

宏观策略

——我们的“纪念日”



徐闻宇

2017.09.10

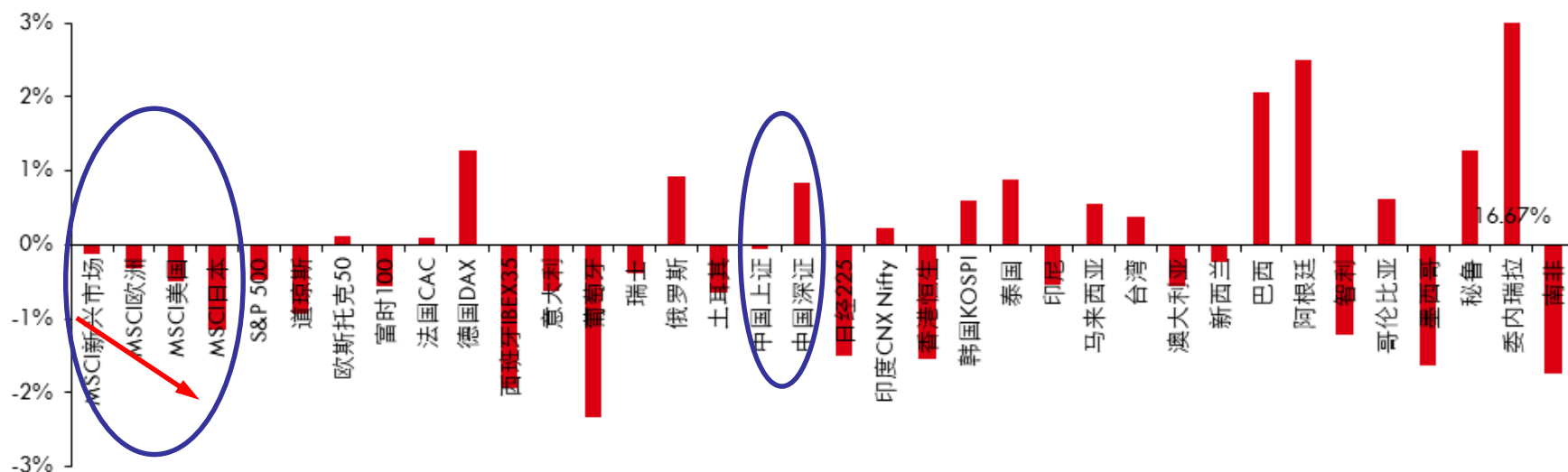
大类资产回顾

- 股债汇和商品
- 利率曲线变动

9月的动荡还未完结

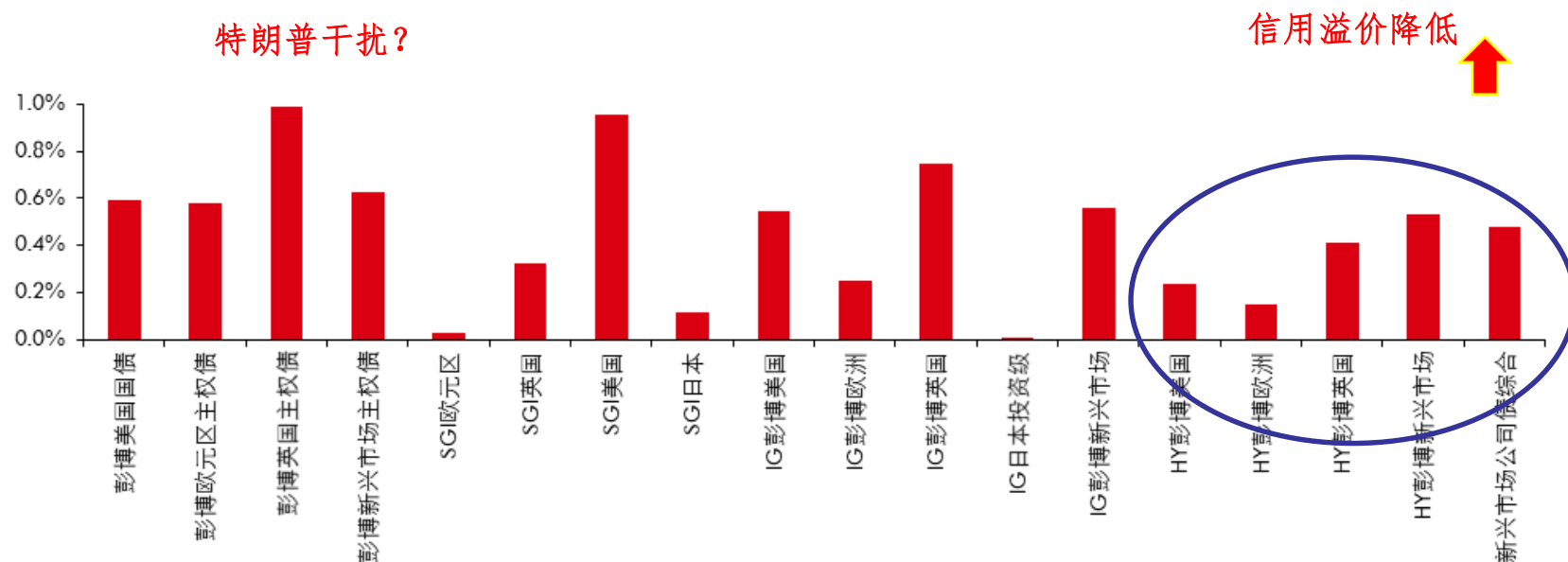
大类资产展望

风险偏好的降低



股市

- 上周主要国家股指以下跌为主。新兴相对好于美日，日元的相对强劲抑制了日股的表现。而国内A股虽然存在阶段性调整，但是中小板强于主板显示出板块轮动的效应依然存在。

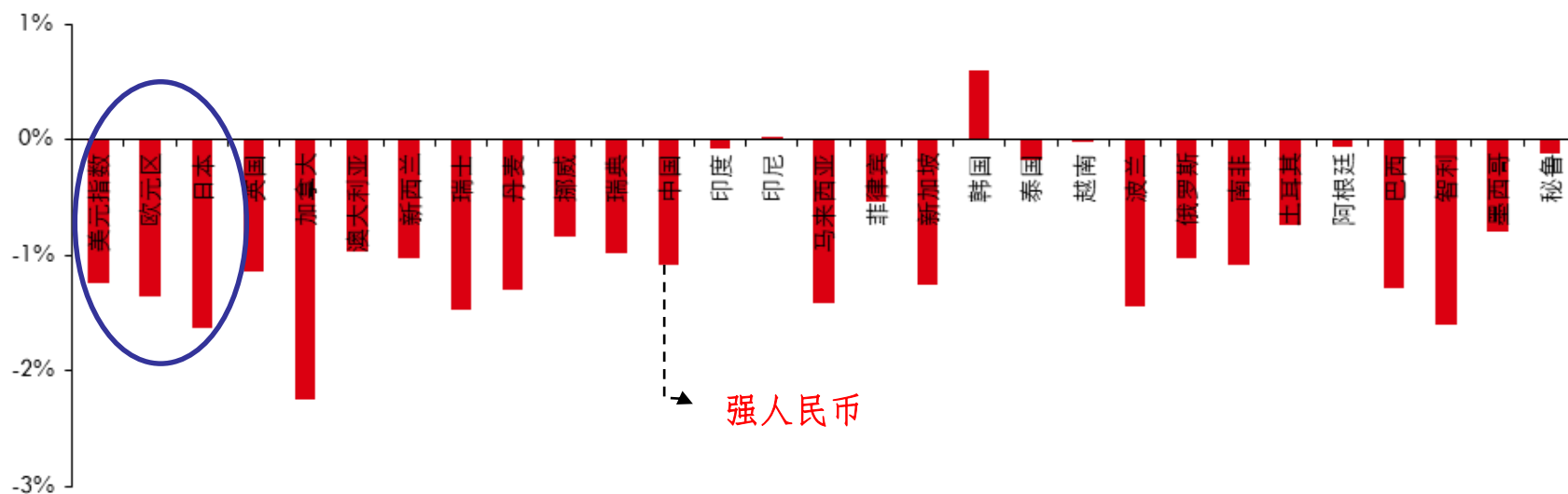


债市

- 上周主要国家主权债表现上行，体现出在弱美元环境下，全球流动性环境依然相对充裕的特征，高收益债短期内继续表现良好，新兴市场公司债表现上行。

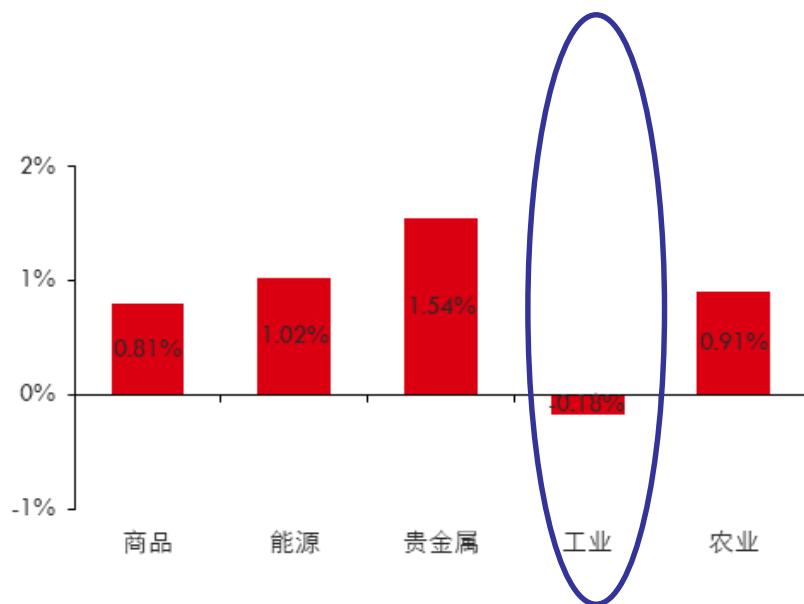
* 美元兑其他币种

弱美元 → 强欧元 + 强资源币



汇市

- 上周美元继续走弱，在加拿大央行7月以来连续两次加息之后，加元对美元上行尤为明显。另一方面，新兴市场 and 资源国货币继续上涨，人民币升值明显，在外储增加以及结售汇好转之后，央行在人民币快速升值背景下放松了对远期风险准备金的要求，关注人民币升值放缓可能。



商品

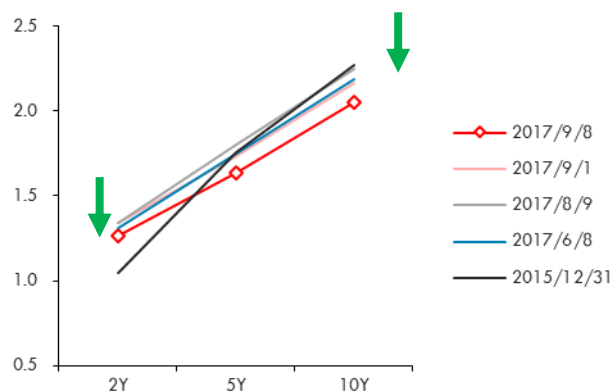
- 上周商品除工业品外商品继续表现出上行特征，短期工业品和农产品出现分化。而在飓风影响下能源品依旧相对强劲表现，贵金属在美债利率回落情况下继续偏强。

期金成交创纪录 Comex-8月份的期金成交量创纪录

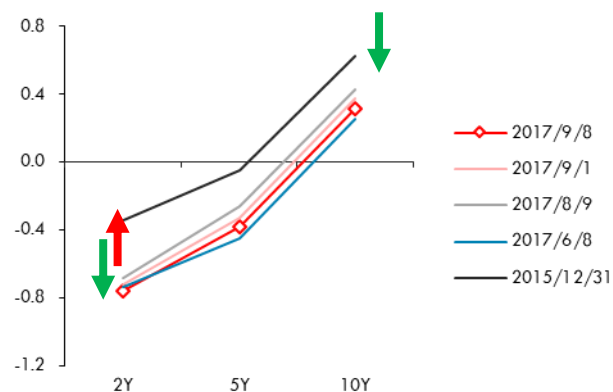
■ 纽约商品交易所月度期金成交量



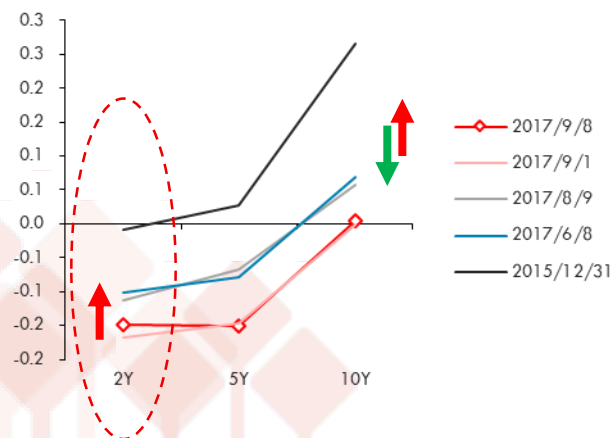
美国收益率曲线



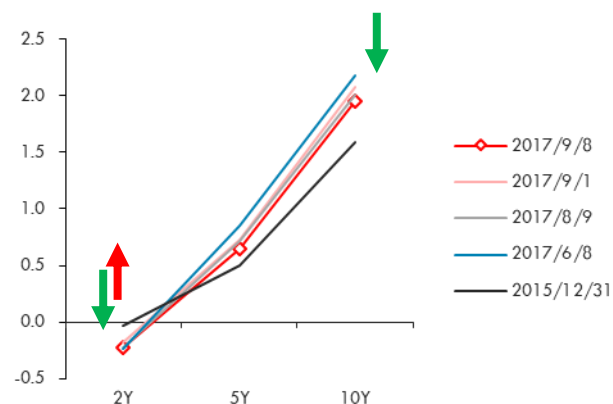
德国收益率曲线



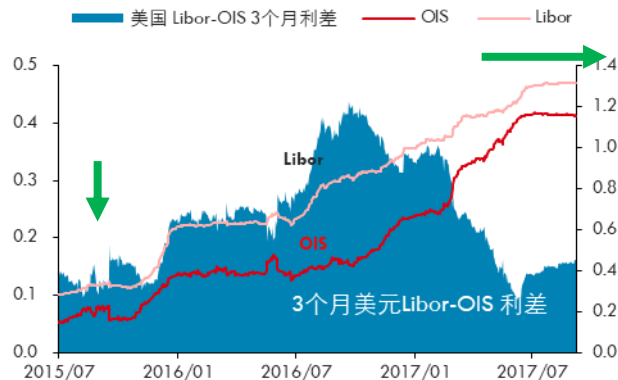
日本收益率曲线



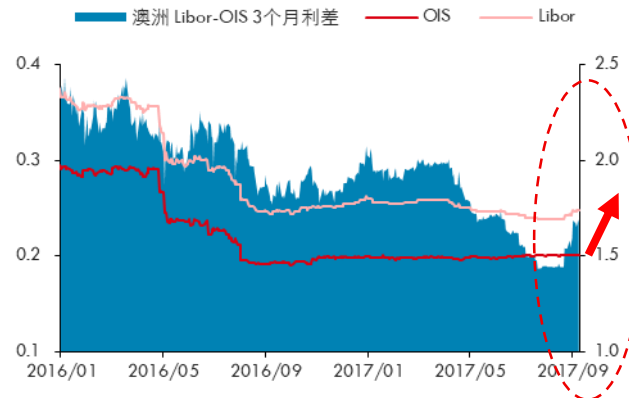
意大利收益率曲线



美元3个月Libor-OIS



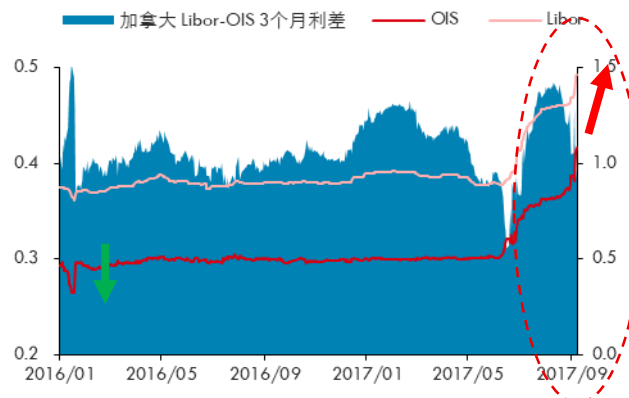
澳元3个月Libor-OIS



日元3个月Libor-OIS



加元3个月Libor-OIS



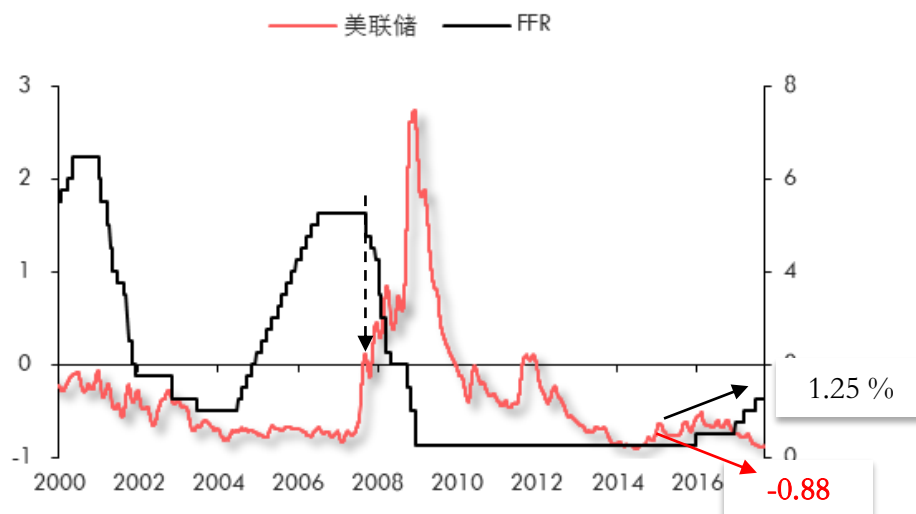
大类资产回顾

9月的动荡还未完结

- 美国：弱美元可能还将维持一段时间
- 中国：管制放松的试验将会带来什么

大类资产展望

美国加息和美国宽松



金融状况指数



美国金融环境的宽松

- 美联储货币政策收紧，但美国金融环境走向宽松
- 相比较美国，强欧元过后，欧元区金融环境更紧

宽松的终点是什么

MEETING PROBABILITIES

MEETING DATE	0-25	25-50	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2017/9/20			0.0%	4.1%	95.9%	0.0%	0.0%														
2017/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	95.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%												
2017/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	2.9%	69.8%	27.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%										
2018/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	67.7%	28.6%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%								
2018/3/21	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	62.3%	31.9%	3.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%						
2018/5/2	0.0%	0.0%	0.0%	2.5%	61.0%	32.5%	3.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%				
2018/6/13	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	50.8%	37.5%	8.8%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
2018/8/1	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	50.8%	37.5%	8.8%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

49.2 %

市场的判断是否太宽松了

- 9月美联储降息概率上升至 4.1%；直到2018年8月美联储加息概率不足 50%；
- 纽约联储杜德利：短期的经济损失不会过度影响货币政策，仍然相信美联储会“尽可能快”地缩表。强调美国的金融状况非常宽松，外界普遍将此视为对加息态度依旧鹰派的信号。虽然不知道下次加息何时发生，但短期内一定会逐步缓慢加息是明确的道路。

Trump支持率与收益率



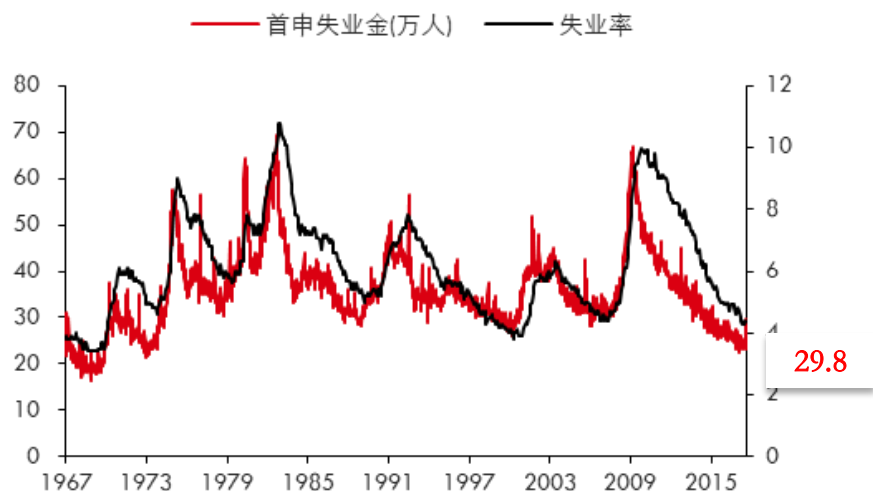
Trump支持率与美元指数



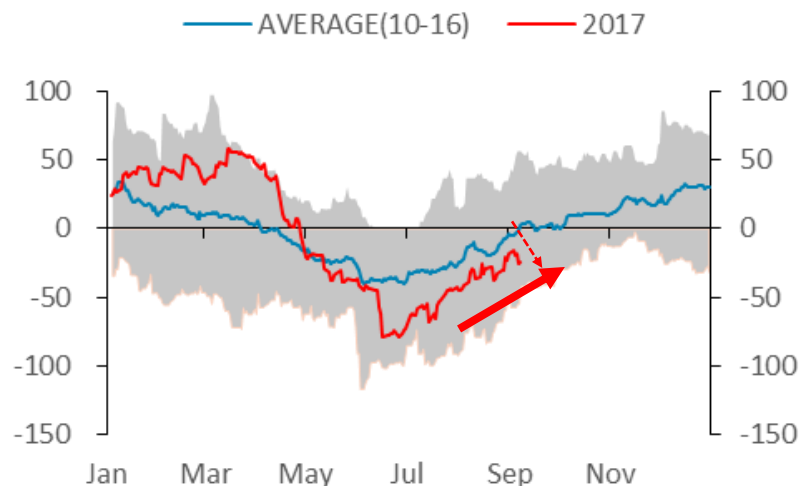
特朗普担忧减弱

- Trump支持率小幅升至 40%；债务上限延迟（短期风险的解除和长期弱美元的担忧）
- 相比较十债收益率：2.1%，上周五先抑后扬
- 相比较美元指数：92.3，依然在走弱，裂口扩大，反映汇率市场和利率市场分歧依然在扩大

周度失业金人数已开始反映天气影响



美国经济季节性规律



经济基本面短期弱势

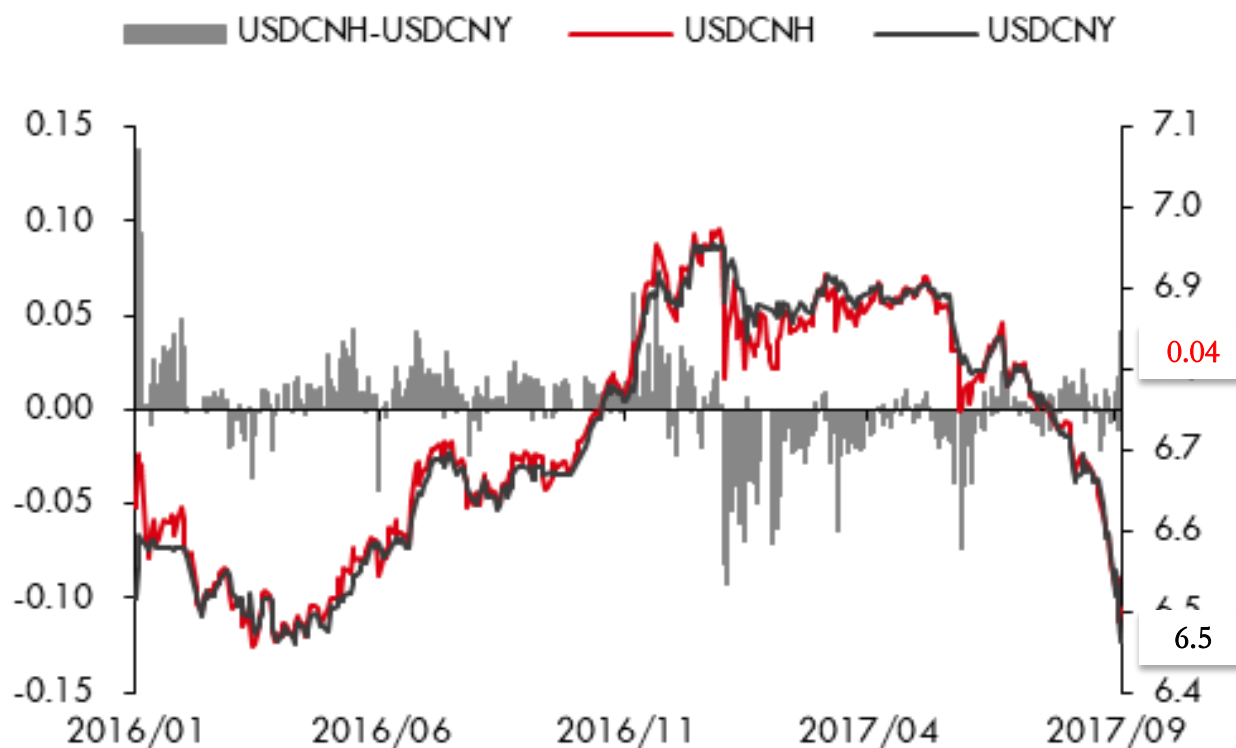
- 飓风的影响依然未能消除，看市场的押注是正向还是逆向
- 9月2日当周首次申请失业救济人数大增至 29.8 万，较上一周暴增6.2万人，创2005年以来新高。其中，80%的新增申请失业救济金人数来自于受到哈维飓风肆虐的德克萨斯州。短期内飓风并未停下脚步肆虐美洲大陆，对美国就业等经济数据造成的短期负面冲击或将维持。
- 美国经济季节性转强的趋势没有破坏，但市场预计会调降短期经济预期，使得短期经济存在负面影响

关注油价走势



关注油价走势

放松信号一：人民币的变奏

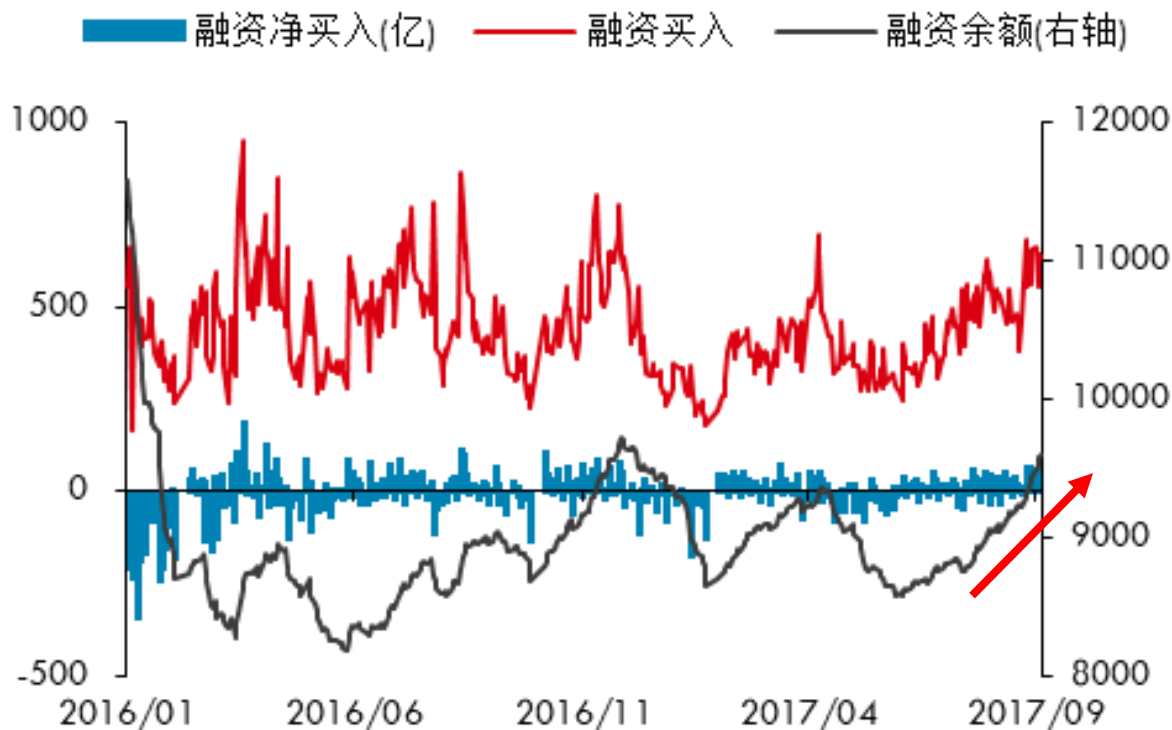


人民币升值的风险和收益

- 年初以来人民币持续升值，8月以来加速，对于出口影响开始显现（出口增长6.9%、进口增长14.4%）；
- 自2017年9月11日起，外汇风险准备金率调整为零（2015年《关于加强远期售汇宏观审慎管理的通知》：对开展代客远期售汇业务的金融机构收取外汇风险准备金，准备金率暂定为20%。金融自购在央行的外汇风险准备金冻结期为1年，利率暂定为零）



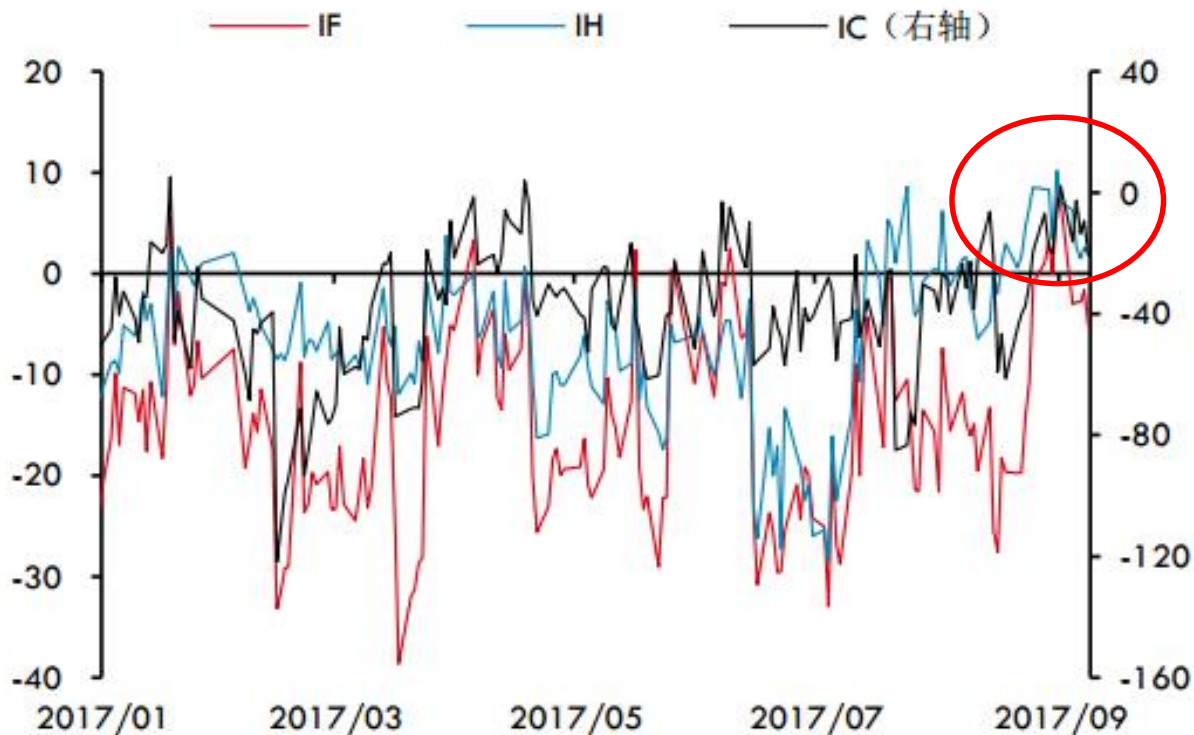
放松信号二：股指期货松绑



股指期货的原罪和回归

- 9月6日，证监会副主席方星海：基金公司代表指出，股指期货存在市场参与主体不够多样化、交易限制过度等问题，让证监会听到了业界对进一步放松股指期货限制性措施的迫切要求；
- 9月7日，经济参考报头版刊文：适度松绑股指期货时机正趋成熟。

放松信号二：股指期货松绑



股指期货的原罪和回归

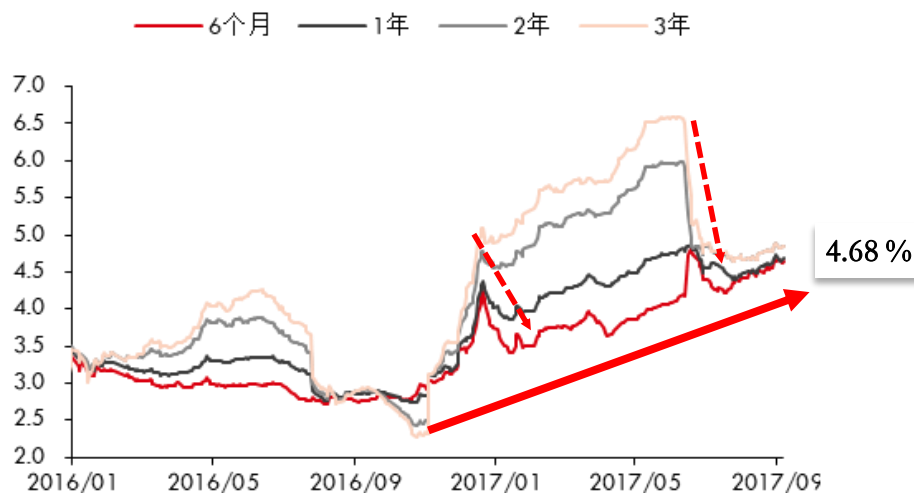
- 9月6日，证监会副主席方星海：基金公司代表指出，股指期货存在市场参与主体不够多样化、交易限制过度等问题，让证监会听到了业界对进一步放松股指期货限制性措施的迫切要求；
- 9月7日，经济参考报头版刊文：适度松绑股指期货时机正趋成熟。

放松信号三：股票质押去杠杆

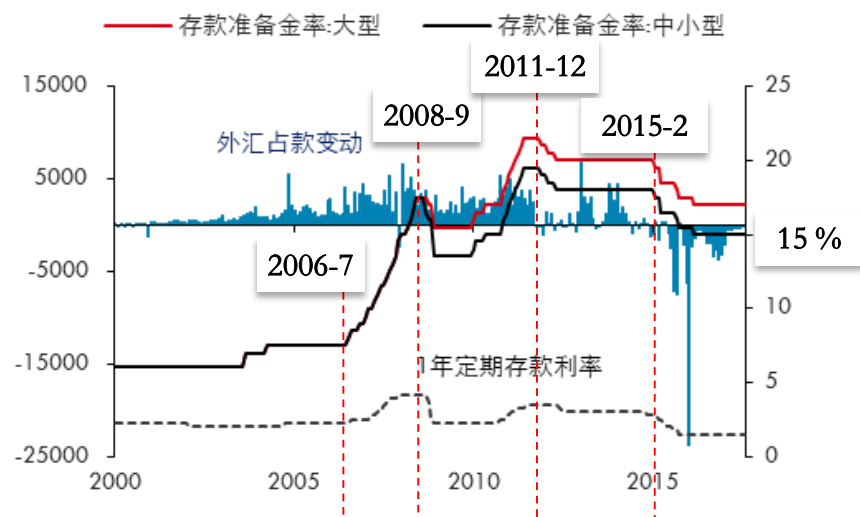
沪深交易所发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2017年征求意见稿）》

- 1、停止小额类股票质押业务，股票质押回购业务的**起点提升**至500万元，后续每次不得低于50万元。
- 2、债券和基金不得作为回购交易标的。
- 3、初始交易**折算率不得超过60%**（此前的规定是证券公司可以根据证券种类、是否为相关指数成分股、板块等因素，确定标的证券质押率的上限（极端的可能有70%-80%））。
- 4、单一证券公司接受单只A股股票质押数量**不得超过该股票A股股本的30%**，单一资产管理产品接受单只A股股票质押的数量不得超过该股票A股股本的15%。（当前质押比例超过30%的公司接近600家）
- 5、单只A股股票市场整体质押比例不超过50%。（当前质押比例超过50%的公司有130家）
- 6、明确**资金融入方不得为金融机构**或者从事贷款、私募等业务的其他机构，或者前述机构发行的产品。（此前证监会限制了资管产品的结构化杠杆，这里直接禁止了资管计划通过质押方式的加杠杆行为）
- 7、资金用途限制不得用于股票二级市场、不得用于新股申购、淘汰类产业。
- 8、证券公司开展质押业务和分类评价挂钩。

紧信用之下，同业存单利率继续回升



流动性趋紧下，货币宽松有多少空间



金融体系流动性依然偏紧

- 金融体系去杠杆：银行自查、MPA考核升级；同业存单利率继续回升
- 金融市场解杠杆：2015年6月查配资；2017年9月限制质押；10月货币基金新规
- 紧信用+宽货币：能有多宽？



紧信用+宽货币：能有多宽？



人民币宽松的空间

- 中美利差带来的空间（154BP）

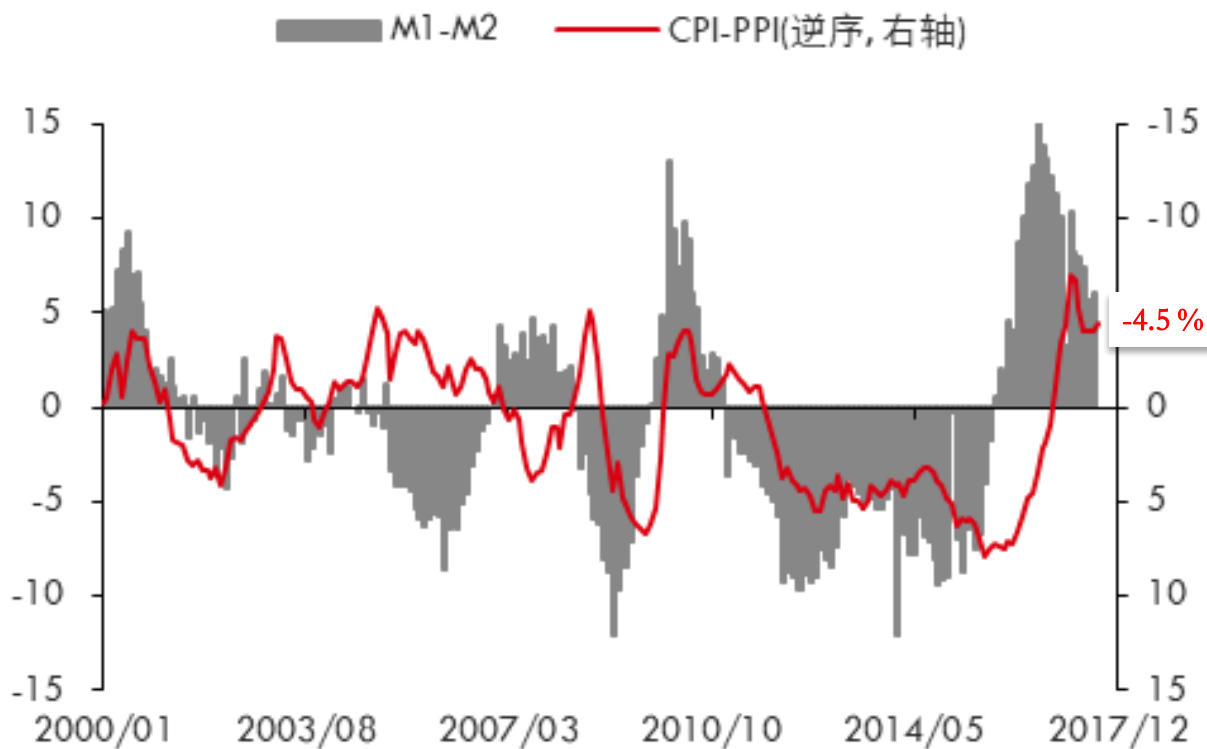
紧信用+宽货币：能有多宽？



人民币宽松的空间

- 中美利差带来的空间 (154BP)
- 离岸流动性小幅收紧 (加拿大央行加息……)

紧信用+宽货币：能有多宽？



人民币宽松的空间

- 中美利差带来的空间 (154BP)
- 离岸流动性小幅收紧 (加拿大央行加息……)
- 8月国内通胀小幅抬头 (CPI环比上涨0.4%，同比上涨1.8%；PPI环比上涨0.9%，同比上涨6.3%)

大类资产回顾

8月流动性折点

大类资产展望

- 美元：关注折点（油价）
- 权益资产：关注波动后的机会
- 商品：关注内外套利窗口的打开



宏观大类资产趋势研判

外汇：

- 在市场对美联储加息预期继续降低的情况延续背景下，我们认为贵金属仍将延续前期的偏强格局。对于月报中的对冲头寸解除仍需等待时机——上周欧央行并没有明显发出利率抬升的信号。另一方面，我们注意到美元兑人民币中间价已接近811汇改时的高点，关注人民币贬值预期降低的背景下新一轮汇改带来的市场波动——双向波动增强以及内盘强于外盘的时间窗口。

股指：

- 人民币的快速升值释放出对于经济增长的不悲观信号，央行的再次调整汇市政策显示出改善可贸易部门经济条件的信号，关注相关板块的阿尔法收益。整体而言，在质押新规影响下，市场杠杆率的下降短期仍将给市场带来估值压力，等待调整结束后市场给中报绩优股带来的再入场机会。

国债：

- 央行的货币操作显示出维持市场流动性相对紧平衡的状态。在人民币贬值预期缓解背景下，人民币双向波动预期的增加料改善贸易条件，8月CPI回升的短期延续性较弱料不影响货币政策的选择，临季末流动性相对稳定，期债短期以震荡对待。

风险点：

- 油价大跌

徐闻宇

2017.09.10

免责声明：本报告中的信息由华泰期货整理分析，均来源于已公开的资料，报告中的信息分析或所表达的意见并不构成对投资的建议，投资者因报告意见所做的判断，以及有可能产生的损失自行承担。

风险提示：期货交易属于高杠杆、波动频繁及幅度剧烈特点的金融投资工具，投资者需对交易带来相关风险具备充分的认知和承受能力。