

宏观点睛系列（七）

——当前对于中美周期的市场关注点

报告摘要：

研究宏观最终的目的是通过宏观而非微观的研究，说明当前经济所处的象限并给出与之相匹配的资产选择。前者是观察的视角，决定了标的不在于微观行为的加总，而在于驱动微观行为发生的宏观逻辑。后者是落脚的投研产出，以为决策提供判断支撑。

本篇为宏观点睛系列第七篇，探讨当前全球两大经济体——中国、美国衍生出的周期变量观察，从宏观经济和宏观流动性两个角度来分析周期定位。

主要结论：

全球宏观坐标：经济大周期的尾端、流动性宽松的末端。对于宏观经济研究的“玩笑”起始于美林电风扇到高频宏观的困惑，体现出当前需求政策的无效性越发明显。央行通过货币政策调节或熨平经济周期的波动，但是产生的时效性越来越短，在有效供给持续不足的情况下，需求政策带来的有效性降低——等待无效的临界点出现。而市场在押注央行宽松的预期中形成流动性的释放，在流动性溢价消失的过程中不断造成挤压。

美国宏观坐标：经济周期的高点、流动性收紧的末端。债务扩张的可延续性决定了美国周期的长度，低需求下繁荣的延续形成资产泡沫的风险。摆脱了非常规空间的美联储在4年的收紧之后，尽管名义利率在低位，但是泡沫化的资产面临持续的压力测试，流动性风险增加。

中国宏观坐标：经济周期的右侧、流动性的左右摇摆。所有经济增长的可持续性来源于最终消费对供给的买单，形成循环。长期来看08年之后的外需扩张缓慢，短期来看贸易冲突下的需求更快减弱，降低出口外需。但内需在资产负债表恶化情况下，长期来源于城乡二元结构的打破，短期在于储蓄率的继续消耗，以时间换空间，但面临流动性风险。

配置建议：

守望余光，是流动性狂欢下安全资产的构筑过程。以黄金、利率资产构建底仓，以存量资产博弈下的核心权益资产和增量突围下的新兴资产为两翼逐渐增加配置仓位。

风险点：新周期更快到来

华泰期货研究院 宏观策略组

徐闻宇

宏观研究员

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人：

蔡超

宏观研究员

✉ caichao@htfc.com

从业资格号：F3035843

相关研究：

[探索周期行业的轮动规律](#)

2019-05-18

[把握信贷周期拐点下的股指投资机会](#)

2019-04-25

[“心”周期的结束](#)

2019-04-22

[后周期商品或有望上行](#)

2019-04-01

[商品的周期和节奏——增值税下调对商品的影响](#)

2019-03-07

[周期末梢的抵抗和挣扎带来波动](#)

2019-02-18

[周期谢幕，守望余光](#)

2018-12-03

[经济或仍处大的下行周期中](#)

2018-06-19

[周期的末端还是再启动](#)

2017-07-03

全球宏观坐标——过去和未来

对于投资而言，无论是 M1 定买卖还是库存周期驱动投资周期，其空间均在于短期需求周期的波动；但是当需求“恶化”导致增长的动力出现问题，也就意味着供给推动的周期对于市场的影响加强。我们认为，当前处在后者影响加强的阶段。

——引

· 宏观位置：短周期

需求侧的强弱驱动了周期的波动。我们直接可以通过观察 PMI（宏观经济扩张/收缩）和 CPI（宏观价格上涨/下跌）来观察这种周期的波动情况。图 1-3 分别是全球 PMI 和 CPI 的运行情况，从全球制造业 PMI 走势可以看到，自 2012 年至今需求周期经历了两轮起伏，从 2012 年 8 月至 2014 年 2 月、2016 年 2 月至 2017 年 12 月为景气回升阶段，分别经历了 18 个月和 22 个月；从 2014 年 3 月至 2016 年 2 月、2018 年 1 月至今为景气回落阶段，分别经历了 24 个月和 16 个月（仍在延续）。

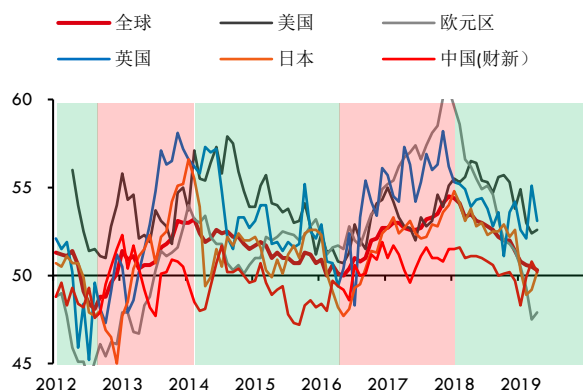
而 CPI 走势和 PMI 并不一致温和，两者的错配简单构成了传统的美林时钟周期——复苏（PMI ↑ CPI ↓）、过热（PMI ↑ CPI ↑）、滞胀（PMI ↓ CPI ↑）和衰退（PMI ↓ CPI ↓）阶段。而根据历史大类资产的收益率强弱表现来看，衰退阶段：债券 > 现金 > 股票 > 大宗商品；复苏阶段：股票 > 大宗商品 > 债券 > 现金；过热阶段：大宗商品 > 股票 > 现金/债券；滞胀阶段：现金 > 大宗商品/债券 > 股票。

图 1：全球主要经济体制造业 PMI 热图——当前趋冷

	2017-04	2017-05	2017-06	2017-07	2017-08	2017-09	2017-10	2017-11	2017-12	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
全球	52.7	52.6	52.6	52.7	53.2	53.3	53.5	54.1	54.5	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	50.3
美国	52.8	52.7	52.0	53.3	52.8	53.1	54.6	53.9	55.1	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
欧元区	56.7	57.0	57.4	56.6	57.4	58.1	58.5	60.1	60.6	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
德国	58.2	59.5	59.6	58.1	59.3	60.6	60.6	62.5	63.3	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
法国	55.1	53.8	54.8	54.9	55.8	56.1	56.1	57.7	58.8	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
意大利	56.2	55.1	55.2	55.1	56.3	56.3	57.8	58.3	57.4	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
西班牙	54.5	55.4	54.7	54.0	52.4	54.3	55.8	56.1	55.8	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
英国	57.3	56.3	54.2	55.3	56.9	56.0	56.3	58.2	56.2	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
澳大利亚	59.2	54.8	55.0	56.0	59.8	54.2	51.1	57.3	56.2	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
日本	52.7	53.1	52.4	52.1	52.2	52.9	52.8	53.6	54.0	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
中国(财新)	50.3	49.6	50.4	51.1	51.6	51.0	51.0	50.8	51.5	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
中国(官方)	49.4	49.2	50.1	49.1	49.9	50.6	50.2	51.2	49.9	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
中国台湾	54.4	53.1	53.3	53.6	54.3	54.2	53.6	56.3	56.6	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
印尼	51.2	50.6	49.5	48.6	50.7	50.4	50.1	50.4	49.3	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
印度	52.5	51.6	50.9	47.9	51.2	51.2	50.3	52.6	54.7	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
俄罗斯	50.8	52.4	50.3	52.7	51.6	51.9	51.1	51.5	52.0	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
巴西	50.1	52.0	50.5	50.0	50.9	50.9	51.2	53.5	52.4	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
墨西哥	50.7	51.2	52.3	51.2	52.2	52.8	49.2	52.4	51.7	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

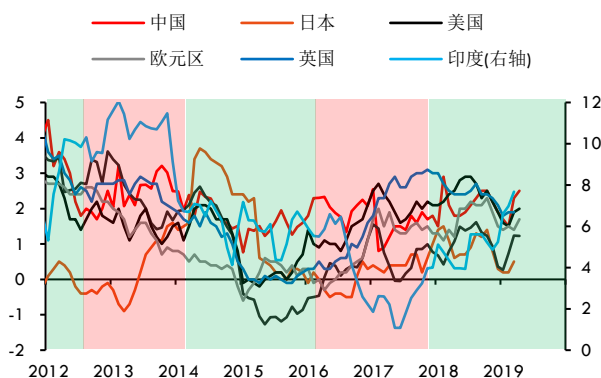
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2: 全球主要经济体制造业 PMI 走势



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 3: 主要经济体 CPI 同比走势



数据来源: Wind 华泰期货研究院

注: 图 2 和图 3 中阴影部分均为制造业 PMI 扩张（红色）和收缩（绿色）区间

从这个角度来看,当前所处的阶段有类滞涨类似于类滞涨阶段,尤其是国内在猪周期(尽管 CPI 权重里调低了猪肉占比)的影响下,更为显著,资产的基准选择为:现金>大宗商品/债券>股票。对于国内,市场的分歧点在于:1)在一季度强劲扰动之后,PMI 回落是否已经结束;2)消费需求继续谨慎情况下,猪周期推动的通胀上升是否可持续。对于这两个问题的不同解答,将带来对于国内资产配置的选择差异。

· 宏观坐标: 长周期

我们在报告《[周期谢幕,守望余光](#)》中尝试描绘当前所处的宏观阶段(我们在哪)。从社会信号来看,似乎是在最悲观的象限:

- 1) 经济上的贫富差距扩大已经对于政治形态带来影响(民粹化),而从美洲、欧洲到大洋洲,保守势力的接连走向政治舞台,显示出民粹化已经覆盖了大部分的经济区域,压力正在上升。
- 2) 科技文化领域,虽然结构上出现变化(“流浪地球”显示出国内的技术实现了大的进步),但是总量上并没有新的飞跃(波音事件显示迭代面临瓶颈),加上第一梯队对于第二梯队的技术封锁(从技术层到服务层,华为正在面临全方位的冲击),结构上继续改善面临的空间受到压缩。
- 3) 货币上的流动性分配正在面临至少短周期分化影响下特里芬难题,而经济生产转向财富分配的过程中,原有货币体系面临定价权和分配权的挑战。尤其是分配的问题,更多意义上反映的是当前全球经济存量博弈的特征,这些迹象都指向了全球经济正在驶向未知的深渊。

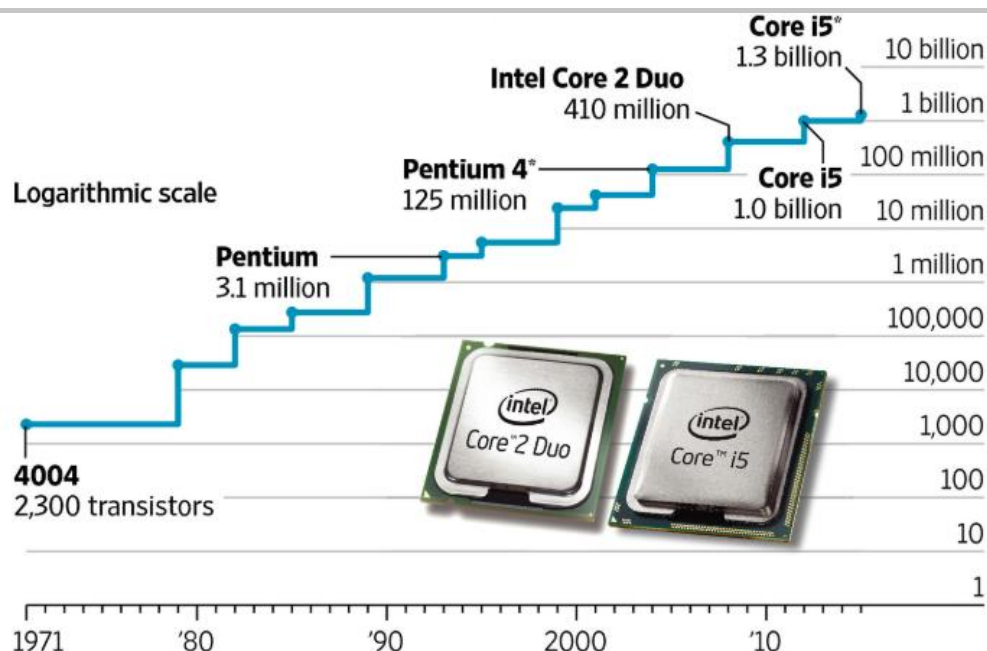
正因为我们所处长周期末端的状态，在 2000 年中国加入全球产业链的增量改善效应结束之后，全球重新回到了下行的过程之中；从逆周期的需求政策来看，货币政策无效——在全球央行进入到“负利率”空间之后带来的政策效应越来越弱，政策无效性进一步加强；财政政策我们再次看到了 1980 年代美国在经济周期的顶端采取扩张性政策的行为，我们对这一背离的解读是货币政策熨平了短周期的冷热，但是财政政策通过二次分配试图熨平或降低长周期回落的压力，表现在短周期上形成了美国周期的阶段性强势。

这里我们似乎可以解释当前市场对于“美林时钟”、“高频宏观”的困惑——在信息技术的帮助下，逆周期政策的精确化运用但又边际效应递减的现实带来了市场感知的波动频率增加：

一方面，信息传输效率的提升带动了市场周期的加快。随着通信技术的升级，信息传输的加快以及信息获取成本的降低驱动了周期的提速，尤其是针对市场周期。1965 年，英特尔联合创始人戈登·摩尔提出以自己名字命名的“摩尔定律”，指出集成电路上可容纳的元器件的数量每隔 18 至 24 个月就会增加一倍，性能也将提升一倍。随着通信效率的上升，以及信息的可得性/透明度增加，市场的反馈周期也有所加快。

另一方面，这种传输效率的上升，并没有带动未来经济效率的实质性改善。驱动经济新一轮扩张的步伐似乎已经停滞，资料显示，摩尔定律过去是每 5 年增长 10 倍，每 10 年增长 100 倍。而如今，摩尔定律每年只能增长几个百分点，每 10 年可能只有 2 倍。摩尔定律似乎已经失效。在这样的情况下，经济增长的效率维度发生掉头，更不用论处在中游的赶超经济体——在相对差距快速收敛的情况下，面临的技术转移压力进一步增加。

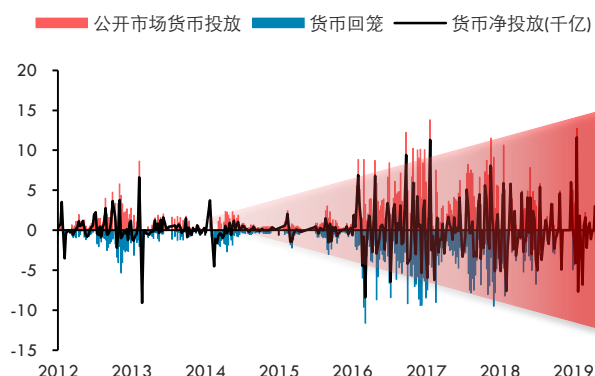
图 4: 资料显示, 摩尔定律正在失效



数据来源: Intel 华泰期货研究院

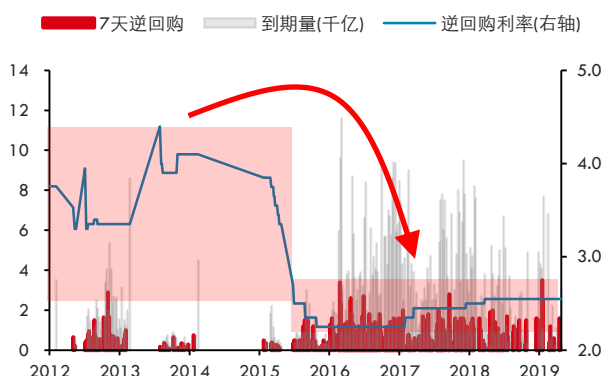
而高频宏观的背后蕴含着经济学更深刻的内涵——政策逆周期调节的精细化和无效化。凯恩斯经济学提出在经济下行过程中, 可以通过财政货币的有形之手, 来对冲经济下行, 从而达到熨平周期的目的。美国次贷危机后传统货币政策的无效性迫使美联储祭出了“非常规货币政策”, 而这一政策的退出过程中, 预期管理起到了很重要的作用——从格林斯潘的“如果你们认为确切地理解了我讲话的含义, 那么你们肯定是对我的讲话产生了误解”, 到伯南克和耶伦时代更倾向于同市场沟通, 货币政策和市场沟通的及时性上升。同时, 人民银行自 2016 年开始通过工作日连续公开市场操作的方式, 精准调节市场流动性, 自 2017 年开始通过增加“解释”的方式对市场预期进行更直接的管理。宏观经济周期在央行的逆周期调节之下实现了“熨平”的效果 (见[附录](#))。

图 5: 央行操作频率的明显增加 (公开市场操作)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 央行操作频率的明显增加 (利率波动降低)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

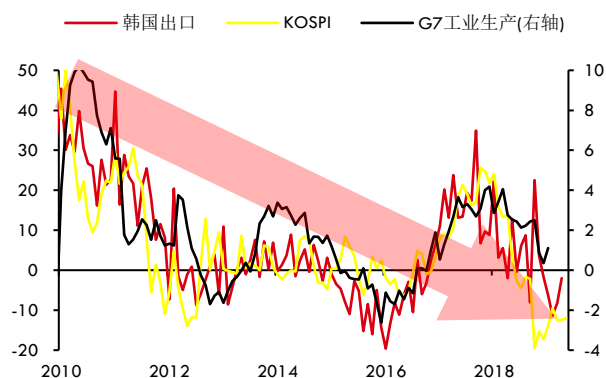
周期的手术刀在填平短期波动的同时，增加了长期更大的不确定性风险。金融市场在接收到政策熨平预期之后的相向而行，带来市场暂时稳定下的交易“拥挤”。截止 2019 年 4 月外汇市场波动率跌至历史低点¹，而权益市场和商品市场波动率仍维持在历史低位，这样的市场状态对于监管层而言意味着短期风险的收敛，但是短期稳定性的累计和长期不稳定风险之间依然是辩证统一的关系，全球化的竞争环境和资金流动本质让当前的政策走向了“熨平”的稳定性选项。

· 宏观印证：冲突的现实

一方面，小型经济体反馈了本轮经济周期下行的预期。我们看到了中美周期的分化现实，如果是封闭的市场，这样的判断并无错，但对于当前全球化的开放经济体而言，不仅中美之间，而且全球产业链构筑的所有经济体之间均存在着千丝万缕的联系。单就中美之间的分化，在产业链的影响下，也隐含着未来需求减弱甚至坍塌的预期。我们从大小经济体之间的走势且能印证这一点——大经济体由于产业结构的多样性，一定意义上可以对冲短期的需求冲击，本轮周期中像中国在 2009 年通过扩大基础设施建设缓和出口需求回落带来的影响；但是小经济体对于外部冲击的反映就显得更迅速和直接，历史上“荷兰病”冲击的国家不胜枚举，本轮周期中像资源出口型国家加拿大、澳大利亚、新西兰等，制造业出口型国家韩国、德国等，近期受到的市场负面关注尤为明显。

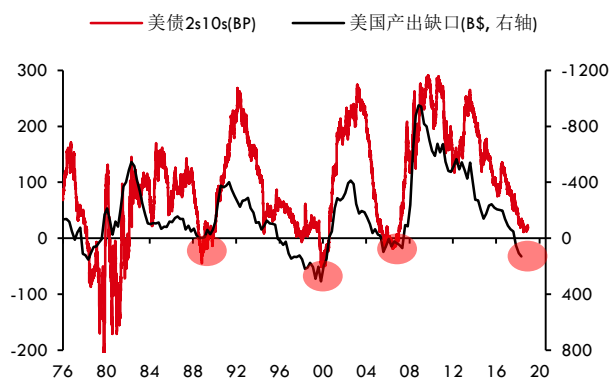
¹ 参见报告《0401 低利率预期——等待波动率的触点》、《0506 过度宁静的波动率》

图 7: 韩国出口、KOSPI 和全球工业生产相关性



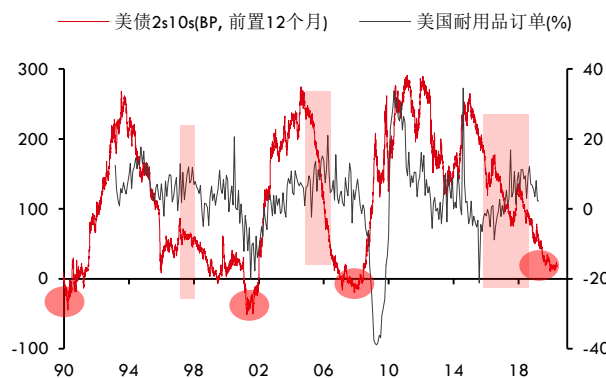
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 产出缺口视角下的周期运动



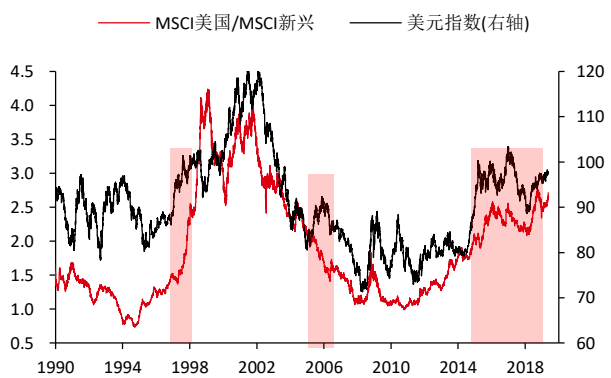
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 美国需求和前置周期的持续背离



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: 新兴和发达经济体分化的现实未改



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

在经济周期的下行期，过去传统优势的资源国、制造国将首先承接消费国展望放缓下的负面冲击，然后才是全球再分配规则重建后的修复过程，超限战下规则博弈带来的不确定性将继续增加。

另一方面，经济增长的动力要素和逆周期要素正在衰竭的路上。要素理论高速我们，赶超型经济体可以通过分享第一梯队经济体的技术外溢红利而获得增长效率的提升，却在技术封锁的背景下面临效率外溢的缺失；但是如果像技术、人口、资本等增长要素反转以往的趋势，则逆周期政策带来趋势延缓的同时却消耗着逆周期的“信用”。从人口角度来看，数据显示 2019 年全球 65 岁以上的人口首次超过 5 岁以下人口，意味着底层的供需格局发生偏转，且趋势短期内难以改变；从技术角度来看，摩尔定律的打破或意味着技术进步进入到了混沌区间，脚步停止风险增加。而这些要素的从增长走向衰退，或将带来资本要素的扩张停滞，全球经济在陷入增长停滞的过程中，或加剧着存量的博弈，未来趋势性机会或来源于存

量环境下安全资产组合的构建：或生成于存量结构的分化（行业层面像能源等传统结构从 OPEC 转向美国等），或来源于增量结构的改善（目前越南等区域虽无法完整承接中国等国的产业转移，但部分的产业转移将为该区域提供增量收益）。

货币政策面临无效，短期平抑的周期积累了更大的长期风险。货币政策传导的效果取决于微观实体对于未来扩张展望的信心——企业家精神对于“技术”、“人口”、“资本回报率”等要素识别后作出的长期投资决策。而从理性人角度来看，在要素红利回落的过程中，企业家的理性决策是守住现金流，抵御漫长的寒冬。但是宏观上看，个体理性的加总却是形成了群体的非理性，带来这一过程中货币政策的失效以及更深刻意义上的资产负债表衰退——微观个体的决策从追求利润最大化转向负债最小化。从全球货币政策的角度来看，当前的全球经济正面临着这一问题的考验。随着 2019 年标准德债收益率再次跌落至负利率空间，全球负利率资产占比再次创下新高，数据显示全球收益率为负值的债券名义价值总额再次超过 10 万亿美元，体现出金融市场追求收益和实际收益空间之间的矛盾，也间接说明了货币政策面临的无效空间——非常规货币政策的难以退出（全球主要央行像美联储等的资产负债表已经再也回不到 2008 年危机之前），以及另一方面无论是常规货币政策亦或是非常规货币政策对于实体周期的平滑效果越来越有限，从市场来看，继续做多波动率资产面临的风险将逐渐抬升。

图 11： 德债全面陷入负收益空间

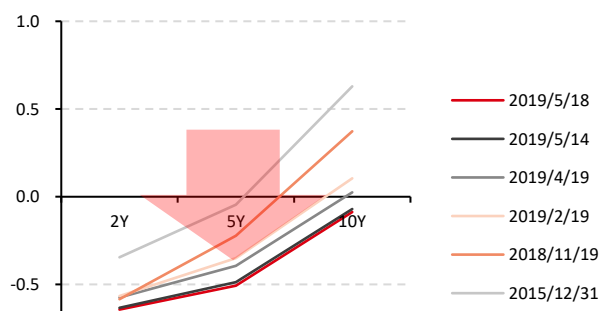
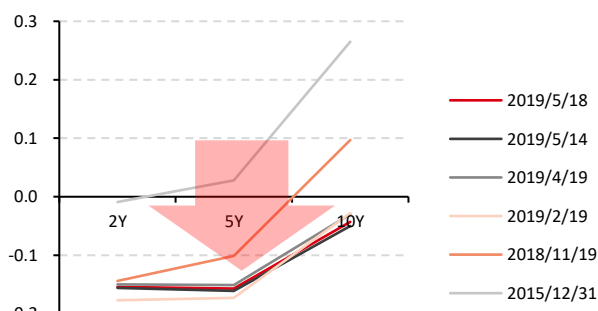


图 12： 日债全面陷入负收益空间



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_12409

