



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

房地产风险的释放增加了经济改善的难度，国内风险偏好仍在等待改善的状态。美俄的中东之行或将部分改善市场的不确定性，短期或缓和美元的强势。

核心观点

■ 市场分析

中国：房地产风险将对信贷复苏带来抑制。1) 金融数据：6月社融增量 5.17 万亿，存量增 10.8%，M2+11.4%，M1+5.8%。2) 经济数据：上半年 GDP+2.5%，夏粮产量+1.0%，工业增加值+3.4%，服务业增加值+1.8%，社零销售-0.7%，固定资产投资+6.1%，青年失业率 19.3%；6月出口+17.9%，进口+1%，贸易顺差 979.4 亿美元；上半年一般公共预算收入扣除留抵退税因素后增长 3.3%，按自然口径计算下降 10.2%。3) 风险因素：央行表示 99%的银行业资产处在安全边界内；农业农村部表示能繁母猪产能充足，后期不具备持续大幅上涨的基础条件；国常会指出要强化保障和服务灵活就业。

海外：通胀新高继续施压货币政策收紧。1) 货币政策：瑞士央行计划将政策利率从-0.25% 提高到 0.25%；韩国央行加息 50BP，新西兰联储连续第三次加息 50BP，加拿大央行加息 100BP。2) 通胀数据：美国 6 月 CPI 同比 9.1%，环比 1.3%；美联储通胀预期调查：一年升至 6.8%，三年降至 3.6%；美联储褐皮书显示通胀持续高企，就业市场持续紧张。3) 能源资源：日本重启 9 座核反应堆；德国重启和增加煤炭和石油发电厂；美国财政部批准与俄罗斯进行农产品、化肥、种子材料、药品和医疗设备相关交易。4) 风险因素：日本日增确诊病例再超 9 万例；耶伦访问日本，就汇率问题酌情合作；意大利总理德拉吉递交辞呈；拜登 13 日访问以色列、巴勒斯坦和沙特阿拉伯；普京 19 日参加俄罗斯、土耳其和伊朗三国峰会。

■ 策略

国内经济周期维持改善状态，短期等待风险冲击创造的配置空间；欧美政治经济压力增加，短期关注压力释放后的缓和

■ 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

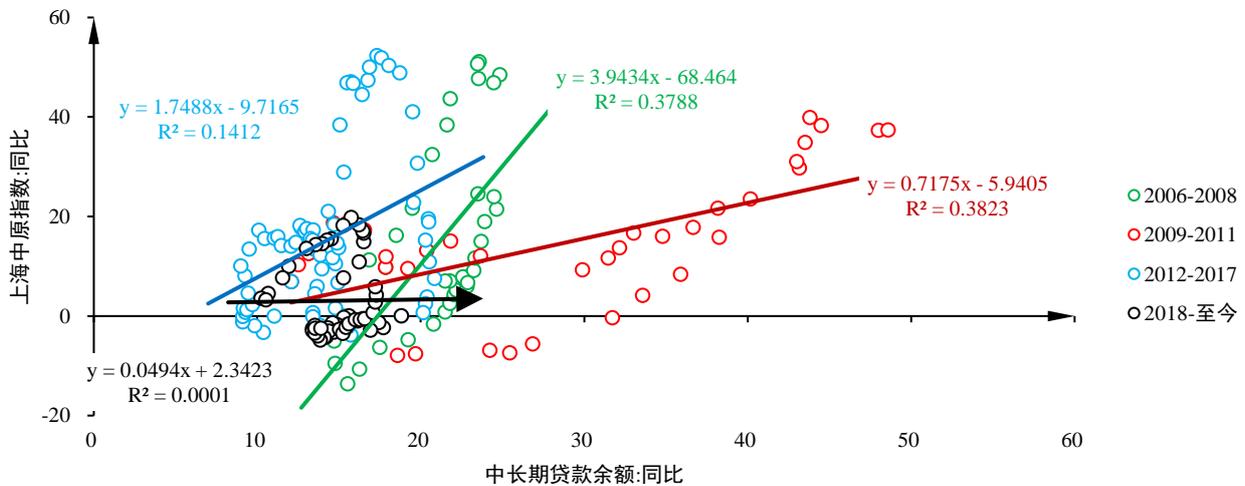
图表

图 1: 金融机构中长期贷款余额和上海中原指数走势对比 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 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 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。考虑到市场对于房地产情绪的再次发酵，我们从价格层面对于“灰犀牛”风险进行了衡量，以中原指数作为房价的一个间接替代，以金融机构口径下的中长期贷款余额增速为社会信贷扩张的替代指标。通过对比两者之间的相关性发现，在 2011 年之前房价和社会信用扩张之间存在显著的相关性 (R^2 在 0.38)，且 2006-2008 年的曲线斜率明显高于 2009-2011 年，说明在 2009-2011 年由于我国实施了扩张性的宏观政策来对冲金融危机冲击下海外需求的快速萎缩，形成单位房价变动下社会信用的快速扩张。2012 年以后，出现了两个变化，其一是 2012-2017 年曲线的斜率在逐渐恢复 2006-2008 年的状态，说明信用扩张的节奏出现了显著的放缓，到了 2018 年以后斜率虽然再次收敛到 0.05 的低位，但是整体房价的波动空间和信用的扩张空间都显著收敛，维持在+20% 以内，显示出结构的转变——房地产市场受到“房住不炒”政策抑制的背景下，价格对于社会信用的积极作用在下降，但是弹性有所增加，虽然不甚明显 (R^2 仅有 0.0001)。就未来来说，我们需要警惕的是斜率转负的风险，即当前市场情绪的放大对于房地产作为抵押品价值的系统性冲击可能。

图 1：金融机构中长期贷款余额和上海中原指数走势对比 | 单位：%yoy



数据来源：Wind 华泰期货研究院

一周宏观日历。1) 7月21日多家央行将进行议息会议，从重要性上来看，日本和欧洲央行的议息会议值得关注，一方面考察安倍事件后日本货币政策是否会转变；另一方面对于欧洲来说瑞士央行给了一个不是很好的示范（6月加息50个基点后，释放9月将从负利率转向正利率的信号），对于欧洲形成较大的政策压力。2) 7月22日公布的PMI初值报告或许对于评估货币政策收紧状态下的景气影响提供线索。

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
7/18	6:45	新西兰	二季度 CPI(同比)	季	6.9%	7.1%	21:00 英国央行桑德斯讲话
	22:00	美国	7 月 NAHB 房产市场指数	月	67.0	66.0	
	4:00	美国	5 月 TIC 国际资本净流入(亿美元)	月	13.0	-	
	14:00	英国	6 月失业金申请(万人)	月	-2.0	-	
7/19	17:00	欧元区	6 月 CPI(同比)	月	8.6%	8.6%	9:30 澳洲联储会议纪要
	20:30	美国	6 月营建许可(万人)	月	169.5	165.0	
			6 月新屋开工(万人)	月	154.9	158.5	
7/20	14:00	英国	6 月 CPI(同比)	月	9.1%	9.2%	1:45 英国央行贝利讲话 / 7:10 澳洲联储洛维讲话
		德国	6 月 PPI(同比)	月	33.6%	33.9%	
	17:00	欧元区	5 月经常帐(亿欧元)	月	-58.0	-	
	19:00	美国	上周 30 年抵押贷款利率	周	5.74%	-	
22:00	6 月成屋销售(万户)		月	541.0	538.0		
7/21	7:50	日本	6 月商品贸易帐(亿日元)	月	-23585	-15097	10:30 日本央行议息会议 / 15:30 印尼央行议息会议 / 20:15 欧央行议息会议 / 21:00 南非央行议息会议
	20:30	美国	上周首申失业金人数(万)	周	24.4	24.0	
			7 月费城联储制造业指数	月	-3.3	-2.5	
7/22	7:30	日本	6 月 CPI(同比)	月	2.1%	2.2%	-
	14:00	英国	6 月零售销售(环比)	月	-0.5%	-0.4%	
	15:15	法国		月	51.4	50.9	
	15:30	德国		月	52.0	51.0	
	16:00	欧元区	7 月制造业 PMI	月	52.1	51.0	
	16:30	英国		月	52.8	-	
21:45	美国		月	52.7	52.0		

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



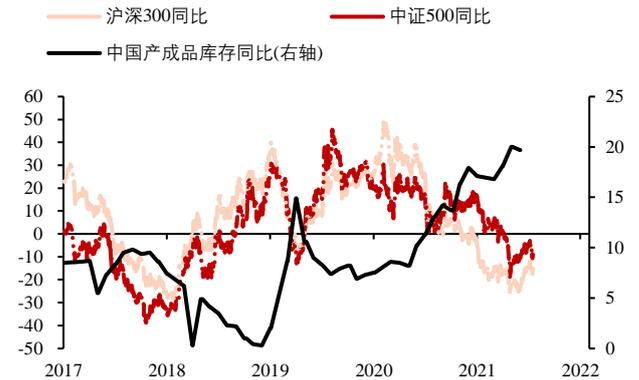
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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	0.1	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	1.6	1.8	1.8	1.7	1.8	2.2	2.6	2.7	3.0	3.2	3.5	3.4	3.6	3.9
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	0.1
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	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	2.6	2.9	2.7	2.4
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	2.3	2.6

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	2.1	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	0.2	-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	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	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	
	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	1.2	0.5	0.6	0.0	-0.5	-0.5	-0.3	-0.5
欧元区	2.1	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	1.3	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	2.6	1.4	1.2	1.1	0.5	-0.1	-0.1	-0.4	2.5	2.2	2.7	2.4	2.7	-
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	1.8	1.9	1.8	2.1	1.3	1.7	2.1	1.7	1.6	1.0	1.2	0.6	0.7	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_44117



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn