

美通胀压力大于欧英，或更坚定加息决心

——全球宏观周报·第85期

相关研究

周观点：美通胀压力大于欧英，或更坚定加息决心

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

- **零售：美国核心商品消费需求回落斜率平缓。**美国8月零售名义同比增长9.1%，极高基数背景下仍维持在高增区间，除食品和汽油外的核心商品零售持续高增，3月以来的货币紧缩并未导致核心消费需求陡峭回落。尽管3月以来美联储加息不断加速，但由于20Q2-21Q3期间持续的巨额财政补贴令美国居民净储蓄大幅增加，本轮货币紧缩过程中美国居民消费需求下滑的速度是较为缓慢的，可能会长期呈现超过正常年份的消费需求规模。对比主要发达经济体的零售变化趋势，唯有美国因前期巨额财政补贴而至今可见明显超过疫情前正常水平的商品消费需求，其他主要发达国家的实际商品消费需求三年平均增速目前均已降至疫情前水平以下。实际居民消费需求缺口美国明显较欧日英更大。
- **工业生产：美国延续今年的走强趋势，欧洲前景恶化。**美国8月制造业生产维持了今年以来的走强趋势，欧洲产业链脆弱性不断浮现，美欧工业生产此消彼长或意味着欧洲陷入“货币紧缩——经济衰退”的收缩性循环概率更大。美国8月制造业生产实际同比增速高达3.3%，较7月改善0.4个百分点。俄乌冲突导致的全球能源供给紧张最直接体现的地理区域无疑就是原本对自俄进口油气依赖度极高的欧洲国家，加之小型经济体各自产业链均难称完整，相互依存度较高也意味着能源安全受威胁的情况下欧洲产业链整体脆弱性更加明显的浮现出来。同为需求大于供给形成的通胀压力，但美国是需求过热、工业供给恢复较好但不及需求，欧洲却是需求本就一般、因工业生产雪上加霜而导致的，欧央行又偏偏是单一通胀目标的决策体系，实体经济供需结构和货币政策框架都指向欧元区未来陷入“货币紧缩——经济衰退”的收缩性循环概率更大，在同步货币紧缩过程中，实体经济相对更强韧的表现可支撑美元相对欧元走强，可能延长美元指数维持高位的时间。
- **美国核心通胀反弹，需求回落缓慢，加息或更激进。**8月美国CPI（季调）同比8.2%，较上月继续下滑0.3个百分点，但核心CPI同比6.3%，较上月反弹0.4个百分点，超出市场预期。1）受近期全球原油价格持续下降影响，美国总体CPI通胀降温。7月以来俄罗斯和OPEC中不受协议约束的产油国产量均好于此前市场担忧的程度，油价中枢大幅回落，欧元区加息幅度较市场预期更为激进，欧洲经济陷入衰退概率提升，原油需求侧预期走弱。2）但核心通胀的反弹显示美国居民核心消费需求降温速度慢于市场预期，与上文分析的零售数据表现一致，这意味着美国需求缺口收窄仍需时日，可能更坚定美联储严厉紧缩的决心。根据80年代初的历史经验，美联储紧缩传导到美国CPI至少需半年左右时间，而当前美国居民极高的净储蓄可能令需求收缩所需时间进一步延长。房租分项环比再度反弹，仍在反映前期房价上涨的滞后影响。预计明年年中开始，房租分项同比涨幅将稳步下行。
- **上修美联储加息路径预测，人民币兑美元年内仍承压。**因需求回落缓慢，美国正面临较其他发达国家更高的通胀压力，我们上修对美联储年内加息路径的预测，预计9月、11月、12月可能分别加息75BP、50BP、25BP。鲍威尔或将在9月继续大幅加息，这将在短期内强化美元指数的走势，欧洲虽然亦采取“竞争性”紧缩，但其供给的弱势、温和的居民需求，以及主权债务风险均意味着欧元难以得到提振，甚至将推升美元指数，这就意味着强美元对于人民币汇率的被动压力短期内可能难见缓解。但由于美国需求压降仍具备空间，加之国内工业产业链持续升级，我国出口仍具备韧性，从而在我国资本账户开放程度有限的情况下，经常账户的稳健将很大程度上弱化中美利差倒挂的资金流出压力，预计年底前人民币兑美元汇率（CNY、CNH）可能在7附近窄幅拉锯之后重回6.9左右，而人民币有效汇率预计可望保持今年以来的强势水平。
- **发达国家经济跟踪：8月日本贸易逆差创新高。全球宏观日历：美国9月FOMC会议。**



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 美通胀压力大于欧英，美元或维持高位更久.....	5
1.1 零售：美国核心商品消费需求回落斜率平缓	5
1.2 工业生产：美国延续今年的走强趋势，欧洲前景恶化	6
1.3 美国核心通胀反弹，需求回落缓慢，加息或更激进	7
1.4 上修美联储加息路径预测，人民币兑美元年内仍承压	9
2.发达国家经济跟踪：8月日本贸易逆差创新高	11
3.新兴国家经济跟踪：8月阿根廷通胀攀高.....	14
4.海外政策动向：欧盟计划对能源企业征收1400亿欧元暴利 税	15
5.全球宏观日历：关注美国9月FOMC会议.....	16

图表目录

图 1：美国零售三年平均增速及贡献结构（%）	5
图 2：美欧日英名义零售销售三年平均增速（%）	6
图 3：制造业生产三年平均增速（%）美欧此消彼长	7
图 4：美国制造业生产三年平均增速贡献结构（%）	7
图 5：美国 CPI 季调同比、贡献结构及预测（%）	7
图 6：8 月 WTI 油价继续下滑	8
图 7：8 月纽约联储通胀预期大幅下滑（%）	8
图 8：美国居民部门二季度股票资产损失较大，但存款仍较为充足	8
图 9：美国消费品供需缺口仍然较大	8
图 10：美国房租通胀 8 月反弹	9
图 11：美联储变种泰勒公式加息预测	10
图 12：人民币汇率仍具韧性	10
图 13：本周美国红皮书零售销售指数小幅回升	11
图 14：美国 TSA 安检人数回升幅度放缓（人）	11
图 15：本周美国 MBA 市场指数继续下降	11
图 16：各期限抵押贷款利率本周上涨	11
图 17：英国 7 月失业率下降至 3.6%	11
图 18：欧元区 7 月工业生产下滑	11
图 19：英国 8 月 CPI 同比 9.9%	12
图 20：美国 8 月 CPI 同比 8.2%	12
图 21：美国 8 月 PPI 同比 8.7%	12
图 22：本周原油周均价较上周小幅回升	12
图 23：本周美联储逆回购操作平均 2.2 万亿美元	12
图 24：22 年 9 月加息 75BP 概率领先（BP）	12
图 25：本周长端美债利率持续走高（%）	13
图 26：截至 9 月 15 日，美元指数上行至 109.86	13
图 27：CBO/OMB 预测 22 年美赤字率 3.8%/4.2%	13
图 28：美国联邦财政收支（3MMA）	13

图 29 : 英国 7 月贸易逆差收窄至 78 亿英镑.....	13
图 30 : 日本 8 月贸易逆差再创新高	13
图 31 : 俄罗斯 22Q2 实际 GDP (三年平均增速)	14
图 32 : 印度 8 月贸易逆差缩小.....	14
图 33 : 印度尼西亚 8 月贸易顺差扩大.....	14
图 34 : 2020 年以来海外发达国家重要变化	15
表 1 : 全球主要宏观经济数据日历.....	16

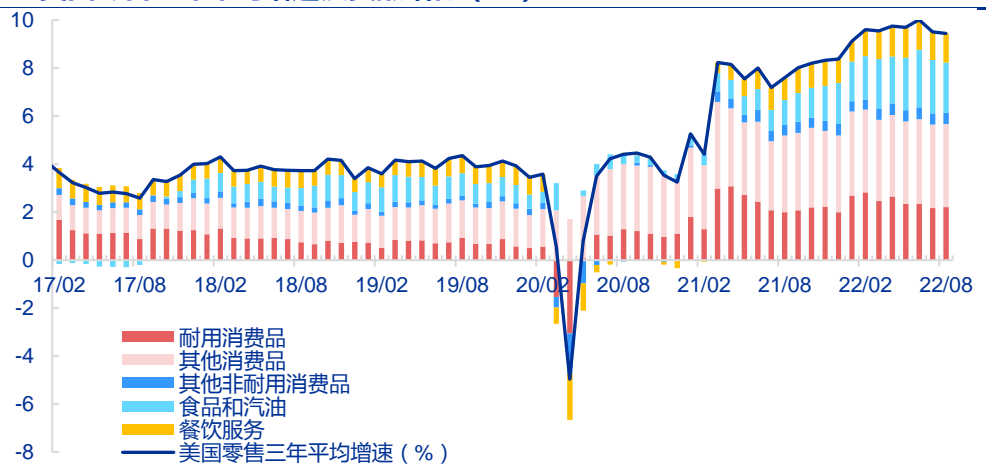
1. 美通胀压力大于欧英，美元或维持高位更久

近日美国集中公布零售、工业生产、CPI 等数据。基于对美国制造业供给、商品需求和通胀的系统性分析,我们看到美国当前面临的结构性通胀压力较欧英等其他发达经济体更大,我们上修年底前美联储本轮加息的幅度预测,预计美元指数可能维持在当前水平附近更长时间,这意味着人民币兑美元汇率仍可能维持数月的承压态势,但同时因美国居民商品消费需求回落斜率较为缓慢,我国未来数月乃至明年的出口增速预计并不会出现断崖式下滑,从而经常账户的强劲表现仍有望令人民币一篮子有效汇率维持在较强区间。

1.1 零售：美国核心商品消费需求回落斜率平缓

美国 8 月零售名义同比增长 9.1%，极高基数背景下仍维持在高增区间，除食品和汽油外的核心商品零售持续高增，3 月以来的货币紧缩并未导致核心消费需求陡峭回落。当地时间 9 月 15 日公布的 8 月美国零售同比仍高达 9.1%，基数极高的背景下，同比增速仅较 7 月回落 1 个百分点。8 月零售三年平均增速为 9.4%，仅较 7 月小幅回落 0.1 个百分点，持续处于疫情以来的高位区间。小幅的回落亦主要源于 7 月以来全球油气价格的明显回落，令食品饮料和汽油消费名义支出增速有所放缓，对总零售三年平均增速的贡献从 7 月的 2.2 个百分点小幅下降至 2.1 个百分点。除此之外，核心商品消费的三年平均名义增速贡献均与 7 月持平，持续显著高于疫情前水平。这样的需求结构显示，尽管 3 月以来美联储加息不断加速，但由于 20Q2-21Q3 期间持续的巨额财政补贴令美国居民净储蓄大幅增加，本轮货币紧缩过程中美国居民消费需求下滑的速度是较为缓慢的，可能会长期呈现超过正常年份的消费需求规模。

图 1：美国零售三年平均增速及贡献结构（%）

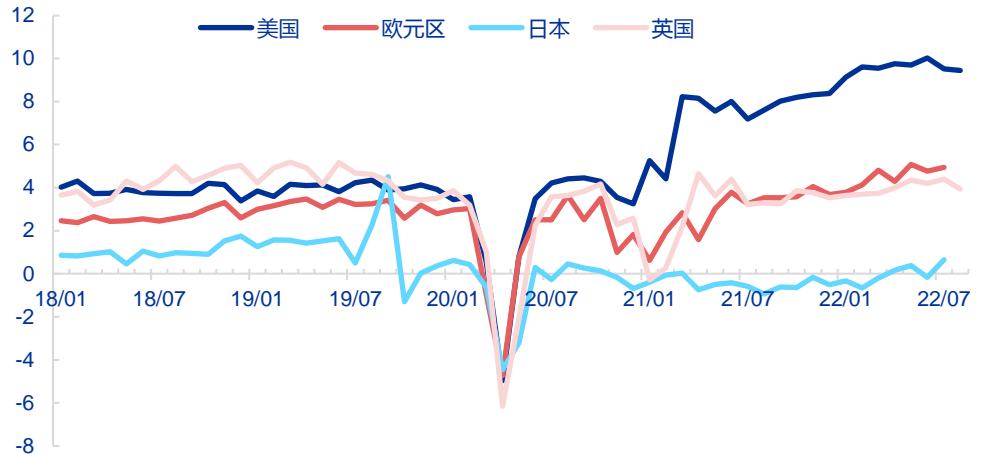


资料来源：CEIC，申万宏源研究

对比主要发达经济体的零售变化趋势，唯有美国因前期巨额财政补贴而至今可见明显超过疫情前正常水平的商品消费需求，其他主要发达国家的实际商品消费需求三年平均增速目前均已降至疫情前水平以下。尽管大流行爆发后，主要发达经济体均实施了财政扩张和货币宽松相配合的需求刺激政策，但其他发达经济体的财政扩张补贴

居民收入的幅度均大幅低于美国，也正因如此，主要发达经济体中实际上只有美国居民疫情以来的两年多时间里净储蓄明显大于正常年份，从而为需求回落提供了重要的缓冲垫。在当前发达国家普遍面临数十年来最高 CPI 通胀的环境下，唯美国名义零售增速大幅高于疫情前趋势，欧日英扣除通胀后的实际零售增速均较美国明显偏弱，从而实际居民消费需求缺口也是美国要明显较欧日英更大。

图 2：美欧日英名义零售销售三年平均增速（%）

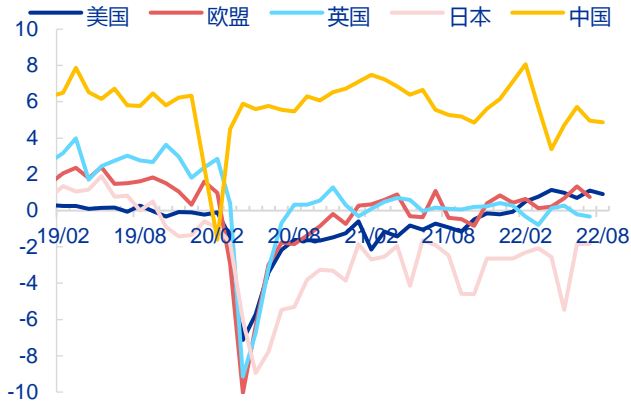


资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.2 工业生产：美国延续今年的走强趋势，欧洲前景恶化

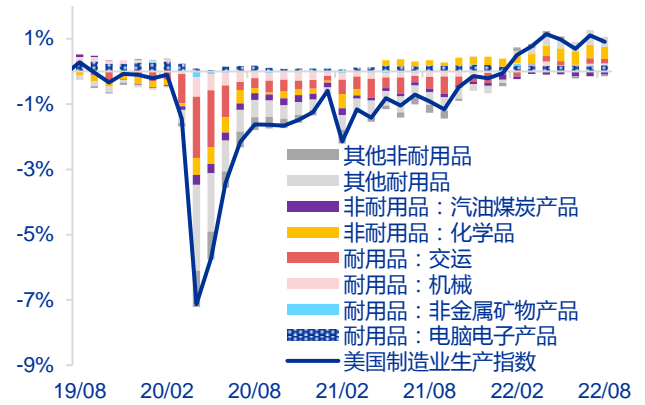
美国 8 月制造业生产维持了今年以来的走强趋势，欧洲产业链脆弱性不断浮现，**美欧工业生产此消彼长或意味着欧洲陷入“货币紧缩——经济衰退”的收缩性循环概率更大。**当地时间 9 月 15 日公布的美国 8 月制造业生产实际同比增速高达 3.3%，较 7 月改善 0.4 个百分点；即使用排除基数扰动的三年平均增速来看，美国 8 月制造业生产也有 0.9% 的三年平均实际增长，维持了今年以来美国制造业生产加速改善所形成的 2016 年以来最佳表现趋势。今年以来美欧制造业恢复分别扭转了去年的趋势，此消彼长之间欧洲工业生产未能延续去年的迅速改善趋势，而陷入弱于疫情前水平的停滞状态。事实上，俄乌冲突导致的全球能源供给紧张最直接体现的地理区域无疑就是原本对自俄进口油气依赖度极高的欧洲国家，加之欧洲国家幅员均不算辽阔，小型经济体各自产业链均难称完整，相互依存度较高也意味着能源安全受威胁的情况下欧洲产业链整体脆弱性更加明显的浮现出来。**同为需求大于供给形成的通胀压力，但美国是需求过热、工业供给恢复较好但不及需求，欧洲却是需求本就一般、因工业生产雪上加霜而导致的，欧央行又偏偏是单一通胀目标的决策体系，实体经济供需结构和货币政策框架都指向欧元区未来陷入“货币紧缩——经济衰退”的收缩性循环概率更大，这意味着同步货币紧缩过程中，实体经济相对更强韧的表现可支撑美元相对欧元走强，从而可能延长美元指数维持高位的时间。**

图 3：制造业生产三年平均增速（%）美欧此消彼长



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 4：美国制造业生产三年平均增速贡献结构（%）

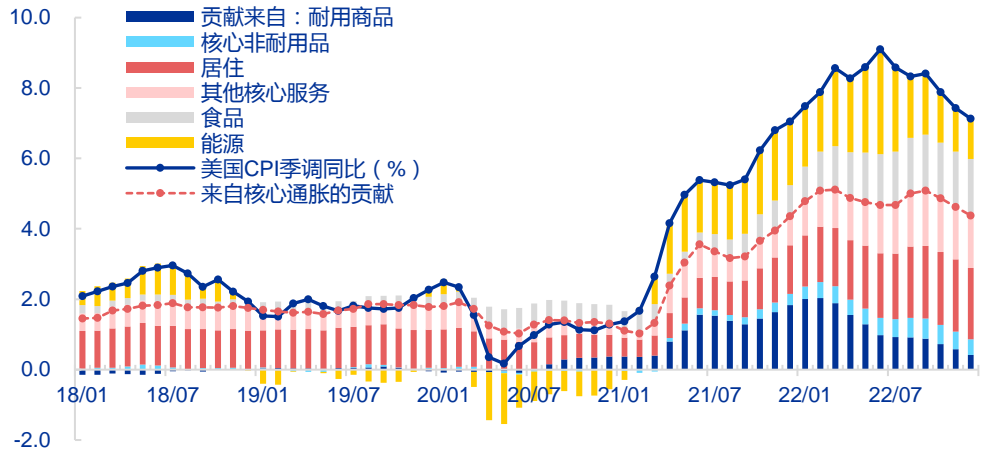


资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.3 美国核心通胀反弹，需求回落缓慢，加息或更激进

当地时间 9 月 13 日，美国劳工局公布美国 8 月 CPI 通胀数据，8 月 CPI(季调) 同比 8.2%，较上月继续下滑 0.3 个百分点，但核心 CPI 同比 6.3%，较上月反弹 0.4 个百分点，超出市场预期。数据公布之后，市场对美联储 9 月 75BP 加息预期大幅强化，10Y 美债利率、美元指数分别升至 3.4%、110 附近。

图 5：美国 CPI 季调同比、贡献结构及预测（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究；注：2022 年 9 月及以后月份数据为申万宏源宏观预测值

受近期全球原油价格持续下降影响，美国总体 CPI 通胀降温。8 月美国 CPI 中能源分项环比-5.0%，跌幅较 7 月再度扩大 0.4 个百分点，令美整体 CPI 同比可维持下滑趋势。7 月以来俄罗斯和 OPEC 中不受协议约束的产油国产量均好于此前市场担忧的程度，油价中枢大幅回落，在美国 8 月 CPI 中有比较明显的体现。此外欧元区加息幅度较市场预期更为激进，欧洲经济陷入衰退概率提升，原油需求侧预期走弱。

但核心通胀的反弹显示美国居民核心消费需求降温速度慢于市场预期，与上文分析的零售数据表现一致，这意味着美国需求缺口收窄仍需时日，可能更坚定美联储严厉紧缩的决心。8 月美国核心商品、服务(包括核心非房租服务)环比均较上月反弹，和今年 5 月 CPI 所体现的结构相反。居民超额储蓄+货币政策滞后传导，耐用品通胀

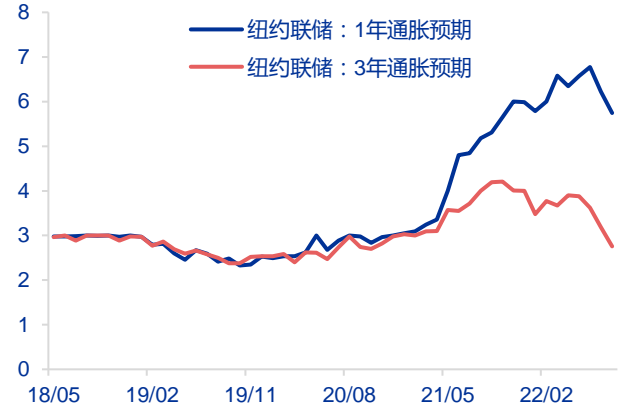
几乎持平于高位，这显示美国居民商品消费需求下行速度慢于市场预期。根据 80 年代初的历史经验，美联储紧缩传导到美国 CPI 至少需半年左右时间，而当前美国居民极高的净储蓄可能令需求收缩所需时间进一步延长。

图 6：8 月 WTI 油价继续下滑



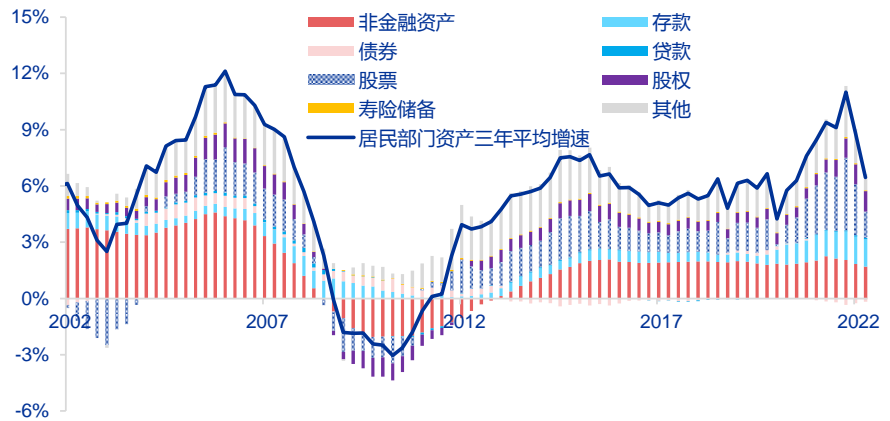
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 7：8 月纽约联储通胀预期大幅下滑（%）



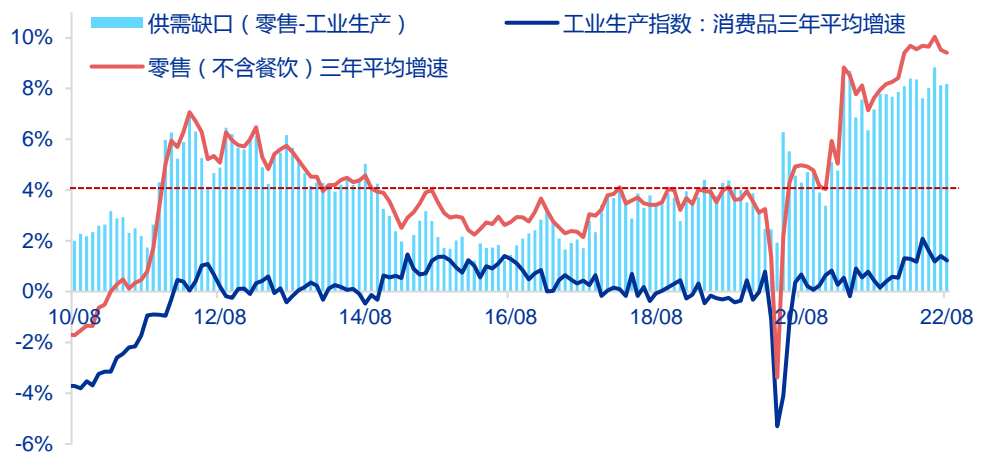
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 8：美国居民部门二季度股票资产损失较大，但存款仍较为充足



资料来源：CEIC，申万宏源研究

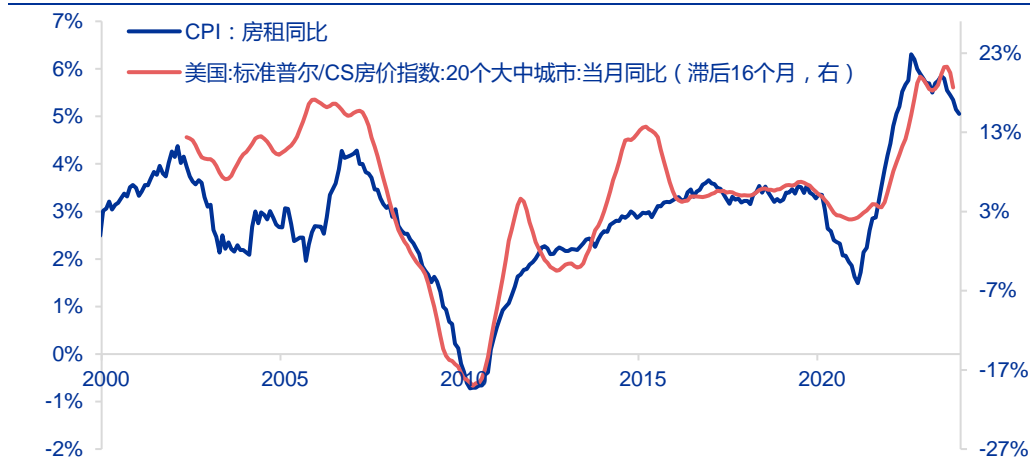
图 9：美国消费品供需缺口仍然较大



资料来源：CEIC，申万宏源研究

房租分项环比再度反弹，仍在反映前期房价上涨的滞后影响。核心服务中房租分项（rent of shelter）环比0.7%，较上月反弹0.2个百分点，由于房租分项滞后美房价涨幅约16个月左右，所以8月房租分项反弹更多反映的是21年上半年房价的飙涨，但随着美联储紧缩对于房价的抑制，预计明年年中开始，房租分项同比涨幅将稳步下行。

图 10：美国房租通胀 8 月反弹



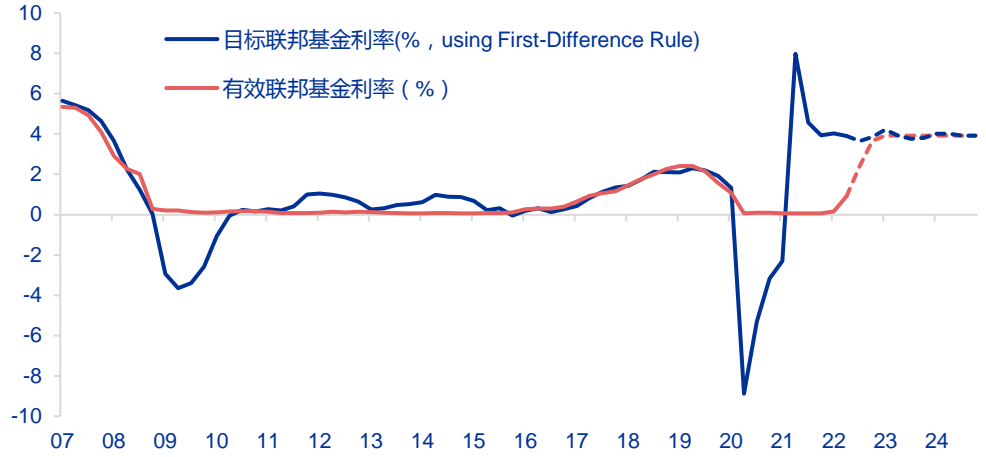
资料来源：CEIC，申万宏源研究 注：2022年9月及以后月份数据为申万宏源宏观预测值

1.4 上修美联储加息路径预测，人民币兑美元年内仍承压

因需求回落缓慢，美国正面临较其他发达国家更高的通胀压力，我们上修对美联储年内加息路径的预测，预计9月、11月、12月可能分别加息75BP、50BP、25BP。鲍威尔在8月Jackson Hole年会上强化了当前美联储加息路径对通胀数据的依赖。最新数据显示，美国居民疫情后获得的额外储蓄规模远超其他发达国家，可能导致本轮货币紧缩对居民消费需求的抑制作用更为温和，抑制需求所需时间更长，从而令美国需求缺口收窄速度更慢，美联储年内可能以更大的决心采取更严厉的加息行动。基于上述分析，我们预计下周即将召开的美联储FOMC会议上可能决定加息75BP，11月加息幅度也可能达到50BP，而若供给改善使得美国22Q4实际GDP同比高于1.0%，则12月可能再加息25BP。同时，我们也上修全年美国CPI同比增速均值预测至8.1%。

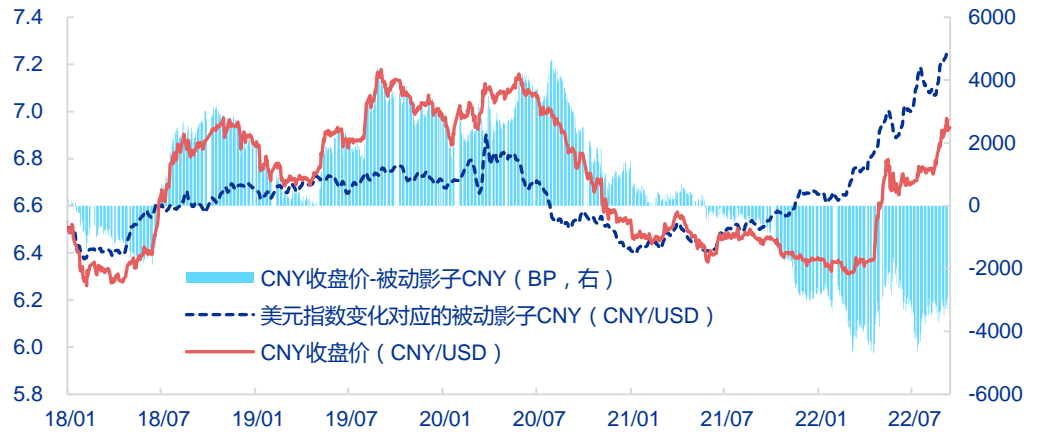
鲍威尔或将在9月继续大幅加息，这将在短期内强化美元指数的走势，欧洲虽然亦采取“竞争性”紧缩，但其供给的弱势、温和的居民需求，以及主权债务风险均意味着欧元难以得到提振，甚至将推升美元指数，这就意味着强美元对于人民币汇率的被动压力短期内可能难见缓解。但由于美国需求压降仍具备空间，加之国内工业产业链持续升级，我国出口仍具备韧性，从而在我国资本账户开放程度有限的情况下，经常账户的稳健将很大程度上弱化中美利差倒挂的资金流出压力，预计年底前人民币兑美元汇率（CNY、CNH）可能在7附近窄幅拉锯之后重回6.9左右，而人民币有效汇率预计可望保持今年以来的强势水平。

图 11：美联储变种泰勒公式加息预测



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 12：人民币汇率仍具韧性



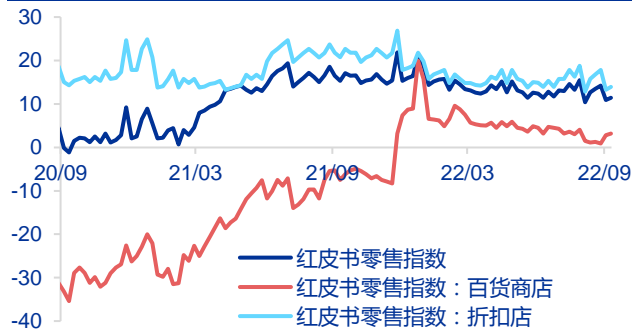
资料来源：CEIC，申万宏源研究

2.发达国家经济跟踪：8月日本贸易逆差创新高

需求 美国红皮书零售销售指数较上周小幅回升，但依然处于12个月以来低位。

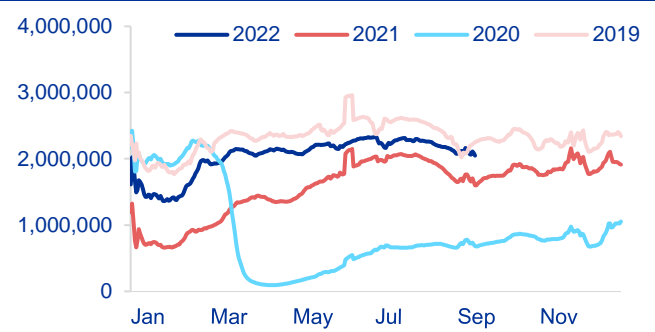
美国TSA安检人数本周下滑，9月初虽一度超过2019年水平，但随之回落。

图 13：本周美国红皮书零售销售指数小幅回升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 14：美国TSA安检人数回升幅度放缓（人）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

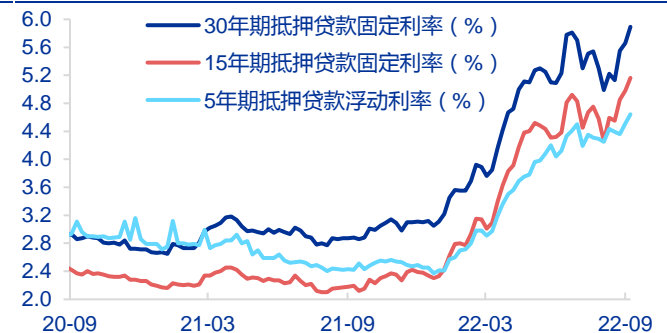
地产：本周美国MBA市场指数连续第五周下滑。在美联储紧缩预期增强下，各期限抵押利率继续上行，且涨幅较上周有所提升，房产市场需求预计将继续受到抑制。

图 15：本周美国MBA市场指数继续下降



资料来源：CEIC，申万宏源研究

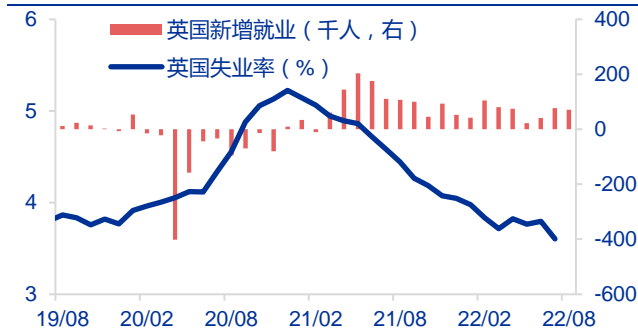
图 16：各期限抵押贷款利率本周上涨



资料来源：CEIC，申万宏源研究

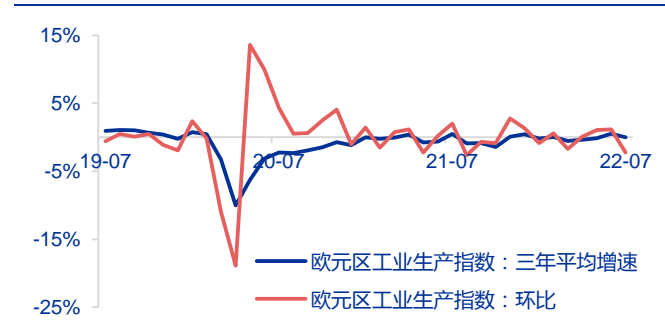
供给与就业：英国7月失业率下降至3.6%，为1974年以来最低水平。日本7月工业生产指数环比0.8%，三年平均增速-1.8%。欧元区7月工业生产下滑，环比-2.3%，三年平均增速近于0。本周美国初领失业金人数小幅下滑至22.2万人。

图 17：英国7月失业率下降至3.6%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

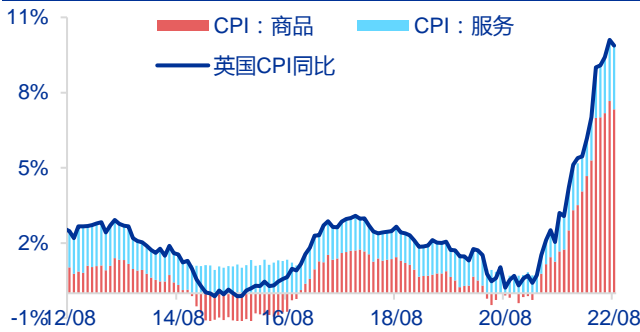
图 18：欧元区7月工业生产下滑



资料来源：CEIC，申万宏源研究

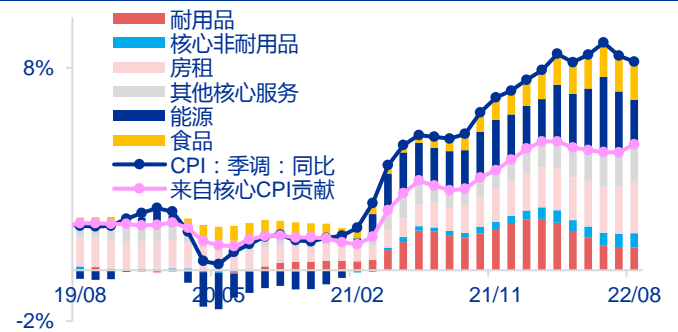
CPI通胀：8月英国CPI同比下行。8月英国CPI同比9.9%，环比0.5%。美国8月CPI（季调）同比8.2%，核心CPI同比6.3%。

图 19：英国 8 月 CPI 同比 9.9%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

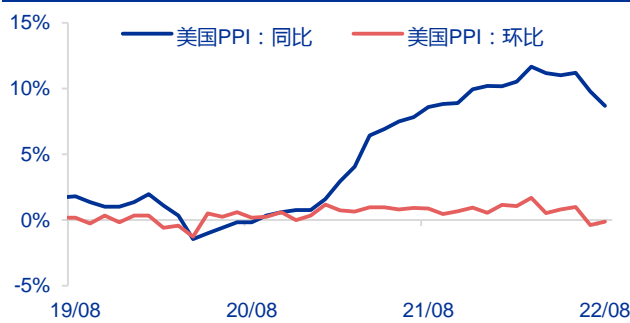
图 20：美国 8 月 CPI 同比 8.2%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

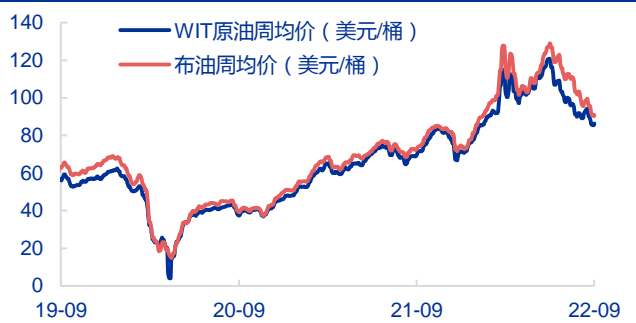
油价和 PPI：美国 8 月 PPI 同比回落至 8.7%，环比-0.1%。同比增幅连续两月收窄，能源价格降低是主因。本周原油周均价较上周小幅回升。

图 21：美国 8 月 PPI 同比 8.7%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 22：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

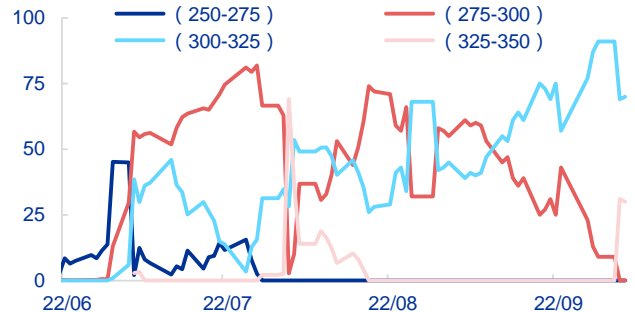
货币操作：8月CPI数据为美联储9月至少加息75BP奠定基础。本周美联储逆回购操作平均2.2万亿美元。美国8月CPI数据超预期，通胀仍高强化市场加息预期，目前市场预期9月加息75BP、100BP的概率分别为70%、30%。

图 23：本周美联储逆回购操作平均 2.2 万亿美元



资料来源：CEIC，申万宏源研究

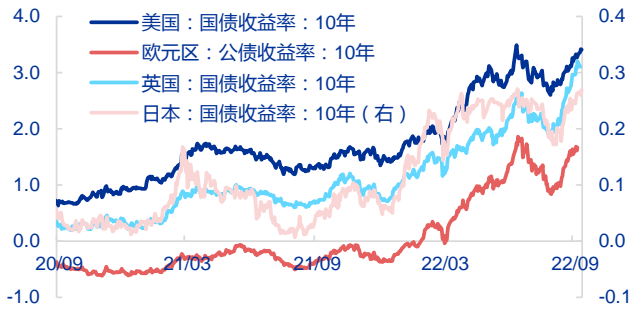
图 24：22 年 9 月加息 75BP 概率领先 (BP)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

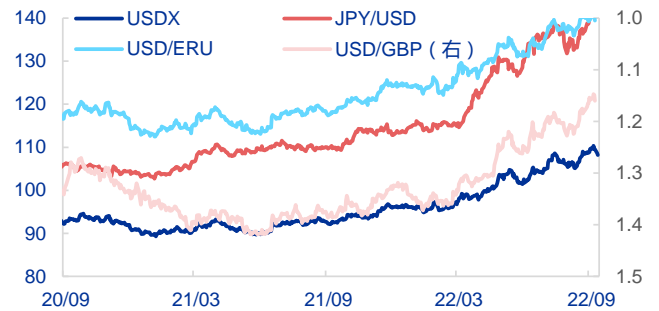
汇率利率黄金：本周美元指数重回高位，金价持续下跌。13日晚美国8月CPI数据公布后，美元指数短线拉升，截至9月15日重回109.86高位。本周长端美债利率持续走高，黄金价格继周一上涨后开始下跌，较上周下行1.25%。

图 25：本周长端美债利率持续走高（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

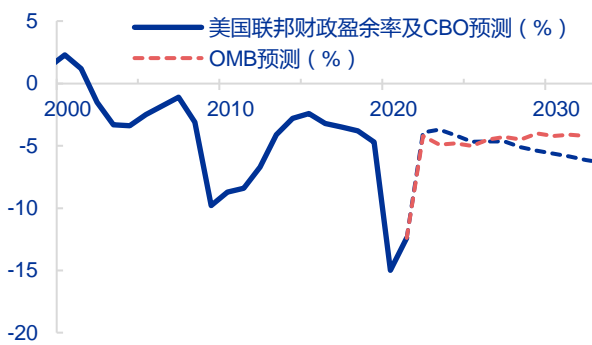
图 26：截至 9 月 15 日，美元指数上行至 109.86



资料来源：CEIC，申万宏源研究

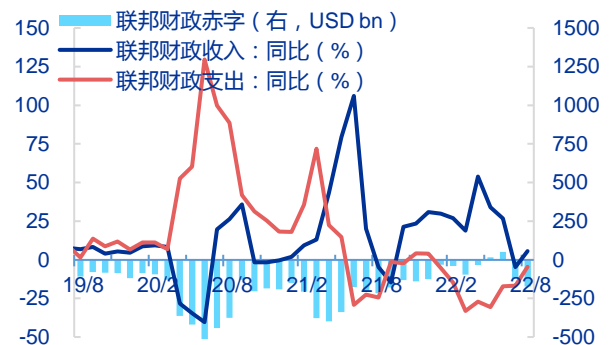
海外财政：8 月美国财政支出同比 19.2%。美国时间 9 月 14 日，美国财政部公布 8 月收支，同比分别为 13.2%和 19.2%。但根据美国国会预算办公室（CBO）的《月度预算回顾：2022 年 8 月》，支出高增主要由于 21 年 8 月 1 日（周日）固定支出提前在 21 年 7 月支出所致的低基数，经 CBO 剔除该影响后，支出同比为 4%左右。

图 27：CBO/OMB 预测 22 年美赤字率 3.8%/4.2%



资料来源：CEIC，CBO，OMB，申万宏源研究

图 28：美国联邦财政收支（3MMA）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

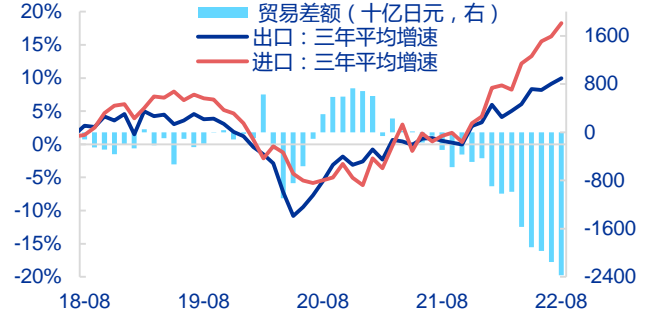
全球贸易 日本 8 月贸易逆差创记录新高。英国 7 月贸易逆差收窄至 78 亿英镑，主要受进口增速放缓影响。日本 8 月进口大幅增加，出口收缩，导致贸易逆差（季调）达到创纪录的 2.37 万亿日元。

图 29：英国 7 月贸易逆差收窄至 78 亿英镑



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 30：日本 8 月贸易逆差再创新高



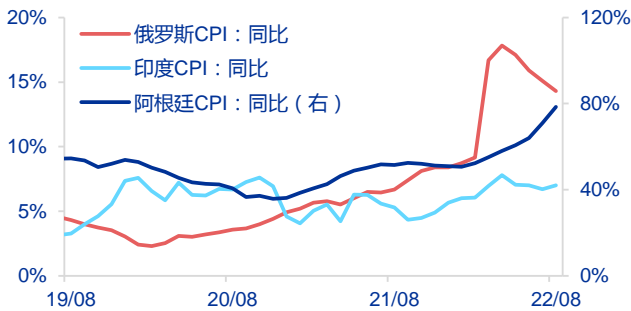
资料来源：CEIC，申万宏源研究

3.新兴国家经济跟踪：8月阿根廷通胀攀高

俄罗斯二季度实际 GDP 不及预期。俄罗斯 Q2 实际 GDP 三年平均增速下滑至 0.2%，同比-2.7%，其中批发零售拖累较大，而采矿业也有所收缩。

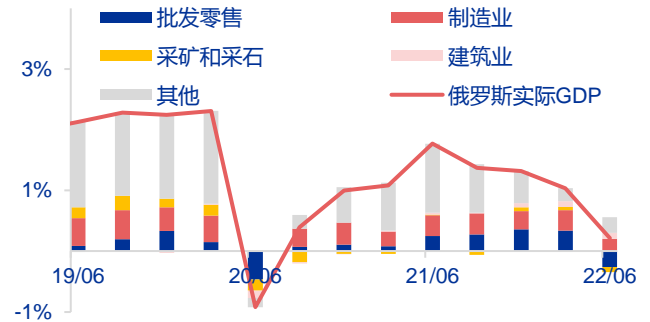
8月阿根廷、印度 CPI 同比攀高，俄罗斯 CPI 同比有所缓和。阿根廷 8 月 CPI 同比从 7 月的 71% 攀升至 78.5%。印度 8 月 CPI 同比从 7 月的 6.7% 攀升至 7.0%。俄罗斯 CPI 通胀连续 4 月下降，8 月 CPI 同比放缓至 14.3%。

图 28：阿根廷 8 月 CPI 同比继续攀高



资料来源：CEIC，申万宏源研究

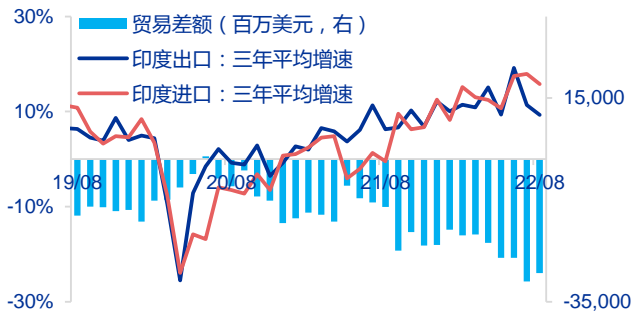
图 31：俄罗斯 22Q2 实际 GDP (三年平均增速)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

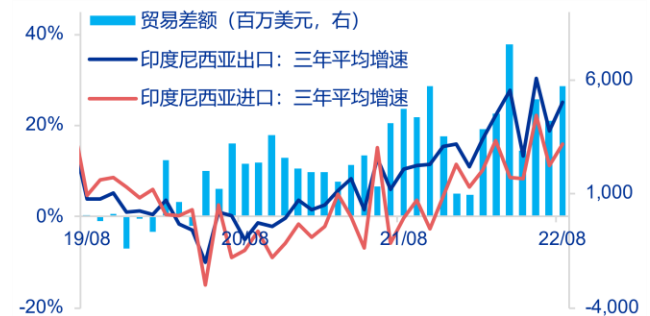
8月印度贸易逆差缩小，印度尼西亚贸易顺差扩大。8月印度进口收缩幅度大于出口，导致贸易逆差小幅缩窄至 279.8 亿美元。而印度尼西亚 8 月进出口增速俱上行，但出口额上升幅度大于进口，导致贸易顺差扩大至 57.6 亿美元。

图 32：印度 8 月贸易逆差缩小



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 33：印度尼西亚 8 月贸易顺差扩大



资料来源：CEIC，申万宏源研究

4. 海外政策动向：欧盟计划对能源企业征收1400亿欧元暴利税

图 34：2020 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% (3.11) 英央行：1) 降息50bp从0.75%至0.25% (3.15) 美联储：1) 启动7000亿美元QE计划 2) 降息100bp至0.00%-0.25% (3.16) 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 (3.18) 欧央行：宣布推出7500亿欧元的PEPP计划 (3.19) 英央行：1) 再度降息15bp从0.25%至0.1% 2) 宣布价值2000亿英镑的QE	(3.6) 美国：颁布83亿美元的CPRSAA救济方案 (3.11) 英国：宣布300亿英镑的财政刺激政策 (3.11) 日本：通过了1.6万亿日元的支出法案 (3.17) 英国：提供3300亿英镑的商业贷款 (3.18) 美国：颁布FFCRA救济方案 (3.20) 英国：宣布工人支持计划 (3.23) 欧盟：激活SGP的一般免责条款 (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 (3.27) 美国：颁布价值为2.3万亿美元的CARES方案 (4.2) 欧盟：出台1000亿欧元的临时贷款工具SURE (4.7) 日本：颁布价值为117.1万亿日元的一揽子计划 (4.16) 欧盟：EIB 集团设立250亿欧元的担保基金 (5.9) 欧盟：开发价值为2400亿欧元PCS工具 (5.27) 日本：宣布120万亿日元的经济刺激方案 (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 (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	
Q2	(3.26) 欧央行：开启无限量购债 (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 (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%。 (5.22) 日央行：推出价值30万亿日元的一年期零息贷款		
Q3	(6.4) 欧央行：扩大PEPP购债计划6000亿欧元 (6.18) 英央行：政府债券购买规模扩大1000亿英镑		
Q4			
2021 Q1	(11.5) 英央行：债券购买再扩大 1500 亿英镑 (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	(2) 欧盟：敲定了7500亿欧元的NGEU复苏计划 (3.3) 英国：宣布提供650亿英镑的新救济政策 (3.11) 美国：颁布了1.9万亿美元ARPA救济方案	
Q2			
Q3	(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	(7.15) 美国：启动价值 1100 亿美元的儿童税收抵免计划 (9.7) 英国：拨款360 亿英镑用于改革NHS (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 (11.19) 日本：颁布了56万亿日元的经济刺激计划	(2.22) 美、英、欧：制裁主要银行，限制贸易和资本进入 (2.23) 日：禁发俄罗斯政府主权债务 (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 (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 (5.4) 欧：将俄联邦储蓄银行和另两家主要银行移除SWIFT (5.9) 英：宣布铂、钯等新进口税，禁止化工、塑料、橡胶等出口 (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 (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 (6.27) 美、英、日：对俄罗斯黄金进口实行禁令 (7.21) 欧盟：禁止进口俄黄金，制裁俄联邦储蓄银行等实体 (7.23) 俄：与乌克兰签署粮食协议避免全球粮食危机 (7.26) 欧盟：对俄侵略乌克兰的经济制裁再延长六个月 (7.27) 俄：削减通过北溪1号对欧洲的天然气供应 (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
Q4			
2022 Q1	(11.3) 美联储：宣布正式启动Taper (12.15) 美联储：加速Taper，宣布22年3月退出QE (12.15) 英央行：1) 加息15bp从0.1%至0.25% (12.16) 欧央行：暂时性扩大APP购债规模 (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 (5.26) 英国：推出150亿英镑的一揽子计划以应对能源价格飙升 (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 (8.16) 美国：拜登签署了《通胀削减法案》 (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 (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	
Q2	(3.17) 美联储：宣布加息25bp至0.25%-0.5% (3.17) 英央行：加息25bp至0.75% (3.31) 欧央行：PEPP购债终止 (5.4) 美联储：宣布6.1开始缩表，加息50bp至0.75%-1% (5.5) 英央行：加息25bp至1%		
Q3	(6.2) 欧央行：APP购债于7月1日终止 (6.16) 英央行：加息25bp至1.25% (6.16) 美联储：加息75bp至1.5%-1.75% (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 (7.27) 美联储：宣布加息75bp至2.25%-2.5% (8.4) 英央行：宣布加息50bp至1.75% (9.8) 欧央行：宣布加息75bp至1.25%		

资料来源：申万宏源研究

5.全球宏观日历：关注美国 9 月 FOMC 会议

表 1：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
9 月	12	13 20:30 US  8 月 CPI	14 17:00 EU  工业生产 20:30 US  PPI	15 20:30 US  零售销售、进出口价格指数 21:15 US  工业生产 22:00 US  商业库存	16 10:00 CN  经济数据 17:00 EU  8 月 HICP	17	18
	19	20 20:30 US  新屋开工、营建许可	21 20:00 US  成屋销售	22 2:00 US  FOMC 决策 10:30 JP  日央行议息会议	23 16:00 EU  综合 PMI	24	25
	26	27 9:30 CN  工业企业利润 18:15 US  芝加哥联储 Evans 讲话 20:30 US  耐用品订单 22:00 US  新屋销售	28 20:30 US  商品贸易数据 22:00 US  成屋签约销售	29 2:00 US  芝加哥联储 Evans 讲话 20:30 US  二季度 GDP 终值	30 9:30 CN  中采 PMI 9:45 CN  财新制造业 PMI 17:00 EU  HICP、失业率 20:30 US  8 月 PCE	1	2

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。