



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

2月末国内的A股重返3000，全球的道金比在去年四季度开始美联储结束加息的引导下持续回升，2月末接近调整通道的高点附近。两者都隐含了两大国改善金融周期的努力。

展望3月，周期向下的力量仍在发酵，国内宽货币的政策已经开启，关注两会政策对冲，国外高利率对增量的压力继续上升，关注联储不降息条件下资产负债表政策的变动。

核心观点

■ 市场分析

宏观周期：关注经济改善和政策落地之间时间差。从2023年开始美国经济呈现同比放缓但环比改善的特征，也支持着美联储短期政策不宽松。国内从2015年开始实施供给侧结构性改革，货币政策持续处在“稳健中性”的状态之中，在经济增长的波动中调整逆周期和跨周期的分配。随着海外延续短期“不降息”的倔强，国内2月降准降息政策的出台，稳增长的需求短期上升，预计经济数据仍将表现出短期压力的特征。

价格周期：名义增长的改善需要落实再分配政策。一季度的M1开启了政策扩张的周期，市场预期的改善进入到了左侧观察区间。从政策落地开启到经济数据改善之间，存在着时间差。我们预计在央行2024年货币政策强调价格目标的情况下，价格的改善将领先于实际经济增长的改善，同时，价格是一个经济结构变动的指示器，关注“高质量”领域的价格溢价。

政策周期：政策处在扩张的初期，变量仅在节奏。2月货币政策的降准和降息开启了本轮宏观政策宽松的序幕，在财政扩张缓慢的“缺资产”状态下，长久期国债大幅上涨，TL-MLF利差趋平。关注两会财政政策对于国内需求创造的增量影响，关注市场预期差带来的调整压力。

■ 策略

宏观策略进入到配置的左侧区间，建议波动率资产的对冲头寸（+VXM24）继续持有，宽松货币的初期预计收益率曲线仍有扁平空间（1×T-2TS）。

■ 风险

美联储意外加息，地缘风险意外上升

目录

核心观点	1
关注经济改善和政策落地之间时间差	3
市场定价处在收敛状态中	3
美国不“差”和中国不“强”	4
名义增长的改善需要落实再分配政策	5
增长未动，价格先行	5
关注“高质量”领域溢价	6
政策处在扩张的初期，密切关注节奏	7

图表

图 1：道金比价历史走势和四次顶部市场特征 单位：指数点/盎司	3
图 2：中国超预期指数显示悲观短期收敛 单位：STD	4
图 3：但相对海外仍稍显不足 单位：STD	4
图 4：道金比价具有低基数效应 单位：指数点/盎司	4
图 5：道金比同比转正和消费不悲观 单位：%YOY	4
图 6：结构性宏观政策直接作用于微观主体 单位：%	5
图 7：1月 M1 同比增长超预期 单位：%	5
图 8：三大产业平减指数将收敛 单位：%YOY	6
图 9：金融条件的改善或推动名义价格回升 单位：%	6
图 10：美联储资产绝对规模继续收缩，但缩表同比速度已放缓 单位：%YOY，百亿美元	7
图 11：财政赤字率目标（左轴）和十年期国债期货（右轴） 单位：%、元	7
表 1：结构性货币政策工具情况表（截止 2023 年 12 月底）	6

关注经济改善和政策落地之间时间差

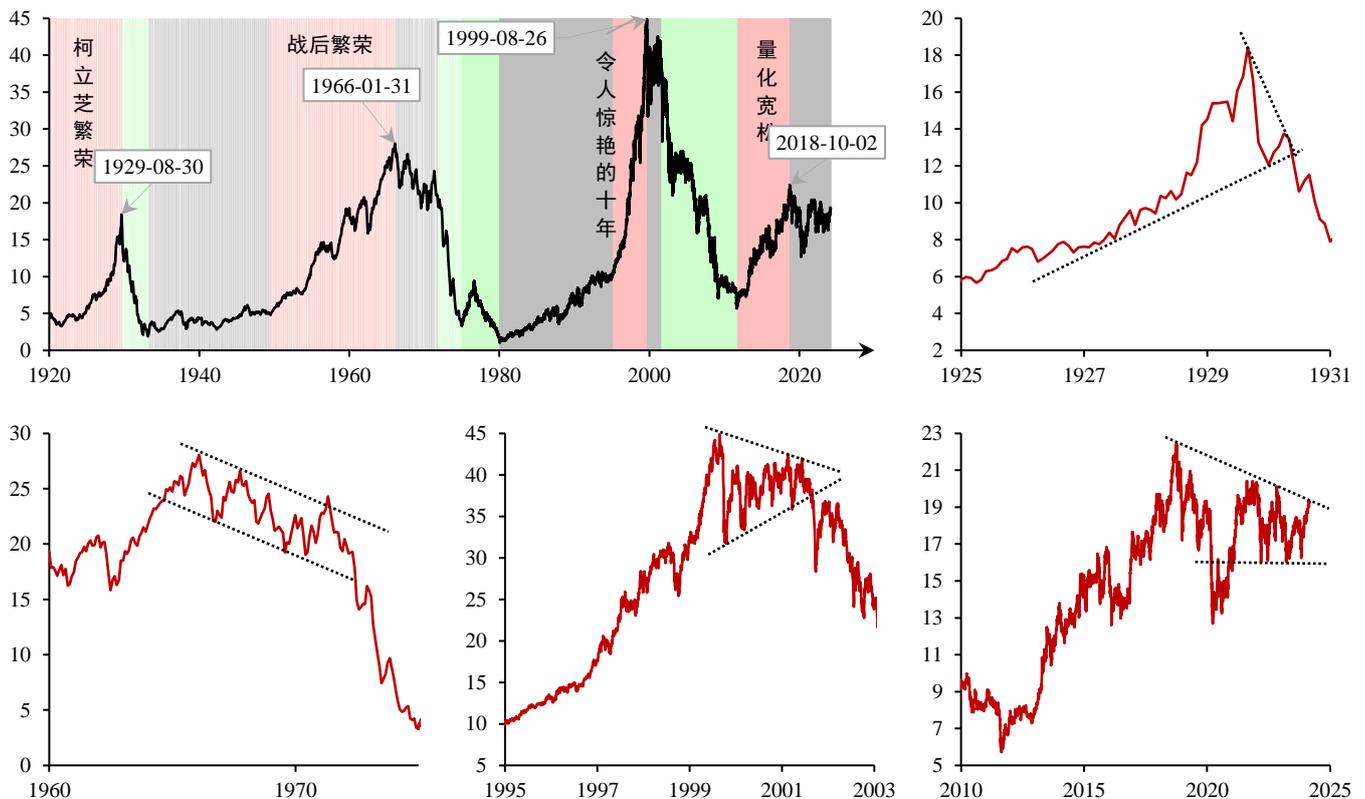
2 月末国内的 A 股重返 3000，全球的道金比在去年四季度开始美联储结束加息的引导下持续回升，2 月末接近调整通道的高点附近。两者都隐含了两大国改善金融周期的努力。

市场定价处在收敛状态中

我们预计 3 月美联储政策仍将延续“不降息”的倔强。从 2023 年开始美国经济呈现同比放缓但环比改善的特征，也支持着美联储短期政策不宽松。

道金比价显示 2010 年以来的经济扩张进入到收敛。伴随着 2018 年开始经济繁荣的褪去，我们看到的是美国对外向中国发起的贸易战、科技战和金融战，对内重新实施的量化宽松政策，并且通过 2020 年疫情的冲击将非常规政策“常规化”。2023 年四季度以来，受到市场预期美联储再次宽松政策的影响，道金比价再次会升至区间高位，即使在不发生风险冲击的假设下，我们预计 3 月下行风险也在加大。

图 1：道金比价历史走势和四次顶部市场特征 | 单位：指数点/盎司



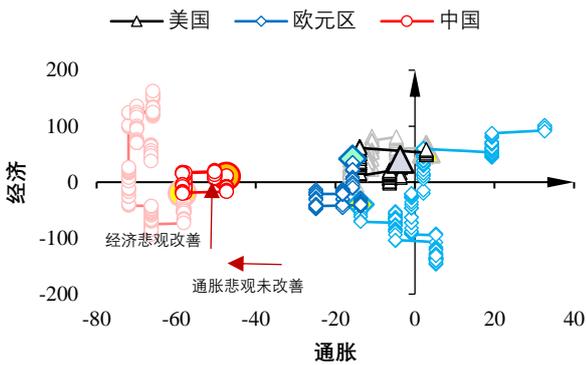
数据来源：iFind 华泰期货研究院

美国不“差”和中国不“强”

春节高频数据显示经济恢复的力道不强。对比近几年春节数据发现，春节期间出行人次像执行航班数和主要城市地铁客运量数据好于季节性，电影票房持平于 2021 年同期水平，汽车销售符合季节性。但是在春节后第一周的情况来看，复工率及劳务上工率虽然同比 2023 年有所增加，但是商品房和二手房成交仍然比较疲弱。

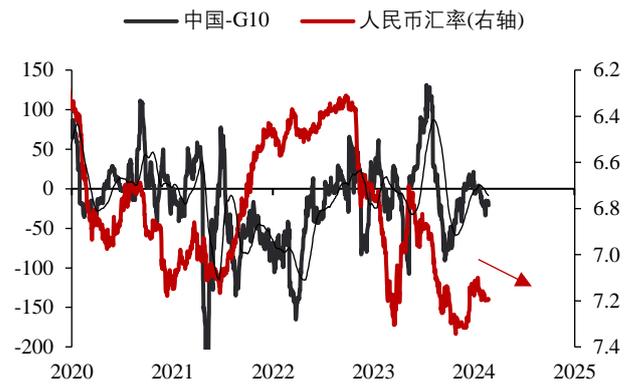
国内经济弱现实的状态 3 月预计仍将延续。从 2015 年开始实施供给侧结构性改革，国内货币政策持续处在“稳健中性”的状态之中，在经济增长的波动中调整逆周期和跨周期的分配。随着海外延续短期“不降息”的倔强（道金比指标显示 3 月美国经济或继续保持相对强劲），国内 2 月份虽然开启了降准降息政策的窗口，提升短期内经济稳增长的政策供给，但是在海外“降息”政策保持谨慎的窗口期，我们预计宏观政策出台的力道将有所制约，经济数据和人民资产短期压力仍存，关注 3 月宏观政策落地低预期的可能。

图 2：中国超预期指数显示悲观短期收敛 | 单位：STD



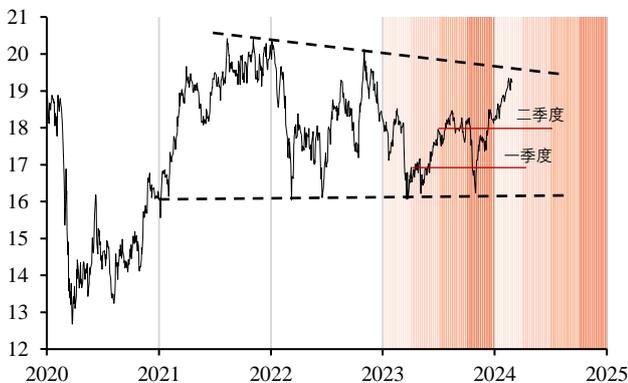
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：但相对海外仍稍显不足 | 单位：STD



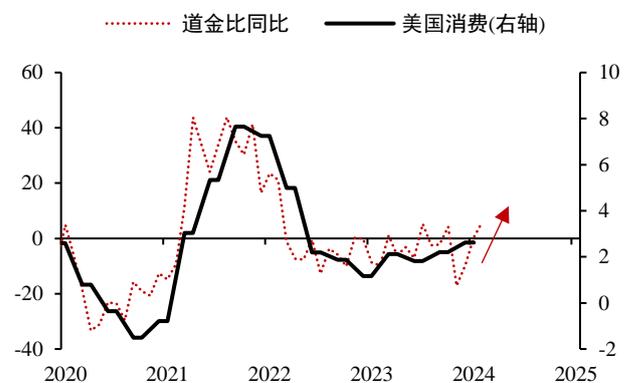
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：道金比价具有低基数效应 | 单位：指数点/盎司



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 5：道金比同比转正和消费不悲观 | 单位：%YOY



数据来源：iFind 华泰期货研究院

名义增长的改善需要落实再分配政策

一方面, 1月“M1”再次开启了政策扩张的周期, 市场预期的改善进入到了左侧观察区间。另一方面, 在政策落地开启到政策逐渐强化、以及进一步传导至经济数据改善之间, 存在着时间差, 二这里的缺口也形成了市场波动和交易的来源。

我们预计在央行 2024 年货币政策强调价格目标的情况下, 价格的改善将领先于实际经济增长的改善。

增长未动, 价格先行

1月金融指标显示出宏观政策对冲的开启。在“稳增长”政策的驱动下, 从去年12月央行便已经重启了PSL的结构性政策工具(12月增加3500亿元, 今年1月继续增加1500亿元), 对相应的政策支持领域进行金融资源的倾斜。而这种政策的扩张截至目前仍在延续的过程之中, 人民银行行长潘功胜表示将“为保障性住房等‘三大工程’建设提供中长期低成本资金支持。”对于经济的效果, 我们认为可以类比于美国2020年开启财政扩张, 当实体经济的回报率下降造成市场失灵的时候, 政策直接作用于微观实体的需求, 差别仅在于美国通过财政转移至居民(消费驱动经济增长), 中国则是通过准财政转移至企业(生产驱动经济增长)。

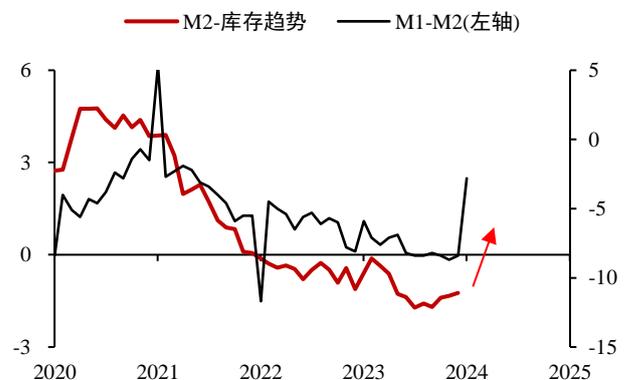
关注一季度人民币资产价格的低洼提供的机会。截止目前, 美联储量化紧缩的状态还没有转变(按照美联储的时间表, 其在3月的议息会议上将对放缓缩表政策进行深入的沟通讨论, 这也是3月份宏观市场的一个看点), 意味着需求端消费杠杆存在约束, 在生产端扩张而消费约束的状况下, 短期内对于供给端的供需矛盾压力会增加, 商品的远期曲线或仍将以Back结构为主的表达。

图 6: 结构性宏观政策直接作用于微观主体 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 1月 M1 同比增长超预期 | 单位: %

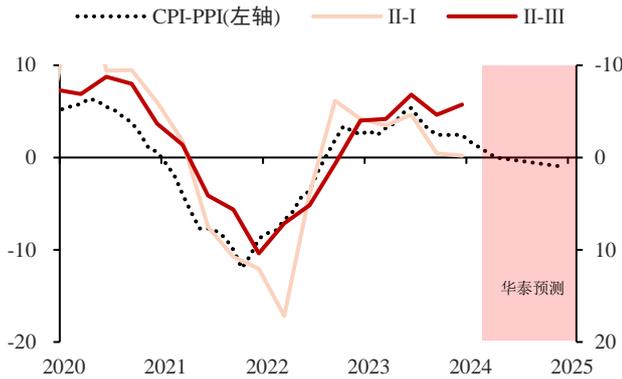


数据来源: Wind 华泰期货研究院

关注“高质量”领域溢价

价格也是一个经济结构变动的指示器，关注“高质量”领域的价格溢价。从总量上来看，央行货币政策报告指出，要多看利率下降的成效，社会融资成本稳中有降；从结构上来看，科技创新、绿色发展、中小微企业等重点领域的金融支持力度反馈了有效需求。

图 8：三大产业平减指数将收敛 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 9：金融条件的改善或推动名义价格回升 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

表 1：结构性货币政策工具情况表（截止 2023 年 12 月底）

工具名称	存续状态	支持领域	发放对象	利率 (1 年期)/ 激励比例	额度 (亿元)	余额 (亿元)
长期支农再贷款	存续	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	8100	6562
支小再贷款	存续	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民商银行	2%	18000	16551
再贴现	存续	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2%(6 个月)	7400	5920
普惠小微贷款支持工具	存续	普惠小微企业	地方法人金融机构	1%(激励)	800	526
抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.25%	/	32522
碳减排支持工具	存续	清洁能源、节能减排、碳减排技术	全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构	1.75%	8100	5410
支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	到期	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000	2748
科技创新再贷款	到期	科技创新企业	全国性金融机构	1.75%	4000	2556
普惠养老专项再贷款	存续	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400	18
交通物流专项再贷款	到期	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)、仓储企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000	316
设备更新改造专项再贷款	到期	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	全国性金融机构	1.75%	2000	1567
普惠小微贷款减息支持工具	到期	普惠小微企业	16 家全国性金融机构、地方法人金融机构	1%(激励)	/	269
收费公路贷款支持工具	到期	收费公路主体	全国性金融机构	0.5%(激励)	/	83
民企债券融资支持工具 (II)	存续	民营企业	专业机构	1.75%	500	0
保交楼贷款支持计划	存续	保交楼项目	工农中建交、邮储	0%	2000	56
房企纾困专项再贷款	到期	房企项目并购	5 家全国性资产管理公司	1.75%	800	0
租赁住房贷款支持计划	存续	试点城市收购存量住房	工农中建交、邮储、开发银行	1.75%	1000	0
合计						75106

资料来源：PBOC 华泰期货研究院

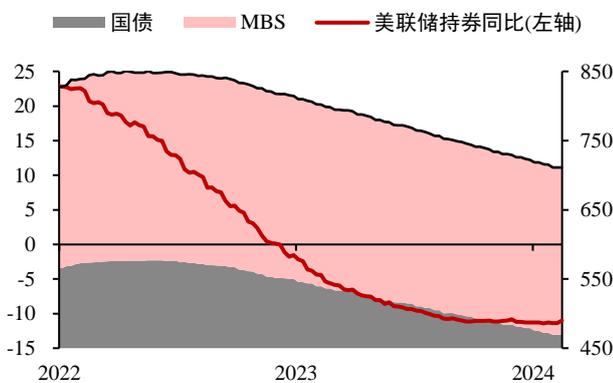
政策处在扩张的初期，密切关注节奏

展望 3 月，周期向下的力量仍在发酵，国内宽货币的政策已经开启，关注两会政策对冲；国外高利率对增量的压力继续上升，关注联储不降息条件下资产负债表政策的变动。

保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。2024 年的货币政策目标从“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”¹转向了“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”²，经济增长的价格条件在政策目标中被突出出来，意味着价格水平的改善成为未来驱动经济预期改善的重要指标——相比较美国通过“财政货币”扩张消费的方式驱动经济，中国经济结构的特征决定了。

政策处在扩张的初期，变量仅在节奏。2 月货币政策的降准和降息开启了本轮宏观政策宽松的序幕，在财政扩张缓慢的“缺资产”状态下，长久期国债大幅上涨，TL-MLF 利差趋平。关注 3 月两会财政政策对于国内需求创造的增量影响，关注市场预期差带来的调整压力。

图 10：美联储资产绝对规模继续收缩，但缩表同比速度已放缓 | 单位：%YOY，百亿美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11：财政赤字率目标（左轴）和十年期国债期货（右轴） | 单位：% ， 元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

¹ 参见 2023 年三季度货币政策报告：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5150339/index.html>

² 参见 2023 年四季度货币政策报告：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5238308/index.html>

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