

2022 年 07 月 22 日

相关研究

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



申万宏源研究微信服务号

欧央行：别了，负利率

——全球宏观周报 · 第 77 期

周观点：欧央行：别了，负利率

- 当地时间 7 月 21 日，欧央行公布 7 月货币政策决议。1) 加息 50BP。2) 公布传导保护工具 (The Transmission Protection Instrument, TPI)。3) 放弃前瞻指引。
- **通胀广泛化+欧元疲软，促使欧央行加息 50BP。**1) 通胀广泛化传导。除去这能源食品之外，欧元区服务分项和非能源工业品分项已逐步上涨，均超过了疫情前的水平，6 月欧元区 HICP 同比贡献中，两项贡献合计已经达 2.6%。2) 欧元相对美元的持续疲弱，也助推通胀上升。此外，拉加德在新闻发布会上表示欧元相对美元在近几周的持续走低，在大宗商品价格高位的背景下，导致通胀更为严重。提振欧元也是加息 50BP 的一大原因。
- **传导保护工具 (TPI)：坚决遏制欧元区内部国债利差分化。**欧央行在 7 月会议上正式公布了此前向市场沟通的应对欧元区内部金融条件分化，边缘国家国债利率快速上升的工具，即传导保护工具 (TPI)，该工具最大的特点就是没有规模限定，类似于时任欧央行主席德拉吉在 2012 年所提出的 “Whatever it takes”，坚决维护欧元区金融条件稳定。
- **TPI 推出的历史背景：为了避免 2011 年加息的后果。**2011 年，出于对通胀逐步攀升，超过 2% 的担忧，欧央行在 2011 年连续加息，的确通胀压力得到了缓释，但欧债危机被迅速放大。同样面对通胀的压力，如何在这一轮加息的同时避免引发债务危机成为欧央行的难题。购债计划的结束，欧元区部分国家长端利率失去压制，使 TPI 推出必要性大大提升。
- **但欧央行加息、TPI 的公布并没有显著提振欧元汇率。**1) 当前 TPI 机制仍然缺乏细节，而且如果意大利陷入政治因素导致的利率快速上行，欧央行有可能不会启动 TPI 机制。欧央行主席拉加德表示如果成员国金融环境动荡的原因是来自政治因素，特别是在当前意大利政坛动荡的情况下，可能被认定为国家特征因素 (country-specific)，从而不符合 TPI 前提条件，那么欧央行有可能不会出手相助。进一步看，如果意大利新政府拒绝履行欧盟复苏基金下的结构性改革承诺，那么这也将不会满足 TPI 的资格。2) 欧洲经济基本面孱弱的背景下，欧央行有可能被迫停止加息。欧元区 7 月制造业 PMI 仅 49.6，创 25 个月新低，而服务业 PMI 也仅 50.6，创 15 个月新低，经济走弱可能制约欧元区加息强度。
- **作为罕见的单一通胀目标央行，在欧洲经济因能源短缺而面临巨大风险的当下，欧央行如何决策仍面临较大不确定性。**欧央行加息配合更高的政府杠杆率将是困扰欧洲国家的难题，债务风险不可忽视。同时，如果因为加息导致欧洲经济普遍深度衰退，实际上仍然可能导致快速从加息转为降息，那么对于欧央行政策信誉来说将形成类似于 2011-2012 年的新一轮巨大打击，有鉴于此，相信如果欧元区经济衰退风险进一步加大，欧央行仍可能选择更温和的加息路径，当然无论欧央行如何选择，欧元兑美元都难以在近期摆脱近 20 年以来之最弱区间，根本性的原因仍是在于欧洲过度依赖外部供给的能源结构，以及小型经济体组合形成的看似完整实则脆弱的产业链，意味着美元指数可能不会受到欧元平抑，下半年美元指数回落 (预计年底至 93-106) 的驱动力将主要来自美国居民消费、通胀的下滑。
- **日本货币政策坚守宽松。**7 月 21 日，日央行维持利率及收益率曲线控制政策不变。1) 经济基本面孱弱是日本央行无法如美联储、欧央行大刀阔斧紧缩的最根本因素。2) 岸田政府支持率 6 月大幅下跌，可能使得黑田东彦在后续政策制定面临一定压力。

上周重点回顾：英国 CPI 同比继续上升

- **通胀：**英国 CPI 同比继续上升；**贸易：**日本 6 月贸易逆差再创新高；**地产：**美国 6 月成屋销售继续走低。

全球宏观日历：关注美国 PCE

目录

1. 欧央行：别了，负利率	5
1.1 通胀广泛化+欧元疲软，促使欧央行加息 50BP	5
1.2 传导保护工具（TPI）：坚决遏制欧元区内部国债利差分化	6
1.3 TPI 推出的历史背景：为了避免 2011 年加息的后果	7
1.4 但欧央行加息、TPI 的公布并没有显著提振欧元汇率	8
1.5 作为罕见的单一通胀目标央行，在欧洲经济因能源短缺而面临巨大风险的当下，欧央行如何决策仍面临较大不确定性	9
1.6 日本货币政策坚守宽松	10
2. 上周重点回顾：英国 CPI 同比继续上升	12
2.1 美联储：2023 年降息概率较高	12
2.2 通胀：英国 6 月 CPI 继续上升	12
2.3 贸易：日本 6 月贸易逆差再创新高	12
2.4 地产：美国 6 月成屋销售继续走低	13
3. 海外高频数据跟踪：美元指数小幅下滑	14
全球宏观日历：关注美国 PCE	17

图表目录

图 1：欧央行三大政策利率（%）	5
图 2：欧元区通胀不仅能源，服务和工业品通胀也在攀升	6
图 3：2011 年欧央行处于对通胀的担忧连续加息，反而加剧了欧债危机（%）	7
图 4：20Q1-22Q2 时段内（PEPP 及 APP 所购政府债券）/（新增政府债务）（%）	8
图 5：意大利、希腊国债利率相对德国国债逐步上行	9
图 6：欧盟国家政府债务/GDP（%）	10
图 7：日本通胀仍然较为疲软，特别是服务通胀对整体同比贡献还在负区间	10
图 8：日本居民薪资增速较低	11
图 9：美国居民薪资增速远超日本	11
图 10：英国 6 月 CPI 同比继续上升至 9.4%	12
图 11：日本 6 月 CPI 同比 2.3%	12
图 12：日本 6 月贸易差额接近 2 万亿日元，进口增速再创新高	13
图 13：美国 6 月成屋销售三年平均增速-1.3%，营建许可、新屋开工小幅回升 ..	13
图 14：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）	14
图 15：全球主要国家疫苗接种情况（%）	14
图 16：美国变种病毒新增占比（7DMA，%）	14
图 17：22 年 7 月加息 75BP 概率领先（BP）	14
图 18：22 年加息 350BP 概率小幅领先（BP）	14
图 19：海外主要国家防控力度指数（30DMA）	15
图 20：海外主要国家出行变化（30DMA，%）	15
图 21：美国 TSA 航空旅客安检人数（7DMA 人次）	15
图 22：美国初领失业金人数较上周继续上升	15
图 23：美国餐厅就餐人数（vs 2019，7DMA，%）	15
图 24：美英天然气期货价格走势分化	15
图 25：美国炼油厂可运营能力利用率较上周下滑	15
图 26：美国粗钢产能利用率较上周继续下降	15

图 27：本周原油价格较上周小幅上升	16
图 28：美原油库存较上周继续下降	16
图 29：本周铁矿石价格同比降幅较上周扩大	16
图 30：本周长端美债利率较上周小幅回升（%）	16
图 31：各期限抵押贷款利率较上周继续上升	16
图 32：截至 7 月 20 日美元指数较上周下降.....	16
表 1：欧央行 TPI 工具主要特点	6
表 2：美联储未来议息会议加息概率（BP）	12
表 3：全球主要宏观经济数据日历	17

1. 欧央行：别了，负利率

1.1 通胀广泛化+欧元疲软，促使欧央行加息 50BP

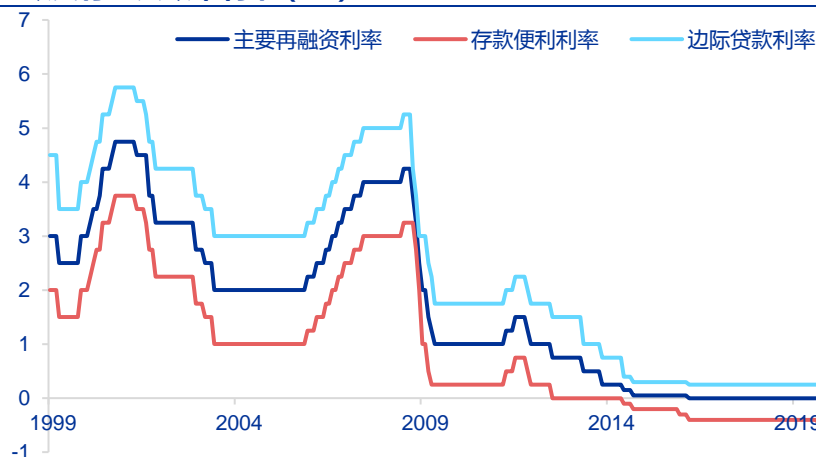
当地时间 7 月 21 日，欧央行公布 7 月货币政策决议，主要做出以下重要决定：

1) 2011 年以来首次加息，且幅度为 50BP，正式退出负利率时代。

2) 公布“传导保护工具”(The Transmission Protection Instrument, TPI)，主要应对影响货币政策传导的不必要的市场无序扰动“unwarranted, disorderly market dynamics”。

3) 放弃前瞻指引“forward guidance”，和美联储类似，不再对未来加息路径给出预期，未来货币政策将根据数据逐月决定，从而前期对于 9 月会议的前瞻指引不再适用。

图 1：欧央行三大政策利率（%）

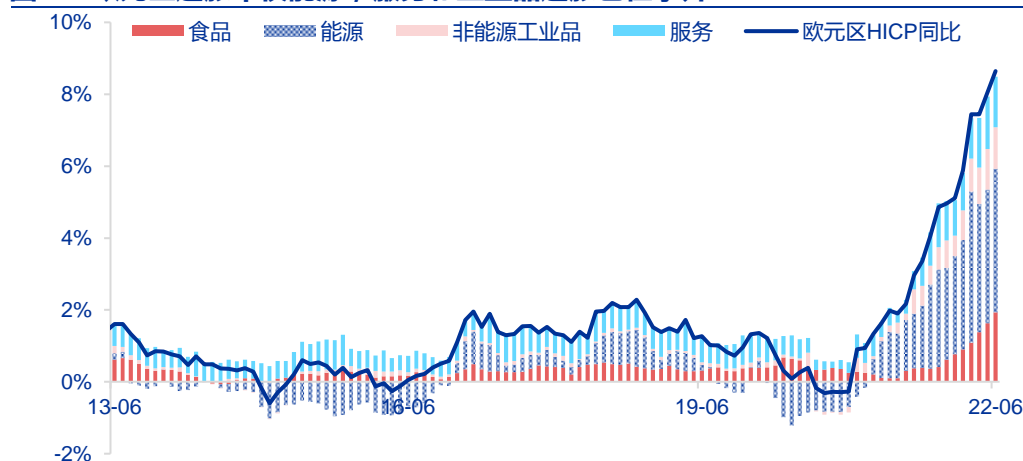


资料来源：CEIC，申万宏源研究

为何加息 50BP？意味着欧央行对于海外供给端不确定性的耐心耗尽，向高通胀宣战。在 6 月会议之时，欧央行向市场传达出的未来加息路径还是 7 月 25BP，9 月可能 50BP，为何在 7 月会议决定加倍加息幅度呢？**1) 通胀广泛化传导。**虽然能源、食品价格飙涨对欧元区通胀的推升作用不可忽视，但除去这两者之外，欧元区服务分项和非能源工业品分项也已经逐步上涨，均已经超过了疫情前的水平，6 月欧元区 HICP 同比贡献中，两项贡献合计已经达 2.6%，超过欧央行通胀目标。**2) 欧元相对美元的持续疲弱，也助推通胀上升。**此外，拉加德在新闻发布会上表示欧元相对美元在近几周的持续走低，在大宗商品价格高位的背景下，导致通胀更为严重。换句话说，提振欧元也是加息 50BP 的一大原因。

此外，欧央行能够在 11 年以来的首次加息操作幅度就达到 50BP，和传导保护工具（TPI）的推出也密切相关，我们在下文详细分析。

图 2：欧元区通胀不仅能源，服务和工业品通胀也在攀升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.2 传导保护工具 (TPI): 坚决遏制欧元区内部国债利差分化

欧央行在 7 月会议上正式公布了此前向市场沟通的应对欧元区内部金融条件分化，边缘国家国债利率快速上升的工具，即传导保护工具 (TPI)，防止极端市场变化对欧元区货币传导构成威胁，该工具最大的特点就是没有规模限定，类似于时任欧央行主席德拉吉在 2012 年所提出的“Whatever it takes”，坚决维护欧元区金融条件稳定。

在欧央行公布 TPI 的文件中也提到了 OMT，那么 TPI 和 OMT 主要区别在哪呢？1) 购买债券期限不同。TPI 主要购买 1-10 年期债券，而 OMT 仅购买短期债券，特别是 1-3 年期的债券。2) OMT 主要用于具备国家特征的重新定价风险“Redenomination risk”，而 TPI 主要用于应对不由国家基本面引发的市场无序扰动。

表 1：欧央行 TPI 工具主要特点

工具	货币传导保护工具 (Transmission Protection Instrument)
主要目的	限制欧元区 19 个成员国之间借贷成本的差异，确保货币政策平稳传导至所有欧元区国家。
资格	<p>TPI 工具面向欧元区所有成员国，但需满足四个标准：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 遵守欧盟财政框架 (EU fiscal framework)； 2. 没有严重的宏观经济失衡； 3. 财政可持续； 4. “健全和可持续”的宏观经济政策，包括遵守对欧盟疫情后复苏基金的承诺 (recovery and resilience plans)。
前提条件	欧元区国家金融环境出现不由国家基本面导致的的市场无端、无序扰动，
资产购买细节	为了维护货币传导机制，TPI 将在二级市场上购买政府部门债券，购买规模将根据传导机制所受风险而定，主要购买 1-10 年期的债券，但也可以考虑购买私人部门债券。
启动及终止条件	启动 TPI 的决定将基于对市场和传导指标的综合评估、对成员国资格的评估，以及对 TPI 购债是否与欧央行主要目标一致的判断。如果传导机制出现持续改善，或者欧央行评估认定金融条件恶化的原因是国家基本面，那么 TPI 资产购买就将被终止。

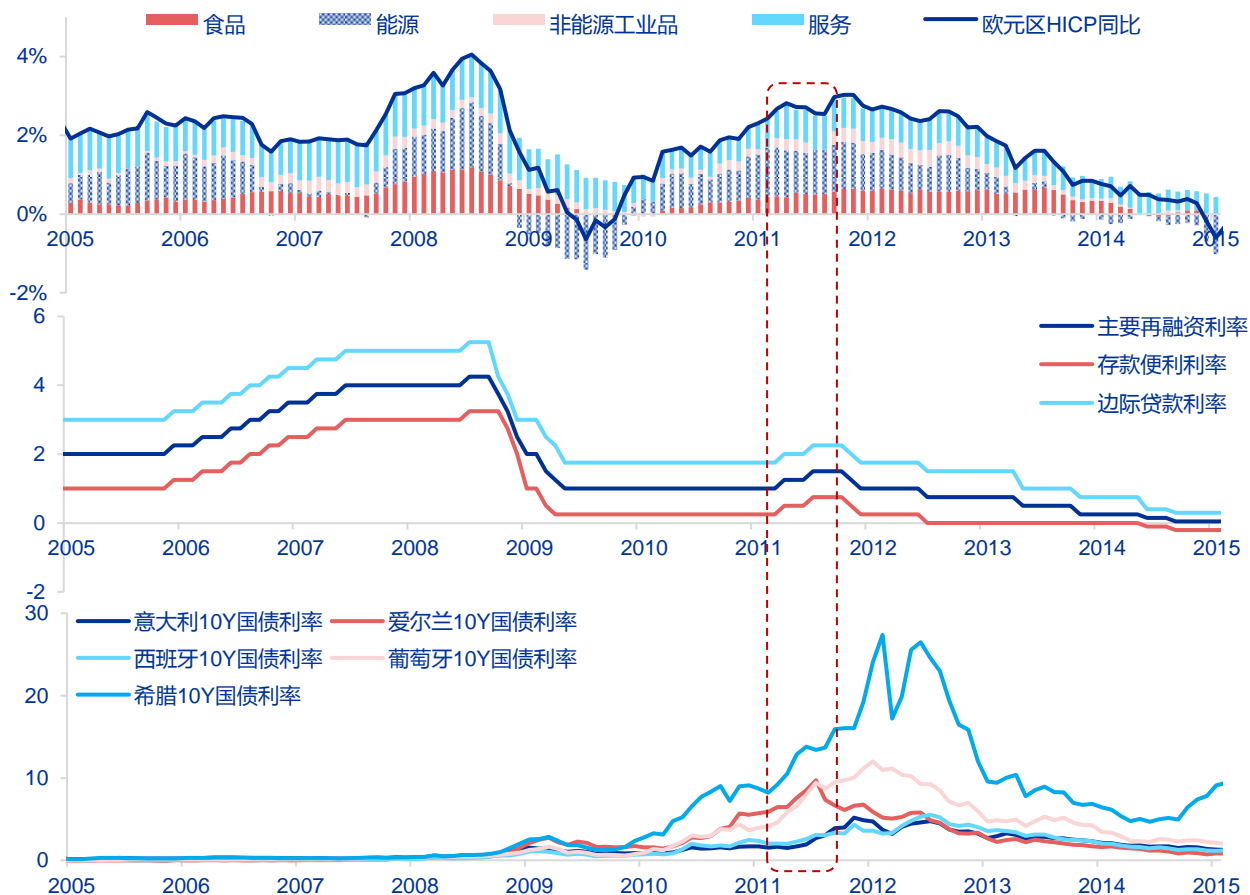
工具	货币传导保护工具 (Transmission Protection Instrument)
债权人待遇	与私人或其他债权人享受相同的 (同等权益) 待遇。
对货币政策影响	TPI 购买操作将不会对欧元系统资产负债表形成持续影响,从而也不会影响货币政策立场,这意味着 TPI 购买对欧元体系注入的超额流动性将被抵消。
与 PEPP 的关系	PEPP 再投资的灵活性将继续是欧元区货币传导机制的 “第一道防线”。
关于 OMT	OMT (Outright Monetary Transactions) 仍然是欧央行工具箱的一部分,欧元区将会决定是否对符合条件的国家进行 OMT 操作。

资料来源：ECB，申万宏源研究

1.3 TPI 推出的历史背景：为了避免 2011 年加息的后果

历史的前车之鉴仍然历历在目。2011 年，出于对通胀逐步攀升，超过 2% 的担忧，欧央行在 2011 年连续加息，的确通胀压力得到了缓释，但后果是欧债危机被迅速放大。同样是面对通胀的压力，如何在这一轮加息的同时避免引发债务危机则成为欧央行的难题。

图 3：2011 年欧央行处于对通胀的担忧连续加息，反而加剧了欧债危机 (%)

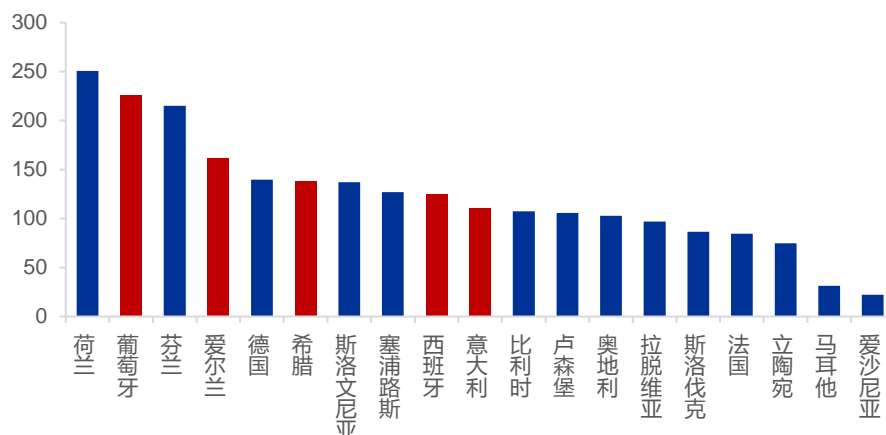


资料来源：Eurostat，申万宏源研究

购债计划的结束，欧元区部分国家长端利率失去压制，使得 TPI 推出必要性也大大提升。疫情之后，欧央行迅速加大了资产购买力度，APP 以及因疫情而生的 PEPP 计划在很大程度上缓解了欧元区国家，特别是意大利、希腊等国债务上升的副作用。但随着 APP 计划以及 PEPP 计划在今年的相继结束，被大规模购债所压制的欧元区

部分国家国债利率迅速抬头，如意大利-德国长端国债利差在 6 月中旬一度非常接近 2020 年疫情冲击的高点，再加上意大利总理德拉吉辞职的事件在近两周不断发酵，欧央行推出 TPI 的必要性大大提升。

图 4：20Q1-22Q2 时段内（PEPP 及 APP 所购政府债券）/（新增政府债务）（%）



资料来源：Eurostat，申万宏源研究

1.4 但欧央行加息、TPI 的公布并没有显著提振欧元汇率

在欧央行 7 月货币政策会议之后，我们发现市场似乎并不对欧央行加息、公布 TPI 具备较强信心。在短暂的上扬之后，欧元相对美元汇率又再度回落至 1.01 左右，市场主要对欧央行后续货币政策有以下几点担忧：

1) 当前 TPI 机制仍然缺乏细节，而且如果意大利陷入政治因素导致的利率快速上行，欧央行有可能不会启动 TPI 机制。在新闻发布会上，欧央行主席拉加德暗示如果国家金融环境动荡的原因是来自政治因素，特别是在当前意大利政坛动荡的情况下，可能被欧央行认为是由于国家特征而导致的市场动荡，从而不符合 TPI 前提条件，那么欧央行很可能不会出手相助 “Differences in local financing [conditions] can legitimately arise”。进一步看，如果意大利新政府拒绝履行欧盟复苏基金下的结构性改革承诺，那么这也将不会满足 TPI 的前置资格。

2) 欧洲经济基本面孱弱的背景下，欧央行有可能被迫停止加息。虽然本周我们看到欧盟放松了对俄罗斯食品出口的制裁，但很可能今年冬天欧盟将主动缩减天然气消耗量，在俄乌冲突对全球能源价格不确定性犹存的情况下，欧洲经济孱弱性相当突出，最新公布的欧元区 7 月制造业 PMI 仅 49.6，创 25 个月新低，而服务业 PMI 也仅 50.6，创 15 个月新低，经济的走弱有可能制约欧元区后续加息强度。

图 5：意大利、希腊国债利率相对德国国债逐步上行



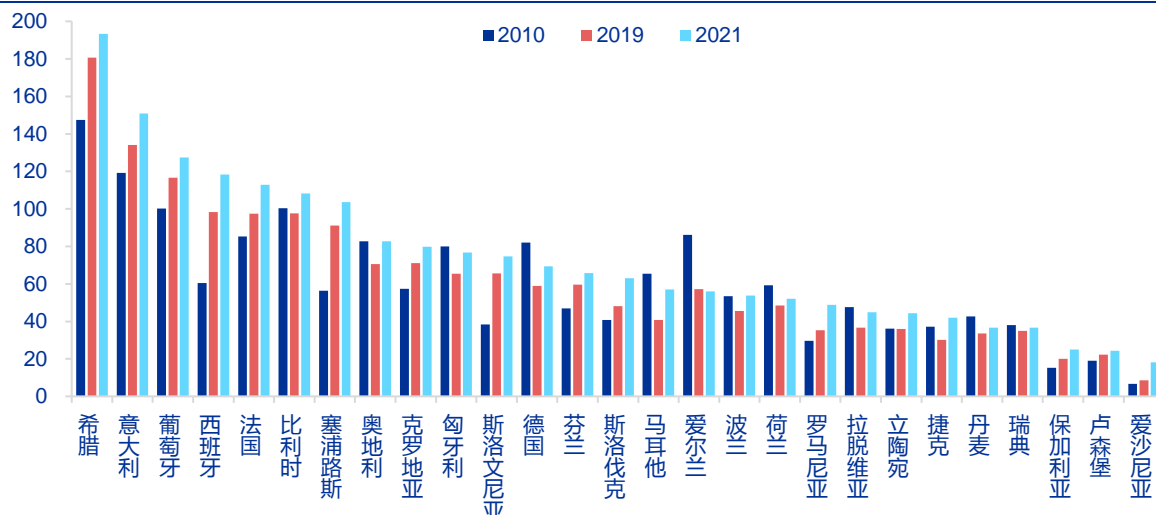
资料来源：CEIC，申万宏源研究

1.5 作为罕见的单一通胀目标央行，在欧洲经济因能源短缺而面临巨大风险的当下，欧央行如何决策仍面临较大不确定性

欧央行加息配合更高的政府杠杆率的确将是困扰欧洲国家的难题。欧盟在上一轮欧债危机之后也建立了一些防范风险的机制，欧盟财政集中度、收入也有所增强，但当前 TPI 机制的有效性仍然有待考验，叠加欧央行当前所表现出的紧缩坚定态度，以及高企政府债务率，欧洲债务问题具备相当不确定性。

如果因为加息导致欧洲经济普遍深度衰退，实际上仍然可能导致快速从加息转为降息，那么对于欧央行政策信誉来说将形成类似于 2011-2012 年的新一轮巨大打击，有鉴于此，如果欧元区经济衰退风险进一步加大，欧央行仍可能选择更温和的加息路径。当然无论欧央行如何选择，欧元兑美元都难以在近期摆脱近 20 年以来最弱区间，根本性的原因仍是在于欧洲过度依赖外部供给的能源结构，以及小型经济体组合形成的看似完整实则脆弱的产业链，意味着美元指数可能不会受到欧元平抑，下半年美元指数回落（年底或至 93-106）的驱动力将主要来自美国居民消费、通胀的下滑。

图 6：欧盟国家政府债务/GDP (%)



资料来源：Eurostat，申万宏源研究

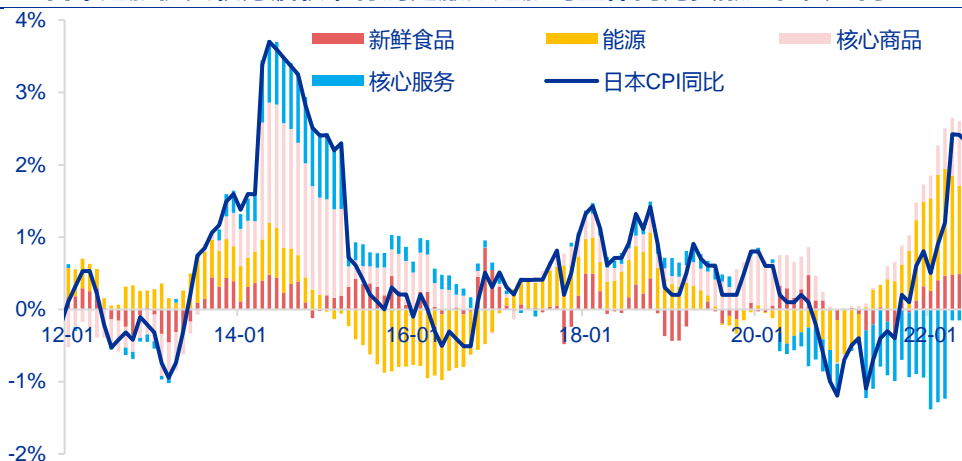
1.6 日本货币政策坚守宽松

当地时间 7 月 21 日，日本央行公布利率决议，将基准利率维持在历史低点 -0.1%，将 10 年期国债收益率目标维持在 0% 附近。会议之后，日元相对美元进一步下跌。

经济基本面孱弱是日本央行无法如美联储、欧央行大刀阔斧紧缩的最根本因素。在此次会议中，日央行下修全年经济增长预期至 2.4%，将 2022 财年通胀预测从 1.9% 上调至 2.3%，但由于日本通胀中大部分都是能源推动，所以这并不影响日央行的决策。黑田在新闻发布会上也表示工资上涨（幅度）没有跟上 CPI，明显指的是日本并未出现美国式的工资通胀螺旋。经济基本面还比较弱，加息的必要性很低。

后续日本货币政策的转向的风险可能更多集聚于政治端，当前日本仍然较为温和的通胀，在已经数十年经历低通胀环境的日本显得更为尖锐，使得岸田政府支持率 6 月大幅下跌，可能使得黑田东彦在后续政策制定面临一定压力。

图 7：日本通胀仍然较为疲软，特别是服务通胀对整体同比贡献还在负区间



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 8：日本居民薪资增速较低



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 9：美国居民薪资增速远超日本



资料来源：CEIC，申万宏源研究

2. 上周重点回顾：英国 CPI 同比继续上升

2.1 美联储：2023 年降息概率较高

表 2：美联储未来议息会议加息概率（BP）

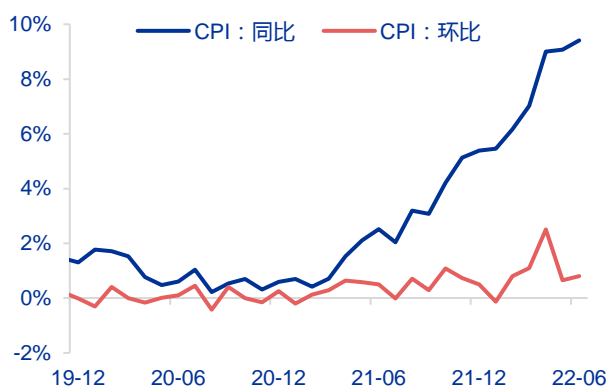
会议时间	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2022/7/27	73.3%	26.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/9/21	0.0%	0.0%	38.1%	49.1%	12.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2022/11/2	0.0%	0.0%	0.0%	26.4%	45.7%	24.0%	3.9%	0.0%	0.0%
2022/12/14	0.0%	0.0%	0.0%	11.3%	34.6%	36.4%	15.4%	2.3%	0.0%
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	8.7%	29.2%	36.0%	20.3%	5.3%	0.5%
2023/3/15	0.0%	0.0%	2.1%	13.7%	30.8%	32.2%	16.7%	4.2%	0.4%
2023/5/3	0.0%	0.6%	5.4%	18.5%	31.2%	27.8%	13.1%	3.1%	0.3%
2023/6/14	0.2%	2.6%	10.9%	23.8%	29.8%	21.7%	8.9%	1.9%	0.2%
2023/7/26	1.0%	5.2%	14.9%	25.7%	27.3%	17.7%	6.8%	1.4%	0.1%

资料来源：CME Fedwatch，申万宏源研究

2.2 通胀：英国 6 月 CPI 继续上升

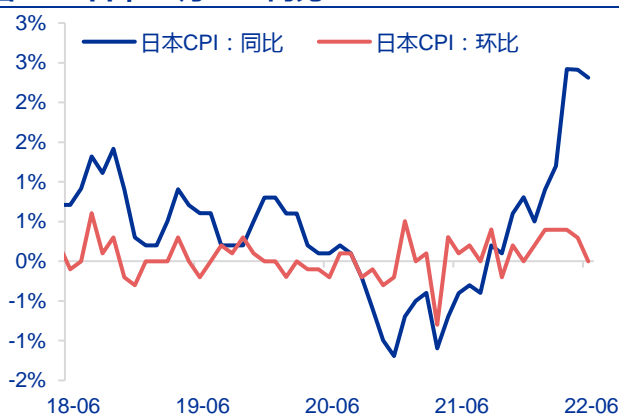
英国 6 月 CPI 环比 0.8%，同比高达 9.4%，能源与食品价格是主要推动力。通胀再创新高凸显再度加息的必要性。日本 6 月 CPI 环比 0%，同比 2.3%，较上月小幅下降。

图 10：英国 6 月 CPI 同比继续上升至 9.4%



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 11：日本 6 月 CPI 同比 2.3%

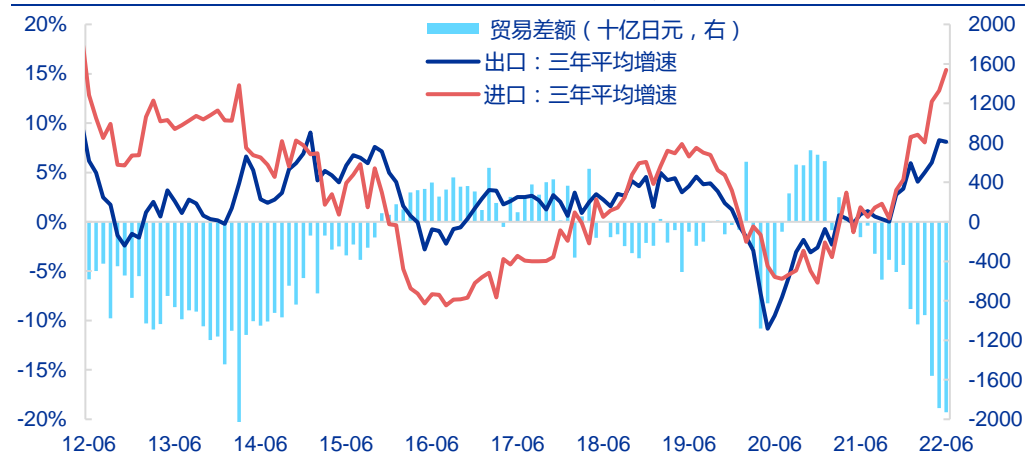


资料来源：CEIC，申万宏源研究

2.3 贸易：日本 6 月贸易逆差再创新高

6 月日本进口总额三年平均增速 15.4%，再创新十年新高。出口增速则小幅下滑，导致贸易逆差较上月继续扩大，达到接近 2 万亿日元。受俄乌冲突和能源价格高企影响，整个上半年日本贸易逆差创 1979 年以来新高，预计将拖累二季度经济成长。

图 12：日本 6 月贸易差额接近 2 万亿日元，进口增速再创新高

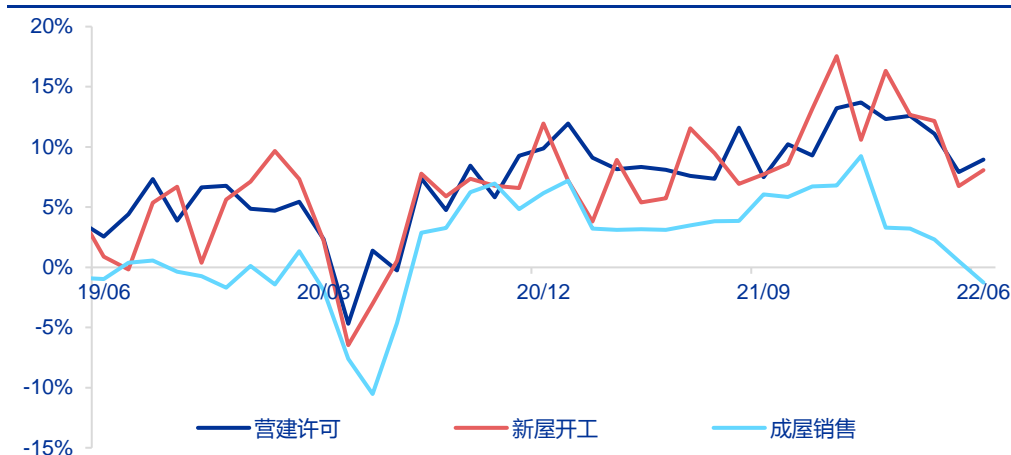


资料来源：CEIC，申万宏源研究

2.4 地产：美国 6 月成屋销售继续走低

6 月美国成屋销售环比下降 5.4%，三年平均增速-1.3%，继上月之后再创两年以来新低，延续之前市场降温的趋势。营建许可连续三个月下滑，新屋开工连续两个月下滑，但环比降幅均收窄，三年平均增速则小幅回升，这显示美国房地产市场虽持续低迷，但下滑的动能有所降低。

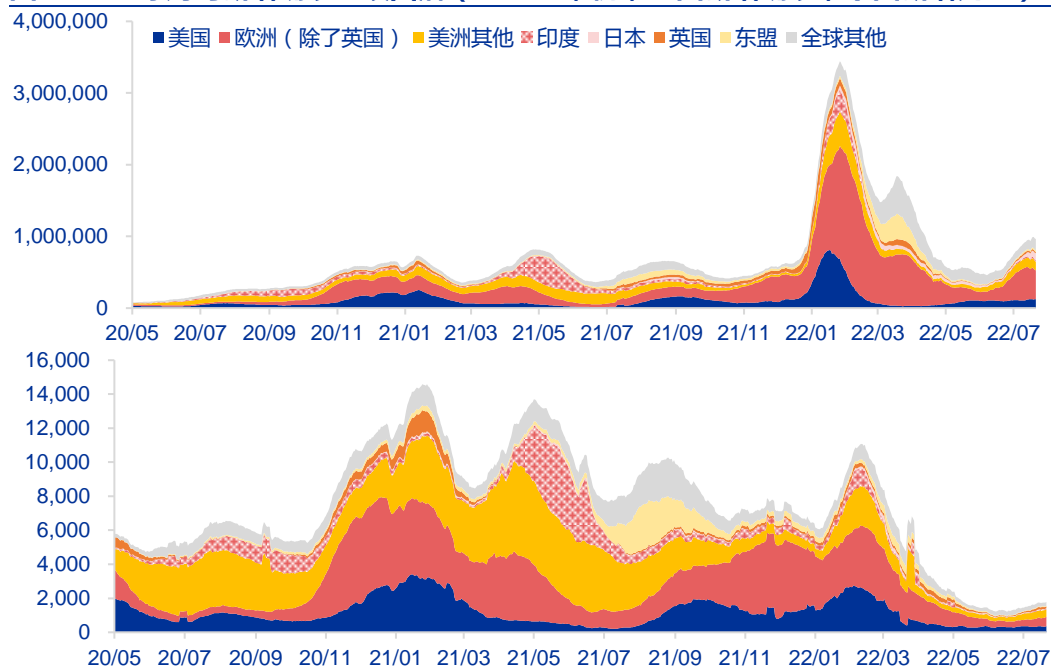
图 13：美国 6 月成屋销售三年平均增速-1.3%，营建许可、新屋开工小幅回升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

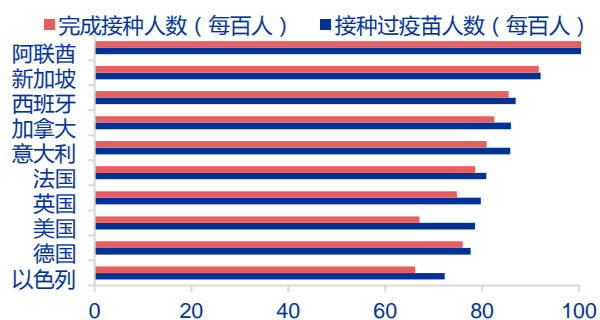
3.海外高频数据跟踪：美元指数小幅下滑

图 14：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）



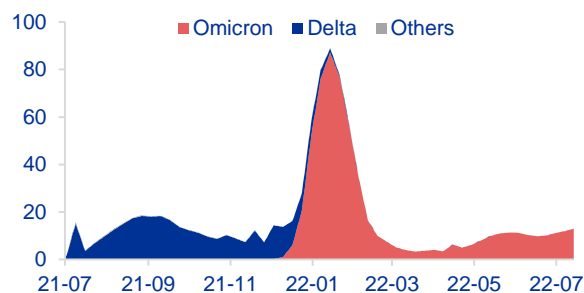
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 15：全球主要国家疫苗接种情况（%）



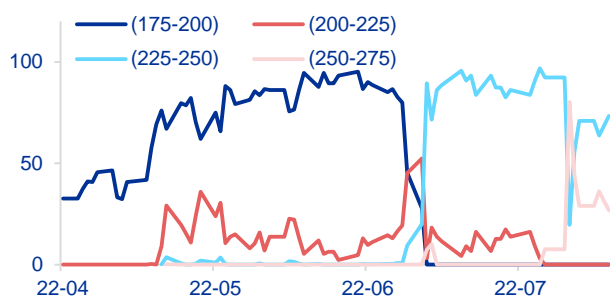
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 16：美国变种病毒新增占比（7DMA，%）



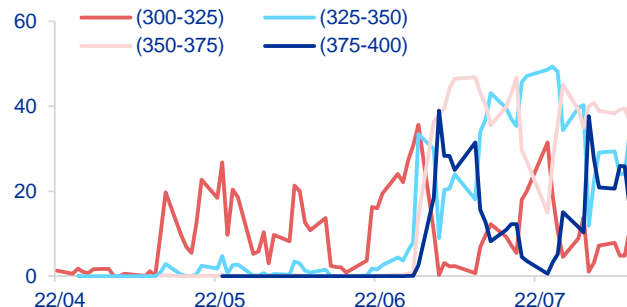
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 17：22 年 7 月加息 75BP 概率领先（BP）



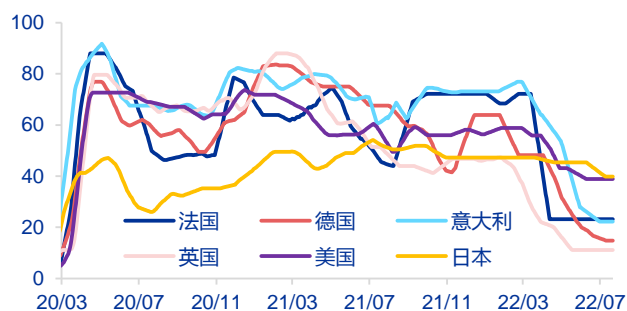
资料来源：CME Fedwatch，申万宏源研究

图 18：22 年加息 350BP 概率小幅领先（BP）



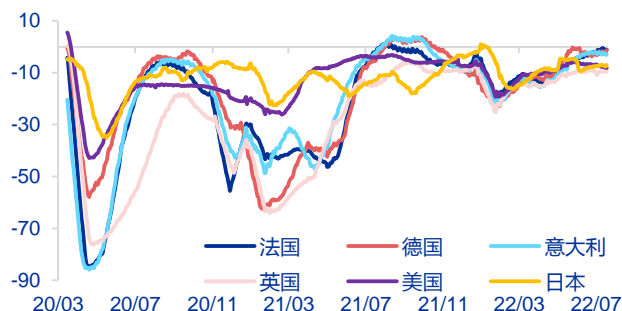
资料来源：CME Fedwatch，申万宏源研究

图 19：海外主要国家防控力度指数（30DMA）



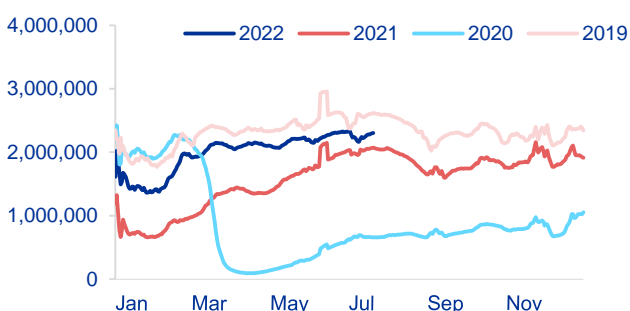
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 20：海外主要国家出行变化（30DMA，%）



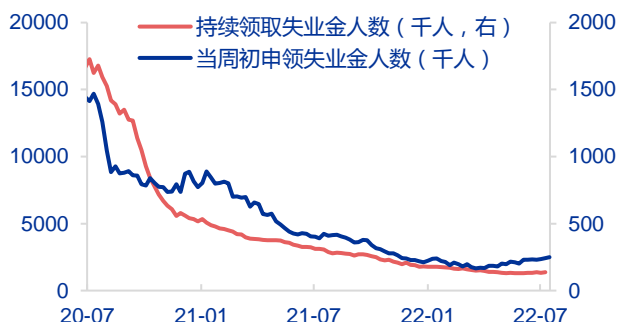
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 21：美国 TSA 航空旅客安检人数（7DMA 人次）



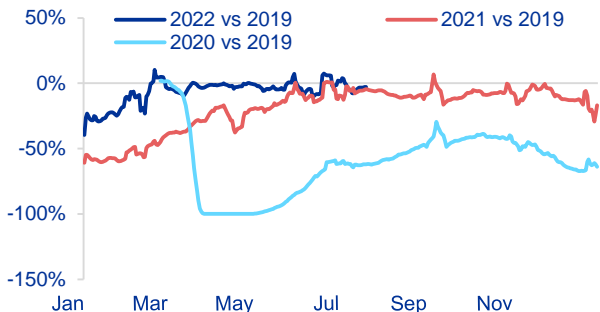
资料来源：TSA，申万宏源研究

图 22：美国初领失业金人数较上周继续上升



资料来源：FHA，申万宏源研究

图 23：美国餐厅就餐人数（vs 2019，7DMA，%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 24：美英天然气期货价格走势分化



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 25：美国炼油厂可运营能力利用率较上周下滑



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 26：美国粗钢产能利用率较上周继续下降



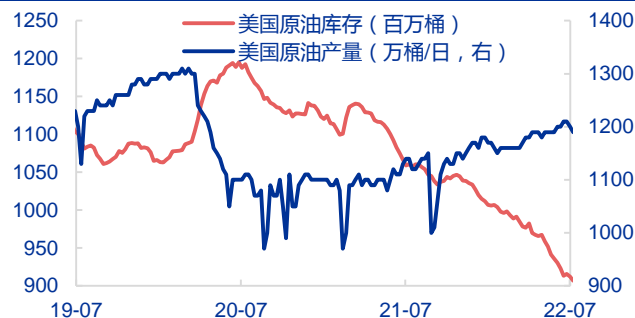
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 27：本周原油价格较上周小幅上升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 28：美原油库存较上周继续下降



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 29：本周铁矿石价格同比降幅较上周扩大



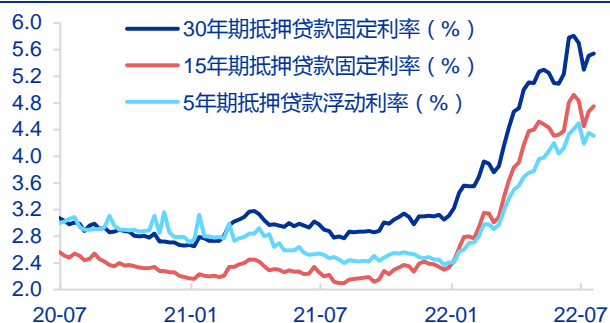
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 30：本周长端美债利率较上周小幅回升（%）



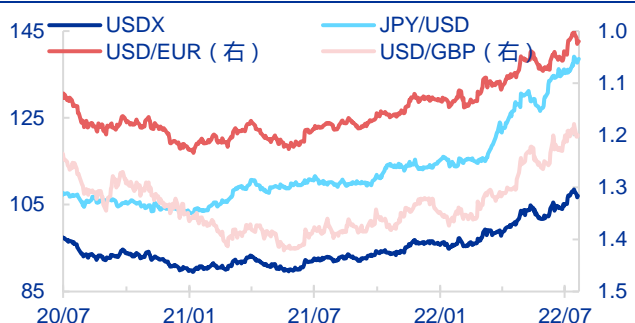
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 31：各期限抵押贷款利率较上周继续上升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 32：截至 7 月 20 日美元指数较上周下降



资料来源：CEIC，申万宏源研究

全球宏观日历：关注美国 PCE

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
7 月	18	19 17:00 EU  6 月 HICP 终值 20:30 US  营建许可、新屋开工	20 22:00 US  成屋销售	21 20:15 EU  ECB 利率决议	22 16:00 EU  PMI 指数 21:45 US  Markit PMI	23	24
	25	26 21:00 US  S&P 房价指数 22:00 US  新屋销售	27 9:30 CN  工业企业利润 20:30 US  耐用品订单、零售批发库存、货物贸易差额 22:00 US  成屋签约销售	28 2:00 US  FOMC 决策 20:30 US  Q2 GDP	29 17:00 EU  7 月 HICP、Q2 GDP 20:30 US  PCE 物价指数	30	31 21:00 CN  中采 PMI
8 月	1 9:45 CN  财新制造业 PMI 16:00 EU  制造业 PMI 22:00 US  ISM 制造业指数、营建支出	2 22:00 US  职位空缺	3 9:45 CN  财新综合 PMI 17:00 EU  零售销售 22:00 US  ISM 服务业 PMI、耐用品订单	4 20:30 US  6 月贸易帐	5 20:30 US  7 月就业数据	6	7 不定时 CN  7 月贸易数据

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依规地履行披露义务。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@swsresearch.com
华东 B 组	谢文雯	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swsresearch.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。