



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

宏观周期向改善更进一步。国内 6 月 PMI 环比较大改善,政策从降低负债压力转向扩张资产转变,同时海外衰退担忧下的政策收紧节奏阶段改善压力缓和概率增加。

核心观点

■ 市场分析

中国:经济进一步改善,关注金融化进程。1) 货币政策:央行公开市场净投放 3000 亿元;易纲指出货币政策将继续从总量上发力以支持经济复苏;央行二季度例会“保持宏观杠杆率基本稳定”调整为“保持物价水平基本稳定”。2) 宏观政策:国常会宣布通过发行金融债券等筹资 3000 亿元,用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥;上交所大力支持资产证券化盘活存量资产。3) 经济数据:中国 6 月制造业 PMI 为 50.2;1-5 月全国规模以上工业企业利润同比增长 1.0%。4) 风险因素:上海迪士尼乐园于 6 月 30 日正式开园;疫情还没有见底,外防输入、内防反弹压力还很大。

海外:经济压力增加,关注政策节奏预期。1) 货币政策:三大央行表示世界正转向一种更高的通胀机制,过去二十年的低利率策略将不再适用;欧央行拉加德重申 7 月加息 25BP 的计划,启动新的债券购买计划稳定市场;美联储威廉姆斯表示要大幅加息控制通胀,美国也可能避免经济衰退。2) 经济数据:美国 5 月耐用品订单环比初值增长 0.7%;一季度实际 GDP 年化季环比终值下修至 -1.6%;6 月得州制造业指数跌至 -17.7,6 月 ISM 制造业指数 53;谘商会消费者信心指数从 5 月的 103.2 下滑至 6 月的 98.7。3) 通胀因素:美国 5 月 PCE 物价指数同比增长 6.3%,法国 6 月份的 CPI 同比从 5 月份的 5.8%升至 6.5%;美国战略油储低于 5 亿桶;OPEC+ 声明 8 月份每日增产 64.8 万桶。4) 风险因素:已连续第三年预测拉尼娜现象;BA.4/5 已成为全球主要新冠病毒株,更易反复感染;芬兰和瑞典加入北约;G7 承诺向乌克兰提供无限期支持,对俄石油价格设置上限,将在年底前承诺不再禁止化石燃料项目融资;美国禁止新进口俄罗斯黄金,加强在欧洲的军力部署;俄罗斯将暂时限制出口氨基酸饲料和大米。

■ 策略

国内经济周期尝试从底部走出,关注资产扩张结构;欧美经济压力增加,关注紧缩政策预期的阶段性放缓

■ 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

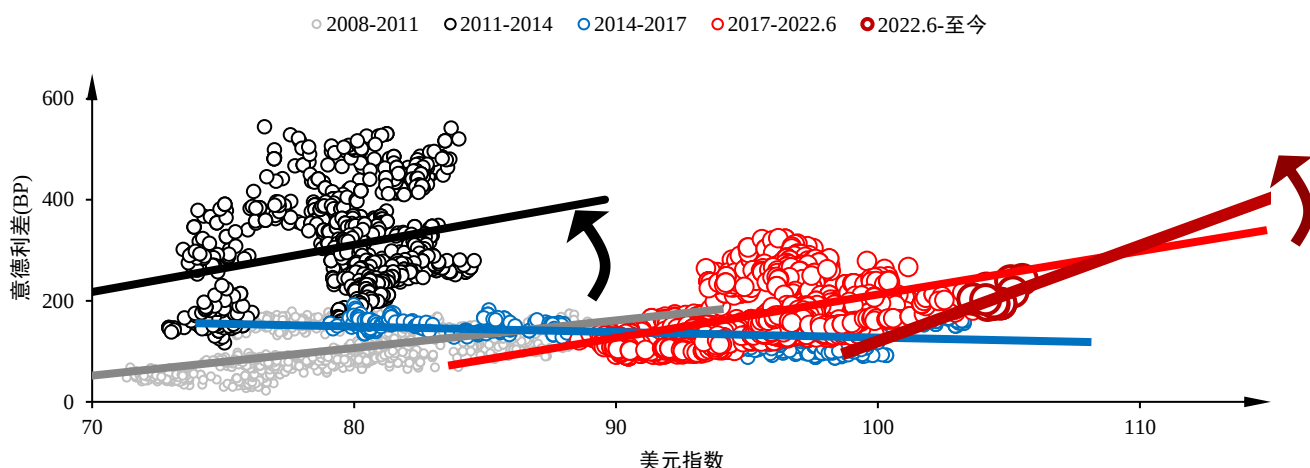
图表

图 1：十年期意德利差与美元指数的对比 纵轴单位：BP	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，预期值向下	5
图 5：中国库存周期高位，预期值反弹	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 2 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 IBOR-OIS 利差变化 单位：%	10
图 13：主要货币对美元 XCCY 基差变化 单位：BP	10
图 14：主要市场企业债收益率变化 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。2022 年 6 月 13 日美元指数升破 105，意德利差也涨至 240 个 BP 以上，表现为在全球主要央行持续收紧货币流动性的条件下，欧洲核心国和边缘国国债利差上行的斜率应开始高于美元指数所代表的流动性收紧的斜率。从事件的角度便是美国家庭部门自 2008 年开始去杠杆，到 2011 年杠杆去化到低位，形成了对海外需求的减少，以及欧洲主权债务偿付压力的增加。而自 2017 年开始的是美联储资产负债表的缩表，虽因 2019 年货币市场波动和 2020 年新冠疫情扰动而出现再次扩张，终于在 2022 年 6 月再次开启了缩表进程（与之相对的是中国金融部门的去杠杆，虽因 2020 年一季度疫情扰动出现波动，但直到 2022 年一季度杠杆去化才逐渐缓和），欧洲需求是否再次减少是值得下半年留意的变量。

图 1：十年期意德利差与美元指数的对比 | 纵轴单位：BP



数据来源：Wind 华泰期货研究院

一周宏观日历。1) 下周五将公布美国 6 月非农就业报告，在 3 月开始的加息影响下，金融市场条件持续收紧，美国劳动力市场的改善是否暂停是值得关注的变化因素，最近两周美国失业金申领情况已经体现出一定程度的恶化，若非农就业状况同时也出现恶化，则将继续加强市场当前的“衰退交易”。2) 下周四凌晨将公布美联储 6 月议息会议的会议纪要，美联储主席鲍威尔在国会听证会上已经表现了美联储货币政策收紧对于需求的负面影响判断，在近期像 PMI 数据和地方联储制造业指数回落，GDPNow 工具预期的二季度 GDP 环比负增长预期加深，美联储在纪要中是否会释放一定程度的缓和市场竞争情绪的信号，是三季度 9 月甚至 7 月议息会议加息从 75BP 转向 50BP 起到指引。

表 1：一周宏观交易日历

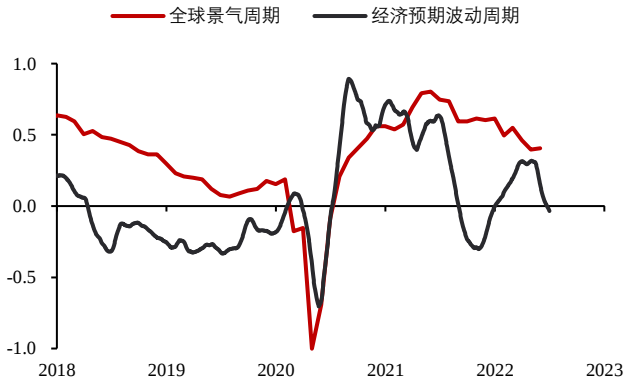
日期	时间	地区	数据名称	周期	前值	预期值	货币/财政动态
7/4	14:00	德国	5 月贸易帐(亿欧元)	月	35.0	27.0	美国独立日
	17:00	欧元区	5 月 PPI(同比)	月	37.2%	36.2%	
	7:00	韩国	6 月 CPI(同比)	月	5.4%	5.9%	
	9:45	中国	6 月财新服务业 PMI	月	41.4	-	
7/5	15:50	法国	6 月服务业 PMI	月	54.4	54.4	12:30 泰国联储利率决议 / 18:00 英国央行贝利讲话
	15:55	德国		月	52.4	52.4	
	16:00	欧元区		月	52.8	52.8	
	16:30	英国		月	53.4	53.4	
	22:00	美国	5 月工厂订单(环比)	月	0.3%	0.5%	
7/6	14:00	德国	5 月制造业订单(环比)	月	-2.7%	-0.6%	15:00 马来西亚央行利率决议 / 21:00 美联储威廉姆斯讲话
	17:00	欧元区	5 月零售销售(环比)	月	-1.3%	0.4%	
	19:00		上周 30 年抵押贷款利率	周	5.84%	-	
	21:45	美国	6 月 Markit 服务业 PMI	月	51.6	-	
			6 月 ISM 非制造业 PMI	月	55.9	54.5	
	22:00		5 月 JOLTs 职位空缺(万人)	月	1140.0	1105.0	
7/7	9:30	澳大利亚	5 月贸易帐(亿澳元)	月	105.0	106.0	2:00 美联储会议纪要 / 19:30 欧央行会议纪要
	14:00	德国	5 月工业产出(环比)	月	0.7%	0.4%	
	20:15		5 月 ADP 就业(万人)	月	12.8	20.0	
		美国	上周首申失业金人数(万)	周	23.1	23.0	
	20:30		5 月贸易帐(亿美元)	月	-871.0	-850.0	
7/8	7:50	日本	5 月经常帐(亿日元)	月	5010.0	1860.0	1:00 美联储沃勒、布拉德讲话 / 19:55 欧央行拉加德讲话 / 23:00 美联储威廉姆斯讲话
	14:45	法国	5 月贸易帐(亿欧元)	月	-122.0	-122.0	
			6 月非农就业(万人)	月	39.0	27.0	
	20:30	美国	6 月失业率	月	3.6%	3.6%	
			6 月平均时薪(同比)	月	5.2%	5.0%	

资料来源：investing 华泰期货研究所

全球宏观图表

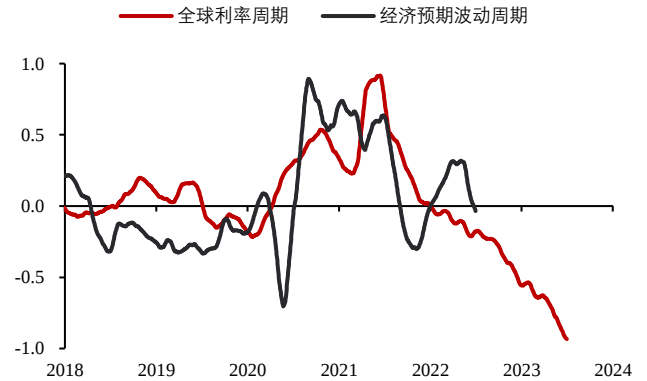
总量：经济预期回落，库存周期回落，产能周期分化

图 2：实际经济周期和预期经济周期对比



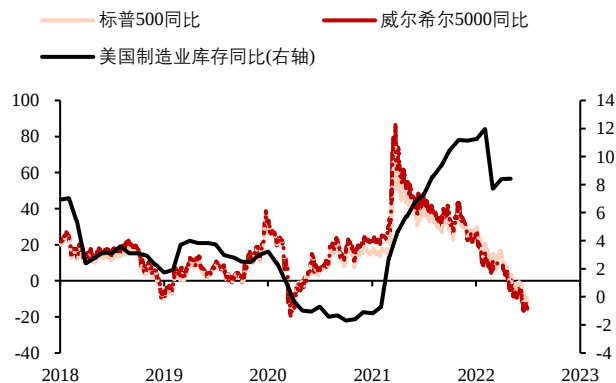
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：预期经济周期和利率周期对比



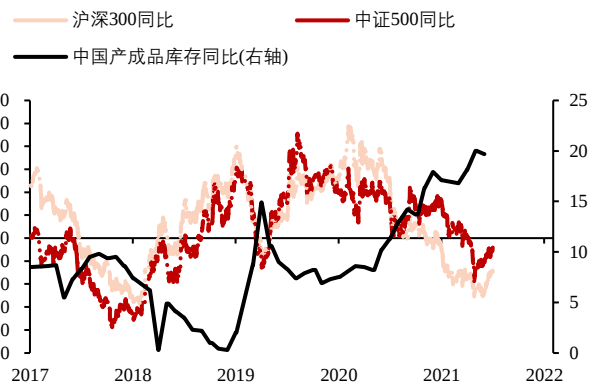
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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	
	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
全球	1.7	1.4	1.4	0.9	0.9	1.0	0.9	1.0	0.5	0.7	0.4	0.1	0.2	-
美国	1.6	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	0.1	-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	2.2	2.3	2.1	1.8	1.3	1.2	1.2	1.1	1.3	1.2	0.8	0.6	0.4	-0.1
日本	0.8	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	1.9	2.0	2.1	1.6	0.8	0.7	0.7	0.7	1.1	0.8	0.6	0.2	0.2	-0.2
法国	1.9	1.8	1.6	1.5	0.9	0.6	1.1	1.0	1.0	1.4	0.8	1.0	0.8	0.0
英国	2.9	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
加拿大	0.4	1.4	0.4	0.9	1.0	0.5	0.5	-0.7	0.1	0.7	1.4	1.4	1.2	-
澳大利亚	0.1	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	1.5	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	0.7	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	0.6	-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	0.6	-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	1.2	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

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	1.7	1.9	1.9	1.9	1.9	2.4	2.7	2.9	3.2	3.4	3.8	3.6	3.8	-
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	-
欧元区	0.3	0.2	0.5	1.0	1.3	1.8	2.3	2.4	2.5	3.0	4.1	4.1	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	-
德国	0.7	0.5	1.7	1.8	1.9	2.2	2.8	2.8	2.5	2.7	4.3	4.4	4.8	-
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	-0.1	0.1	-0.2	0.5	0.5	1.2	1.7	1.9	2.0	2.4	2.9	4.1	4.2	-
加拿大	1.3	0.9	1.4	1.8	2.0	2.2	2.2	2.4	2.6	3.0	3.7	4.0	4.6	-
韩国	0.7	0.5	0.7	0.6	0.5	1.1	1.7	1.6	1.5	1.6	2.0	2.5	3.0	-
巴西	0.9	1.0	1.3	1.5	1.8	2.0	2.0	1.7	1.8	1.9	2.2	2.6	2.4	-
俄罗斯	-0.2	-0.1	-0.1	0.0	0.2	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6	2.7	3.0	2.8	-
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	-
泰国														

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	2.2	1.6	1.6	1.4	1.4	2.2	1.6	1.2	1.8	0.3	0.4	0.4	-
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	-
欧元区	2.1	1.2	0.6	0.0	0.4	0.1	2.1	0.3	2.1	1.1	0.1	0.7	-	-
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	0.7	0.4	0.2	1.3	-	-
英国	4.1	1.3	0.0	-0.3	-0.5	-0.6	0.3	-0.1	1.5	1.1	-0.1	-1.5	-1.3	-
加拿大	2.6	0.3	0.2	0.5	-0.1	-0.2	0.5	0.6	1.0	0.4	-0.1	0.6	-	-
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	0.3	1.3

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	2.9	1.6	1.5	1.4	1.3	1.5	1.5	1.5	1.8	2.1	1.8	-	-
中国	2.3	1.5	1.0	1.2	0.4	0.5	1.1	0.5	0.6	0.0	-0.5	-0.5	-0.3	-
欧元区	2.2	1.7	0.9	1.7	1.2	1.4	2.0	2.4	3.0	2.6	2.2	2.5	-	-
日本	1.3	1.8	1.8	2.1	1.9	1.6	2.4	2.1	2.0	1.8	1.7	1.9	2.4	-
德国	2.6	2.1	1.1	1.1	0.7	1.1	1.4	2.2	2.0	1.8	1.6	1.9	-	-
法国	2.6	1.4	0.5	1.4	0.7	0.8	1.9	2.4	2.3	2.1	1.9	1.5	-	-
英国	2.7	1.5	1.3	1.2	0.6	0.0	-0.1	-0.4	2.4	2.1	2.6	2.2	-	-
加拿大	5.4	1.7	0.4	-0.1	-0.7	-0.2	-0.1	0.4	-0.7	0.2	0.1	0.9	-	-
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_43562

