

地产的改善仍需等待其他因素的转变

——宏观利率图表 116

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

金融支持地产 16 条文件的发布, 形成了政策的拐点; 10 月以来经济数据的再次回落加剧了“通缩”的叙事。市场在等待现实的拐点, 局部的微观已经给出了答案, 市场仍在等待着转机, 关注波动率抬升的风险。

核心观点

■ 市场分析

中国: 央行降准, 市场情绪继续回暖。1) 货币政策: LPR 利率央行、银保监会支持房地产 16 条

三家民营房企发债不变, 央行本周公开市场净回笼 3780 亿元, 降准 0.25 个百分点, 释放资金 5000 亿元; 国常会: 适时适度运用降准等货币政策工具。2) 宏观政策: 证监会出台提高上市公司质量三年行动方案。3) 风险点: 吴亦凡案一审宣判。

海外: 衰退定价, 货币政策预期转变。1) 货币政策: 美联储会议纪要显示可能很快适合放慢加息的速度, 乔治表示高储蓄率也意味着只有在利率更高时需求才会受到抑制; 欧央行会议纪要显示放缓加息步伐的空间有限; 土耳其降息 150 基点至 9%, 决定结束降息周期; 韩国加息 25 基点至 3.25%, 新西兰加息 75 基点至 4.25%。2) 地产数据: 美国 10 月成屋待完成销售量同比-32.1%, 三季度投资者房屋购买量环比-26.1%, 10 月新屋销售环比+7.5%, 30 年期按揭贷款利率下降至 6.67%, 触及两个月低点。3) 经济数据: 美国 10 月耐用品订单初值环比+1%, 11 月 Markit 服务业 PMI 初值 46.1, 制造业 PMI 初值 47.6; 欧元区 11 月服务业 PMI 初值 48.6, 制造业 PMI 初值 47.3。4) 风险: 2/10 年期德债收益率利差跌至-23.24 基点, 创下 1992 年以来纪录; 沙特和伊拉克宣布将遵守 OPEC+ 近期的减产决定; 阿曼期货较迪拜原油掉期溢价本月跌约 80%。

■ 策略

继续维持战略性乐观。央行降准低预期之后, 关注短期市场结束反弹的风险。

■ 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：经济预期向下修正压力，库存周期回落，产能周期面临回落风险	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

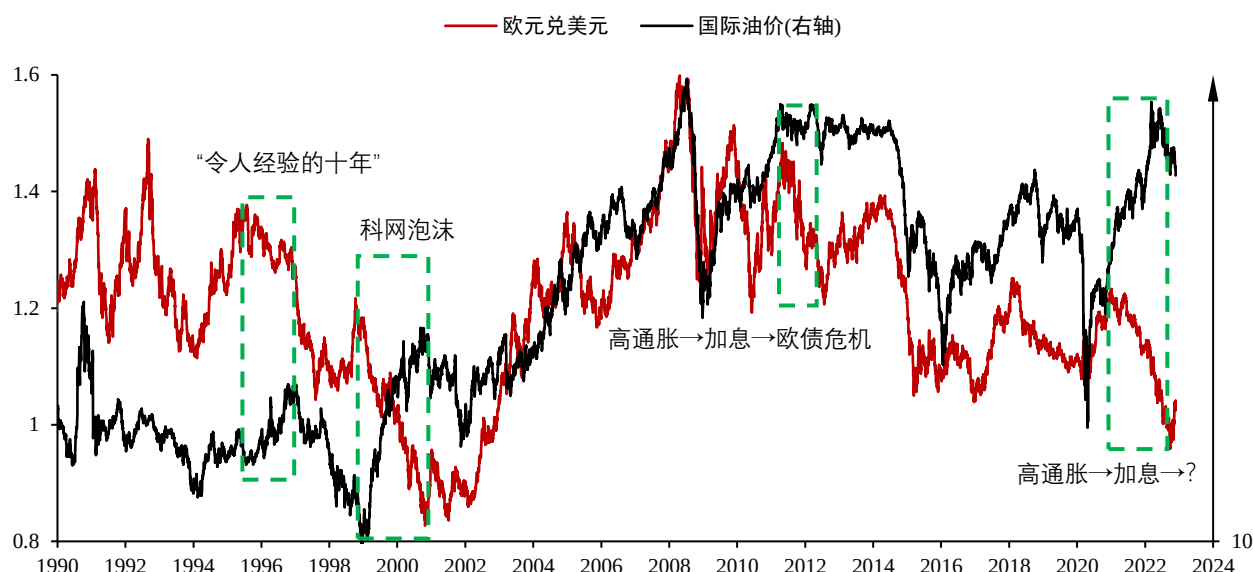
图表

图 1: 欧元兑美元汇率变动和国际油价走势 单位：美元/欧元，桶/美元	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）快速回落	5
图 7: 中国期限利差（2s10s）回升乏力	5
图 8: 过去 3 个月主要央行加减息变化 净加息次数增加 1 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。油价与欧元。观察 90 年以来油价和欧元之间的异常变动，在经济繁荣的年代油价的上行如果创造的是欧元的回落，那么其后的风险也接踵而至，97 年如此，01 年如此，11 年以及今年同样如此。但是不同的是前两次油价都处在低油价状态，而 11 年和 22 年油价处在历史的相对高位。高油价和低油价对于欧洲的影响是不同的，2023 年的欧洲依然是值得关注的地缘结构。

图 1：欧元兑美元汇率变动和国际油价走势 | 单位：美元/欧元，桶/美元



数据来源：Wind 华泰期货研究院

一周宏观日历。11 月两家央行的货币政策纪要——美联储的鸽派和欧央行的鹰派——从货币的角度看驱动美元指数维持在 10 月开始调整后的相对弱势状态，这种弱势也驱动全球市场风险偏好的继续改善。但进入到 12 月乐观是否能够继续，我们注意到政策上已经出现了一定的变化。从中国的角度，11 月虽然维持 MLF 和 LPR 等政策利率不变，但是年内第二次下调了 25 基点的存款准备金率，对银行的负债端进行放松，使得金融机构加权平均存款准备金率降至约为 7.8%，但是在巴塞尔协议 III 不低于 8% 的资本充足率条件下，银行能够提供的流动性放松空间有限。本周重点关注：1) 美国 10 月美国职位空缺和 11 月非农就业报告中薪资增速的变动情况，以观察“薪资通胀”预期的变动；以及 2) 美联储经济褐皮书，以观察政策方对于当前美国经济情况的判断。

表 1：一周宏观交易日历

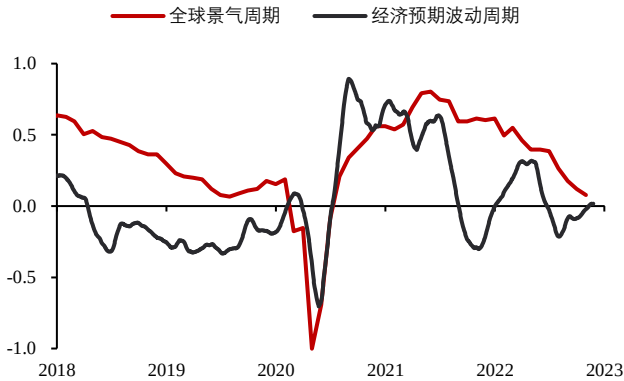
日期	时间	地区	数据名称	周期	前值	预期值	货币/财政动态
11/28	8:30	澳大利亚	10 月零售销售(环比)	月	0.6%	0.5%	-
	23:30	美国	11 月达拉斯联储商业活动指数	月	-19.4	-	
11/29	7:50	日本	10 月求才求职比	月	1.34	1.35	3:30 CFTC 报告
	18:00	欧元区	11 月经济景气指数	月	92.5	93.5	
	21:00	德国	11 月 CPI(同比)	月	10.4%	10.3%	
	22:00	美国	9 月 SP/CS 房价指数(同比)	月	13.1%	14.4%	
	23:00		11 月咨商会消费者信心指数	月	102.5	100.0	
11/30	7:50	日本	10 月工业产出(环比)	月	-1.7%	-1.5%	8:00 澳大利亚联储卡恩斯讲话 / 15:00 泰国央行利率决议
	9:30	中国	11 月制造业 PMI	月	49.2	50.0	
	16:55	德国	11 月失业人数变动(万人)	月	0.8	1.5	
	18:00	欧元区	11 月 CPI(同比)	月	10.6%	10.4%	
	20:00	美国	上周 30 年抵押贷款利率	周	6.67%	-	
	21:15		11 月 ADP 就业人数(万人)	月	23.9	20.0	
	21:30		三季度 GDP(同比)	季	2.6%	2.7%	
	22:45		11 月芝加哥 PMI	月	45.2	47.1	
	23:00		10 月职位空缺(万人)	月	1071.7	1030.0	
			10 月成屋签约销售指数	月	79.5	-	
12/1	8:30	日本	11 月制造业 PMI	月	49.4	-	3:00 美联储经济褐皮书 / 18:00 OPEC 会议
	9:45	中国	11 月财新制造业 PMI	月	49.2	49.0	
	13:00	印度	11 月制造业 PMI	月	55.3	-	
	15:00	德国	10 月零售销售(环比)	月	0.9%	-0.6%	
	16:50	法国	11 月制造业 PMI	月	49.1	-	
	16:55	德国		月	46.7	46.7	
	17:00	欧元区		月	47.3	47.3	
	17:30	英国		月	46.2	46.2	
	21:30	美国		上周首申失业金人数(万)	月	24.0	
			10 月核心 PCE 物价指数(同比)	月	5.1%	5.0%	
			10 月个人收入(环比)	月	0.4%	0.4%	
10 月个人支出(环比)			月	0.6%	0.8%		
11 月 Markit 制造业 PMI			月	47.6	-		
10 月营建支出(环比)			月	0.2%	-0.3%		
11 月 ISM 制造业 PMI			月	50.2	49.8		
12/2	7:30	日本	11 月东京 CPI(同比)	月	3.5%	-	8:00 澳洲联储洛威讲话
	15:00	德国	10 月贸易帐(亿欧元)	月	37.0	54.0	
	21:30	美国	11 月新增非农就业(万人)	月	26.1	20.0	
			11 月失业率	月	3.7%	3.7%	
			11 月薪资增速(同比)	月	4.7%	4.6%	

资料来源：investing 华泰期货研究所

全球宏观图表

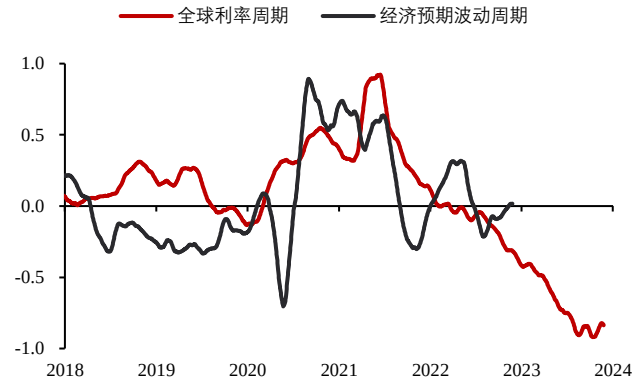
总量：经济预期向下修正压力，库存周期回落，产能周期面临回落风险

图 2：实际经济周期和预期经济周期对比



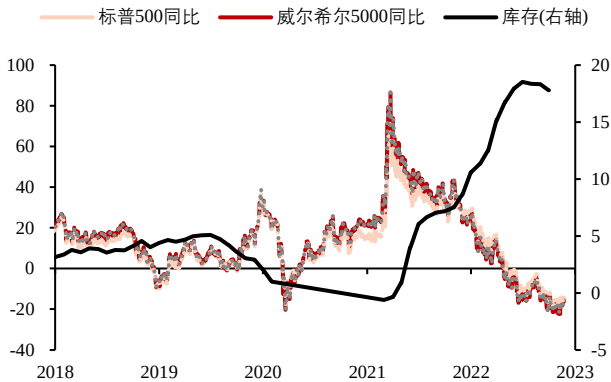
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：预期经济周期和利率周期对比



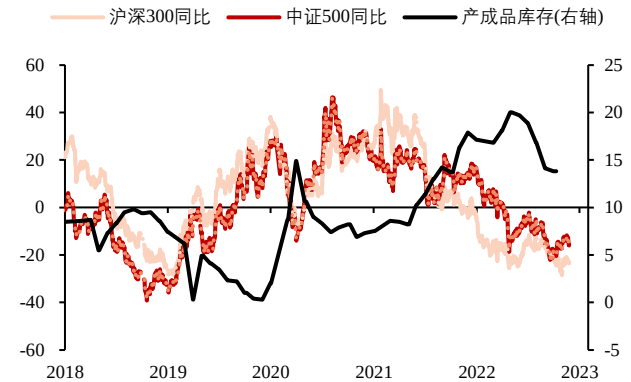
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：美国库存周期回落，预期值继续回落



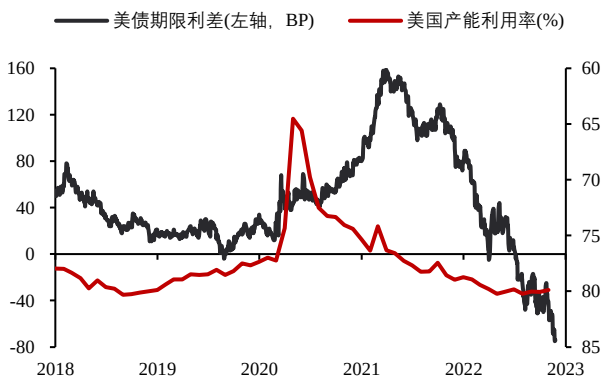
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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）快速回落



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：中国期限利差（2s10s）回升乏力



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	
	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	11月
全球	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	1.5	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	-0.9	-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	1.2	1.3	1.2	1.3	1.2	0.9	0.7	0.5	-0.1	-0.5	-0.6	-0.8	-1.2	-1.1
日本	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	0.8	0.7	0.7	1.1	0.9	0.6	0.2	0.3	-0.2	-0.6	-0.7	-0.9	-1.4	-1.1
法国	0.6	1.1	1.1	1.0	1.4	0.8	1.1	0.8	0.1	-0.4	-0.1	-0.8	-0.9	-0.5
英国	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	-1.7
加拿大	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	0.8	-0.5	-0.5	0.4	0.9	1.5	0.3	0.6	0.3	-0.3	-0.1	-0.3	-
韩国	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	0.3	-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	0.5	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	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	0.5	0.7	0.5	0.6	0.7	0.4	0.4	0.5	0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.7	-1.1

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	4.4
日本	-0.3	-0.3	0.1	0.3	0.0	0.4	0.6	1.8	1.8	1.7	1.9	2.3	2.3	2.9
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	0.2	0.8	1.2	1.3	1.4	1.7	2.1	3.0	3.1	3.2	3.6	3.5	3.6	4.0
加拿大	1.5	1.6	1.7	1.8	2.0	2.3	2.9	3.1	3.6	3.7	3.5	3.1	3.1	3.1
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	0.1	0.6	0.9	0.8	0.2	0.1	0.1	0.2	0.5	0.9	1.6	1.8	1.7	1.3
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	0.7	0.7	0.7	0.9	1.4	1.7	1.9	2.1	2.1	2.0	2.1	2.3

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

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	1.4	1.5	2.2	1.6	1.2	1.8	0.3	0.4	0.6	0.6	0.4	0.8	0.5	0.3
中国	-0.9	-0.8	-0.9	-1.2	-	-0.5	-2.0	-3.0	-2.4	-1.0	-1.1	-0.7	-1.1	-1.6
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	1.4	-
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	-1.6	-1.5
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	0.5	0.3	-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	-0.5

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	
	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	1.7	2.1	2.6	2.1	1.9	2.2	3.0	2.4	2.4	3.0	2.5	-
日本	1.7	1.3	2.1	1.8	1.7	1.6	1.5	1.6	2.1	2.1	2.6	2.3	2.2	2.6
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_49467
