



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

1 月的宏观市场波澜壮阔——海外美股再次新高，国内 A 股大幅波动，长债也创新高。但是 1 月的宏观政策相对平静——海外美日欧货币政策保持着按兵不动的姿态，国内虽然释放了超预期的降准稳定市场流动性，但是降息仍在等待。

展望 2 月，卯兔向辰龙转变，在等待春的来临之际保持耐心。降准的流动性向实体传递需要时间，而俄乌和巴以战事的延续以及东北亚烽火的可能点燃，增加了冬春转换之际市场的不确定性。

核心观点

■ 市场分析

宏观周期：底部的“逆周期”面临约束。结合库存和实际利率角度来看，当前宏观周期处在底部区间，需要作用于资产端的宏观支持政策来推动实体部门进入到扩张中去。但是在金融开放条件下，在外部高利率预期环境下“降息”的选择将对于人民币带来更大压力。

价格周期：名义价格的改善需要时间。2024 年央行的货币政策目标加强了对于“价格”的考量——经济增长和价格水平预期目标。在经济周期的底部，通过名义价格的上升一方面改善名义负债压力，另一方面叠加流动性的释放提振实体部门的信心。预计随着冬春交替对于经济活动也将带来向上的提振，关注 2 月下旬价格的回升可能。

政策周期：继续对政策保持一定耐心。2 月央行延续了货币政策的宽松，开启了 50 个基点超预期降准，但是在美联储货币政策仍保持相对鹰派——经济“不着陆”预期下延后货币政策宽松的选项——情况下，短期政策外溢性对于国内货币政策宽松的约束依然存在，在宽松方向确定的路径下，剩下的是外部约束形成的宽松节奏，可能周期底部的走出仍需要市场波动增加提供更强的动力。

■ 策略

波动率资产的对冲头寸 (+VXM24) 继续持有，同时关注地缘风险下商品的供给侧机会

■ 风险

地缘风险快速降温，流动性快速收紧

目录

核心观点	1
底部的“逆周期”面临约束.....	3
经济预期分化暂未收敛	3
关注来自数据差异加强	4
名义价格的改善需要时间	5
中国通胀上不来压力	5
美国通胀下不去的风险	6
继续对政策保持一定耐心	7

图表

图 1：中国经济等待向上的拉力 单位：STD.....	3
图 2：中国低通胀等待向上的改善 单位：STD.....	3
图 3：实际利率和杠杆率增速 单位：%， %YOY	4
图 4：库存周期仍处在底部区间 单位：%YOY	4
图 5：实体流动性低位，利润分配难开启 单位：%.....	5
图 6：猪周期预期逐渐修复 单位：%.....	5
图 7：美联储 MCT 核心通胀仍在下降 单位：%YOY.....	6
图 8：资本扩张带来的价格压力在后半年 单位：%.....	6
图 9：美联储 2024 年上半年加息概率（左）、利率变动（中）和利率预期（右） 单位：%	7
表 1：美国 1 月 CPI 分项热图 单位：STD	6

底部的“逆周期”面临约束

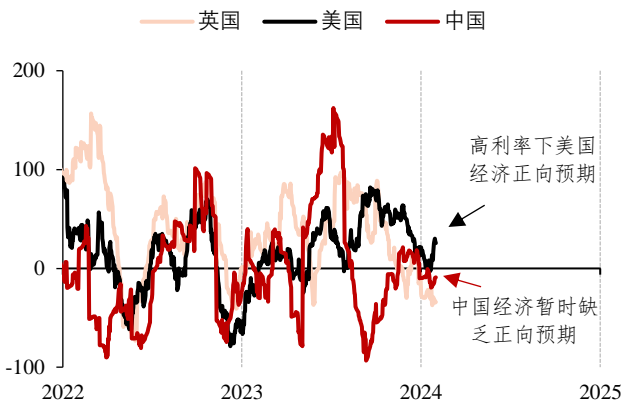
1月的全球宏观市场波澜壮阔——海外美股再次新高，国内A股大幅波动，长债也创新高。但是1月的宏观政策相对平静——海外美日欧货币政策保持着按兵不动的姿态，国内虽然释放了超预期的降准¹稳定市场流动性，但是降息仍在等待。

经济预期分化暂未收敛

中国经济周期的调整已带来了从实体部门信心的削弱、价格层面下行压力²的延续等影响。虽然去年以来对于资本市场政策、对于房地产市场政策和对于宏观流动性的政策均持续朝向偏暖方向转变，但是在外部从金融（中美负利差、资本净流出）、科技（对中资科技企业审查、限制科技投资和出口）、地缘（台海局势、南海局势拱火）等多方面牵制³下，财政逆周期政策发力的谨慎（1万亿新增国债留待2024年），经济周期延续底部区间，缺乏向上的弹性。

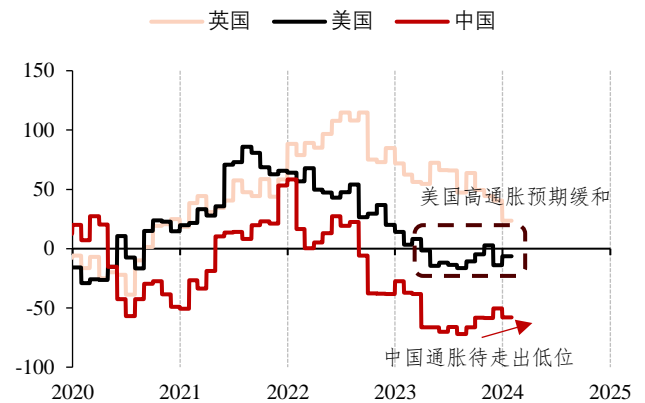
美国经济周期的调整仍在延续，表现在从经济增速到通胀增速的放缓上。在绝对经济增速未“衰退”背景下，金融条件的宽松驱动美联储货币政策延续“鹰派”的表达，短期“外胀”放缓“内缩”难改善的状态仍延续，虽然内外货币政策保持不动，但是经济预期差的变动将加大市场在周期转变前的波动。

图 1：中国经济等待向上的拉力 | 单位：STD



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 2：中国低通胀等待向上的改善 | 单位：STD



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

¹ 参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5217425/index.html>

² 2023年12月中央经济工作会议指出，当前经济面临的困难和挑战：有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多。

³ 即“国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”。

关注来自数据差异加强

结合库存（12月工业企业库存增速+2.1%）和实际利率（12月实际利率4.5%）来看，当前国内宏观周期处在底部区间，相比较负债端的宏观政策来托底，底部象限的走出更需要作用于资产端的宏观支持政策来推动实体部门进入到扩张中去。但是在金融进一步开放条件⁴下，外部高利率预期环境下“降息”的选择将对于人民币带来更大压力。

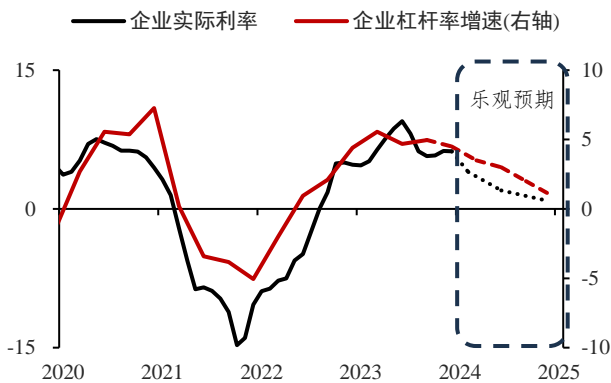
至3月美联储议息会议前美国货币政策都在处在“预期管理”的空窗期，经济数据波动带来的影响预计增强。一方面从季节性来看，1月份美国新年假期提供的消费活动季节性增强将改善经济数字的表现；另一方面在“全年信贷投放节奏将会更加均衡⁵”的要求下，一季度国内信贷虽然仍存“开门红”，但预计低于季节性预期，数据的收敛或将加大中美经济数据预期的阶段性压力。

事实上，1月份公布的经济数据已经部分体现了这一特点：

2023年四季度中国GDP同比增长5.2%，环比增长1.0%；

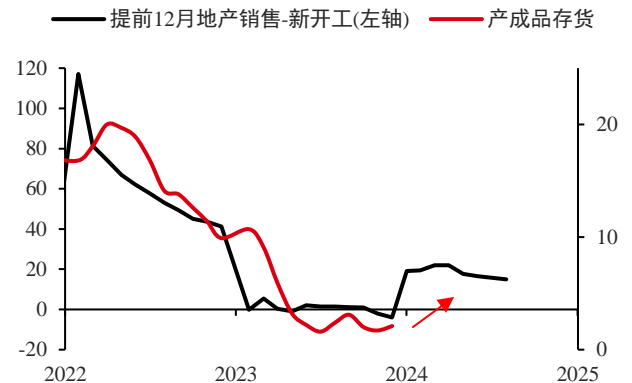
2023年四季度美国GDP环比折年率增长3.3%，低于三季度4.9%；但是同比增长达到5.8%。

图 3：实际利率和杠杆率增速 | 单位：%，%YOY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：库存周期仍处在底部区间 | 单位：%YOY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

⁴ 在1月国新办举行的新闻发布会上，国家金融监督管理总局副局长肖远企表示，已取消银行保险机构的外资股份比例限制，同时大幅减少外资数量型准入门槛。

⁵ 参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5218586/index.html>

名义价格的改善需要时间

2024 年央行的货币政策目标加强对于“价格”的考量——经济增长和价格水平预期目标。在经济周期的底部，通过名义价格的上升一方面改善名义负债压力，另一方面叠加流动性的释放提振实体部门的信心。

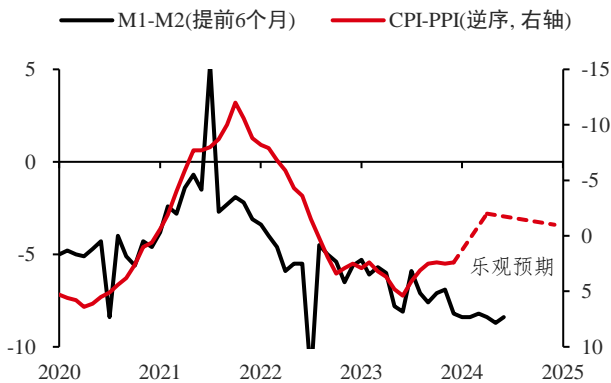
预计随着冬春交替对于经济活动也将带来向上的提振，关注 2 月下旬价格的回升可能。

中国通胀上不来压力

当实体经济信心缺乏的情况下，价格的传导也将面临阻力。截止 12 月，M2 同比增速回落至 9.7%，低于 10%；M1 同比增速维持在 1.3% 的低位，显示出宏观流动性面临的压力。同样的，截止 12 月的价格差也处在低位，CPI 同比增速仍为 -0.3% 的负象限下，PPI 同比增速仍保持在 -2.7% 的压力之中。

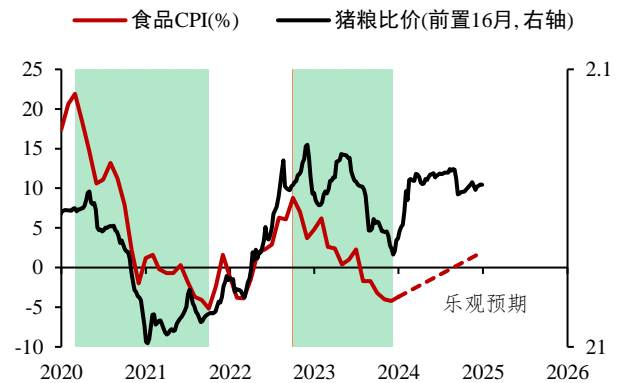
经济预期的悲观在于负债端的压力对于经济启动的阻滞。国家资产负债表研究中心数据显示，2023 年宏观杠杆率大幅攀升（全年上升 13.5 个百分点），实体经济部门总债务全年同比增长 9.8%，其中居民部门和企业部门同比增长 6.9% 和 9.1%。价格的上涨能够通过市场化方式来缓和整体债务杠杆的压力。

图 5：实体流动性低位，利润分配难开启 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6：猪周期预期逐渐修复 | 单位：%



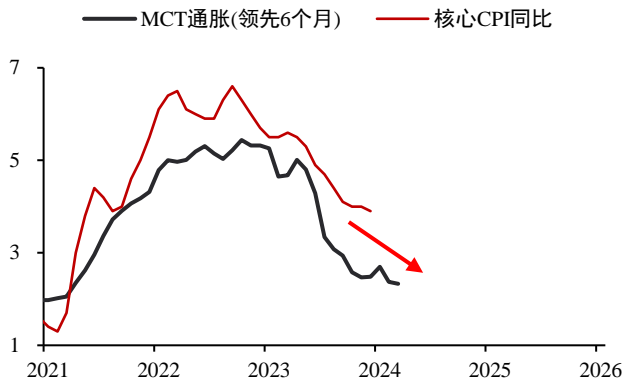
数据来源：Wind 华泰期货研究院

美国通胀下不去的风险

从 2022 年下半年以来，美国高通胀持续处在回落的过程之中。截止 2023 年 12 月，美国 CPI 同比增长 3.4%，核心 CPI 同比增长 3.9%；核心 PCE 通胀同比增长 2.9%。按照纽约联储的多因素通胀指标来看，12 月核心通胀趋势 MCT 为 2.3%，相比较 11 月继续回落 0.1 个百分点，显示出短期内美国通胀仍处在下行状态（图 7）。

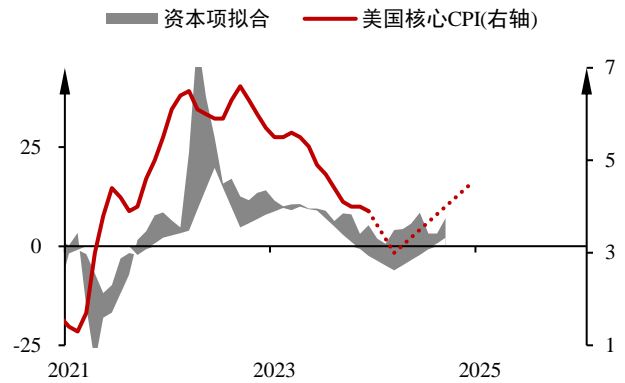
尽管从预期的角度，美国持续的高通胀预期已经缓解——调查的 1 年期通胀预期降至 2.9%，市场的通胀超预期指数也回落至负值（图 2）——但是美联储在 1 月的议息会议上强调通胀压力重燃的风险不容忽视，鲍威尔在 FOMC 后的新闻发布会上指出“更大的风险是通胀率将稳定在 2% 以上”。

图 7：美联储 MCT 核心通胀仍在下降 | 单位：%YOY



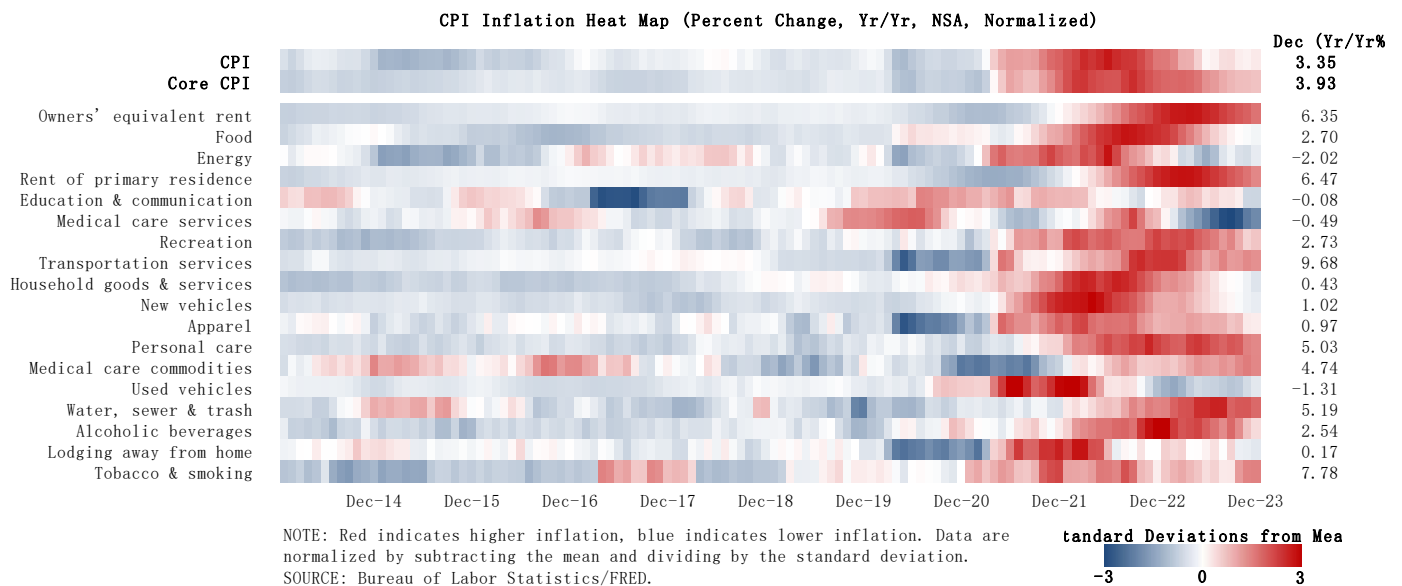
数据来源：美联储 华泰期货研究院

图 8：资本扩张带来的价格压力在后半年 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表 1：美国 1 月 CPI 分项热图 | 单位：STD



资料来源：FRED 华泰期货研究院

继续对政策保持一定耐心

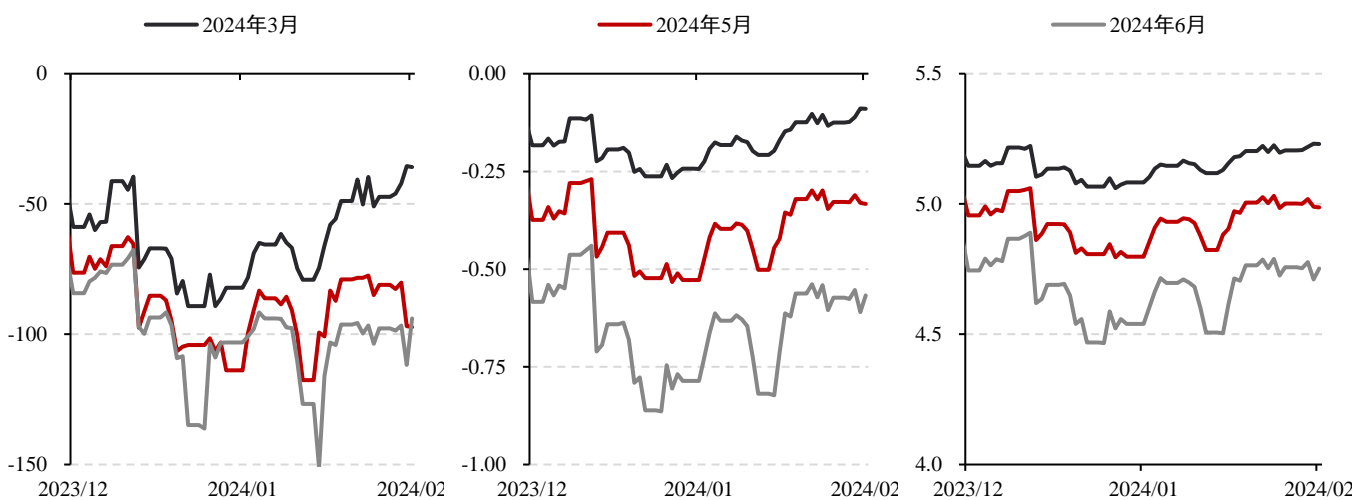
展望 2 月，卯兔向辰龙转变，在等待春的来临之际保持耐心。降准的流动性向实体传递需要时间，而俄乌和巴以战事的延续以及东北亚烽火的可能点燃，增加了冬春转换之际市场的不确定性。

需要继续对政策保持一定耐心。2 月央行延续了货币政策的宽松，开启了 50 个基点超预期降准，但是在美联储货币政策仍保持相对鹰派——经济“不着陆”预期下延后货币政策宽松的选项——情况下，短期政策外溢性对于国内货币政策宽松的约束依然存在，在宽松方向确定的路径下，剩下的是外部约束形成的宽松节奏，可能周期底部的走出仍需要市场波动增加提供更强的动力。

对内：在经济周期的底部改善的初期，央行的货币政策为金融中介释放流动性提供了“推动力”，但实体经济的有效提振仍需要“拉动力”，从财政万亿特别国债在 2024 年的“投资性”支出形成实物工作量，到实体部门实际利率的有效降低提供扩张性动力。我们理解当前财政扩张的仍是“市场化”为主，关注后期财政和货币政策的进一步配合，通过“工具创新”来加强对实体经济的政策传导。

对外：美联储将在限制性“高利率”和继续“缩表”的货币政策环境下。人民银行 2 月开始降准对冲了美联储限制性货币政策形成的流动性压力，但额外的降息等货币政策宽松政策预计短期继续降低。至少短期内（3 月份之前）美联储的高利率预期延续甚至在“不着陆”背景下的增强，降低了实施利率宽松的环境。预计国内风险资产的压力从外部条件来看仍未有效降低，在政策空间收窄的背景下继续关注短期的风险。

图 9：美联储 2024 年上半年加息概率（左）、利率变动（中）和利率预期（右） | 单位：%



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