



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

4月的宏观市场延续着市场的不确定性——中东地缘的不确定性，美联储“不降息”的不确定性，以及最重要的是中美关系的不确定性。从耶伦到布林肯的访华，从保持沟通到五点共识，实质性的改善有限但形式上的缓和仍是应有之义。

展望5月，周期仍未进入到有效的扩张阶段，但阶段性预期将呈现修复状态。5月初美联储表达出了对通胀下行的缺乏信心，以及4月底中国政治局在共识之下阶段性扩张总需求，都显示出5月的宏观市场并不“冷”。

核心观点

■ 市场分析

宏观周期：经济数据阶段性分化。一方面，4月份美国景气指数出现了单月的回落，增加了市场对于美联储增加“降息”行动的预期。另一方面，4月份非美地区景气度出现了单月的回升，两相结合，我们认为至少阶段性改善了市场对于美元指数回落的定价。

价格周期：二次通胀和避免通缩。以房租通胀为代表的核心通胀水平或将进入到扩张的初期，继而改变美国通胀下行的方向。而以货币政策进一步宽松的货币环境，或将逐渐改善市场的价格预期。5月份的宏观市场呈现出价格回升的可能性在增加。

政策周期：再次宽松的窗口打开。继2月落地非对称降息后，3-4月央行并无进一步的宽松政策，总量政策维持谨慎。4月底政治局会议在凝聚“改革开放”共识之后，阶段性的经济矛盾转向了“有效需求不足”的克服上来，关注总量型政策的落地，宏观市场的风偏或呈现出阶段性改善的特征。

■ 策略

宏观策略仍维持在左侧区间，阶段性增加风险配置比例。尽管4月下半月以来波动率再次回落至低点，5月宏观环境的好转或继续降低市场波动率，在中期周期转变前我们依然维持波动率资产的对冲头寸（+VXM24）继续持有判断；4月收益率曲线小幅趋平，伴随着5月财政政策扩扩张的逐渐落地，我们阶段性转向收益率曲线的陡峭化，尽管对中期收益率曲线扁平判断不变（1×T2406-2TS2406）。

■ 风险

美联储意外加息，地缘风险意外上升

目录

核心观点	1
经济数据阶段性分化.....	3
全球景气周期回升	3
美就业市场低预期	4
中国盈利落景气升	5
二次通胀和避免通缩	6
美国通胀回落有韧性	6
中国努力走出低通胀	7
再次宽松的窗口打开	8
美国宽松预期再定价	8
中国关注总量型政策	9

图表

图 1: 美国 4 月新增非农 17.5 万 单位: 万人	4
图 2: 亚特兰大联储薪资增长指数 单位: %.....	4
图 3: 美国职位空缺率继续回落 单位: %.....	4
图 4: 周度失业金申领人数 单位: 万人	4
图 5: 利润增速 3 月回落 单位: %YOY.....	5
图 6: 3 月杠杆回升, 库存保持低位 单位: %.....	5
图 7: 产能利用率回落 单位: %.....	5
图 8: 消费品零售放缓 单位: %YOY	5
图 9: 美国通胀热力图显示核心通胀呈现出韧性 单位: STD	6
图 10: 生产资料 4 月价格变化 单位: %YOY, %PCT.....	7
图 11: 生产资料 4 月价格变化 单位: %YOY, %PCT.....	7
图 12: 生产资料 4 月价格变化 单位: %YOY, %PCT.....	7
图 13: 生产资料 4 月价格变化 单位: %YOY, %PCT.....	7
图 14: 国债收益率曲线 单位: %.....	9
图 15: 地方债收益率曲线 单位: %.....	9
表 1: 全球制造业 PMI Z-SCORE	3
表 2: 美联储 3 月 SEP 展望 单位: %.....	8

经济数据阶段性分化

4 月份的经济数据显示出了美国和非美地区分化的阶段性加大——美国向下调整，而非美表现超预期。从全球的制造业 PMI 到美国的就业市场、中国的企业利润，这一分化的存在或伴随着美元指数的阶段性走弱，而在中期流动性收紧带动美元指数走升的背景下，我们继续维持对新兴市场调整的判断。

全球景气周期回升

4 月制造业 PMI 景气分化。我们认为在全球制造业博弈加剧¹的背景下，制造业 PMI 依然是一个“好”的指标。数据显示，除了美国之外，4 月主要经济体 PMI 景气度均出现一定程度的回升；3 月全球制造业 PMI 已经重回 50 上方，预计 5 月份仍将保持相对景气：

美国 4 月 ISM 制造业指数降至 49.2，服务业指数降至 49.4；

中国 4 月官方制造业 PMI 50.4，连续两个月扩张；

印度 4 月综合 PMI 初值从 3 月的 61.8 上升至 62.2；

欧元区 4 月整体 PMI 初值从 3 月份的 50.3 反弹至 51.4。

表 1：全球制造业 PMI Z-score

	2023												2024	
	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
全球	-0.9	-0.9	-0.9	-1.2	-1.3	-1.1	-1.0	-1.2	-1.0	-1.1	-0.7	-0.6	-0.4	-
美国	-1.8	-1.6	-1.6	-1.8	-1.8	-1.5	-1.2	-1.7	-1.7	-1.6	-1.1	-1.4	-0.9	-1.1
中国	0.7	-0.8	-1.0	-0.9	-0.8	-0.5	-0.3	-0.6	-0.7	-0.9	-0.8	-0.9	0.1	-0.1
欧元区	-0.9	-1.2	-1.4	-1.6	-1.8	-1.6	-1.6	-1.7	-1.5	-1.4	-1.0	-1.0	-1.1	-1.2
日本	-0.5	-0.4	0.0	-0.3	-0.4	-0.4	-0.8	-0.7	-0.9	-1.0	-1.0	-1.3	-0.9	-0.4
德国	-1.1	-1.2	-1.4	-1.8	-2.1	-2.0	-1.9	-1.8	-1.5	-1.4	-1.0	-1.5	-1.6	-1.5
法国	-0.7	-1.1	-1.1	-1.0	-1.2	-1.0	-1.4	-1.8	-1.7	-1.9	-1.7	-0.8	-1.0	-1.2
英国	-1.1	-1.1	-1.2	-1.4	-1.6	-2.2	-1.9	-1.8	-1.2	-1.4	-1.2	-1.2	-0.5	-0.8
加拿大	1.1	-0.1	0.5	-0.4	-1.5	0.0	-0.3	-0.6	-0.4	-1.7	-0.3	0.0	0.8	-
韩国	-0.9	-0.7	-0.6	-0.9	-0.2	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.3	0.0	-0.2
巴西	-0.8	-1.5	-0.8	-0.9	-0.6	-0.1	-0.3	-0.4	-0.2	-0.5	0.6	0.9	0.8	1.3
俄罗斯	1.0	0.8	1.1	0.8	0.6	0.8	1.4	1.2	1.2	1.5	0.7	1.5	1.9	1.4
越南	-0.9	-1.2	-1.7	-1.4	-0.6	-0.1	-0.3	-0.3	-1.1	-0.6	-0.1	-0.1	-0.3	-
Ave	-0.5	-0.9	-0.8	-1.0	-1.0	-0.7	-0.7	-0.9	-0.8	-0.9	-0.5	-0.5	-0.2	-0.4

资料来源：Wind 华泰期货研究院

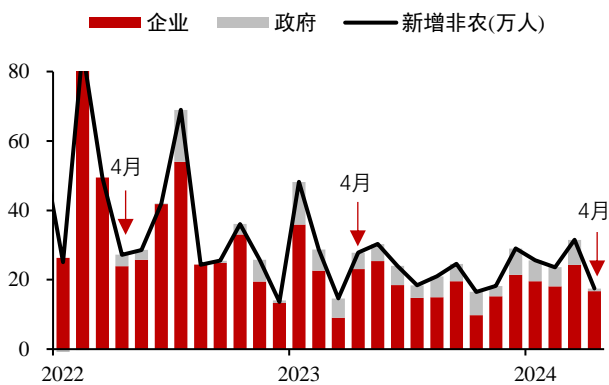
¹ 美财长耶伦称中国无法通过出口实现快速增长，减少给其他经济体带来压力的过剩工业产能将使中国受益。

美就业市场低预期

美国新增就业低预期，提升市场博弈美联储降息。1) 从就业总量来看，截止 2024 年 4 月，新增非农就业增加 17.5 万，其中政府增加 1.4 万，非政府增加 16.7 万。2) 从行业结构来看，教育和保健业新增 9.5 万，依然保持相对高的增量，信息服务业减少 0.8 万，过去 12 个月净减少 4 万就业。3) 从失业率来看，尽管 4 月失业率小幅回升至 3.9%，但总体仍保持在相对低位。

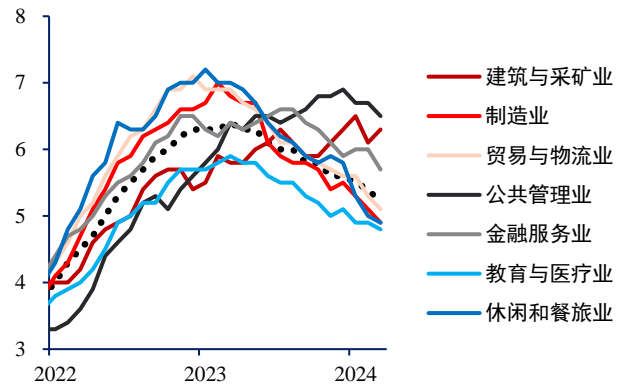
劳动力成本对于通胀仍有向上的支撑。1) 截止 2024 年 4 月，平均非农就业周薪增速仍有 3.9%的增速，去年 10 月开始美联储维持高利率以来，在失业率维持在 4%以下的状态下，劳动力市场的薪资增速并没有出现“降温”的特征。2) 从成本结构来看，金融服务业 6.3%、物流业 5.5%、商业服务业 4.3%、批发业 4.1%均保持在薪资增长的相对高位。

图 1：美国 4 月新增非农 17.5 万 | 单位：万人



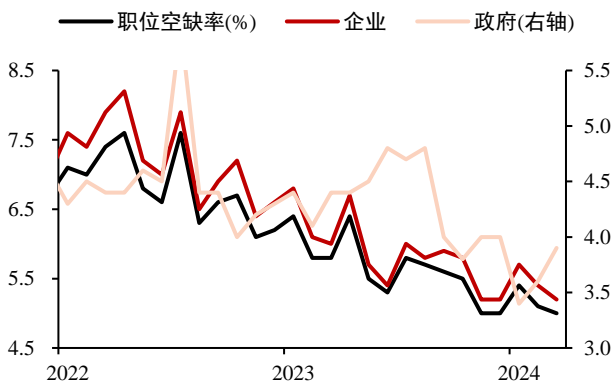
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 2：亚特兰大联储薪资增长指数 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 3：美国职位空缺率继续回落 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 4：周度失业金申领人数 | 单位：万人

初次申请失业金人数(万人)



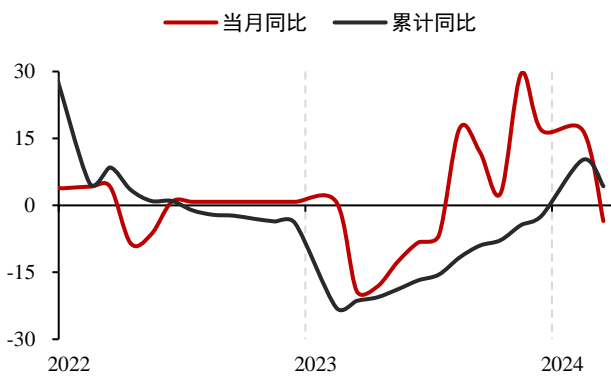
数据来源：iFind 华泰期货研究院

中国盈利落景气升

3月工业企业利润当月同比-3.5%，前值+10.2%。1) 从经济活动的角度来看，3月工业增加值同比增速较1-2月回落2.5个百分点至增长4.5%。2) 从价格的角度来看，3月PPI同比增速较1-2月降幅小幅扩大0.2个百分点至-2.8%。3) 从利润的角度来看，在利润率回落（PPI）而经济活动收入降低（工业增加值）的背景下，3月工业企业利润表现出同比的放缓状态。

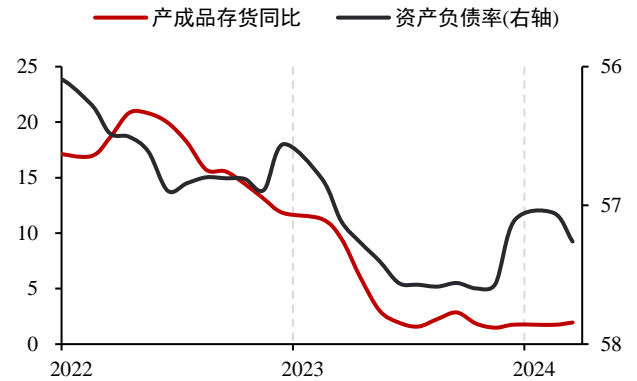
4月制造业景气度维持环比扩张的状态。尽管盈利仍保持放缓，但是4月份制造业景气度PMI仍保持在50.4的环比扩张区间，这也映射了政治局会议上不再强调的“经济动能不足”问题。

图 5：利润增速 3月回落 | 单位：%YOY



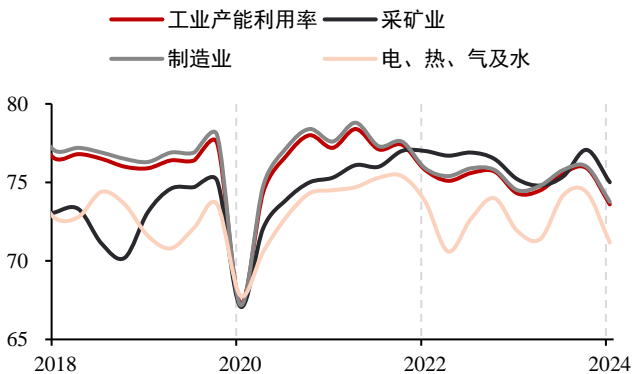
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 6：3月杠杆回升，库存保持低位 | 单位：%



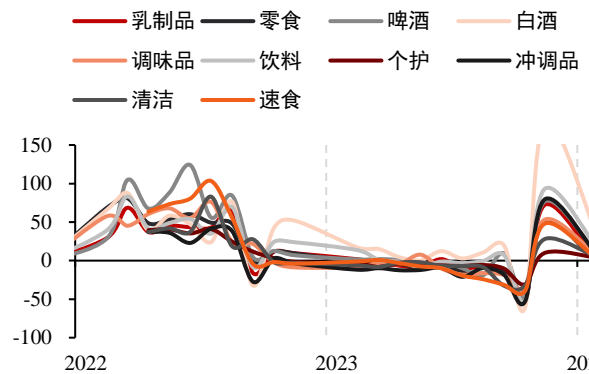
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 7：产能利用率回落 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 8：消费品零售放缓 | 单位：%YOY



数据来源：iFind 华泰期货研究院

二次通胀和避免通缩

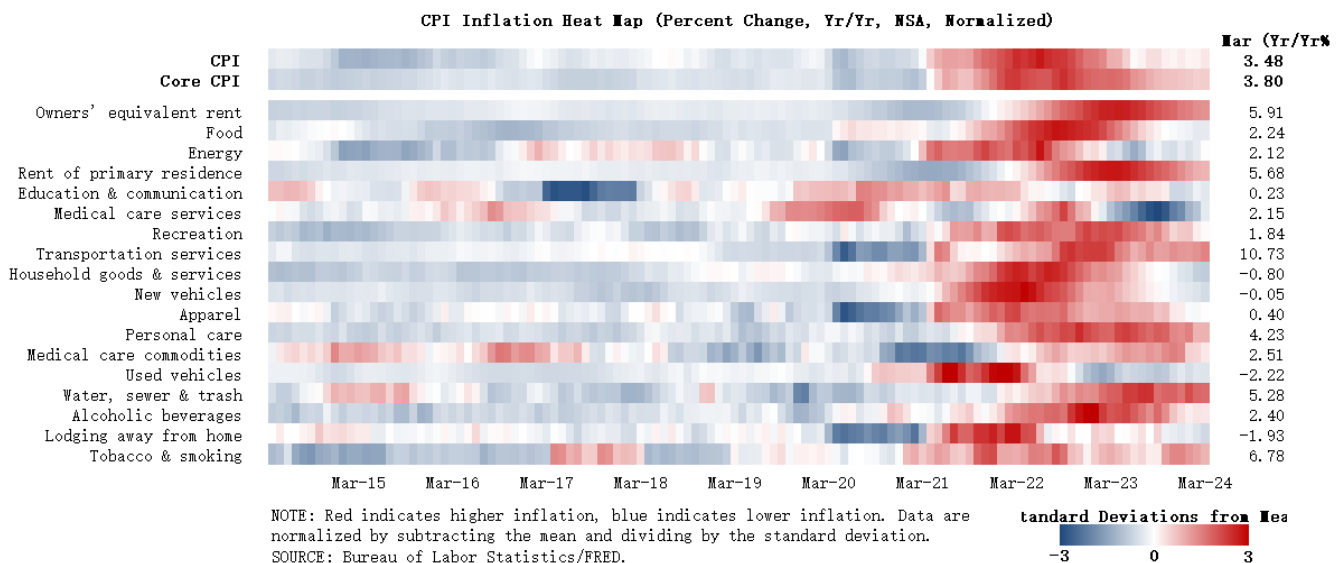
5 月份的宏观市场呈现出价格回升的可能性在增加。1) 对于美国而言，当前以房租通胀为代表的核心通胀水平或将逐渐进入到扩张的初期，继而改变美国通胀下行的方向。2) 对于中国而言，以货币政策进一步宽松的货币环境，也将逐渐改善市场的价格预期。

美国通胀回落有韧性

美国 3 月通胀热力图继续显示出核心通胀的韧性特征。其中住房分项（不管是 OER 等效租金还是 RPR 租金）仍处在显著的红色趋“热”状态；从波动项来看，食品通胀继续趋冷，而能源通胀虽处在低位，但是趋势显示正在从偏“冷”的状态小幅向上；特别的 3 月份交通运输分项的热度相比较 2 月份在进一步上升，这是在能源项压力趋冷之后的状态，显示出内部物流层面面临压力（可能和制造业回流存在一定关系）。

继续关注美国租金通胀的回升。美国商品型通胀和服务型通胀就持续表现出分化的特征；一方面在高利率的压力之下，商品消费持续面临压力，表现为商品型通胀的继续回落趋缓，另一方面服务型通胀仍维持在相对高位，3 月同比涨幅甚至有所加速至近 5%。美国房地产市场在高利率下经历了一轮调整，但是自去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今年二季度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的“韧性”。

图 9：美国通胀热力图显示核心通胀呈现出韧性 | 单位：STD



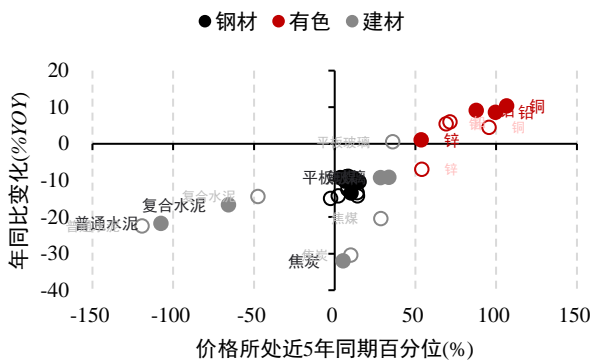
数据来源：FRED 华泰期货研究院

中国努力走出低通胀

价格的分化继续增强。回顾 2016 年以来三轮原材料价格的上涨周期，前两轮均伴随着出口改善拉动价格的上涨；而 2023 年以来的这轮价格回升，自 2023 年中逐渐企稳之后，回升动力仍较为缺乏（见《中国 2024 年 3 月经济数据图景》）。

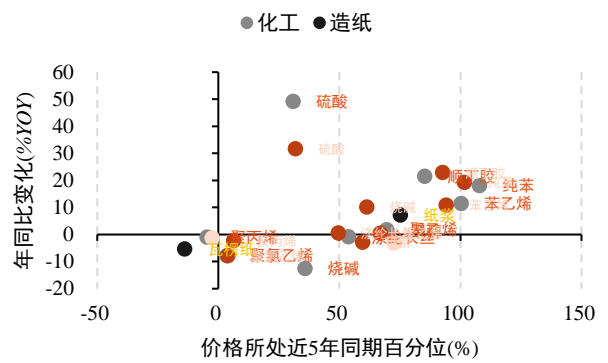
有效需求不足背景下关注供给侧带来的涨价风险。近一年以来，消费端形成的价格压力总体有限，食品通胀有较大的回落。但是观察近 6 个月以来的食品价格变化，虽然燃料价格有一定涨幅，但是总体服务价格维持相对低位，值得警惕的是猪肉价格的上涨压力。

图 10：生产资料 4 月价格变化 | 单位：%YOY, %pct



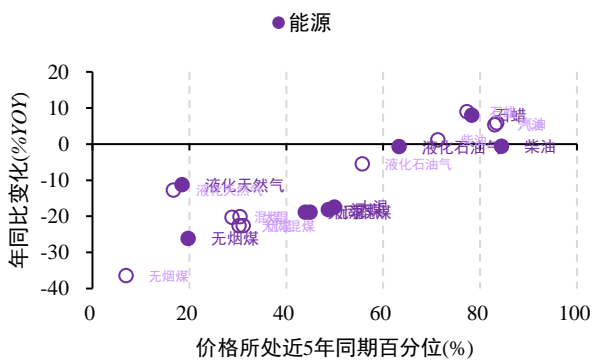
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 11：生产资料 4 月价格变化 | 单位：%YOY, %pct



数据来源：iFind 华泰期货研究院

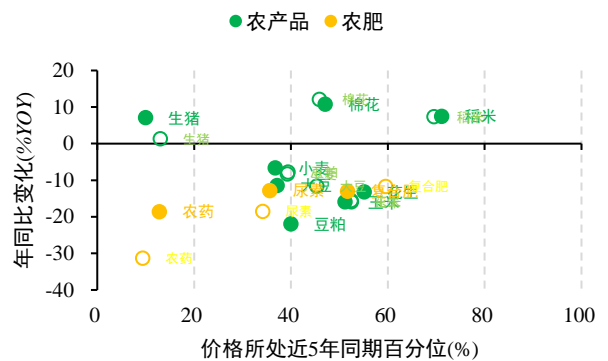
图 12：生产资料 4 月价格变化 | 单位：%YOY, %pct



数据来源：iFind 华泰期货研究院

注：实心点表示最新一期，空心点表示上一期

图 13：生产资料 4 月价格变化 | 单位：%YOY, %pct



数据来源：iFind 华泰期货研究院

再次宽松的窗口打开

继 2 月中国央行落地非对称降息后，3-4 月央行再无进一步的总量型宽松政策，货币政策保持“稳健”的审慎特征。

我们预计伴随着 4 月底政治局会议在凝聚了“改革开放”共识之后，对于经济压力的熨平将有利于将阶段性的经济问题转向了“有效需求不足”的克服上来，关注总量型政策的落地，宏观市场的风险或呈现出阶段性改善的特征。

美国宽松预期再定价

5 月 2 日凌晨 2 点，美联储公布 5 月利率决议。1) 会议声明增加了对于通胀的表述，认为当前通胀缺乏进一步向 2% 回落的动能。2) 美联储维持利率不变。3) 美联储调整缩表政策，从 6 月开始美债的削减上限从每月 600 亿美元降至 250 亿美元，但是 MBS 的削减规模不变。

5 月金融市场和大宗商品市场影响短期积极。短期来看，随着金融市场短期增加对美联储降息的押注，市场再次进入到了“坏”就是“好”的阶段，美元指数在上行中途 5 月或面临阶段性的调整，缓和流动性紧张，金融资产表现预计好于实物资产的表现。中期来看，随着美国核心通胀的可能再次回升，下半年美联储或面临二次“加息”的抉择，尽管 5 月议息会议鲍威尔暂时“排除”了这一选项（参见《美联储系列一》）。

表 2：美联储 3 月 SEP 展望² | 单位：%

	中值				集中趋势				范围			
	2024	2025	2026	长期	2024	2025	2026	长期	2024	2025	2026	长期
实际 GDP	2.1	2.0	2.0	1.8	2.0-2.4	1.9-2.3	1.8-2.1	1.7-2.0	1.3-2.7	1.7-2.5	1.7-2.5	1.6-2.5
12 月预测	1.4	1.5	1.9	1.8	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
失业率	4.0	4.1	4.0	4.1	3.9-4.1	3.9-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.5	3.7-4.3	3.7-4.3	3.5-4.3
12 月预测	4.1	4.1	4.1	4.1	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7	3.5-4.3
PCE	2.4	2.2	2.0	2.0	2.3-2.7	2.1-2.2	2.0-2.1	2.0	2.2-2.9	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
12 月预测	2.4	2.2	2.0	2.0	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
核心 PCE	2.6	2.2	2.0		2.5-2.8	2.1-2.3	2.0-2.1		2.4-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
12 月预测	2.4	2.2	2.0		2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1		2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
加息路径												
利率	4.6	3.9	3.1	2.6	4.6-5.1	3.4-4.1	2.6-3.4	2.5-3.1	4.4-5.4	2.6-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
12 月预测	4.6	3.6	2.9	2.5	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8

资料来源：FOMC 华泰期货研究院

² 参见：<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcprojtab120240320.htm>

中国关注总量型政策

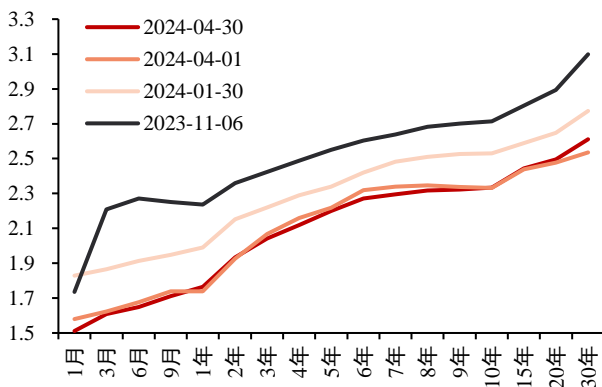
4月底政治局会议将阶段性的矛盾从“动能不足”转向“有效需求不足”，意味着总量性需求的改善成为短期的政策抓手。从资产角度重在前期政策的落实，从负债角度央行继续降准、降息成为必然。

从宏观政策的角度：2024年的宏观政策重在前期政策的落实，避免前紧后松。财政政策发力的着力点在于资本品的“更新”和消费品的“以旧换新”，而货币政策的看点在于通过“降息”改善综合融资成本，通过“降准”缓和银行流动性压力。

从产业政策的角度：2024年改革的共识已达成，阶段性的矛盾转向总需求的稳定上，产业政策延续此前对新质生产力的表达，需要关注7月份三中全会。

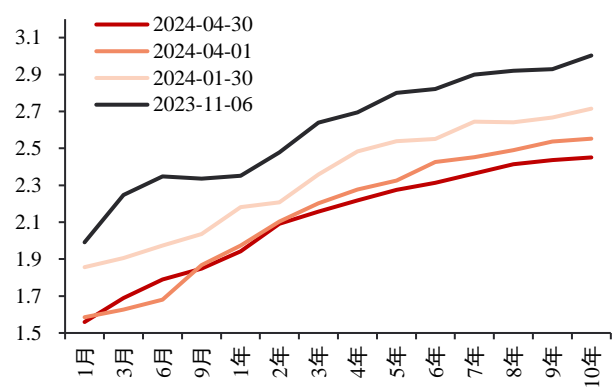
预计二季度财政将逐渐发力，“避免前紧后松”，缓和当前偏紧的支出状态。有效需求的提升放在了第一位，意味着总量性宏观政策二季度将开启发力，需求改善主要在于政府。企业盈利增速放缓，生产扩张的意愿不足；居民宏观杠杆率高位区间，表现出“低贷款增速+高存款增速”的特征；政府相对低杠杆率为扩张提供了适宜的基础，改善有效需求不足。

图 14：国债收益率曲线 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 15：地方债收益率曲线 | 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