

# 前方“风高浪急”，但三季度或有缓和

## 研究院

### 研究员

#### 徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

#### 蔡劭立

☎ 0755-23887993

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

#### 高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号：F3063338

投资咨询号：Z0016648

### 投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

## 策略摘要

我们在 2022 年的宏观年报《[等待黎明](#)》中指出，2023 年的实际利率水平将进入被动回升阶段，这对于全球宏观而言将是一个挑战。当前行至中局，美国实际利率刚刚正式进入正值区间，我们预计未来宏观压力仍将进一步显现，下半年压力的阶段性缓和为 2024 年应对风高浪急的挑战提供了准备的窗口。

## 核心观点

### ■ 市场分析

**宏观周期：**市场对经济将下未下的乐观定价，虽然可以延续比较长的时间，可以运行比较高的空间。但借着“高通胀”治理之名形成的“高利率”环境对于经济向下的驱动力仍在增强，短期的韧性或超预期并不改变回落的现实，我们预计下半年全球需求周期将继续放缓，关注四季度预期再次恶化的风险。

**价格周期：**倒挂的收益率曲线指向的仍是一个去杠杆的宏观现实，压力在增加而不是减少。无处安放的资金将权益价格推上了新高的宝座，隐含波动率回落至低位。两者反差之下刻画的是市场的分歧，前者对应的是流动性需求的收缩和信用周期的回落，后者是过剩流动性创造的资产价格“胀”，随着周期下行的延续前者的力量将逐渐强于后者，关注四季度美元流动性收缩的风险。

**政策周期：**2023 年上半年最有意思的事情是观察市场对美联储加息的定价，从极度悲观的快速大幅降息定价到经济“韧性”和通胀“韧性”中的重回加息定价。展望下半年，无论美国两党如何博弈，“暂停”的债务上限约束打开的是未来财政扩张的大幕，政策角度看是如何达到这个低利率的路径问题——低需求而非高供给依然是我们的假设基础——美国需要重建财政账户、中国需要进行财政扩张，预计三季度仍将面临价格“胀”的抵抗，降低对政策的主动性扩张期待。

### ■ 风险

油价快速上涨风险，流动性快速收紧风险

## 目录

核心观点 .....	1
需求周期预计放缓 .....	3
高利率的影响逻辑未变 .....	4
节奏差异的角度看需求 .....	5
价格周期韧性依旧 .....	6
资源价格驱动通胀回升 .....	6
非经济因素令通胀韧性 .....	7
政策周期需逆周期 .....	8
财政周期等待扩张信号 .....	8
货币周期迎接分化挑战 .....	9

## 图表

图 1: 全球宏观政策不确定性依然很高, 始于 2008 年的美元指数上行过程似乎没有结束   单位: 指数点 .....	3
图 2: 美国金融条件持续强于欧元区   单位: 指数点 .....	4
图 3: 驱动美国经济表现“有惊无险”   单位: 指数点 .....	4
图 4: 中美经济周期表现对比   单位: 指数点 .....	5
图 5: 美国相对欧洲有更多超预期表现   单位: 指数点 .....	5
图 6: 实际利率转正驱动供给预期增加   单位: % .....	6
图 7: 油价的走弱缓和了欧元的压力   单位: 指数点 .....	6
图 8: 美国核心通胀仍保持足够韧性   单位: % .....	7
图 9: 房地产市场反弹和消费支出韧性   单位: 指数点 .....	7
图 10: 美国消费和逆周期   单位: % .....	8
图 11: 美国投资和逆周期   单位: % .....	8
图 12: 中国通过资产创造来驱动金融周期   单位: % .....	8
图 13: 通过财政支出带动总支出的扩张   单位: % .....	8
图 14: 中国央行调降利率走廊   单位: % .....	9
图 15: 美国金融市场流动性相对充裕   单位: 亿美元 .....	9
表 1: 部分 OPEC 国家财政平衡(左)和国际收支平衡(右)下的油价   单位: 美元/桶 .....	6
表 2: 部分欧洲地区国家 CPI 同比效应仍强劲   单位: 标准化 .....	7

## 需求周期预计放缓

站在半年度的角度去回顾上半年经济的运行，是“定力”之下的预期不断调整和改变——

- 1) 对中国经济的预期从防疫政策放开后的极度乐观转向周期接续向下过程中的极度悲观；
- 2) 对美国经济的预期从美联储加息放缓和硅谷银行破产后的极度悲观转向了美联储定向流动性投放之后“高利率”环境下的经济不着陆。

经济继续朝着原有的高利率下放缓的路径运行——既没有那么好，也没有那么差——但是市场的预期在两个极端不断的摇摆。

回到加息故事的开头，寻找货币政策变化的线索，我们认为战争和冲突是主要线索之一。从金融层面来看，美联储的本轮货币政策收紧前的宽松由两个阶段组成：1) 2019 年美国回购市场流动性危机，结束了美联储上一轮“最缓慢”的加息周期；2) 2020 年疫情的冲击下美联储不仅将利率降至“0”利率，而且将资产负债表政策升级为常规性货币政策——量化宽松的规模不受限制。货币政策范式的转变背后，是全球经济主题从“增长”向“分配”的转变，由此产生的 2018 年中美贸易战（加速了 2015 年底开始的美联储紧缩进程但最终又反过来逆转了美联储缩表）和 2022 年的俄乌战争（加速了美联储本轮的加息进程但至今还未看到逆转迹象）都是逆全球化下冲突的表征。从这一点来看，观察当前战争的节奏依然将成为我们观察货币政策变化的一个重要窗口。

图 1：全球宏观政策不确定性依然很高，始于 2008 年的美元指数上行过程似乎没有结束 | 单位：指数点



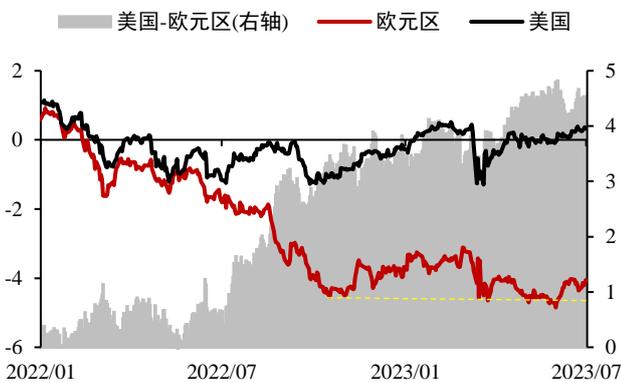
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 高利率的影响逻辑未变

随着美联储持续的加息叠加缩表，其对于金融环境的影响也在增强，但是由于流动性分布的差异，美国和非美地区受到的影响存在差异性。

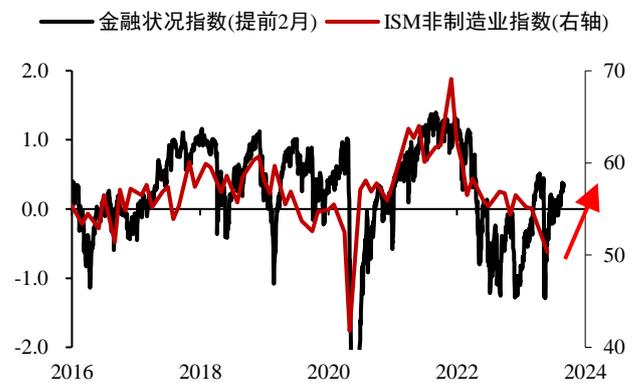
美国国内流动性状况维持充裕，美国经济短期内仍将表现出“韧性”。从美国的角度来看，在万亿美元隔夜逆回购流动性<sup>1</sup>的影响下，美国金融体系的整体流动性状况依然相对充裕。因而尽管从美债期限利差倒挂形成的“去杠杆”压力，对于美国国内而言虽然会带来信用收缩的压力，但是当前来看这更多的是结构性的影响——中小银行因为流动性压力而被收购兼并，美国可能正在经历一轮全球冲突过程中的“国进民退”式的集中度上升。

图 2：美国金融条件持续强于欧元区 | 单位：指数点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：驱动美国经济表现“有惊无险” | 单位：指数点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

非美地区流动性压力的影响依然比较明显，其脆弱性仍是关注的重点。一方面，全球经济周期下行过程中，贸易型经济体将面临双重压力：外需回落的出口压力和利差驱动的资金流出压力<sup>2</sup>。另一方面，因为压力的存在，使得美国需求在高利率下的持续放缓，进一步削弱了美国以外的经济体信用扩张空间<sup>3</sup>，除非经济体主动进行信用扩张（见中国宏观报告），因而从需求的角度我们需要关注的是在整体承压状态下的结构性差异。

<sup>1</sup> 数据显示，截止 6 月底美联储隔夜逆回购协议（RRP）使用规模依然有 2.034 万亿美元。

<sup>2</sup> 数据显示，韩国 6 月贸易收支出现了 11.3 亿美元的顺差，但德国 6 月商业景气指数继续从 5 月的 91.5 点降至 88.5 点。

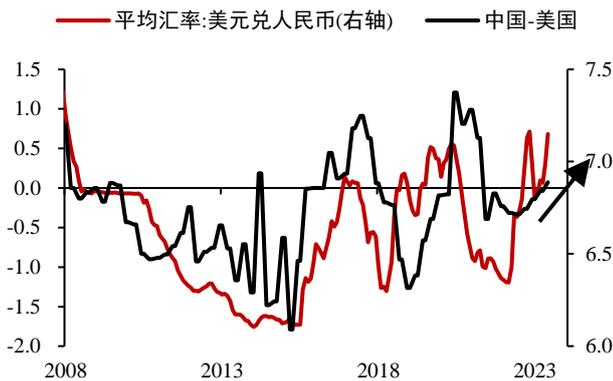
<sup>3</sup> 数据显示，德国 6 月季调后的银行信贷同比增速进一步回落，降至 0.43% 接近停滞的状态。

### 节奏差异的角度看需求

**经济增长差异：**中国落后于美欧的周期性因素开始缓和。标准化后，2023年上半年中国经济周期特征为 0.3，开始强于美国（0.2）和欧洲（0.2）。一方面从整体趋势来看，中美欧本轮下行周期似乎未完成，另一方面从结构性表现来看，中国似乎正在结束 2021 年二季度以来相对弱势特征（见图 4）。

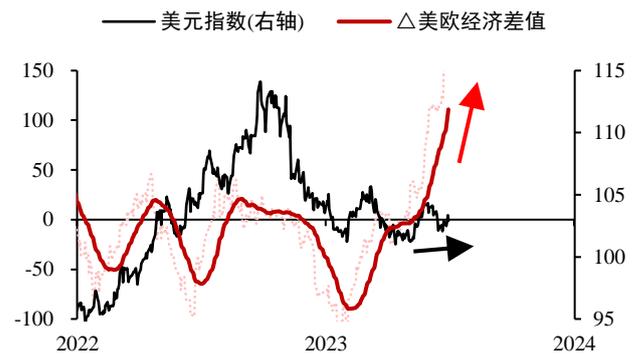
**经济预期差异：**美国相对于欧洲经济表现出更多积极。在 2022 年以来的货币政策收紧过程中，美国相对于欧洲不仅金融条件自 2023 年开始出现显著改善（见图 2），实际经济运行结果也是更为靓丽，自 5 月份以来美国经济相对欧洲更为强劲，但是在能源危机暂时解除的背景下（见图 7），美元指数短期仍未体现出这一点，表现出相对中性特征（见图 5）。

图 4：中美经济周期表现对比 | 单位：指数点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5：美国相对欧洲有更多超预期表现 | 单位：指数点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

**资金利率差异：**美日利差继续扩大驱动美元指数进一步走强的空间可能有限。从金融市场的角度，在日本央行货币政策仍没有发生转变的情况下，美日短端利差短期内或有继续走强（截止 2023 年上半年 3 个月期国债收益率差值已经回升至 537.1BP）的空间，这或也意味着对于美联储仍存在加息的空间。数据显示，日经 225 指数和美元兑日元汇率之间的正相关性在今年二季度再次达到了近几年的高点——90%，或许意味着美元兑日元汇率见顶的可能性也在增加。

## 价格周期韧性依旧

### 资源价格驱动通胀回升

2010 年开启的金融监管加强，在很大程度上抑制了全球大宗商品的投资。叠加 2014 年美国页岩油大量进入到市场加深了商品价格的回落过程，整体商品的供应呈现收缩状态。行至今日大宗商品的供给在前期低供给的约束下呈现价格韧性；展望下半年，阶段性因素的影响也在加深。

**OPEC+能源供给因素：**6 月国际油价已回落至 75 美元/桶（2021 年 6 月），对于哈萨克斯坦等地区的经济负面影响上升，沙特等减产抵消了部分影响，关注而俄乌战争变数下全球能源流动再次暂停对于能源型通胀的影响或再次加深。

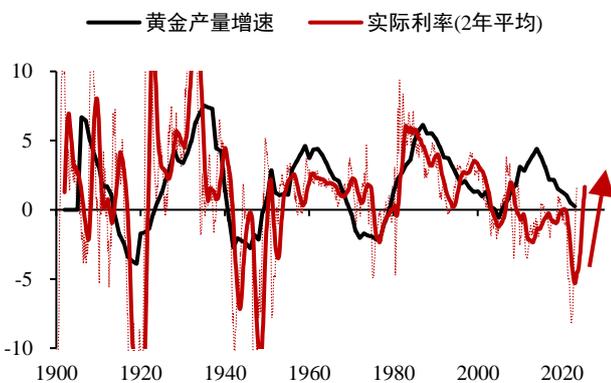
**实际利率带动原材料供给：**今年以来实际利率快速转正，背后是对于供应的约束特征开始通过价格效应推动上游的供应扩张，继而传导至原材料的供应改善可能（见图 6）。

表 1：部分 OPEC 国家财政平衡(左)和国际收支平衡(右)下的油价 | 单位：美元/桶

	IMF 预测			IMF 预测		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
伊朗	278.3	351.7	375.4	48.8	47.2	44.1
伊拉克	66.3	75.8	76.4	75.7	67.4	76.5
哈萨克斯坦	95.5	99.8	83.9	65.8	102.4	96.2
利比亚	85.1	64.4	62.2	86	61.5	55.5
沙特	85.8	80.9	75.1	52.7	54.7	57
土库曼斯坦	37.3	38.1	40	31.4	30.7	31.8

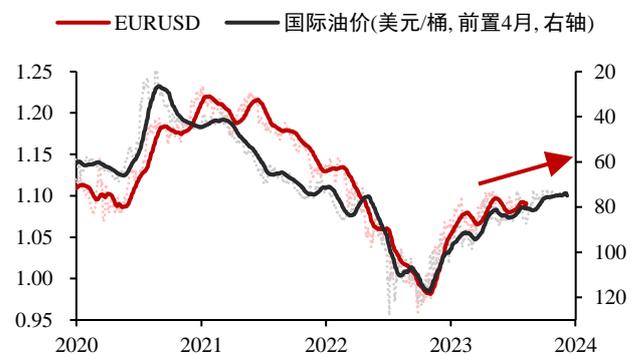
资料来源：IMF 华泰期货研究院

图 6：实际利率转正驱动供给预期增加 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7：油价的走弱缓和了欧元的压力 | 单位：指数点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

### 非经济因素令通胀韧性

周期的效应从去年美联储开始加息至今似乎开始消失，等待时间来弥合。核心通胀在房地产市场韧性（见图 9）、消费者收入“被改善”<sup>4</sup>的状态下，保持着相对强劲的韧性。截止 5 月份美国核心 PCE 通胀同比增速上升 4.6%，预期 4.70%；环比上升 0.3%，预期 0.30%。同时全球来看，除德国外，需求减弱驱动前期高通胀的状态逐渐降温（见表 2）。

图 8：美国核心通胀仍保持足够韧性 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：房地产市场反弹和消费支出韧性 | 单位：指数点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

表 2：部分欧洲地区国家 CPI 同比效应仍强劲 | 单位：标准化

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

资料来源：Wind 华泰期货研究院

<sup>4</sup> 数据显示，今年以来美国居民超额储蓄下降速度较快，但仍有近 1 万亿美元的余额。

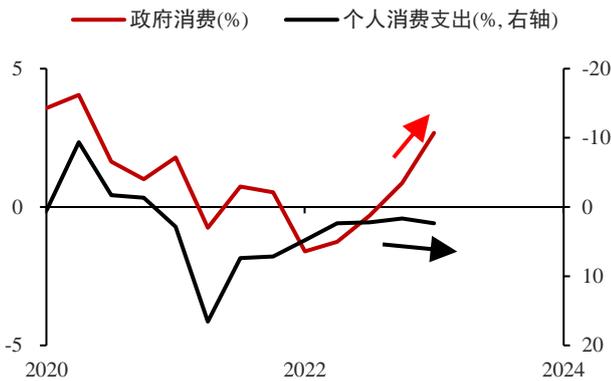
## 政策周期需逆周期

随着需求周期的回落，财政支出的扩张是应有之义，但面临通胀韧性约束。

### 财政周期等待扩张信号

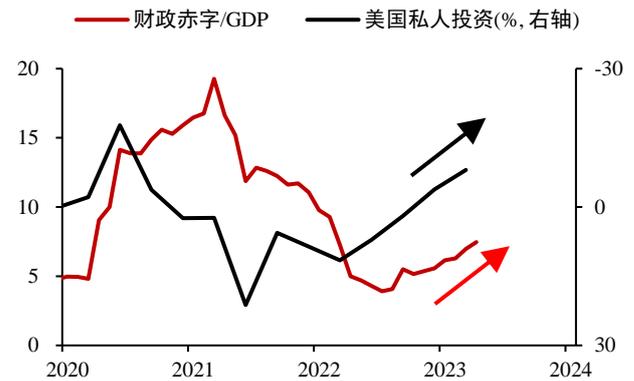
周期下行过程之中，需要财政支出的扩张对冲，以求平衡。从一季度的经济数据来看，美国个人消费维持相对旺盛的状态，但是私人投资随着盈利周期的回落而增速持续放缓（见图 10、11）。在这一背景下，财政的逆周期特征开始显现，政府消费增速回升至 2.68%，而财政赤字占 GDP 的比重也从此前的 3.90% 回升至 7.46%。展望下半年，无论美国两党如何博弈，6 月份通过“暂停”的债务上限约束打开的是未来财政扩张的大幕，从政策角度看面临的是未来如何达到这个低利率的路径问题——低需求（自下而上）而非高供给（自上而下，见图 6）依然是我们的假设基础。

图 10：美国消费和逆周期 | 单位：%



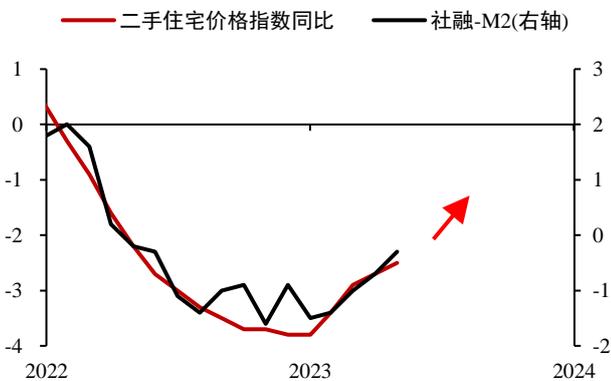
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11：美国投资和逆周期 | 单位：%



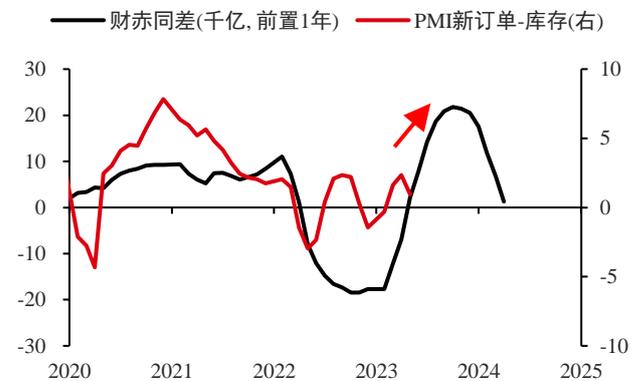
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 12：中国通过资产创造来驱动金融周期 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13：通过财政支出带动总支出的扩张 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 货币周期迎接分化挑战

美联储 6 月继续强调“放缓≠降息”的政策引导。6 月份美联储虽然保持利率“按兵不动”，但是释放了较为鹰派的利率预期，点阵图和鲍威尔都为下半年的货币政策预留了至少 50 个基点的加息空间，在此过程中美债收益率曲线 6 月倒挂进一步增加，显示经济仍处在杠杆去化的状态——即通过加息驱动“减需求”从而实现“降通胀”的过程中，全球将实现再分配。

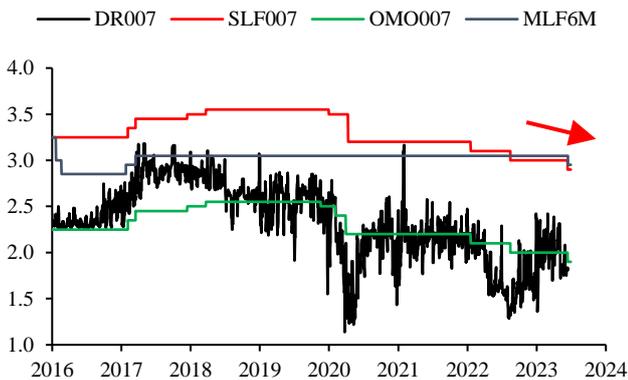
在此外部环境下，预计下半年中国央行将在“克服困难、乘势而上”的过程中加大宏观政策调控力度。我们预计未来央行货币政策重心将向“以我为主”倾斜，6 月央行下调了基准利率 10 个基点，预计通过加大实施宽松货币政策力度，来改善内需，预防通缩预期的形成——对于人民币资产预计将进入到左侧观察区间，中期继续看好人民币资产。

我们认为将中国经济周期从底部拉起，将经历两个阶段：

首先通过释放明确的政策信号，打消市场对经济进一步恶化的预期，这其中伴随着内部前期回落的惯性和外部资金流动双重压力的抵抗阶段；

其次通过建立财政支出方案，改善市场的需求预期的信心重建阶段，短期首先关注 7 月政治局会议的进一步信号指引。

图 14：中国央行调降利率走廊 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 15：美国金融市场流动性相对充裕 | 单位：亿美元



数据来源：Bloomberg 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)