



# 中期展望积极，短期风险未完

## 研究院

### 徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

### 蔡劭立

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

### 高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

### 孙玉龙

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号: F3083038

投资咨询号: Z0016257

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

## 策略摘要

3月之后美欧的政策分歧加大，尤其需要关注欧洲的压力。对于国内宏观周期已经处在转变的过程之中，但是短期向上的弹性仍有待于外部风险的释放。

## 核心观点

### ■ 市场分析

宏观周期：全球宏观周期仍面临下行的风险。3月银行风险开始进入到释放的阶段，美欧央行为维系货币信用继续加息的过程料加大信用紧缩的风险。在风险未完全释放的背景下国内宏观政策维持谨慎，给予周期向上的弹性有限。

海外宏观：关注海外信用风险释放的风险。3月在银行风险开始显露的状态下，主要经济体央行继续保持着加息的进程以对抗通胀。在信用周期向下的背景下，尤其需要关注通胀超预期对于宏观政策带来的压力，关注欧洲风险点。

中国宏观：关注短期流动性压力对市场的影响。我们确认了宏观结构逐渐从紧缩转向扩张，人民币资产已经进入到观察区间。但是短期而言仍有待风险的进一步释放以提供资产向上的弹性。

### ■ 策略

人民币资产已进入到左侧配置观察区间，短期需要关注海外信用风险扩散带来的市场估值调整带来的配置空间。

### ■ 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：关注下行的结构差异.....	3
美欧的政策分歧加大 .....	3
中国的宏观政策稳健 .....	4
海外宏观：货币信用的呵护增加了市场风险.....	5
货币政策：守护货币当局的信用 .....	5
金融环境：关注通胀超预期风险 .....	7
中国宏观：结构转换下的周期重启仍趋稳健.....	9
经济周期：新的发动机正待重启 .....	9
资产负债：黎明前仍需耐心等待 .....	11

## 图表

图 1: 美国 2 月份通胀结构显示出房租和服务型通胀仍具很强韧性   单位：% .....	3
图 2: 欧美金融状况指数再次收紧   单位：指数点 .....	5
图 3: 波动性显著增加，信用环境收紧   单位：指数点 .....	5
图 4: 中美欧通胀超预期指数   单位：指数点 .....	6
图 5: 中美欧经济超预期指数   单位：指数点 .....	6
图 6: 美欧货币政策利差与资金流动   单位：BP，美元 .....	6
图 7: 欧洲 CDS 利差显著上升   单位：BP .....	6
图 8: 美联储再贷款工具   单位：亿美元 .....	7
图 9: 美联储央行美元融资工具   单位：亿美元 .....	7
图 10: 美联储加息和地产市场状况   单位：% .....	8
图 11: 美国地产市场状况和全球信用增速   单位：% .....	8
图 12: 欧央行利率和金融状况   单位：% .....	8
图 13: 欧洲金融状况和资金流动   单位：百亿美元 .....	8
图 14: 中国货币投放结构转变背景下数量型货币工具和金融杠杆率变化   单位：% .....	9
图 15: 中国库存周期逐渐改善   单位：%YOY .....	10
图 16: 居民部门景气处在相对低位   单位：% .....	10
图 17: 财政周期驱动信贷周期变动   单位：千亿元 .....	10
图 18: 2023 年的环比恢复超季节性   单位：%MOM .....	10
图 19: 疫后金融活动逐渐发生转变   单位：% .....	11
图 20: 疫后实体经济活动逐渐发生改变   单位：% .....	11
表 1: 以德国为代表的欧洲经济体通胀上行压力值得警惕   单位：标准化 .....	4

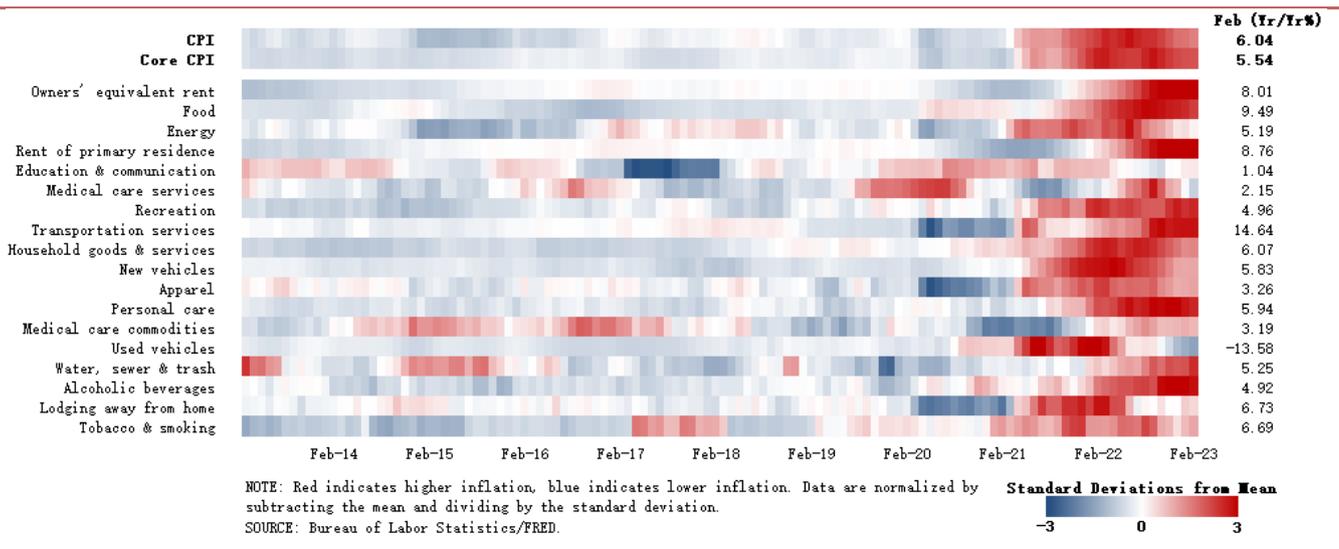
## 宏观周期：关注下行的结构差异

### 美欧的政策分歧加大

全球的通胀压力转向欧洲。1) 美国通胀继续回落。3月14日公布的美国2月CPI同比增速回落至+6.0%，但是核心CPI同比增速仍维持在+5.5%的高位。通胀回落主要由能源价格同比效应提供，但租金成本和服务业成本仍维持在高位（见图1）。美联储在3月23日的议息会议上将关注点从“俄乌冲突”转向了“银行危机”<sup>1</sup>，意味着尽管核心通胀仍保持韧性，短期货币政策的关注点从“通胀”转向了“通缩”。2) 欧洲通胀仍处在高位。3月17日公布的欧元区2月CPI同比增速回落至+8.5%，但仍维持在较高水平（见表1），欧央行行长拉加德在3月利率决议后表示，随时为（抗通胀）做好准备，价格稳定和金融稳定之间没有取舍。我们认为特别关注4月份公布的欧洲通胀数字，对于金融压力下的欧央行货币政策短期的压力将增加。

金融条件短期收紧风险加大。在3月份欧美银行危机开始之后，市场对于高通胀读数下的央行货币政策预期出现了调整——金融压力增加背景下，货币政策预期转向宽松。我们注意到在当前全球货币政策竞争性加息状态下，银行风险在短期被快速“救火”的货币政策稳定下来——美联储增加了临时性借贷窗口为银行提供流动性，瑞士信贷在政府担保下减计债务、接受重组。但是“高利率”状态延续的状态（3月美联储加息25BP，欧央行加息50BP）下，3月银行危机可能仅仅只是开始，未来仍需要密切关注。

图1：美国2月份通胀结构显示出房租和服务型通胀仍具很强韧性 | 单位：%



数据来源：FRED 华泰期货研究院

<sup>1</sup> 参见华泰期货报告《加息接近尾声 警惕宏观高波动》

表 1: 以德国为代表的欧洲经济体通胀上行压力值得警惕 | 单位: 标准化

	2022												2023	
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月
美国	2.4	2.6	2.9	2.8	3.0	3.2	2.9	2.8	2.8	2.5	2.2	1.9	1.9	1.7
中国	-1.1	-1.1	-0.7	-0.2	-0.2	0.1	0.2	0.1	0.3	-0.2	-0.6	-0.5	-0.2	-1.1
欧元区	1.4	1.7	2.4	2.4	2.7	2.9	3.0	3.1	3.5	3.8	3.6	3.2	2.9	2.9
日本	0.0	0.3	0.5	1.6	1.6	1.5	1.7	2.0	2.0	2.6	2.7	2.9	3.1	-
德国	1.2	1.3	2.1	2.3	2.7	2.5	2.5	2.7	3.5	3.6	3.6	3.3	3.6	3.6
法国	1.0	1.5	2.1	2.3	2.6	3.0	3.2	3.0	2.8	3.3	3.3	3.0	3.1	3.3
英国	1.2	1.5	1.8	2.7	2.7	2.8	3.1	3.0	3.1	3.5	3.4	3.3	3.1	-
加拿大	1.8	2.1	2.7	2.8	3.4	3.6	3.3	2.9	2.8	2.8	2.8	2.5	2.2	-
韩国	1.1	1.1	1.5	1.9	2.3	2.8	3.0	2.5	2.5	2.5	2.1	2.1	2.2	1.9
巴西	1.8	1.9	2.2	2.5	2.4	2.4	1.7	1.1	0.5	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2
俄罗斯	0.4	0.5	2.5	2.8	2.6	2.3	2.0	1.8	1.7	1.4	1.2	1.2	1.2	1.0
印尼	-1.1	-1.2	-0.9	-0.5	-0.4	0.0	0.3	0.2	0.8	0.7	0.5	0.6	0.5	0.6
马来西亚	0.2	0.1	0.1	0.2	0.5	0.9	1.6	1.8	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1	-
泰国	0.7	1.7	1.9	1.4	2.6	2.9	2.9	3.0	2.3	2.1	1.9	2.0	1.6	1.0
越南	-0.7	-0.8	-0.6	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2
印度	-0.4	-0.6	-0.5	-0.2	0.0	-0.3	-0.4	-0.4	-0.1	-0.3	-0.5	-0.5	-0.3	-
<b>Ave</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>	<b>1.6</b>	<b>1.6</b>	<b>1.3</b>

资料来源: Wind 华泰期货研究院

## 中国的宏观政策稳健

疫后中国经济的恢复仍需要宽松的政策环境。2022 年 12 月国内疫情政策逐步放开之后, 经济活动逐渐中停滞状态恢复, 主要表现在 2 月份出行、消费等高频经济数据的超季节性改善。但是经济从周期的底部向上运行的弹性仍需要政策力度进一步的支持, 一方面在周期改善的初期, 无论是企业还是家庭资产负债表扩张的信心相对不足, 另一方面在海外信用紧缩冲击带来的外需冲击逐渐增强的背景下, 内需存在对冲的需求。

**国内宏观政策仍维持稳健, 等待风险的释放。**3 月 15 日人民银行扩大会议上指出坚定不移推动高质量发展, 妥善应对美西方遏制打压; 19 日中办印发《关于在全党大兴调查研究的工作方案》, 强调以解决问题为根本目的, 不断提出真正解决问题的新思路新办法; 22 日总理在湖南调研时指出, “牢牢把握高质量发展这个首要任务”。国内宏观政策维持稳健。

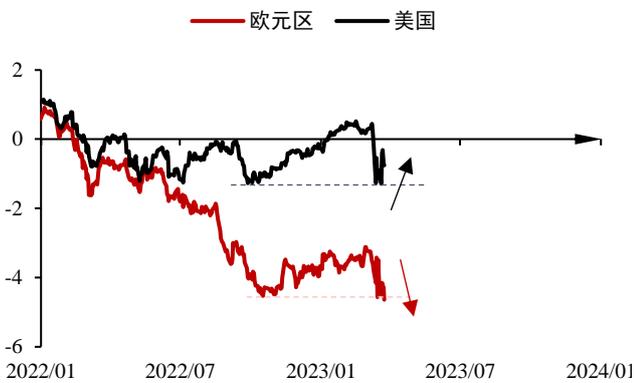
## 海外宏观：货币信用的呵护增加了市场风险

随着3月银行风险的暴露，货币政策收紧进入到第二阶段。“2%”的通胀目标作为现代央行的主要货币政策目标，对于货币信用起到了基石的作用——货币的信用构筑在对政策目标的坚守上，而非随着“高通胀”环境的变化调整货币政策目标，造成货币信用的根本性损失。为了维系“2%”的目标，欧美央行均延续着货币政策收紧的方向不变。在本次通胀成因并非完全需求侧驱动的背景下，2022年货币政策的快速收紧开始对于资产泡沫带来影响——从数字货币资产泡沫的破裂，到美国中小银行流动性面临冲击——信用环境在2023年将面临进一步收紧的压力，继而驱动货币政策工具结构上的转变。我们预计货币政策进入到第二阶段，即：

**利率政策：**坚守“2%”通胀目标的“抗通胀”政策，在通胀水平暂未有明显下行的状态下维持在相对高位不变；

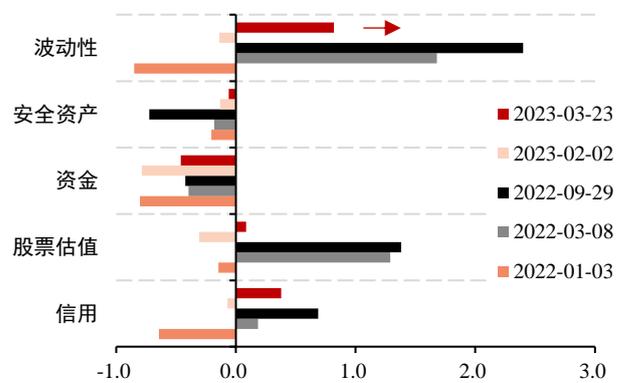
**资产负债表政策：**为应对金融稳定的宏观政策，在市场信用环境收缩过程中将提升对冲的功能。

图 2: 欧美金融状况指数再次收紧 | 单位：指数点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 波动性显著增加，信用环境收紧 | 单位：指数点



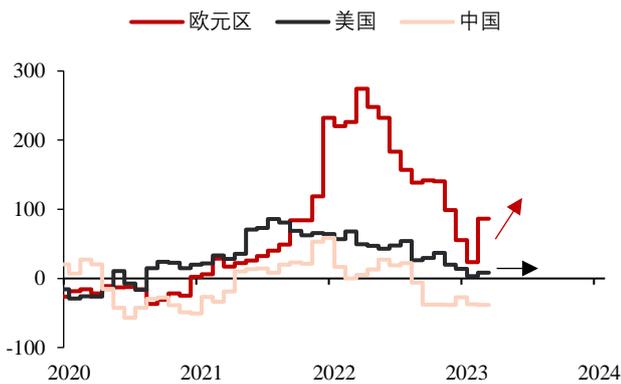
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

### 货币政策：守护货币当局的信用

3月份欧美央行延续前期的加息路径。尽管3月份欧美都出现了银行业的风险事件，但是在事件的快速处置之后，欧美央行均维持着前期的货币政策路径——保持继续加息，且从节奏上保持着2023年年初以来欧央行单次加息幅度（50BP）强于美联储（25BP）的状态。在高通胀状态下，货币当局控制通胀的方式在“调高政策通胀目标”和“调高利率水平”之间选择了后者，保持着当前央行的最终货币信用——短期也避免了让通胀预期失控。

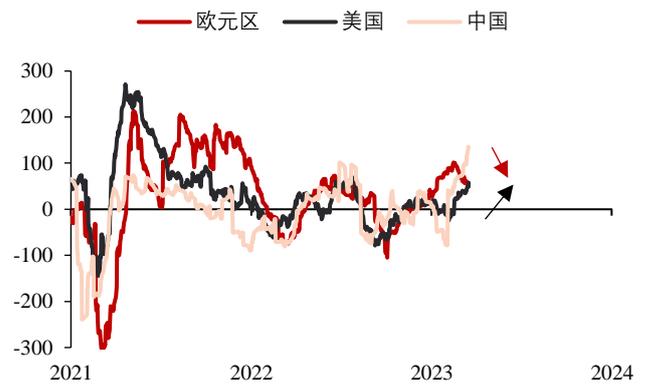
美欧之间的经济表现和货币政策背离。1) 从通胀的角度看，经历了2021年下半年开始的通胀快速超预期——欧洲显著强于美国，进入到2023年后尽管美国的真实通胀仍处在比较高的水平，但是超预期通胀指数开始回归正常区间波动（见图4）；而欧洲无论是超预期通胀还是实际通胀水平均处在比较高的水平上。2) 从经济的角度来看，2022年的冷冬一度改善了欧洲的恶劣宏观环境，但是随着2023年时间的继续推进，欧洲天然气消耗预期增长，预计二季度欧洲的经济超预期水平将逐渐低于美国（见图5），在3月欧美银行事件差异性的影响之后，欧洲经济预期低于美国经济预期表现的概率进一步上升。3) 从货币政策的角度来看，相比较美国，欧洲在通胀预期高经济预期弱的状态影响下，对于欧央行而言，为应对高通胀的压力，边际的货币政策强度或将继续高于美联储，在经济预期差差异进一步扩大的背景下预计增加地区的市场风险（见图7）。

图 4: 中美欧通胀超预期指数 | 单位: 指数点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 中美欧经济超预期指数 | 单位: 指数点



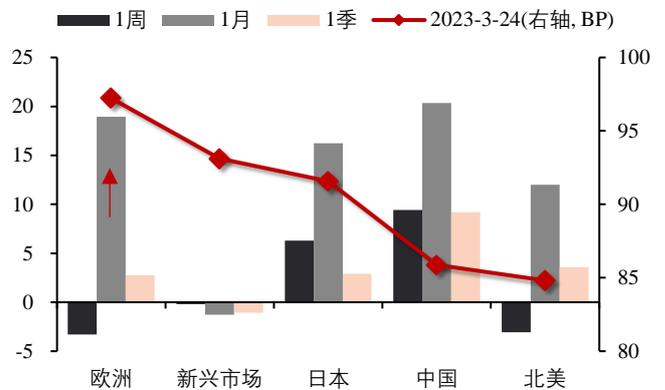
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 6: 美欧货币政策利差与资金流动 | 单位: BP, 美元



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 7: 欧洲 CDS 利差显著上升 | 单位: BP



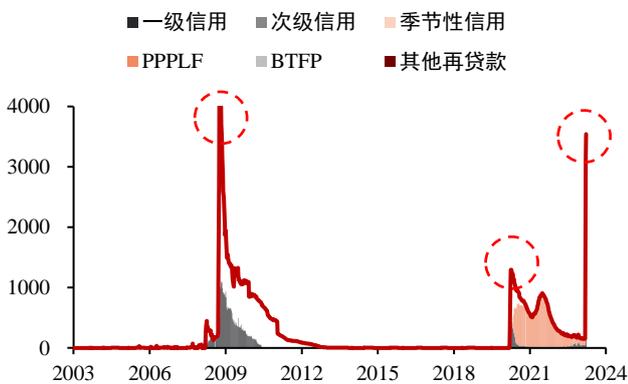
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

## 金融环境：关注通胀超预期风险

总量的收紧和结构的宽松并存。在央行“抗通胀”的加息政策延续的背景下，我们预计直到信用危机爆发前，二季度欧美央行的政策利率仍将维持在相对高位。对于美联储这种多目标的央行而言，其针对不同的政策目标采用不同的政策工具：1) 为应对“高通胀”的影响，央行货币政策仍将呈现出相对收缩的状态，即除非需求侧由于信用收紧而出现显著的收缩，美联储货币政策仍将延续“高利率”的状态；2) 而为了对冲高利率导致的信用环境收紧的负面影响，即央行维系金融稳定的职责，美联储通过增加定向借贷的方式为金融体系注入流动性（见图 8）。在不同政策工具的影响下，我们认为美国货币体系流动性仍将保持相对充裕的状态，但是信用条件将继续收紧，以抑制需求的扩张。

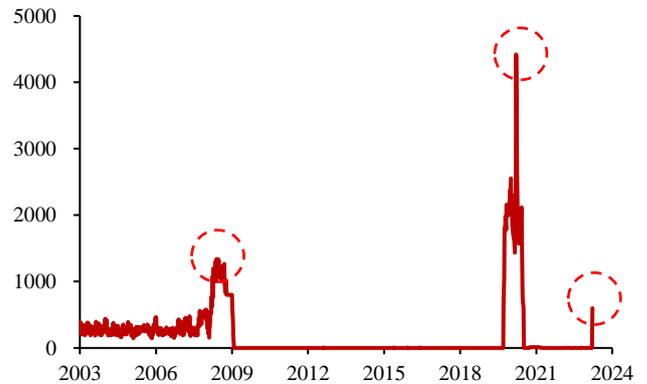
关注非美经济体信用更快收缩的风险。无论对于私人部门还是主权部门，“5%”以上的资金利率都是一个具有足够吸引力的收益率水平。在非美不确定性上升的状态之下，增加了的全球资金流动带来的压力——2 月穆迪将埃及评级下调至非投资级，3 月标普等机构将瑞银评级展望下调至负面。随着全球信用环境的继续收紧，对于欧央行等以通胀为单一货币政策目标的央行而言，其“抗通胀”带来的流动性压力将继续突出，二季度全球美元流动性进入到“短缺”的风险在继续增加——截止 3 月 22 日，美联储为外国央行获取美元融资而提供的回购便利工具的使用规模达到创纪录的 600 亿美元（见图 9）。关注二季度欧洲地区的通胀演绎情况，在信用收缩压力可能进一步增强的背景下，若欧洲通胀继续表现为超预期强劲的状态，则单一目标的货币政策将不得不继续“加息”，也将继续增加欧洲市场的信用风险（见图 12 和图 13）。

图 8: 美联储再贷款工具 | 单位：亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: 美联储央行美元融资工具 | 单位：亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: 美联储加息和地产市场状况 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: 美国地产市场状况和全球信用增速 | 单位: %



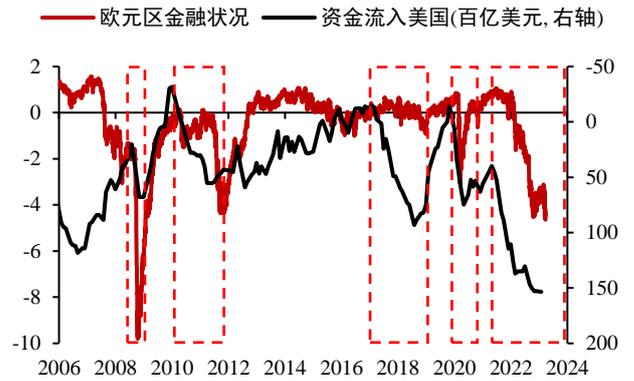
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 欧央行利率和金融状况 | 单位: %



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 13: 欧洲金融状况和资金流动 | 单位: 百亿美元



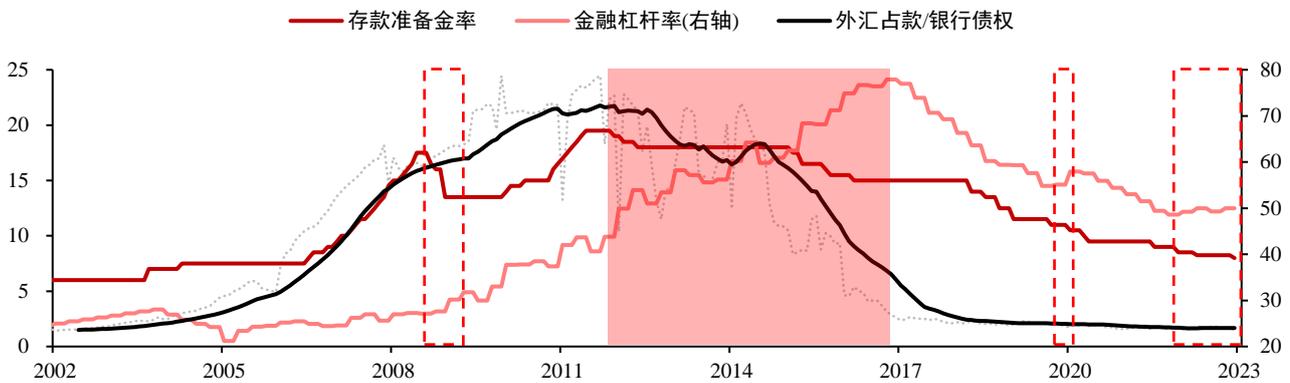
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

## 中国宏观：结构转换下的周期重启仍趋稳健

观察中国经济周期的重启，可以有不同的维度。短期来看是疫后中国实体经济流动性改善驱动的经济恢复，中期来看是 2022 年货币政策宽松驱动信贷脉冲改善带来的周期回升，长期来看是流动性结构转变过程中的人民币资产创造驱动的趋势回升。

海外信用环境的收紧，或将继续驱动中国货币投放结构的转型<sup>2</sup>。结构转型过程中货币从被动投放转向主动投放，宏观流动性摩擦形成的货币紧缩环境仍需一定的宽松货币政策环境来支撑<sup>3</sup>。比较不同的是，自 2021 年四季度金融杠杆回升以来，金融杠杆似乎进入到了逐渐企稳的状态之中（见图 14），也意味着新的周期正在逐渐形成。

图 14：中国货币投放结构转变背景下数量型货币工具和金融杠杆率变化 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 经济周期：新的发动机正待重启

年初以来的经济环比景气可持续性待考。受到疫情防控政策的进一步优化，实体经济的流动性状况在年初以来逐渐改善，从数据的环比角度甚至超出了历史的季节性（见图 18）。但从经济周期的角度而言，经历了 2022 年货币宽松提供的资金动能，虽然相比较 2010 年以来的各轮周期斜率不高，但是 2023 年的经济周期同样处在温和复苏的阶段（见图 15）。我们需要关注的是这轮并不强劲的周期受到外部冲击的风险，3 月份公

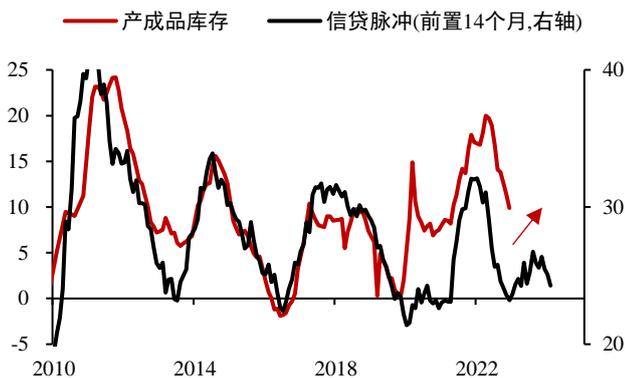
<sup>2</sup> 图 14 中所示央行资产负债表结构，一方面从结构的变化来看，资产端外汇占款和对银行债权比值自 2011 年见顶后持续回落，目前已经回到 2002 年的水平；另一方面从结构的占比来看，外汇占款在央行资产中仍占据主要比重（51.2%），对银行债权（35.1%）和对政府债权（3.6%）仍显著低于外汇占款。

<sup>3</sup> 图 14 中所示，存款准备金率自 2011 年央行资产结构转变以后，进入到了持续的降准过程，以对冲被动流动性投放收缩带来的货币环境收紧。

布的价格数据也显示，当前经济回升的动能仍不强劲，2月份CPI同比增速回落至+1.0%，PPI同比增速进一步回落至-1.4%，显示出整体经济需求的相对疲弱（见图16）仍制约着经济向上改善的弹性。

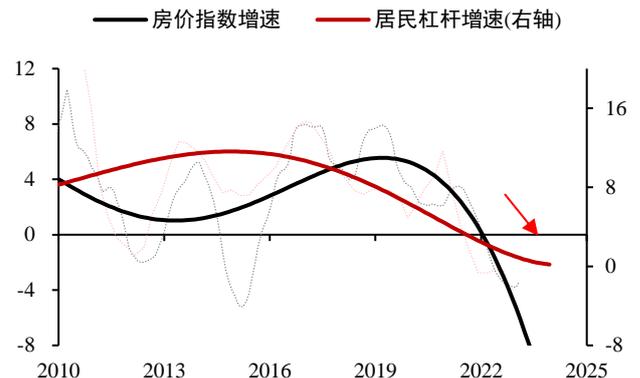
**低利率环境下跨期消费仍是核心选项。**低利率是对于经济增长预期的反馈，从投资消费的低迷叠加货币政策相对宽松环境下融资成本的回落。作为宏观平衡的对冲，财政通过进行跨期的消费（基础设施投资）来平衡宏观资产负债表。3月10日公布的2月M2同比增长12.9%，但M1和M2的剪刀差仍处在低位，显示出低基数下的信贷改善但仍比较谨慎的特征；3月24日发布《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》，借助REITs市场定价的激励约束机制支持消费基础设施建设，推动消费增长。

图 15: 中国库存周期逐渐改善 | 单位: %YOY



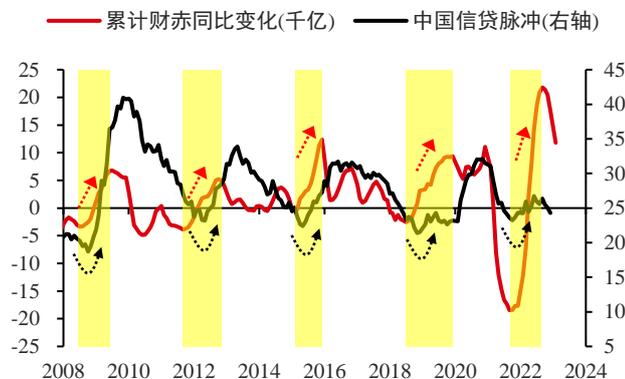
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 居民部门景气处在相对低位 | 单位: %



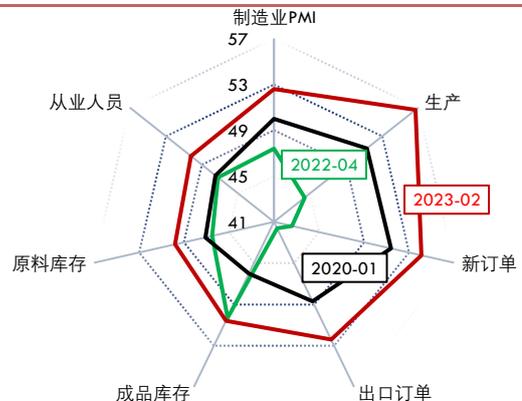
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 财政周期驱动信贷周期变动 | 单位: 千亿元



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 18: 2023 年的环比恢复超季节性 | 单位: %MOM



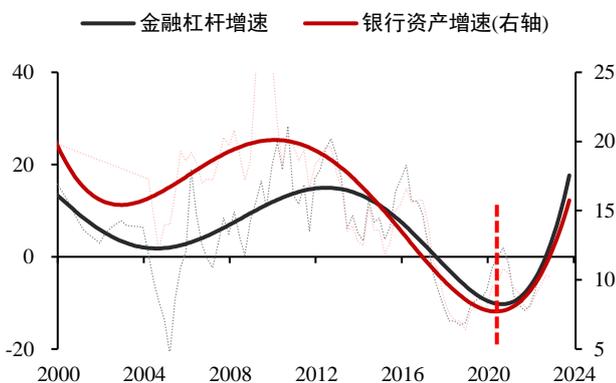
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

### 资产负债：黎明前仍需耐心等待

结构性收紧的宏观政策正在发生转变的进程之中。08 年金融危机后为应对全球需求放缓的压力，国内经历了一轮快速加杠杆的过程，从而平衡了国内宏观资产负债表。在全球总需求放缓趋势并没有发生明显改善的情况下，进一步叠加了贸易冲突形成的阶段性压力增强，国内宏观政策从被动到主动应对进行了供给侧结构性改革——2016 年至今投资和生产维持在去化状态（见图 20）。二十大报告指出，“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来”，宏观政策逐渐发生转变，从被动的应对海外需求减少降低国内供给，转向主动创造国内需求上来，从数据来看，疫后国内的宏观杠杆率逐渐从收缩转向企稳，也带来了经济“投资-生产”结构在未来的逐渐改善（见图 20）。

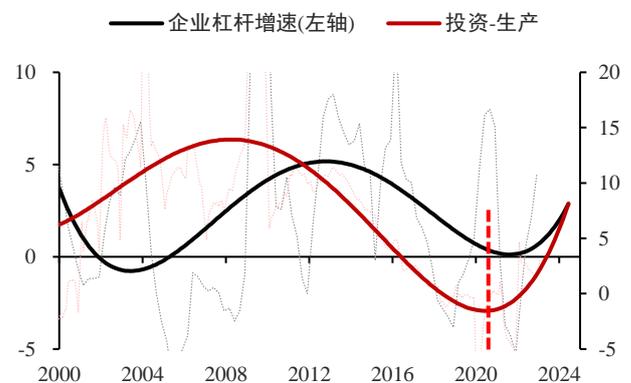
等待海外风险的释放，国内的资产创造进入到观察区间。一方面海外的银行风险传染仍在延续，短期虽有定向的流动性支持，但不改变信用收缩的风险；另一方面在高利率环境下的利差仍将对于资金流动形成压力。

图 19: 疫后金融活动逐渐发生转变 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 20: 疫后实体经济活动逐渐发生改变 | 单位：%



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)