

商品的高波、市场的左侧

——华泰期货宏观趋势评估（11月）

主要结论：等待左侧的配置时机

和前期报告的相同点：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，11月份我们继续维持此观点不变。

和10月报告的不同点：11月的经济环境已经接近逆周期条件，驱动宏观周期从库存周期的回落转向产能周期的扩张²。但是11月宏观策略依然处在等待状态中，等待关键事件的落地，对于宏观政策运行的明朗化。

宏观经济：PMI下行延续，等待市场风险

宏观供需：需求下行，供给扰动仍存。1) 需求侧：三季度宏观经济的全面下行给出的经济下行现实并没有改变，房地产支柱的切换并非一蹴而就，政策相对收紧的负面影响在投资、消费等层面反馈。2) 供给侧：俄罗斯供气、OPEC+供给改善以及中国冬季保供，供给出现短期的缓和。但并不转变全球工业结构、能源结构转变带来的摩擦，预计将继续在价格层面体现——高波动之后未必是2013-14年式的回落。

宏观情绪：环境改善，等待风险释放。3) 国际环境：刘鹤同耶伦视频会谈更加强调“务实”，中美之间的长期冲突继续朝着阶段性“缓和”的方向运行。4) 国内环境：地产的个案性质定调和稳定会议的召开，房地产灰犀牛未到引爆点。相反从近期新股的破发到证监系统反腐的依然任务繁重，结构上关注风险资产的调整可能开启。

宏观流动性：关注风险释放驱动的宽松

和10月报告的相同点：1) 风险：美债收益率曲线定价出现了宏观周期的向下转变，随着货币政策11月份开始的落地，随着美元流动性的收紧，维持对库存周期回落的判断。

2) 机会：继续关注新兴市场冲击过程中对于人民币国际化进程的积极影响。

和10月报告的不同点：3) 宏观政策：11月气候峰会召开，国外流动性收紧的落地以及国内风险结构预期的转变，关注市场调整驱动条件下央行碳减排支持工具的落地时机。4) 流动性：长周期流动性经历了短期收缩之后未来仍将进入到扩张状态。

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），这种见顶为中期产能扩张提供了再次入场的时间点。

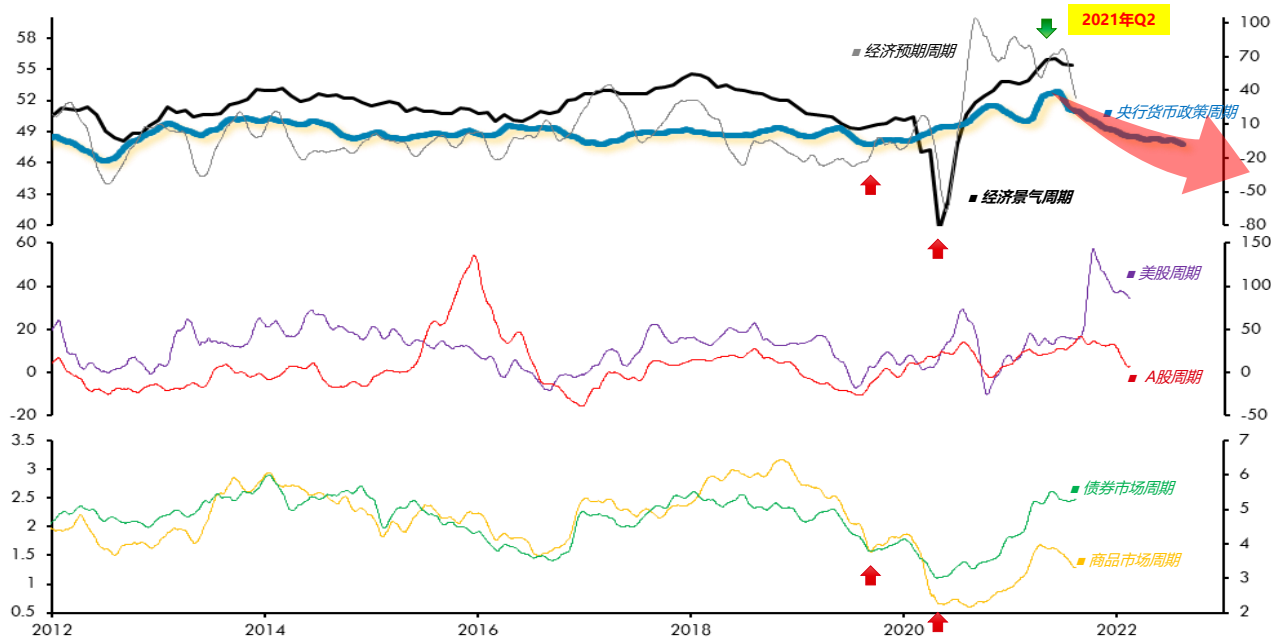
主要结论：临近关键时间节点，寻找左侧配置机会

2021 年 10 月最显著的市场特征就是商品的高波动。展望 11 月的宏观运行时钟，经济周期的下行过程仍在延续，并不因为更多的供应链问题而消失。随着关键时间节点来临，11 月上半周国际上气候峰会召开，全球性碳市场的建立预计将提上日程表，叠加美联储议息会议和 OPEC+ 部长峰会召开也将对于美元流动性和通胀预期形成阶段性驱动。

一、宏观经济周期下，价格高波状态未结束。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。随着冬季脚步的临近，拉尼娜下对于冷冬还是暖冬的预期对于能源价格的扰动将继续增加。当前阶段，除了抑制非美地区资金流出的压力之外，以总需求为驱动的货币政策似乎对于供给因素并无益处。

二、美元流动性收缩，人民币短期仍不宽松。11 月美联储会议预计将落地 Taper 的路线图，对于全球市场来说是流动性收紧预期落地后的缓和，还是美国财政账户重建叠加之下的流动性收紧二次冲击，仍是考验。通胀高位，10 月从巴西到加拿大央行均收紧了货币政策。国内在抑制煤价波动的过程中，人民币快速升值到了 6.4 以下，市场降低了宽松预期。

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——延续



数据来源：Bloomberg Wind 华泰期货研究院

宏观经济：PMI 继续下行，市场等待风险

宏观需求下行，宏观供给扰动仍存。1) 需求侧：三季度宏观经济的全面下行给出的经济下行现实并没有改变，房地产支柱的切换并非一蹴而就，去年以来房地产政策相对收紧的负面影响在投资、消费等层面反馈。2) 供给侧：在俄罗斯对欧洲的供气、OPEC+能源供给的逐渐改善以及中国冬季保供的政策驱动，供给出现短期的缓和。但是并不能转变全球“去碳”背景下的工业结构、能源结构转变带来的摩擦，气候冷相位对于能源需求的上升和低碳化趋势下对于传统能源投资的降低之间的矛盾，预计将继续在价格层面体现——高波动之后未必是 2013-14 年式的回落。

国际环境改善，国内进入到风险释放阶段。3) 国际环境：刘鹤同耶伦 10 月的视频会谈转向了更加强调“务实”，中美之间的长期冲突继续朝着阶段性“缓和”的方向运行。4) 国内环境：从地产的个案性质定调和稳定会议的召开，房地产灰犀牛并未到引爆点。相反从近期新股的破发到证监系统反腐的依然任务繁重，结构上关注风险资产的调整可能开启。

· 宏观需求放缓、供应错配，价格“胀”未变

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	
	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct
全球	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	0.3	0.3	0.7	0.6	0.2	-0.1	0.6	0.1	0.1	0.0	-0.3	-0.4	-0.7	-0.9
美国	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	-1.1	-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	0.3	0.5	0.3	0.6	0.5	1.2	2.1	2.2	2.2	2.3	2.2	1.9	1.3	1.3
德国	0.5	0.8	0.8	0.8	0.6	1.2	2.2	2.2	1.9	2.0	2.1	1.6	0.9	0.8
法国	0.1	0.1	-0.3	0.0	0.1	1.2	1.9	1.8	2.0	1.9	1.6	1.5	0.9	0.6
英国	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	1.0
澳大利亚	-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	0.6	-0.1	-0.5	-0.3	-0.1	0.8	1.3	0.4	0.4	1.4	0.4	0.9	1.0	-
韩国	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	3.3	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	-0.5	-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	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	0.3	0.5	0.3	0.7	0.5	1.0	1.4	1.3	1.2	1.2	0.9	0.5	0.4	0.6

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：10 月份中国官方制造业 PMI 进一步降至 49.2，回落 0.4。其中主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 58.8 和 53.2，在调控中增幅放缓。

美国：9 月 ISM 制造业指数 61.1，创 5 月份以来最高。其中材料支付价格指数上升至 81.2，远超新冠疫情之前的水平。（10 月 Markit 制造业 PMI 初值降至 59.2）

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。（10 月制造业 PMI 初值降至 58.5）

全球的消费状态：景气见顶，需求放缓。1) 以国内的角度来看，以 M1 增速指代的体育娱乐类消费为代表的内循环在 9 月份回落放缓但未摆脱下行压力，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。2) 美国咨商会消费者信心指数虽然在 10 月份出现了短期的企稳，但依然维持 7 月以来的滑落，从密歇根大学消费者信心指数 10 月的持续回落中得到印证。

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



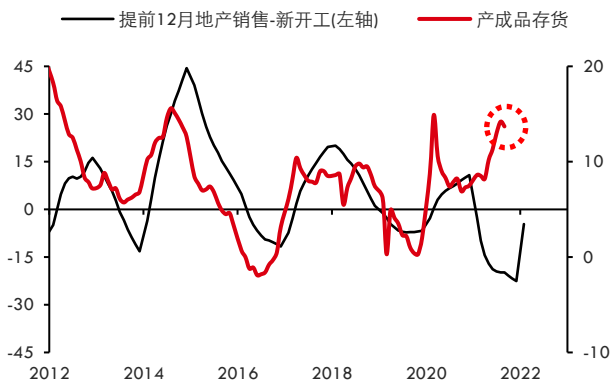
数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5: 中国资本支出周期呈现扩张特征…



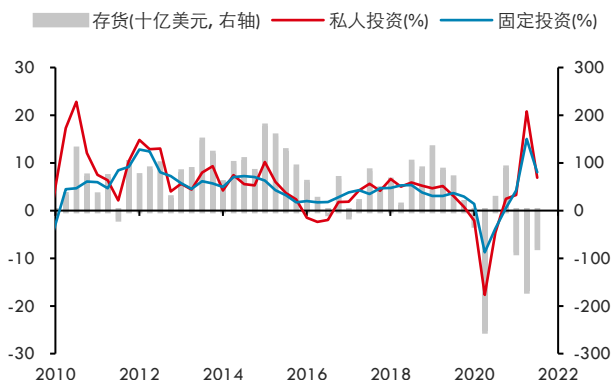
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 6: …尽管短期库存周期有下行压力（需求侧）



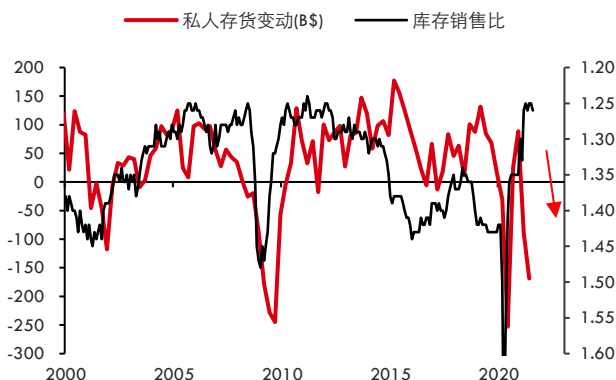
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 7: 盈利预期降低美国资产支出强度…



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: …而短期库存周期有下行压力（需求侧）



数据来源: Wind 华泰期货研究院

全球经济的景气判断：高点已现，分歧在未来是快速的回落还是温和的放缓。我们认为从美联储政策框架转向对经济增长的切换，短期供给冲击形成的扰动之下货币政策仍将保持温和宽松而非快速收紧。在这个假设下，我们预计以美国消费驱动的全球经济仍将维持温和放缓的状态，当前流动性危机的概率依然不高。

全球的供给状态：冬季的错位影响预计延续，现在未到改善点。经历了三季度以来商品价格的异常波动，我们预计在 11 月份的格拉斯哥 COP26 峰会上，全球主要经济体将对能源结构的切换节奏达成一定的共识，但是在博弈状态下长期的“减碳”仍将延续³，长期来看

³ 联合国针对各国减排目标的分析报告警告称，全球气候严重偏离轨道，如果各国不提高减排的雄心，到 2030 年，温室气体排放可能会增加近五分之一。

对于当前的能源系统而言仍将主动承担结构转换压力下的波动。而短期内，由于太平洋洋流周期仍处在冷相位，虽然当前对于 2021 年的冬季是“冷冬”还是“暖冬”的分歧在增加⁴，对于商品市场而言直接的影响便是对于供需矛盾的预期扰动开始增加，我们预计冬季的商品价格仍将保持在相对高位波动，但是拉长时间周期来看我们依然倾向于认为将继续对于总量的能源需求形成向上增加的影响⁵。

· 国际宏观环境维持改善，继续关注短期风险

从国际宏观环境的角度，宏观情绪已经进入到准备转变的区间。一方面，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。另一方面，从短期的视角出发，2021 年以来阶段性的改善氛围正在逐渐形成。从 9 月底孟晚舟回国，到 10 月 6 日中美“苏黎世会谈”、10 月 26 日刘鹤和耶伦的再次视频通话，将“务实”置于“坦诚”之前，显示出中美关系继续朝着有条件的合作转变，这将降低国际宏观的不确定性⁶。在这一背景下，我们认为相比较风险规避，宏观配置策略短期更加需要关注的是事件冲击⁷可能创造的阶段性低点。

1) 11 月 1-12 日格拉斯哥气候峰会。气候峰会前，由于能源供给受到人为因素的限制，驱动商品价格大幅上涨的同时引发民生问题的增加，对于前期欧洲大力推动的减碳框架各方有一定程度妥协的可能。10 月末，中国出台了碳达峰的顶层设计文件⁸，以及应对气候变化的政策与行动白皮书⁹。

2) 中国房地产市场风险。10 月 20 日的金融界论坛上，国务院副总理刘鹤¹⁰指出“目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变”。10 月 23 日，第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十一次会议作出决定，授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作¹¹。

⁴ 美国国家海洋和大气管理局的报告显示，今年冬季美国大部分地区的气温将高于平均水平。

⁵ 减参见华泰期货报告《宏观利率图表 060：冷冬长短周期的分歧》，认为当前处在太平洋十年涛动周期的“冷相位”，太阳黑子数极低值区间（2019 年无太阳黑子天数达到 274 天），意味着太阳处在相对不活跃状态。对于 2021 年的冬季，当前的气象显示将再临“拉尼娜”。

⁶ 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。

⁷ 10 月 23 日通过了全国人民代表大会常务委员会关于深化国防动员体制改革期间暂时调整适用相关法律规定的决定。

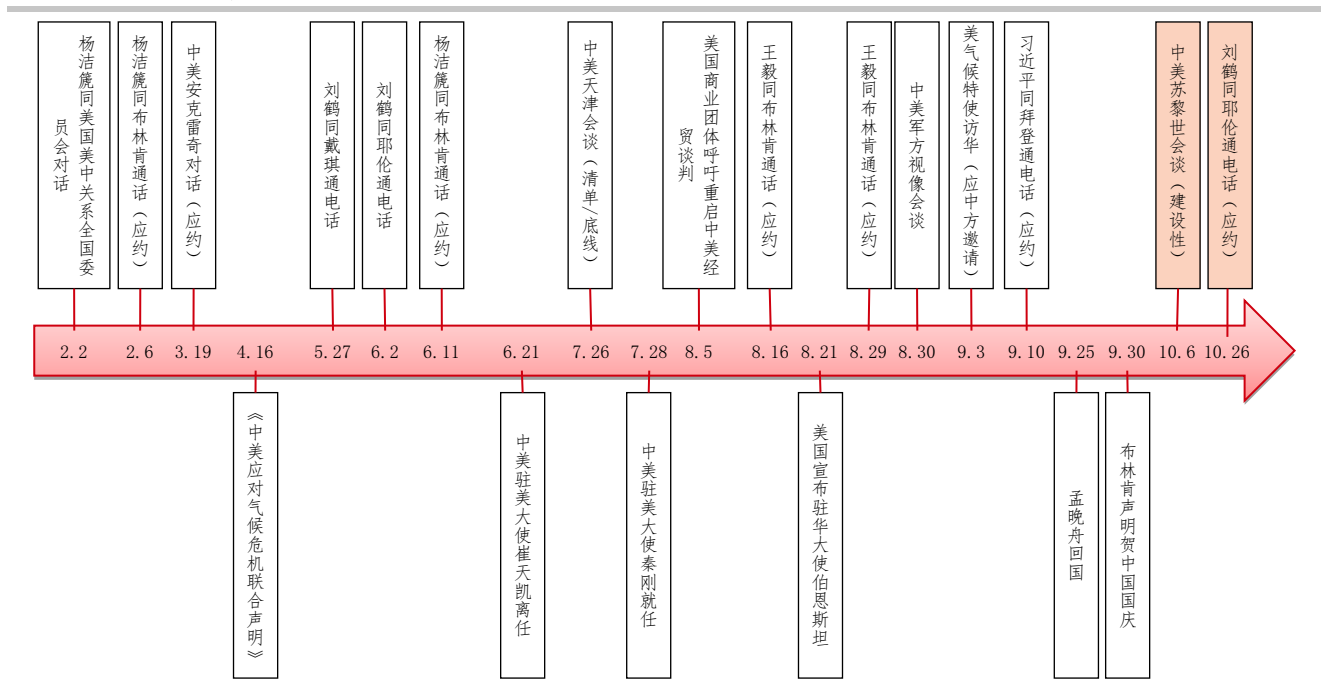
⁸ 10 月 24 日中办出台《中共中央 国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，10 月 26 日国务院出台了《2030 年前碳达峰行动方案》。

⁹ 10 月 27 日国务院发布《中国应对气候变化的政策与行动》白皮书。

¹⁰ 原文参见《刘鹤副总理在 2021 年金融街论坛年会开幕式上的书面致辞》

¹¹ 10 月 23 日全国人民代表大会常务委员会关于授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作的决定，未来关注试点地区人民政府制

图 9： 2021 年中美关系时间线——10 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

对内来看，10 月份伴随着房地产“房住不炒”政策继续推进，我们维持对于房地产继续紧信用边际改善的判断¹²，从风险的结构来看 11 月更加需要关注权益资产的调整风险——

房地产：10 月 21 日，中国银行保险监督管理委员会统计信息与风险监测部负责人刘忠瑞在国新办发布会上表示，银保监会保障好刚需群体信贷需求，在贷款首付比例和利率方面对首套房购房者予以支持¹³。

A 股：10 月 28 日，中国证监会党委与中央纪委国家监委驻证监会纪检监察组召开警示教育大会。证监会党委书记、主席易会满指出，资本市场“围猎”和“反围猎”的斗争仍然激烈，证监会系统反腐败任务仍然繁重¹⁴。

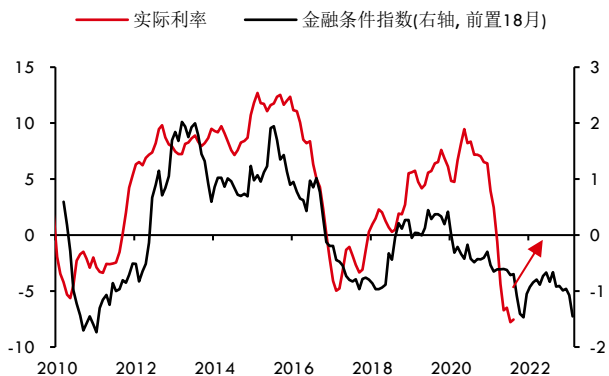
定具体实施细则的出台。

¹² 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”。

¹³ 参见国新办三季度银行业保险业数据信息暨监管重点工作发布会：<http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwfbh/wqfbh/44687/47238/index.htm>

¹⁴ 参见证监会网站：http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202110/t20211028_407722.html

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) 改善或将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

宏观流动性：关注风险释放驱动的宽松

和 10 月报告的相同点: 1) 风险: 我们继续维持对美元流动性收紧形成的冲击判断, 当前美债收益率曲线定价的出现了宏观周期的向下转变, 随着货币政策 11 月份开始的落地, 随着美元流动性的收紧, 维持对库存周期回落的判断。2) 机会: 继续关注新兴市场冲击过程中对于人民币国际化进程的积极影响。

和 10 月报告的不同点: 3) 宏观政策: 随着 11 月气候峰会的召开, 国外流动性收紧的落地以及国内风险结构预期的转变, 关注市场调整驱动条件下央行碳减排支持工具的落地时

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_28750

