

防御是为新周期做的准备

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

蔡劭立

✉ caishaoli@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

高聪

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

孙玉龙

✉ sunyulong@htfc.com

从业资格号: F3083038

投资咨询号: Z0016257

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

现实的周期仍处于下行过程，但是市场的定价已经开启了“新周期”的乐观。在期限利差没有改善甚至进一步加深的背景下，4月市场波动率却继续回落至相对低位，我们认为这里隐藏的是风险，宏观策略上仍以防御为主。

核心观点

■ 市场分析

宏观周期：全球宏观周期仍处于下行阶段。在3月银行冲击触发的央行看跌期权交易驱动下，市场定价的宏观周期开始了低位的反弹，但是真实的宏观周期下行的过程仍在延续，信用周期下行的过程仍未结束。

海外宏观：关注海外信用风险释放的风险。4月宏观资产虽然出现了同比意义上的反弹，市场波动率再次回落，但是在继续加深倒挂的期限利差影响下，信用周期仍将趋向于回落，直到趋紧的宏观政策出现实质性的转向——美联储给出政策转变信号进行确认。

中国宏观：弱复苏阶段市场仍将维持波动。4月政治局会议对经济给出了开局良好但动力不足判断，宏观政策仍将保持相对偏积极，但是在“新的阻力”下结构性宏观政策仍将阶段性强于总量性货币政策。从外部环境来看，“新的阻力”转变需要美联储给出信号，在信号未确认的背景下预计宏观资产仍将维持弱复苏下的波动状态。

■ 策略

美联储转变信号未确认前，宏观策略仍以防御为主，继续持有 AU/SC 和 T-2TS 组合。

■ 风险

经济数据短期波动风险，金融风险释放缓慢的风险

目录

策略摘要	1
核心观点	1
宏观周期：全球宏观周期仍处于下行阶段	3
信用周期仍趋向于向下	3
通胀的解决仍来自需求	4
海外宏观：关注海外信用风险释放的风险	5
货币政策：暂停加息的风险	5
经济周期：经济仍趋于回落	6
中国宏观：弱复苏阶段市场仍将维持波动	7
宏观政策：结构将重于总量	7
经济周期：复苏但力度不强	8

图表

图 1: 美国 M1 和 M2 环比增速回落 单位: %MOM	3
图 2: 全球信用周期回落压力 单位: %YOY	3
图 3: 滞胀增加了黄金的吸引力 单位: %, 美元/盎司	5
图 4: 期限利差的转变在于周期 单位: BP, 指数点	5
图 5: 美股同比前置和库存周期 单位: %YOY	6
图 6: A 股同比前置和库存周期 单位: %YOY	6
图 7: 中国库存周期逐渐改善 单位: %YOY	7
图 8: 一季度经济实现了良好开局 单位: %	7
图 9: 企业实际利率水平并不低 单位: %	8
图 10: 居民杠杆率维持在历史的高位 单位: %	8
图 11: 不动产证券化下的国内大循环构建	8
表 1: 美国通胀短期较快回落, 但是欧洲通胀压力仍未结束 单位: 标准化	4

宏观周期：全球宏观周期仍处于下行阶段

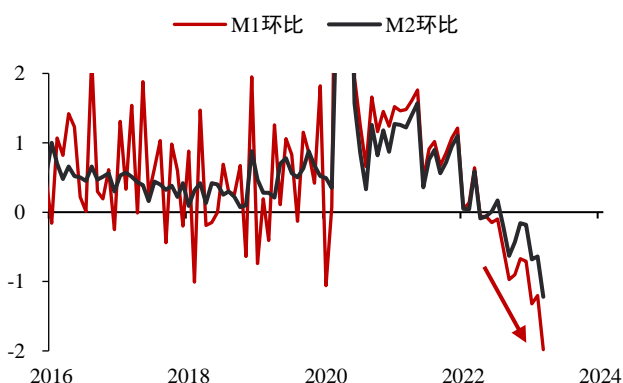
在3月银行冲击触发的央行看跌期权交易驱动下，市场定价的宏观周期开始了低位的反弹，但是真实的宏观周期下行的过程仍在延续，信用周期下行的过程仍未结束。

信用周期仍趋向于向下

金融条件短期收紧风险加大。4月28日美联储发布报告¹，呼吁加强对银行业的监督，并承认此前对硅谷银行监管不足。5月1日美国加利福尼亚州金融保护和创新局宣布关闭第一共和银行，由银行业监管机构联邦储蓄保险公司（FDIC）接管，摩根大通银行收购第一共和银行全部储蓄存款和剩余资产²。FDIC在随后的报告中给出了三个存款保险改革的方案³，监管加强的信号已经明确，信用周期存在回落的压力：

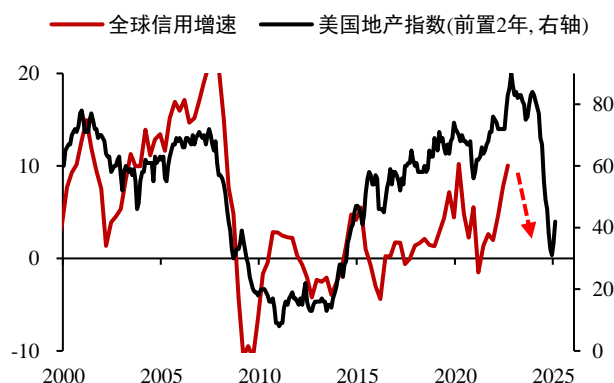
- 1、有限的保障：**保持当前的存款保险框架，提供根据所有权和能力，为储户提供不超过某种上限的存款保险，可能比现有的25万美元存款保险上限还高。
- 2、无限的保障：**将无上限限制的存款保险范围扩大到所有储户。
- 3、有针对性的保障：**对不同的账户类型，提供不同的存款保险限额，企业的公司付款账户要比其他类账户得到多得多的保障。

图 1: 美国 M1 和 M2 环比增速回落 | 单位：%MOM



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2: 全球信用周期回落压力 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

¹ 参考：<https://www.federalreserve.gov/publications/review-of-the-federal-reserves-supervision-and-regulation-of-silicon-valley-bank.htm>

² 参考：<https://www.fdic.gov/news/press-releases/2023/pr23034.html>

³ 参考：<https://www.fdic.gov/news/press-releases/2023/pr23035.html>

通胀的解决仍来自需求

全球高通胀的状态难有改变，但是结构性的转向欧洲。1) 美国通胀继续回落，但回落节奏放缓。3 月核心 PCE 物价指数同比上升 4.6%，和 2 月同比增速保持一致，预期增速放缓至上升 4.5%。3 月 CPI 同比上涨 5%（2021 年 5 月以来最小同比涨幅），核心 CPI 同比上涨 5.6%，住房指数是 3 月 CPI 环比增幅的最大贡献者。2) 欧洲通胀仍处在高位。4 月欧元区 CPI 同比增速从 3 月的上升 6.9% 小幅回升至上升 7%，结束了连续五个月的下降趋势。其中法国 4 月的通胀同比增速环比上升 0.2 个百分点，达到 6.9%，低于德国（7.6%）和意大利（8.8%），但高于西班牙（3.8%）。

全球供给侧不确定性仍然较大，高通胀状态的改变仍取决于需求侧的降温。3 月 31 日，日本政府宣布修改《外汇及对外贸易法》，计划扩大半导体制造设备出口管制范围，涉及 6 大类 23 种设备。4 月 2 日以沙特阿拉伯为首的多个 OPEC+ 国家宣布“自愿”从 5 月起削减石油供应量，总减产幅度超过 160 万桶/日。世贸组织表示，受地缘政治局势紧张、通胀高企、货币政策紧缩、债务水平上升等多重风险影响，贸易增长前景仍面临较高不确定性。

表 1: 美国通胀短期较快回落，但是欧洲通胀压力仍未结束 | 单位：标准化

	2022												2023	
	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月
美国	2.9	2.8	2.9	3.2	2.9	2.8	2.8	2.5	2.2	1.9	1.9	1.7	1.2	-
中国	-0.7	-0.2	-0.2	0.1	0.2	0.1	0.3	-0.2	-0.6	-0.4	-0.2	-1.1	-1.3	-
欧元区	2.3	2.3	2.6	2.9	3.0	3.1	3.4	3.7	3.5	3.1	2.9	2.8	2.1	-
日本	0.5	1.5	1.5	1.5	1.6	2.0	2.0	2.5	2.6	2.8	3.0	2.2	2.1	-
德国	2.0	2.2	2.5	2.4	2.4	2.5	3.3	3.4	3.4	3.1	3.4	3.4	2.7	2.6
法国	2.0	2.1	2.4	2.8	3.0	2.9	2.7	3.1	3.1	2.9	2.9	3.1	2.7	2.9
英国	1.7	2.5	2.5	2.6	2.9	2.8	2.9	3.3	3.2	3.1	2.9	3.0	2.9	-
加拿大	2.7	2.8	3.3	3.5	3.2	2.8	2.8	2.8	2.7	2.4	2.2	1.8	1.3	-
韩国	1.5	1.9	2.3	2.8	3.0	2.5	2.4	2.5	2.1	2.1	2.2	1.9	1.5	-
巴西	2.2	2.5	2.4	2.4	1.7	1.1	0.5	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2	-0.6	-
俄罗斯	2.5	2.8	2.6	2.3	2.1	1.8	1.7	1.4	1.2	1.2	1.2	1.0	-0.9	-
印尼	-0.9	-0.5	-0.4	0.0	0.3	0.2	0.8	0.7	0.5	0.6	0.5	0.6	0.3	-
马来西亚	0.1	0.2	0.5	0.9	1.6	1.8	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1	1.1	0.9	-
泰国	1.9	1.4	2.6	2.9	2.9	3.0	2.3	2.1	1.9	2.0	1.6	1.0	0.5	-
越南	-0.6	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	-0.4	-
印度	-0.5	-0.2	0.0	-0.3	-0.4	-0.4	-0.1	-0.3	-0.5	-0.5	-0.3	-0.3	-	-
Ave	1.2	1.5	1.7	1.8	1.9	1.8	1.8	1.8	1.6	1.6	1.6	1.4	1.0	2.8

资料来源：Wind 华泰期货研究院

海外宏观：关注海外信用风险释放的风险

4 月宏观资产虽然出现了同比意义上的反弹，市场波动率再次回落，但是在继续加深倒挂的期限利差影响下，信用周期仍将趋向于回落，直到趋紧的宏观政策出现实质性的转向——美联储给出政策转变信号进行确认。

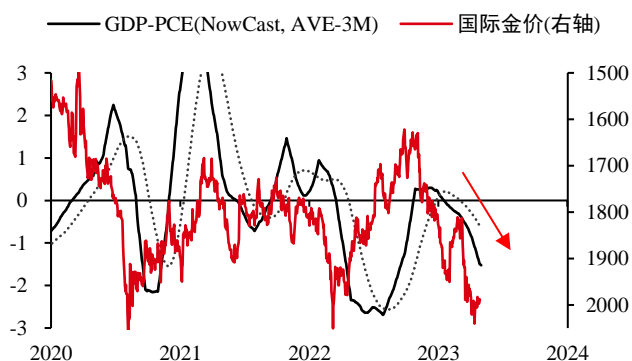
货币政策：暂停加息的风险

预期美联储进入到加息的顶部。市场预期美联储货币政策的加息进入到尾声，5 月可能是本轮周期的最后一次加息“25BP”。但是我们需要注意的是，对于政策而言，加息高度的确定并不意味着加息长度的保证。美国经济相对强劲的表现支撑了美联储货币政策在“5%”的高位延续更长时间，以时间来降低通胀的压力。在全球供给侧结构性压力依然比较大的背景下，美国供给压力也很难有效缓解。通胀的相对韧性和经济的继续回落驱动了宏观仍处在“滞胀”的象限之中。

关注货币政策的转向风险。对于市场而言，经济还具韧性但利率预期降温的组合有利于风险偏好的改善，这也是去年 11 月以来市场“衰退交易”的主要表现——经济并未显著降温（衰而不退），但流动性预期出现改善（预期改善）。改变这种状态的有两个：

- 1、其一在于信用周期回落驱动的“衰退交易”进入到真实衰退。这又回到我们之前月报讨论的问题，衰退的贡献由谁来承担。在当前标题通胀压力欧洲强于美国的状态下，由“抗通胀”驱动和金融条件收紧和实体经济活动放缓压力欧洲依然大于美国。
- 2、其二在于防止信用周期的下降政策提前进行了货币的宽松。我们依然认为这一政策选项的概率不大，货币政策的转变对于市场的影响仍是负面的。

图 3: 滞胀增加了黄金的吸引力 | 单位：%，美元/盎司



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: 期限利差的转变在于周期 | 单位：BP，指数点



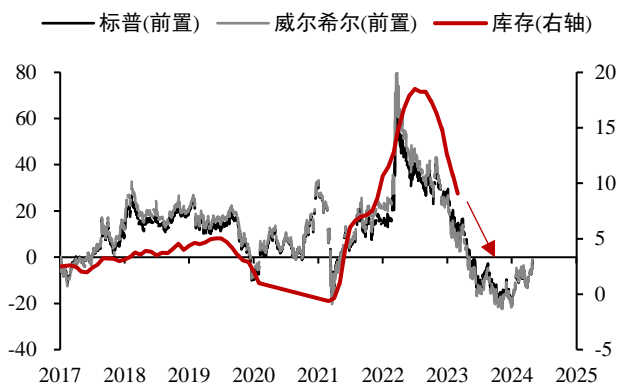
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

经济周期：经济仍趋于回落

金融条件收紧的过程延续。通胀的回落在短期的角度看到的便是需求的回落过程，2022 年持续的货币政策收紧以及 2023 年至今维持在高位的实体融资成本，对于经济将继续形成收缩的影响。一方面，韩国产业通商资源部报告显示，韩国 4 月出口额为 496.2 亿美元，同比减少 14.2%，月度出口从 2022 年 10 月开始连续 7 个月同比减少。另一方面，美国今年 3 月贸易逆差创历史新高，由 2 月的 705 亿美元扩大至 744 亿美元。3 月美国贸易逆差额同比增长 57.6%，环比增幅为 5.6%。金融条件收紧对于全球经济带来了结构性的影响。

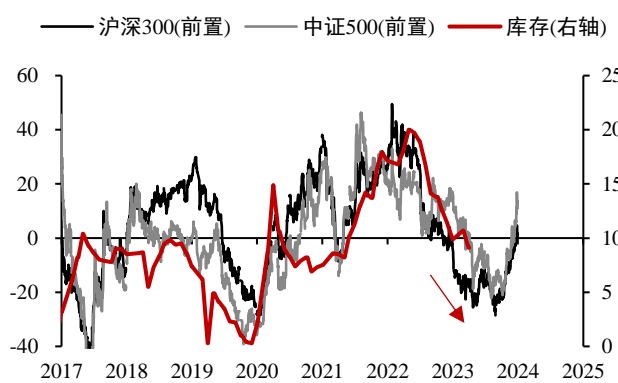
经济周期回落的压力延续。货币政策未转向，从基础货币提供的流动性继续收紧；信贷条件继续收紧，从金融中介提供的流动性收缩风险加大；这些最终都将反映在实体经济的负债成本上，只是时间的早晚。截止 2022 年四季度，美国家庭部门信贷增速已经降至 2.35%，而消费增速虽然保持在 7% 的高位，但是从 2022 年的 13% 已经出现持续回落。从市场定价的角度来看，中美股市自去年四季度开始逐渐呈现出同比增速的企稳和反弹，体现出市场在“衰退交易”中对于流动性的改善预期。但是显然，实体经济无论是生产端（G7 工业生产和经济景气度）还是贸易端（主要生产型经济的出口）的改善仍然需要时间，当前继续回落的风险依然比较大。

图 5: 美股同比前置和库存周期 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 6: A 股同比前置和库存周期 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

中国宏观：弱复苏阶段市场仍将维持波动

4月政治局会议对经济给出了开局良好但动力不足判断，宏观政策仍将保持相对偏积极，但是在“新的阻力”下结构性宏观政策仍将阶段性强于总量性货币政策。从外部环境来看，“新的阻力”转变需要美联储给出信号，在信号未确认的背景下预计宏观资产仍将维持弱复苏下的波动状态。

宏观政策：结构将重于总量

三重压力缓解，一季度实现良好开局。2021年中央经济工作会议首次提出“我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”。随着疫情冲击结束后2023年经济活动的逐步修复，以及政策的边际上调整，改善了市场的预期，提振了经济活动。在央行一季度货币政策例会中就已删去了“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”的表述，体现出宏观政策层面对于经济改善的判断。

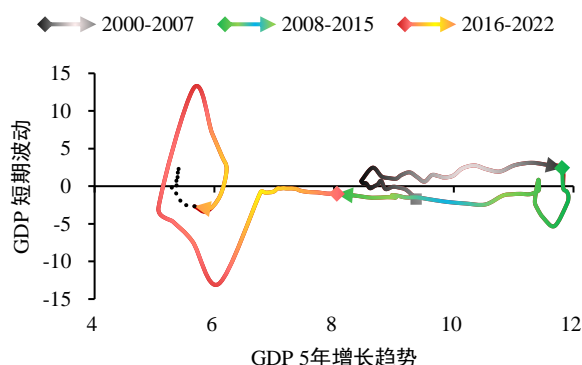
改善是恢复性的，内生动力还不强，宏观政策仍将维持相对积极，但结构强于总量。在防疫放开后的一季度，虽然经历了12月份的感染率快速脉冲和春季甲流的传播，我们依然看到了经济高频数据的超预期改善，尤其是旅游出行领域的改善。但是经历了三年疫情的影响之后，实体经济的资产负债表压力在进一步增加，叠加海外央行至少当前仍处在加息周期阶段的现实，对于资本流动带来的压力仍比较大，限制了宏观政策层面进一步的放松。政治局会议将产业政策置于宏观总量政策之前更优先的位置，体现出重结构轻总量的政策特点。应对经济转型新的阻力，通过为实体经济提供支撑性的政策，激发企业家活力，实现以实体经济的进一步扩大发展来应对阻力的方法。我们预计宏观政策至少将维持中性偏宽松的状态，经济动能的不足仍需要政策来呵护，转向收缩的可能性很低。

图 7: 中国库存周期逐渐改善 | 单位: %YOY



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 8: 一季度经济实现了良好开局 | 单位: %



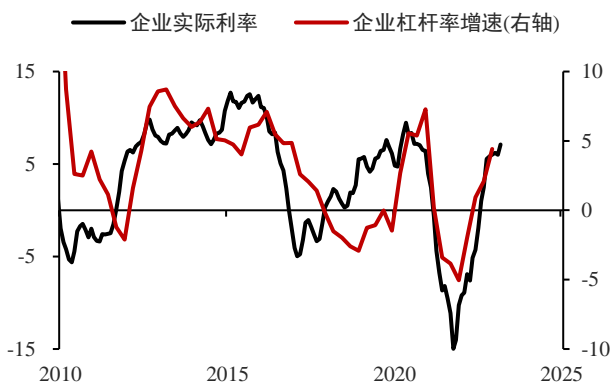
数据来源: Wind 华泰期货研究院

经济周期：复苏但力度不强

实体部门的恢复预计缓慢。从政策的增量来看，当前仍是缺乏的。4月15日易纲在报告中指出央行的目标是将实际利率保持在潜在增长率以下。考察2000年至今的实际利率和潜在增长率可以看出，实际利率波动较大，但仍低于潜在增长率，意味着在宏观政策总量高于结构的前提下，货币政策总量的宽松短期内难以看到，对于当前处在复苏初期阶段的国内宏观经济而言，其上行的斜率将进一步压缩。

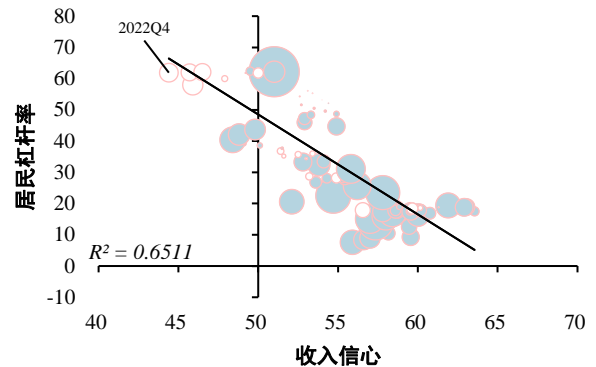
等待海外风险的释放，国内的资产创造进入到观察区间。从资产负债表的角度来理解国内经济，一方面需要有负债端的宽松来提供经济改善的推动力，另一方面也需要有资产端从“现金流”到“净利润”创造的资产扩张预期。4月25日自然资源部部长王广华宣布我国全面实现不动产统一登记，意味着相比较城市土地，农村等更广义的不动产超实现“货币化”又迈进了一步，未来负债端空间打开的另一面是，相关领域不动产证券化带来的宏观资产负债表扩大的积极影响。

图 9: 企业实际利率水平并不低 | 单位: %



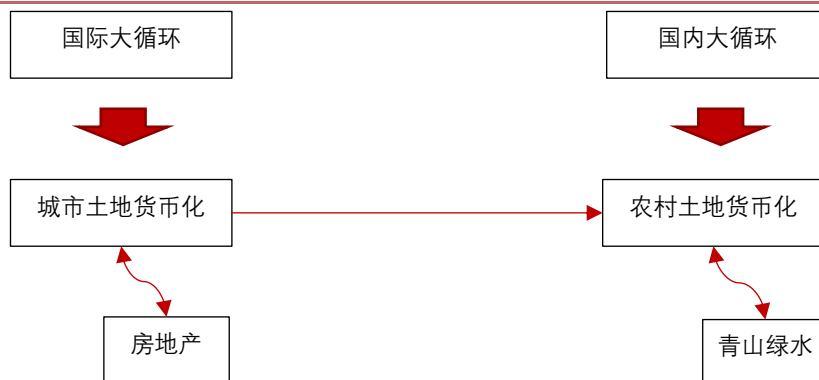
数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 10: 居民杠杆率维持在历史的高位 | 单位: %



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 11: 不动产证券化下的国内大循环构建



数据来源: 华泰期货研究院

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

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com