

AgRadar Consulting

独立客观 洞见未来

宏观经济周报

提前宽松？那只是一场美梦

第 014 期

www.agradar.cn



关于我们：

AgRadar Consulting (www.agradar.cn 天津诚瑞有道企业管理咨询咨询公司)是一家总部设在北京、在伦敦设有办公室的专业的独立第三方宏观经济咨询与农产品咨询公司，主要业务领域覆盖咨询报告服务（宏观与产业）、国际大宗粮食采购服务、企业经营风险管理咨询等。

核心观点：

一、通胀未退，鲍威尔鹰派发言击碎市场提前从货币紧缩到货币宽松的美梦。

二、供应紧张和成本支撑或是大宗商品价格陷阱，需求难增长会导致产业利润分配再平衡。

提前宽松？那只是一场美梦

在本周五的 Jackson Hole 年会上，美联储主席鲍威尔在此发表鹰派发言：当前，联邦公开市场委员会（FOMC）的重中之重是将通胀降低至 2% 的目标。历史记录对过早放松政策提出了强烈警告。

尽管此前有一些通胀数据表明通胀有所回落，让市场对于联储未来的加息预期有所降低，市场也进入了大规模的反弹节奏。但鲍威尔最新的发言让市场重新回到了不会提前结束紧缩周期的节奏之中。

在上周的宏观观察中我们重点强调，**缩表才是真正意义上的从市场回收流动性，但过于激进的缩表一定会导致市场的崩溃，这并不是联储所愿意见到的局面。**

联储实际上面临两难局面，既希望物价能受到控制，又希望经济能不进入衰退，这也是为什么联储在加息的决策中，**指出经济数据才是政策的真正指导。**

Part 1: 疫情牛市也是消费牛市

基于《大衰退》作者辜朝明的研究，他说，当借款人承受着债务的重压时，多大程度的 QE 都无法说服他们去借款。由于没有借款人，央行提供的任何资金都将滞留在金融部门，不会进入实体经济。

因此，没有理由证明 QE 会导致更高的通胀和更大的经济增长。一个证据是，尽管美联储在 2008 年之后实施了 QE，但通胀并没有上升，经济也没有增长。

在过去的经济体系中，由于 QE 并没有直接流入到居民个人账户，因此，社会的总消费能力是保持不变的。但此次直接向居民注入流动性直接导致了居民领域的消费能力爆发式增长。

除了消费能力的爆发式增长之外，从疫情开始，供给方面也遭受打击。全球航运的不通畅，不仅包括供应国的疫情政策限制了供给，还包括需求国的疏港能力不足导致港口拥堵，供应和需求的不匹配最终会通过价格的变化去寻找新的供需平衡点，表现出来则是物价的飞涨。

此前美联储在面对通胀的时候，他们一直认为这是一种暂时的现象，但显然这是一个愚蠢的误判。如果仅仅是小规模、短周期的疫情货币救援，可能美联储的判断是正确的，但是如此大规模、长周期的货币刺激，导致难治理的通胀是必然。

正如美联储对通胀是误判一样，业界曾有很多人预计美国公司在疫情期间的盈利将遭受重创。但事实证明，这是一个错误的臆想。在疫情期间美国公司的财报，尤其是虚拟经济公司的财报好的惊人。而导致美国公司业绩表现超出业界认知的核心原因还是在于给居民直接注入流动性而导致的消费爆发式增长。

回首看，我们说疫情之后的商品和股票牛市是货币牛市和供应牛市，**同时，也是真正消费牛市。**

不得不承认，欧美给居民消费领域直接注入流动性确实实拉动了本国经济的恢复性增长，**但代价也很明显，全球性长周期的恶性通胀。**

即便是如今全球央行启动了大规模的加息来对抗通胀，但目前通胀仍然顽固难去，**其主要原因在于需求的韧性。**

覆水难收，眼下的矛盾是大规模的回收流动性的传导是需要时间周期的，且长周期的利率提升极度容易引发企业的资产负债表危机，从而导致经济衰退，因此，市场对于长周期的紧缩政策心怀恐惧。

在此前的宏观经济观察中我们曾多次提及，更猛烈的通胀，更大幅度的加息。**眼下的美联储就属于骑虎难下的局面。**

Part 2: 需求终将回落 生产领域优先走弱

在上周的周报中，我们曾花大篇幅重点分析当前导致物价上升的核心：俄罗斯脱钩所导致的能源紧张。但从大的格局上看，**能源紧张更多体现在欧洲的价格上，而并不是美国的供需上**，在上周的能源数据中，美国的能源出口创出新高，且美国的汽油价格已经连续下行 3 个月，跌至 2.67 美元 / 加仑。

而从航运上看，BDI 指数已经跌至 1082，而这一指数在今年五月曾超过 3300 点。

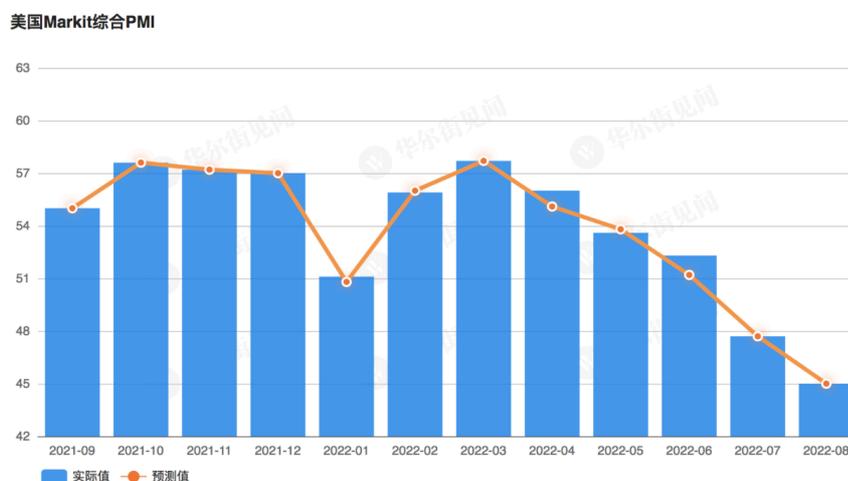
从最近的全球经济数据表明，**自加息以来，全球需求均有所下滑，而最明显的是生产领域。**

周二公布的数据显示，美国 8 月 Markit 制造业、服务业、综合 PMI 续刷两年多新低。其中，服务业、综合 PMI 连续第二个月陷入收缩区间，经济恶化显著。美国 8 月 Markit 服务业 PMI 初值录得 44.1，低于预期值 49.8，创 27 个月新低，前值 47.3；美国 8 月 Markit 制造业 PMI 初值 51.3，低于预期的 51.8，创 25

AgRadar Consulting

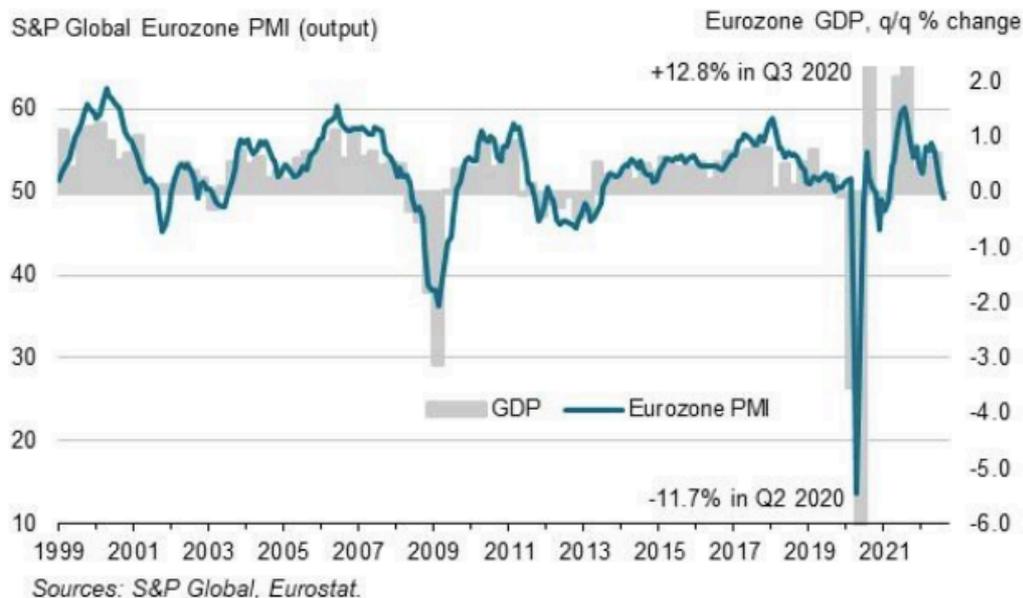
诚瑞有道农业咨询

个月新低，前值 52.2；美国 8 月 Markit 综合 PMI 初值录得 45，创 27 个月新低，前值 47.7。



8 月 23 日，HISMarkit 公布的数据显示，欧元区 8 月综合 PMI 初值录得 49.2，高于预期的 49，低于前值的 49.9，创 18 个月新低。

S&P Global Flash Eurozone PMI Composite Output Index



生产领域的下滑与消费领域需求的韧性形成的冲突最终反映在当前的物价水平上，在全球需求没有见到大规模的萎缩前，全球大宗商品的价格下行的周期并不流畅。

这也是我们所见到的股市对于加息非常敏感，而商品对于加息的反应总是过于迟滞。商品领域的工业品对于生产领域的萎缩敏感，而消费领域的大宗商品价格表现有更强的韧性。

但我们认为，需求受到压制最终会传导到整体消费领域之中，只不过是时间的早晚问题。**因此，AgRadar 认为，全球大宗商品牛市不再，有的只是价格下跌的周期不同而已。**

如果把经济周期拉长来看，我们可能认为这只不过是人类经济历史中的一次非正常脉冲，**而对于此次脉冲的错误认识指导在很多人的投资行为中，则意味着有可能为认知的错误买单，其后则是财富的灰飞烟灭。**

Part 3: 中国式宽松能否带来中国式复苏

回望过去，我们会发现国内 2021 年的保守政策以及今天的加大刺激力度均有着极大的合理性。

21 年即便欧美遭受疫情的冲击，但由于国内控制得当，在欧美大规模流动性的注入导致需求爆发式增长的阶段，我们并没有感受到任何经济的凉意，国内出口供不应求，这也就是为什么中国在疫情之后甚至感受到了出口的小阳春的核心原因，而人民币币值即便有所走低，但在 2021 年全年仍然保持坚挺。

时至今日，此情此景已经大不同，今年我们遭遇了几次疫情大的冲击，内需不振，除此之外，很明显感受到欧美需求的萎靡已经传导至国内，今年我们明显感到出口的压力。在内需和外需都遭受到巨大的压力的情况下，国内提出了对内刺激，对外人民币走软的路径。

此前很多人对于人民币走软的逻辑不理解，其实质就是为了保住出口这条腿。

如果说过去我们寄希望美国关税减免能够达到中美双方的双赢是缓解出口压力的路径，但台海的冲突让此前的努力已经化为泡影，这条路径行不通只能通过人民币走弱提升中国出口竞争力，来保住中国出口的稳定。

但我们可以看到的是，今年国内输入型商品的价格将会明显走高，如果内需大规模恢复，那么国内输入型通胀难免。而国内经济低迷，那么人民币走软不一定会带来输入型通胀。但总体来说，我们希望国内需求复苏，也不要输入型通胀，但这又是国内经济所面临的两难。

从投资策略上我们现阶段更倾向于中国输出型商品承压，而输入型商品价格可能更容易有韧性。

关于我们：

AgRadar Consulting (www.agradar.cn 天津诚瑞有道企业管理咨询公司)是一家总部设在北京、在伦敦设有办公室的专业的独立第三方宏观经济咨询与农产品咨询公司，主要业务领域覆盖咨询报告服务（宏观与产业）、国际大宗粮食采购服务、企业经营风险管理咨询等。

中国粮食进口市场是一个规模庞大、需求稳定的长期繁荣市场，根据海关统计数据，中国年进口大豆规模超过 9000 万吨、油脂超 1000 万吨、玉米 2000-3000 万吨、小麦、大麦超 2000 万吨。AgRadar 致力于帮助中国粮食上下游产业链掌握全球粮食市场动态、降低采购成本、对冲市场风险。

AgRadar 利用全球化的产区资源，致力于将具有性价比的全球粮食资源进口至中国，满足生产商、贸易商的需求。

免责声明：《AgRadar 宏观经济观察》坚持独立、审慎原则，力求报告内容客观、公正，但报告所载的观点、结论和建议仅供参考，使用者不能依靠本报告取代独立判断。对使用者依据本报告所造成的一切后果，《AgRadar 宏观经济观察》不承担任何法律责任。