

7月改革将至，关注6月风险

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

5月的宏观在政策预期的推动下偏向于“暖色”定价。从430政治局会议的改革共识到517的房地产政策放松，释放了宏观趋暖的信号；而美联储放在6月试探性收紧货币政策给予5月相对温和的政策空间。

展望6月，对于中国处在7月改革政策落地前的准备期，经济“稳增长”的需求上升。虽然地产政策进入到了实质性的松绑阶段驱动未来金融周期进入到回升阶段，但是总量型政策宽松受约束情况下政策向实体传导效果需要时间来观察；5月财政政策进入到落实阶段，而6月美联储政策的缺乏实质性放松将对国内带来约束，关注6月中旬美联储议息会议，关注人民币汇率风险的释放可能，以及对于国内收益率曲线的扁平化影响。

核心观点

■ 市场分析

宏观周期：经济数据的需求分化。5月随着瑞典央行加入到降息行列，欧洲经济预期进一步恶化，对于资金流动而言，欧洲需要一个相对积极的经济数字来稳定市场预期，形成货币“降息”到经济“改善”的正向循环。相比较而言，“差”的美国经济数字虽然能够提供降息的空间，但是在“好”的欧洲经济数字对比下，降息对美元资产未必是“好”的定价。

价格周期：通胀分化的预期仍在。“有效需求不足”和“产能相对过剩”背景下，国内的宏观政策机器已经开启，意味着价格的回升周期将逐渐开启。在5月美股再次新高的带动下，信贷增速有了一次改善，或驱动通胀也将朝着不再回落的方向转变。

政策周期：等待宽松窗口的打开。尽管我们认为517房地产政策的转变正在驱动国内的金融周期逐渐改善；但是同时后续政策空间的真正打开需要等待外部降息周期的开启。6月美联储适度的“鹰派”和中国央行的适度谨慎仍可能是博弈中的次优解。

■ 策略

宏观策略继续维持左侧，但短期调降风险配置比例。6月美联储“鹰派”将限制国内宏观政策的扩张，在财政扩张货币谨慎的组合下，6月或面临一定的流动性压力。在中期周期转变前我们依然维持波动率资产的对冲头寸（+VXQ24）继续持有判断；伴随着6月风险的逐渐落地，我们对中期收益率曲线转向扁平（1×T2409-2×TS2409）。

■ 风险

美联储意外加息，地缘风险意外上升

目录

核心观点	1
经济数据的需求分化.....	3
全球景气周期延续反弹	3
中国经济数据短期改善	4
美国需要更好的数据差	5
通胀分化的预期仍在	6
美国通胀回落有韧性	6
中国努力走出低通胀	7
等待宽松窗口的打开	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: 4 月中国企业盈利改善 单位: %.....	4
图 2: 制造业部门利润延续小幅改善 单位: %.....	4
图 3: 利润增速开年实现由负转正 单位: %.....	4
图 4: 宏观经济周期底部回升较为缓慢 单位: %.....	4
图 5: 高利率环境下再融资需求上升 单位: %YOY.....	5
图 6: 实体和金融市场的背离仍在加剧 单位: %.....	5
图 7: 美国实体部门净储蓄收缩 单位: 万亿美元	5
图 8: 非美和美国之间的预期定价分化 单位: STD.....	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 5 月价格变化 单位: %YOY, %PCT.....	7
图 11: 生产资料 5 月价格变化 单位: %YOY, %PCT.....	7
图 12: 生产资料 5 月价格变化 单位: %YOY, %PCT.....	7
图 13: 生产资料 5 月价格变化 单位: %YOY, %PCT.....	7
图 14: 美联储会议纪要鹰鸽分析 单位: STD.....	8
图 15: 财政赤字和利率预期 单位: 亿美元, %.....	8
图 14: 4 月财政支出谨慎略有放松 单位: %.....	9
图 15: 国债发行逐渐提速 单位: 亿元	9
表 1: 全球制造业 PMI Z-SCORE	3

经济数据的需求分化

5月随着瑞典央行加入到降息行列，欧洲经济预期进一步恶化，对于资金流动而言，欧洲需要一个相对积极的经济数字来稳定市场预期，形成货币“降息”到经济“改善”的正向循环。相比较而言，“差”的美国经济数字虽然能够提供降息的空间，但是在“好”的欧洲经济数字对比下，降息对美元资产未必是“好”的定价。

全球景气周期延续反弹

5月制造业 PMI 景气分化。我们认为在全球新一轮博弈¹的背景下，采购经理人 PMI 依然是一个“好”的指标。数据显示，除了中国之外，5月主要经济体 PMI 景气度均出现比较大的回升；关注6月景气分化对于人民币资产价格的二次影响：

美国5月Markit综合PMI创两年新高（54.4），ISM指数暂未公布；

中国5月官方制造业PMI 49.5，比上月下降0.9个百分点；

印度5月综合PMI由4月份的终值61.5微升至61.7；

欧元区5月综合PMI初值52.3，为12个月新高。

表 1：全球制造业 PMI Z-score

	2023												2024	
	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	5月
全球	-0.9	-0.9	-1.2	-1.3	-1.1	-1.0	-1.2	-1.0	-1.1	-0.7	-0.6	-0.4	-0.6	-
美国	-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	-0.8	-1.0	-0.9	-0.8	-0.5	-0.2	-0.6	-0.7	-0.9	-0.8	-0.9	0.1	-0.1	-0.6
欧元区	-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	-0.8
日本	-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	-1.2	-1.4	-1.8	-2.1	-2.0	-1.9	-1.7	-1.5	-1.4	-1.0	-1.5	-1.6	-1.5	-1.0
法国	-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	-0.9
英国	-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	-0.3
加拿大	-0.1	0.5	-0.4	-1.5	0.0	-0.3	-0.6	-0.4	-1.7	-0.3	0.0	0.8	1.2	-
韩国	-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	-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	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	-1.3	-1.7	-1.4	-0.6	-0.1	-0.3	-0.3	-1.1	-0.6	-0.1	-0.1	-0.3	-0.1	-
Ave	-0.9	-0.8	-1.0	-1.0	-0.7	-0.7	-0.9	-0.8	-0.9	-0.5	-0.5	-0.2	-0.2	-0.7

资料来源：Wind 华泰期货研究院

¹ 随着美国提高对华制裁关税，拜登政府决定取消一部分已实施的制裁关税的豁免措施。

中国经济数据短期改善

今年1-4月企业利润延续年初以来转正态势，显示出企业盈利周期的继续改善，有利于宏观周期的回升和市场悲观预期的修复。5月房地产政策的松绑意味着国内金融周期将逐渐开启到向上的阶段，虽然短期内私人部门由于高实际利率和高杠杆特征而缺乏扩张意愿，但是盈利状况在年初以来的逐渐稳定为宏观景气的研判提供加分项。

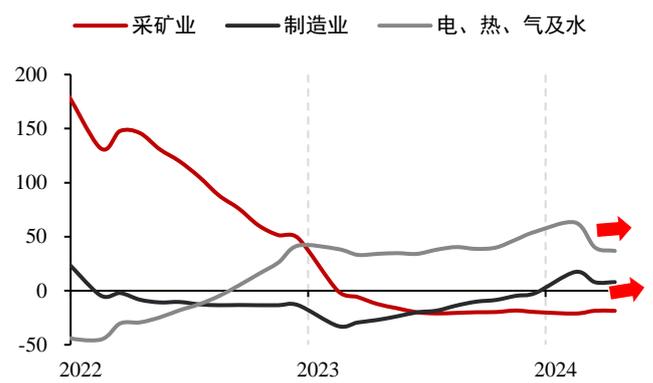
从非经济的角度 2024 年的政治大年，中国的政策不确定性随着三中全会时间的确定正在降低，但美国依然存在下半年大选的不确定性；从经济的角度，中国的金融周期随着 517 地产政策的落地正进入到改善状态，因而尽管盈利向实体库存投资的传导偏慢但随着财政支出的落实预期正朝着改善的方向运行，但美国经济数据“软着陆”背景下货币政策难有放松空间，限制了全球宽松周期的开启，约束了国内货币政策的空间，一定程度上约束了财政的空间（扩资产不扩负债带来不稳定性，长债利率偏向上行）。

图 1：4 月中国企业盈利改善 | 单位：%



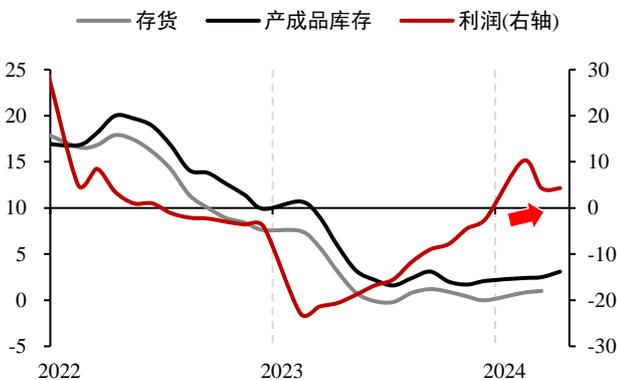
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 2：制造业部门利润延续小幅改善 | 单位：%



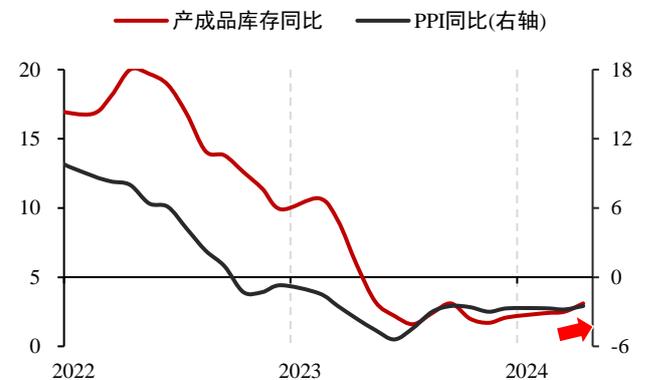
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 3：利润增速开年实现由负转正 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 4：宏观经济周期底部回升较为缓慢 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

美国需要更好的数据差

实体部门面临的压力在继续上升。5月我们继续见证了狂飙的美股和极限压缩的波动率，显示出流动性相对充裕条件下金融资产的“热度”，但是与此同时，实体经济的展望并不乐观——美国金融状况指数（积极）和美国实体经济景气（回落）之间的背离在进一步加剧。对于实体部门，这体现在面临再融资利率维持“7%”以上高位的背景下，实体部门的再融资需求却在5月开始被动上升。

美联储宽松需要数据上的理由。“金融热”和“实体冷”正意味着宏观政策需要一次压力的释放。但是从预期定价的角度出发，5月非美地区宏观政策的放松和经济数据的至少阶段性不差，在美国数据压力状态下意味着6月美联储若释放宽松预期形成的资金外流压力将加大，需要一个“更好”的数据组合。

图 5：高利率环境下再融资需求上升 | 单位：%YOY



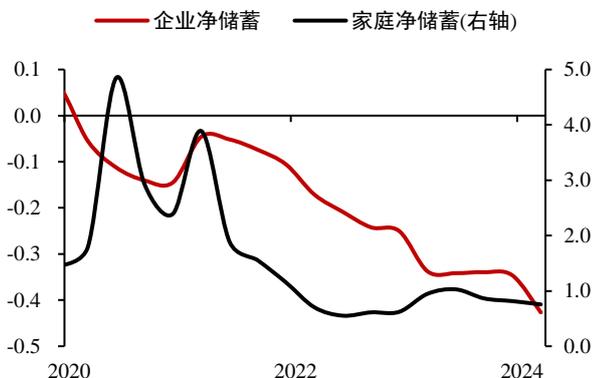
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 6：实体和金融市场的背离仍在加剧 | 单位：%



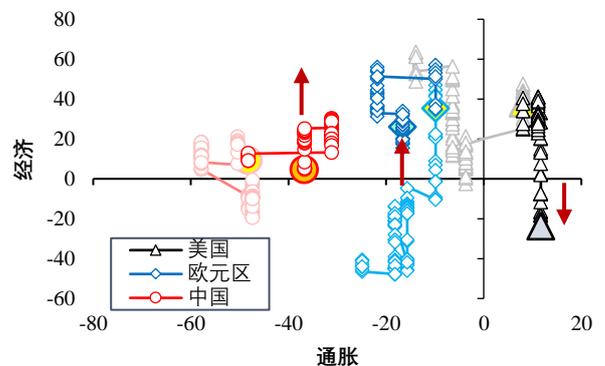
数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 7：美国实体部门净储蓄收缩 | 单位：万亿美元



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 8：非美和美国之间的预期定价分化 | 单位：STD



数据来源：iFind 华泰期货研究院

通胀分化的预期仍在

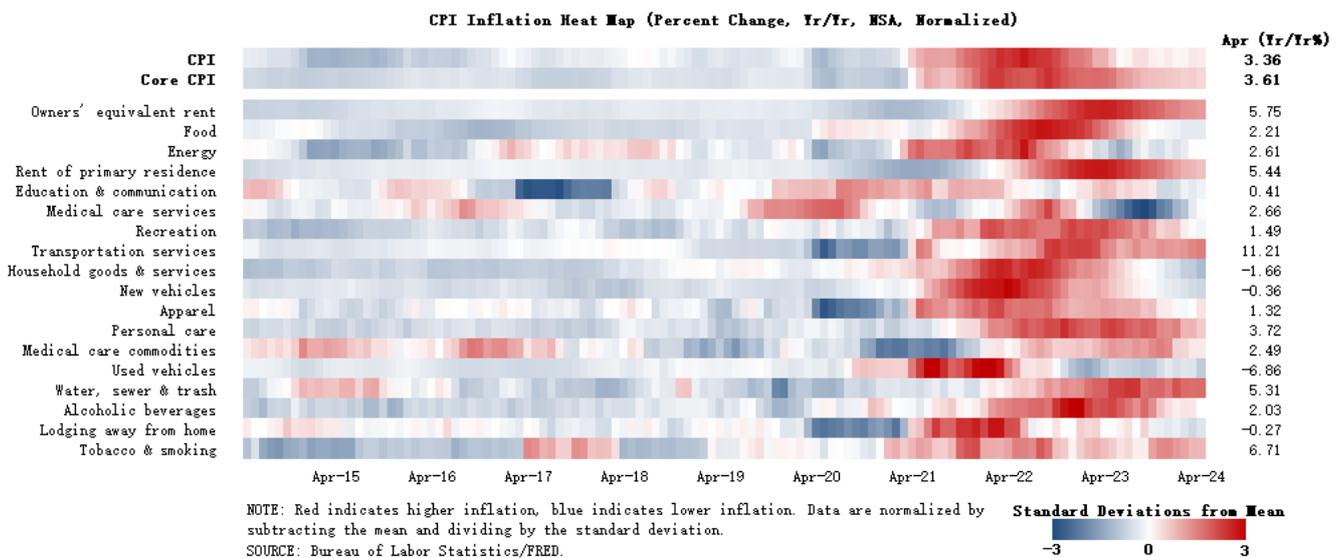
“有效需求不足”和“产能相对过剩”背景下，国内的宏观政策机器已经开启，意味着价格的回升周期将逐渐开启。在5月美股再次新高的带动下，信贷增速有了一次改善，或驱动通胀也将朝着不再回落的方向转变。

美国通胀回落有韧性

通胀缺乏进展，短期利率政策预期稳定。对于美联储而言，4月份的通胀数字（+3.4%，增速持平）相比较3月（+3.4%，超预期）有了改善，阶段性稳定了下来；但是相比较美联储主席鲍威尔口中的“信心”还有一段距离，更不谈回到“2%”了。因而我们注意到联邦基金利率期货市场对于美联储降息的定价结构分化很显著——增加对12月降息的押注，但是降低对6月和7月的降息定价。

通胀结构继续关注服务通胀的压力回升。需要明确的是，借助于美国通胀的分项数据，我们发现今年以来美国通胀的韧性主要体现在其服务通胀分项上，而商品通胀分项继续保持回落的状态，这将使得美国的经济“繁荣组合”并不能直接驱动商品需求的改善。随着美国经济数字在一季度GDP初值回落之后，若未来再次回到“增长回升”和“通胀回升”的繁荣组合，再非美地区不确定性风险继续上升的背景下，预计对于非美地区的流动性压力有继续上升的风险，弱美元（美国经济低预期）之后，欧洲已经释放了明确的货币政策松动信号（瑞士央行3月降息之后，5月瑞典央行降息），我们认为6月仍需对工业品调整风险的增大保持警惕，关注美债利率回落的空间。

图 9：美国通胀热力图显示核心通胀呈现出韧性 | 单位：STD

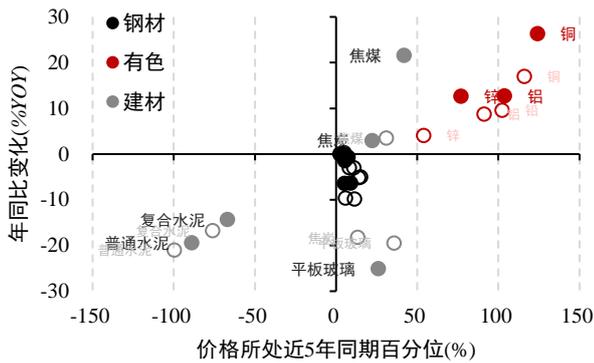


数据来源：FRED 华泰期货研究院

中国努力走出低通胀

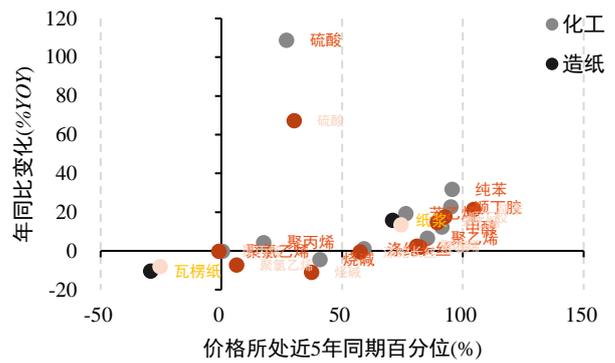
下游需求谨慎抑制了价格的传导。4月CPI和PPI剪刀差小幅回落0.1个百分点，仍保持2.8%的价格缺口（CPI+0.3%，PPI-2.5%），显示出价格传导未从下游向上游传递。4月政治局会议提出“有效需求不足”，从反面意味着在全球产业链分割的影响下，“产能相对过剩”的问题影响着价格的传导，增产不增收的矛盾依然存在。4月PPI和PIRM剪刀差继续回落0.2个百分点至0.5%（PPI-2.5%，PIRM-3.0%），有色价格的大幅上涨驱动原物料价格同比回升，但从燃料（-4.3%）、化工（-4.3%）到黑色（-5.5%）、建材（-8.5%），整体依然延续负增长，建材负增长甚至扩大1.3个百分点，显示出价格改善的节奏依然偏慢，经济周期仍处于“偏弱”运行状态。随着“有效需求不足”进入到政策视野，预计将改变弱周期的状态，价格传导或有所改善，价格剪刀差或进一步回落。

图 10：生产资料 5 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 5 月价格变化 | 单位：%YOY, %pct



等待宽松窗口的打开

尽管我们认为 517 房地产政策的转变正在驱动国内的金融周期逐渐改善；但是同时后续政策空间的真正打开需要等待外部降息周期的开启。6 月美联储适度的“鹰派”和中国央行的适度谨慎仍可能是博弈中的次优解。

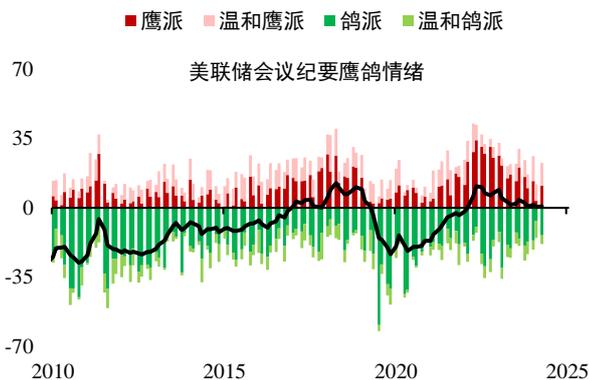
美国宽松预期再定价

尽管 5 月 2 日的美联储会议给出了“通胀缺乏进一步向 2% 回落动能”的描述，意味着货币政策转向宽松仍需要时间。一方面，美国启动了新一轮的贸易加征关税和企业制裁，继续加大对外的释放了政策趋紧的信号；另一方面，临近月末美联储多位官员均表达了未来增加加息可能性的言论，从预期管理上引导市场对利率短期“不降”的预期。

经济数据的继续改善将驱动美联储将利率保持“Higher for Longer”状态。数据显示，1) 景气指数层面，美国 5 月消费者信心指数为 102，较 4 月 97.5 的数值上升了 4.5；2) 经济活动层面，美国 5 月 Markit PMI 好于预期，为 50.9（预期仅有 49.9）；3) 通胀预期层面，4 月在美租金环比增长 0.6%。

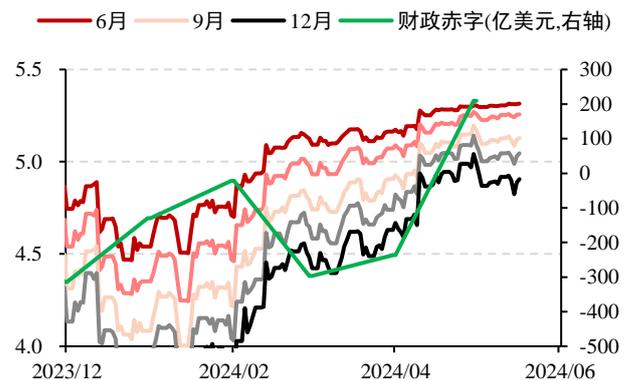
关注 6 月美联储“鹰派”可能。6 月 12 日美联储将进行上半年最后一场议息会议，市场已经定价 6 月改变利率政策的可能性较低，但是再次倒挂加深的收益率曲线和极端收窄的波动率，意味着市场开始计入美联储转向“鹰”的可能，需要关注全球美元流动性收紧的风险再次上升的可能。

图 14：美联储会议纪要鹰鸽分析 | 单位：STD



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 15：财政赤字和利率预期 | 单位：亿美元，%



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

中国关注总量型政策

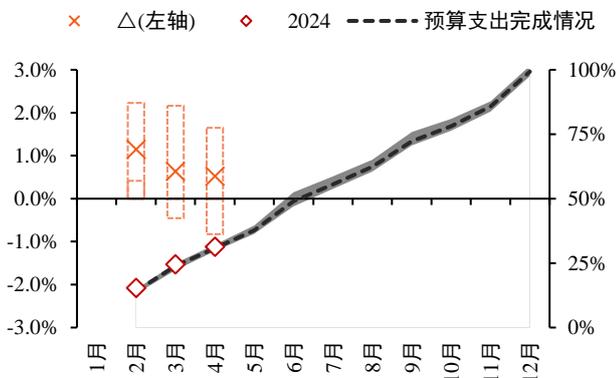
5月的宏观在政策预期的推动下偏向于“暖色”定价。从430政治局会议的改革共识到517的房地产政策放松，释放了宏观趋暖的信号；而美联储放在6月试探性收紧货币政策给予5月相对温和的政策空间。

房地产政策进入到总量型宽松阶段，地产政策底正在构建。一方面，随着经济改革日程的确定（7月），政策对于6-7月经济运行的稳定性需求上升，430政治局会议指出未来需要改善“有效需求不足”的问题，通过松绑房地产政策，驱动宏观需求的改善和需求预期的修复。另一方面，5月已经见到了负增长的金融数据，意味着总量意义上的金融“负增长”若不改善，金融的不稳定性将显著提升。通过房地产政策的松绑，激活存量房地产的流动性，既改善了地产商的现金流和债务压力，又对于房价预期带来提振。

回顾历史，本轮地产周期的真正改善需要更多的时间。一方面，当前“因城施策”的政策还没有改变，在居民资产负债表没有得到很大修复的情况下，消费侧转移支付的缺少使得政策带来的实际效果在短期内相对有限。另一方面，在消费端降低首付增加杠杆的同时，在供给侧政策借助于政府的地产收储和再贷款等结构性货币政策工具（3000亿），从供需两端形成政策的激励，但实际效果仍有待检验。

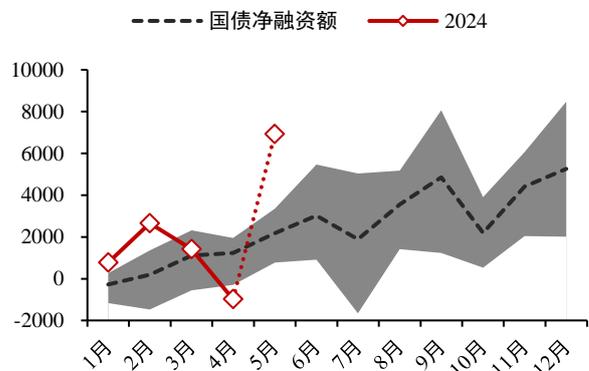
展望6月，对于中国处在7月改革政策落地前的准备期，经济“稳增长”的需求上升。虽然地产政策进入到了实质性的松绑阶段驱动未来金融周期进入到回升阶段，但是总量型政策宽松受约束情况下政策向实体传导效果需要时间来观察；5月财政政策进入到落实阶段，而6月美联储政策的缺乏实质性放松将对国内带来约束，关注6月开始人民币汇率风险的释放，以及对于国内收益率曲线的扁平化影响。

图 16：4月财政支出谨慎略有放松 | 单位：%



数据来源：iFind 华泰期货研究院

图 17：国债发行逐渐提速 | 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