华创证券 HUA CHUANG SECURITIES

证券研究报告

宏观专题 2026 年 08 月 13 日

【宏观专题】

欧日央行加息后进入观望期
——全球货币转向跟踪第 15 期

❖ **一、全球货币政策转向跟踪**

1、全球利率图谱：欧日央行加息后进入观望期。2026 年 7 月 1 日-8 月 7 日，我们跟踪的全球 26 个主要经济体中，仅有 2 个经济体加息（韩国、新西兰），3 个经济体降息（以色列、俄罗斯、巴西），验证了上期报告观点：由于当前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。

2、全球利率预期：7 月海外四大央行加息预期仍在持续升温；不过 7 月末各央行货币政策会议后，美欧英央行加息预期有所缓和，目前四大央行年内均有 1 次加息预期。

美联储：7 月 FOMC 会议后，加息预期显著降温，9 月加息概率仅有 57%、全年加息次数降至 0.88 次。我们认为，相比于 1997 年，目前只有通胀读数高于彼时，其余经济特征均没有达到 1997 年预防式加息时的水平，因此美联储应该较难重演 1997 年预防式加息的剧本。**目前外资行对美联储货币政策的展望来看，观点分歧也同样极大**

欧央行：目前市场预期 2026 年年内欧央行将加息 1 次，9 月加息概率为 86%。但欧元区基本面仍偏弱，并不支持大幅度持续加息。

日央行：7 月日央行货币政策会议释放鹰派加息信号后，市场对日本加息预期明显升温，年内加息次数由 7 月最低 0.8 次提升至 1.3 次，9 月加息概率提升至 63%。

3、中国内地利率所处位置：实际利率进一步转负。7-8 月，中国内地名义利率均值为 1.71%，所处历史分位数（2014 年以来）稳定在 5%-6%，在全球 13 个经济体中保持最低。中国内地实际利率均值为-0.53%，所处历史分位数（2014 年以来）稳定在 12%，在全球 13 个经济体中也已达到最低。

❖ **二、全球流动性跟踪**

1、美联储的流动性跟踪

流动性的“数量”跟踪信号：流动性规模维持平衡

指标 1：美联储准备金余额。截至 8 月 5 日，美联储准备金规模小幅重回 3 万亿美元左右，准备金/GDP 比小幅稳定在 9.5%左右；同期 TGA 账户余额走高，达到 9293 亿美元。当前美联储总资产仍处于扩张趋势，美联储资产负债表重回平衡状态。

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：非银流动性或有收紧迹象

指标 1：EFFR-IOER 利差。7 月以来，EFFR-IOER 利差继续稳定在-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。7 月下旬起，SOFR-EFFR 利差开始连续 10 个工作日转正，达到 1-3bp 区间，非银机构流动性或有收紧迹象。

指标 3：SOFR-IOER 利差。7 月末以来，SOFR-IOER 利差出现数次转正，达到 1-2bp，不过尚未出现连续 1 周以上的转正，非银机构流动性或有收紧迹象，不过回购利率尚未突破利率走廊上限。

2、全球金融市场流动性跟踪

国债买卖价差：美日国债买卖价差大幅走高。美国国债买卖价差 7 月均值仍在 0.27bp 左右，8 月以来快速提升至 0.4-0.6bp 左右。日本国债买卖价差 7 月均值在 2.4bp 左右，8 月以来也快速走高至 3.5-4bp 左右。欧洲经济体 5 月以来国债买卖价差则相对平稳。

美元流动性溢价较为稳定。7 月以来 Libor-OIS 利差继续下行，均值 110.9bp（6

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】当科技遇上主权，这次有什么不一样？——海外科技思辨系列五》
2026-08-08
《【华创宏观】当存款搬家遇到弱债务增长——旧尺难刻新舟之金融指标思考》
2026-08-07
《【华创宏观】六问韩股杠杆 ETF 危机》
2026-07-27
《【华创宏观】美股见顶前的财务信号——2000 年互联网泡沫期间典型标的复盘》
2026-07-20
《【华创宏观】循航定向，金融变迁——旧尺难刻新舟之货币政策思考》
2026-07-17

仅供内部参考，请勿外传

月均值 117.2bp）；SOFR-OIS 利差转负程度进一步加深，7 月以来均值-12.3bp（6 月均值-5.2bp）；欧元兑美元掉期点小幅转正，但仍在低位；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 7 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 价格较 6 月均值大致稳定。

- **风险提示：跟踪指标不全面，全球央行加息进度超预期**



仅供内部参考，请勿外传

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：欧日央行加息后进入观望期。2026 年 7 月 1 日-8 月 7 日，我们跟踪的全球 26 个主要经济体中，仅有 2 个经济体加息（韩国、新西兰），3 个经济体降息（以色列、俄罗斯、巴西），验证了上期报告观点：由于当前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。

全球利率预期：7 月海外四大央行加息预期仍在持续升温；不过 7 月末各央行货币政策会议后，美欧英央行加息预期有所缓和，目前四大央行年内均有 1 次加息预期。

中国内地利率所处位置：实际利率进一步转负。7-8 月，中国内地实际利率均值为-0.53%，所处历史分位数（2014 年以来）稳定在 12%，在全球 13 个经济体中也已达到最低。

2、美联储的流动性跟踪

流动性的“数量”跟踪信号：截至 8 月 5 日，美联储准备金规模小幅重回 3 万亿美元左右，准备金/GDP 比小幅稳定在 9.5%左右；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：EFFR-IOER 利差稳定在安全区间。SOFR-EFFR 利差出现连续 10 个工作日转正，SOFR-IOER 利差也出现数次转正，非银机构流动性或有收紧迹象。

全球金融市场流动性跟踪：美日国债买卖价差大幅走高。不过美元流动性溢价较为稳定，全球信用风险溢价维持低位。

仅供内部参考，请勿外传

目 录

一、 全球货币政策转向跟踪 6
（一） 全球利率图谱：欧日央行加息后进入观望期 6
（二） 全球利率预期：四大央行年内均有 1 次加息预期 7
（三） 中国内地利率所处位置：实际利率进一步转负 9
二、 全球流动性跟踪 10
（一） 美联储的流动性跟踪 10
1、 流动性的“数量”跟踪信号：流动性规模维持平衡 10
2、 流动性的“价格”跟踪信号：非银流动性或有收紧迹象 12
（二） 全球金融市场流动性跟踪 13
1、 国债买卖价差：美日国债买卖价差大幅走高 13
2、 全球金融市场信用/流动性溢价：流动性充裕、信用溢价稳定低位 14

仅供内部参考，请勿外传

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 9 月和 2026 年全年的加息预期 8
图表 4 7 月以来，美联储官员鹰派立场相对温和 9
图表 5 外资行对美联储的货币政策预期分歧较大 9
图表 6 中国内地实际利率仍为负、全球排名进一步下降 10
图表 7 美联储准备金规模重回 3 万亿美元 11
图表 8 准备金/GDP 比重小幅稳定在 9.5% 11
图表 9 目前 SRF、贴现窗口、央行流动性互换用量均在低位 12
图表 10 7 月以来 EFFR-IOER 利差为-1 至-3bp，流动性环境平稳 12
图表 11 7 月下旬起，SOFR-EFFR 利差开始连续 10 个工作日转正 13
图表 12 7 月末以来，SOFR-IOER 利差出现数次转正 13
图表 13 美日国债买卖价差大幅走高，欧洲国债买卖价差相对平稳 14
图表 14 7 月以来 Libor-OIS 利差继续下行 15
图表 15 SOFR-OIS 利差转负程度进一步加深 15
图表 16 欧元兑美元、日元兑美元掉期点大致平稳 15
图表 17 美国信用债 CDS 处于低位 16
图表 18 美国高收益信用债市场信用利差维持低位 16
图表 19 主要非美地区信用债 CDS 维持低位 16
图表 20 美国商业票据-EFFR 利差回正但仍在低位 16

仅供内部参考，请勿外传

一、全球货币政策转向跟踪

（一）全球利率图谱：欧日央行加息后进入观望期

2026 年 7 月 1 日-8 月 7 日，我们跟踪的全球 26 个主要经济体中，仅有 2 个经济体加息（韩国、新西兰），3 个经济体降息（以色列、俄罗斯、巴西），验证了上期报告的观点：由于当前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。

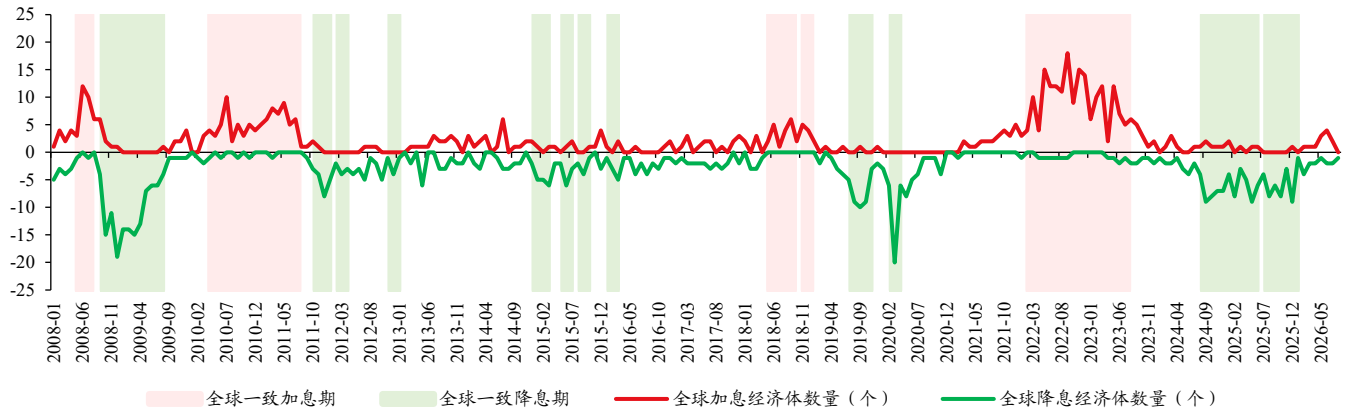
美联储：7 月 FOMC 将联邦基金目标利率区间维持在 3.5%-3.75%，符合预期。不过 FOMC 投票结果为 9-3，3 位地方联储行长支持加息 25bp，2016 年以来首次出现三张方向一致的反对票；不过拉长历史来看，有多张反对票的会议其实较为常见，比如在沃尔克任职期间，有反对票的会议占比是最多的（69%），其次是米勒（63%）和伯南克（62%）。**本次会议声明依然认为**："尽管不确定性提高（部分源于中东冲突），但经济活动稳健扩张；生产率增长和资本投资强劲；就业增长与劳动力增长同步；相较于委员会 2%的长期目标，通胀依然偏高。**本次新闻发布会中，针对通胀**，沃什继续高通胀零容忍表态，坚持 2%的通胀目标，同时表示不会直接"看穿"供给冲击，会关注供给冲击在多大程度上正在扩散；不过沃什暗示明年随着工作组工作的推进，可能会调整通胀衡量指标，关注的通胀数据比 PCE 更广。**针对经济增长，**沃什认为美国经济增长韧性仍强，特别是企业投资强劲，AI 相关的投资正在为未来的增长奠定基础。**针对货币政策**，沃什认为近期美债名义利率上行，市场已自发实现了实质性紧缩。议息会议结束后，市场加息预期有所降温，但依然定价年内至少仍有 1 次加息。期货市场定价今年 9 月份加息的概率约 67%，与会议前相差不大。

欧央行：7 月会议如期维持三大关键利率不变，会议声明与新闻发布会中，欧央行表示：**通胀方面，**尽管能源价格前景波动依然剧烈，但目前的状态接近 6 月欧央行的预测基准，欧央行能够应对能源波动带来的不确定性。另外，欧洲央行的工资追踪器和工资预期调查继续显示未来几个季度工资增长温和；劳动生产率的提升也帮助遏制了单位劳动成本的增长。短期通胀虽较高，但中期通胀有望在目标附近趋于稳定。**经济增长方面，**第二季度经济活动有所改善，服务业活动已部分回升；制造业持续稳健，得益于企业补库与国防支出的增加；前瞻性指标表明，短期内经济增长将保持温和，中期增长的驱动力仍存在。总体金融条件自上次会议以来略有收紧，与欧央行加息的目标相符。7 月会议后，考虑到能源价格已回落+欧元区经济增长并不强，市场对欧央行加息预期略有下修。

日央行：7 月货币政策会议决定维持利率不变，本次会议投票 8-1，反对票来自高田创，他建议将政策利率上调至 1.25%，理由是海外 AI 相关需求带来物价上行风险加大。在 7 月《经济活动与物价展望》中，日央行上调 2026-2027 年 GDP 增长预期中位数至 0.6%、0.8%（前值 0.5%、0.7%），同时下调 2026 年核心 CPI 预期中位数至 2.5%（前值 2.6%），2027 年核心 CPI 预期中位数稳定在 2.6%。日央行认为：**经济增长方面**，2026 年受到原油价格上涨影响，经济增速预计放缓；但 2027 年起原油冲击将消退，收入向消费的良性循环将逐步增强、企业设备投资将受益于 AI 扩产继续上行，因此经济增长有望进一步走强。**通胀方面，**2026 年下半年核心 CPI 增速明显提速，主要受到原油价格与半导体涨价与日元贬值的共同影响；而随着高油价缓和，后续核心通胀有望维持稳定。**货币政策方面**，鉴于潜在 CPI 通胀已接近 2%且金融环境保持宽松，日本银行将继续上调政策利率。

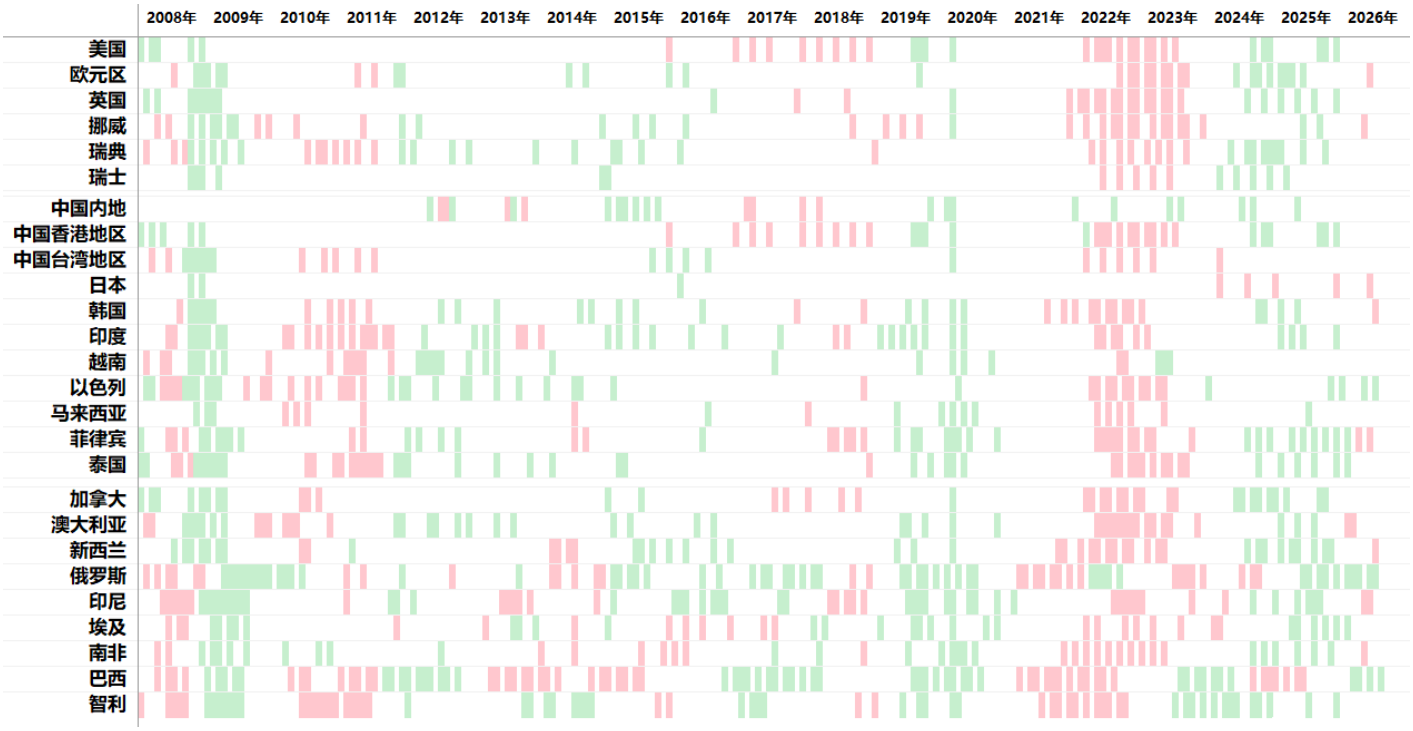
仅供内部参考，请勿外传

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。

（二）全球利率预期：四大央行年内均有 1 次加息预期

7 月海外四大央行加息预期仍在持续升温；不过 7 月末各央行货币政策会议后，美欧英央行加息预期有所缓和、日央行加息预期则进一步升温。目前美欧英日四大央行年内普遍存在约 1 次的加息预期。

美联储：7 月末市场对美联储的加息预期大幅升温，9 月加息概率最高达到 72%，但 7 月 FOMC 会议后，加息预期显著降温，8 月 7 日市场预期 9 月加息概率仅有 57%、全年加

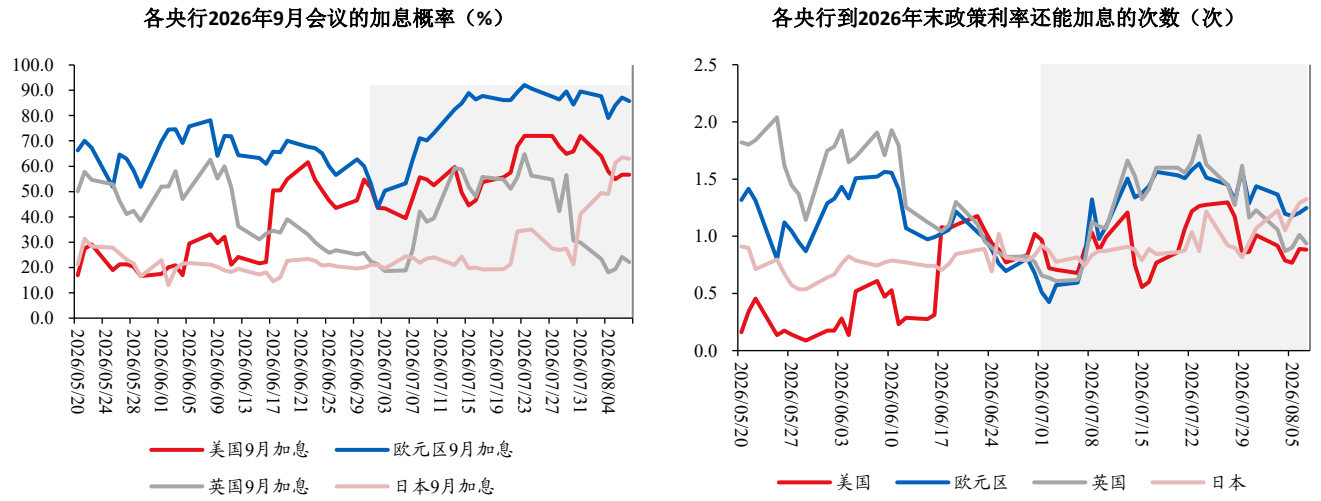
仅供内部参考，请勿外传

息次数降至 0.88 次。我们认为，当前美联储应该较难重演 1997 年预防式加息的剧本。相比于 1997 年，目前只有通胀读数高于彼时，其余经济特征均没有达到 1997 年预防式加息时的水平。鉴于就业市场尚无过热迹象、经济 K 型分化并未收敛，通胀高点或已现以及中长期通胀预期基本锚定，叠加市场利率走高形成的自发性紧缩效应，我们依然倾向于美联储今年可以维持利率不变。**而从目前外资行对美联储货币政策的展望来看，观点分歧也同样极大。**美国银行、德意志银行、摩根大通等预期美联储将在 2026Q3-Q4 逐步进入加息周期，而瑞银、摩根士丹利、高盛等仍预期美联储还将继续降息，另外仍有大量机构预期美联储将在 2027 年底前维持利率不变。

欧央行：目前市场预期 2026 年年内欧央行将加息 1 次，9 月加息概率为 86%。一方面，近期能源价格已回落，中东地缘冲突对油价的冲击或已过峰，欧央行的通胀压力得以缓解；另一方面，欧元区经济增长动能有限，目前市场预期欧元区 2026 年 GDP 同比+0.6%（前值 1.2%）。因此欧央行即便存在抑制通胀而加息的必要性，但其经济基本面也不支持更大幅度的加息。

日央行：7 月日央行货币政策会议释放鹰派加息信号后，市场对日本加息预期明显升温，年内加息次数由 7 月最低 0.8 次提升至 1.3 次，9 月加息概率提升至 63%。另外，7 月 30 日起，日本开始大规模买入日元、干预日元汇率；31 日日美正式联合干预日元，美国通过纽约联储介入，卖出欧元买入日元。日央行放鹰、叠加美日联合干预，带来日元汇率大幅升值，美元兑日元由 163 快速升值至最高 157。不过考虑到市场仍然预期日央行连续加息的难度较大，近期日元升值大概率只是短期修正，长期看日元仍将重回贬值路径。

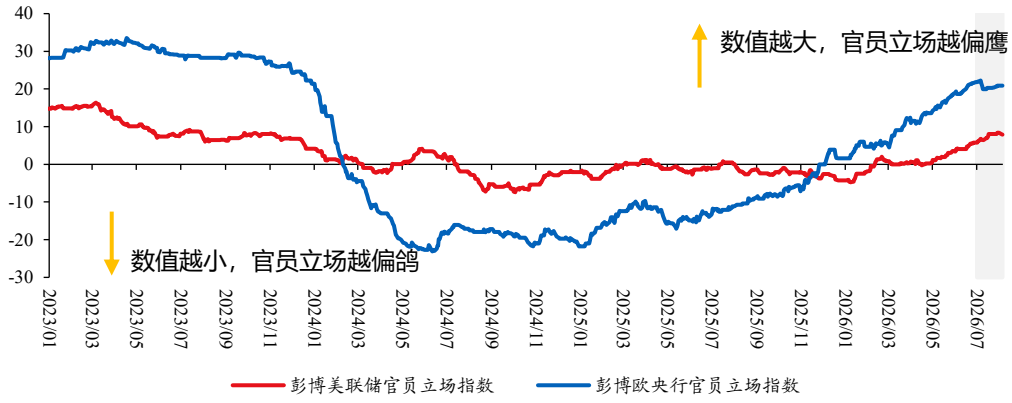
图表 3　彭博测算的美欧英日 2026 年 9 月和 2026 年全年的加息预期



资料来源：Bloomberg，华创证券　注：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，目前四大央行均为加息预期

仅供内部参考，请勿外传

图表 4 7 月以来，美联储官员鹰派立场相对温和



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

图表 5 外资行对美联储的货币政策预期分歧较大

机构	2026Q3	2026Q4	2027Q1	2027Q2	2027Q3	2027Q4
美国银行	4.00	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
法国巴黎银行(BNP)	3.75	4.00	4.50	4.50	4.50	4.50
德意志银行(Deutsche Bank)	4.00	4.25	4.25	4.25	4.25	4.25
摩根大通(JP Morgan)	3.75	3.75	3.75	3.75	4.00	
巴克莱(Barclays)	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
野村证券(Nomura)	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
道明证券(TD Securities)	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
富国银行(Wells Fargo)	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
汇丰银行(HSBC)	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
Bloomberg Economics	3.75	3.75	3.75	3.50	3.50	3.50
高盛(Goldman Sachs)	3.75	3.75	3.75	3.50	3.50	3.25
摩根士丹利(Morgan Stanley)	3.75	3.75	3.50	3.25	3.25	3.25
瑞银(UBS)	3.75	3.75	3.50	3.25	3.25	3.00

资料来源：Bloomberg，华创证券

注：美国银行预测更新时间为 2026 年 7 月 27 日，其余机构预测更新时间为 2026 年 7 月 24 日

（三）中国内地利率所处位置：实际利率进一步转负

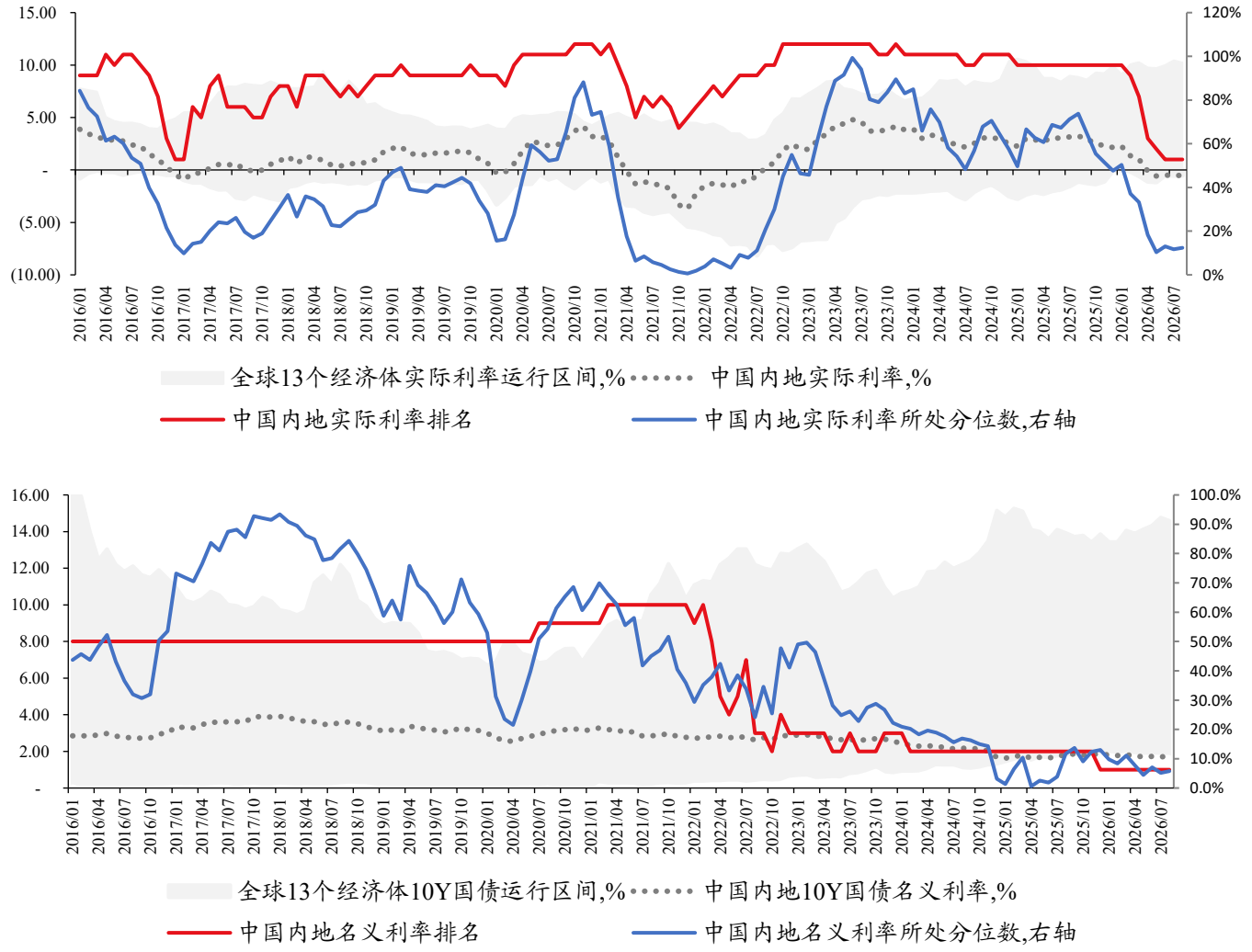
7-8 月，中国内地名义利率继续维持低位，国际排名稳定在全球 13 个经济体中的最低值。2026 年 7-8 月，中国内地名义利率均值为 1.71%，所处历史分位数（2014 年以来）稳定在 5%-6%。国际比较来看，中国内地名义利率在全球 13 个经济体中保持最低。

中国内地实际利率进一步转负、国际排名稳定在全球 13 个经济体中的最低值。2026 年 7-8 月，中国内地实际利率均值为-0.53%，所处历史分位数（2014 年以来）稳定在 12%。国际比较来看，中国内地实际利率在全球 13 个经济体中已达到最低。

仅供内部参考，请勿外传

（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。）

图表 6 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

1、流动性的“数量”跟踪信号：流动性规模维持平衡

仅供内部参考，请勿外传

指标 1：美联储准备金余额与 ONRRP、TGA 账户余额

截至 2026 年 8 月 5 日，美联储准备金规模小幅重回 3 万亿美元左右，准备金/GDP 比小幅稳定在 9.5%左右；同期 TGA 账户余额走高，达到 9293 亿美元。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，在 Q2 末缴税期的影响消退后，美联储资产负债表重回平衡状态。

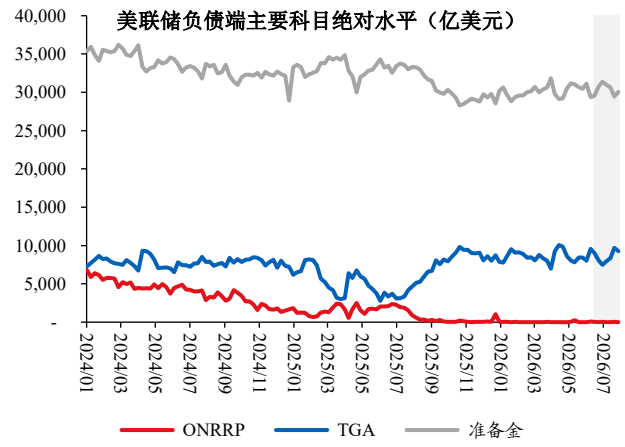
（指标含义：美联储缩表直接的冲击在于回笼金融机构“超额准备金”，而隔夜逆回购账户 ONRRP 与财政部一般存款账户 TGA 是“超额准备金”的两大蓄水池，即当金融机构将“存”在美联储 ONRRP 账户中的资金或财政部将“存”在美联储 TGA 账户中的资金取出投向金融市场时，可以起到向市场“投放”流动性的效果，对冲缩表对“超额准备金”的回笼。）

指标 2：美联储资产端流动性投放工具

美联储流动性投放工具用量持续处于偏低水平。2026 年 7 月以来，美联储常备回购便利 SRF 用量均值稳定在 1 亿美元以内，贴现窗口工具用量最高达到近 80 亿美元，最低回落至 48 亿美元，不过均处于历史极低水平，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。

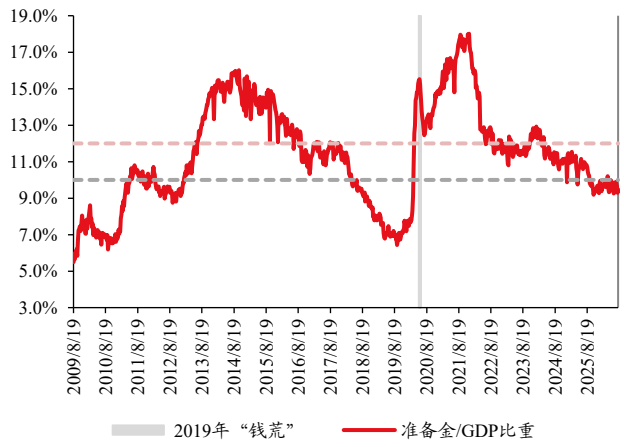
（指标含义：美联储资产端设立了一系列流动性投放工具，诸如贴现窗口、常备回购便利 SRF、央行流动性互换等，上述工具能够在各类金融机构出现流动性短缺时及时向美联储申请资金支持以避免流动性危机：当贴现窗口、常备回购便利 SRF 用量提升时，反映缩表导致联邦基金市场/回购市场出现流动性短缺；当央行流动性互换反映离岸美元流动性出现短缺。）

图表 7　美联储准备金规模重回 3 万亿美元



资料来源：Bloomberg，华创证券　单位：亿美元

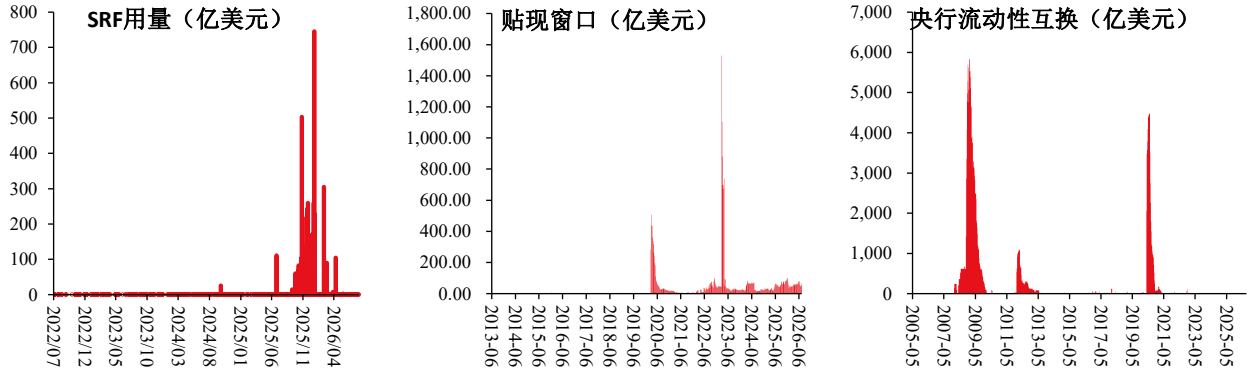
图表 8　准备金/GDP 比重小幅稳定在 9.5%



资料来源：wind，Bloomberg，华创证券

仅供内部参考，请勿外传

图表 9 目前 SRF、贴现窗口、央行流动性互换用量均在低位



资料来源：Bloomberg，wind，华创证券

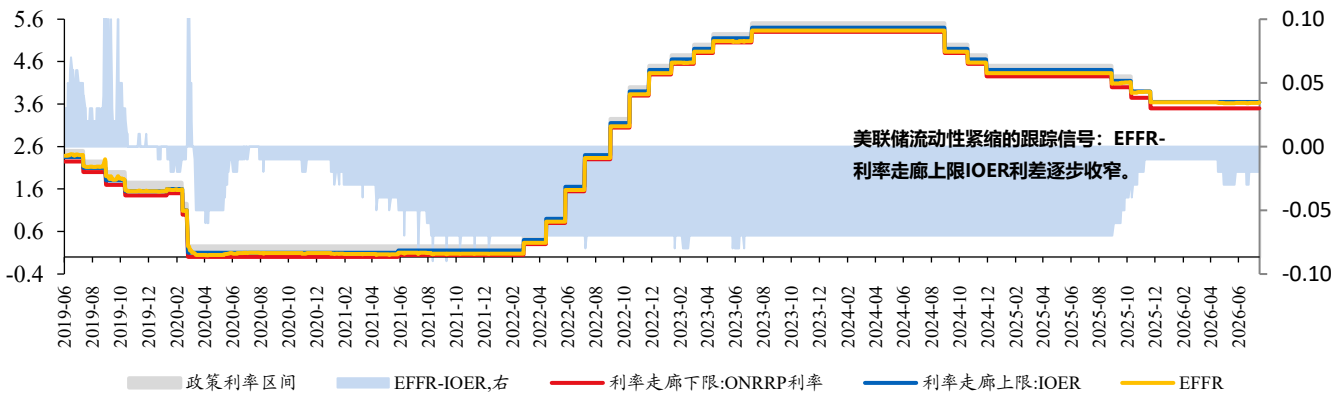
2、流动性的“价格”跟踪信号：非银流动性或有收紧迹象

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。**7 月以来，EFFR-IOER 利差继续稳定在-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。**7 月下旬起，SOFR-EFFR 利差开始连续 10 个工作日转正，达到 1-3bp 区间，非银机构流动性或有收紧迹象。**

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。**7 月末以来，SOFR-IOER 利差出现数次转正，达到 1-2bp，不过尚未出现连续 1 周以上的转正，非银机构流动性或有收紧迹象，不过回购利率尚未突破利率走廊上限。**

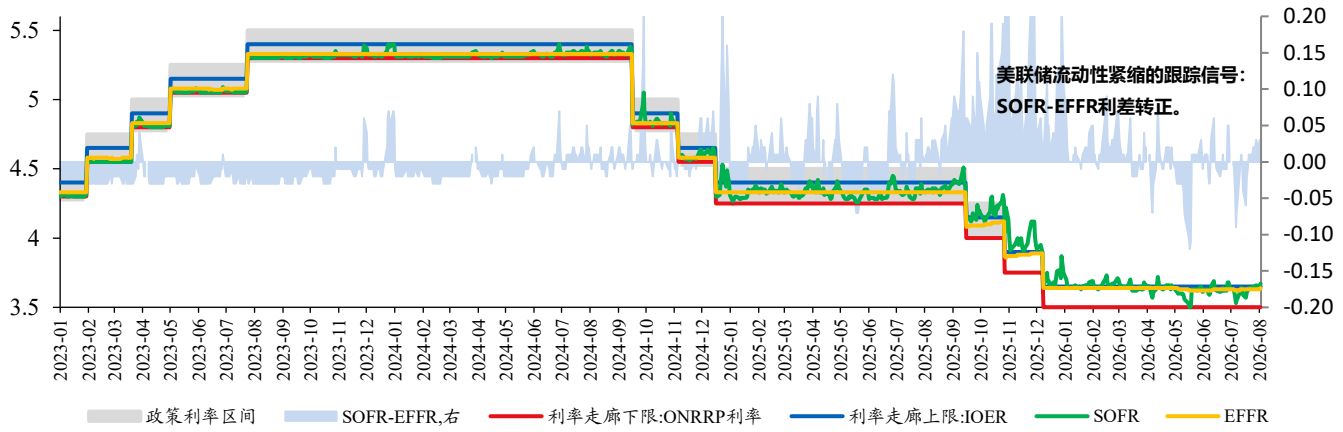
图表 10 7 月以来 EFFR-IOER 利差为-1 至-3bp，流动性环境平稳



资料来源：Bloomberg，华创证券　　单位：%

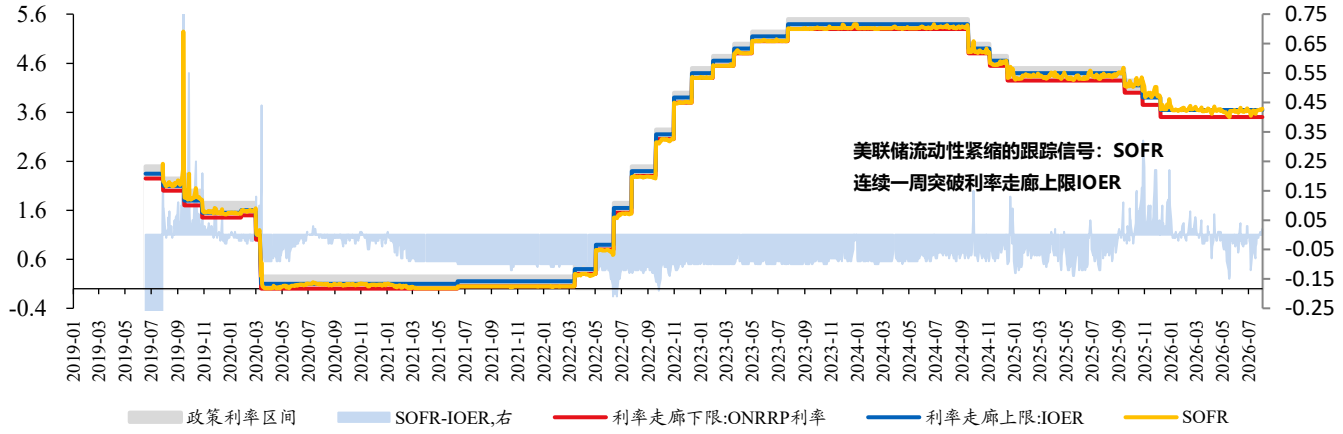
仅供内部参考，请勿外传

图表 11　7 月下旬起，SOFR-EFFR 利差开始连续 10 个工作日转正



资料来源：Bloomberg，华创证券　　单位：%

图表 12　7 月末以来，SOFR-IOER 利差出现数次转正



资料来源：Bloomberg，华创证券　　单位：%

（二）全球金融市场流动性跟踪

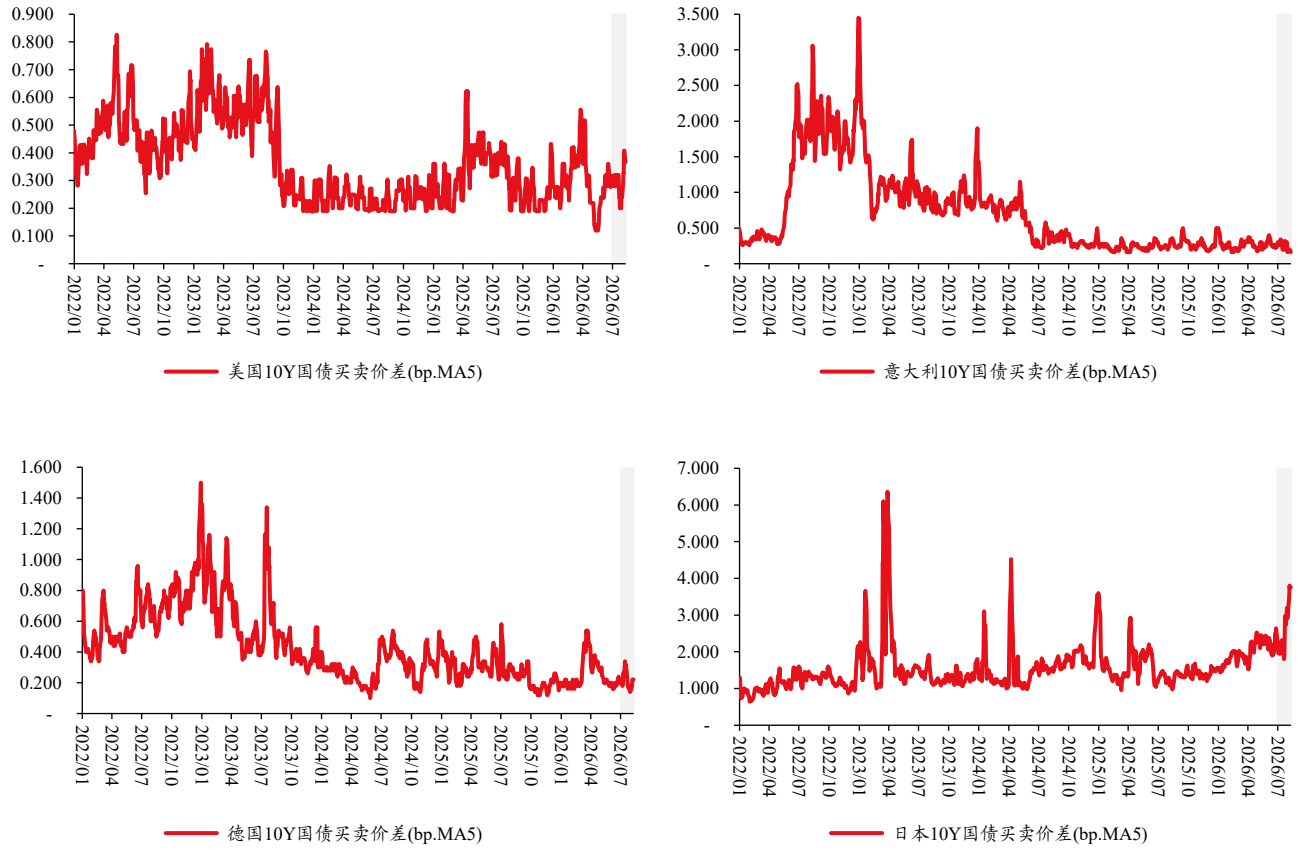
1、国债买卖价差：美日国债买卖价差大幅走高

8 月以来，美日国债买卖价差大幅走高，美国国债买卖价差 7 月均值仍在 0.27bp 左右，8 月以来快速提升至 0.4-0.6bp 左右。日本国债买卖价差 7 月均值在 2.4bp 左右，8 月以来也快速走高至 3.5-4bp 左右。欧洲经济体 7 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。）

仅供内部参考，请勿外传

图表 13 美日国债买卖价差大幅走高，欧洲国债买卖价差相对平稳



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、信用溢价稳定低位

（1）美元流动性溢价

Libor-OIS 利差：7 月以来 Libor-OIS 利差继续下行，均值 110.9bp（6 月均值 117.2bp）；；SOFR-OIS 利差转负程度进一步加深，7 月以来均值-12.3bp（6 月均值-5.2bp），结合两项利差指标来看，美元流动性环境充裕。

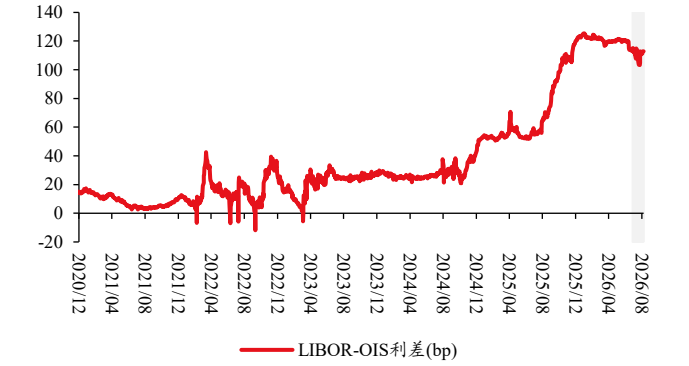
离岸美元掉期点：7 月以来欧元兑美元掉期点小幅转正，但仍在低位，7 月均值 0.52（6 月均值-0.63）；7 月以来日元兑美元掉期点走势大致平稳，7 月均值-16.4（6 月均值-16.1），离岸美元市场流动性持续保持充裕。

（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。）

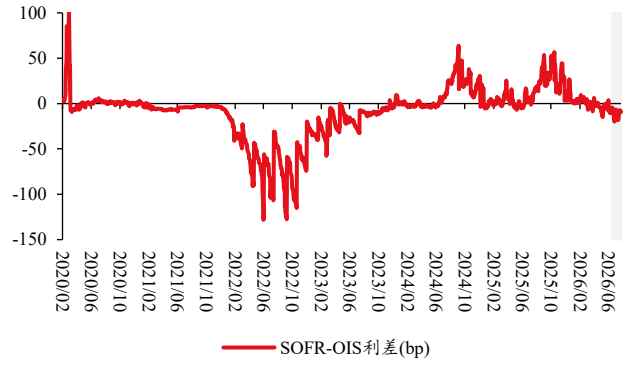
仅供内部参考，请勿外传

图表 14 7 月以来 Libor-OIS 利差继续下行



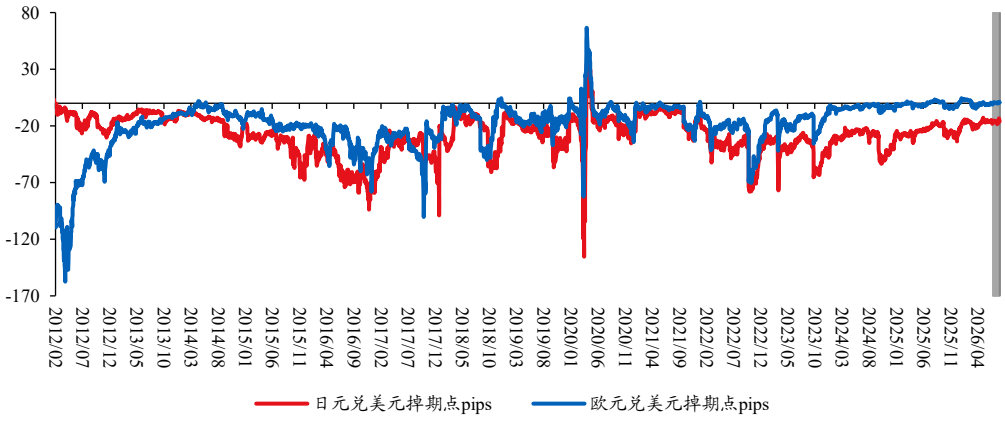
资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 15 SOFR-OIS 利差转负程度进一步加深



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 16 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

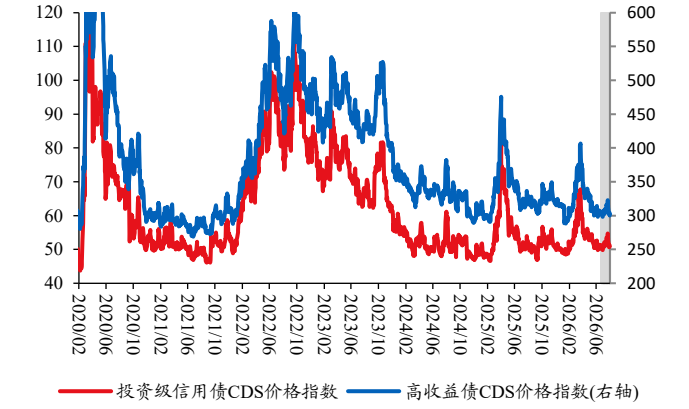
2026 年 7 月以来，全球信用风险溢价维持低位，信用债市场较为平稳。美国信用债市场风险溢价维持稳定，美国投资级信用债与高收益债平均 OAS 7 月以来均值 0.86%、2.7%（6 月均值 0.8%、2.68%）、美国投资级信用债与高收益债 CDS 价格 7 月以来均值 51.8、307.2（6 月均值为 51.0、305.4）。欧洲、日本、亚洲（除日本）以及新兴市场的信用债 CDS 价格也维持稳定，7 月以来均值分别为 52.5、60.5、69.6、143.2（6 月均值为 52.5、60.2、70.2、145.2）。美国商业票据-EFFR 利差回正，但读数仍处于低位。

（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。）

仅供内部参考，请勿外传

图表 17 美国信用债 CDS 处于低位



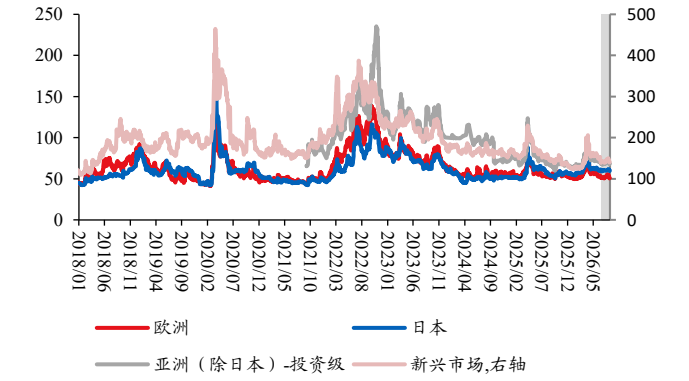
资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 18 美国高收益信用债市场信用利差维持低位



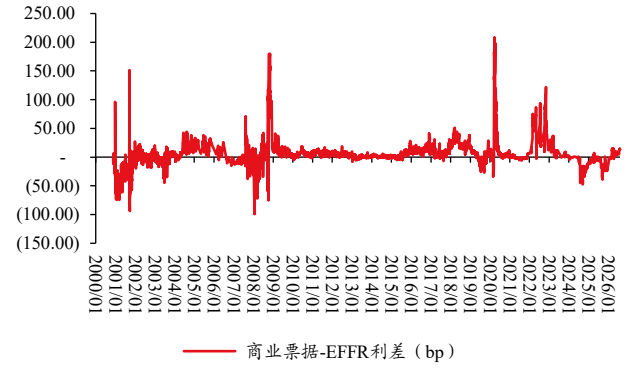
资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 19 主要非美地区信用债 CDS 维持低位



资料来源：Bloomberg，华创证券

图表 20 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

仅供内部参考，请勿外传

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。

仅供内部参考，请勿外传

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。

仅供内部参考，请勿外传

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
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@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
	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

仅供内部参考，请勿外传

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

仅供内部参考，请勿外传

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