



珍惜预期差阶段的市场反弹

——宏观利率图表 102

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

中美预期的转变正在展开, 人民银行对于通胀关注的上升, 和美国通胀预期的回落, 引导了货币政策预期差的转变。8月美元流动性压力的缓和期, 提供了宏观向上交易的弹性; 但外部风险未落地前, 国内宏观政策仍保持定力, 弹性未至。

核心观点

■ 市场分析

中国: 疫情改善, 政策防通胀。1) 货币政策: 央行货币政策报告显示我国结构性通胀压力可能加大, 输入性通胀压力依然存在, 多重因素交织下物价涨幅可能阶段性反弹。2) 通胀: 中国7月PPI同比+4.2%, CPI同比+2.7%。3) 金融: 7月新增信贷6790亿, 社融存量增速10.7%, M2同比+12%。4) 投资: 截止7月底新开工重大水利工程25项, 投资规模1.7万亿元; 完成水利建设投资5675亿元, 较去年同期增加71.4%。5) 消费: 国家电影局发放1亿元观影消费券; 中汽协数据7月汽销量同比增长29.7%。6) 风险: 国办发表《台湾问题与新时代中国统一事业》白皮书; 经济日报评论要加大依法打击金融犯罪力度, 妥善化解金融风险。

海外: 继续关注非美压力。1) 货币政策: 美联储戴利表示不会在明年“突然”转向降息, 不排除9月加息75BP; 埃文斯表示通胀仍“高得不可接受”, 会持续加息到明年; 卡什卡利表示还远未到宣告抗通胀胜利的时候; 阿根廷央行加息950BP至69.5%, 7月通胀71%。2) 通胀: 美国7月PPI同比+9.8%, 环比-0.5%; CPI同比+8.5%, 环比+0%; 7月消费者未来一年通胀预期降至6.22%。3) 地产: 新西兰7月房价同比-2.9%, 为2011年以来首次; 美国7月待售房屋供应量同比+31%, 创历史新高。4) 欧洲: 德国总理朔尔茨支持新建天然气管道, 改善欧洲能源安全; 欧洲历史性大干旱, 莱茵河断航, 能源危机。5) 日本: 岸田内阁重组, 采用更多措施来缓解家庭应对通胀的压力; 7月海外基金净买入了创纪录的5.06万亿日元(约合374亿美元)日本债券。6) 美国: 拜登签署《芯片和科学法案》, 审慎考虑对华关税问题; 参议院通过《降通胀法案》、《气候投资法案》。

■ 策略

宏观继续维持防守的策略, 以等待9月风险冲击创造的配置空间, 策略性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, 韩国金融风险

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

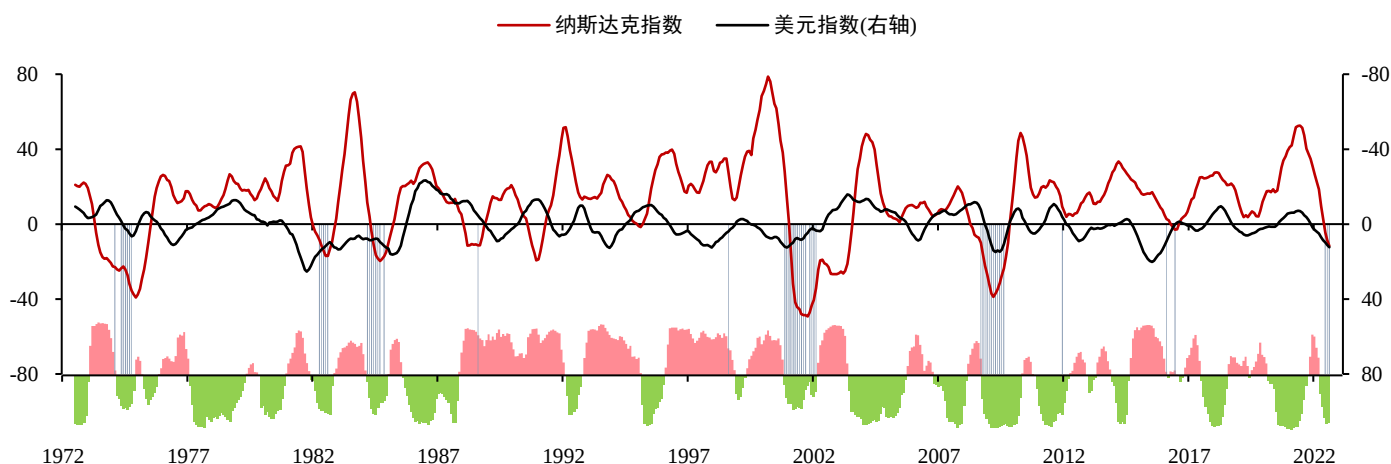
图表

图 1: 美元指数和纳斯达克同比变动对比 单位: %YOY	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，预期值低位反弹	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) 继续回落	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。观察美元指数和纳斯达克指数之间的走势，其背后既有美元利率变化提供的科技股估值变化，也有美元流动性提供的资产之间的轮动。1) 同比角度来看，自去年三季度以来，纳指的同比波动幅度开始放缓，自3月份美联储开始加息之后，纳指从4月份开始进入到同比负增长区间，当前还未脱离。2) 环比角度来看，从6月15日美联储议息会议市场定价了美联储加息“顶点”，纳指开启反弹；自7月中旬出现美欧货币政策的强度差，美元指数开始环比调整；纳指从低点反弹了23%，美元指数从高点回落了4.3%。随着差异性的延续和对美国预期的修正，我们预计纳指相对于美元指数的再次调整风险正在逐渐增加的过程中，观察的窗口在于下一次美联储议息会议前后市场预期的调整可能性，是维持高强度的加息节奏，修正对于美联储货币政策转向一阶强度放缓的预期，还是直接进入到50个基点的强度状态。前者将结束纳指的反弹过程，而后者在印证了市场定价的利率强度缓和的同时，将增加对于经济更加悲观的定价。90年代美国经济繁荣之后纳指经历了比较剧烈的调整；当前美国无限量刺激带来的“3.5%”失业率，也构造了另一个繁荣的空间，风险资产再次调整的风险也在酝酿过程之中。

图 1：美元指数和纳斯达克同比变动对比 | 单位：%yoy



数据来源：Wind 华泰期货研究院

一周宏观日历。不管数据的有效性有多大（后期会经历多大的修正），暂时“强非农”叠加“弱通胀”的数据组合，构造了美国经济阶段性的“繁荣”特征——从信贷数来看，随着财政政策的逐渐撤出、美国疫情控制的逐渐缓和，信贷增速自去年四季度再次开启了回升的状态。本周需要重点关注对于前述美国经济“繁荣”的印证数据，像周二和周四的房地产销售情况、周三的零售销售状态。此外，在7月弱信贷数据公布之后，本周中国7月经济数据是否继续呈现出二季度疫情封控之后的环比改善状态也是值得关注的。

表 1: 一周宏观交易日历

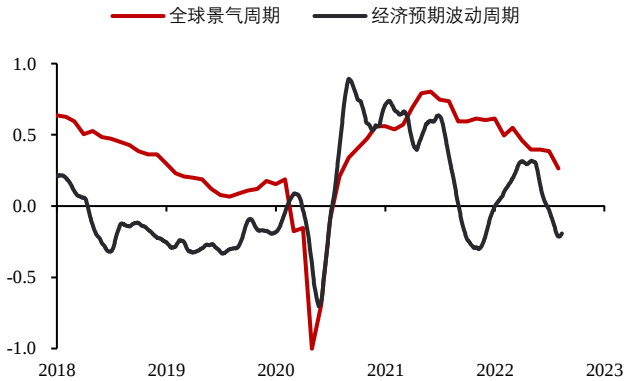
日期	时间	地区	数据名称	周期	前值	预期值	货币/财政动态
8/15	7:50	日本	二季度实际 GDP(年化环比)	季	-0.5%	2.5%	10:00 中国统计局新闻发布会
	10:00	中国	7 月固定资产投资(累计同比)	月	6.1%	6.3%	
			7 月规模以上工业增加值(同比)	月	3.9%	4.6%	
			7 月社会消费品零售(同比)	月	3.1%	5.0%	
			7 月失业率	月	5.5%	5.5%	
	20:30	美国	8 月纽约联储制造业指数	月	11.1	5.5	
	22:00		8 月 NAHB 房产市场指数	月	55	55	
8/16	4:00	美国	6 月国际资本净流入(亿美元)	月	1825.0	-	9:30 澳洲联储会议纪要
	14:00	英国	7 月失业金申领(万人)	月	-2.0	-	
	17:00	德国	8 月经济景气指数	月	-53.8	-52.7	
		欧元区	8 月经济景气指数	月	-51.1	-	
			6 月贸易帐(亿欧元)	月	-263	-	
	20:30	美国	7 月营建许可(万户)	月	169.6	164.0	
			7 月新屋开工(万户)	月	155.9	154.0	
			7 月工业产出(环比)	月	-0.2%	0.3%	
	21:15		7 月产能利用率	月	80.0%	80.1%	
8/17	7:50	日本	7 月商品贸易帐(亿日元)	月	155.9	154.0	10:00 新西兰联储议息会议 / 21:30 美联储鲍曼讲话
	14:00	英国	7 月 CPI(同比)	月	9.4%	9.8%	
	17:00	欧元区	二季度 GDP(同比)	月	4.0%	4.0%	
	19:00	美国	上周 30 年抵押贷款利率	周	5.47%	-	
	20:30		7 月零售销售(环比)	月	1.0%	0.1%	
8/18	17:00	欧元区	7 月 CPI(同比)	月	8.9%	8.9%	2:00 美联储会议纪要 / 2:20 美联储鲍曼讲话
	20:30	美国	上周首申失业金人数(万)	周	26.2	26.5	
			8 月费城联储制造业指数	月	-12.3	-5.0	
	22:00		7 月成屋销售(万户)	月	512	488	
8/19	7:30	日本	7 月 CPI(同比)	月	2.4%	-	1:20 美联储乔治讲话
	14:00	英国	7 月零售销售(环比)	月	-0.1%	-0.2%	
		德国	7 月 PPI(同比)	月	32.7%	31.5%	
	17:00	欧元区	6 月经常帐(亿欧元)	月	-154.0	-	

资料来源: investing 华泰期货研究所

全球宏观图表

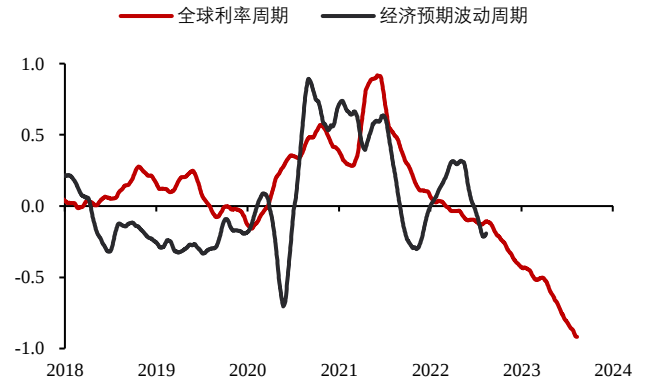
总量：经济预期回落，库存周期回落，产能周期分化

图 2：实际经济周期和预期经济周期对比



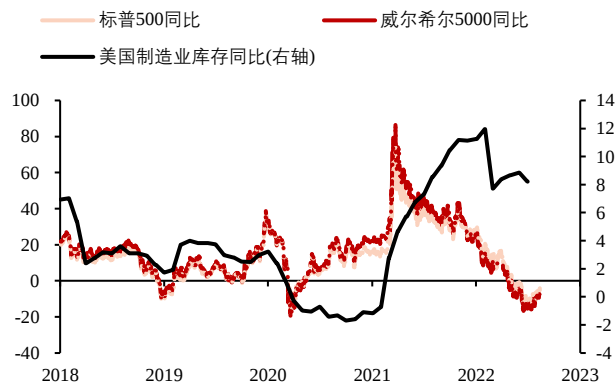
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：预期经济周期和利率周期对比



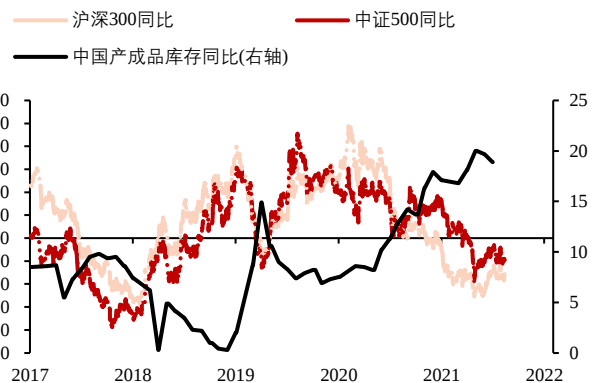
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：美国库存周期回落，预期值低位反弹



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）继续回落



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	1.5	1.4	0.9	0.9	1.0	0.9	1.0	0.5	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1	-0.4
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	-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	-1.0
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	0.6	0.2	0.8	1.3	1.2	1.6	0.6	1.2	0.9	0.9	0.6	0.4
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	-0.5
澳大利亚	2.4	1.9	0.1	0.0	-0.1	0.7	-0.5	-0.5	0.4	0.9	1.5	0.3	0.6	0.3
韩国	1.5	1.2	0.5	1.0	0.1	0.4	0.8	1.1	1.5	0.5	0.8	0.7	0.5	-0.1
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	0.8
俄罗斯	-0.4	-1.0	-1.4	-0.1	0.5	0.6	0.5	0.6	-0.6	-2.2	-0.7	0.2	0.3	0.1
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	0.1
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	-0.2

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	
	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
美国	1.7	1.7	1.7	1.7	2.1	2.5	2.6	2.8	3.1	3.4	3.3	3.4	3.7	3.4
中国	-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	0.2
欧元区	0.2	0.3	0.8	1.1	1.5	2.0	2.0	2.1	2.6	3.5	3.5	3.9	4.2	4.4
日本	-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	0.4	1.4	1.5	1.7	1.9	2.4	2.5	2.2	2.3	3.8	3.9	4.2	4.0	4.0
法国	0.2	-0.1	0.6	0.8	1.2	1.4	1.4	1.5	2.1	3.0	3.2	3.6	4.1	4.4
英国	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	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	0.4	0.6	0.6	0.4	1.0	1.5	1.4	1.4	1.4	1.8	2.3	2.7	3.2	3.5
巴西	0.9	1.2	1.5	1.7	1.9	1.9	1.6	1.8	1.8	2.1	2.5	2.3	2.4	1.6
俄罗斯	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	2.6	2.9	2.7	2.4	2.2
印尼	-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	0.3
马来西亚	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	-0.2	-0.6	-0.8	0.1	0.4	0.6	0.3	0.9	2.0	2.2	1.6	2.9	3.2	3.2
越南	-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	-0.4
印度	-0.4	-0.7	-0.6	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4	-0.6	-0.5	-0.2	0.0	-0.3	-
Ave	0.1	0.1	0.2	0.4	0.6	0.9	0.9	0.9	1.1	1.7	2.0	2.2	2.4	2.4

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	
	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
美国	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	-0.3	-1.2	-0.9	-0.8	-1.0	-1.3	-	-0.6	-2.0	-3.1	-2.5	-1.1	-
欧元区	1.3	0.6	0.0	0.4	0.1	2.0	0.3	2.1	1.1	0.2	0.8	-0.2	-1.4	-
日本	2.0	1.9	1.3	1.2	1.0	1.8	1.2	1.3	1.1	1.0	1.1	1.7	1.2	-
德国	1.6	-0.2	-0.3	-0.4	-1.1	0.1	0.3	3.1	2.2	-0.3	2.0	1.7	-1.5	-
法国	0.5	0.6	-0.1	0.6	0.2	3.8	-0.5	0.7	0.4	0.2	1.4	0.3	-0.5	-
英国	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	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	-0.3	-2.3	-1.5	-0.7	0.3	0.5	0.2	0.7	1.6	1.7	1.8	2.0	2.6	-
越南	-2.0	-3.4	-3.8	-3.7	-2.5	-1.5	-1.5	-1.3	-1.0	-0.2	0.0	0.6	1.3	3.5
Ave	0.7	-0.1	-0.4	-0.3	-0.2	0.9	0.1	1.1	0.8	0.1	0.3	0.4	-0.1	3.5

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	
	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
美国	2.8	1.6	1.4	1.4	1.2	1.4	1.5	1.4	1.7	2.1	1.7	1.7	1.3	-
中国	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	-0.4
欧元区	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	1.8	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	2.0	1.0	1.0	0.7	1.1	1.3	2.1	1.9	1.8	1.5	1.9	2.6	1.7	-
法国	1.3	0.5	1.3	0.6	0.8	1.8	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6	2.8	1.8	-
英国	1.4	1.2	1.1	0.5	-0.1	-0.1	-0.4	2.5	2.2	2.7	2.3	2.6	2.1	-
加拿大	1.7	0.3	-0.1	-0.7	-0.2	-0.1	0.4	-0.7	0.1	0.1	1.1	0.3	0.6	-
韩国	1.9	1.7	2.1	1.3	1.7	2.0	1.7	1.6	1.0	1.1	0.6	1.4	0.7	0.8
巴西	2.3	1.9	2.5	1.8	1.9	1.5	0.9	0.9	0.9	0.6	0.9	1.3	1.1	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_45483

