



宏观策略

——美联储加息后的情境梳理（附国债）

徐闻宇

2017.03.26

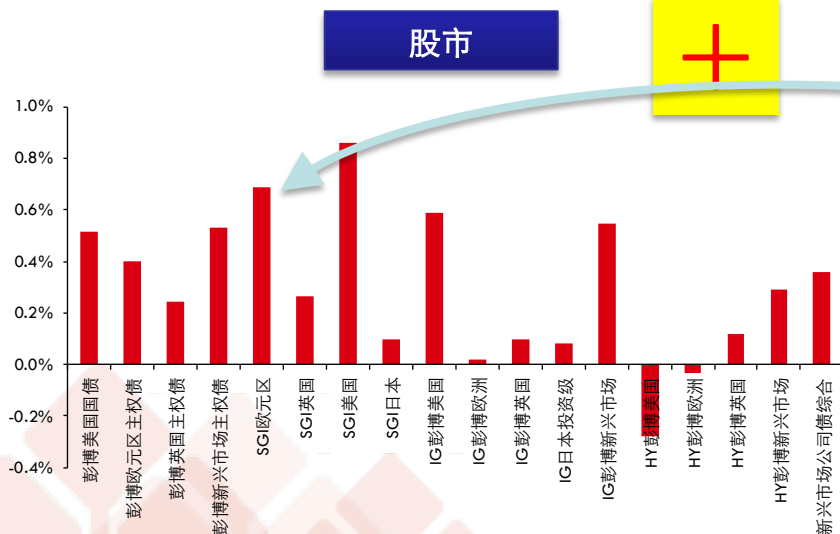
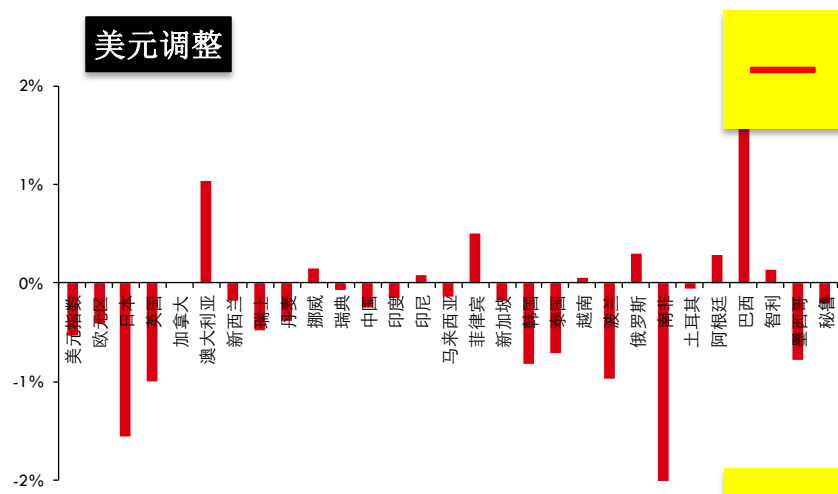
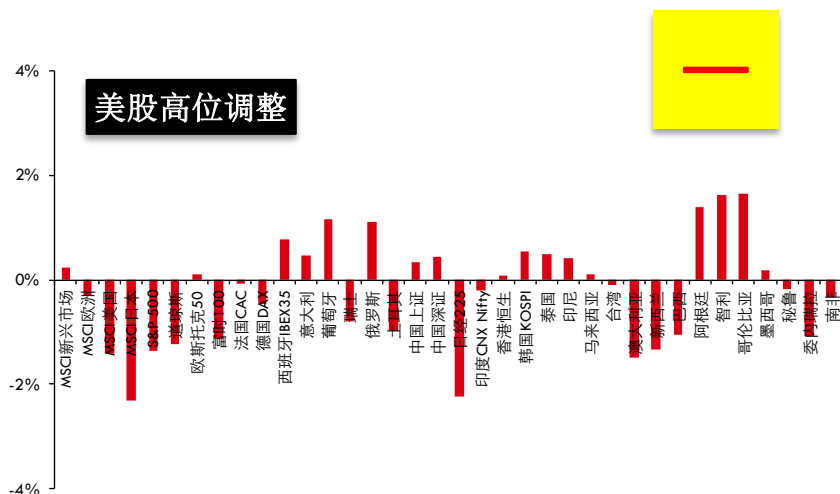
大类资产回顾

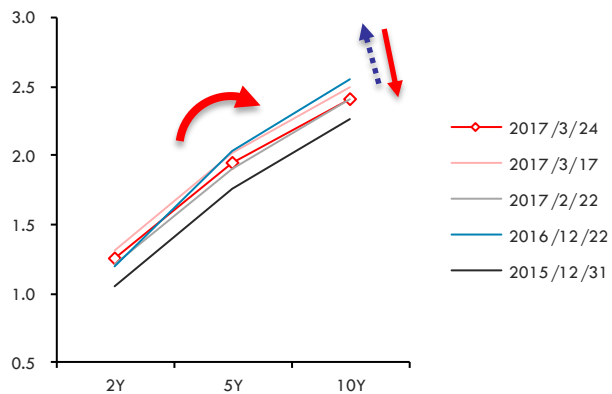
- 股债汇和商品
- 利率曲线变动
- 加息周期

本周聚焦点

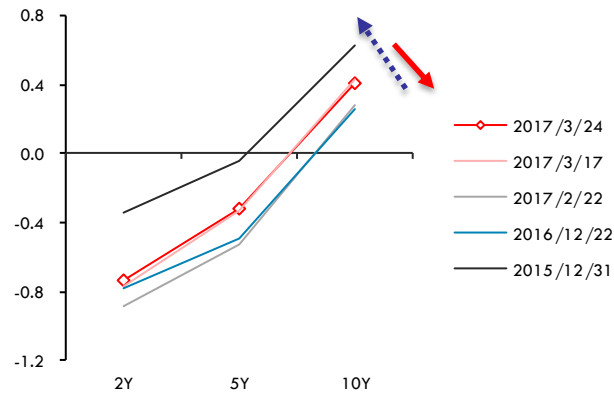
一周宏观策略

国债期货再梳理

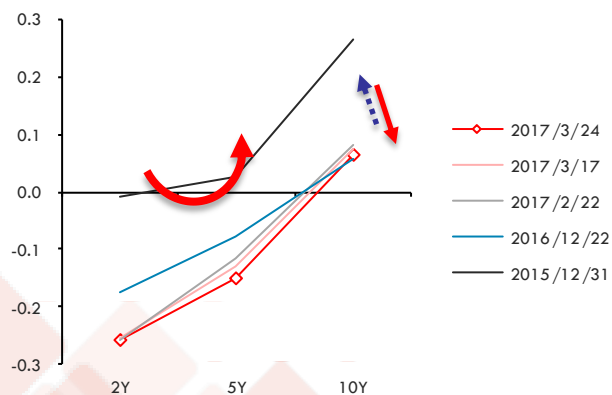




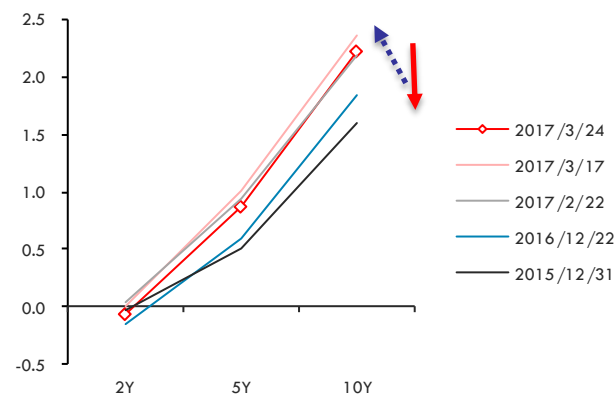
美国



德国

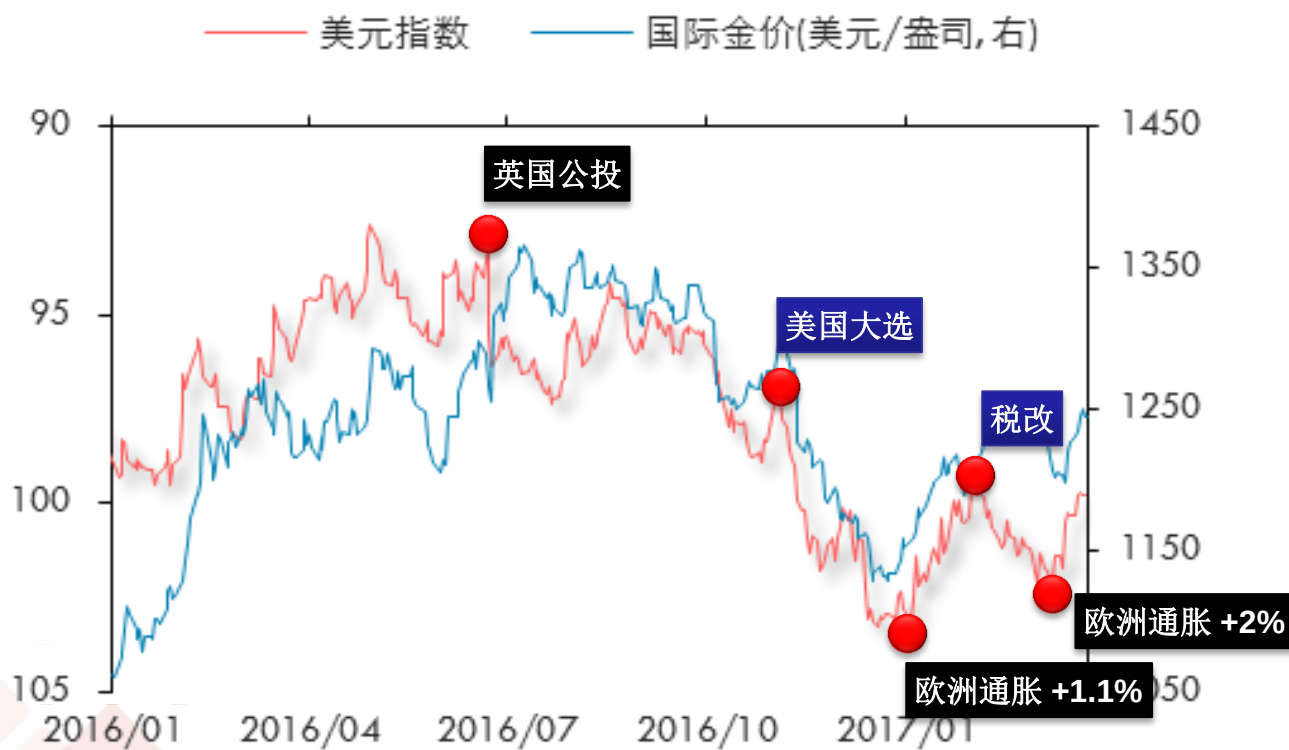


日本



意大利

等待美欧货币政策分化的到来



大类资产回顾

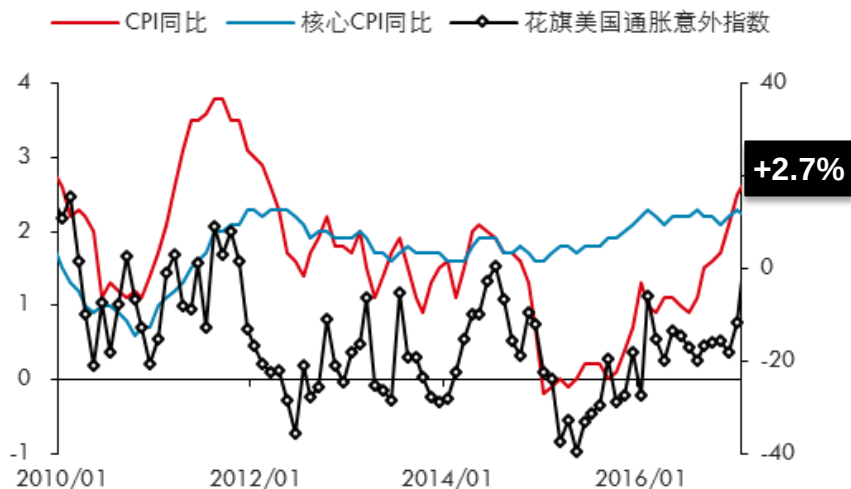
本周聚焦点

- 央行
- 政策
- 预期

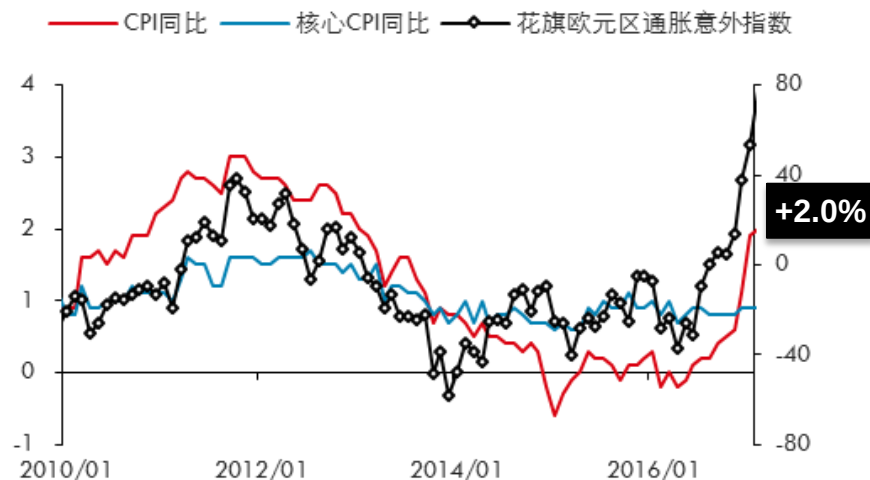
一周宏观策略

国债期货再梳理

美国通胀状况



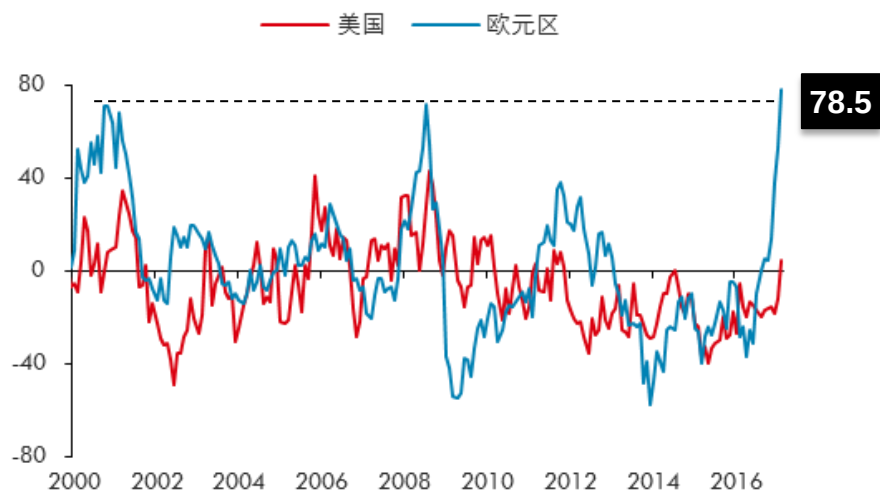
欧洲通胀状况



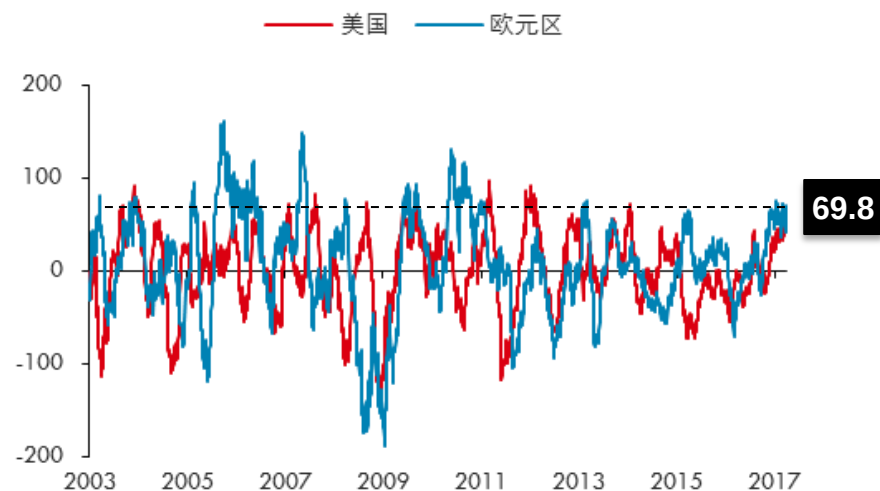
美欧央行表态：

- 美联储：**市场认为鸽派——1) 耶伦在演讲中说到，并不是基准利率上调了就一定要缩表；2) 美联储声明“only gradual increase in the federal funds rates”删掉了only，耶伦新闻发布会极力地描述删掉only这个词没有特殊的含义。但是随后缩表言论满天飞。
- 欧央行：**市场认为鹰派——1) 议息删除了“使用所有可用工具”的表述；2) 欧央行上调了2017、2018年GDP和通胀预期。但是德国央行行长魏德曼表示，继续宽松的货币政策仍然适宜。
- 市场表现：**美德利差在美联储议息后小幅回落，但周五小幅回升。

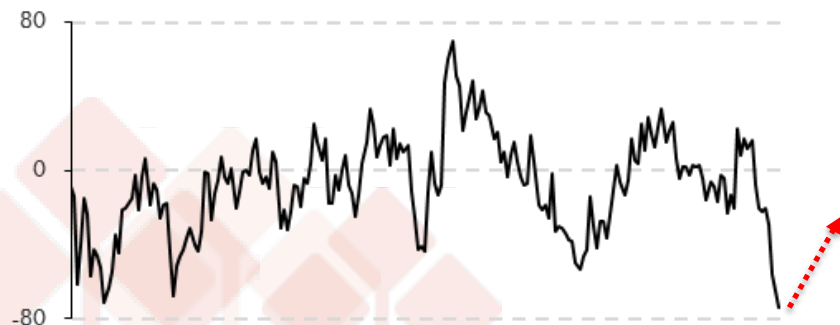
花旗通胀意外指数



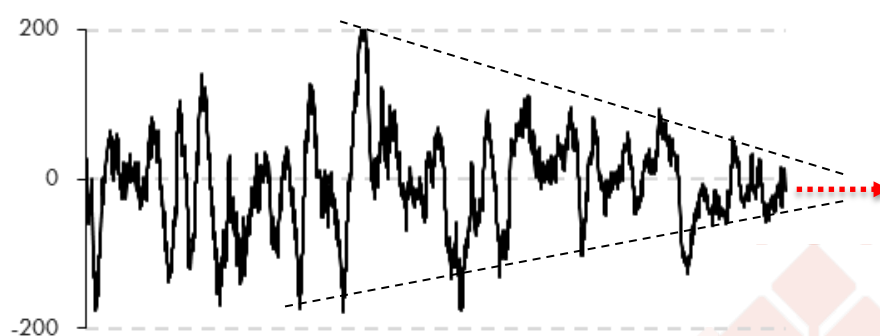
花旗经济意外指数



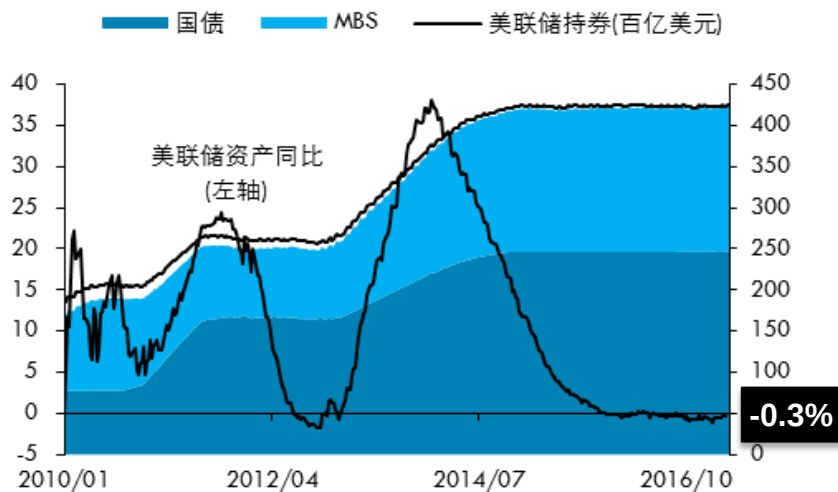
— Δ 美欧预期差



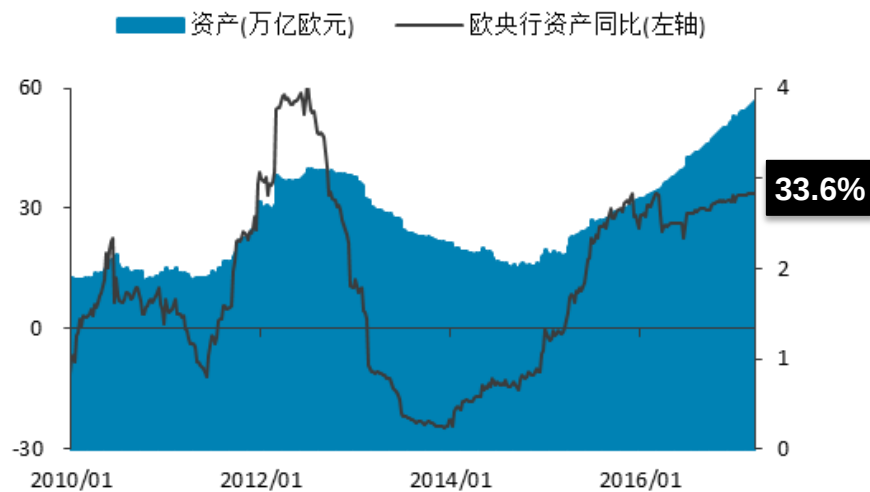
— Δ 美欧预期差



美联储资产总额



欧央行资产总额



资产负债表：

1. 美联储：同比增速逐渐转负。
2. 欧央行：同比增速逐渐收窄。
3. 市场预期：1）长期——美欧之间的货币政策分化年内将逐渐收敛，对应着美元的筑顶。2）短期——美联储“持续释放缩表预期叠加特朗普政策不确定阶段性降低”和欧央行“欧洲政治不确定”下，分化依然存在，即欧央行会表现的谨慎，但美联储相对会确定，对应着美元的走强周期没有结束。

半小时：特朗普主动联系记者透露撤回议案

下午**3:31** 《华盛顿邮报》记者Robert Costa接到特朗普电话，“Bob，我们决定撤回医保议案。这全怪众议院民众党一票都不肯给我们，而共和党只差几票就能通过了。”

下午**3:32** Robert Costa在推特上宣布了这一消息，并称“特朗普表示并不怪罪议长Ryan”。

下午**3:33** 据CNBC报道，共和党领袖决定推迟关于医保议案的投票。

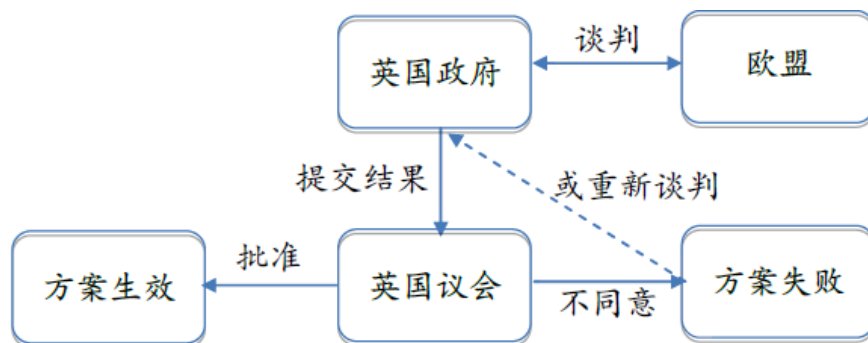
下午**3:35** 消息称众议院议长Ryan将在美股收盘后针对医保议案讲话。市场随即呈现反弹迹象。

下午**3:49** 媒体援引众议院共和党领导层助理证实，议长Ryan在下午3点与总统特朗普会谈，特朗普要求Ryan撤回医保议案。

下午**3:52** 《纽约时报》记者Maggie Haberman接到特朗普电话，称短期内不会再讨论医保议案，将在今年稍晚再重新提议讨论。特朗普同时表示，希望近期在**减税**方面有所作为。

欧洲下一步是英国脱欧进程

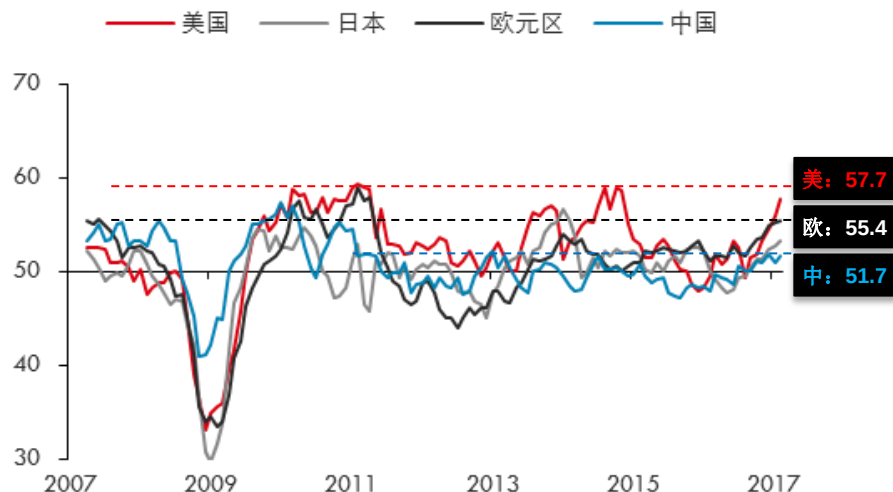
3月29日 英国将触发《里斯本条约》第50条启动脱欧，未来关注重点转移至英国脱欧谈判本身。



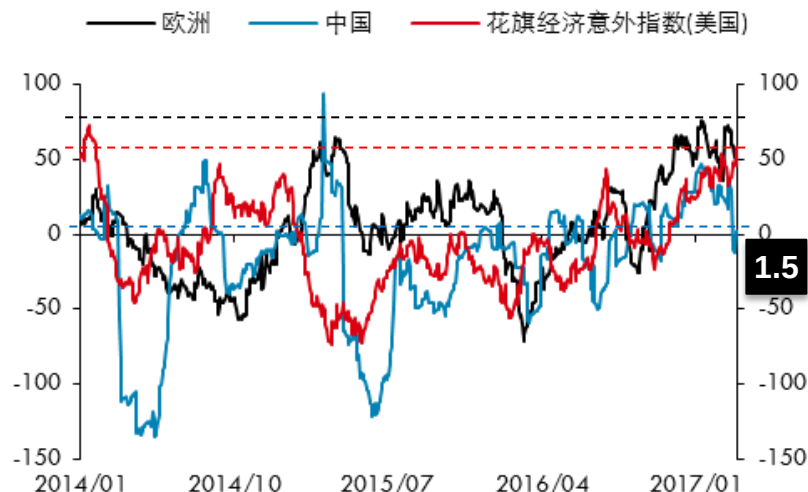
市场将持续对英国经济和可能面临的资本流出进行定价，谈判细节将成为英镑走势的主要影响因素。**英镑**（对美元和欧元）可能震荡下跌。

另一方面，汇率贬值提振英国经济，且长期影响未必悲观，**避险资产**可能不会受到较大提振。

全球主要经济体制造业PMI



中美欧经济意外指数



短期市场预期升的太快:

1. 美国: ISM制造业PMI达到57.7, 达到阶段性高点附近, 继续上升空间缩小; 从经济超预期程度看, 为2014年以来新高。
2. 欧洲: 制造业PMI持续强劲反弹至55.4, 达到2011年以来新高; 从经济超预期程度来看, 为2013年以来新高, 远超市场对欧洲的乐观程度。
3. 中国: 财新制造业PMI回升至51.7, 延续8个月为景气上升; 但经济超预期指数近期出现回落, 料将继续降低市场对于3月经济数据乐观展望。
4. 市场表现: 中国债市在MPA考核后预计延续偏强。

大类资产回顾

本周聚焦点

一周宏观策略

- 美元：非空
- 权益资产：非空

国债期货再梳理

宏观策略·预期修正行情

美国：

- 特朗普行情：市场从医改转向税改，短期不确定降低——即美元和利率空头面临回补可能；
- 美联储：收紧货币预期没有改变，关注PCE回暖可能；
- 资产影响：维持**权益**资产**调整**后做多；**债券**曲线趋平，做空久期；**贵金属**多头面临修正。

欧洲：

- 英国退欧进程开启：英镑资产波动加大；
- 欧央行：4月新增购债降低，关注结束信号释放——即通胀继续走高将增加看空欧元资产风险；
- 资产影响：离岸美元需求存在增加预期，**美元**不空；

中国：

- 市场预期已经降低，一旦经济数据延续强势，需关注市场调整后的做多机会：多**权益**空**国债**。

风险点：

- 1、经济数据超预期恶化；
- 2、流动性再次收紧。

徐闻宇

2017.03.26

大类资产回顾

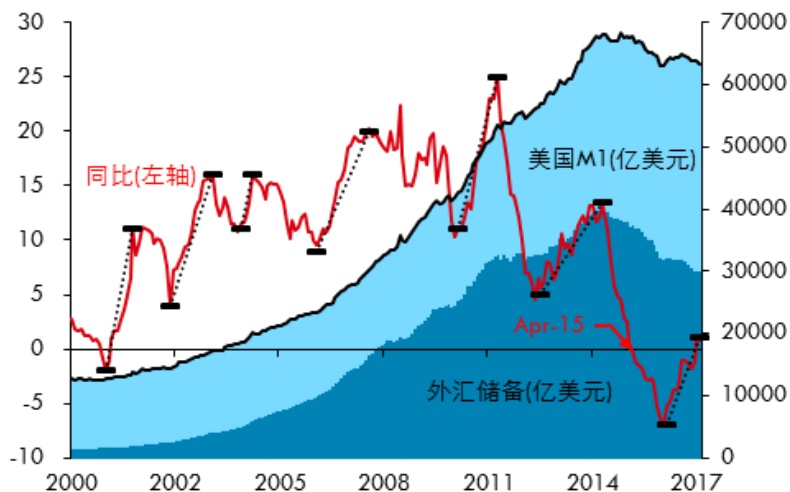
本周聚焦点

一周宏观策略

国债期货再梳理



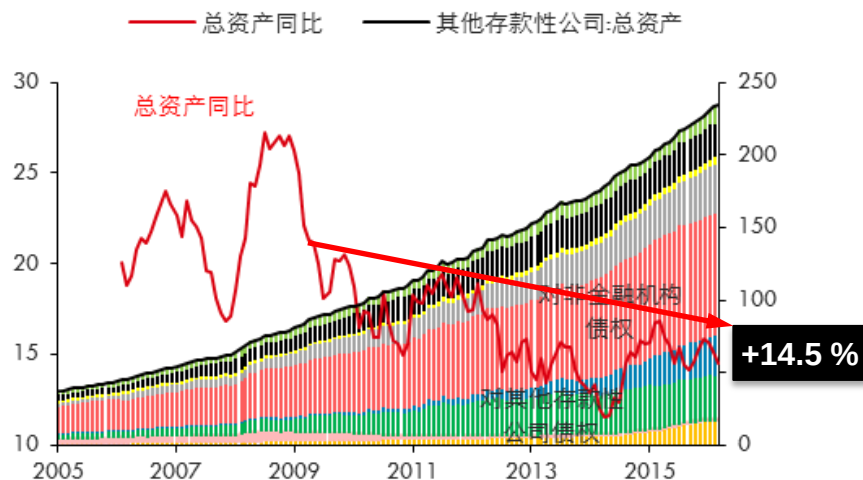
全球流动性周期



流动性扩张周期：15个月

1. 2001.1-2001.9: 9个月
2. 2002.10-2003.11: 14个月
3. 2004.8-2004.12: 5个月
4. 2006.10-2008.2: 17个月
5. 2010.7-2011.8: 14个月
6. 2012.11-2014.6: 20个月
7. 2016.3-2017.2: 12个月

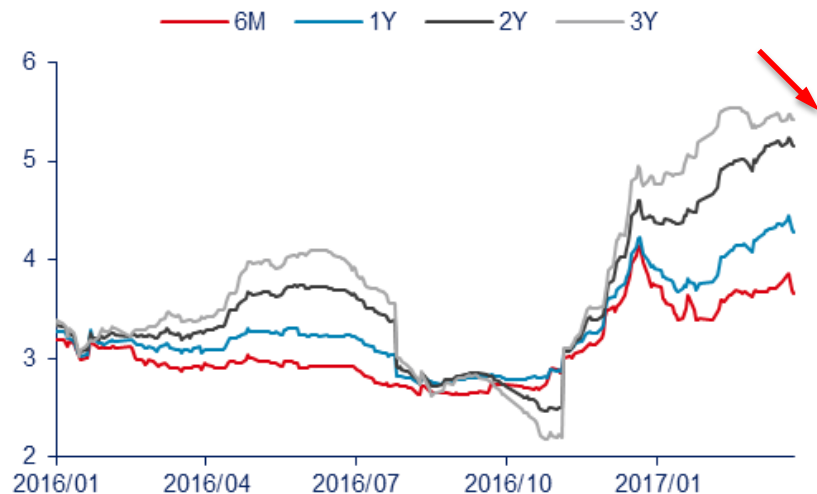
国内流动性：扩张衰竭



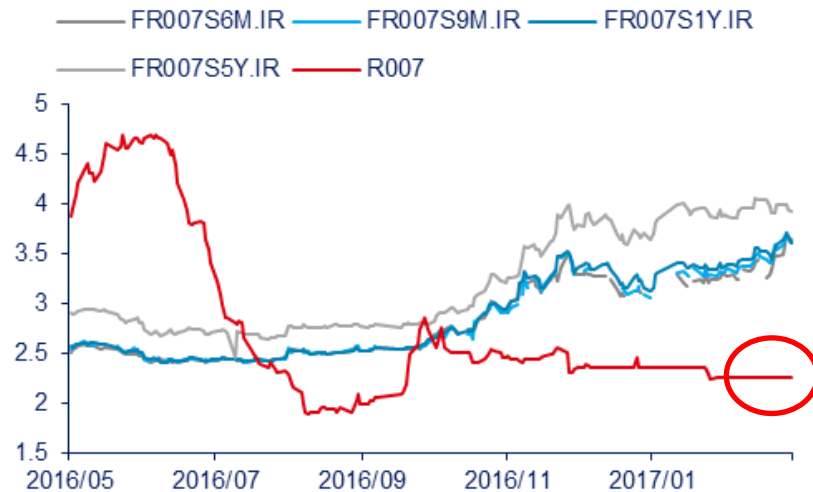
流动性扩张放缓：

1. 2003-2009: 快速扩张
2. 2010-2013: 扩张放缓
3. 2014-2016: 结构转换
4. 2016-至今: 增速下台阶

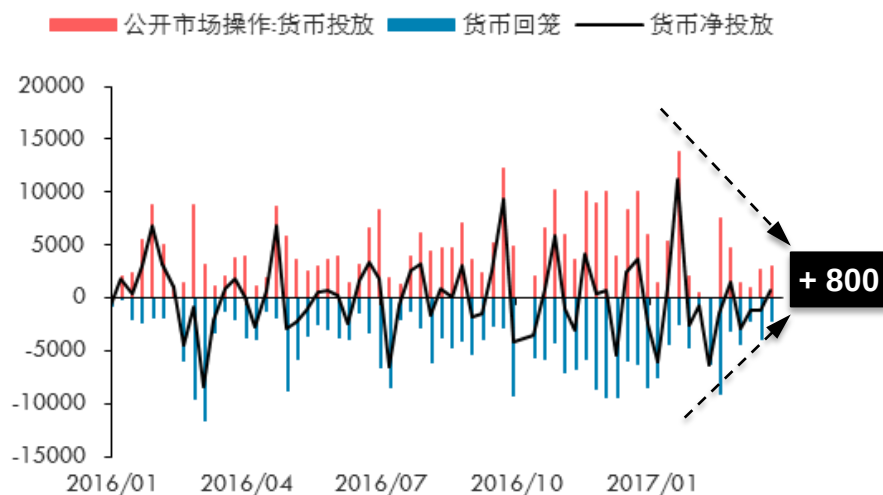
同业存单利率



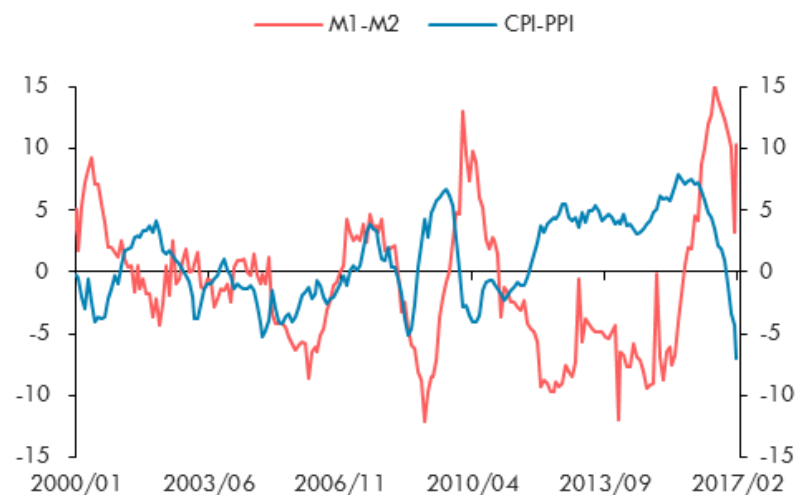
R007利率稳定



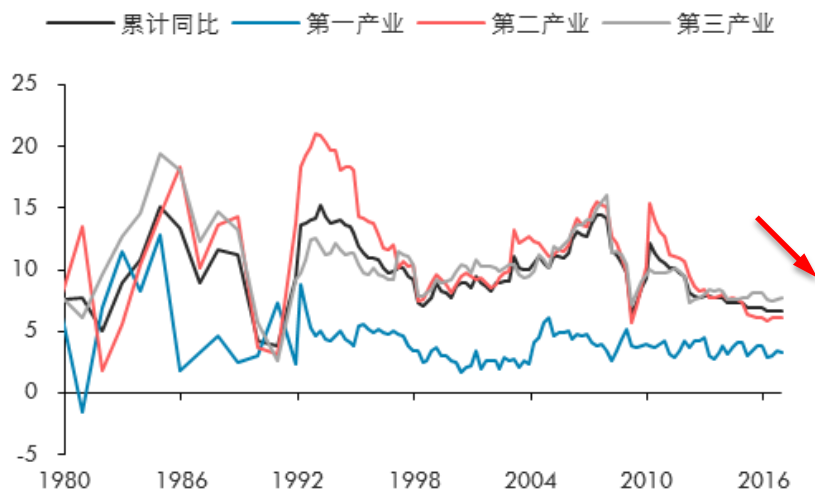
公开市场投放谨慎(亿元)



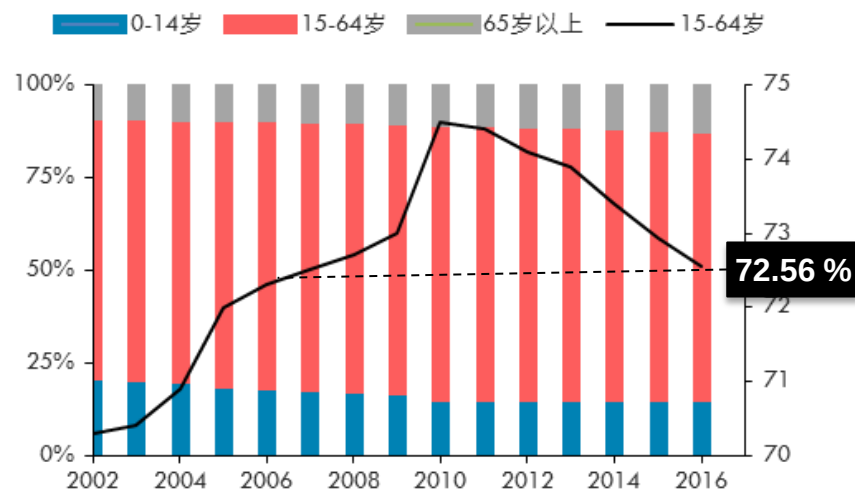
M1-M2剪刀差的逐渐改善



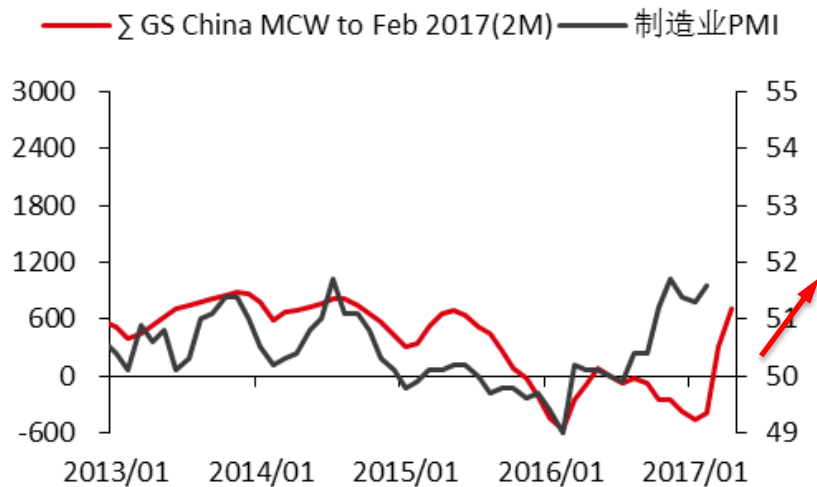
GDP累计同比增速放缓格局不变



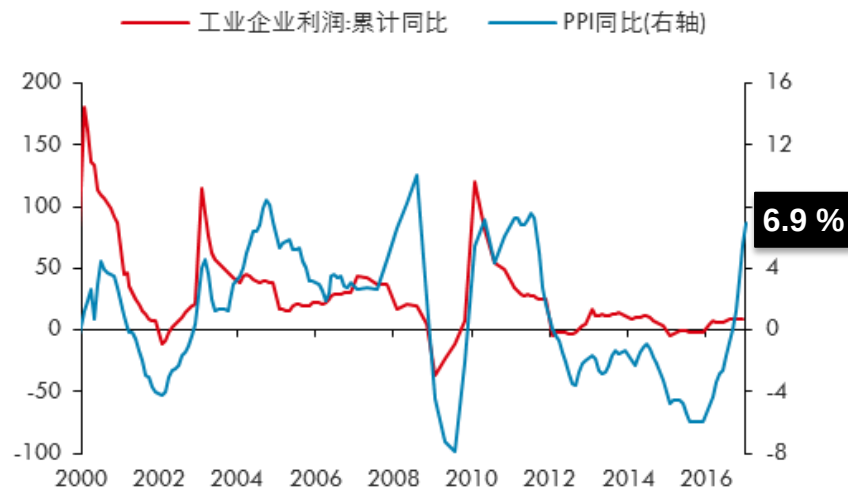
劳动力人口依然是制约



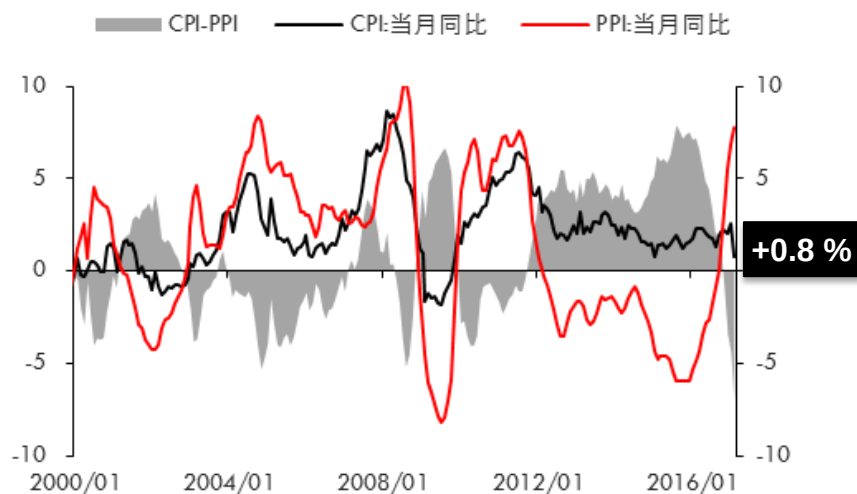
信贷增速未显著放缓



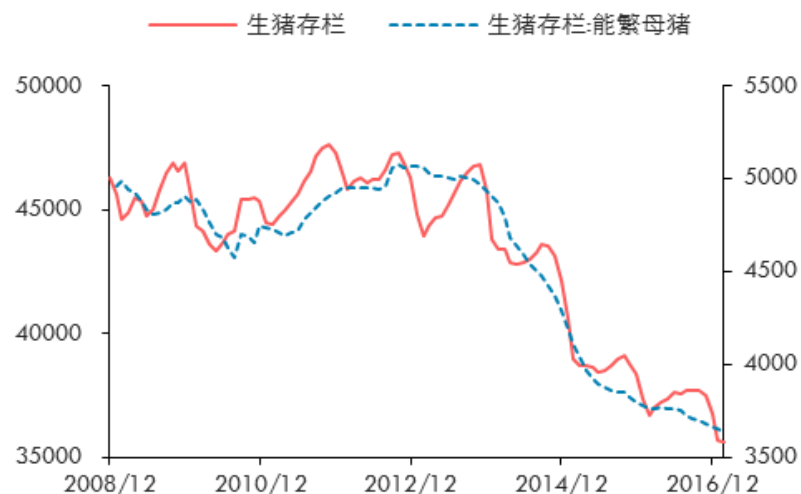
工业企业利润修复格局延续



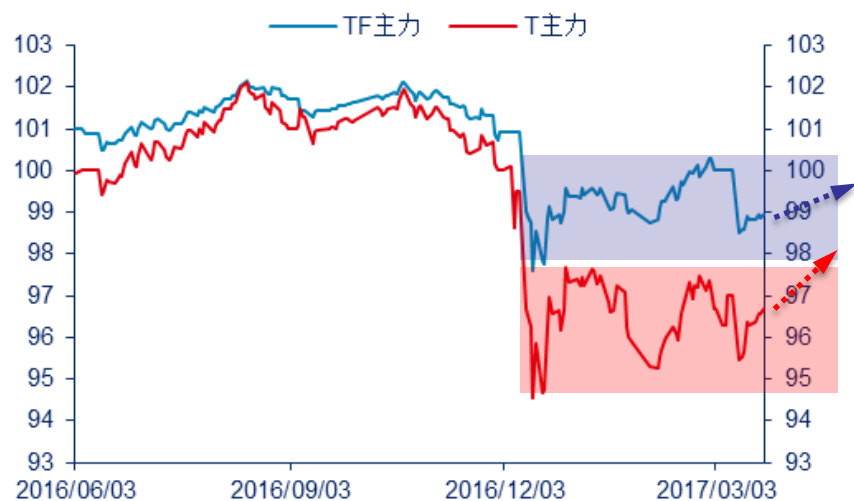
PPI → CPI 传导的时滞



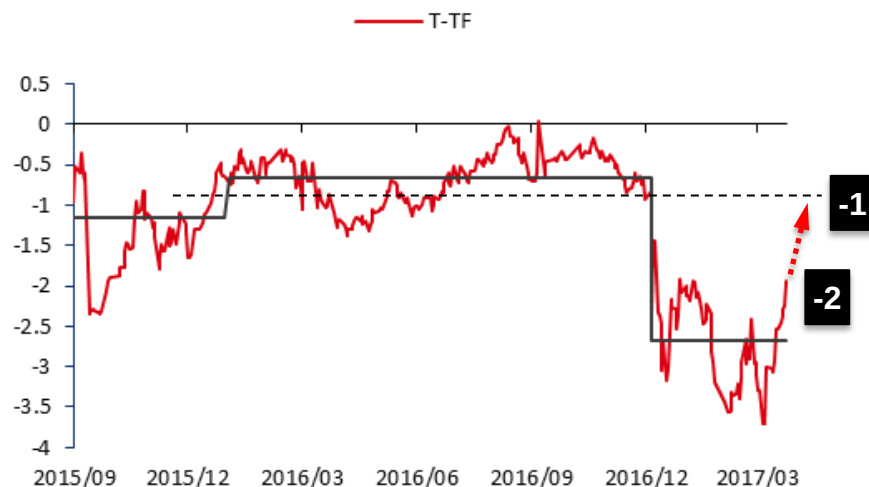
食品价格还未开始上涨



期债主力走势



10年-5年价差





宏观策略·预期修正行情

美国：

- 特朗普行情：市场从医改转向税改，短期不确定降低——即美元和利率空头面临回补可能；
- 美联储：收紧货币预期没有改变，关注PCE回暖可能；
- 资产影响：维持**权益**资产**调整**后做多；**债券**曲线趋平，做空久期；**贵金属**多头面临修正。

欧洲：

- 英国退欧进程开启：英镑资产波动加大；
- 欧央行：4月新增购债降低，关注结束信号释放——即通胀继续走高将增加看空欧元资产风险；
- 资产影响：离岸美元需求存在增加预期，**美元**不空；

中国：

- 市场预期已经降低，一旦经济数据延续强势，需关注市场调整后的做多机会：多**权益**空**国债**。

风险点：

- 1、经济数据超预期恶化；
- 2、流动性再次收紧。

徐闻宇

2017.03.26