

守住政策底，展望市场底

——华泰期货宏观趋势评估（9月）

主要结论：流动性冲击不变，但乐观可以增加

和8月报告的相同点：8月宏观趋势评估报告¹中我们给出了经济下行叠加流动性收缩，市场将面临流动性冲击风险加大的判断，9月份我们维持此观点不变。

和8月报告的不同点：在9月报告《风险降临、守望底部》中我们认为情绪正在转变，这种风险的释放大概率是可控的（非系统性），市场筹码在轮换之后将开启新的周期，即经历了库存周期的调整之后，未来宏观经济在产能扩张驱动将进入到“新周期”²。

宏观经济：PMI 确认下行，但宏观情绪见拐点

宏观供需两端下行。1) 需求侧：中国8月PMI报告确认了景气的回落，对应着未来经济将在扣除掉基数效应后继续回落的趋势。2) 供给侧：运动式“碳中和”的纠偏释放供给紧张的边际缓和信号，叠加“储备体系”在短期市场的映射。

价格回落，宏观情绪改善博弈市场情绪下降。3) 市场情绪：供需的下行驱动价格回落（调整），增强市场的悲观氛围。4) 宏观情绪：对内强监管政策预计见顶，对外中美关系朝向改善方向。5) 在市场的调整中将迎来宏观的左侧配置点。

宏观流动性：从“外紧内难松”转向“外紧内松”

和8月报告的相同点：1) 短期：维持美元流动性收紧形成的冲击判断，驱动库存周期进入到回落过程，8月美元兑瑞郎汇率运行至拐点，需要关注新兴市场风险。2) 中期：全球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。

和8月报告的不同点：内外宏观情绪趋于边际改善的假设下，预计国内的宽松周期将逐渐打开。3) 对内：防止“大拆大建”前提下关注信贷扩张的定向特征，即货币政策端的定向降准工具和再贷款再贴现工具。4) 对外：关注新兴市场冲击过程中对于人民币国际化进程的影响。

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：

[风险降临，防守是更好的进攻——华泰期货宏观趋势评估（8月）](#)

2021-08-24

[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](#)

¹ 参见华泰期货8月报告《[风险降临，防守是更好的进攻](#)》，认为从2021年年中经济周期见顶开始，经济在2022年仍将朝向收缩的方向运行，且短期内市场将经历流动性冲击的风险也在加大。

² 参见2021年华泰期货年报《[从再库存到再产能，利率曲线陡峭化](#)》观点，随着2021年库存周期见顶增加风险资产对冲（短期），这种见顶为中期内产能扩张提供了再次入场的时间点。

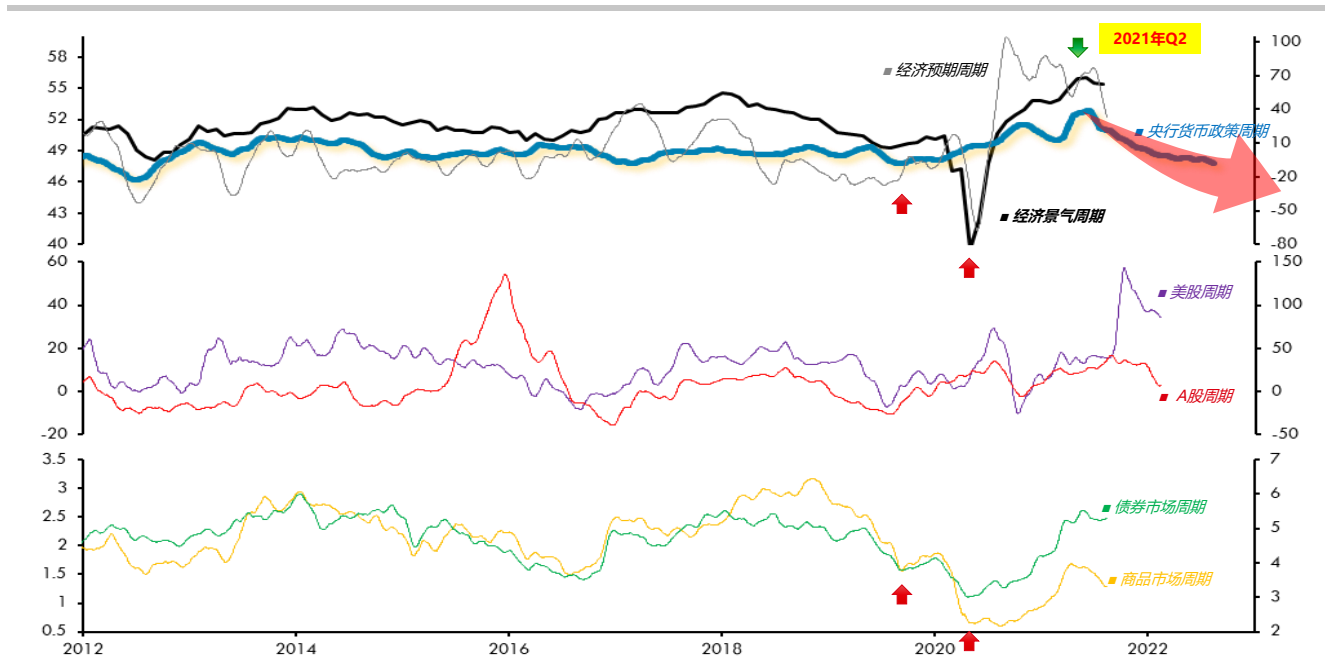
主要结论：流动性冲击预期不变，但宏观乐观可以增加

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，但是在结构上可以更乐观一些。

一、宏观经济周期已经进入到下行阶段。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1蓝色粗线）。9月初更新的全球PMI指标也给出了经济处在进一步下行压力的状态之中。

二、美元流动性将有收缩风险，人民币将开启宽松周期。长期来看由于生产力水平的难以提升，当前的非常规货币政策将成为未来的常规货币政策——中国也难逃这一命运，当前做的工作是让正常的货币政策时间尽量延长。短期来看，发达经济体在“涨”的压力下、新兴经济体在资金流出的压力下，货币政策仍将趋于收紧；中国在内外宏观环境改善的情况下，为进一步的宽松提供环境。

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：PMI 确认下行，宏观情绪见拐点

宏观供需两端下行。1) 需求侧：中国 8 月 PMI 报告确认了景气的回落，对应着未来经济将在扣除掉基数效应后继续回落的趋势。2) 供给侧：运动式“碳中和”的纠偏释放供给紧张的边际缓和信号，叠加“储备体系”在短期市场的映射。

价格回落，宏观情绪改善博弈市场情绪下降。3) 市场情绪：供需的下行驱动价格回落（调整），增强市场的悲观氛围。4) 宏观情绪：对内强监管政策预计见顶，对外中美关系朝向改善方向。5) 在市场的调整中将迎来宏观的左侧配置点。

· 宏观供需放缓，驱动价格回落

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）

	2020						2021							
	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug
全球	-0.5	0.0	0.2	0.4	0.8	0.8	0.7	0.8	1.3	1.6	1.7	1.5	1.4	0.9
中国	0.1	0.1	0.3	0.3	0.7	0.6	0.2	-0.2	0.6	0.1	0.1	0.0	-0.3	-0.4
美国	-0.1	0.3	0.2	1.2	0.7	1.5	1.0	1.5	2.5	1.5	1.6	1.5	1.2	1.3
日本	-2.0	-1.3	-1.1	-0.7	-0.6	-0.3	-0.3	0.3	0.7	1.0	0.8	0.6	0.8	0.7
欧元区	-0.1	-0.1	0.3	0.5	0.3	0.6	0.5	1.2	2.1	2.2	2.3	2.3	2.2	1.9
德国	-0.3	-0.1	0.5	0.8	0.8	0.9	0.7	1.3	2.2	2.2	1.9	2.0	2.1	1.6
法国	0.3	-0.3	0.1	0.1	-0.3	0.0	0.2	1.2	1.9	1.8	2.0	1.9	1.6	1.5
英国	0.0	0.5	0.2	0.1	0.6	1.0	0.2	0.4	1.3	1.8	2.9	2.5	1.7	1.7
澳大利亚	0.5	-0.3	-0.8	1.0	0.2	0.9	0.9	1.5	1.7	2.1	0.1	2.4	1.9	0.2
加拿大	1.1	1.0	0.6	-0.1	-0.5	-0.3	-0.1	0.8	1.4	0.4	0.4	1.4	0.4	-
韩国	-1.2	-0.5	0.0	0.5	1.2	1.2	1.3	2.1	2.1	1.9	1.5	1.6	1.2	0.5
巴西	1.8	3.2	3.3	3.7	3.1	2.5	1.4	1.8	0.5	0.4	0.7	1.3	1.4	0.7
俄罗斯	-0.6	0.3	-0.5	-1.2	-1.4	-0.2	0.3	0.5	0.3	0.1	0.6	-0.4	-1.0	-1.3
越南	-1.0	-1.6	0.4	0.3	-0.3	0.2	0.1	0.2	0.8	1.2	0.7	-2.1	-1.8	-3.3

数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

全球的需求预期转向：宏观景气从去年下半年的乐观，逐渐转向景气偏冷。由图 2 可知，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

来说并不那么友好“橙色”这样一个反馈当中，8月中国从官方PMI报告到财新PMI的跌至荣枯线下，是这种压力的显现。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：

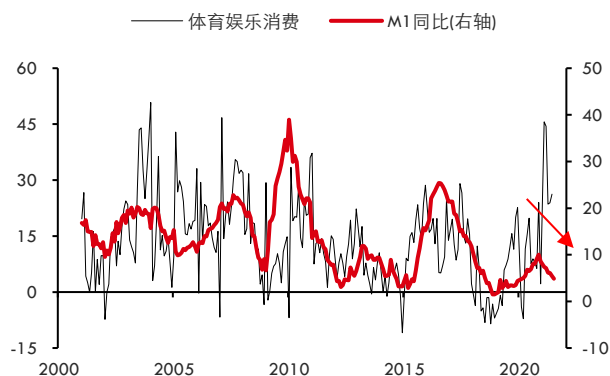
中国：8月官方制造业PMI从50.4降至50.1，新订单分项降至49.6；服务业PMI从53.3降至47.5，受疫情和洪涝影响较大。8月财新制造业PMI从50.3降至49.2。

美国：8月ISM制造业指数59.9，由于订单、生产、订单积压分项的增加，推动8月PMI较7月环比回升。同时花旗经济意外指数继续回落至低预期。

欧元区：8月制造业PMI终值61.4，低于初值61.5，增长连续第二个月放缓。

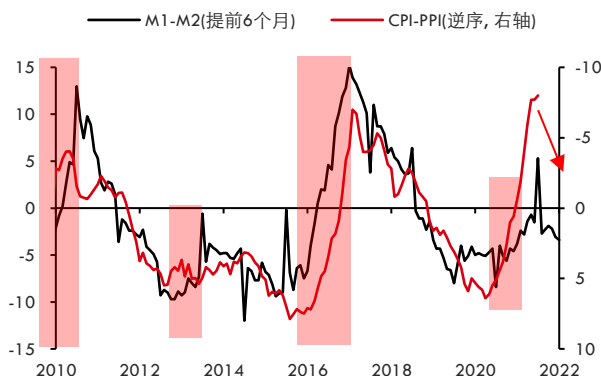
中国的消费需求：仍受到逆风影响。以M1增速指代的体育娱乐类消费为代表的内循环在7月份继续是一个回落的状态，7月份M1同比增速降至4.9%的低位，同时M1和M2的剪刀差降至-3.4%的低位状态，和高位的CPI和PPI剪刀差形成背离，而8月受疫情和洪灾影响，服务业经济相对受到更大的冲击，显示出经济利润分配的相对不均衡状态达到历史极限水平，进而削弱了下游消费的活力³。

图3: 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4: 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

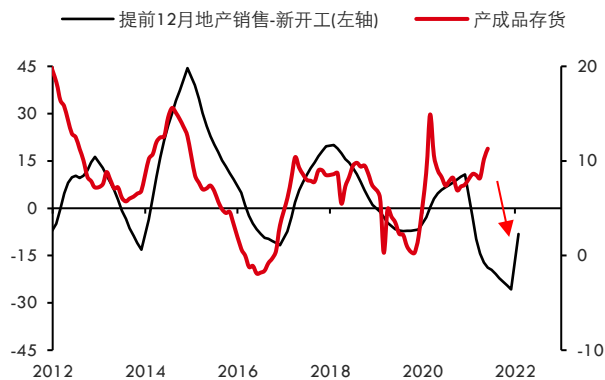
³ 关于CPI和PPI的剪刀差分析，参见我们8月17日发布的报告《上海市新一轮水价调整方案点评》，报告指出，“虽然上半年的大宗商品价格上涨，但是价格向下游的传导依然较为疲弱。一方面PPI和CPI的剪刀差创下了新高，显示出上下游之间的价格传导不畅特征明显；另一方面这种传导不畅的原因在于下游消费力或者收入的压力，7月份社零消费同比增长8.5%，环比6月回落3.6个百分点，两年平均增长3.6%，环比下降0.13%。从影响上来看，政策从上游稳价保供的政策实施，到下游管制的价格逐渐反馈上游价格上涨的现实，预计PPI和CPI的剪刀差将进入到逐渐修复的过程，有利于产业链中下游企业的利润修复。结合食品价格的影响，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 5: 中国资本支出周期呈现扩张特征



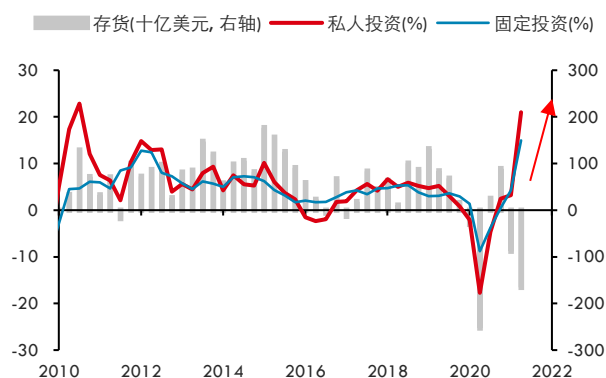
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: 尽管短期的库存周期有下行压力（需求侧）



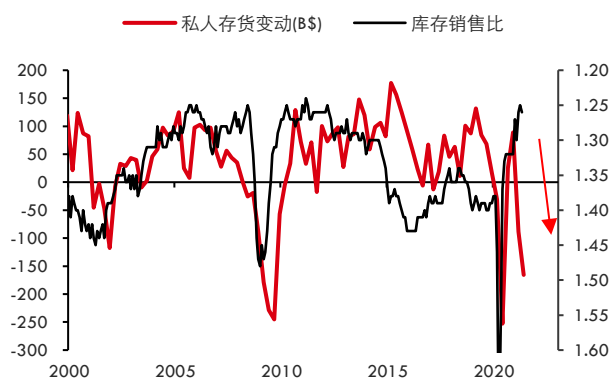
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: “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 8: 尽管短期的库存周期有下行压力（需求侧）



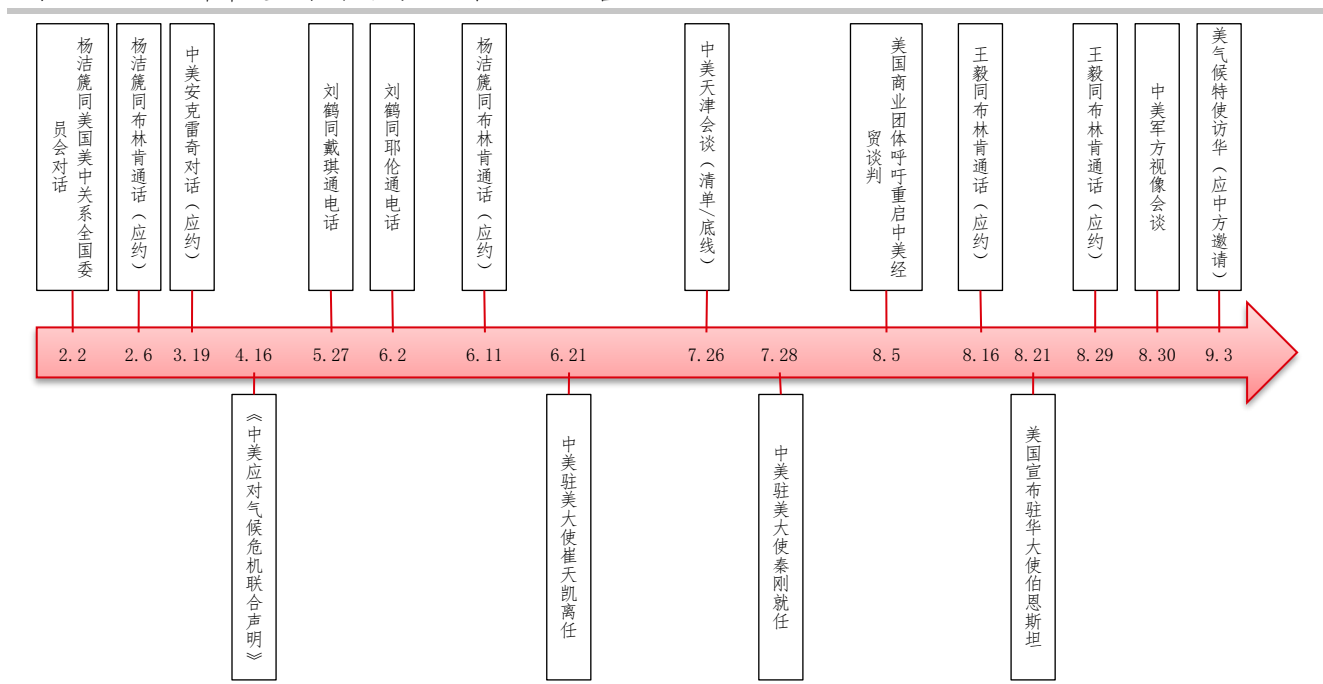
数据来源: Wind 华泰期货研究院

供给的错位预期或将放大市场的负面影响。一方面，“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，随着产能的陆续扩张，新增产能会形成新增的供给（需要时间），在“时间”这个变量的影响下供需的矛盾将逐步得到缓解。另一方面，随着 7 月中央政治局会议对“双碳”给出了新的指示：要求统筹有序做好相关工作，尽快出台 2030 年前碳达峰行动方案，坚持全国一盘棋，纠正运动式“减碳”，预计国内的供给预期正在发生转变。

· 宏观改善和市场悲观，市场波动预期将增强

对外来看，宏观情绪正在进入到拐点区间。尽管中美关系已经回不到“蜜月期”，已经进入到长期的“脱钩”过程之中，这其中的竞合将是一个长期的过程，也驱动着市场的波动；但是从短期的角度来看，阶段性的改善氛围正在逐渐形成。1) 对于中国而言，在7月政治局会议上政策转变了对于宏观环境的表述，从4月份“稳增长压力较小的窗口期”转向了“外部环境更趋复杂严峻”⁴，在这一转变的背景中，外部环境的阶段性改善将为国内跨周期政策的执行提供更多的时间。2) 对于美国而言，宏观政策的转为就业导向，意味着相对宽松的利率环境和相对扩张的财政赤字政策长期将延续。政策映射到短期，流动性的转变风险需要第三方资金的介入——美国财政继续扩张，债务在债务上限提高后需要进一步增加，但是美联储的缩减量化宽松行为将提高市场的久期偏好，驱动私人部门资产配置从债券转向股票，增加利率的上行压力。

图 9： 2021 年中美关系时间线——阶段性的改善



数据来源：公开新闻 华泰期货研究院整理

对内来看，强监管政策的见顶将改善未来国内的信用环境。从历史的文本对比来看，监管强度的顶部往往意味着公开文件释放对于前期监管措施取得“积极成效”信号表达。从这

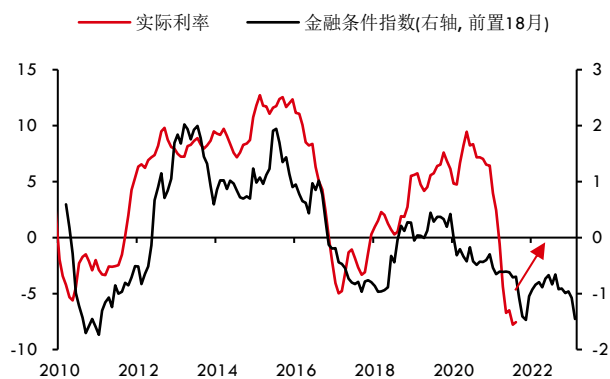
⁴ 参见华泰期货报告《关注积极的财政政策，人民币波动加大》，认为未来的宏观政策，政治局对于货币政策没有转变宽松的基调，发力点在于两个角度：财政政策和汇率政策。

点上来看，当下政策对于平台经济、对于教育行业监管成效的乐观表达，体现出边际上的转变正在发生⁵——

中央全面深化改革委员会第二十一次会议⁶：针对一些平台企业存在野蛮生长、无序扩张等突出问题，我们加大反垄断监管力度，依法查处有关平台企业垄断和不正当竞争行为，防止资本无序扩张初见成效，市场公平竞争秩序稳步向好。

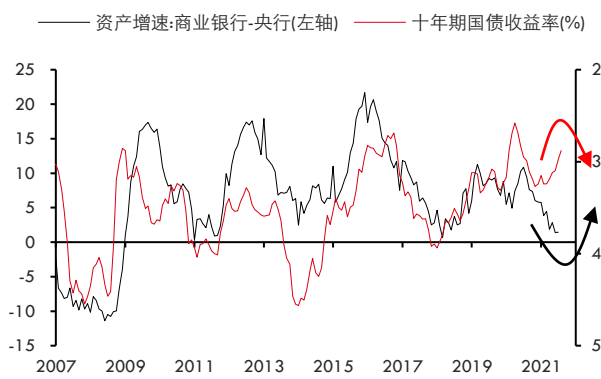
中共中央政治局召开会议⁷：从巡视看，教育部党组和 31 所中管高校党委管党治党责任意识得到提升，办学治校工作取得新成效，服务经济社会发展作出新贡献。

图 10： 信用条件的宽松将驱动实际利率进入到阶段性反弹状态之中



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11： 信用增速（银行扩表、央行缩表）改善或再次收敛其与名义利率之间的缺口



数据来源：Wind 华泰期货研究院

从现实的经济来看，8 月中国综合 PMI 的显著回落，预计市场情绪将转向悲观，即市场将经历从宏观预期改善的政策底逐渐向经济数据逐渐企稳的市场底运行。

⁵ 事实上央行在 8 月召开的金融机构货币信贷形势分析座谈会上指出，未来信贷政策在方向上“保持信贷平稳增长仍需努力”，在结构上“加大对重点领域和薄弱环节的支持，使资金更多流向科技创新、绿色发展，更多流向中小微企业、个体工商户、新型农业经营主体”。而央行在乡村振兴电视电话会议上，相对明确的给出了这种信贷扩张的货币支持，即“运用再贷款再贴现、存款准备金率等货币政策工具”。

⁶ 参见中国政府网：http://www.gov.cn/xinwen/2021-08/30/content_5634220.htm

⁷ 参见中国政府网：http://www.gov.cn/xinwen/2021-08/31/content_5634504.htm

宏观流动性：从“外紧内难松”转向“外紧内松”

和8月报告的相同点：1) 短期：维持美元流动性收紧形成的冲击判断，驱动库存周期进入到回落过程，8月美元兑瑞郎汇率运行至拐点，需要关注新兴市场风险。2) 中期：全球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。

和8月报告的不同点：内外宏观情绪趋于边际改善的假设下，预计国内的宽松周期将逐渐打开。3) 对内：防止“大拆大建”前提下关注信贷扩张的定向特征，即货币政策端的定向降准工具和再贷款再贴现工具。4) 对外：关注新兴市场冲击过程中对于人民币国际化进程的影响。

· 全球流动性：短期收紧之后的扩张

短期来看，发达经济体在“涨”的压力下、新兴经济体在资金流出的压力下，货币政策仍将趋于收紧；中国在内外宏观环境改善的情况下，为进一步的宽松提供环境——

美国：8月末杰克逊霍尔央行年会上，美联储主席表达了相对明确的年内降低宽松规模的信号。

除中国的非美经济体：1) 降低量化宽松：新西兰联储于7月23日停止购买资产；7月6日澳洲联储缩减购债规模至每周50亿澳元；7月14日加拿大央行缩减购债规模1/3至每周20亿加元（2020年10月28日、2021年4月21日分别缩减购债规模10亿加元）。2) 加息：3月18日土耳其央行加息200BP至19%；6月22日匈牙利央行加息30BP至0.9%；6月24日墨西哥央行加息25BP至4.25%；7月23日俄罗斯央行加息100BP至6.5%（3月22日、4月23日和6月11日分别加息

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_26710

