

2022 年 04 月 24 日

相关研究

《哪些产业链因疫情承受重压？-宏观视角的测算》

2022.04.21

《美欧货币政策紧缩步伐分化-全球宏观周报·第 63 期》

2022.04.17

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

如何看待近期日元大幅贬值

——全球宏观周报·第 64 期

周观点：如何看待近期日元大幅贬值

- **经济孱弱+货币宽松，是后疫情时代日元贬值的主线。**近期日元出现大幅贬值，上周相对美元贬值 1.3%（3 月以来贬值超过 10%）至 128，突破了 2015 年低点，直追 2002 年水平。日元相对美元贬值积弱已久，21 年以来相对美元持续贬值，反映日本经济疲弱，以及日本央行对宽松的坚持。
- **以史为鉴：日元的“避险”特征从何而来？**值得关注的是，在俄乌冲突打击全球经济复苏、美联储开启加息、海外金融市场动荡的背景下，日元作为市场所固有认知的“避险”货币，却出现大幅贬值，这一点耐人寻味。先从历史角度入手，日元的“避险”特征从何而来？首先，日本长期低利率环境在全球不确定性加剧的情况下更容易吸引资金流入。而日本作为世界上最大净债权国，当全球出现风险之时也会促使日企抛售资产，从而推升日元汇率。换句话说，日本需要有持续的经常账户顺差，才能支撑巨额海外净债权。
- **近期日元快速贬值原因之一：需求孱弱、债务高企。**在其他海外主要发达国家央行货币紧缩持续加快的情况下，日央行仍然坚持宽松政策不变，2 月以来甚至三度出手加大 QE 力度，成为日元走弱导火索。但为何日央行要如此坚定宽松不动摇呢？首先，日本薪资增速低迷，需求孱弱，CPI 通胀也仍然主要为能源推动。同时，高企的宏观杠杆率也使得日本央行无法承受紧缩所带来的利率上升。
- **近期日元快速贬值原因之二：巨额贸易顺差不再。**全球能源价格飙涨，叠加日本能源高度依赖外部输入的情况，导致日本持续出现贸易逆差。虽然日元贬值能够提振日本出口，但不应忽视能源价格的影响。例如 2016 年日本贸易差额转正的主要因素除了从 12 年就开始的日元贬值大趋势外，还有全球油价在页岩油革命影响下大幅下跌的原因，导致 2016-18H1 之间日本进口增速稳定低于出口增速。而一旦日本经常账户赤字趋于长期化，那么日元汇率贬值压力将更大，在全球能源价格持续高位的基准假设下，不但会恶化日本居民消费，还将进一步扩大日本贸易逆差，恶化经常账户差额，陷入日元贬值的恶性循环。
- **海外货币政策分化显著，人民币汇率承压。**1) 在上周多位美联储官员放鹰的基础上，欧央行行长拉加德表示欧央行紧缩步伐可能不如美联储激进，这就使得本周欧元相对美元也出现贬值，未来美元走强可能持续时间更长。而欧央行紧缩慢于美联储的背后，则是欧洲经济“通缩”的风险相比“滞胀”更大，从而至少在欧央行加息前，美元指数都可能持续站上 100 点位以上。2) 对于日本来说，日元贬值可能是推动日本出口景气度改善的因素，但对于我国来说，人民币贬值通常并不指向我国出口的即将改善，反而是表征了出口已经遇到的困难，近期人民币的走势也不例外。近期在美元指数、长端美债利率大幅上行的情况下，人民币汇率在一周内贬值 1.8%至 6.48。但不应将美联储紧缩、美元指数走强作为近期人民币汇率贬值的唯一原因。根据我们在《哪些产业链因疫情承受重压？-宏观视角的测算》(2022.04.21)中测算，恰恰是疫情对我国制造业产业链的打击，使得我国疫情之后供给超强恢复的路径蒙上阴影，这才是人民币数天连跌的更重要原因。

上周重点回顾：美联储官员首提 75BP 加息

- **需求：**英国 3 月零售大幅收缩；**供给：**欧元区 2 月工业生产小幅反弹；**通胀和大宗商品：**原油价格小幅上升，日本 3 月 CPI 同比 1.2%；
- **房地产：**美国成屋销售低位徘徊；**货币政策和汇率：**布拉德首提 75BP 加息，长端美债利率、美元指数分别上至 2.9%、101。

全球宏观日历：关注美国 PCEPI、Q1 GDP



申万宏源研究微信服务号

目录

1.如何看待近期日元大幅贬值.....	5
1.1 经济孱弱+货币宽松，是后疫情时代日元贬值的主线.....	5
1.2 以史为鉴：日元的“避险”特征从何而来？.....	6
1.3 近期日元快速贬值原因之一：需求孱弱、债务高企.....	7
1.4 近期日元快速贬值原因之二：巨额贸易顺差不再.....	9
1.5 海外货币政策分化显著，人民币汇率承压.....	10
2.上周重点回顾：美联储官员首提 75BP 加息.....	12
2.1 美联储：圣路易斯联储主席布拉德首提 75BP 加息.....	12
2.2 需求：英国 3 月零售大幅收缩.....	13
2.3 供给：欧元区 2 月工业生产小幅反弹.....	13
2.4 房地产：美国成屋销售低位徘徊.....	14
3.海外高频数据跟踪：原油价格小幅上涨.....	15
全球宏观日历：关注美国 PCEPI、Q1 GDP.....	17

图表目录

图 1：4 月以来，日元加速贬值，美元兑日元一度贬至 128，已经接近 2002 年水平.....	5
图 2：美债长端利率上行至 2.90%（%）.....	5
图 3：美国相对欧日英短端利差扩大（%）.....	5
图 4：日本需求恢复倒退（三年平均增速，%）.....	6
图 5：日本工业生产持续落后（三年平均增速，%）.....	6
图 6：08-12 年日央行扩表速度慢于欧央行、美联储（%）.....	7
图 7：日本 2016 年开始实行负利率（%）.....	7
图 8：日本通胀更多由能源推起，服务部分持续拖累通胀.....	8
图 9：美国居民薪资增速畸高是滞胀格局核心成因.....	8
图 10：日本薪资增速低迷，消费孱弱，通胀偏低.....	8
图 11：日本宏观杠杆率远超其他发达国家（%）.....	9
图 12：日本贸易逆差扩大导致日元存在贬值压力.....	10
图 13：日本能源对外依赖度高(外圈进口内圈出口).....	10
图 14：日本经常账户顺差迅速缩小（JPY bn）.....	10
图 15：美元指数走强并非人民币汇率连日下跌的唯一原因.....	11
图 16：3 月英国零售额环比-0.2%.....	13
图 17：3 月英国零售量环比-1.4%.....	13
图 18：2 月欧元区工业生产小幅反弹.....	14
图 19：美国成屋销售增速走低.....	14
图 20：美国成屋市场库存有所改善.....	14
图 21：全球周均新增确诊继续回落（7DMA，例，上图新增确诊，下图新增死亡）.....	15
图 22：全球主要国家疫苗接种情况（%）.....	15
图 23：美国变种病毒新增占比（7DMA，%）.....	15
图 24：22 年 5 月加息 50BP 几无悬念（BP）.....	15
图 25：22 年加息 250BP 概率较大（BP）.....	15
图 26：海外主要国家防控力度指数（30DMA）.....	16

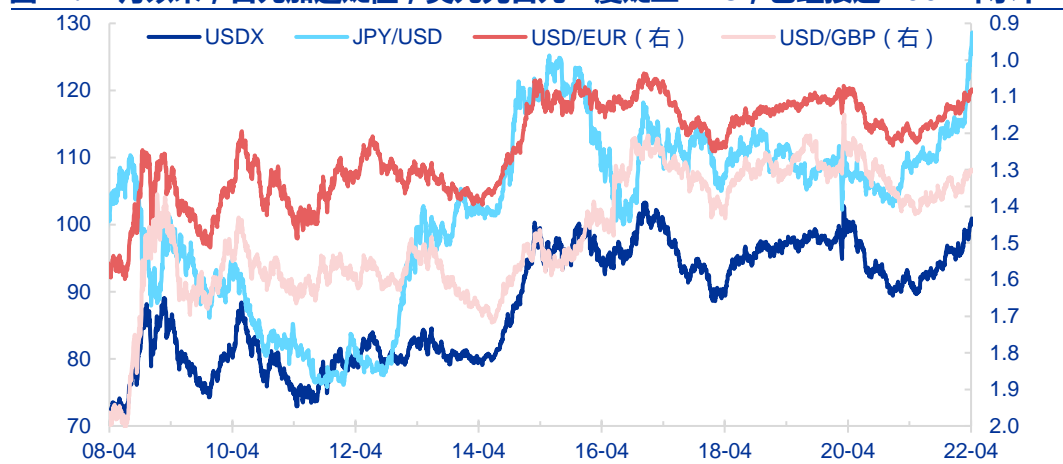
图 27：海外主要国家出行变化（30DMA，%）	16
图 28：美国炼油厂可运营能力利用率较上周回升	16
图 29：美国粗钢产能利用率较上周小幅上升	16
图 30：本周原油价格较上周小幅回升	16
图 31：美原油库存本周重新延续下跌趋势	16
图 32：本周铁矿石价格同比降幅扩大	16
图 33：本周长端美债利率继续小幅上升	16
图 34：各期限抵押贷款利率持续大幅攀升	17
图 35：截至 4 月 20 日美元指数较上周小幅抬升	17
表 1：美联储未来议息会议加息概率（BP）	12
表 2：美联储官员过去一周对加息缩表的表态	12
表 3：全球主要宏观经济数据日历	17

1.如何看待近期日元大幅贬值

1.1 经济孱弱+货币宽松，是后疫情时代日元贬值的主线

近期日元出现大幅贬值，上周相对美元贬值 1.3%（3 月以来贬值超过 10%）至 128，突破了 2015 年低点，直追 2002 年水平。在美联储紧缩预期增强的背景下，本周日元、欧元、人民币分别相对美元贬值 1.3%、0.6%、1.8%，与之相对应的是美元指数单周上行 0.9%。而从短端利差来看，亦体现出美债利率相对欧、英、日利差扩大的局面。

图 1：4 月以来，日元加速贬值，美元兑日元一度贬至 128，已经接近 2002 年水平



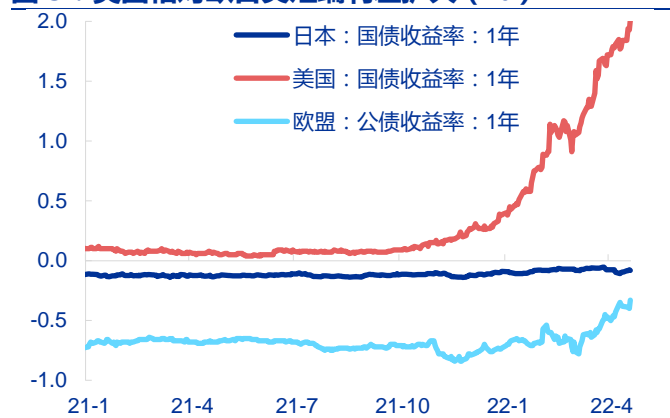
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 2：美债长端利率上行至 2.90%（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 3：美国相对欧日英短端利差扩大（%）

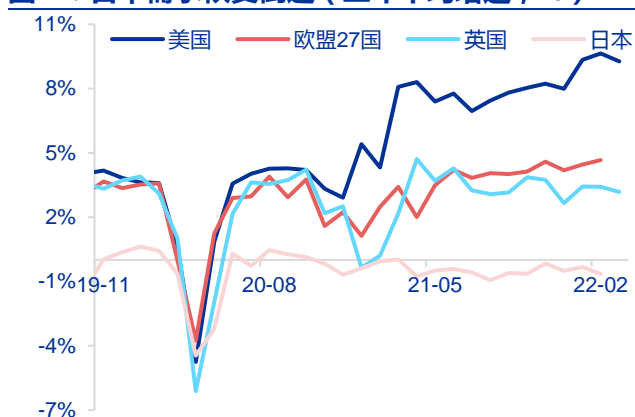


资料来源：CEIC，申万宏源研究

日元在 21 年以来相对美元持续贬值，反映日本经济疲弱，以及日本央行对宽松的坚持。日元相对美元贬值积弱已久，从 21 年 2 月的 102 左右水平持续开始贬值，在 21 年上半年海外货币政策分化尚不显著的情况下，日本的经济基本面恢复持续落后于海外主要发达国家是贬值主因，而在 21 年下半年美联储逐步加快紧缩预期引导之后，不但日本经济基本面在奥运会后多次受到本土、海外疫情冲击而恢复停滞，日本央行对于量化宽松政策的坚持也大大加剧了与美、欧、英央行之间的

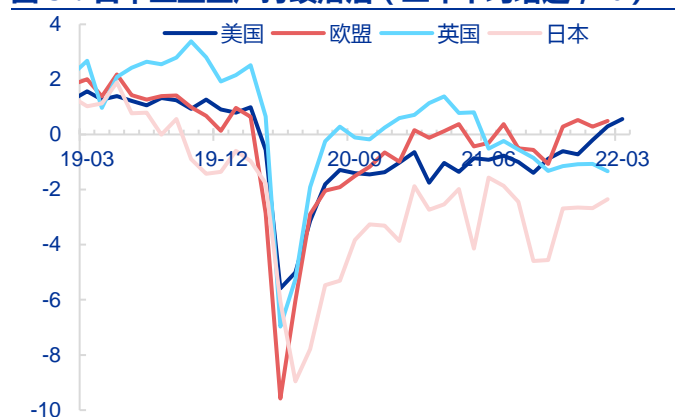
分化，导致去年下半年以来日元贬值逐渐加速。直到今年 3 月以来，随着美联储加息落地，对后续缩表、加息预期引导日趋激进，日元贬值再度陡然加速。

图 4：日本需求恢复倒退（三年平均增速，%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 5：日本工业生产持续落后（三年平均增速，%）

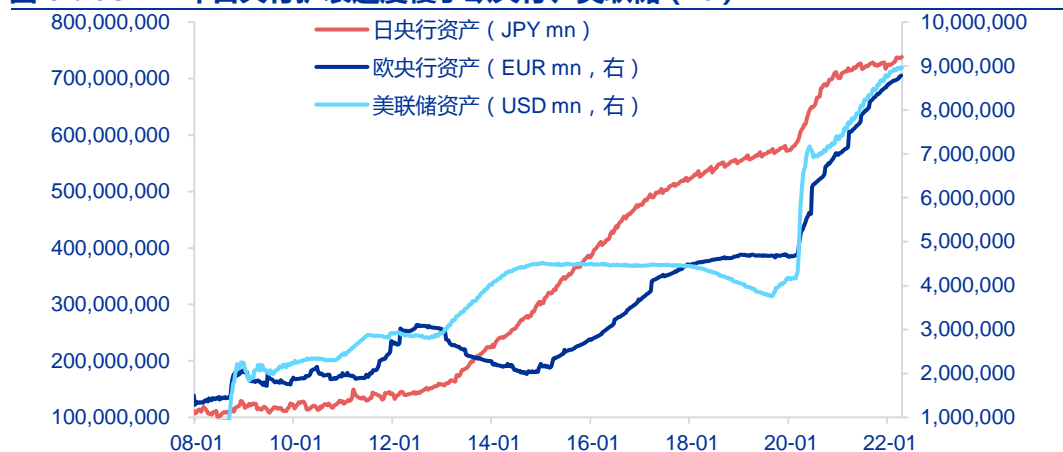


资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.2 以史为鉴：日元的“避险”特征从何而来？

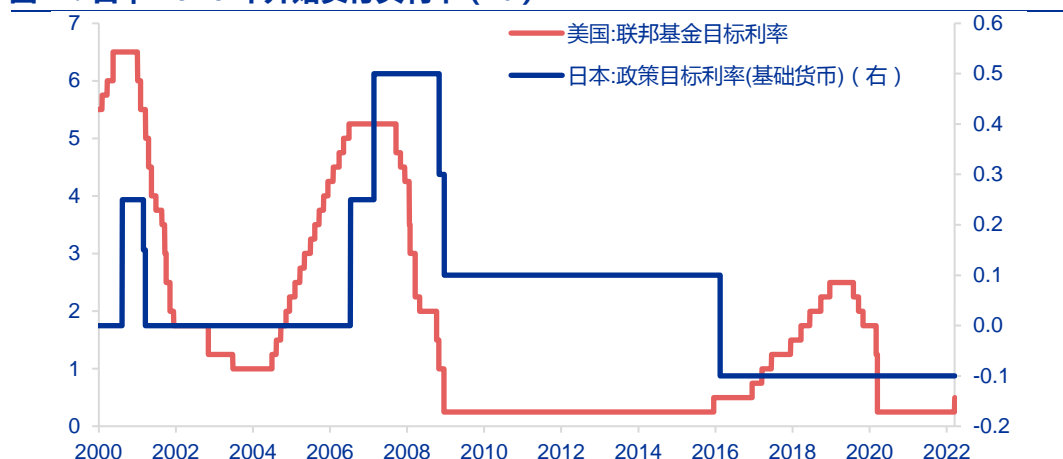
值得关注的是，在俄乌冲突打击全球经济复苏、美联储开启加息、海外金融市场动荡的背景下，日元作为市场所固有认知的“避险”货币，却出现大幅贬值，这一点耐人寻味。先从历史角度入手，日元的“避险”特征从何而来？全球市场的一个固有认知是：当全球发生危机时，往往日元能够出现走强的趋势。比如：1）在 2008 年金融危机爆发后直到 2012 年安倍经济学出台前，全球央行你追我赶实行大规模 QE 操作，推动经济复苏，而日本央行在这一时段内扩表的速度是远远慢于美联储、欧央行的，再加上欧债危机等风险事件出现，美元兑日元在 4 年间从 110 稳定升值至 77 左右。2）而在 15H2-16H2 这一时段，虽然日央行于 16 年初降息至负利率，但由于后续边际宽松空间已经极其微小，再加上 2016 年美国经济增长放缓，以及英国脱欧事件等因素影响下，日元相对美元实现升值，仅 1 年间从 125 左右升至 100 左右。这背后主要有两方面原因，首先，日本长期低利率环境在全球不确定性加剧的情况下更容易吸引资金流入。而日本作为世界上最大净债权国，当全球出现风险之时也会促使日企抛售资产，从而推升日元汇率。换句话说，日本也需要有持续的经常账户顺差，才能支撑巨额海外净债权。

图 6：08-12 年日央行扩表速度慢于欧央行、美联储（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 7：日本 2016 年开始实行负利率（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.3 近期日元快速贬值原因之一：需求孱弱、债务高企

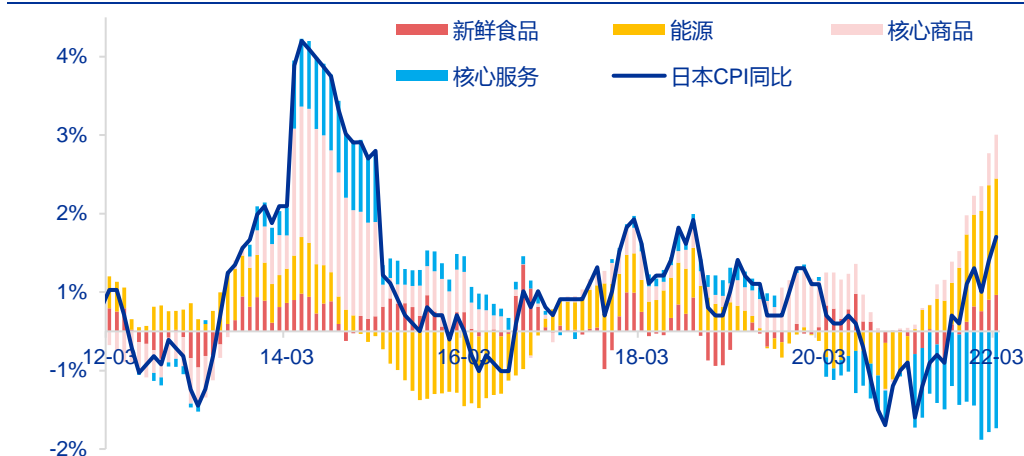
在其他海外主要发达国家央行货币紧缩持续加快的情况下，日央行仍然坚持宽松政策不变，2 月以来甚至三度出手加大 QE 力度，成为日元走弱导火索。3 月以来，美联储多次引导市场形成尽快缩表及加息 50BP 的预期，近一周不仅鲍威尔发声支持 50BP 加息，圣路易斯联储主席布拉德还放鹰建议 75BP 加息，使得美债利率大幅向上，而上周欧洲央行副行长金多斯亦支持 7 月加息。相反的是，为了应对日本长端利率逼近收益率上限的情况，日央行 2 月以来已经三次采取无限量国债购买操作，与美欧等国货币政策分道扬镳。日央行行长黑田东彦也重申将维持大规模刺激计划。

但为何日央行要如此坚定宽松不动摇呢？

首先，日本薪资增速低迷，需求孱弱，CPI 通胀也仍然主要为能源推动。日本当前虽然也受到俄乌冲突所导致的全球能源涨价传导，体现为日本 CPI 同比持续上

升,但这并不意味着日央行应当跟随美联储紧缩。4月21日公布的日本3月CPI同比1.2%,主要驱动力是能源,这一点和欧元区通胀较为类似,而日本核心服务对于整体CPI通胀同比的贡献甚至还是负值,商品通胀也非常低,所以如果剔除能源涨价影响,日本仍然深陷通缩。同时,相比美国供给孱弱(体现为薪资通胀螺旋),需求过热,日本薪资增速长期低迷,使得在老龄化问题严重背景下,日本居民消费动能孱弱,这也就意味着日本面临需求不足而导致的通缩风险比“滞胀”风险更大,这一点和美国有根本性不同,从而日央行更可能延长宽松政策,以期待刺激消费,而不是进行被动紧缩。

图 8：日本通胀更多由能源推起，服务部分持续拖累通胀



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 9：美国居民薪资增速畸高是滞胀格局核心成因



资料来源：CEIC，申万宏源研究

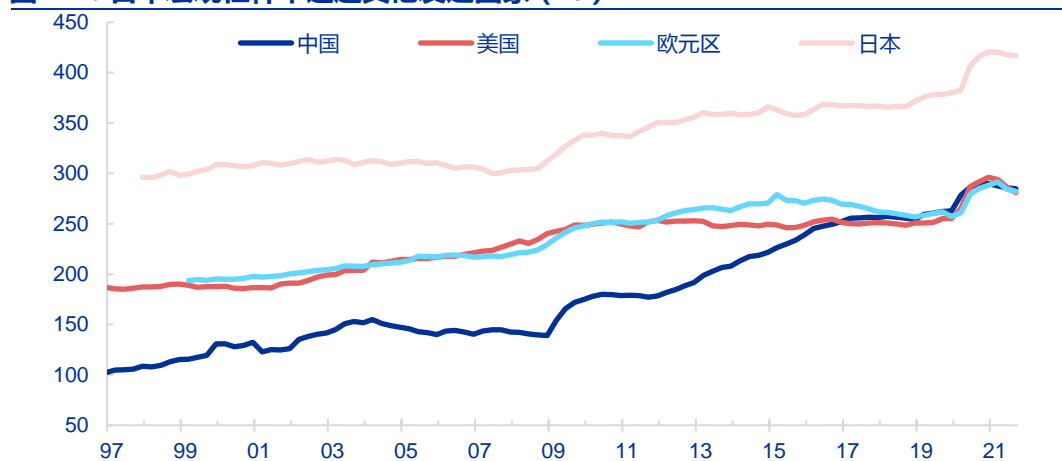
图 10：日本薪资增速低迷，消费孱弱，通胀偏低



资料来源：CEIC，申万宏源研究

同时，高企的宏观杠杆率也使得日本央行无法承受紧缩所带来的利率上升。日本当前宏观杠杆率在发达世界独树一帜，一旦日央行对长端利率上行采取听之任之的态度，那么很可能会引发债务危机。日本财务省年初预测也显示，如果利率上升1%，那么2025年偿债成本将增加近4万亿日元，特别是在日本政府仍然寄希望于大规模财政支出提振经济的情况下，维持宽松货币政策是日本央行的无奈之选。

图 11：日本宏观杠杆率远超其他发达国家（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.4 近期日元快速贬值原因之二：巨额贸易顺差不再

全球能源价格飙涨，叠加日本能源高度依赖外部输入的情况，导致日本持续出现贸易逆差。我们在上文论述，历史上日元能够展现出“避险”特征的一大重要前提是持续的经常账户顺差，而全球能源价格的飙升，再加上日本能源进口依赖度非常高，石油、天然气等能源均依赖外部输入，使得进口增速飙高。所以，即便去年2月以来日元进入贬值通道，使得日本出口增速在工业生产恢复并不强的情况下超过疫情前高点，日本当前仍然已经出现大额贸易逆差（4月20日公布的3月逆差900万亿日元），经常账户（非季调）也出现逆差，这也就是日元近期持续贬值的核心原因之一。那么在这一结论下，近期日元贬值是日央行有意为之的部分市场观点也就是空穴来风了。

换句话说，虽然日元贬值能够提振日本出口，但不应忽视能源价格的影响。例如2016年日本贸易差额转正的主要因素除了从12年就开始的日元贬值大趋势外，还有全球油价在页岩油革命影响下大幅下跌的原因，导致2016-18H1之间日本进口增速稳定低于出口增速。

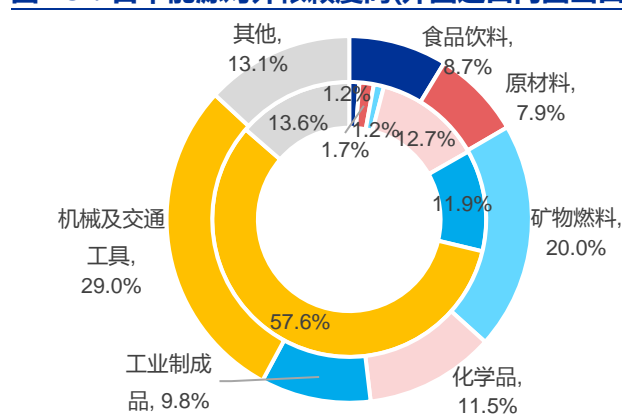
而一旦日本经常账户赤字趋于长期化，那么日元汇率贬值压力将更大，在全球能源价格持续高位的基准假设下，不但会恶化日本居民消费，还将进一步扩大日本贸易逆差，恶化经常账户差额，陷入日元贬值的恶性循环。

图 12：日本贸易逆差扩大导致日元存在贬值压力



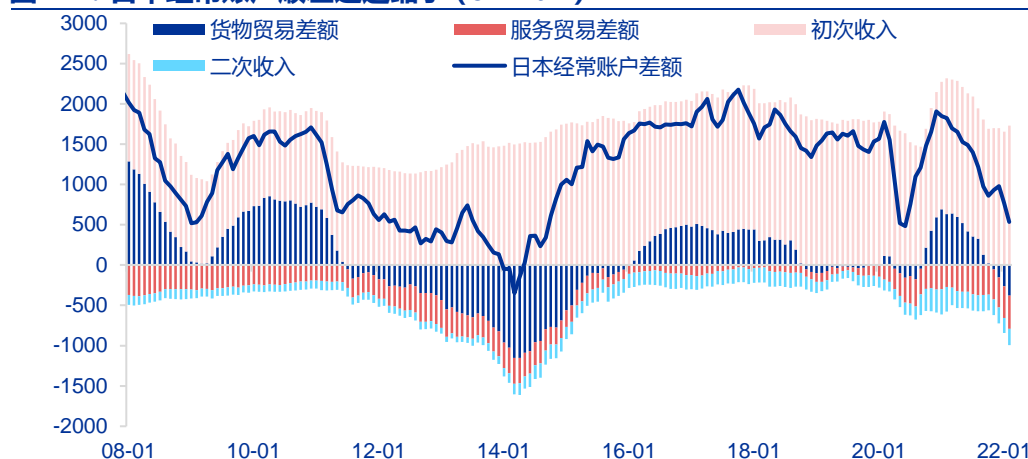
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 13：日本能源对外依赖度高(外圈进口内圈出口)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 14：日本经常账户顺差迅速缩小 (JPY bn)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.5 海外货币政策分化显著，人民币汇率承压

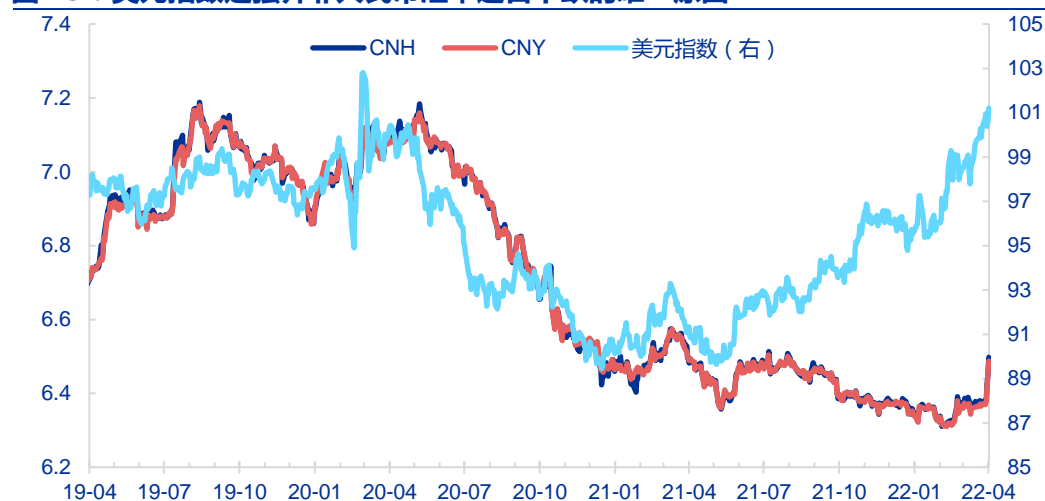
我们在前期报告《美欧货币政策紧缩步伐分化-全球宏观周报·第63期》(2022.04.17)中提出美欧货币政策紧缩步伐出现分化，这一点在上周也得到验证。

首先，在4月20日更新的最新一期褐皮书中显示，美国经济增速有所放缓，通胀仍然严重，鲍威尔周四也表示经济软着陆存在挑战，这其实指的是在美债利率上行下美国住宅投资将受到较大打击，而后续薪资通胀仍然可能持续。但鲍威尔上周发言也基本确认了50BP加息预期，直接推动10Y美债利率上行至2.9%。而在上周多位美联储官员放鹰的基础上，欧央行行长拉加德表示欧央行紧缩步伐可能不如美联储激进，这就使得本周欧元相对美元也出现贬值，未来美元走强可能持续时间更长。而欧央行紧缩慢于美联储的背后，则是欧洲经济“通缩”的风险相比“滞胀”更大，从而至少在欧央行加息前，美元指数都可能持续站上100点位以上。

对于日本来说，日元贬值可能是推动日本出口景气度改善的因素，但对于我国来说，人民币贬值通常并不指向我国出口的即将改善，反而是表征了出口已经遇到

的困难，近期人民币的走势也不例外。近期在美元指数、长端美债利率大幅上行的情况下，人民币汇率在一周内贬值 1.8%至 6.48。但不应将美联储紧缩、美元指数走强作为近期人民币汇率贬值的唯一原因。根据我们在《哪些产业链因疫情承受重压？-宏观视角的测算》（2022.04.21）中测算，恰恰是疫情对我国制造业产业链的打击，使得我国疫情之后供给超强恢复的路径蒙上阴影，这才是人民币数天连跌的更重要原因。

图 15：美元指数走强并非人民币汇率连日下跌的唯一原因



资料来源：CEIC，申万宏源研究

2. 上周重点回顾：美联储官员首提 75BP 加息

2.1 美联储：圣路易斯联储主席布拉德首提 75BP 加息

表 1：美联储未来议息会议加息概率（BP）

会议时间	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2022/5/4	0.2%	99.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/6/15	0.0%	0.0%	23.7%	76.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/7/27	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	29.8%	67.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/9/21	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	16.3%	48.6%	33.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/11/2	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	14.1%	43.8%	35.9%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	12.5%	40.2%	36.9%	8.7%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	3.9%	19.4%	39.4%	29.8%	6.7%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/3/15	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	6.4%	22.6%	37.9%	26.2%	5.7%	0.4%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	3.7%	14.8%	30.5%	31.8%	15.6%	2.9%	0.2%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.0%	8.9%	22.2%	31.1%	24.2%	9.6%	1.6%	0.1%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	1.5%	7.0%	18.6%	28.7%	26.1%	13.6%	3.8%	0.5%

资料来源：CME Fedwatch，申万宏源研究

表 2：美联储官员过去一周对加息缩表的表态

姓名	职务	时间	投票权	表态
James Bullard	圣路易斯联储主席	2022/4/18	2022	联储应该尽快加息至中性利率，而且要比我们以前所习惯的速度更快。根据最宽松的泰勒规则，中性利率至少也要达到 3.5%，我们理应在今年底达到这个水平。我的基准情形是联储单次加息不会超过 50 基点，但 94 年有过加息 75 基点的经验，所以我不排除一次加息 75 基点的可能性，但这不是我的基准情形。FOMC 有望在下一次会议上决定开始缩表。联储可以在掌控通胀的同时避免美国爆发经济衰退。
Charles L. Evans	芝加哥联储主席	2022/4/19	2023	如果美国物价未能回落，联储可能加息至中性利率上方。希望联储能仔细调整资产负债表规模。资产负债表不会是一种活跃的政策工具。支持联储今年内加息 225 基点。联储没有任何必要一次加息超过 50 基点，2 次 50 基点的加息来帮助达成目标是合理的。
Raphael W. Bostic	亚特兰大联储主席	2022/4/19	2024	75 基点的加息幅度不在我的考虑范围内。现在通胀可能已经封顶，但风险仍然存在。将通胀保持在可控水平很重要，但不应采取损害经济的剧烈行动。
Charles L. Evans	芝加哥联储主席	2022/4/20	2023	联储正在讨论加息行动具有连续性。预计到今年年底会加息到中性利率水平。联储最终可能会加息至具有限制性的利率水平。联储目前没兴趣提高通胀目标。
Mary C. Daly	旧金山联储主席	2022/4/20	2024	FOMC 有目的地加息至中性水平是头号优先任务。5 月份加息 50 基点的可能性非常坚固。联储到今年年底迅速地迈向中性利率是审慎的货币政策方式。我倾向于联储平稳而有条不紊地推进政策。我们绝对可以在 5 月份针对资产负债表规模宣布缩表决定。当不确定性偏高时，关键在于密切留意联储的政策考量。10 年期国债收益率上涨的一个原因在于避险需求。
Mary C. Daly	旧金山联储主席	2022/4/21	2024	联储可能会在未来两次 FOMC 会议上分别加息 50 基点。在我看

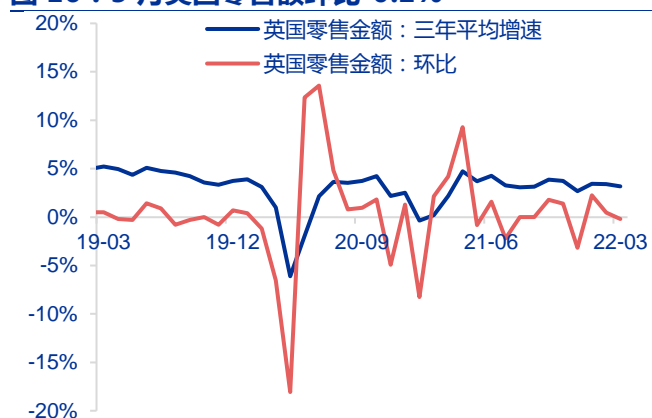
姓名	职务	时间	投票权	表态
				来，中性利率位于 2.5%左右。不希望联储的政策行动过于绝对，以致让民众震惊。没有迹象表明美国经济将陷入衰退。
James Bullard	圣路易斯联储主席	2022/4/21	2022	我倾向于基于泰勒规则的 3.5%中性利率水平。如果联储单次加息 75 基点也不是世界末日。联储应避免自身行动让市场感到意外。联储落后于曲线，但落后的程度没有外界想象那么严重。工资价格螺旋上升是通胀的症状，而非原因。加息已被部分定价，其余的部分将在我们行动时揭晓。
Jerome H. Powell	美联储主席	2022/4/21	2022	5 月份会议将讨论单次加息 50 基点这个选项。在我看来，FOMC 略微加快行动步伐是适宜的，提前进行任何调节也是合适的。实际的通胀峰值可能在三月份，但我们不能确切知道。我们会迅速让利率达到中性水平，然后达到更紧缩的水平，如果被证明到时候这么做是合适的。

资料来源：St. Louis Fed，申万宏源宏观

2.2 需求：英国 3 月零售大幅收缩

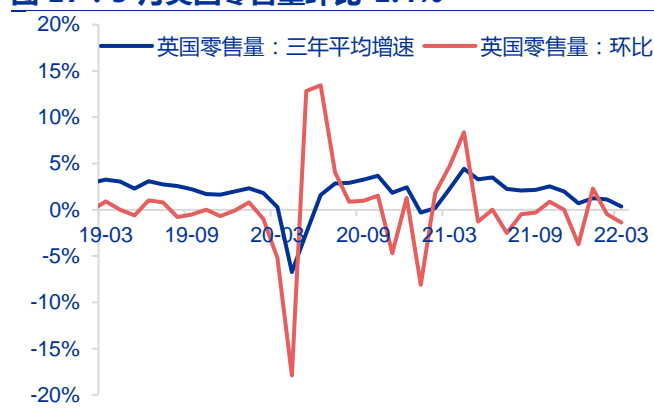
3 月英国零售额三年平均增速下行至 3.2%，环比收缩 0.2%，而 3 月零售量下滑幅度更大，达-1.4%，显示俄乌冲高导致的英国通胀飙升，已经对英国消费形成较为明显的抑制，消费者信心受到较大打击。

图 16：3 月英国零售额环比-0.2%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 17：3 月英国零售量环比-1.4%

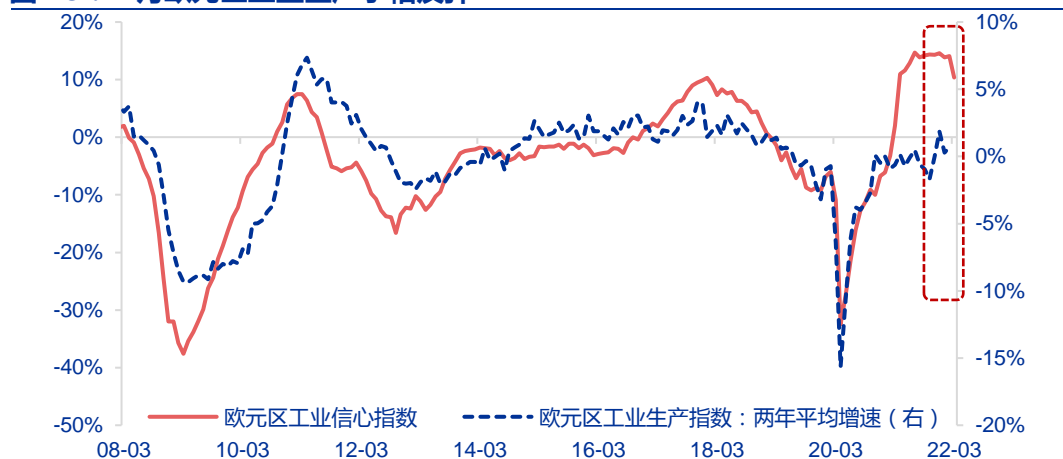


资料来源：CEIC，申万宏源研究

2.3 供给：欧元区 2 月工业生产小幅反弹

欧元区 2 月工业生产指数环比 0.7%，两年平均增速 0.7%，但需注意到 1 月工业生产环比就为-0.7%，所以在俄乌冲突影响对欧洲造成影响之前，欧洲工业生产恢复已经出现放缓，而根据领先指标，欧洲工业生产在 3 月可能出现大幅收缩。

图 18：2 月欧元区工业生产小幅反弹

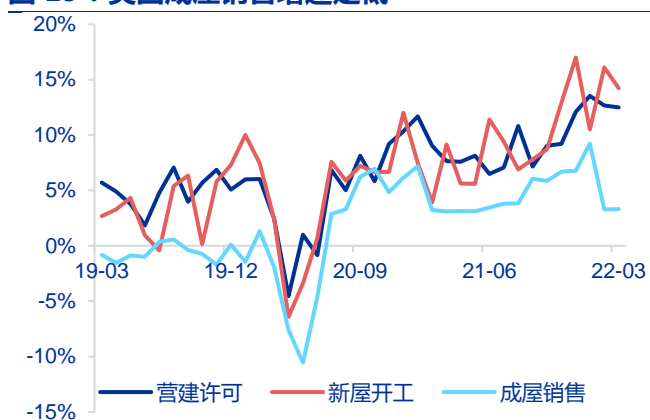


资料来源：CEIC，申万宏源研究

2.4 房地产：美国成屋销售低位徘徊

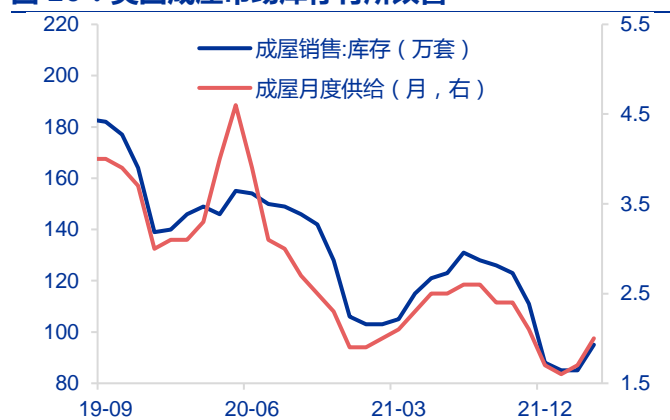
随着美联储紧缩加速，长端美债利率已经上行至 2.9% 左右，这直接带动房贷市场利率上升，进而对近期美国地产销售形成抑制，3 月美国成屋销售三年平均增速仅 3.3%，环比-2.7%。地产销售放缓的情况，再加上新屋开工增速逐步趋高（3 月三年平均增速 14.2%），美国成屋市场供给趋近的情况也有所缓解。

图 19：美国成屋销售增速走低



资料来源：CEIC，申万宏源研究

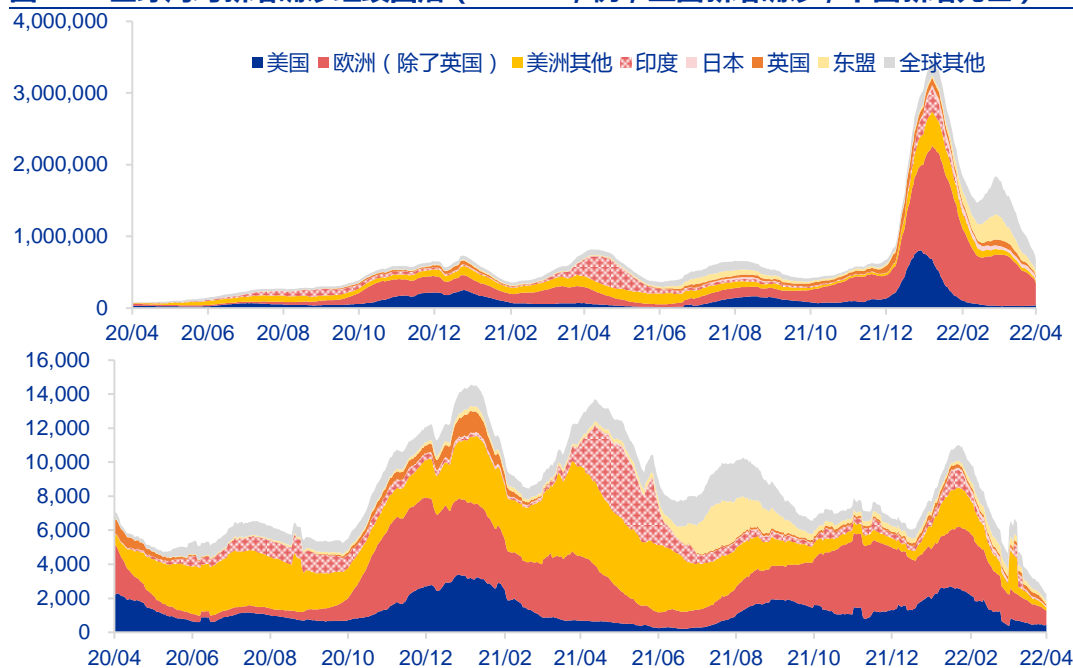
图 20：美国成屋市场库存有所改善



资料来源：CEIC，申万宏源研究

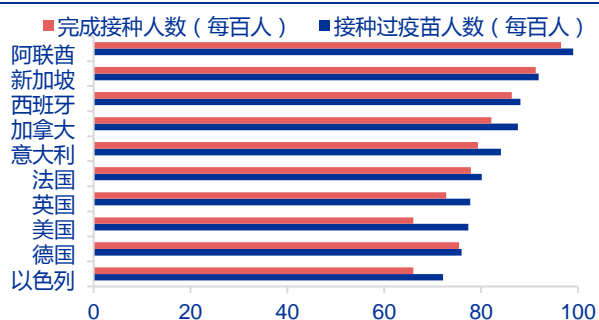
3.海外高频数据跟踪：原油价格小幅上涨

图 21：全球周均新增确诊继续回落（7DMA，例，上图新增确诊，下图新增死亡）



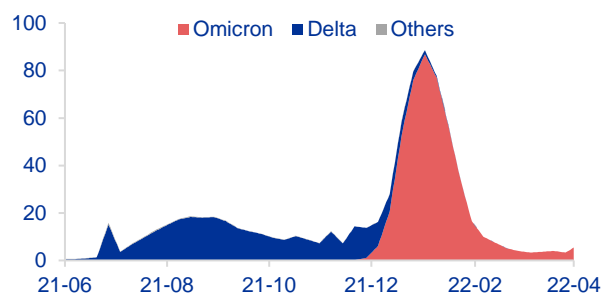
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 22：全球主要国家疫苗接种情况（%）



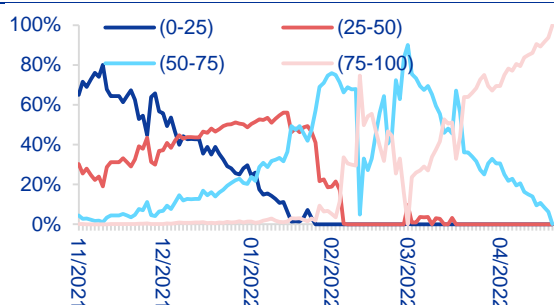
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 23：美国变种病毒新增占比（7DMA，%）



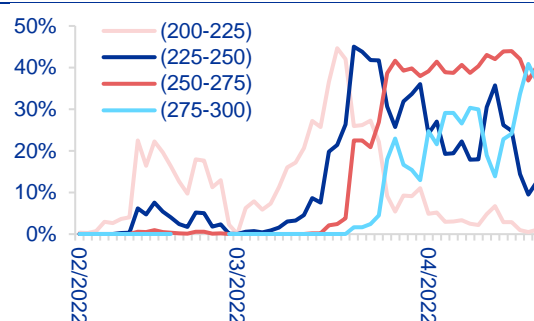
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 24：22 年 5 月加息 50BP 几无悬念（BP）



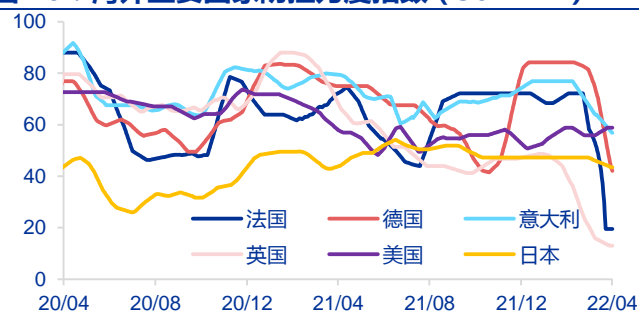
资料来源：CME Fedwatch，申万宏源研究

图 25：22 年加息 250BP 概率较大（BP）



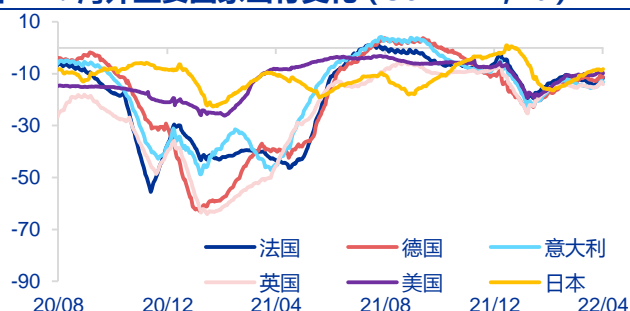
资料来源：CME Fedwatch，申万宏源研究

图 26：海外主要国家防控力度指数（30DMA）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 27：海外主要国家出行变化（30DMA，%）



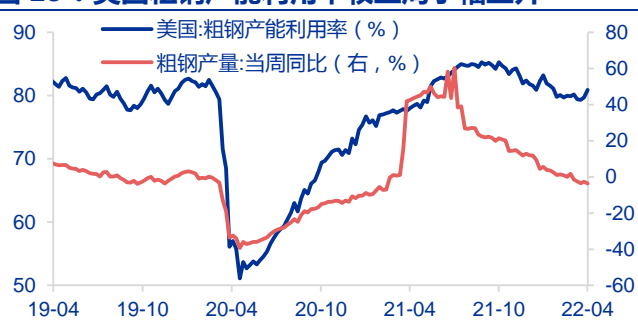
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 28：美国炼油厂可运营能力利用率较上周回升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 29：美国粗钢产能利用率较上周小幅上升



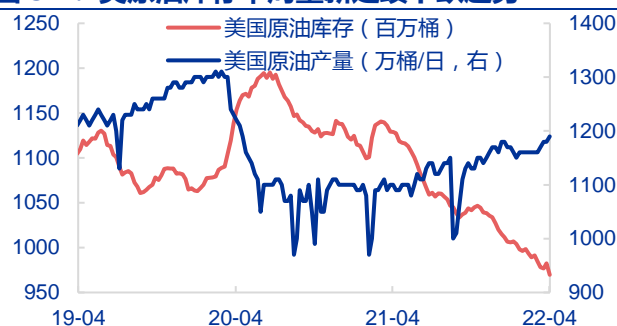
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 30：本周原油价格较上周小幅回升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 31：美原油库存本周重新延续下跌趋势



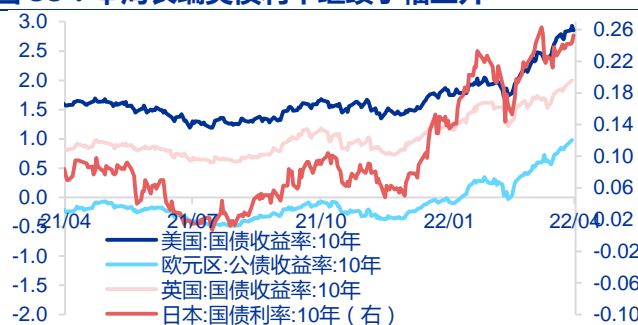
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 32：本周铁矿石价格同比降幅扩大



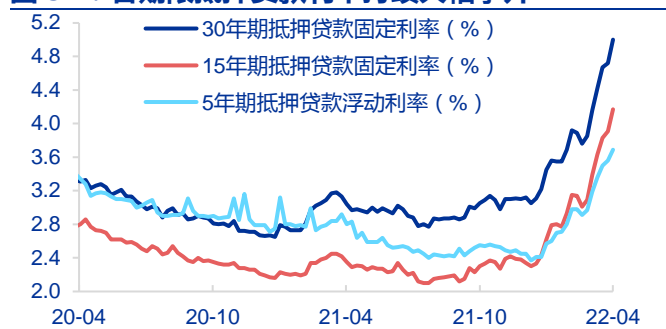
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 33：本周长端美债利率继续小幅上升



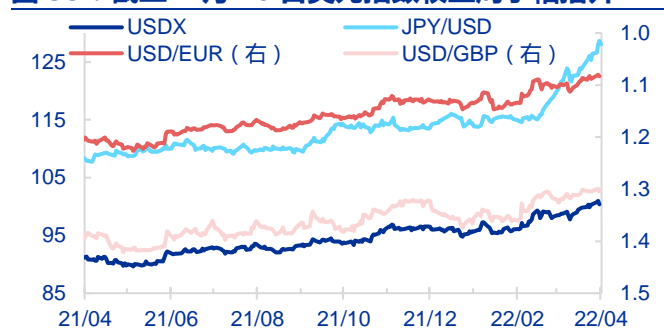
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 34：各期限抵押贷款利率持续大幅攀升



资料来源：CEIC，申万宏源研究
























图 35：截至 4 月 20 日美元指数较上周小幅抬升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

全球宏观日历：关注美国 PCEPI、Q1 GDP

表 3：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
4 月	18 10:00 CN  经济数据 / Q1 GDP	19 4:00 US  圣路易斯联储主席 Bullard 讲话 20:30 US  3 月营建许可 3 月新屋开工	20 0:05 US  芝加哥联储主席 Evans 讲话 22:00 US  3 月成屋销售 22:30 US  旧金山联储主席 Daly 讲话 23:30 US  芝加哥联储主席 Evans 讲话	21 17:00 EU  HICP 22:00 US  3 月谘商会领先指标	22 1:00 US  美联储主席 Powell 讲话 1:00 US  圣路易斯联储主席 Bullard 讲话 16:00 EU  4 月 PMI	23	24
	25	26 20:30 US  耐用品订单	27 09:30 CN  工业企业效益	28 20:30 US  22Q1 GDP	29 20:30 US  PCE 物价指数	30 09:30 CN  中采 PMI	1
	2 22:00 US  ISM 制造业 PMI	3 17:00 EU  欧元区失业率	4 17:00 EU  零售销售 22:00 US  ISM 服务业 PMI	5 2:00 US  FOMC 议息会	6 20:30 US  非农就业	7	8

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@swwhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swwhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swwhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swwhy.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。