



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

中国 15BP 降息推动信用扩张，美国 75BP 加息抑制通货膨胀，关键还在于资产端是否有动力发生改变。目前看前者从防疫政策、中美协作和银行风险处置等边际上正在转变；但后者数据尽管已有回落压力，货币政策基调短期进一步施压总需求，成为核心矛盾。

核心观点

■ 市场分析

中国：信用结构转换的腾挪。1) 货币政策：1 年期和 5 年期 LPR 分别下降 5BP 和 15BP，DR007 向央行逆回购利率靠拢。2) 宏观政策：国常会增加 3000 亿元以上政策性开发性金融工具额度，依法用好 5000 多亿元专项债结存限额；国家能源局将全方位加大页岩油上产规模，推动页岩革命；工信部指出把促进新能源发展放在更加突出的位置；海南碳达峰方案，2030 年全面禁售燃油汽车。3) 经济数据：1-7 月全国规模以上工业企业利润同比-1.1%。4) 风险因素：四川限电；银保监会原则同意辽阳农商行、辽宁太子河村镇银行进入破产程序；海关总署优化健康申明卡，提高申报效率；美国将七家中国相关实体添加到其出口管制清单；中美签署审计监管合作协议。

海外：流动性的紧缩再启动。1) 货币政策：美联储鲍威尔鹰派，再度重申“通胀不歇、加息不止”，哈克表示将尽一切努力控制通货膨胀，博斯蒂克倾向于 9 月加息 75BP，梅斯特表示在抗击美国高通胀问题上“全力以赴”；欧央行 7 月会议纪要显示采取进一步措施是适当的，消息人士称欧央行或将在 9 月讨论加息 75BP；市场预期英国央行明年 5 月前将利率提高 225BP 至 4%。2) 经济数据：美国 8 月 Markit 服务业 PMI 初值 44.1，8 月密歇根大学消费者信心指数终值 58.2，预期 55.4，7 月 PCE 物价指数同比 6.3%，预期 6.4%，7 月成屋签约销售指数环比-1%，预期-2.6%，新屋销售环比-12.6%，耐用品订单环比+0%。3) 通胀：美国二季度非金融企业税后利润占总增加值比重 15.5%，1950 年来最高；美国战略石油储备减少 810 万桶至 4.531 亿桶；沙特能源大臣表示 OPEC+ 可以随时以不同形式减产；伊朗已经开始对美方维也纳会谈最终协议文本意见进行详细审查；印度考虑对碎米出口实施限制；英国从 10 月 1 日起将能源使用支付的最高金额上调 80%。

■ 策略

战略性宏观维持防守，继续等待 9 月风险冲击创造的配置空间；随着美联储“鹰派”预期的增加，战术性降低风险资产

■ 风险

韩国金融风险，拉尼娜风险，疫情失控风险

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

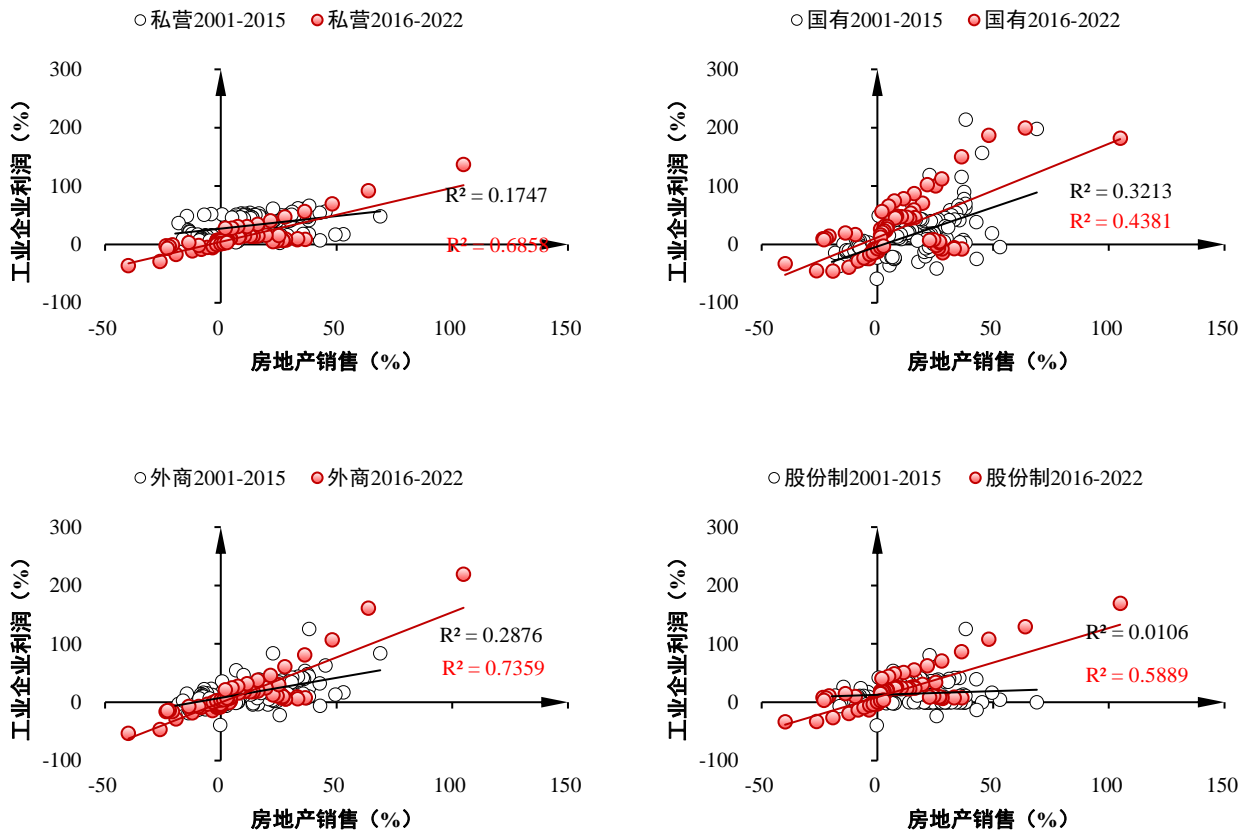
图表

图 1: 不同类型企业盈利和房地产销售关系 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，预期值低位反弹	5
图 5: 中国库存周期高位，预期值结束反弹	5
图 6: 美国期限利差 (2s10s) 出现反弹	5
图 7: 中国期限利差 (2s10s) 重心向上不变	5
图 8: 过去 3 个月主要央行加减息变化 净加息次数减少 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。8月之前我们看到虽然政策力度很大，但是传导到实体经济领域的规模其实还是有限。随着8月中美之间达成审计协议，我们认为这种国际关系领域的不确定性正在减少。从结构上来看，旧有模式下的游戏也仍将至少阶段性的继续。对于房地产就是这样一个环节，随着外部约束条件的缓和，内部的对冲措施也将在未来陆续的出台。这点又似乎和2015年有较多的相似性，在美联储决定开始的加息进程中，中国宏观政策层面采取了降息等多重手段来对冲外部流动性压力紧缩带来的影响。从更广义的角度来看，随着房地产市场边际上的继续改善，我们认为大小盘之间的结构分化也将再次开启，这是我们认为也是值得关注的。

图 1：不同类型企业盈利和房地产销售关系 | 单位：%YOY



数据来源：Wind 华泰期货研究院

一周宏观日历。8月的央行年会上鲍威尔已经给出了明确的“抗击通胀”的信心，除非实体经济数据出现明显的异动，预期层面转变的可能性较小。本周关注美国就业报告。

表 1: 一周宏观交易日历

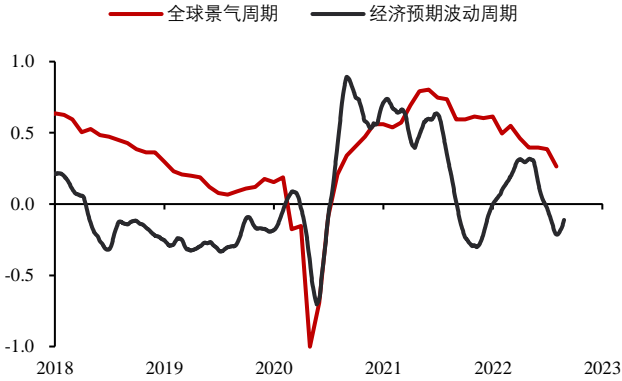
日期	时间	地区	数据名称	周期	前值	预期值	货币/财政动态
8/29	9:30	澳大利亚	7月零售销售(环比)	月	0.2%	0.3%	
	22:30	美国	8月达拉斯联储商业活动指数	月	-22.6	-	
	9:30	澳大利亚	7月营建许可(环比)	月	-0.7%	-1.0%	
8/30	17:00	欧元区	8月经济景气指数	月	99.0	97.7	23:00 美联储威廉姆斯讲话
	20:00	德国	8月CPI(同比)	月	7.5%	7.8%	
	21:00		6月SP/CS 20座城市房价指数(同比)	月	20.5%	19.4%	
	22:00	美国	8月咨商会消费者信心指数	月	95.7	97.4	
			7月职位空缺(万人)	月	1069.8	1100.0	
8/31	7:00	韩国	7月工业产出(环比)	月	1.9%	-0.1%	20:00 美联储梅斯特讲话
	7:50	日本	7月工业产出(环比)	月	9.2%	-0.5%	
	9:30	中国	8月官方制造业PMI	月	49.0	49.2	
	17:00	欧元区	8月CPI(同比)	月	8.9%	9.0%	
	19:00		上周30年抵押贷款利率	周	5.65%	-	
	20:15	美国	8月ADP就业(万人)	月	12.8	20.0	
	21:45		8月芝加哥PMI	月	52.1	52.0	
9/1	8:00	韩国	8月贸易帐(亿韩元)	月	-48.0	-82.0	
	9:45	中国	8月财新制造业PMI	月	50.4	50.2	
	14:00	德国	7月零售销售(环比)	月	-1.6%	-0.4%	
	15:50	法国		月	49.0	49.0	
	15:55	德国	8月制造业PMI	月	49.8	49.8	
	16:00	欧元区		月	49.7	49.7	
	16:30	英国		月	46.0	46.0	
	20:30		上周首申失业金人数(万)	周	24.3	24.9	
	21:45	美国	8月Markit制造业PMI	月	51.3	-	
	22:00		8月ISM制造业PMI	月	52.8	52.0	
9/2			7月营建支出(环比)	月	-1.1%	-0.1%	
	7:00	韩国	8月CPI(同比)	月	6.3%	6.2%	
	14:00	德国	7月贸易帐(亿欧元)	月	64.0	46.0	
	17:00	欧元区	7月PPI(同比)	月	35.8%	37.0%	
	20:30		8月非农就业(万人)	月	52.8	28.5	
22:00	美国	8月失业率	月	3.5%	3.5%		
			7月工厂订单(环比)	月	2.0%	0.2%	

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



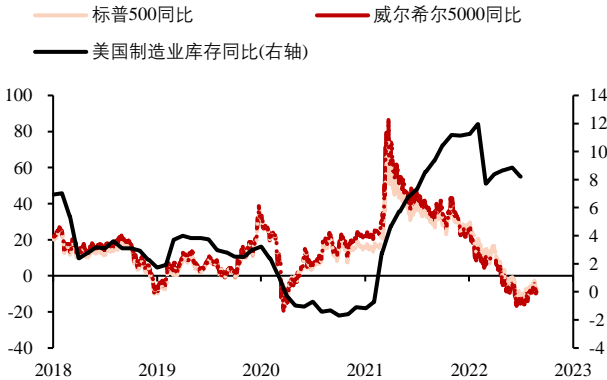
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：预期经济周期和利率周期对比



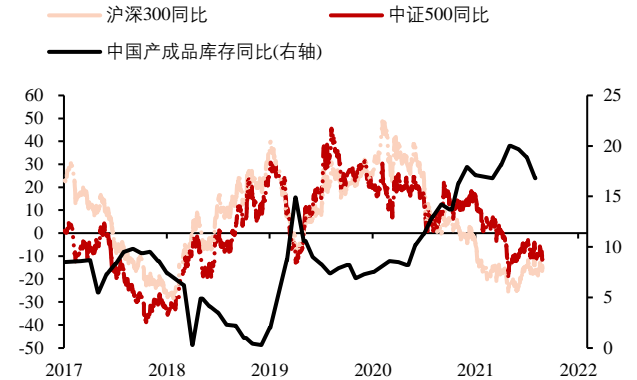
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：美国库存周期回落，预期值低位反弹



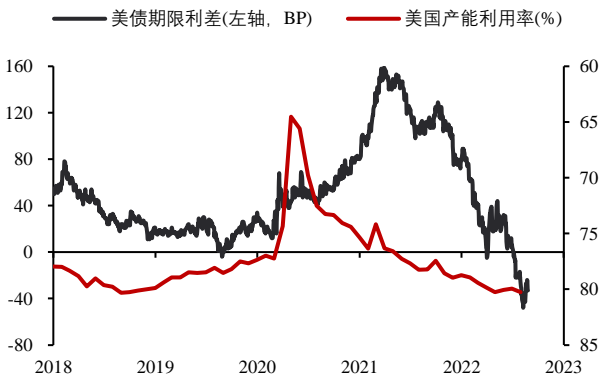
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：中国库存周期高位，预期值结束反弹



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6：美国期限利差 (2s10s) 出现反弹



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：中国期限利差 (2s10s) 重心向上不变



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	
	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
全球	1.4	0.9	0.9	1.0	0.9	1.0	0.5	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1	-0.4	-
美国	1.2	1.3	1.6	1.5	1.6	1.0	0.7	0.9	0.6	0.1	0.3	-0.5	-0.5	-
中国	-0.2	-0.4	-0.7	-0.9	-0.4	-0.3	-0.4	-0.3	-0.7	-1.9	-0.7	-0.3	-1.0	-
欧元区	2.2	1.9	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3	1.2	0.8	0.6	0.4	-0.1	-0.6	-0.6
日本	0.8	0.6	0.2	0.8	1.3	1.2	1.6	0.6	1.2	0.9	0.9	0.6	0.4	-
德国	2.1	1.6	0.9	0.8	0.7	0.7	1.1	0.9	0.6	0.2	0.3	-0.2	-0.7	-0.6
法国	1.6	1.5	0.9	0.6	1.1	1.0	1.0	1.4	0.8	1.1	0.8	0.1	-0.4	-0.5
英国	1.7	1.6	0.9	1.0	1.1	1.1	0.9	1.1	0.4	0.6	0.3	-0.2	-0.3	-1.8
加拿大	0.4	0.9	1.0	0.5	0.5	-0.7	0.1	0.7	1.5	1.4	1.2	0.1	-0.5	-
澳大利亚	1.9	0.1	0.0	-0.1	0.7	-0.5	-0.5	0.4	0.9	1.5	0.3	0.6	0.3	-
韩国	1.2	0.5	1.0	0.1	0.4	0.8	1.1	1.5	0.5	0.8	0.7	0.5	-0.1	-
巴西	1.4	0.7	0.9	0.3	-0.2	-0.2	-0.7	-0.2	0.4	0.3	0.8	0.8	0.8	-
俄罗斯	-1.0	-1.4	-0.1	0.5	0.6	0.5	0.6	-0.6	-2.2	-0.7	0.2	0.3	0.1	-
越南	-1.8	-3.3	-3.3	0.3	0.4	0.5	0.8	1.0	0.2	0.2	1.1	0.9	0.1	-
Ave	0.9	0.4	0.3	0.5	0.7	0.5	0.6	0.7	0.4	0.4	0.5	0.2	-0.2	-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	
	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	7月
美国	1.7	1.7	1.7	1.7	2.1	2.5	2.6	2.8	3.1	3.4	3.3	3.4	3.7	3.4
中国	-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	0.2
欧元区	0.2	0.3	0.8	1.1	1.5	2.0	2.0	2.1	2.6	3.5	3.5	3.9	4.2	4.4
日本	-0.9	-0.7	-0.8	-0.2	-0.3	0.2	0.3	0.1	0.4	0.7	2.0	2.0	1.9	2.1
德国	0.4	1.4	1.5	1.7	1.9	2.4	2.5	2.2	2.3	3.8	3.9	4.2	4.0	4.0
法国	0.2	-0.1	0.6	0.8	1.2	1.4	1.4	1.5	2.1	3.0	3.2	3.6	4.1	4.4
英国	0.0	-0.2	0.4	0.4	1.0	1.5	1.6	1.7	2.1	2.5	3.6	3.7	3.8	4.2
加拿大	0.8	1.2	1.5	1.7	1.9	1.9	2.0	2.2	2.6	3.2	3.5	4.0	4.2	4.0
韩国	0.4	0.6	0.6	0.4	1.0	1.5	1.4	1.4	1.4	1.8	2.3	2.7	3.2	3.5
巴西	0.9	1.2	1.5	1.7	1.9	1.9	1.6	1.8	1.8	2.1	2.5	2.3	2.4	1.6
俄罗斯	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	2.6	2.9	2.7	2.4	2.2
印尼	-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	0.3
马来西亚	1.0	0.2	0.1	0.2	0.7	0.9	0.9	0.3	0.2	0.2	0.3	0.6	1.0	-
泰国	-0.2	-0.6	-0.8	0.1	0.4	0.6	0.3	0.9	2.0	2.2	1.6	2.9	3.2	3.2
越南	-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	-0.4
印度	-0.4	-0.7	-0.6	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4	-0.6	-0.5	-0.2	0.0	-0.3	-
Ave	0.1	0.1	0.2	0.3	0.6	0.9	0.9	0.9	1.1	1.6	1.9	2.2	2.4	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	
	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	7月
美国	2.2	1.5	1.6	1.3	1.4	2.2	1.6	1.2	1.8	0.3	0.4	0.6	0.5	0.5
中国	0.2	-0.3	-1.2	-0.9	-0.8	-1.0	-1.3	-	-0.6	-2.0	-3.1	-2.5	-1.1	-1.1
欧元区	1.3	0.6	0.0	0.4	0.1	2.0	0.3	2.1	1.1	0.2	0.8	-0.2	-1.4	-
日本	2.0	1.9	1.3	1.2	1.0	1.8	1.2	1.3	1.1	1.0	1.1	1.7	1.3	-
德国	1.6	-0.2	-0.3	-0.4	-1.1	0.1	0.3	3.1	2.2	-0.3	2.0	1.7	-1.5	-
法国	0.5	0.6	-0.1	0.6	0.2	3.8	-0.5	0.7	0.4	0.2	1.4	0.3	-0.5	-
英国	1.4	0.0	-0.2	-0.5	-0.6	0.3	-0.1	1.5	1.1	0.0	-1.5	-1.3	-1.6	-1.0
加拿大	0.3	0.2	0.5	-0.1	-0.2	0.4	0.5	1.0	0.4	-0.1	0.6	1.5	0.9	-
澳大利亚	-0.3	-2.3	-1.5	-0.7	0.3	0.5	0.2	0.7	1.6	1.7	1.8	2.0	2.6	-
越南	-2.0	-3.4	-3.8	-3.7	-2.5	-1.5	-1.5	-1.3	-1.0	-0.2	0.0	0.6	1.3	3.5
Ave	0.7	-0.1	-0.4	-0.3	-0.2	0.9	0.1	1.1	0.8	0.1	0.4	0.4	0.1	0.5

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	
	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	7月
美国	2.8	1.6	1.4	1.4	1.2	1.4	1.5	1.4	1.7	2.1	1.7	1.7	1.3	-
中国	1.5	1.0	1.2	0.4	0.5	1.2	0.5	0.6	0.1	-0.5	-0.5	-0.3	-0.5	-0.4
欧元区	1.6	0.8	1.6	1.1	1.3	1.9	2.2	2.8	2.4	2.1	2.4	3.3	2.6	-
日本	1.7	1.7	2.0	1.8	1.5	2.3	2.0	1.9	1.7	1.6	1.8	2.3	2.2	2.7
德国	2.0	1.0	1.0	0.7	1.1	1.3	2.1	1.9	1.8	1.5	1.9	2.6	1.7	-
法国	1.3	0.5	1.3	0.6	0.8	1.8	2.3	2.2	2.0	1.8	1.6	2.8	1.8	-
英国	1.4	1.2	1.1	0.5	-0.1	-0.1	-0.4	2.5	2.2	2.7	2.3	2.6	2.1	-
加拿大	1.7	0.3	-0.1	-0.7	-0.2	-0.1	0.4	-0.7	0.1	0.1	1.1	0.3	0.6	-
韩国	1.9	1.7	2.1	1.3	1.7	2.0	1.7	1.6	1.0	1.2	0.6	1.4	0.7	0.8
巴西	2.3	1.9	2.5	1.8	1.9	1.5	0.9	0.9	0.9	0.6	0.9	1.3	1.1	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_45700



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn