

2022 年 11 月 20 日

证券分析师

秦泰 A0230517080006
qintai@swsresearch.com
王茂宇 A0230521120001
wanqmy2@swsresearch.com

联系人

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



申万宏源研究微信服务号

美长债名义、实际利率背离说明什么？

——全球宏观周报 · 第 92 期

周观点：美长债名义、实际利率背离说明什么？

- **10Y 美债名义、实际利率本周明显背离，显示海外市场对美国经济增长前景展望不弱，同时通胀预期有所降温，其背后是工业生产预期强劲所带来的需求缺口收窄逻辑的强化。**本周伴随着美国 10 月零售、工业生产数据的公布，美债市场暗流涌动，10Y 美债名义收益率波澜不惊，基本维持于上周末水平，距离近一个月前 4.25% 的高点已经下行 35BP 以上，但同时实际利率（10Y TIPS 收益率）却上行超 10BP 至 1.57% 左右，显示市场对美国未来通胀路径的预期有比较明显的降温。
- **10 月美国疫情阶段性缓和，零售及各主要品类表现普遍稍好于市场前期预期，显示需求仍然维持一定程度的过热趋势。**据当地时间 11 月 16 日公布的最新数据，美国 10 月零售销售（季调）三年平均增速大幅上行 0.4 个百分点至 10.2%，其中耐用消费品（0.2 个百分点）、食品和汽油（0.1 个百分点）、餐饮服务（0.1 个百分点）均有改善，其余分项贡献亦基本持平。在美联储今年以来已经累计加息 375BP 的背景下，10 月好于预期的零售表现或与疫情阶段性缓和直接相关，从而可能是暂时性的；同时也持续显示 20H2-21Q3 期间美国联邦政府巨额财政补贴所带来的美国居民超额储蓄，对当前货币紧缩环境下的需求抑制斜率有一定的对冲缓释作用。如果更多关注需求拉动通胀的逻辑，这样的数据理应拉动美债名义收益率和美元指数上行，但实际情况却并非如此，美债收益率和美元指数都基本维持在此前一周的低位水平，我们需结合供给侧数据共同分析。
- **10 月美国制造业恢复进一步延续了年初以来的走强趋势，供给侧因素推动美国商品需求缺口趋于持续收窄，构成通胀预期有所缓和的主要原因。**据当地时间 11 月 16 日美联储公布的最新数据，美国 10 月工业生产（季调）三年平均增速较上月提升 0.2 个百分点至 0.9%，但环比转为 -0.1%，主要由采矿业拖累。10 月美国制造业维持今年以来的强势恢复趋势，对整体工业生产增速贡献提升 0.2 个百分点至 1.1%，环比增幅也达到 0.2%。**俄乌冲突以来欧洲主要小型发达经济体受能源供给安全因素威胁，产业链相互协同度大幅下降，通过跨国公司的产能配置再平衡过程，部分开始向能源供给稳定性明显更强的美国实施转移，这一过程从数据上来看至今尚在延续，并未有逆转迹象。**商品通胀是供需两端共同作用的结果。商品消费需求维持一定程度的偏热、但同时工业生产持续改善向好，美国的需求缺口在更高水平的供需循环的意义上是趋于收窄的。本周公布的零售、制造业生产指数结构与上周公布的 10 月美国 CPI 核心商品通胀的超预期大幅回落是完全匹配的。**这种数据结构，可能正在令海外市场更加相信类似于三季度美国 GDP 的经济结构会延续更长时间，也就是说，即便消费需求过热仍将持续一段时间，只要美国制造业生产能够延续当前的稳定走强格局，我们大概率会看到，美国未来经济增速（反映实际生产情况）越强，美国通胀预期路径就会越低，美联储越需要提前考虑通胀降温路径下的货币紧缩操作逆转的节奏和合理时点问题，美元指数和美债名义收益率就很难走强，而与此同时与美国实际经济增长前景更加接近的 TIPS 收益率就有可能进一步与名义收益率出现反向的表现。**
- 基于上述分析，美联储此次加息峰值可能难以达到市场所预期的 5% 左右的水平，我们预计美联储 12 月加息 50BP、明年 2 月加息 25BP 后，就可能达到本轮加息的峰值 4.50-4.75%，首次降息可能在 23Q4、甚至不排除 23Q3 即落地。2023 年我们预计美元指数整体方向平缓向下，人民币对美元贬值压力最大的阶段已经过去，我国经常账户的相对强劲表现可能推动人民币有效汇率、CNY、CNH 相对美元不同程度的升值，从而为货币政策从内需角度保持中性偏松立场奠定坚实基础。
- **发达经济跟踪：英国 10 月 CPI 同比 11.1%。全球宏观日历：关注美联储会议纪要。**
- **风险提示：美联储紧缩力度超预期。**

目录

| | |
|--|-----------|
| 美长债名义、实际利率背离说明什么？ | 5 |
| 1.1 10Y 美债名义、实际利率背离，显示需求缺口收窄逻辑强化 | 5 |
| 1.2 美零售销售稍好于市场预期，显示需求维持过热 | 5 |
| 1.3 美国制造业恢复维持强势，商品需求缺口收窄 | 6 |
| 发达经济跟踪：英国 10 月 CPI 同比 11.1% | 9 |
| 新兴市场跟踪：菲律宾加息 75BP，阿根廷 CPI 同比上行 12 | |
| 海外政策动向：特朗普宣布参加 24 年总统大选 | 13 |
| 全球宏观日历：关注美联储会议纪要 | 14 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1：近一周美国 10Y 名义国债利率基本持平（%） | 5 |
| 图 2：10 月美国零售销售三年平均增速上行至 10.2% | 6 |
| 图 3：三季度美国居民超额储蓄加速消耗 | 6 |
| 图 4：10 月美国制造业为工业生产三年平均增速上行的主要贡献 | 7 |
| 图 5：欧盟、英国对美国直接投资在疫情之后大幅增加（百万美元） | 8 |
| 图 6：美联储变种泰勒规则加息预测 | 8 |
| 图 7：本周美国红皮书销售指数小幅回落 | 9 |
| 图 8：防控严格指数：海外发达国家已松至极低位置 | 9 |
| 图 9：美国 10 月营建许可三年平均增速 0.1% | 9 |
| 图 10：本周美国 MBA 市场综合指数小幅回升 | 9 |
| 图 11：欧盟 9 月工业生产环比 0.9% | 9 |
| 图 12：日本三季度实际 GDP 环比-0.3% | 9 |
| 图 13：日本 9 月工业生产环比-1.7% | 10 |
| 图 14：英国 9 月失业率 3.6% | 10 |
| 图 15：英国 10 月 CPI 同比 11.1% | 10 |
| 图 16：美国 10 月进口价格指数环比-0.2% | 10 |
| 图 17：本周原油周均价较上周小幅回落 | 10 |
| 图 18：10 月美国 PPI 同比 8.0% | 10 |
| 图 19：本周美联储逆回购操作平均 2.12 万亿美元 | 11 |
| 图 20：22 年 12 月加息 50BP 概率领先（BP） | 11 |
| 图 21：本周 10Y 美债利率下行（%） | 11 |
| 图 22：截至 11 月 18 日美元指数较上周走弱 | 11 |
| 图 23：日本 10 月贸易逆差 2.3 万亿日元 | 11 |
| 图 24：日本商品出口增速拆分 | 11 |
| 图 25：阿根廷 10 月 CPI 同比大幅上升 | 12 |
| 图 26：印度 10 月 CPI 同比小幅回落 | 12 |
| 图 27：印度 10 月贸易逆差小幅扩大 | 12 |
| 图 28：印尼 10 月贸易顺差大幅提升 | 12 |

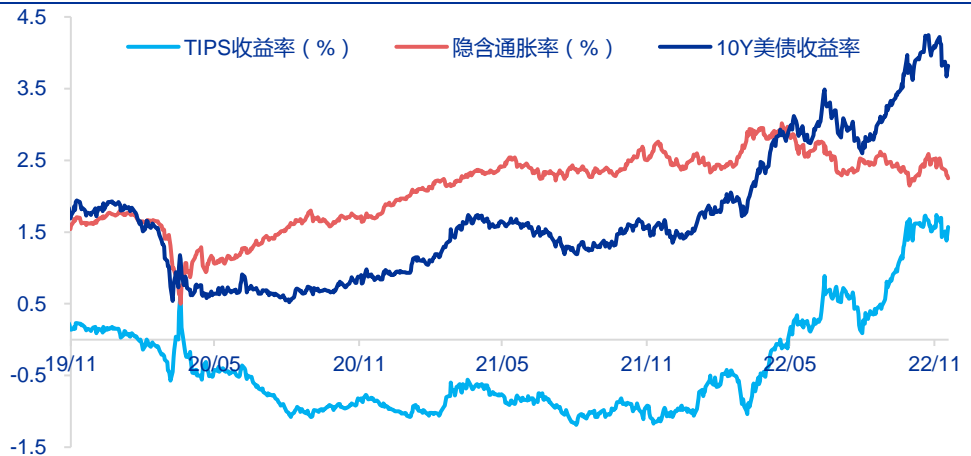
| | |
|---------------------------------|----|
| 图 29 : 2020 年以来海外发达国家重要变化 | 13 |
| 表 1 : 本周印度尼西亚、菲律宾加息 | 12 |
| 表 2 : 全球主要宏观经济数据日历 | 14 |

美长债名义、实际利率背离说明什么？

1.1 10Y 美债名义、实际利率背离，显示需求缺口收窄逻辑强化

10Y 美债名义、实际利率本周明显背离，显示海外市场对美国经济增长前景展望不弱，同时通胀预期有所降温，其背后是工业生产预期强劲所带来的需求缺口收窄逻辑的强化。本周伴随着美国 10 月零售、工业生产数据的公布，美债市场暗流涌动，10Y 美债名义收益率波澜不惊，基本维持于上周末水平，距离近一个月前 4.25% 的高点已经下行 35BP 以上，但同时实际利率（10Y TIPS 收益率）却上行超 10BP 至 1.57% 左右，显示市场对美国未来通胀路径的预期有比较明显的降温。

图 1：近一周美国 10Y 名义国债利率基本持平（%）

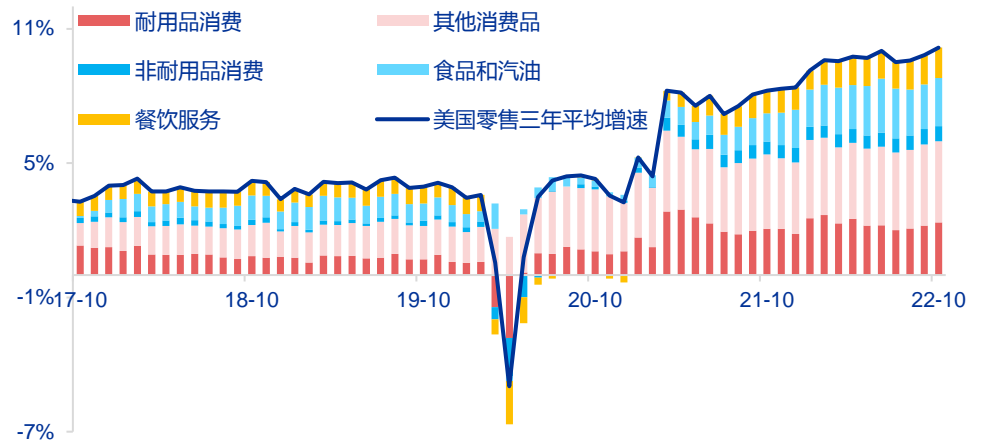


资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.2 美零售销售稍好于市场预期，显示需求维持过热

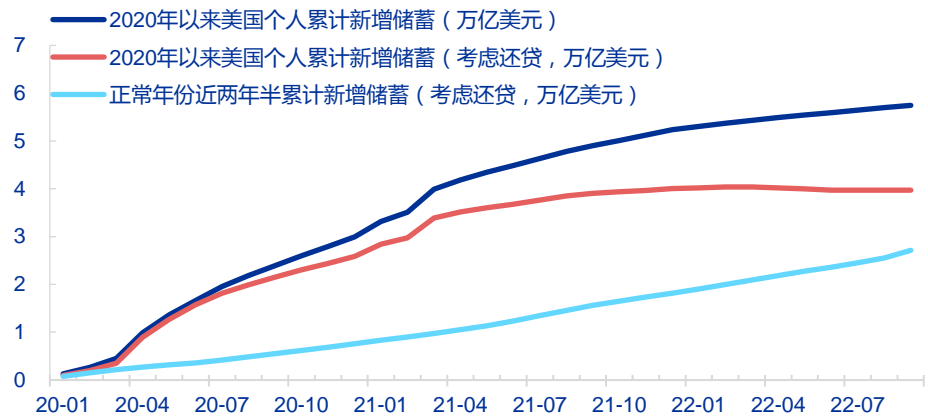
10 月美国疫情阶段性缓和，零售及各主要品类表现普遍稍好于市场前期预期，显示需求仍然维持一定程度的过热趋势。据当地时间 11 月 16 日公布的最新数据，美国 10 月零售销售（季调）三年平均增速大幅上行 0.4 个百分点至 10.2%，其中耐用消费品（0.2 个百分点）、食品和汽油（0.1 个百分点）、餐饮服务（0.1 个百分点）均有改善，其余分项贡献亦基本持平。在美联储今年以来已经累计加息 375BP 的背景下，10 月好于预期的零售表现或与疫情阶段性缓和直接相关，从而可能是暂时性的；同时也持续显示 20H2-21Q3 期间美国联邦政府巨额财政补贴所带来的美国居民超额储蓄，对当前货币紧缩环境下的需求抑制斜率有一定的对冲缓释作用。如果更多关注需求拉动通胀的逻辑，这样的数据理应拉动美债名义收益率和美元指数上行，但实际情况却并非如此，美债收益率和美元指数都基本维持在此前一周的低位水平，我们需结合供给侧数据共同分析。

图 2：10 月美国零售销售三年平均增速上行至 10.2%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 3：三季度美国居民超额储蓄加速消耗

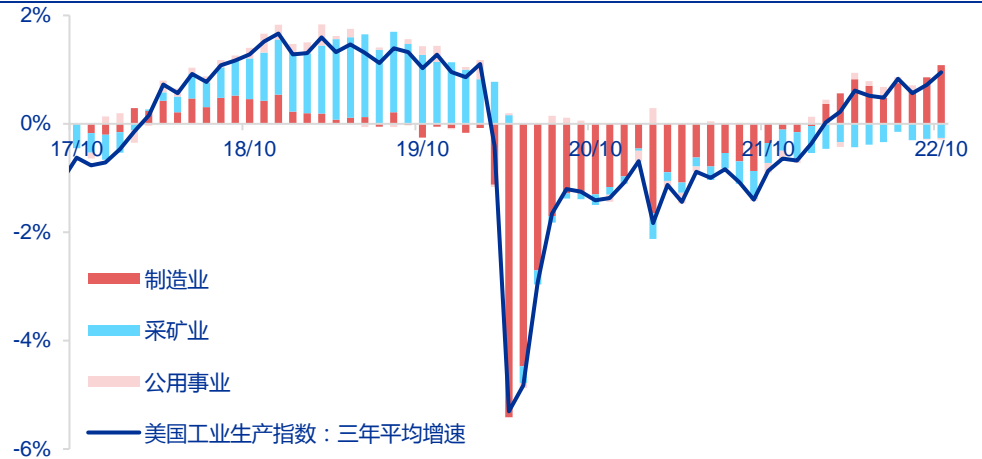


资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.3 美国制造业恢复维持强势，商品需求缺口收窄

10 月美国制造业恢复进一步延续了年初以来的走强趋势，供给侧因素推动美国商品需求缺口趋于持续收窄，构成通胀预期有所缓和的主要原因。据当地时间 11 月 16 日美联储公布的最新数据，美国 10 月工业生产（季调）三年平均增速较上月提升 0.2 个百分点至 0.9%，但环比转为 -0.1%，主要由采矿业拖累。10 月美国制造业维持今年以来的强势恢复趋势，对整体工业生产增速贡献提升 0.2 个百分点至 1.1%，环比增幅也达到 0.2%。

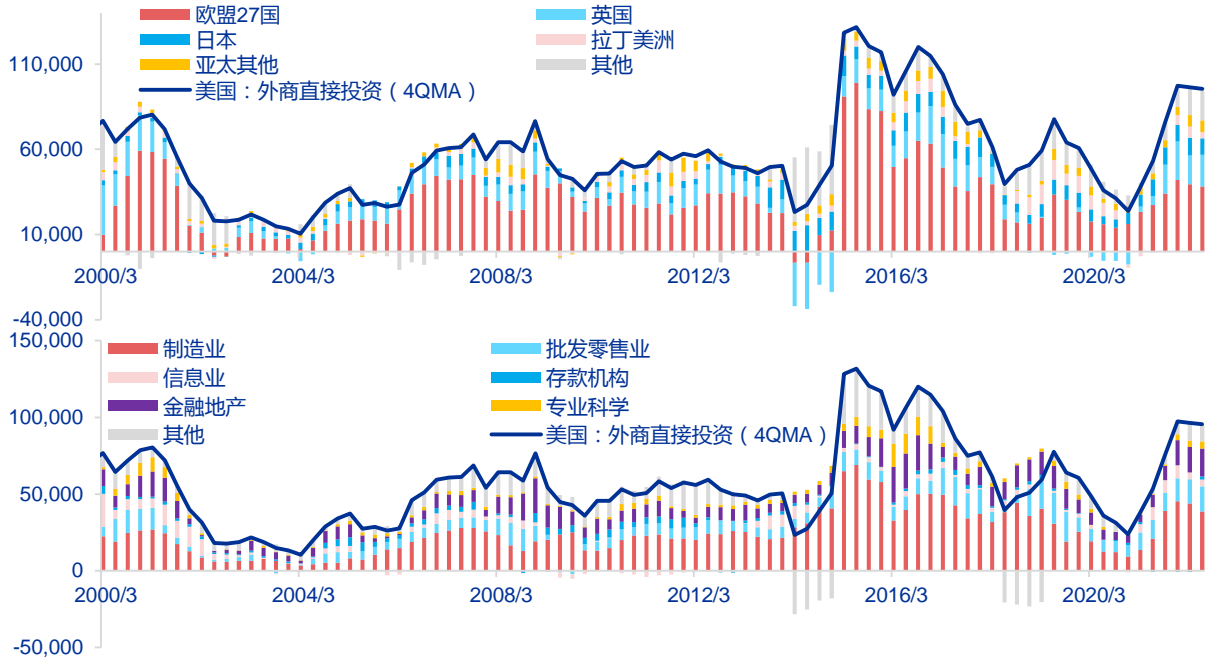
图 4：10 月美国制造业为工业生产三年平均增速上行的主要贡献



资料来源：CEIC，申万宏源研究

俄乌冲突以来欧洲主要小型发达经济体受能源供给安全因素威胁，产业链相互协同度大幅下降，通过跨国公司的产能配置再平衡过程，部分开始向能源供给稳定性明显更强的美国实施转移，这一过程从数据上来看至今尚在延续、并未有逆转迹象。商品通胀是供需两端共同作用的结果。商品消费需求维持一定程度的偏热、但同时工业生产持续改善向好，美国的需求缺口在更高水平的供需循环的意义上是趋于收窄的。本周公布的零售、制造业生产指数结构与上周公布的 10 月美国 CPI 核心商品通胀的超预期大幅回落是完全匹配的。这种数据结构，可能正在令海外市场更加相信类似于三季度美国 GDP 的经济结构会延续更长时间，也就是说，即便消费需求过热仍将持续一段时间，只要美国制造业生产能够延续当前的稳定走强格局，我们大概率会看到，美国未来经济增速（反映实际生产情况）越强，美国通胀预期路径就会越低，美联储越需要提前考虑通胀降温路径下的货币紧缩操作逆转的节奏和合理时点问题，美元指数和美债名义收益率就很难走强，而与此同时与美国实际经济增长前景更加接近的 TIPS 收益率就有可能进一步与名义收益率出现反向的表现。

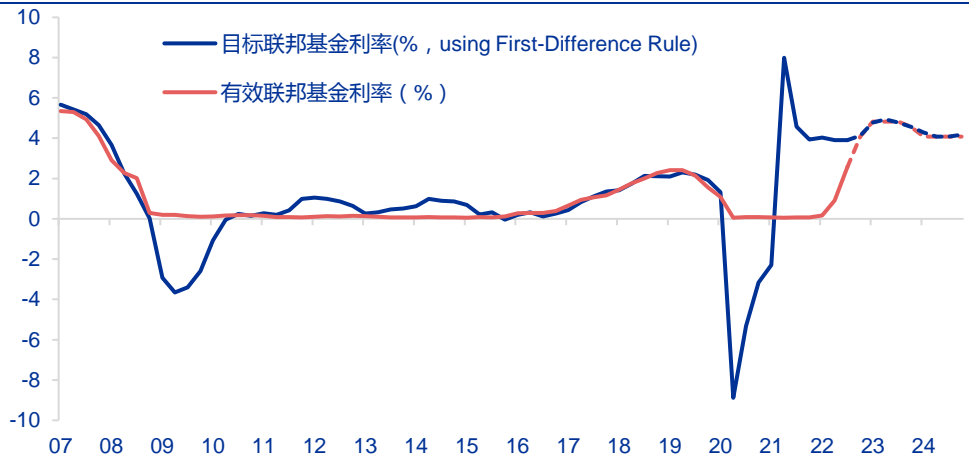
图 5：欧盟、英国对美国直接投资在疫情之后大幅增加（百万美元）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

基于上述分析 美联储此次加息峰值可能难以达到市场所预期的 5%左右的水平，我们预计美联储 12 月加息 50BP、明年 2 月加息 25BP 后，就可能达到本轮加息的峰值 4.50-4.75%，首次降息可能在 23Q4、甚至不排除 23Q3 即落地。2023 年我们预计美元指数整体方向平缓向下，人民币对美元贬值压力最大的阶段已经过去，我国经常账户的相对强劲表现可能推动人民币有效汇率、CNY、CNH 相对美元不同程度的升值，从而为货币政策从内需角度保持中性偏松立场奠定坚实基础。

图 6：美联储变种泰勒规则加息预测

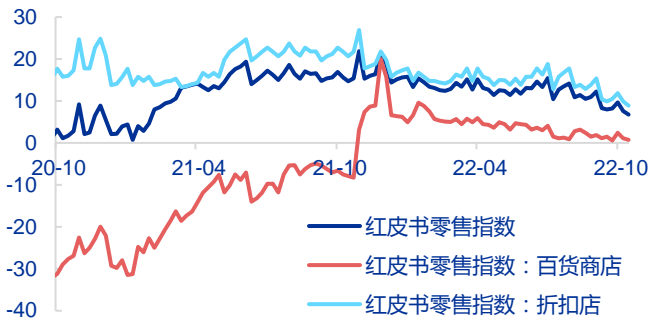


资料来源：CEIC，申万宏源研究

发达经济跟踪：英国 10 月 CPI 同比 11.1%

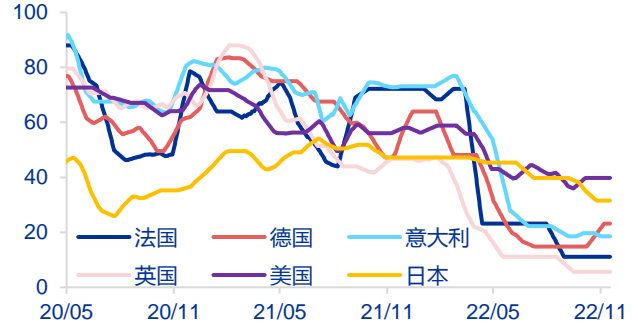
需求：本周美国红皮书零售销售指数、折扣店指数与百货商店指数较上周均有所回落。服务消费方面，海外主要发达国家在防控措施方面已经放松至极低位置。

图 7：本周美国红皮书销售指数小幅回落



资料来源：CEIC，申万宏源研究

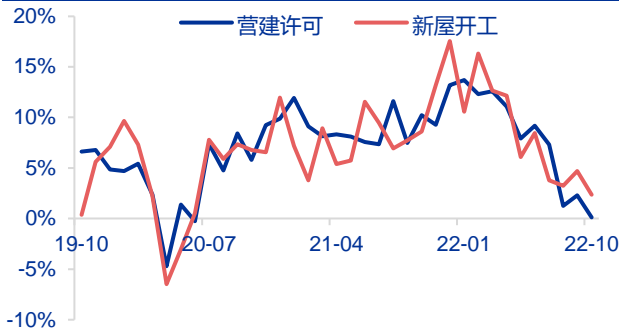
图 8：防控严格指数：海外发达国家已松至极低位置



资料来源：CEIC，申万宏源研究

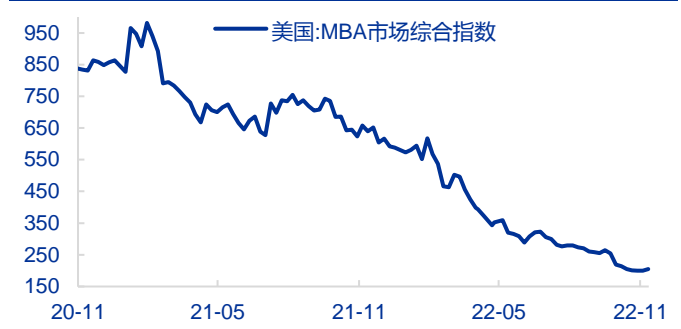
地产：10 月美国营建许可、新屋开工三年平均增速分别下行至 0.1%、2.4%，凸显美国房地产市场快速降温。本周美国 MBA 指数回升至 205.2，较上周小幅上行。

图 9：美国 10 月营建许可三年平均增速 0.1%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

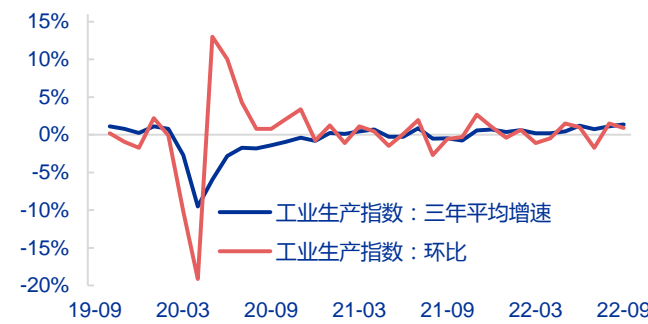
图 10：本周美国 MBA 市场综合指数小幅回升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

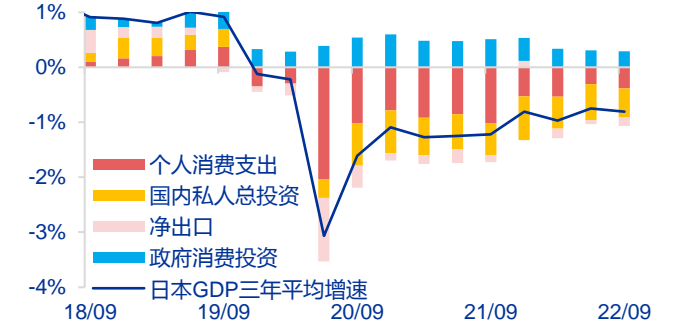
供给与就业：欧盟 9 月工业生产环比 0.9%，较 8 月下行 0.6 个百分点，三年平均增速上行 0.3 个百分点至 1.4%。整体趋势偏弱。日本 22Q3 实际 GDP 环比-0.3%，三年平均增速-0.8%，均较前值大幅下降。主要拖累因素为个人消费支出及政府消费投资，反映日本政府财政支出乏力，以及深度老龄化下日本居民消费难以提振，导致整体 GDP 三年平均增速至今仍在负区间。

图 11：欧盟 9 月工业生产环比 0.9%



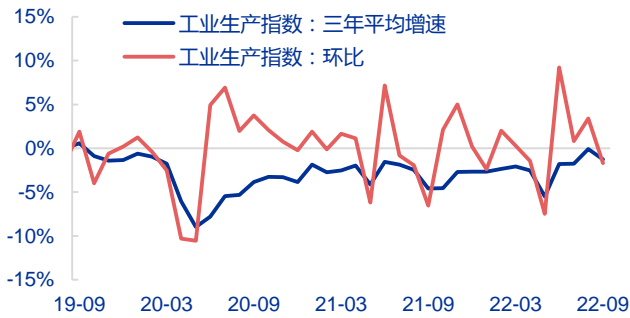
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 12：日本三季度实际 GDP 环比-0.3%



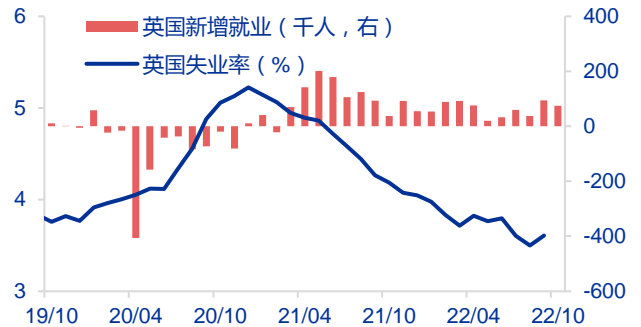
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 13：日本 9 月工业生产环比-1.7%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

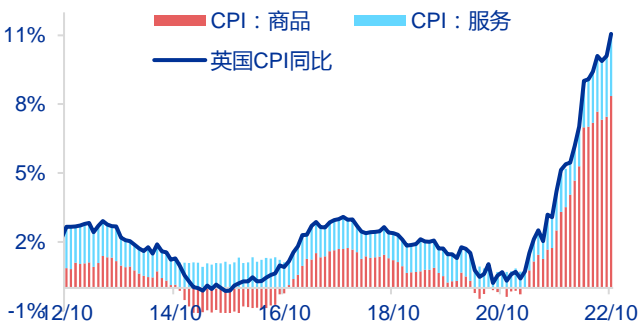
图 14：英国 9 月失业率 3.6%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

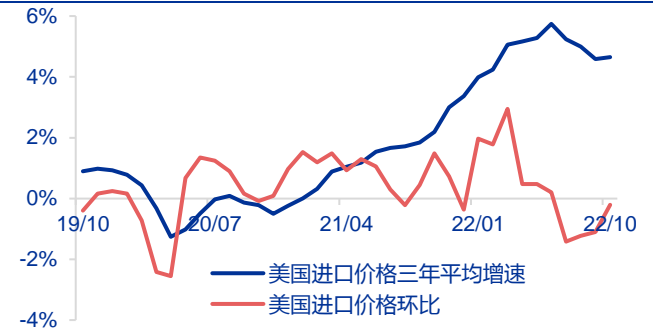
CPI 通胀：英国 10 月 CPI 同比加速上行至 11.1%，主要为商品贡献，为英央行紧缩增加压力。美国 10 月进口价格指数环比-0.2%。

图 15：英国 10 月 CPI 同比 11.1%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 16：美国 10 月进口价格指数环比-0.2%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

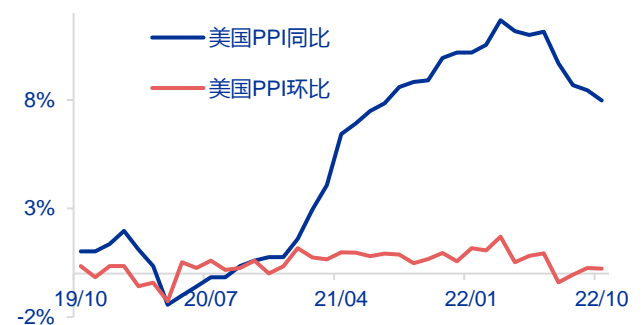
油价和 PPI：本周原油周均价较上周小幅回落，美国 PPI 同比下行至 8.0%，环比 0.2%，侧面反映美国 CPI 通胀压力正在消退。

图 17：本周原油周均价较上周小幅回落



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 18：10 月美国 PPI 同比 8.0%

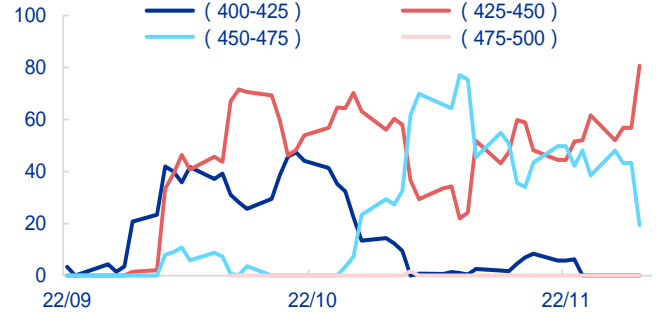


资料来源：CEIC，申万宏源研究

货币操作：本周美联储逆回购操作平均 2.12 万亿美元。本周美联储多位官员重申加息决心，抬升市场对加息利率峰值的预期，但目前市场预期美联储 12 月加息 50BP 的概率最大 (85.4%)。

图 19：本周美联储逆回购操作平均 2.12 万亿美元


资料来源：CEIC，申万宏源研究

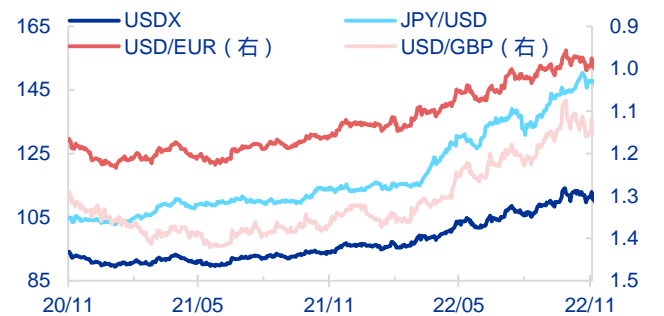
图 20：22 年 12 月加息 50BP 概率领先 (BP)


资料来源：CEIC，申万宏源研究

汇率利率黄金：本周美元指数回落。10Y 美债利率下行至 3.7%。本周美元指数走弱，11 月 18 日美元指数为 106.7，自 11 月 FOMC 会议以来维持下行趋势。黄金价格与上周基本持平，仅小幅上涨 0.8%。

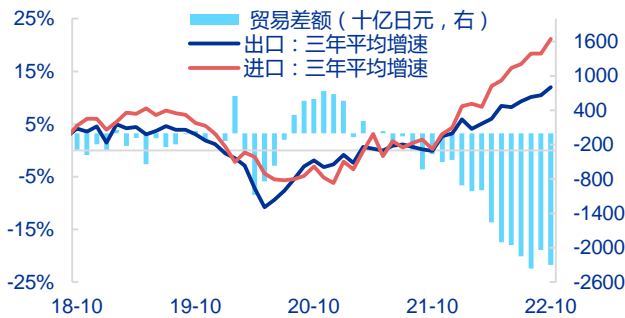
图 21：本周 10Y 美债利率下行 (%)


资料来源：CEIC，申万宏源研究

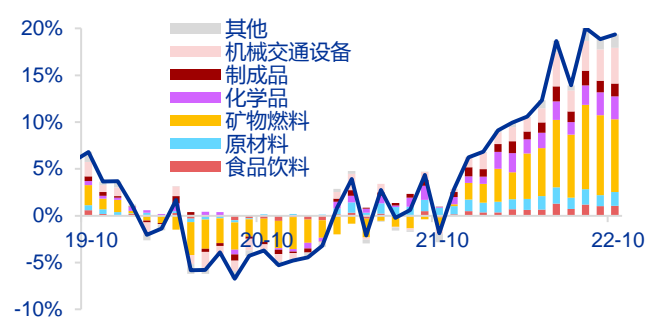
图 22：截至 11 月 18 日美元指数较上周走弱


资料来源：CEIC，申万宏源研究

全球贸易：日本 10 月贸易逆差扩大。进口三年平均增速上行至 21.2%，出口三年平均增速上行至 12%，整体商品贸易逆差回升至 2.3 万亿日元。

图 23：日本 10 月贸易逆差 2.3 万亿日元


资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 24：日本商品出口增速拆分


资料来源：CEIC，申万宏源研究

新兴市场跟踪：菲律宾加息 75BP，阿根廷 CPI 同比上行

在美联储 11 月加息 75BP 后，本周印度尼西亚加息 50BP，加息后利率 5.25%；菲律宾加息 75BP，加息后利率 5.00%。

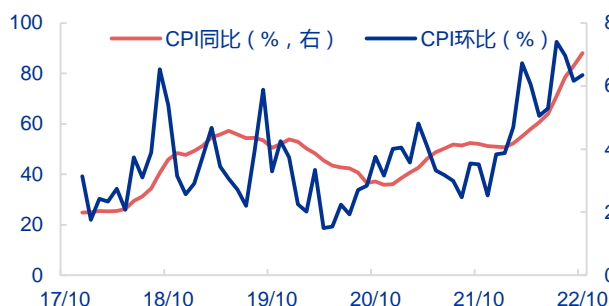
表 1：本周印度尼西亚、菲律宾加息

| 国家 | 加息幅度 | 时间 | 加息后利率 |
|-------|-------|------------|-------|
| 印度尼西亚 | 50bps | 2022.11.17 | 5.25% |
| 菲律宾 | 75bps | 2022.11.17 | 5.00% |

资料来源：申万宏源研究

阿根廷 10 月 CPI 同比大幅提升，印度 10 月 CPI 同比小幅回落。阿根廷 10 月 CPI 同比大幅提升至 88%，通信服务、水电燃气等生活成本环比大幅提升。10 月印度通胀压力小幅缓解，但 CPI 同比 6.8%，仍处于较高水准。

图 25：阿根廷 10 月 CPI 同比大幅上升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

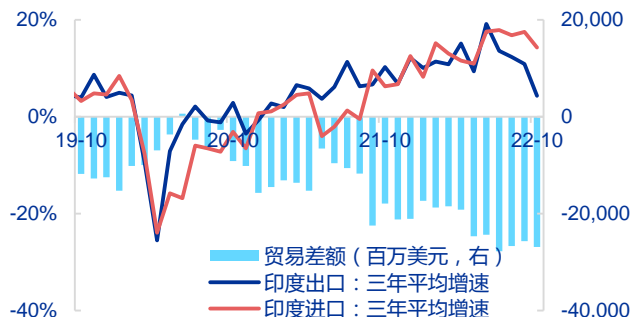
图 26：印度 10 月 CPI 同比小幅回落



资料来源：CEIC，申万宏源研究

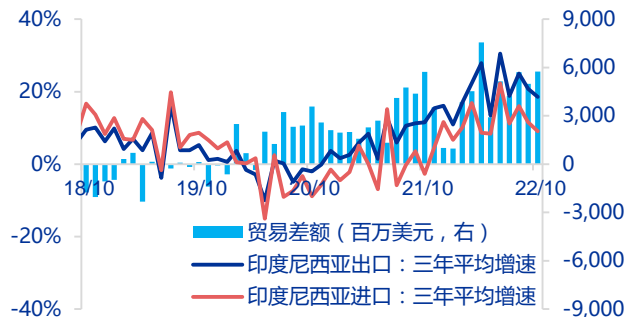
印度 10 月贸易逆差小幅扩大，印尼 10 月贸易顺差大幅提升。印度 10 月贸易逆差小幅提升。全球贸易复苏市场需求旺盛，大宗商品煤炭、棕榈价格居高，造成印尼 10 月贸易顺差的大幅提升。

图 27：印度 10 月贸易逆差小幅扩大



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 28：印尼 10 月贸易顺差大幅提升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

海外政策动向：特朗普宣布参加 24 年总统大选
























图 29：2020 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) 美联储：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) 美联储：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1800亿日元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) 欧央行：1)再度降息15bp从0.25%至0.1% | (3.20) 英国：宣布工人支持计划 | |
| | (3.26) 欧央行：开启无限量购债 | (3.23) 欧盟：激活SGP的一般免责条款 | |
| | (4.27) 欧央行：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 | (3.26) 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 | (4.30) 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% | (3.27) 美国：颁布价值为2.3亿美元的CARES方案 | |
| | (5.22) 欧央行：推出价值30万亿日元的一年期零息贷款 | (4.2) 欧盟：出台1000亿欧元的临时贷款工具SURE | |
| | (6.4) 欧央行：扩大PEPP购债计划6000亿欧元 | (4.7) 日本：颁布价值为117.1万亿日元的一揽子计划 | |
| | (6.18) 欧央行：政府债券购买规模扩大1000亿英镑 | (4.16) 欧盟：EIB 集团设立250亿欧元的担保基金 | |
| Q4 | (11.5) 欧央行：债券购买再扩大 1500 亿英镑 | (5.9) 欧盟：开发价值为2400亿欧元PCS工具 | |
| | (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 | (5.27) 日本：宣布120万亿日元的经济刺激方案 | |
| | (6.22) 欧央行：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 | (7.8) 英国：宣布价值为300亿英镑的救济方案 | |
| | (11.3) 美联储：宣布正式启动Taper | (9.24) 英国：延长四项政府支持贷款计划申请期限 | |
| 2021 Q1 | (12.15) 美联储：加速Taper，宣布22年3月退出QE | (12.4) 日本：颁布73.6万亿日元的综合经济措施 | |
| | (12.15) 欧央行：1)加息15bp从0.1%至0.25% | (12.21) 美国：颁布总金额为9000亿美元的CAA | |
| | (12.16) 欧央行：暂时性扩大APP购债规模 | (2.2) 欧盟：敲定了7500亿欧元的NGEU复苏计划 | |
| | (2.2) 欧央行：1)加息25bp至0.5% 2)停止对到期资产再投资直至23年底 | (3.3) 英国：宣布提供650亿英镑的新救济政策 | |
| Q2 | (3.17) 美联储：宣布加息25bp至0.25%-0.5% | (3.11) 美国：颁布了1.9万亿美元ARPA救济方案 | (2.22) 美、英、欧：制裁主要银行，限制贸易和资本进入 |
| | (3.17) 欧央行：加息25bp至0.75% | (7.15) 美国：启动价值 1100 亿美元的儿童税收抵免计划 | (2.23) 日：禁发俄罗斯政府主权债务 |
| | (3.31) 欧央行：PEPP购债终止 | (9.7) 英国：拨款360 亿英镑用于改革NHS | (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 |
| | (5.4) 美联储：宣布6.1开始缩表，加息50bp至0.75%-1% | (11.19) 美国：众议院通过了价值为2.2万亿美元 BBB法案，但遭到了参议院的反对，最终未通过 | (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 |
| Q3 | (6.2) 欧央行：APP购债于7月1日终止 | (11.19) 日本：颁布了56万亿日元的经济刺激计划 | (3.8) 美、英：禁止进口俄罗斯石油、液化天然气和煤炭 |
| | (6.16) 欧央行：加息25bp至1.25% | (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 | (4.6) 美、英：分别封锁俄联邦储蓄银行和冻结其资产 |
| | (6.16) 美联储：加息75bp至1.5%-1.75% | (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 | (4.8) 欧、日：禁止进口俄煤炭 |
| | (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 | (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 | (5.4) 欧：将俄联邦储蓄银行和另两家主要银行移除SWIFT |
| Q4 | (7.27) 美联储：宣布加息75bp至2.25%-2.5% | (8.16) 美国：拜登签署了《通胀削减法案》 | (5.9) 英：宣布铂、钯等新进口税，禁止化工、塑料、橡胶等出口 |
| | (8.4) 欧央行：宣布加息50bp至1.75% | (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 | (6.3) 欧：禁止进口俄罗斯原油和石油产品，并禁止3家俄银行和1家白俄银行使用 SWIFT 系统 |
| | (9.8) 欧央行：宣布加息75bp至1.25% | (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 | (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元计价的纸币 |
| | (9.21) 美联储：宣布加息75bp至3%-3.25% | (9.23) 英国：公布了450亿英镑的减税方案 | (6.27) 美、英、日：对俄罗斯黄金进口实行禁令 |
| 2022 Q1 | (9.22) 欧央行：加息50bp至2.25% | (10.3) 英国：放弃取消45%最高所得税率计划 | (7.21) 欧盟：禁止进口俄黄金，制裁俄联邦储蓄银行等实体 |
| | (10.19) 欧央行：确认首次国债卖出操作从11月1日开始 | (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。 | (7.23) 俄：与乌克兰签署粮食协议避免全球粮食危机 |
| | (10.20) 欧央行：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 | (10.25) 英国：里希·苏纳克正式成为英国首相 | (7.26) 欧盟：对俄侵略乌克兰的经济制裁再延长六个月 |
| | (10.27) 欧央行：宣布加息75bp至2% | (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。 | (7.27) 俄：削减通过北溪1号对欧洲的天然气管道供应 |
| Q2 | (11.2) 美联储：宣布加息75bp至3.75%-4% | (11.15) 美国：特朗普宣布参加2024年美国大选 | (8.11) 欧盟：对俄罗斯煤炭禁运正式生效 |
| | | | (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 |
| | | | (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。 |
| | | | (10.20) 俄：宣布欧洲可以通过土耳其使用俄罗斯天然气。 |

资料来源：申万宏源研究

全球宏观日历：关注美联储会议纪要

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 | 14 18:00 EU  9月工业生产 | 15 10:00 CN  10月经济数据 18:00 EU  三季度GDP 21:30 US  PPI | 16 21:30 US  零售销售、进出口价格指数 22:15 US  工业生产 23:00 US  商业库存 | 17 21:30 US  新屋开工、营建许可 | 18 23:00 US  成屋销售 | 19 | 20 |
| | 21 | 22 | 23 21:30 US  耐用品订单 22:45 US  Markit PMI 23:00 US  新屋销售 | 24 2:00 US  11月FOMC纪要 | 25 | 26 | 27 9:30 CN  工业企业利润 |
| | 28 | 29 22:00 US  9月S&P/CS 20城房价指数 | 30 9:30 CN  11月中采PMI 18:00 EU  11月HICP 21:30 US  商品贸易 23:00 US  职位空缺、成屋签约销售 | 1 17:00 EU  11月制造业PMI 18:00 EU  10月失业率 21:30 US  10月PCE 23:00 US  营建支出、ISM制造业PMI | 2 18:00 EU  10月PPI 21:30 US  非农就业 | 3 | 4 |
| 12月 | | | | | | | |

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。