



风险的落地将驱动逆周期预期增强

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

回顾9月,全球主要央行货币政策处在等待窗口,美元指数大幅走强。一方面,是高利率下美国实体经济活动的放缓节奏仍需时间来观察;另一方面,是高利率下非美经济体面临资金流出压力背景下,逆周期宏观政策仍受到牵制。展望10月,美元快速走强驱动的流动性收紧风险需要释放,降低经济环比改善的节奏。

核心观点

■ 市场分析

宏观周期:美元压力进入释放的观察窗口。9月按兵不动的美联储继续预期管理释放鹰派信号,在经济数据好于预期配合下驱动美元指数快速上行;10月初巴以冲突的加剧预计并不影响中东世纪大和解,但是短期将加剧全球流动性收缩的压力,同时也将提升压力释放后市场对央行货币政策逆周期的预期定价。

价格周期:密切留意压力释放伴随的通胀。高利率下的需求放缓仍需要时间来掌控节奏,驱动通胀波动的油价虽然在10月初经历了一次下行,但是在高利率带来供给扩张有限、劳动力紧张驱动成本型通胀上涨的前提下,扭转货币政策预期依然需要需求侧的驱动,高能源价格对于生产型经济体的输入压力仍是在需求放缓周期的核心关注变量。

政策周期:市场定价的政策预期存在波动。美债收益率曲线快速陡峭化的背后,需要密切留意全球金融市场风险的释放。在这种风险释放预期的驱动下,市场对宏观政策逆周期的预期料相比较9月有所增强。

■ 策略

美联储转变信号未确认前,宏观策略仍以防御为主,短期关注市场博弈过程中短债的机会。

■ 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
需求重构，关注非美风险.....	3
通胀回归，关注欧洲风险	5
政策预期，关注宽松定价	8

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: 主要经济体 CDS 变动 单位: %, BP	4
图 3: 主要货币兑美元基差变动 单位: BP	4
图 4: 美元和宏观不确定性出现分歧 单位: 指数点	5
图 5: 美国新增职位集中在商业服务领域 单位: 万人	5
图 6: 中美通胀超预期指数反弹 单位: 指数点	6
图 7: 欧日通胀超预期指数位于低位 单位: 指数点	6
图 8: 能源价格同比短期回落至负增长 单位: %	6
图 9: 但库存同比负增长仍未有效改善 单位: %	6
图 10: 美债期限利差陡峭化 单位: BP, %	8
图 11: 美国流动性环境正在趋紧 单位: 亿美元	8
图 12: 中国央行调降利率走廊 单位: %	9
图 13: 价格先于数量企稳 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

需求重构，关注非美风险

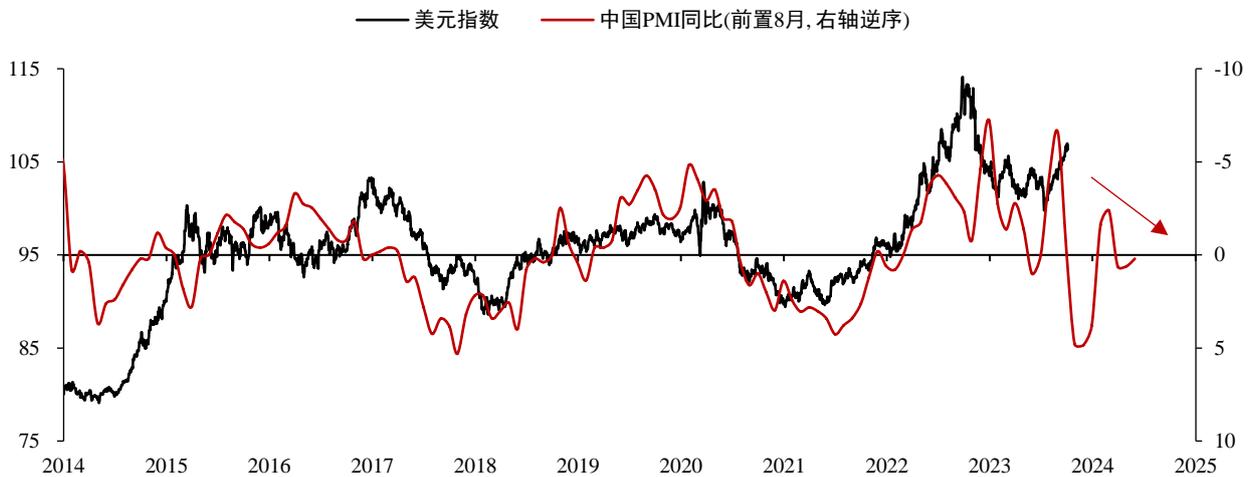
我们在 9 月月报¹中指出，美元指数的强势反弹背后是全球美元流动性的快速收紧驱动利率敏感型资产的快速回落。

从中美关系互动的角度，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）。

从这一角度出发，虽然 9 月份美元指数进一步走强，但是我们依然认为这背后酝酿着中期的转弱。10 月初中东变局的出现在短期推动美元继续走强的同时，也将进一步在短期内释放市场的压力。

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 Wind 华泰期货研究院

对于美国，美联储 9 月第二次按兵不动。美联储 9 月 FOMC 宣布保持利率不变，但是在

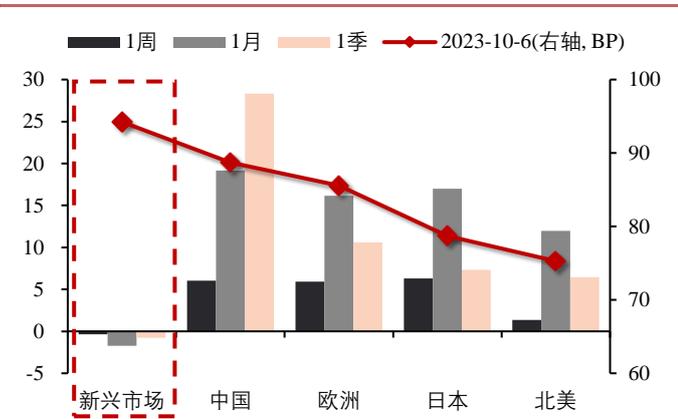
¹ 参见华泰期货宏观月报《政策对冲增加，关注尾部的压力释放》

经济展望中提高了对未来经济增长预期（2023 年从 6 月的 1.0%提升至 2.1%；2024 年从 6 月的 1.1%提升至 1.5%），并将 2024 年降息的次数从此前的 4 次降至 2 次。

但对于非美，随着美联储预期上的收紧，对全球流动性的压力预计仍未结束。一方面，尽管美联储忽略了油价的短期波动，但是随着能源市场的博弈继续，对于通胀上行的影响仍将进一步增强，增加了货币政策对经济需求带来影响的背景下通胀压力对货币政策产生的不确定性。另一方面，在美联储资产负债表政策未变的情况下，对于全球流动性的收紧方向仍未产生改变影响，关注外部经济体政策对冲的继续加码——新兴市场在过去一段时间的资源品价格反弹过程中享受了相对宽松的市场定价（见图 2）。

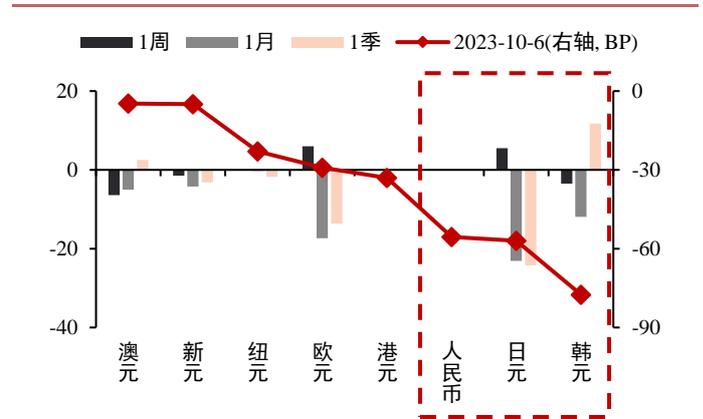
继续关注日本央行的货币政策决议，存在接力美联储紧缩路径的风险。随着日本央行此前放松对长端利率的控制，未来退出 YCC 收益率曲线政策的预期始终未消。9 月份美国财长耶伦表示了对日本干预日元的理解，抬升了未来日本央行货币政策紧缩预期，关注日本通胀变动驱动市场对其紧缩预期的定价，全球流动性的进一步紧缩影响风险增强，在政策对冲的背景下，做多亚洲市场资产波动率（见图 3）。

图 2：主要经济体 CDS 变动 | 单位：%，BP



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：主要货币兑美元基差变动 | 单位：BP



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

通胀回归，关注欧洲风险

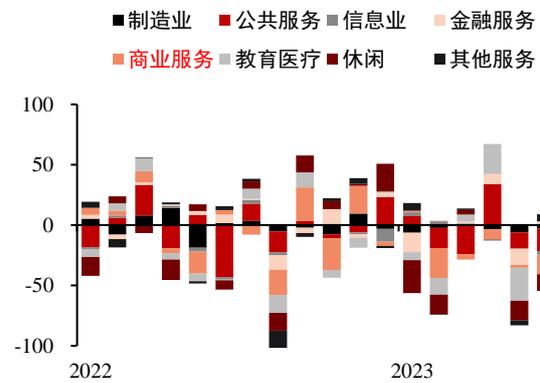
随着需求的影响开始显现，核心通胀已经进入到了回落的区间。核心通胀的逐渐回落反馈了美联储货币政策收紧的影响开始——根据美联储的通胀观察模型，将核心个人消费支出通胀区分为商品通胀、住房服务通胀和所有其他服务通胀。随着高利率环境的持续，核心商品型通胀仍将呈现出压力；而高融资成本约束下，尽管对拥有大量现金流的高科技企业影响较小，但是对于其他实体企业的融资扩张和家庭部门的信贷扩张形成压制。9月美联储议息会议进入到观察货币政策滞后效应（鲍威尔称实际利率是“有实质意义的正值”）的过程中，不再进一步提高货币层面对美国经济的真实性紧缩影响。

图 4：美元和宏观不确定性出现分歧 | 单位：指数点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：美国新增职位集中在商业服务领域 | 单位：万人

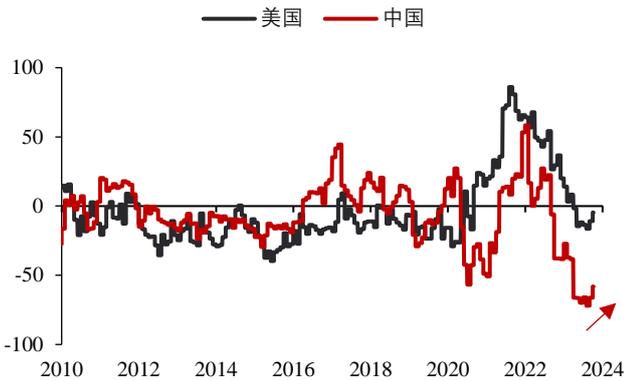


数据来源：iFind 华泰期货研究院

密切关注成本推动型通胀上行驱动的货币政策预期变动。一方面，对于美国国内而言，在劳动力市场仍相对紧张的状态下，薪资通胀仍朝着向上的方向运行创造新一轮的价格革命（9月以来实体经济的罢工仍未结束²）。另一方面，对于美国以外经济体而言，在强美元运行状态下的政策宽松仍将面临着通胀带来的约束。数据显示，欧元区9月调和CPI同比初值上升4.3%，为近两年来的最低水平，主要原因是能源成本下降。这一点我们在9月月报中指出，在需求放缓降低货币政策压力的状态下，需要留意地缘因素、气候因素、物流阻断等带来的价格更快上行风险（见图7）。

² 美国的罢工潮9月以来蔓延到更多行业，美国汽车工人联合会（UAW）于9月底针对底特律“三巨头”通用、Stellantis和福特的部分工厂发起罢工活动，约25000名汽车工人（约占这三大汽车制造商工会总人数的17%）加入。10月以来美国医疗行业加入到罢工的过程之中。

图 6：中美通胀超预期指数反弹 | 单位：指数点



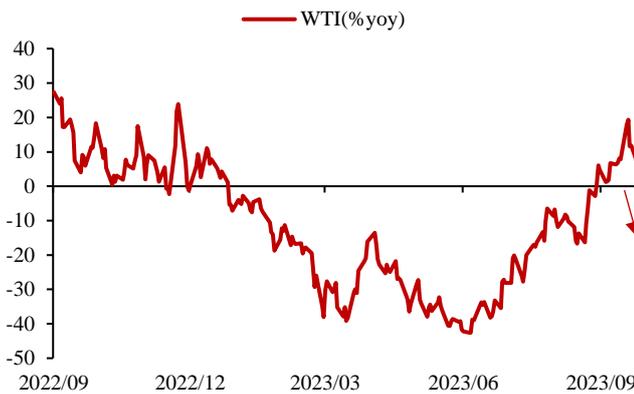
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：欧日通胀超预期指数位于低位 | 单位：指数点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8：能源价格同比短期回落至负增长 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 9：但库存同比负增长仍未有效改善 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

油价向上的“通胀”风险。一方面，仍然需要关注俄乌战争³、巴以冲突⁴之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。根据厄尔尼诺的发展趋势来看，预计在今年秋季形成一次中等强度的东部型厄尔尼诺事件，厄尔尼诺峰值可能出现在今年冬季期间。NOAA 指出，预计北半球今年遭遇强烈厄尔尼诺现象的概率超过了 71%，并且持续到 2024 年 1 月到 3 月的概率，也是达到了 95%。

³ 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”。

⁴ 10 月初以色列宣布进入战争状态。

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

资料来源：Wind 华泰期货研究院

政策预期，关注宽松定价

高通胀周期的走出，伴随着或是供给侧的扩张、或是需求侧的收缩，抑或两者皆有之。

从宏观周期的角度来看，美元压力进入释放的观察窗口。9月按兵不动的美联储继续预期管理释放鹰派信号，在经济数据好于预期配合下驱动美元指数快速上行；10月初巴以冲突的加剧预计并不影响中东世纪大和解，但是短期将加剧全球流动性收缩的压力，同时也将提升压力释放后市场对央行货币政策逆周期的预期定价。

从价格周期的角度来看，密切留意压力释放伴随的通胀。高利率下的需求放缓仍需要时间来掌控节奏，驱动通胀波动的油价虽然在10月初经历了一次下行，但是在高利率带来供给扩张有限、劳动力紧张驱动成本型通胀上涨的前提下，扭转货币政策预期依然需要需求侧的驱动，高能源价格对于生产型经济体的输入压力仍是在需求放缓周期的核心关注变量。

综合宏观周期和价格周期，我们认为市场定价的政策预期存在阶段性的波动。前者的观察变量在于美债收益率曲线（见图10），在短期快速陡峭化的背后，需要密切留意其改善的可持续性，对于全球金融市场而言收益率曲线定价的陡峭化驱动的美债利率快速上行和美元指数该弱不弱（见图4），都创造了非美风险的释放窗口。在这种风险释放预期的驱动下，市场对宏观政策逆周期的预期料相比较9月有所增强。

图 10：美债期限利差陡峭化 | 单位：BP，%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11：美国流动性环境正在趋紧 | 单位：亿美元



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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。人民银行9月再次降准25个基点，以缓和负债端的压力。8月的经济金融数据表明，国内经济周期正在底部等

待改善。一方面是 8 月的货币流动性依然处在低位，表现在 M1 同比增速维持在 2.2% 的低增速水平，显示出实体经济扩张的谨慎；另一方面，工业企业盈利数据表明，周期正在改善路径中，负增长的压力正在逐渐减轻。

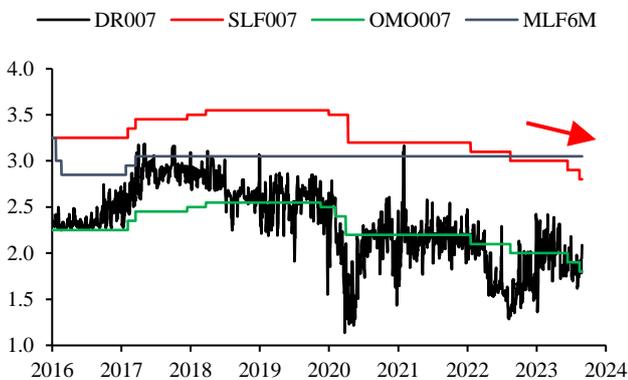
10 月对于“底部”区间的国内经济而言，关注流动性压力推动下的更多对冲政策的落地。在周期改善的背景下，需要关注的是初期面临的流动性扰动。9 月公布的经济数据显示，8 月份中国经济仍处在本轮周期的底部区间，从地产消费到股市信心处在政策逐步发力去改善市场预期的阶段。一方面，9 月底中美建立经济和金融工作组以管控分歧；另一方面，10 月的初始便扩大了巴以冲突，经济将“复苏初期”的宏观显示是内生动能依然相对疲弱，需要关注的是由于供给因素带来的通胀意外上升，对于复苏过程中的流动性环境带来挑战。

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 12：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 13：价格先于数量企稳 | 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