

滞胀是市场寻底的过程

——华泰期货宏观趋势评估（10月）

主要结论：流动性冲击不变，风险资产增加对冲

和二季度趋势报告的相同点：在8月评估报告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，10月份我们维持此观点不变，并认为这一过程在11月COP26前后到来。

和二季度趋势报告的不同点：在9月评估报告²中我们认为情绪正在转变，且伴随着可控的风险释放，当前市场在经历筹码轮换之后将延续产能扩张周期，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”³。

宏观经济：PMI继续下行，等待冲击后的宏观政策拐点

宏观需求下行，宏观供给待改善。1) 需求侧：10月景气从放缓转向回落，美元流动性收缩和房地产风险释放中，短期下行加剧，关注宏观政策的宽松。2) 供给侧：产能利用率历史高位，通过价格上行驱动周期回升，调整供给结构的“加税提价”在路上。

国际环境改善，国内进入到风险释放阶段。3) 国际环境：大国博弈的阶段性缓和阶段开启。美国债务风险短期解除，关注美元流动性的收缩风险。4) 国内环境：随着外部环境改善提供的窗口，地产风险进入到释放阶段，经济周期下行阶段叠加风险释放，宏观对冲政策的落地或将驱动形成第一个市场底部。

宏观流动性：密切关注流动性收紧的影响

和二季度趋势报告的相同点：1) 风险：维持美元流动性收紧的冲击判断，驱动库存周期继续回落，9月美元兑瑞郎汇率进一步突破上行阻力，需要密切关注短期新兴市场风险。2) 机会：关注新兴市场冲击对于人民币国际化进程的积极影响。3) 流动性：全球非常规货币政策长期难以有效退出，流动性经历了短期收缩之后将再次进入到扩张状态。

和二季度趋势报告的不同点：4) 宏观政策：内外宏观情绪趋于边际改善的假设下，随着国际环境的改善提供的有利条件，关注风险冲击对于国内的宽松周期的推动作用，同时预计货币政策端的定向降准工具和再贷款再贴现工具有望向总量型支持政策转变。

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：

守住政策底，展望市场底——华泰期货宏观趋势评估（9月）

2021-09-06

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

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。

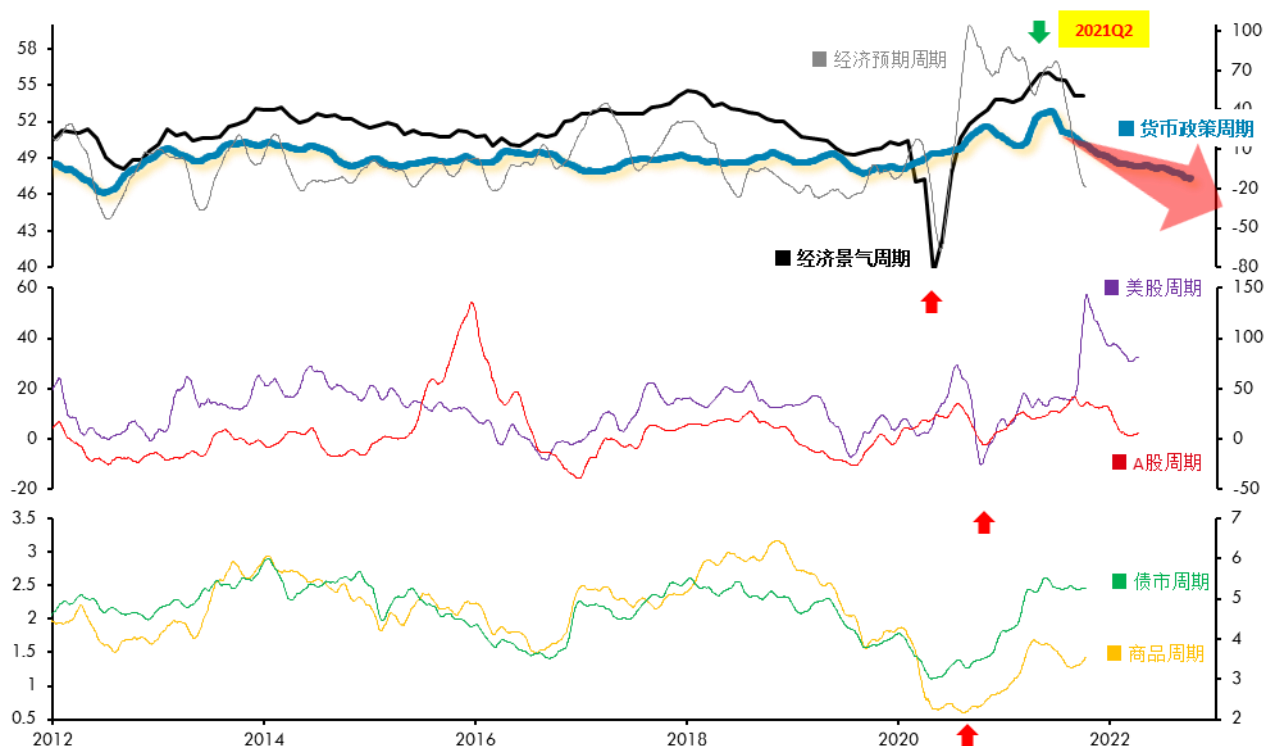
² 参见华泰期货9月报告《守住政策底，展望市场底》。

³ 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：经济的滞胀特征，市场的寻底过程

当可见的风险都已摆在台面，国际宏观环境层面中美关系的进一步转暖和美元流动性的继续边际不宽松（非收紧）冷暖共存，国内宏观环境层面恒大风险的主动释放和经济的确定性跌破荣枯线的悲观共振，我们认为对于市场而言，在未来风险的释放看似是一个必然过程的情况下，资产的配置策略进入到风险资产的**持有**和市场风险的**对冲**。

图 1： 全球货币政策周期和主要资产价格波动表现⁴，货币端的变化预示着经济端的下行过程——延续



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

一、宏观经济周期下行，关注价格压力的反馈。

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），10 月初更新的全球 PMI 指标（见图 2）也符合经济进一步下行压力的指标描述。从宏观经济需求看到的周期下行短期内叠加着价格上行的背离，市场的分歧也在于总量宏观政策是针对需求回落的对冲（信

⁴ 关于经济和资产周期的分析，详见华泰期货报告《持金穿越 2020 年的库存周期》：从可以交易的维度而言，市场交易的宏观可以分为三个维度：由宏观经济数据搭建的真实经济周期，以及由宏观主体调研数据搭建的景气经济周期和由市场交易生成的宏观预期经济周期。

用政策：中国的宽信用到美国的宽财政)，还是针对供给收缩驱动价格上行的抑制（货币政策：量化宽松的 Taper 到加息）。

· **二、美元流动性收缩确定，人民币等待宽松周期。**

9 月美联储会议确定了四季度开启 Taper，推动美债收益率上行和美元反弹过程中离岸美元流动性收缩。而新兴市场中，四季度伴随着中国地产风险的逐渐释放，宏观政策稳增长需求也将上升，从 730 政治局会议到三季度央行例会释放了对稳定信贷端的政策强化预期，预计从中小微的定向过渡到总量宽松。

宏观经济：PMI 继续下行，等待宏观政策拐点

宏观需求下行，宏观供给待改善。1) 需求侧：中国 9 月官方 PMI 跌破荣枯线预示着景气从放缓转向回落，在美元流动性收缩和房地产风险的释放过程中，我们预计短期内下行加剧，针对需求侧的宏观政策预期将继续宽松。2) 供给侧：一方面“碳中和”下的过剩产能需要重新定义；另一方面相比较需求周期的回落，产能利用率的历史高位显示产能周期的启动，在跨周期宏观政策的语境下，我们预计将更多通过价格上行的市场化方式驱动本轮周期的回升，结构性紧缺或为常态，因而调整供给结构的“加税提价政策”仍在路上。

国际环境改善，国内进入到风险释放阶段。3) 国际环境：国庆期间中美两国外交官的苏黎世会谈显示出大国博弈的阶段性缓和阶段已经开启，短期的基调转向避免“过度竞争”。外部来看，美国债务上限的短期提高为解决财政悬崖问题提供了 2 个月的谈判时间，债务风险短期解除，市场的关注天平转向美元流动性的收缩风险。4) 国内环境：从恒大到新力，随着外部环境改善提供的窗口，集中于房企的地产风险进入到释放的阶段，关注经济周期下行阶段叠加风险释放，宏观对冲政策的落地，或将驱动形成第一个市场底部。

· **宏观需求放缓、供应形成错配，价格“胀”**

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处理）

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

数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

全球的需求延续放缓：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。但是这种乐观从今年下半年开始出现转变，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在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**”反馈当中，9 月中国官方 PMI 报告再次跌至荣枯线下，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：9 月份受高耗能行业景气水平较低等因素影响，中国官方制造业 PMI 降至 49.6，回落 0.5，跌落至临界点以下。其中“新订单-产成品库存”回升 0.2，库存加速消耗，疫情对供应链的影响仍在持续；而主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 63.5 和 56.4，升至 4 个月高点。

美国：9 月 ISM 制造业指数 61.1，创 5 月份以来最高。其中就业指数从 8 月的萎缩区间 49，小幅上升至 50.2，重回扩张区间；而材料支付价格指数上升至 81.2，远超新冠疫情之前的水平。

欧元区：9 月制造业 PMI 降至 58.7，为 2 月份以来最低；服务业 PMI 降至 56.3，为 5 月份以来最低。其中投入成本指数达到 70.5，为 20 多年来的最高水平。

中国的消费需求：紧信用下的负面影响仍将持续。以 M1 增速指代的体育娱乐类消费为代表的内循环在 8 月份回落放缓但未摆脱下行压力，9 月份 M1 同比增速降至 4.2% 的低位，同时 M1 和 M2 的剪刀差进一步回落至 -4.0% 的低位，和高位的 CPI 和 PPI 剪刀差形成背离，而 9 月受环保“双限”的影响，制造业经济相对受到更大的冲击，在推动经济利润分配的相对不均衡状态达到历史极限水平的同时，和下游消费之间的分化有所收敛⁵。

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



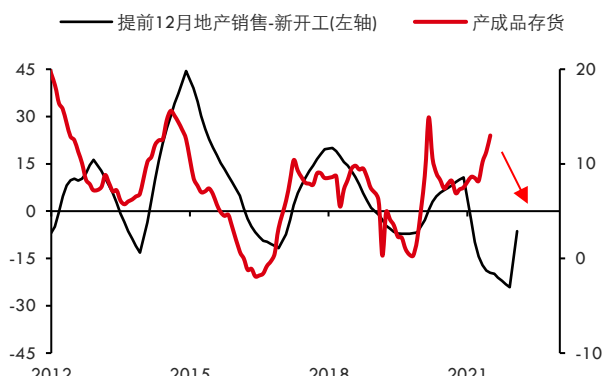
数据来源：Wind 华泰期货研究院

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

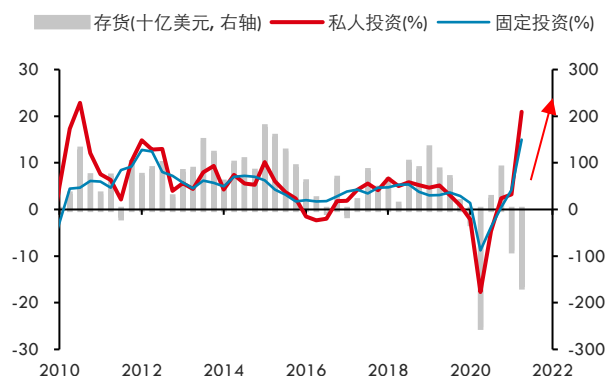
图 6: 尽管短期的库存周期有下行压力（需求侧）



数据来源：Wind 华泰期货研究院

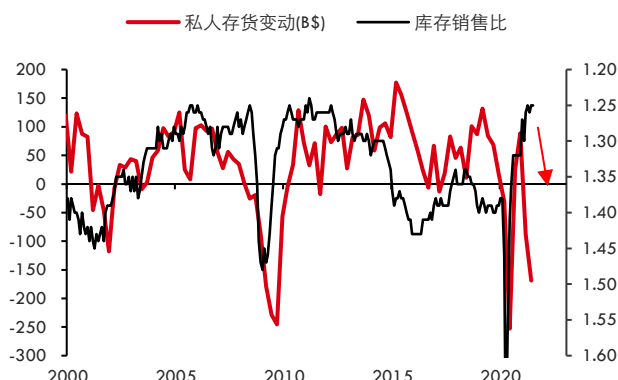
⁵ 关于 CPI 和 PPI 的剪刀差分析，参见我们 8 月 17 日发布的报告《上海市新一轮水价调整方案点评》，报告指出，“虽然上半年的大宗商品价格上涨，但是价格向下游的传导依然较为疲弱。一方面 PPI 和 CPI 的剪刀差创下了新高，显示出上下游之间的价格传导不畅特征明显；另一方面这种传导不畅的原因在于下游消费力或者收入的压力，7 月份社零消费同比增长 8.5%，环比 6 月回落 3.6 个百分点，两年平均增长 3.6%，环比下降 0.13%。从影响上来看，政策从上游稳价保供的政策实施，到下游管制的价格逐渐反馈上游价格上涨的现实，预计 PPI 和 CPI 的剪刀差将进入到逐渐修复的过程，有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 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，改善不在现在。从传导来看，“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，随着中长期“绿色”产能的陆续扩张，新增产能会形成新增的供给，但是和现有“黑色”产能形成置换需要时间；在短期内矛盾的解决依然在于政策对“黑色”产能的阶段性限制放松⁶——四季度依然面临冬季“冷冬”⁷对于能量需求上升，以及年内“能效双控”目标的限制⁸，对于经济而言仍是一个压力项。

· 国际宏观环境继续改善，关注短期风险

从国际宏观环境的角度，宏观情绪已经进入到拐点区间。长期来看，尽管中美关系已经回不到“蜜月期”，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。短期来看，阶段性的改善氛围正在逐渐形成。9 月 25 日孟晚舟乘坐

⁶ 据新加坡联合早报最新消息，禁止进口澳洲煤矿的中国政府，已允许卸载少量的澳洲燃煤。另据媒体 10 月 5 日报道，浙江首次采购的 13.6 万吨来自哈萨克斯坦的优质煤炭已经运往中国舟山。

⁷ 根据国际气象局 10 月新闻发布会上贾小龙指出，赤道中东太平洋海温为中性偏冷状态，预计未来 3 个月（10-12 月）冷水将进一步加强，并进入拉尼娜状态。对冬季影响有两方面，第一方面就是会直接影响到我国的水汽输送。我国南方地区的水汽输送会减弱，江南、华南等地降水可能较常年同期偏少。后期，南方地区受拉尼娜的影响，会有干旱持续发展的可能性。第二方面是拉尼娜作为热带地区海温的异常，可能对中高纬地区的大气环流有一定的强迫作用，导致影响我国冷空气会较为频繁，势力偏强。参见华泰期货报告《冷冬预期和双控限电对全球商品的影响》。

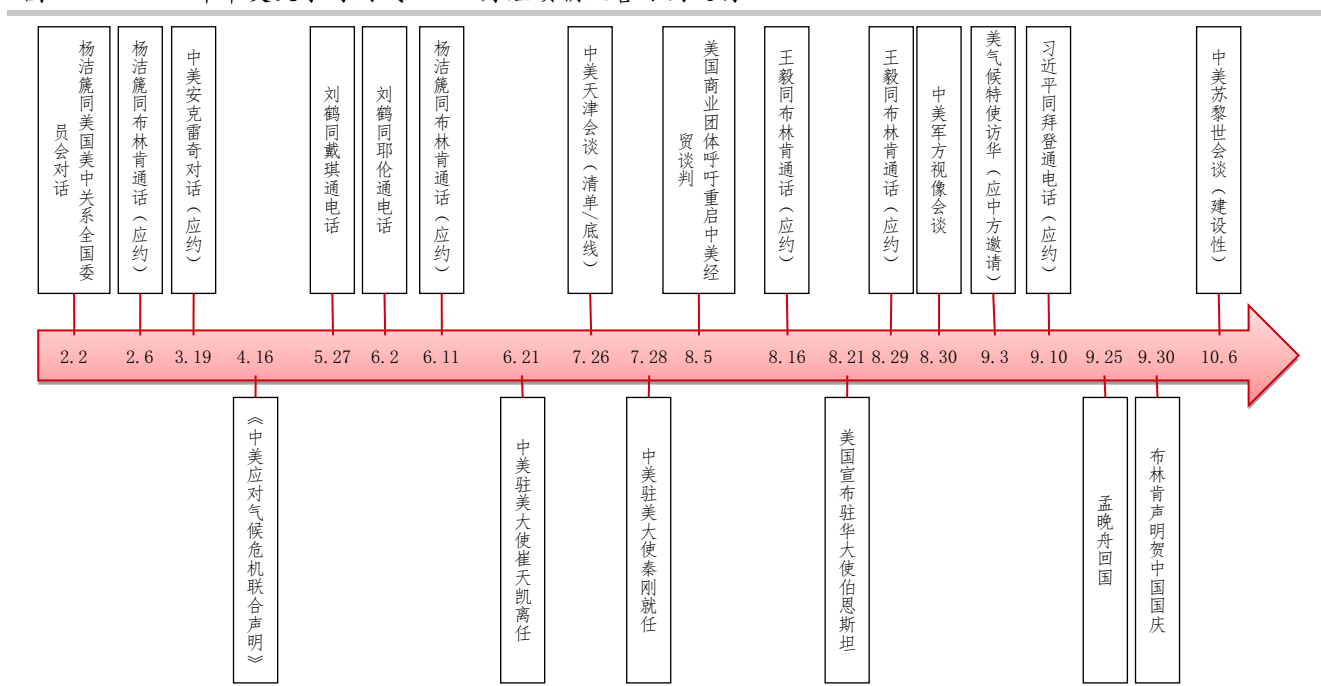
⁸ 在高质量发展推动下，我们认为能效已是重要发展指标（发改委：将能耗强度降低作为经济社会发展的约束性指标）。一方面通过绿电置换黑电改善能源结构（发改委：开展绿色电力市场的条件已经成熟），另一方面在能源结构转换的过度期，“倒逼产业结构、能源结构调整”的能效双控政策将增加能源总量管理的弹性，对国家重大项目实行能耗统筹的同时，严格管控高耗能高排放项目（发改委：5 个方面增加能源消费总量管理弹性的措施）。

包机回国，10月6日中美持续了6个小时的“苏黎世会谈”，中美关系短期正从强对抗转向有条件的合作，国际宏观的不确定性正在降低⁹。

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”¹⁰，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（降低经济降速过程中的债务压力）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——9月继续朝改善方向运行



数据来源：公开新闻 华泰期货研究院整理

⁹ 美国贸易代表戴琪表示，拜登政府寻求与中国对话和“再挂钩”，而不是脱钩。

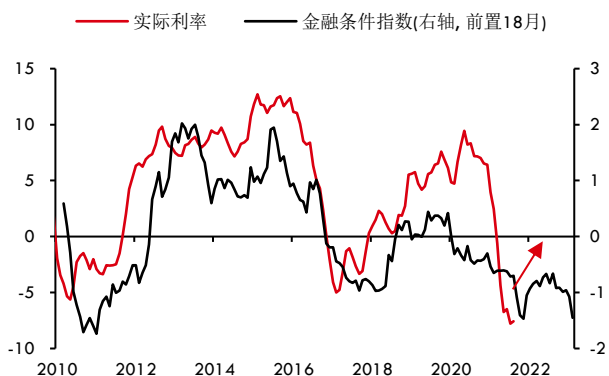
¹⁰ 参见华泰期货报告《关注积极的财政政策，人民币波动加大》，认为未来的宏观政策，政治局对于货币政策没有转变宽松的基调，发力点在于两个角度：财政政策和汇率政策。

对内来看，强监管政策的见顶将改善未来国内的信用环境，关注短期风险。一方面，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¹¹——

中央全面深化改革委员会第二十一次会议¹²：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。

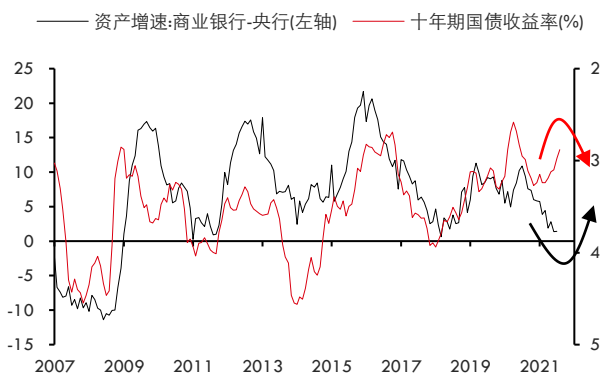
中共中央政治局召开会议¹³：从巡视看，教育部党组和 31 所中管高校党委管党治党责任意识得到提升，办学治校工作取得新成效，服务经济社会发展作出新贡献。

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

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_27485

