



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

美联储 11 月给出加息强度见顶但高度更高的信号，市场抓住了前者而忽视了未来更高利率形成的压力。在经济数据环比出现放缓的状态下，10 月通胀数字的回落进一步强化了对于强度边际改善的信心。但我们认为，未来交易存在证伪的风险：价格的反弹酝酿着通胀的再次超预期。

核心观点

■ 市场分析

中国：通缩压力的对冲预期增强。1) 货币政策：要继续保持货币信贷总量合理增长；央行第二支箭，多家房企正在沟通发债注册意向；外汇局称稳妥有序推进资本项目高水平开放；10 月外汇储备上升 235 亿美元。2) 宏观政策：人民日报仲音：坚决打赢常态化疫情防控攻坚战；优化疫情防控的 20 条措施，不再判定次密接，取消入境航班熔断机制；首个住房租赁基金在北京正式设立。3) 经济数据：中国 10 月 CPI 同比+2.1%，PPI 同比-1.3%；10 月出口下降 0.3%，进口下降 0.7%；10 月 M2 同比+11.8%，社融增速+10.3%，中长期信贷+4623 亿；10 月乘用车销售同比+7.3%；10 月上海二手房成交 1.6 万套，环比-11%。

海外：流动性担忧下的预期改善。1) 货币政策：美联储哈克预计将放慢加息步伐，洛根表示放慢加息步伐可能很快就合适，戴利表示美联储正在讨论的是“减缓加息速度”，梅斯特表示金融市场的波动可能会继续高于正常水平，乔治表示采取更加慎重的做法可能是合适的，威廉姆斯表示通胀前景的不确定性已经上升。2) 宏观政策：日本首相和央行行长将继续努力以可持续和稳定的方式实现经济增长与工资增长；日本内阁批准本财年第二次追加预算 29.1 万亿日元。3) 经济数据：10 月全球 ETF 净流入 1115 亿美元；美国 11 月密歇根大学消费者信心指数初值 54.7；美国 10 月 CPI 同比+7.7%，核心 CPI 同比+6.3%，较 9 月回落；韩国 10 月未偿付公司债券减少 1.9%；英国三季度 GDP 环比初值-0.2%；欧盟下调 2023 年增长至 0.3%。4) 风险因素：币圈 FTX 破产。

■ 策略

维持战略性乐观。尽管中期风险冲击预期仍未结束，资产的配置需要空间的创造；短期继续维持市场反弹窗口的判断。

■ 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

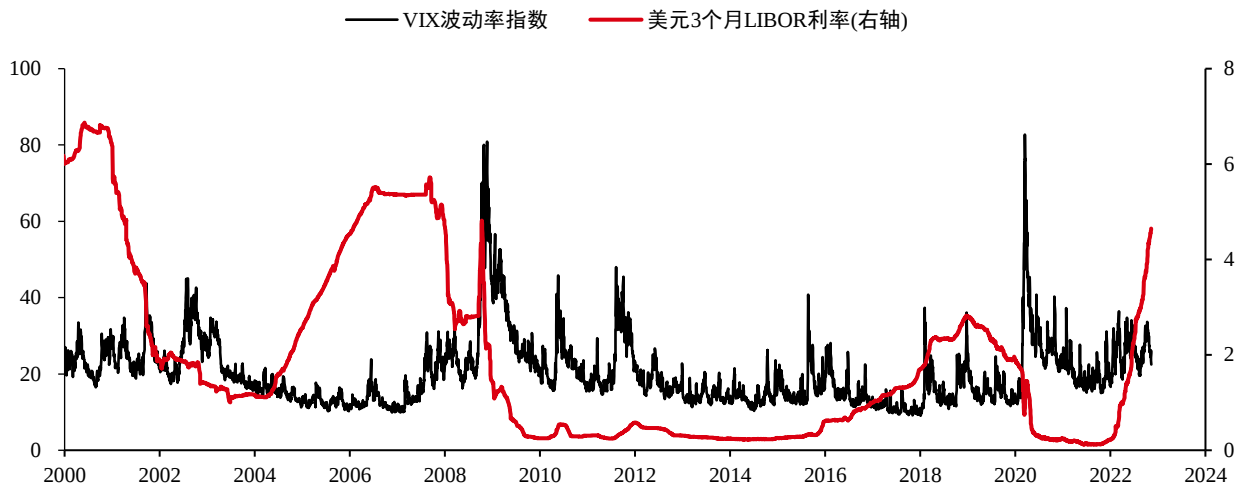
图表

图 1: 利率和波动率的对比 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。波动率静默。随着美元指数而来的是，市场的情绪再次回升，对通胀 10 月份见顶的乐观预期也增强了市场对于风险的追逐——即从美元的空头向美元的多头转向过程中，逐渐增加了风险资产的头寸。但是从市场的表现来看，本轮风险追逐的过程，并没有伴随着利率绝对值的回落（波动率再次向静默状态回归）。

图 1：利率和波动率的对比 | 单位：%



数据来源：FRED Wind 华泰期货研究院

一周宏观日历。关注中国 10 月经济数据的发布。

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
11/14	18:00	欧元区	9 月工业产出(环比)	月	1.5%	0.3%	20:00 OPEC 月报
	20:00	印度	10 月 CPI(同比)	月	7.4%	6.7%	
	7:50	日本	三季度 GDP(同比)	季	3.5%	1.1%	
11/15			10 月固定资产投资(累计同比)	月	5.9%	5.9%	3:30 美国 CFTC 持仓报告 / 10:00 中国统计局发布会
	10:00	中国	10 月规模以上工业增加值(同比)	月	6.3%	5.2%	
			10 月社会消费品零售(同比)	月	2.5%	1.0%	
	15:00	英国	10 月失业金申领(万人)	月	2.6	-	
		德国	11 月经济景气指数	月	-59.2	-50.0	
	18:00	欧元区	三季度 GDP(同比)	季	2.1%	2.1%	
			9 月贸易帐(亿欧元)	月	-509	-439	

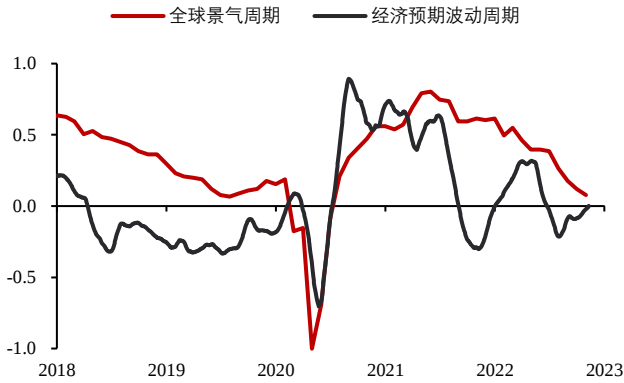
	21:30	美国	10 月 PPI(同比)	月	8.5%	8.3%	
			11 月纽约联储制造业指数	月	-9.1	-7.0	
11/16	9:30	中国	10 月 70 大中城市房价(同比)	月	-1.5%	-	22:50 美联储威廉姆斯讲话
	15:00	英国	10 月 CPI(同比)	月	10.1%	10.6%	
	20:00		上周 30 年抵押贷款利率	周	7.14%	-	
	21:30	美国	10 月零售销售(环比)	月	0.0%	0.9%	
	22:15		10 月工业产出(环比)	月	0.4%	0.2%	
	23:00		11 月 NAHB 房产市场指数	月	38	36	
11/17	5:00	美国	9 月国际资本流入(亿美元)	月	2756.0	-	1:00 美国农业部报告 / 8:00 欧央行经济报告 / 21:00 英国央行拉姆斯登讲话
	18:00	欧元区	10 月 CPI(同比)	月	10.7%	10.7%	
			上周首申失业金人数(万)	周	22.5	22.2	
	21:30	美国	10 月营建许可(万户)	月	156.4	151.5	
			10 月新屋开工(万户)	月	143.9	141.0	
			11 月费城联储制造业指数	月	-8.7	-8.0	
11/18	7:30	日本	10 月 CPI(同比)	月	3.0%	-	-
	15:00	英国	10 月零售销售(环比)	月	-1.4%	-0.5%	
	23:00	美国	10 月成屋销售(万户)	月	471.0	439.0	

资料来源: investing 华泰期货研究所

全球宏观图表

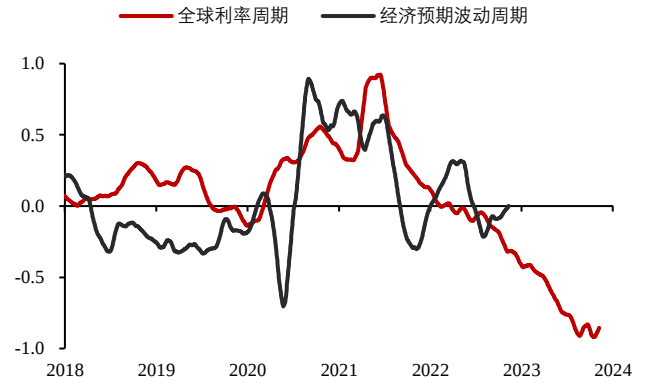
总量：经济预期回落，库存周期回落，产能周期分化

图 2：实际经济周期和预期经济周期对比



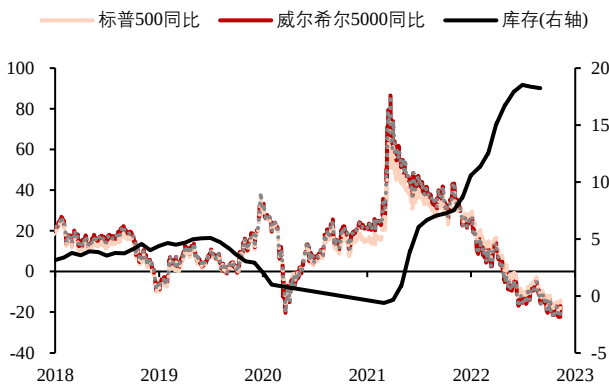
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：预期经济周期和利率周期对比



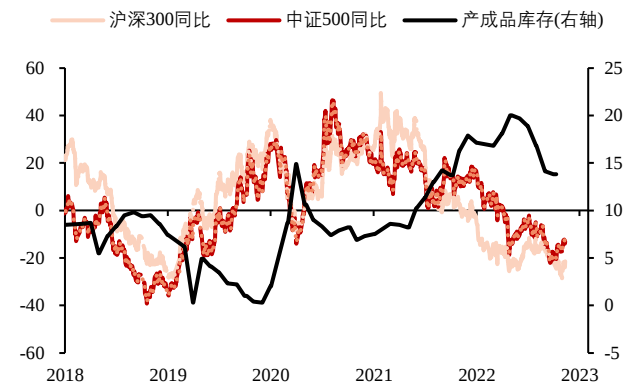
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：美国库存周期回落，预期值继续回落



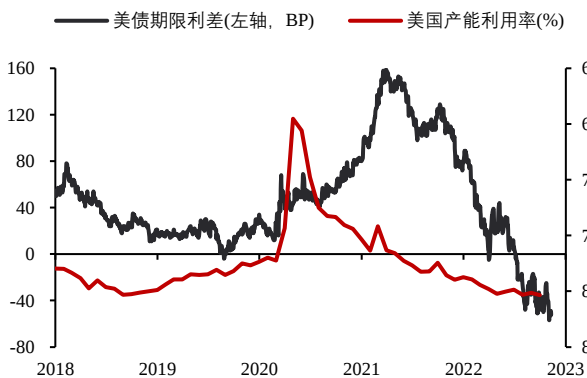
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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	-0.3	-0.7	-0.9	-1.1
美国	1.6	1.5	1.6	1.0	0.7	1.0	0.6	0.2	0.3	-0.4	-0.5	-0.5	-1.0	-1.2
中国	-0.6	-0.9	-0.4	-0.3	-0.4	-0.3	-0.7	-1.9	-0.6	-0.3	-1.0	-0.8	-0.4	-0.9
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	-1.3
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	-0.1
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	-1.4
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	-1.7
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	-0.7
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	-0.3
韩国	1.0	0.1	0.4	0.8	1.1	1.5	0.5	0.9	0.7	0.5	-0.1	-0.9	-1.1	-0.7
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	0.0
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	0.2
越南	-3.3	0.3	0.4	0.5	0.8	1.0	0.2	0.2	1.1	0.9	0.1	0.5	0.5	-0.1
Ave	0.4	0.5	0.7	0.5	0.6	0.7	0.4	0.4	0.5	0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.7

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	1.5	1.9	2.2	2.3	2.6	2.8	3.1	3.0	3.1	3.4	3.1	3.0	2.9	2.7
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	-0.2
欧元区	0.8	1.2	1.6	1.6	1.7	2.1	2.8	2.8	3.2	3.4	3.6	3.7	4.1	4.5
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	1.3	1.5	1.9	1.9	1.7	1.8	3.0	3.1	3.3	3.2	3.1	3.3	4.5	4.7
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	1.3	1.3	1.2	1.3	1.6	2.1	2.5	3.0	3.2	2.7	2.6	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	0.2
俄罗斯	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5	2.5	2.8	2.6	2.3	2.1	1.9	1.7	1.4
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	0.7
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	2.0	1.5	2.7	3.0	3.0	3.1	2.4	2.2
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	-0.2
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	-0.2	-
Ave	0.2	0.5	0.8	0.7	0.7	0.9	1.4	1.7	1.9	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0

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	
	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	1.3	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	-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	0.4	0.1	2.2	0.3	2.4	1.4	0.3	1.1	0.0	-1.2	-0.6	-0.8	-0.5	-
日本	1.1	1.0	1.8	1.1	1.3	1.1	1.0	1.1	1.6	1.3	0.9	1.5	1.3	-
德国	-0.5	-1.1	0.4	0.5	4.0	3.1	0.1	2.6	2.1	-1.1	0.4	1.4	1.8	-
法国	0.6	0.2	3.9	-0.5	0.7	0.4	0.2	1.4	0.4	-0.2	-0.5	-0.4	-0.4	-
英国	-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	-0.1	-0.2	0.4	0.5	1.0	0.4	-0.1	0.6	1.5	0.9	0.2	0.6	-	-0.7
澳大利亚	-0.7	0.2	0.4	0.1	0.5	1.3	1.4	1.4	1.6	2.1	3.3	4.1	3.7	-
越南	-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	1.1
Ave	-0.2	-0.2	0.8	0.0	1.2	0.9	0.0	0.3	0.4	0.0	0.3	0.6	0.5	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	
	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	1.4	1.2	1.4	1.5	1.4	1.7	2.0	1.7	1.6	1.3	1.0	0.7	0.8	-
中国	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	-0.6
欧元区	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	1.7	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	0.6	1.0	1.2	1.9	1.7	1.6	1.4	1.7	2.5	1.6	1.8	2.8	2.1	-
法国	0.6	0.7	1.7	2.1	2.1	1.8	1.7	1.5	2.7	1.8	1.7	2.7	2.7	-
英国	0.4	-0.1	-0.1	-0.3	2.5	2.2	2.9	2.6	2.9	2.4	1.9	2.4	1.7	-0.5
加拿大	-0.8	-0.3	-0.2	0.3	-0.7	0.2	0.2	1.2	0.4	0.7	0.5	0.9	1.3	-
韩国	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	0.1
巴西	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	-0.4

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_48863

