

宏观点睛系列（七）

——当前对于中美周期的市场关注点

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

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。债务扩张的可持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

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)。

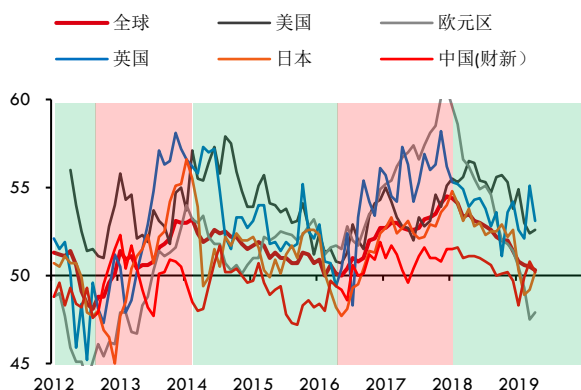
而 CPI 走势和 PMI 并不一致温和，两者的错配简单构成了传统的美林时钟周期——复苏 (PMI ↑ CPI ↓)、过热 (PMI ↑ CPI ↑)、滞胀 (PMI ↓ CPI ↑) 和衰退 (PMI ↓ CPI ↓) 阶段。而根据历史大类资产的收益率强弱表现来看，衰退阶段：债券 > 现金 > 股票 > 大宗商品；复苏阶段：股票 > 大宗商品 > 债券 > 现金；过热阶段：大宗商品 > 股票 > 现金/债券；滞胀阶段：现金 > 大宗商品/债券 > 股票。

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
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)	51.2	51.2	51.7	51.4	51.7	52.4	51.6	51.8	51.6	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
韩国	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

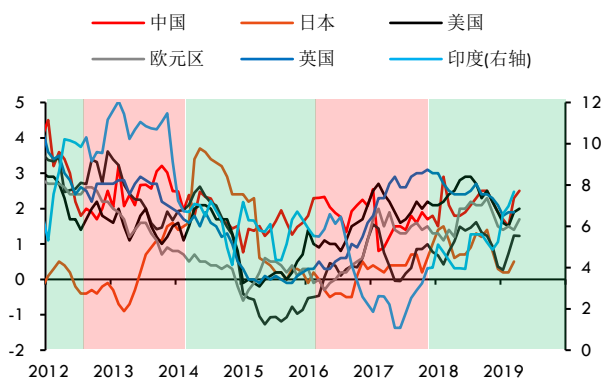
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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。

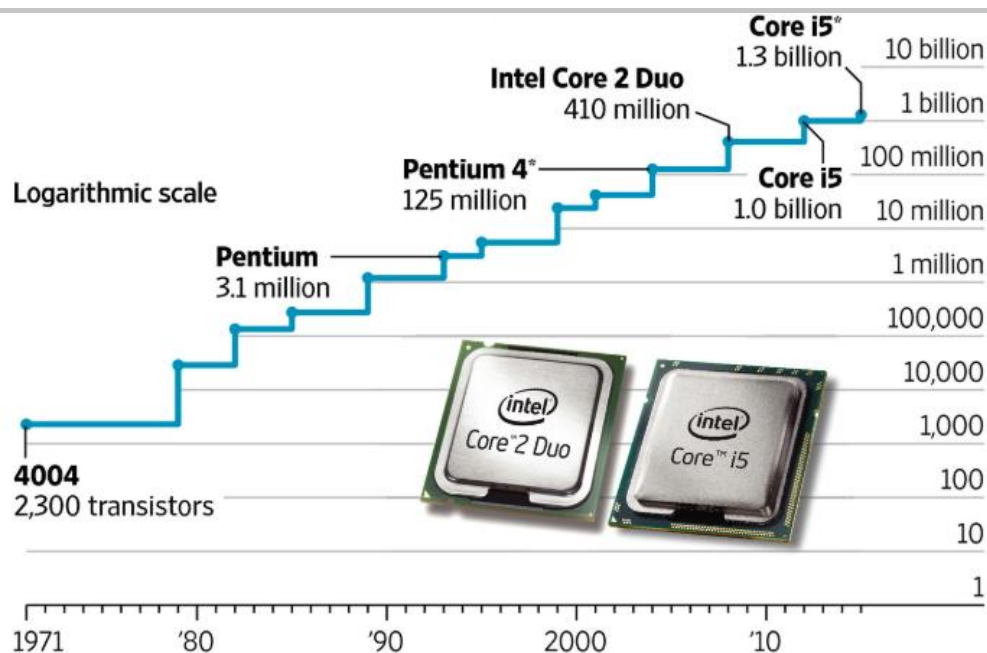
正因为我们所处长周期末端的状态，在 2000 年中国加入全球产业链的增量改善效应结束之后，全球重新回到了下行的过程之中；从逆周期的需求政策来看，货币政策无效——在全球央行进入到“负利率”空间之后带来的政策效应越来越弱，政策无效性进一步加强；财政政策我们再次看到了 1980 年代美国在经济周期的顶端采取扩张性政策的行为，我们对这一背离的解读是货币政策熨平了短周期的冷热，但是财政政策通过二次分配试图熨平或降低长周期回落的压力，表现在短周期上形成了美国周期的阶段性强势。

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。

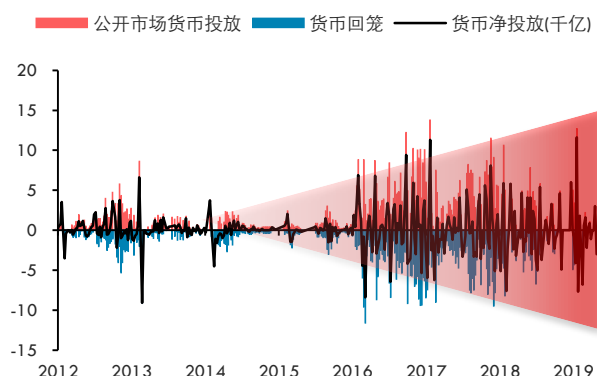
图 4： 资料显示，摩尔定律正在失效



数据来源：Intel 华泰期货研究院

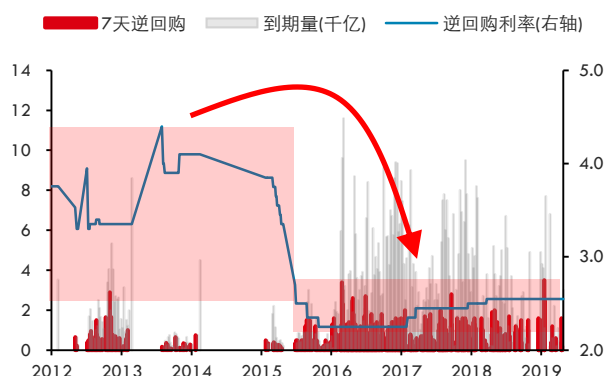
而高频宏观的背后蕴含着经济学更深刻的内涵——政策逆周期调节的精细化和无效化。凯恩斯经济学提出在经济下行过程中，可以通过财政货币的有形之手，来对冲经济下行，从而达到熨平周期的目的。美国次贷危机后传统货币政策的无效性迫使美联储祭出了“非常规货币政策”，而这一政策的退出过程中，预期管理起到了很重要的作用——从格林斯潘的“如果你认为确切地理解了我讲话的含义，那么你们肯定是对我的讲话产生了误解”，到伯南克和耶伦时代更倾向于同市场沟通，货币政策和市场沟通的及时性上升。同时，人民银行自 2016 年开始通过工作日连续公开市场操作的方式，精准调节市场流动性，自 2017 年开始通过增加“解释”的方式对市场预期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

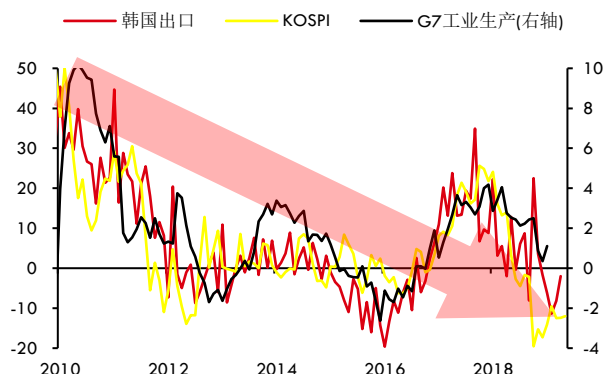
周期的手术刀在填平短期波动的同时，增加了长期更大的不确定性风险。金融市场在接收到政策熨平预期之后的相向而行，带来市场暂时稳定下的交易“拥挤”。截止 2019 年 4 月外汇市场波动率跌至历史低点¹，而权益市场和商品市场波动率仍维持在历史低位，这样的市场状态对于监管层而言意味着短期风险的收敛，但是短期稳定性的累计和长期不稳定风险之间依然是辩证统一的关系，全球化的竞争环境和资金流动本质让当前的政策走向了“熨平”的稳定性选项。

· 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。

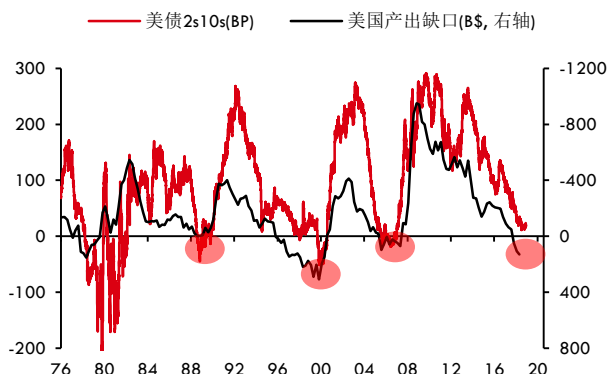
¹ 参见报告《0401 低利率预期——等待波动率的触点》、《0506 过度宁静的波动率》

图 7: 韩国出口、KOSPI 和全球工业生产相关性



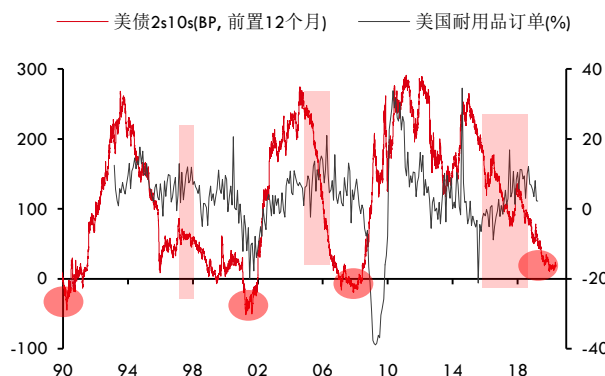
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 产出缺口视角下的周期运动



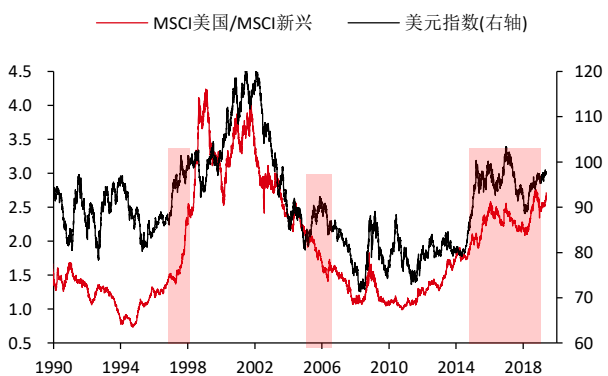
数据来源: Wind 华泰期货研究院

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

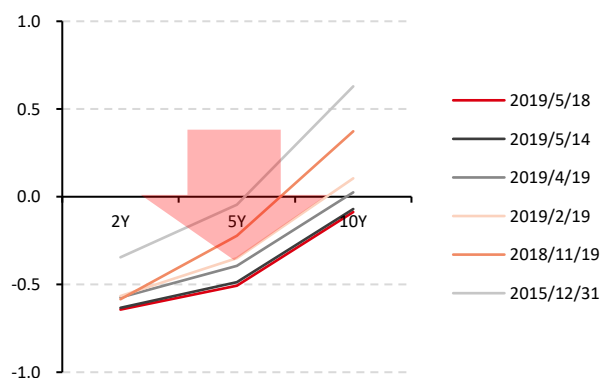
在经济周期的下行期，过去传统优势的资源国、制造国将首先承接消费国展望放缓下的负面冲击，然后才是全球再分配规则重建后的修复过程，超限战下规则博弈带来的不确定性将继续增加。

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）。

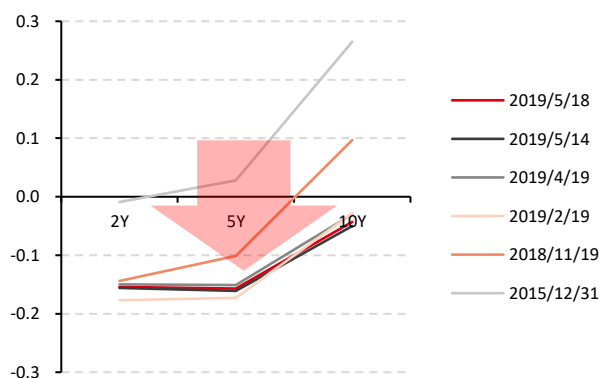
货币政策面临无效，短期平抑的周期积累了更大的长期风险。货币政策传导的效果取决于微观实体对于未来扩张展望的信心——企业家精神对于“技术”、“人口”、“资本回报率”等要素识别后作出的长期投资决策。而从理性人角度来看，在要素红利回落的过程中，企业家的理性决策是守住现金流，抵御漫长的寒冬。但是宏观上看，个体理性的加总却是形成了群体的非理性，带来这一过程中货币政策的失效以及更深刻意义上的资产负债表衰退——微观个体的决策从追求利润最大化转向负债最小化。从全球货币政策的角度来看，当前的全球经济正面临着这一问题的考验。随着 2019 年标准德债收益率再次跌落至负利率空间，全球负利率资产占比再次创下新高，数据显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



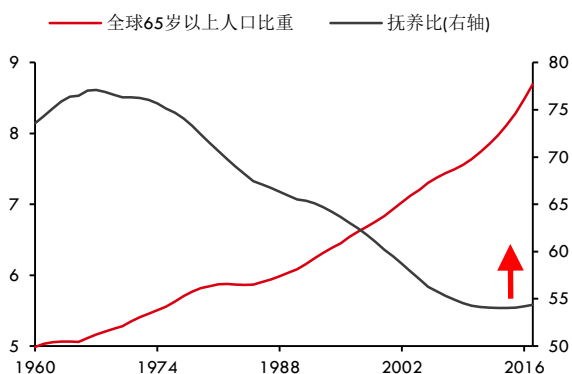
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 12： 日债全面陷入负收益空间



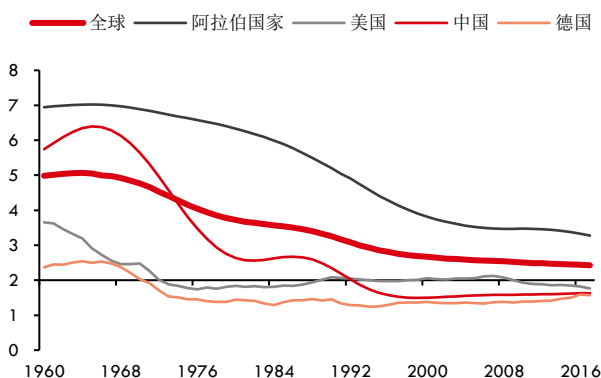
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 13: 总量: 老龄化下抚养比的触底反弹压力上升



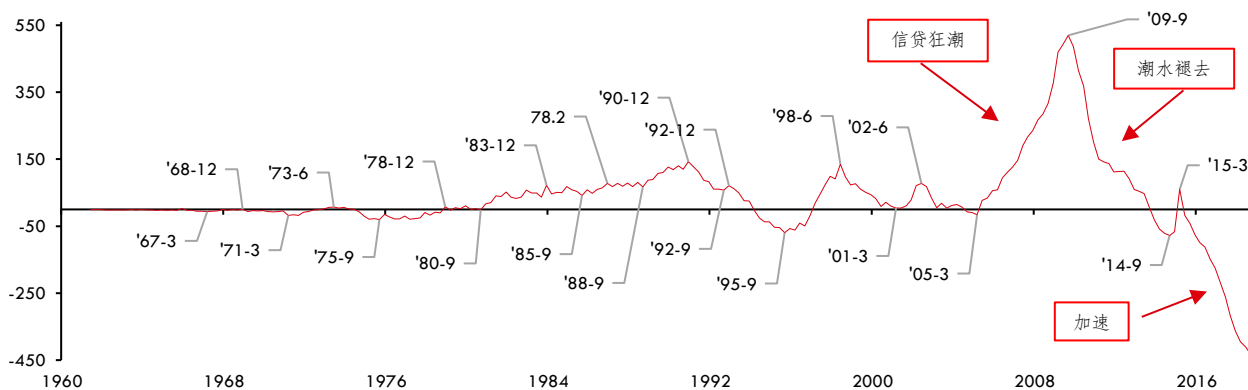
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 14: 结构: 周期下行过程中的生育率分化



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 15: 主要经济体加总的信贷缺口趋势



数据来源: BIS 华泰期货研究院

宏观经济周期——中美的视角

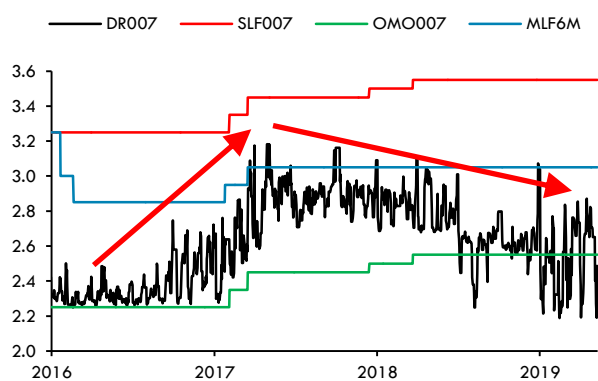
传统意义上的宏观经济增长可以简单分解为趋势加周期，当前中美宏观周期虽有分化——中国周期处于底部向上将开启状态、美国周期处在增长顶部未回落状态，但是我们理解的趋势向下特征没有发生根本变化。

——引

· 中国经济周期处在筑底阶段

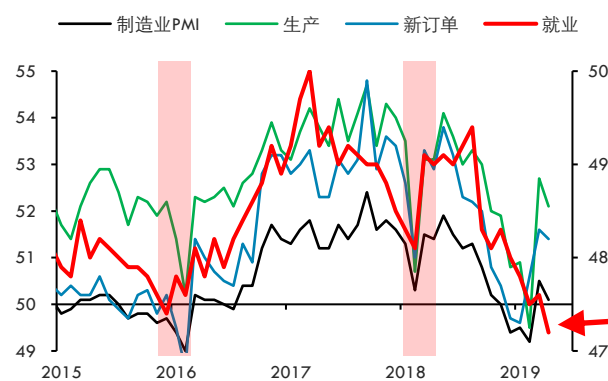
回顾本轮经济的周期下行：经历了2014-15年大宗商品冲击下的主动去库存，2016年的市场在美国经济周期继续向上、国内房地产需求刺激叠加供给端去产能影响中，周期开启了往上的转折。实体盈利的大幅改善在2017年中达到了顶峰，驱动了逆周期政策的边际降低——配合着供给侧结构性改革和金融去杠杆，“利率走廊”转向了边际收紧状态。由于2018年金融去杠杆带来的融资链条收紧在时间上和外贸预期的快速回落形成共振，加剧了经济体的去库存悲观预期。从统计局制造业采购经理人指数来看，自2018年2月跌至50.3的荣枯线之后，2018年12月再次跌落至49.4的荣枯线之下。从就业分项指数来看，在生产和订单指数今年一季度反弹的情况下却继续回落至47.2的低位，实体依然处在经济去库的状态——经济数据的一季度超预期表现在我们理解仅仅是短期的反弹行为。

图 16： 国内货币利率经历了从收紧到宽松的变化



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 17： 人力资本并未跟随“景气”开启反弹

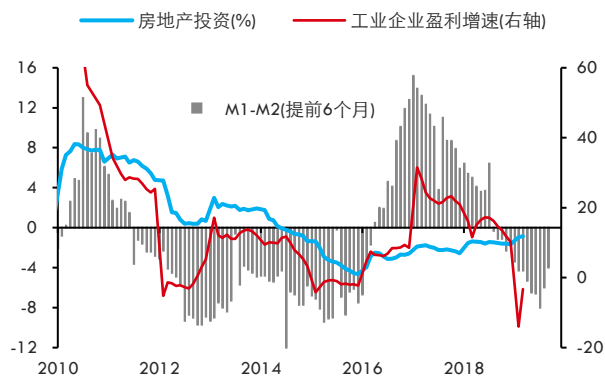


数据来源：Wind 华泰期货研究院

展望本轮经济的周期改善可能。尽管对于当前的实体供需状态预期依然不乐观，但是宏观的预期依然在朝改善的方向运行。在2018年经济下行风险的过程中，我们关注到逆周期的货币政策在年中开启了边际上的放松。央行稳健中性的货币政策总基调虽然不变，但是多轮的定向降准和监管新规的推迟对于金融市场带来宽松的流动性预期。从周期轮动的角度

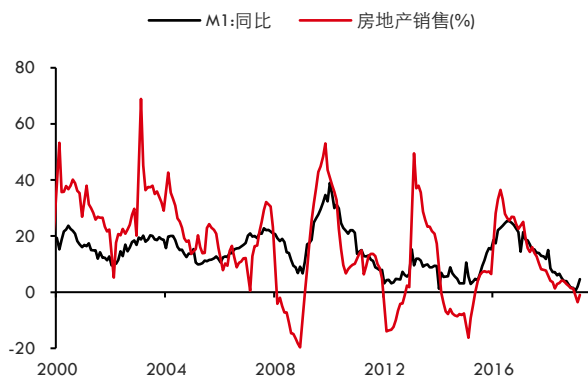
出发，市场经历了“信用收缩实体稳定+货币政策宽松”的悲观下行、到“信用企稳实体悲观+货币政策继续宽松”的乐观反弹，目前市场正处于“信用扩张实体低位+货币政策不再宽松”的再次调整过程。意味着在资产的定价方程中，分母端的估值修复过程已经完成，市场当前处在分母修复（货币到信用的传导）到分子扩张（盈利预期增加带动生产投资活动上升）的转换过程中。在这一转换阶段，分母端的过早退出和分子端的改善不达预期对于资产价格而言都将带来调整的压力。但是我们认为这种波动正是信用周期改善向经济周期改善轮动的必经之路，对于中期风险资产配置而言形成“黄金坑”。

图 18: 信用和实体的领先滞后关系



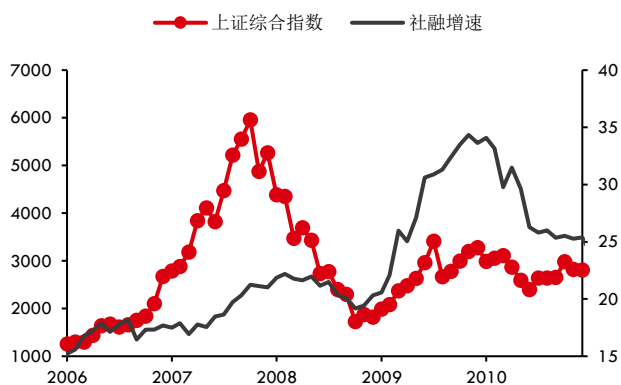
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 19: M1 和房地产销售关系对比



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 20: 风险资产和信用关系 (2006-2010)



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 21: 风险资产和信用关系 (2011-2015)

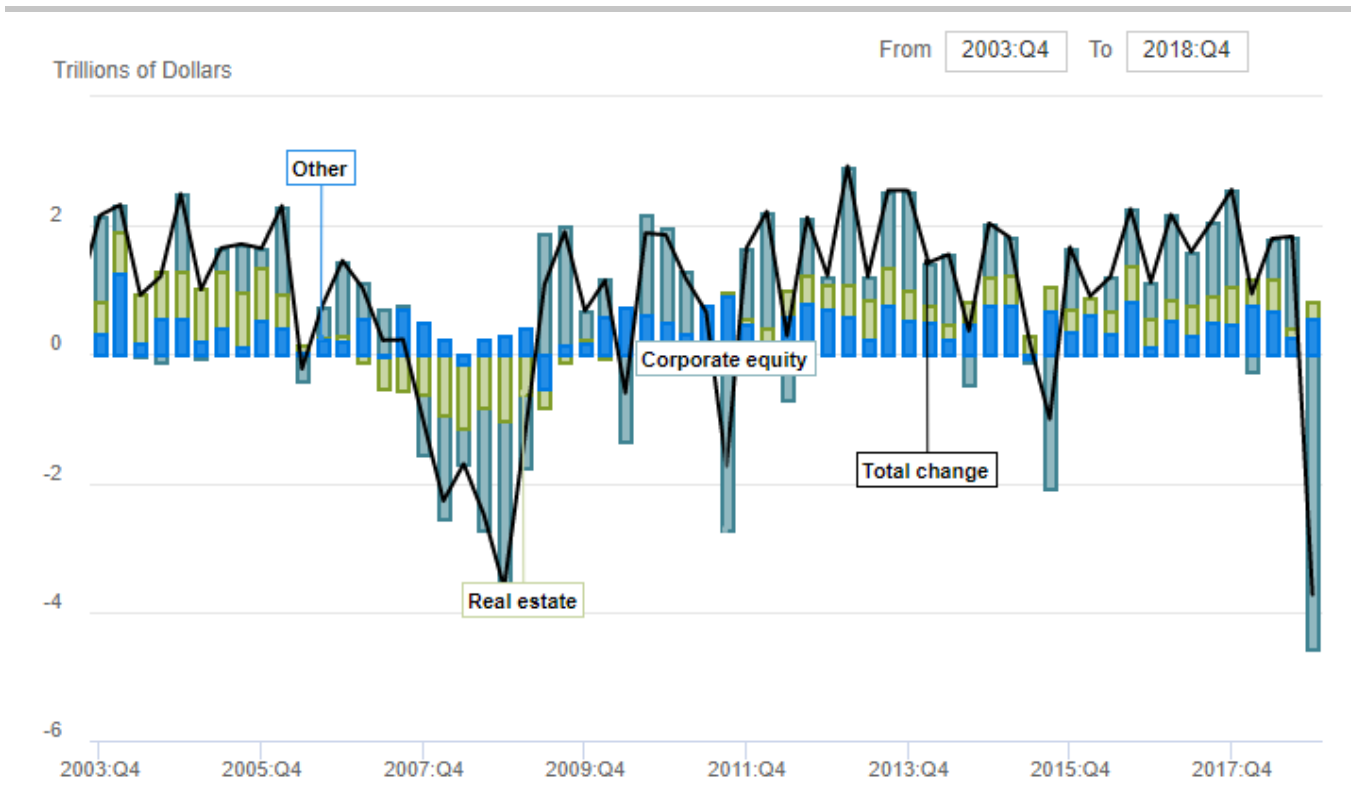


数据来源: Wind 华泰期货研究院

· 美国经济周期处在筑顶阶段

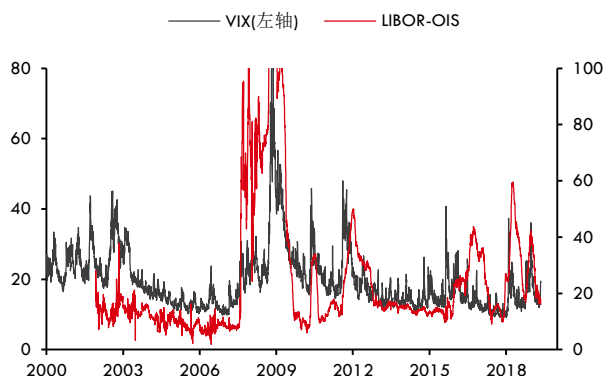
和中国周期不同的是，2018 年财政“逆周期”刺激中拉长的美国周期依然处在顶部阶段。伴随着美联储加息的进行，尽管目前来看市场下调了未来美联储加息的节奏预期，但是实际货币政策的仍未转折意味着美国经济仍处在上行的尾部区间。美债 2s10s 期限利差显示，截止今年 5 月初利差结构依然在朝着低位运行，意味着本轮周期的尾部延续。我们注意到美国一季度经济数字的改善背后，更多是以出口和库存堆积形式贡献，企业投资依然呈现谨慎的状态——与之相对的是美国去年四季度美股调整带来私人部门财富的收缩和消费的谨慎。带来美国库存消费比的快速走高。

图 22: 2018 年的股市调整中，美国私人部门财富快速缩水



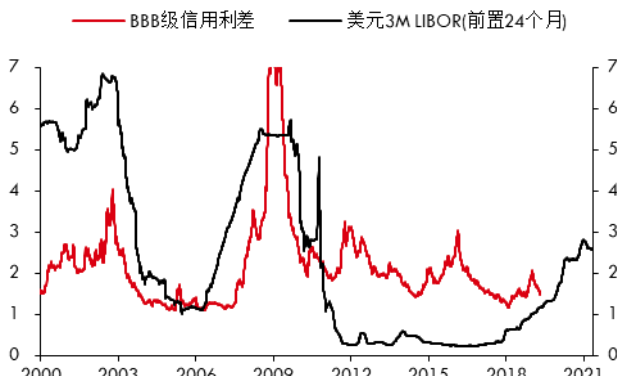
数据来源: Fed 华泰期货研究院

图 23: 波动率的抬升和信用环境的恶化风险



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 24: 前置 2 年的利率水平和企业信用利差



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

美国未来将继续面临类似 2018 年的市场冲击或更大。我们将美国短端利率前置大约 24 个月以反映金融市场货币价格变动对于实体企业盈利和信用状况的影响，美联储 2015 年底开始的加息进程对于 2018 年开始的市场影响正在逐渐得到反馈，2018-2019 年的市场虽然有企业回购行为的扩张支撑风险资产，但是随着经济周期的临近尾声，其支撑力度预计将逐渐走向衰竭。顶部的延续可能很长，却并不改变所处位置状态的现实。

宏观流动性——再平衡的视角

国内热度上升的“东方经济学”和国外“MMT理论”都指出了政府支出在经济增长中的积极作用，以及通过货币的扩张推动经济的增长，但是都无意忽视了背后的条件是经济仍维系在趋势向上的环境中。

辜朝明在《宏观经济学的另一半》中指出，当家庭和企业因为资产负债表问题或其他问题而被迫做出突然的改变时，或者是行为出现反转时，传统经济学模型就毫无用处。央行通过货币宽松对冲实体经济的债务通缩循环，但是实体经济展望趋势的下行难以扭转情况下，央行的行为本就在不断压缩政策的有效空间——流动性陷阱。

——引

· 全球的美元流动性体系重构

过去政策有形之手干预的市场中，形成三个主要宏观变量的分化：

- 1) 金融市场持续繁荣，形成了 30 年的利率牛市周期；
- 2) 实体经济在全球化末端持续消耗着分工带来的红利增长；以及由于金融牛市和全球化分化带来的
- 3) 社会贫富差距的持续恶化——桥水基金达利欧指出，目前利率接近零、社会贫富分化加剧（10%最富有的人掌握的财富等于剩余 90%的人掌握的财富）、阶层固化、政治上民粹主义抬头、全球范围内国际关系摩擦不断的现状，都和上个世纪 30 年代末的情况非常相似。这从另一个角度印证了当前的宏观趋势并未向上。

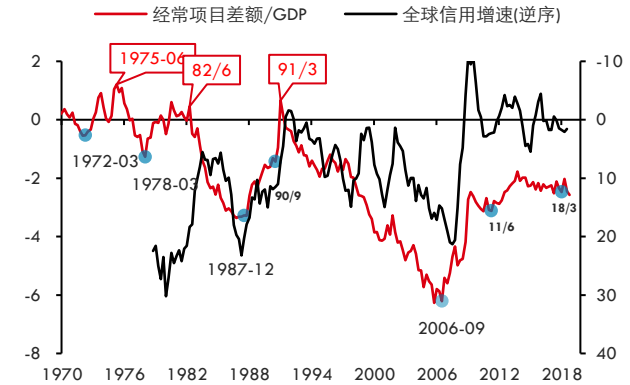
全球经济和流动性的同向变动加剧周期的恶化。如果将全球经济视为一个整体，则趋势向下的经济对应的是扩张的逆周期货币。但是在目前的下行状态，我们看到的是一个收紧的美元流动性供给系统。随着美国实现能源独立，石油美元定价体系之间出现了脱钩，美国贸易项下的石油贸易逆差自 2012 年开启收缩，预计 2019 年将达到平衡，不仅意味着布雷顿森林体系之后全球石油美元流动性供给体系面临重新修订，也加重了经济下行过程中的宏观对冲压力，关注“BW”价差的长期走阔。

图 25: 美国石油贸易再平衡路径



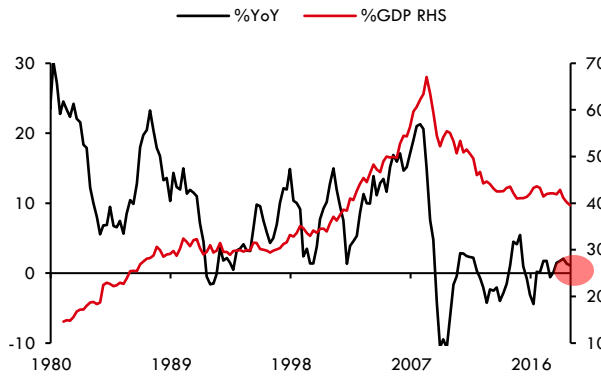
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 26: 美国对外再平衡和全球信用难以扩张



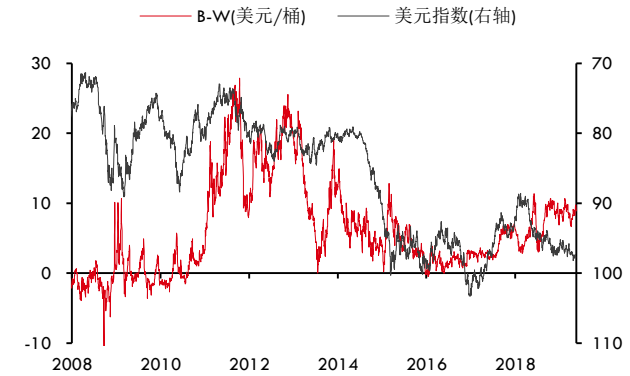
数据来源: BIS Bloomberg 华泰期货研究院

图 27: 流动性低速和全球信用/GDP 占比见顶



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 28: 2008 年之后 BW 价差和美元指数相关性



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

· 美国再平衡带来流动性分化

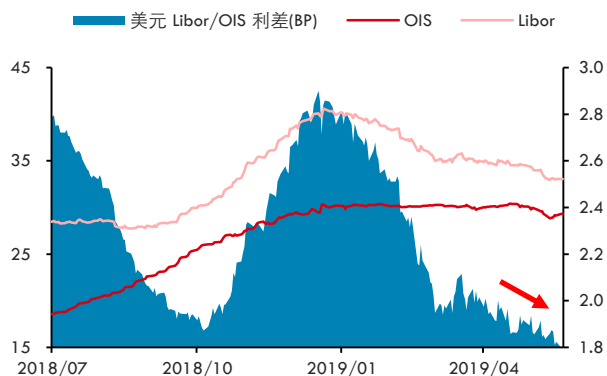
从美国偶读出发, 美国通过对外加税、对内减税实行再平衡。除了石油美元项下的流动性收缩, 通过贸易规则的重建, 继续分化着全球的流动性预期。当前美国经济体现出结构性无通胀复苏的风险特征, 其正通过对外加税实现风险的向外转移——从对美贸易的最大顺差经济来看, 欧洲的德国、亚洲的日本、中国等都是对美贸易最大顺差方。而对内主要试图通过减税降息的方式缓和内部的结构压力——2017 年底通过了税减法案, 但目前为止美联储仍维持在相对中性的水平上, 另一方面从美联储政策重心从全球转向国内, 也可在一定程度上视为美国货币政策对离岸美元和在岸美元的再平衡。

实施路径上: 2017 年开始加剧的中美贸易摩擦, 主要解决的是美元货币区的贸易问题。随着 2018 年至今多轮的磋商, 我们认为虽然带达成阶段性协议前市场的风险系数上升, 但是

预计通过贸易流进行的再分配过程最终将得到一定程度的解决，中美这一美元货币区的流动性因再分配而增加的市场风险正在接近顶点而面临退潮的过程，关注构筑人民币兑美元走强拐点形成的对冲组合。

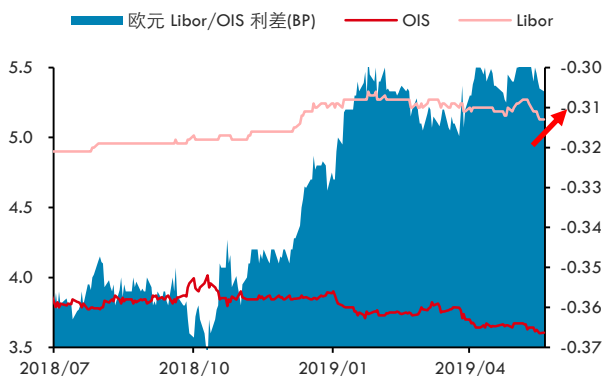
而随着美元区的贸易再分配问题得到阶段性缓解，非美元区（主要是欧洲）的贸易问题将越来越多的重回视野。“欧元-美元”之间贸易流分配问题对于越发显示出疲弱特征的欧洲而言将加剧金融市场的波动性。我们观察美元和欧元的 LIBOR/OIS 利差可以发现，在美元相对宽松的阶段，欧元的流动性却是呈现出不断紧张的演绎路径，5 月的市场关注点在于欧洲议会选举，关注风险发酵带来的欧元兑美元多头入场窗口。

图 29: 美元 3 个月 LIBOR/OIS 利差



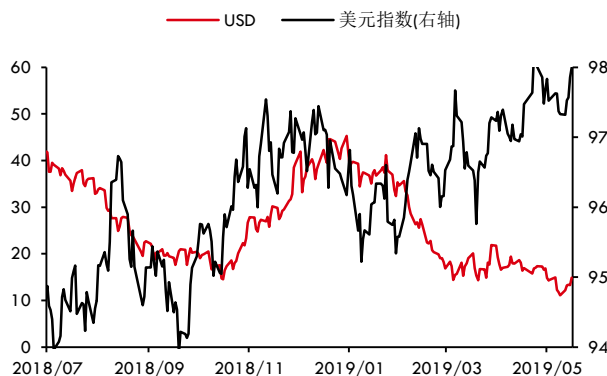
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 30: 欧元 3 个月 LIBOR/OIS 利差



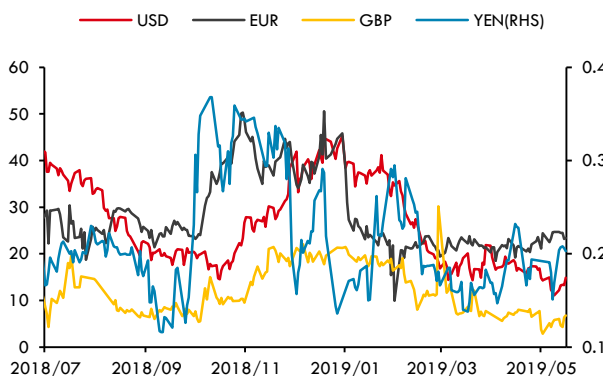
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 31: 美元 TED 利差和美元指数走势



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 32: 主要货币 TED 利差



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

· 关注中国流动性的重构过程

我们认为在这样的背景下，对于国内需要关注流动性的重构过程。一方面是未来“出口”链条下的美元流动性持续退潮的过程将延续，波动的仅仅是节奏，将对于央行的货币政策形成牵制。另一方面，在国内房住不炒政策的驱动下，两个维度的流动性创造可以关注：其一是农村宅基地入市形成的固定资产流动性生产过程，带来流动性创造的“存量优化”，其对应的是城市农村二元结构的改变；其二是市场机制完善、金融基础设施搭建背景下，金融资产抵押品的创设和流通带来的流动性“增量供给”过程，对应的是金融创新驱动的衍生品产品爆发，尽管人口结构已经发生转折，但是对于创新金融工匠的需求料快速上升——或成为全球周期末端值得配置的资产。

附录 1：人民银行 2010 年以来货币政策和市场化进程

表：人民银行 2010 年以来货币政策和市场化进程

时间	货币政策操作变化	点评
2010 年 1 月 12 日	2010 年 1 月 18 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%	
2010 年 2 月 12 日	2010 年 2 月 25 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%	
2010 年 5 月 2 日	2010 年 5 月 10 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%，农村信用社、村镇银行暂不上调。	政策结构化初现
2010 年 10 月 19 日	2010 年 10 月 20 日起金融机构一年期存款基准利率由 2.25% 提高到 2.50%；一年期贷款基准利率由 5.31% 提高到 5.56%；其他各档次存贷款基准利率据此相应调整	
2010 年 11 月 10 日	2010 年 11 月 16 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%	
2010 年 11 月 19 日	2010 年 11 月 29 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%	
2010 年 12 月 10 日	2010 年 12 月 20 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%	
2010 年 12 月 25 日	2010 年 12 月 26 日起金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25%，其他各档次存贷款基准利率相应调整	
2011 年 1 月 14 日	2011 年 1 月 20 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%	
2011 年 2 月 8 日	2011 年 2 月 9 日起金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25%，其他各档次存贷款基准利率相应调整	
2011 年 2 月 18 日	2011 年 2 月 24 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%	
2011 年 3 月 18 日	2011 年 3 月 25 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%	
2011 年 4 月 5 日	2011 年 4 月 6 日起金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25%，其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整	
2011 年 4 月 17 日	2011 年 4 月 21 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%	
2011 年 5 月 12 日	2011 年 5 月 18 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%	
2011 年 6 月 14 日	2011 年 6 月 20 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%	
2011 年 7 月 6 日	2011 年 7 月 7 日起金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25%，其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整	
2011 年 11 月 30 日	2011 年 12 月 5 日起下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%	
2012 年 2 月 18 日	2012 年 2 月 24 日起下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%	
2012 年 5 月 12 日	2012 年 5 月 18 日起下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5%	

2012年6月7日	2012年6月8日起金融机构一年期存款基准利率下调0.25个百分点，一年期贷款基准利率下调0.25个百分点；其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。自同日起将金融机构存款利率浮动区间的上限调整为基准利率的1.1倍；将金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的0.8倍	利率市场化（存款）
2012年7月5日	2012年7月6日起金融机构一年期存款基准利率下调0.25个百分点，一年期贷款基准利率下调0.31个百分点；其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整。自同日起，将金融机构贷款利率浮动区间的下限调整为基准利率的0.7倍。个人住房贷款利率浮动区间不作调整	利率市场化（贷款）
2013年7月19日	2013年7月20日起全面放开金融机构贷款利率管制	
2014年4月22日	2014年4月25日起下调县域农村商业银行人民币存款准备金率2%，下调县域农村合作银行人民币存款准备金率0.5%	政策结构化加速
2014年6月9日	2014年6月16日起，对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率0.5%	
2014年11月21日	2014年11月22日起金融机构一年期贷款基准利率下调0.4%至5.6%；一年期存款基准利率下调0.25%至2.75%，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.1倍调整为1.2倍；其他各档次贷款和存款基准利率相应调整，并对基准利率期限档次作适当简并	
2015年2月4日	2015年2月5日起下调金融机构人民币存款准备金率0.5%，对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低人民币存款准备金率0.5%，对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率4%	
2015年2月28日	2015年3月1日起金融机构一年期贷款基准利率下调0.25%至5.35%；一年期存款基准利率下调0.25%至2.5%，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.2倍调整为1.3倍；其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金存贷款利率相应调整	利率市场化（存款）
2015年4月19日	2015年4月20日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1%，对农信社、村镇银行等农村金融机构额外降低人民币存款准备金率1%；对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率2%；对符合审慎经营要求且“三农”或小微企业贷款达到一定比例的国有银行和股份制商业银行可执行较同类机构法定水平低0.5%的存款准备金率。	
2015年5月10日	2015年5月11日起金融机构一年期贷款基准利率下调0.25%至5.1%；一年期存款基准利率下调0.25%至2.25%，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.3倍调整为1.5倍；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整	利率市场化（存款）
2015年6月27日	2015年6月28日起对“三农”贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行降低存款准备金率0.5%，对“三农”或小微企业贷款达到定向降准标准的国有大型商业银行、股份制商业银行、外资银行降低存款准备金率0.5%，降低财务公司存款准备金率3%，自2015年6月28日起金融机构一年期贷款基准	

	利率下调 0.25%至 4.85%; 一年期存款基准利率下调 0.25%至 2%; 其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。	
2015 年 8 月 25 日	2015 年 8 月 26 日起金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25%至 4.6%; 一年期存款基准利率下调 0.25%至 1.75%; 其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。同时, 放开一年期以上(不含一年期)定期存款的利率浮动上限, 活期存款以及一年期以下定期存款的利率浮动上限不变。2015 年 9 月 6 日起下调金融机构人民币存款准备金率 0.5%, 额外降低县域农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行等农村金融机构准备金率 0.5%。额外下调金融租赁公司和汽车金融公司准备金率 3%	
2015 年 10 月 23 日	2015 年 10 月 24 日起金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25%至 4.35%; 一年期存款基准利率下调 0.25%至 1.5%; 其他各档次贷款及存款基准利率、人民银行对金融机构贷款利率相应调整; 个人住房公积金贷款利率保持不变。同时, 对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限。自同日起, 下调金融机构人民币存款准备金率 0.5%, 对符合标准的金融机构额外降低存款准备金率 0.5%	
2016 年 1 月 18 日	2016 年 1 月 25 日起对境外金融机构在境内金融机构存放执行正常存款准备金率政策。	
2016 年 2 月 29 日	2016 年 3 月 1 日起普遍下调金融机构人民币存款准备金率 0.5%	总量(下行周期末)
2017 年 9 月 30 日	凡前一年贷款余额或增量占比达到 1.5%的商业银行, 存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调 0.5%; 占比达到 10%的商业银行, 存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调 1%。2018 年起实施	结构(下行周期初)
2018 年 4 月 17 日	2018 年 4 月 25 日起, 下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1%	
2018 年 6 月 1 日	适当扩大中期借贷便利 MLF 担保品范围	扩信用
2018 年 6 月 24 日	2018 年 7 月 5 日起, 下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 0.5%	
2018 年 10 月 7 日	2018 年 10 月 15 日起, 下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1%, 当日到期的 MLF 不再续做	
2018 年 12 月 19 日	中国人民银行决定创设定向中期借贷便利	
2019 年 1 月 4 日	下调金融机构存款准备金率 1 个百分点, 其中, 2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5%。同时, 2019 年一季度到期的 MLF 不再续做	
2019 年 1 月 23 日	中国人民银行开展 2019 年一季度定向中期借贷便利(TMLF)操作。操作金额确定为 2575 亿元。操作期限为一年, 到期可根据金融机构需求续做两次, 实际使用期限可达到三年。操作利率为 3.15%	进一步结构化
2019 年 1 月 24 日	创设央行票据互换工具, 公开市场业务一级交易商可以使用持有的合格银行发行	扩信用

的永续债从中国人民银行换入央行票据

2019年2月20日 中国人民银行开展了首次央行票据互换（CBS）操作，费率为0.25%，操作量为15亿元，期限1年

2019年5月6日 2019年5月15日开始，对仅在本县级行政区域内经营，或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于100亿元的农村商业银行，执行与农村信用社相同档次的存款准备金率，该档次目前为8%

数据来源：人民银行，华泰期货研究院

● 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2019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