

下半年宏观经济展望

——从经验（主义）回归理性（主义）

2024年6月22日



华鑫期货研究所



- 前言：从经验主义回归理性主义

- 一、上半年中美宏观数据解读
 - 1、中国经济：强预期VS弱现实
 - 2、美国经济：通胀顽固 多个经济数据矛盾

- 二、下半年宏观展望
 - 1、中美补库周期的可能性：从通缩→通胀
 - 2、中国实体经济的转机在下半年 持续政策的效果 三中全会的改革预期
 - 3、黑天鹅：地缘政治、欧洲趋右、美国大选、贸易摩擦

- 三、大类资产配置设想

前言

—
从经验（主义）回归理性（主义）



一、去年以来市场的很多经验被持续证伪

- 1、来自美国的：
 - 美国经济将硬着落
 - 美国马上要降息
- 2、来自我国的：
 - 中国房地产政策松绑后房价要大涨
 - 疫情管控政策结束后中国经济将强复苏
 - 持续低利率环节下通胀将快速回升

二、市场从经验主义回归到理性主义

- 从纷繁复杂的表象看到本质
从经验主义中脱离，看到理性之光

PART 1

中美宏观数据

中国经济：强预期VS弱现实

亮点：外贸

弱点：地产、消费

部分数据被过度解读

2024年5月经济数据速览

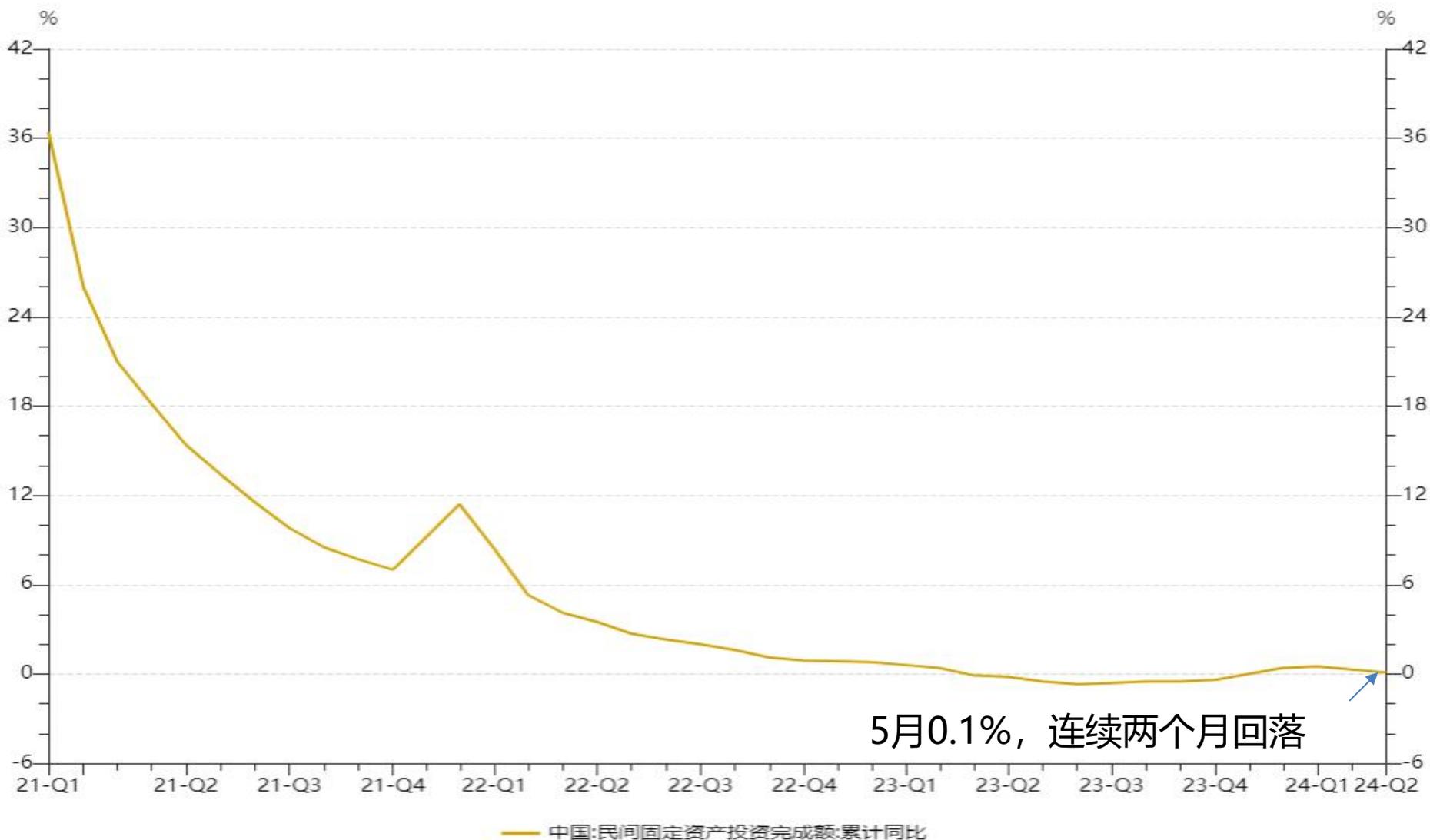
| | 较上月变化 | 当月同比 | | 累计同比 | | |
|----------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | 2024年5月 | 2024年4月 | 2024年5月 | 2024年4月 | 2024年3月 |
| PMI (当月值) | ▼ | 49.50 | 50.40 | — | — | — |
| 社融 | ▲ | 8.40 | 8.30 | — | — | — |
| 规模以上工业增加值 | ▼ | 5.60 | 6.70 | 6.20 | 6.30 | 6.10 |
| 采矿业 | ▲ | 3.60 | 2.00 | 2.00 | 1.70 | 1.60 |
| 制造业 | ▼ | 6.00 | 7.50 | 6.70 | 6.90 | 6.70 |
| 电力、燃气及水的生产和供应业 | ▼ | 4.30 | 5.80 | 6.20 | 6.60 | 6.90 |
| 出口增速 | ▲ | 11.20 | 5.10 | 6.10 | 4.90 | 4.90 |
| 进口增速 | ▼ | 5.20 | 12.20 | 6.40 | 6.80 | 5.00 |
| 固定资产投资 | | | | 4.00 | 4.20 | 4.50 |
| 基础设施投资 (广义) | ▼ | 3.78 | 5.92 | 6.68 | 7.78 | 8.75 |
| 基础设施投资 (不含电力) | ▼ | 4.89 | 5.06 | 5.70 | 6.00 | 6.50 |
| 制造业投资 | ▲ | 9.37 | 9.32 | 9.60 | 9.70 | 9.90 |
| 高技术制造业 | — | — | — | 10.40 | 9.70 | 10.80 |
| 高技术服务业 | — | — | — | 14.30 | 14.50 | 12.70 |
| 房地产开发投资 | ▲ | -4.74 | -7.29 | -10.10 | -9.80 | -9.50 |
| 百城成交土地面积 | ▼ | -35.09 | -24.57 | -12.77 | -4.75 | 1.82 |
| 房屋新开工面积 | ▼ | -22.61 | -12.28 | -24.20 | -24.60 | -27.80 |
| 房屋施工面积 | ▼ | -83.59 | -35.09 | -11.60 | -10.80 | -11.10 |
| 房屋竣工面积 | ▼ | -18.41 | -15.37 | -20.10 | -20.40 | -20.70 |
| 商品房销售面积 | ▼ | -16.06 | -14.38 | 0.00 | -20.20 | -19.40 |
| 社会消费品零售 | ▲ | 3.70 | 2.30 | 4.10 | 4.10 | 4.70 |
| 商品零售 | ▲ | 3.60 | 2.00 | 3.50 | 3.50 | 4.00 |
| 餐饮收入 | ▲ | 5.00 | 4.40 | 8.40 | 9.30 | 10.80 |
| CPI | | 0.30 | 0.30 | 0.10 | 0.10 | 0.00 |
| PPI | ▲ | -1.40 | -2.50 | -2.40 | -2.70 | -2.70 |
| PPI-CPI剪刀差 | ▲ | -1.70 | -2.80 | -2.50 | -2.80 | -2.70 |
| 全国城镇调查失业率 | | 5.00 | 5.00 | 5.60 | 5.60 | 5.30 |

数据来源：统计局、华鑫证券研究所等

固定资产完成额



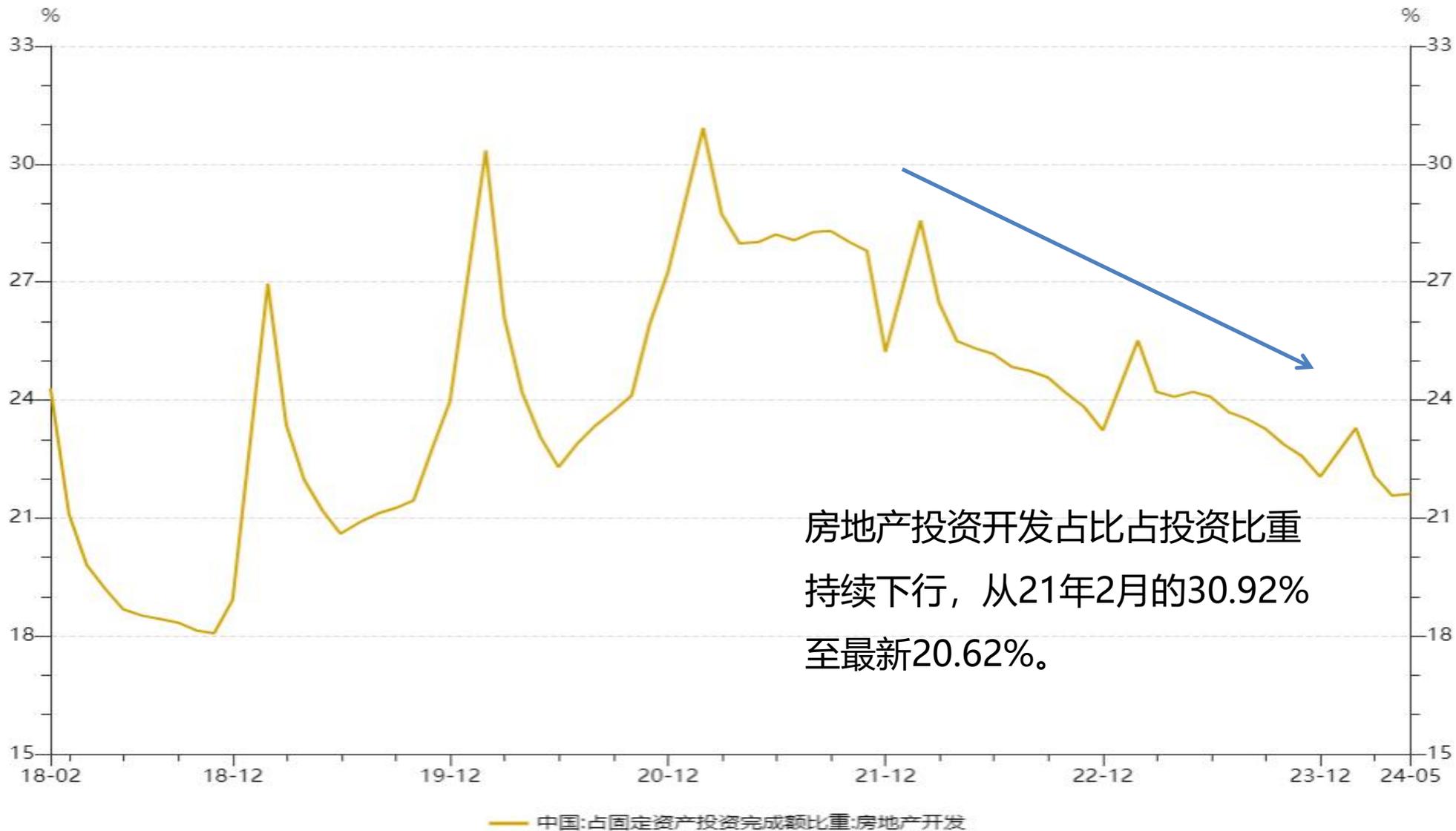
民间固定资产投资完成额



房地产投资完成额



房地产开发占投资比重





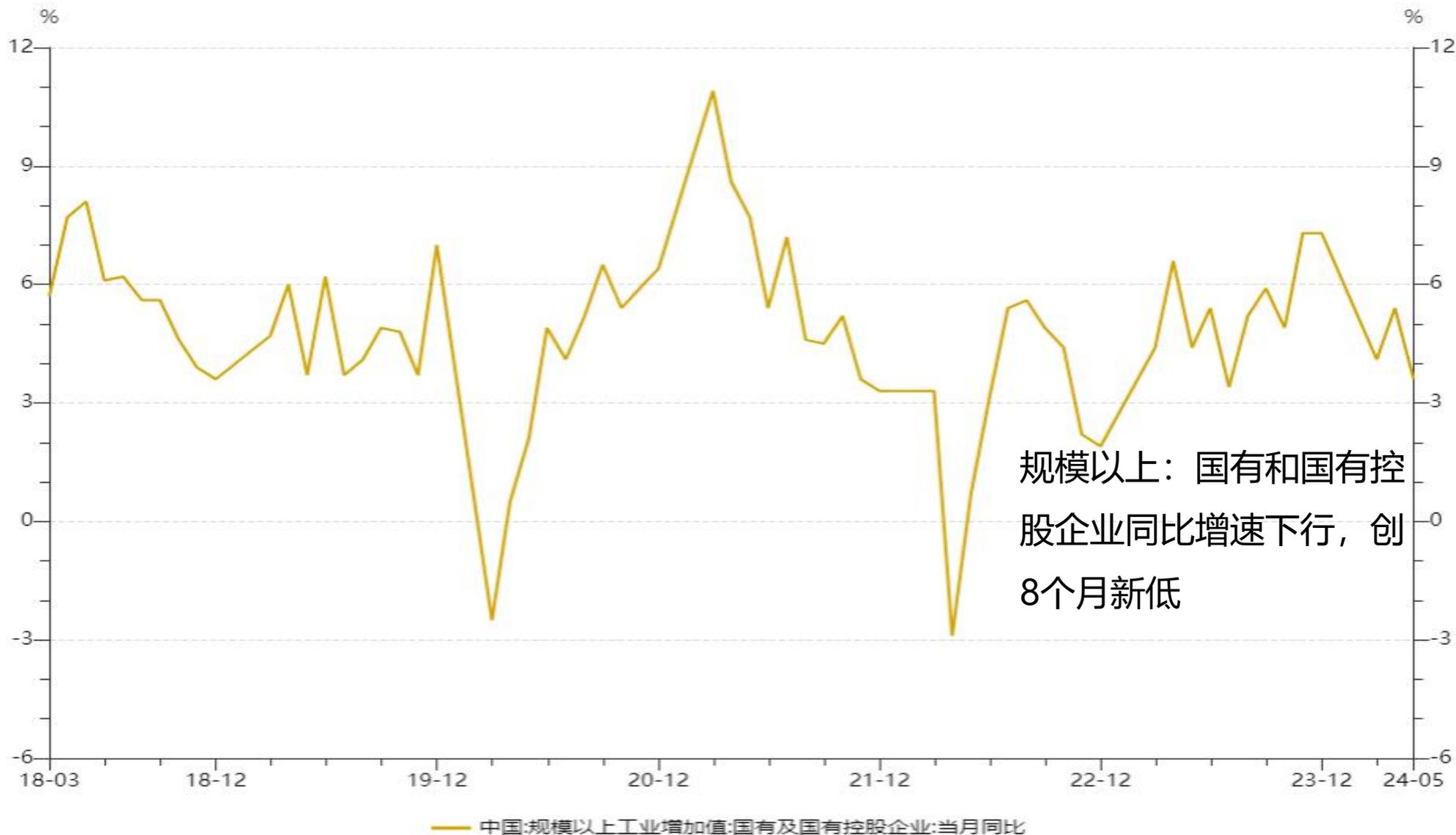




规模以上工业增加值



规模以上工业增加值：国有和国有控股企业



规模以上工业增加值：高新技术产业



规模以上工业增加值：计算机、通信和其他电子设备制造业



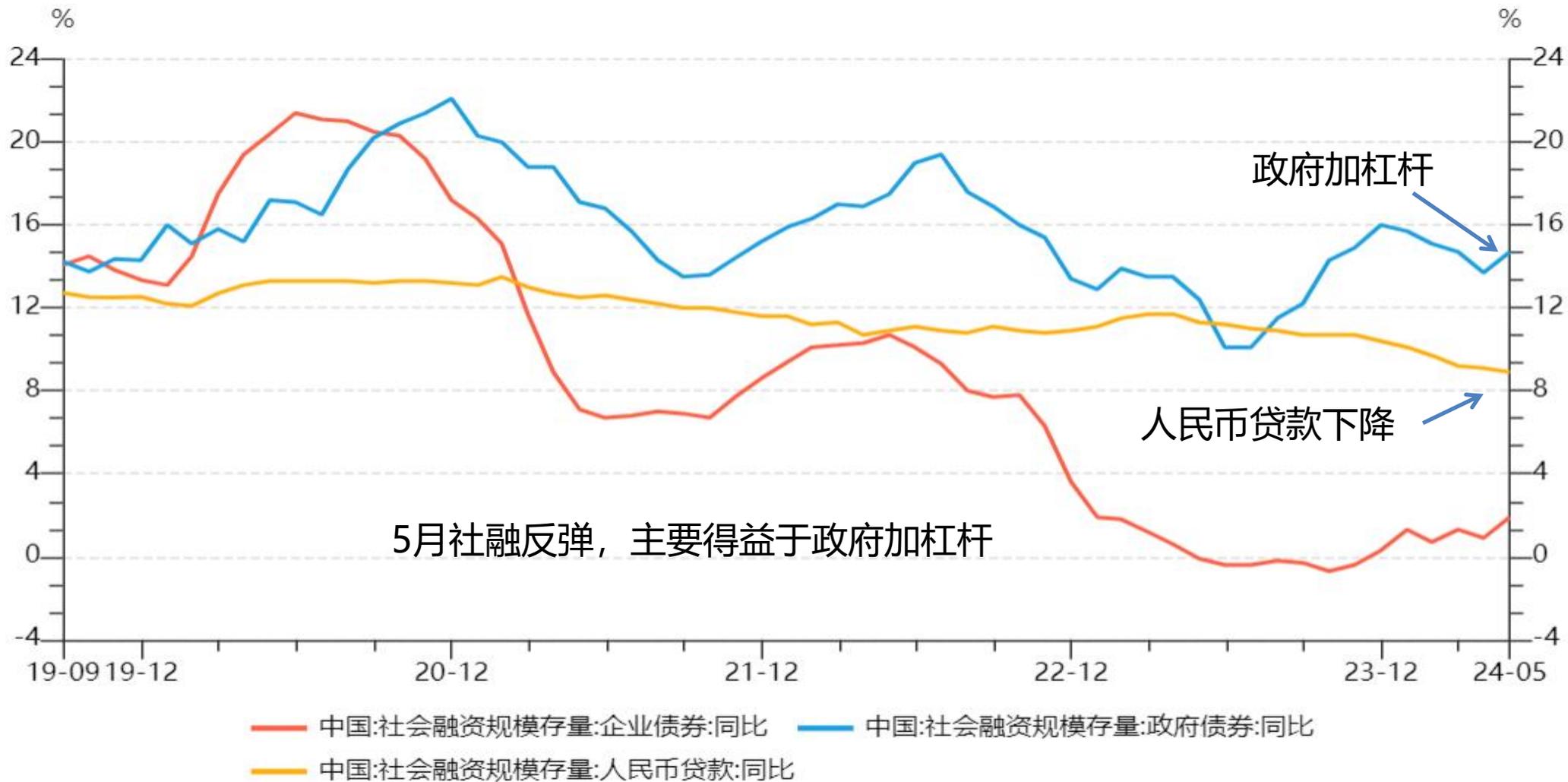


新老生产动力转换阶段

房地产比重下降

新经济动能实现较快增长的行业与出口有关

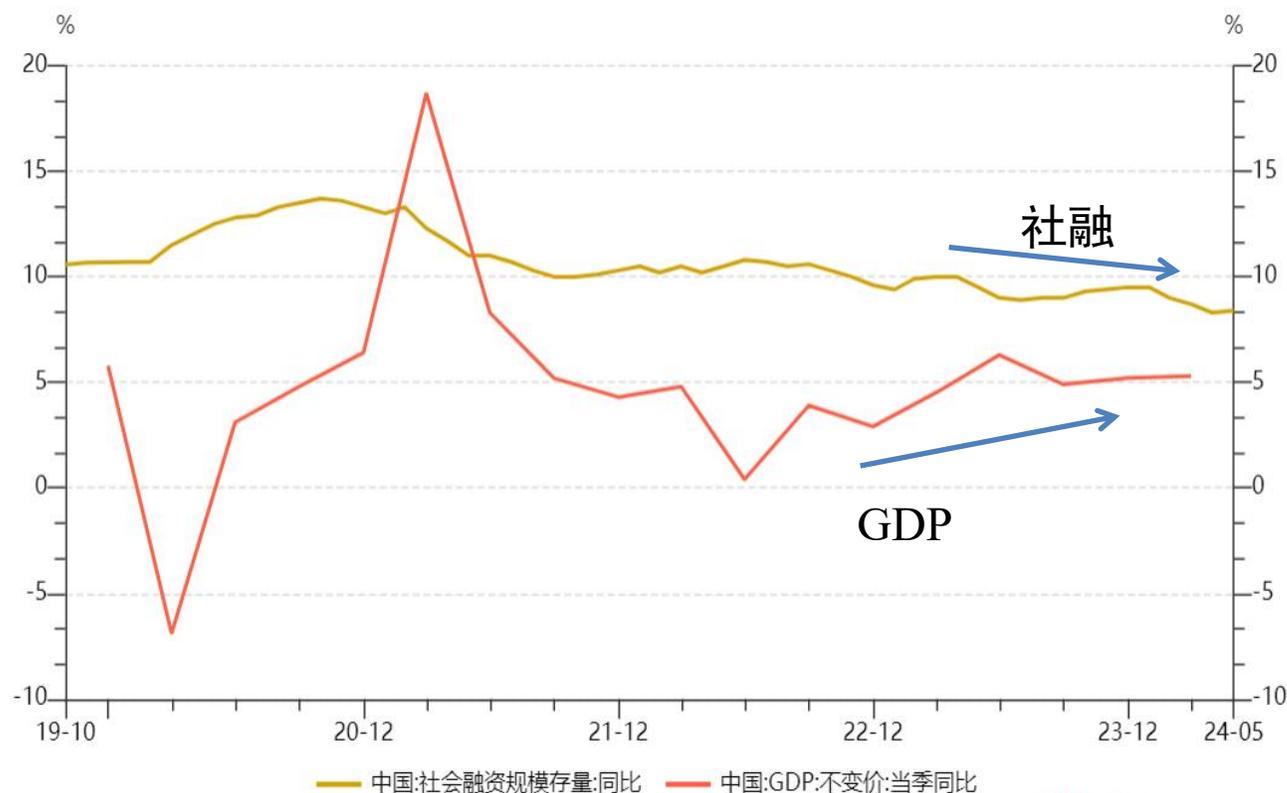
社融数据 分类



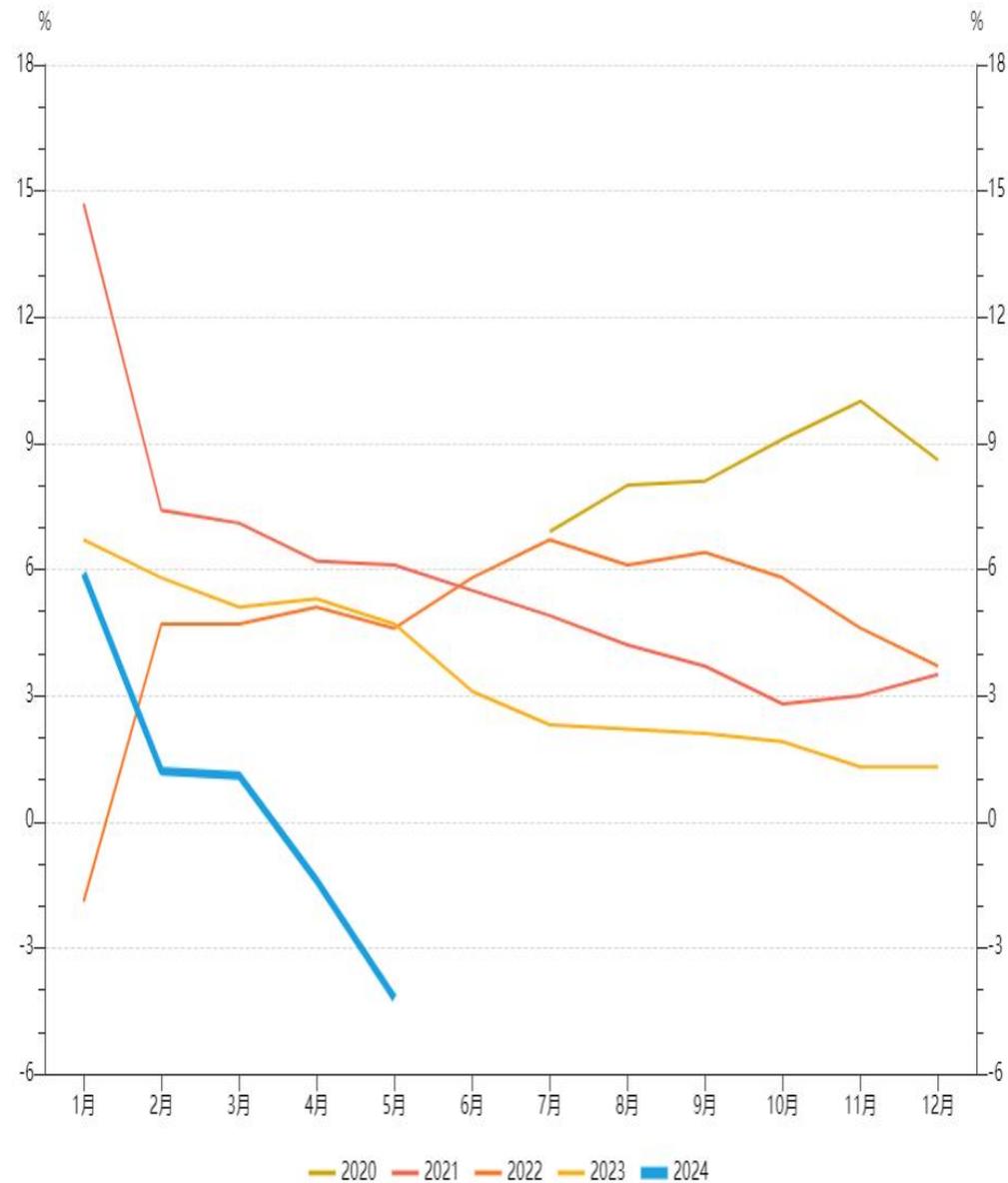
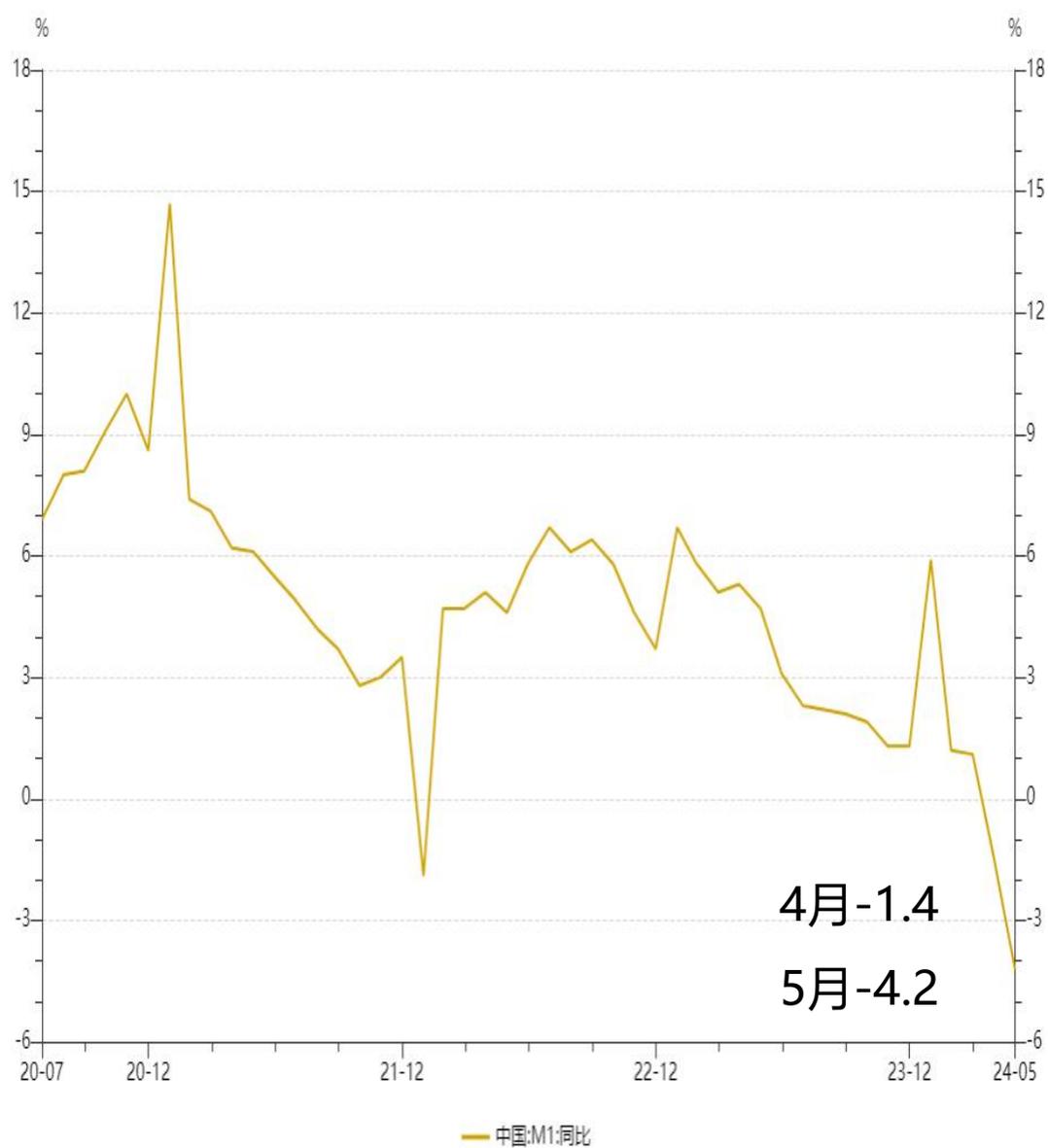
社融数据对于经济增长的重要性在减弱，社融对于经济增长的趋同性减弱

原因：1) 新旧经济增长动能的转换，制造业对于信贷的依赖性比传统的地产经济要低。

2) 央行引导金融机构盘活存量信贷的政策。



5月M1同比增速再创历史新低，连续两个月负值





现象： 4月和5月M1连续创历史新低，并呈负值

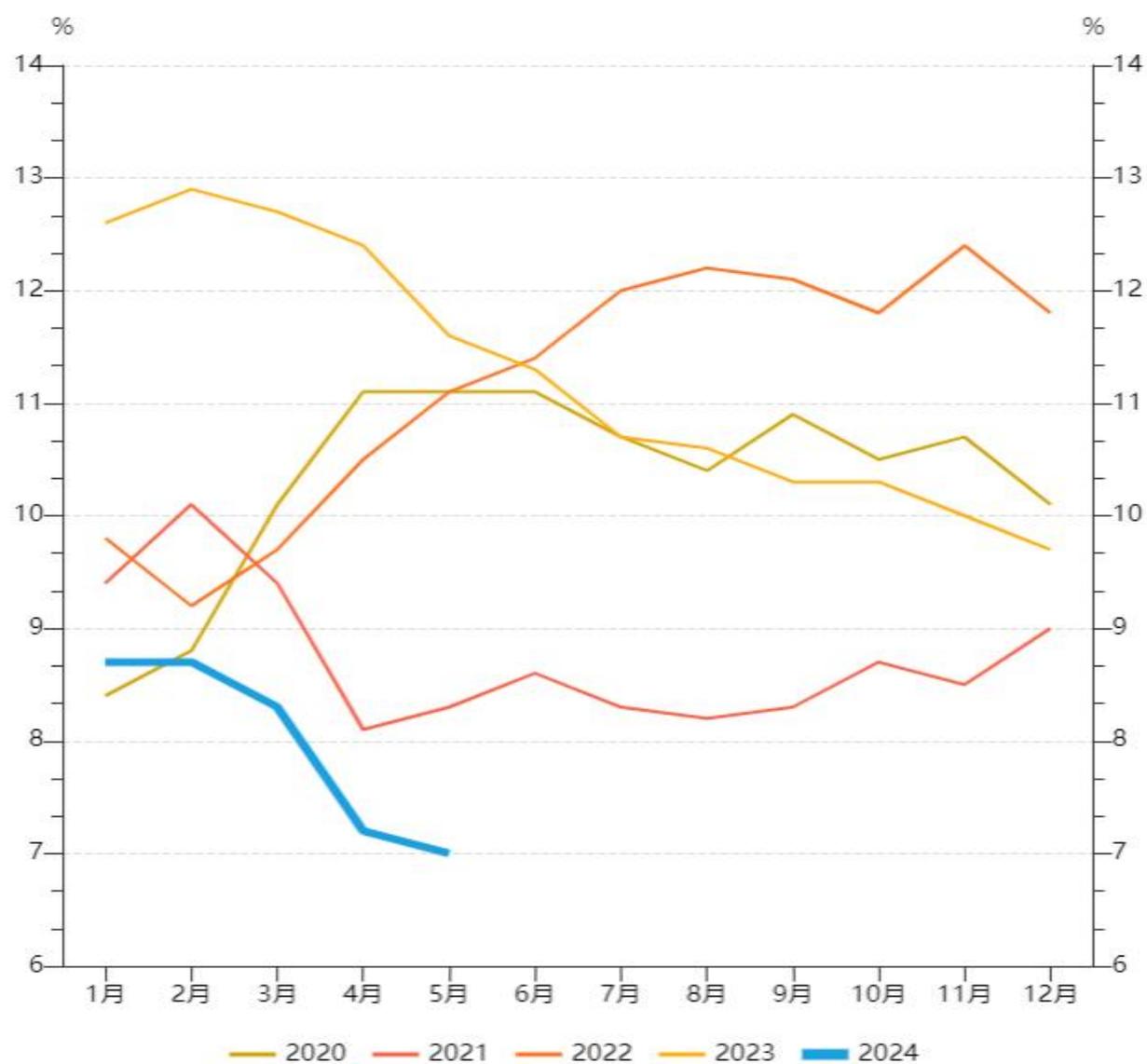
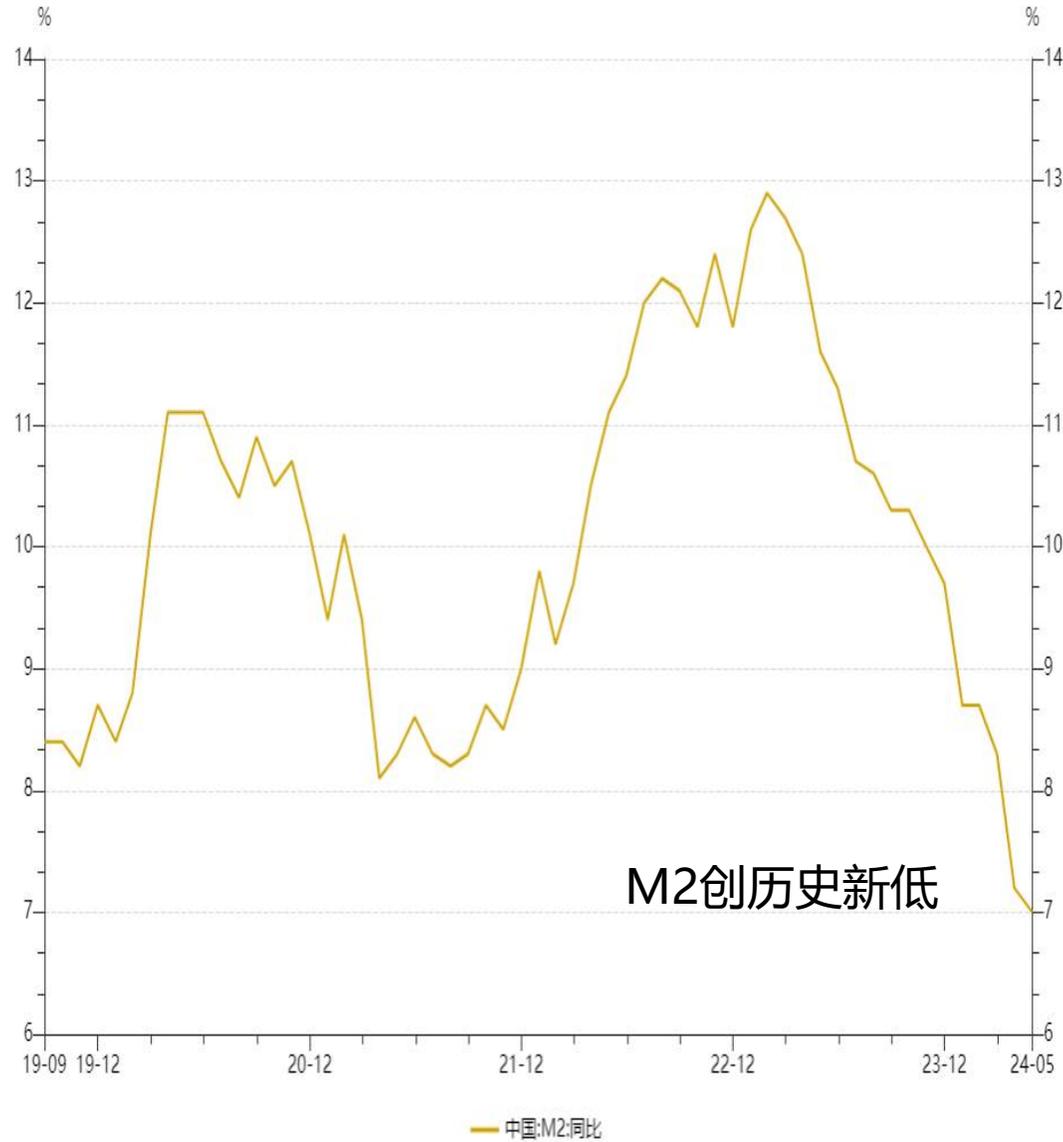
建议不宜过度解读

原因： 因为4月份，央行叫停了“手工补息”（原行业潜规则）

原属于M1的企业活期存款，搬家到了流动性好的债基或者货基

30年的央行统计口径面临改革

M2



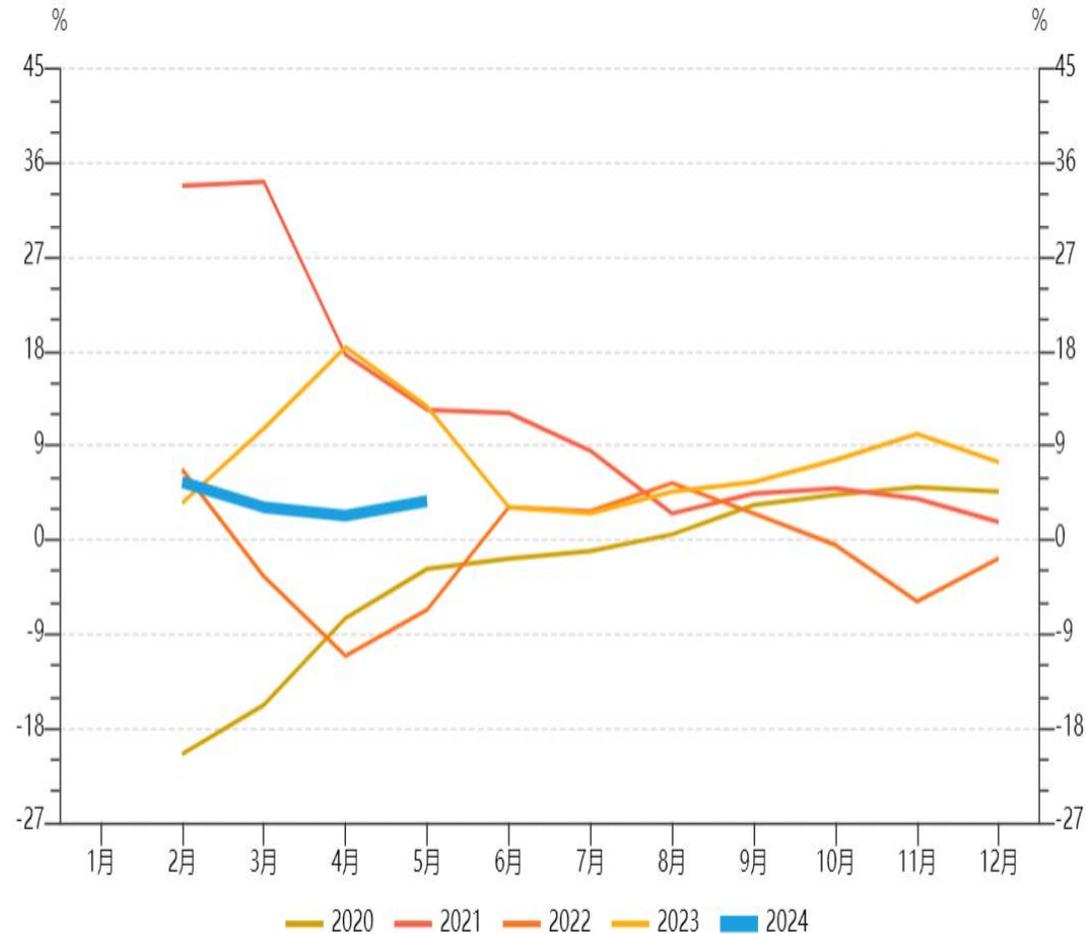


M2新低的原因分析：（与M1的情况类似，建议不宜过度解读）

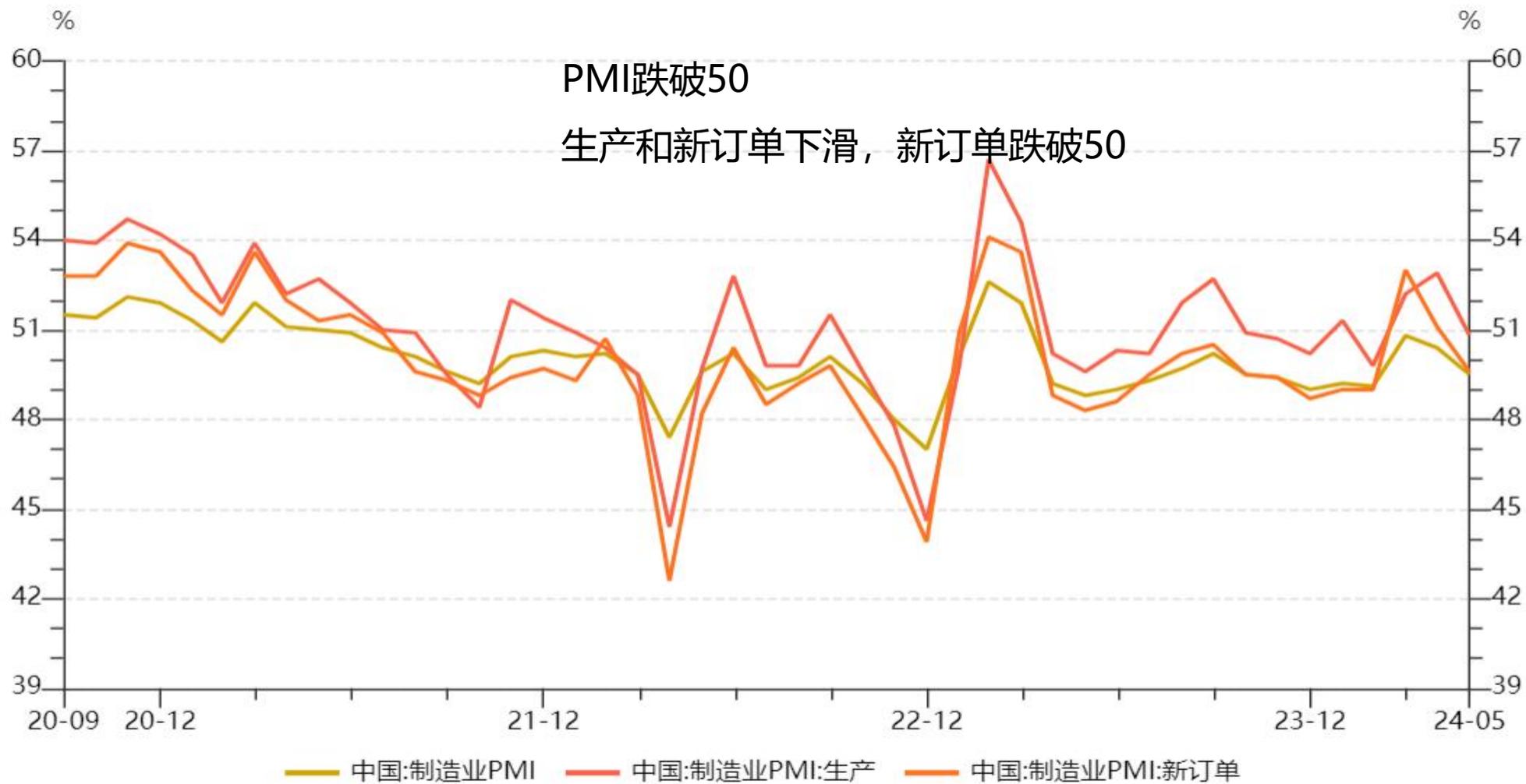
原因：

- 1、央行叫停“手工补息”
- 2、5月新增信贷规模偏低，影响存款派生；
- 3、5月政府债券发行规模扩大，在发行当月会形成财政存款，而财政存款不计入M2，由此会拖累当月M2增速。（5月财政存款增加7633亿，同比多增5264亿，下拉5月末M2增速约0.2个百分点，与当月M2增速环比降幅基本相当）

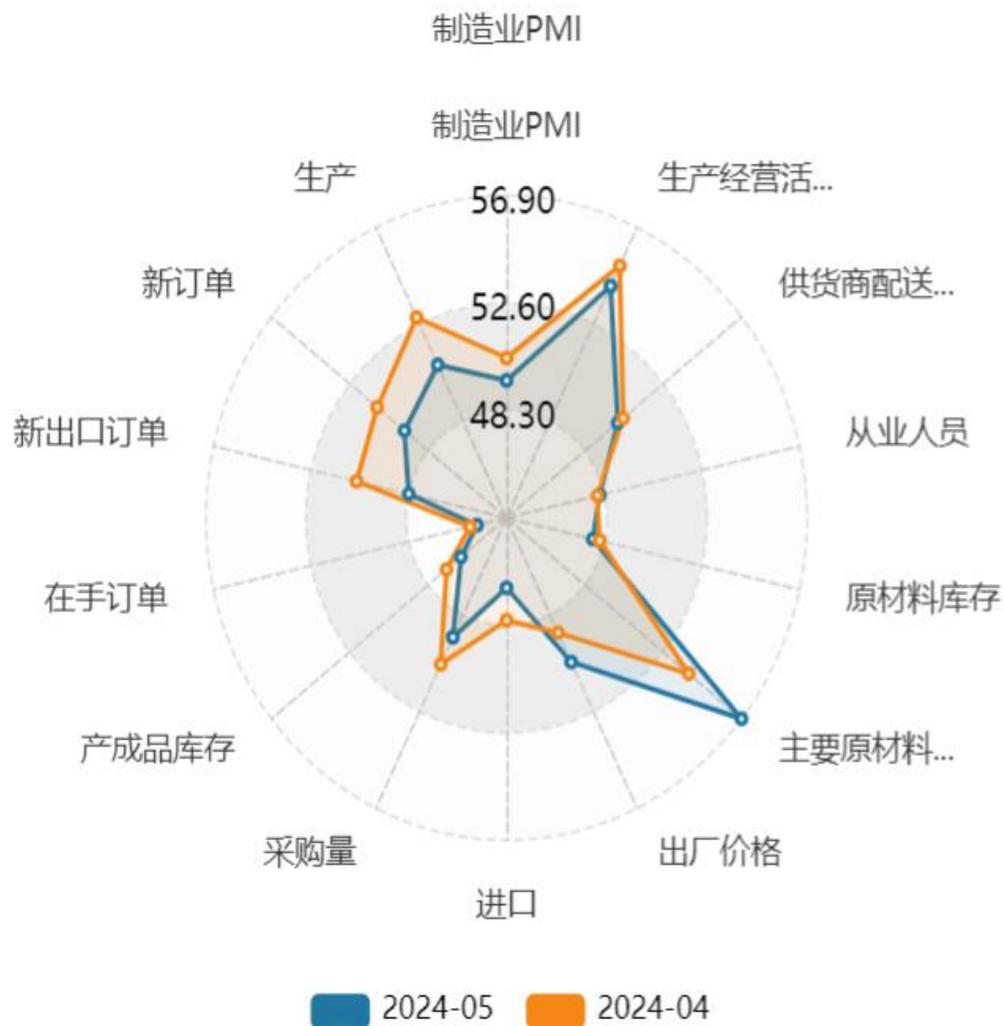
社会消费品零售总额



制造业PMI



中国景气调查



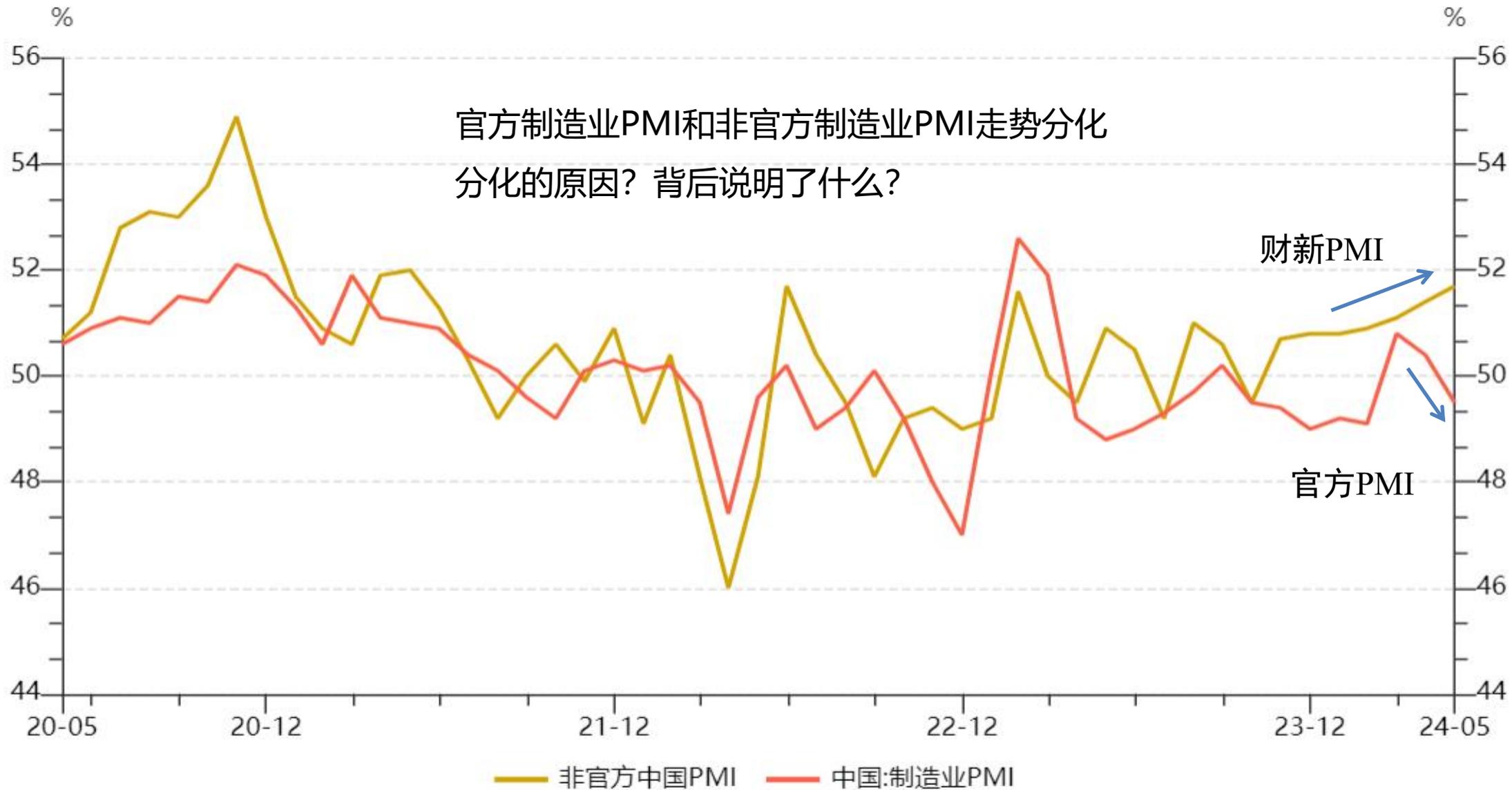
制造业PMI



财新制造业PMI (非官方)



官方制造业PMI VS 非官方制造业PMI



| | 官方PMI | 财新PMI |
|------|-------------------|-----------------|
| 统计机构 | 国家统计局联合中国物流与采购联合会 | 财新网联合Markit公司编制 |
| 样本范围 | 大中型央企和国企权重高 | 中小企业为主 |
| 样本量 | 3200家左右企业 | 430家左右样本企业 |
| 调查区域 | 覆盖全国 | 东部沿海地区 |

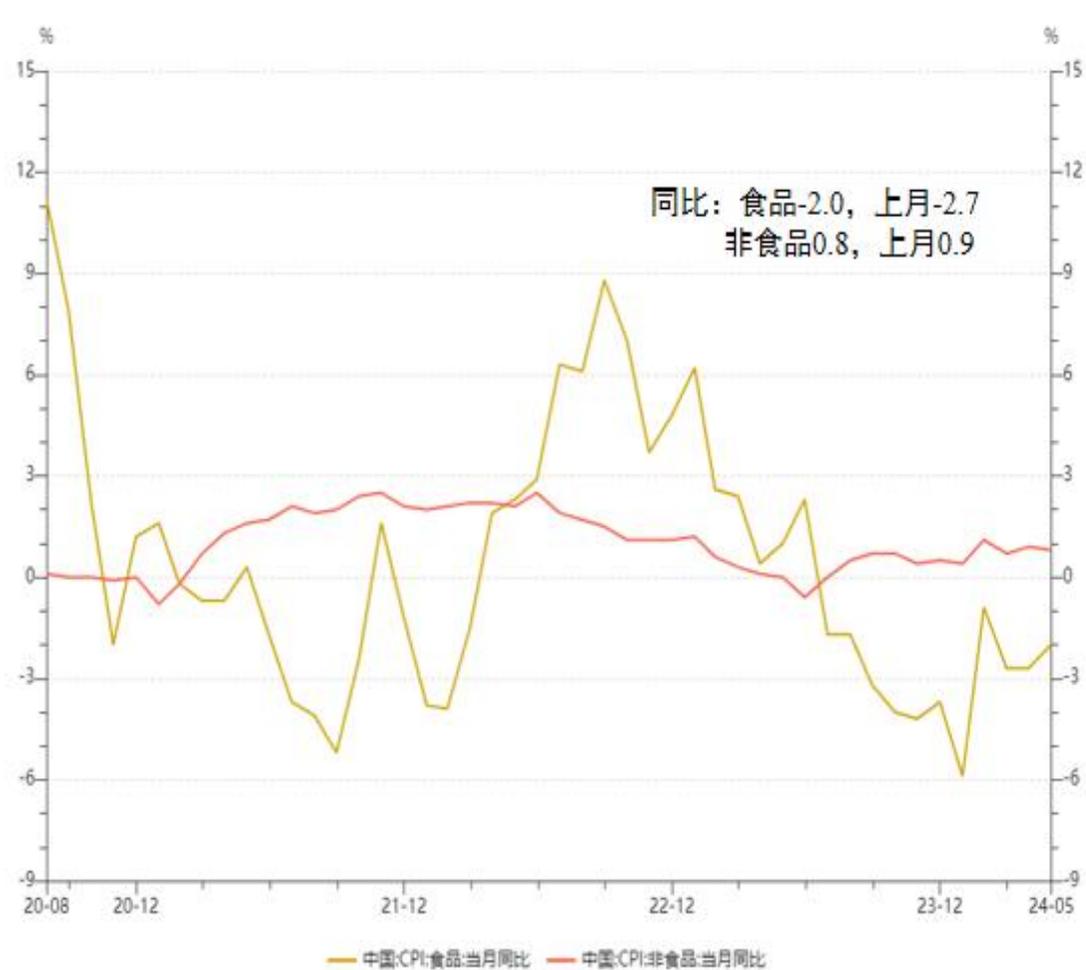
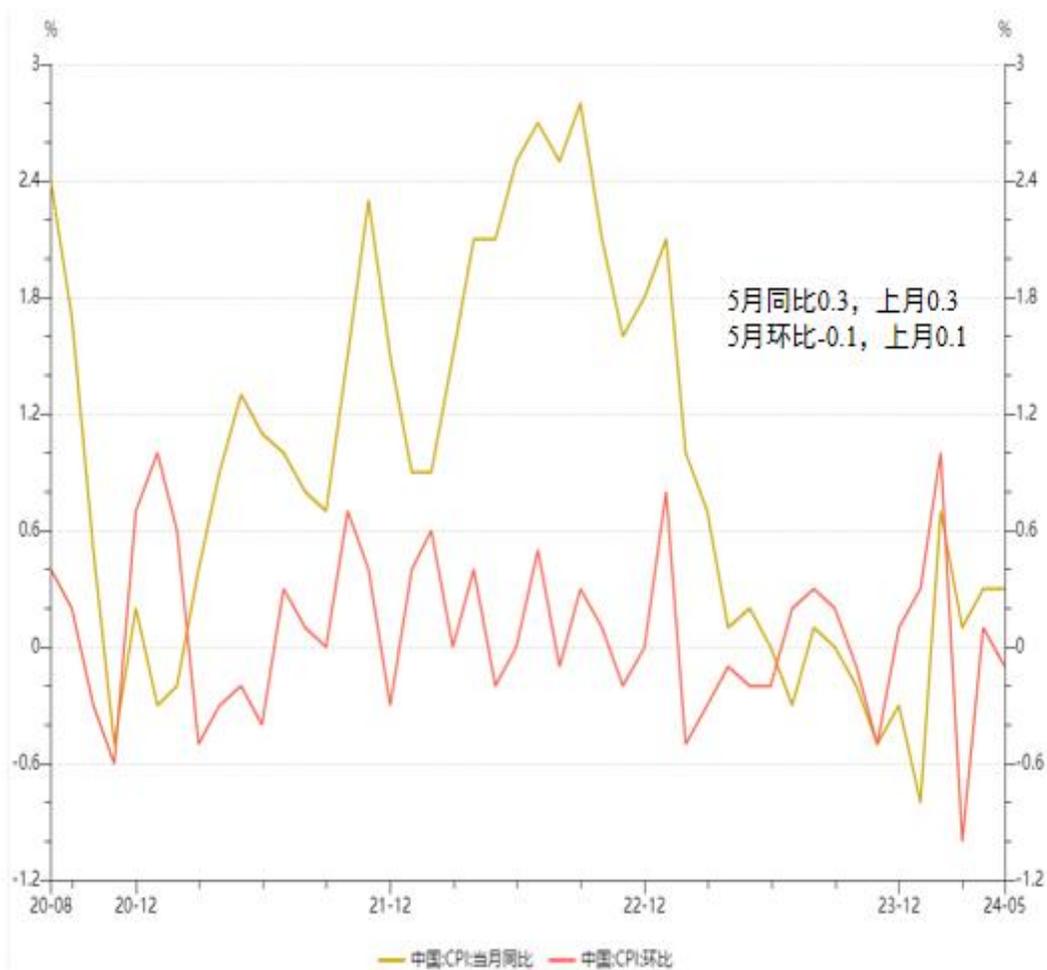
官方和财新PMI数据背离，从两者的数据**取样不同**

我们可以得出一个大致的结论：当前东部沿海地区的整体经济景气度高于全国经济景气度。东部沿海地区可能受到全球制造业复苏的影响，出口订单的增长推动了财新PMI的持续上升。经济受海外需求的影响，结构型好转，国内地区间的差异在增加。

全社会用电量 和制造业用电

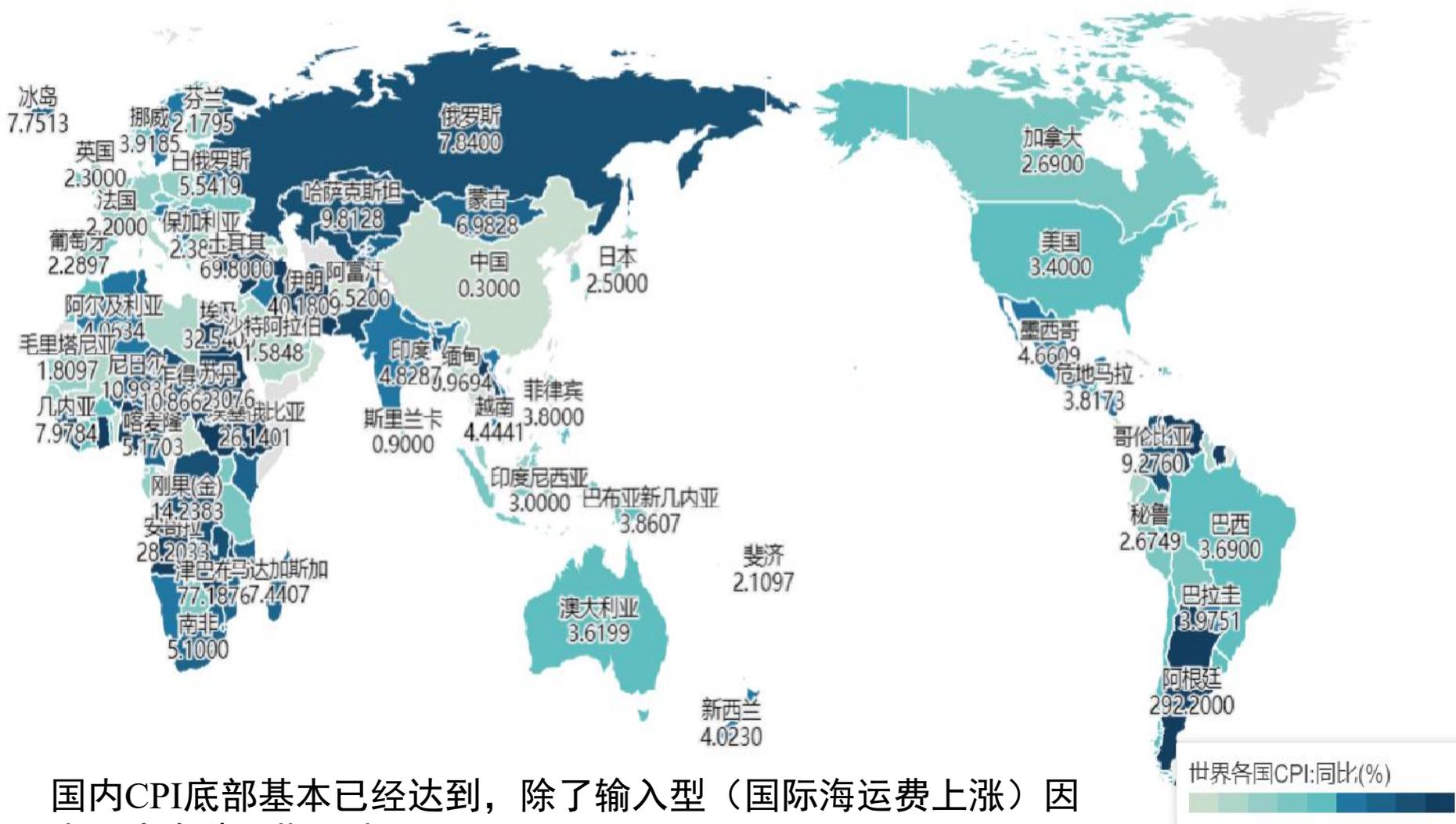


CPI



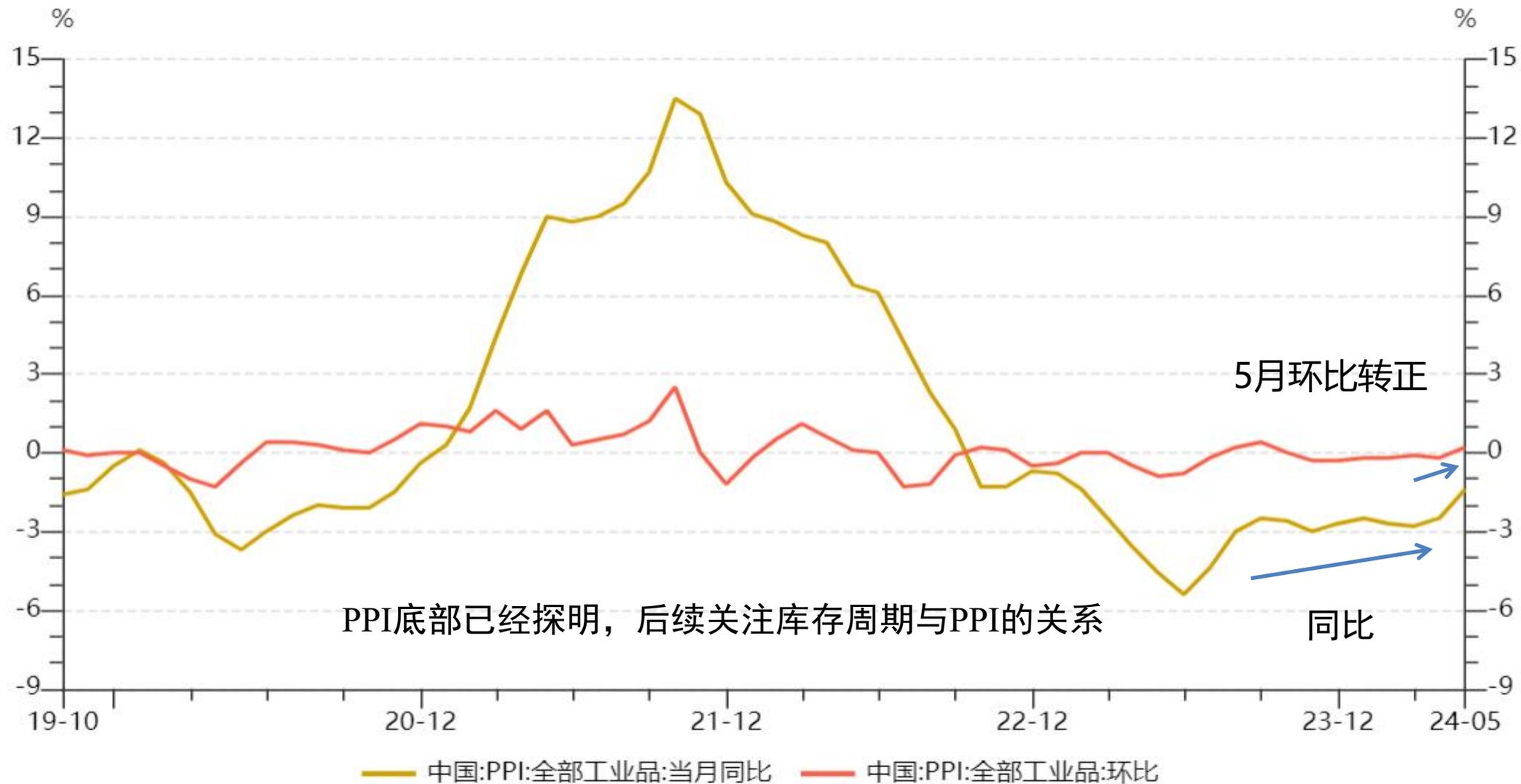


世界各国CPI同比



国内CPI底部基本已经达到，除了输入型（国际海运费上涨）因素、也有猪周期因素

PPI





总结：

1、国内主要经济、金融数据低于预期

年初强预期→弱现实 5月下旬特别是6月之后市场的主要逻辑

2、外贸数据是亮点

处于新老经济转型的阵痛期，部分数据有结构性好转迹象，

但尚不足带动整体经济（财新PMI、高新领域）

房地产数据是仍是拖累项

部分数据不宜过度解读（M1、M2、社融）

3、PPI和CPI等价格指数底部探明。

PART 1

中美宏观数据

— 美国经济：通胀顽固

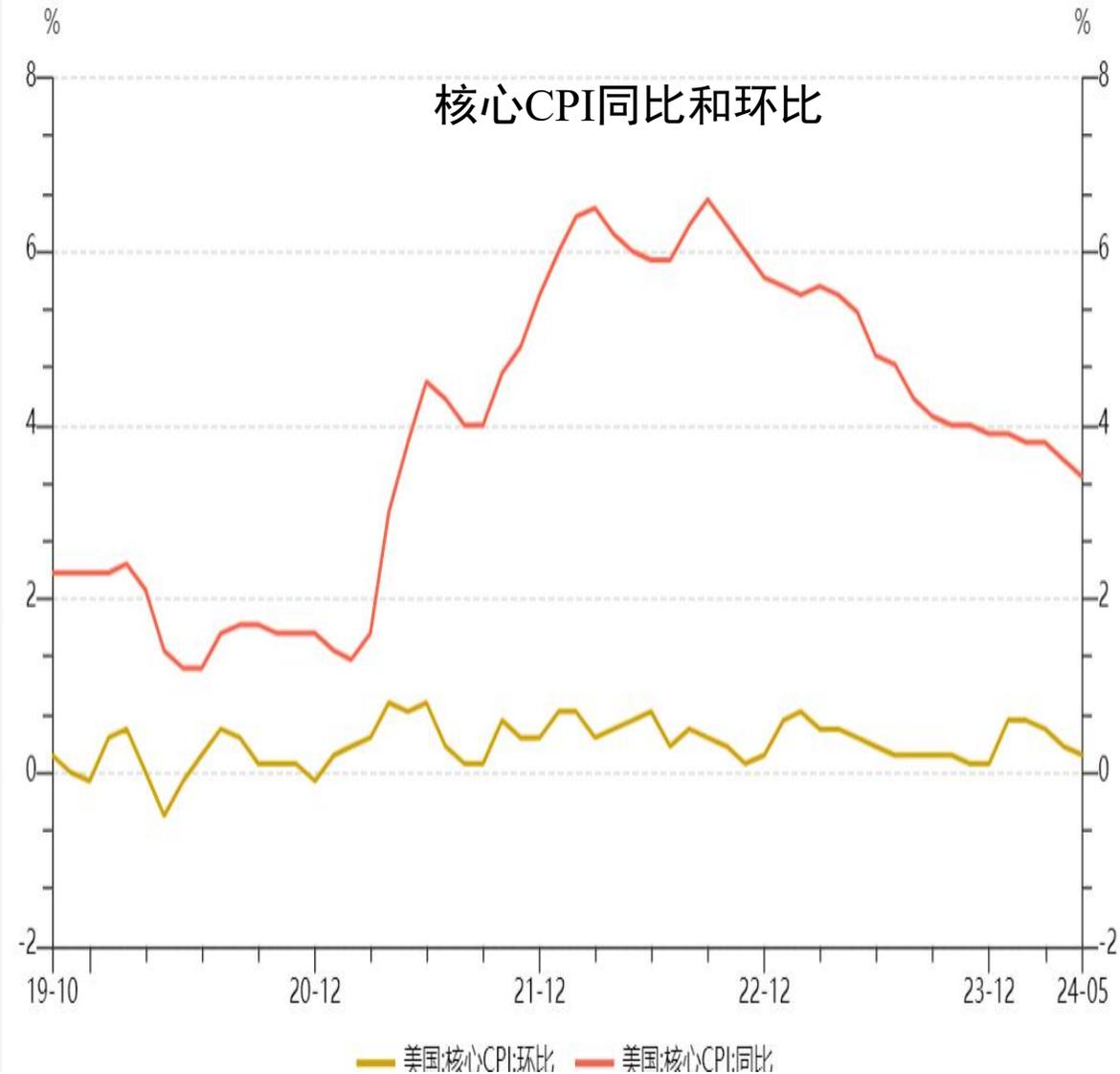
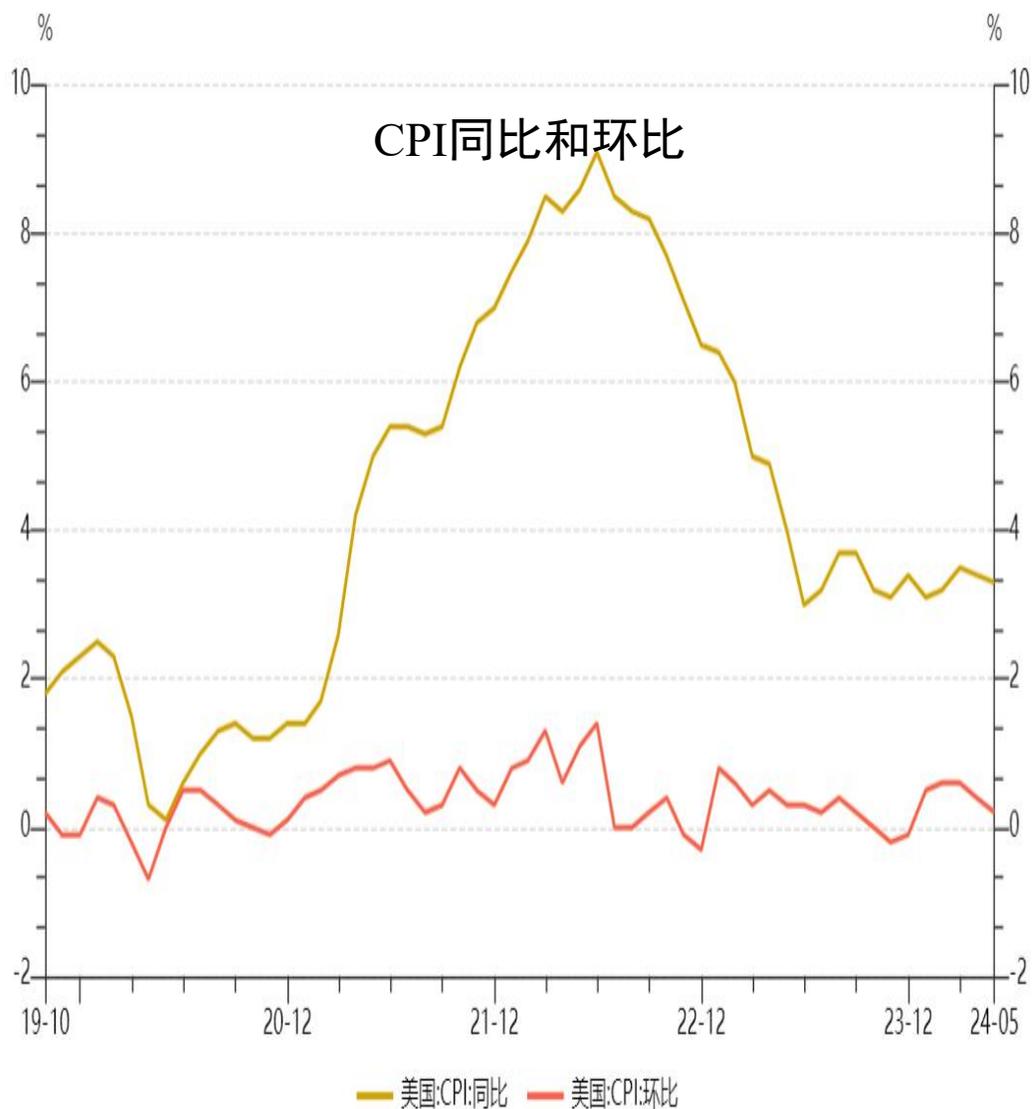
多数据出现矛盾

(非农与失业率、两个制造业数据背离)

美国通胀预期



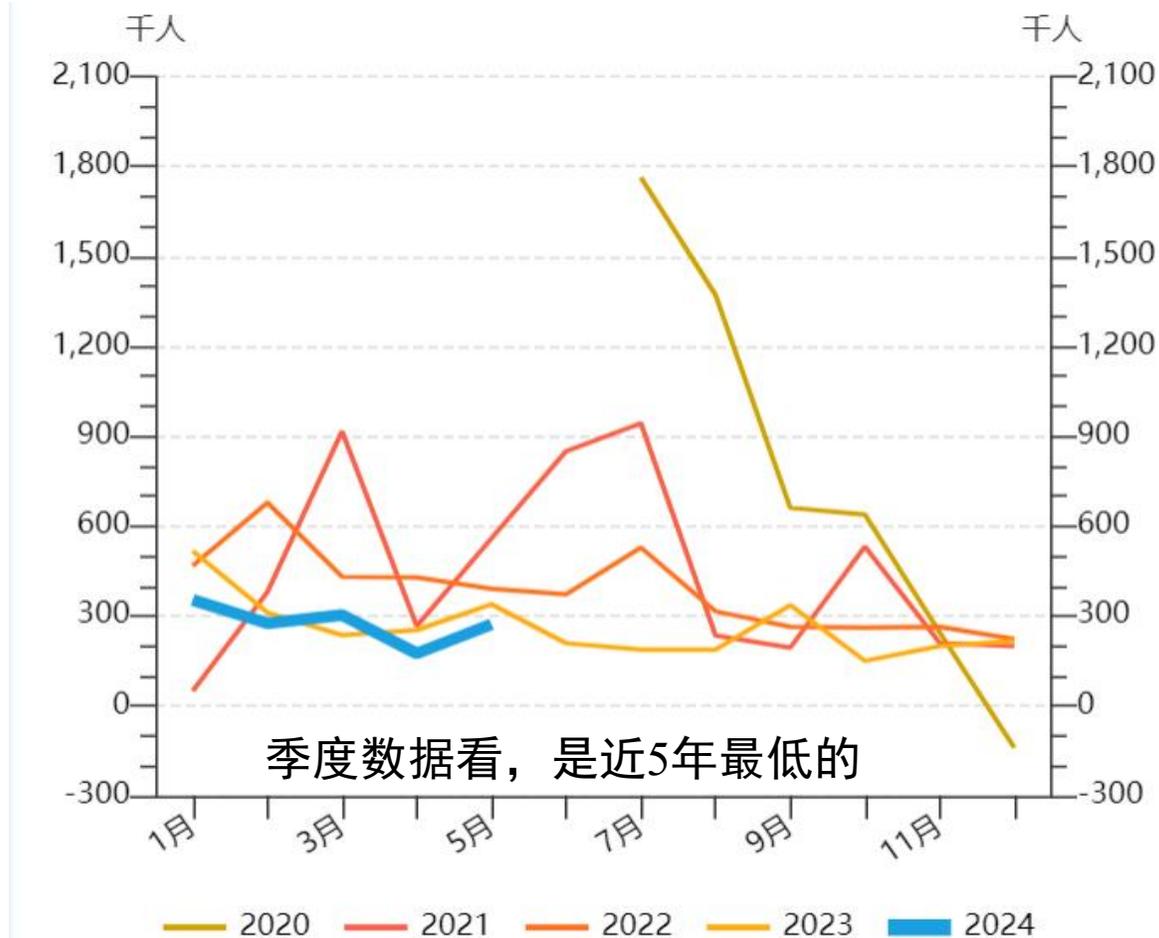
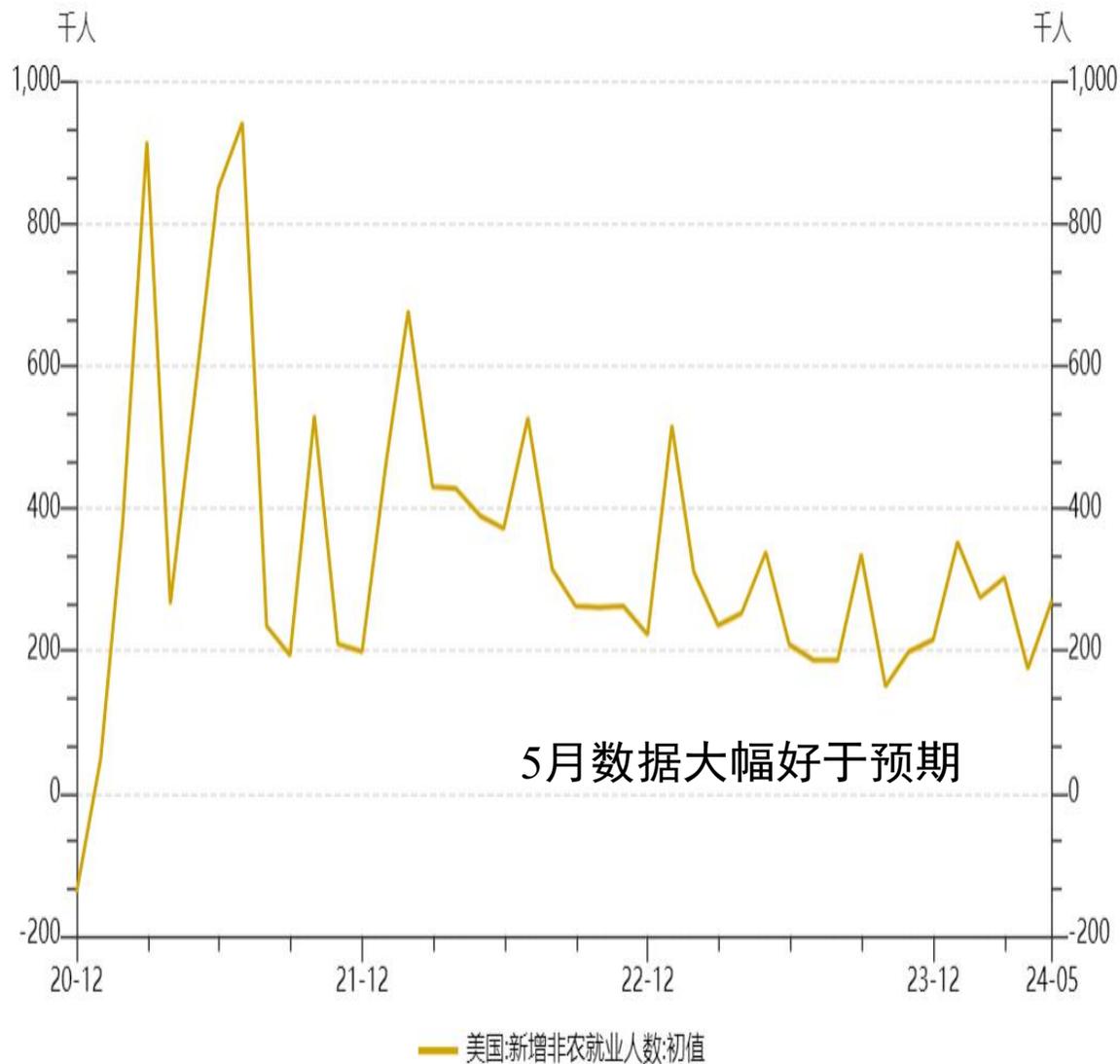
美国CPI



美国PCE (美联储重视的指标之一)



月度非农数据



月度失业率数据



美国失业率数据和非农数据的经常性背离的原因分析

- 美国劳动部发布的数据中，失业率来自于对于家庭的电话问卷调查（CPS），而新增非农就业则来自于对企业所发放工资单的调查（CES），两种数据的统计范围和方式都有差别。
- 家庭调查的范围更广，包含了企业调查中所不包含的农业相关就业、自雇人士、家族企业中未获报酬的家族成员、管家保姆等家庭工作者、无薪休假的员工。**5月新增兼职就业35.9万人、身兼数职者1.6万人、但全职者减少62.5万人。**企业调查可能出现重复，比如某人兼职了三家公司，而三家公司都上报了数据。
- 5月新增非农27.2万，比预期高4.0x标准差；劳动参与率回落至62.5%，55+群体参与率为疫后修复以来最低，劳务供给短缺问题持续。**5月新增非农数据存在被高估嫌疑。**

美国PMI



| | Markit PMI | ISM PMI |
|------|-----------------------------|----------------------------|
| 统计机构 | IHS Markit 公司 | 美国供应商协会 |
| 样本范围 | 小、中、大型公司覆盖比例更加均衡 | 存在一定样本选择问题，ISM 会员里大型公司占比较高 |
| 样本量 | 超过 1300 家样本公司，样本量更大 | 600-700样本量 |
| 问题范围 | 要求样本公司仅根据美国业务情况回答 | 样本中跨国公司较多，或糅合部分海外工厂景气情况 |
| 分项权重 | 赋予新订单、产出更高权重，供应商交货时间与库存权重较低 | 各分项权重等分 |

近期美国制造业PMI出现背离：Markit好于ISM，从两者数据的分项权重和样本范围情况分析，大致可以得出一个结论：美国本土的情况好于海外，因为美国本土的新订单和产出情况好于预期。

美国联邦基金目标利率



对于美国经济数据的总结

- 通胀在下行，但整体顽固，
- 2%通胀目标短期难以达到（最新的美联储官员讲话）
- 部分经济数据矛盾，存疑？（如失业率和非农）
- 降息预期延续钟摆之局面

- 根据目前经济数据预判
- 下半年存在预防性降息1次
- （降息分三类，预防型、衰退型、应急型，特别不同）的可能
- 但需要注意今年不降息对市场的影响，做好相应预案
-

PART 2

下半年宏观展望

中国经济的转机?



7月召开的重要会议

- 二十届三中全会
- 改革预期、经济预期、政策预期
- 可能的改革（财税体制改革等等）

政策的时效性

- 持续的降息、降准
- 新质生产力
- 化债
- 持续加码的房地产政策



三中全会改革方向：

构建全国统一大市场。深化国企改革。健全宏观经济治理体系。建设现代化产业体系。促进共同富裕、完善分配制度。推进国家安全体系和能力现代化。优化人口发展战略。乡村振兴与土地改革。新型城镇化与区域协调发展。高水平对外开放。

PART 2

下半年宏观展望

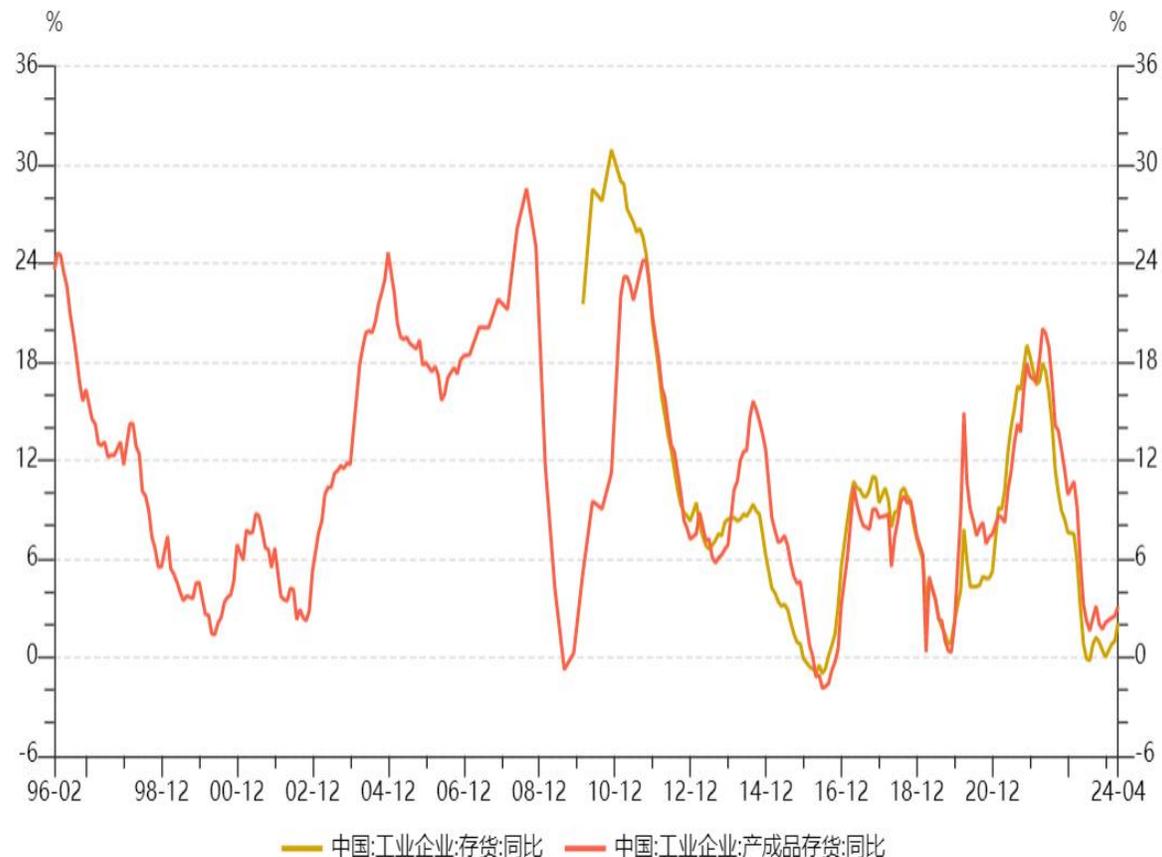
中美补库周期



1、中美补库周期

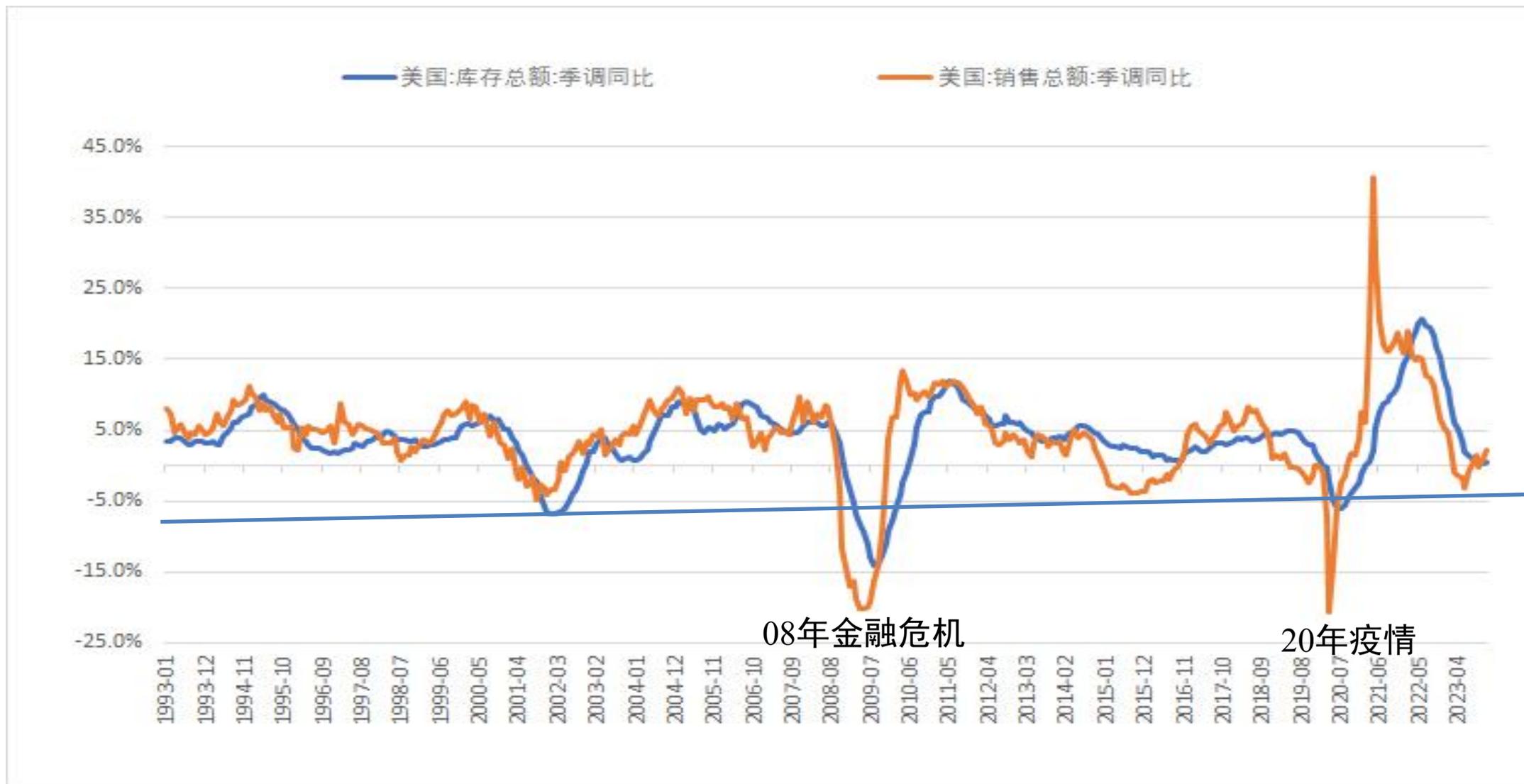
- 中美库存均处于低位反弹
- 分项数据分析
- 中美库存面临共振补库概率增大

国内工业企业存货同比



库存处于低位，并温和反弹

美国库存总额 VS 销售总额



历史上中美补库周期共振的影响

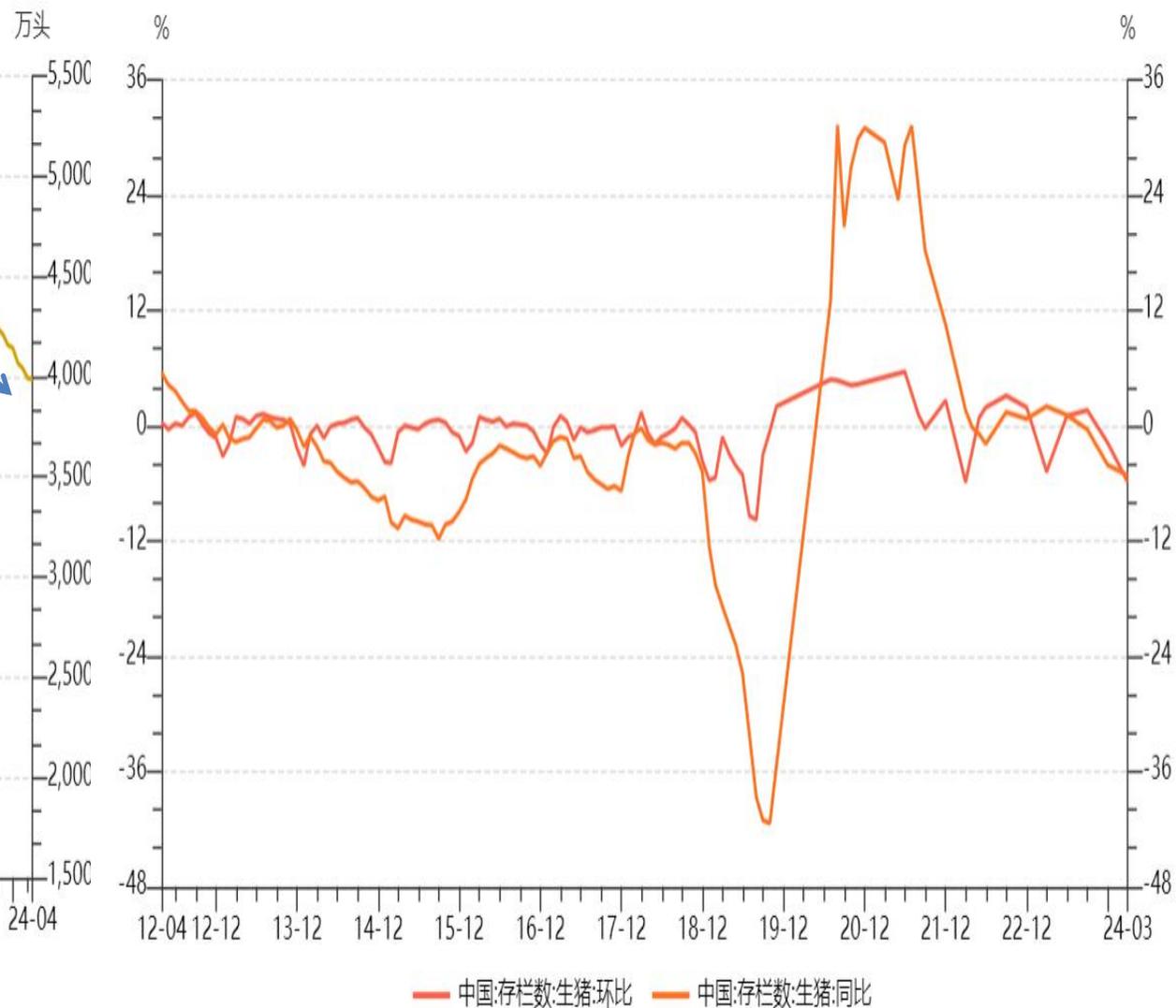
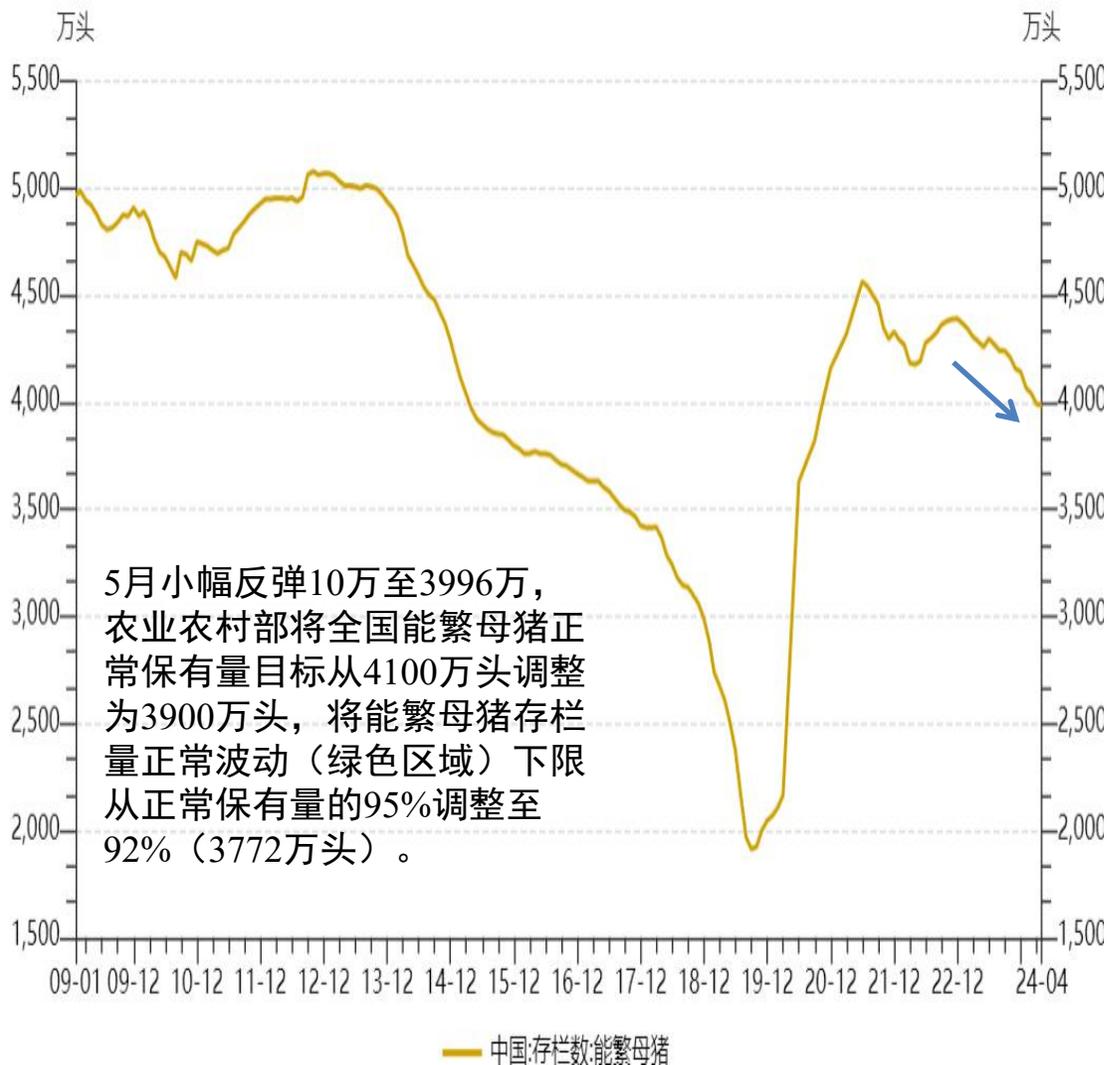
- 中美补库周期出现共振时
- 经济活性回升，带动风险偏好，权益类市场和大宗市场面临整体反弹
- 2008年以来，中美补库周期曾经出现过三次大级别共振：
- 2009年、2016年和2020年



2、猪周期

- 生猪存栏量和可繁母猪存量持续下滑
- 猪周期的启动→通胀（温和）

生猪



PART 2

宏观展望

下半年存在的风险



- 地缘政治风险
- 美国大选
- 中美贸易摩擦
- 欧洲右转风险外溢 (对中欧贸易的影响)

PART 3

下半年大类资产配置展望

中美补库周期共振叠加猪周期背景下的下半年资产配置展望

权益类市场：国九条后，国内权益类市场的生态系统已经根本变化

高息红利仍具长期配置价值，3000点之下机会大于风险

科技股（芯片等硬科技），港股科技股具备估值优势

大宗：大宗商品轮动，部分高估值商品有调整压力

挖掘低估值商品和供需预期差的商品

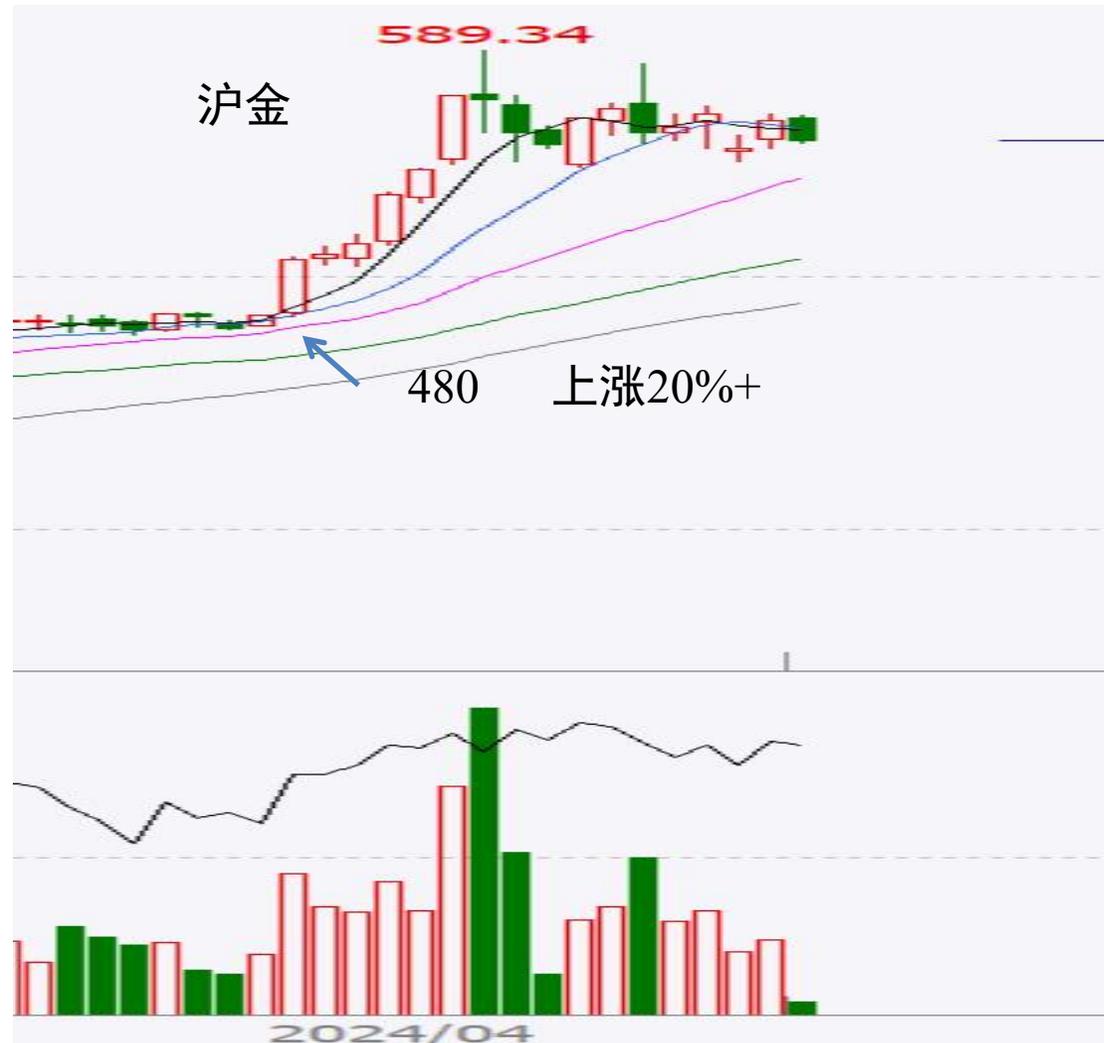
配置黄金作为避险工具，成为必选资产之一

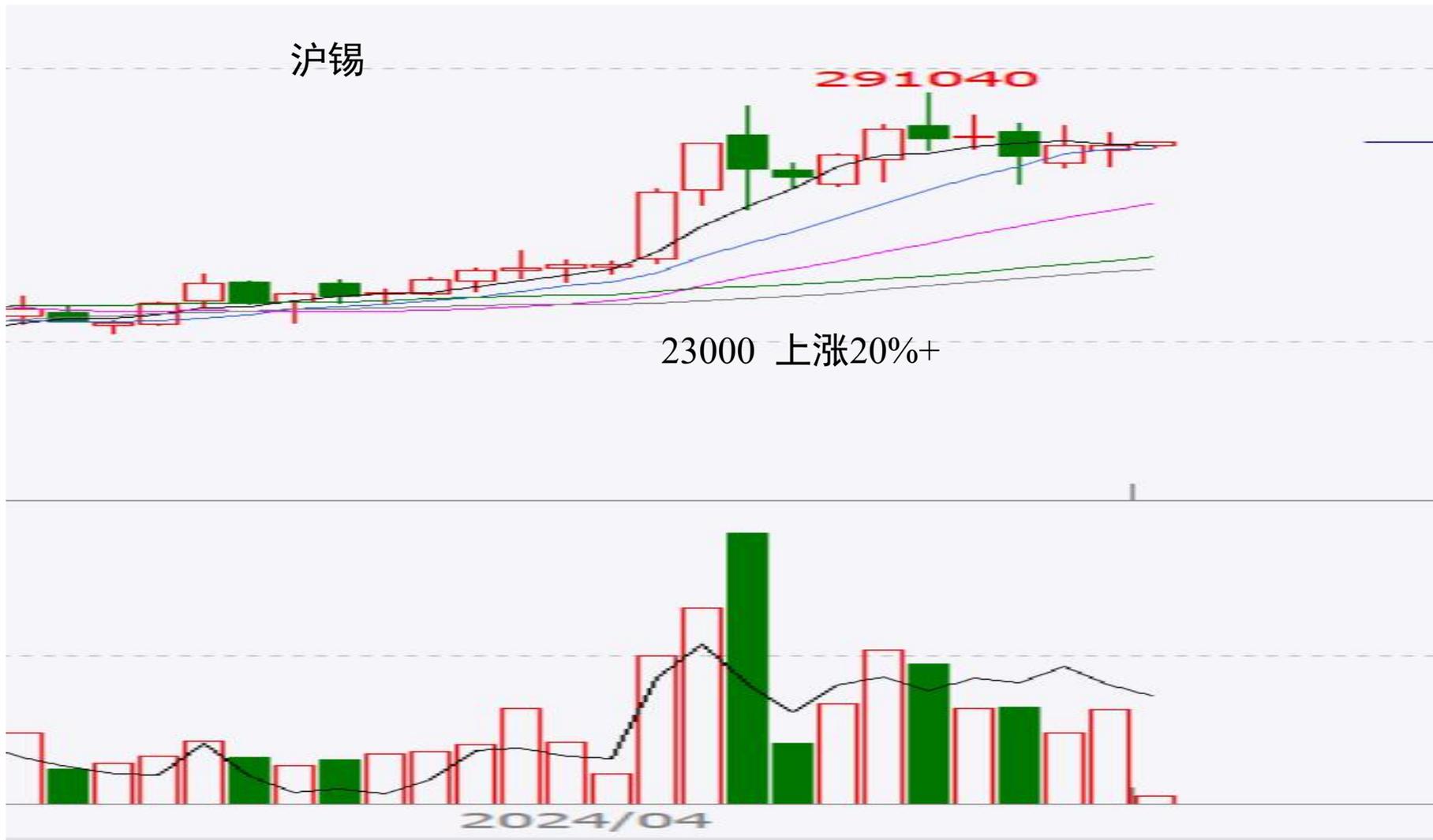
3-5月春节大类资产报告回顾

春季大类资产展望

原创 华鑫期货研究所 华鑫期评 2024-03-08 15:37 上海

- 提出多配有色和贵金属
- 空配黑色产业链
- 提出多配权益类资产，推荐IF，个股推荐有色股和黄金股







四维决策体系介绍

宏观+产业+估值+风险偏好 **寻找共振**

宏观：流动性、经济景气度（指标有：利率、PMI、投资、外贸数据等）

产业：行业的供需情况，产业政策的变化，特别要注意是否存在预期差

估值：股票和商品都有估值，股票有市盈率、市净率等；商品看历史波动率、历史百分位、绝对价格、相对价格（相对于其他商品）、现货升贴水、上下游盈利水平等

风险偏好：成交量、持仓量、虚值比、日活跃度等



两个案例：

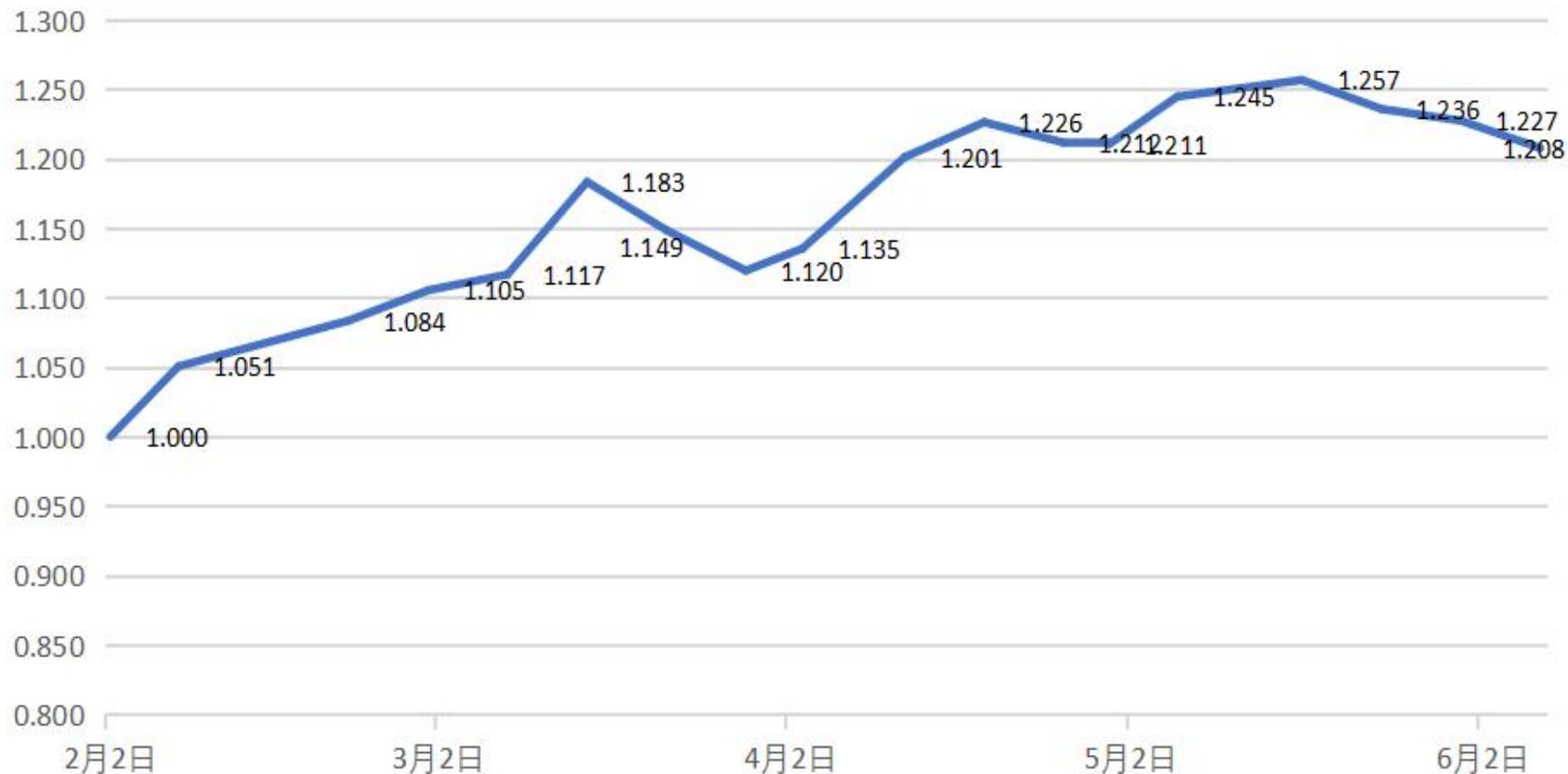
2月份股指多配的策略：

宏观（偏宽松）、估值（如股债性价比极低）、风险偏好回升（当时部分ETF出现超过100%的换手率，显示风险出清的信号）。沪深300指数从3100至3600。

3月份多配有色（铜锡等）

宏观（偏宽松）、产业（供给端特别是矿端出现问题，比如铜精矿、锡矿等供给紧张、同时面临需求回升的预期，如新能源汽车和芯片领域景气复苏，供需平衡面临打破），估值（铜估值偏于中性，当时铜在65000-68000，锡估值偏低），风险偏好（成交和持仓大幅增加）。铜从68000→88000，锡从220000→290000。

每周策略组合效果图



- 从2月份开始，基于四维决策模型：宏观+产业+估值+风险偏好
- 我们设计的一个低波动全市场策略组合（股指、国债、商品）



一、云策略组合和权益说明：

本策略跟踪，与实际交易无关，只是作为验证研究所投研报告、云策略的策略和策略组合效果的一个直观工具，不作为交易员入市的依据。

- 1、策略跟踪的模拟资金为1000万，每个策略执行限定为5%，即50万（恒定）。策略组合占资金总额最高50%，即最多10个策略。
- 2、每个分策略一次性建仓，一次性减仓。
- 3、为避开任何交易因素，规定只有每周末可开仓，开仓价是周末收盘价，而每周任何一个交易日可以做减仓处理（因为时间有限，无法每日更新，减仓时间也一般会选在周五），减仓价是当日收盘价，一般会在策略中提出风控计划，涉及预警线和平仓线。
- 4、若有持仓，结算按收盘价。
- 5、商品和股指保证金比例均为15%，国债期货保证金为5%。
- 6、手续费忽略。

云策略

| 云策略（已结束） | | | | | | | | | |
|------------|----------|---------|-------------|-------------|-------------|---------------|-----|---------------|---------------------|
| 策略 | 方向 | 曾执行标的 | 策略执行周 周五 | 执行周周五 收盘 | 策略结束周 周五 | 策略结束周 周五收盘 | 手数 | 策略曾占总 资金份额 | 结束的策略 执行模拟收 益 |
| 1 | 多 | IF 4月 | 2月2日 | 3156 | 3月22日 | 3540.2 | 3 | 5% | 345780 |
| 2 | 多 | SN5月 | 2月2日 | 214330 | 4月26日 | 263170 | 15 | 5% | 732600 |
| 3 | 多 | EB4月 | 2月2日 | 8697 | 3月22日 | 9188 | 76 | 5% | 186580 |
| 4 | 套利：买P抛RM | P5月 | 2月2日 | 7052 | 3月8日 | 8262 | 47 | 5% | 568700 |
| | | RM5月 | | 2502 | | 2713 | 133 | 5% | -280630 |
| 5 | 多 | IM4月 | 2月8日 | 4980.4 | 3月29日 | 5412 | 3 | 5% | 258960 |
| 6 | 多 | NI4月 | 2月23日 | 136030 | 3月22日 | 134400 | 24 | 5% | -39120 |
| 7 | 多 | LC5月 | 3月1日 | 119450 | 3月29日 | 107050 | 27 | 5% | -334800 |
| 8 | 多 | M5月 | 3月1日 | 3086 | 4月26日 | 3266 | 108 | 5% | 194400 |
| 9 | 空 | rb5月 | 3月8日 | 3691 | 3月22日 | 3612 | 90 | 5% | 71100 |
| 10 | 多 | RU9月 | 3月15日 | 14980 | 3月22日 | 14700 | 22 | 5% | -62700 |
| 11 | 多 | EB5月 | 3月29日 | 9346 | 4月26日 | 9560 | 71 | 5% | 75970 |
| 12 | 多 | IF6月 | 3月29日 | 3514 | 5月24日 | 3589 | 3 | 5% | 67500 |
| 13 | 多 | IM6月 | 4月27日 | 5351 | 5月24日 | 5291.2 | 3 | 5% | -35880 |
| 14 | 多 | AL6月 | 3月29日 | 19710 | 5月24日 | 20815 | 33 | 5% | 182325 |
| 15 | 多 | AU6月 | 3月22日 | 512.48 | 5月24日 | 551.58 | 7 | 5% | 273700 |
| 16 | 空 | TL6月→9月 | 3月1日 | 106.15 | 6月7日 | 107.22 | 9 | 5% | -96300 |
| 17 | 多 | LH9月 | 4月19日 | 18170 | 6月7日 | 17960 | 11 | 5% | -36960 |
| 18 | 多 | Y9月 | 5月17日 | 7966 | 6月7日 | 8008 | 41 | 5% | 17220 |
| 19 | 多 | EB7月 | 5月17日 | 9256 | 6月7日 | 9424 | 72 | 5% | 60480 |
| 20 | 多 | RU9月 | 5月17日 | 14685 | 6月7日 | 16020 | 22 | 5% | 293700 |
| 21 | 多 | LC7月 | 5月17日 | 106450 | 6月7日 | 100050 | 31 | 5% | -198400 |
| 22 | 多 | JM9月 | 5月24日 | 1814 | 6月7日 | 1637 | 30 | 5% | -318600 |
| 23 | 多 | PG9月 | 5月24日 | 4664 | 6月7日 | 4444 | 20 | 5% | -154000 |
| 24 | 空 | SM9月 | 5月31日 | 9384 | 6月7日 | 8522 | 71 | 5% | 306010 |
| 结束的策略累积收益 | | | | | | | | | 2077635 |
| 结束的策略累积收益率 | | | | | | | | | 20.78% |
| 结束的策略胜率 | | | | | | | | | 62.50% |
| 结束的策略盈亏比 | | | | | | | | | 1.58 |

2月份至今，共24个策略（包括单边和套利），胜率62.5%，盈亏比1.58，收益率20.78%

最新的宏观策略，6月初提出的短期策略（偏于高波动的策略）

6月：金融属性减弱 商品供需属性回归

2024年6月3日

华鑫期货
CHINA FORTUNE FUTURES

章孜海

华鑫期货研究所

*内部资料请勿外传

- 1、减少前期涨幅大的标的多头部位。
- 2、少量短空：
首选参考高现货贴水、高库存、高估值商品。
- 3、参考策略：
短空：黑色系矿石、锰硅、硅铁、铜、镍、等
短多：金银比



华鑫期货
CHINA FORTUNE FUTURES

谢谢

THANKS

华鑫研究（鑫期汇）

