



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

国内的乐观在于 2023 年相比 2022 年政策调整之后的进一步“稳增长”，国外的乐观在于美国经济压力、通胀回落驱动的政策逆转预期。而当前面临的依然是这种预期逐渐收敛的阶段。

核心观点

■ 市场分析

中国：经济推力延续但拉力仍不足。1) 货币政策：央行开展 1890 亿元 7 天期和 1510 亿元 14 天期逆回购操作，实现净投放 2130 亿元。2) 宏观政策：金融部门完善针对 30 家试点房企的“三线四档”规则。3) 经济数据：12 月出口同比-9.9%；12 月 CPI 同比+1.8%，PPI 同比-0.7%。4) 金融数据：12 月新增社融 1.31 万亿，较上月回落，新增人民币贷款 1.4 万亿，较上月反弹，M2 增速 11.8%。

海外：通胀回落，市场交易仍积极。1) 货币政策：美联储鲍威尔称恢复物价稳定需采取短期内不受欢迎的行动，布拉德希望尽快加息至 5% 以上，哈克表示每次都加息 25 个基点，柯林斯认为更小幅加息可以留出更多的时间，戴利考虑在本月晚些时候只加息 25 基点；日本央行将考虑进一步调整货币政策。2) 通胀数据：美国 12 月 CPI 同比+6.5%，环比-0.1%；纽约联储一年期通胀预期回落至 5.0%，密歇根大学 1 年通胀预期降至 4%；日本 12 月东京核心 CPI 同比+4%。3) 就业市场：野村证券计划裁员 10%，贝莱德计划裁员 2.5%，高盛裁员 6.5%；优衣库将日本员工的工资提高 40%。风险因素：3 月期美元 Libor 利率回升到 2008 年全球金融危机爆发前的水平；预计拜登政府 1 月 19 日触及债务上限，非常规措施能持续到夏季；美国和日本宣布加强两国军事联系；拜登“文件门”。

■ 策略

“胀”的回落是对经济压力的反馈，关注收益率曲线扁平。

■ 风险

日本央行货币政策收紧，地缘冲突升级，疫情升级风险

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：经济预期结束反弹，库存周期回落，产能周期改善有限	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

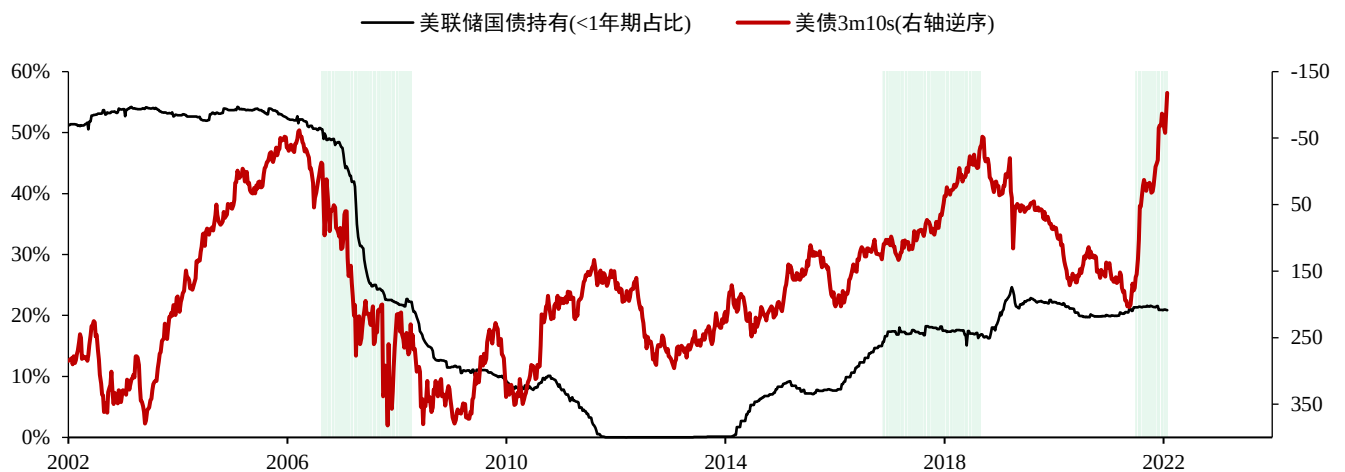
图表

图 1: 美联储短期国债持有占比（绿色为总持债减少区间）和美债收益率曲线 单位：%，BP	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: 美国库存周期见顶回落，预期值低位震荡.....	5
图 5: 中国库存周期回落，预期值下行趋势.....	5
图 6: 美国期限利差（2s10s）低位震荡	5
图 7: 中国期限利差（2s10s）暂不下行.....	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。美联储自 2022 年 6 月开始进入到这一轮的“缩表”过程。伴随着“缩表”，美债收益率曲线持续扁平化，无论是 2s10s 还是 3m10s 收益率曲线都转向倒挂。除了 2007 年美联储被动减持美债（短期占比快速回落）驱动收益率曲线陡峭化之外，2018 年和 2022 年的美债主动减持都创造了收益率曲线的快速扁平化甚至倒挂。2014 年以来随着美联储结束 QE，短期美债占比逐渐回升至 20% 的水平，但也很难回到 2000 年的状态。

图 1：美联储短期国债持有占比（绿色为总持债减少区间）和美债收益率曲线 | 单位：%，BP



数据来源：Wind 华泰期货研究院

一周宏观日历。本周将迎来日本央行议息会议。在日债长端利率持续触及 YCC 上限之后，关注日本央行 1 月份对于货币政策的态度是否会进一步发生转变。此外，中国四季度 GDP 数据也是一个关注的重点，尽管市场对于宏观政策转变之后的 2023 年充满期待，但是 12 月的中国经济依然面对着较大的压力现实。

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
1/16	7:55	韩国	12 月出口(同比)	月	-9.5%	-	马丁路德金日 / 18:00 欧元区财长会议
	9:30	中国	12 月 70 大中城市房价指数(同比)	月	-1.6%	-	
	18:00	德国	1 月经济景气指数	月	-23.3	-15.5	
1/17	10:00	中国	四季度 GDP(同比)	季	3.9%	1.8%	

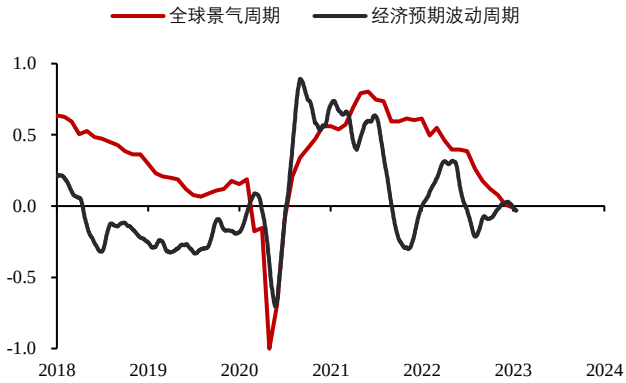
			12 月固定资产投资(累计同比)	月	5.3%	5.0%	
			12 月工业增加值(同比)	月	2.2%	0.5%	
			12 月社会消费品零售(同比)	月	-5.9%	-7.8%	18:10 日本央行黑田东彦讲话 / 21:00 美联储鲍威尔讲话
15:00	英国		12 月 CPI(同比)	月	10.7%	10.6%	
	德国			月	8.6%	8.6%	
21:30	美国		1 月纽约联储制造业指数	月	-11.2	-8.7	
7:30	澳大利亚		1 月消费者信心指数(环比)	月	3.0%	-	
12:30	日本		11 月工业产出(环比)	月	-0.1%	-	
18:00	欧元区		12 月 CPI(同比)	月	9.2%	9.2%	
20:00			上周 30 年抵押贷款利率	周	6.42%	-	4:00 美联储威廉姆斯讲话 / 11:00 日本央行利率决议
21:30			12 月零售销售(环比)	月	-0.6%	-0.8%	
22:15	美国		12 月 PPI(同比)	月	7.4%	6.8%	
23:00			12 月工业产出(环比)	月	-0.2%	-0.1%	
			1 月 NAHB 房产市场指数	月	31.0	31.0	
5:00	美国		11 月国际资本净流入(亿美元)	月	1799	-	
7:50	日本		12 月商品出口(同比)	月	20.0%	10.1%	3:00 美联储经济褐皮书 / 3:00 美联储哈克讲话 / 7:00 美联储洛根讲话 / 15:00 马来西亚央行议息会议 / 15:30 印尼央行利率决议 / 18:30 欧央行拉加德讲话
1/19			上周首申失业金人数(万)	周	20.5	21.2	
21:30	美国		12 月营建许可(万户)	月	135.1	138.0	
			12 月新屋开工(万户)	月	142.7	135.8	
			1 月费城联储制造业指数	月	-13.8	-11.0	
7:30	日本		12 月核心 CPI(同比)	月	3.7%	4.0%	1:00 欧央行施纳贝尔讲话 / 2:15 美联储布雷纳德讲话 / 7:35 美联储威廉姆斯讲话 / 18:00 欧央行拉加德讲话 / 22:00 美联储哈克讲话
1/20	英国		12 月零售销售(环比)	月	-0.4%	0.4%	
23:00	美国		12 月美国成屋销售(万户)	月	409.0	395.0	

资料来源: investing 华泰期货研究所

全球宏观图表

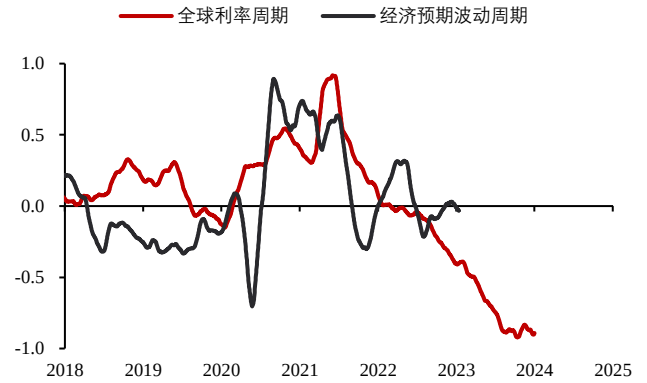
总量：经济预期结束反弹，库存周期回落，产能周期改善有限

图 2：实际经济周期和预期经济周期对比



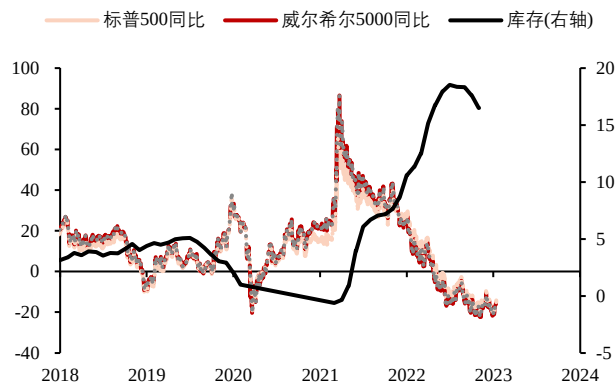
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：预期经济周期和利率周期对比



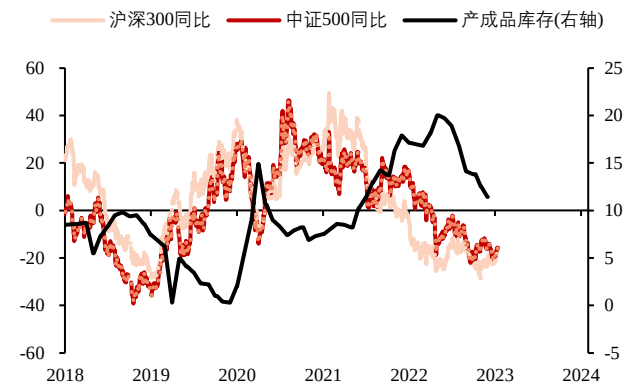
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：美国库存周期见顶回落，预期值低位震荡



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：中国库存周期回落，预期值下行趋势



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6：美国期限利差（2s10s）低位震荡



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：中国期限利差（2s10s）暂不下行



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

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	
	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	12 月
美国	2.2	1.6	1.2	1.9	0.3	0.4	0.6	0.6	0.4	0.8	0.5	0.3	0.1	-
中国	-0.9	-1.2	-	-0.5	-1.9	-3.0	-2.4	-1.0	-1.1	-0.7	-1.1	-1.5	-2.3	-
欧元区	2.2	0.4	2.4	1.4	0.3	1.1	0.0	-1.1	-0.6	-0.7	-0.3	-1.1	-1.1	-
日本	1.8	1.1	1.3	1.1	1.0	1.0	1.6	1.3	0.9	1.5	1.4	1.0	0.6	-
德国	0.4	0.5	4.0	3.0	0.1	2.7	2.1	-1.1	0.4	1.4	2.0	0.2	0.4	-
法国	3.9	-0.5	0.7	0.4	0.2	1.4	0.4	-0.1	-0.5	-0.4	0.0	-0.5	-0.7	-
英国	0.2	-0.1	1.5	1.1	0.1	-1.5	-1.3	-1.5	-0.9	-1.3	-1.6	-1.5	-1.5	-
加拿大	0.4	0.5	1.0	0.4	-0.1	0.6	1.5	0.9	0.2	0.5	0.3	-0.7	-0.7	-0.7
澳大利亚	0.3	0.1	0.6	1.3	1.3	1.3	1.5	2.2	3.2	4.1	3.6	2.3	0.9	-
越南	-2.8	-2.1	-1.4	-1.4	-1.0	-0.7	-0.3	-0.1	0.5	1.0	1.2	1.1	1.1	1.0
Ave	0.8	0.0	1.2	0.9	0.0	0.3	0.4	0.0	0.3	0.6	0.6	0.0	-0.3	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	
	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	12 月
美国	1.4	1.5	1.4	1.7	2.0	1.7	1.7	1.4	1.0	0.8	0.8	0.7	-0.3	-
中国	1.2	0.6	0.6	0.1	-0.5	-0.5	-0.3	-0.5	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-1.1	-0.9
欧元区	1.7	2.1	2.5	2.1	1.9	2.1	3.0	2.4	2.4	3.0	2.4	1.5	0.8	-
日本	2.1	1.8	1.7	1.5	1.5	1.6	2.1	2.0	2.6	2.3	2.1	2.6	1.5	-
德国	1.2	1.9	1.7	1.6	1.4	1.7	2.5	1.6	1.8	2.8	2.2	1.1	0.7	-
法国	1.7	2.2	2.0	1.8	1.8	1.5	2.6	1.8	1.9	2.8	2.7	1.2	1.0	-
英国	0.4	0.3	2.4	2.1	2.7	2.6	2.9	2.3	1.9	2.6	1.7	1.2	0.9	-0.5
加拿大	-0.2	0.4	-0.8	0.1	0.1	1.2	0.3	0.8	0.6	1.0	1.3	0.5	0.1	-
韩国	2.1	1.7	1.6	1.0	1.2	0.6	1.4	0.7	0.8	1.2	0.6	0.1	-0.3	-0.6
巴西	1.5	1.5	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1	0.9	-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_51369

