

## 宏观流动性观察 009：等待周期的转变

### 宏观流动性摘要：

**经济周期：守望余光，风格切换。**在9月月报中我们提出在周期末端需要关注财政扩张和风险事件，随着欧央行下任行长人选的落地、美国财政扩张带来的流动性压力对于市场预期影响加强，我们认为未来需要关注周期转换背景下的风险资产配置过程。经济衰退末端的大类资产已经定价了周期的可能转变，关注预期改善过程中对于风险资产的配置机会。

**利率周期：继续关注预期转变下的流动性冲击。**市场对于经济的预期在9月份继续表现出改善的迹象，但是实际的利率周期依然处在极度宽松的象限。美国财政的非常规扩张带来美国和外部经济周期以及货币周期的不同步，这种分化即推动了外部风险资产的调整，也引致了流动性压力从离岸转向在岸。这种情况下，美元流动性的压力面临测试。相应地经济周期转变预期叠加流动性压力需要改善的现实，关注美元流动性压力的释放，以及带来的对于周期转折背景下的风险资产“洼地”。

**宏观流动性：流动性风险等待释放。**推动全球库存周期改善的重要条件，我们认为在于美国和外部经济周期从分化进入共振，而在全球经济存量博弈的今天，触发这一状态转变的阀门可能在于利率周期分歧形成的美元流动性压力回归。9月美联储重启了回购市场操作，但是美联储货币政策仍在“加息中期调整”之中，需要关注流动性压力对于美联储货币政策实质性的预期转变倒逼影响。从这一意义而言，无论是已经定价周期转变的大类资产，还是开始修复的宏观经济预期，仍缺乏美联储转向这一条件对于周期转变的确认。

**宏观策略：继续关注流动性冲击的配置空间。**利率周期相对极端的宽松，以及信用周期缺乏改善的想象空间，我们认为美元政策的未转向限制了周期从尾部走出。从当前的经济数据来看，美国经济的仍维持“景气”是美联储对转变政策保持谨慎的主要约束，但是美元的流动性风险正在对美联储保持“按兵不动”姿势提出挑战。我们认为在前者未明显恶化的背景下，后者的风险释放将推动美联储释放政策转变的实质性信号，未来的风险资产配置机会仍在于美联储对于流动性信号条件的明确。

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

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[全球降息潮下的经济](#)

——宏观流动性观察 008

2019-08-22

[超宽松状态下，关注欧洲QE](#)

——宏观流动性观察 007

2019-08-16

[聚焦中国降准](#)

——宏观流动性观察 006

2019-09-09

[再现格林斯潘繁荣的猜想](#)

——宏观流动性观察 005

2019-09-02

## 宏观回顾：大类资产定价了一轮衰退周期

年初以来全球大类资产呈现出共振性的上涨特征：无论是作为顺周期的权益资产、商品资产，还是逆周期的利率资产。甚至作为全球经济流动性因子的美元，在这一过程中也继续表现出强劲态势。具体来看——

**权益资产：**发达经济体股指继续领涨于全球权益类资产，新兴和日本股市表现较为疲弱；

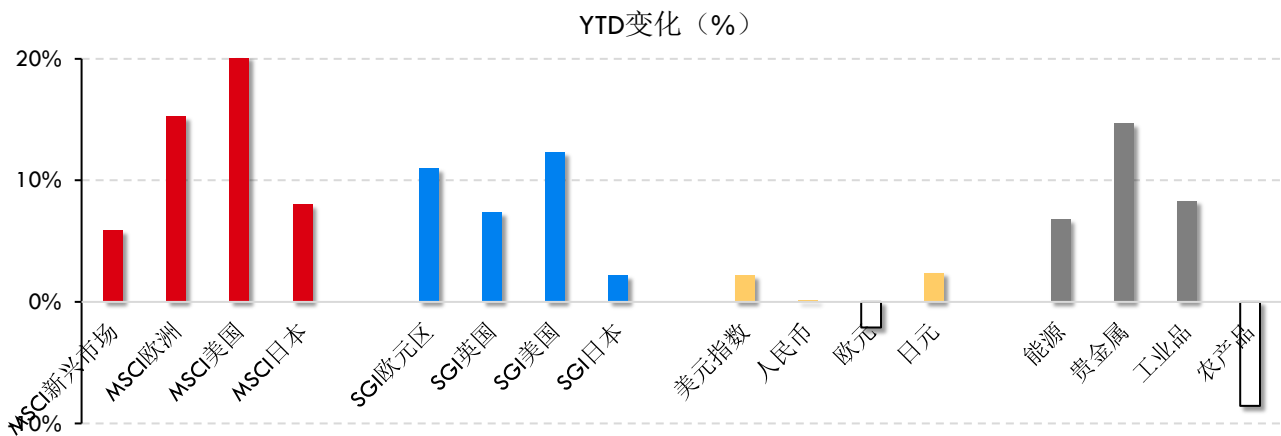
**利率资产：**全球的宽松预期叠加着英国脱欧、中东变局等风险事件的影响，利率资产继续强劲上涨；

**商品资产：**黄金涨势一枝独秀，体现出市场对于经济的衰退担忧中避险情绪的反馈，且工业品中像铁矿石、基本金属、石油等受到供给冲击的扰动进一步增强。

**外汇资产：**特别的，我们注意到大类资产的共振性上行过程中，全球流动性指示器——美元指数仍保持强势。

大类资产之间的这种避险资产和风险资产同涨、流动性预期扩张和实际紧张的分歧表现，我们认为对于衰退经济的一个定价，且对于衰退的定价正在接近尾部（利率宽松 → 信用扩张）。

图 1：全球大类资产走势——充满分歧的共振



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

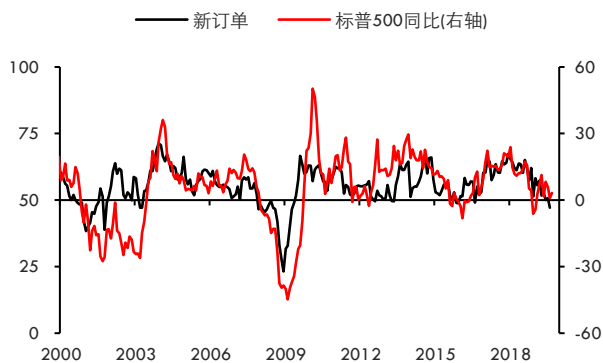
实体经济表现仍处在相对定价的悲观区间，流动性宽松现行推升了资产价格上涨。尽管经济的晴雨表——股市在 2019 年表现出强势特征，和 2018 年表现出相反的走势，但是从实体经济的反馈来看，我们当前依然处在一轮周期的尾部，全球制造业 PMI 仍处在悲观方向。特别的我们注意到在经济周期下行过程叠加中美经贸冲突对于第三国的影响，欧洲特别是德国受到了较大的负面冲击。截止 9 月份，德国制造业 PMI 回落至 41.4，2019 年维持在 50 的收缩区间运行且持续走低，相比较 2008 年初 61.1 的高景气形成强烈的反差。同时，另一大经济体日本，尽管在质化宽松（QQE）的带动下走出了多年的增长停滞，但是受到外部环境 2019 年制造业 PMI 也回落至 50 以下。这种经济环境下的资产价格上涨，我们认为更多是对于衰退的流动性定价。

**全球消费和全球贸易代表国均处在下行状态。**我们选取有代表性的下游国家——美国，和代表性的中游国家——韩国，来侧面观察全球经济所处的状态：

作为驱动全球经济周期的领头羊，对美国经济周期的见顶预期直接影响了全球从上游到下游的调整过程。9 月公布的美国制造业 PMI 再次跌破荣枯线（49.1）显示实体对于未来前景的悲观。

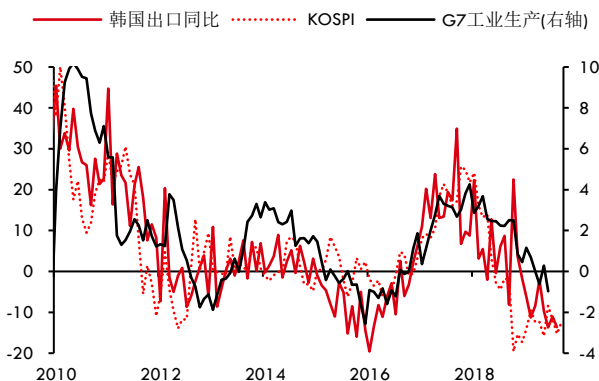
作为全球经济和贸易的晴雨表，韩国、中国台湾、新加坡等经济体的出口在 2018 年后持续回落，叠加政治博弈加剧了金融危机以来三轮库存周期下行时的市场悲观。截止 9 月韩国出口同比增速（-13.6%）和韩国 KOSPI 指数同比增速（-13%）均处在历史低位。

图 2： 美国经济失速



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3： 韩国经济失速



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：全球 PMI 整体继续悲观，特别是以德国为代表的欧洲经济体

	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	2019-09
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	49.5	-
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	50.3	51.0
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	45.6
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	43.5	41.4
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	51.1	50.3
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	48.7	-
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	48.8	-
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	47.4	-
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	53.1	-
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	49.3	48.9
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	50.4	-
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	49.5	-
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	49.0	-
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	47.9	-
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	49.0	-
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	51.4	-
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	49.1	-
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	52.5	-
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	49.0	-

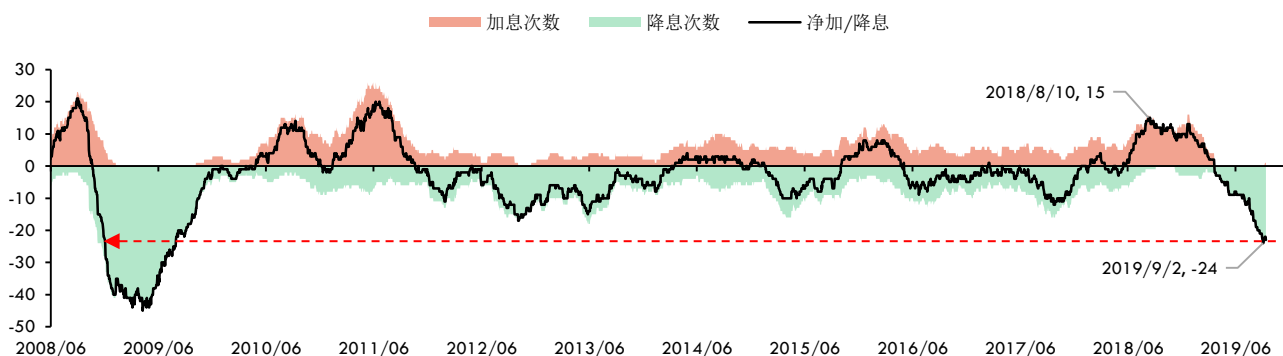
数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

## 利率周期：继续关注预期转变下的流动性冲击

在衰退定价中，我们跟踪的利率周期指标显示，当期央行的利率处在 08 年维持时期的宽松状态。衰退预期下 2019 年全球央行进入到真正意义上的“集体”降息环境。如果 2018 年是资源国和新兴经济体在美国一枝独秀环境下应对资金流动压力的“逆周期”应对，那么 2019 年压力的进一步上升，带动对主体“美国”衰退的担忧触发的集体性降息。过去 3 个月主要央行净加息/降息变化从去年 8 月的+15 次，回落到 9 月份的-24 次，接近 2008 年危机时期的市场表现。而从市场预期来看，货币市场信号显示在 9 月份市场对于未来处在极端的降息预期之中，故而引发了上述我们看到的大类资产在流动性充裕环境中共振过程。

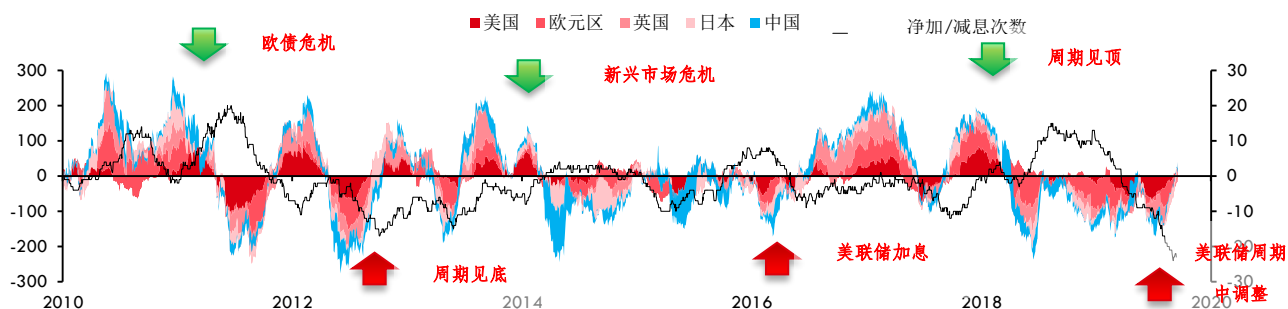
在市场已经定价了衰退，我们需要寻找的是实际经济表现（尤其是美国经济）对于前期衰退定价的实现过程，过程或实现进一步加剧周期的下行，或证伪扭转市场的预期，我们认为这是对于未来大类资产走势影响的十字路口，前者是对悲观的确认，从而提供“押注悲观资产”的获利条件；而后者将修正头寸的拥挤，预期的转变将继续压缩资产的流动性空间。

图 5：过去 3 个月的加减息指标显示全球央行利率周期处在相当宽松象限



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

图 6：续图 5，全球央行利率周期（黑线）和全球主要经济体经济预期（柱状图）对比



数据来源：Wind Bloomberg 华泰期货研究院

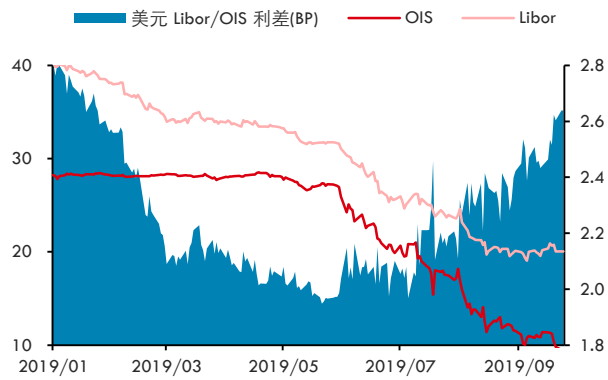
我们进一步对比了历史上市场的经济预期修复情况和利率周期的相关性，利率周期的节奏往往落后于经济预期的变化速度：即在经济预期开始出现恶化的情况下，利率周期仍将在前期“加息动量”下延续一段时间；而在经济预期刚开始出现好转的情况下，利率周期仍将在超宽松的“降息动量”下运行，从而创造了市场对于经济预期的变化和对于利率周期的变化错位。这一错位状况往往为市场的流动性风险埋下伏笔。从市场经济周期的角度来看，尽管我们截止到三季度依然观察到下行的过程没有结束，但是市场对于经济的预期和实际经济表现的“预期差”在 9 月已经准备好了改善，我们已经看到了市场预期差推动的宏观资产在 9 月份的波动状况。从交易而言，我们认为需要关注的这两者之间的博弈：

利率周期宽松的空间：极端宽松的利率周期下，未来大概率进入到两种宏观模式——或出现系统性风险事件，或利率“类超调”之后的周期改善。

经济预期修复的节奏：尽管市场风险仍在，但是从“实际经济”、“经济预期”的对比来看，市场的悲观预期正在逐渐修复。

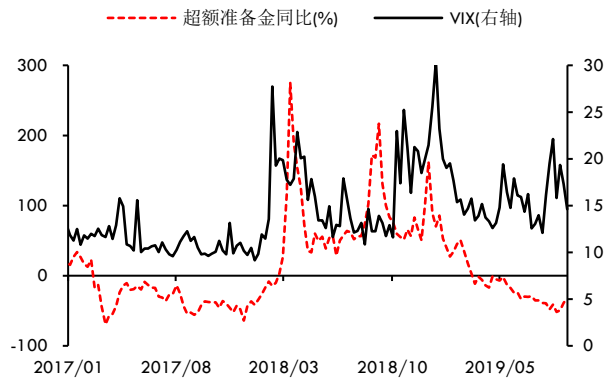
流动性压力的来源不仅仅在于预期可能转变带来的资产头寸拥挤，更在于美联储货币政策正常化操纵形成了基础流动性压力。自 9 月中旬开始，美国银行间隔夜拆借市场流动性的持续紧缩触动了全球金融市场的神经，美联储一连 9 日向市场注资超过 7000 亿美元。纽约联邦储备银行公布的数据显示，9 月 17 日至 27 日，纽约联储按照美联储发布的联邦公开市场委员会(FOMC)指令，通过隔夜回购和 14 天期回购累计向市场投放资金达 7057 亿美元。按照纽约联储的计划，回购操作将延续到 10 月 10 日。预期

图 7: 美元流动性压力开始上升



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: 流动性压力下, 美联储扩表的概率在增加



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

## 经济周期：守望余光<sup>1</sup>，风格切换

站在当前时间点，我们认为需要关注四季度经济周期的企稳可能性。对于市场而言这一假设下的资产配置依然需要关注风险资产的配置，机会的创造可能来源于流动性风险窗口提供空间。

从大类资产定价的角度，市场对于经济的刻画领先于经济的实际表现；而年初至今流动性驱动下的衰退定价，我们认为对于周期阶段性“余光”回升的表达。从利率周期和市场预期的历史分化上的分化，我们间接认为当前的再次分化是在定价周期一次转折的过程：

风险资产对周期反馈：随着全球库存周期在 2018 年下半年快速下行，风险资产已经做出的反馈——全球股票市值同比进入负增长。随着逆周期调节，压力从“经济悲观”转向“利率宽松”，权益资产首先反馈这一变化，同比增速趋于转正。

周期的市场指标反弹：我们以债券市场中的十年期美债收益率、商品市场中的铜金比价来指代不同市场对于周期的反馈，8 月以来基本金属的强力反弹、9 月以来债券收益率的反弹显示出市场开始定价周期的见底过程。

图 9： 全球股票市值同比增速站稳

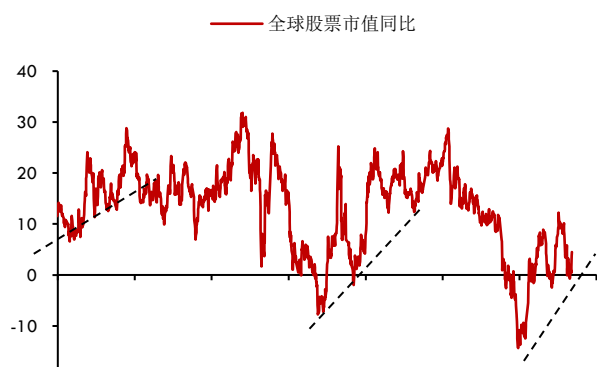
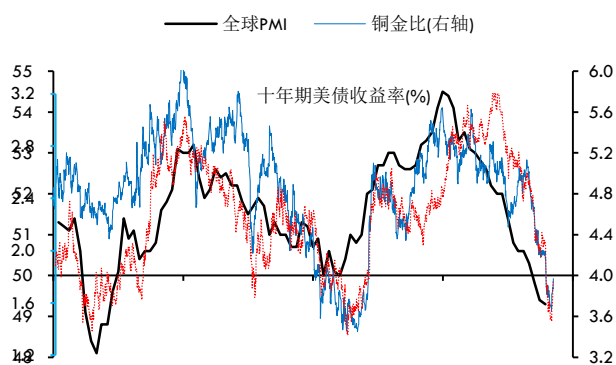


图 10： 利率市场、商品市场反馈积极



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\\_9860](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9860)

