



研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

策略摘要

宏观：每一个周期底部都面临同样的信心不足问题。当前周期在前置的货币政策影响下，市场信心的重建多了必要条件（负债端），但是仍需充分条件的构筑（资产端），关注外围阶段性风险释放提供的政策提速可能。

核心观点

■ 市场分析

疫情不仅改变周期运行的节奏，还加速经济结构的转变。在 2020 年 4 月国内疫情得到控制之后，宏观政策便从逆周期转向跨周期。周期底部，更加需要关注人民币资产池的创造过程。我们在《[持金穿越 2020 年的库存周期 \(2019\)](#)》中指出，全球央行的超宽松周期修复了宏观资产负债表负债端，但无法有效传递至资产端，未来关注两个因素共振创造资产端扩张的可能：1) 宏观冲突缓和的充分条件；2) 主权资产扩张的必要条件。

2021 年下半年以来伴随着经济压力的增加，对冲政策的应对（负债端）已经开启，未来有效性的检验在于“信心”的建立，即资产的创造（资产端）。叠加 2022 年疫情的再次影响，家庭部门面临着债务收缩的压力，在周期性和结构性因素叠加的背景下，增加了短期内政府部门资产负债表扩张的必要性，通过政府支出的扩张来拉动总需求的扩张。关注全球风险释放对于国内总需求政策的推动作用。

全球视角来看，美联储正在通过货币政策收紧驱动全球流动性的收缩，在当前全球经济“比烂”的情况下，需求收缩的分配效应将通过引发其他经济体更差的预期来实现。需要关注欧洲二次去杠杆带来全球杠杆的转移：2011 年的高通胀压力下欧央行加息最终引发了南欧国家的主权债务去杠杆，2022 年在欧洲能源供给约束条件下，能源价格的上涨凸显出欧亚大陆的能源供给压力的被动增加，通胀压力再次上升。

■ 策略

宏观层面仍在等待人民币资产创造的时机，即央行资产负债表的扩张；在此之前宏观策略仍以左侧的反弹来应对

■ 风险

房地产市场硬着陆风险，疫情失控风险

目录

策略摘要	错误!未定义书签。
核心观点	1
周期定位：等待走出底部区间	3
全球需求：回落风险继续增加	4
通胀的供给驱动因素暂无解	4
美国货币政策仍将继续紧缩	6
需求结构：我的美元你的问题	7
货币政策收紧的外溢性增加	7
需要关注欧洲的二次去杠杆	9

图表

图 1: 居民去杠杆风险增加 单位: %YOY	3
图 2: 全球房价和信贷增速强相关 单位: %YOY	3
图 3: 央行总资产增速见顶回落, 商品在供给侧影响下仍维持在高位震荡 单位: %YOY	4
图 4: 美国通胀热力图 单位: %YOY	4
图 5: 美联储全球供应链压力指数在高位	5
图 6: 中国疫情防控进入到精准、动态防疫阶段	5
图 7: 全球央行净加减息次数 单位: 次	8
图 8: 发达经济体相对生产型和资源型经济体的加减息	8
图 9: 人民币汇率和外汇储备变动 单位: 亿美元	8
图 10: 强美元削弱了全球的信用扩张 单位: %YOY	9
表 1: 美联储 3 月议息会议的经济预测	6

周期定位：等待走出底部区间

趋势：中国经济结构自 2008 年外需冲击之后，就进入到了转型的过程之中。从政策的演进上，我们可以看到这种转变，且这种转变在加快——自“四万亿”进行需求侧对冲之后，国内政策加快以供给侧转变为主，以 2015 年进行的供给侧结构性改革¹为标志，通过“三去一降一补”调整中国经济的供给结构，同时提出了“房住不炒”约束需求侧；到 2020 年疫情后的 4 月正式提出“以国内大循环为主体、国内国际双循环”的新发展格局²，进行要素市场化改革，2022 年建设统一大市场。

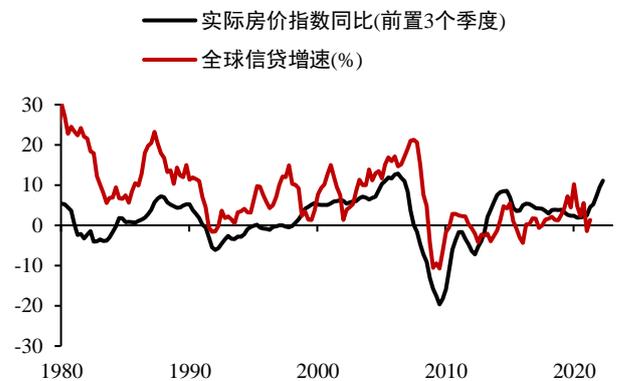
周期：经济结构的转型，长期是分配模式的转变问题，短期将面临周期波动的压力。随着 2020 年 4 月疫情得到控制，4 月 17 日政治局会议³在“底线思维”下，维持“房住不炒”，供给侧改革继续推进。自 2020 年 LPR 定价方式调整后，2022 年建立了存款利率市场化调整机制。2016 年以来经济结构的调整过程中，央行货币政策虽然维持稳健中性的“防风险”状态，但是经济周期下行的压力随着房地产市场流动性的冻结而加大。在基数效应影响下，2021 年开年同比数据维持高位，但随后持续回落，下半年房地产新开工降至负增长，房地产投资增速降至个位数，M1 货币增速快速回落，至 2022 年 1 月更是降至了“-1.9%”的负增长状态。

图 1：居民去杠杆风险增加 | 单位：%yoy



数据来源：Bloomberg CNBS 华泰期货研究院

图 2：全球房价和信贷增速强相关 | 单位：%yoy



数据来源：Bloomberg CNBS 华泰期货研究院

应对：政策调整已经开启，未来有效性的检验在于“信心”的建立，我们的理解即资产的创造。一方面对于全球的高通胀问题，从“一刀切”转向了“先立后破”，缓和能源结构转换过程中的供需错配带来的矛盾，修订了结构转型的路径。另一方面从宏观资产负债表的

¹ 参考华泰期货 2018 年报告《1998 年供给侧改革的回顾》和《本轮供给侧改革和未来改革方向》。

² 参考华泰期货 2020 年报告《让市场在资源配置中起决定性作用》

³ 参考华泰期货 2020 年报告《结构而非总量，继续去杠杆》

维度，叠加疫情的影响，家庭部门面临着债务收缩的压力，这提高了政府部门资产负债表扩张的必要性和紧迫性，一季度货币政策执行报告指出，总量政策上“增强信贷总量增长的稳定性……保持宏观杠杆率基本稳定”，结构政策上“积极做好加法”。年初以来，央行通过人民币和外汇降准、公开市场和 MLF 降息、以及 LPR 长端和短端的降息，继续缓和从金融中介到实体经济的负债成本。但是实体经济依然表现出信心不足的状况，在周期性和结构性因素叠加的背景下，短期内更加需要通过政府支出的扩张来拉动总需求的扩张。但是长期来看，一方面由于“要坚持底线思维，做好较长时间应对外部环境变化的思想准备和工作准备”，财政资源的分配结构存在约束；另一方面政府债务的扩张可持续性来源于国家资产的现金流创造，从土地出让金转向货币化资产的现金流模式。

图 3: 央行总资产增速见顶回落，商品在供给侧影响下仍维持在高位震荡 | 单位: %yoy



数据来源: Wind 华泰期货研究院

全球需求：回落风险继续增加

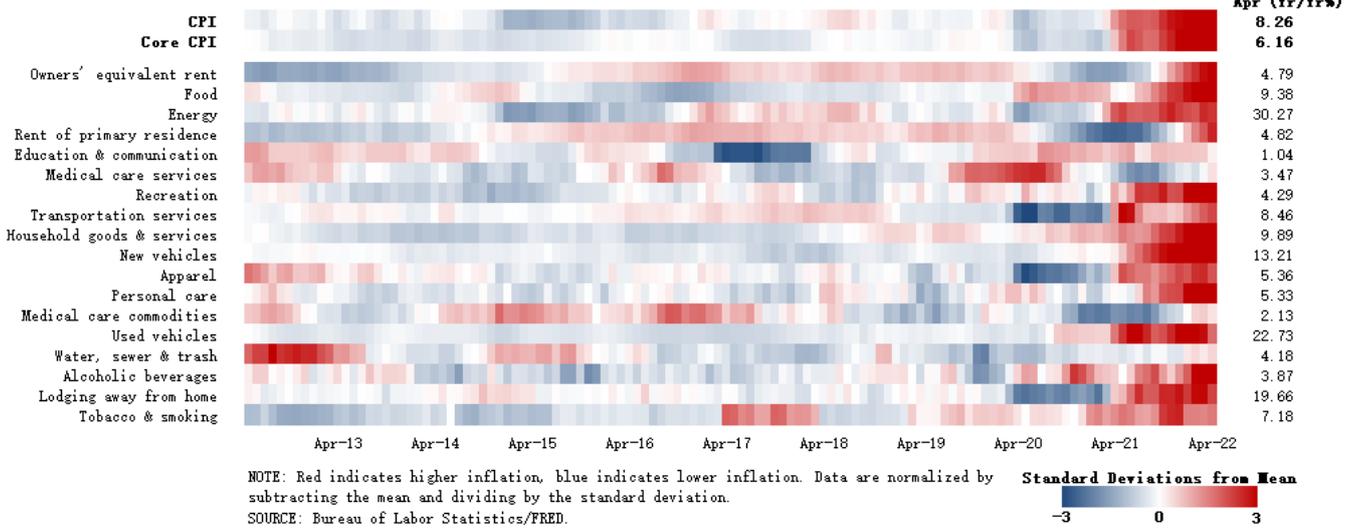
5 月底的拜登和鲍威尔会晤，正式拉开了美国宏观政策转向抗击通胀上的序幕，意味着美国正式希望通过宏观需求的“改善”来缓和通胀问题，也意味着全球供应问题短期内的无解。

通胀的供给驱动因素暂无解

回顾本轮全球通胀问题，是多方面因素的共振。从供给的角度来看，宏观供给侧经历了 1) 2011 年以来的全球去杠杆、2) 2015 年以来的中国结构性改革和 3) 短期疫情环境下多国通过限制贸易的形式提高了全球供应的可获得性等因素影响下，供给的弹性受到很大限制。而从需求的角度来看，欧美经济虽然在疫情影响之下面临冲击，但是通过财政的大量转移支付和货币的无限量流动性拉高了宏观需求，从而加剧了供需之间的矛盾。这种矛盾引起的价格上涨，从最初的耐用品消费、房地产消费，逐渐扩散到了旅游出行等服务型消费上，叠加劳动力市场短缺带来的工资型通胀上涨。

图 4: 美国通胀热力图 | 单位: %yoy

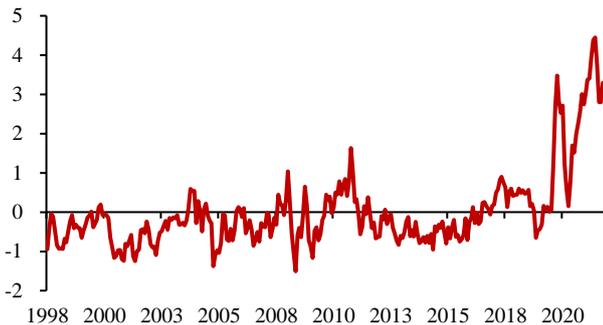
CPI Inflation Heat Map (Percent Change, Yr/Yr, NSA, Normalized)



数据来源: Bloomberg FRED 华泰期货研究院

图 5: 美联储全球供应链压力指数在高位

GSCPI指数



数据来源: Bloomberg New York Fed 华泰期货研究院

图 6: 中国疫情防控进入到精准、动态防疫阶段

为什么说我国疫情防控进入“第四阶段”？

目前,我国已经进入到全方位综合防控“科学精准、动态清零”的第四个阶段。针对奥密克戎变异株传染性强、传播速度快、无症状感染者比例高、隐匿性传播强等特点,总结各地防控经验,不断完善防控的各项措施。

在防控措施上,明确主攻方向,分清防控措施的优先次序,以“空间换时间”,把社区防控摆在了重要位置。第一时间把风险人群控制在管控范围内,阳性感染者应尽早治疗,密切接触者应尽早隔离,尽可能对次密接进行集中隔离,力争最短时间阻断疫情传播的链条。

推进抗原+核酸检测,以最快的速度发现感染者。公安、工信、公卫“三公(工)”协同开展流调,准确判定风险人群范围,精准采取防控措施。在疫情处置的组织管理上,更加协同高效,以快制快,以集中统筹为原则,确保核酸检测、流调、隔离转运、社区管控等各环节协调联动,最大程度压缩初筛阳性到完成转运的时间,以疫情高发地区为重点,集中优势力量,组织实施好重点区域的攻坚,迅速遏制疫情传播势头。

数据来源: 中国政府网 华泰期货研究院

通胀的供给因素短期内依然无解。从3月开始的美联储会议声明中,就将经济短期的关注焦点从疫情转向了供给因素——乌克兰冲突下的能源等基础原材料供给;到了5月份的会议声明,美联储的关注焦点中增加了对于中国疫情防控带来的供应链压力问题。而这两点短期内似乎都没有很好的解决方案,一方面在北约不断东扩(乌克兰问题)甚至亚太化(韩国的网络合作)的过程中,叠加持续升温的印太框架,地缘的博弈并不缺少热点,这也意味着基础大宗商品的供应仍将面临持续的压力。另一方面,底线思维下的国家安全重要性增加,中国防疫政策继续突出“动态清零”,也就意味着对于全球而言,中国生产的加工品供给仍将面临短缺的风险。2022年8月杭州亚运会的举办延期,叠加2023年亚洲杯承办权的取消,都意味着现阶段“防疫”依然是影响中国经济的最大基本面,也因此,美联储关注的两个供给侧因素较难有实质性的改善。

一方面是全球分工格局。全球的中上游产能分布对于各个国家具有不均衡特征,形成了资源国和生产国的区别,其中最主要的产能在欧亚大陆。随着2008年金融危机以来全

球主要经济体的去产能，当前能够便宜提供的产能已经不多，叠加着贸易战等因素，能够提供的有效供给进一步压缩。因而虽然美国希望通过解除进口关税降低对于进口成本的影响，但是最终对于供给缓和的空间依然是有限的。

另一方面是疫情的影响。我们不得不承认的一个事实是，对于能够提供廉价产成品供给的国家往往利用了劳动力的红利，也就是经济发展处在中低端，因而这些国家在疫情的影响下由于防疫措施的落后，对于生产的影响往往会加大。无论从 2020 年防疫物资的全球分配还是从 2021 年至今疫苗的全球分配来看，这些生产地区得到的全球分配是极度不均衡的。因而在全球主要消费国逐渐开放经济的情况下，主要生产国能够马上提供的供应也是错位的。

美国货币政策仍将继续紧缩

拜登的“抗通胀”政策重心，无疑是放在了美联储。而通过货币政策来实现抗通胀的目的，它能够实现的主要路径在于宏观需求的收缩。今年 1 月份美联储正式结束了量化宽松操作，而到 6 月美联储资产负债表政策就开启了收缩过程。这其中有几个数字值得关注，一个是缩表的节奏。今年 6-8 月美联储每月的结束国债再投资规模上限为 300 亿美元，结束 MBS 再投资规模上限为 175 亿美元；9 月以后每月结束的再投资规模分别提高到 600 亿美元和 350 亿美元；等到了合适的时候，美联储将通过主动出售 MBS 的方式来实现资产负债表的正常化。

美联储 3 月就已准备牺牲部分经济增长来控制通胀（见表 1）。随着美国通胀水平的持续高涨，尽管基数效应影响下，2022 年的通胀呈现出前高后低的特征（通胀同比增速的回落，但是环比意义上仍保持高增长，4 月核心 CPI 环比+0.6%），但是总体通胀水平仍处在相当高位，且这种高通胀的宏观环境正在开始对于居民的消费产生影响。

表 1：美联储 3 月议息会议的经济预测

变量	2022	中值			中心趋势				范围			
		2023	2024	长期	2022	2023	2024	长期	2022	2023	2024	长期
GDP 变动	2.8	2.2	2	1.8	2.5-3.0	2.1-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	2.1-3.3	2.0-2.9	1.5-2.5	1.6-2.2
12 月预测	4	2.2	2	1.8	3.6-4.5	2.0-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	3.2-4.6	1.8-2.8	1.7-2.3	1.6-2.2
失业率	3.5	3.5	3.6	4	3.4-3.6	3.3-3.6	3.2-3.7	3.5-4.2	3.1-4.0	3.1-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
12 月预测	3.5	3.5	3.5	4	3.4-3.7	3.2-3.6	3.2-3.7	3.8-4.2	3.0-4.0	2.8-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
PCE 通胀	4.3	2.7	2.3	2	4.1-4.7	2.3-3.0	2.1-2.4	2	3.7-5.5	2.2-3.5	2.0-3.0	2
12 月预测	2.6	2.3	2.1	2	2.2-3.0	2.1-2.5	2.0-2.2	2	2.0-3.2	2.0-2.5	2.0-2.2	2
核心 PCE 通胀	4.1	2.6	2.3		3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4		3.6-4.5	2.1-3.5	2.0-3.0	
12 月预测	2.7	2.3	2.1		2.5-3.0	2.1-2.4	2.0-2.2		2.4-3.2	2.0-2.5	2.0-2.3	

联邦基金利率	1.9	2.8	2.8	2.4	1.6-2.4	2.4-3.1	2.4-3.4	2.3-2.5	1.4-3.1	2.1-3.6	2.1-3.6	2.0-3.0
12月预测	0.9	1.6	2.1	2.5	0.6-0.9	1.4-1.9	1.9-2.9	2.3-2.5	0.4-1.1	1.1-2.1	1.9-3.1	2.0-3.0

资料来源: FED 华泰期货研究院

需求结构：我的美元你的问题

美联储加息是否能为高企的通胀降温，货币政策对于通胀能够产生效果的前提是，市场对于供需失衡的预期发生扭转，也就是由于货币政策的收紧，对于实体经济的真实需求形成冲击。目前需要考虑的问题是，如果短期内高通胀延续（美国现任财长耶伦已经承认），美联储实施快速收紧的货币政策，对于当前的美国经济是否能够承受住短期内的快速加息？

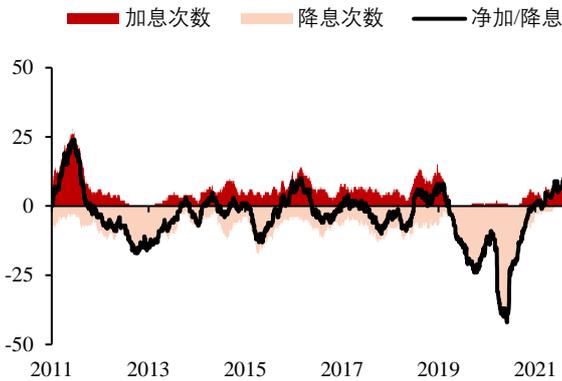
如果仅从美国自身的角度，流动性收紧对于美国实体经济的冲击是确定的。1980年代以来新自由主义宏观政策持续通过以时间换空间的逆周期调节过程，已经将名义政策利率降到了零利率的水平（欧洲、日本等经济体政策利率突破了零利率下限，美国虽然守住了下限，但是也通过资产负债表政策将实际政策利率降至负利率状态），影子政策利率甚至已经跌入了负值，长期来看利率背后折射出的是宏观经济的生产力状况。显然相比较在经济高速增长的高利率区间（1980年的情况）实施快速加息的货币政策，美联储在美国经济低增长的零利率区间（2022年的情况）实施短期快速加息的货币政策，经济对于流动性快速收紧的承受能力是不同的。

但是如果将角度放在全球，这里讨论的不可能性就存在变化的可能性，即“我的美元，你的问题”。在当前全球宏观趋势向下，主要经济体“比烂”的情况下，竞争优势的取得也可以通过引发其他经济体更差的预期来实现。比方说2011年的通胀压力中欧央行加息最终引发了南欧国家的主权债务问题，以及2022年在俄乌冲突风险增强的情况下，油价的上涨凸显出欧亚大陆的能源供给压力的被动增加，通胀压力再次上升。

货币政策收紧的外溢性增加

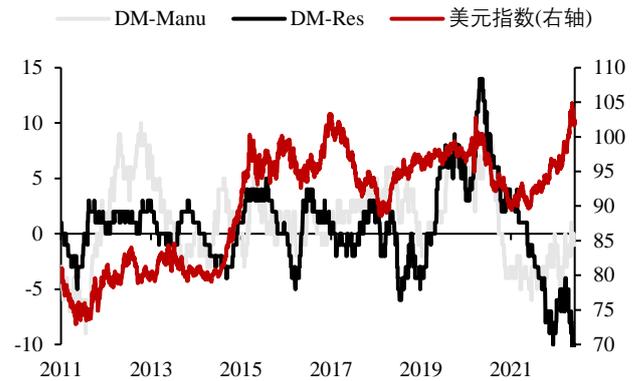
美联储货币政策变动具有很强的外溢性，2021年以来的量化宽松退出驱动了全球美元流动性的收缩。回顾2021年以来美联储的货币政策操作，尽管美联储疫情期间无限制的量化宽松政策结束经历了2021年一年美联储和市场进行充分的预期管理之后才落地，结果之一是美联储的利率曲线滞后于实际通胀水平，但是其对于市场的影响依然是很大的——仅仅是美联储的这种吹风，就形成了很多央行在2021年的加息潮。从全球经济分工的角度来看，美国处在全球产业链下游，而这些加息的经济体大多处在产业链的上游，无论是资源的生产还是工业品的生产，其经济活动依然受到疫情对于供应链的较大负面影响，货币政策虽然先于美联储进行了加息应对，但是经济恢复情况大部分都没有美国的表现好，因而产生的一个问题是由于货币政策的被动收紧，这些经济体的经济复苏进程很有可能被打断甚至逆转。

图 7：全球央行净加减息次数 | 单位：次



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8：发达经济体相对生产型和资源型经济体的加息



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

人民币面临流动性趋紧过程中的压力。如果从中国香港这个离岸市场来看，美联储货币政策外溢性带来的资金流出压力表现的很明显。无论是货币增速指标还是金融市场指标都表现出了由于流动性收紧带来的负面影响。人民币在岸市场面临的流动性趋紧压力也是存在的——国内货币政策在 2021 年年中就已经发生了调整，央行通过年中和年尾两次降准的方式来缓和流动性的压力。

回顾 2013 年美联储货币政策正常化，市场的缩减恐慌抑制了流动性扩张。2013 年年中美联储在没有事先和市场进行沟通的情况下，时任美联储主席伯南克就向市场释放了将要 Taper 的操作，在 2013 年年中的时候引起了市场的恐慌，主要资产都发生了大幅的下挫。当时国内的流动性环境，叠加着“四万亿”后的控通胀政策，出现了“钱荒”。中国外汇储备的变动从快速流入转向了流出，且这种流出的势头到了 2015 年有加速的风险。无论是新兴市场的股票市场，还是全球的大宗商品都面临着价格大幅回落的压力，实体经济在价格的回落之下形成了一次比较深刻的去杠杆过程，未来仍需要关注美联储缩表政策带来的流动性收紧风险。

图 9：人民币汇率和外汇储备变动 | 单位：亿美元



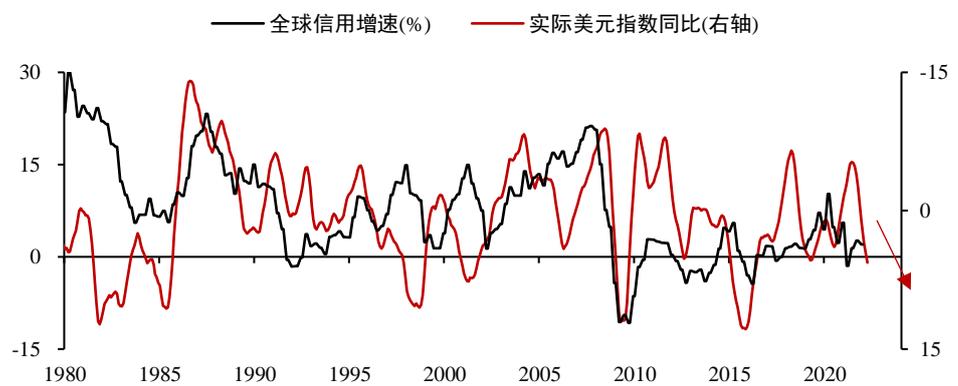
数据来源: Wind 华泰期货研究院

需要关注欧洲的二次去杠杆

预计 2022 年美联储将持续实施激进的货币政策操作, 以从全球的角度来抑制通胀压力。大陆国家的流动性环境依然值得我们关注, 其中主要是欧元区。随着欧洲通胀压力的再次上升, 以及在美国争取全球能源份额的过程中, 欧洲能源供给环境改善的不确定性上升, 欧洲央行面临着两难选择: 是收紧货币应对由于供给因素带来的通胀压力, 还是放松货币改善欧洲由于供应链问题带来的经济压力, 这点相比较美联储来说, 欧央行面临的挑战更大。从最新的数据来看, 随着欧洲地缘冲突的加大, 当前欧元区的对外账户从此前的贸易顺差转向了贸易逆差, 一些宏观预期可能正在发生改变。

汇率市场已经开始对此进行定价, 未来关注欧元兑美元进一步走低的风险。从欧元兑美元自 2021 年年中以来的这轮回落来看, 比价正在快速接近平价, 若跌破 2016 年的低点, 回到 2002 年以来新低的状态, 可以认为从外汇市场的角度, 市场在定价近 20 年的全球经济增长发生倒退, 市场定价的需求放缓程度正在接近 2014 年这轮, 甚至正在朝着达到 2008 年或者 1998 年这两轮的全球需求放缓幅度运行。

图 10: 强美元削弱了全球的信用扩张 | 单位: %yoy



数据来源: Wind 华泰期货研究院

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com