



研究院

研究员

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

高聪

☎ 021-60828524

✉ gaocong@htfc.com

从业资格号: F3063338

投资咨询号: Z0016648

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

经历了月初的回落，市场预期落地了一次宏观政策的调整，也迎来了8月的一次反弹。同时，市场的反弹伴随着美国经济数据的由差转好的过程——由月初“差”的非农就业转向月末“好”的GDP修正值。

展望9月，我们预计短期市场反弹的进程有望延续，需要关注的是美联储9月18日靴子落地后市场预期再次修正的风险。

核心观点

■ 市场分析

宏观周期：降息落地和流动性收紧风险。经济数据的公布和宏观政策的调整实现了完美的落地，对于美国经济周期，我们继续维持继续放缓的判断；但在9月份我们预计会看到不那么差的经济数据和不那么强的宏观政策预期。对于国内的经济周期，我们继续维持周期等待改善的判断；资产的扩张时间表正在临近。

价格周期：等待价格的继续回升空间。美联储宣告抗通胀战役实现胜利，背后是供给的扩张还是需求的收缩将成为关键——意味着财政货币政策的协同下能够实现经济的“可持续”发展。同时，国内7月CPI数据因为食品价格的供需略有正向改善，但提升名义增长之路仍在进行，关注未来需求驱动的价格回升可能性。

政策周期：政策的扩张脚步临近，时间点关注美联储9月降息后。随着地方债务风险和房地产风险的相对稳定，宏观政策在防风险之下的“加力”预计逐渐临近。在9月美联储降息确定的背景下，美国经济“好”通胀“落”的组合若遇到全球经济“差”通胀“升”的组合，无形当中增加了全球流动性的压力和政策限制，对于全球经济形成压力测试，预计在压力之后宏观政策再扩展的可能性将上升。

■ 策略

宏观策略维持左侧判断，短期维持积极风险配置观点。8月美联储政策释放降息信号为市场的回升提供政策空间，随着风险情绪的改善，我们预计收益率曲线仍有陡峭化空间（ $2\times TS2409-1\times T2409$ ）。

■ 风险

美联储意外加息，地缘风险意外上升

目录

核心观点	1
周期未完，短期乐观.....	3
中国：经济表现稳定，但地产的调整延续	3
美国：数据由“差”转“好”，风险不在短期.....	4
周期未完，市场乐观	5
通胀分化，预期仍在	6
美国：政策对通胀满意，关注实际变动	6
中国：关注通胀驱动从成本向需求传导	7
等待降息落地后的风险	8
关注宽松预期差	8
关注总量型政策	9

图表

图 1：7 月中国企业盈利小幅改善 单位：%YOY.....	3
图 2：但 7 月待售面积/销售面积回升 单位：月数	3
图 3：月初：7 月新增非农降至 11.4 万 单位：万人.....	4
图 4：月初：2024 年以来失业率快速回升 单位：%.....	4
图 5：月末：二季度 GDP 上修 0.2% 单位：%YOY.....	4
图 6：现实：实体和金融市场的背离未缓和 单位：%.....	4
图 7：美国 7 月通胀热力图更新 单位：STD.....	6
图 8：生产资料同比变化分布 单位：%.....	7
图 9：CPI 同比走势 单位：%YOY.....	7
图 10：市场预期 9 月降息 25BP 概率 单位：%PCT.....	8
图 11：年内降息空间达到至 100BP 单位：%.....	8
图 12：央行主要操作利率存在回落空间 单位：%.....	9
图 13：国债净融资继续扩张 单位：亿元	9
表 1：全球制造业 PMI Z-SCORE	5

周期未完，短期乐观

8 月份美国各项经济数据的公布和美联储宏观政策的实现调整之间实现了完美的衔接和落地，对于美国经济周期，我们继续维持继续放缓的判断；但在 9 月份我们预计会看到不那么差的经济数据和不那么强的宏观政策预期。对于国内的经济周期，我们继续维持周期等待改善的判断；资产的扩张时间表正在临近。

随着美联储 9 月降息的落地，我们认为关注的焦点在后期在流动性收紧的风险上。

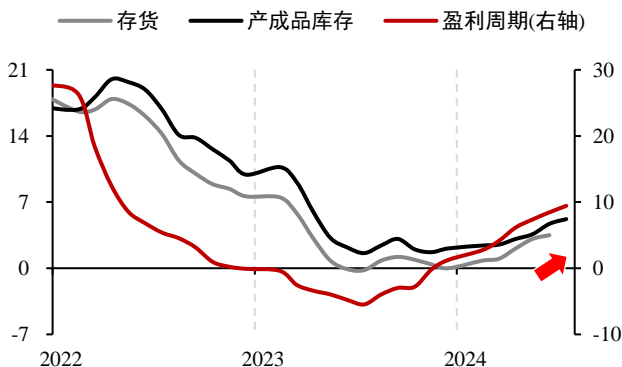
中国：经济表现稳定，但地产的调整延续

7 月份工业经济同比增长放缓 0.1 个百分点至+5.9%（环比维持正增长），服务经济同比增长回升 0.1 个百分点至+4.8%。

投资生产：7 月固定资产投资累计增速相比较 6 月继续小幅回落至+3.6%，环比增速小幅回落至-0.17%。投资结构上，运输设备(+30.1%)、水利(+28.9%)、食品生产(+26.8%)、电热气水生产(+23.8%)和农副产品(+21.2%)投资仍明显快于制造业(回落 0.2 个百分点至+9.5%)；产量结构上，产能去化有所放缓，二季度电气机械制造、非金属矿物制品、食品制造和计算机制造分别降低了 6.3、5.8、5.4 和 4.6 个百分点，上游工业产品产量增速在过去一年仍表现为较快的回落。

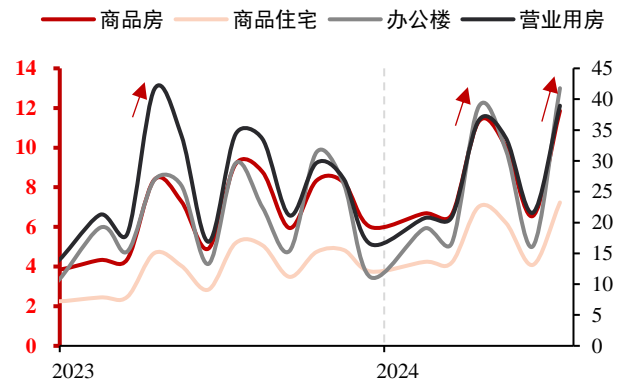
消费地产：7 月消费压力有所加大，除汽车以外的消费品零售额同比增长 4.0%，汽车类零售额同比增速负增长加深-1.7%。从结构角度，网上实物商品零售同比增速结束了年初以来的高增出现了回落，7 月增速小幅回落至 8.7%。7 月地产投资同比回落 0.1 个百分点至-10.2%，但季节性来看 7 月份库存消化压力相比较 6 月份有所减轻。

图 1：7 月中国企业盈利小幅改善 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：但 7 月待售面积/销售面积回升 | 单位：月数



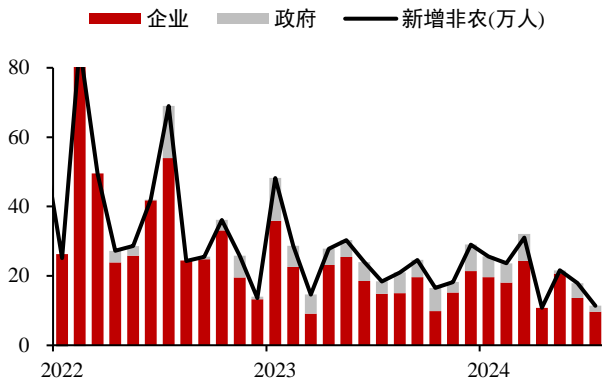
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

美国：数据由“差”转“好”，风险不在短期

月初公布的劳动力市场数据大幅低于市场预期，加速了市场风险的释放。一方面，美国7月非农就业人口增加11.4万人，预期17.5万人，6月新增就业人数从20.6万下修至17.9万。另一方面，美国对2023年4月到2024年3月之间的非农就业数据大幅下修81.8万，创十五年来最大规模。

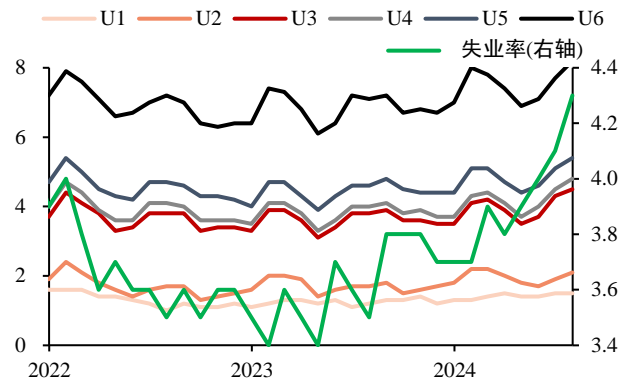
月末公布的二季度GDP修正值被较大上修，市场调整美联储确定降息背景下的乐观定价。数据显示，二季度美国经济增长环比折年率上涨3%，高于第一季度1.4%的增长率，相比较此前公布的初值上修0.2个百分点。

图 3：月初：7月新增非农降至11.4万 | 单位：万人



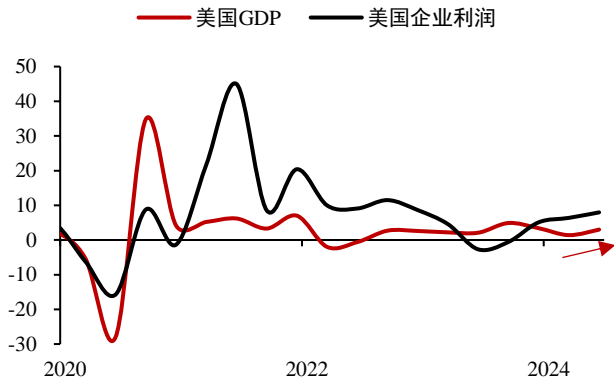
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：月初：2024年以来失业率快速回升 | 单位：%



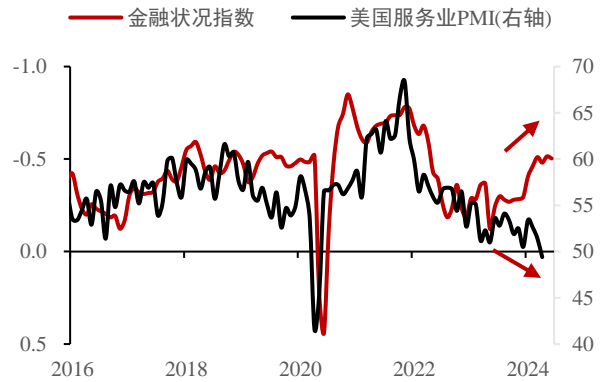
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：月末：二季度GDP上修0.2% | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：现实：实体和金融市场的背离未缓和 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

周期未完，市场乐观

8月杰克逊霍尔央行年会上鲍威尔的一篇《回顾和展望》，终于落地了货币政策的转变信号，鲍威尔给出的理由是由于通胀回到2%有了足够的信心，以及对于经济压力的关注度开始上升——当经济未处在衰退状态背景下，9月提前实施预防性降息。

美联储降息为市场提供短期的乐观。我们对于未来美联储货币政策的判断是：终于动起来了，且短期确认的方向是“降息”。相比较短期“预防性降息”的前瞻性，鲍威尔对于“首次”降息后的利率路径依然是“数据依赖”的，也就是从前瞻式切换至了后顾式。在货币政策的前瞻式模式下，我们可以将此简单理解为利率的变化领先于经济的变化，即从资产定价的分子分母角度 ($P = R/i$)，分母利率的回落 (↓) 将优先于分子盈利的回落 (↓)，为资产价格的上涨提供乐观的条件。

$$P^{\uparrow} = \frac{R^{\downarrow}}{i^{\downarrow\downarrow}}$$

表 1：全球制造业 PMI Z-score

	2023												2024	
	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
全球	-1.2	-1.3	-1.1	-1.0	-1.2	-1.0	-1.1	-0.7	-0.6	-0.4	-0.6	-0.3	-0.4	-0.8
美国	-1.8	-1.7	-1.4	-1.1	-1.6	-1.6	-1.6	-1.1	-1.4	-0.8	-1.1	-1.2	-1.2	-1.6
中国	-0.9	-0.7	-0.5	-0.2	-0.6	-0.7	-0.9	-0.8	-0.9	0.1	-0.1	-0.6	-0.6	-0.7
欧元区	-1.6	-1.8	-1.6	-1.6	-1.7	-1.5	-1.4	-1.0	-1.0	-1.1	-1.2	-0.9	-1.1	-1.1
日本	-0.3	-0.4	-0.4	-0.8	-0.7	-0.9	-1.0	-1.0	-1.3	-0.9	-0.4	-0.1	-0.2	-0.6
德国	-1.8	-2.0	-2.0	-1.9	-1.7	-1.4	-1.3	-1.0	-1.5	-1.6	-1.5	-1.0	-1.3	-1.4
法国	-1.0	-1.2	-1.0	-1.4	-1.7	-1.7	-1.9	-1.7	-0.8	-1.0	-1.2	-0.9	-1.2	-1.5
英国	-1.4	-1.7	-2.2	-1.9	-1.8	-1.2	-1.5	-1.2	-1.2	-0.5	-0.8	-0.3	-0.4	-0.1
加拿大	-0.4	-1.5	0.0	-0.3	-0.6	-0.4	-1.7	-0.3	0.0	0.8	1.2	0.3	0.7	-
韩国	-0.9	-0.2	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.3	0.0	-0.2	0.7	0.9	0.6
巴西	-0.9	-0.6	-0.1	-0.4	-0.5	-0.3	-0.5	0.6	0.9	0.8	1.3	0.4	0.5	0.8
俄罗斯	0.7	0.5	0.8	1.4	1.2	1.2	1.4	0.7	1.5	1.8	1.3	1.4	1.6	1.1
越南	-1.4	-0.6	-0.1	-0.3	-0.4	-1.1	-0.6	-0.1	-0.1	-0.3	-0.1	-0.1	1.2	1.2
Ave	-1.0	-1.0	-0.7	-0.7	-0.9	-0.8	-0.9	-0.5	-0.5	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.3

资料来源：Wind 华泰期货研究院

通胀分化，预期仍在

8月美联储宣告抗通胀战役实现胜利，但是我们认为背后是供给的扩张还是需求的收缩将成为关键。而国内最新的CPI数据虽然因为食品价格的供需略有正向改善，但提升名义增长之路仍在进行，关注未来需求驱动的价格回升可能性。

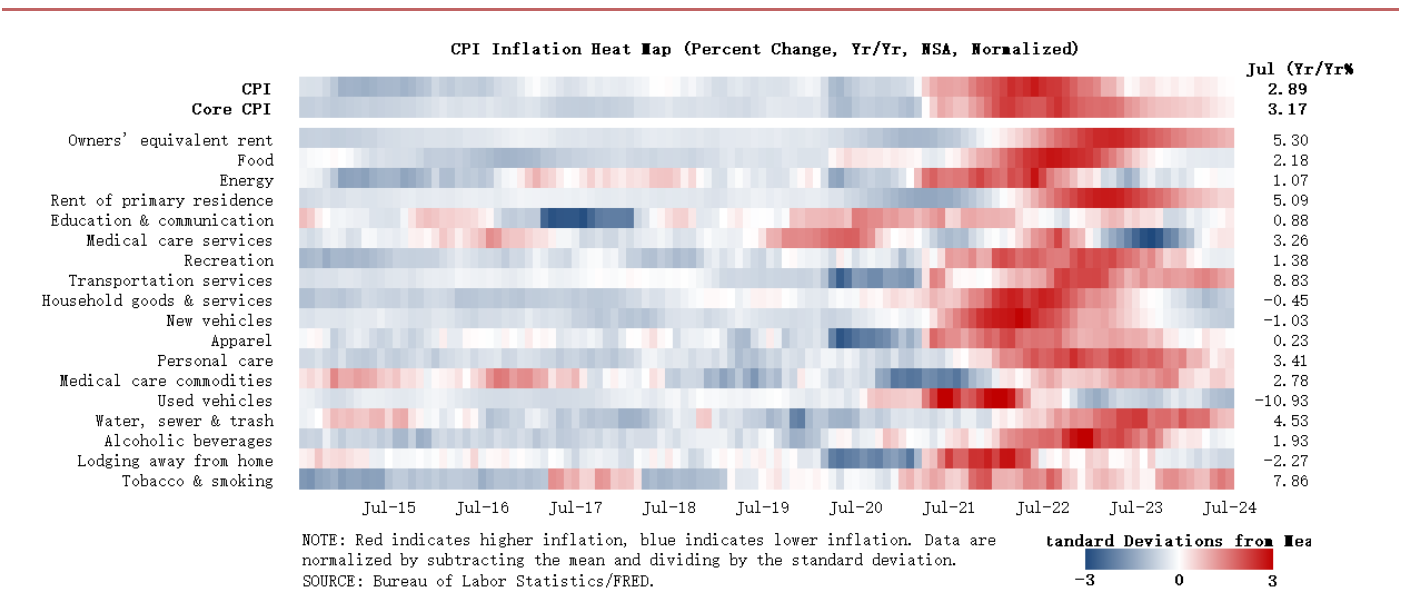
展望未来，无论对于中国还是美国，均是等待价格的继续回升的时间。

美国：政策对通胀满意，关注实际变动

从通胀的来源来说，传统意义上可以简单分为需求拉动和供给推动两个维度。鲍威尔再次强调，“疫情导致的供需扭曲，以及能源和大宗商品市场的严重冲击，是高通胀的重要驱动因素，这些因素的逆转是通胀下降的关键组成”，根据纽约联储的研究，在本轮高通胀的成因中，由于财政扩张带来的需求冲击占了很大一部分，未来无论特朗普还是哈里斯赢得总统大选，财政赤字的扩张路径预计不变。在财政赤字扩张的假设下，需求拉动的通胀可能进一步上升，推动“更有信心”的通胀回落变得“更没有信心”。

短期来看，需要关注的下半年成本驱动的通胀是否有再次回升的可能。自2023年年中开始美国房价呈现逐渐企稳回升，尽管今年二季度增速有所放缓，但是从成本传导的角度来看，房地产价格的回升对于今年下半年开始的租金成本也将形成回升的压力，这点或继续增加美国通胀在下半年的“韧性”，或将成为9月预防式降息定价之后，影响美联储进一步降息路径的因素。

图 7：美国 7 月通胀热力图更新 | 单位：STD



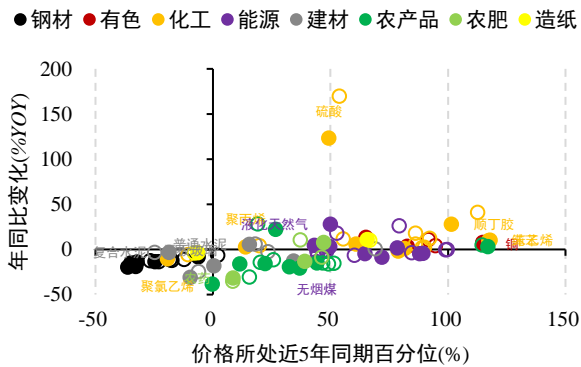
数据来源：FRED 华泰期货研究院

中国：关注通胀驱动从成本向需求传导

7月CPI同比读数相比较6月改善至+0.5%，主要是食品价格同比由负增长转为持平带动，非食品价格正增长略放缓。

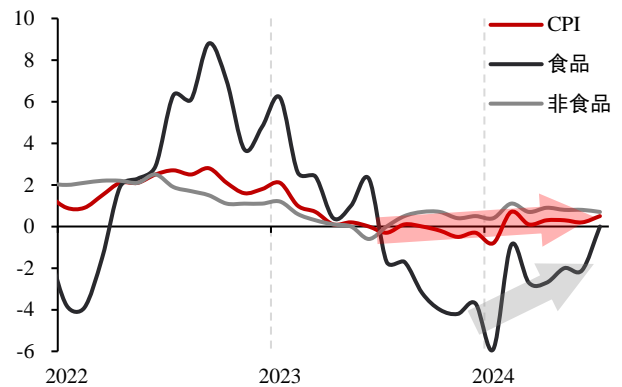
当前价格改善当前仍为成本型，关注未来需求进一步的改善可能。7月CPI和PPI剪刀差转为上涨0.3个百分点，价格缺口保持在1.0%以上（CPI+0.5%，PPI-0.8%），未来继续关注成本上抬型的“涨价”因素。5月印发节能降碳行动方案打开了供需矛盾缓和的政策窗口，但实际的改善需要等待需求驱动（即要看到CPI涨价因素是非食品分项的改善）。7月PPI和PIRM剪刀差继续回落0.4个百分点至-0.7%（PPI-0.8%，PIRM-0.1%），有色价格的上涨（+11.5%）继续仍是原物料价格回升的主要驱动，同时燃料（改善1.1个百分点）、化工（改善1.3个百分点）和建材（改善1.7个百分点）价格增速改善也助推了成本的上移。在7月CPI改善强于的状态下，结构仍待进一步优化（CPI主要由食品驱动而非消费品，PPI不变的情况下PIRM上升，中游利润短期受到挤压）。关注 1) 当前市场交易的外围“降息”由预期落地的可能，2) 国内宏观政策扩张的深化，预计美元流动性的改善和国内支出的扩张将进一步改善通胀的结构。

图 8：生产资料同比变化分布 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 9：CPI 同比走势 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

等待降息落地后的风险

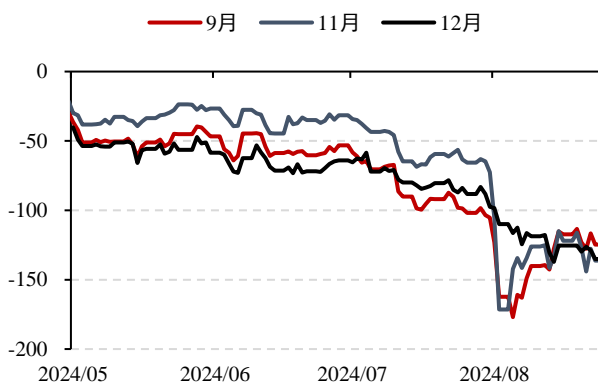
随着地方债务风险和房地产风险的相对稳定，宏观政策在防风险之下的“加力”预计逐渐临近。在 9 月美联储降息确定的背景下，美国经济“好”通胀“落”的组合若遇到全球经济“差”通胀“升”的组合，无形当中增加了全球流动性的压力和政策限制，对于全球经济形成压力测试。

政策的扩张脚步临近，预计在压力之后宏观政策再扩展的可能性将上升，时间点关注美联储 9 月降息后。

关注宽松预期差

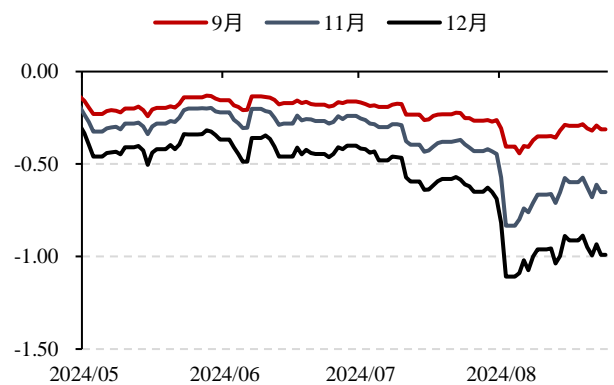
市场对于美联储持续降息的预期定价有过满的风险。从前瞻性的角度来看，一方面，货币政策 (↓↓) 和实体经济 (↓) 之间的“节奏差”为金融市场的运行提供了方向，另一方面，我们认为市场的波动来源很大概率将来源于货币政策 (↓↓) 和市场预期 (↓↓↓) 之间的“节奏差” (图 3 和图 4)。截止 8 月 23 日，市场对于 9 月降息 25BP 的概率预期达到 125%，对于年内降息的幅度预期达到 100BP，当前年内议息会议仅有 9 月 18 日、11 月 7 日和 12 月 18 日三次，意味着单次降息空间将超出 25BP，这点目前和鲍威尔释放的达到预防性降息条件，后期依然然后顾式降息之间存在预期差，或对市场资产定价路径带来影响。

图 10：市场预期 9 月降息 25BP 概率 | 单位：%pct



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 11：年内降息空间达到至 100BP | 单位：%



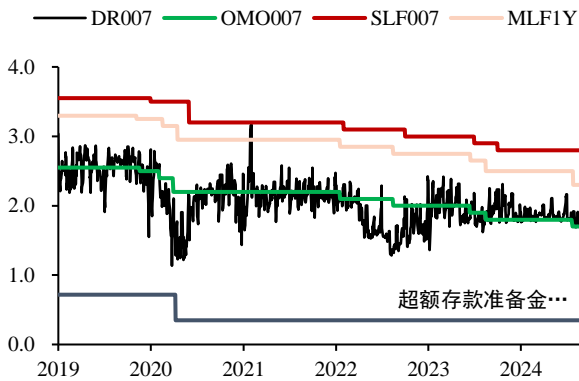
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

关注总量型政策

央行货币政策支持性作用增强。8月央行在网站上新设了“公开市场国债买卖业务”专栏，增加了市场对央行即将实施“国债买卖作为基础货币投放方式”的预期。央行召开专家学者及金融企业负责人座谈会，指出继续坚持支持性的货币政策立场，加强逆周期调节，综合运用多种货币政策工具，加大金融对实体经济的支持力度。

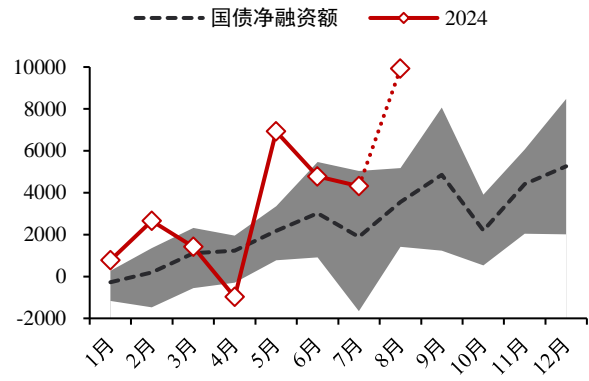
以8月美联储释放“降息”为契机，市场存在反弹空间。我们维持前期看法，即在9月18日美联储“预防式”降息（29日美国继续上修了二季度GDP数值）正式落地前，市场依然存在流动性宽松预期下的反弹。以美国总统国安事务助理沙利文访华为标志，中美博弈预计进入到新阶段；8月份央行虽然新增栏目但是暂未增加“国债买卖作为基础货币投放方式”，未来密切留意央行资产负债表结构的转变可能，我们预计9月下旬将进入到观察窗口。

图 12：央行主要操作利率存在回落空间 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 13：国债净融资继续扩张 | 单位：亿元



数据来源：iFinD 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利。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