

# 短期金融稳定需求，但不改“房住不炒”

## 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

二季度以来的市场调整对“防疫”放开后经济复苏和信贷回升的乐观进行了定价上的再次修正。国内宏观政策在“风高浪急”之下留有余地，而国外在达成妥协之后尝试再次发力。周期改善的时间未至，但悲观预期短期存在修复的空间。

## 核心观点

### ■ 市场分析

宏观周期：全球宏观周期下行阶段未变。韧性的核心通胀尤其是资产价格通胀将继续驱动货币政策的不宽松，直到需求侧的迎来松动。

海外宏观：密切关注下半年的货币政策。6月的乐观起始于债务上限的提高（资产端），或加速或终结于联储货币政策的边际变化（负债端）。而高利率下的德国已经衰退（资产端），关注欧央行再次加息，驱动欧洲金融条件收紧的风险（负债端）。

中国宏观：疫后需要修身养息而非点火。3月以来金融反腐的加强放大了疫后市场的脆弱性，同一时间地方债务问题也刺激了市场的敏感神经。在“稳妥有序做好重点机构风险处置化解工作”之下，风险的有序释放延长了周期底部的时间，关注短期预期摆动为市场创造的弹性。

### ■ 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：全球宏观周期下行阶段未变 .....	3
全球通胀仍然高企 .....	3
经济预期仍偏下行 .....	4
海外宏观：密切关注下半年的货币政策 .....	5
美国：债务上限提高，货币政策扰动 .....	5
欧洲：经济预期衰退，货币政策压力 .....	6
中国宏观：疫后需要修身养息而非点火 .....	7
周期：疫后延长底部区间 .....	7
策略：需要时间而非空间 .....	8

## 图表

图 1：主要资产价格 2 月以来涨跌幅对比   单位：% .....	3
图 2：截尾通胀具有韧性   单位：%YOY .....	3
图 3：就业市场具有韧性   单位：%YOY，万人 .....	3
图 4：主要贸易和生产指标下行   单位：%YOY .....	4
图 5：金融市场压力暂未放大   单位：指数点 .....	4
图 6：美国劳动力市场依然紧俏   单位：万人，% .....	5
图 7：短期国债发行增加了流动性压力   单位：% .....	5
图 8：德国经济面临衰退风险   单位：%YOY .....	6
图 9：油价和德国经济景气度   单位：指数点，美元/桶 .....	6
图 10：中国库存周期处在底部区间   单位：%YOY .....	7
图 11：货币流动性分配仍处在底部区间   单位：% .....	7
图 12：实际利率并不低，扩张需等待   单位：% .....	8
图 13：居民杠杆率维持在历史的高位   单位：% .....	8

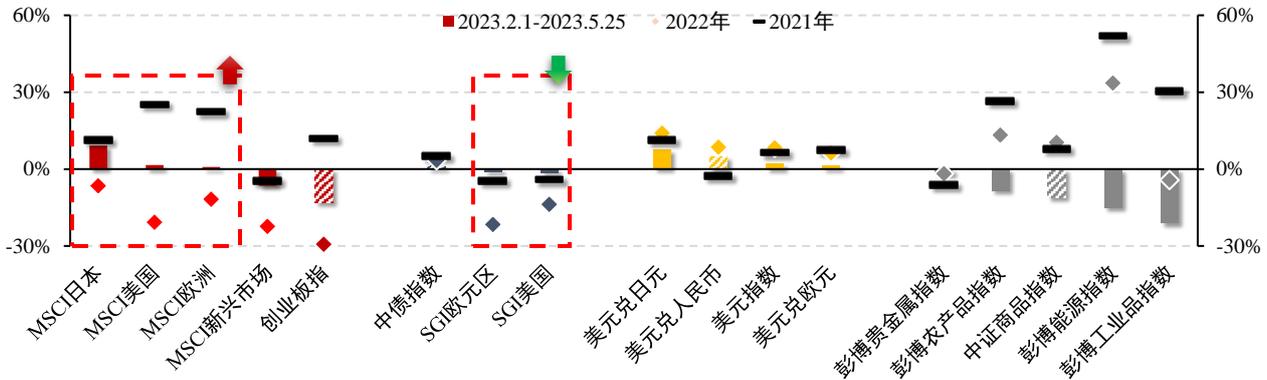
## 宏观周期：全球宏观周期下行阶段未变

面对美国相对“韧性”的核心通胀，尤其是主要经济体高涨的资产价格通胀影响下，我们对主要经济体货币政策的判断仍维持相对偏紧的观点，驱动的宏观周期预期仍偏向下。

### 全球通胀仍然高企

主要经济体资产型通胀显著。1) 美股自 3 月中旬以来持续走高，纳斯达克指数更是上涨 16.5%，大幅跑赢标普 500 指数和道琼斯指数（年初以来纳斯达克累计涨幅 24%）。2) 日经 225 指数再次站上 30000 点，收复 2021 年以来失地，并创 1989 年以来新高的历史记录。3) 欧洲主要股指中，德国 DAX 指数创历史新高，今年迄今累计涨幅达 16.9%，领跑欧洲市场。

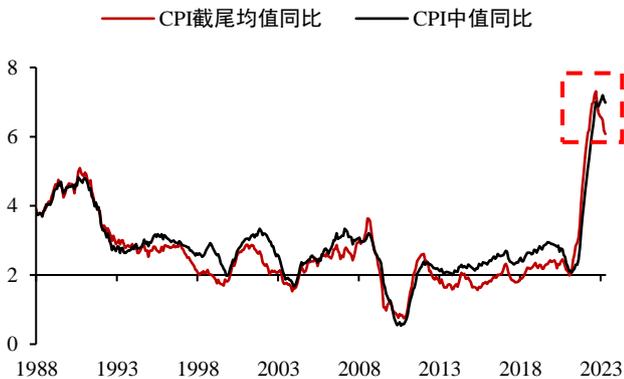
图 1：主要资产价格 2 月以来涨跌幅对比 | 单位：%



数据来源：Bloomberg iFind 华泰期货研究院

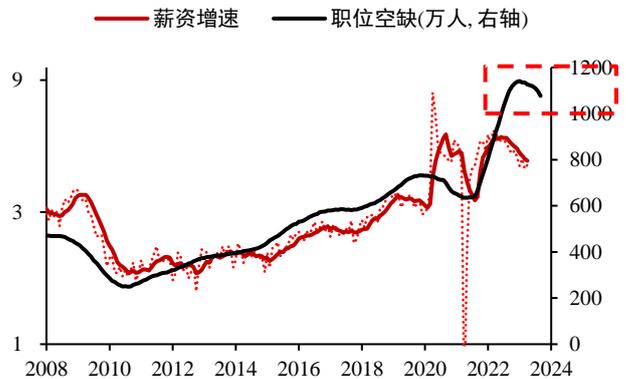
美国核心通胀仍具有韧性。美国 4 月份个人消费支出价格指数（即 PCE 物价指数）环比上涨 0.4%，高于市场预期的 0.3%。物价压力几乎没有显示出迅速减弱的迹象，而强劲的就市场增加了美联储货币政策的收紧预期。

图 2：截尾通胀具有韧性 | 单位：%YOY



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：就业市场具有韧性 | 单位：%YOY，万人



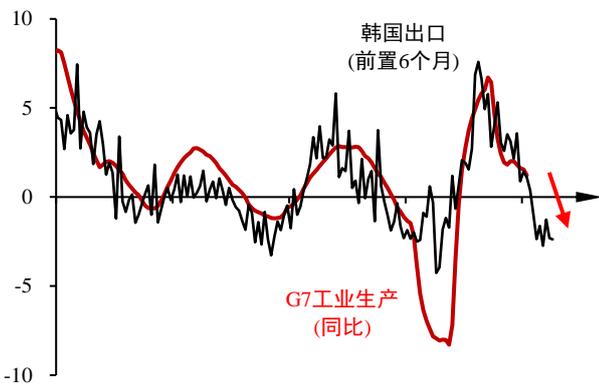
数据来源：Wind 华泰期货研究院

## 经济预期仍偏下行

发达经济体就业市场维持景气。1) 美国5月非农新增就业33.9万人，为2023年1月以来最大增幅；在过去的13个月中，有12个月超出预期，同时4月JOLTS职位空缺也回升至1010.3万人<sup>1</sup>。2) 在股市创下30年新高的同时，日本4月大学生就业率达到97.3%，4月失业率继续从3月份的2.8%降至2.6%。

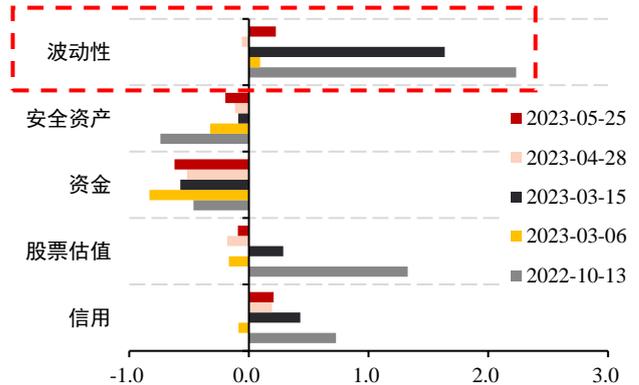
景气指标继续暗示回落的压力。5月美国ISM制造业采购经理人指数PMI为46.9，已经连续七个月处于50荣枯线下方。随着美国债务上限协议的达成，短期融资的增长将为短端的利率上行提供支撑，在当前美联储已经将联邦基金利率上抬至5%水平的情况之下，实际利率水平的转正将继续为实体经济的景气度降温——截止5月底美联储超额准备金同比增速跌至冰点(-73.9%)的情况下，未来市场波动率回升的风险正在逐渐加大，继续关注金融市场压力的增加可能(见图5)。从经济周期的角度，“春江水暖鸭先知”，韩国出口的继续回落<sup>2</sup>预示着周期下行的过程仍没有结束(见图4)。

图4: 主要贸易和生产指标下行 | 单位: %YOY



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图5: 金融市场压力暂未放大 | 单位: 指数点



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

<sup>1</sup> 但是从领先指标来看，金融业的就业压力并未改善。CNBC 报道显示，由于金融市场的压力，高盛将进行今年以来第三次裁员。

<sup>2</sup> 韩国产业通商资源部数据显示，5月份出口同比回落15.2%，进口同比回落14%，贸易出现21亿美元逆差。

## 海外宏观：密切关注下半年的货币政策

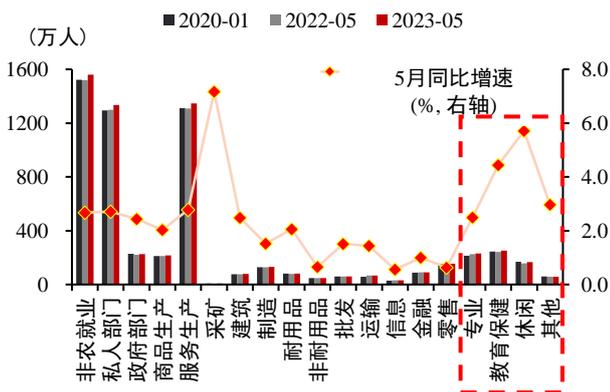
6月的乐观起始于债务上限的提高（资产端），或加速或终结于联储货币政策的边际变化（负债端）。而高利率下的德国已经衰退（资产端），关注欧央行再次加息，驱动欧洲金融条件收紧的风险（负债端）。

### 美国：债务上限提高，货币政策扰动

债务上限问题结束，资产端预期不再收缩。5月宏观市场虽然受到美国债务上限约束导致的“美债违约”风险影响<sup>3</sup>，无论是权益资产还是实物资产都出现了波动率放大的影响，但是随着6月初相关协议的签署，风险得到释放。美国财政账户收缩预期的解除，对于宏观的影响主要表现在：在实际利率转向正值的状态下，美国私人部门面临信用收缩压力，但是美国宏观资产负债表的资产端逐渐从收缩预期走向扩张预期。

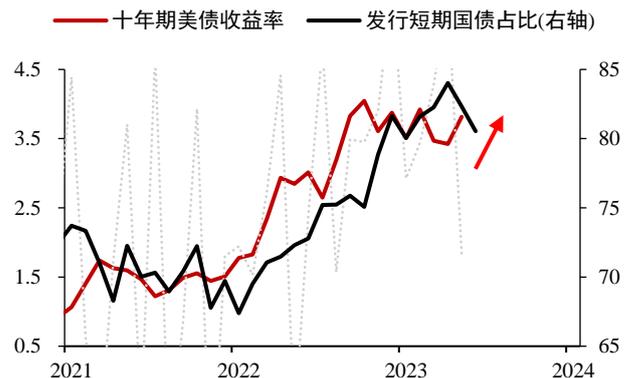
关注6月中旬美联储议息会议。在宏观资产端的收缩预期缓解（官方和私人部门双收缩转向私人部门单收缩）的状态下，支撑资产负债表扩张的负债端当前仍未准备好。一方面是上文提及的核心和资产通胀问题，另一方面是美国的劳动力市场从5月情况来看仍没有明显的降温迹象——5月单月新增33.9万人，其中服务业部门的就业同比增速依然达到4%左右（见图6）。在这一背景下，财政的不再收缩和货币的仍未达到扩张，从时间上来看存在错位（见图7），可能需要私人部门一次显著收缩才能推动预期的转变<sup>4</sup>。

图 6：美国劳动力市场依然紧俏 | 单位：万人，%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 7：短期国债发行增加了流动性压力 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

<sup>3</sup> 参见华泰期货专题报告《美国“债务上限”问题或“雷声大、雨点小”》和《美国债务上限达成协议 对商品影响有限》的分析

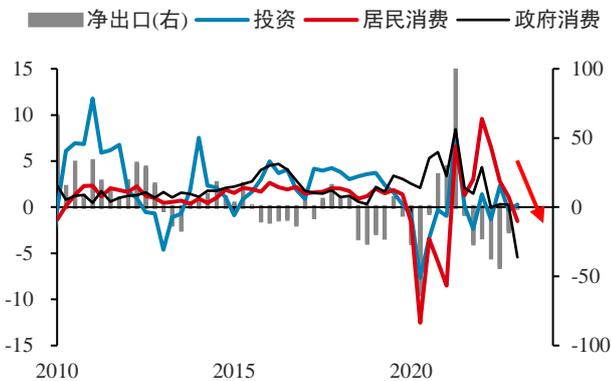
<sup>4</sup> 从这个意义上来看，未来私人部门可能的信用收缩和主权部门的扩张将再次形成经济结构的转型——“国进民退”。

## 欧洲：经济预期衰退，货币政策压力

德国经济进入到衰退区间。根据德国统计局的数据，去年四季度德国 GDP 环比下降 0.5%，且今年一季度持续下降 0.3%，连续两个季度经济萎缩，正式陷入技术性衰退（见图 8）。虽然 2022 年的暖冬缓和了欧洲尤其是德国的能源需求，但是随着地缘矛盾的持续，2023 年并没有更为显著的缓和迹象，5 月份德国制造业 PMI 初值更是创下了 2020 年 5 月以来的新低，达到 42.9，其中制造业的大部分领域都出现了新增订单负增长的趋势。

关注能源市场结构性变化的影响。随着矛盾的阶段性缓和，无论是液态的石油还是气态的天然气，价格都出现了较为明显的回落。但是在前期成本和需求双重冲击之下，欧洲尤其是德国的经济活动受到的影响仍在延续。从定价上来看，当前基于油价的通胀预期已经回到了 2022 年俄乌冲突之前，市场关注焦点出现了阶段性的转移——在 5 月 OPEC+ 开始减产 116 万桶/天之后，油价并没有受到明显提振；随着美国债务上限风险的解除和美国劳动力市场仍然紧俏的现实，OPEC+ 继续减产带来的效果可能增强<sup>5</sup>。若油价继续回升驱动欧洲的通胀预期再次上升，欧央行可能不得不继续抬高利率以执行单一目标制下的央行使命<sup>6</sup>，从而增加欧洲经济面临的压力。

图 8: 德国经济面临衰退风险 | 单位: %YOY



数据来源: Wind 华泰期货研究院

图 9: 油价和德国经济景气度 | 单位: 指数点, 美元/桶



数据来源: Wind 华泰期货研究院

<sup>5</sup> 消息显示，截止 6 月 1 日 OPEC 尚未邀请路透社、彭博社及道琼斯新闻的记者参与报道周末在维也纳举行的部长级会议，该会议预计将讨论未来的石油政策。

<sup>6</sup> 欧央行行长拉加德 6 月 1 日在德国汉诺威参加德国储蓄银行会议时表示，欧洲央行决心进一步提高利率以应对持续高企的通货膨胀率。

## 中国宏观：疫后需要修身养息而非点火

3 月以来金融反腐的加强放大了疫后市场的脆弱性，同一时间地方债务问题也刺激了市场的敏感神经。在“稳妥有序做好重点机构风险处置化解工作”之下，风险的有序释放延长了周期底部的时间，关注短期预期摆动为市场创造的弹性。

### 周期：疫后延长底部区间

疫后经济面临“疤痕效应”。在一季度国内经济“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解”之后，二季度经济的动能继续回落。数据显示，1-4 月份全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降 20.6%<sup>7</sup>，国际环境严峻复杂，需求不足制约明显，工业企业盈利持续恢复面临较多困难。5 月制造业 PMI 继续回落至 48.8，供需两端均有所放缓<sup>8</sup>。我们预计 5 月份经济数据虽有波动，但不改变弱势状态的判断。

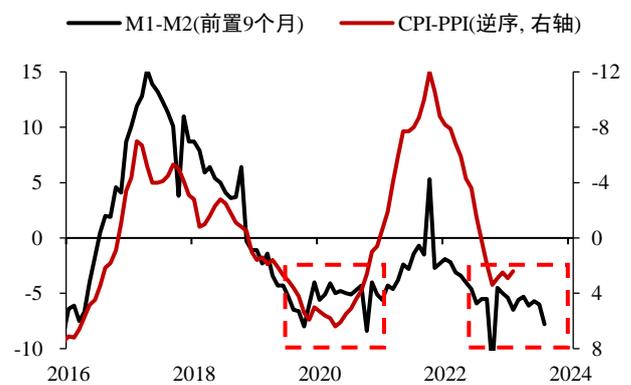
信贷周期处在底部区间，缺乏向上动力。截止 2023 年一季度，中国的宏观杠杆率处在高位，继续有效地扩张需要新的利润分配格局建立（见图 11，流动性处在低位）。央行一季度货币政策执行报告当中删去了“坚持不搞大水漫灌”的表述，新增了“有效带动民间投资”的表述，意味着宏观总量政策边际上开始发生变化。在当前中美利差处在相对高位、离岸美元流动性依然偏紧的状态下，我们认为传统动力的扩张需要关注中美关系的向前推进<sup>9</sup>。

图 10: 中国库存周期处在底部区间 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 11: 货币流动性分配仍处在底部区间 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

<sup>7</sup> 参见：[http://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202305/t20230526\\_1940199.html](http://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202305/t20230526_1940199.html)

<sup>8</sup> 参见：[http://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202305/t20230531\\_1940269.html](http://www.stats.gov.cn/sj/sjjd/202305/t20230531_1940269.html)

<sup>9</sup> 我们认为中国新任驻美大使谢锋抵美履新释放的信号中期来看是积极的，但短期博弈加速周期向下的风险释放仍不可避免。

## 策略：需要时间而非空间

新发展阶段给出了时间表。2021年的“十四五规划和2035年远景目标”<sup>10</sup>给出了中长期的行动目标；而今年3月印发的《党和国家机构改革方案》<sup>11</sup>明确给出了机构改革的时间表——中央层面的改革任务力争在2023年年底完成，地方层面的改革任务力争在2024年年底完成。我们认为，在机构改革目标的实现过程中，需要的是时间。短期内随着改革的继续向前推进，金融行业已经感受到了结构变化的气象，市场的风险偏好处在低位——5月18日国家金融监督管理总局挂牌成立；6月2日上午国家监委官网通报，两名金融干部涉嫌严重违纪违法，接受审查调查；6月2日下午重庆市荣昌区纪委监委通报，中国农业银行重庆市荣昌支行原党委委员、纪委书记喻红平涉嫌严重违纪违法，目前正接受审查调查。

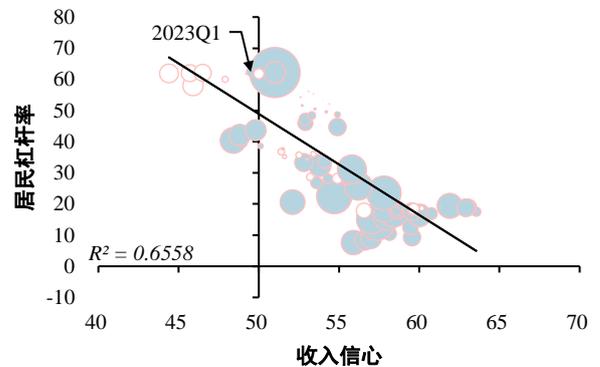
以静制动，一季度宏观杠杆率提升。在疤痕效应的影响下，实体经济活动的动能依然有限，二季度经济数据和金融数据都出现了明显的回落<sup>12</sup>。根据国家金融与发展实验室报告<sup>13</sup>显示，2023年一季度，在疫后经济活动抬升的过程中，中国宏观杠杆率却出现了较为显著的上升，为281.8%，较去年末上升8.6个百分点，其中非金融企业杠杆率创新高，居民部门杠杆率重拾上升趋势。我们预计在空间置换时间的过程中，总体宏观杠杆率仍将以稳为主。

图 12: 实际利率并不低，扩张需等待 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 13: 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

<sup>10</sup> 参见：[https://www.gov.cn/xinwen/2021-03/13/content\\_5592681.htm](https://www.gov.cn/xinwen/2021-03/13/content_5592681.htm)

<sup>11</sup> 参见：[https://www.gov.cn/gongbao/content/2023/content\\_5748649.htm](https://www.gov.cn/gongbao/content/2023/content_5748649.htm)

<sup>12</sup> 央行《[一季度货币政策执行报告](#)》显示，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革结合起来，把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来。

<sup>13</sup> 参见：《[宏观杠杆率再度攀升——2023Q1 宏观杠杆率](#)》

## 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](http://www.htfc.com)