

美元升势的启幕

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

宏观摘要:

市场等待的欧央行议息终有落地,在前期央行的预期管理影响下,市场的震荡并不明显,相反在预期落地略带鸽派的解读下欧元多头短期呈现利多出尽状态。市场的交易逻辑继续转向美国。

从9月开始引导市场的通胀预期回升,在美国新财年开启之际带动美债利率水平的上升。似乎美国财政端的分歧在经历了前三季度的纷纷扰扰之后,有加速落地的可能。而伴随着欧洲交易的告一段落,分流市场的资金继续走向欧洲外围——美国的财政料成为吸引眼球的中转站。

宏观策略:

全球货币: 调升美元至超配。随着宏观主题从货币转向财政进一步明显,假定美国财政端影响中性的情况下,市场预期引导的风险偏好上升料继续推升美元 (EURUSD 维持 1.2 以下偏空思路; AUDUSD 空单继续持有, 目标 0.6; 后期关注 EURJPY 空单的入场机会)。人民币依然存在较大压力, 贵金属货币维持对冲解除后低配推荐。

相关研究:

美元强势还能维持吗? 关注 12 月
风险释放

2016-12-05

利率上升依然在路上

2016-10-31

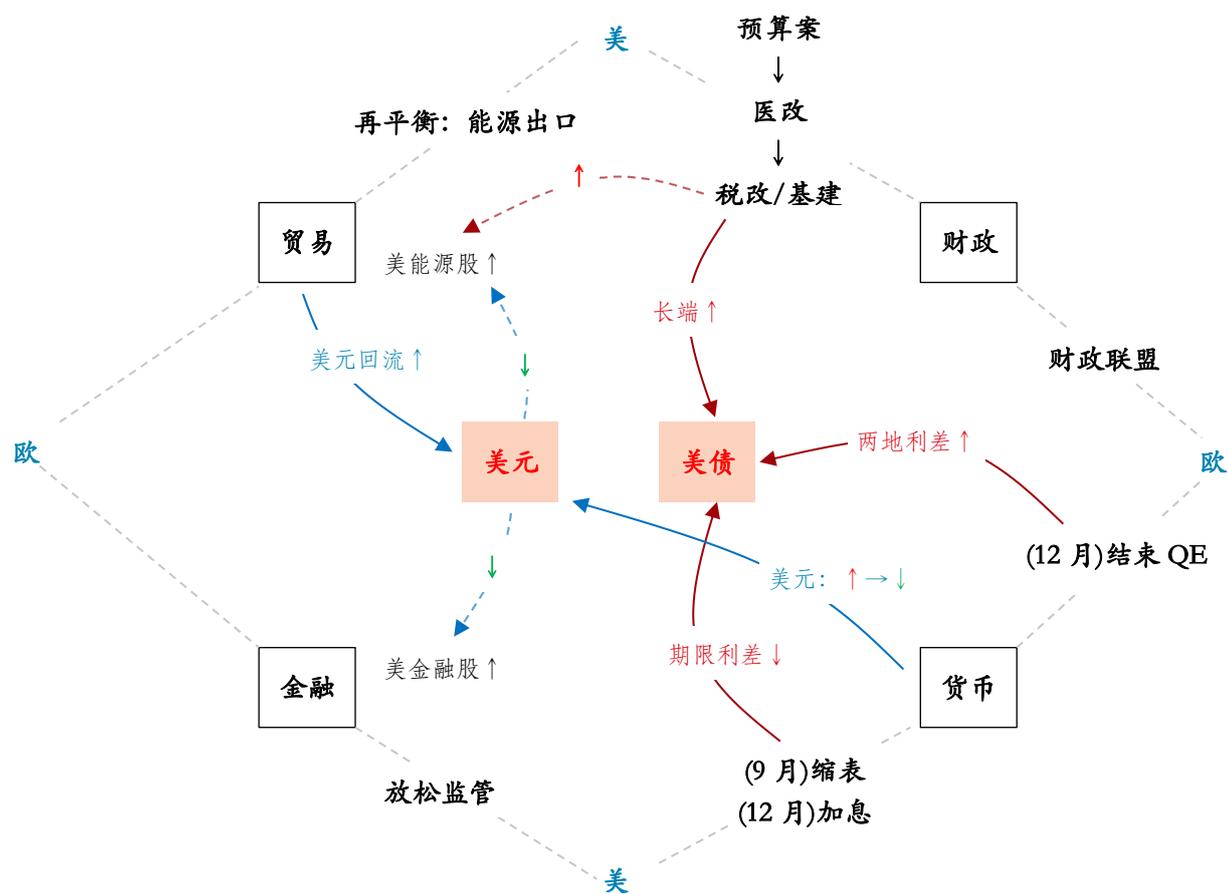
全球股票: 维持低配建议,随着美欧央行货币政策进一步收紧,全球资产配置的调整进一步明朗。维持强弱排序: 欧洲>美国>日本>新兴。国内股票随着地产向下周期的进一步确立,降低成长板块配置比例,继续增加防御配置。

全球债券: 维持低配建议,继续做平美债收益率曲线 (空 US2s10s, 目标 50BP, 止损 100BP, 并关注年底之前美国财政积极政策推出的可能,进行滚动止盈); 随着 10 月欧央行货币政策改变落地,继续关注做多欧债利差的机会 (多 ITA2s-DEM2s, 目标 70BP, 止损 31BP); 国内紧信用周期料延续,伴随着宏观利率风险的释放,关注信用利差走阔的机会。

全球商品: 维持中性配置,继续关注原油远期曲线变化带来的工业品和农产品之间的强弱轮动,并择机入场。在利率上升周期,关注商品对权益资产的相对收益机会。

核心图表：美元和美债的逻辑图

图 1： 宏观逻辑

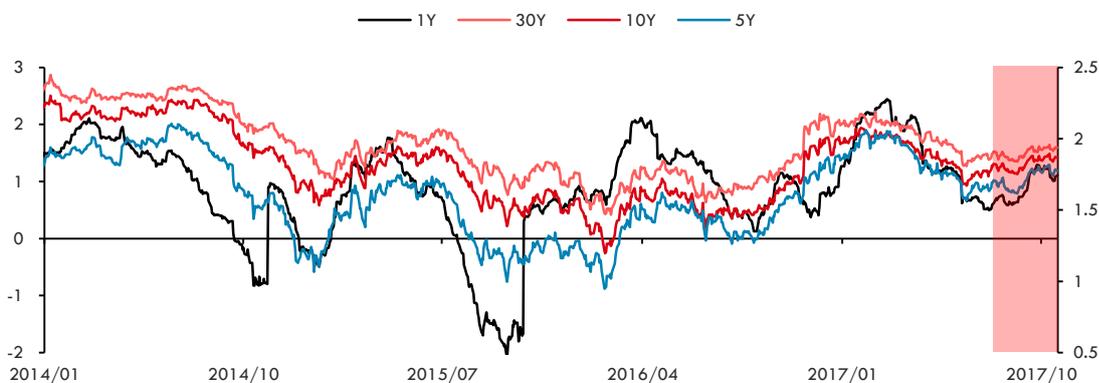


数据来源：华泰期货研究院

引

不是开始，也不是结束，我们认为全球资产价格正朝着深水区进发。美联储 10 月开启了资产负债表缩减的进程，欧央行开始了边际上降低购债的转变，相比较美联储延续两年左右。两年以来美国的经济继续朝着增速“饱和”运行，而使得更大力度的财政扩张推出阻力重重；但是在中期选举的迫近下，两党之间的利益分歧进入妥协，2018 年的预算案有惊无险的通过，等待在前方的是折中版的税改和医改的可能继续落地。

图 2： 美国市场通胀预期的变动——是在逐步好转吗



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

全球经济展望：关注利率过快上升的风险

无论是美国还是欧洲、中国，通胀过快上行的结果只能进一步收紧货币政策，预防货币的收紧滞后于通胀带来的风险。而这一点在 9 月份市场通胀预期转变（美债盈亏平衡通胀率阶段性触底回升）之后，料继续推动着市场预期的转向。未来通胀的快马如何演绎，将影响着大类资产定价的时钟从过去低通胀向高通胀切换的节奏。

· 人民币变量还能否保持平静

年初至 9 月，在国内经济并不悲观、外围美元走势回落等因素的带动下，人民币维持持续的升值势头，而在二季度经济数据表现强劲之后 8 月开启了加速升值的势头。9 月初央行调降外汇准备金率的意图下，市场扭转了前期快速升值的势头。

如果说，人民币的升值背景下贸易项下传导的是通过的预期，那么在 9 月单边升值预期的改善情况下，向外释放的是预期的转变——从通缩的改善逐步过渡到通胀的阶段。

图 3: 人民币远期走势

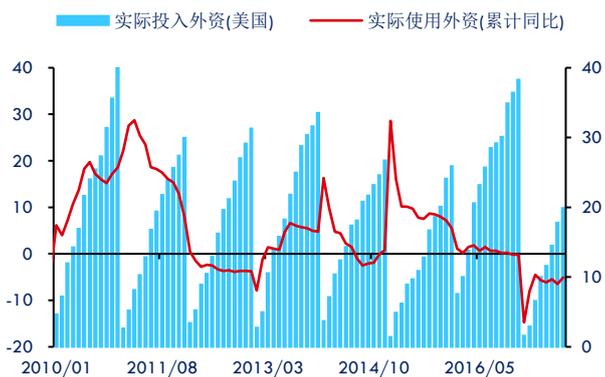


数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

从跨境资金流动情况来看, FDI 同比依然表现出回落的格局, 国际收支的金融与资本项下, 经历了上半年的改善 (扭转逆差的状态) 后, 继续呈现出逆差顺差收敛的格局。

从市场预期角度来看, 我们通过黄金的内外比价来反映这一点。即使在上半年人民币的持续升值状态下, 黄金内外比价相对即期汇率依然存在显著的正向偏离; 当央行放松外汇准备金率, 推动人民币波动扩大之后, 我们注意到黄金比价和汇率之间依然存在不可忽视的偏离空间。

图 4: FDI 同比走势



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 黄金内外比价



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

展望未来, 我们认为人民币波动存在方向性的选择, 一旦外部流动性收缩或去杠杆扩大经济负担, 压力需要得到释放。

· 能源价格是否存在加速回暖可能

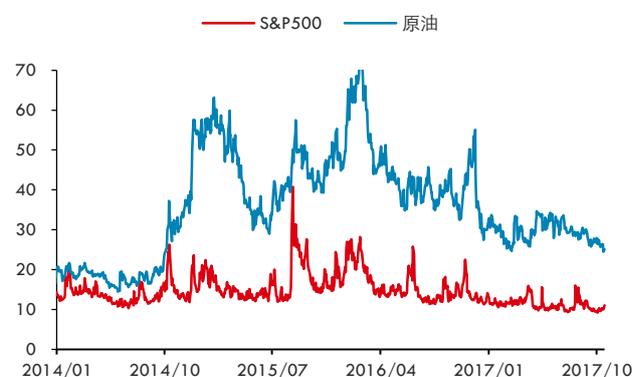
2016年 OPEC 的协商从冻产至减产，对于原油供给侧的带动尤为明显，全球油市展望的平衡从 2020 年大幅前置至 2018 年。受此影响，国际油价在触及 20 美元/桶低位之后，展开了较为乐观的升势，及至十月底，国际油价已两倍于此前低位水平。油价的乐观也带动了全市场的风险偏好水平呈现出持续上升的格局。无论是权益类资产还是商品，均表现出较为正面的特征。展望未来，从基数效应来看，即使没有外部力量的影响，油价稳定在目前的水平上，对于通胀影响相对积极。

图 6: 能源走势



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7: 风险资产波动率



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

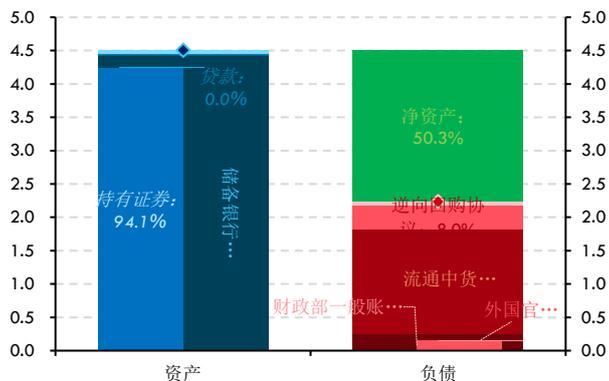
供给端：从 OPEC 减产的执行率创新高，到沙特的支持延长减产，以及美国对伊朗的新制裁，使得中东原油产量预期出现了更大不确定性。

消费端：美国经济的季节性回暖预计将带动冬季原油需求上升。

另外从沙特经济转型到沙特阿美上市计划的延续性，企业的市值管理需要通过资产估值抬升融资水平。

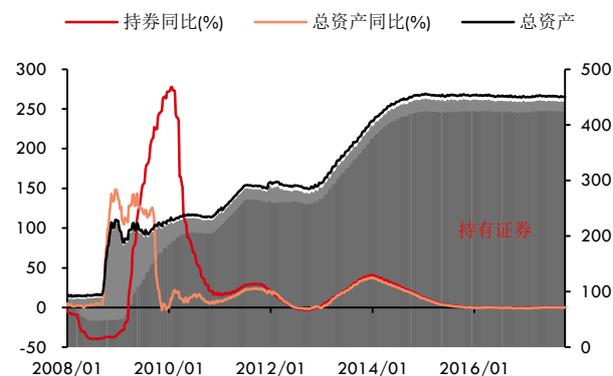
通胀预期的上升预计将继续推动着市场利率上行。11 月开始美联储开始了资产负债表缩减，虽然我们在《[美联储议息会议对商品的影响](#)》中指出，最初开始的债券结束再购买相对于美联储整体资产规模而言边际影响有限，但是在利率继续上升预期之下，无论是美国财政部的存款还是外国央行在联储的储蓄，都面临着继续收缩的风险。从流动性的源头（报告《[华泰流动性跟踪报告](#)》）来看，美联储的流动性收缩预期（负债端）以及收缩扩大预期（资产端）对于美元流动性继续带来压力。

图 8: 美联储资产负债表



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: 美联储总资产增速



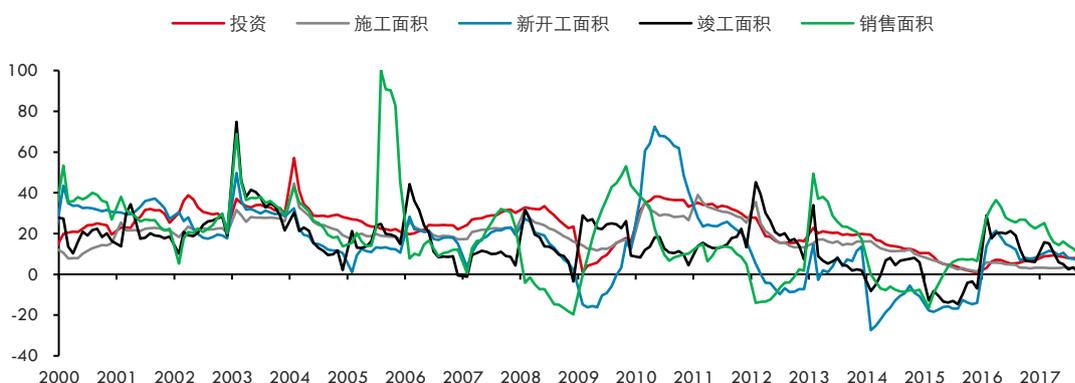
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

如果说年初以来压制美债利率的因素来自于美国经济数据的季节性回落以及市场对于特朗普预期的证伪，那么从9月以来美国经济的进一步走强以及美国参众两院对于2018财年预算案的通过，市场对于美国财政端带来的扩张预期料得到转变。随着预期的进一步释放，建议关注美债收益率曲线的进一步扁平化以及由于流动性收缩带来的信用利差的扩大可能。

中国经济展望：等待阶段性见顶后的风险外溢

从短期来看，在供给侧改革延续以及地产政策进一步转型的过程中，我们认为地产周期依然处于向下周期，对于经济而言信用依然面临收缩的风险。从长期来看，中国经济的结构性转型以及人口结构的拐点尚未到来，经济依然处于长期降速的阶段。所以，经济的回落压力依然需要相对宽松的货币环境来熨平市场预期的波动。

图 10: 人民币远期走势



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

· 消费：值得关注但短期不甚乐观

随着经济结构性转型的延续，消费对经济增长的贡献率日益增大，中国经济增长的模式将继续由过去的投资驱动转向消费驱动。而支撑这种消费转型的背后动力正来自于进一步扩大的城镇化以及居民收入水平的抬升。但是短周期来看，消费依然面临失速的风险。虽然以 2017 年的视角来看，社会消费品零售同比增速略有企稳，但是在地产周期面临回落风险之下，短期消费的展望存在风险。

图 11: 消费增速



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 消费部分分项



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

· 投资: 等待新消费周期的启动

随着经济的结构性转型延续, 传统投资拉动的模式预计将继续呈现逐步被替代特征, 产业升级以及其背后推动的新技术投资料形成良性互动。但是背后依然是上述消费端的驱动能否实现的问题 (暂时忽略萨伊定律)。短期来看, 经济可能在延续前期的投资置换需求和更新需求下保持韧性, 但是长期来看, 经济转型的成功需要更多的新增投资需求来维持供需新的平衡。

图 13: 投资增速



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: 投资资金来源增速



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

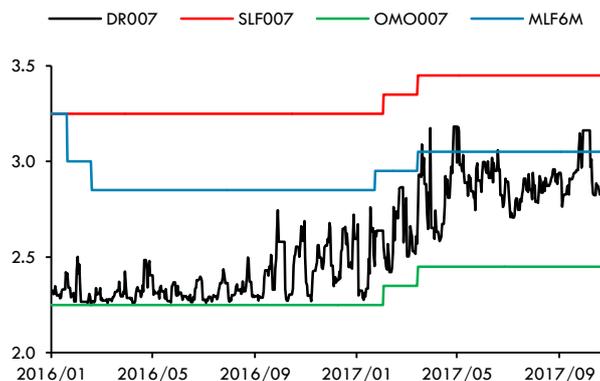
· 金融: 延续脱虚向实下的结构性紧张

十九大继续强调了资金的脱虚向实，经济结构的转型延续。在这一过程中，我们预计银行部门的流动性状态依然将延续相对紧张的格局。这一结构性转变的状态料将继续压缩资产负债表增速，对其他存款性公司和对其他金融机构债权增速料进一步回落。

· **货币：受到制约结构性宽松**

在2018年结构性降准到来之前，我们认为货币的宽松依然受到限制。一方面外围市场的利率存在的上行风险约束了国内利率的下行空间，另一方面通胀回升的预期上升降低了货币政策宽松的程度。前期供给侧结构性紧张带来的供需失衡料存在继续向下游传递的可能，而猪周期的继续向下继续挤压着上游养殖的状态，预计这种挤压面临的反弹在逐步上升。

图 15: 利率走廊



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 16: 金融机构资产负债表增速



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

大类展望：继续关注流动性的收缩风险

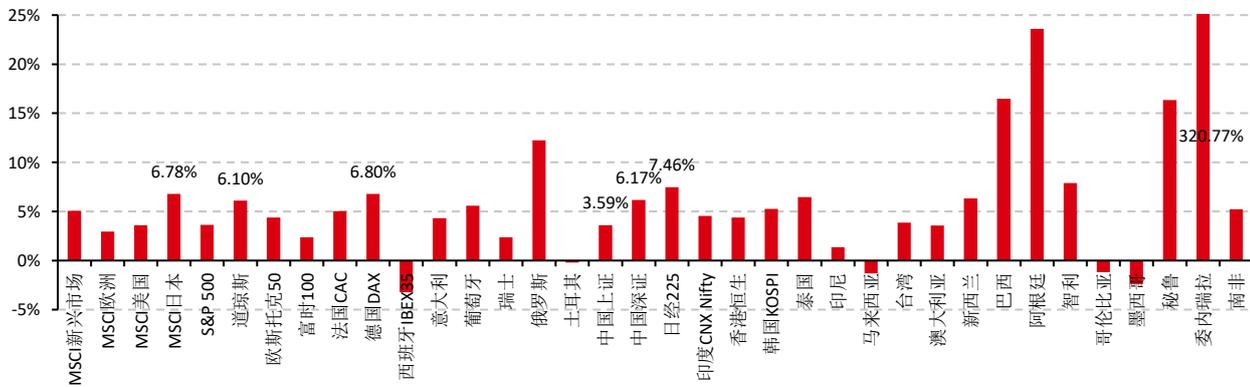
四季度国内外经济变频的风险在加大，制约了政策行动的空间。经济预期发生转换的同时，需要谨防价格的过快传递，利率反弹依然在路上。

· 权益资产

截止10月的三个月，全球权益资产继续呈现出风险偏好上升的特点，市场结构方面新兴市场继续引领发达经济体权益资产走势。一方面，无论是新兴市场还是发达经济体，经济阶段性向好的格局没有改变。另一方面，从发达经济体内部，欧洲市场跑输美日等权益市场，主要在于虽然欧洲经济复苏态势没有改变，但是欧元的强劲上升影响了欧洲出口部门的盈利预期，缩减了权益资产的估值水平。

国内市场来看，主板和中小板虽然维持上涨格局，但是成长板块面临的压力在逐步增大。展望11月，随着地产信用收缩的逐步开启，权益资产仍存调整风险，建议关注IF/IC跨期价差扩大的机会。板块方面，随着经济转型的进一步推进，关注相关板块行业集中度增加带来的机会。

图 17： 主要市场股指截止 10 月 QoQ 涨跌幅



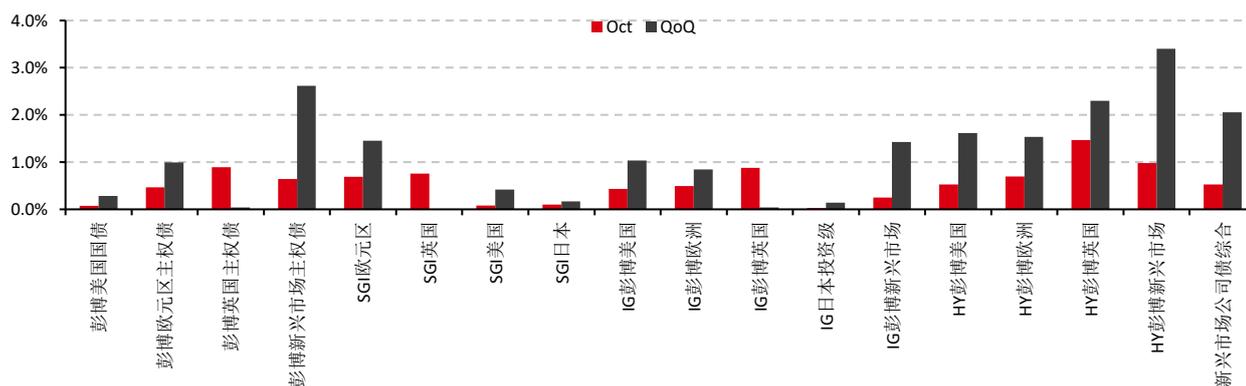
数据来源：Wind 华泰期货研究院

· 固定收益

截止10月的三个月，虽然利率资产维持上涨态势，但是10月份开启的调整显示出市场的交易逻辑在发生改变。从全球来看，主要央行均释放货币宽松收缩预期（美联储开启缩表进程，欧央行宣布未来的降低资产购买计划）的情况下，利率敏感性资产受到较大压力，利率资产涨势回落，而尤其以新兴市场为代表的利率反弹和信用利差扩大更为明显。这些都体现出全球宽松逐步降低甚至逆转的风险在利率市场开始反应。

国内来看，央行继续维持稳健中性的货币政策操作，并在十月末开始逐步拉长了流动性投放的久期，市场在流动性结构紧张不变的情况下，出现了较大调整。展望11月，利率水平在货币政策宽松有限的情况下依然存在回升压力。在人民币不再向外输出“通缩”的情况下，关注内外利差收窄的可能。

图 18： 主要市场固定收益季度涨跌幅



数据来源：Wind 华泰期货研究院

· 外汇资产

10月美元指数扭转了弱势，一方面美国经济受到飓风带来的负面影响逐步消退；另一方面，欧央行在开始降低资产购买量的预期落地之后，市场对于欧洲的押注开始流出。需要关注随着市场预期的转变，未来资金流动逆转的风险在继续加大。

图 19： 主要美元兑其他外汇截止10月 QoQ 涨跌幅

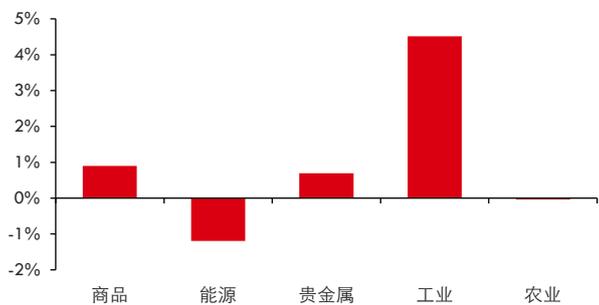


数据来源：Wind 华泰期货研究院

· 商品资产

10月的商品类资产出现了较大波动。工业金属整体震荡偏强，在供给侧改革延续、对经济展望乐观的情况下，市场风险偏好出现了较大波动。另一方面，贵金属在10月继续呈现调整格局，利率的回升降低了贵金属的投资需求。预计在市场交易逻辑继续转向的过程中，贵金属仍将面临利率回升带来的较大压力。

图 20: 主要商品 10 月涨跌幅



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 21: 能源季度变化



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2017版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com