

2022年10月30日

美国经济越好，超预期紧缩概率越小

——全球宏观周报·第89期

相关研究

《美国供需两侧均显著强于欧日英-全球宏观周报·第88期》

2022.10.23

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com
王茂宇 A0230521120001
wangmy2@swsresearch.com

联系人

秦泰
(8621)23297818×7368
qintai@swsresearch.com

周观点：美国经济越好，超预期紧缩概率越小

- **净出口逆差大幅收缩，Q3 美国 GDP 好于预期。**美国 Q3 实际 GDP 环比+0.6%，同比持平于 1.8% 显著好于市场预期，经济结构显示需求降温的同时工业生产强劲，通胀再超预期概率下降。22Q3 好于预期的美国实际 GDP 表现，呈现出货币紧缩导致的需求波动中降温、与工业生产的持续强劲所带动的净出口逆差收窄同时出现的特征。22Q3 美国实际 GDP 三年平均增速小幅下行 0.1 个百分点至 1.5%，下行斜率平缓，表现好于市场预期，并呈现三大结构性特点：1) 美联储加快加息持续半年，开始对居民商品消费、以及住宅投资形成日益显著的需求抑制作用，但受疫情期间过度补贴形成的超额储蓄影响，美国居民商品消费贡献仍较疫情前呈现过热。2) 净出口逆差超预期大幅收窄，小幅补库存过程延续，非住宅投资向好，均指向美欧制造业生产此消彼长，美国成为发达国家中制造业表现最为强劲的国家。3) 三季度美国政府消费和投资对 GDP 三年平均增速贡献持平，未延续上半年的下滑态势，主要为国防支出增加及地方政府雇员增加所致。
- **供需双向奔赴缺口收窄，美通胀再超预期概率下降。**Q3 美国经济结构显示当前美国需求趋于降温、工业生产持续改善，供需双向奔赴，需求缺口收窄，未来美国通胀再超预期概率下降。预计美联储加息超出市场预期路径的概率较低，美债收益率近期或在 4.0% 左右窄幅震荡。GDP 核算的实际上是经济的总供给，三季度美国经济好于预期的表现主要源于工业生产日益强劲、超出疫情前水平的良好表现。而与此同时，美国居民商品消费需求、住宅投资需求也在美联储严厉加息半年后波动中降温，这意味着导致通胀持续走高的需求缺口收窄的速度可能快于市场此前预期。今年二季度以来，10Y 美债收益率中反映实际经济增长趋势的 TIPS 利率和隐含通胀预期即开始呈现明显的反向波动趋势，恰恰反映出本轮美联储加息恰逢俄乌冲突加剧欧洲产业链脆弱性发酵的阶段，美国经济的供需两侧表现是不同步的。如果三季度的需求降温、供给改善的局面延续，那么我们可能看到未来美国 CPI 通胀更快见顶回落。也就是说，美国当前（反映供给侧情况的）经济表现越强，实际上美国需求缺口收窄的速度将越快，美联储货币紧缩再超预期的概率就会下降，美元指数小幅回落、美债收益率在 4.0% 左右窄幅震荡组合出现的概率就越大。
- **欧央行再加息 75BP，但论调转鸽凸显经济衰退风险。**当地时间 10 月 27 日，欧央行在 10 月议息会议上决定第二次加息 75BP，并预计将进一步加息，将在 12 月决定量化紧缩原则，但在本次货币政策决议中却出现了明显的论调软化，如不再强调“前置加息”，反而强调退出宽松已经取得“重大成果”，并指出未来利率决策将基于“经济”及通胀前景，暗示关注经济衰退风险，从而在此次会议之后，欧元兑美元汇率并未提振，反而是走弱的。欧央行此次论调的转鸽，主要基于欧元区经济衰退的担忧，而这样的担忧则来自于欧元区需求转弱、进一步拖累已经相当脆弱的产业链供给的经济结构，使得欧元区相对于美国在历经同样激进的货币紧缩时更容易陷入深度经济衰退。但目前欧元区通胀仍高达 9.9%，且欧央行遵循单一通胀目标，经济增长无法成为其逆转货币政策方向的首要考虑。若在成功抑制通胀之前提前转鸽，则可能在后续迫使欧央行进行更大力度，更激进的紧缩，特别是在冬季全球能源价格可能反弹的背景下。
- **发达经济跟踪：美国 8 月 S&P 房价环比-1.6%。全球宏观日历：美联储 FOMC 会议。**



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

目录

| | |
|--|-----------|
| 1. 美国经济越好，超预期紧缩概率越小..... | 5 |
| 1.1 净出口逆差大幅收缩，Q3 美国 GDP 好于预期 | 5 |
| 1.2 供需双向奔赴缺口收窄，美通胀再超预期概率下降 | 7 |
| 1.3 欧央行再加息 75BP，但论调转鸽凸显经济衰退风险..... | 8 |
| 2.发达经济跟踪：美国 8 月 S&P 房价环比-1.6% | 9 |
| 3.新兴市场跟踪：越南加息 100BP..... | 12 |
| 4.海外政策动向：欧央行加息 75BP | 13 |
| 5.全球宏观日历：关注美联储议息会议..... | 14 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：Q3 美国 GDP 三年平均增 1.5%，商品消费住宅投资降温、净出口逆差收窄 | |
| 图 2：住宅投资继续大幅拖累，但非住宅投资反弹 | 6 |
| 图 3：美国三季度实际 PCE 消费整体降温 | 6 |
| 图 4：净出口对美 GDP 三年平均增速贡献改善 0.2% | 6 |
| 图 5：私人库存三季度仍增但增幅收窄（10 亿美元） | 6 |
| 图 6：政府消费和投资下行趋缓 | 7 |
| 图 7：三季度美国财政支出增加 | 7 |
| 图 8：美国 10Y 国债收益率中 TIPS 利率和隐含通胀预期开始反向波动 | 7 |
| 图 9：欧元区 9 月 HICP 同比 9.9% | 8 |
| 图 10：本周美国红皮书销售指数小幅回升 | 9 |
| 图 11：9 月美国实际 PCE 三年平均增速 2.53% | 9 |
| 图 12：美国 8 月 S&P 房价指数继续下行 | 9 |
| 图 13：美国 9 月新屋销售三年平均增速-5.7% | 9 |
| 图 14：美国 9 月零售与批发库存增速双双抬升 | 9 |
| 图 15：美国 9 月耐用品新订单环比增长 0.36% | 9 |
| 图 16：美国 9 月 PCEPI 同比 6.2% | 10 |
| 图 17：美国 9 月 PCEPI 环比 0.3% | 10 |
| 图 18：本周原油周均价较上周小幅回升 | 10 |
| 图 19：本周原油库存与产量较上周基本持平 | 10 |
| 图 20：本周美联储逆回购操作平均 2.19 万亿美元 | 10 |
| 图 21：22 年 11 月加息 75BP 概率领先（BP） | 10 |
| 图 22：本周 10Y 美债利率震荡下行 | 11 |
| 图 23：截至 10 月 27 日，美元指数下行至 110.59 | 11 |
| 图 24：美国联邦财政收支（3MMA） | 11 |
| 图 25：2022 年美国联邦赤字率回落至 5.5% | 11 |
| 图 26：美国 9 月商品贸易逆差扩大至 922 亿美元 | 11 |
| 图 27：美国 9 月资本品与汽车推升进口增速 | 11 |
| 图 28：泰国 9 月贸易逆差大幅改善 | 12 |

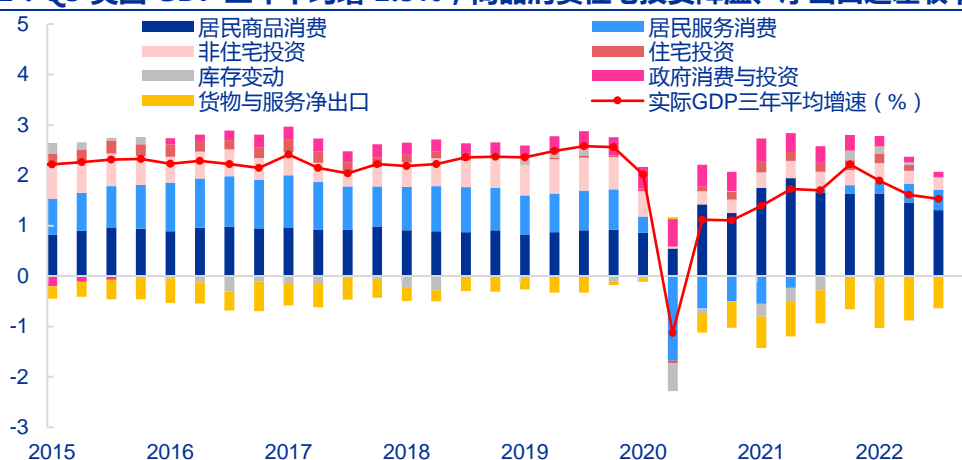
| | |
|--|----|
| 图 29 : 墨西哥 9 月贸易逆差大幅改善 | 12 |
| 图 30 : 土耳其 9 月贸易逆差收窄 | 12 |
| 图 31 : 韩国 22Q3 实际 GDP (三年平均增速) | 12 |
| 图 32 : 2020 年以来海外发达国家重要变化 | 13 |
| | |
| 表 1 : 本周越南加息 | 12 |
| 表 2 : 全球主要宏观经济数据日历 | 14 |

1. 美国经济越好，超预期紧缩概率越小

1.1 净出口逆差大幅收缩，Q3 美国 GDP 好于预期

美国 Q3 实际 GDP 环比+0.6%，同比持平于 1.8% 显著好于市场预期，经济结构显示需求降温的同时工业生产强劲，通胀再超预期概率下降。据 BEA 于当地时间 10 月 27 日公布的数据，22Q3 美国实际 GDP 环比+0.6%，阶段性脱离了此前连续两个季度的小幅收缩区间，同比增长 1.8% 与二季度持平，大幅好于市场预期。最大的改善项来自于净出口逆差的超预期大幅收窄，显示工业生产强劲，需求缺口收窄较快，从而美国 CPI、PCE 通胀再超预期的概率下降。

图 1：Q3 美国 GDP 三年平均增 1.5%，商品消费住宅投资降温、净出口逆差收窄

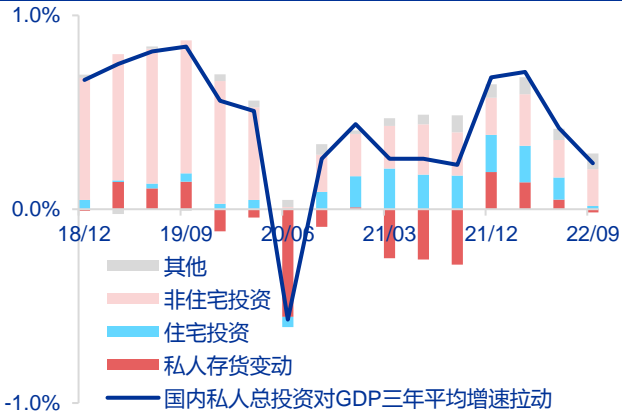


资料来源：CEIC，申万宏源研究

22Q3 好于预期的美国实际 GDP 表现，呈现出货币紧缩导致的需求波动中降温、与工业生产的持续强劲所带动的净出口逆差收窄同时出现的特征。我们以剔除疫情以来基数扰动的三年平均增长率来分析美国实际 GDP 所呈现出的供需结构变化。22Q3 美国实际 GDP 三年平均增速小幅下行 0.1 个百分点至 1.5%，下行斜率平缓，表现好于市场预期，并呈现三大结构性特点：

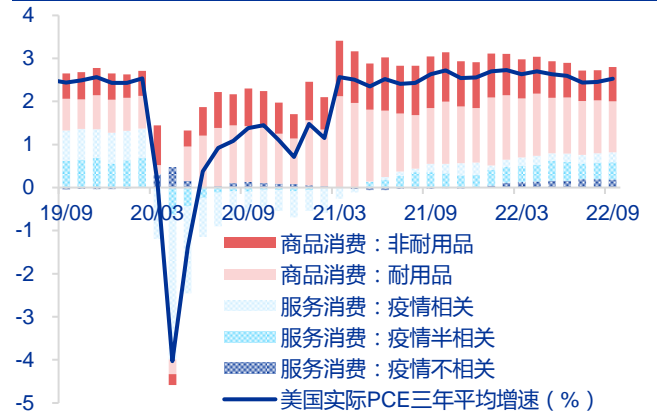
1) 美联储加快加息持续半年，开始对居民商品消费、以及住宅投资形成日益显著的需求抑制作用，但受疫情期间过度补贴形成的超额储蓄影响，美国居民商品消费贡献仍较疫情前呈现过热。美联储自 3 月首次加息以来，半年内加息速度不断加快，对 Q3 美国商品消费和住宅投资需求形成进一步的遏制作用，商品消费和住宅投资对 Q3 三年平均经济增速的贡献分别为 1.3%、0.0%，分别较 Q2 下行 0.2、0.1 个百分点。但 2018-2019 年商品消费对实际 GDP 三年平均增速的贡献只有 0.9%，疫情期间美国联邦政府对居民实施的巨额财政补贴仍令美国居民部门有超过 1.8 万亿美元的超额储蓄，消费购买力仍然强劲，商品消费需求仍然过热。服务消费的三年平均增长贡献与 Q2 持平于 0.4%，维持在疫情以来最强水平，但仍明显低于 2018-2019 年平均的 0.8%，显示尽管发达经济体防控政策持续放松，病毒不断以新的变种形势掀起传染峰值，仍令服务消费进一步恢复举步维艰。

图 2：住宅投资继续大幅拖累，但非住宅投资反弹



资料来源：CEIC，申万宏源研究

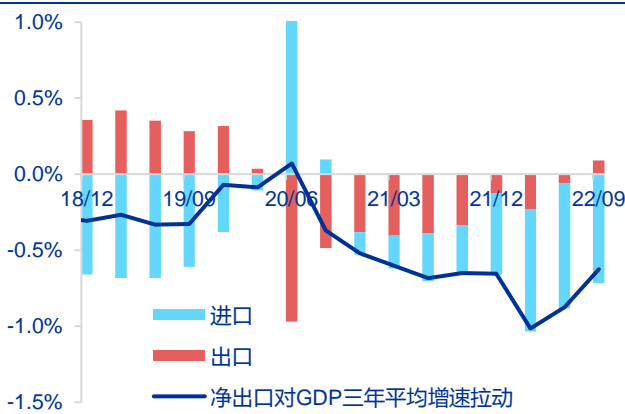
图 3：美国三季度实际 PCE 消费整体降温



资料来源：CEIC，申万宏源研究

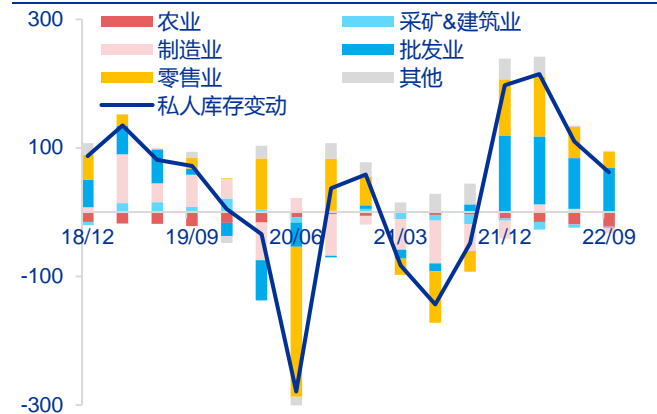
2) 净出口逆差超预期大幅收窄，小幅补库存过程延续，非住宅投资向好，均指向美欧制造业生产此消彼长，美国成为发达国家中制造业表现最为强劲的国家。Q3 美国货物出口改善、进口放缓，净出口逆差大幅收窄，商品净出口对三年平均增速的拖累幅度收窄超过 0.2 个百分点，并且超过商品消费下滑的幅度，加之美国私人部门再度延续小幅补库存的态势，与美国今年以来工业生产加速恢复的态势形成呼应。在欧洲工业生产在能源危机面前持续展现出难以扭转的产业链脆弱性的同时，美国制造业生产活跃度迅速改善至疫情前水平之上，并对欧洲各国具备传统优势的一些工业领域形成替代、吸收效应；拆分美国出口结构也可以发现，近三个月来改善最多的分项为机械运输设备、化学产品等，和美欧生产此消彼长的领域是重合的，详见《美国供需两侧均显著强于欧日英-全球宏观周报·第 88 期》(2022.10.23)。同时非住宅投资对于 GDP 三年平均增速的贡献基本持平，并未继续下滑，同样指向美欧工业生产的此消彼长。三季度能源价格的下行也可能对非住宅投资改善形成一定助力。

图 4：净出口对美 GDP 三年平均增速贡献改善 0.2%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

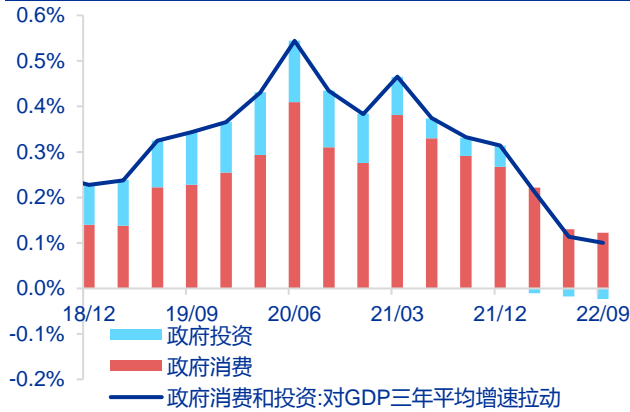
图 5：私人库存三季度仍增但增幅收窄（10 亿美元）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

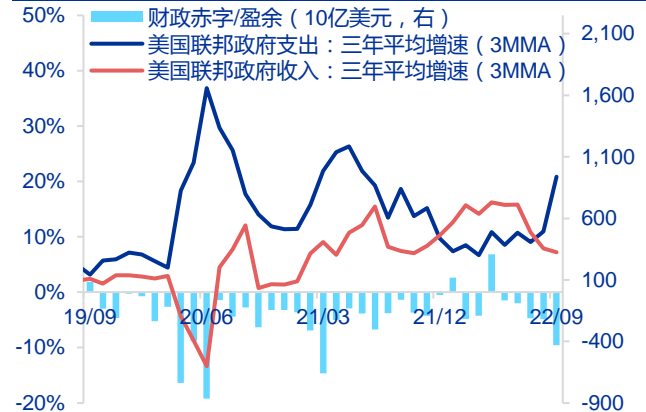
3) 此外，三季度美国政府消费和投资对 GDP 三年平均增速贡献持平，未延续上半年的下滑态势，主要为国防支出增加及地方政府雇员增加所致。

图 6：政府消费和投资下行趋缓



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 7：三季度美国财政支出增加

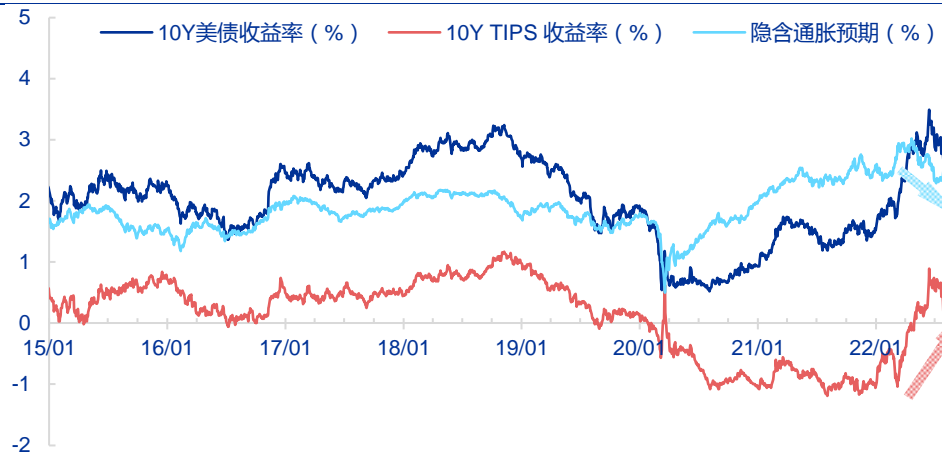


资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.2 供需双向奔赴缺口收窄，美通胀再超预期概率下降

Q3 美国经济结构显示当前美国需求趋于降温、工业生产持续改善，供需双向奔赴，需求缺口收窄，未来美国通胀再超预期概率下降。预计美联储加息超出市场预期路径的概率较低，美债收益率近期或在 4.0% 左右窄幅震荡。 GDP 核算的实际上是经济的总供给，三季度美国经济好于预期的表现主要源于工业生产日益强劲、超出疫情前水平的良好表现。而与此同时，美国居民商品消费需求、住宅投资需求也在美联储严厉加息半年后波动中降温，这意味着导致通胀持续走高的需求缺口收窄的速度可能快于市场此前预期。今年二季度以来，10Y 美债收益率中反映实际经济增长趋势的 TIPS 利率和隐含通胀预期即开始呈现明显的反向波动趋势，恰恰反映出本轮美联储加息适逢俄乌冲突加剧欧洲产业链脆弱性发酵的阶段，美国经济的供需两侧表现是不同步的。如果三季度的需求降温、供给改善的局面延续，那么我们可能看到未来美国 CPI 通胀更快见顶回落。**也就是说，美国当前（反映供给侧情况的）经济表现越强，实际上美国需求缺口收窄的速度将越快，美联储货币紧缩再超预期的概率就会下降，美元指数小幅回落、美债收益率在 4.0% 左右窄幅震荡组合出现的概率就越大。**

图 8：美国 10Y 国债收益率中 TIPS 利率和隐含通胀预期开始反向波动



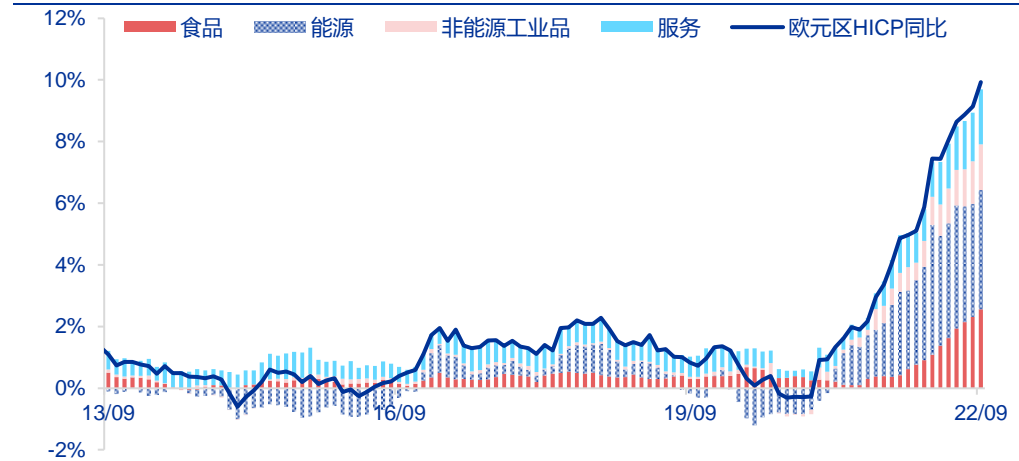
资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.3 欧央行再加息 75BP，但论调转鸽凸显经济衰退风险

当地时间 10 月 27 日，欧央行在 10 月议息会议上决定第二次加息 75BP，并预计将进一步加息，将在 12 月决定量化紧缩原则，但在此次货币政策决议中却出现了明显的论调软化，如不再强调“前置加息”，反而强调退出宽松已经取得“重大成果”，并指出未来利率决策将基于“经济”及通胀前景，暗示关注经济衰退风险，从而在此次会议之后，欧元兑美元汇率并未提振，反而是走弱的。

欧央行此次论调的转鸽，主要基于欧元区经济衰退的担忧，而这样的担忧则来自于欧元区需求转弱、进一步拖累已经相当脆弱的产业链供给的经济结构，使得欧元区相对于美国在历经同样激进的货币紧缩时更容易陷入深度经济衰退。但目前欧元区通胀仍高达 9.9%，且欧央行遵循单一通胀目标，经济增长无法成为其逆转货币政策方向的首要考虑。若在成功抑制通胀之前提前转鸽，则可能在后续迫使欧央行进行更大力度，更激进的紧缩，特别是在冬季全球能源价格可能反弹的背景下。

图 9：欧元区 9 月 HICP 同比 9.9%

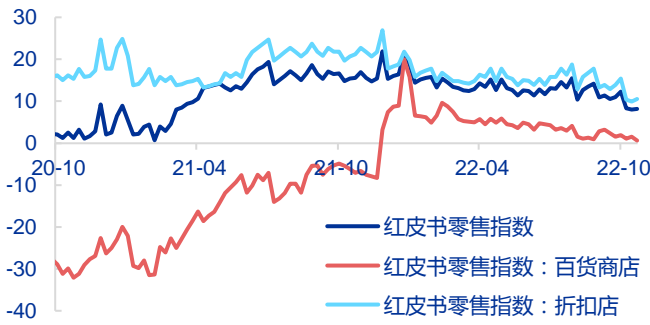


资料来源：CEIC，申万宏源研究

2. 发达经济跟踪 美国 8 月 S&P 房价环比-1.6%

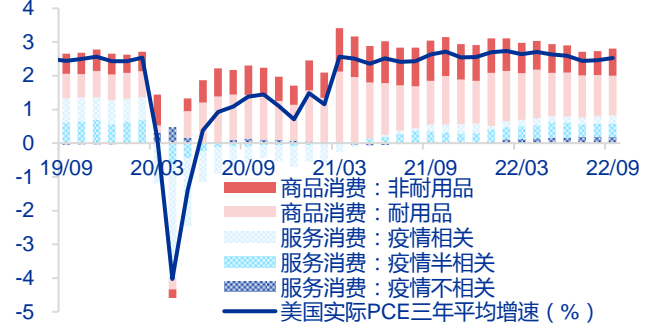
需求：本周美国红皮书零售销售指数较上周小幅回升，主要受折扣店指数上涨的影响，整体依旧维持下滑趋势。9 月美国实际 PCE 三年平均增速 2.53%。

图 10：本周美国红皮书销售指数小幅回升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

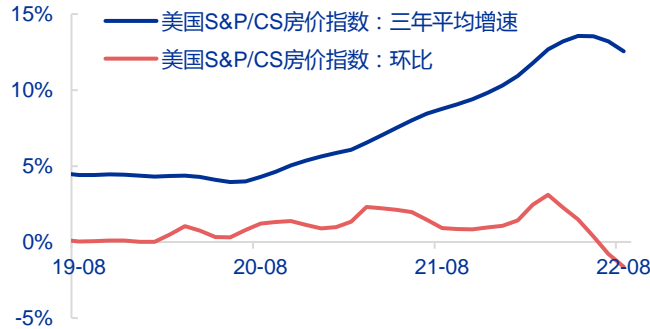
图 11：9 月美国实际 PCE 三年平均增速 2.53%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

地产：8 月美国 S&P 房价指数环比-1.63%，已连续两月收缩，且降幅创 2009 年以来最大。美联储紧缩下，9 月美国新屋销售环比-10.9%，三年平均增速-5.7%。

图 12：美国 8 月 S&P 房价指数继续下行



资料来源：CEIC，申万宏源研究

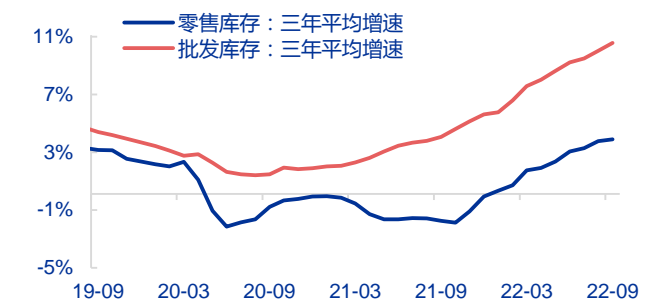
图 13：美国 9 月新屋销售三年平均增速-5.7%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

供给与就业：美国 9 月零售库存三年平均增速 2.9%，批发库存三年平均增速 9.1%，增速较上月再度提升。美国 9 月耐用品新订单环比 0.4%，三年平均增速 7.4%，虽较上月有所提升，但不及预期。欧元区 9 月制造业与服务业 PMI 均继续下降。美国 9 月 Markit 服务业 PMI 回升至 49.3，制造业 PMI 小幅上涨至 52。

图 14：美国 9 月零售与批发库存增速双双抬升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

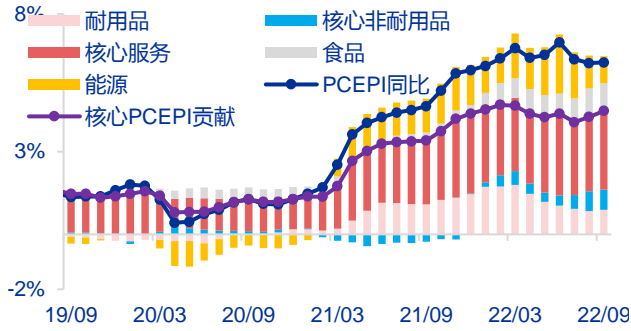
图 15：美国 9 月耐用品新订单环比增长 0.4%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

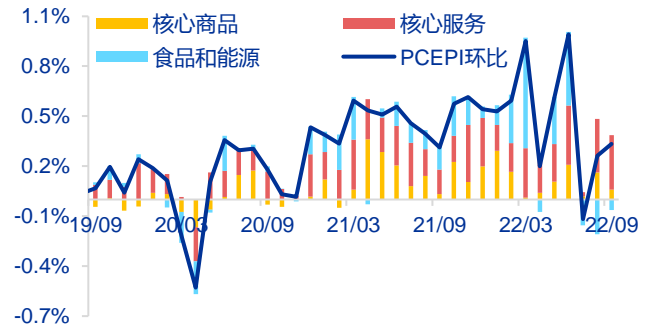
CPI 通胀：9 月核心美国 PCEPI 同比 5.1%，低于预期，整体 PCEPI 同比维持 6.2%，环比 0.3%，亦持平上月。

图 16：美国 9 月 PCEPI 同比 6.2%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 17：美国 9 月 PCEPI 环比 0.3%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

油价和 PPI：本周原油周均价较上周小幅回升。本周美国原油库存小幅下降 83 万桶，延续下降趋势，但降幅缩窄。

图 18：本周原油周均价较上周小幅回升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 19：本周原油库存与产量较上周基本持平



资料来源：CEIC，申万宏源研究

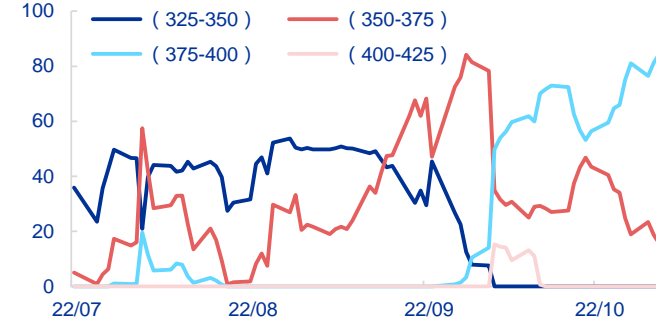
货币操作：本周美联储逆回购操作平均 2.19 万亿美元。美国 11 月加息 75BP 仍为主旋律，但市场对后期美联储转鸽预期在近一周攀升。

图 20：本周美联储逆回购操作平均 2.19 万亿美元



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 21：22 年 11 月加息 75BP 概率领先 (BP)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

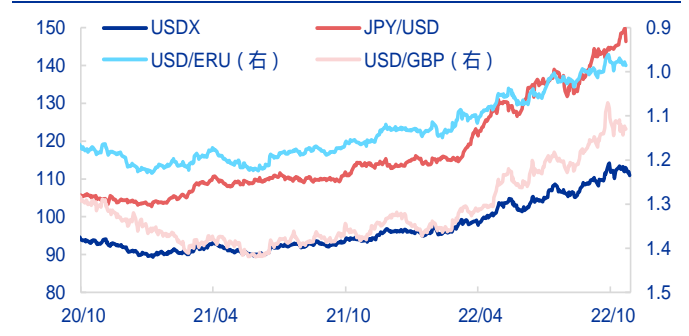
汇率利率黄金：本周美元指数走弱，金价持续上涨。本周美元指数走弱，10Y 美债利率持续下跌至 4.0%，黄金价格较上周上行 1.5%。

图 22：本周 10Y 美债利率震荡下行



资料来源：CEIC，申万宏源研究

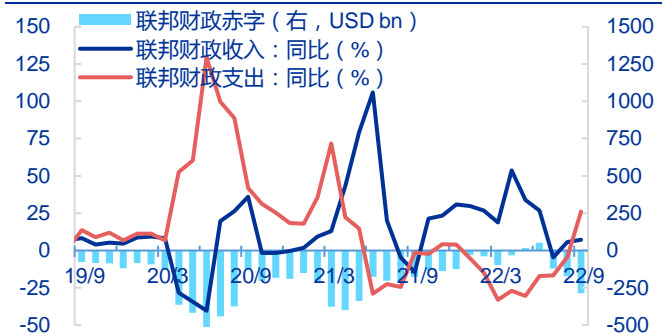
图 23：截至 10 月 27 日，美元指数下行至 110.59



资料来源：CEIC，申万宏源研究

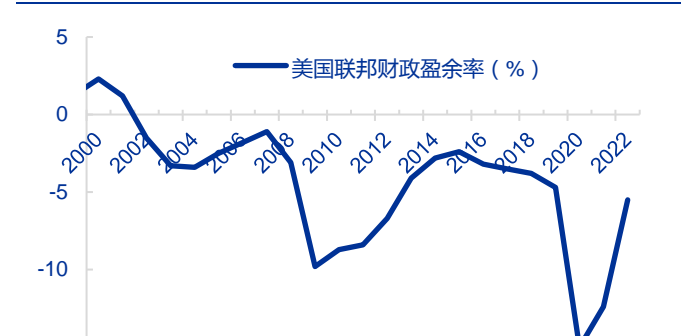
海外财政：2022 年美国联邦财政赤字率回落至 5.5%。美国 9 月联邦财政收入同比下行 7.0pct 至 6.1%，支出同比上行 56.9pct 至 76.1%。根据最新数据，2022 财年美国联邦财政赤字规模达到 1.375 万亿美元，占美国 GDP 的比重从 2021 年的 12.4%降至 5.5%。

图 24：美国联邦财政收支 (3MMA)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

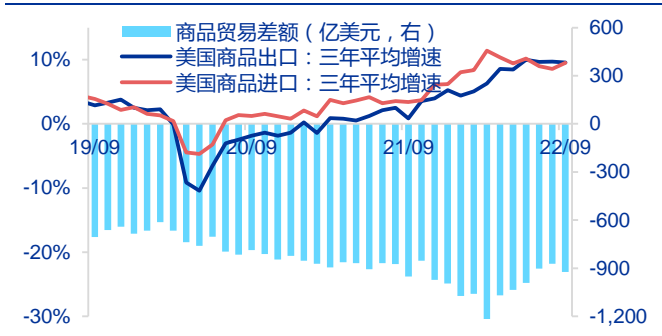
图 25：2022 年美国联邦赤字率回落至 5.5%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

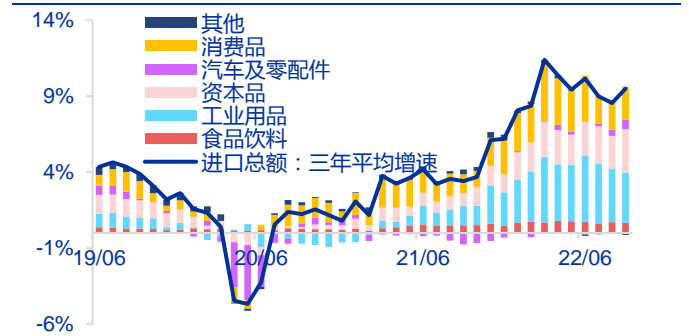
全球贸易：美国 9 月商品进口三年平均增速上涨至 9.5%，主要受资本品及汽车与零配件进口增速提升的影响。出口三年平均增速小幅下降，导致整体商品贸易逆差再度扩大至 922 亿美元。

图 26：美国 9 月商品贸易逆差扩大至 922 亿美元



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 27：美国 9 月资本品与汽车推升进口增速



资料来源：CEIC，申万宏源研究

3.新兴市场跟踪：越南加息 100BP

本周越南加息 100BP，此举也使越南的借贷成本达到 2020 年 2 月以来的最高水平。

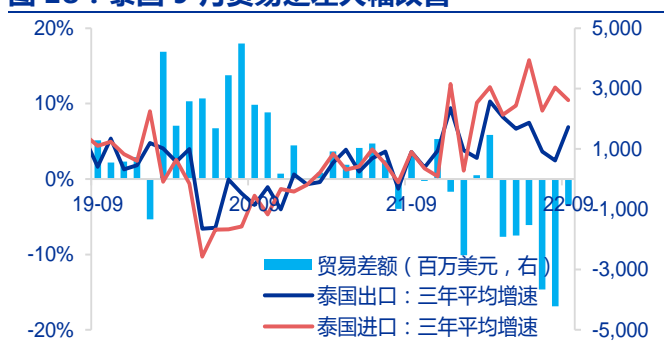
表 1：本周越南加息

| 国家 | 加息幅度 | 时间 | 加息后利率 |
|----|--------|------------|-------|
| 越南 | 100bps | 2022.10.25 | 6.0% |

资料来源：申万宏源研究

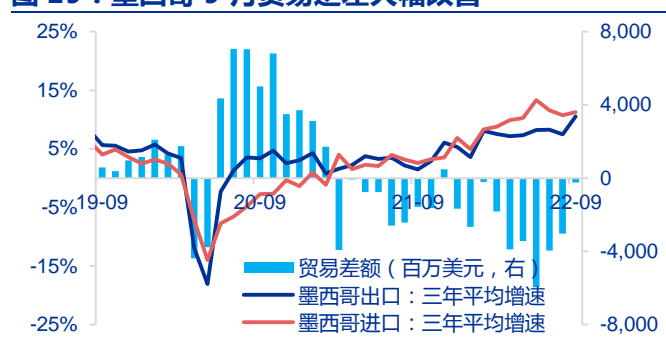
9 月泰国和墨西哥贸易逆差大幅改善，土耳其贸易逆差收窄。受食品和工业品出货量的推动，泰国 9 月出口额增幅高于预期，而进口量收缩，导致贸易逆差大幅改善，缩窄至 8.5 亿美元。墨西哥 9 月录的 2.3 亿美元的贸易逆差，这也是 6 个月来的最小逆差，主要受石油出口增长的推动。土耳其 9 月出口额有所增加而进口量小幅回落，贸易逆差缩窄至 101.1 亿美元。

图 28：泰国 9 月贸易逆差大幅改善



资料来源：CEIC，申万宏源研究

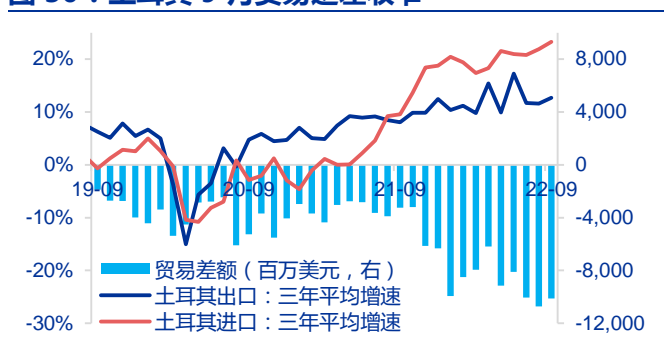
图 29：墨西哥 9 月贸易逆差大幅改善



资料来源：CEIC，申万宏源研究

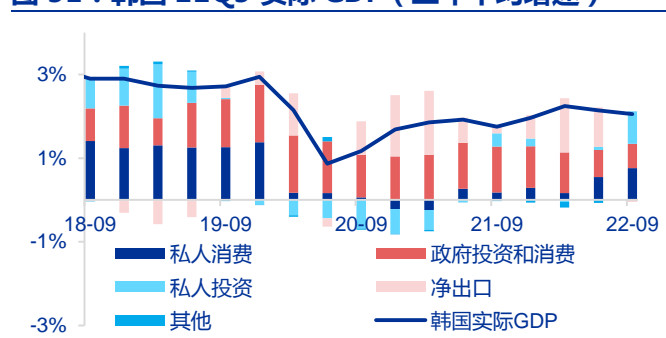
韩国 22Q3 实际 GDP 环比 0.3%，三年平均增速 2.1%，较上季度有所回落，主要受净出口和政府投资与消费的拖累。

图 30：土耳其 9 月贸易逆差收窄



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 31：韩国 22Q3 实际 GDP（三年平均增速）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

4.海外政策动向：欧央行加息 75BP

图 32：2020 年以来海外发达国家重要变化

| | 货币政策 | 财政政策 | 俄乌冲突时间线 |
|---------|--|---|---|
| 2020 Q1 | (3.3) 美联储：降息50bp至1.00%-1.25% | (3.6) 美国：颁布83亿美元的CPRSAA救济方案 | |
| | (3.11) 英央行：1)降息50bp从0.75%至0.25% | (3.11) 英国：宣布300亿英镑的财政刺激政策 | |
| | (3.15) 美联储：1)启动7000亿美元QE计划 2)降息100bp至0.00%-0.25% | (3.11) 日本：通过了1.6万亿日元的支出法案 | |
| | (3.16) 日央行：增加QE 1)积极购买JGB和T-bills 2)购买ETF和J-REIT的年度限额分别提高至12万亿和18000亿日元 3)宣布新的零息贷款计划 4)加购CP和公司债券 | (3.17) 英国：提供3300亿英镑的商业贷款 | |
| Q2 | (3.18) 欧央行：宣布推出7500亿欧元的PEPP计划 | (3.18) 美国：颁布FFCRA救济方案 | |
| | (3.19) 英央行：1)再度降息15bp从0.25%至0.1% | (3.20) 英国：宣布工人支持计划 | |
| | 2)宣布价值2000亿英镑的QE | (3.23) 欧盟：激活SGP的一般免责条款 | |
| | (3.26) 欧央行：开启无限量购债 | (3.26) 英国：为年收入少于50,000英镑的个体经营者提供每月2500英镑的现金补助 | |
| Q3 | (4.27) 日央行：1)开启无限量购债 2)将CP和公司债券未偿金额上限提高到20万亿日元 3)扩大抵押品范围 | (3.27) 美国：颁布价值为2.3万亿美元的CARES法案 | |
| | (4.30) 欧央行：1)引入PELTROS再融资操作措施 2)调降TLTRO III利率25bps至-0.5% | (4.2) 欧盟：出台1000亿欧元的临时贷款工具SURE | |
| | (5.22) 日央行：推出价值30万亿日元的一年期零息贷款 | (4.7) 日本：颁布价值为117.1万亿日元的一揽子计划 | |
| | (6.4) 欧央行：扩大PEPP购债计划6000亿欧元 | (4.16) 欧盟：EIB 集团设立250亿欧元的担保基金 | |
| Q4 | (6.18) 英央行：政府债券购买规模扩大1000亿英镑 | (5.9) 欧盟：开发价值为2400亿欧元PCS工具 | |
| | (11.5) 英央行：债券购买再扩大 1500 亿英镑 | (5.27) 日本：宣布120万亿日元的经济刺激方案 | |
| | (12.10) 欧央行：扩大PEPP购债计划5000亿欧元并延长计划至22年3月，同时延长TLTROIII至22年6月 | (7.8) 英国：宣布价值为300亿英镑的救济方案 | |
| | | (9.24) 英国：延长四项政府支持贷款计划申请期限 | |
| 2021 Q1 | | (12.4) 日本：颁布73.6万亿日元的综合经济措施 | |
| | | (12.21) 美国：颁布总金额为9000亿美元的CAA | |
| | | (2.2) 欧盟：敲定了7500亿欧元的NGEU复苏计划 | |
| | | (3.3) 英国：宣布提供650亿英镑的新经济政策 | |
| Q2 | (6.22) 日央行：额外购买的CP和商业票据以及特别融资业务延长至22年3月 | (3.11) 美国：颁布了1.9万亿美元ARPA救济方案 | |
| | (11.3) 美联储：宣布正式启动Taper | (7.15) 美国：启动价值 1100 亿美元的儿童税收抵免计划 | (2.22) 美、英、欧：制裁主要银行，限制贸易和资本进入 |
| | (12.15) 美联储：加速Taper，宣布22年3月退出QE | (9.7) 英国：拨款360 亿英镑用于改革NHS | (2.23) 日：禁发俄罗斯政府主权债券 |
| | (12.15) 英央行：1)加息15bp从0.1%至0.25% | (11.19) 美国：众议院通过了价值为2.2万亿美元的BBB法案，但遭到了参议院的反对，最终未通过 | (2.26-2.28) 美：禁止俄部分银行使用SWIFT，限制俄央行使用国际储备，冻结俄央行资产；英：制裁俄央行 |
| Q3 | (12.16) 欧央行：暂时性扩大APP购债规模 | (11.19) 日本：颁布了56万亿日元的经济刺激计划 | (3.1-3.2) 日：冻结俄央行资产；欧：将除两家关键银行外的7家俄主要银行剔除SWIFT系统，并且禁止与俄交易 |
| | | | (3.8) 美、英：禁止进口俄罗斯石油、液化天然气和煤炭 |
| | | | (4.6) 美、英：分别封锁俄联邦储蓄银行和冻结其资产 |
| | | | (4.8) 欧、日：禁止进口俄煤炭 |
| Q4 | (2.2) 英央行：1)加息25bp至0.5% 2)停止对到期资产再投资直至23年底 | (2.2) 英国：宣布90亿英镑贷款和退税计划，旨在帮助今年能源账单不断上涨的家庭 | (5.4) 欧：将俄联邦储蓄银行和另两家主要银行移除SWIFT |
| | (3.17) 美联储：宣布加息25bp至0.25%-0.5% | (5.26) 英国：推出150亿英镑的一揽子计划以应对能源价格飙升 | (5.9) 英：宣布铂、钯等新进口税，禁止化工、塑料、橡胶等出口 |
| | (3.17) 英央行：加息25bp至0.75% | (7.28) 美国：通过了CHIPS和Science Bill，向半导体行业提供2800亿美元的援助和补贴 | (6.3) 欧：禁止进口俄原油和石油产品，并禁止3家俄银行和1家白俄银行使用 SWIFT系统 |
| | (3.31) 欧央行：PEPP购债终止 | (8.16) 美国：拜登签署了《通胀削减法案》 | (6.22) 英国：禁止向俄出口 1)生化武器、炼油和关键行业的货物和技术 2)航空燃料和以英镑或欧盟计价的纸币 |
| 2022 Q1 | (5.4) 美联储：宣布6.1开始缩表，加息50bp至0.75%-1% | (9.4) 德国：宣布一项650亿欧元的一揽子计划以遏制飙升的能源成本 | (6.27) 美、英、日：对俄罗斯黄金进口实行禁令 |
| | (5.5) 英央行：加息25bp至1% | (9.8) 英国：利兹·特拉斯宣布了一项约为1500亿英镑的紧急能源计划；财政部与英央行推出了一项400亿英镑的基金为能源交易商提供额外流动性 | (7.21) 欧盟：禁止进口俄黄金，制裁俄联邦储蓄银行等实体 |
| | (6.2) 欧央行：APP购债于7月1日终止 | (9.23) 英国：公布了450亿英镑的减税方案 | (7.23) 俄：与乌克兰签署粮食协议避免全球粮食危机 |
| | (6.16) 英央行：加息25bp至1.25% | (10.3) 英国：放弃取消45%最高所得税率计划 | (7.26) 欧盟：对俄侵略乌克兰的经济制裁再延长六个月 |
| Q2 | (6.16) 美联储：加息75bp至1.5%-1.75% | (10.17) 英国：新任财政大臣亨特提出一揽子措施巩固公共财政，该措施每年将筹集320亿英镑。 | (7.27) 俄：削减通过北溪1号对欧洲的天然气供应 |
| | (7.21) 欧央行：宣布加息50bp至0.5%，放弃前瞻性指引，并推出“传导保护工具” TPI | (10.25) 英国：里希·苏纳克正式成为英国首相 | (8.11) 欧盟：对俄罗斯煤炭禁运正式生效 |
| | (7.27) 美联储：宣布加息75bp至2.25%-2.5% | (10.28) 日本：政府追加29.1万亿日元预算以支持经济刺激计划。 | (9.2) G7：对俄罗斯原油和石油产品设定价格上限；俄：北溪1号将完全停止输气 |
| | (8.4) 英央行：宣布加息50bp至1.75% | | (10.5) 欧盟：支持对俄罗斯新一轮制裁方案，包括对售予第三国的石油价格实施上限，延长商品进口禁令，并禁止向俄罗斯实体提供IT、工程和法律服务。 |
| Q3 | (9.8) 欧央行：宣布加息75bp至1.25% | | (10.2) 俄：宣布欧洲可以通过土耳其使用俄罗斯天然气。 |
| | (9.21) 美联储：宣布加息75bp至3%-3.25% | | |
| | (9.22) 英央行：加息50bp至2.25% | | |
| | (10.19) 英央行：确认首次国债卖出操作从11月1日开始 | | |
| | (10.20) 日央行：日本央行提出购买约 2500 亿日元期限为 5 年至 25 年以上的政府债券以支撑债市 | | |
| | (10.27) 欧央行：宣布加息75bp至2% | | |

资料来源：申万宏源研究

5.全球宏观日历：关注美联储议息会议

表 2：全球主要宏观经济数据日历

| 月份 | 星期一 | 星期二 | 星期三 | 星期四 | 星期五 | 星期六 | 星期日 |
|-----|---|---|---|---|---|-----|-----|
| 11月 | 24 16:00 EU  PMI 21:45 US  Markit PMI | 25 21:00 US  S&P/CS 20 大 城市房价指数 | 26 20:30 US  零售库存、批发 库存 22:00 US  新屋销售 | 27 9:30 CN  工业企业利润 19:45 EU  欧央行议息会议 20:30 US  耐用品订单、 GDP | 28 10:30 JP  日央行议息会议 20:30 US  9月 PCE 22:00 US  成屋签约销售 | 29 | 30 |
| | 31 9:00 CN  中采 PMI 18:00 EU  GDP、HICP | 1 9:45 CN  财新制造业 PMI 22:00 US  ISM 制造业指 数、职位空缺、 营建支出 | 2 | 3 2:00 US  FOMC 决策 9:45 CN  财新综合 PMI 18:00 EU  失业率 20:30 US  贸易数据 22:00 US  ISM 服务业指 数 | 4 18:00 EU  PPI 20:30 US  就业数据 | 5 | 6 |
| | 7 不定时 CN  进出口数据 | 8 18:00 EU  零售销售 | 9 不定时 CN  金融数据 9:30 CN  CPI、PPI | 10 21:30 US  10月 CPI | 11 | 12 | 13 |

资料来源：各国统计局、申万宏源研究

注：中国金融数据公布日期不定，每月 10-15 日公布概率较高

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | |
|--------|-----|---------------|---------------------|
| 华东 A 组 | 陈陶 | 021-33388362 | chentao1@swhysc.com |
| 华东 B 组 | 谢文雯 | 18930809211 | xiewenni@swhysc.com |
| 华北组 | 李丹 | 010-66500631 | lidan4@swhysc.com |
| 华南组 | 李昇 | 0755-82990609 | Lisheng5@swhysc.com |

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。