



鹰派美联储料加剧衰退交易

——宏观利率图表 112

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

临近美联储加息，市场的不确定性再次增强，从英国财政扩张下形成风险，到加央行回落的 50 基点加息和日本的财政再扩张，市场转向了衰退定价的逆转交易——通缩和贴现因子回落。本周关注高通胀现实下美联储对市场预期的纠正，还是中期选举博弈下政策对市场的再次呵护。

核心观点

■ 市场分析

中国：改善曙光临近，市场博弈增加。1) 货币政策：央行本周 8500 亿元逆回购操作；央行将跨境融资宏观审慎调节参数由 1 上调至 1.25；易纲金融工作报告表示金融风险整体收敛、总体可控。2) 宏观政策：国常会提出四季度形成更多实物工作量，扩大以工代赈。3) 经济数据：9 月工业企业利润累计同比-2.3%；9 月二三线城市房价降幅扩大；9 月地产开发投资-8.0%，新开工-38.7%，销售-22.2%，出口+10.7%，社零+2.5%，工业增加值+6.3%；三季度 GDP 同比+3.9%。2022 年三季度末房地产贷款余额同比+3.2%，比上年末增速低 4.7 个百分点；房地产开发贷款余额同比+2.2%，比上年末高 1.3 个百分点。

海外：抗通胀增衰退，关注联储政策。1) 货币政策：欧洲央行加息 75BP，TLTRO 操作利率将与平均适用关键利率挂钩，在 12 月 15 日决定 QT 规则；日本央行维持政策利率 -0.1% 不变，维持 10 年期日本国债收益率目标在 0% 左右，维持 YCC 政策不变；加拿大央行加息 50BP；越南央行加息 100BP。2) 宏观政策：日本政府声明追加 2000 亿美元预算；英国首相宣布将优先考虑经济稳定和信心，英国宣布推迟公布财政计划。3) 经济数据：美国 10 月密歇根大学消费者信心指数终值 59.9，9 月核心 PCE 物价指数同比+5.15%，9 月耐用品订单环比+0.4%，三季度实际 GDP 年化环比+2.6%，美国 30 年期固定利率贷款的平均利率 7.08%，美国原油和精炼油出口升至 1140 万桶/日；德国三季度 GDP 环比+0.3%，同比+1.2%；欧元区 10 月制造业 PMI 46.6，创 29 个月新低。4) 风险因素：美国今年已累计确诊至少 88 万例流感病例；美债收益率曲线整体倒挂；马斯克完成 Twitter 收购；德国总理朔尔茨 11 月 4 日访华。

■ 策略

维持战略性乐观。中期风险冲击预期仍未结束，仍需等待其创造的配置空间；短期关注美联储是否会延长风险资产的反弹窗口。

■ 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

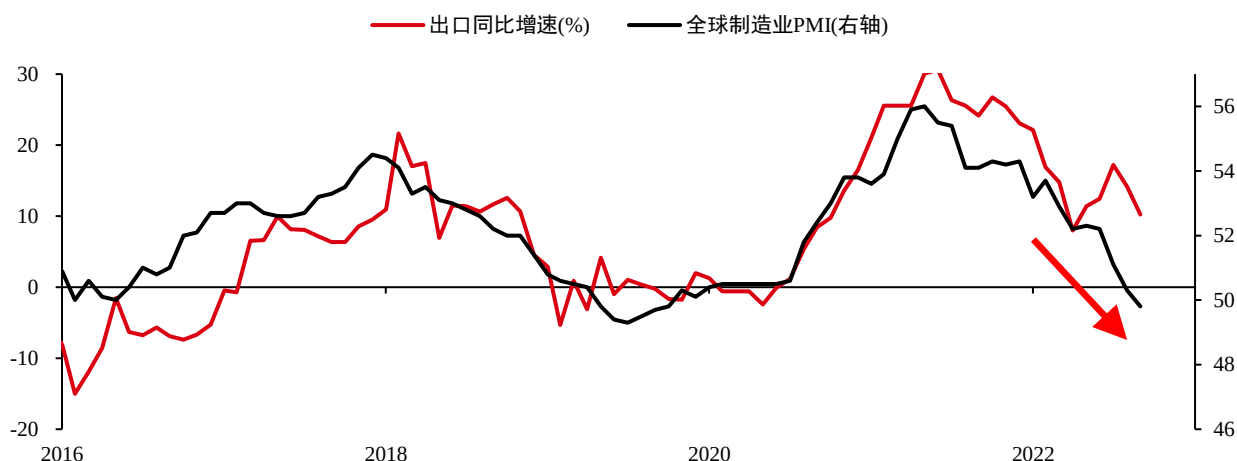
图表

图 1：全球经济“衰退”状态降低中国出口压力，增加宏观政策对冲需求 单位：%	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，预期值继续回落	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）暂时企稳	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 净加息次数不变	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	3
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。衰退交易下，能够拯救市场信心的不在于货币政策的转向，恰恰相反，货币政策的转向验证了经济的衰退，像上周加拿大央行的降低加息幅度，以及从英国到日本，以及其他可能的国家通过在货币政策收紧的过程中，加大财政的对冲来缓和需求面临的压力。

图 1：全球经济“衰退”状态降低中国出口压力，增加宏观政策对冲需求 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

一周宏观日历。本周重点关注美联储议息会议。当前市场的交易继续转向美国通胀高烧不退，美联储货币政策继续收紧形成的经济衰退情景——即金融压力的进一步增强将带来经济下行压力的增大（新美联储通讯社此前表达的也是这一风险），继而最终形成美联储货币政策逐渐的转向，从而结束快加息。

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
10/31	7:50	日本	9 月工业产出(环比)	月	3.4%	-1.0%	-
	9:30	中国	10 月制造业 PMI	月	50.1	50.0	
	15:00	德国	9 月零售销售(环比)	月	-1.3%	-0.3%	
	18:00	欧元区	10 月 CPI(同比)	月	9.9%	10.2%	
	21:45	美国	10 月芝加哥 PMI	月	45.7	47.0	
	22:30	美国	10 月达拉斯联储商业活动指数	月	-17.2	-	
11/1	8:00	韩国	10 月贸易帐(亿韩元)	月	-37.8	-39.4	11:30 澳洲联储议息会议 / 18:00 OPEC 会议

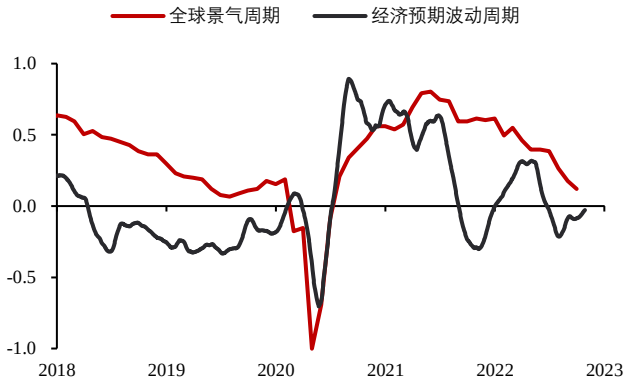
日期	时间	地区	数据名称	周期	前值	预期值	货币/财政动态
	8:30	日本	10 月制造业 PMI	月	47.3	-	
				月	50.7	-	
	9:45	中国	10 月财新制造业 PMI	月	48.1	49.0	
	17:30	英国	10 月制造业 PMI	月	45.8	45.8	
	21:45	美国	10 月 Markit 制造业 PMI	月	49.9	-	
			9 月营建支出(环比)	月	-0.7%	-0.5%	
	22:00		10 月 ISM 制造业 PMI	月	50.9	49.9	
			9 月职位空缺(万人)	月	1005.3	1000.0	
11/2	5:30	澳大利 亚	10 月制造业表现指数	月	50.2	-	4:00 新西兰联储金融稳定报告 / 6:00 新西兰 联储新闻发布会 / 7:50 日本央行会议纪要
	15:00	德国	9 月贸易帐(亿欧元)	月	12.0	7.0	
	16:50	法国		月	47.4	47.4	
	16:55	德国	10 月制造业 PMI	月	45.7	45.7	
	17:00	欧元区		月	46.6	46.6	
	19:00	美国	上周 30 年抵押贷款利率	周	7.16%	-	
	20:30		10 月 ADP 就业(万人)	月	20.8	19.0	
11/3	5:00	韩国	10 月外汇储备(亿美元)	月	4167.7	-	2:00 美联储议息会议 / 15:00 马来西亚议息 会议 / 20:00 英国央行议息会议
	17:30	英国	10 月服务业 PMI	月	47.5	47.5	
			上周首申失业金人数(万)	周	21.7	22.0	
	20:30	美国	9 月贸易帐(亿美元)	月	-674.0	-721.0	
			三季度 GDP(年化环比)	月	-0.6%	2.0%	
			10 月 Markit 服务业 PMI	月	46.6	-	
	22:00		10 月 ISM 非制造业 PMI	月	56.7	55.4	
11/4			9 月核心耐用品订单(环比)	月	1.4%	-	德国联邦总理朔尔茨访问中国 / 4:30 英国央 行曼恩讲话 / 8:30 澳洲联储货币政策声明 / 17:30 欧央行拉加德讲话
	8:30	澳大利 亚	三季度零售销售(环比)	月	1.4%	0.3%	
	15:00	德国	9 月制造业订单(环比)	月	-2.4%	-0.6%	
	17:00	欧元区	10 月服务业 PMI	月	48.2	48.2	
			10 月非农就业(万人)	月	26.3	20.0	
	20:30	美国	10 月失业率(%)	月	3.5%	3.6%	
			10 月平均时薪(同比)	月	5.0%	4.7%	

资料来源: investing 华泰期货研究所

全球宏观图表

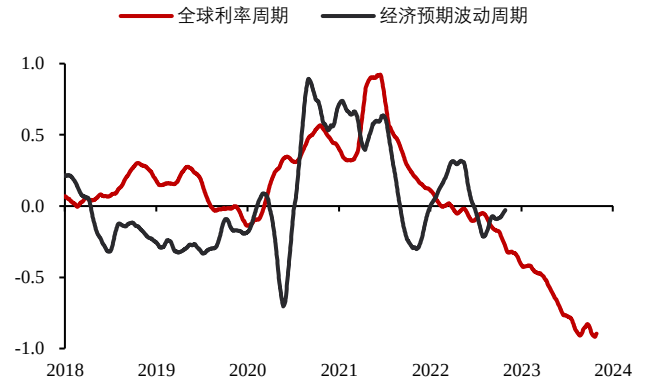
总量：经济预期回落，库存周期回落，产能周期分化

图 2：实际经济周期和预期经济周期对比



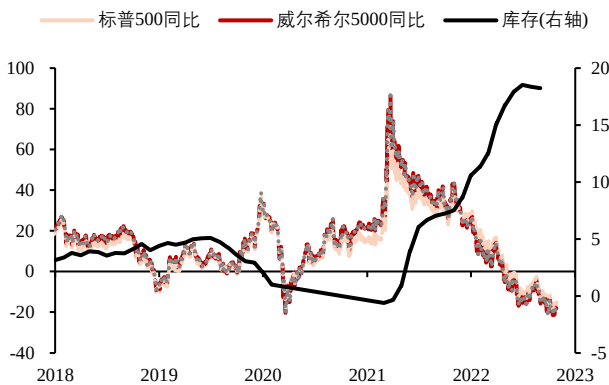
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：预期经济周期和利率周期对比



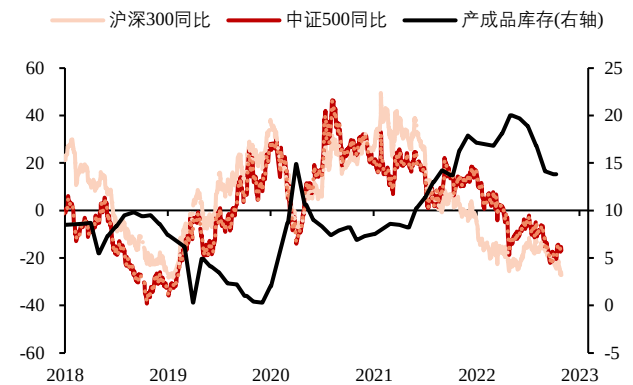
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：美国库存周期回落，预期值继续回落



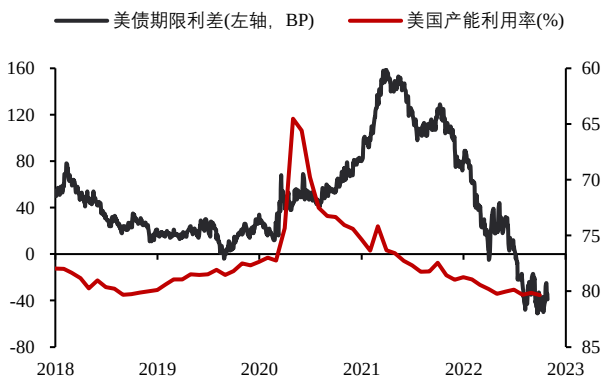
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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）暂时企稳



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	
	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
全球	0.9	1.0	0.9	1.0	0.5	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1	-0.4	-0.7	-0.9	-
美国	1.6	1.5	1.6	1.0	0.7	1.0	0.6	0.1	0.3	-0.5	-0.5	-0.5	-1.0	-
中国	-0.7	-0.9	-0.4	-0.3	-0.4	-0.3	-0.7	-1.9	-0.7	-0.3	-1.0	-0.8	-0.4	-
欧元区	1.3	1.2	1.3	1.2	1.3	1.2	0.9	0.6	0.5	-0.1	-0.5	-0.6	-0.8	-1.2
日本	0.2	0.8	1.3	1.2	1.6	0.7	1.2	0.9	0.9	0.7	0.4	0.2	0.0	-
德国	0.9	0.8	0.7	0.7	1.1	0.9	0.6	0.2	0.3	-0.2	-0.7	-0.7	-0.9	-1.3
法国	0.9	0.6	1.1	1.0	1.0	1.4	0.8	1.1	0.8	0.1	-0.4	-0.1	-0.8	-0.9
英国	0.9	1.1	1.1	1.1	0.9	1.1	0.4	0.6	0.3	-0.1	-0.3	-1.4	-1.2	-1.8
加拿大	1.0	0.6	0.6	-0.7	0.1	0.7	1.5	1.4	1.3	0.1	-0.5	0.0	-0.1	-
澳大利亚	0.1	-0.1	0.8	-0.5	-0.5	0.4	0.9	1.5	0.3	0.6	0.3	-0.3	-0.1	-
韩国	1.0	0.1	0.4	0.8	1.1	1.5	0.5	0.8	0.7	0.5	-0.1	-0.9	-1.1	-
巴西	0.9	0.3	-0.2	-0.2	-0.7	-0.2	0.4	0.3	0.8	0.8	0.8	0.3	0.1	-
俄罗斯	-0.1	0.5	0.6	0.5	0.6	-0.6	-2.3	-0.7	0.2	0.3	0.0	0.6	0.7	-
越南	-3.3	0.3	0.4	0.4	0.8	1.0	0.2	0.2	1.1	0.9	0.1	0.5	0.4	-
Ave	0.3	0.5	0.7	0.5	0.6	0.7	0.4	0.4	0.5	0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-1.3

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	
	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
美国	1.6	2.0	2.3	2.4	2.6	2.9	3.2	3.1	3.2	3.5	3.2	3.1	3.0	-
中国	-1.3	-0.7	-0.1	-0.7	-1.1	-1.1	-0.7	-0.2	-0.2	0.1	0.2	0.1	0.3	-
欧元区	0.9	1.3	1.7	1.7	1.8	2.2	3.0	3.0	3.4	3.7	3.8	3.9	4.4	-
日本	-0.2	-0.3	0.1	0.3	0.0	0.4	0.7	1.9	1.9	1.8	2.0	2.3	2.3	-
德国	1.4	1.6	2.0	2.1	1.9	2.0	3.3	3.3	3.6	3.5	3.4	3.6	4.9	-
法国	0.7	1.0	1.1	1.1	1.2	1.8	2.5	2.7	3.1	3.5	3.8	3.6	3.4	3.8
英国	0.3	0.8	1.3	1.4	1.5	1.8	2.2	3.2	3.3	3.4	3.8	3.7	3.8	-
加拿大	1.5	1.7	1.8	1.9	2.0	2.4	3.0	3.2	3.7	3.9	3.6	3.3	3.2	-
韩国	0.4	0.9	1.4	1.3	1.3	1.3	1.7	2.1	2.6	3.0	3.3	2.8	2.7	-
巴西	1.7	1.9	1.9	1.6	1.8	1.8	2.1	2.5	2.3	2.4	1.6	1.1	0.4	-
俄罗斯	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.6	2.5	2.8	2.6	2.3	2.1	1.9	1.7	-
印尼	-1.4	-1.4	-1.3	-1.3	-1.1	-1.2	-0.9	-0.5	-0.4	0.0	0.3	0.2	0.8	-
马来西亚	0.2	0.6	0.9	0.8	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.9	1.6	1.8	1.7	-
泰国	0.0	0.4	0.5	0.3	0.8	1.8	2.1	1.5	2.8	3.1	3.0	3.2	2.4	-
越南	-0.7	-0.7	-0.6	-0.7	-0.7	-0.8	-0.6	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.3	-
印度	-0.9	-0.8	-0.7	-0.5	-0.4	-0.6	-0.5	-0.2	0.0	-0.3	-0.4	-0.4	-	-
Ave	0.3	0.5	0.8	0.8	0.8	1.0	1.5	1.8	2.0	2.1	2.2	2.1	2.3	3.8

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

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	
	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	9月
美国	1.6	1.3	1.4	2.2	1.6	1.2	1.8	0.3	0.4	0.6	0.6	0.4	0.8	0.5
中国	-1.1	-0.9	-0.8	-0.9	-1.3	-	-0.5	-2.0	-3.1	-2.5	-1.1	-1.1	-0.7	-1.1
欧元区	0.0	0.4	0.1	2.1	0.3	2.1	1.1	0.2	0.9	-0.2	-1.2	-0.7	-0.9	-
日本	1.3	1.2	1.0	1.8	1.2	1.3	1.1	1.0	1.1	1.6	1.3	0.9	1.6	-
德国	-0.3	-0.4	-1.1	0.1	0.3	3.1	2.2	-0.3	2.1	1.9	-1.4	0.0	1.5	-
法国	-0.1	0.6	0.2	3.9	-0.5	0.7	0.4	0.2	1.4	0.4	-0.2	-0.7	-0.7	-
英国	-0.2	-0.4	-0.6	0.3	-0.1	1.5	1.1	0.1	-1.5	-1.3	-1.5	-1.0	-1.4	-1.7
加拿大	0.5	-0.1	-0.2	0.4	0.5	1.0	0.4	-0.1	0.6	1.5	0.9	0.2	0.6	-
澳大利亚	-1.4	-0.7	0.3	0.4	0.2	0.6	1.4	1.5	1.5	1.7	2.2	3.5	4.3	-
越南	-2.2	-2.5	-2.7	-2.8	-2.1	-1.4	-1.4	-1.0	-0.7	-0.3	0.0	0.5	1.0	1.2
Ave	-0.2	-0.2	-0.2	0.7	0.0	1.1	0.8	0.0	0.3	0.3	0.0	0.2	0.6	-0.3

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	
	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	9月
美国	1.4	1.4	1.2	1.4	1.5	1.4	1.7	2.0	1.7	1.6	1.3	1.0	0.7	-
中国	1.2	0.4	0.6	1.2	0.5	0.6	0.1	-0.5	-0.5	-0.3	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5
欧元区	1.5	1.0	1.2	1.8	2.1	2.6	2.2	2.0	2.2	3.1	2.5	2.5	3.1	-
日本	1.9	1.7	1.4	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5	1.7	2.2	2.2	2.6	2.4	2.2
德国	1.0	0.6	1.0	1.2	2.0	1.8	1.7	1.5	1.8	2.6	1.7	1.8	2.6	-
法国	1.2	0.6	0.7	1.7	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6	2.8	1.8	1.7	2.7	-
英国	0.9	0.4	-0.1	-0.1	-0.3	2.5	2.2	2.9	2.6	2.9	2.4	1.9	2.4	-
加拿大	-0.1	-0.8	-0.3	-0.2	0.3	-0.7	0.2	0.1	1.2	0.4	0.7	0.5	0.7	-
韩国	2.1	1.3	1.7	2.0	1.7	1.6	1.0	1.2	0.6	1.4	0.6	0.8	1.2	0.6
巴西	1.3	1.4	1.5	1.6	1.5	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2

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_48146

