



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

国内改善叠加海外衰退预期，警惕海外冲突的外溢风险。随着美联储收紧货币政策，5月出口型经济体转向贸易逆差；随着美国中期选举临近，7月国际政治出现较大变化。

核心观点

■ 市场分析

中国：外储流出，经济恢复中关注风险。1) 货币政策：央行公开市场开展 30 亿元逆回购操作，最后贷款人机制不应向资不抵债机构发放再贷款。2) 经济数据：1 至 5 月服务贸易同比+22%，但 6 月外汇储备规模为 30713 亿美元，下降 565 亿美元。3) 通胀：国家发展改革委将适时采取储备调节、供需调节等有效措施，防范生猪价格过快上涨。4) 对外：刘鹤与美财政部长耶伦通话；亚投行计划在阿联酋开设首个海外办事处；启动香港和内地的“互换通”，建立人民币与港币之间的常备互换安排（8000 亿）。

海外：不确定性增加，关注风险。1) 货币政策：美联储会议纪要显示 7 月会议可能适合加息 75BP 或者 50BP，Waller 和 Bullard 支持加息 75BP；欧央行会议纪要显示对 7 月是否加息超过 25BP 争议较大，鹰派担心通胀预期脱锚更难处理；日本央行 6 月购买了 16.2 万亿日元国债，创历史新高。2) 经济数据：美国 6 月 ISM 服务业指数 55.3，6 月非农就业新增 37.2 万，5 月职位空缺 1125.4 万人；韩国 6 月 CPI 同比+6.0%，创 1998 年 11 月最高。3) 能源不确定：德国政府批准对能源巨头进行救助，欧洲议会将天然气和核能列为绿色能源；6 月平均气温创 1961 年以来同期新高。4) 政治不确定：OPEC 秘书长巴尔金多离任前去世，日本前首相安倍晋三遭遇枪击，英国首相约翰逊官宣下台。5) 对外逆差和平价：5 月贸易逆差：德国 30 年来首次出现 10 亿欧元，法国 60.1 亿欧元，日本 178 亿美元，韩国 17.1 亿美元，印度 242 亿美元，越南 17.3 亿美元，但美国缩减 11 亿美元至 855 亿美元；欧元下跌接近平价。

■ 策略

国内经济周期尝试从底部走出，等待风险冲击创造的资产空间；欧美政治经济压力增加，关注压力阶段性风险

■ 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 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 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

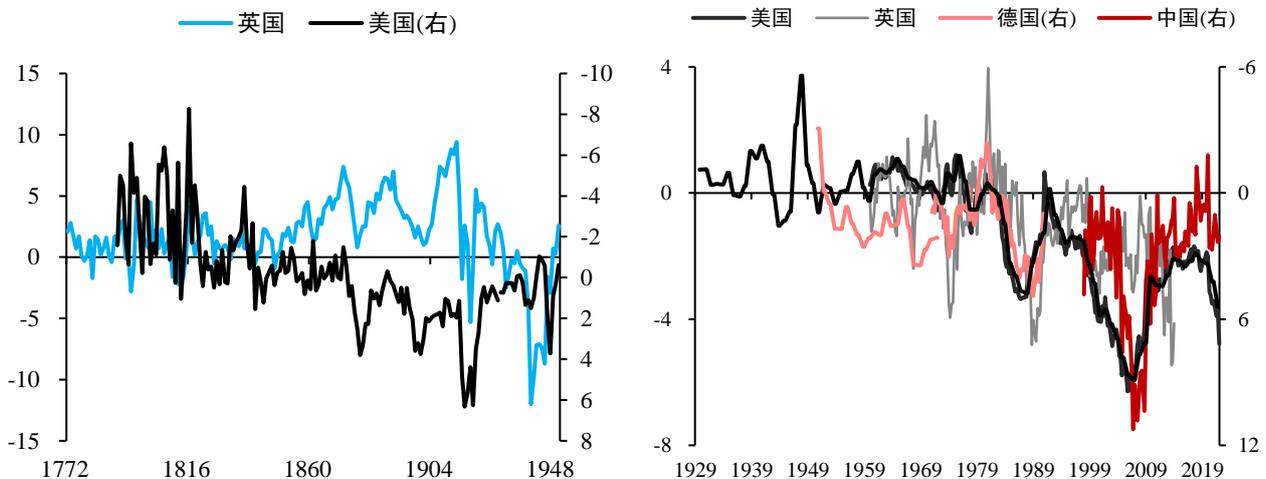
表 1: 一周宏观交易日历	4
表 2: 全球主要经济体景气横向对比 基期=2010.1	6
表 3: 全球主要经济体通胀横向对比 基期=2010.1	6
表 4: 全球主要经济体消费横向对比 基期=2010.1	7
表 5: 全球主要经济体进口横向对比 基期=2010.1	7
表 6: 全球主要经济体出口横向对比 基期=2010.1	8
表 7: 全球主要经济体货币横向对比 基期=2010.1	8

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。我们对比了 19 世纪以来主要经济体对外账户，呈现出此消彼长的状态，在工业革命以后，世界出口的主要来源于英国（左图蓝线：英国经常帐占 GDP 比重）。随着美国在世界经济份额的增加，19 世纪后期美国在全球的对外账户顺差逐渐增加，并在第一次世界大战期间取代英国，成为全球出口顺差的提供者（左图黑线：美国商品贸易差额占 GDP 比重）。进入到 20 世纪，尤其是二战后，伴随着全球战后经济的重建，全球产业也再次转向德国和日本，成为主要的生产制造中心（右图粉线：德国贸易差额占 GDP 比重），并在 80 年代后，全球的制造业中心逐渐往亚洲转移，中国成为全球主要的贸易顺差提供者（右图红线：中国经常项目差额占 GDP 比重）。2008 年金融危机以外，随着美国家庭部门的去杠杆，全球贸易环境再次呈现出收缩的状态，2017 年美国的贸易战叠加 2020 年疫情的冲击，中国正式提出了“双循环”战略。关注 2022 年强美元影响下对于全球经济分配的影响，截止 2022 年一季度，虽然美国经常项目逆差比重继续回升，但是在平衡战略影响下，国内顺差扩张程度相对有限。

图 1：主要经济体对外账户差额/GDP 的演变历史 | 单位：%GDP



数据来源：Wind FRED 帕尔格雷夫世界历史统计 华泰期货研究院

一周宏观日历。1) 中国 6 月的经济数据将公布，届时疫后经济恢复的结构和程度将继续得到确认，央行二季度调查问卷显示微观主体对于未来的信心依然不足，特别关注投资端的扩张进展，以及在外经济体转向逆差之后，中国的对外贸易受到影响情况。2) 美联储 7 月议息会议前，下周将公布美联储对于经济评估的褐皮书；同时下周有多家央行进行议息会议，可以观察其在一方面美联储货币政策收紧，另一方面国内宏观账户面临压力的情况下，货币政策的选择，以进一步判断这些经济体面临的风险。

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
7/11	7:50	日本	5月核心机械订单(同比)	月	19.0%	5.8%	欧元区财长会议
	22:00	美国	6月世界大型企业就业趋势	月	119.8	-	
7/12	7:50	日本	6月PPI(同比)	月	9.1%	8.8%	2:00 美联储威廉姆斯讲话 / 19:00 OPEC 月报
	17:00	德国	7月经济景气指数	月	-28.0	-38.0	
	18:00	美国	6月小企业信心指数	月	93.1	-	
7/13	11:00	中国	6月出口(美元同比)	月	16.9%	12.0%	0:00 美国 USDA 报告 / 1:00 英国央行贝利讲话 / 9:00 韩国央行利率决议 / 10:00 新西兰央行利率决议 / 22:00 加拿大央行利率决议
			6月贸易帐(亿美元)	月	787.6	757.0	
	14:00	英国	5月制造业产出(环比)	月	-1.0%	0.1%	
	17:00	欧元区	5月工业产出(环比)	月	0.4%	0.2%	
	19:00	美国	上周30年抵押贷款利率	周	5.74%	-	
	20:30		6月CPI(同比)	月	8.6%	8.8%	
7/14	2:00	美国	6月政府预算(亿美元)	月	-660.0	-	2:00 美联储经济褐皮书
	20:30		上周首申失业金人数(万)	周	23.5	23.5	
7/15	10:00	中国	6月固定资产投资(累计同比)	月	6.2%	6.0%	-
			6月规模以上工业增加值(同比)	月	0.7%	-0.7%	
			6月社会消费品零售(同比)	月	-6.7%	-7.1%	
	20:30	美国	6月零售销售(环比)	月	39.0	27.0	
	21:15		7月纽约联储制造业指数	月	3.6%	3.6%	
	22:00		6月工业产出(环比)	月	0.1%	0.1%	
			7月密歇根大学消费者信心指数	月	50.0	49.8	

资料来源: investing 华泰期货研究所

全球宏观图表

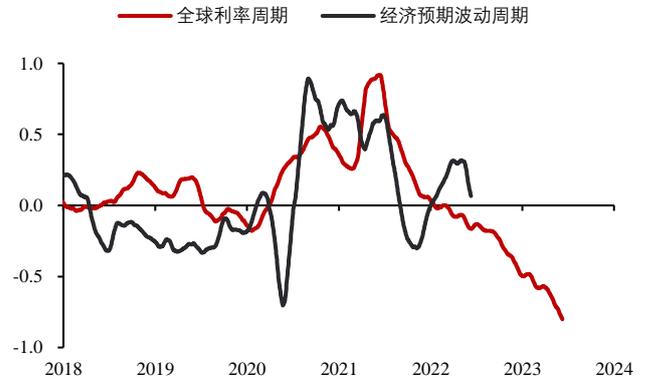
总量：经济预期回落，库存周期回落，产能周期分化

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



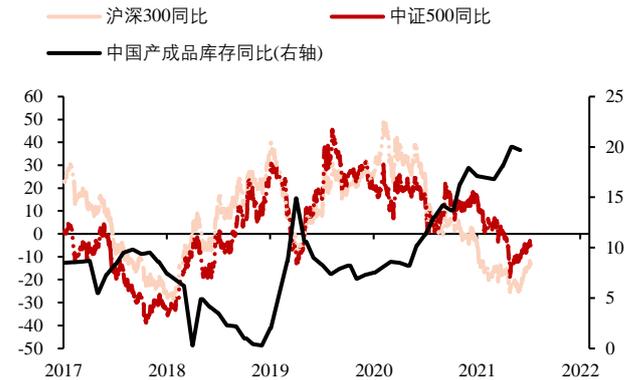
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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	0.1	0.1
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	1.5	1.4	1.2	0.1
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	0.4	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	-
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	-0.1	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	0.6	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	0.2	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	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	0.3	0.4	0.7	1.0	1.0	1.0	1.2	1.8	2.1	2.4	2.8

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	0.2	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	1.3	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	0.2	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	2.8	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	1.1	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	2.5	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	2.7	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	0.1	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_43737

 云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

 云报告
<https://www.yunbaogao.cn>