



# 政策拐点后，等待周期的检验

## 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

9月全球宏观政策发生了大的转变，从月中美联储50个基点的降息到月末中国央行祭出货币、地产和资本市场的政策组合拳，全球开启了新一轮的政策“逆周期”。

展望10月，我们认为政策转向已经确定的背景下，短期需要关注的是经济数据实际表现低于预期所带来的二次调整风险。

## 核心观点

### ■ 市场分析

**宏观周期：经济仍处在收缩区间。**8月不那么强劲的盈利数字体现出国内经济面临的压力，其中制造业的盈利占比首次出现收缩显示出经济压力对于实体部门的负面影响开始显现。与之相对，美国经济仍处在环比意义上的“改善”状态，内外经济的分化影响或在10月再次得到加强。

**价格周期：改善仍需要更多时间。**需求的压力体现在8月核心CPI的相对疲弱上，虽然央行在政策转变后对“涨”的防范或大于对“缩”的改善，但在政策传导达到实体之前，价格层面的压力仍存在。反观美国，尽管美联储释放了对于通胀回落到“2%”的信心，但是显然四季度仍面临核心通胀回升的反复风险，继而影响到市场的政策预期。

**政策周期：宽松的周期已经开始。**从美联储的“50BP”大幅度降息，到人民银行总量、地产和资本市场组合政策的出台，政策拐点已经到来，全球已经开始了新一轮的货币宽松周期，或将在四季度面临更多经济周期下行的抵抗。

### ■ 策略

宏观策略转向右侧，抵抗条件下短期调低风险配置至中性持有。随着9月市场乐观情绪快速释放，关注10月经济数据带来的检验，建议关注收益率曲线扁平化（+1×T2412-2×TS2412）对市场阶段性的调整进行保护。

### ■ 风险

美联储意外加息，地缘风险意外上升

## 目录

核心观点 .....	1
经济仍面临下行压力.....	3
中国：盈利面临压力 .....	3
美国：劳动力超预期 .....	4
通胀分化，预期仍在 .....	5
美国：核心通胀韧性 .....	5
中国：战通缩已开始 .....	6
政策宽松窗口已打开 .....	7
关注宽松预期差 .....	7
关注总量型政策 .....	8

## 图表

图 1：制造业利润率继续回落   单位：%PCT.....	3
图 2：公共预算支出完成进度及差值回落   单位：%.....	3
图 3：9月新增非农升至 25.4 万   单位：万人 .....	4
图 4：9月失业率回落至 4.1%   单位：%.....	4
图 5：建筑业职位空缺增加至 27.0 万   单位：万人 .....	4
图 6：商品生产薪资增速暂未加速   单位：%YOY.....	4
图 7：美国 8 月通胀热力图更新   单位：STD.....	5
图 8：食品通胀带动整体通胀回升   单位：%.....	6
图 9：通胀价差结构仍没有很好改善   单位：%YOY.....	6
图 10：美联储加息概率   单位：%PCT.....	7
图 11：美联储利率终点预期   单位：%.....	7
图 12：三季度货币政策宽松   单位：%.....	8
图 13：存款准备金率下调   单位：%.....	8

## 经济仍面临下行压力

8月不那么强劲的盈利数字体现出国内经济面临的压力，其中制造业的盈利占比首次出现收缩显示出经济压力对于实体部门的负面影响开始显现。与之相对，美国经济仍处在环比意义上的“改善”状态，内外经济的分化影响或在10月再次得到加强。

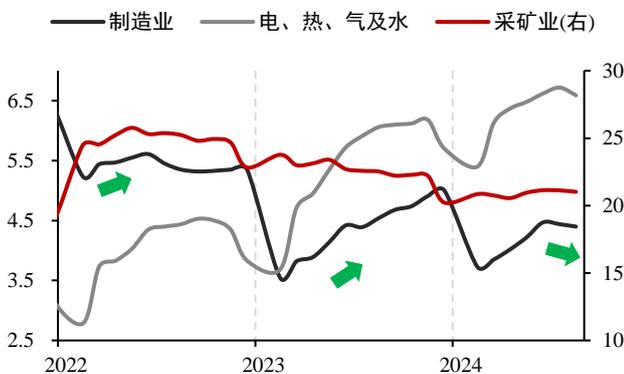
### 中国：盈利面临压力

内需短期面临的压力有所上升。1) 投资端，8月固定资产投资累计增速回落至+3.4%，上下游产品产量增速分化明显，下游集成电路等电子产品表现为扩产，而上游原油、水泥等表现为减产。2) 消费端，房地产市场继续处于调整中，除汽车以外的消费品零售额同比增长3.9% (-0.1pct)，汽车类零售额同比增速负增长加深-2.4% (-0.7pct)。

利润率的下落驱动实体经济盈利大幅放缓。1) 从总量上来看，1-8月全国规模以上工业企业实现利润总额同比增长放缓至0.5%，其中国有企业和股份制企业利润率分别放缓0.17和0.08个百分点。2) 从结构上来看，8月制造业部门利润增速快速放缓至1.1%，利润占比相比较一年前占比首次转为下降0.01个百分点，面临的压力有所上升的特征。3) 从效益上来看，8月PPI负增长加深带来实际库存增速上升了0.9个百分点，被动累库的压力也拖累了制造业部门的盈利率。未来关注财政政策扩张对于需求的消化。

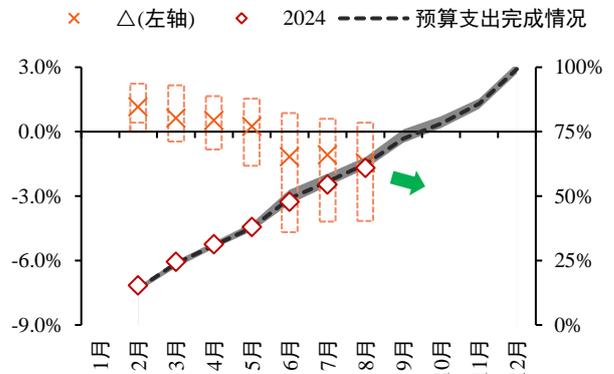
营收放缓增加了财政收入压力，等待支出扩张对于宏观结构的改善。1) 收入端，8月一般公共预算收入进度66.0%，低于过去五年同期均值4.6个百分点，较1-6月进一步变慢，显示出实体经济名义增长的压力对于财政收入拖累仍在加深。2) 支出端，8月一般公共预算支出进度60.9%，低于过去五年同期均值1.4个百分点，支出主要体现在农林水事务支出(+5.4%)、城乡社区事务支出(+6.5%)等领域，但增速较7月显著放缓。

图 1：制造业利润率继续回落 | 单位：%*pct*



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 2：公共预算支出完成进度及差值回落 | 单位：%



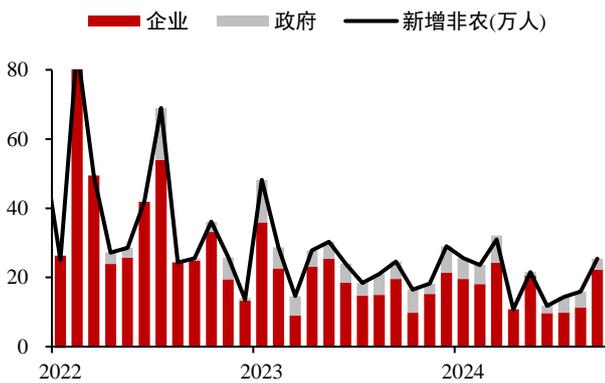
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

### 美国：劳动力超预期

月初公布的劳动力市场数据意外改善，提升美元反弹风险。从就业总量来看，截止 2024 年 9 月，新增非农就业增加 25.4 万，其中政府增加 3.1 万，企业增加 22.3 万。从行业结构来看，教育保健和酒店服务新增 8.1 万和 7.8 万，保持相对高的增量，信息服务业转为增加 0.4 万人，相比较过去 12 个月净减少的 1.2 万改善。从失业率来看，9 月失业率连续两个月回落至 4.1%，显示出整体就业市场数字保持良好状态。

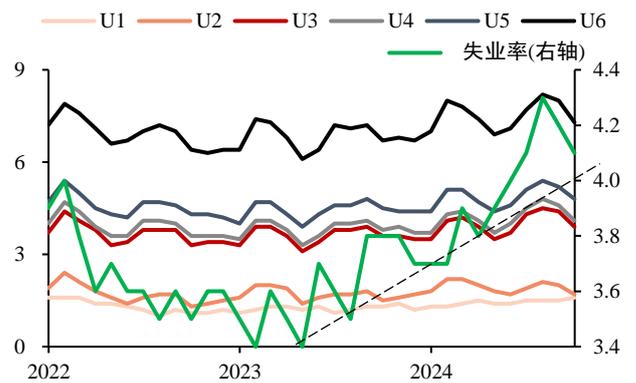
关注商品生产薪资成本在建筑业（8 月职位空缺增 1.4 万）驱动下继续回升的可能。9 月非农就业在服务业驱动下超预期改善（就业增加、薪资和失业率回落），未来无论罢工、供应链问题亦或是产能回流等对于商品生产成本的回升带来的影响仍将趋于回升，市场对于美联储“不降息”的定价在提升（即年内降息 50BP 概率回落）。

图 3：9 月新增非农升至 25.4 万 | 单位：万人



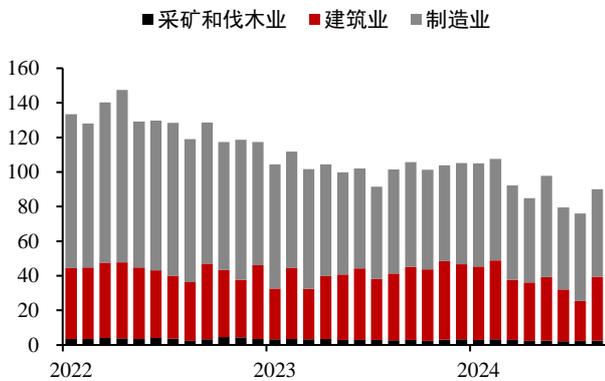
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 4：9 月失业率回落至 4.1% | 单位：%



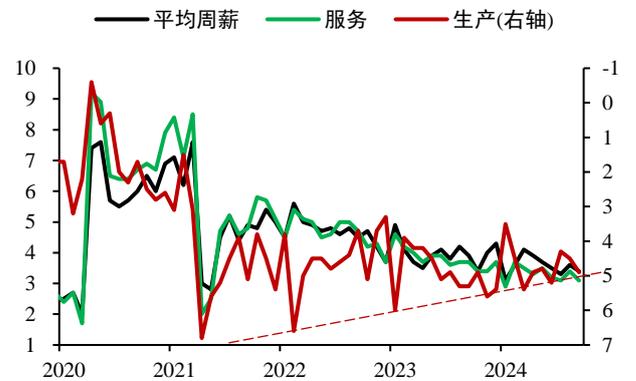
数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 5：建筑业职位空缺增加至 27.0 万 | 单位：万人



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 6：商品生产薪资增速暂未加速 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

## 通胀分化，预期仍在

需求的压力体现在 8 月核心 CPI 的相对疲弱上，虽然央行在政策转变后对“涨”的防范或大于对“缩”的改善，但在政策传导达到实体之前，价格层面的压力仍存在。

反观美国，尽管美联储释放了对于通胀回落到“2%”的信心，但是显然四季度仍面临核心通胀回升的反复风险，继而影响到市场的政策预期。

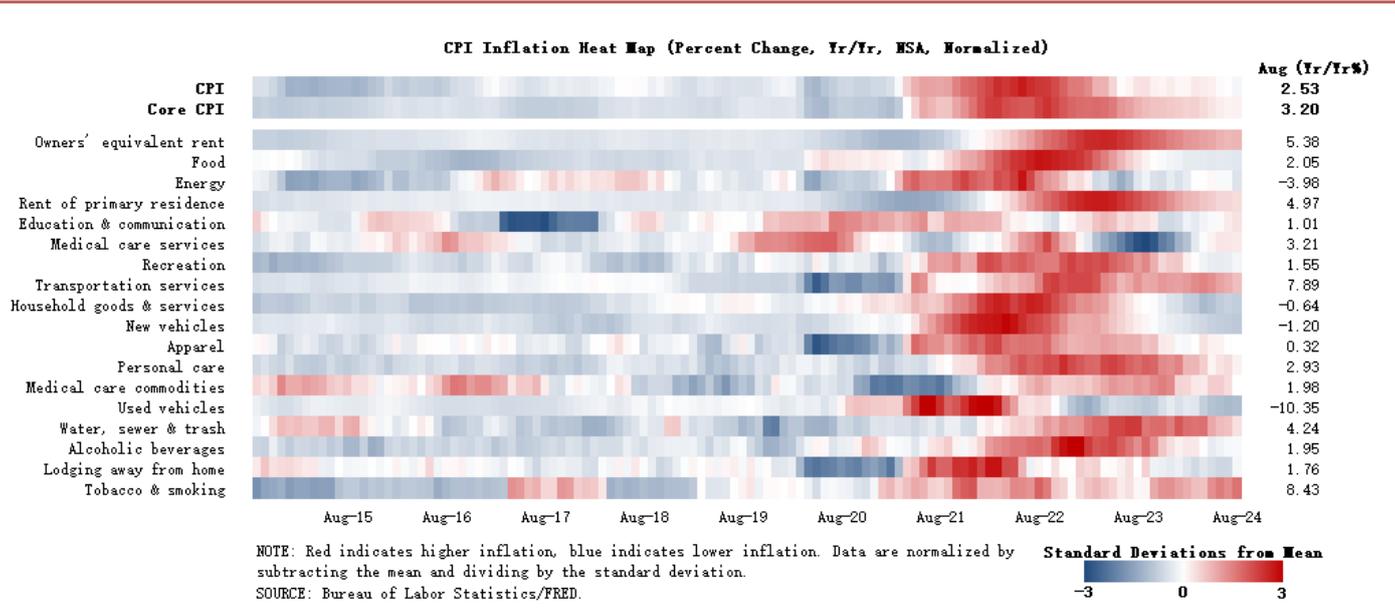
### 美国：核心通胀韧性

美国 CPI 同比走势在油价驱动下回落有所加速。8 月对通胀波动影响较大的食品和能源分项中，食品 (+2.1%)、能源 (-4.0%) 两者短期暂维持低位，给短期通胀回落提供动力。8 月市场波动之下能源 CPI 表现出快速“降温”的读数，对于货币政策决策而言，未来的进一步降息需要重点关注供给侧因素对于价格的向上扰动风险。

核心 CPI 同比走势仍具韧性，持平于 7 月的+3.2%。结构来看，8 月非农失业率回落至 4.2%，暂时没有失速，因而核心通胀的韧性（同比保持 3.2%不变，环比加速至 0.3%）显示出美联储 9 月暂缺乏大幅降息的必要。

9 月首次降息后，建议继续重点关注美国房租对 CPI 成本的带动。美国房地产市场在高利率下经历了一轮调整，但是自 2023 年年中开始逐渐企稳回升，从成本传导的角度来看，房地产价格的回升对于下半年的租金成本也将形成回升的压力，8 月租金成本同比增速较 7 月首次出现了 0.1 个百分点的回升。

图 7：美国 8 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：战通缩已开始

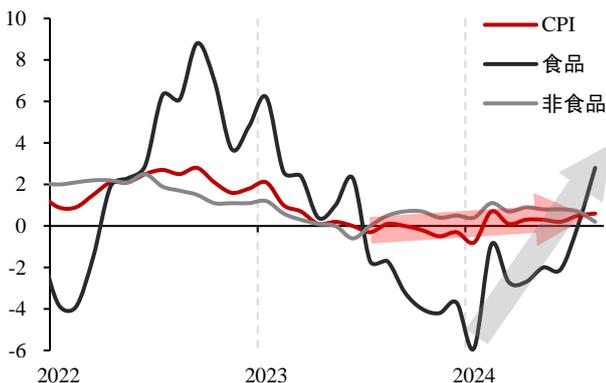
8月CPI同比读数相比较7月继续回升至+0.6%，主要是食品价格同比快速上涨带动，非食品价格反而有较大放缓，非食品价格增速的回落反映了需求的负面影响。

8月PPI同比读数相比较7月负增长程度加深，为-1.8%；8月上游原物料价格同比的放缓，凸显出了中游加工和下游生活资料价格负增长的压力。

价格改善的任务仍然艰巨，关注未来宏观收入政策的变动对于消费的驱动。1) 8月CPI和PPI剪刀差转为上涨1.1个百分点，价格缺口上升至2.4% (CPI+0.6%，PPI-1.8%)，未来关注成本上抬型的“涨价”因素。政策驱动来看，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政策的驱动(即需要密切留意CPI涨价因素中非食品分项的改善)。2) 8月PPI和PPIRM剪刀差继续回落0.3个百分点至-1.0% (PPI-1.8%，PPIRM-0.8%)，有色价格的上涨(+9.1%)虽然仍是待定原物料价格回升的主要驱动，但暂不能抵消中游黑色材料(-4.1%)、下游建筑材料(-4.4%)的价格回落压力。8月CPI/PPI和PPI/PPIRM的价格差结构恶化体现出需求暂未改善状态下，地产链的负面影响有所上升的特点(CPI中非食品价格增速放缓至接近持平，下游消费的放缓影响开始向上游PPI和PPIRM传导，中游利润短期仍受到挤压)。

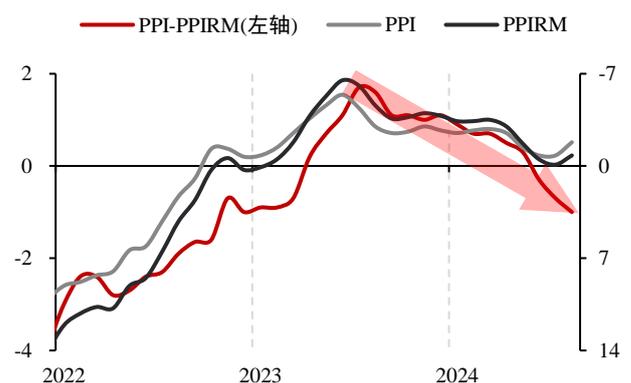
未来关注：1) 压力的一面：外围市场交易“降息”的落地后经济数据改善驱动美元流动性的收紧；2) 积极的一面：增量宏观政策的落地对于中国经济结构调整形成的压力缓和。

图 8：食品通胀带动整体通胀回升 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 9：通胀价差结构仍没有很好改善 | 单位：%YoY



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

## 政策宽松窗口已打开

9月，从美联储的“50BP”大幅度降息，到人民银行总量、地产和资本市场组合政策的出台，政策拐点已经到来，全球已经开始了新一轮的货币宽松周期。

展望未来，或将在四季度面临更多经济周期下行的抵抗。

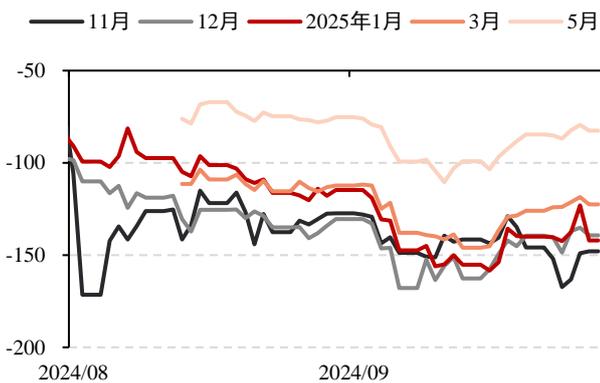
### 关注宽松预期差

继续关注市场风险的释放。在美联储超预期降息 50BP 的背景下，一方面关注“预防性降息”对于短期风险的继续释放影响，短期商品和风险资产调整的风险依然存在。另一方面，在美联储对经济预期进行期限管理（边际上调低短期调高长期）的背景下，关注美实际经济数据的下行变动对于收益率曲线的扁平化影响。

1) 从美联储降息的路径来看，四季度内仍存 50BP 的降息空间（从联邦基金利率期货定价来看或将保持 11 月和 12 月各 25BP 的节奏），2025 年和 2026 年分别有 100BP 和 50BP 的降息空间，然后维持稳定，且美联储将终点利率从 6 月的 2.8% 上调至 2.9%。

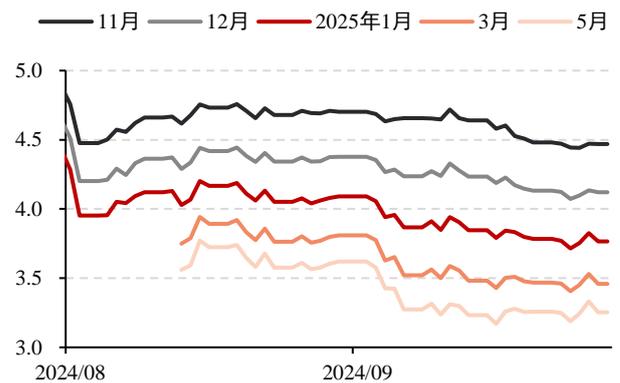
2) 从经济基本面展望来看，美联储调低了今明两年的通胀展望，但是失业率今明两年仍将维持在相对高位，截止 2026 年才有回落；尽管如此美联储在调低了今年经济增长预期的同时，虽然维持中值预期不变，但是调高了预期经济增长的向上预期。

图 10：美联储加息概率 | 单位：%pct



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 11：美联储利率终点预期 | 单位：%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 关注总量型政策

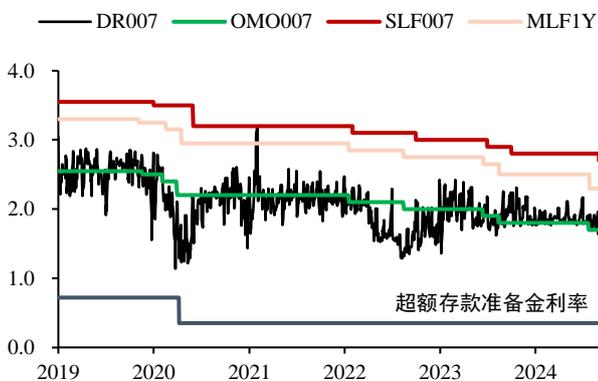
货币政策进入到宽松的增量阶段。央行改变了自 2023 年三季度起对于“加大已出台货币政策实施力度”的表述，转为“加大货币政策调控力度”，且从二季度的“坚持稳中求进工作总基调”转向了“干字当头、众志成城”，货币政策指导思想出现边际上的变化，值得引起重视。

市场预期的扭转需要必要的政策超调。在政策目标上，央行删去了“持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”等相关表述。并且在政策的效果评价上，将“改善社会预期”前置，将“增强经济活力”后置，并且删去了“防范化解风险”的表述，体现了政策对全力扭转市场主体信心的需求。在这一过程中，相比较政策对实体经济影响的传导，我们预计，虽然因为实体经济的影响在时间上会有延后，但是在预期管理的驱动下，权益资产受到的正面影响更大。

地产政策的转变预计将推动中国的金融周期从去化周期进入到扩张周期。随着政策的转变，周期从下行风险的解除到进入到向上的扩张状态，一方面取决于国内收入分配体制改革和流动性扩张形成的“内循环”改善，另一方面取决于全球流动性宽松环境尤其是美元流动性环境的宽松带来的“外循环”改善。目前看随着美联储 9 月开启降息周期，流动性扩张方向确定，但是扩张节奏因为人民币发行方式转变带来节奏上的扰动，而内循环机制的建立建立在宏观政策转向总量扩张阶段后，周期的长效仍有待财政政策的落地。维持对风险资产进入到战略性配置区间的判断，短期把握短期房地产板块的弹性。

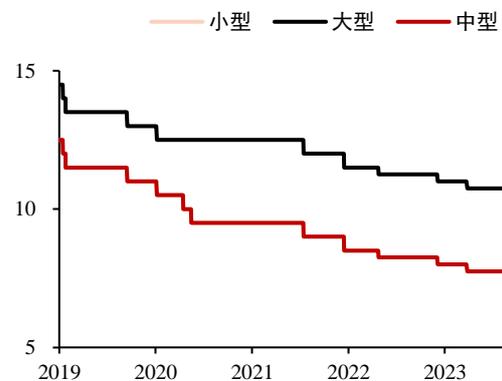
随着宏观政策进一步确认了从稳健偏宽松进一步向宽松转变，通过“全力推进金融增量政策举措加快落地”以更快实现社会预期的改善。关注政策转变过程中的贝塔机会。

图 12：三季度货币政策宽松 | 单位：%



数据来源：iFinD 华泰期货研究院

图 13：存款准备金率下调 | 单位：%



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