



政策扳机已落，下行周期进入尾声

策略摘要

7月的市场呈现出预期上的改善。无论是海外还是国内，在政策的变动作用下，市场预期层面出现了较大的改善。展望未来，宏观环境将处在从政策的转变到实际经济数字等待改善的窗口中，宏观的方向已经确定。不确定的是伴随着周期的转换，已变的预期和未变的现实之间，市场的波动或将升起。

核心观点

市场分析

宏观周期：经济扩张的大幕正在拉开。随着7月美国大美丽法案的落地，美国财政无疑将再次迈上扩张的阶段，驱动美国经济的债务因素将从总量不确定性转向结构不稳定性，短期内将给与下行的周期一定的对冲空间。而国内也将随着“反内卷”逐渐确认进入到流动性的扩张周期。

价格周期：抗通缩的战役已经打响，但依然是一个持久战。从经济的角度来看，价格反应的是供需不匹配之间的矛盾；从资源的角度来看，价格反应的是资本和劳动之间的矛盾。随着“反内卷”的持续推进，资本和劳动之间的再分配、生产之间的不匹配性也将逐渐缓解。如果参考地方政府的化债时间表，反内卷也将是一个持续的过程。

政策周期：随着美国对外关税协议的逐步落地，美国战略收缩过程中的一次再分配进程正在接近达成。对于宏观市场而言，意味着政策周期将阶段性地从“分配”带来的不确定性（偏约束）转向“生产”提供的确定性（偏扩张）。在全球生产力回落的大周期内，一轮资本扩张周期可能正在酝酿。

策略

战略上，宏观策略继续维持右侧积极的判断。一方面，短期市场的调整或强于预期，另一方面，在政策确定性应对的前提下，我们认为短期市场的调整或为中期资产的配置提供空间。

战术上，8月继续维持风险配置至低配，并维持波动率对冲头寸的持有。宏观资产层面，短期市场的压力或继续推动收益率曲线的扁平（ $+1 \times T2509 - 2 \times TS2509$ ）。

风险

美联储意外加息，地缘风险意外上升

目录

一、经济状态：本轮周期下行进入尾声	3
二、价格因素：远期的价格曲线预计改善	4
三、政策条件：窗口已经打开，经济改善仍需时间	4

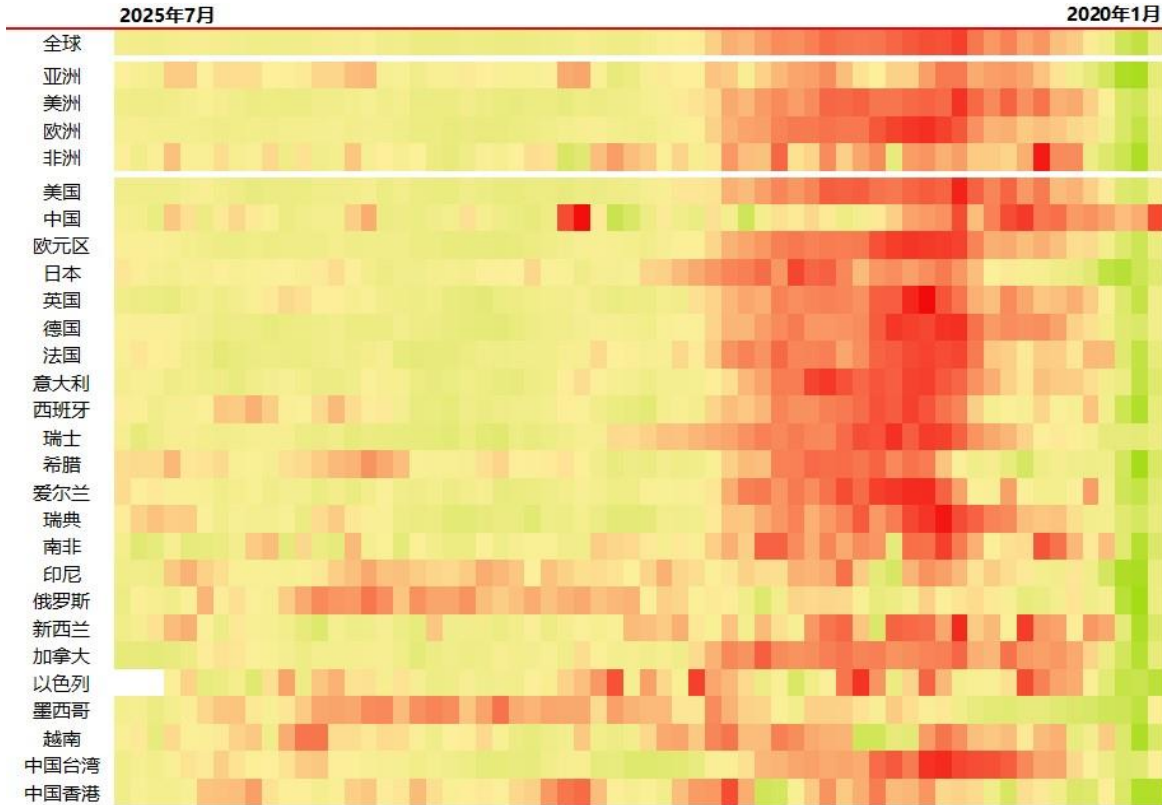
图表

图1：全球制造业景气度热力图 单位：STD	3
图2：华泰宏观热力值 单位：STD	3
图3：华泰宏观热力值及变动 单位：STD	3
图4：全球CPI热力图 单位：STD	4
图5：美国通胀结构 单位：%YoY	4
图6：中国通胀和货币环境 单位：%YoY	4
图7：加减息概率	5
图8：中国财政扩张（净融资）仍待扩张 单位：亿元	5

一、经济状态：本轮周期下行进入尾声

华泰宏观热力跟踪显示压力略有趋缓但缺乏动能。截止最新数据显示，在关税缓和形成的国际贸易活动改善带动下，出口带动的生产活动短期内出现较快修复，但国内消费需求仍处在“水位以下”。

图1：全球制造业景气度热力图 | 单位：STD



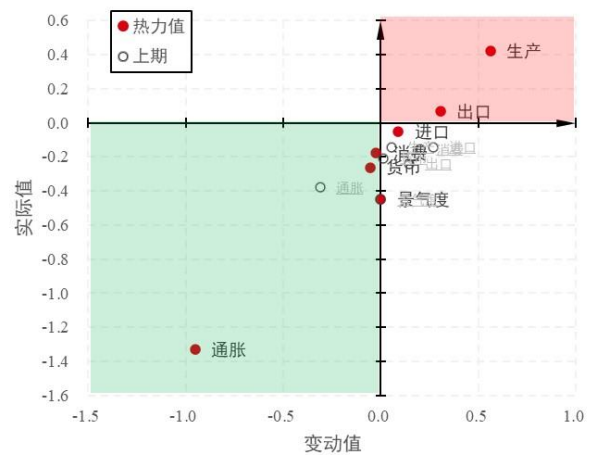
资料来源：同花顺 华泰期货研究院

图2：华泰宏观热力值 | 单位：STD

	实际值	变动值
货币	-0.26	-0.06
景气度	-0.45	0.00
通胀	-1.33	-0.95
消费	-0.18	-0.02
进口	-0.05	0.09
出口	0.07	0.31
生产	0.42	0.56

资料来源：华泰期货研究院

图3：华泰宏观热力值及变动 | 单位：STD

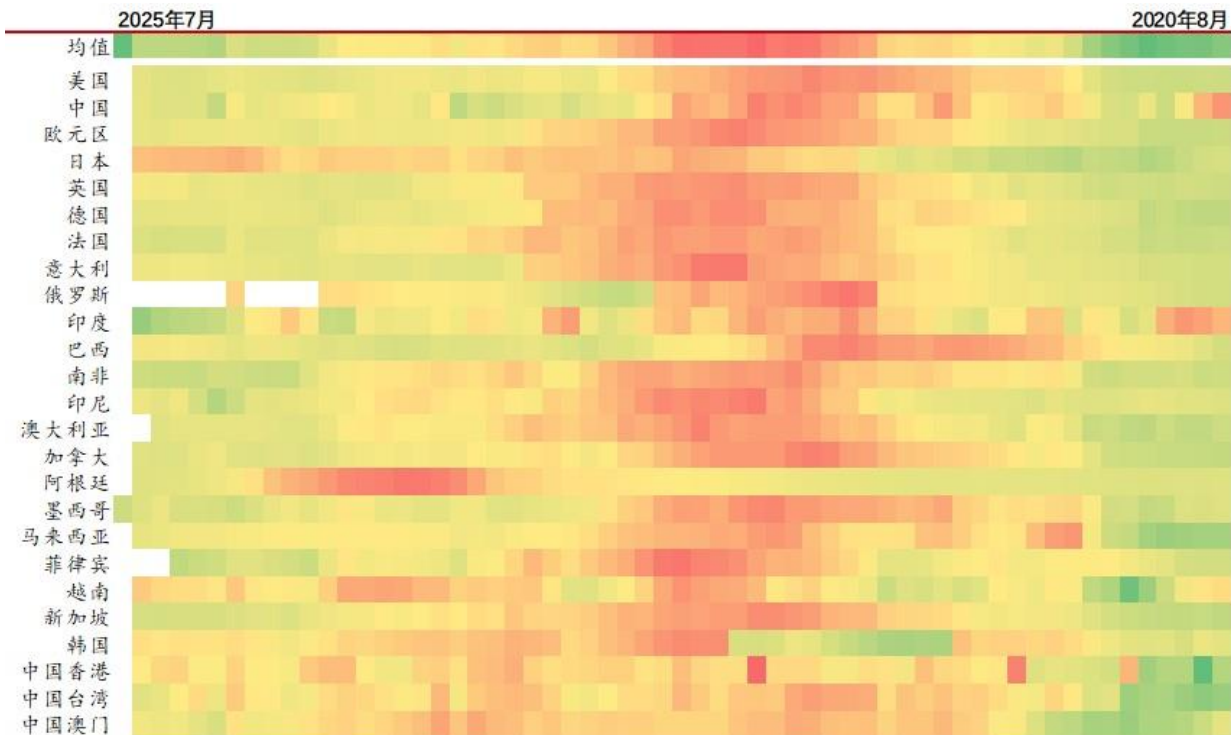


资料来源：华泰期货研究院

二、价格因素：远期的价格曲线预计改善

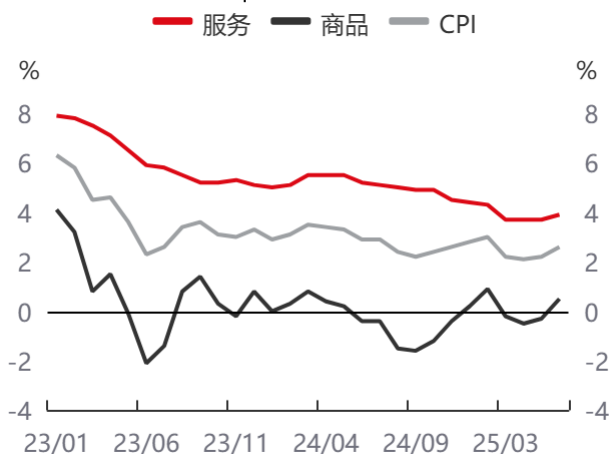
价格下行风险仍存。7月通胀热力值为-1.33，环比下行0.95个百分点，价格调整风险短期有所加强。尽管7月美国大美丽法案落地后市场风险偏好快速修复——风险资产再次创出新高，表现出强烈的市场的“胀”，但是实体经济受限于需求的低迷，除日本、越南和韩国以外全球经济的“胀”依然疲软。

图4：全球CPI热力图 | 单位：STD



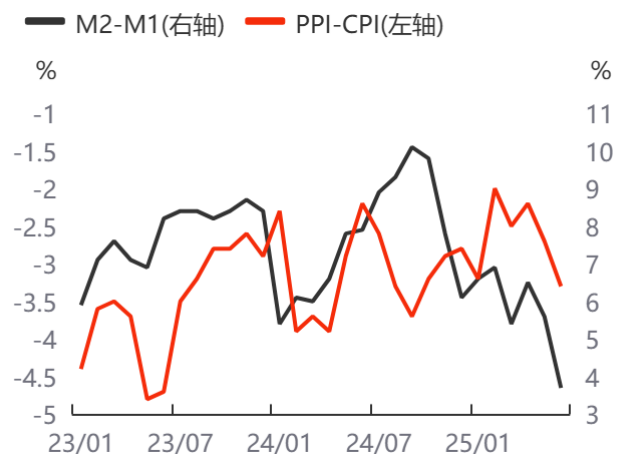
资料来源：同花顺 华泰期货研究院

图5：美国通胀结构 | 单位：%YoY



资料来源：同花顺

图6：中国通胀和货币环境 | 单位：%YoY



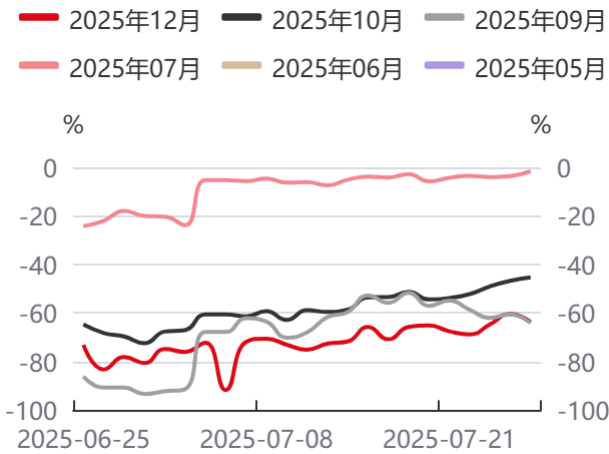
资料来源：钢联大宗

三、政策条件：窗口已经打开，经济改善仍需时间

向外来看，随着美国对外关税协议的逐步落地，美国战略收缩过程中的一次再分配进程正在接近达成。对于宏观市场而言，意味着政策周期将阶段性地从“分配”带来的不确定性(偏约束)转向“生产”提供的确定性(偏扩张)。在全球生产力回落的大周期内，一轮资本扩张周期可能正在酝酿。短期节奏来看，7月底的美联储议息会议继续释放相对谨慎的态度，8月仍需等待央行年会释放更为清晰的转变信号。

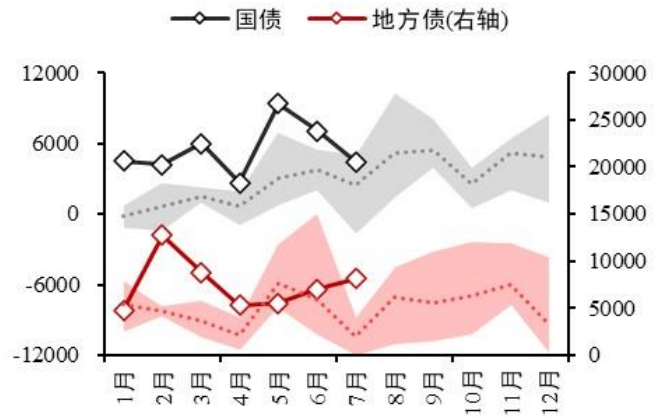
向内来看，国内的宏观政策正在转向一轮“抗通缩”的战役。截止2025年二季度，国内GDP平减指数已经连续9个季度表现为负增长，时间跨度已经超出了1998年和2008年时的状态。7月“反内卷”政策的落地，对于宏观起到再平衡的作用，一方面是落后产能的去化，另一方面是有效需求的培育。而从月底政治局会议的表述来看，其对于风险表述出现一定意义上的变化，值得关注未来无论是中美之间的谈判还是国内资本约束的宏观状态都有可能发生较大的变化。

图7：加降息概率



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

图8：中国财政扩张（净融资）仍待扩张 | 单位：亿元



资料来源：同花顺，华泰期货研究院

本期分析研究员



徐闻宇

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

联系人

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

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



华泰期货
HUATAI FUTURES



**华泰期货
研究院**
Huatai Futures Research Institute



客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街1号10层1001-1004、1011-1016房