下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

宏观专题 2026 年 06 月 30 日

【宏观专题】

全球加息潮启动？
——全球货币转向跟踪第 14 期

❖ **一、全球货币政策转向跟踪**

1、全球利率图谱：欧日央行启动加息。2026 年 5 月 10 日-6 月 26 日，我们跟踪的全球 26 个主要经济体中有 3 个经济体降息（俄罗斯、巴西、以色列）、5 个经济体加息（欧元区、挪威、日本、印尼、南非）；加息原因普遍为原油价格上涨带来的通胀压力。

2、全球利率预期：全球加息潮预期升温，但考虑到当前的通胀以原油价格的一次性冲击为主、全球经济修复力度也有限，因此重演 2022 年全球加息潮的概率并不大。

美联储：6 月议息会议后市场已完全定价 2026 年内美联储加息 1 次、加息时点或提前至 9-10 月。不过我们依然认为目前的加息门槛较高，倾向于认为美联储今年将维持利率不变。

欧央行：目前市场预期 2026 年 12 月欧央行将再加息 1 次，但由于欧元区经济增长疲弱，市场倾向于认为本轮可能是一个短暂的加息周期。

日央行：考虑到日本“工资-物价”良性循环初现、日元持续贬值加剧了输入性通胀压力，日央行理应持续加息。但受制于日本政府庞大的债务压力、以及对企业融资环境的呵护，日央行加息节奏预计依然会偏慢。目前市场预期到 2026 年末日央行再度加息的概率约 80%，年内再度落地加息也并非板上钉钉。

3、中国内地利率所处位置：实际利率仍为负。5-6 月，中国内地名义利率读数维持在低位运行，叠加通胀读数继续走高，中国内地实际利率转负深度进一步加深，所处历史分位数（2014 年以来）下降至 11%左右（4 月为 17%）；在全球 13 个经济体中的排名进一步下降至第 2（4 月为第 3），已低于大部分美欧亚经济体、仅高于越南。

❖ **二、全球流动性跟踪**

1、美联储的流动性跟踪：缴税高峰短期冲击流动性稳定

流动性的“数量”跟踪信号：缴税期带来准备金小幅回落

指标 1：美联储准备金余额。截至 6 月 24 日，美联储准备金规模小幅回落至 2.95 万亿美元左右，准备金/GDP 比小幅回落至 9.5%左右；同期 TGA 账户余额走高，达到 9018 亿美元；这一变化可能与 6 月中旬美国季度所得税缴纳高峰期有关。考虑到当前美联储总资产仍处于扩张趋势、并在持续增加国债持有量，因此缴税高峰后流动性环境大概率将恢复平稳。

指标 2：美联储资产端流动性投放工具。美联储流动性投放工具用量持续处于偏低水平，反映流动性环境稳健。

流动性的“价格”跟踪信号：流动性利差整体稳定、短时走高

指标 1：EFFR-IOER 利差。5 月以来，EFFR-IOER 利差在-1 至-3bp 之间波动，流动性环境处于平稳状态。

指标 2：SOFR-EFFR 利差。5 月以来，SOFR-EFFR 利差处于 0 上下波动，未出现连续 1 周以上的转正。不过 6 月 12 日、15 日 SOFR-EFFR 利差大幅走阔至 3-6bp，或与 6 月中旬缴税高峰期有关；不过此后利差又恢复正常区间，流动性环境整体依然平稳。

指标 3：SOFR-IOER 利差。5 月以来，SOFR-IOER 利差大部分时间为负，未出现连续 1 周以上的转正，仅在 6 月 15 日走阔至 4bp。

2、全球金融市场流动性跟踪：信用溢价维持低位，流动性整体充裕

国债买卖价差：5 月以来美日国债买卖价差回升。不过美国仅回归至正常区间；日本则由于日央行持续减少国债购买、财政扩张加剧了债务可持续性担忧，因此日本国债买卖价差呈现持续上行趋势。欧洲经济体 5 月以来国债买卖价差则相对平稳。

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com
执业编号：S0360518090001

证券分析师：殷雯卿

电话：010-66500892
邮箱：yinwenqing@hcyjs.com
执业编号：S0360521040002

相关研究报告

《【华创宏观】信用指标能前瞻 AI 股价拐点吗？——美七巨头融资全景》
2026-06-19

《【华创宏观】新舟已现，流“水”分层——旧尺难刻新舟之信用体系思考》
2026-06-04

《【华创宏观】全球化的必考“课”——中国企业汇兑损失的思考》
2026-06-04

《【华创宏观】如何思考美国通胀脱锚风险？》
2026-05-28

《【华创宏观】拐点—流动性量变的开始》
2026-05-21

下载日志已记录，仅供内部参考

美元流动性溢价较为稳定：5 月以来 Libor-OIS 利差走势平稳，SOFR-OIS 利差转负程度进一步加深；离岸欧元兑美元、日元兑美元掉期点大致平稳；在岸与离岸美元流动性均安全。

信用风险溢价：2026 年 5 月以来，全球信用风险溢价维持低位，信用债市场较为平稳。美国、欧洲、日本、亚洲（除日本）以及新兴市场的信用债 CDS 价格均较 4 月均值回落。

- **风险提示：跟踪指标不全面，全球央行加息进度超预期**

下载日志已记录，仅供内部参考

投资主题

报告亮点

本系列报告为全球货币政策转向的月度跟踪报告。通过对全球货币政策转向进度的跟踪来及时观察货币政策预期差的变化；对全球流动性环境的跟踪来观察货币政策转向对金融市场流动性的影响，从而对我们进行资产价格判断提供月频的数据基础。

投资逻辑

1、全球货币政策转向跟踪

全球利率图谱：欧日央行启动加息。2026 年 5 月 10 日-6 月 26 日，我们跟踪的全球 26 个主要经济体中有 3 个经济体降息（俄罗斯、巴西、以色列）、5 个经济体加息（欧元区、挪威、日本、印尼、南非）；加息原因普遍为原油价格上涨带来的通胀压力。

全球利率预期：全球启动加息潮的概率不大。全球加息潮预期升温，但考虑到当前的通胀以原油价格的一次性冲击为主、全球经济修复力度也有限，因此重演 2022 年全球加息潮的概率并不大。

中国内地利率所处位置：实际利率仍为负。5-6 月，中国内地名义利率读数维持在低位运行，叠加通胀读数继续走高，中国内地实际利率转负深度进一步加深。

2、美联储的流动性跟踪

流动性的“数量”跟踪信号：截至 6 月 24 日，美联储准备金规模小幅回落至 2.95 万亿美元左右，准备金/GDP 比小幅回落至 9.5%左右；短期波动与美国季度所得税缴纳高峰期有关，缴税高峰后流动性环境大概率将恢复平稳。

流动性的“价格”跟踪信号：EFFR-IOER 利差、SOFR-EFFR 利差、SOFR-IOER 利差均稳定在安全区间。

全球金融市场流动性跟踪：信用溢价维持低位，流动性整体充裕。多数经济体的国债买卖价差、信用风险溢价回落，美元流动性溢价较为稳定。

下载日志已记录，仅供内部参考

目 录

一、 全球货币政策转向跟踪 6
（一） 全球利率图谱：欧日央行启动加息 6
（二） 全球利率预期：全球加息潮预期升温 8
（三） 中国内地利率所处位置：实际利率仍为负 9
二、 全球流动性跟踪 10
（一） 美联储的流动性跟踪：缴税高峰短期冲击流动性稳定 10
1、 流动性的“数量”跟踪信号：缴税期带来准备金小幅回落 10
2、 流动性的“价格”跟踪信号：流动性利差整体稳定、短时走高 11
（二） 全球金融市场流动性跟踪：信用溢价维持低位，流动性整体充裕 13
1、 国债买卖价差：美日国债买卖价差回升 13
2、 全球金融市场信用/流动性溢价：流动性充裕、信用溢价稳定在低位 14

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图表 1 全球月度降息/加息经济体数量 7
图表 2 全球月度降息/加息经济体一览 7
图表 3 彭博测算的美欧英日 2026 年 7 月和 2026 年全年的降息/加息预期 8
图表 4 5 月以来，美欧央行官员立场均显著转鹰 9
图表 5 中国内地实际利率仍为负、全球排名进一步下降 10
图表 6 美联储准备金规模小幅回落至 2.95 万亿美元 11
图表 7 准备金/GDP 比重小幅回落至 9.5% 11
图表 8 目前 SRF 用量稳定处于低位，贴现窗口用量略有提升 11
图表 9 5 月以来 EFFR-IOER 利差为-1 至-3bp，流动性环境平稳 12
图表 10 5 月以来，SOFR-EFFR 利差处于 0 上下波动 12
图表 11 5 月以来 SOFR-IOER 利差大部分时间为负 13
图表 12 美日国债买卖价差回升，欧洲国债买卖价差相对平稳 13
图表 13 5 月以来 Libor-OIS 利差走势平稳，略有下行 14
图表 14 SOFR-OIS 利差转负程度进一步加深 14
图表 15 欧元兑美元、日元兑美元掉期点大致平稳 15
图表 16 美国信用债 CDS 处于低位 15
图表 17 美国高收益信用债市场信用利差回落 15
图表 18 主要非美地区信用债 CDS 普遍回落 16
图表 19 美国商业票据-EFFR 利差回正但仍在低位 16

下载日志已记录，仅供内部参考

一、全球货币政策转向跟踪

（一）全球利率图谱：欧日央行启动加息

2026 年 5 月 10 日-6 月 26 日，我们跟踪的全球 26 个主要经济体中有 3 个经济体降息（俄罗斯、巴西、以色列）、5 个经济体加息（欧元区、挪威、日本、印尼、南非）；加息原因普遍为原油价格上涨带来的通胀压力。

美联储：FOMC 将联邦基金目标利率区间维持在 3.5%-3.75%，全票通过（12-0）符合市场预期。本次会议声明大变样：1）篇幅大幅缩短，本次约 130 词 vs.此前约 300+词；2）内容顺序调整并删减，从“经济描述+政策决定和前瞻指引+具体投票情况”转变为“政策决定+经济描述”，政策决定提前，删除前瞻性指引的措辞和投票情况。会议认为，“尽管不确定性提高（部分源于中东冲突），但经济活动稳健扩张。生产率增长和资本投资强劲。就业增长与劳动力增长同步，失业率几乎没有变化。相较于委员会 2%的长期目标，通胀依然偏高，部分反映了特定行业供给冲击带来的价格上涨，比如能源”。此外，重申“保持银行体系充裕准备金的政策”。**本次会议点点阵图显示 FOMC 其余成员偏鹰，**18 个 FOMC 成员，有 9 人预测今年至少加息 1 次，有 9 人预计今年维持利率不变或降息；沃什认为点阵图对政策制定无益，并未提供预测。**经济预测中，明显上调今年的通胀预测，但对明年的预测变化不大。**对 2026、2027 年四季度 PCE 同比的预期分别为 3.6%、2.3%（3 月预期分别为 2.7%、2.2%）；对 2026、2027 年四季度核心 PCE 同比的预期分别为 3.3%、2.5%（3 月预期分别为 2.7%、2.2%）。本次会议中沃什本人并未释放明确鹰派信号，但由于 FOMC 成员整体立场偏鹰，市场对此次会议解读偏强，议息会议结束后，市场加息预期明显升温。据彭博 WIRP 模型，期货市场定价的今年加息次数从 0.84 次升至 1.53 次，定价 10 月份之前加息 1 次的概率达到 100%。

欧央行：6 月会议如期加息 25bp，这是自 2023 年 9 月以来的首次加息，本次加息主要为应对中东冲突引发的能源通胀压力。会议声明中，欧央行表示中东冲突带来经济前景不明朗、通胀面临上行风险、经济增长面临下行风险；欧央行为确保中期通胀稳定在 2%目标水平，因此决定本次会议加息。新闻发布会中，欧央行仍强调，未来的货币政策路径将遵循数据依赖原则，欧央行目前将油价对经济的影响进行了 3 种情景假设（较为温和的情景、不利情景与严重情景），而本次加息决策在三种情景下都稳健有效。由于会前市场对欧央行加息已有充分预期，欧央行加息落地后市场反应平淡，且欧元区经济增长前景偏弱也限制了对未来大幅加息的定价。

日央行：6 月货币政策会议决定将基准利率上调 25bp 至 1%，这是自 2025 年 12 月以来的再次加息。日央行此次加息决策符合市场预期，主要为应对原油价格上涨带来的输入性通胀压力。另外，在国债购买计划方面，日央行计划将于 2026Q2-2027Q1 逐季将月度购债额度下调 2000 亿日元；2027 年 4 月起停止缩量，月度购债固定在 2 万亿日元。**本次会议立场相对偏鹰，会议声明中认为经济已温和复苏，**企业利润维持高位、就业与收入环境改善等因素持续支撑经济，经济显著放缓的风险较此前有所下降。**同时会议声明认为价格风险偏向上行，**原油涨价将推升能源与商品价格，叠加薪资向终端售价传导持续推进，核心 CPI 同比涨幅将明显突破 2%，中长期通胀预期持续上行。因此，日央行认为有必要收紧货币宽松力度；且本次政策利率上调后，整体金融环境仍将维持宽松。

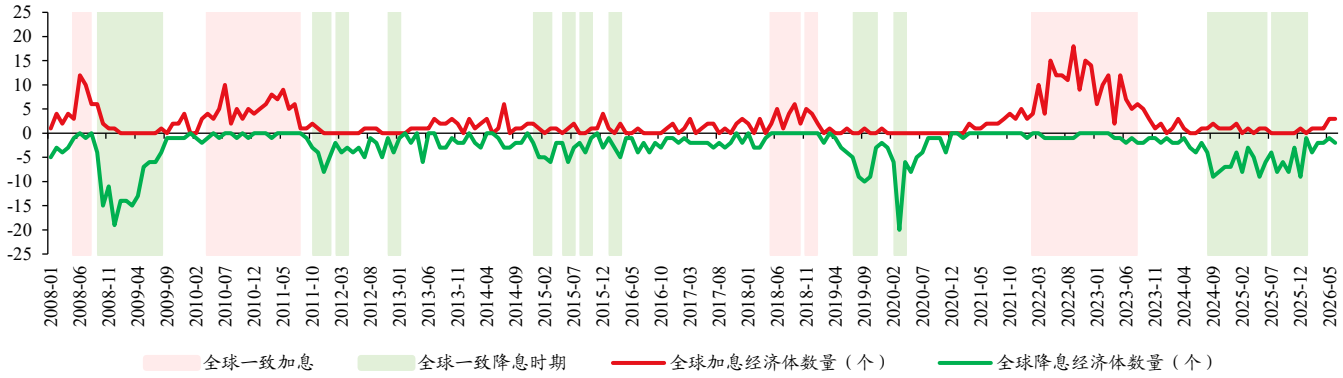
挪威：5 月货币政策会议决定将基准利率上调 25bp 至 4.25%。在会议声明中，挪威央行认为：挪威通胀率过高，已连续数年高于目标水平；同时，近期工资增长高于央行预期、油价上涨也可能会进一步推高通胀，因此央行决定提高利率将通胀率恢复到目标水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

印尼：6 月 9 日印尼非例行会议决定加息 25bp，此后在 6 月 17-18 日货币政策会议上再次加息 25bp 至 5.75%，2026 年以来，印尼央行已累积加息 100bp。加息的主要原因在于：一则，地缘冲突导致印尼近期资本外流，汇率持续贬值。二则，受油价和全球大宗商品涨价的影响，印尼 5 月 CPI 升值 3.1%，接近印尼央行目标区间（2.5%±1%）上限。

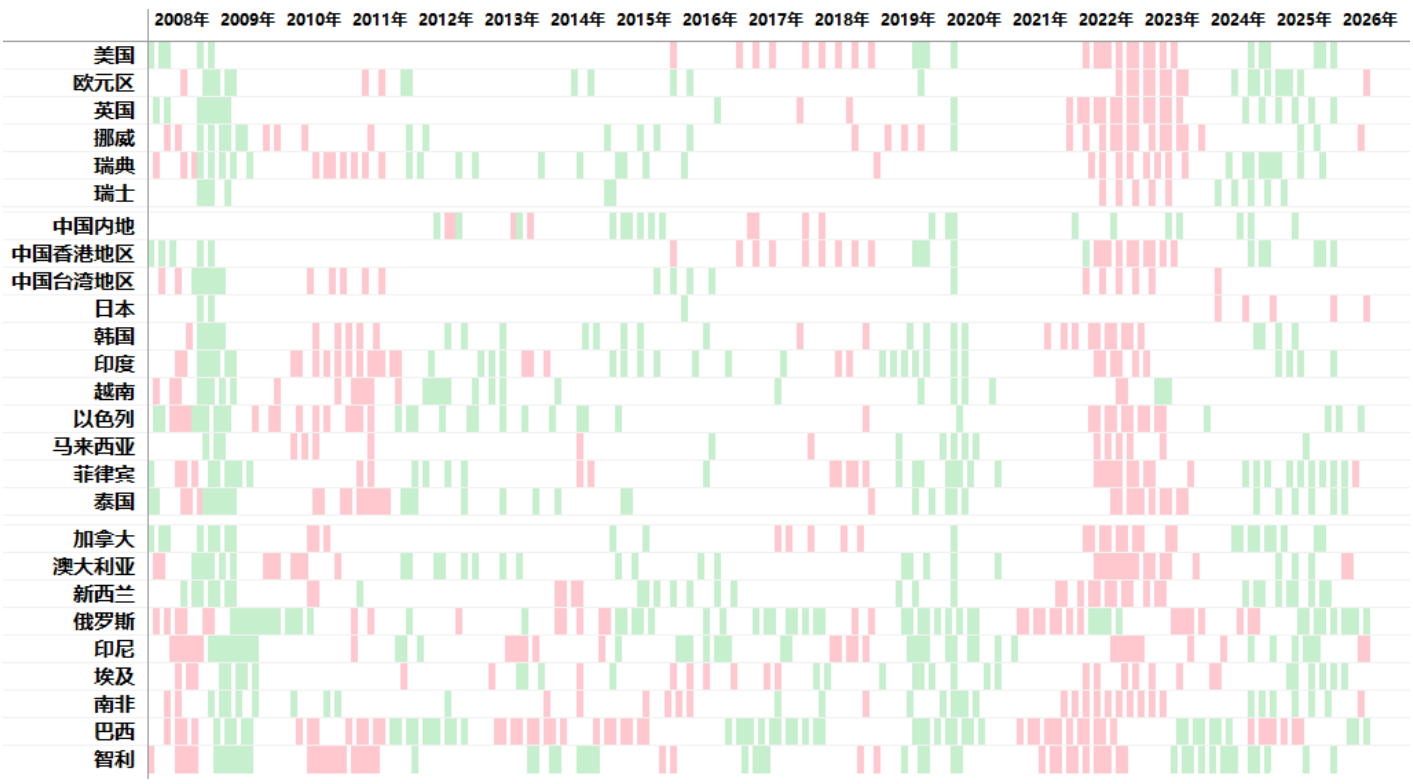
南非：5 月货币政策会议中将政策利率上调 25bp 至 7%，是 2023 年以来首次加息。加息的主要原因在于：原油价格上涨推高能源和进口成本；同时央行担心能源价格的二次效应，即传导至工资、核心通胀和通胀预期上行。因此南非央行加息主要是为了应对供给的潜在长期影响，而非需求过热。

图表 1　全球月度降息/加息经济体数量



资料来源：wind，华创证券

图表 2　全球月度降息/加息经济体一览



资料来源：wind，华创证券

注：该图描绘了全球 26 个主要经济体、每月政策利率的变动情况，每格代表 1 个月，红色格代表当月该经济体加息、绿色格代表当月该经济体降息。

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）全球利率预期：全球加息潮预期升温

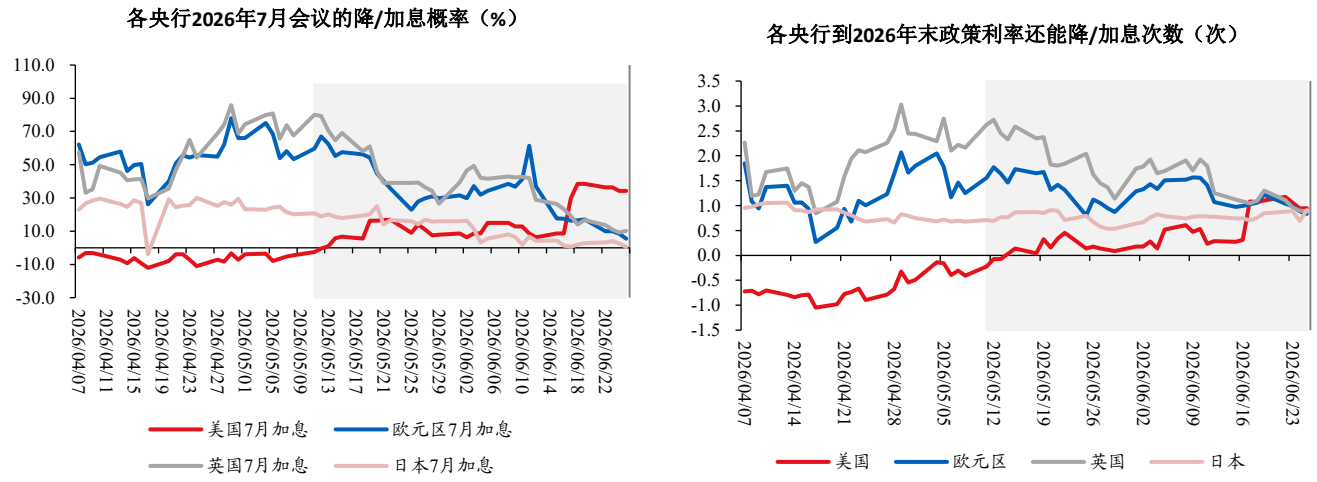
5 月以来，海外央行加息预期大幅升温，但考虑到当前的通胀以原油价格的一次性冲击为主、全球经济修复力度也有限，因此重演 2022 年全球加息潮的概率并不大。

美联储：5 月以来，由于美联储官员频繁释放鹰派表态、沃什也对美国通胀给予了较高的关注度，因此美联储加息预期大幅升温，**6 月议息会议后市场已完全定价 2026 年内美联储加息 1 次、加息时点或提前至 9-10 月。**不过我们依然认为目前的加息门槛较高，倾向于认为美联储今年将维持利率不变，主要原因在于：一则，目前美国就业市场并没有过热迹象，不足以支撑美联储加息；二则，经济 K 型分化并未收敛，美联储加息可能导致利率敏感性的旧需求进一步走弱，进而加剧居民部门的收入分化；三则，预计通胀将在二季度达到峰值，下半年或有所下行；中长期通胀预期指标也均未脱锚（详见《让加息的“子弹”飞一会儿——美国 5 月非农数据点评》）。而对于市场所担忧的缩表操作，核心可能需要进一步放松流动性监管措施，具体措施可参考米兰等撰写的《美联储资产负债表使用指南》；米兰明确指出，即使启动各种措施，也需至少一年（可能数年）的才能真正开始缩表（详见《沃什的野望：五“刀”重构美联储》）。

欧央行：目前市场预期 2026 年 12 月欧央行将再加息 1 次，但整轮加息周期的加息幅度或有限。一方面，欧央行认为应对当前的油价冲击有必要采取紧缩政策。拉加德在 6 月新闻发布会中明确表示，当前能源价格对欧元区的冲击并不属于短暂且影响范围较小的“较为温和的情景”。另一方面，欧元区经济增长疲弱，市场倾向于认为本轮可能是一个短暂的加息周期。欧央行在 6 月宏观经济预测中，将 2026-2027 年 GDP 同比增速下修至 0.8%、1.2%（3 月预测值为 0.9%、1.3%）

日央行：受制于日本当前的“滞涨”与债务压力，日央行虽然保持鹰派姿态，但加息难度仍然很大。目前日本“工资-物价”良性循环初现，2026 年日本春斗涨薪幅度已连续第三年同比增速在 5%以上，二季度以来日本居民实际薪资增长也已转正。同时日元持续贬值，加剧了输入性通胀压力。但考虑到日本政府庞大的债务压力、以及对企业融资环境的呵护，日央行加息节奏预计依然会偏慢。目前市场预期到 2026 年末日央行再度加息的概率约 80%，年内再度落地加息也并非板上钉钉。

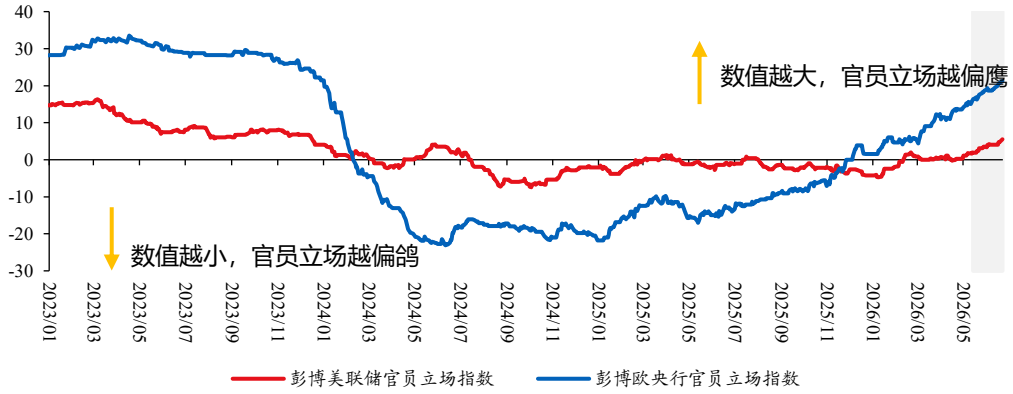
图表 3　彭博测算的美欧英日 2026 年 7 月和 2026 年全年的降息/加息预期



资料来源：Bloomberg，华创证券　注：右图中，正值表示加息概率/加息次数，负值表示降息概率/降息次数

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4 5 月以来，美欧央行官员立场均显著转鹰



资料来源：Bloomberg，华创证券

注：彭博央行官员立场指数为正表明官员立场整体偏鹰，指数越高鹰派程度越强；指数为负表明官员立场整体偏鸽，指数越高鸽派程度越强

（三）中国内地利率所处位置：实际利率仍为负

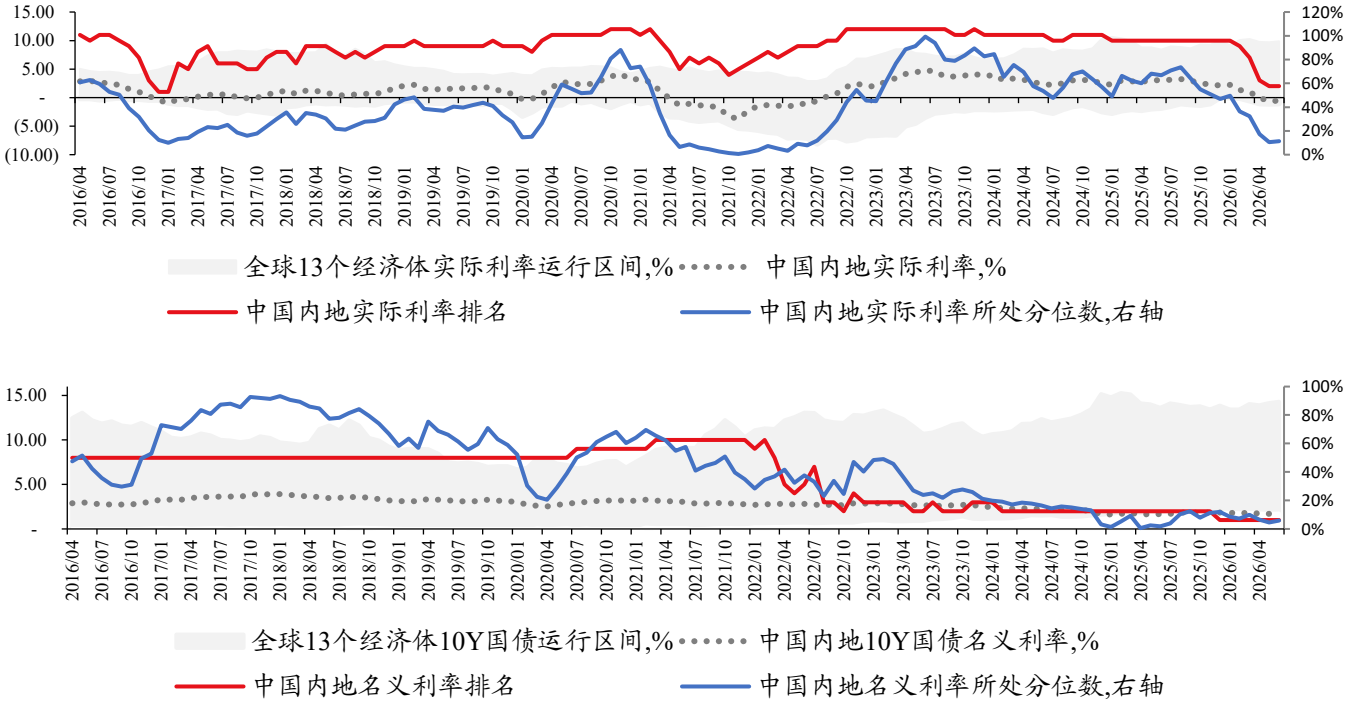
5-6 月，中国内地名义利率读数维持在低位运行，国际比较来看，排名稳定在全球 13 个经济体中的最低值。2026 年 5-6 月，中国内地名义利率均值分别为 1.71%、1.74%，所处历史分位数（2014 年以来）下降至 5%-6%。国际比较来看，中国内地名义利率在全球 13 个经济体中保持最低。

中国内地实际利率仍为负值、全球排名进一步下降。2026 年 5-6 月，中国内地实际利率均值分别为-0.57%、-0.54%，名义利率维持低位、叠加通胀读数继续走高，中国内地实际利率转负深度进一步加深，所处历史分位数（2014 年以来）也下降至 11%左右（4 月为 17%）。国际比较来看，中国内地实际利率在全球 13 个经济体中的排名进一步下降至第 2（4 月为第 3），已低于大部分美欧亚经济体、仅高于越南。

（指标含义：通过对比中国内地的名义利率/实际利率在全球 13 个主要经济体的位置，可以观察我们的利率成本高低。样本经济体为 13 个（中国内地、欧元区、美国、韩国、日本、英国、印度、越南、印尼、加拿大、澳大利亚、巴西、墨西哥），名义利率选取各经济体 10Y 国债收益率（其中韩国因数据可得性选择 5Y 国债收益率），实际利率=名义利率-通胀增速。分别计算中国内地名义利率/实际利率所处的历史分位数、以及在 13 个经济体中的排名，其中排名数越低表明利率在全球 13 个经济体内越低。）

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 5 中国内地实际利率仍为负、全球排名进一步下降



资料来源：wind，华创证券

注：1、样本经济体：中国内地、欧元区、美国、韩国、日本、英国、印度、越南、印尼、加拿大、澳大利亚、巴西、墨西哥

2、各经济体名义利率取 10Y 国债收益率，其中韩国因数据可得性选择 5Y 国债收益率

*3、实际利率=名义利率-CPI 同比增速，其中中国内地的通胀增速=CPI 同比*0.6+PPI 同比*0.4*

4、名义利率/实际利率排名数越低表明利率水平在全球 13 个经济体内越低

二、全球流动性跟踪

（一）美联储的流动性跟踪：缴税高峰短期冲击流动性稳定

1、流动性的“数量”跟踪信号：缴税期带来准备金小幅回落

指标 1：美联储准备金余额与 ONRRP、TGA 账户余额

截至 2026 年 6 月 24 日，美联储准备金规模小幅回落至 2.95 万亿美元左右，准备金/GDP 比小幅回落至 9.5%左右；同期 TGA 账户余额走高，达到 9018 亿美元。TGA 的走高与准备金的回落，可能与 6 月中旬美国季度所得税缴纳高峰期有关，企业/个人税款集中流入 TGA 账户、进而挤压了准备金规模，并导致回购利率等流动性指标短期恶化（见 2.1.2 节）。考虑到当前美联储总资产仍处于扩张趋势、并在持续增加国债持有量，因此缴税高峰后流动性环境大概率将恢复平稳。

（指标含义：美联储缩表直接的冲击在于回笼金融机构“超额准备金”，而隔夜逆回购账户 ONRRP 与财政部一般存款账户 TGA 是“超额准备金”的两大蓄水池，即当金融机构将“存”在美联储 ONRRP 账户中的资金或财政部将“存”在美联储 TGA 账户中的资金取出投向金融市场时，可以起到向市场“投放”流动性的效果，对冲缩表对“超额准备金”的回笼。）

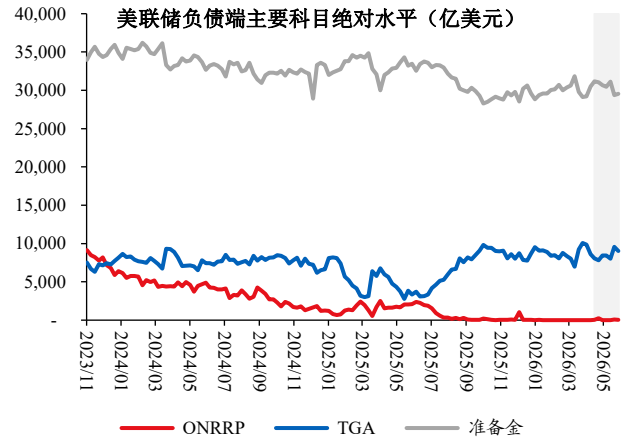
指标 2：美联储资产端流动性投放工具

下载日志已记录，仅供内部参考

美联储流动性投放工具用量持续处于偏低水平。2026 年 5 月以来，美联储常备回购便利 SRF 用量均值不到 1 亿美元，贴现窗口工具用量略有提升，达到近 80 亿美元，不过仍处于历史极低水平，当前金融机构流动性相对充裕。同时，**央行流动性互换规模仍处于低位**，离岸美元流动性仍然充裕。

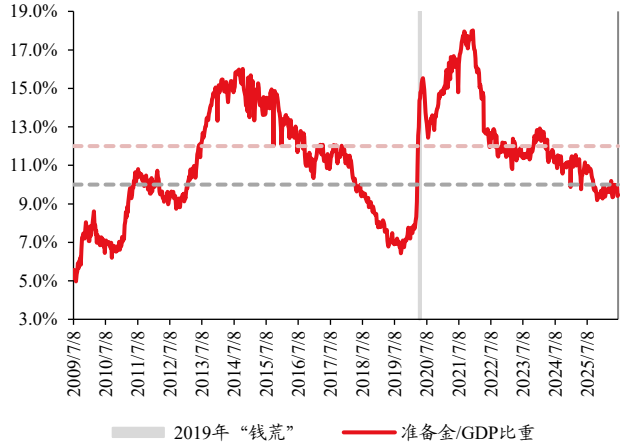
（指标含义：美联储资产端设立了一系列流动性投放工具，诸如贴现窗口、常备回购便利 SRF、央行流动性互换等，上述工具能够在各类金融机构出现流动性短缺时及时向美联储申请资金支持以避免流动性危机：当贴现窗口、常备回购便利 SRF 用量提升时，反映缩表导致联邦基金市场/回购市场出现流动性短缺；当央行流动性互换反映离岸美元流动性出现短缺。）

图表 6　美联储准备金规模小幅回落至 2.95 万亿美元



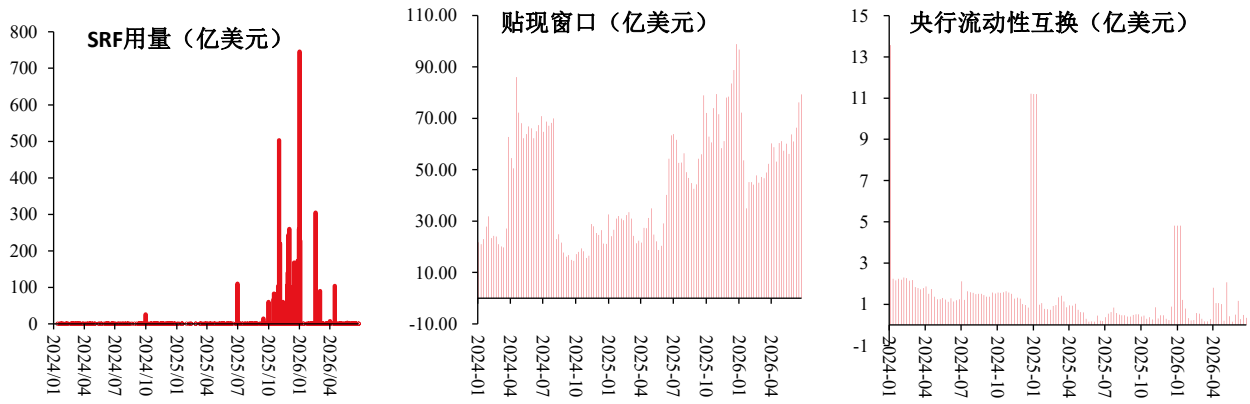
资料来源：Bloomberg，华创证券　单位：亿美元

图表 7　准备金/GDP 比重小幅回落至 9.5%



资料来源：wind，Bloomberg，华创证券

图表 8　目前 SRF 用量稳定处于低位，贴现窗口用量略有提升



资料来源：Bloomberg，wind，华创证券

2、流动性的“价格”跟踪信号：流动性利差整体稳定、短时走高

指标 1：EFFR-利率走廊上限 IOER 利差是否逐步收窄？在正常的利率走廊运行机制下，有效联邦基金利率 EFFR 运行于利率走廊区间中枢，而一旦美联储缩表开始引起准备金规模的收缩，联邦基金市场中流动性水位就会开始下降，有效联邦基金利率随之走高，EFFR 与利率走廊上限 IOER 的利差就会出现收窄。**5 月以来，EFFR-IOER 利差在-1 至**

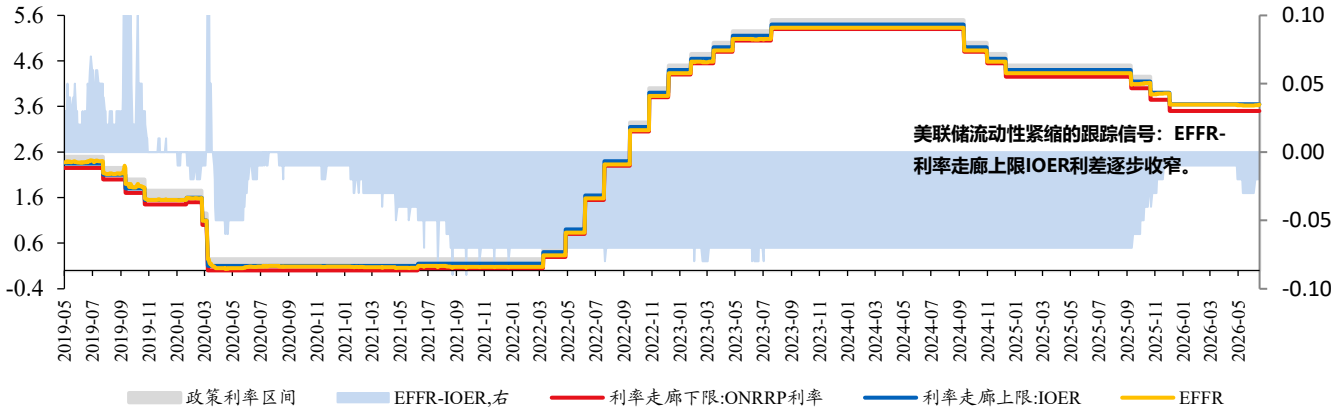
下载日志已记录，仅供内部参考

-3bp 之间波动，流动性环境处于平稳状态。

指标 2：SOFR-EFFR 利差是否转正？当回购市场（非银机构为主体）流动性短缺时，回购市场利率 SOFR 会提高至联邦基金市场利率之上，以吸引 GSEs 向非银融出资金。**5 月以来，SOFR-EFFR 利差处于 0 上下波动，未出现连续 1 周以上的转正。不过 6 月 12 日、15 日 SOFR-EFFR 利差大幅走阔至 3-6bp，或与 6 月中旬缴税高峰期有关；不过此后利差又恢复正常区间，流动性环境整体依然平稳。**

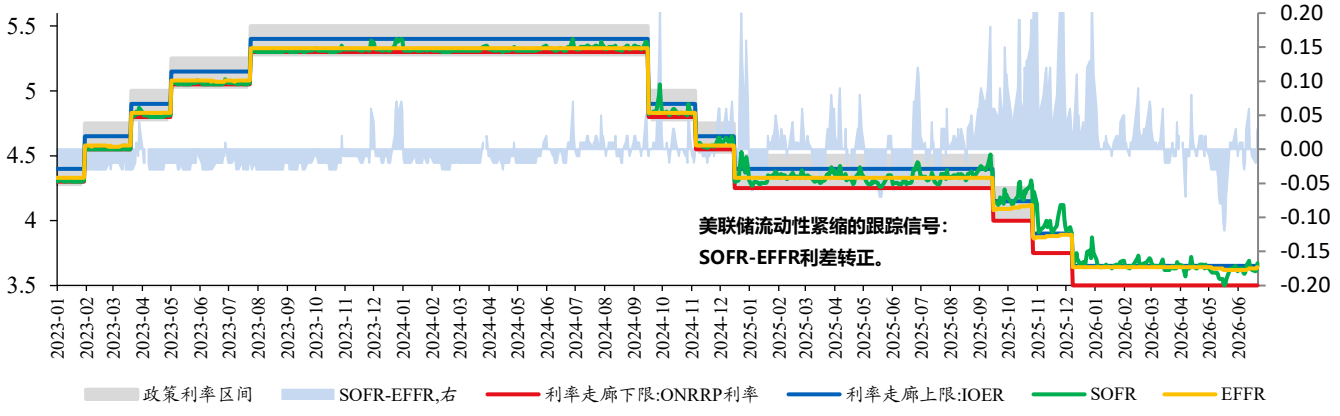
指标 3：SOFR 是否连续一周突破利率走廊上限 IOER？当回购市场（非银机构为主体）与中小银行流动性均出现短缺时，回购市场利率 SOFR 提高至银行准备金利率之上，以吸引银行向非银融出资金。**5 月以来，SOFR-IOER 利差大部分时间为负，未出现连续 1 周以上的转正，仅在 6 月 15 日走阔至 4bp。**

图表 9　5 月以来 EFFR-IOER 利差为-1 至-3bp，流动性环境平稳



资料来源：Bloomberg，华创证券　　单位：%

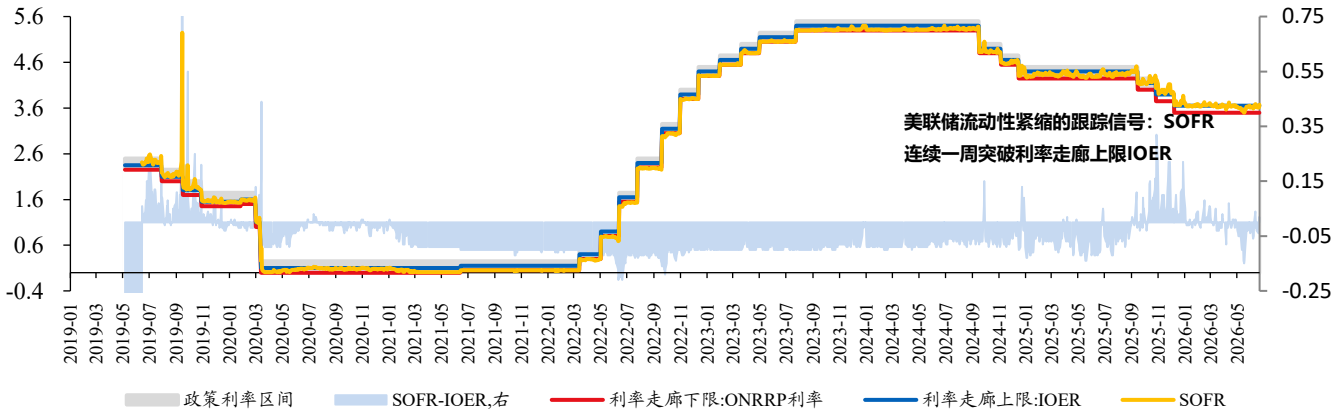
图表 10　5 月以来，SOFR-EFFR 利差处于 0 上下波动



资料来源：Bloomberg，华创证券　　单位：%

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 11 5 月以来 SOFR-IOER 利差大部分时间为负



资料来源：Bloomberg，华创证券　　单位：%

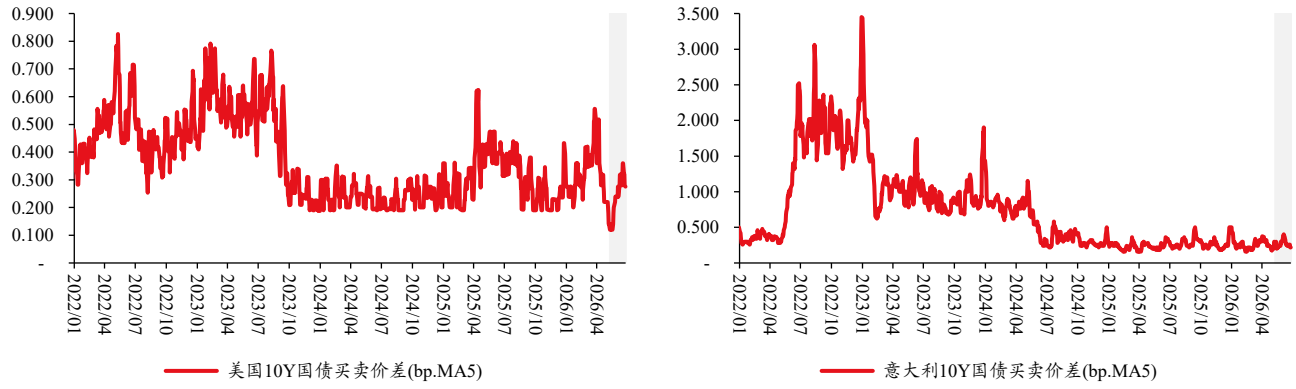
（二）全球金融市场流动性跟踪：信用溢价维持低位，流动性整体充裕

1、国债买卖价差：美日国债买卖价差回升

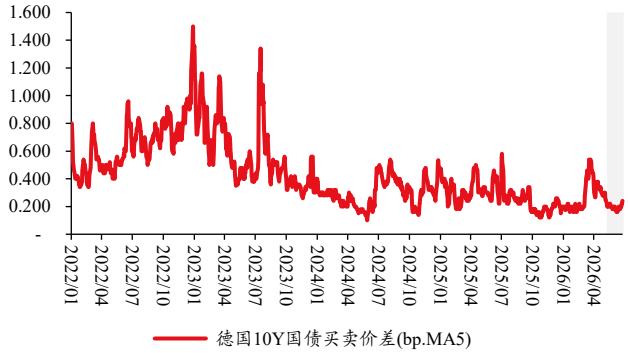
5 月以来美日国债买卖价差回升，美国国债买卖价差由 5 月中旬最低 0.1bp 左右，回升至目前的 0.4bp 左右，处于 2002 年以来 80%左右的分位数。日本国债买卖价差则由 2-3 月的 2bp 左右，提升至 5 月的 2.3bp 左右，中枢进一步提升，处于 2002 年以来 97%左右的分位数；日本央行当前持续减少国债购买、财政扩张也加剧了债务可持续性的担忧，因此日本国债买卖价差呈现持续上行趋势。欧洲经济体 5 月以来国债买卖价差则相对平稳。

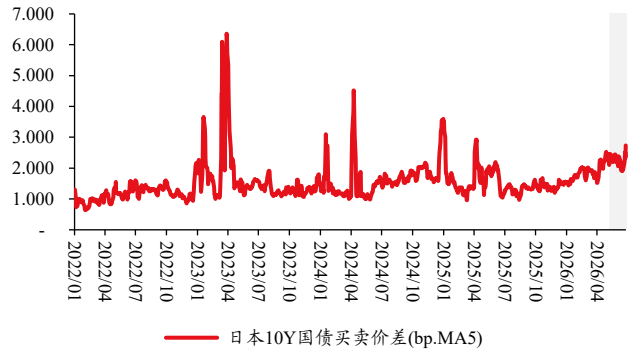
（指标含义：买卖价差，即证券的最低要价与最高买入价之间的差额，是衡量国债市场流动性的常用指标之一：买卖价差越窄，市场流动性越好；买卖价差越宽，市场流动性越差。背后的原因是，买家和卖家就试图买卖的价格进行协商，双方的价格越接近，越有可能真正成交。买卖价差越宽说明买卖双方对公允市场价格的意见相差越大，发生交易的可能性也随之缩小。通过跟踪主要经济体国债买卖价差可以观察各经济体金融市场流动性情况。）

图表 12 美日国债买卖价差回升，欧洲国债买卖价差相对平稳



下载日志已记录，仅供内部参考





资料来源：Bloomberg，华创证券

2、全球金融市场信用/流动性溢价：流动性充裕、信用溢价稳定在低位

（1）美元流动性溢价

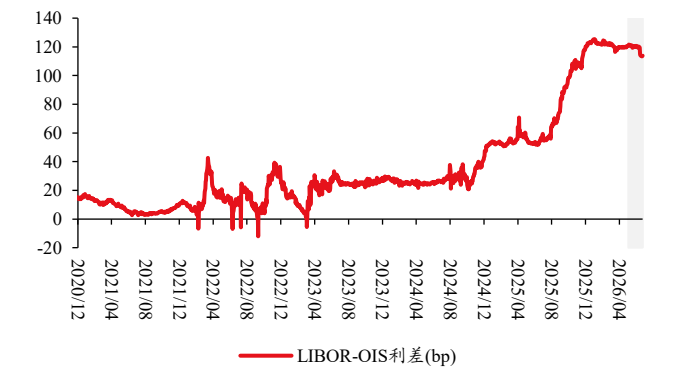
Libor-OIS 利差：5 月以来 Libor-OIS 利差走势平稳，均值 119.1bp（4 月均值 119.8bp）；6 月起 Libor-OIS 利差小幅下降至 113bp 左右；5 月以来 SOFR-OIS 利差转负程度进一步加深，均值-5.5bp（4 月均值-1.4bp），结合两项利差指标来看，美元流动性环境充裕。

离岸美元掉期点：近期欧元兑美元、日元兑美元掉期点走势大致平稳，离岸美元市场流动性持续保持充裕。

（指标含义：Libor-OIS 利差是常用的衡量美元流动性的指标，Libor 为无抵押隔夜拆借利率，存在一定信用风险，而 OIS 由于只交换利息而不涉及本金因此无信用风险，Libor-OIS 利差可衡量信用风险溢价，当美元流动性紧张时，该溢价会走阔。随着 Libor 退出历史舞台，我们选用 ICE 目前仍在报价的 Libor 数据。

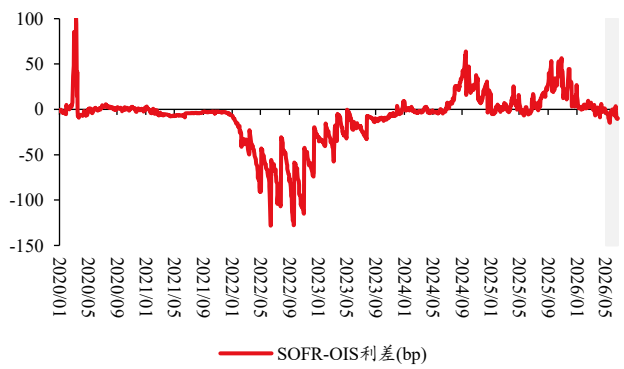
离岸美元掉期点可衡量离岸市场美元融资的难易程度。根据利率平价理论，掉期点主要取决于两种货币的利差，以欧元兑美元掉期点举例，欧元作为低息货币，兑美元高息货币的掉期点为负；同时掉期作为金融衍生产品本身会受到供需影响，当美元融资难度加大、美元利率走高时，掉期点会进一步走阔，因此当离岸美元掉期点走阔时则意味着离岸市场美元融资难度加大。）

图表 13　5 月以来 Libor-OIS 利差走势平稳，略有下行



资料来源：Bloomberg，华创证券

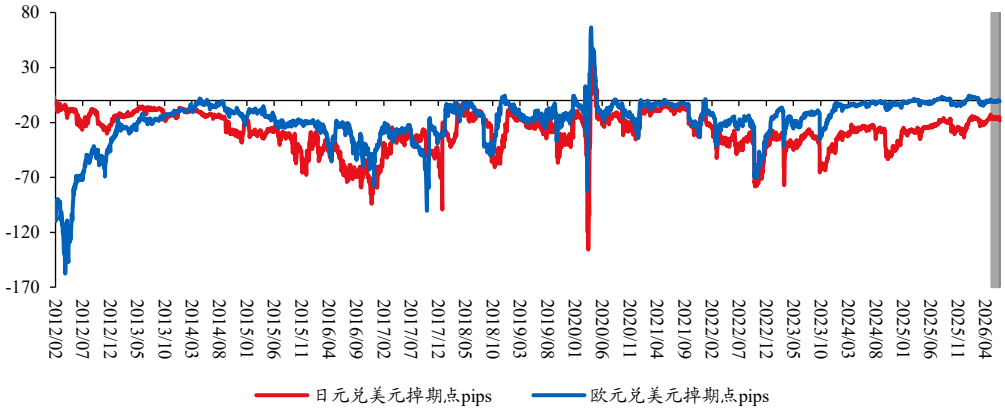
图表 14　SOFR-OIS 利差转负程度进一步加深



资料来源：Bloomberg，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 15 欧元兑美元、日元兑美元掉期点大致平稳



资料来源：Bloomberg，华创证券

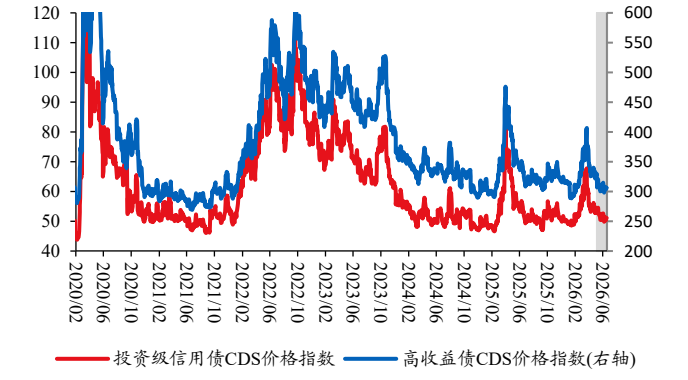
（2）信用风险溢价

2026 年 5 月以来，全球信用风险溢价维持低位，信用债市场较为平稳。美国投资级信用债与高收益债平均 OAS 5-6 月均值 0.8%、2.7%（4 月均值 0.86%、2.8%）、美国投资级信用债与高收益债 CDS 价格 5-6 月均值 52.1、311.9（4 月均值为 55.8、342.9）。欧洲、日本、亚洲（除日本）以及新兴市场的信用债 CDS 价格也均有回落，5-6 月均值分别为 54.4、61.2、71.8、151.7（4 月均值为 59.3、63.7、76、164）。美国商业票据-EFFR 利差回正，但读数仍处于低位。

（指标含义：信用债市场风险溢价可以通过期权调整价差 OAS 与信用违约互换 CDS 价格衡量。OAS 是将期权调整后的现金流贴现得到理论价格、并与无风险利率计算利差，可衡量资产的信用风险，利差越高则风险溢价越高，CDS 价格为违约互换合同购买者支付的价格，当信用风险越大该价格则越高，美国高收益与投资级信用债 CDS 价格也同样在历史低位，全球主要非美地区信用债 CDS 也处于较低水平。

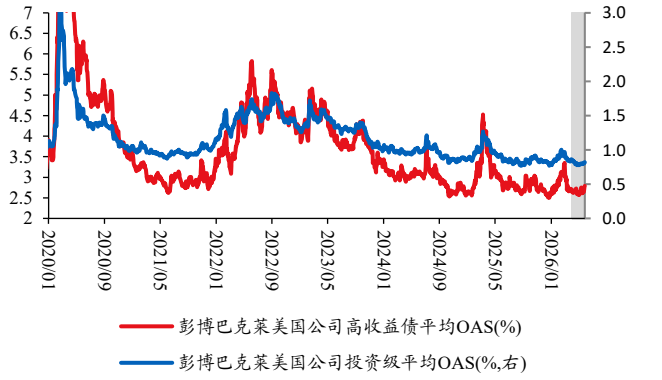
商业票据利率与 EFFR 之间的利差是衡量高信用评级银行借贷成本的指标。当流动性紧张时，商业票据利率上升，利差扩大。）

图表 16 美国信用债 CDS 处于低位



资料来源：Bloomberg，华创证券

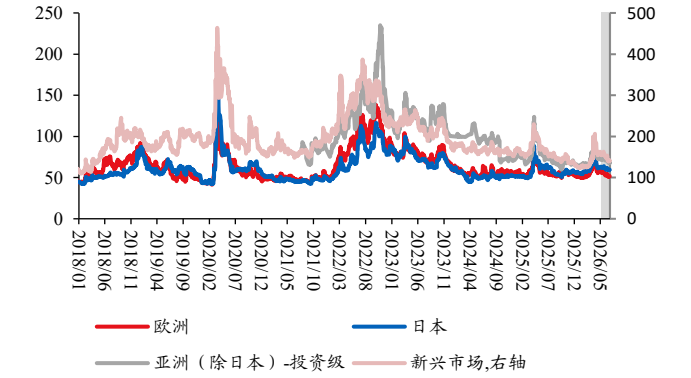
图表 17 美国高收益信用债市场信用利差回落



资料来源：Bloomberg，华创证券

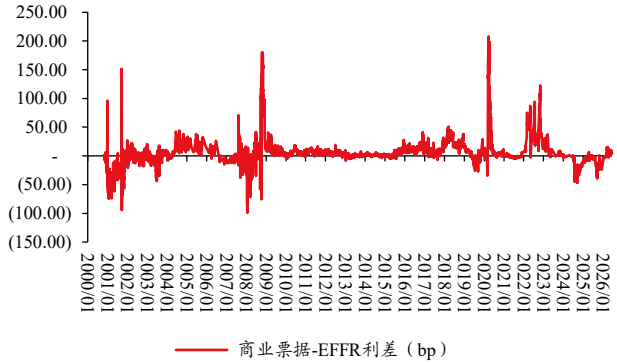
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 18 主要非美地区信用债 CDS 普遍回落



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 19 美国商业票据-EFFR 利差回正但仍在低位



资料来源：Bloomberg，华创证券

下载日志已记录，仅供内部参考

宏观组团队介绍

首席经济学家、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。 现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

组长、资深分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。 中国人民大学汉青研究院数量经济学硕士研究生，统计学院数学与经济学双学士学位，CPA，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于中信证券股权衍生品部、另类投资部，主要负责可转债研究及大类资产配置，具有六年证券从业经历。凤凰卫视、第一财经等特约连线评论员，对外经济贸易大学特聘讲师。作为核心成员，连续两年获得资本市场多个奖项，包括 2020-2022 年新财富最佳分析师等。

副组长、资深分析师：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。 美国得克萨斯大学达拉斯分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。具有四年宏观研究经验，曾任职于华融证券，长江证券，期间多次在国内金融市场研究，北大金融评论，中国货币市场等学术期刊发表研究文章。作为团队成员获得“远见杯”中国经济，全球市场预测双冠军。2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。 麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。 中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。 中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：李星宇

研究方向：大类资产。 清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

分析师：夏雪

研究方向：海外宏观。 中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师：袁玲玲

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

分析师：韩港

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	公募机构销售总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	张羽驰	销售经理		zhangyuchi@hcyjs.com
	骆振琳	高级销售经理		luozhenlin@hcyjs.com
	刘亚东	销售经理		liuyadong@hcyjs.com
	白嘉琪	销售助理		baijiaqi@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
	龚佳宁	机构销售		gongjianing@hcyjs.com
	周怡圆	资深销售经理		zhouyiyuan@hcyjs.com
	刘泽群	销售经理		liuzequn@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	王艺嘉	销售助理		wangyijia1@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	保险机构销售总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	金可依	销售经理		jinkeyi@hcyjs.com
	武君书	销售经理		wujunshu@hcyjs.com
	姜茜	销售助理		jiangxi@hcyjs.com
	罗兰丹波	资深销售经理		luolandanbo@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
	谢玮颖	资深销售经理		xieweiying@hcyjs.com
	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

广州机构销售部	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
	古舞	销售助理		guwu@hcyjs.com
	曹雅博	高级销售经理		caoyabo@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹玙	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com
	陈孟昕	销售经理		chenmengxin@hcyjs.com
	文焱艺	销售经理		wenyanyi@hcyjs.com
	王秋晓	销售经理		wangqiuxiao@hcyjs.com
	谭雯欣	销售经理		tanwenxin@hcyjs.com
	陈蕾	销售助理		chenlei1@hcyjs.com
	赵方圆	销售经理		zhaofangyuan@hcyjs.com

下载日志已记录，仅供内部参考

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明：

A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522