



研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

xuwenyu@htfc.com

从业资格号: F0299877

投资咨询号: Z0011454

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

策略摘要

在房地产部门发声后政府表示不强刺激，叠加滴滴处置落地、亚运会推迟时间确定，国内政策的不确定性降低，关注点转向中证 1000 衍生品上市后市场博弈的增加。欧央行结束了负利率状态意味着结构的转变，美联储下周加息不超过 75BP 意味着美元阶段性调整延续。

核心观点

■ 市场分析

中国：政策不确定性降低，关注市场博弈加强。1) 货币政策：7 月 LPR 不变。2) 宏观政策：总理表示不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来。3) 房地产：银保监会有序做好房地产行业融资，满足居民合理购房需求，绿色信贷支持节约标准煤超过 5 亿吨；深圳发布“青年人才共有房计划”，三年后可相互回购。4) 风险：国家网信办对滴滴处人民币 80.26 亿元罚款；杭州亚运会定于 2023 年 9 月 23 日至 10 月 8 日举行。

海外：欧央行强加息，关注美联储弱加息可能。1) 货币政策：“新美联储通讯社”放风 7 月加息 75BP；欧央行加息 50BP，设立反金融分裂工具 TPI，继续 APP 到期再投资，PEPP 持续到 2024 年底，放弃前瞻指引依赖数据决定；日本央行维持-0.1%不变；澳大利亚政府宣布审查澳洲联储。2) 通胀：“北溪-1”恢复供气；欧元区 6 月调和 CPI 同比+8.6%；英国 6 月 CPI 同比+9.4%；加拿大 6 月 CPI 同比+8.1%。3) 政治不确定：美国总统拜登新冠病毒检测结果呈阳性；马里奥·德拉吉辞去意大利总理。4) 地缘风险：乌克兰无人机攻击了扎波罗热核电站；Chip4 要求韩国在 8 月 31 日之前作出是否加入联盟的决定；欧洲理事会对俄罗斯实施名为“维持与调整”的新措施。

■ 策略

宏观仍以防守的策略对待市场博弈，继续等待风险冲击创造的配置空间，短期关注美联储不超预期的加息提供的反弹空间

■ 风险

疫情失控风险，拉尼娜风险

目录

策略摘要	1
核心观点	1
一周宏观关注	3
全球宏观图表	5
总量：经济预期回落，库存周期回落，产能周期分化	5
结构：PMI↓·CPI↑·消费↓·进口↓·出口↓·M2↓	6
利率预期图表	9
宏观流动图表	10

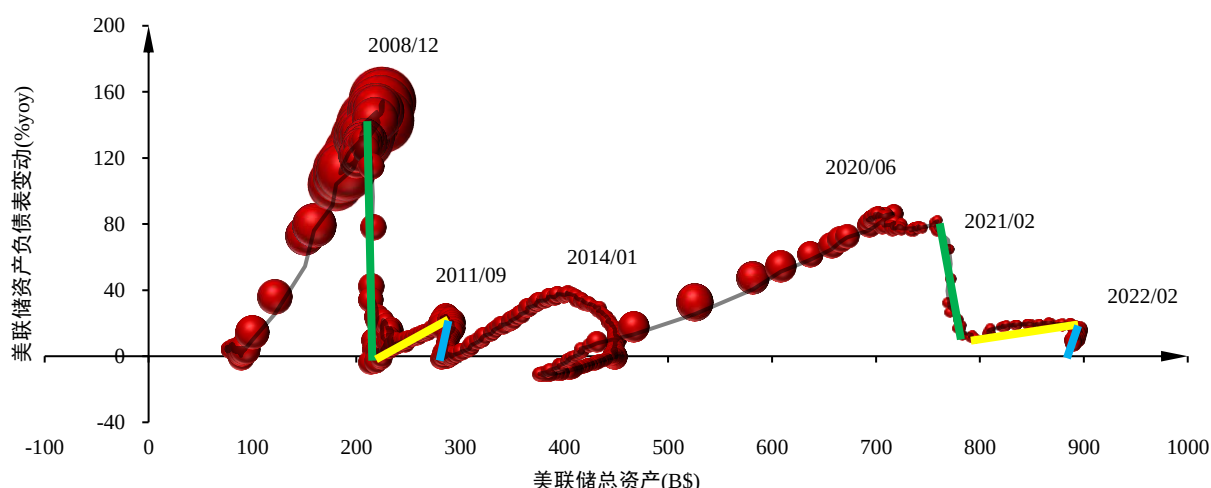
图表

图 1: 美联储资产负债表变动 单位：横轴 B\$, 纵轴%YOY, 气泡大小 BBB 企业信用利差	3
图 2: 实际经济周期和预期经济周期对比	5
图 3: 预期经济周期和利率周期对比	5
图 4: 美国库存周期回落，预期值仍向下	5
图 5: 中国库存周期高位，预期值结束反弹	5
图 6: 美国期限利差（2s10s）回落压力增加	5
图 7: 中国期限利差（2s10s）重心逐渐向上	5
图 8: 过去 3 个月主要央行加减息变化 净加息次数增加 1 次	9
图 9: 十一国利率预期变化 单位：BP	9
图 10: 主要市场 CDS 利差变化 单位：BP	10
图 11: 主要货币 1Y-3M 利差变化 单位：BP	10
图 12: 主要市场企业债收益率变化 单位：BP	10
图 13: 主要货币对美元 XCCY 基差变化 单位：BP	10
图 14: 主要货币市场 LOIS 利差变化 单位：BP	10
图 15: 中国银行间质押式回购加权利率 单位：BP	11
图 16: 中国银存间质押式回购加权利率 单位：BP	11
图 17: 港元 HIBOR 利率期限结构 单位：%	11
图 18: HKD 存款利率期限结构 单位：%	11
图 19: 3 个月港元 LIBOR 互换期限结构 单位：%	11
图 20: 港元远期利率协议期限结构 单位：%	11
表 1: 一周宏观交易日历	4
表 2: 全球主要经济体景气横向对比 基期=2010.1	6
表 3: 全球主要经济体通胀横向对比 基期=2010.1	6
表 4: 全球主要经济体消费横向对比 基期=2010.1	7
表 5: 全球主要经济体进口横向对比 基期=2010.1	7
表 6: 全球主要经济体出口横向对比 基期=2010.1	8
表 7: 全球主要经济体货币横向对比 基期=2010.1	8
请仔细阅读本报告最后一页的免责声明	

一周宏观关注

一周宏观图表。我们回顾了 2002 年以来美联储资产负债表变化周期，可以发现在 2008 年的扩张周期中，企业信用利差（气泡大小）的恶化是很显著的，因而美联储资产负债表的扩张程度也是显著的。随着通过主权资产负债表置换私人部门资产负债表，实体经济的信用风险得到改善，从而驱动美联储进入到货币政策正常化过程（结束新增购债、结束到期再投资、减持证券资产）。自 2008 年金融危机冲击、2011 年美国私人部门结束去杠杆以来，美联储的持债状态经历了三轮周期变动，且随着美联储资产负债表规模的扩大，扩张的程度和节奏都有所加大。本轮美联储的资产负债表节奏从运行模式来看，从 2021 年 2 月开始的释放 Taper 信号结束的增量扩表，到 2022 年 2 月开始的实质性缩表，进入到类似于上一轮货币政策正常化过程中 2011 年 9 月开始的阶段，在这个阶段特别需要关注的是由于欧央行等经济体主体的被动加息进行流动性收缩带来的风险再次上升的状态。

图 1：美联储资产负债表变动 | 单位：横轴 B\$，纵轴 %yoy，气泡大小 BBB 企业信用利差



数据来源：Wind 华泰期货研究院

一周宏观日历。7 月 28 日美联储将进行 7 月份的议息会议，从方向来看当前 9%左右的高通胀，即使短期有所回落，相对高的通胀数值仍将推动美联储继续加息，以弥补落后的“泰勒规则”下的货币政策利率水平。从节奏上来看当外围经济体开始更快的加息之后（加拿大提高到 100 个基点，欧央行首次就提高了 50 个基点），全球总需求的收缩任务由其他经济体来完成，在这一情况下部分的缓和了美联储更快收紧货币政策的预期，表现在市场上就是美联储相对于其他央行的利差预期有所收窄。

表 1：一周宏观交易日历

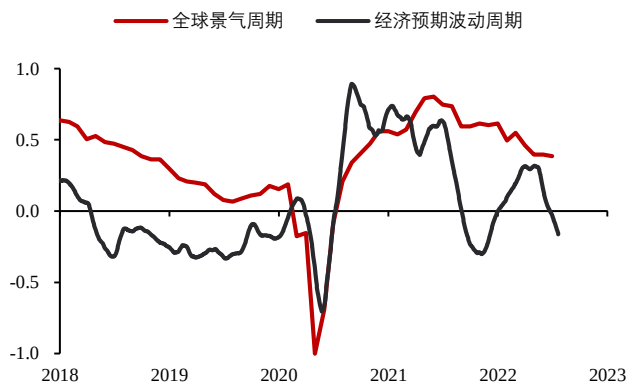
日期	时间	地区	数据名称	周期	前值	预期值	货币/财政动态
7/25	16:00	德国	7 月商业景气指数	月	92.3	90.2	-
	20:30	美国	6 月芝加哥联储全国活动指数	月	0.01	-	
	21:00		5 月 SP/CS 房价指数(同比)	月	21.2%	20.8%	
7/26		美国	7 月咨商会消费者信心指数	月	98.7	97.3	7:50 日本央行会议纪要
	22:00		6 月新屋销售(万户)	月	69.6	66.4	
			7 月里士满联储制造业指数	月	-11.0	-	
7/27	9:30	澳大利亚	二季度 CPI(同比)	季	2.1%	1.9%	-
		中国	6 月规模以上工业企业利润(同比)	月	-6.5%	-	
	14:00	德国	8 月消费者信心指数	月	-27.4	-29.0	
	19:00		上周 30 年抵押贷款利率	周	5.82%	-	
	20:30	美国	6 月耐用品订单(环比)	月	0.8%	-0.3%	
			6 月商品贸易帐(亿美元)	月	-1040.4	-	-
	22:00		6 月成屋签约销售指数	月	99.9	-	
7/28	9:30	澳大利亚	6 月零售销售(环比)	月	0.9%	0.6%	2:00 美联储利率决议
	17:00	欧元区	7 月经济景气指数	月	104.0	102.0	
	20:00	德国	7 月 CPI(同比)	月	7.6%	7.3%	
	20:30	美国	上周首申失业金人数(万)	周	25.1	25.3	
			二季度实际 GDP(年化环比)	季	-1.6%	0.4%	
7/29	7:30		6 月人才求职比	月	1.24	1.25	-
	7:50	日本	6 月零售销售(同比)	月	3.7%	2.8%	
			6 月工业产出(环比)	月	-7.5%	3.7%	
	16:00	德国		季	4.0%	1.8%	
		意大利	二季度 GDP(同比)	季	6.2%	3.7%	
	17:00	欧元区		季	5.4%	-	
			7 月 CPI(同比)	月	8.6%	8.7%	
	20:30		6 月核心 PCE 物价指数(同比)	月	4.7%	4.7%	
	21:45	美国	7 月芝加哥 PMI	月	56.0	56.2	
	22:00		7 月密歇根大学消费者信心指数	月	51.1	51.1	

资料来源: investing 华泰期货研究所

全球宏观图表

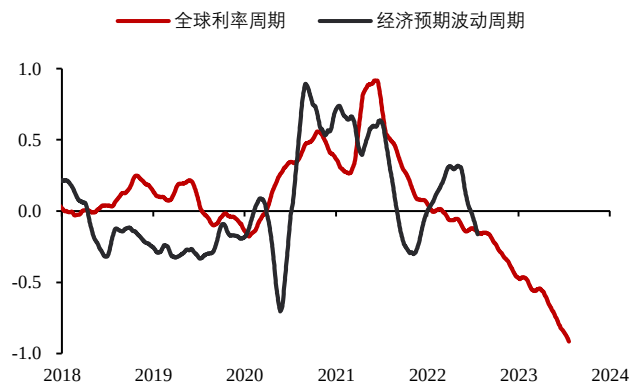
总量：经济预期回落，库存周期回落，产能周期分化

图 2：实际经济周期和预期经济周期对比



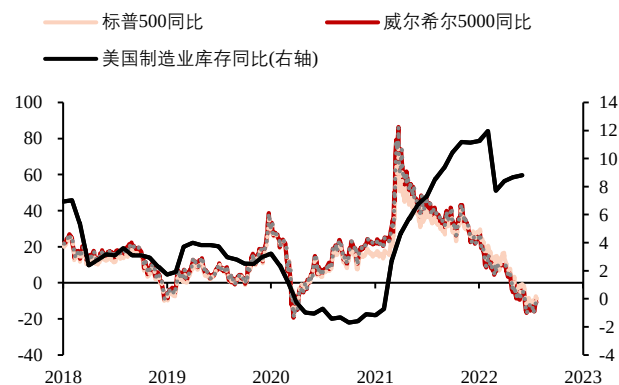
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：预期经济周期和利率周期对比



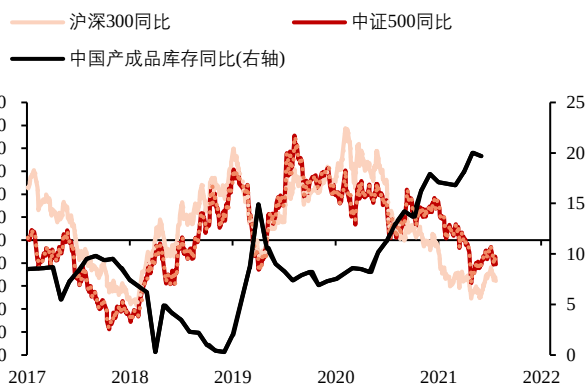
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：美国库存周期回落，预期值仍向下



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：中国库存周期高位，预期值结束反弹



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6：美国期限利差（2s10s）回落压力增加



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：中国期限利差（2s10s）重心逐渐向上



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

结构: PMI↓·CPI↑·消费↓·进口↓·出口↓·M2↓

表 2: 全球主要经济体景气横向对比 | 基期=2010.1

	2021												2022	
	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月
全球	1.4	1.4	0.9	0.9	1.0	0.9	1.0	0.5	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1	-
美国	1.4	1.2	1.3	1.6	1.5	1.6	1.0	0.7	0.9	0.6	0.1	0.3	-0.5	-
中国	0.1	-0.2	-0.4	-0.7	-0.9	-0.4	-0.3	-0.4	-0.3	-0.7	-1.9	-0.7	-0.3	-
欧元区	2.3	2.1	1.9	1.3	1.2	1.2	1.1	1.3	1.2	0.8	0.6	0.4	-0.1	-0.6
日本	0.5	0.8	0.7	0.2	0.8	1.3	1.2	1.6	0.7	1.2	0.9	0.9	0.7	-
德国	2.0	2.1	1.6	0.9	0.8	0.7	0.7	1.1	0.9	0.6	0.2	0.2	-0.2	-0.7
法国	1.8	1.6	1.5	0.9	0.6	1.1	1.0	1.0	1.4	0.8	1.1	0.8	0.1	-0.4
英国	2.5	1.7	1.6	0.9	1.0	1.1	1.1	0.9	1.1	0.4	0.6	0.3	-0.2	-0.3
加拿大	1.4	0.4	0.9	1.0	0.5	0.5	-0.7	0.1	0.7	1.5	1.4	1.2	0.1	-
澳大利亚	2.4	1.9	0.1	0.1	-0.1	0.7	-0.5	-0.5	0.4	0.9	1.5	0.3	0.6	-
韩国	1.5	1.2	0.5	0.9	0.1	0.4	0.7	1.1	1.5	0.5	0.8	0.7	0.5	-
巴西	1.4	1.4	0.7	0.9	0.3	-0.2	-0.2	-0.7	-0.2	0.4	0.3	0.8	0.8	-
俄罗斯	-0.4	-1.0	-1.3	-0.1	0.5	0.6	0.5	0.6	-0.6	-2.2	-0.7	0.2	0.3	-
越南	-2.1	-1.8	-3.3	-3.3	0.3	0.4	0.5	0.8	1.0	0.2	0.2	1.1	0.9	-
Ave	1.1	0.9	0.4	0.3	0.5	0.7	0.5	0.6	0.7	0.4	0.4	0.5	0.2	-0.5

资料来源: Wind 华泰期货研究院

表 3: 全球主要经济体通胀横向对比 | 基期=2010.1

	2021												2022	
	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	6月
美国	1.6	1.8	1.8	1.7	1.8	2.2	2.6	2.7	3.0	3.2	3.5	3.4	3.6	3.9
中国	-0.8	-1.0	-1.1	-1.2	-1.3	-0.7	-0.1	-0.7	-1.1	-1.1	-0.7	-0.2	-0.2	0.1
欧元区	0.3	0.2	0.4	0.9	1.2	1.6	2.1	2.2	2.3	2.8	3.8	3.8	4.2	4.6
日本	-1.2	-0.9	-0.7	-0.8	-0.2	-0.3	0.2	0.4	0.1	0.5	0.8	2.0	2.0	1.9
德国	0.6	0.5	1.6	1.6	1.8	2.1	2.6	2.6	2.3	2.5	4.1	4.1	4.5	4.3
法国	0.2	0.2	0.0	0.6	0.9	1.3	1.5	1.5	1.6	2.3	3.2	3.5	3.9	4.5
英国	-0.2	0.1	-0.2	0.5	0.4	1.1	1.6	1.8	1.8	2.2	2.7	3.9	3.9	4.1
加拿大	1.2	0.8	1.3	1.6	1.8	2.0	2.1	2.2	2.4	2.8	3.4	3.7	4.2	4.5
韩国	0.6	0.4	0.7	0.6	0.5	1.1	1.6	1.5	1.4	1.5	1.9	2.4	2.9	3.4
巴西	0.8	1.0	1.2	1.5	1.7	1.9	1.9	1.7	1.8	1.9	2.2	2.5	2.3	2.4
俄罗斯	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	2.6	2.9	2.7	2.4
印尼	-1.4	-1.5	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4	-1.3	-1.3	-1.1	-1.2	-0.9	-0.4	-0.4	0.0
马来西亚	1.7	1.0	0.2	0.1	0.2	0.7	0.9	0.9	0.3	0.2	0.2	0.3	0.6	1.0
泰国	0.5	-0.2	-0.6	-0.9	0.1	0.5	0.6	0.4	0.9	2.1	2.3	1.7	3.1	3.4
越南	-0.5	-0.6	-0.5	-0.5	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8	-0.6	-0.5	-0.5	-0.4
印度	-0.7	-0.4	-0.7	-0.6	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4	-0.6	-0.5	-0.2	0.0	-
Ave	0.2	0.1	0.1	0.2	0.4	0.7	1.0	0.9	0.9	1.2	1.7	2.0	2.3	2.7

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

6 / 12

资料来源: Wind 华泰期货研究院

表 4: 全球主要经济体消费横向对比 | 基期=2010.1

	2021												2022	
	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	6月
美国	3.3	2.1	1.6	1.6	1.4	1.4	2.2	1.6	1.2	1.8	0.3	0.4	0.4	0.5
中国	0.2	0.2	-0.3	-1.2	-0.9	-0.8	-1.0	-1.3	-	-0.6	-2.0	-3.1	-2.5	-1.1
欧元区	2.1	1.2	0.6	0.0	0.4	0.1	2.1	0.3	2.1	1.1	0.2	0.8	-0.3	-
日本	2.8	2.0	1.9	1.3	1.2	1.0	1.8	1.2	1.3	1.2	1.0	1.1	1.7	-
德国	-1.0	1.6	-0.2	-0.3	-0.4	-1.1	0.1	0.3	3.1	2.2	-0.3	2.0	1.5	-
法国	1.4	0.4	0.6	-0.1	0.6	0.2	3.8	-0.5	0.6	0.4	0.2	1.2	0.1	-
英国	4.1	1.4	0.0	-0.2	-0.5	-0.6	0.3	-0.1	1.5	1.1	0.0	-1.5	-1.3	-1.5
加拿大	2.6	0.3	0.2	0.5	-0.1	-0.2	0.4	0.6	1.0	0.4	-0.1	0.6	1.5	-
澳大利亚	1.2	-0.3	-2.4	-1.5	-0.7	0.4	0.6	0.3	0.8	1.7	1.8	1.8	2.1	-
越南	-1.4	-2.1	-3.5	-3.9	-3.8	-2.6	-1.5	-1.5	-1.3	-1.0	-0.2	0.0	0.6	1.3
Ave	1.5	0.7	-0.2	-0.4	-0.3	-0.2	0.9	0.1	1.2	0.8	0.1	0.3	0.4	-0.2

资料来源: Wind 华泰期货研究院

表 5: 全球主要经济体进口横向对比 | 基期=2010.1

	2021												2022	
	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	6月
美国	3.1	2.8	1.6	1.5	1.4	1.2	1.4	1.5	1.4	1.7	2.1	1.8	1.7	-
中国	2.3	1.5	1.0	1.2	0.4	0.5	1.2	0.5	0.6	0.1	-0.5	-0.5	-0.3	-0.5
欧元区	2.1	1.6	0.8	1.6	1.1	1.4	1.9	2.3	2.8	2.4	2.2	2.4	3.3	-
日本	1.3	1.8	1.8	2.1	1.9	1.5	2.3	2.0	2.0	1.7	1.7	1.9	2.4	2.3
德国	2.5	2.0	1.0	1.0	0.7	1.1	1.3	2.1	1.9	1.8	1.6	1.9	2.6	-
法国	2.5	1.3	0.5	1.3	0.7	0.8	1.9	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6	2.8	-
英国	2.6	1.4	1.2	1.1	0.5	-0.1	-0.1	-0.4	2.5	2.2	2.7	2.4	2.7	-
加拿大	5.4	1.7	0.4	-0.1	-0.7	-0.2	-0.1	0.4	-0.7	0.1	0.0	1.1	0.2	-
韩国	1.7	1.9	1.7	2.1	1.3	1.7	2.1	1.7	1.6	1.0	1.1	0.6	1.4	0.7
巴西	2.4	2.3	1.9	2.5	1.8	2.0	1.6	0.9	0.9	0.9	0.6	0.9	1.3	1.1

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44370

