



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

美联储在上半年已经宣告了将进入到货币政策收紧的快车道——加息的同时进行缩表。全球总需求因金融条件收紧的确定性而收缩，差异仅在收缩的结构。中国同样会受到外需下降和美元流动性收紧的影响，关注“人民币信用”对于宏观资产负债表的重塑可能。

## 核心观点

### ■ 市场分析

宏观背景：全球经济站在长周期的尾端，新冠疫情冲击影响下全球总供给要素短期难有改善；而随着宏观政策进入非常规空间，货币政策等宏观需求管理政策对于总需求的边际影响逐渐降低，全球总需求缺乏动力。主要的宏观政策似乎只剩下了“再分配”工具——谁拥有定价权，也有拥有了全球资源的分配权。

美元周期和美国再平衡：通胀从长期来看来源于全球化的断裂，而 2011 年以来大宗商品领域进行了“去金融化”造成了产能投资不足。短期来看，乌克兰冲突下的能源等基础原材料供给限制以及中国疫情防控政策继续，供给对于通胀的压力延续。货币政策抗通胀的结果是，美联储将继续收紧货币流动性，预计带来全球宏观需求的地区再平衡。

人民币信用和中国再平衡。2008 年全球金融危机的冲击驱动全球总需求的回落，叠加中国劳动力要素的回落，2012 年以来中国经济便进入了结构调整的过程。经历了 2020 年至今的新冠疫情冲击，“人民至上、生命至上”的总方针和“动态清零”的防疫政策驱动下，中国经济处在周期的底部状态，下半年通过刺激消费对于经济带来的改善可能相对有限。当前相应宏观对冲政策的应对（负债端）也已经开启，下半年继续关注全球风险释放对于国内总需求政策的推动作用，以及央行资产负债表结构的转变。

### ■ 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

通胀超预期风险，疫情失控风险

## 目录

策略摘要 .....	1
核心观点 .....	1
再分配背景：经济增长的动力缺失 .....	3
宏观供给效率无法提升 .....	3
宏观需求管理面临失效 .....	3
美元周期：美国宏观账户的再平衡 .....	4
高通胀的宏观背景 .....	4
通胀的供给暂无解 .....	5
美国仍将继续紧缩 .....	6
碳人民币：中国宏观账户的再平衡 .....	7
低增长的宏观背景 .....	7
关注宏观对冲政策 .....	8

## 图表

图 1: BA.2 引起的长期新冠概率更高   单位：百分比 .....	3
图 2: 新冠病毒对神经系统的影响   单位：百分比 .....	3
图 3: 美欧全要素生产率停滞   单位：%YOY .....	4
图 4: 化石能源的碳排放缺口   单位：PGCY <sup>-1</sup> .....	4
图 5: 全球供应链压力仍保持在高位   单位：% .....	5
图 6: 油价和日元汇率   单位：美元/桶 .....	6
图 7: 欧元区经常帐转向逆差   单位：亿欧元 .....	6
图 8: 需求减弱带来通胀的周期性减轻   单位：%YOY .....	7
图 9: 但强美元暂时没有缓和通胀预期   单位：%YOY .....	7
图 10: 企业持续调整产业结构   单位：%YOY .....	8
图 11: 居民部门杠杆增速停止增长   单位：%YOY .....	8
图 12: 劳动力市场不容乐观   单位：% .....	8
图 13: 居民预期的悲观限制扩张   单位：% .....	8
图 14: 全球总需求回落施压中国对外出口   单位：% .....	9
图 15: 金融机构杠杆率回到 2010 年趋势   单位：% .....	9
图 16: 强美元削弱了全球的信用扩张   单位：% .....	9
图 17: 关注央行资产结构转变   单位：%YOY .....	9

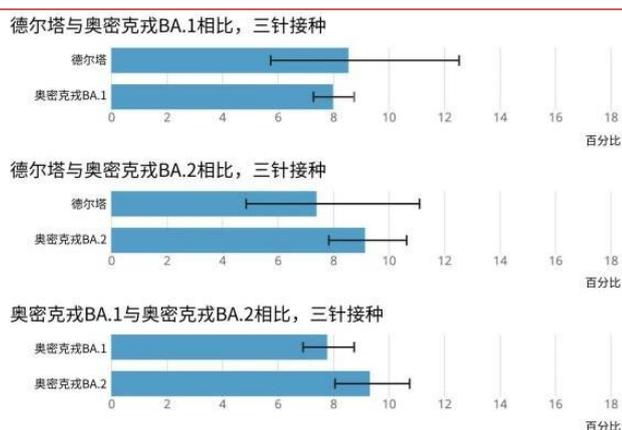
## 再分配背景：经济增长的动力缺失

### 宏观供给效率无法提升

新冠疫情冲击下，全球总供给短期难有改善。从短期的冲击上来看，根据国际劳工组织发布了《世界就业和社会展望：2022年趋势》报告，2022年全球失业人数将达到2.07亿人，且与疫情前相比，工作时间的减少相当于减少约5200万个全职岗位。由于发达国家和发展中国家之间的宏观环境差异，就业复苏趋势将持续存在“巨大差异”。

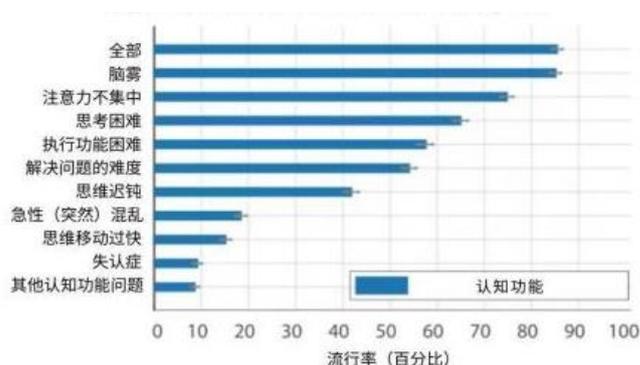
从长期的影响上来看，全球主要经济体在“躺平”的影响下，仅6月20日至26日的一周内报告了410多万例新病例<sup>1</sup>。哈佛公共卫生学院等学者观察发现，在研究的4万多名患者中（皆为2021年前感染），80%的患者在确诊4周后至少患有一种后遗症，其中系统性感知上的症状最常见，除了疲劳外，也包括劳累后的身体不适、发烧、多汗、低温等症状<sup>2</sup>，将对于劳动生产率形成负面影响。

图 1：BA.2 引起的长期新冠概率更高 | 单位：百分比



数据来源：上观 华泰期货研究院

图 2：新冠病毒对神经系统的影响 | 单位：百分比



数据来源：上观 华泰期货研究院

### 宏观需求管理面临失效

宏观政策进入非常规空间，全球总需求缺乏动力。全球经济站在长周期的尾端，1980年以来的新自由主义实验，货币政策等宏观需求管理政策对于总需求的边际影响逐渐降低。日本自从陷入资产负债表衰退后，1999年便进入到“零利率政策”空间，早在2001年就开始实施量化宽松政策；2008年经历了次贷危机冲击后，美联储也进入到“零利率下限”

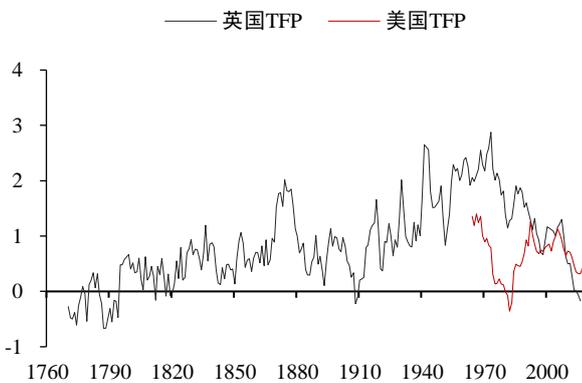
<sup>1</sup> 参见世卫组织周度报告《Weekly epidemiological update on COVID-19 - 29 June 2022》

<sup>2</sup> 参见上观新闻《全球首个奥密克戎后“长期新冠”研究发表！对病毒仍不可掉以轻心》

状态，开启了量化宽松政策；自 2014 年实施“负利率政策”之后，欧央行在 2015 年也加入了量化宽松的行列。

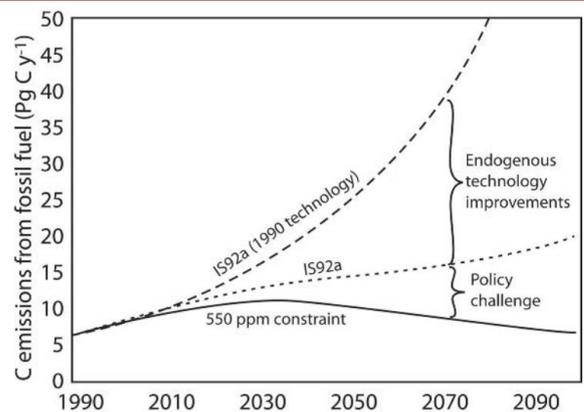
全球主要经济体货币政策进入到非常规状态，一方面是对需求刺激的低效甚至无效的确证，另一方面正是印证了全球经济走出现状的主要动力还在于供给侧。而在宏观总供给短期内无法有效提升，即生产力增长陷入停滞，市场蛋糕总量不再增长的情况下，主要的宏观政策似乎只剩下了“再分配”工具——谁拥有定价权，也有拥有了全球资源的分配权，国家机器对于分配的要求就上升<sup>3</sup>。或者通过战争这一极端分配形式，或者通过货币、金融等分配工具。

图 3：美欧全要素生产率停滞 | 单位：%yoy



数据来源：Wind FRED 华泰期货研究院

图 4：化石能源的碳排放缺口 | 单位：Pg C y<sup>-1</sup>



数据来源：Christopher (2004) 华泰期货研究院

## 美元周期：美国宏观账户的再平衡

### 高通胀的宏观背景

长期来看，始于 2021 年全球通胀的共振回升，来源于全球化的断裂。在中国加入 WTO 以后，全球的产业链分工因为增加了“中国制造”的生产效率，而降低了通胀压力；而这种低通胀的舒适环境，因为中国人口红利的褪去而逐渐转变。无论是中国还是全球都面临着经济结构的转型，而美国在维系相对竞争力的要求加剧了全球产业链的重组。

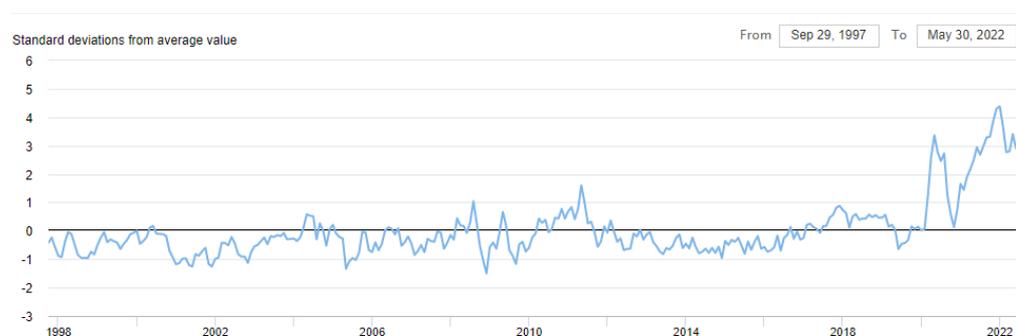
中期来看，本轮商品价格的持续上涨，来源于 2011 年以来的产能投资不足。2008 年金

<sup>3</sup> 参考华泰期货宏观报告《低增长、低利率和再平衡》(2021)，认为未来有效需求不足仍将是常态，在做大蛋糕政策趋于无效（生产力提升缓慢、需求管理政策失效）的情况下，一方面以财政之手替代货币之手，主动填补宏观账户的缺口，因而我们会看到持续膨胀的政府债务；另一方面，利用“霸权优势”对全球经济的供需结构进行的再平衡。

融危机之后，主要经济体就加强了对金融机构的监管，美国出台了多德弗兰克法案来对金融机构的行为进行约束，其中沃尔克规则更是迫使金融机构在大宗商品领域进行了“去金融化”的转变。全球总需求的阶段性不足叠加对于总供给投资的持续性不足，使得大宗商品的产能扩张进入到低速的状态。

短期来看，疫情的持续冲击和俄乌地缘冲突的延续，加剧了全球供应链的紧张。新冠疫情在宏观层面的影响，除了供给层面降低人的劳动生产力之外，在需求层面主要表现为通过降低人的流动降低了服务性需求，此外由于供应链的停滞，全球贸易活动降温。而俄乌地缘冲突的直接影响是增加了基础商品在全球流通的障碍，造成至少短期内像粮食、能源的供给减少。

**图 5:全球供应链压力仍保持在高位 | 单位: %**



数据来源: New York Fed 华泰期货研究院

### 通胀的供给暂无解

通胀的供给因素短期内依然无解。在上半年的 FOMC 会议声明中，美联储就将通胀短期的关注焦点从 2020-2021 年的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；以及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仍没有很好的解决方案：

一方面，随着 7 月份芬兰和瑞典的加入北约，G7 集团承诺向乌克兰提供无限期支持，以及美国加强在欧洲的军力部署，俄乌冲突的运行方向仍不是缓和，时间上可能正像法国总统马克龙给出的将延续到年底。

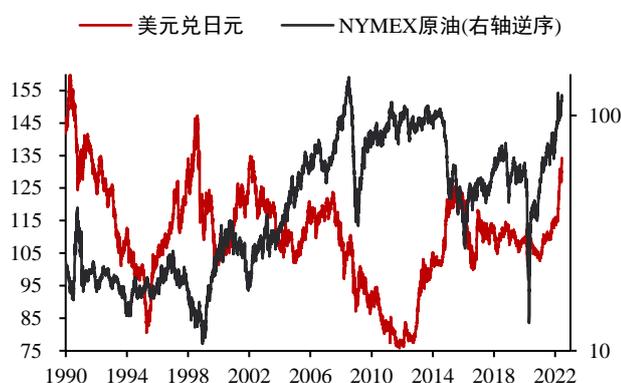
另一方面，尽管以北京环球影城在 6 月 25 日、上海迪士尼乐园在 6 月 30 日正式开园为标志，2022 年初以来这一轮疫情的逐渐得到控制，但是当前阶段“疫情仍是最大的基本面”，习近平武汉讲话中继续强调“疫情还没有见底，外防输入、内防反弹压力还很大”。我们认为，底线思维下的国家安全重要性增加，政策的“动态清零”意味着中国的加工品供给仍将面临短缺的风险。

## 美国仍将继续紧缩

影响通胀短期波动的最大因素在于原油，但是美国无意于地缘矛盾缓解的情况下，我们需要持续美联储货币政策的收紧带来的外溢性<sup>4</sup>。

从推动通胀回升的供给因素来看，能源价格和粮食价格的高企是两个最直接的影响变量。而高油价和高粮食价格将直接影响到相关进口依赖型经济体的宏观账户，其中欧洲和日本是两个主要的再分配区域。2008 年全球金融危机冲击之后，日本和欧洲在全球贸易市场中顺差额逐渐收缩、而逆差额逐渐扩张，截止到今年 5 月份，日本的半年累计贸易逆差额达到 7.13 万亿日元，而欧元区则达到 960 亿欧元、欧盟整体达到 1500 亿欧元的逆差规模。

图 6：油价和日元汇率 | 单位：美元/桶



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7：欧元区经常帐转向逆差 | 单位：亿欧元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

一方面，由于日本是大宗商品进口国，商品价格上涨导致贸易条件恶化，尽管日本央行持续推动弱势日元政策，但是对于改善日本的贸易条件影响有限。另一方面，欧元区当前面临的供给冲击与 1970 年代石油供给冲击类似，影响家庭对经济增长和通胀的预期。作为单一货币政策目标制的央行，欧央行将不得不通胀加息来抑制通胀。但是欧洲内部边缘国家相对核心国家是一个相对薄弱的结构，随着高通胀下加息预期的回升，意大利国债相对德国国债的利差从 2021 年 9 月的 90 个基点利差，到 6 月 14 日达到了 240 个基点的高利差。

关于美联储货币政策，9 月是一个值得关注的时间点。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；若通胀爱

<sup>4</sup> 拜登的“抗通胀”政策重心，无疑是放在了美联储——即行政性推动美联储收紧货币政策，创造美元流动性紧缩的效果。自今年 1 月份美联储正式结束了量化宽松操作后，不到半年的时间，美联储就宣布了 6 月开启缩表的进程，叠加每次 75 个基点的加息幅度，美联储货币政策收紧的节奏在加快。

9月之前无法实现缓和，则9月以后美联储每月结束的再投资规模分别提高到600亿美元和350亿美元；假设通过增加缩表规模仍无法达到缓和通胀的目的，即全球总需求的压缩目的无法实现，那么美联储将在合适的时候，通过主动出售MBS的方式来实现资产负债表的正常化。

图 8：需求减弱带来通胀的周期性减轻 | 单位：%yoy



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：但强美元暂时没有缓和通胀预期 | 单位：%yoy



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 碳人民币：中国宏观账户的再平衡

### 低增长的宏观背景

2012年以来中国经济便进入了结构调整的过程。一方面，在2008年全球金融危机的冲击下，全球总需求的回落意味着中国以出口为导向的宏观模型到了不得不调整的阶段，这种调整伴随着从投资到生产到消费结构的转变。在供给侧结构调整的过程中，需要平衡需求侧的回落速度。2010年主要通过刺激投资的方式来应对这种需求冲击，而2015年则主要通过刺激房地产消费的方式来降低需求冲击。

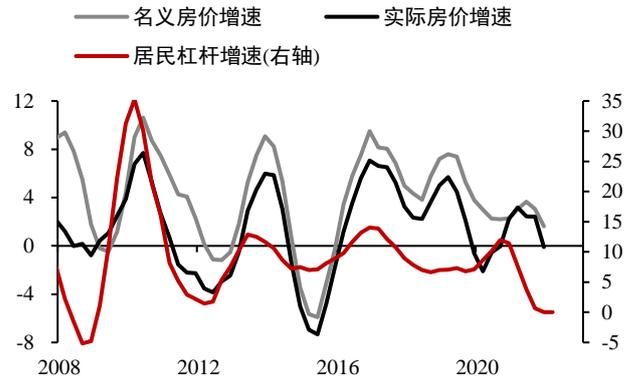
而经历了2020年至今的新冠疫情冲击，以最大程度保护人民生命安全和身体健康的“人民至上、生命至上”的总方针和“动态清零”的防疫政策驱动下，中国经济处在周期的底部状态，等待着逆风的过去。经济结构的调整叠加短期需求冲击的约束，无论是居民还是企业来说，实体经济部门的预期都处在相对的低点。央行调查显示，二季度居民对就业和收入预期转弱、投资意愿下降、更愿储蓄等鲜明特点，显示出在当前居民杠杆高位、收入预期下降的背景下，下半年通过刺激消费对于经济带来的改善可能相对有限。

图 10: 企业持续调整产业结构 | 单位: %yoy



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 居民部门杠杆增速停止增长 | 单位: %yoy



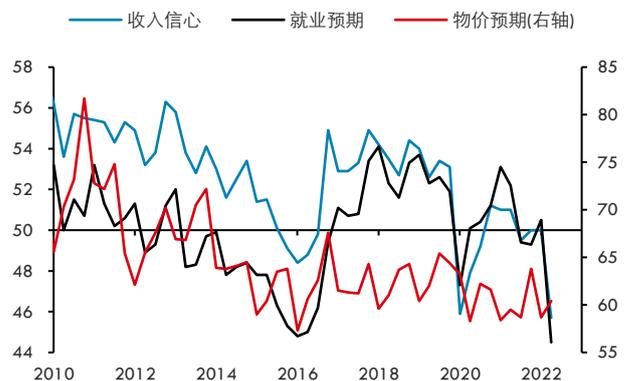
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 劳动力市场不容乐观 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 13: 居民预期的悲观限制扩张 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

### 关注宏观对冲政策

全球流动性紧缩周期中总需求的放缓是确定性的。叠加着国内的结构转型，综合影响之下中国经济自 2021 年下半年以来经济下行压力增加，而相应宏观对冲政策的应对（负债端）也已经开启：

2021 年 7 月和 12 月两次降准各 0.5 个百分点；2022 年 4 月全面降准 0.25 个百分点；

2021 年 12 月下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；

2022 年 1 月推动 1 年期中期借贷便利和 7 天期公开市场操作利率均下降 10 个基点；

2021 年 12 月 1 年期和 5 年期以上 LPR 分别下降 15 个和 5 个基点；2022 年 5 月 5 年期以上 LPR 下降 15 个基点；

增加 3000 亿元支小再贷款额度；推出碳减排支持工具和 2000 亿元支持煤炭清洁高效利

用专项再贷款；设立 2000 亿元科技创新再贷款和 400 亿元普惠养老专项再贷款，增加 1000 亿元再贷款额度支持煤炭开发利用和增强储能。

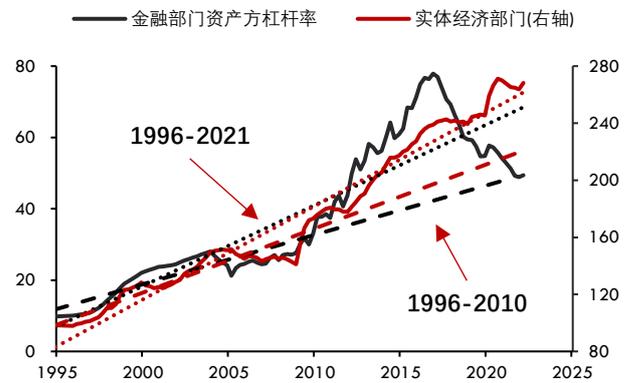
未来有效性的检验在于“信心”的建立，即资产的创造（资产端）。叠加 2022 年疫情的再次影响，家庭部门面临着债务收缩的压力，在周期性和结构性因素叠加的背景下，增加了短期内政府部门资产负债表扩张的必要性，通过政府支出的扩张来拉动总需求的扩张。下半年继续关注全球风险释放对于国内总需求政策的推动作用，以及央行资产负债表结构的转变。

图 14：全球总需求回落施压中国对外出口 | 单位：%



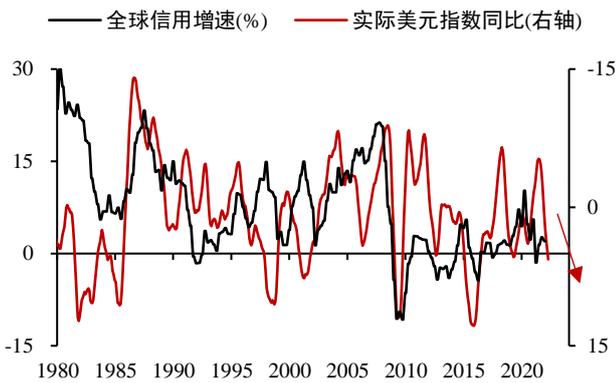
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15：金融机构杠杆率回到 2010 年趋势 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 16：强美元削弱了全球的信用扩张 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 17：关注央行资产结构转变 | 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](http://www.htfc.com)