

# 政策对冲增加，关注尾部的压力释放

## 研究院

### 研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

### 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

周期起于压力的释放。不管是三年前那个4月的会议转变了中国宏观政策预期，还是两年前那个8月的央行年会虽然将通胀定义为“临时性”但是开启了美国Taper的大门，当前的宏观现实均构建于此——中国周期领先于美国回落，并在启动前依然等待着美国宏观政策的转变——9月压力预计增强，但可能还不改变后者的方向。

## 核心观点

### ■ 市场分析

**宏观周期：9月美元体系风险或降低美元压力。**先行的中国周期迟迟没有发出回升的信号，一方面来自于三年疫后私人部门资产负债表修复的“休养生息”需要，另一方面来自于外部环境缺乏改善的共振动力——美元流动性继续表现为收紧的方向——美元指数表现为去年11月回落以来的强反弹。9月两党新财年谈判形成的风险或将弱化美元。

**价格周期：9月需求预期减弱或降低价格压力。**7月制造业PMI环比的改善和同比的回升暗示中国经济正在经历从经济“差”向经济“好”的转变阶段，虽然9月美元存在阶段性走弱可能，从而降低终端需求带来的价格上涨，但是仍需关注原材料供给意外推动的价格上涨对转变的宏观现象施加流动性压力的风险，影响周期改善的节奏。美联储在今年8月的央行年会上并没有释放明确的政策转变信号，再次“暂停”加息也将为美元降温。

**政策周期：9月宏观政策仍处在等待状态之中。**尽管我们预计美联储可能再次“暂停”加息，但是美元货币政策仍未到实质性的转变阶段——即美元流动性仍未到扩张的区间，国内扩张性宏观政策的实施仍面临流动性风险，资产负债表的修复仍以降负债压力而非扩张资产，基于这一可能性短期回落的收益率曲线陡峭化仍值得关注。

### ■ 风险

油价、矿价快速上涨风险，流动性快速收紧风险

## 目录

核心观点 .....	1
弱美元判断 .....	3
关注 9 月美元体系风险 .....	4
需求结构或存在差异性 .....	5
通胀的回归 .....	6
需求扰动施压核心通胀 .....	6
关注供给侧的通胀压力 .....	7
政策的定力 .....	8
美联储或再次加息暂停 .....	8
国内政策以防风险为主 .....	9

## 图表

图 1: 中国的宏观周期修复仍处在缓慢等待的状态之下   单位: 指数点/左轴, %YOY/右轴 .....	3
图 2: 美国财政赤字出现放缓   单位: %, 亿美元 .....	4
图 3: 美国金融压力或进一步增强   单位: 指数点 .....	4
图 4: 美国信贷已进入负增长区间   单位: 指数点 .....	5
图 5: 全球信用增速放缓回落压力增加   单位: % .....	5
图 6: 美国核心通胀仍保持足够韧性   单位: % .....	6
图 7: 薪资增速相比较就业更快回落   单位: % .....	6
图 8: 美联储 9 月加息概率偏低   单位: % .....	8
图 9: 美债市场持仓依然是空头结构   单位: 百万手 .....	8
图 10: 中国央行调降利率走廊   单位: % .....	9
图 11: 7 月盈利负增速改善, 库存周期低位   单位: % .....	9

表 1: 部分欧洲地区国家 CPI 同比效应仍强劲   单位: 标准化 .....	7
---	---

## 弱美元判断

回顾 8 月，美元经历了强势反弹（从 99 上涨至 104），背后是全球美元流动性的快速收紧驱动利率敏感型资产的快速回落。

从中美关系互动的角度<sup>1</sup>，当前仍处在 2022 年 11 月巴厘岛会晤确立的中美关系进入到缓和阶段，虽然中美之间在下半年开始互动明显增多，但是相互之间的“出牌”形成的摩擦增加了市场短期的不确定，降低了风险偏好。

从宏观经济的角度，7 月美联储再次释放加息信号，以及 8 月美国经济数据呈现出阶段性的继续超预期转强（就业市场继续紧俏，消费增速表现超预期等），推动市场对美国经济的乐观预期增强（结束对美联储年内降息的定价，未来降息的时间表继续推迟等）。

展望 9 月，我们认为美元仍将趋向于阶段性转弱。一方面，虽然达成协议过程中的相互博弈带来了市场的波动，但是总体的方向当前来看没有改变，除了军事领域之外，从气候领域、到财政领域再到商务领域的接触并没有停止，这仍在指向边际上改善并非不可能。另一方面，虽然美国经济展现出韧性，尤其是就业市场，但是美联储在 8 月央行年会上也给出了限制性货币政策开始起效的判断，在 9 月美国财政压力上升的背景下，我们预计美联储或继续观望货币政策的影响，这有利于美元再次转弱。

图 1：中国的宏观周期修复仍处在缓慢等待的状态之下 | 单位：指数点/左轴，%YOY/右轴



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

<sup>1</sup> 参见华泰期货宏观半年报《前方“风高浪急”，但三季度或有缓和》

## 关注 9 月美元体系风险

美元扩张的战略确定，但战术存短期扰动。

从战略的角度来看，美国的宏观政策已经开启了扩张的大门。1) 货币政策角度，2020 年美联储货币政策框架的转向以经济增长为优先、适度兼顾通胀（平均通胀目标制）为美元扩张提供了流动性的支持；2) 财政政策角度，疫后美国在今年年中再次“暂停”的债务上限约束，理论上为美国财政的无限量扩张扫除了政策上的干扰；3) 产业政策角度，从奥巴马时代的制造业回归到特朗普和拜登时代的“通胀法案”和“芯片法案”，都提升了宏观政策对产业的支持，今年上半年美国以信息技术为代表的制造业投资进入到了至少阶段性的超预期扩张状态，即为产业政策落地的一个效果。

但是从战术角度来看，2024 年大选前美国两党之间名义上的竞争仍将对这一扩张形成阶段性的扰动，9 月也是其中的一个时间点。8 月 21 日美国众议院保守党议员所在的自有核心小组提出了可能威胁政府关门的新要求，若要赢得这些保守派议员的支持，国会需要同意削减支出以及对资助乌克兰设前提条件。在 2023 年 10 月新财年之前若两党无法达成预算协议，则将面临政府关门的风险。从经济意义上，也将削弱财政支出的影响，对于当前在高利率环境下的经济增长带来进一步的放缓风险。

美国主权信用评级下调叠加政府关门风险，预计美元 9 月阶段性走弱。8 月 1 日惠誉宣布调降美国主权信用评级，从 AAA 下调至 AA+，这是自 1994 年惠誉首次发布美国信用评级以来首次调降评级，也是继标普后时隔十二年国际信用评级机构再次下调美国的评级。8 月 7 日穆迪下调了美国 10 家中小银行的信用评级，并将 6 家大型银行列入下调观察名单；8 月 21 日标普下调了美国 5 家银行的信用评级，并将 2 家银行的评级展望下调了负面。自今年 3 月美国硅谷银行破产后的金融体系不稳定并没有实质性改善，9 月美国财政支出预期若进一步回落，则对应着短期内美元体系的风险可能正在上升。

图 2：美国财政赤字出现放缓 | 单位：%，亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：美国金融压力或进一步增强 | 单位：指数点



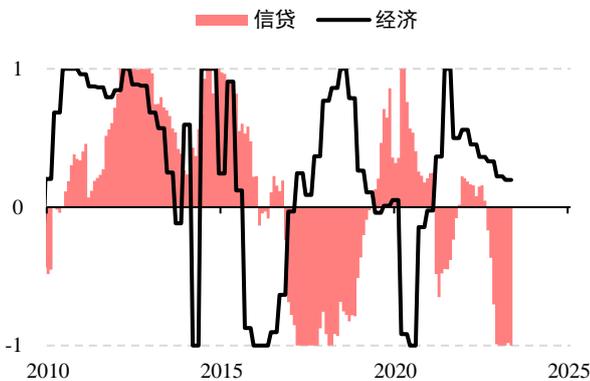
数据来源：Wind 华泰期货研究院

### 需求结构或存在差异性

政策的持续收紧已经驱动美国信贷从扩张进入到收缩。一方面，8月持续吸引眼球的是美国的“经济韧性”和“政策限制性”之间的传导不畅，二季度失业率维持在3.5%的历史低位，而二季度的GDP增速也非常超预期，达到了2.4%的水平，同时亚特兰大联储对第三季度的GDP增速预期也上调到了5.9%（年化环比值）。另一方面，美国宏观“降温”的意图也很明确，截止8月美国30年期抵押贷款利率已经上升至7.3%，为2000年以来的新高；美国十年期实际利率已经上升至2%以上，为2008年以来新高；受此影响，美国8月银行信贷增速已经转为负增长（见图4），随着美国超额储蓄的逐渐消耗，对于投资和消费的负面影响预计将逐渐加深。

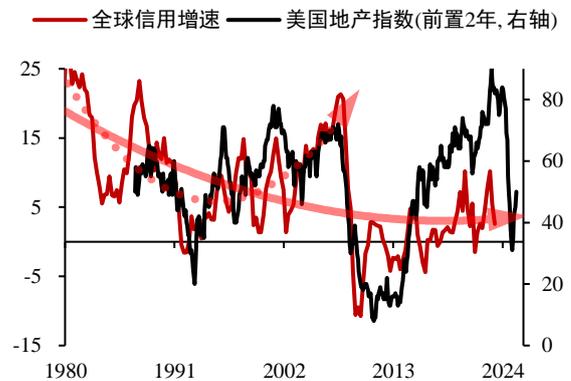
美国需求的进一步放缓预计将继续驱动全球经济周期下行。虽然上半年美国经济表现出强劲状态，但是9月份的逆风正在逐渐加深。从经济的结构来看，超预期带动来源于投资尤其是建筑投资（9.1%YOY），二季度美国私人消费（2.3%YOY）增速已经放缓，随着信贷增速的进一步回落，预计三季度消费增速回落的风险增加，和上游投资驱动的需求形成阶段性的分化。在9月财政逆风的可能带动下，我们预计下游消费需求仍将继续放缓，全球经济仍将承压，但对于原材料的影响可能没有下游更大（见图5）。

图 4：美国信贷已进入负增长区间 | 单位：指数点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5：全球信用增速放缓回落压力增加 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 通胀的回归

### 需求扰动施压核心通胀

高利率驱动的需求放缓和周期回落不仅仅是增长的放缓，还会从价格维度进行表征。8月杰克逊霍尔央行年会上鲍威尔表达了对于通胀给出了两个判断，释放了继续“控通胀”的政策预期：

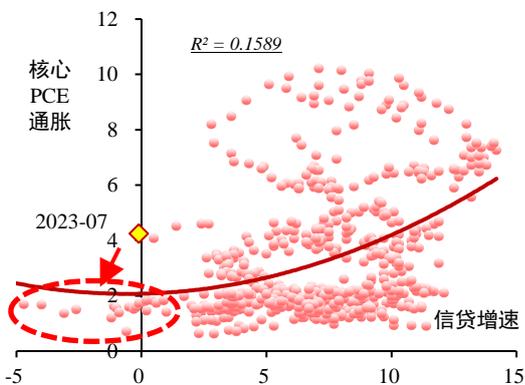
其一是在当前高通胀（以及未来通胀中枢上升）背景下，美联储并没有修改货币政策“2%”通胀目标的打算，在当前全球政治环境不确定性增加的状态下维护美元的货币信用；

其二是对通胀回落持有信心，即当前的限制性货币政策开始对通胀产生“抑制”影响，后续进入到观察阶段，货币政策表现为“更高更持久”特征。

随着需求的影响开始显现，我们预计核心通胀已经进入到回落的区间。数据显示，今年8月份的美联储信贷已经进入到负增长状态，按照历史情况来看，信贷负增长状态下的实体经济需求处在相对疲弱的状态之中，从消费需求的角度实现了降低核心通胀的政策传导。也即是，从资金来源上来看当前处在观察美国消费回落向核心通胀放缓传导的时间窗口；但是从收入角度，美股估值带来的家庭财富效应和美国财政前期转移支付形成的收入效应缓和了在信贷增速放缓状态下消费的回落。

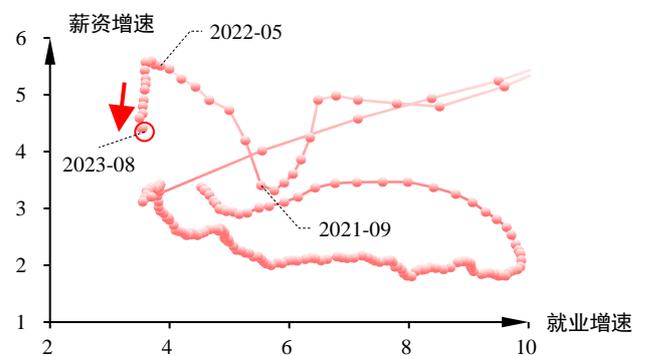
成本驱动的通胀韧性也逐渐放松，有利于核心通胀的放缓。数据显示，截止今年7月美国职位空缺数降至 882.7 万个，为两年以来的最低水平，显示出劳动力市场紧张的状态正在快速改善——有利于劳动薪资成本压力的减轻。

图 6：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 7：薪资增速相比较就业更快回落 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 关注供给侧的通胀压力

在需求放缓降低货币政策压力的状态下，美联储“不降息”的政策韧性可能来源于非经济因素形成的价格扰动，9月地缘因素、气候因素、物流阻断等带来的风险正在逐渐加强。

**油价向上的“通胀”风险。**一方面，仍然需要关注而俄乌战争<sup>2</sup>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。另一方面，气候异常状态下冷冬预期上升。根据加拿大 CanSPIS 预测，美国中部和东部以及欧洲部分地区可能出现冬季寒冷的情况。

关注国际货运的不稳定性。在前述不稳定因素可能加深的情况下，物流中断或加剧供需之间的矛盾。一方面，非洲地缘不确定性的扰动或正在加剧对资源品供给的出口影响<sup>3</sup>。另一方面，由于气候等因素的影响，运河水位对于通行的压力也有可能进一步上升<sup>4</sup>。

**表 1：部分欧洲地区国家 CPI 同比效应仍强劲 | 单位：标准化**

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

资料来源：Wind 华泰期货研究院

<sup>2</sup> 央广军事表示，6月乌克兰发起反攻行动后，正面战场一直战果寥寥，“急需一场胜利平息舆论压力”。

<sup>3</sup> 7月26日尼日尔发生政变；8月30日加蓬发生政变。

<sup>4</sup> 受到高温和干旱气候的影响，巴拿马运河水位出现了快速的减少，每天通航的船舶数量受到限制。

## 政策的定力

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。

### 美联储或再次加息暂停

在核心通胀预期继续回落的背景下，叠加美元体系在 9 月可能面临的政策逆风，我们预计美联储 9 月份货币政策仍将阶段性处在“观察政策效果”状态，货币政策将大概率保持“加息暂停”的继续等待状态。在政策的等待过程中，“通胀”这一政策观察变量或将受到供给型通胀的持续扰动，因而需求的放缓虽然没有导致短期内的“降息”定价，但市场对于美联储降息时间的博弈预计仍将在很大程度上影响着资产的波动。

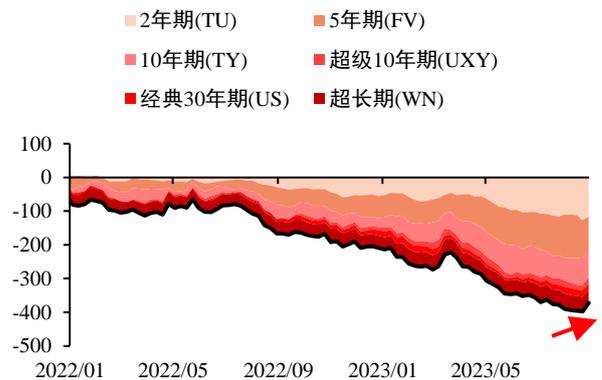
由于新财年的影响，市场认为美联储 9 月加息概率很低。截止 8 月底，美国衍生品市场定价显示，9 月 20 日美联储议息会议的预期是有 95% 概率维持“不加息”。如果历史重演美联储在 90 年代的货币政策平台期表现，则我们认为需要关注的是在高利率环境下市场风险的放大。

图 8：美联储 9 月加息概率偏低 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：美债市场持仓依然是空头结构 | 单位：百万手



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 国内政策以防风险为主

9月美联储政策阶段性“不强”的背景为国内宏观政策提供空间。下半年以来美国国务卿布林肯、美国财长耶伦、美国气候问题大使克里、美国商务部部长雷蒙多<sup>5</sup>以及中国老朋友基辛格相继访华，显示出中美之间的政策协调正在朝着改善的方向运行。“以战争求和平则和平存”，这一改善的路径也不是平缓的，因而阶段性的美元政策不强，为国内处在周期“底部”的经济提供了政策落地的空间，9月可以关注美联储主席鲍威尔等宏观政策相关官员的访华可能。8月以来相关宏观对冲政策陆续落地，继6月降息后8月为年内第二次降息——政策利率调降了10个基点，LPR利率的一年期也下调了10个基点——利率的下调为改善实体经济的负债压力提供空间。

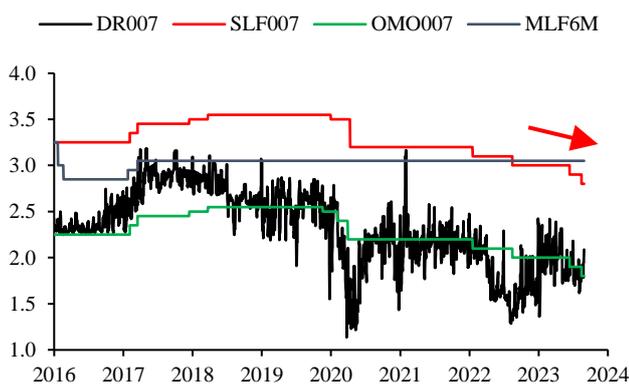
9月国内宏观周期仍处在“底部”区间，关注更多对冲政策的落地。8月公布的经济数据显示，8月份中国经济仍处在本轮周期的底部区间，从地产消费<sup>6</sup>到股市信心<sup>7</sup>处在政策逐步发力去改善市场预期的阶段。继续关注中美之间更多互动改善对于市场预期的提振。

我们依然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；

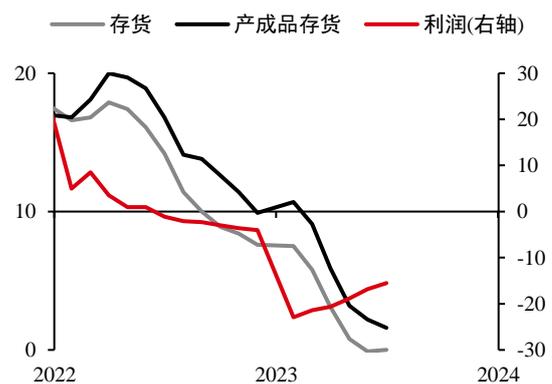
其次通过建立财政支出方案，改善市场的需求预期的信心重建阶段，7月政治局会议后仍需等待进一步信号指引。

图 10：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 11：7月盈利负增速改善，库存周期低位 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

<sup>5</sup> 8月底美国商务部部长雷蒙多访华宣布成立相关工作组。

<sup>6</sup> 因城施策下“认房不认贷”政策8月开始在部分城市实施，市场提升了对存量房贷利率下调的乐观预期。

<sup>7</sup> 8月28日起证券交易印花税减半征收。

## 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利。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)