



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

慕尼黑会议后，美国继续向乌援助，G7 发表强硬声明，中国发布了立场文件，俄罗斯发布了立场文件；各方都做了相关准备，关注事态的进展。

核心观点

■ 市场分析

国内：支持政策继续出台，关注两会。1) 货币政策：2 月 LPR 维持不变；四季度货币政策执行报告称推动综合融资成本稳中有降；央行本周累计净回笼超 1700 亿元。2) 宏观政策：深入落实稳经济一揽子政策和接续措施，着力稳增长稳就业稳物价；政治局集体学习强调切实加强基础研究；二十届二中全会将审议《党和国家机构改革方案》(2.26-28)；中纪委网站刊文破除“金融精英论”等错误思想。3) 地产政策：《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》公开征求意见；证监会启动不动产私募投资基金试点。4) 风险管理：境外上市备案管理制度配套保密和档案管理规则修订发布；《个人信息出境标准合同办法》出台；外交部发布关于政治解决乌克兰危机的中国立场。

海外：利率预期继续上行，关注地缘。1) 货币政策：美联储纪要显示几乎全体支持放缓加息；美联储理事杰弗逊称通胀上升既有暂时的又有持久的因素，梅斯特称利率升得不够高、或者过早降息的代价更大，柯林斯称通胀仍太高需要进一步加息，布拉德称终端利率必须达到 5% 以上；欧央行行长拉加德再次确认有意下次会议再加 50BP；日本央行行长候选人植田和男认为当前宽松的货币政策是适当的。2) 经济数据：美国四季度 GDP 下修为+2.7%，核心 PCE 通胀上修为+4.3%，1 月新屋销售环比+7.2%，预期+0.7%，1 月成屋销售环比-0.7%，连续 12 个月下跌；德国四季度 GDP 同比终值+0.3%，环比-0.4%；美国 2 月综合 PMI 攀升至 50.2；欧元区 2 月综合 PMI 升至 52.3。3) 通胀数据：美国 1 月 PCE 物价指数同比+5.4%，预期+5%，核心 PCE 物价指数+4.7%，预期+4.3%；日本 1 月核心 CPI 同比+4.2%。4) 风险管理：美国财长耶伦称美国经济依然有可能“软着陆”；俄称已做好准备通过政治和外交途径实现特别军事行动目标，普京发表国情咨文暂时停止参与《新削减战略武器条约》；美国将向乌克兰提供 5 亿美元新援助。

■ 策略

地缘的不稳定性和两会的市场预期叠加，关注结构转换中的预期差，维持收益率曲线扁平判断（做空指数基差，做多跨期价差）。

■ 风险

日本央行货币政策收紧，地缘冲突升级，疫情风险升级

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

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

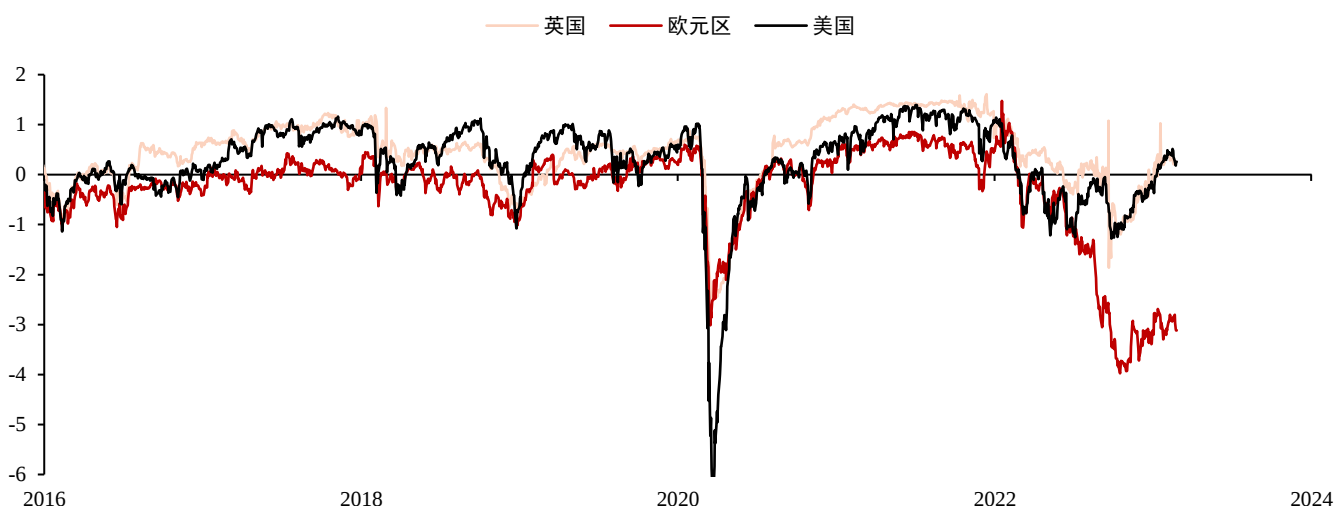
图表

图 1: 2016 年以来美欧英三大经济体金融条件指数变化 单位：指数点	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）短期继续调整	5
图 8: 过去 3 个月主要央行加减息变化 净加息次数减少 3 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。相比较 2020 年疫情冲击带来的金融市场流动性从快速恶化到快速改善，2022 年美联储开启快加息带来的金融条件转变程度远不及之前。而且在这轮货币政策收紧流动性的过程中，美国和欧洲之间呈现出了明显的差异，自 2022 年 10 月份以后美联储加息幅度开始放缓，但是欧央行却因为通胀高企和贸易逆差的因素不断抬升利率预期，带来的一个影响便是两边的金融条件差异——美国的金融条件从 2023 年 1 月以后便进入到宽松状态，但是欧洲的金融条件依然呈现出偏紧的状态。结合当前欧央行继续以 50 基点的幅度连续多个月加息，但美联储进入到高利率状态后边际上放缓至 25 基点，以及实际经济环境美国相对强于欧洲的现实，我们认为金融市场定价的未来预期正在发生变化，关注未来压力的产生。

图 1：2016 年以来美欧英三大经济体金融条件指数变化 | 单位：指数点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

一周宏观日历。2 月的末尾和 3 月的开端，关注市场预期的修正风险。一方面，来自于 2 月份全球主要经济体都表达了对于俄乌冲突的态度，为下一步的变化做好了准备，地缘的风险正在逐渐上升。另一方面，事件也在逐渐发生变化，随着两会日期的临近，从人事任免到机构改革，最后政策的落地实施，市场关注着新一届政府的“扩张性”政策落地。兵马未动、粮草先行，四季度货币政策执行报告显示出“稳健的货币政策要精准有力”的政策思路，关注两会后市场的预期差变化。

表 1：一周宏观交易日历

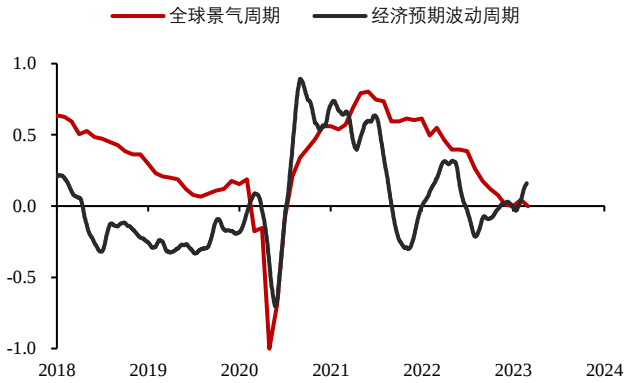
日期	时间	地区	数据名称	周期	前值	预期值	货币/财政动态
2/27	18:00	欧元区	2 月经济景气指数	月	99.9	101.0	17:00 英国央行布罗德本特讲话
	21:30	美国	1 月耐用品订单(环比)	月	5.6%	-2.1%	
	23:00		1 月成屋签约销售指数(环比)	月	2.5%	-	
2/28	7:50	日本	1 月零售销售(同比)	月	3.8%	4.0%	20:15 英国央行 Huw Pill、曼恩讲话
	8:30	澳大利亚	1 月零售销售(环比)	月	-3.9%	1.2%	
	15:45	法国	2 月 CPI(同比)	月	6.0%	-	
	21:30	美国	1 月商品贸易(亿美元)	月	-896.7	-	
	22:00		12 月 SP/CS 房价指数(同比)	月	6.8%	6.8%	
	22:45		2 月芝加哥 PMI	月	44.3	45.0	
	23:00		2 月咨商会消费者信心指数	月	107.1	109.5	
			2 月里士满联储制造业指数	月	-11.0	-	
	3/1	6:00	澳大利亚	12 月制造业表现指数	月	44.7	
8:30		日本	2 月制造业 PMI	月	47.4	-	
9:30		中国	2 月官方制造业 PMI	月	50.1	49.8	
9:45			2 月财新制造业 PMI	月	49.2	-	
16:50		法国	2 月制造业 PMI	月	47.9	-	
16:55		德国		月	46.5	46.5	
17:00		欧元区		月	48.5	48.5	
17:30		英国		月	49.2	49.2	
20:00		美国		上周 30 年抵押贷款利率	周	6.62%	-
22:45			2 月 Markit 制造业 PMI	月	47.8	-	
23:00			2 月 ISM 制造业 PMI	月	47.4	47.9	
			1 月营建支出(环比)	月	-0.4%	-	
3/2	7:00	韩国	1 月零售销售(环比)	月	1.4%	-	-
	8:30	澳大利亚	1 月营建许可(环比)	月	18.5%	-	
	18:00	欧元区	2 月 CPI(同比)	月	8.6%	8.1%	
	21:30	美国	上周首申失业金人数(万)	周	19.2	-	
3/3	7:30	日本	2 月东京核心 CPI(同比)	月	4.3%	3.3%	-
	15:00	德国	1 月贸易帐(亿欧元)	月	100.0	-	
	16:50	法国	2 月服务业 PMI	月	52.8	-	
	16:55	德国		月	51.3	51.3	
	17:00	欧元区		月	53.0	53.0	
	17:30	英国		月	53.3	53.3	
	22:45	美国		2 月 Markit 服务业 PMI	月	50.5	
	23:00		2 月 ISM 非制造业 PMI	月	55.2	54.2	

资料来源: investing 华泰期货研究所

全球宏观图表

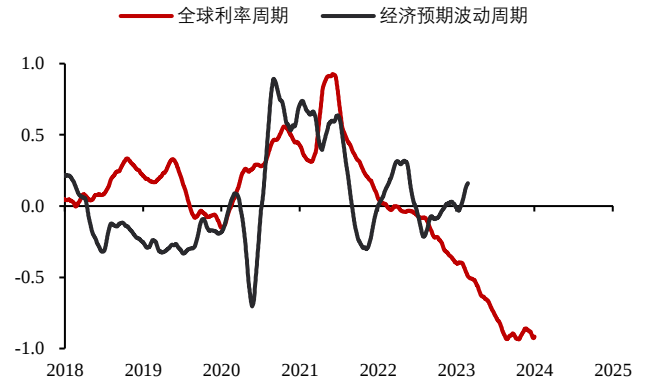
总量：经济预期改善延续，库存周期回落，产能周期略有改善

图 2：实际经济周期和预期经济周期对比



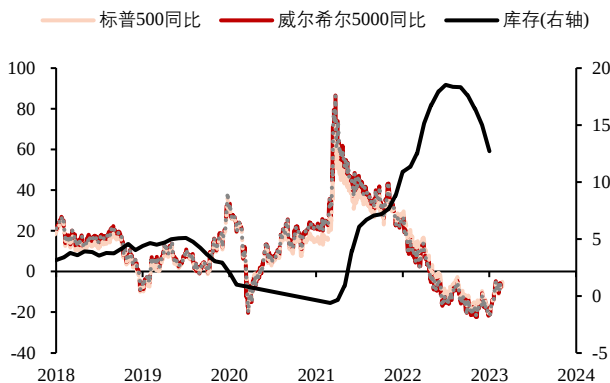
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：预期经济周期和利率周期对比



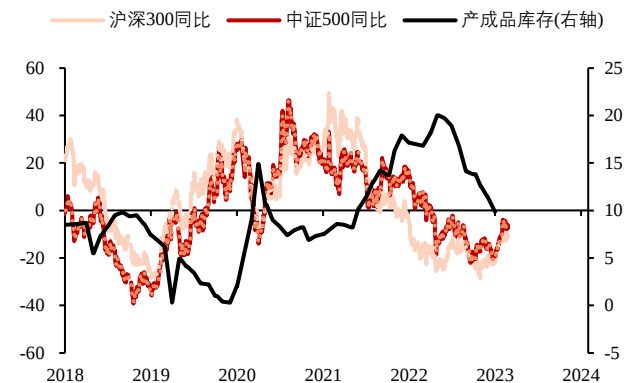
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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）短期继续调整



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

	2022												2023	
	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	2月
全球	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	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	-0.3	-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	1.3	1.2	0.9	0.7	0.5	0.0	-0.5	-0.6	-0.8	-1.2	-1.1	-0.9	-0.7	-0.8
日本	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	1.1	0.9	0.6	0.3	0.3	-0.2	-0.6	-0.7	-0.9	-1.3	-1.1	-1.0	-1.0	-1.1
法国	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	-0.7
英国	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	-0.9
加拿大	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	0.9	1.5	0.3	0.6	0.3	-0.3	-0.1	-0.3	-1.2	-	-	-
韩国	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	-0.6	-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	0.6	-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	0.8	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	0.6	0.7	0.4	0.4	0.5	0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.7	-0.9	-1.1	-0.7	-0.9

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	2.6	2.9	2.8	3.0	3.2	2.9	2.8	2.8	2.5	2.3	2.0	1.9
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	3.0
日本	0.2	0.0	0.3	0.5	1.6	1.6	1.5	1.7	2.0	2.0	2.6	2.7	2.9	3.1
德国	1.7	1.3	1.3	2.2	2.4	2.8	2.6	2.6	2.8	3.7	3.8	3.8	3.4	3.7
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	1.1	1.2	1.5	1.8	2.7	2.7	2.8	3.1	3.0	3.1	3.5	3.4	3.3	3.1
加拿大	1.6	1.8	2.1	2.7	2.8	3.4	3.6	3.3	2.9	2.8	2.8	2.8	2.5	2.2
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	1.8	1.7	1.4	1.2	1.2	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	1.1
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	1.5	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.7	1.6	1.8

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	0.2
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	0.1	-1.5	-1.3	-1.5	-1.0	-1.3	-1.6	-1.4	-1.4	-1.5	-1.3
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	2.5	1.5	0.8	0.0	-
日本	1.9	1.7	1.5	1.5	1.6	2.1	2.0	2.6	2.3	2.2	2.6	1.5	1.1	0.4
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_52583
