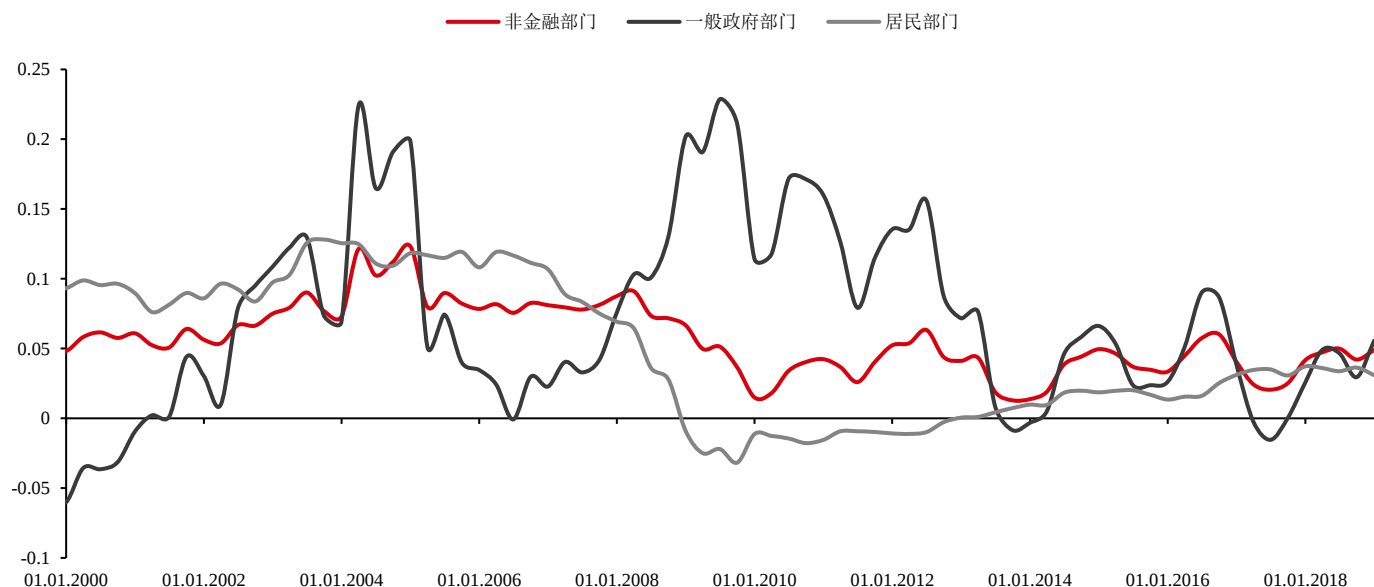
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 2: 2018 年政府支出增速上升 单位: %



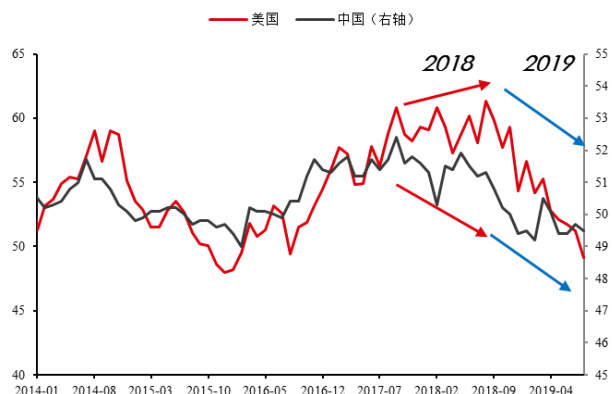
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 美国各经济部门信贷增速 单位: %



数据来源: BIS 华泰期货研究院

图 4: 中美 PMI 由分化走向收敛 单位: %



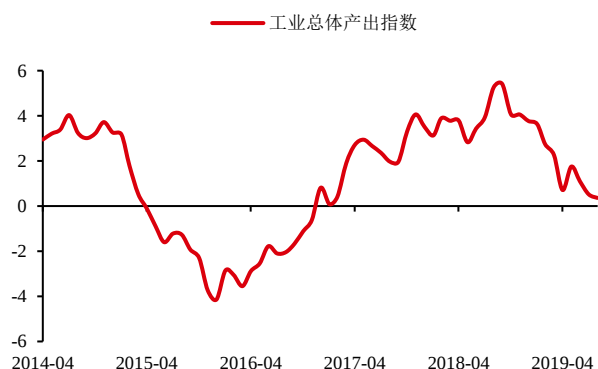
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: 中美利率由分化走向收敛 单位: %



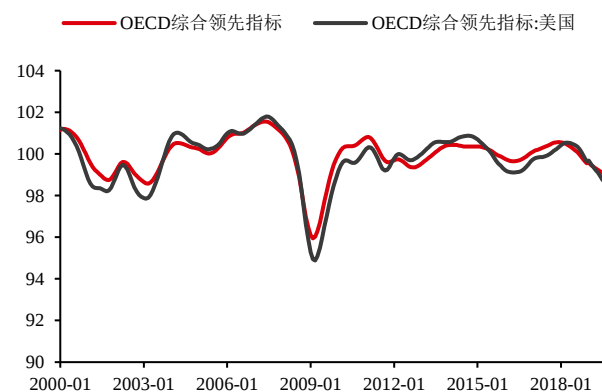
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 工业产出已于 18 年三季度见顶 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

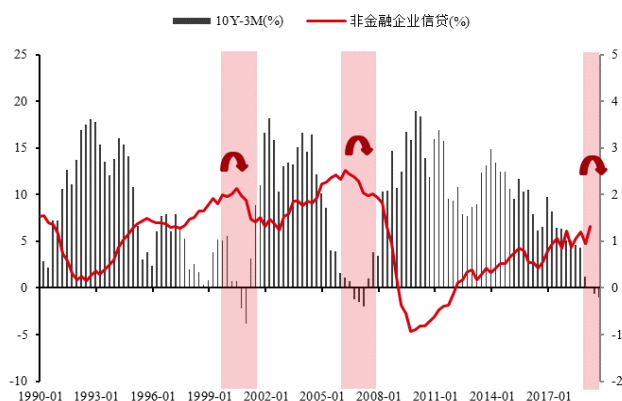
图 7: 领先指标的下移 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

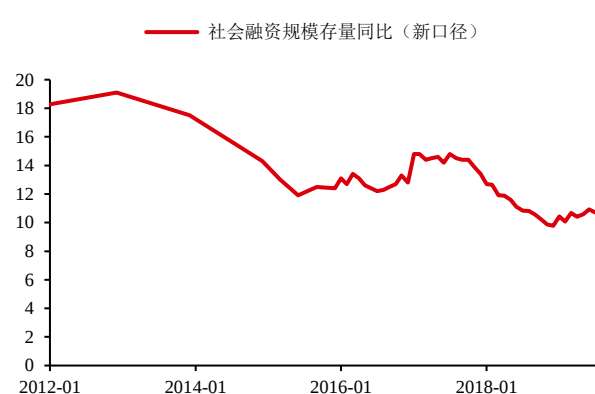
虽然中美经济已经趋向一致，但是也需要关注到其中结构上的不同——即中美信贷周期的分化。美国方面，伴随着美债期限利差的倒挂，往往成为信贷周期见顶的信号。而随着后续信贷周期的大概率见顶，美国经济或将进入到债务收缩叠加经济回落的经济下行前半段。中国方面，在宽信用政策的不断推进下，中国信用已于 2019 年年初见底，换句话说也就是中国经济处于信贷扩张叠加经济回落的经济下行后半段。

图 8: 流动性收缩环境中信用的见顶 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 宽信用过程中中国信用见底 单位: %

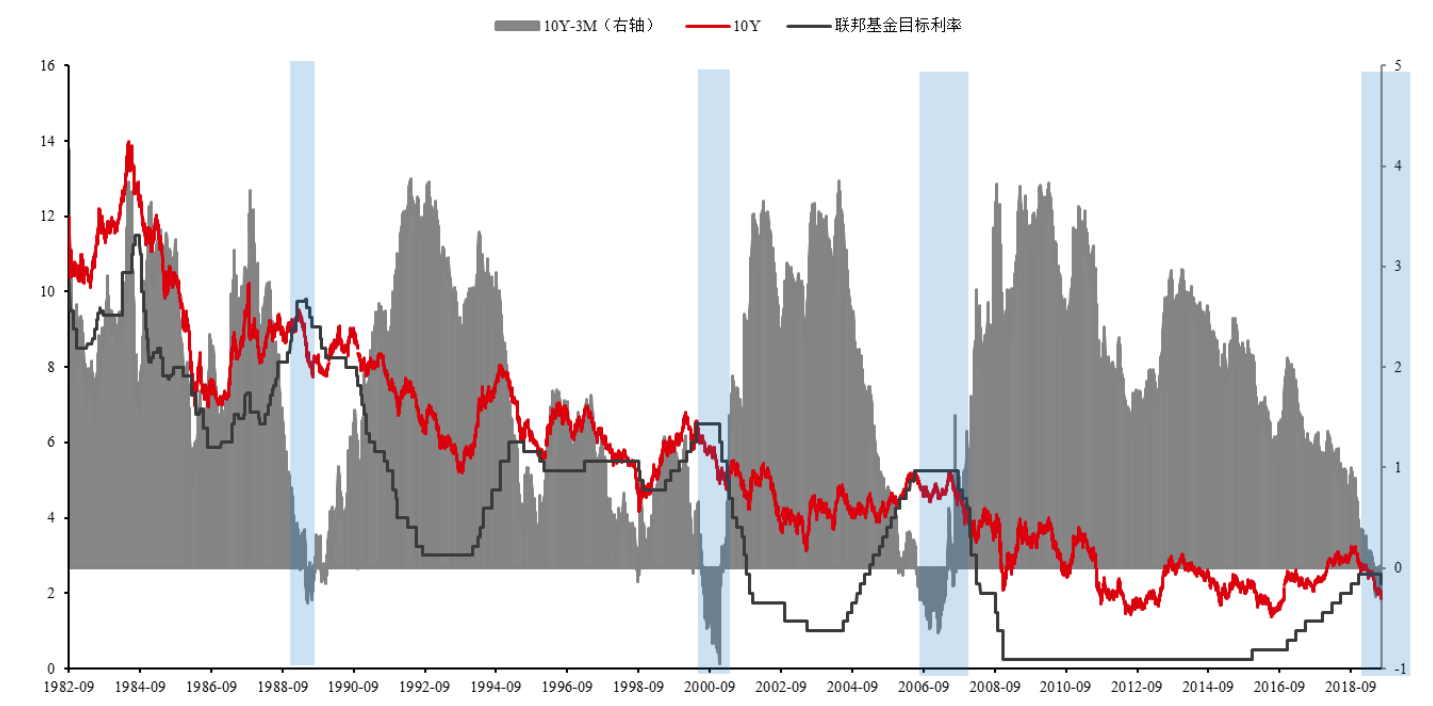


数据来源: Wind 华泰期货研究院

伴随着美国经济下行的压力逐渐升高和美债长短利差曲线的倒挂，美联储紧缩政策也得以退潮并从 7 月底开启了新一轮的降息周期。不仅仅是美国，随着全球经济的疲软，已有超过 30 多个国家降息，其中降息幅度最大的为土耳其，7 月 26 日土耳其央行决定将一周回购利率从 24% 大幅下调至 19.75%；9 月 12 日，土耳其央行又将基准一周回购利率从 19.75% 下调至 16.5%，再次降息 325 个基点。9 月 19 日美联储宣布降息 25 个基点后，“金砖国家”巴西再次妥协，将利率下调 50 个基点至 5.5%，再次刷新历史新低。香港、沙特、阿联酋、约旦以及菲律宾也紧跟美国降息。

图 10: 美联储紧缩退潮——开启降息

单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

表格 1 2019 年至今主要国家降息情况

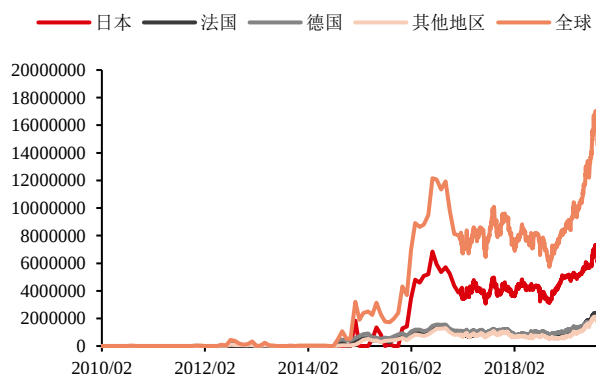
时间	地区	降息基点	时间	地区	降息基点
2 月	印度	-25	7 月	澳大利亚	-25
	埃及	-100		韩国	-25
	吉尔吉斯斯坦	-25		印尼	-25
	格鲁吉亚	-25		乌克兰	-50
3 月	牙买加	-25	8 月	南非	-25
	巴拉圭	-25		土耳其	-425
	尼日利亚	-50		俄罗斯	-25
	印度	-25		秘鲁	-25
4 月	哈萨克斯坦	-25	8 月	菲律宾	-25
	乌克兰	-25		泰国	-25
	阿塞拜疆	-25		印度	-35
	马来西亚	-25		新西兰	-50
5 月	新西兰	-25	8 月	美联储	-25
	菲律宾	-25		香港	-25
	冰岛	-50		巴西	-50
	斯里兰卡	-50		沙特	-25
	卢安达	-50		巴林	-25
	吉尔吉斯斯坦	-25		阿联酋	-25

6 月	澳大利亚	-25	9 月	墨西哥	-25
	印度	-25		俄罗斯	-25
	智利	-50		丹麦	-10
	俄罗斯	-25		土耳其	-325
	冰岛	-25		欧洲央行	-10
	阿塞拜疆	-25		美国	-10
	巴拉圭	-25		香港	-25
				巴西	-50
				沙特	-25
				阿联酋	-25
				约旦	-25
				菲律宾	-25

资料来源：华泰期货研究院

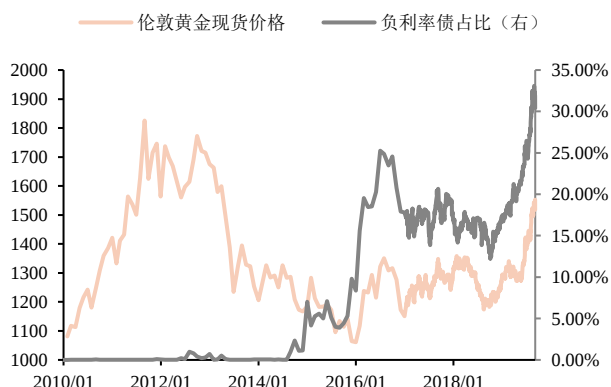
全球频频的降息潮也使得负利率政策再入投资者视野。目前主要发达国家的国债收益率均在负值，德国和日本目前各期限的国债收益率均为负值，法国除 30 年期国债收益率为正之外，其余各期国债收益率均为负值，意大利各期限国债收益率也延续下降趋势，较短期限国债收益率目前已为负值。目前全球负利率债数量已达历史高点，全球负利率债存量最多的国家为日本，负利率债规模为 6.15 万亿美元，其次是法国的 2.06 万亿美元以及德国的 1.93 万亿美元，上述三个国家的负利率债规模占到全球的 69.76%。分项来看，目前全球负利率债中国债份额最高，负利率的国债为 10.99 万亿美元，占全球负利率债的 75.59%，负利率的公司债金额为 6500 亿美元，占全球负利率债的 4.47%。

图 11： 全球负利率债情况 单位:百万美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

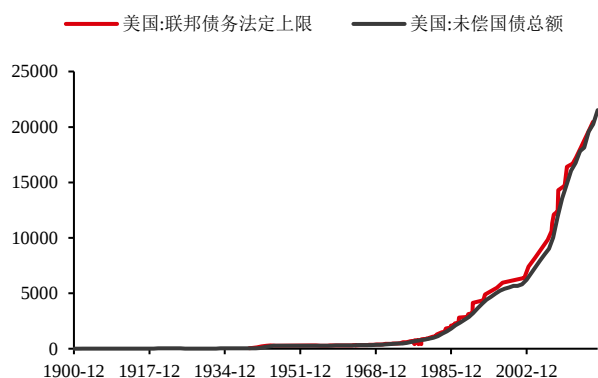
图 12： 全球负利率债占比 单位: %



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

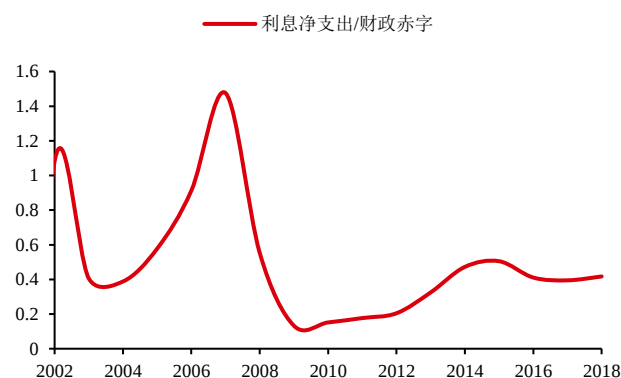
随着美国经济内生动能出现削弱，美国经济需要宽财以及宽货币的逆周期调节政策进行对冲。考虑到美国债务负担以及利息支出不断加重，未来的财政刺激需要配合更加宽松的货币政策（不排除QE），全球央行的资产负债表或也将再次进入扩张周期。

图 13: 未偿国债余额已突破债务上限单位:十亿美元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

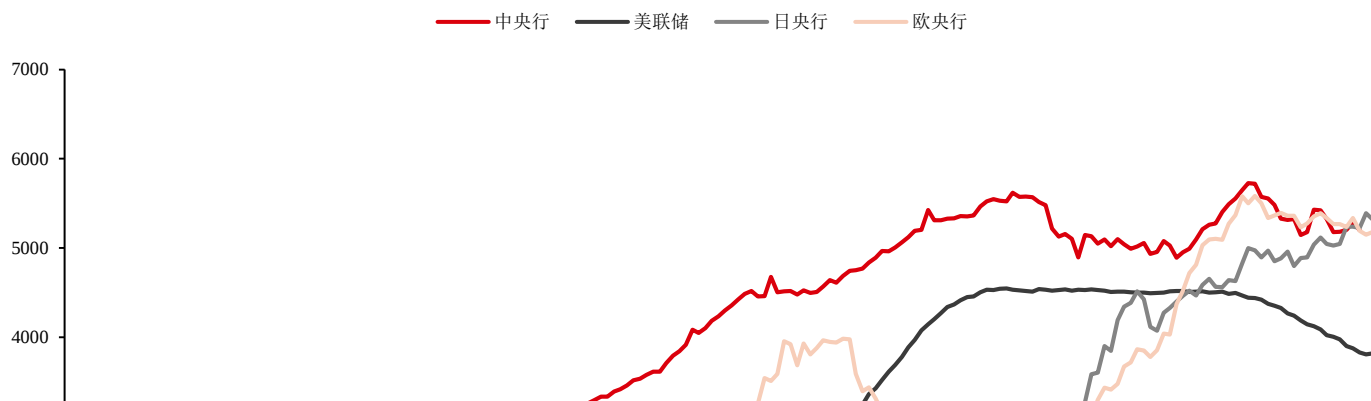
图 14: 利息支出负担上移 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: 央行资产负债表或将再次扩张

单位: 十亿美元



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_9861

