

开年首季问大势（总论）

——定位·重塑·周期

定位

从气候波动到经济周期。过去 9,000 年存在太阳活动驱动的 500 年冷暖周期性气候波动：寒冷的气候条件限制了人口发展，而相对暖湿的气候有利于人口的增加和文化的发展，近百年来的全球气候变暖叠加在气候自然变率的暖相位上（开始于 19 世纪 30 年代）。据 IPCC 报告称，全球升温可能在 2030 年至 2052 年间的某个时刻达到 1.5°C，预计到 2100 年，海平面将上升 26-77 厘米。气候条件的转变对于主要经济的地缘格局带来范式转变

从“百年未有之大变局”到“做好工作预案”。17 年 12 月的大变局到 19 年 12 月的工作预案，对于世界格局的认识有了新的推进，也意味着大变局到了某一个临近阈值，在定位不变的情况下，应对从被动转向了主动。

重塑

美元成为全球流动性指示器。二战后，新的国际秩序在美元货币体系、自由贸易体系和联合国框架下展开。美国在全球分工中承担的最终债务消费的角色，通过经常项目逆差（石油美元循环）提供美元流动性，形成美元周期。

当前这一周期面临两个挑战。1) 美国能源的实现独立性，打破了原有全球贸易货币流构筑的资本流动格局；在资本自由流动环境下加剧了美元流动性的收缩。2) 全球化改善自市场效率的同时令贫富分化加剧，二次加剧了信用扩张困难下的流动性收缩。

周期

库存周期复苏仍是阶段性主题。随着 2019 年全球利率超预期宽松落地，2020 年世界经济弱复苏在即，商品供需将边际回暖，商品资产价格或迎来修复。OECD 综合领先指标显示中国经济已领先于世界主要经济体出现企稳迹象，国内经济或将逐步开启复苏之旅。

策略

维持周期待变过程的宏观交易策略，一季度关注“滞胀”形成的冲击风险，方向维持宏观空头思路，关注黄金的交易性机会。2020 年战术配置关注这一阶段下行提供的风险资产上升空间，基本金属逐渐强于贵金属，股市强逐渐优于债市。

风险点：底部风险释放低于预期，导致宏观预期修正低于预期

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：

[经济企稳和风险释放仍需时日](#)

——宏观经济观察 010

2019-11-18

[警惕“滞胀”冲击](#)

——宏观经济观察 009

2019-11-11

[缺少触点，底部延续](#)

——宏观经济观察 008

2019-11-04

[美联储的选择料触发流动性的拐点](#)

——宏观经济观察 007

2019-10-28

[风险改善，关注宏观预期修正](#)

——宏观经济观察 006

2019-10-21

[贸易环境改善，宽松力度加强](#)

——宏观经济观察 005

2019-10-14

定位：天时地利

话说天下大势，分久必合，合久必分。

——三国演义

2017 年 12 月开始，习总书记反复强调当前我们面临“百年未有之大变局”，因而我们需要从更长的周期尺度来定位我们当前所处的阶段。从气候变暖的角度而言，工业革命开启的人类世增加了气温回升的概率，叠加着气候周期暖相位的现状，我们认为文明的轮替将开启；从经济长周期而言，冷相位创造的生产力正在衰退，冷暖相位转换过程中新的生产力周期将逐渐开启。

· 气候周期和文明更替

随着瑞典女孩越来越受到市场的关注¹，我们认为这背后是对于全球气候周期的矛盾显现，百年未有之变局之其一，便是全球气候冷暖相位的转换。

越来越多的地质研究揭示了气候变迁和古代文明之间的相关关系。早在《新石器以来的北温带草原文化与气候变迁》中吕厚远²便指出，气候变化及地理环境的变迁与草原文化发展进程息息相关，每当气候寒冷期，气候带、草原带南移，从东亚到西亚的草原文化也随之向南扩展。而由于全球气候变化的同时性，从东亚、中亚到西亚的草原文化的向南扩展也呈现同时性，**人类历史发展的重要分界线同时也对应着特定的气候环境**。田家康在《气候文明史》³中指出，1980 年以后的平均气温的上升有一个特点——与包括 20 世纪前半期在内的过去气温上升时代相比较，其速度前所未有的急剧升高。在阶段性研究进展《过去 2 万年以来气候变化的影响与人类适应》⁴一文中，郭正堂等指出，目前的气候变暖中有自然变暖的周期背景。随着温室气体浓度的升高，古气候学研究的主要挑战是理解并解释不同时间尺度气候环境变化特征及机制、揭示自然和人类因素的作用。

早在 1973 年，竺可桢提出了中国历史时期气候周期性波动变化的基本状况。2000-3000 年以来，中国历史时期气候变化经历了以下几个阶段⁵：

- 西周冷干气候(公元前 11 世纪至公元前 8 世纪中期)；
- 春秋至西汉前期暖湿气候(公元前 8 世纪中期至公元前 1 世纪)；
- 西汉后期至北朝凉干气候(公元前 1 世纪中期至 6 世纪)；

¹ 有消息称将到访中国

² 吕厚远著《新石器以来的北温带草原文化与气候变迁》(1991)

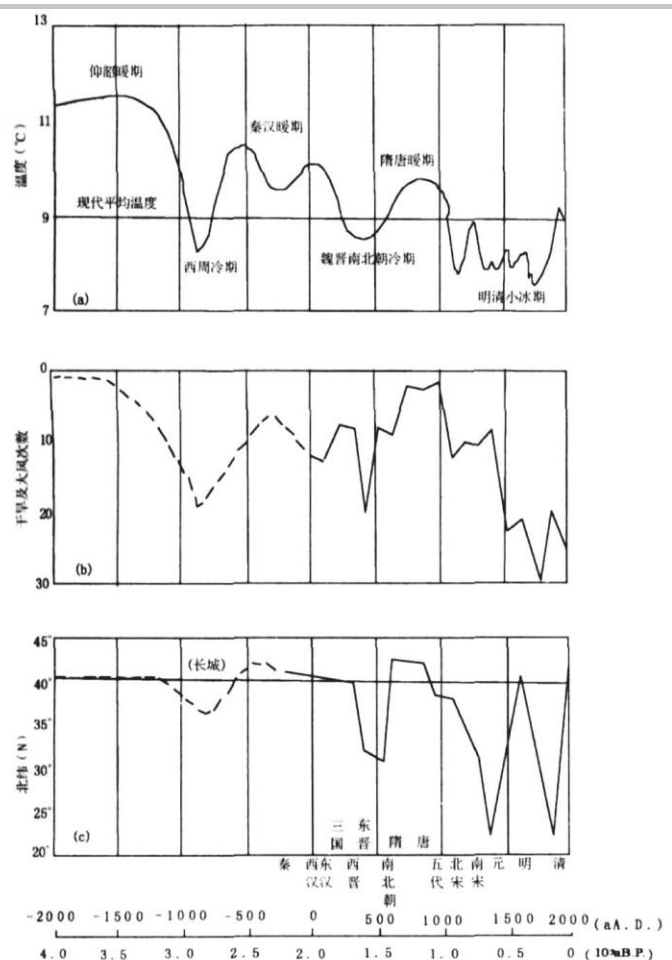
³ 田家康著《气候文明史——改变世界的 8 万年气候变迁》(2012)

⁴ 郭正堂著《过去 2 万年以来气候变化的影响与人类适应》(2016)

⁵ 张允锋著《近 2000a 中国重大历史事件与气候变化的关系》(2008)

- 隋和唐前、中期暖湿气候(7-8 世纪);
- 唐后期至北宋时期凉干气候(9-1 世纪);
- 金前期湿干气候(12 世纪);
- 金后期和元代凉干气候(13 和 14 世纪前半叶);
- 明清时期冷干气候(14 世纪后半叶至 20 世纪初)。

图 1: 4000a 来我国气候的冷暖波动——梦回唐朝



数据来源: 张允锋 (2008) 华泰期货研究院

进一步研究显示, 过去九千年一直存在**太阳活动驱动的 500 年冷暖周期性气候波动**⁶——中国较为强盛和生命周期较长的王朝多对应于 500 年自然气候周期的暖相位上: 如东汉、晋、盛唐-北宋、明等; 而游牧民族王朝兴盛或者国家处于分裂状况朝代多对应于 500 年自然气

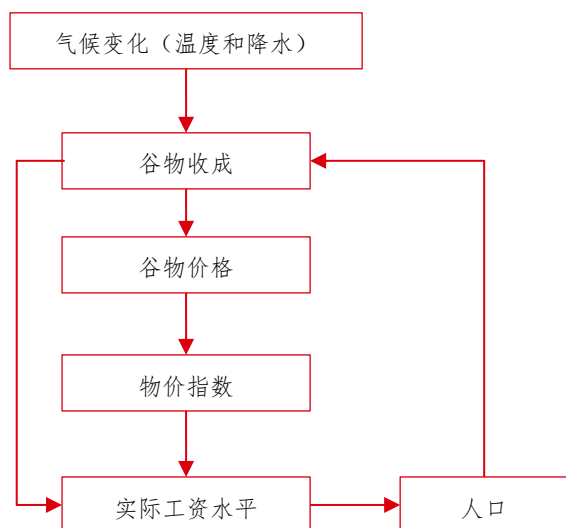
⁶ 徐德克著《2000 年来气候周期性冷暖波动与中国朝代更迭关系初探》(2015)

候周期的冷相位上：如汉末-三国、南北朝-初唐、南宋-元、清。这似乎折射出气候快速波动时期能够造成王朝的更迭，如东汉更替为三国、西晋更迭为东晋、隋唐更迭、五代十国出现、北宋更迭为南宋、明朝更替为清朝。

文明的更替和气候存在着 500 年为周期的循环。徐德克在 500 年的季节性气候变化研究⁷中指出，过去 8000 年中存在着较为显著的 500 年循环的周期运行，这种温暖湿润/寒冷干燥的季风气候周期和人类活动存在着紧密的关系，并造就了兴隆洼文明、赵宝沟文明、红山文明、小河沿文明和夏家店文明的起落更替。

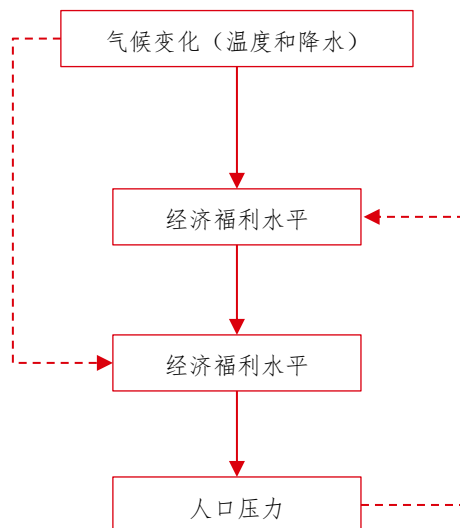
气候变化曾深刻地影响了人类文明。气候变化对社会发展影响的表现形式和最终后果既与气候变化的特点有关，也与人类社会的适应有关。主要表现为：周期性循环，脉冲式变化，适应性转型，文明崩溃与衰落，迁徙与替代。当气候变化的影响尚在人类社会系统可承受的弹性范围内时，人类社会无需做出重大的结构性改变，仅表现为在已有体系下的周期性循环或脉冲式变化。当气候突变或趋势性气候变化的幅度超出人类社会系统已有的可适应范围时，需为适应气候变化做出相应的改变。成功的改变为适应性转型，失败的调整为崩溃与衰落。无论是长期还是短期的数据分析，气候短期波动或长期变化都会在社会经济发展中有所反映。

图 2： 气候变化与前工业欧洲宏观经济周期



数据来源：裴卿（2017） 华泰期货研究院

图 3： 气候变化和中国传染病机制



数据来源：裴卿（2017） 华泰期货研究院

⁷ 徐德克著《Synchronous 500-year oscillations of monsoon climate and human activity in Northeast Asia》(2019)

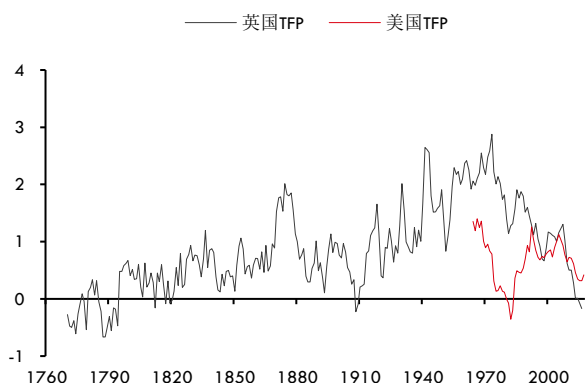
· 经济下移和范式转换

从地质的角度，人类世⁸至今的历史全球经济也发生了较大波动起伏。工业革命驱动人类从农业文明走向工业文明。而随着现代金融的快速发展，经济虚拟化或债务化的过程中，同时加剧了经济的波动性以及财富分配的分化。

百年未有之变局之其二，便是全球生产力再次回落至低点。我们以全要素生产率（TFP）来衡量实体经济增长的过程，通过观察英国 1760 年以来的 TFP 增长率变动可以发现，在每个世纪初 TFP 增长率均回落至停滞状态，1820 年、1910 年以及 2010 年 TFP 增速均回落至低点，显示出实体经济增长的停滞。TFP 增长率趋于停滞的阶段，借用当下流行的用于便是经济进入到“存量博弈”的环境，即经济周期处在相对“黑暗”的阶段，这种黑暗或形成非经济领域的对抗，或驱动债务周期的结束。

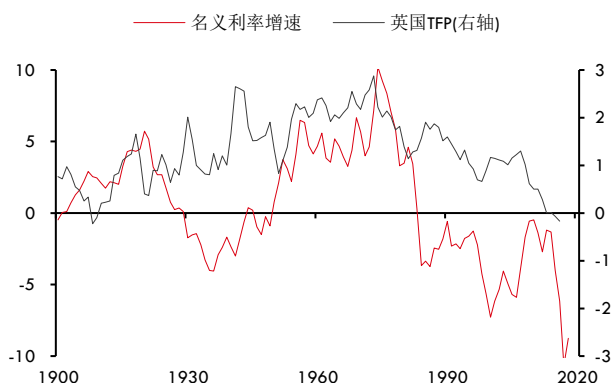
但是资本永不眠，在实体停滞的时候，资金的扩张并不因此而停歇。对比 1900 年以来 TFP 增长率（实体）和名义利率增长率（金融）的变化可知，一般情况下两者呈现同向运行，即实现财富在金融资本和生产资本之间的合理分配。但是这种合理的分配在 1935 年、1986 年、2000 年至今发生了便宜，名义利率增长率的快速回落意味着经济债务化的过程，也意味着财富分配在往金融资本倾斜。假定 TFP 增长率能够扭转当前的弱势，则从内生动能上经济从存量博弈走向增量扩张，分配的矛盾将缓解。但是这一假定不成立的情况下，即全球将长期处在下一轮技术革命酝酿前期，那么分配矛盾的激化或以金融债务的一次性出清为代价，或以长期的低增长承载债务的缓慢出清，经济运行的模式从“利润最大化”全面进入到“债务最小化”的陷阱中。

图 4： 主要西方经济体 TFP 增长率进入低点



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 5： 名义利率和 TFP 增长率对比



数据来源：Wind 华泰期货研究院

⁸ 人类世指地球的最近代历史，人类世可能是由 18 世纪末人类活动对气候及生态系统造成全球性影响开始。

重塑：人和

然不易其意而造其语，谓之换骨法；窥入其意而形容之，谓之夺胎法。

——冷斋夜话

牙买加协议驱动全球经济彻底进入到了浮动汇率时代，美元作为全球货币地位的增强，也形成了美元指数作为全球流动性强弱变缓的指示器。背后正是全球分工体系中美国在这一体系中承担最终消费的债务扩张角色，通过经常项目逆差以及石油美元循环为全球提供美元流动性，构筑了美元周期。当前这一周期面临两个挑战：1) 美国能源独立性，打破了全球贸易流；2) 贫富分化加剧下的信用扩张困难。

· 全球信用流动性的重塑：强弱美元考

美国债务扩张驱动了全球流动性的扩张。货币是商品在全球交换的媒介，以一价定律来看，货币价格是对两国生产率相对定价。但是作为国际货币，美元还承担着全球流动性提供的角色。通过美国需求增长驱动了分工条件下非美供给的上升，债务驱动了经济的螺旋式上升过程，同时带动了自身债务型经济模式的扩张。因而很理想的情况便是，美国对外负债和对内负债的扩张提供了全球经济的流动性的扩张，背后是一个弱美元的环境。

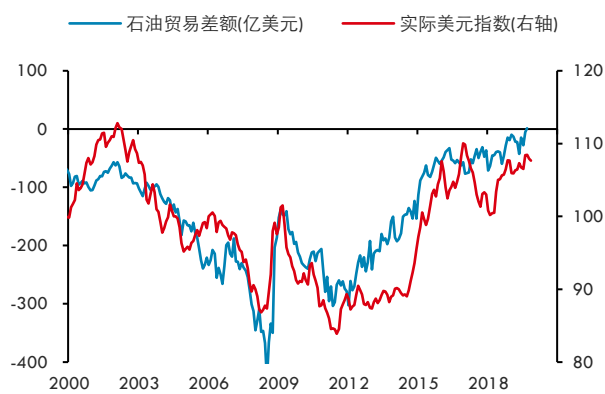
但是未来美国债务的扩张并不能驱动全球流动性扩张。从资产负债表的角度来看美国这一阶段的债务扩张过程，无论何时资产负债表的平衡除了负债端扩张，需要资产端的动态匹配。从负债端来看，当前美债收益率曲线的倒挂意味着美国信用周期处在顶部，美国私人部门扩张进入尾声；信用周期的延续性意味着美国主权部门负债端需要接续私人部门维持延续扩张。从资产端来看，一般意义上这种资产或来源于美国私人部门盈利/收入的扩张，或来源于主权部门税收收入的上升。随着全球生产力增长停滞状态的到来，美国资产负债表的资产端主动性扩张停止，资产负债表的平衡性驱动了我们近期看到的美国对外征税的行为——无疑在美国低利率环境下，美国负债端的扩张仍能延续；美国的对外征税驱动了外部风险偏好下降，以及美元的被动性走强。

石油美元循环的打破增加了全球流动性的紧张。若简化过去的美元流动性循环，可以将美元流动性构筑在“资源-美元”和“制造业-美元”基础上。前者是经典意义上的石油美元循环体系，随着2014年美国页岩油革命真正突破了对外的能源依赖，石油美元循环出现松动。随着美国石油贸易逆差的收敛，增加了美元的走强驱动。

石油美元循环的打破和风险偏好的下降进一步强化了债务美元的正相关性。如果将考察区间收窄至1990年至2016年，数据很容易证明美国债务扩张（对内财政赤字增加、对外经常项目逆差增加）推动了美元的走弱，因全球经济受全球化模型下“美元债务”的驱动。但是跟随美国财政赤字扩张以及美国预算办公室（CBO）对于未来债务情况的预测，美元负债的

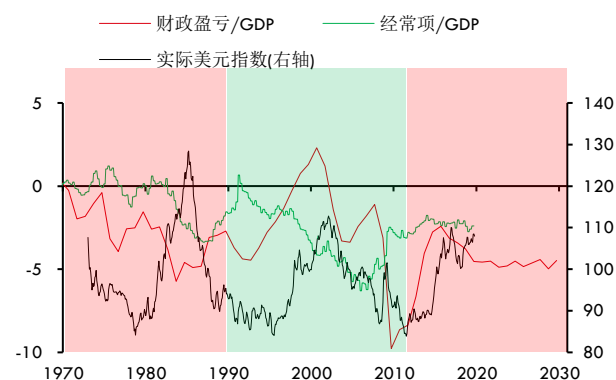
扩张并没有带来 2016 年以来美元的走弱路径。这一情况简单看打破了窄样本区间（1990-2016）的相关性，背后是债务驱动模式的改变。2016 年美国大选开始我们便注意到中美之间的矛盾冲突进一步增强——2018 年 1 月美国国防战略报告指中国为战略对手，12 月华为 CFO 在加拿大被扣留；2019 年 8 月美国财政部将中国列为汇率操纵国，12 月美国 2020 财年国防授权法案增加涉台、涉港、涉疆条款。在这一背景下，我们注意到美元和美元债务之间的相关性回到了 1990 年之前的状态。

图 6： 美国石油贸易逆差结束



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7： 美元指数和美元负债相关性打破



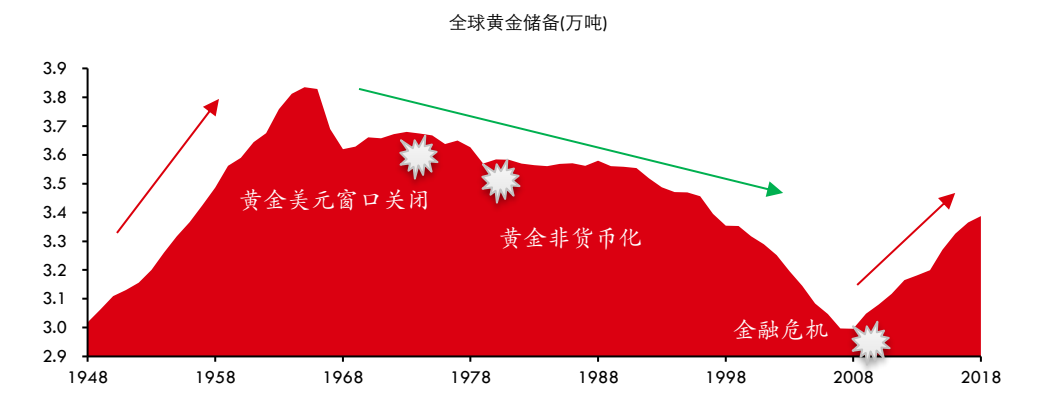
数据来源：Wind 华泰期货研究院

· 全球信用流动性的重塑：人民币机遇

从宏观层面看，全球经济范式面临转换；从微观层面看，全球美元流动性进入到重塑。我们注意到一个独特的资产开始出现主权层面的变化——全球货币部门对于黄金的态度发生了方向性的转变。我们在《华泰期货黄金投资手册》中指出，黄金的根本属性在于非经济性，是市场黄金交易的出发点。黄金的定价依然脱离不了事物的本质，也需要和黄金的内在属性进行挂钩。前美联储主席格林斯潘在离任后的公开演讲中指出，“我认为黄金是主要的全球货币”，即黄金的本质在于其货币属性的发挥。如何理解黄金的货币性质，决定了黄金价格的运行方式，在当前“信用货币体系”下信用（债务）周期驱动了经济周期，黄金的非经济性即表现为对于信用货币周期和经济周期的对冲。

2008 年以来全球逆周期资产——黄金——信用度正在加速上升。表现在主要货币部门对于黄金资产的再配置过程开始加速。结合宏微观层面的变化，我们依然建议对黄金维持标配的建议。

图 8： 全球央行净增持黄金储备的转变类似于二战后至美国关闭黄金窗口期间



数据来源：Wind 华泰期货研究院

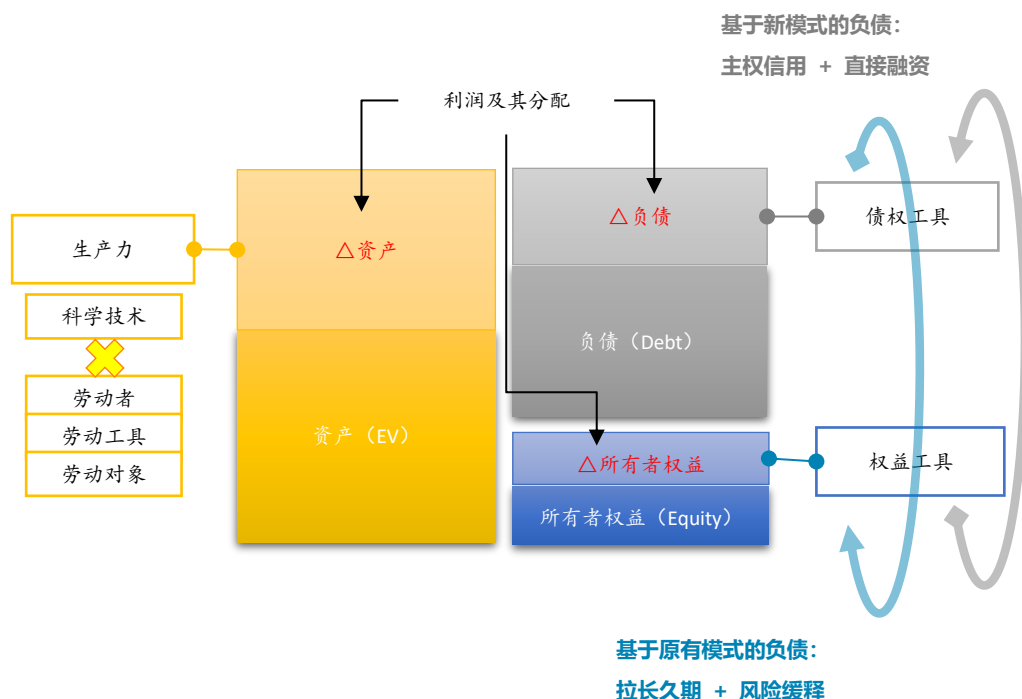
当前仍处在人民币资产置换美元资产的过渡阶段。从货币部门资产负债表的角度来看，伴随着本轮美联储货币政策的转变、美元走强，人民银行资产负债表进入到负增长状态——外汇占款在 2015 年 3 月进入负增长，基础货币在 2015 年 9 月进入到负增长。作为置换 2016 年开始人民银行通过“对其他存款性公司债权”项，以私人部门的形式增加流动性的供给。央行的资产负债表结构正式发生了转变——人民币信用从“美元”进入到“美元+人民币”的中间过渡形态。但作为临时的流动性补给，“对其他存款性公司债权”对于人民币信用的支持依然是不够的，人民币主权资产将成为央行资产负债表结构最后的转变方向。如何构建人民币信用资产将成为现在和未来信用流动性供给的一个重要课题。

当然为置换美元抵押品，人民币抵押品不应也不能是收缩的状态。在经历了 2016 年开始的供给侧改革推动的“去杠杆”过程之后，2019 年开始整体杠杆率进入到“稳”的阶段。从资产状态层面为人民币抵押品的创设提供了环境。剩下的问题在于抵押品的选择。过去快速工业化和城镇化过程中，基于城市土地的房地产成为稳定的抵押品的提供方。随着主要矛盾⁹的转变，“房住不炒”政策的延续，未来能够承担置换美元抵押品的资产至少应从城市土地上的房地产转移，从内部的角度而言或向农村土地的农产品¹⁰、或向城市土地的科技品转变；而从外部的视角来看，通过“一带一路”构筑全球抵押品资产也将成为选项。

⁹ 1981 年中国共产党十一届六中全会指出：在社会主义初级阶段，我国社会的主要矛盾是人民日益增长的物质文化需要同落后的社会生产之间的矛盾。2017 年十九大报告强调：中国特色社会主义进入新时代，我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾。

¹⁰ 1998 年 7 月《关于进一步深化城镇住房制度改革加快住房建设的通知》开始实施住房货币化改革，打开了房地产作为抵押品的制度空间。2019 年 12 月财政部印发《碳排放权交易有关会计处理暂行规定》，《土地管理法》（修订）和《森林法》（修订）于 2020 年 1 月开始实施，为未来人民币资产的构建提供了制度保证。

图 9： 资产负债表扩张路径/信用路径的考察



数据来源：Wind 华泰期货研究院

周期：复苏和衰退

元者何？君之始年也。春者何？岁之始也。

——公羊传·隐公元年

春华秋实，周期仍在运行着，只是在时间跨度和上下幅度上受到不同阶段的特定影响。在全球存量竞争的时代，各国都通过逆周期手段让自己不被“再分配”挤出历史的画卷。所以尽管无论从宏观气候周期的角度，还是从微观货币流动性的角度，全球仍处在为上一轮繁荣买单的阶段，经济依然展现出周期性回复的特征。在我们的框架中，假定美国继续通过“时间换空间”的方式稳定其信用周期，则全球经济在 2020 年依然存在一次复苏。我们所要做的，便是跟随着周期复苏的脚步，享受周期向上的雨露，并在周期结束之前撤出。

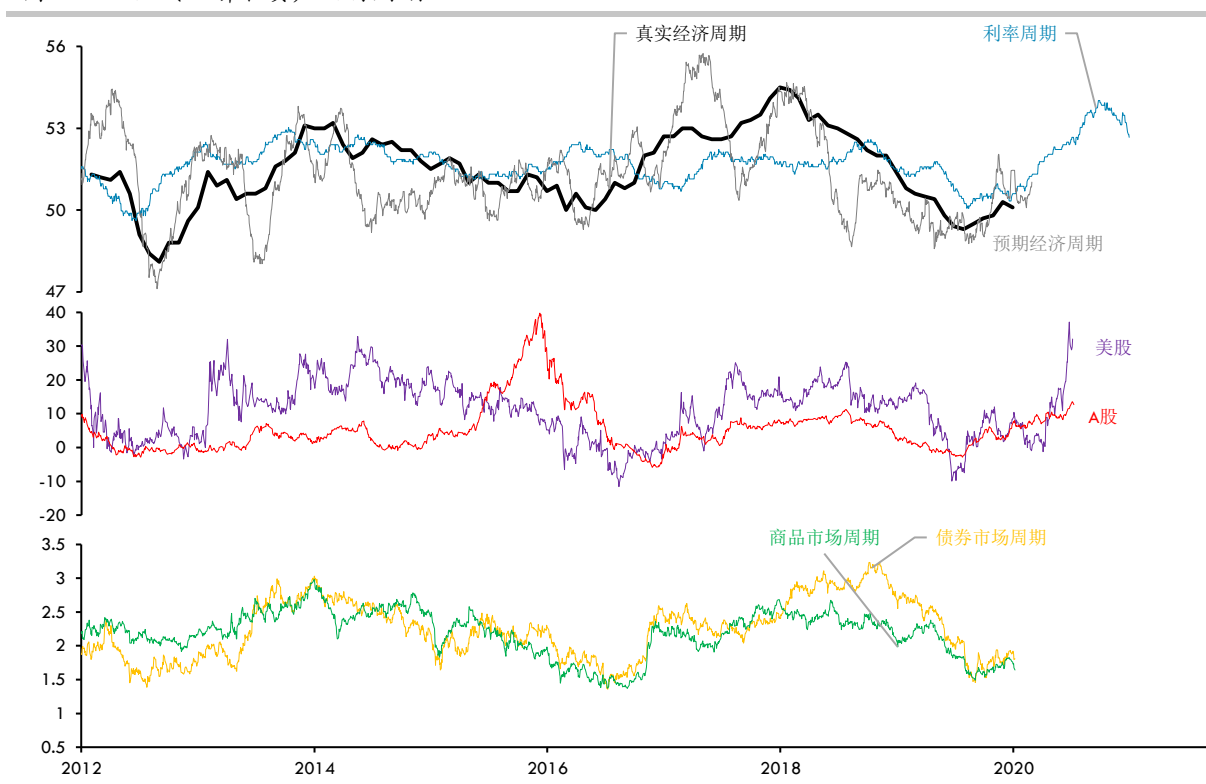
· 利率周期和逆周期

全球货币产宽松推动周期复苏。经历了 2019 年全球央行超预期的货币宽松，从负债端来看已经接近 2008 年危机爆发阶段央行的宽松手段。而事实是当前系统性风险事件仍未发生，但是预防性货币政策宽松手段已经祭出，从而以市场的角度我们已经看到了尽管 2019 年全球经济依然处在回落阶段，但是市场在流动性的驱动下于上半年已经展开了一轮上升。

从负债端到资产端传导，我们认为利率周期的宽松将传导至资产端的改善上。随着 2019 年全球利率超预期宽松落地，我们预期 2020 年世界经济弱势复苏在即，商品供需将边际回暖，商品资产价格或迎来修复。OECD 综合领先指标显示中国经济已领先于世界主要经济体出现企稳迹象，国内经济或将逐步开启复苏之旅。

近年日本的非常规货币政策即为典范。在泡沫破裂之后的资产负债表衰退过程中，一个关键变量——人口——受到了较大冲击，因而尽管从景气指标来看日本在 2015 年左右便走出了“失去的二十年”，但是人口收缩的制约令复苏的道路依然崎岖——2019 年日本出生人口降至 90 万以下的百年新低。

图 10： 主要经济和资产运行周期



数据来源：Wind 华泰期货研究院

随着景气回升叠加全球风险可能的缓和，我们认为全球经济存在一轮库存周期的改善，需要关注美国通过货币宽松等政策稳定信用周期的努力¹¹。

¹¹ 2019 年美联储通过购买短债（QE4）以及三次降息的形式为信用周期见顶之后的压力进行缓释。

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司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

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com