

## 宏观流动性观察 005：再现格林斯潘繁荣的猜想

### 宏观流动性摘要：

**经济周期：周期末端，关注财政落地时间。**在美国信用周期未现显著收缩的假设下，全球依然处在本轮周期运行的尾部，尽管我们已经看到经济数据端出现了一定程度的改善，尽管从 2018 年至今全球央行的货币政策呈现出极端宽松的逆周期对冲态势。但是在周期未转折的情况下，逆全球化的生态继续通过政治风险的形式冲击金融市场。关注风险冲击对于财政扩张的倒逼可能，9-10 月将是一个观察窗口。

**利率周期：全球利率虽在最宽松状态，仍关注流动性风险。**我们跟踪的全球利率周期运行在最宽松的区间，但是主要央行美联储货币政策仍在“加息周期中调整”，美元压力未强至美联储进入到“降息周期”。随着美国会休会后进入到财政重新扩张的路径，叠加美联储超额准备金的继续下降对于流动性形成考验，关注 9 月市场压力测试对于美联储再扩表的倒逼可能。

**宏观流动性：存量博弈市场中，关注流动性压力测试。**因为是存量市场、因为是周期末端，我们看到经济扩张缺乏着触发热点。虽然年初至今的市场担忧着 2s10s 利率曲线倒挂形成的衰退过程，我们当前中性美国信用增速虽然继续放缓，但是信用周期仍将继续在高位运行。这一宏观状态支撑着美联储政策周期处在“加息中段”而非“降息周期”，但是存量市场中的流动性因为基础资产负债表的收缩而存在下滑风险，9 月美债发行将对此进行注解。观察 9-10 月美元市场流动性对于市场的压力测试，是否会倒逼美联储进入到政策周期的范式转换。而 9 月欧洲市场同样将经历英国“硬脱欧”风险带来的金融市场压力检验，中国市场将经历金融信用转换过程中的流动性摩擦。

**宏观策略：维持对于周期改善前的流动性冲击关注。**全球周期尾端的流动性风险预计将为周期转折后的市场创造配置的“黄金坑”，若叠加短期欧洲风险下的财政扩张、中期美国金融再杠杆下的信用扩张，以及长期人民币信用转换下的资产扩张，则格林斯潘繁荣有望再现，对于战略资产配置的选择存在周期上的错配。利率预期从极端宽松转向正常化的过程，伴随着 9 月市场的流动性压力催化，将推动尾部政策逆周期调节的落地，当前来看市场对于欧洲、日本财政扩张的预期在加强，中国虽然也在释放着财政信用“扩”的预期，但是在稳定房地产的政策未现松动的情况下，我们认为“扩”的部门短期仍以对外围市场预期为主。关注风险事件对于市场持仓结构的继续催化、以及对于财政扩张预期的进一步加强，三季度仍是我们观察经济数字是否体现出企稳迹象的观察窗口，尾部不确定性环境下对冲头寸，对冲头寸的选择维持前期从期货转向期权的观点<sup>1</sup>。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

蔡超

☎ 021-60827984

✉ caichao@htfc.com

从业资格号：F3035843

投资咨询号：Z0014736

相关研究：

[事件冲击后的入场点](#)

——宏观流动性观察 004

2019-08-26

[稳定不稳定预期，逆周期继续——  
美联储 7 月 FOMC 会议纪要点评](#)

2019-08-22

[关注财政，聚焦美联储](#)

——宏观流动性观察 003

2019-08-19

[尾部的压力测试延续](#)

——美债 2s10s 倒挂点评

2019-08-15

[等待情绪释放后的改善](#)

——宏观流动性观察 002

2019-08-12

[风险仍将延续，关注人民币资产  
——人民币破“7”点评](#)

2019-08-06

<sup>1</sup> 观点参见《[稳定不稳定的预期，逆周期还在继续](#)》。

## 全球经济景气低位，继续关注短期冲击因素

周期末端的经济数字出现了部分企稳的迹象。从最新的景气指数来看，似乎全球经济依然处在相对的低位，能否企稳需要关注周期末端的风险冲突是否会继续扩大。从市场定价的预期来看，通胀自2月以来持续<sup>2</sup>低于市场预期，经济增长2018年12月以来持续位于略不及预期范围中波动。

以经济季节性表现来看，美国经济继续呈现出下半年季节性有所改善的特征，而中国在7月数据向下波动之后，我们注意到工业企业的盈利状况出现了数据上的企稳。市场继续关注着监管对于中小银行宏观审慎管理的加强可能，8月底对于中小银行涉楼信贷的检查，对于同业资产和负债监管指标的进一步强化等都显示出金融供给侧的结构性转变仍在延续。

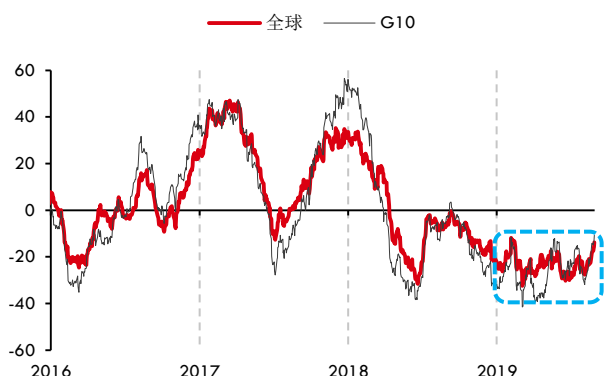
图 1：全球 PMI 热图（截止 8 月）——美国初值跌破荣枯线

	2018-01	2018-02	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	2018-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08
全球	54.4	54.1	53.3	53.5	53.1	53.0	52.8	52.6	52.2	52.0	52.0	51.4	50.8	50.6	50.5	50.4	49.8	49.4	49.3	-
美国	55.5	55.3	55.6	56.5	56.4	55.4	55.3	54.7	55.6	55.7	55.3	53.8	54.9	53.0	52.4	52.6	50.5	50.6	50.4	49.9
欧元区	59.6	58.6	56.6	56.2	55.5	54.9	55.1	54.6	53.2	52.0	51.8	51.4	50.5	49.3	47.5	47.9	47.7	47.6	46.5	47.0
德国	61.1	60.6	58.2	58.1	56.9	55.9	56.9	55.9	53.7	52.2	51.8	51.5	49.7	47.6	44.1	44.4	44.3	45.0	43.2	43.6
法国	58.4	55.9	53.7	53.8	54.4	52.5	53.3	53.5	52.5	51.2	50.8	49.7	51.2	51.5	49.7	50.0	50.6	51.9	49.7	51.0
意大利	59.0	56.8	55.1	53.5	52.7	53.3	51.5	50.1	50.0	49.2	48.6	49.2	47.8	47.7	47.4	49.1	49.7	48.4	48.5	-
西班牙	55.2	56.0	54.8	54.4	53.4	53.4	52.9	53.0	51.4	51.8	52.6	51.1	52.4	49.9	50.9	51.8	50.1	47.9	48.2	-
英国	55.3	55.2	54.9	53.9	54.3	54.4	53.8	52.8	53.6	51.1	53.6	54.2	52.6	52.1	55.1	53.1	49.4	48.0	48.0	-
澳大利亚	58.7	57.5	63.1	58.3	57.5	57.4	52.0	56.7	59.0	58.3	51.3	49.5	52.5	54.0	51.0	54.8	52.7	49.4	51.3	-
日本	54.8	54.1	53.1	53.8	52.8	53.0	52.3	52.5	52.5	52.9	52.2	52.6	50.3	48.9	49.2	50.2	49.8	49.3	49.4	49.5
中国(财新)	51.5	51.6	51.0	51.1	51.1	51.0	50.8	50.6	50.0	50.1	50.2	49.7	48.3	49.9	50.8	50.2	50.2	49.4	49.9	-
中国(官方)	51.3	50.3	51.5	51.4	51.9	51.5	51.2	51.3	50.8	50.2	50.0	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	-
韩国	50.7	50.3	49.1	48.4	48.9	49.8	48.3	49.9	51.3	51.0	48.6	49.8	48.3	47.2	48.8	50.2	48.4	47.5	47.3	-
中国台湾	56.9	56.0	55.3	54.8	53.4	54.5	53.1	53.0	50.8	48.7	48.4	47.7	47.5	46.3	49.0	48.2	48.4	45.5	48.1	-
印尼	49.9	51.4	50.7	51.6	51.7	50.3	50.5	51.9	50.7	50.5	50.4	51.2	49.9	50.1	51.2	50.4	51.6	50.6	49.6	-
印度	52.4	52.1	51.0	51.6	51.2	53.1	52.3	51.7	52.2	53.1	54.0	53.2	53.9	54.3	52.6	51.8	52.7	52.1	52.5	-
俄罗斯	52.1	50.2	50.6	51.3	49.8	49.5	48.1	48.9	50.0	51.3	52.6	51.7	50.9	50.1	52.8	51.8	49.8	48.6	49.3	-
巴西	51.2	53.2	53.4	52.3	50.7	49.8	50.5	51.1	50.9	51.1	52.7	52.6	52.7	53.4	52.8	51.5	50.2	51.0	49.9	-
墨西哥	52.6	51.6	52.4	51.6	51.0	52.1	52.1	50.7	51.7	50.7	49.7	49.7	50.9	52.6	49.8	50.1	50.0	49.2	49.8	-

数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

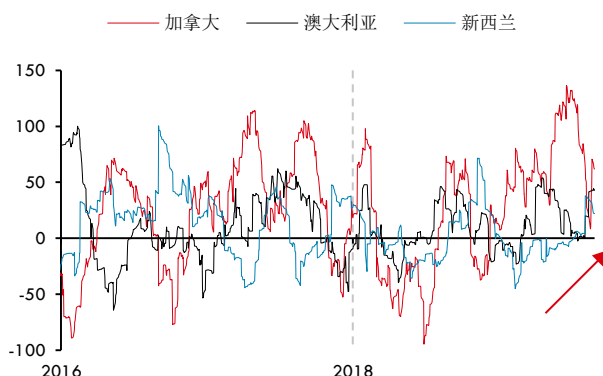
<sup>2</sup> 美国：7月耐用品订单环比升2.1%，预期升1.1%；8月达拉斯联储商业活动指数2.7，预期-4。欧元区：8月工业景气指数为-5.9，预期为-7.4。澳大利亚：8月主要城市的房价平均上涨了0.7%，远高于7月份0.1%的涨幅。加拿大：6月零售销售环比持平，预期减0.1%。中国：7月规模以上工业企业利润同比增2.6%，6月降3.1%。

图 2: 花旗经济超预期指数在低位附近



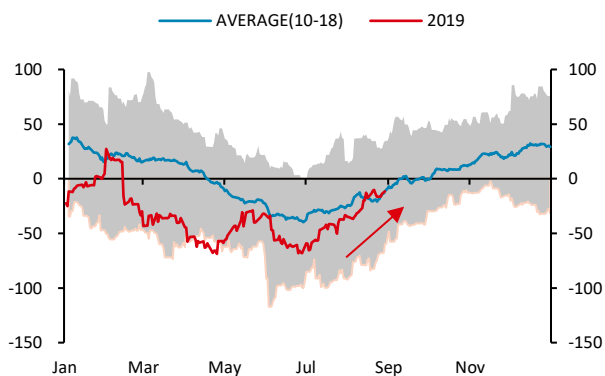
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 3: 资源国经济超预期指数呈现出改善



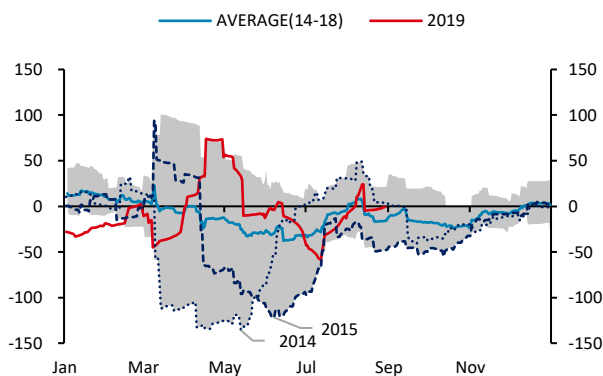
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: 美国经济下半年处在改善途中



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 5: 中国经济表现出相对中性



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

**聚焦未来财政端的变化, 9 月料仍将对于市场压力进行测试。**本轮全球经济的调整来自于对美国信用扩张周期的见顶的预期<sup>3</sup>, 市场对于美国进入到信用周期顶部开始回落的担忧触发了实际的资金流动转变, 压力通过央行逆周期调节的方式进行着表达。目前阶段在货币政策非常规达到历史新高的情况下, 随着货币政策日益趋于无效化, 市场寄希望于通过财政支出的方式缓解全球总需求回落的压力, 未来政策的关注点将逐渐转向对于财政扩张的关注上, 通过构建资产的方式实现推动经济增长。如是, 则需要关注未来利率波动增加的可能。市场正在等待的是这种压力是否会触发政策进一步的刺激调节——

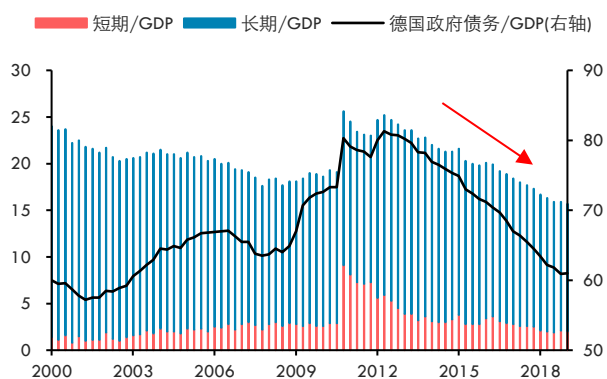
<sup>3</sup> 参见报告《尾部的压力测试延续》, 未来全球经济的大方向是信用周期的回落, 美债 2s10s 给出的正是这样一个信号, 从策略上中期避险资产的配置不变。但是短期而言, 我们正经历的是信用周期见顶预期下的库存周期见底, 库存周期尾端的经济数据压力和信用见顶的预期悲观增加了市场短期压力测试, 风险资产的抛售压力在短期仍不可避免。

**美国：**自延长了债务上限之后，夏季休会后对于未来联邦财政赤字规模的再次创新高似乎也酝酿着蠢蠢欲动的情绪。

**欧洲：**我们已经看到了欧盟以德国为代表的强调财政平衡坚守者出现了态度上的软化，德国财政部发言人指出在最新的预算出炉后，2019年满足欧盟设定的60%债务天花板要求的难度进一步上升。事实上，我们从欧洲近年的财政支出和经济表现上明显看出这一分化。

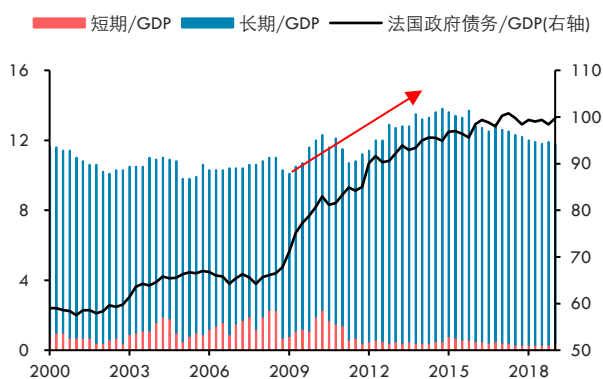
**其他国家：**印尼通过迁都这样的行为扩大着政府的支出，而8月底印尼能源矿业资源部发言人称，印尼将在今年12月底开始暂停镍矿石出口，同样通过限制供给预期的方式，通过价格的方式增加着收入。

图 6： 德国财政扩张谨慎



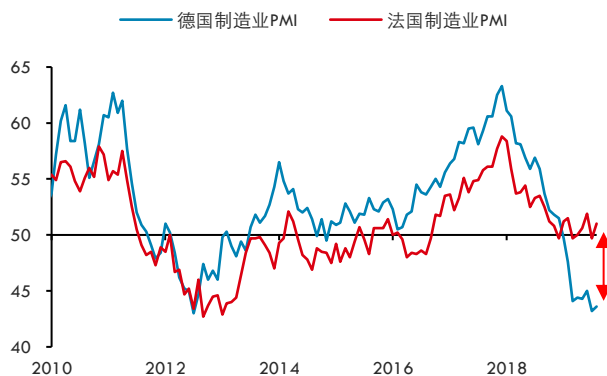
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7： 法国、意大利等国财政扩张相对充分



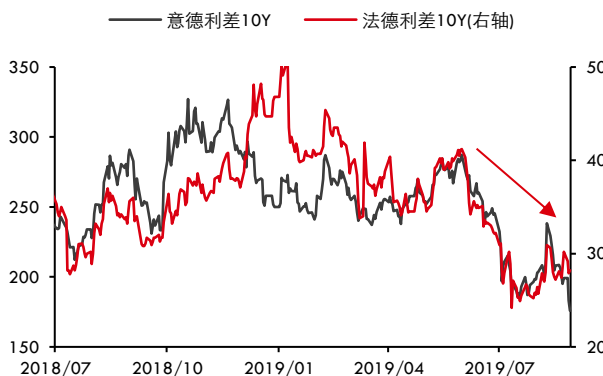
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8： 法德制造业景气度分化明显



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 9： 法德、意德利差迅速收敛

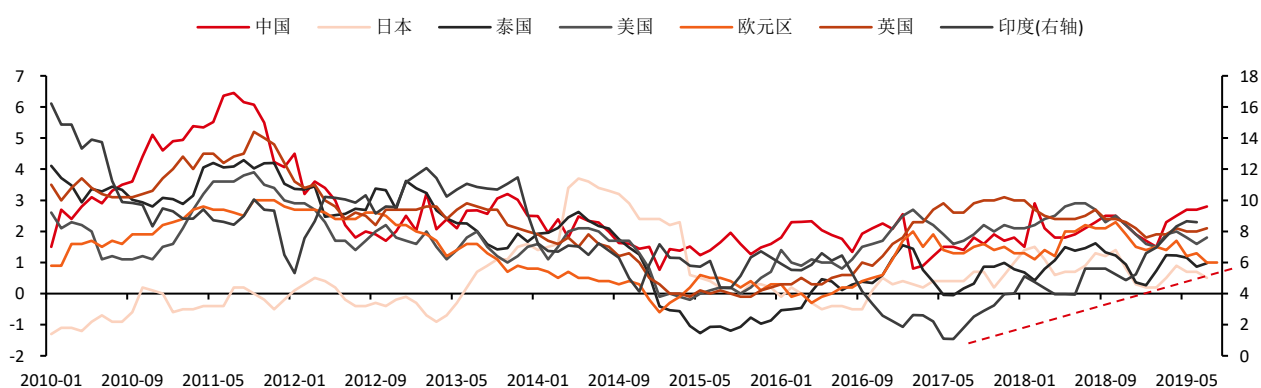


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

市场的风险偏好的转折推动力仍缺乏。周期的角度而言，无论是相对极端宽松的全球利率周期，还是相对悲观的全球经济状况，如果政策发力将全球周期脱离悲观象限，则市场的风险偏好将发生转折。但是和过去全球寄希望于中国通过扩大投资的方式增加全球总需求不同，当前中国的托底政策似乎并不是想在短期内通过强刺激的方式来实现<sup>4</sup>。

从政策驱动来看，香江事件之后，国内土地市场正在加快经历着信用创设的转型。一方面土地信用存在再造的过程。随着农业人口的进一步城市化（特大城市从强调严控人口规模变为强调“大幅增加落户规模”），为农业机械化扩张提供了有利的条件。而随着1) 机械化提升农业土地的生产效率，2) 农产品衍生品的发现加速结合“保险+期货”对于未来农业生产者收入的提供保障，提升土地的金融效率，我们认为土地的综合效率提升将增加农村土地的抵押品价值，8月末《土地管理法》(修正案)的通过将生成农业土地的信用价值。而对于城市住宅用地，在“房住不炒”对于投资性需求抑制的同时，LPR利率改革并没有放松房贷利率的下行，叠加租售并举下对于租金和房贷现金流的金融化，住宅用地的收益也将从一次性的土地出让转向长久期的现金流上，从而增强了城市用地的信用价值。另一方面是抵押品的动产化对基于土地的不动产抵押品市场形成有益的补充。随着国家对于科技企业的鼓励、对于产业链现代化提升到攻坚战<sup>5</sup>的范畴，基于知识产权和产业链金融的动产抵押品将增强实体信用的扩张。抵押品范式转换带来的成本需要短期市场来消化，叠加金融供给侧结构性改革对于金融链条的“去杠杆”延续，短期内仍将压制信用市场向上的弹性。

图 10: 全球通胀曲线 (截止 7 月) ——短期呈现波动性上扬, 市场低估了通胀的压力吗



数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

<sup>4</sup> 虽然从中国三驾马车的角度，在外国无刺激叠加贸易冲突情况下出口项依然疲弱，居民消费在收入提振效果短期有限且经历了前期加杠杆之后继续扩大支出的空间有限。从信用扩张的机制来看，当前房贷利率下限受限预计将继续影响未来的地产消费，而地产投资资金来源受控以及拿地资金扩张有限的情况下投资展望目前并不乐观，新的扩张需要关注新的抵押品形成进入市场。

<sup>5</sup> 8月26日中央财经委员会第五次会议召开。强调要充分发挥集中力量办大事的制度优势和超大规模的市场优势，打好产业基础高级化、产业链现代化的攻坚战。

因而我们的理解是，需要关注短期的冲击因素对于财政政策的倒逼可能——国内如是，全球亦如是。从全球来看，本轮下行周期末端风险仍处在释放期。美股在高位的波动显示出，当前市场对于周期的展望缺乏对于美股再次上升的刺激因素，而特朗普的“推特”也没能带动股市进一步上涨，结合着当前风险资产临近技术上的下方支撑点，避险资产的持续高涨，我们认为对于市场而言，或直接出台更大规模的刺激因素带领风险资产逃离当前的底部位置，或等待着风险事件的最后一根稻草击穿当前风险资产的下方支撑，释放一轮风险，继而带动刺激政策更有效的提供需求端的拉力。我们认为当前全球博弈环境之下，后者的可能性更大，在美英休会、中国已经强调了不以地产作为托底经济的工具的情况下，关注未来风险临近的可能性，策略上期权对冲组合仍可持有。

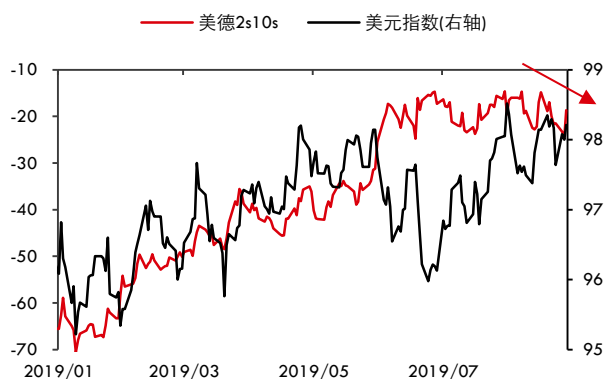
而对于资产类别而言，我们认为欧元资产正在逐渐进入到可关注空间。当前欧元呈现出一致性偏弱过程，市场在等待欧洲财政刺激的出台。从外部压力来看，英国女王批准了议会暂停，意味着释放未来大概率进入到无协议脱欧的过程，这对于当前本已疲软的欧洲经济而言无疑是很大的外部压力。从内部来看，整体路径朝着财政扩张的方向在释放压力——

一方面，随着市场对于意大利（财政已扩张者）新政府的预期，8月份十年意债收益率再次跌至1%以下；

另一方面，德国（财政扩张未启动者）最新的预算将很有可能不能满足欧盟60%的约束，意味着未来整体欧洲财政松绑的时间点在逐渐临近。

没有压力就没有动力，我们依然认为需要看到欧洲风险的释放过后，才是进入到欧洲资产配置右侧区间，否则对冲型的配置依然是这一阶段的理性选择。

图 11: 美德收益率曲线差开始调整



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 12: 财政预期建立后欧元 5Y5Y 通胀料更快上升

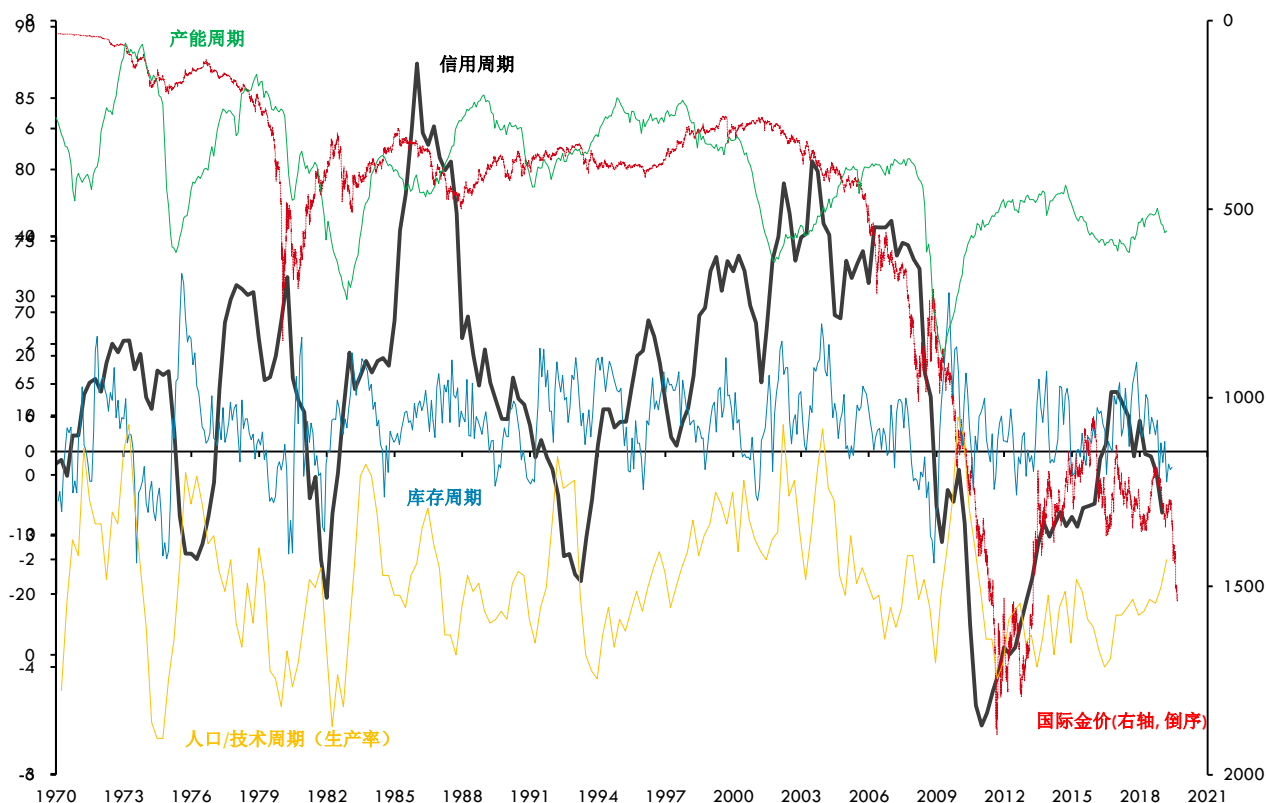


数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

### 利率周期仍在宽松象限，关注流动性的冲击

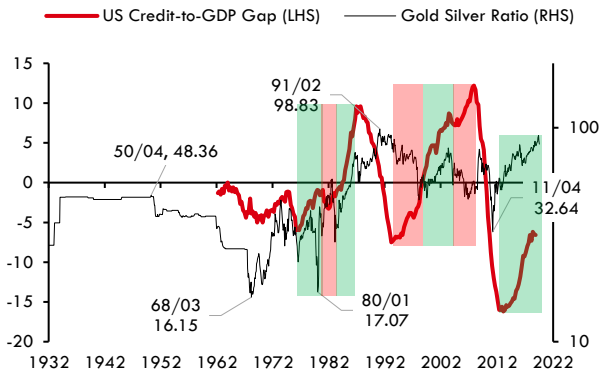
9月对于市场而言，仍需关注的是中美贸易冲突背景中美联储的货币政策选择。从当前来看，市场仍然预期美联储将进行25BP的降息。一方面贸易冲突是否缓和的不确定性仍然很强，另一方面美国信用扩张进入到了高位区间出现放缓迹象，形成从市场年初以来的反馈来看，避险资产的快速上涨显示出市场的悲观情绪不断上升。我们从黄金价格和金银比价来看这一过程。随着市场悲观情绪的发酵，金银比价在今年7月创下了新高——得到90以上。高位的比价暗示市场担忧情绪，随着7月以来主要经济体经济数据短期表现的不弱，比价在白银空单平仓的推动下快速下行，得到了一定程度的修复，但显然驱动比价扩张的仍没有完全消退——市场对于信用周期回落的担忧仍没有下降。

图 13: 美国经济周期和国际金价走势——短期下行状态的叠加增加了市场的悲观情绪



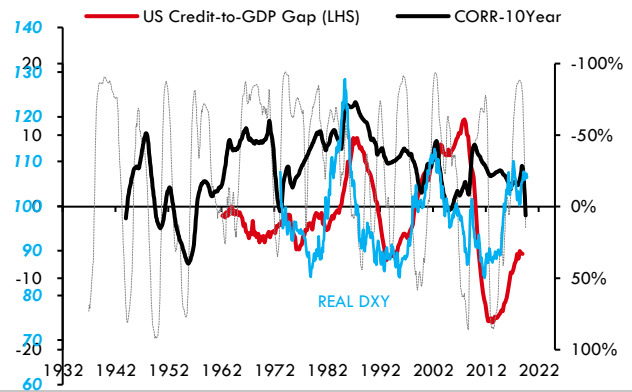
数据来源: Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: 美元金银比价和美元信用缺口对比



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 15: 美元信用和两种信用指标相关性对比<sup>6</sup>



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

我们在报告《[宏观策略看资产（一）——黄金（修订版）](#)》中指出，美元信用缺口的修复和美元指数之间存在着相关关系。而我们注意到，随着国际美元货币体系的建立，美元产业信用和金融信用之间的相关性在 1973 年之前呈现出持续回落的过程，在 1973 年之后这种相关性开始加强。进一步观察 70 年代以后的相关系数可以看到，在相关性从负相关向零值转化之后，美元信用仍将存在扩张空间。当前我们需要关注的是，在市场对于美债期限利差倒挂形成的悲观预期进行定价之后，对于美元信用周期是否很快将进入到收缩状态。我们目前的猜想是仍存在扩张的假设：从经济状态来看，家庭部门的消费支出继续改善将有利于市场预期的修复，而金融市场维持在压力缓和状态下将为当前的信用不那么快收紧提供制度空间——即需要美联储进入到资产负债表不那么快收缩状态。

图 16: 金融环境宽松提供了景气预期

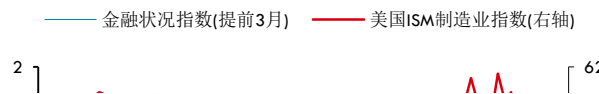


图 17: 而景气展望改善带来信用存在回升空间



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_10409](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10409)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn