



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

伴随着美联储持续的收紧货币政策，全球美元流动性将继续呈现收缩的状态，即全球总需求回落的确定性。而从应对上来看，全球宏观政策处在对冲经常项下需求回落的宽松和对冲资本项下资本外流的收紧取舍之中。国内政策的应对上，我们认为资本项约束下的政策宽松仍是应有之义。展望未来，合力的方向决定了当前资产配置的定位，我们预计当前仍处在左侧状态。

核心观点

■ 市场分析

宏观周期：全球经济周期的向下似乎已成为确定性的必然，市场更多担忧的是下行的幅度。虽然有英国央行的临时性量化宽松，但是截止 10 月初全球央行货币政策仍表现为净收紧的状态，且这种状态并没有发生方向性的转变。矛盾的扩大而非收敛似乎更大概率地指向“硬着陆”这一选项。

海外宏观：总需求的收缩预计仍将主导着市场的运行方向。美联储货币政策的收紧背后是美国双赤字的进一步收敛风险，这将引起全球总需求的回落，对于生产型经济体表现为国际收支账户的收缩。而供给通胀预期驱动的货币政策收紧和需求回落状态下的通胀缓和并存，实际利率进入到被动回升的阶段。

中国宏观：外部需求的回落压力将进一步推动国内宏观政策转向积极，但在海外风险仍未释放的时间窗口预计仍将留有一定的谨慎。房地产政策的继续改善和央行 9 月重启 PSL 工具向市场释放了更为积极的宏观政策信号——主动创造人民币资产，在全球总需求回落过程中预计对未来全球宏观冲击的影响起到减震的作用。

■ 策略

一方面，随着国内宏观政策的继续转向积极，人民币资产配置的区间已经到来；另一方面，随着海外风险冲击风险的进一步临近，人民币资产的波动率存在再次回升的可能，在这一冲击假设下人民币资产的配置建议仍以对冲为主。

■ 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：下行的确定性增加.....	3
全球金融条件继续收紧	3
全球经济周期继续放缓	4
海外宏观：周期回落，通胀见顶.....	5
需求：美国双赤字回落恶化全球账户	5
通胀：全球总需求回落驱动通胀下行	7
中国宏观：等待资产创造.....	8
对外：流动性结构转换	8
对内：人民币资产创造	9

图表

图 1:全球央行继续加息，美元指数走强 单位：次数/左轴，指数点/右轴	3
图 2: 美欧英金融条件指数显著回落 单位：指数点	4
图 3: 外汇波动率上升并没有阻碍加息 单位：%.....	4
图 4: 货币政策推动未来经济周期向下 单位：指数点	5
图 5: 全球经济周期将呈现震荡向下状态 单位：指数点	5
图 6:美国双赤字减少，美元指数走强 单位：%/左轴，指数点/右轴.....	6
图 7: 利率抬升和房地产市场降温 单位：%.....	7
图 8: 房地产市场降温和美国经常项收缩 单位：%.....	7
图 9: 油价和通胀预期 单位：美元/桶，%.....	7
图 10: 美国和欧洲的通胀预期均有见顶可能 单位：%.....	7
图 11: ISM 制造业指数和核心 CPI 单位：%	8
图 12: 美股同比走势和美国个人利息支出 单位：%.....	8
图 13: 出口和全球经济景气度 单位：%.....	9
图 14: 出口和国内流动性创造 单位：%.....	9
图 15:人民币流动性结构转变，货币政策维持相对宽松 单位：%.....	9
图 16:央行 PSL 工具重启 单位：亿元/左轴，%/右轴.....	10
表 1: 全球主要经济体制造业 PMI 趋势落入红色预警区间	4

宏观周期：下行的确定性增加

全球金融条件继续收紧

美元本位下，供给短缺提供的通胀和美元外流压力共同驱动的货币政策收紧仍在全球范围内延续¹。截止 10 月初，全球主要经济体净加息次数继续创出新高，达到了 46 次（见图 1）。而货币政策的收紧通过金融条件的传导，对于各国国内宏观总需求形成抑制（见图 2）。观察 2000 年以来央行加息的历史，我们发现当外汇市场波动率处在持续上升状态时，全球央行作为一个整体货币政策一般会转向宽松，而这一宽松早在外汇市场波动率开始反馈前就已经发生。但是，如果我们对比 2021 年四季度以来的外汇市场波动率持续抬升过程，似乎并没有出现央行货币政策的转向。事实正相反，在供给侧通胀持续高涨的背景下，全球央行在 2022 年二季度开始都不同程度加大了货币政策收紧的力度²。从市场的这一背离中（见图 3），我们倾向于认为本次全球央行货币政策的收紧影响会不同于 2000 年以来的状态，在美元流动性的持续收紧过程中，更大概率可能发生类似于 90 年代新兴经济体面临的国际收支危机（如果风险冲击产生的话）。

图 1:全球央行继续加息，美元指数走强 | 单位：次数/左轴，指数点/右轴

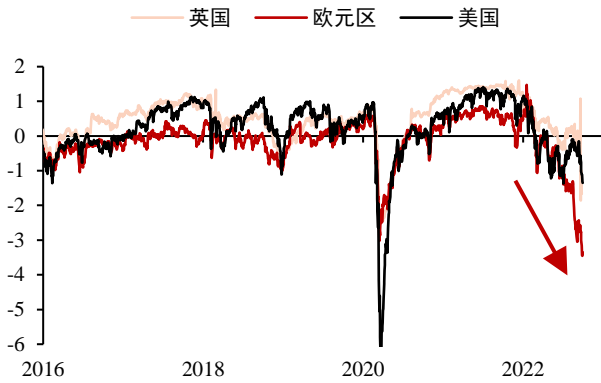


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

¹ 高通胀国家中除了土耳其，9 月土耳其通胀环比上涨 3.08%，同比上涨 83.45%，创下 24 年来新高，但是总统埃尔多安继续维持降息的政策主张。

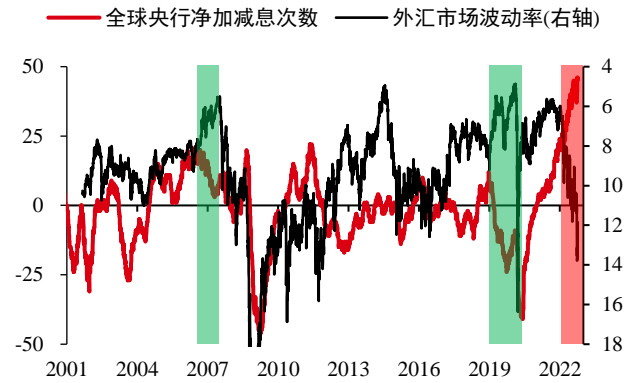
² 主要发达经济体央行中，美联储自 2022 年 3 月份开始加息，加息幅度从 25 个基点上升到 75 个基点；欧央行首次加息便抬升了 50 个基点；更不用更多的新兴经济体央行早在 2021 年便转向了货币政策的收紧。

图 2: 美欧英金融条件指数显著回落 | 单位: 指数点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 外汇波动率上升并没有阻碍加息 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

全球经济周期继续放缓

货币政策继续收紧，加剧了未来经济周期回落的压力。截止 2022 年 9 月摩根大通全球制造业 PMI 已经跌落至 49.8 的经济回落区间，且从变化趋势来看，全球景气周期在流动性收紧的背景下有继续回落的风险（见表 1）。

表 1: 全球主要经济体制制造业 PMI 趋势落入红色预警区间

	2021												2022	
	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
全球	0.9	0.9	1.0	0.9	1.0	0.5	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1	-0.4	-0.7	-0.9
美国	1.3	1.6	1.5	1.6	1.0	0.7	1.0	0.6	0.1	0.3	-0.5	-0.5	-0.5	-1.0
中国	-0.4	-0.7	-0.9	-0.4	-0.3	-0.4	-0.3	-0.7	-1.9	-0.7	-0.3	-1.0	-0.8	-0.4
欧元区	1.9	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2	0.8	0.6	0.5	-0.1	-0.6	-0.6	-0.8
日本	0.7	0.2	0.8	1.3	1.2	1.6	0.7	1.2	0.9	0.9	0.7	0.4	0.2	0.0
德国	1.6	0.9	0.8	0.7	0.7	1.1	0.9	0.6	0.2	0.3	-0.2	-0.7	-0.7	-0.9
法国	1.5	0.9	0.6	1.1	1.0	1.0	1.4	0.8	1.1	0.8	0.1	-0.4	-0.1	-0.8
英国	1.7	0.9	1.1	1.1	1.1	0.9	1.1	0.4	0.6	0.3	-0.1	-0.3	-1.5	-1.2
加拿大	0.9	1.0	0.6	0.6	-0.7	0.1	0.7	1.5	1.4	1.3	0.1	-0.5	0.0	-0.1
澳大利亚	0.1	0.1	-0.1	0.8	-0.5	-0.5	0.4	0.9	1.5	0.3	0.6	0.3	-0.3	-0.1
韩国	0.5	1.0	0.1	0.4	0.8	1.1	1.5	0.5	0.8	0.7	0.5	-0.1	-0.9	-1.1
巴西	0.7	0.9	0.3	-0.2	-0.2	-0.7	-0.2	0.4	0.3	0.8	0.8	0.8	0.3	0.1
俄罗斯	-1.4	-0.1	0.5	0.6	0.5	0.6	-0.6	-2.3	-0.7	0.2	0.3	0.0	0.6	0.7
越南	-3.3	-3.3	0.3	0.4	0.4	0.8	1.0	0.2	0.2	1.1	0.9	0.1	0.5	0.4
Ave	0.4	0.3	0.5	0.7	0.5	0.6	0.7	0.4	0.4	0.5	0.2	-0.2	-0.3	-0.4
美国-全球	0.4	0.7	0.5	0.7	0.0	0.2	0.2	0.2	0.0	0.2	-0.6	-0.2	0.2	-0.1

资料来源: Wind 华泰期货研究院

海外宏观：周期回落，通胀见顶

全球经济周期的向下似乎已成为确定性的必然，市场更多担忧的是下行的幅度。虽然有英国央行在养老金危机下临时性的量化宽松，但是截止 10 月初全球央行货币政策仍表现为净收紧的状态，且这种状态并没有发生方向性的转变（见图 4）。矛盾的扩大而非收敛似乎更大概率地指向“硬着陆”这一选项。

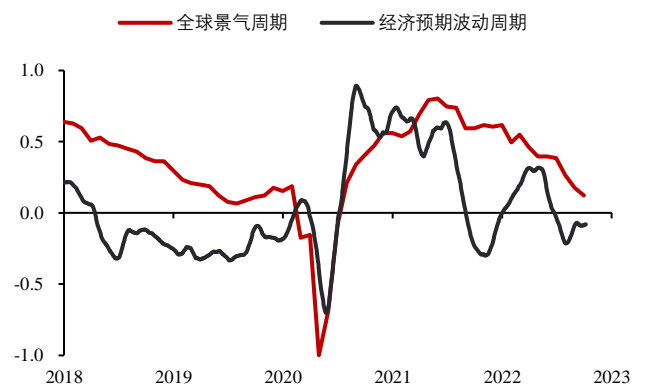
展望未来，总需求的收缩预计仍将主导着市场的运行方向（见图 5）。美联储货币政策的收紧背后是美国双赤字的进一步收敛风险，这将引起全球总需求的回落，对于生产型经济体表现为国际收支账户的收缩。而供给通胀预期驱动的货币政策收紧和需求回落状态下的通胀缓和并存，实际利率进入到被动回升的阶段。

图 4: 货币政策推动未来经济周期向下 | 单位：指数点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 全球经济周期将呈现震荡向下状态 | 单位：指数点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

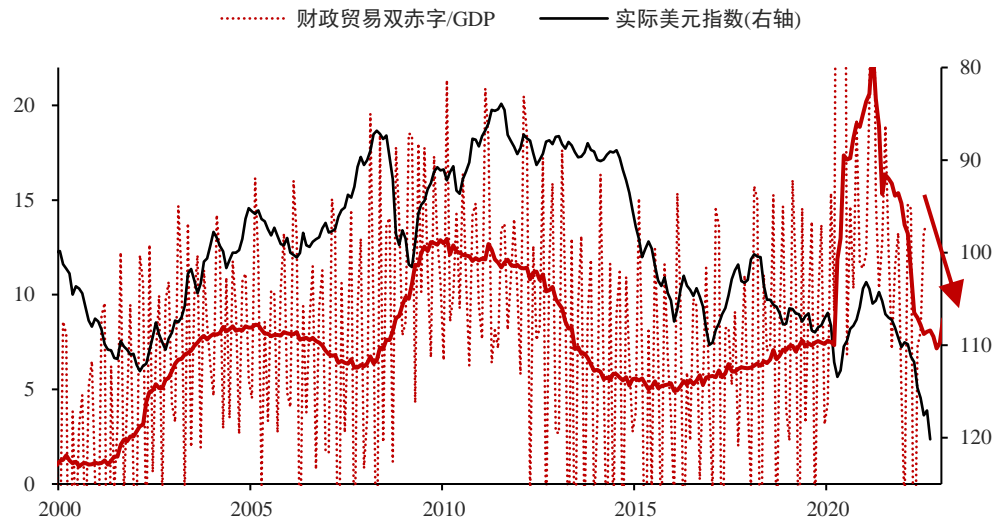
需求：美国双赤字回落恶化全球账户

美国需求的放缓将加速全球总需求的回落。当前美国依然是全球总需求的锚，因而在今年美国贸易赤字³和财政赤字⁴双赤字继续朝着收缩的方向运行的背景下（见图 6），全球总需求的回落压力将持续增加。世界贸易组织（WTO）预测显示，随着全球经济遭受多重冲击，贸易增长预计将在 2022 年下半年失去动力，并在 2023 年保持低迷。

³ 根据美国经济分析局和美国人口普查局公布的数据，美国 8 月贸易逆差为 674 亿美元，为 2021 年 5 月以来最小逆差，略低于市场预期的 677 亿美元，前值 706 亿美元。

⁴ 美国财政部表示，美国政府 4 月实现了 3080 亿美元的财政盈余，创下月度纪录新高，收入同比几乎翻番。根据 IMF 估算，美国财政赤字率今年预计在 5% 以内，比 2021 年的 10% 和 2020 年的 15% 出现显著下降。

图 6:美国双赤字减少, 美元指数走强 | 单位: %/左轴, 指数点/右轴



数据来源: Wind 华泰期货研究院

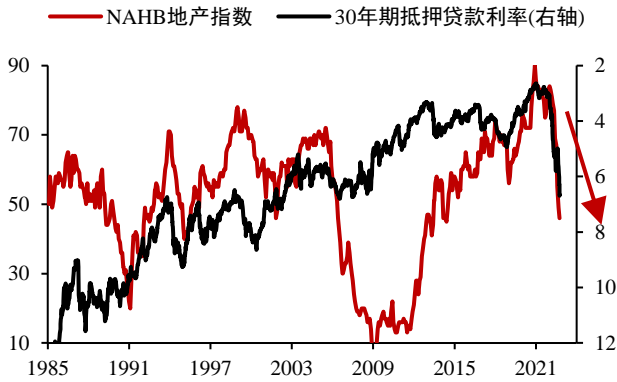
从美国的角度出发, 在美联储持续收紧货币政策不变⁵的背景下, 市场融资条件的上升对于需求 (尤其是非美地区) 的负面影响将逐渐显现。9 月份美联储议息会议上释放的鹰派信号同 8 月份鲍威尔在央行年会上的表达类似, 继续收紧货币政策的政策基调并没有改变。且从地缘的角度来看, 在美联储的视角中, 俄罗斯地缘压力的上升⁶仍将驱动市场形成对通胀预期的向上压力。

在货币政策收紧不变的前提下, 我们预计美国房地产市场仍可能面临短期的压力 (见图 7)。而这种通过降低国内总需求的政策, 将进一步推动美国对外需求的减少, 表现在美国经常项目逆差的收窄 (见图 8), 叠加资本项下美元持续加息带来的利差扩大, 两者加剧了全球总需求的进一步回落压力。数据显示, 全球外汇储备在今年 4-6 月份同比减少了 4.1%, 创历史最大降幅; 其中日本 9 月份外汇储备减少了超 540 亿美元, 环比连续两个月下降, 下降幅度为有记录以来最大; 韩国外汇储备减少了 197 亿美元至 4168 亿美元, 过去两个月的的外汇储备共减少了约 218 亿美元; 印度央行外汇储备回落至 5457 亿美元, 年下降达到 15%。

⁵ 美国 9 月非农数据全面超预期: 新增非农就业 26.3 万人 (预期 25 万人), 失业率下降 0.2% 至 3.5% (预期 3.7%); 联邦基金利率期货预测 11 月美联储加息 75 个基点的可能性由 85.5% 升至 92%。

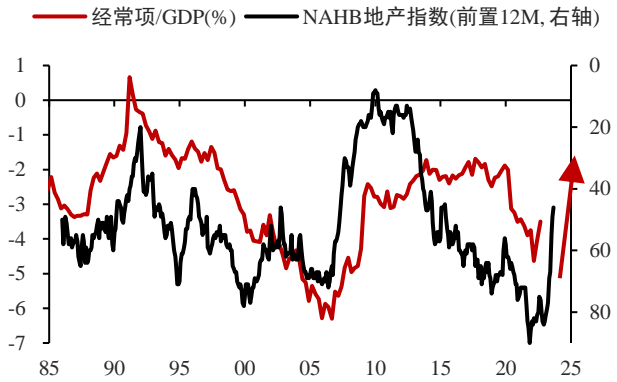
⁶ 俄罗斯总统普京就克里米亚大桥紧急事件下令成立政府委员会, 而俄罗斯国家杜马代表奥列格·莫罗佐夫表示克里米亚大桥爆炸事件是一次“宣战”行为。

图 7: 利率抬升和房地产市场降温 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: 房地产市场降温和美国经常项收缩 | 单位: %

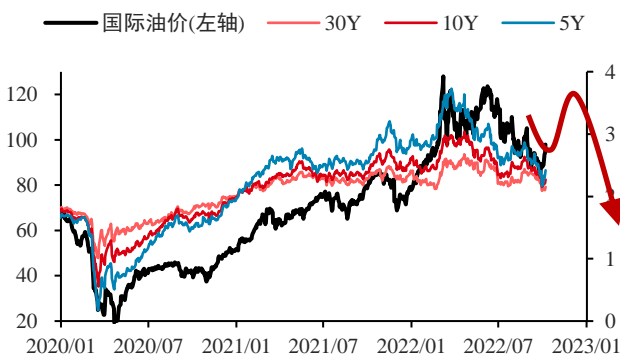


数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

通胀: 全球总需求回落驱动通胀下行

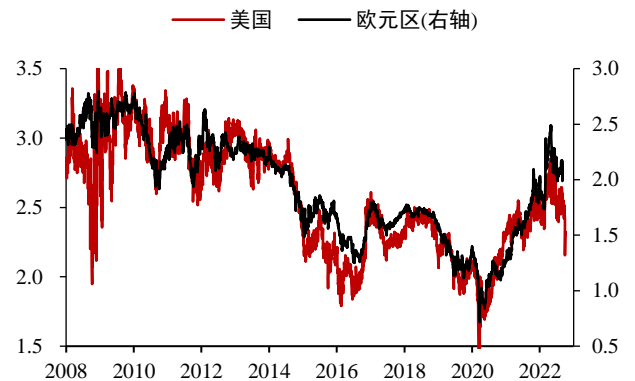
在全球总需求的放缓预期下, 通胀回落的压力也在逐渐增加。尽管美国 8 月份通胀同比走势依然超预期 (8 月美国 CPI 通胀 8.3%, 预期 8.1%, 较 7 月回落 0.2 个百分点), 但是绝对幅度已经开始回落。从对通胀短期扰动最大的地缘冲突来看, 我们认为其有两方面的影响, 一方面短期内供给受限的压力会进一步上升, 从而推动美国经济表现“尚可”的情况下支撑美联储维持鹰派货币政策状态; 另一方面从中期来看, 冲突的升级对于总需求放缓的影响随着冲突的缓和而表现的更为明显, 即对于通胀而言脉冲的影响会更大 (见图 9)。事实上, 美股今年 3 月份以来的表现似乎提前定价着需求的放缓 (见图 12, 即美联储加息状态下个人利息支出的回落)。

图 9: 油价和各期限通胀预期 | 单位: 美元/桶, %



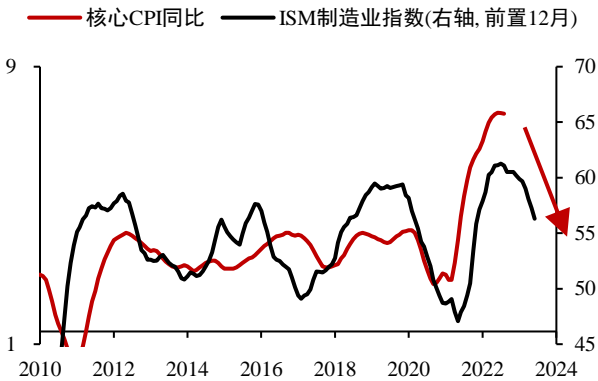
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: 5Y5Y 通胀预期有见顶可能, 尤其美国 | 单位: %



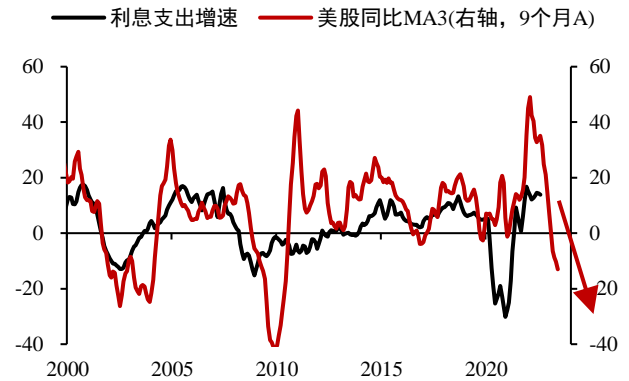
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: ISM 制造业指数和核心 CPI | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 美股同比走势和美国个人利息支出 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

中国宏观：等待资产创造

外部需求的回落压力将进一步推动国内宏观政策转向积极，但在海外风险仍未释放的时间窗口内预计仍将留有一定的谨慎。对内来看，房地产政策的继续改善和央行9月重启PSL工具向市场释放了更为积极的宏观政策信号——主动创造人民币资产，在全球总需求回落过程中预计对未来全球宏观冲击的影响起到减震的作用。

对外：流动性结构转换

2020年新冠疫情甚至2021年欧洲能源危机以来，全球产业链的压力推动中国制造在全球的占比持续上升（见图13，出口数字持续超出市场的预期）。与此相对的是，高出口景气并没有提供更多的人民币流动性供给，相反在国内房地产去杠杆⁷的背景下，国内金融环境持续处在相对紧张的状态之下（见图14，贸易盈余和国内流动性背离）。我们视此为人民币流动性结构转变需要面对的压力⁸。

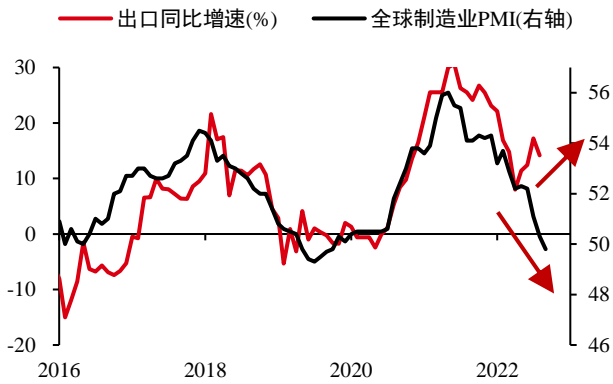
事实上，从2014年开始，人民币的流动性结构便开始进入到转换的阶段（见图15），伴随着结构的转变，一方面货币政策维持在稳健中性的状态，另一方面针对人民币资产的流动性工具创设活动也开始增加，直到最近房地产政策正在继续朝向市场改善的方向⁹。

⁷ 2020年8月，央行、银保监会等机构针对房地产企业提出“三道红线”的指标，即剔除预收款项后资产负债率不超过70%、净负债率不超过100%、现金短债比大于1。

⁸ 截止到今年8月，全国房地产销售依然保持-21.1%的负增长，新开工降至-37.2%，施工降至-4.5%。

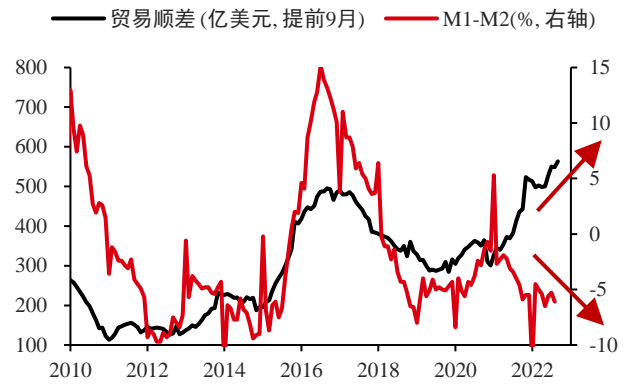
⁹ 国庆假期期间，多个县级城市出台鼓励住房消费政策，其中多以购房补贴、契税补贴、调整公积金政策等成为县城促进房地产稳定的主要优惠方式。

图 13: 出口和全球经济景气度 | 单位: %



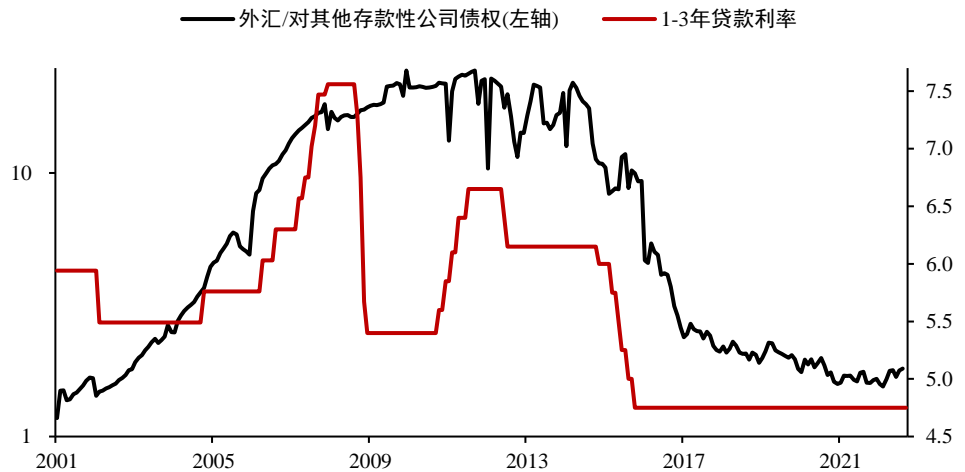
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: 出口和国内流动性创造 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 15: 人民币流动性结构转变, 货币政策有必要维持相对宽松 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

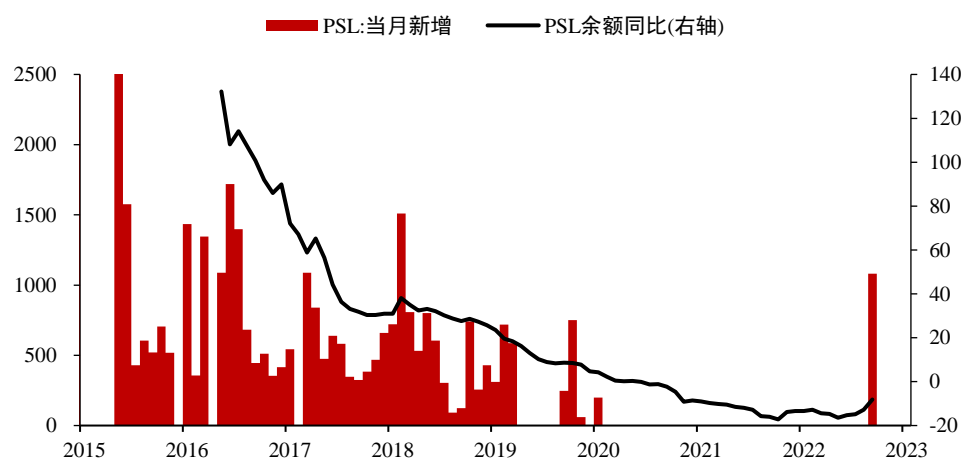
对内: 人民币资产创造

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外部压力条件下内部“信心”的建立, 即人民币资产的创造 (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。

数据显示, 2022 年 9 月人民银行资产负债表上的 PSL 工具再次增加 (见图 16), 释放相对积极信号。9 月国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行净新增抵押补充贷款 (PSL) 1082 亿元, 期末抵押补充贷款余额为 26481 亿元。这是 2020 年 2 月以

来，抵押补充贷款余额首次出现净增长，释放出主权部门创造资产的积极信号。我们曾经指出，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，这一预期正在落地。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 16:央行 PSL 工具重启 | 单位：亿元/左轴，%/右轴



数据来源：Wind 华泰期货研究院

未来仍可期待更多的提振操作。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，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，未来关注政策层面更多的提振信心举措，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，外部压力 8 月以来增强的背景下，仅仅一次的降息可能并不足够带动信心的有效改善。

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