

商品的全面调整风险

——宏观看商品系列（一）

华泰期货研究所 宏观策略组

徐闻宇

宏观贵金属研究员

☎ 021-68757985

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

摘要：

冬季冰雪融化之后，伴随着全球贸易风险的加剧，全球经济增长的悲观预期逐渐加深。资本市场经历了波动率放大的2月和商品快速调整的3月。

似乎市场依然在等待回调以后做多的机会，但是预期打破后的修复和流动性收紧的叠加对于未来方向的指引并不友好，需求兑现的紧张首先触发了黑色链条的巨幅调整，而需求政策的继续收紧进一步引发了市场对于未来需求增长的调降。利率快速上行引发权益资产波动率放大的影响面临向商品市场的传导，市场料将再次面临下行风险。

策略：

金融条件逐渐收紧的背景下，未来需要关注下游需求回落的印证。对于商品而言，随着供给端的相对确定，未来信贷收缩对于需求的影响将更为直接。从终端需求来看，主要城市的抵押贷款要求的逐渐收紧将对于地产销售继续形成悲观冲击，直接影响地产下游的耐用品消费，向上传导至地产上游的投资预期，对于原材料企业也将形成需求逐步回落的风险。关注相应商品的供需预期转变。

流动性冲击的逐步临近预期，未来需要关注利率敏感性资产调整放大的风险。随着央行逐步形成进一步收紧的预期，流动性盛宴的逐步见顶，对于利率敏感性资产将首先面临调整风险，从商品结构上而言建议作为空头配置。

对于金融资产来说，在金融周期向下的背景下，经济下行压力或将增大，可以考虑多债空地产上游类板块的对冲策略。股市方面，属于金融周期中房地产投资拉动的板块包括钢铁、建材、建筑、煤炭、有色5个行业。地产行业处于过热阶段时，房地产价格大涨，地产开发商处于被动去库存或主动加库存状态，地产投资增速开始上升，地产行业对地产的上游行业起到了正向拉动作用。而当金融周期走向拐点之时，前一阶段被拉抬的板块（钢铁、煤炭、有色、建筑、建材等）或将面临股价下滑的风险，而前一阶段被压制的板块（电子、通信、医药、餐饮旅游、纺织服装等）整体表现或将出现改善。

联系人：

陈峤

股指国债研究员

☎ 0755-82537411

✉ chenqiao@htfc.com

从业资格号：F3036907

蔡超

宏观研究员

✉ caichao@htfc.com

从业资格号：F3035843

相关研究：

弱美元的篮子除了欧元还有日元

2017-12-25

过热的前奏开启——12月美联储议息会议点评

2017-12-14

引：经济指标的见顶——预期的修正行情

随着全球贸易摩擦的逐渐升级，市场对于经济增长的预期也从共振乐观到边际改变的过程。我们看到全球经济增长的指标继续呈现出相对高位的特征，显示出经济增长的现状将继续不错，但是往往过犹不及，在高位的经济状况和高位的资产价格在拥挤头寸的影响之下将呈现出更大的脆弱性，2018年初的市场走势给出了完美的注解——

2月美股大跌，美债利率的快速上行带动了市场对风险资产的抛售。随着美国经济增长预期进一步提振，市场对通胀预期的担忧也进一步加深。1月底美联储的议息会议上向市场传递的更为鹰派的通胀信心，增加了市场对于利率快速上升的预期，十年美债收益率快速跳涨至2.88%，[利率快速上行](#)增加了风险资产的抛售压力。

金融机构的调仓以及拥挤的做空波动率策略加剧风险资产的调整。年初以来，美股继续陡峭化上行，而美债在市场对经济和通胀预期的担忧中被抛售，带动美债收益平衡的打破，机构在风险平价策略下存在[调仓需求](#)。而另一方面，在市场对全球经济繁荣复苏乐观预期之下，“做空波动率”交易头寸过度拥挤，短期波动率的快速上行挤压着头寸的平仓，带动风险资产进一步下行。

市场的波动率回升下，关注外围商品、风险资产的短期调整压力。市场情绪仍处于相对悲观环境之下，而美元避险需求下反弹的风险逐步加剧的情况下，外围风险资产面临波动率的传导风险在加剧，[维持风险资产低仓位持有判断，维持做多利率敏感型商品波动率的判断](#)。风险资产等待波动率风口的褪去。

市场调整的背后是经济复苏的脆弱性和预期的过度乐观共振。我们看到，即使在资本市场波动率进一步回升的2月，实体经济的乐观预期依然还是延续的，边际上的改变量相对有限。截止2月的调查PMI指标显示，无论是发达市场还是新兴市场，经济的景气度仍将延续——相比较之前有所改变的是，从共振环比上涨，到了共振环比回落（图1）。

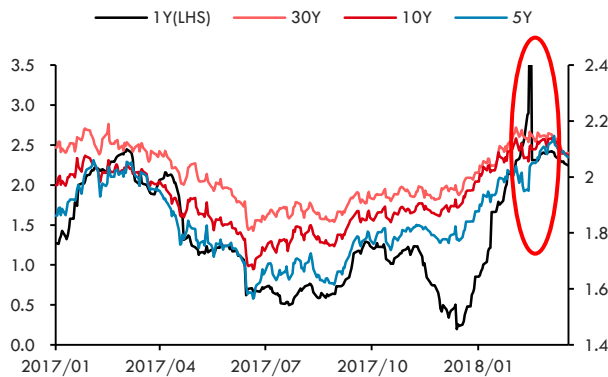
图 1: 制造业 PMI 显示全球经济仍维持景气, 但 2 月环比下滑

	2016-12	2017-01	2017-02	2017-03	2017-04	2017-05	2017-06	2017-07	2017-08	2017-09	2017-10	2017-11	2017-12	2018-01	2018-02
美国	54.3	55.0	54.2	53.3	52.8	52.7	52.0	53.3	52.8	53.1	54.6	53.9	55.1	55.5	55.3
欧元区	54.9	55.2	55.4	56.2	56.7	57.0	57.4	56.6	57.4	58.1	58.5	60.1	60.6	59.6	58.6
德国	55.6	56.4	56.8	58.3	58.2	59.5	59.6	58.1	59.3	60.6	60.6	62.5	63.3	61.1	60.6
法国	53.5	53.6	52.2	53.3	55.1	53.8	54.8	54.9	55.8	56.1	56.1	57.7	58.8	58.4	55.9
意大利	53.2	53.0	55.0	55.7	56.2	55.1	55.2	55.1	56.3	56.3	57.8	58.3	57.4	59.0	56.8
西班牙	55.3	55.6	54.8	53.9	54.5	55.4	54.7	54.0	52.4	54.3	55.8	56.1	55.8	55.2	56.0
英国	56.1	55.7	54.5	54.2	57.3	56.3	54.2	55.3	56.9	56.0	56.3	58.2	56.2	55.3	55.2
澳大利亚	55.4	51.2	59.3	57.5	59.2	54.8	55.0	56.0	59.8	54.2	51.1	57.3	56.2	58.7	57.5
日本	52.4	52.7	53.3	52.4	52.7	53.1	52.4	52.1	52.2	52.9	52.8	54.0	54.8	54.1	54.1
中国(财新)	51.9	51.0	51.7	51.2	50.3	49.6	50.4	51.1	51.6	51.0	51.0	50.8	51.5	51.5	51.6
中国(官方)	51.4	51.3	51.6	51.8	51.2	51.2	51.7	51.4	51.7	52.4	51.6	51.8	51.6	51.3	50.3
韩国	49.4	49.0	49.2	48.4	49.4	49.2	50.1	49.1	49.9	50.6	50.2	51.2	49.9	50.7	50.3
中国台湾	56.2	55.6	54.5	56.2	54.4	53.1	53.3	53.6	54.3	54.2	53.6	56.3	56.6	56.9	56.0
印尼	49.0	50.4	49.3	50.5	51.2	50.6	49.5	48.6	50.7	50.4	50.1	50.4	49.3	49.9	51.4
印度	49.6	50.4	50.7	52.5	52.5	51.6	50.9	47.9	51.2	51.2	50.3	52.6	54.7	52.4	52.1
俄罗斯	53.7	54.7	52.5	52.4	50.8	52.4	50.3	52.7	51.6	51.9	51.1	51.5	52.0	52.1	50.2
巴西	45.2	44.0	46.9	49.6	50.1	52.0	50.5	50.0	50.9	50.9	51.2	53.5	52.4	51.2	53.2
墨西哥	50.2	50.8	50.6	51.5	50.7	51.2	52.3	51.2	52.2	52.8	49.2	52.4	51.7	52.6	51.6

数据来源: Wind 华泰期货研究院

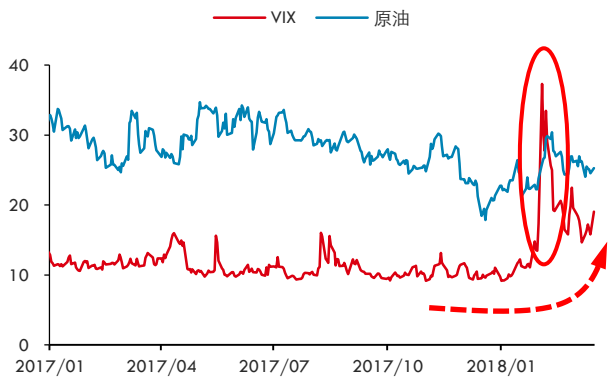
而另一方面, 在市场波动率提升的情况之下, 美国市场金融条件由前期的“加息—宽松”模式转向“加息—收紧”的概率在增强。共振乐观对于利率的向上带动触发了市场的调整开关, 而共振乐观的市场行为引起了调整的共振放大。波动率放大触发的背景我们猜测是目前美国的资产价格高位对于金融条件的敏感性增加, 美联储 1 月加息之后, 市场对于美联储 (甚至其他主要央行形成共同推出宽松预期下) 利率继续抬升的反馈已经从金融条件的宽松走向了金融条件的收紧。

图 2: 通胀预期快速回升对市场冲击 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 3: 权益资产波动率快速上升 单位: 点



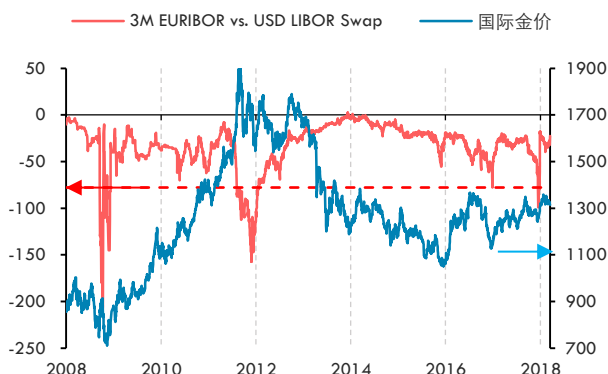
数据来源: Wind 华泰期货研究所

图 4：金融条件不再越加息越宽松



数据来源：Wind 华泰期货研究所

图 5：去年底货币流动性的收紧料将延续



数据来源：Wind 华泰期货研究所

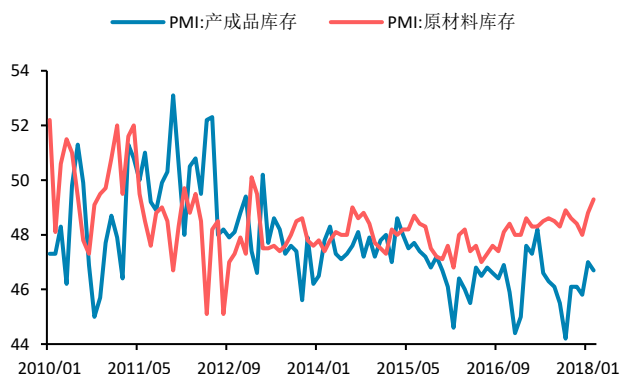
市场的表象下是经济基本面的可能转变，我们从库存和投资两个维度推演未来经济运行的方向：从库存周期来看，随着本轮周期的复苏（美国从 2015 年开始，中国从 2016 年开始），社会的库存累计也逐步增加，截止 2018 年再次回到高位；从投资周期来看，随着企业盈利增速展望的下行，未来投资支出面临回落的风险在累计。

· 库存周期的回落风险

经济的景气指数 PMI 显示了企业对未来的信心，截止 2 月主要经济体的库存景气均处于高位。PMI 的库存分项显示美国的库存景气已经处于这一轮周期的高位，中国的 PMI 库存分项指标中，原材料库存持续走高，已经达到了 2013 年 2 月以来的最高点，产成品库存从整个一轮周期的角度来看，目前库存水平的高度有限，但也以处在一个不低的位置。

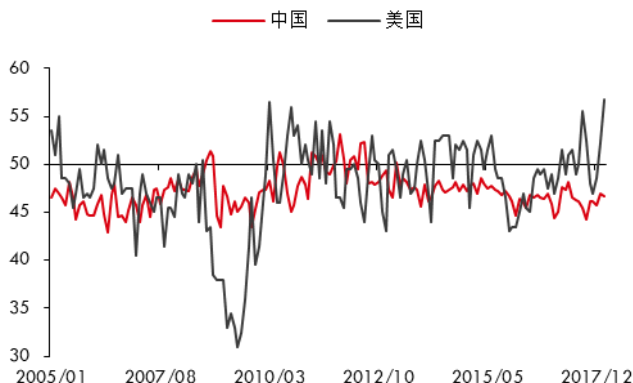
从整个实体库存的情况来看，我们主要参考工业企业产成品存货的累计同比增速，该指标从 1996 年至 2014 年经历了五次完整的库存周期，从 2014 年 8 月开始的库存周期，自 2016 年 6 月开始进入主动补库存，考虑到以往几轮弱库存周期叠加了去产能进程，因此这一轮库存周期仍是弱周期，自 2014 年 8 月至 2017 年 4 月的高点经历了将近三年的时间，结合以往几轮弱周期的大致时间长度，一轮库存周期的结束从时间上看已经充分，此外 2017 年 9 月工业企业的产成品库存出现过一次反弹，但反弹依然难以突破 2017 年 4 月的高点，说明新一轮的去库存大概率已经开始。因此无论从 PMI 的库存分项指标还是实体经济的库存情况来看，库存周期存在回落的风险。

图 6：中国 PMI 库存分项 (%)



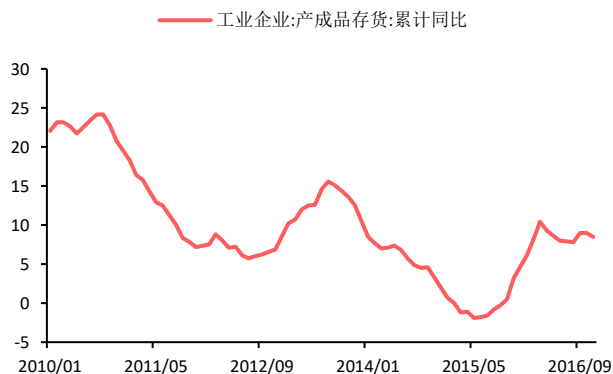
数据来源：Wind 华泰期货研究所

图 7：库存周期(PMI 库存分项)的见顶



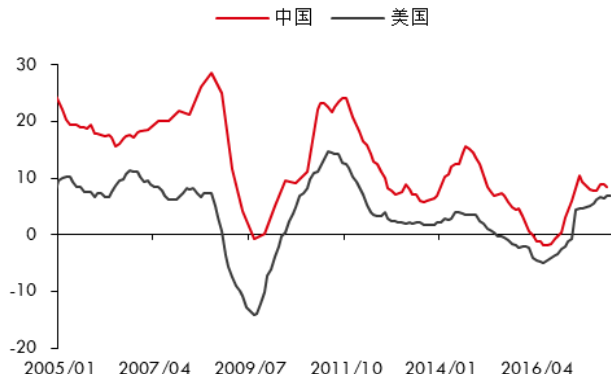
数据来源：Wind 华泰期货研究所

图 8：工业企业产成品存货累计同比 (%)



数据来源：Wind 华泰期货研究所

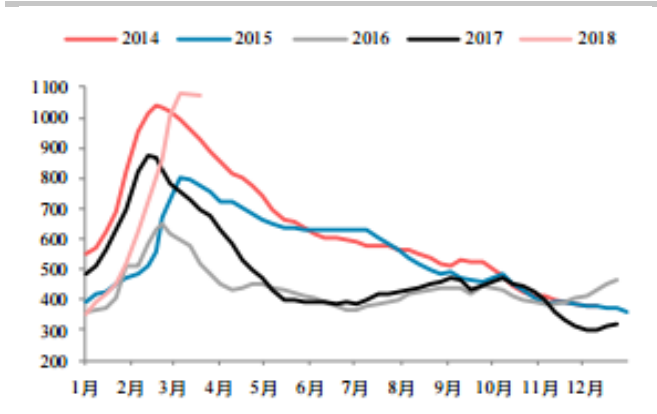
图 9：制造业库存同比阶段性高位



数据来源：Wind 华泰期货研究所

此外，**微观经济的库存周期进一步佐证了我们的看法**。目前制造业库存同比已经处于阶段性的**高位**，螺纹钢的社会库存（图 10）同样也处于高位，从微观的库存变化来看，库存的同比增速已处于周期的尾端。

图 10: 螺纹钢社会库存高位 (%)



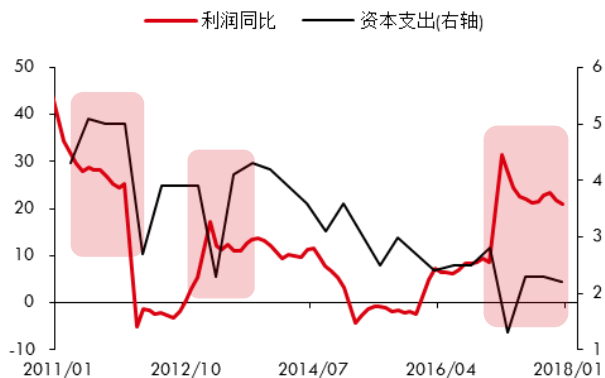
数据来源: Wind 华泰期货研究所

· 设备投资周期的回落风险

从经济学的角度讲,企业只有对未来盈利预期较高时才会主动扩大规模进行各项投资活动,因此**企业盈利状况应该是设备投资的领先指标**。我们循着企业利润对设备投资的指引作用这条线索,发现投资周期在不远的未来面临回落风险。

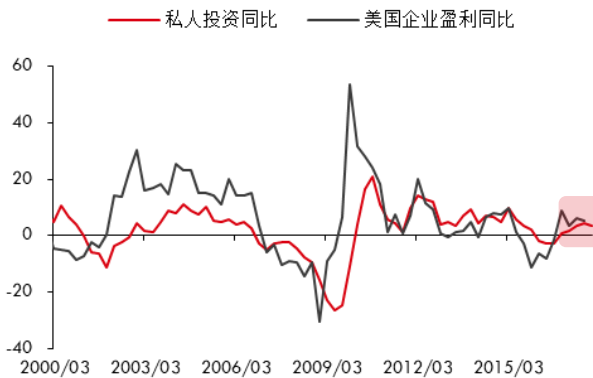
从宏观逻辑层面来看,一般情况下,设备投资(资本开支)的增速高低往往基于企业的盈利增长、或者盈利增长预期。而企业的盈利往往与经济周期同步。因此,企业的盈利指标在逻辑上领先设备投资,存在**“需求改善——>企业盈利——>设备投资(增加资本开支)”**的传导。

图 11: 中国: 领先指标下滑 vs 资本支出回落



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 12: 美国: 盈利增速下滑 vs 资本支出放缓



数据来源: Wind 华泰期货研究院

一般而言，投资周期的强弱，很大程度上取决于企业根据当前需求状况对未来需求做出的预判，其出发点还是当前的经济状况。从历史数据来看，**无论是美国企业或是中国企业，企业利润的同比增速对设备投资均有一定的领先性或同步性**，这也与一般企业的投资和决策周期相吻合。

站在目前的时点来看，对于中国而言，四季度以来企业利润增速不断放缓。价格上来说，PPI 连续出现下滑，工业品价格涨幅趋缓令工业企业利润增速收敛。量上来讲，工业品中无论是钢材或是螺纹钢，社会库存均出现了高企现象，这或与需求的下滑有关。需求的下滑预计来源于投资的下行以及环保限产对需求端的抑制，地产的分项数据（房屋施工面积、新开工面积以及土地购置面积均出现大幅的走弱）已经印证了这一点¹。

虽然今年国家将会通过降费减税的方式帮助企业减轻负担，但考虑到价格仍然是现阶段影响企业盈利水平的主要因素，价格的上涨动力在需求回落（地产在长效机制调控背景下的走弱预期，基建投资在资金来源受堵下的走弱预期）的背景下，**企业利润或将进一步的放缓**。工业企业利润在 2017 年 2 月运行至阶段性的高点，**随着企业盈利的进一步下滑，预计此轮设备投资周期的顶部已现**。对于美国而言，在企业盈利增速的高位放缓下，资本投资提振预计有限，短期或将面临回落风险。

¹ 见图 22-24

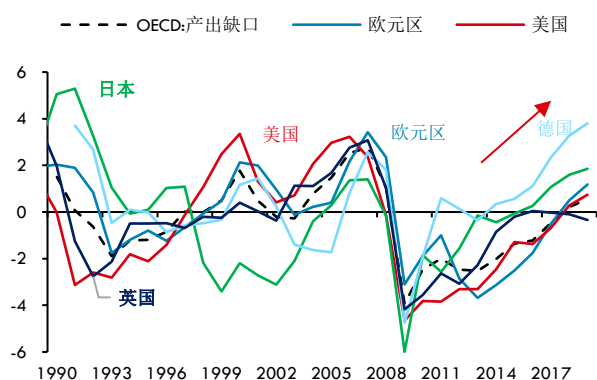
供需矛盾的再修正——价格的二次修正探讨

行至当下，我们需要讨论的是商品的供需两方面是否会发生进一步的变动。从经济的产出缺口来看，目前条件下随着主要国家经济复苏的延续，**产出缺口料将继续呈现封闭状态，从而增加经济体的矛盾**；从商品的供需两端来看，供给端随着价格和利润的修复，上游产出情况维持乐观的概率较大，而需求端刺激政策的降低或落空增加了供需矛盾再次恶化的风险。

我们首先从整体经济说起。根据 OECD 追踪额主要国家产出缺口变化情况来看，随着 2012 年以来主要国家经济在宽松货币政策条件下的逐渐复苏，**需求的缓慢增加和其后的去产能政策叠加，加速了经济体的产出缺口趋于封闭**。而随着宽松货币的退潮，叠加着前述周期的回落，增加了市场对于下游承接的担忧。

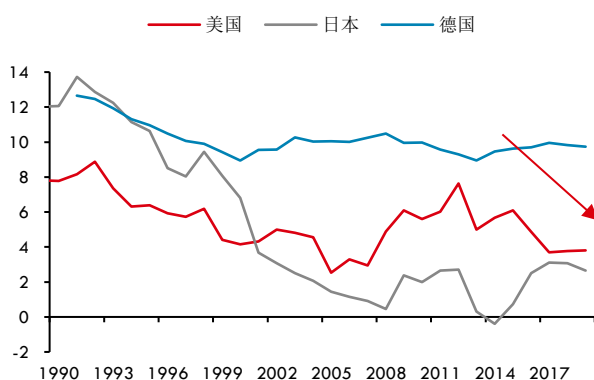
而另一方面从居民部门的储蓄情况来看，以美国为代表的经济体家庭储蓄率却持续下降（截止 2017 年再次回落至 3.7% 的低位），从而对于未来的供需情况的继续改善带来悲观的注脚。

图 13: 主要国家产出缺口逐渐封闭



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 14: 主要国家储蓄率维持低位状态



数据来源: Wind 华泰期货研究院

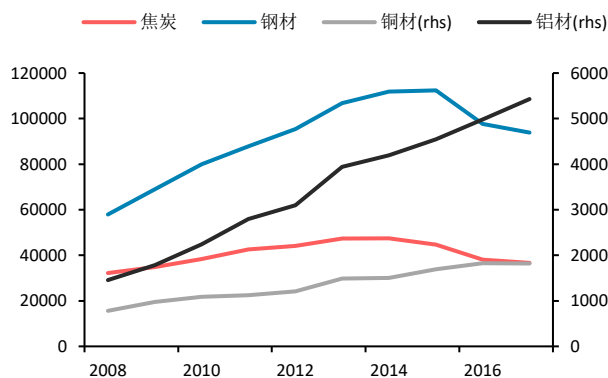
· 商品供给的影响分析

具体从商品的供给端来看，**主要大宗商品的产能和产量自 2008 年的金融危机以来出现上升**。其中，PP、铜、铝、矿等大宗商品的产能稳步提高，较危机时的产能水平出现了明显的提高；产量方面虽然近年来在供给侧结构性改革的推动下，炭和钢的产量水平有所下滑，但是焦炭、钢材等许多商品的产量较 2008 年仍有明显的提高；价格方面 2008 年金融危机以后，需求的大幅下滑致使大宗商品的价格出现了明显的下滑，但十年的大周期中，商品价格大多在 2016 年起出现反弹，**目前许多大宗商品的价格已经接近 2008 年年初的水平**。

在产能、产量不断抬升的同时，价格出现上行，说明商品的需求预期在政策刺激之下也不断抬升，商品的供需缺口逐渐收窄，过去供给相对于需求过多的局面有所好转。

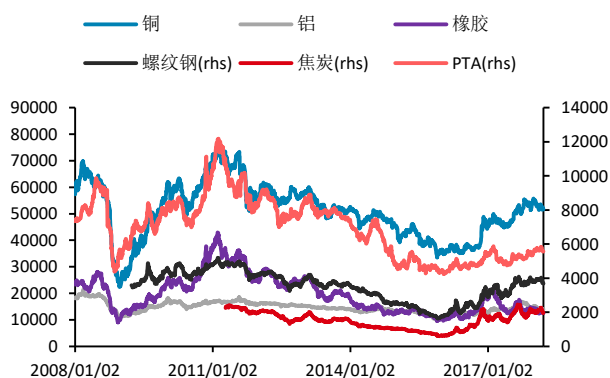
展望未来，需要关注需求证伪的风险。在供给侧改革的背景之下，随着地产需求下滑对于工业品的需求冲击将强于工业品的供给端，若未来气候异常变化加大，则由于其对农产品的产出和运输的冲击要明显强于工业品²，因此未来一旦发生气候问题的影响，农产品的供需缺口的收缩要强于工业品。

图 15: 商品产量 (万吨)



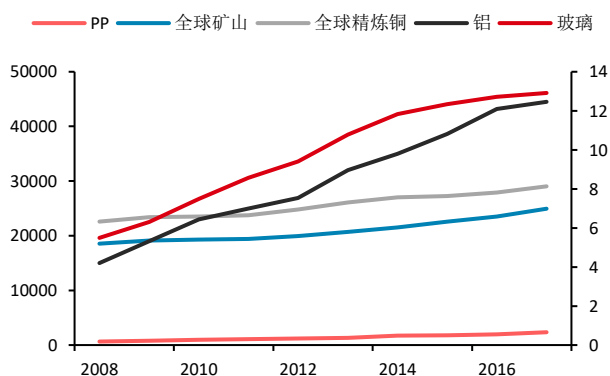
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 16: 商品价格



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 17: 商品产能变动趋向



数据来源: Wind 华泰期货研究院

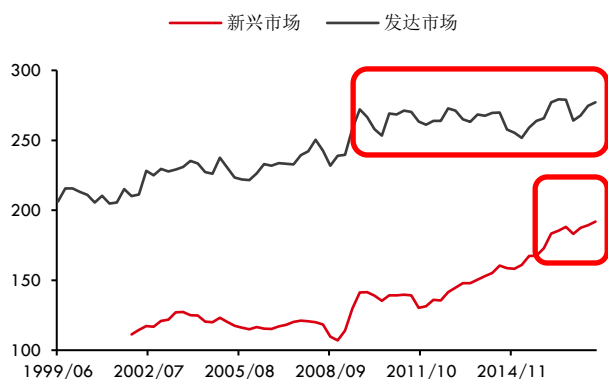
² 未来我们将就气候问题展开更详细的分析。

· 商品需求的影响分析

依照自上而下的思路，在需求端我们首先需要关注核心消费国的杠杆变动情况以判断其继续增加杠杆消费的情况。上文我们已经看到，以美国为代表的核心国家家庭储蓄率在 2014 年以来进一步下降至低位，显示出私人部门未来加杠杆面临的风险系数在增加——债务负担率扩大。

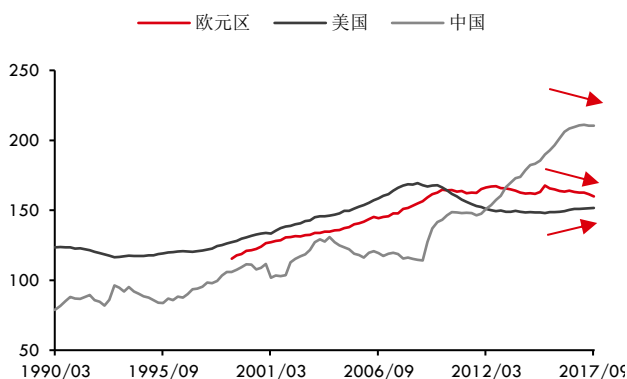
在这一背景下，全球经济在经历了 2014 年以来的再杠杆之后，无论是发达市场还是新兴市场的杠杆率已经处于高位，从中美欧三大经济体的杠杆变动方向来看，中欧的变动速率依然处于持续下降的状态，而美国的再杠杆斜率也有一定程度的放缓，显示出高位的杠杆继续增加的动能有所削弱。

图 18: 新兴和发达市场私人部门杠杆率高位



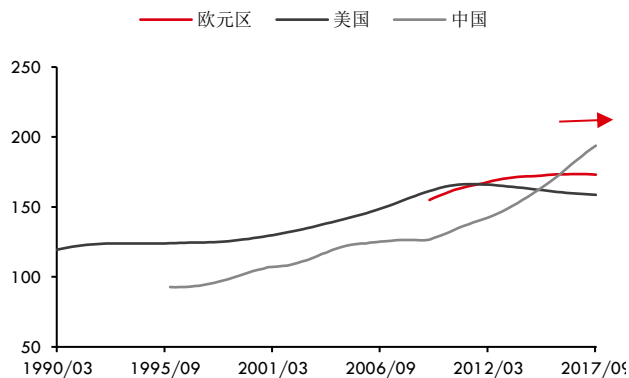
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: 中美欧杠杆率变动情况



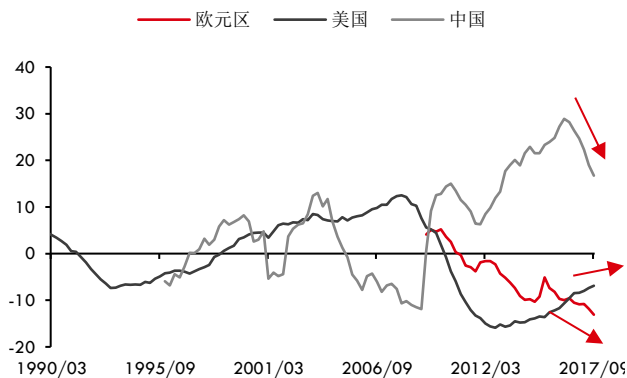
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 中美欧杠杆率变动趋势分析



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21: 中美欧杠杆率变动速率分析



数据来源: Wind 华泰期货研究院

我们具体从国内和国外两个角度来看引导本轮需求下行的因素。

1) 国内需求——关注地产周期的下行

而从国内来看，随着十九大报告中指出“房子是用来住的，不是用来炒的”，此后的几次国家重要会议又多次强调了这一政策主基调。近阶段以来，我们看到全国各地房地产市场调控有**加强的态势**：

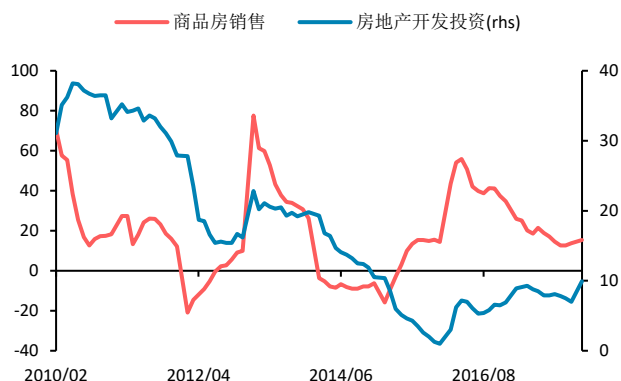
- 1) 中信银行等银行收紧北京地区房贷业务；
- 2) 珠海市各家银行的首套房贷利率出现上浮；
- 3) 武汉市拟对全市新建商品房预售资金实施全程监管，购房人缴纳的购房款和银行拨付的按揭房款都不直接进入房企的独立账户；
- 4) 继昆明市政府办公厅出台楼市调控新政后，云南省市场利率定价自律机制秘书处也向其成员单位下发了《昆明市商业性个人住房贷款最低首付款比例调整方案的通知》，要求所有的成员单位提高住宅二套房首付比例，并对拥有2套及以上住房的居民家庭，暂停发放商业性个人住房贷款。

虽然今年3月公布的经济数据显示1-2月房地产开发投资出现了远超预期的大幅度跳涨，但是从细项数据来看，无论是施工、新开工面积，还是土地购置费和商品房的销售数据均出现了下滑，国家统计局公布的2月商品住宅销售价格也显示70个大中城市中一线城市新建商品住宅销售价格环比降幅扩大；二线城市价格涨幅回落；三线城市涨幅与上月相同。这都体现出了地产调控的积极成效。

在地产调控的背景之下，新开工和销售的持续下滑预示着建安工程增速的下滑，而在信贷收紧的背景之下，我们已经看到了房企到位资金增速的下滑，这将抑制土地购置费的上行，未来地产投资增速进入下行期无法避免，地产投资的需求将面临下滑，这种下滑首先将影响地产类消费。我们可以看到，家具、建筑和装潢材料这些与地产高度相关的消费的增速伴随着地产投资的低迷已经出现了明显的下降，在地产投资步入下行期后，这些消费领域仍将处于较长时期的下滑过程中。

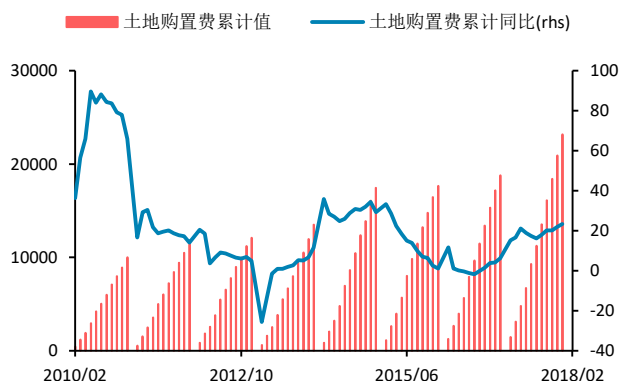
此外伴随地产投资的需求面临下滑，房价的走势面临一定的调整压力，这会导致前期房价处于高位时大量的房地产抵押品抵押价值的下降，并会进而影响到房地产抵押品的流动性。

图 22: 房地产投资与商品房销售面积累计同比 (%)



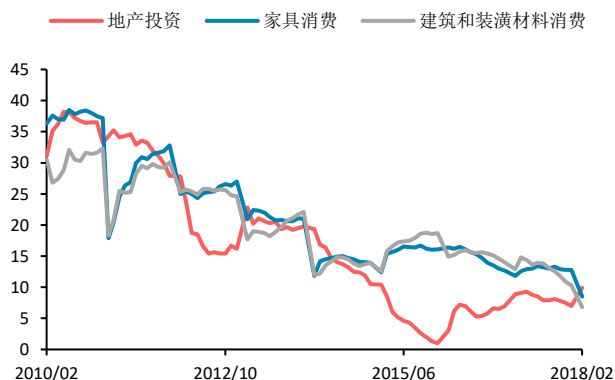
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 23: 土地购置费累计值和累计同比



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24: 地产投资和地产消费 (%)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

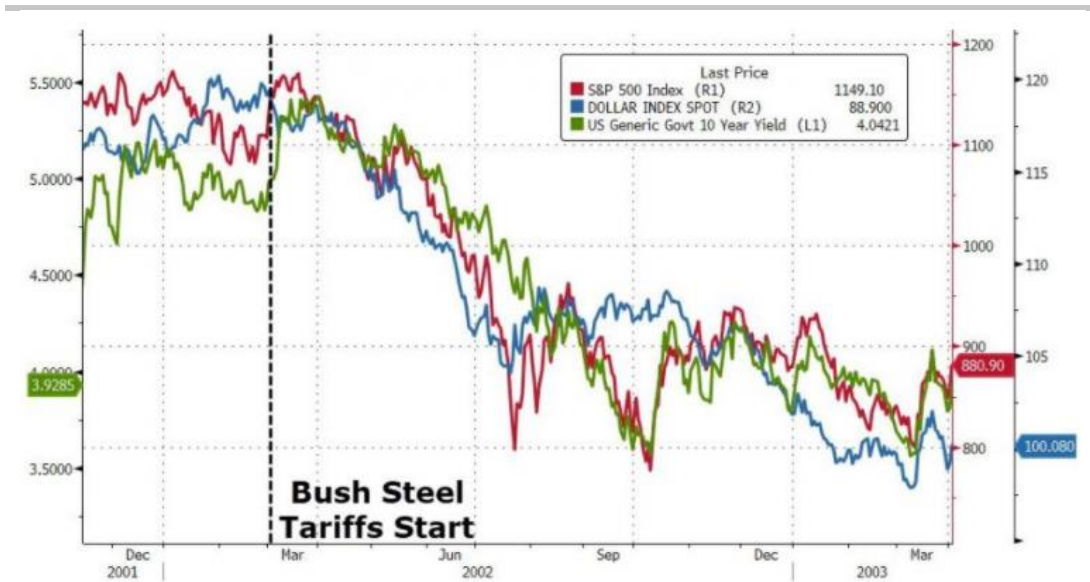
2) 全球需求——需要警惕贸易保护增强带来的弱化风险

庞大的贸易逆差给美国政府与社会带来了较大压力，特朗普竞选期间便针对中国巨大的对美贸易顺差颇有微词。进入 2018 年，美国显著加快了对贸易伙伴国某些行业进行贸易制裁的频率。考虑到美国政府面临的大规模贸易逆差与财政赤字，贸易战蔓延至各领域的概率并不低，美国或继续对其主要贸易伙伴挥舞贸易战的大棒，其他国家也可能采取反击，从而加剧全球性贸易战的风险。

以史为鉴，2002 年美国总统小布什宣布，将对从欧洲、亚洲和南美进口的大部分钢铁施加 8% 到 30% 的进口关税，期限为 3 年。这一决定引发轩然大波，并遭到国际社会的普遍谴责。欧盟向世贸组织投诉，并采取报复式的保护措施。日本、韩国、中共、巴西等国家随

后也加入到抗议浪潮之中。在关税措施实行的一年时间里，全球市场遭到猛烈抛压，标普500大跌了30%，美元同步重挫，美债收益率大跌，对应美债价格飙升。

图 25： 2002 年贸易保护中风险资产的调整



数据来源：华尔街见闻 华泰期货研究院

近期，美国总统特朗普宣布将对所有来源的进口钢铁和铝产品全面征税，税率分别为 25% 和 10%，此外寻求中国对美缩窄 1000 亿美元逆差。对于中国来说，根据国家海关公布数据，2017 年中国对美出口钢铁 118 万吨，只占中国钢材出口数量的 1.6%，中国并非美国主要的钢铁进口国。我们认为美国对进口钢铁征税对中国钢铁出口影响不大，而且净出口目前对我国 GDP 贡献率较低，高关税对我国经济的传导影响有限。但**值得注意的是，特朗普政府有发动全面贸易战的风险，这可能对全球资本市场风险偏好形成冲击，在恐慌情绪的蔓延下，或将引起全球风险资产的共振式下跌，加剧市场的波动。**

由于中美贸易摩擦不确定性仍然较高，在此我们分别按照不同路径来演绎需求的变化。

路径一：逆全球化超预期放松。在此情境下，短期内市场情绪将由悲观观望情绪迅速转变为乐观情绪，风险偏好或将出现共振式上行，风险资产也有望受到提振走高。需求方面，由于逆全球化的超预期放松，且美欧经济体仍处于稳定增长区间，对大宗商品的需求尤其是能源、工业品相关商品的需求也将随之增加。

路径二：零星贸易战，维持现状。在此情景下，由于受供给侧改革的影响，我国钢材出口量已经由 11% 下降至 8%，出口到美国的钢材更少，仅占总产量比重的 1.6%。我国铝及铝材

出口占总产量比例不大，2017 年仅为 4%。因此对于中国的外需而言，征税整体影响相对较小，外需亦有望保持相对的平稳。

路径三（可能性最高）：有针对性地对华部分产品（如通信、录音和放声设备，办公及自动数据处理设备，和金属及金属制品等）实施惩罚关税。其实分行业看中美贸易差额，可以发现在工业制造业领域，中美贸易存明显顺差；而在农产品及服务贸易领域，中美贸易存显著逆差。中美进出口贸易顺差规模较大的行业依次为电子、电气设备（含家电）、纺织服装、机械、家具、鞋及皮革品、钢铁、有色金属制品、塑料橡胶、非金属矿制品、化学制品、印刷品和木制品等。因此，美国或将推出有针对性的对华部分贸易顺差规模较大的行业产品实施惩罚性关税。在这条路径之下，外需的旺盛将会受到阻隔，出口增速也将受到需求的回落而出现下滑。

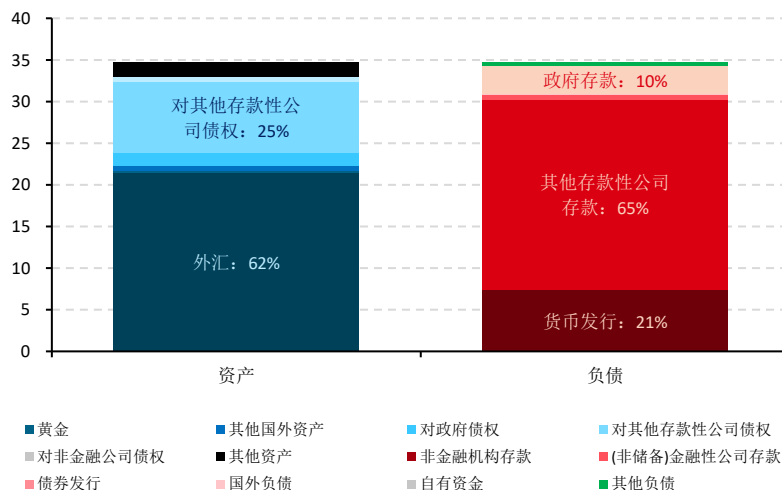
路径四：美国对来自中国所有产品征收 15% 或更高的关税，触发全面贸易战。若中国出口商以及人民币币值没有做出相应反应，美国普征关税将使得对中国出口影响非常大甚至更加不可控，外需也将出现相较路径三更为猛烈的下滑。

流动性拐点——价格修正的再次助推

此外，由于货币流动性收紧带来的冲击将对于未来处于修正之中的商品形成压力的增强。

简单来看，国内宏观流动性的分配主要来源于两部分——流入的美元流动性和人民币自身流动性，这点从央行的资产负债表可以看出来。目前，央行资产负债表的资产构成主要为央行外汇占款，占央行总资产 62%；对其他存款性公司债券占总资产 25%，两者构成总资产的 87%。

图 26： 人民银行资产负债表主要结构

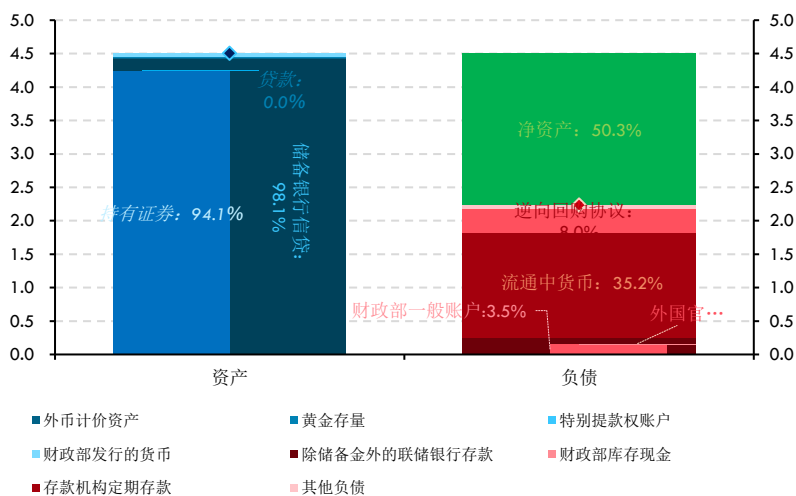


数据来源：PBC 华泰期货研究院

所以对于央行的资产负债表，向上看是美元的流动性供给。在全球美元信用体系之下，因为美元的流动性框架涉及全球美元流动性分配。

· 美元流动性的收紧

图 27: 美联储资产负债表主要结构



数据来源: FED 华泰期货研究院

美国主导的全球再平衡再次激起了全球市场的不稳定性，无论是美国还是非美地区的风险资产都将面临着继续调整的风险。虽然我们从经济基本上仍没有看到更多的衰退迹象——消费端和制造端的景气指数依然位于本轮复苏以来甚至 2000 年以来的高位，即使考虑到美国经济复苏的中后期阶段，美债收益率曲线扁平化仍有 50-60BP 趋于倒挂，但是头寸方向的趋于一致性带来的波动性放大，以及财政扩张和货币收紧的政策组合都显示出本轮周期以进行到了最后的阶段。在这个阶段我们将看到的是：

踩准节拍的投资者因为波动率的上升而获利无数；

谨慎的投资者认为音乐随时会结束，开始增加安全性资产的储备准备下一轮周期开始后的头寸。

也是在这个阶段，我们看到了全球政治极端化风险以及全球贸易格局的转变：原有依赖的流动性资产——美元，开始再次发生变化。全球再平衡的车轮启动势必带来美元流动性的收缩，而这一收缩将对美元负债高的经济体带来严重的冲击。这里面需要权衡的问题是目目前依赖于美元进行架构的“消费国、生产国和资源国”分工体系是否会发生变化，以及这种变化形成的是短期的波动还是长期趋势的转变——即产业分工模式的改变最终引起货币体系的变迁。

从历史上看，利率的强弱带来的财富再分配格局，形成了全球两极分化的极端。这种极端的状况在达到临界点之后逐步发生转变——全球央行的负利率实践带来了资本流动的异化，并非提升金融效率但是扼杀了市场配置的有效性。全球央行对于货币流动性的开始节制逆转了负利率的空间，在以时间换空间等待经济的再次技术革命到来之前：

资金流动性的收缩或扼杀脆弱的反弹，而形成 30 年代的一幕；

或再次呵护这种市场的反抗而步入更为严重的价格旋涡之中。

我们注意到美股长牛了十年之后，2018 年开局的波动率开始大幅抬升，QE 之下短期的持续稳定带来了长期不稳定因素的上升。或许原有的全球经济分工体系不能承载各国走低且异化的劳动生产率，长期来看需要提振的是劳动生产率，但是短期各国都将为各自的利益出发博弈着低生产率下的萎缩的资金流动。

金融对经济资源的有效配置前提在于，在大数定理之下，总量的利润可以覆盖总量的成本，这种跨期的配置才是可延续的。一旦再次进入到跨期配置的利润持续小于成本，则风险开始积聚——或追求短期稳定而持续积累这种成本-利润错配，不去出清前期错误的配置；或者市场化出清这种错配形成短期的不稳定性。显然权力在追求稳定之下更倾向于形成“灰犀牛”，则在全球没有经济体再能承受这种风险的转移之时，市场出清的风险就开始爆发。

自去年年底以来，外汇融资市场的“美元荒”不仅没有得到缓解，反而愈演愈烈。3 个月期 Libor-OIS 利差从去年 11 月不到 10bp 的“谷底”，业已扩大至逾 44bp，超越 2016 年货币市场基金(MMF)改革时的阶段性高点，达到 2011 年欧洲主权债务危机时的水平。根据美银美林分析，3 个月期 Libor-OIS 利差扩大有四大原因：

前端供应大幅抬升：继美国国会 2 月 8 日同意暂停债务上限、延长政府支出计划后，美国财政部本周发行了高达 2830 亿美元的国库券供应(计入当周到期的净值)。事实上，过去五周的国库券供应量已超过 2017 年全年净供应量的两倍以上。大幅抬升的前端供应导致国库券的价格较 OIS 出现显著下滑。这导致了其他货币市场产品的跌价，迫使银行提高借款利率以吸引资金。

海外现金回流预期：在庞大的海外现金池回流萎缩的预期下，许多企业正在建立离岸流动性的保障。离岸美元 MMF 的表现就是一个显著的例子。2016 年美国总统大选之后，主要离岸美元 MMF 管理的资产规模从 2400 亿美元扩张到了 3200 亿美元，符合为海外现金回流做准备的预期。去年年底税改法案实锤已落，未来企业离岸融资需求导致资金流失令离岸美元 MMF 经理人转向防御性姿态。

加息来临前的防御性持仓：由于前端供应抬升以及预期中 3 月 FOMC 会议上再次加息，在岸机构的主要 MMF 的加权平均期限出现收缩，反映了在岸货币市场的防御性姿态。

对准备金的吸收：美联储资产负债表的逐步收缩，以及近期财政部现金余额的攀升，将进一步吸收超额准备金，收紧货币状况。

表格 1: 2002 年以来美元流动性冲击对商品的影响幅度 (%)

	流动性(BP, 右轴)	商品	能源	贵金属	工业	农业
02.8-02.11	29.6	2.5	1.0	1.0	7.2	2.1
07.7-07.9	86.1	-1.8	-3.8	4.6	-12.7	5.1
07.11-07.12	62.2	-4.0	-9.3	-0.1	-11.4	4.4
08.1-08.4	65.7	14.5	32.9	1.7	15.8	4.0
08.8-08.10	287.4	-27.0	-31.5	-3.3	-29.8	-30.2
10.4-10.5	23.2	-8.6	-14.6	2.4	-16.3	-2.4
11.8-12.1	37.7	-12.4	-11.5	-7.0	-23.8	-11.8
15.11-16.1	14.1	-14.5	-35.0	0.2	-9.9	-3.3
16.5-16.9	24.2	-0.7	-2.8	12.1	6.9	-6.3
17.11-	33.0	1.8	-0.5	1.1	1.9	5.1
平均(除 2008.8)	41.8	-2.6	-4.8	1.8	-4.7	-0.3

资料来源: 华泰期货研究院

· 国内流动性的影响冲击

对于国内来看, 我国的供给侧改革经历了 16 年地产部门的去库存、17 年实体经济的去杠杆之后, 进入 2018 年供给侧改革开始了金融部门的去杠杆。目前从国内的经济环境来看, 对于实体而言地产的投机需求在调控的宏观背景之下预计将继续弱化, 需求的弱化将带动相应地产类消费的增速预期放缓, 风险资产的调整压力正在逐渐累积。

在供给侧改革进行到新的阶段之下, 通过降低企业资产负债率继续去杠杆的压力和银行体系通过定向降准和信贷向小微企业等方向倾斜构筑的防火墙料继续形成经济体结构性宽松的状态。因此对于实体部门而言未来结构大于总量的格局料将延续, 市场也将继续在乐观和悲观的矛盾中前行。我们从狭义和广义两个维度来观察目前国内的流动性水平, 发现:

今年以来, 在超储率创历史新低的背景下, 资金面也出现了持续的紧张;

基本上, 在经济稳货币政策收紧预期下, 流动性将维持偏紧状态。

1) 狭义流动性分析

影响流动性的因素有很多, 但从银行间市场资金供给的角度, 最本质的因素是银行超储率的高低。影响超储率主要有 5 大因素, 分别为: 外汇占款、财政存款变动、流通中现金 M0、法定存款准备金和公开市场操作。

外汇占款方面，广义货币 M2 的增长受两个因素的推动：基础货币和货币乘数。过去十年间 M2 能够保持较快的增长速度（平均在 17%-18%）其中主要的推动力来自于基础货币的增长。而基础货币增长较快的背后则是外汇占款的持续快速增长。因此，外汇占款提供基础货币与流动性，与贸易顺差状况、人民币升值预期以及热钱等因素相关。12 年以来，我国外汇占款流入有所放缓，但今年以来，随着人民币汇率企稳并出现阶段性升值，外汇流出量也有明显下降，往后看，外汇占款大幅流出或已接近阶段性尾声；财政存款则反映在央行资产的负债方，是中央和地方政府存放在央行的存款，财政存款减少对应基础货币的投放，财政存款的增加对应基础货币的收缩。

此外财政存款的变动具有很强的季节性，一般在季度初财政存款都会增加，季度末财政存款都会减少，年末实现集中投放；流通中现金 M0 的增加本质上需要消耗银行的超储率，而 M0 也同样具有很强的季节性，一般在节日中（以春节为首）居民取现需求较大，M0 增加收紧流动性，节后则出现回流；法定存款准备金传统上被认为是强力的货币政策，通过改变货币乘数来影响金融体系的资金供需关系。既是数量调控工具，又是价格调控工具。07-08 年和 2011 年法定存款准备金的持续上调对流动性的影响十分显著。加重了银行在银行同业市场借入资金的需求，推高回购利率。2015 年的发福降准则引导回购利率快速下行；公开市场操作是央行影响市场流动性的核心工具之一。但央行不同时期对法定和公开市场的倚重程度有所不同。例如 2011 年央行更加依赖于法定存款准备金率的上调来回笼流动性，公开市场则以净投放资金为主。综合来说，央行可以通过公开市场操作的发行量来调节市场流动性，从而调控市场利率。

从上述五点可以大致判断出超储率的变动方向和幅度，进而判断未来资金供给总量的变动方向，从而判断资金的松紧，今年以来，在超储率创历史新低的背景下，资金面也出现了持续的紧张。

2) 广义流动性分析

广义流动性的分析框架分为三个方面：

第一是基本面因素，即对经济周期以及通胀的判断。

第二是货币政策导向因素，即对货币政策未来是放松亦或是收紧的方向性判断。

第三是周期性或非规范性因素判断，例如同业、理财、非标的发展以及金融去杠杆的监管政策影响。

基本面因素和货币政策因素相辅相成，对流动性的主导逻辑链条为：

经济上行（下行）——>货币收紧（放松）——>流动性收紧（放松）

从第三个方面来看，近年来，中国金融杠杆率出现快速的上升，政府工作报告明确提出“要防止金融危机”，而防止危机的主要办法之一就是去杠杆。其中使用的方法之一就是收紧流动性的口袋，限制银行加杠杆的行为。让银行在成本压力下调整经营结构：抬升政策利率，引导市场利率上行，提高银行负债成本，抑制银行滚负债加杠杆的空间，倒逼银行调整资产负债表。此外，狭义流动性的松紧对广义流动性有传导作用。融资利率的升降对社融增长影响明显，货币市场利率以及社会整体利率水平的上升会逐步对社会融资总量形成抑制作用，如果利率保持高位，则社会融资总量的环比增速也将会放缓。反之降低货币市场利率有利于社融扩张，而社会融资总量则对经济动能有着较为明显的影响。

综合来说，资金面除了受总量因素影响外，还会受到结构性因素影响，即资金分布的均衡性和杠杆限制。事件性的影响和冲击也较多，例如 11 年的城投债、13 年的钱荒事件、14 年年末交易所质押率的黑天鹅事件等。同时，随着经济周期变化，货币政策在不同周期下也具有不同的方向与特点。因而，研究流动性还需关注流动性相关的事件、经济周期下的融资需求以及货币政策的走向。

警惕资产价格调整加剧的风险

· 全球转折风险在增加

在 M2 和信贷增速回落、金融周期向下的背景下，目前美国经济周期暂时还维持强势，各项指标仍维持高位，与此同时这段时间以来，美元的短期流动性出现了较大程度的收紧，并且美元的流动性收紧之势没有结束，近阶段 3 个月 Libor-OIS 利差快速走阔，而美债 2s10s 期限利差却在快速收窄，显示出在短端利率快速上行的背景下市场预期再次出现转折的风险在增加。

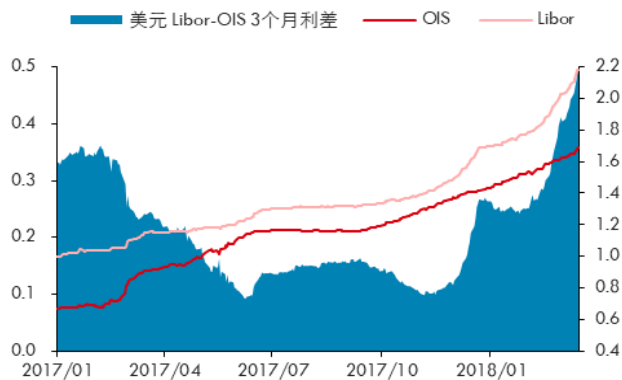
关注事件冲击后流动性风险扩大的影响。在美国财政部短久期美债增加发行之际，美国基准利率体系的替换更增加了市场对于流动性风险的担忧，从指标上看，美国信用宽松可能已经见底，目前来看，市场的流动性风险似乎在扩大。

· 关注央行政策边际上的改变

中国央行上周五进行了 3270 亿元的 MLF 操作，但是同日仅有 1895 亿元的 MLF 到期。而且此次 MLF 操作为 3 月最后一次上调 MLF 利率的窗口，在美联储大概率在 3 月加息的背景下，此次 MLF 的操作利率与上次持平。不上调利率并且如此大规模的超量 MLF 的续作显示出宏观流动性边际上改变的可能性。

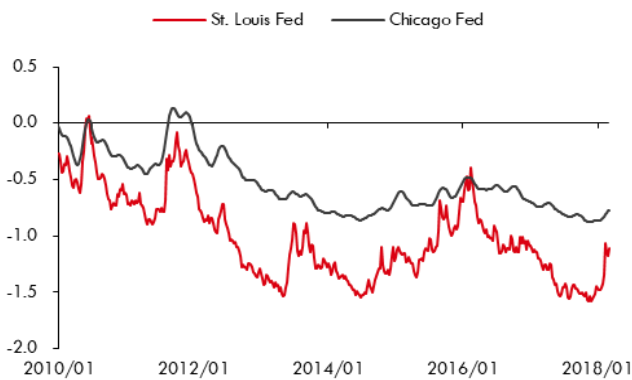
从长周期来看，美国亚特兰大联储 GDP 预测模型得出的经济增速预测下破十年期的美债利率，对于美国长端经济的担忧开始增加，经济增速的差异使得人民币依旧处于长期升值周期内，但短期这种中美之间流动性的差异将使得人民币短期相对于美元而言依旧呈现贬值的态势。

图 28: 美元流动性收紧



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 29: 信用宽松可能已经见底



数据来源: Wind 华泰期货研究院

· 关注长端利率的风险和机会

从 2008 年到 2017 年，中国的金融周期经历了近十年的繁荣期。房价翻了几番，信贷扩张使得非金融部门的杠杆率大幅上升，金融周期也在逐渐接近顶部，2018 年大概率将面临金融周期向下的环境。从金融周期的逻辑看，房地产和信用扩张不断促进所导致的金融风险不可持续问题，终将诱发紧信用。目前来看，紧信用下房价开始松动、地产市场趋冷下的增长乏力，也意味着金融周期的拐点渐行渐近。一旦金融周期转向，短期内经济下行压力加大，长端利率也将赋予下行的动力。

从股市来看，属于金融周期中房地产投资拉动的板块包括钢铁、建材、建筑、煤炭、有色 5 个行业。地产行业处于过热阶段时，房地产价格大涨，地产开放商处于被动去库存或主动加库存状态，地产投资增速开始上升，地产行业对房地产的上游行业起到了正向拉动作用。而当金融周期走向拐点之时，前一阶段被拉抬的板块（钢铁、煤炭、有色、建筑、建材等）或将面临股价下滑的风险，而前一阶段被压制的板块（电子、通信、医药、餐饮旅游、纺织服装等）整体表现或将出现改善。

因此，对于金融资产来说，在金融周期向下的背景下，经济下行压力或将增大，可以考虑多债空地产上游类板块的对冲策略。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2018版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com