



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

全球宏观紧缩的剧本已经写好，投资者请注意坐稳扶好。美联储8月底给出了对抗通胀的宣言书——加大紧缩力度。信号既已出，未来观察的便是在流动性紧缩的状态下，市场、政策和经济之间的反馈。同时，国内宏观的脚本也生成，宏观政策已转向“积极”状态下人民币资产的“左侧”也已经明确，未来静待震荡过去。

核心观点

■ 市场分析

宏观周期：美联储转向坚定的“收缩”，将驱动宏观周期加速回落。同时，在全球央行被动加息应对中，人民币的降息成为一股清流，背后折射的是全球生产产能的“定力”，这是我们对人民币资产左侧配置的理解。

海外宏观：美联储确认了下行周期的开始。8月杰克逊霍尔年会上美联储主席鲍威尔向市场进行了对抗通胀的宣言，虽然节奏会根据经济数据进行调节，但方向仍是更快更强的货币收缩。随着宏观收缩的开始，全球总需求的进一步放缓具有确定性，在这过程中关注通胀的地区差异对于金融条件的差异性影响。

中国宏观：关注财政端的进一步对冲动作。外需回落的确定性，叠加消费需求在收入预期未改善背景下的谨慎，国内宏观关注点依然在于财政端。关注美联储货币政策收紧驱动的全球总需求放缓程度对于国内财政“紧日子”状态转变的推动可能。

■ 策略

随着美联储主席鲍威尔的抗通胀宣言，8月底全球金融压力正式进入到了释放阶段，在关注市场风险释放的同时，我们认为通过宏观多空的配置组合进行左侧的配置是一个选择。

■ 风险

经济数据短期波动风险，金融风险释放缓慢的风险

目录

策略摘要	1
核心观点	1
宏观周期：关注下行冲击.....	3
美联储扣动宏观周期下行的扳机	3
人民银行逆势降息体现“以我为主”	4
海外宏观：下行周期确认.....	5
美国：抗通胀政策落地	5
欧洲：金融条件的恶化	7
中国宏观：等待财政对冲.....	8
对外：压力从军事转向金融	8
对内：等待财政逆周期调节	9

图表

图 1:主要经济体利率预期变化，预期美国继续走强 单位：BP	4
图 2: 中国库存周期偏向下行 单位：%YOY	5
图 3: 经济预期差已经开始上行 单位：%.....	5
图 4: 美国金融条件截止 8 月底宽松 单位：点	6
图 5: 景气指数预示着美国进入去库周期 单位：%.....	6
图 6: 美联储 MBS 资产不再增加 单位：亿美元.....	6
图 7: 美国房地产市场和信贷扩张 单位：%.....	6
图 8: 欧元区金融条件的加速收紧 单位：点	7
图 9: 欧洲经济预期仍有恶化风险 单位：点	7
图 10: 美国 7 月主要通胀分项变化 单位：%.....	8
图 11: 人民币和 VIX 波动率 单位：点	9
图 12: VIX 和人民币资产比价 单位：点	9
图 13: 中国居民杠杆率处在高位 单位：%.....	10
图 14: 银行资产和外汇占款增速均处低点 单位：%.....	10
图 15: 宏观资产的创造需要等待更好的时间点 单位：千亿元	11
表 1: 央行结构性政策工具上半年使用情况	10

宏观周期：关注下行冲击

美联储扣动宏观周期下行的扳机

8月26日美联储“抗通胀”的宣言，全球宏观需求进入到实质性“收缩”。货币政策收紧节奏的加快，短期内必然将对经济带来冲击的影响，预计宏观周期将进入到加速回落阶段。

回顾8月的宏观市场，最大的变化在于美联储货币政策的确定“转鹰”。在美债收益率曲线倒挂加深的状态下，7月份美联储货币政策在6月“75BP”加息后采取了连续第二次“75BP”的加息幅度，向市场释放的却是美联储货币政策收缩强度到顶的预期——即未来美联储货币政策收紧幅度在75BP向50BP转变的过程中，这种预期随着美国劳工部公布的7月通胀数据出现“回落”¹之后进一步增强。尽管在8月初美联储多位官员向市场释放了比较硬派的货币政策言论²，但是市场预期并没有发生更多转变，继续增加着对未来美国经济衰退以及衰退预期下货币政策转向宽松的定价，即美联储看跌期权³。终于在8月26日的杰克逊霍尔央行年会上，美联储主席鲍威尔发布了美联储抗击通胀的最终宣言⁴，这次讲话有几个关注点：

- 1) **明确性**：相比较以往美联储预期管理的模糊性⁵，鲍威尔传递的信息更直接，即“my message more direct”；
- 2) **回归通胀目标**：需要将通过强力的货币政策工具将通胀控制在2%的目标上，因此而必须承受抗通胀的代价；
- 3) **9月加息预期**：很大概率75BP，即“another unusually large increase”；

¹ 8月10日美国劳工部公布的数据显示，美国7月未季调CPI同比增长8.5%、预期增长8.7%、前值增长9.1%；7月未季调CPI环比上涨0%、预期上涨0.2%、前值上涨1.2%。8月11日数据显示，美国7月PPI同比增长9.8%，前值为11.3%，预期为10.4%；美国7月核心PPI同比增长7.6%，前值为8.2%，预期为7.6%。

² 8月初以来美联储多位官员表达了对于货币政策“不那么宽松”的观点，8月2日戴利表示在提高利率以平抑通胀方面还有许多工作远未完成；8月6日鲍曼表示美联储应该考虑在未来的议息会议上多次加息75个基点，直到看到通胀回落至其目标水平；8月11日埃文斯表示通胀仍“高得不可接受”，会持续加息到明年；卡什卡利表示还远未到宣告抗通胀胜利的时候；8月19日布拉德认为9月份可以加息75个基点，美联储不应该在今年就暂缓加息。

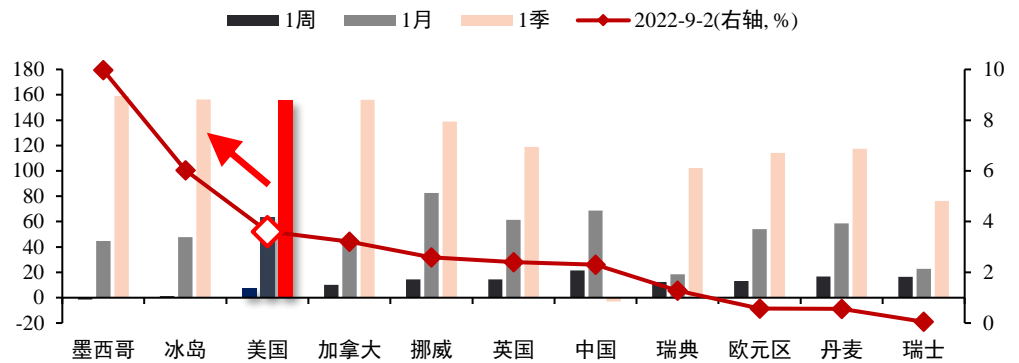
³ 我们在1月份报告《央行看跌期权》中指出，需要关注地缘风险推动的全球通胀压力上升，加速美联储短期宽松退出的节奏，提升美元流动性风险发生的可能性。

⁴ 参见：<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20220826a.htm>

⁵ 前美联储主席格林斯潘的名言“如果你觉得听懂了我说的话,那你一定是误解了我的意思”

4) **表决心**：提到了三位前任美联储主席本·伯南克（央行的职责是提供低和稳定的通胀）、保罗·沃尔克（央行必须尽快阻断高通胀预期的自我锚定）和艾伦·格林斯潘（价格稳定意味着价格对于经济决策没有影响），来增强本次美联储货币政策走向强力收紧的信心，即“keep at it until we are confident the job is done”。

图 1:主要经济体利率预期变化，预期美国继续走强 | 单位：BP



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

人民银行逆势降息体现“以我为主”

8月15日人民银行“主动应对，提振信心”⁶的货币政策进行了10BP的降息⁷。在全球央行被动加息应对美元高利差和高通胀压力过程中，人民银行的降息成为一股清流，背后折射的是全球生产产能的“定力”，这是我们对当前人民币资产处在左侧配置的理解。

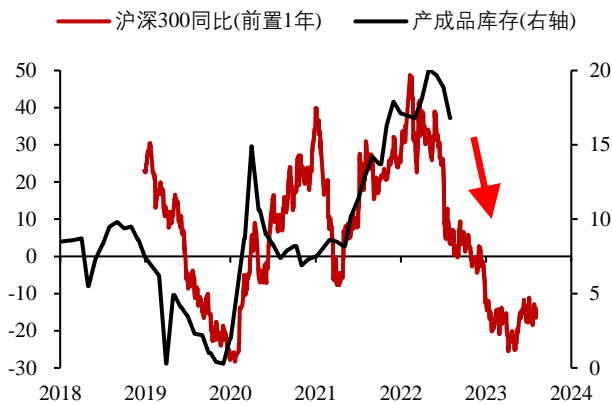
回顾8月份国内的宏观市场，缺信心和缺资产似乎成了一致预期。在宏观经济逐渐面临压力的情况下，央行“以我为主”的货币政策逐渐转向了总量性降息的政策，8月15日央行调降MLF利率和公开市场操作利率各10个基点，8月22日央行非对称调降LPR利率⁸，增强了政策利率向实体经济传导的预期。

⁶ 参见人民银行《[二季度货币政策执行报告](#)》，指出“加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节”。

⁷ 参见人民银行《[公开市场业务交易公告 \[2022\]第 158 号](#)》，指出“中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降 10 个基点。”

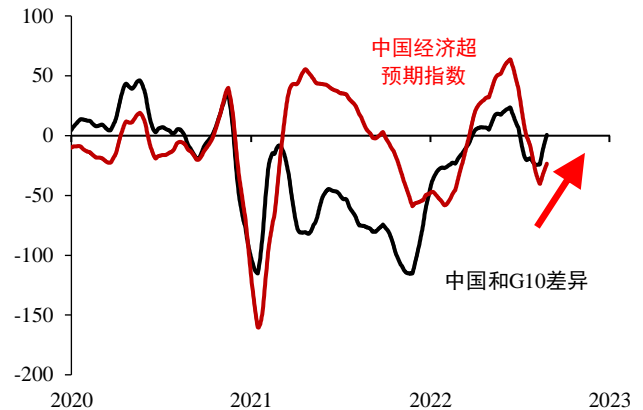
⁸ 参见人民银行《[2022 年 8 月 22 日全国银行间同业拆借中心受权公布贷款市场报价利率（LPR）公告](#)》，指出 1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%，分别调降 5 个基点和 15 个基点。

图 2: 中国库存周期偏向下行 | 单位: %YOY



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 经济预期差已经开始上行 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

海外宏观：下行周期确认

美国：抗通胀政策落地

从 2020 年美联储修改货币政策框架——平均通胀目标制⁹，给予了美联储更长的低利率政策时间来降低财政名义债务负担¹⁰，到 2022 年鲍威尔维系价格稳定（Price stability）的政策宣言，显然政策的天平进入到了不得不转变的阶段，这种转变将通过直接作用于对经济总需求的影响而实现政策的效果。

对于市场来说，需要考虑的问题还是原来那一个，即在“抗通胀”过程中，谁来承担需求回落的最终任务，这和货币的定价权有很大关系。

一方面对于美国经济来说，在当前美国劳动力依然相对强劲的状态下，金融条件的收紧节奏可能只是影响美国经济从高位回落过程中需求放缓的程度，暂时没有像收益率曲线定价的向衰退进行切换的转变。从经济数据来看，在美联储 6 月和 7 月两次都加息“75BP”的情况下，7 月以来美国的金融条件指数甚至阶段性走向了宽松（见图 4）。

另一方面从未来的观察角度来看，随着利率继续收紧的节奏加快，对于美国国内的金融资产的负面影响也将加强——比方说房地产。6-9 月份美联储的缩表计划执行的实际进行其实是比较犹豫的，除了总体缩减的证券资产远没有达到每月的上限之外，美联

⁹ 参见：<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200827a.htm>

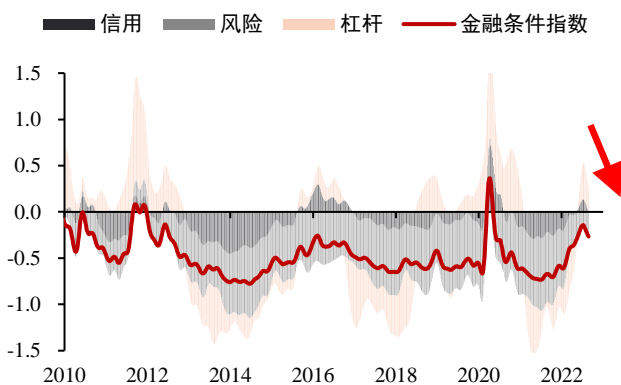
¹⁰ 参见华泰期货报告《历史的拐点，美联储调整政策框架》，认为未来货币政策将配合着财政政策提振经济增长，随着财政端的进一步动作——新刺激计划，将带动经济从稳定就业走向扩张需求。

储持有的 MBS 资产甚至还有所增加，来支持美国的房地产市场。但是随着 9 月份的到来，这一局面将发生转变：

观察 8 月以来美联储周度资产负债表的变动，它的缩表进度从边际上看是在放缓的，截止 8 月 18 日，美联储资产负债表变动从月初的 180 亿美元降低到了 43 亿美元的缩表规模，而从美联储资产的结构来看，美联储对于房地产市场的呵护 8 月以来也有所增加，MBS 从 107 亿美元的减持规模转向 99 亿美元的增持。

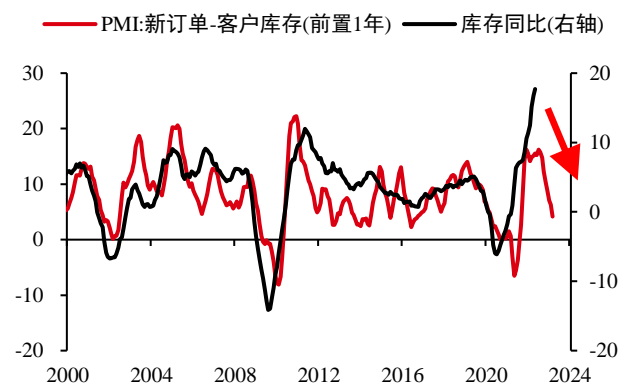
随着 9 月的临近，这种状态正在逐渐转变，截止到 8 月的最后一周，美联储 MBS 资产持有量从前期的增持再次转向了减持，周度减持了 202 亿美元 MBS（见图 6）。未来在美联储加大紧缩的过程中，需要密切留意美国房地产市场发生的变化，对于市场预期的转变压力将逐渐增强（见图 7）。

图 4: 美国金融条件截止 8 月底宽松 | 单位：点



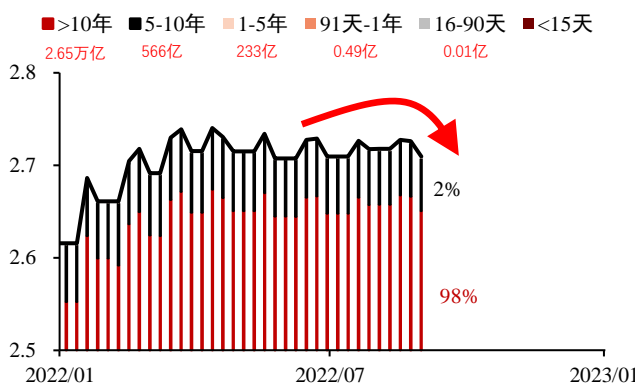
数据来源：FRED 华泰期货研究院

图 5: 景气指数预示着美国进入去库周期 | 单位：%



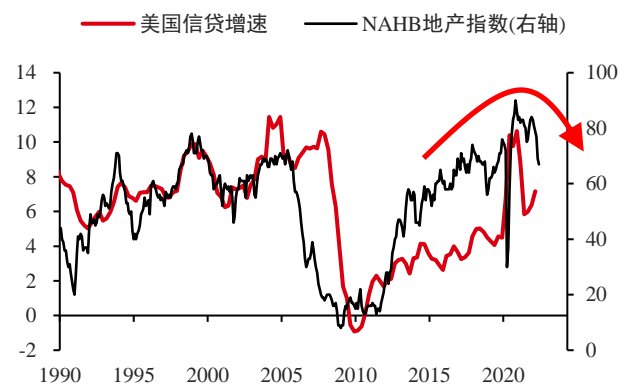
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: 美联储 MBS 资产不再增加 | 单位：亿美元



数据来源：FRED 华泰期货研究院

图 7: 美国房地产市场和信贷扩张 | 单位：%

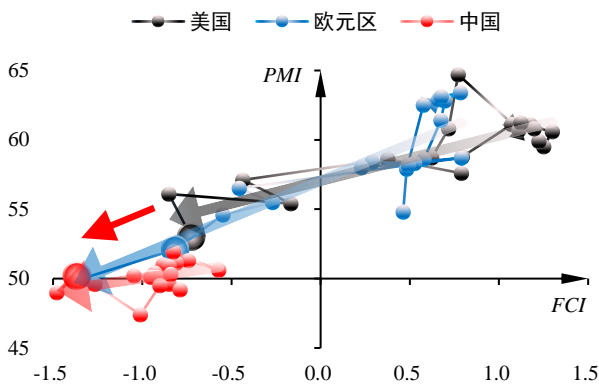


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

欧洲：金融条件的恶化

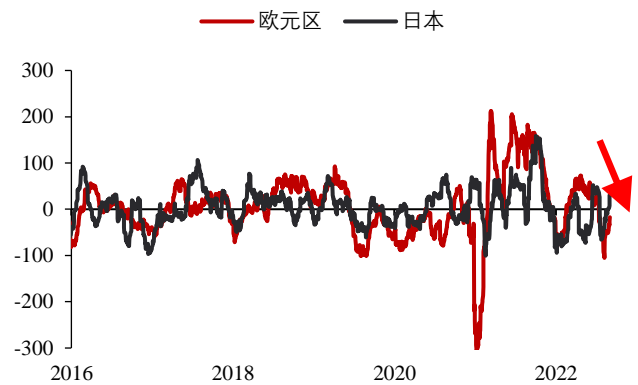
8月11日美元指数见底之后持续走强，从104.64上涨至109.99¹¹；推动包括黄金价格在内的资产价格继续创下新低。我们在8月初发布的宏观月报¹²中提到，8月市场的宏观氛围改善，一方面来自于通胀预期回落的状态下，市场对美联储流动性收紧预期在边际上的改善；另一方面来自于定价层面，也就是以欧洲为代表的非美地区货币政策收紧的预期快于美联储，产生的货币反弹以及美元指数的调整。随着8月中旬开始这种来自于对美联储政策收紧预期的改善定价和美欧之间的相对定价，宏观阶段性的“改善”交易正在走向尾声，及至8月26日美国央行年会上鲍威尔释放“鹰派”态度得到确认，美元指数9月1日正式突破7月14日的高点，预计来自于美元的流动性收紧未来也将进一步加强，这对于欧洲的影响也将上升（图8中蓝线相对于黑线更快回落）。

图 8: 欧元区金融条件的加速收紧 | 单位: 点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: 欧洲经济预期仍有恶化风险 | 单位: 点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

密切留意能源价格对于欧洲的负面影响。在上游能源等进口约束继续存在的条件下，欧洲不仅仅通胀持续创下历史新高，两位数的PPI增速和接近10%的CPI增速对于欧洲内部的经济而言压力并没有消退。而且之前我们也提到，在全球通胀推动的财富再分配过程中，欧洲的对外账户出现了快速的恶化，从欧洲整体到核心经济体中的德国，对外账户都转向了逆差¹³。最新的通胀报告显示，在食品和能源价格的推动之下，8月

¹¹ 截止 2022 年 9 月 1 日

¹² 参见华泰期货宏观报告《[密切关注 8 月开始的风险释放窗口](#)》

¹³ 参见华泰期货宏观报告《[密切关注 8 月开始的风险释放窗口](#)》，认为今年二季度以来随着美国金融条件的快速收紧，全球多数生产型经济体将面临逆差不得不继续扩大的压力，像 5 月份的德国，其对外贸易出现了 30 年以来的首次贸易逆差，虽然逆差额只有 10 亿欧元，但是他反馈出的经济现实，对于德国的国家账户来说，资产创造形成的能力正在面临收缩压力（市场对于欧元兑美元的汇率预期转向平价）。

份欧元区的通胀继续走高，达到了 9.1%，在美联储收紧美元流动性的情况下，欧央行也不得不同时进入到更快速加息的方式来维系欧洲经济的竞争力，在 7 月份欧央行首次加息就大幅提高了 50 个基点之后，我们预计 9 月份欧央行仍将继续大幅加息，并不能完全排除“75 个基点”的加息可能，欧洲的波动仍将趋于放大。

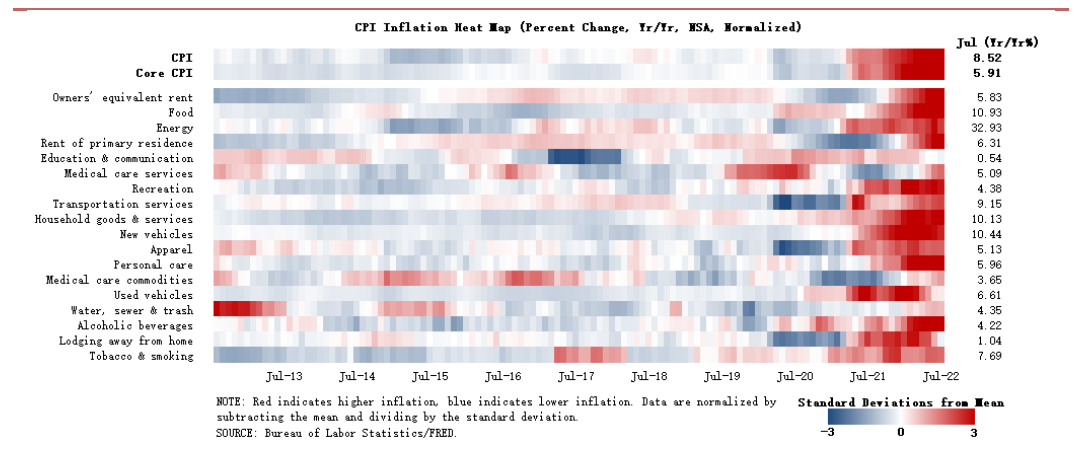
中国宏观：等待财政对冲

对外：压力从军事转向金融

8 月初的“台海危机”暂告段落，但是开启了中美之间的正式对抗。8 月美国开始打台湾牌，月初美国众议院议长佩洛西窜访中国台湾带动了地缘层面的不确定性上升，短期随着中美之间达成“审计监管合作协议”¹⁴而再次回落。尽管如此，我们认为全球化的退潮也在进一步朝着加速的方向运行，世界的历史正在开启新的篇章。

压力从军事转向金融，且随着美国选举的日益临近在不断加强。一方面，2022 年美国中期选举将改选众议院、部分参议员以及部分州长等，两党在选区划分、女性堕胎权、控枪、移民等焦点问题上多次激烈博弈，围绕特朗普的政治和法律斗争也是两党交锋重点。另一方面，作为美国政治压力的对冲，通过“高通胀”之下的流动性收紧和能源供给受限的组合，将经济压力的矛盾焦点转向美国以外（见第二部分：欧洲金融条件的恶化）。作为政策工具，美联储在 8 月份看到美国通胀开始筑顶之际（环比 0 增长），进一步收紧了货币政策，创造了金融条件进一步收缩的压力。

图 10:美国 7 月主要通胀分项变化 | 单位：%

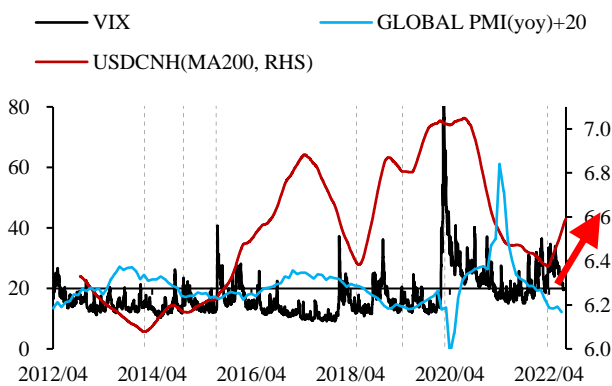


数据来源：FRED 华泰期货研究院

¹⁴ 参见中国证监会“中国证监会、财政部与美国监管机构签署审计监管合作协议”

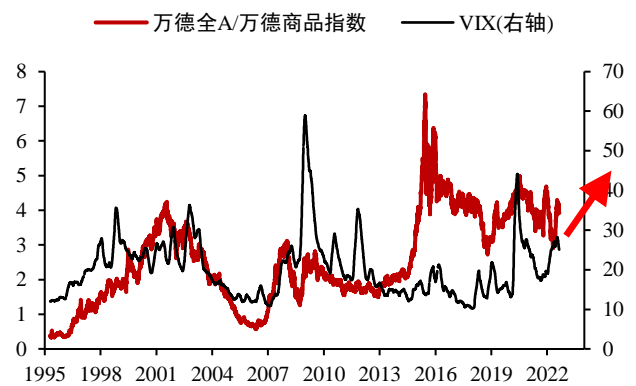
关注金融环境压力对于国内资产价格的影响。从中美博弈的角度来看，未来仍会有对抗性政策的出台，增加了市场对于人民币资产波动性增加的担忧。在当前中美博弈开启实质性对抗的阶段，从军事转向金融领域博弈，在人民银行实施“以我为主”货币政策采取降息动作的背景下，美联储通过至少在预期层面释放更加鹰派的货币政策态度（像 8 月底鲍威尔的宣言），无疑会增加中美之间的政策预期差，这种政策分化对国内的金融环境而言短期内将形成比较大的压力可能。因而从这个维度去评估，未来比较大的可能是美联储预期将维持向鹰派的转变，至少在预期层面上可能会这么做。展望未来，来自外部预期的改善信号，我们认为需要等到美联储货币政策出现了实质性的放缓，即从 75 个基点的加息幅度朝向 50 个基点的变化幅度转变，或者中美之间的博弈出现边际上的改善信号，而这点至少要等到 9 月份开始美联储做出政策上的转变。

图 11: 人民币和 VIX 波动率 | 单位: 点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: VIX 和人民币资产比价 | 单位: 点



数据来源: Wind 华泰期货研究院

对内：等待财政逆周期调节

二季度以来货币市场利率持续走低，显示出的是流动性的宽松特征。但是 7 月份金融数据中货币端的增速远远高于资产端的增速，折射出在“稳定”而非“刺激”的政策基调之下，尽管宏观政策力度很大，但是能够带动的经济改善幅度相对还是有限的，在房地产市场约束的条件下，资金并没有流向实体，市场缺资产的特征还是很突出，即资产负债表结构上呈现出负债端压力在缓和，但是资产端的扩张意愿还是不足。

从实体部门的角度来看，在 7-8 月份实体经济活跃度继续下降，以及异常天气对于生产活动的影响，三季度经济以及对于全年的经济目标还是面临不小的压力。8 月央行“结构性货币政策工具介绍”显示，当前的结构性工具的大头有两个，一个是支农和支小的长期性工具，使用量占了额度的 80% 以上，截止今年 6 月底达到 2.55 万亿；另一个是抵押补充贷款也就是 PSL 工具，主要投向棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等，

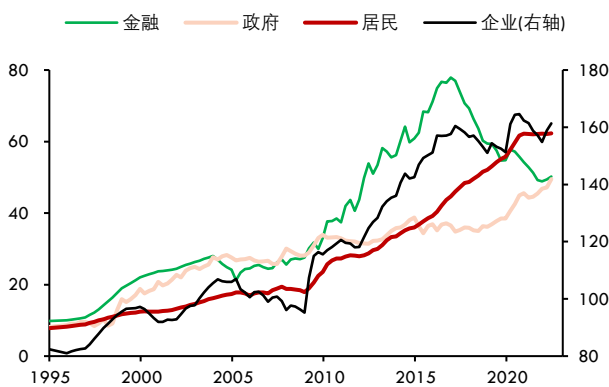
有 2.62 万亿的规模。而其他的再贷款工具当前的使用量都不是很高，绿色金融领域像碳减排支持工具虽然有 8000 亿的额度，但是只用了 1800 亿，支持煤炭清洁高效利用专项再贷款有 3000 亿的额度，但是只用了 357 亿。这间接体现出当前缺资产的现状。

表 1: 央行结构性政策工具上半年使用情况

	工具名称	支持领域	发放对象	利率(1年期)/激励比例	额度(亿元)	余额(亿元)
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	7600	5404
	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2%	16400	13997
	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2% (6个月)	7000	6145
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2% (激励)	400	44
	抵押补充贷款	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.80%		26203
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构	1.75%	8000	1827
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	357
	科技创新再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	2000	0
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	0
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	0
合计						53977

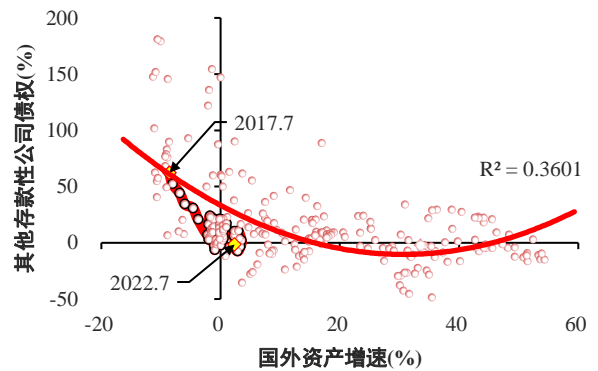
资料来源: PBOC 华泰期货研究所

图 13: 中国居民杠杆率处在高位 | 单位: %



数据来源: CNBS 华泰期货研究院

图 14: 银行资产和外汇占款增速均处低点 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

仍可期待未来更多的降息操作。从居民的角度来看，经历了 2009 年以来杠杆的快速增加，截止到二季度杠杆率已经上升到了 62.3% 的高位（见图 13），且在房地产限购政策影响之下，目前居民的杠杆率增速已经连续四个季度保持在停止增长或者接近停止增长的状态，而对于未来来说，风险更大的是在于居民部门进入到去杠杆的可能，根据央行调查显示，截止二季度居民对未来就业预期和收入信心都跌落至 2010 年以来的低

点，若政策层面没有更多的提振信心举措，那么进入到去杠杆的风险就会大幅增加。因此，我们认为虽然当前市场的核心焦点在于资产创造的信心，但是就央行层面而言，仅仅一次的降息可能并不足够带动信心的有效改善。

从周期的准备上，随着国内库存周期的回落（图 2），仍需要更多的财政政策来对冲经济进一步下行的压力。而从宏观政策领域我们也逐渐感受到了趋向于宽松的特征：

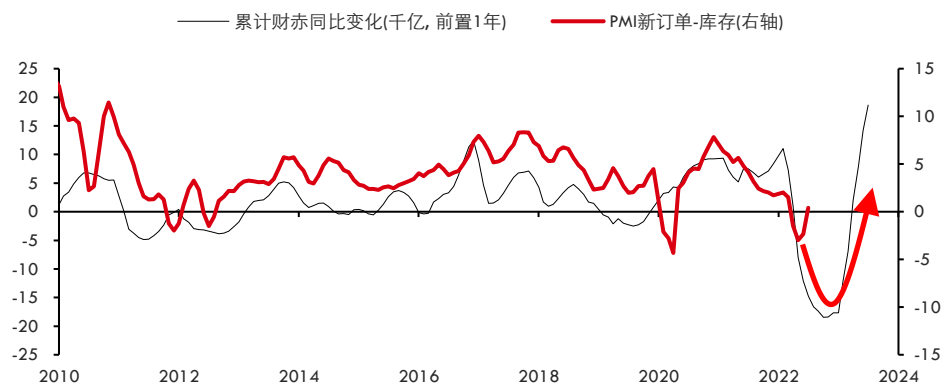
非经济领域：市场的关注点是“疫情防控”。6 月第九版新型冠状病毒肺炎防控方案对防疫进行优化之后，8 月海关总署进一步优化了健康申明卡便于旅客入境申报和提高通关效率。我们期待 10 月大会后疫情防控政策继续从之前的“严格防疫”向“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的均衡政策转变，这将更有利于市场主体的经济预期改善。

宏观政策领域：8 月份央行调降了银行的负债成本，最终反映在 LPR 定价利率的下调。结合着多地的楼市松绑政策正在陆续推进，通过纾困基金来稳定一批“保交楼”，通过有序拆弹去除一批“风险”，使得扩信用过程中，降低市场对风险的担忧，调低风险溢价。

国际交往领域：8 月中美审计监管合作协议的签署，从信号的意义上来讲意味着中美阶段性的达成了妥协，为双方未来进入到更激烈的博弈状态提供了缓冲的时间。

展望未来，9 月份美联储货币政策开启的加速收紧状态，可能为国内 10 月份开始开启一个政策的转变窗口。8 月份虽然货币政策层面已经有了从结构性政策转向总量性政策特征，但是真正的扩张落地可能仍需要一些反面的推动因素，美联储的政策可能正是这样的一个催化剂。

图 15:宏观资产的创造需要等待更好的时间点 | 单位：千亿元



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