

## 风险降临，防守是更好的进攻

### ——华泰期货宏观趋势评估（8月）

#### 主要结论：预计市场将经历宏观下行中的流动性冲击

一方面，8月份全球已公布经济数据均呈现出下行压力状态；另一方面，根据华泰期货货币政策周期指标，从2021年年中经济周期见顶开始，目前该指标暗示经济周期在2022年仍将朝向收缩的方向运行。

经济收缩并不是最可怕的，对于市场更大的风险在于流动性。当前来看宏观流动性并没有出现明显的朝向宽松转变，美联储的购债缩减和中国央行的稳健中性立场，预计未来市场将经历流动性冲击的风险在加大。

#### 宏观经济：下行的确定性

宏观需求侧下行的压力将逐渐显现。从流动性收缩开始，全球需求的放缓从新兴经济体向发达经济体扩散，库存周期复苏结束。

宏观供给侧上行的压力也将浮出水面。疫情之下全球供应链的压力和货币流动性充裕下的低利率条件，推动主要经济体产能利用率维持高位，创造了强劲的资金支出，逐渐从投资性增加转换成实际的供给增加。

#### 宏观流动性：外紧内难松

短期来看最大的压力在于美元流动性收紧形成的冲击（库存周期维度）。

中期来看全球有效需求不足背景下的非常规货币政策难以有效退出，流动性经历了短期收缩之后将再次进入到扩张状态（产能周期维度）。

#### 宏观策略：防守是更好的进攻

库存周期调整过程中防守是最好的进攻的手段，将宏观组合切换至防御状态，降低市场风险敞口、降低流动性的因子暴露，来减缓组合净值的波动。

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

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

#### 相关研究：

[供给侧改革推进，关注价格传导——上海市新一轮水价调整方案点评](#)

2021-08-17

[关注积极的财政政策，人民币波动加大——730政治局会议点评](#)

2021-07-31

[定向降准缓和实体压力，关注市场结构变化——77国常会点评](#)

2021-07-08

[低增长、低利率和再平衡](#)

——宏观趋势分析（序）

2021-07-05

[关注“窗口期”的风险释放](#)

——430政治局会议点评

2021-05-01

[吹响生态文明的号角](#)

——《关于建立健全生态产品价值实现机制的意见》点评

2021-04-27

[当前宏观关注点问答](#)

——美元反弹

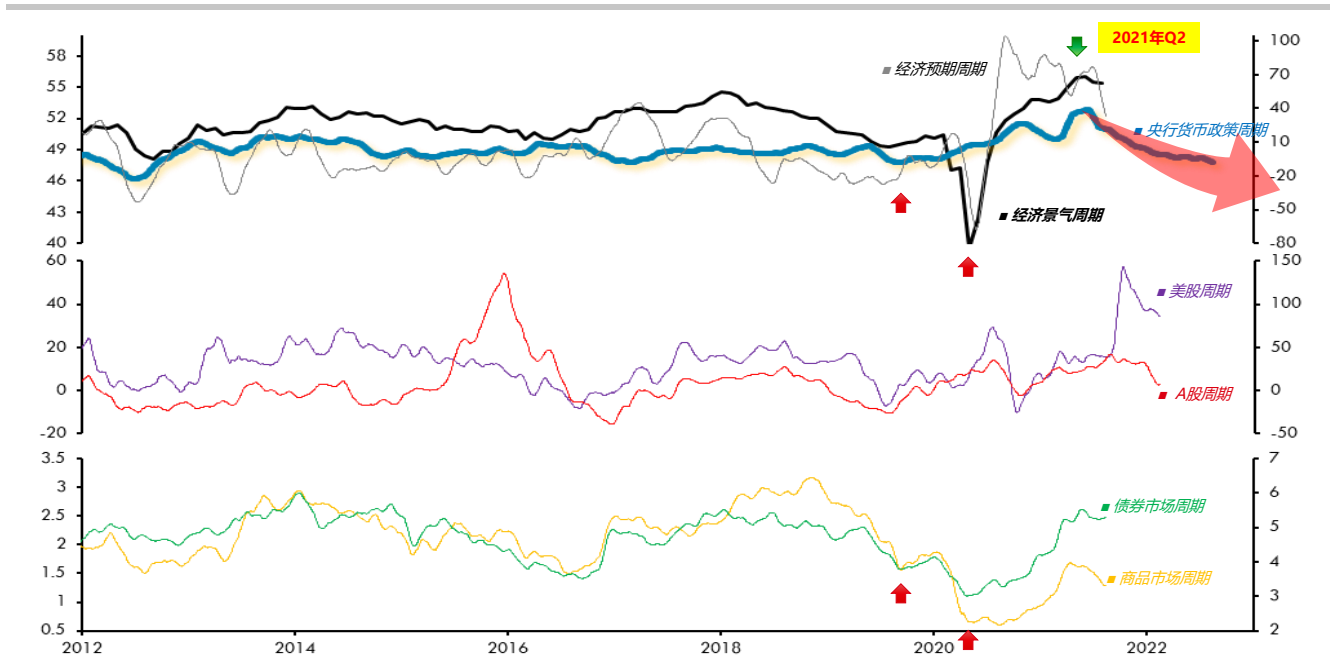
## 主要结论

我们预计未来市场将经历宏观周期状态下的流动性冲击过程，宏观策略已经转向防守。

**一、宏观经济周期已经进入到下行阶段。**一方面，8 月份全球已公布经济数据均呈现出下行压力状态——以国内为例，7 月份国内经济数据呈现出全面回落的状态，从投资（累计同比增长 10.3%，两年平均增长仅 4.3%）、到生产（工业增加值累计同比增长 14.4%，两年平均增长仅 6.7%）、再到消费（同比累计增长 20.7%，但两年平均增长仅有 4.3%），以及房地产（投资累计同比增长 12.7%，两年平均增长 8%；但是土地购置面积累计回落了 9.3%）；另一方面，根据华泰期货货币政策周期指标，从 2021 年年中经济周期见顶开始，目前该指标暗示经济周期在 2022 年仍将朝向收缩的方向运行（见图一蓝色粗线）。

**二、经济下行状态下的流动性维持紧缩。**经济收缩并不是最可怕的，对于市场更大的风险在于流动性的不宽松。当前来看宏观流动性并没有出现明显的朝向宽松转变，一方面美联储继续维持购债缩减的政策方向，8 月公布的会议纪要要进一步释放紧缩预期；另一方面中国央行继续保持稳健中性立场，虽然 7 月降准之后政策释放的是一个不再收紧的方向，但是对于货币宽松转向宽松持谨慎的立场。因而在经济周期下行确定性的背景下，货币流动性的短期内宽松仍将缺席，预计未来市场将经历流动性冲击的风险在加大。

图 1： 全球货币政策周期和主要资产价格波动表现，货币端的变化预示着经济端的下行过程已经开始



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

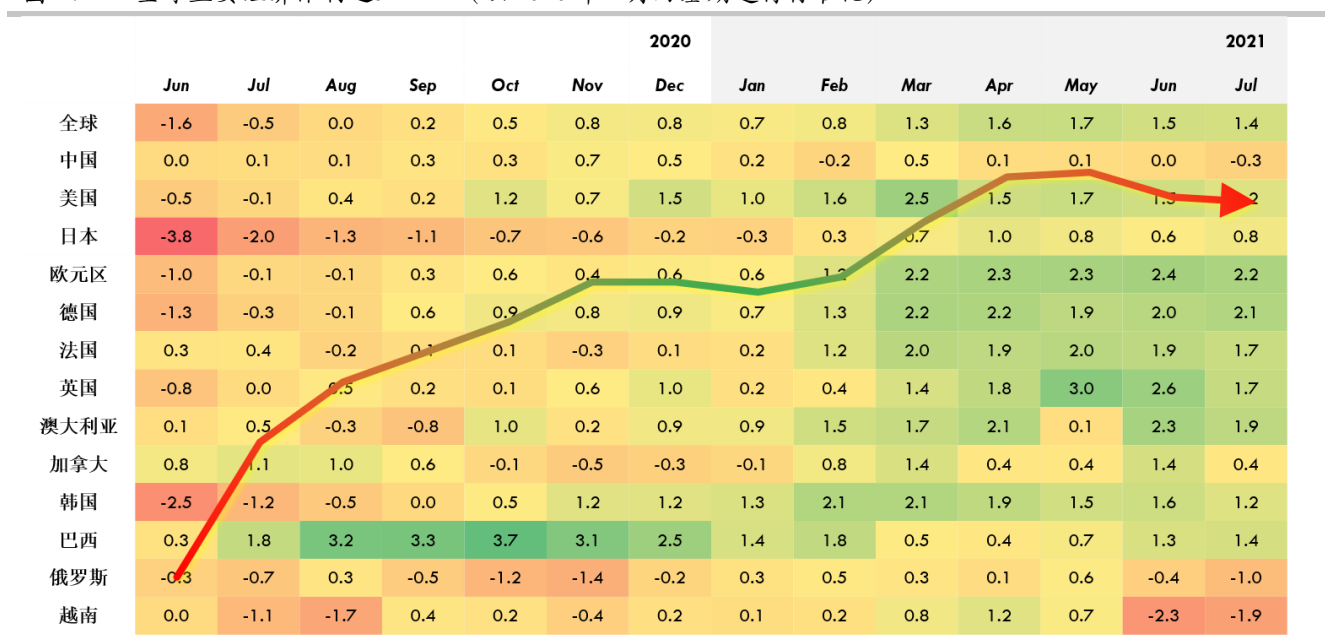
## 宏观经济：需求下行的确定性

宏观需求侧下行的压力将逐渐显现。从流动性收缩开始，全球需求的放缓从新兴经济体向发达经济体扩散，库存周期复苏结束。

宏观供给侧上行的压力也将浮出水面。疫情之下全球供应链的压力和货币流动性充裕下的低利率条件，推动主要经济体产能利用率维持高位，创造了强劲的资金支出，逐渐从投资性增加转换成实际的供给增加。

### · 需求放缓：从结构驱动总量

图 2： 全球主要经济体制造业 PMI（以 2010 年 1 月为基期进行标准化）



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

从去年下半年至今市场呈现逐渐乐观态势，但当前这种乐观状态正在逐渐转向。相比较 2020 年的 PMI 发出“红色预警”，今年整体上呈现出“绿色健康”的景气状态，预警信号相比较而言区域大幅减少。但是这种乐观在短期内（下半年至今）出现了转变，一方面，从新兴经济体中像俄罗斯和越南开始，已经转向了较为深红色的预警信号提示；另一方面，对于中国我们也看到了其实由于跨周期宏观政策的作用下，去年至今一直处在相对来说并

不那么友好“橙色”这样一个反馈当中。所以说从全球角度来看，总量的景气指标大概率已经“见顶”，这种见顶已经从全球经济的结构——新兴经济体——开始反馈景气的压力开始逐渐增强转变。

**新兴经济体需求：回落走势的确定性。**如果从全球长期的贸易结构来看，自2008年开始全球商品贸易相对GDP的比重已经见顶回落，疫情之下这种回落态势没有缓和反而进一步加剧，世界进入到了全球化的黑暗时期。短期来看，库存周期的波动也到了回落的阶段，数据显示，作为全球经济晴雨表的韩国尽管同比增长依然很高，但是已经呈现出快速的放缓特征，7月出口同比增速从5月份+45.6%的高位回落至+29.6%，同期我们也注意到韩国资本市场KOSPI指数同比增幅也出现了下行的拐点。另一方面，从最大的新兴经济体中国的角度来看，7月份的经济数据也是全面回落的状态——

**投资：**累计同比增长10.3%，两年平均增长仅4.3%（↓）；

**生产：**工业增加值累计同比增长14.4%，两年平均增长仅6.7%（↓）；

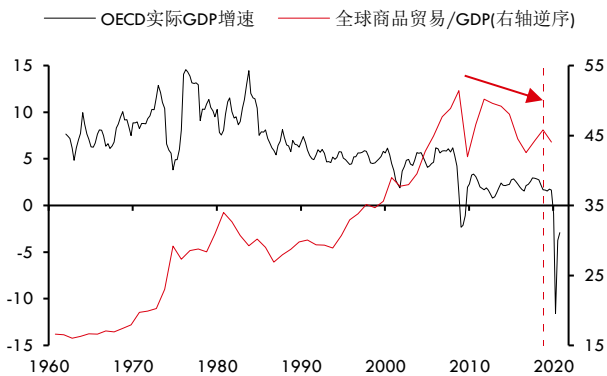
**消费：**社零消费同比累计增长20.7%，但两年平均增长仅有4.3%（↓）；

**房地产：**投资累计同比增长12.7%，两年平均增长8%；土地购置面积累计回落了9.3%（↓）。

其中我们以M1增速指代的体育娱乐类消费为代表的内循环在7月份继续是一个回落的状态，7月份M1同比增速降至4.9%的低位，同时M1和M2的剪刀差降至-3.4%的低位状态，和高位的CPI和PPI剪刀差形成背离，显示出经济利润分配的相对不均衡状态仍在延续，削弱了下游消费的活力<sup>1</sup>。

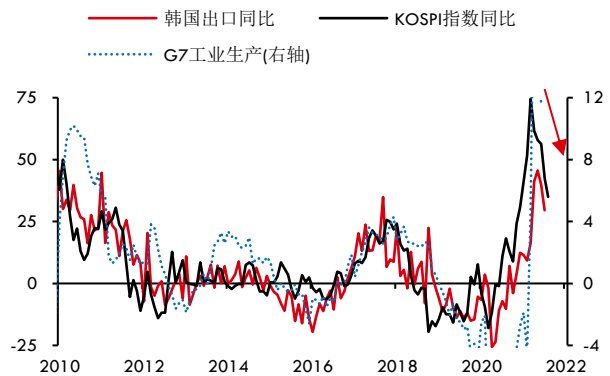
<sup>1</sup>关于CPI和PPI的剪刀差分析，参见我们8月17日发布的报告《上海市新一轮水价调整方案点评》，报告指出，“虽然上半年的大宗商品价格上涨，但是价格向下游的传导依然较为疲弱。一方面PPI和CPI的剪刀差创下了新高，显示出上下游之间的价格传导不畅特征明显；另一方面这种传导不畅的原因在于下游消费力或者收入的压力，7月份社零消费同比增长8.5%，环比6月回落3.6个百分点，两年平均增长3.6%，环比下降0.13%。从影响上来看，政策从上游稳价保供的政策实施，到下游管制的价格逐渐反馈上游价格上涨的现实，预计PPI和CPI的剪刀差将进入到逐渐修复的过程，有利于产业链中下游企业的利润修复。结合食品价格的影响，未来随着CPI端价格的逐渐反馈，预计市场将进入到定价“弱消费、强价格”的环境中去，关注防御型资产的相对收益机会。”

图 3: 全球化在 2008 年开始阶段性见顶



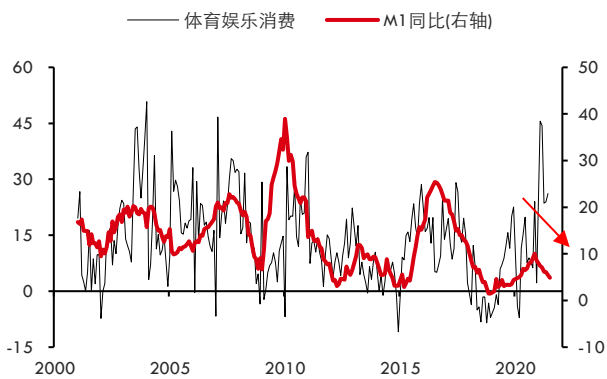
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 4: 韩国出口表征见顶, 短期回落压力增加



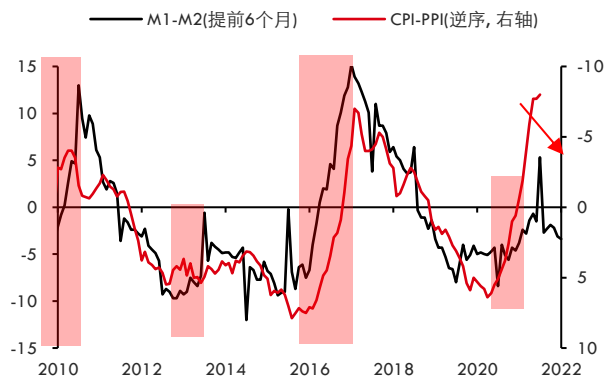
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 5: M1 同比增速降至低位, 消费同比承压



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: M1/M2 剪刀差和 CPI/PPI 剪刀差等待收敛



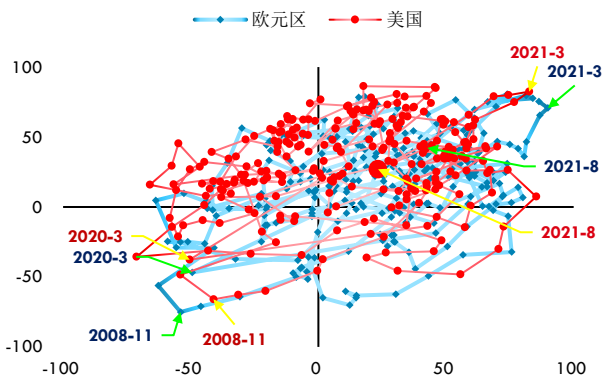
数据来源: Wind 华泰期货研究院

**发达经济体需求: 疫情下的回落压力增强。**一方面从数据表征来看, 无论美国还是欧洲的经济超预期指数进一步回落至低水平。6 月后受到 Delta 病毒株叠加欧洲杯的影响下, 欧元区经济变数再度陡增。2021 年中的疫情反弹预计将对欧洲经济形成一定的扰动, 当前来看至少复苏进程将进一步放缓甚至转向。此前市场预期今年四季度欧洲经济将重回疫情前, 由于疫情的冲击或将推迟至明年。从欧央行资产负债表角度来看, 在现有资产购买计划和再融资计划的持续作用下, 欧央行继续快速扩表状态<sup>2</sup>。另一方面, 美国的经济数据层面出现了同步指标和滞后指标之间的背离。7 月份的美国非农就业报告显示, 美国就业市场进一步改善, 劳动力短缺的影响仍然很大, 从需求侧驱动了“价格”指标的进一步回升。但是同步指标并没有继续朝着改善的方向运行——由于对新冠变异病毒德尔塔毒株的担忧抑

<sup>2</sup> 参见报告《欧洲杯、疫情和欧央行》，在 7 月议息会议上，欧央行维持宽松，修改利率前瞻指引。我们认为欧央行此举表达出其近期持续宽松政策的决心，也合理化了疫情期间的超常规货币政策。应重点关注今年四季度的欧央行议息会议，对于明年将到期的长期再融资业务 (TLTRO III)、疫情紧急资产购买计划 (PEPP) 和资产购买计划 (APP) 等量化宽松是否续作以及最新计划。

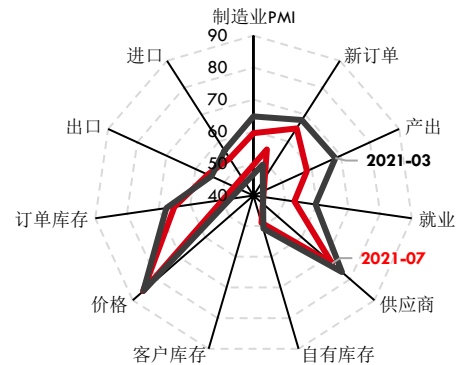
制了经济活动以及联邦政府出台的财政纾困措施效果逐渐减弱，7 月份美国零售销售额环比下降 1.1%，降幅超过市场普遍预期。而根据密歇根大学消费者调查报告来看，8 月份消费者信心指数更是回落至了 2011 年以来的低点，短期呈现出快速回落的状态，增强了市场对于美国在财政约束下的担忧。

图 7: 8 月份 ZEW 经济景气指数大幅回落



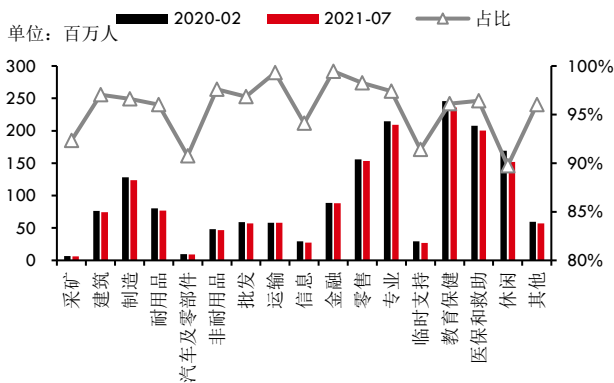
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: PMI 的价格分项依然维持在高位



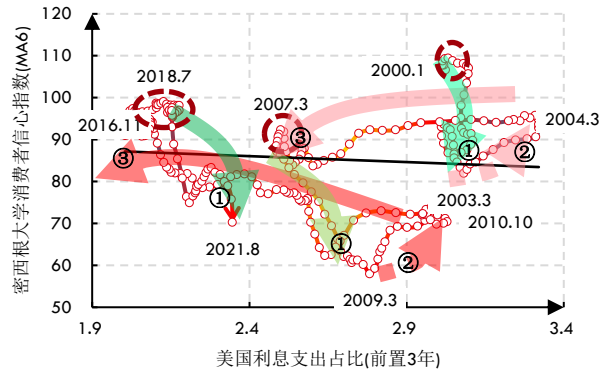
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 美国 7 月就业市场基本恢复到疫情前



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 流动性收紧 (利息支出增加) 和消费回落



数据来源: Wind 华泰期货研究院

消费者信心指数的快速回落，释放的是一个需求预期转变的信号。回顾 2000 年以来美联储货币政策周期和美国消费信心之间的关系<sup>3</sup>，就可以发现货币政策和实体经济之间像我们之前讨论的那样存在着相互联系。通过货币条件的放松，推动实体利息负担的减轻，继而带

<sup>3</sup> 参见华泰期货《宏观利率图表 052: 需求的回落》，认为随着消费者利息支出的持续降低，对未来的消费者信心产生提振（表现为负相关），观察近期两者走势，2016 年 11 月（即前置的 2013 年美联储开始释放降低资产购买信号）开始，利息支出开始见底回升，而消费者信心直到 2018 年才见顶进入到回落过程，直到现在，2020 年疫情期间存在阶段性波动。

来消费信心的改善，推动周期向上。而货币条件的收紧对于实体经济的热度也存在时滞，在这一段时滞过后，消费信心见顶回落，经济周期转而向下，直到新一轮的货币条件更大幅度的宽松带动经济周期的回升。从这个角度来看，当前正处在2013年开始货币政策收紧，利息支出负担继续增加的负面影响空间之中，短期来看，随着货币宽松条件的撤出、财政支持力度的减弱，实体经济的再次回落风险正在不断加大。

· **供给增加：从投资转向供给**

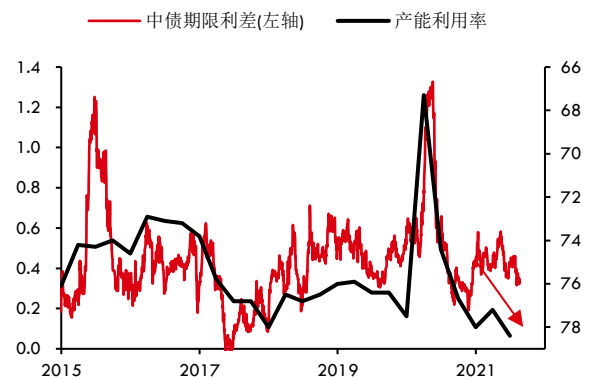
疫情之下，全球供应链驱动宏观供给受到的限制明显，驱动价格上涨。数据显示，自疫情以来所有生产部门的产能利用率从低位回升，由于全球经济体生产和消费复苏的节奏差异，当前全球主要经济体的产能利用率依然处在历史的高位<sup>4</sup>。这种高的产能利用率体现出的是一种短缺型经济的典型特征，像在2020年全球疫情刚开始传播阶段，社交隔离政策刚开始颁布，像口罩、卫生纸等等的消费品价格短期内出现快速的上升。而从全球角度来看，尤其是对于全球产业链上的消费国，表现更为显著，在市场上折射出的就是各种价格不断的上涨。在美国房地产市场上，由于建造活动的放缓，房地产的存量供应相对是有限的，但是疫情对于居家隔离的需求上升，2020年以来美国地产溢价成交的占比越来越高。耐用品市场上，由于东南亚主要芯片供应链的受到冲击，新车生产压力增加，带来不仅仅芯片价格上涨，作为替代品的二手车市场价格一度也快速上涨。

图 11: 美国产能利用率疫后持续走高



数据来源：Wind 华泰期货研究院

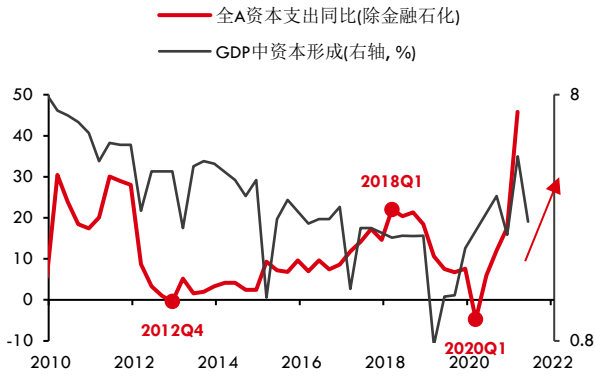
图 12: 中国 2021 年二季度产能利用率创下新高



数据来源：Wind 华泰期货研究院

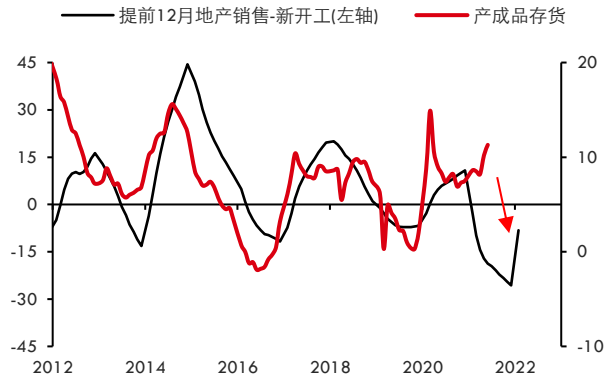
<sup>4</sup> 参见华泰期货《[宏观利率图表 048: 关注供给的约束](#)》，认为一方面由于外需驱动带来的国内生产扩张，另一方面由于国内仍处于供给侧调结构的影响之下，叠加比特币挖矿对于电力资源的挤占，在国外需求释放和国内供给政策压力的合力影响下，产能利用率创下高位。

图 13: 中国资本支出周期呈现扩张特征



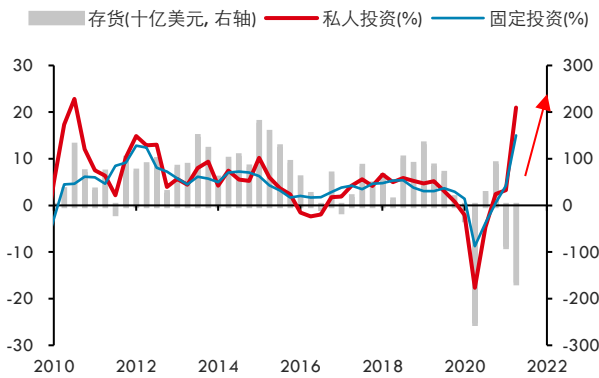
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 尽管短期的库存周期有下行压力 (需求侧)



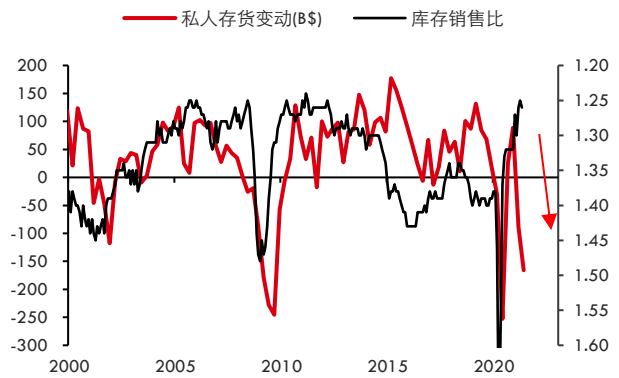
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 15: “短缺”下美国资产支出周期快速走升



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 尽管短期的库存周期有下行压力 (需求侧)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

“供不应求-价格上升-投资需求增加-供给增加”的循环对于宏观继续形成期限错位的影响。价格上涨尤其对于上游行业形成产能投资的增加，一方面从短期的角度来看，价格上升形

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\\_26410](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26410)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn