



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

从去年数字货币市场的波动，到3月硅谷银行的接管，利率抬升对资本市场的压力将继续显现。“更高更久”的利率水平抬升了新增债务的成本，“更倒挂”的收益率曲线通过降低期限错配实现降杠杆的目的。宏观上外部沙伊和解、内部机构改革后“5%”经济目标为未来风险提供空间，微观上2月居民部门的衰退预期得到缓解。

核心观点

■ 市场分析

国内：通缩的风险上升。1) 货币政策：央行本周共开展320亿元7天期逆回购操作，实现净回笼9830亿元。2) 宏观政策：国务院机构改革方案重新组建科学技术部、调整金融监管。3) 经济数据：2月新增社融3.16万亿，同比多增1.95万亿，存量+9.9%；2月新增信贷1.81万亿，同比多增5928亿；2月+12.9%；1-2月出口同比-6.8%，进口同比-10.2%；2月CPI同比+1%，PPI同比-1.4%；2月外汇储备31331.5亿美元，降幅1.61%；黄金储备6592万盎司，连续第四个月增加。

海外：流动性风险上升。1) 货币政策：鲍威尔听证会认为降低通胀的道路可能坎坷，强化了市场的“更高利率更久”预期，美联储褐皮书显示2023年初美国整体经济活动略有增加；日本央行维持政策不变，日本众议院正式投票通过了对植田和男提名；加拿大央行维持基准利率在4.5%不变，澳洲联储加息25个基点至3.6%；欧洲央行Lane表示可能不得不再次上调借贷成本，Holzmman表示需要大幅提高才能抑制经济增长。2) 宏观政策：拜登公布下一财年联邦政府预算分配方案，未来十年内将政府的赤字减少3万亿美元。3) 经济数据：美国2月非农就业新增31.1万人，2月ADP就业增加24.2万人，1月职位空缺数从12月的1123.4万下降至1082.4万；韩国家经常账户逆差45.2亿美元。4) 通胀数据：2月Manheim二手车价值指数较1月上涨4.3%；沙特上调四月对亚洲、欧洲售价。5) 风险因素：沙特和伊朗宣布恢复两国外交关系；FDIC接管美国硅谷银行；1月全球央行黄金净储备增加77吨；CME拟于4月推出离岸人民币期权。

■ 策略

维持收益率曲线扁平判断，即做空指数基差，做多跨期价差（来源于结构转换中的预期差）。

■ 风险

美联储加息50基点，地缘冲突升级，疫情风险升级

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：经济预期改善延续，库存周期回落，产能周期略有改善	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

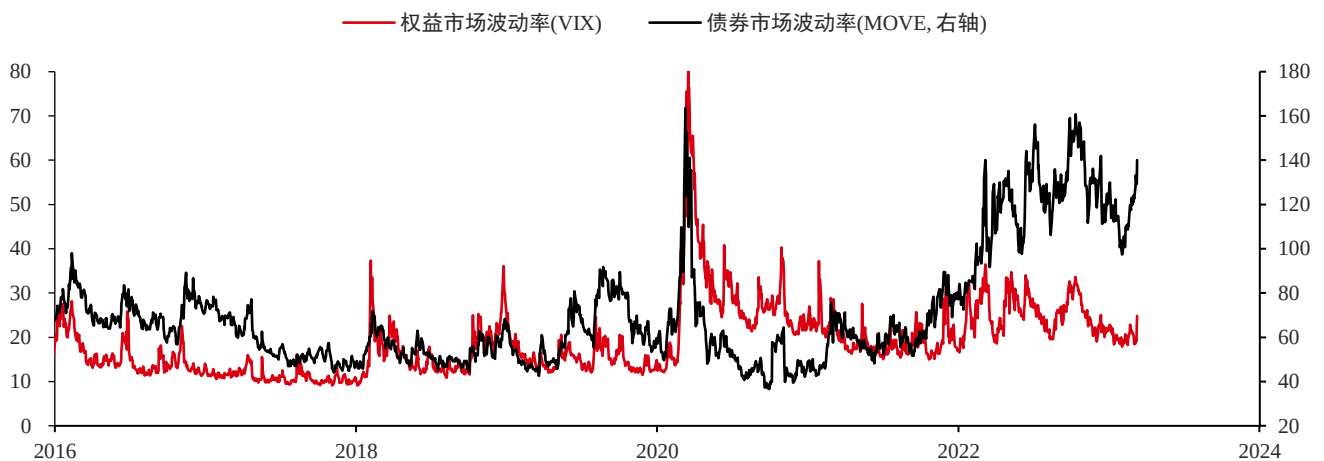
图表

图 1: 权益市场波动率和债券市场波动率指数对比 单位：指数点	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，预期值回升	5
图 5: 中国库存周期回落，预期值回升	5
图 6: 美国期限利差（2s10s）进一步倒挂	5
图 7: 中国期限利差（2s10s）短期继续调整	5
图 8: 过去 3 个月主要央行加减息变化 净加息次数减少 3 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。关注市场波动率中枢的回升。劳动力和资本作为传统的生产要素，伴随着全球化而来的是金融自由化，因而过去 40 年两者的收益分配是不一致的，也不断积累着两者的矛盾。2008 年的金融危机逐渐改写了这一过程，40 年周期的结束意味着利益分配的天平转变，从多德弗兰克法案对于金融杠杆的限制，到“劳动力学者”耶伦主持财政的配置，高利率在驱动资本流入的同时，也改变着美国内部的杠杆结构，2023 年的就业市场依然具有热度（2 月薪资增速+4.6%），相比较美股的优势仍在，FDIC 救火 SVB 虽然短期切断了恐慌的蔓延，缓和了收益率曲线的倒挂，但是权益资产的低波动率状态可能结束。

图 1：权益市场波动率和债券市场波动率指数对比 | 单位：指数点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

一周宏观日历。下周继续关注中国 2 月经济数据的情况。本周 2 月的金融数据显示，中国信贷继续朝着改善的方向在运行，企业中长期信贷维持高增，居民中长期信贷同比出现改善，这些都是相对来说积极的信号。市场的焦点转向了海外，虽然日本央行在本周的议息会议上保持按兵不动的状态，但是不确定性仍然存在。随着美国硅谷银行的倒闭，市场对于高利率环境下的金融压力将继续增强的担忧加强，或将进一步反馈到金融市场层面，美股的波动率上升。虽然 2 月美国非农就业显示出薪资增速的回升短期放缓，失业率也从低位出现了 0.2 个百分点的上移，但是不改变当前劳动力市场相对紧张的格局。下周关注欧央行议息会议，在日本央行维持不动、美国金融业风险开始上升的背景下，欧洲的通胀压力是否会进一步推升欧央行的货币政策收紧值得关注。

表 1：一周宏观交易日历

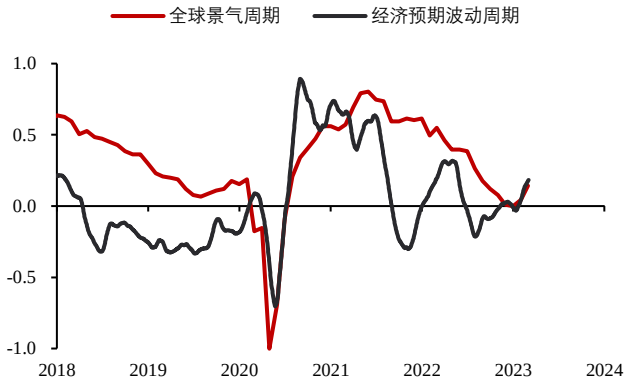
日期	时间	地区	数据名称	周期	前值	预期值	货币/财政动态
3/13	22:00	美国	2 月大型企业联合会就业趋势	月	118.7	-	18:00 欧元区财长会议
	7:30	澳大利亚	3 月消费者信心指数(环比)	月	-6.9%	-	
3/14	15:00	英国	2 月失业金申领(万人)	月	-1.3	-1.2	19:00 OPEC 月报
	18:00	美国	2 月小企业信心指数	月	90.3	-	
	20:30		2 月 CPI(同比)	月	6.4%	6.0%	
			2 月固定资产投资(累计同比)	月	5.1%	4.0%	
3/15	10:00	中国	2 月工业增加值(累计同比)	月	3.6%	-	5:20 美联储鲍曼讲话 / 7:50 日本央行会议纪要 / 17:00 IEA 月报 / 18:00 英国预算声明
			2 月社消零售总额(累计同比)	月	-0.3%	-	
	20:00		上周 30 年抵押贷款利率	周	6.79%	-	
	20:30	美国	2 月零售销售(环比)	月	3.0%	-0.3%	
			2 月 PPI(同比)	月	6.0%	5.4%	
			3 月纽约联储制造业指数	月	-5.8	-7.9	
	22:00		3 月 NAHB 房产市场指数	月	42.0	42.0	
3/16	4:00	美国	1 月长期资本净流入(亿美元)	月	1528.0	-	21:15 欧央行议息会议
	7:50	日本	2 月商品出口(同比)	月	3.5%	7.1%	
	9:30	中国	2 月 70 大中城市房价(同比)	月	-1.5%	-	
		美国	2 月营建许可(万户)	月	133.9	132.8	
			2 月新屋开工(万户)	月	130.9	131.0	
	20:30		上周首申失业金人数(万)	周	21.1	20.5	
			3 月费城联储制造业指数	月	-24.3	-14.5	
3/17	18:00	欧元区	2 月 CPI(同比)	月	8.5%	8.5%	-
	21:15	美国	2 月工业产出(环比)	月	0.0%	0.4%	
	22:00		2 月密歇根大学消费者信心指数	月	67.0	67.0	

资料来源: investing 华泰期货研究所

全球宏观图表

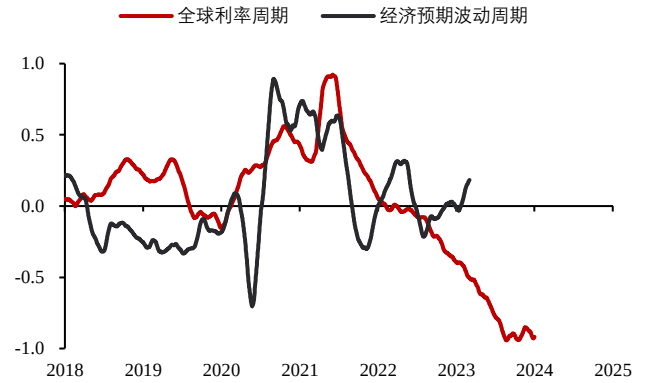
总量：经济预期改善延续，库存周期回落，产能周期略有改善

图 2：实际经济周期和预期经济周期对比



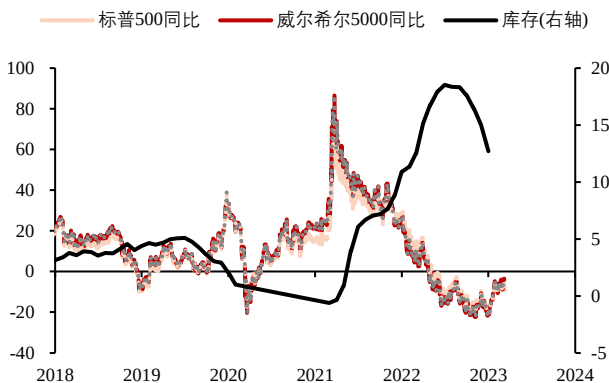
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 3：预期经济周期和利率周期对比



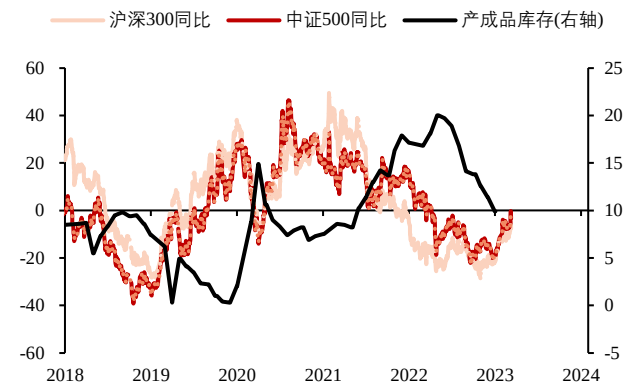
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：美国库存周期见顶回落，预期值回升



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：中国库存周期回落，预期值回升



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6：美国期限利差（2s10s）进一步倒挂



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：中国期限利差（2s10s）短期继续调整



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

	2022												2023	
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月
全球	0.5	0.8	0.4	0.2	0.2	0.1	-0.3	-0.6	-0.9	-1.0	-1.3	-1.3	-1.1	-0.8
美国	0.7	1.0	0.6	0.2	0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.9	-1.1	-1.4	-1.5	-1.8	-1.7
中国	-0.3	-0.3	-0.7	-1.8	-0.6	-0.3	-1.0	-0.7	-0.3	-0.8	-1.5	-2.1	-0.3	1.0
欧元区	1.3	1.2	0.9	0.7	0.5	0.0	-0.5	-0.6	-0.8	-1.2	-1.1	-0.9	-0.7	-0.8
日本	1.7	0.7	1.2	1.0	0.9	0.7	0.5	0.2	0.0	-0.1	-0.7	-0.7	-0.7	-1.1
德国	1.1	0.9	0.6	0.3	0.3	-0.2	-0.6	-0.7	-0.9	-1.3	-1.1	-1.0	-1.0	-1.1
法国	1.0	1.4	0.9	1.1	0.8	0.1	-0.4	-0.1	-0.8	-0.9	-0.7	-0.4	-0.1	-0.9
英国	1.0	1.1	0.5	0.6	0.3	-0.1	-0.3	-1.4	-1.1	-1.6	-1.6	-1.9	-1.5	-0.9
加拿大	0.1	0.7	1.5	1.4	1.3	0.1	-0.4	0.1	-0.1	-0.7	-0.7	-2.0	-0.2	-0.7
澳大利亚	-0.5	0.5	0.9	1.5	0.3	0.6	0.3	-0.3	-0.1	-0.3	-1.2	-	-	-
韩国	1.2	1.6	0.5	0.9	0.8	0.6	-0.1	-0.9	-1.1	-0.7	-0.4	-0.7	-0.6	-0.6
巴西	-0.6	-0.2	0.4	0.3	0.9	0.8	0.8	0.3	0.1	0.1	-1.5	-1.5	-0.7	-0.3
俄罗斯	0.6	-0.6	-2.3	-0.8	0.2	0.2	0.0	0.5	0.6	0.2	1.1	1.0	0.9	1.2
越南	0.8	1.0	0.2	0.2	1.2	0.9	0.1	0.5	0.5	-0.1	-1.1	-1.4	-1.1	0.1
Ave	0.6	0.7	0.4	0.4	0.5	0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.7	-0.9	-1.1	-0.7	-0.5

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

	2022												2023	
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月
美国	2.5	2.6	2.9	2.8	3.0	3.2	2.9	2.8	2.8	2.5	2.3	2.0	1.9	-
中国	-1.1	-1.1	-0.7	-0.2	-0.2	0.1	0.2	0.1	0.3	-0.2	-0.6	-0.5	-0.2	-1.1
欧元区	1.4	1.7	2.4	2.4	2.7	2.9	3.0	3.1	3.5	3.8	3.6	3.2	2.9	2.9
日本	0.0	0.3	0.5	1.6	1.6	1.5	1.7	2.0	2.0	2.6	2.7	2.9	3.1	-
德国	1.2	1.3	2.1	2.3	2.7	2.5	2.5	2.7	3.5	3.6	3.6	3.3	3.6	3.6
法国	1.0	1.5	2.1	2.3	2.6	3.0	3.2	3.1	2.8	3.3	3.3	3.1	3.1	3.3
英国	1.2	1.5	1.8	2.7	2.7	2.8	3.1	3.0	3.1	3.5	3.4	3.3	3.1	-
加拿大	1.8	2.1	2.7	2.8	3.4	3.6	3.3	2.9	2.8	2.8	2.8	2.5	2.2	-
韩国	1.1	1.1	1.5	1.9	2.3	2.8	3.0	2.5	2.5	2.5	2.1	2.1	2.2	1.9
巴西	1.8	1.9	2.2	2.5	2.4	2.4	1.7	1.1	0.5	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.2
俄罗斯	0.4	0.5	2.5	2.8	2.6	2.3	2.1	1.8	1.7	1.4	1.2	1.2	1.2	-
印尼	-1.1	-1.2	-0.9	-0.5	-0.4	0.0	0.3	0.2	0.8	0.7	0.5	0.6	0.5	0.6
马来西亚	0.2	0.1	0.1	0.2	0.5	0.9	1.6	1.8	1.6	1.3	1.3	1.2	1.1	-
泰国	0.7	1.7	1.9	1.4	2.6	2.9	2.9	3.0	2.3	2.1	1.9	2.0	1.6	1.0
越南	-0.7	-0.8	-0.6	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2
印度	-0.4	-0.6	-0.5	-0.2	0.0	-0.3	-0.4	-0.4	-0.1	-0.3	-0.5	-0.5	-0.3	-
Ave	0.6	0.8	1.3	1.5	1.7	1.9	1.9	1.8	1.9	1.9	1.7	1.6	1.6	1.3

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

	2022												2023	
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月
美国	1.2	1.8	0.3	0.4	0.6	0.6	0.4	0.8	0.5	0.3	0.1	-0.1	0.2	-
中国	-	-0.5	-1.9	-3.0	-2.3	-1.0	-1.0	-0.7	-1.1	-1.5	-2.2	-1.7	-	-
欧元区	2.4	1.4	0.3	1.1	0.0	-1.2	-0.6	-0.7	-0.3	-1.1	-1.0	-1.1	-1.0	-
日本	1.3	1.1	1.0	1.0	1.6	1.3	0.9	1.5	1.4	1.0	0.7	0.6	0.5	-
德国	3.9	2.9	0.0	2.5	2.1	-1.1	0.4	1.4	2.0	0.2	0.6	0.4	0.5	-
法国	0.7	0.5	0.3	1.5	0.4	-0.1	-0.5	-0.4	0.0	-0.4	-0.7	-0.9	-1.1	-
英国	1.5	1.1	0.1	-1.5	-1.3	-1.5	-1.0	-1.3	-1.6	-1.4	-1.4	-1.5	-1.3	-
加拿大	1.0	0.4	-0.1	0.6	1.5	0.9	0.2	0.5	0.3	0.1	0.2	0.3	-	-
澳大利亚	0.6	1.3	1.3	1.3	1.5	2.2	3.2	4.1	3.6	2.3	0.9	0.8	0.8	-
越南	-1.5	-1.4	-1.0	-0.8	-0.3	-0.1	0.5	0.9	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0	0.1
Ave	1.2	0.9	0.0	0.3	0.4	0.0	0.3	0.6	0.6	0.1	-0.2	-0.2	0.0	0.1

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

	2022												2023	
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月
美国	1.4	1.7	2.0	1.7	1.6	1.3	1.0	0.8	0.8	0.7	-0.4	-0.4	-0.2	-
中国	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	2.5	2.1	1.9	2.1	3.0	2.4	2.4	3.0	2.5	1.5	0.8	0.0	-	-
日本	1.7	1.5	1.5	1.6	2.1	2.0	2.6	2.3	2.2	2.6	1.5	1.1	0.4	-
德国	1.7	1.6	1.4	1.7	2.5	1.6	1.8	2.8	2.2	1.2	0.8	-0.3	0.1	-
法国	2.0	1.8	1.7	1.5	2.6	1.8	1.9	2.8	2.7	1.2	1.0	0.6	0.5	-
英国	2.4	2.1	2.6	2.5	2.8	2.3	2.0	2.6	1.8	1.3	1.1	0.9	-0.2	-
加拿大	-0.7	0.1	0.1	1.2	0.3	0.7	0.6	1.0	1.3	0.5	0.0	-0.7	0.7	-
韩国	1.7	1.1	1.2	0.6	1.4	0.7	0.8	1.2	0.6	0.1	-0.3	-0.6	-0.6	-0.2
巴西	1.1	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1	0.9	0.8	-0.3	-

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_53241
