



居民信心待修复，对冲仍看向财政

——宏观利率图表 126

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

从 2024 年美俄大选的时间节点，前推至今俄乌战争和美国债务上限都需要一个结果，风险不会消失只是转移，关注 1 月美国非农报告后风险的释放。而国内 1 月金融数据虽然体现了经济放开之后的改善，但受到过去三年疫情的影响，居民部门消费改善仍不乐观，未来风险的对冲依然在财政端。

核心观点

■ 市场分析

国内：流动性阶段性紧张。1) 货币政策：本周净投放超 6000 亿，下周逆回购+MLF 合计逾 2 万亿到期。2) 宏观政策：正确理解和大力推进中国式现代化；多地放松楼市政策：武汉动态调整住房限购范围，哈尔滨扩大购房补贴政策受益范围，山东威海首套住房首付比例降至 20%，河南安阳部分购房补贴 3-5 万元。3) 金融数据：1 月社会融资增量 5.98 万亿元，同比少增 1959 亿元；M2+12.6%，回落 0.8 个百分点，M1+6.7%，回升 3 个百分点。4) 通胀数据：1 月 CPI 同比 2.1%，PPI 同比下降 0.8%。5) 经济数据：1 月乘用车零售同比下降 37.9%(乘联会)；1 月外汇储备 31844.6 亿美元，环比上升 568 亿美元。6) 风险因素：拜登国情咨文表示美中竞争关系不应发展为冲突；猪粮比价进入过度下跌一级预警区间。

海外：美国金融条件宽松。1) 货币政策：鲍威尔称通胀下降过程已开始，但还在早期；美联储官员鹰派，称 5.1%峰值合理，利率或更高更持久，而交易员开始下注利率升至 6%；澳大利亚联储加息 25BP 至 3.35%；日本政府可能提名植田和男为新的央行行长(日经新闻)。2) 经济数据：北美、亚洲、澳大利亚和欧洲 18 个大城市商业地产环比下跌 0.5%，2009 年以来首次；1 月全美二手车平均价格环比上涨 2.5%(Manheim)。3) 通胀跟踪：德国 1 月调和 CPI 同比初值 9.2%，前值 9.6%；沙特上调 3 月原油售价；俄罗斯计划将 3 月份的原油日产量削减 50 万桶。4) 风险因素：美国计划对俄罗斯铝征收 200% 的关税；土耳其和叙利亚强地震；秘鲁持续爆发反政府示威游行。

■ 策略

强非农叠加地缘不确定预期，继续维持对收益率曲线扁平化的判断。

■ 风险

日本央行货币政策收紧，地缘冲突升级，疫情升级风险

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：经济预期改善延续，库存周期回落，产能周期略有改善	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

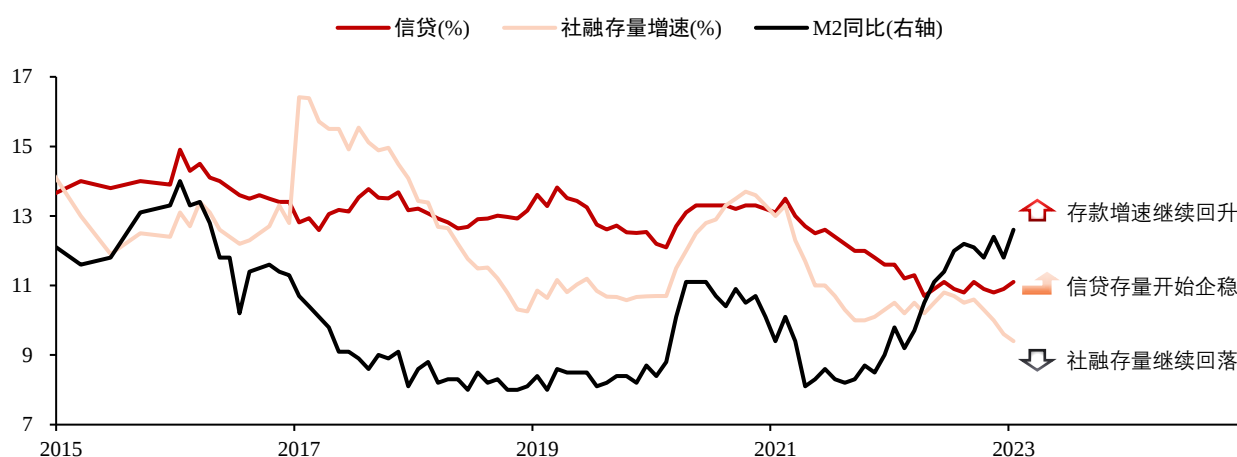
图表

图 1: 1 月主要金融变量的增速角度对比 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: 美国库存周期见顶回落，预期值回升受阻	5
图 5: 中国库存周期回落，预期值回升受阻	5
图 6: 美国期限利差（2s10s）在低位难上	5
图 7: 中国期限利差（2s10s）短期调整增强	5
图 8: 过去 3 个月主要央行加减息变化 净加息次数增加 4 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。1月社会融资增量5.98万亿元，居民部门信心仍有待提振。分项来看：1) 人民币贷款增加4.93万亿元，同比多增7308亿元；其中居民中长期贷款新增2231亿元，同比少增5193亿元，企业信贷驱动1月信贷改善，居民信心仍不足；2) 委托贷款增加584亿元，同比多增156亿元；信托贷款减少62亿元，同比少减618亿元；未贴现的银行承兑汇票增加2963亿元，同比少增1770亿元；3) 企业债券净融资1486亿元，同比少增4352亿元；政府债券净融资4140亿元，同比少增1886亿元；非金融企业境内股票融资964亿元，同比少增475亿元。

图 1：1月主要金融变量的增速角度对比 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

一周宏观日历。对于中国经济在放开之后的“复苏”预期，在开年数据的真空期，1 月份的金融数据给到了一点提示——虽然企业信贷继续表现出回暖的特征，但是最终端的居民中长期信贷依然不佳，在海外需求回落预期的叠加之下，下游需求的得不到有效改善对于上游生产继续形成预期上的指引。本周将迎来美国 1 月份经济数据：零售销售环比能否改善、经济活动能否像滞后的就业数据强劲那样回升，以及最重要的市场定价的利率水平是否会继续进一步上涨对于存量债务压力和增量信贷扩张的影响可能进一步加强——在飞艇事件后耶伦继续表示出访问中国的意愿。其次，1 月份美国的通胀数据也值得关注，外部来看能源市场的份额博弈仍在继续，虽然 2 月份 OPEC+ 维持前期减产不变，但是俄罗斯意外宣布 3 月份产量降低对于油价提供了向上的推动。在 2023 年气候市场给出拉尼娜退出的预期后，北约通过军备的支持短期内加速地缘的进展，值得关注。

表 1：一周宏观交易日历

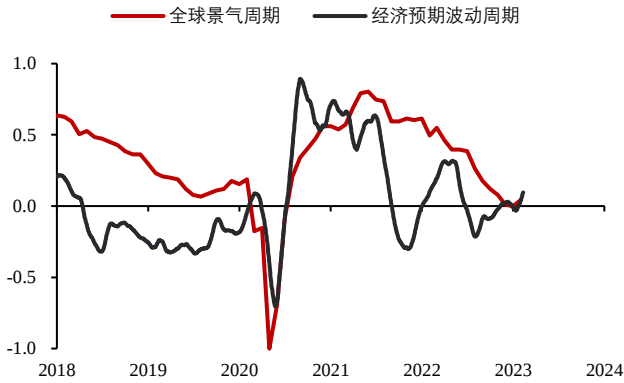
日期	时间	地区	数据名称	周期	前值	预期值	货币/财政动态
2/13	15:30	瑞士	1 月 CPI(同比)	月	2.8%	2.9%	-
	20:00	印度		月	5.7%	5.9%	
	7:30	澳大利亚	2 月消费者信心指数(环比)	月	5.0%	-	
2/14	7:50	日本	四季度 GDP(同比)	季	-0.5%	2.0%	20:00 OPEC 月报
	12:30		12 月工业产出(环比)	月	-0.1%	-	
	18:00	欧元区	四季度 GDP(同比)	季	1.9%	1.9%	
	19:00	美国	1 月小企业信心指数	月	89.8	-	
	21:30		1 月 CPI(同比)	月	6.5%	6.2%	
2/15	15:00	英国	1 月 CPI(同比)	月	10.5%	10.2%	0:00 美联储洛根讲话 / 3:05 美联储威廉姆斯讲话 / 22:00 欧央行拉加德讲话
	18:00	欧元区	12 月工业产出(环比)	月	1.0%	-0.8%	
	20:00	美国	上周 30 年抵押贷款利率	周	6.18%	-	
	21:30		1 月零售销售(环比)	月	-1.1%	1.5%	
	22:15		2 月纽约联储制造业指数	月	-32.9	-20.0	
	23:00		1 月工业产出(环比)	月	-0.7%	0.5%	
			2 月 NAHB 房产市场指数	月	35.0	37.0	
2/16	5:00	美国	12 月国际资本净流入(亿美元)	月	2131.0	-	15:30 印尼央行利率决议 / 21:45 美联储梅斯特讲话
	7:50	日本	1 月商品出口(同比)	月	11.5%	0.8%	
	9:30	中国	1 月 70 大中城市房价指数(同比)	月	-1.5%	-	
			1 月营建许可(万户)	月	133.7	135.0	
			1 月新屋开工(万户)	月	138.2	136.1	
	21:30	美国	1 月 PPI(同比)	月	6.2%	5.4%	
			2 月费城联储制造业指数	月	-8.9	-6.7	
2/17			上周首申失业金人数(万)	周	19.6	-	2:30 美联储布拉德讲话 / 7:00 美联储梅斯特讲话
	15:00	英国	1 月零售销售(环比)	月	-1.0%	-0.5%	
	17:00	欧元区	12 月经常帐(亿欧元)	月	136.0	-	
	21:30	美国	1 月进口物价指数(环比)	月	0.4%	-0.1%	
	23:00		1 月领先指标(环比)	月	-0.8%	-0.3%	

资料来源：investing 华泰期货研究所

全球宏观图表

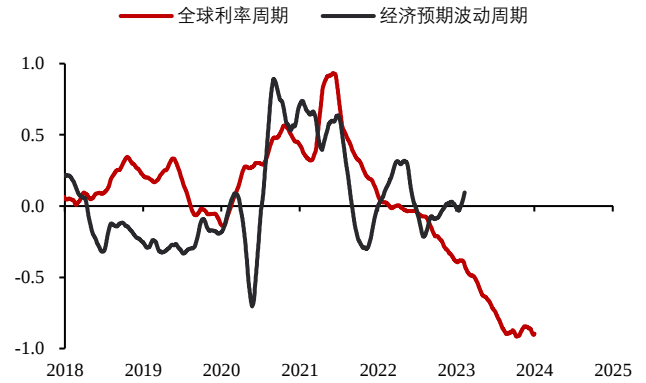
总量：经济预期改善延续，库存周期回落，产能周期略有改善

图 2：实际经济周期和预期经济周期对比



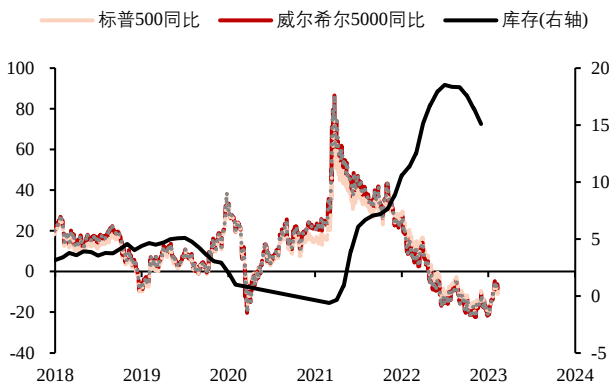
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：预期经济周期和利率周期对比



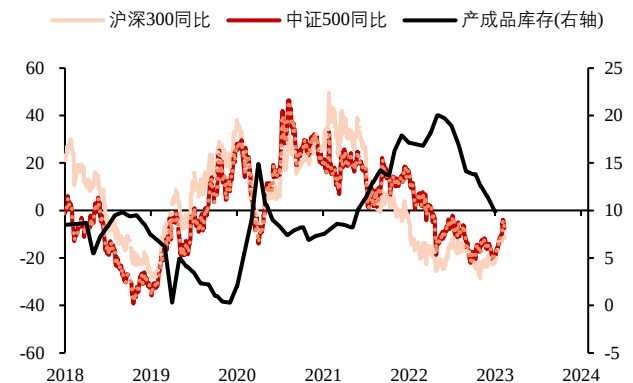
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：美国库存周期见顶回落，预期值回升受阻



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：中国库存周期回落，预期值回升受阻



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6：美国期限利差（2s10s）在低位难上



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：中国期限利差（2s10s）短期调整增强



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	2023
	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
全球	1.0	0.5	0.8	0.4	0.2	0.2	0.1	-0.3	-0.7	-0.9	-1.0	-1.3	-1.3	-1.1
美国	1.0	0.7	1.0	0.6	0.2	0.4	-0.4	-0.5	-0.5	-0.9	-1.1	-1.4	-1.6	-1.8
中国	-0.2	-0.3	-0.3	-0.7	-1.8	-0.6	-0.3	-0.9	-0.7	-0.3	-0.8	-1.5	-2.0	-0.3
欧元区	1.2	1.3	1.2	0.9	0.7	0.5	0.0	-0.5	-0.6	-0.8	-1.2	-1.1	-0.9	-0.7
日本	1.3	1.7	0.7	1.2	1.0	0.9	0.7	0.5	0.2	0.0	-0.1	-0.7	-0.7	-0.7
德国	0.7	1.1	0.9	0.6	0.3	0.3	-0.2	-0.6	-0.7	-0.9	-1.3	-1.2	-1.0	-1.0
法国	1.1	1.0	1.4	0.9	1.1	0.8	0.1	-0.4	-0.1	-0.8	-0.9	-0.7	-0.4	-0.1
英国	1.1	1.0	1.1	0.5	0.6	0.3	-0.1	-0.3	-1.4	-1.1	-1.6	-1.6	-1.9	-1.5
加拿大	-0.7	0.1	0.7	1.5	1.4	1.3	0.1	-0.4	0.1	-0.1	-0.7	-0.7	-2.0	-0.3
澳大利亚	-0.5	-0.5	0.5	0.9	1.5	0.3	0.6	0.3	-0.3	-0.1	-0.3	-1.2	-	-
韩国	0.8	1.1	1.5	0.5	0.9	0.7	0.5	-0.1	-0.9	-1.1	-0.7	-0.4	-0.7	-0.6
巴西	-0.2	-0.6	-0.2	0.4	0.3	0.9	0.8	0.8	0.3	0.1	0.1	-1.5	-1.5	-0.7
俄罗斯	0.5	0.6	-0.6	-2.3	-0.8	0.2	0.2	0.0	0.5	0.7	0.2	1.1	1.0	0.9
越南	0.5	0.8	1.0	0.2	0.2	1.2	0.9	0.1	0.5	0.5	-0.1	-1.1	-1.4	-1.1
Ave	0.5	0.6	0.7	0.4	0.4	0.5	0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.7	-0.9	-1.1	-0.7

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	2023
	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月
美国	2.2	2.5	2.7	3.0	2.9	3.0	3.3	3.0	2.9	2.8	2.6	2.3	2.0	-
中国	-0.7	-1.1	-1.1	-0.7	-0.2	-0.2	0.1	0.2	0.1	0.3	-0.2	-0.6	-0.5	-0.2
欧元区	1.4	1.4	1.8	2.5	2.5	2.8	3.0	3.1	3.2	3.6	3.9	3.7	3.3	2.9
日本	0.2	0.0	0.3	0.6	1.7	1.7	1.6	1.8	2.1	2.1	2.7	2.8	3.0	-
德国	1.6	1.4	1.5	2.6	2.6	2.9	2.7	2.7	2.9	3.9	4.1	3.9	3.2	3.3
法国	1.0	1.0	1.5	2.2	2.4	2.7	3.1	3.3	3.2	3.0	3.4	3.4	3.2	3.2
英国	1.2	1.2	1.5	1.9	2.8	2.8	2.9	3.2	3.2	3.2	3.7	3.5	3.4	-
加拿大	1.7	1.8	2.2	2.7	2.9	3.4	3.5	3.3	3.0	2.9	3.0	2.9	2.7	-
韩国	1.2	1.1	1.2	1.5	1.9	2.4	2.8	3.0	2.6	2.5	2.6	2.1	2.1	2.2
巴西	1.7	1.8	1.9	2.2	2.5	2.3	2.4	1.7	1.1	0.5	0.2	-0.1	-0.1	-0.1
俄罗斯	0.3	0.4	0.5	2.5	2.8	2.6	2.3	2.1	1.9	1.7	1.4	1.3	1.2	-
印尼	-1.3	-1.1	-1.2	-0.9	-0.5	-0.4	0.0	0.3	0.2	0.8	0.7	0.5	0.6	0.5
马来西亚	0.8	0.2	0.1	0.1	0.2	0.5	0.9	1.6	1.8	1.6	1.3	1.3	1.2	-
泰国	0.2	0.7	1.7	1.9	1.4	2.6	2.9	2.9	3.0	2.3	2.1	1.9	2.0	1.6
越南	-0.7	-0.7	-0.8	-0.6	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1
印度	-0.5	-0.4	-0.6	-0.5	-0.2	0.0	-0.3	-0.4	-0.4	-0.1	-0.3	-0.5	-0.5	-
Ave	0.6	0.6	0.8	1.3	1.6	1.8	1.9	2.0	1.9	1.9	1.9	1.8	1.7	1.5

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	2023
	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月
美国	1.6	1.2	1.8	0.3	0.4	0.6	0.6	0.4	0.8	0.5	0.3	0.1	-0.1	-
中国	-1.2	-	-0.5	-1.9	-3.0	-2.3	-1.0	-1.0	-0.7	-1.1	-1.5	-2.2	-1.7	-
欧元区	0.3	2.4	1.4	0.3	1.1	0.0	-1.2	-0.5	-0.7	-0.3	-1.1	-1.0	-1.1	-
日本	1.1	1.3	1.1	1.0	1.0	1.6	1.3	0.9	1.5	1.4	1.0	0.7	0.6	-
德国	0.5	4.0	3.0	0.1	2.6	2.1	-1.1	0.4	1.4	2.0	0.2	0.6	0.1	-
法国	-0.4	0.7	0.5	0.3	1.5	0.4	-0.1	-0.5	-0.4	0.0	-0.5	-0.7	-0.7	-
英国	-0.1	1.5	1.1	0.0	-1.5	-1.3	-1.5	-1.0	-1.3	-1.6	-1.4	-1.4	-1.4	-
加拿大	0.5	1.0	0.4	-0.1	0.6	1.5	0.9	0.2	0.5	0.3	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
澳大利亚	0.2	0.6	1.3	1.3	1.4	1.5	2.2	3.2	4.1	3.6	2.3	0.9	0.8	-
越南	-2.1	-1.5	-1.4	-1.0	-0.7	-0.3	-0.1	0.5	0.9	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
Ave	0.0	1.3	0.9	0.0	0.3	0.4	0.0	0.3	0.6	0.6	0.0	-0.3	-0.3	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	2023
	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月
美国	1.5	1.4	1.7	2.0	1.7	1.6	1.3	1.0	0.7	0.8	0.7	-0.3	-0.4	-
中国	0.6	0.6	0.1	-0.5	-0.5	-0.3	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-1.1	-0.9	-
欧元区	2.1	2.5	2.1	1.9	2.1	3.0	2.4	2.4	3.0	2.4	1.5	0.8	-	-
日本	1.8	1.7	1.5	1.5	1.6	2.1	2.0	2.5	2.3	2.1	2.6	1.5	1.1	-
德国	1.9	1.7	1.6	1.4	1.7	2.5	1.6	1.8	2.8	2.2	1.2	0.8	-0.3	-
法国	2.2	2.0	1.8	1.7	1.5	2.6	1.8	1.9	2.8	2.7	1.2	1.0	0.6	-
英国	0.3	2.4	2.1	2.6	2.5	2.8	2.3	2.0	2.6	1.8	1.3	1.1	-0.5	-0.5
加拿大	0.5	-0.7	0.2	0.1	1.2	0.3	0.7	0.6	1.0	1.3	0.4	0.0	-0.7	-
韩国	1.7	1.6	1.1	1.2	0.6	1.4	0.7	0.8	1.2	0.6	0.1	-0.3	-0.6	-0.6
巴西	1.5	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1	0.9	-0.4	-0.4

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_52190
