

2022年4月18日

宏观经济双周报

全球通胀持续上行，中美利差倒挂限制货币政策空间

Liu Beite

albert.liu@gisf.hk

(852) 3550-6859

1 全球市场概览

1.1 金融市场概览

1) 股票市场

美国标普 500 指数两周下跌 3.37%，4 月 15 日收盘价 4392.59；
美国道琼斯指数两周下跌 1.05%，4 月 15 日收盘价 34451.23；
美国纳斯达克指数两周下跌 6.38%，4 月 15 日收盘价 13351.08；
欧洲斯托克 50 指数两周下跌 1.79%，4 月 15 日收盘价 3848.68；
中国上证指数两周下跌 2.18%，4 月 15 日收盘价 3211.24；
香港恒生指数两周下跌 2.37%，4 月 15 日收盘价 21518.08；
日经 225 指数两周下跌 2.07%，4 月 15 日收盘价 27093.19；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周上涨 2.73%，4 月 15 日收盘价 1978.24；
WTI 原油指数两周上涨 7.74%，4 月 15 日收盘价 106.95；

3) 其他市场

美元指数两周上涨 1.89%，4 月 15 日收盘价 100.50；
港币汇率两周上涨 0.13%，4 月 15 日收盘价 7.844；
波罗的海干散货指数两周下跌 9.33%，4 月 15 日收盘价 2137；
美国十年期国债收益率两周上涨 18.72%，4 月 15 日数值为 2.83%；

1.2 两周市场回顾

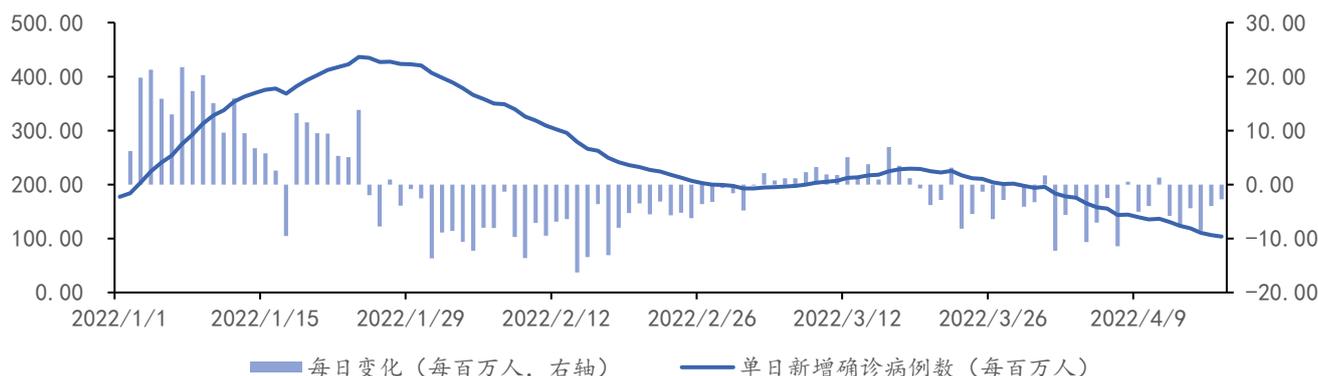
全球通胀持续上行，大宗商品上涨趋势延续，其中国际黄金价格两周上涨约 3%，WTI 原油指数两周上涨超 7%。紧缩预期再次加强，抑制资本市场风险偏好，全球主要指数两周内均下跌。科技股对潜在利率上行更加敏感，美国纳斯达克指数两周下跌 6.38%（其余两大美国股指同期下跌不足 4%），恒生科技指数两周下跌 4.51%（恒生指数同期下跌 2.37%）。

美国三月 CPI 同比增长 8.5%，再创阶段新高。市场预期美联储将在五月议息会议单次加息 50 个基点，美元指数两周上涨 1.89%，近两年内首次突破 100。十年期美债收益率两周上涨 18.72%，达到疫情以来新高，数值一度超过中国十年期国债收益率。中美利差倒挂使中国央行货币政策调整空间受限，4 月 15 日央行宣布降低金融机构法定存款准备金率 0.25 个百分点，而近十年内单次存款准备金率变动均为 0.5 个百分点。

1.3 全球疫情

全球疫情近两周继续下降，4月3日单日新增确诊病例数为175.57/百万，4月17日单日新增确诊病例数为103.63/百万，下降约41%。当前全球市场疫情达到2022年以来新低，从数据上看本轮奥密克戎病毒在全球范围内的影响逐渐下降（详见图1）。然而奥密克戎病毒B.1.1.529的亚变种BA.2.12和BA.2.12.1近两周在全球范围内流行，为后续疫情变化带来不确定性。

图1 2022年全球单日新增确诊病例数变化（每百万人）



资料来源：Our World in Data

1.4 全球经济

美国三月CPI同比增长8.5%（前值7.9%），市场预期五月美联储议息会议的加息步伐将再次加快。美国联邦基金利率期货数据显示，截至2022年4月18日，有88.8%的投资者认为单次加息50个基点，而在一个月前认可单次加息50个基点的投资者仅占43.9%。4月上旬公布的会议纪要显示，多位委员原计划在三月加息50个基点，但由于紧张局势而暂时缓和了这一行动。

针对2022年全年的联邦基准利率水平，92%的投资者认为全年最终利率位于2.25%至3.00%之间，而当前水平为0.25%至0.50%之间。这意味着在后续六次议息会议中，市场认为至少有两次议息会议将单次加息50个基点。同时数据显示美联储更可能在近期的议息会议中快速加息，以便抑制通胀持续上行（详见图2）。

图2 2022年后六次议息会议基准利率的市场预期（%，以市场众数为基准）



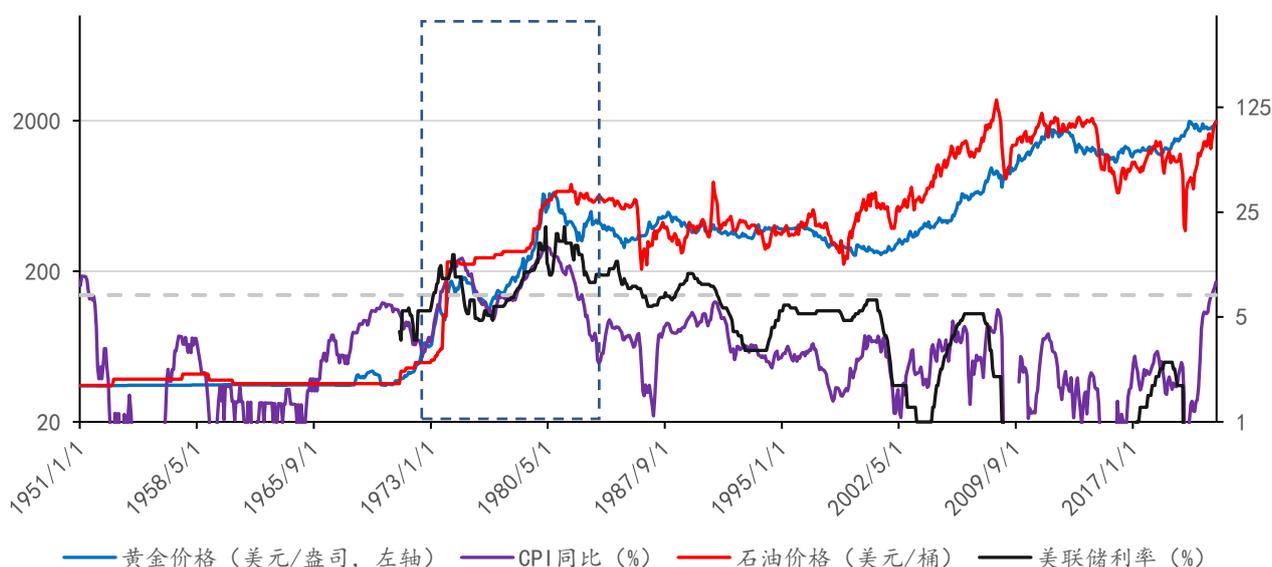
资料来源：CME Group

1.5 全球通货膨胀

各国央行自 2022 年第一季度以来纷纷提高利率水平，以抑制通胀的持续上行，例如 3 月美国、英国、加拿大央行先后加息 0.25 个百分点，4 月新西兰、加拿大央行加息 0.50 个百分点，但整体来看各国利率水平仍落后于通货膨胀。对比美国 CPI 和美联储联邦基准利率，可以看出当前通货膨胀率再次达到 20 世纪 70 年代数值，但基准利率远低于过去水平（详见图 3）。

当前利率水平和通货膨胀的较大差距，可能导致大宗商品价格涨势在短期持续。从 20 世纪 70 年代石油价格和黄金价格的走势中可以看出，随着 CPI 同比增长，黄金价格和石油价格均继续上行，而 70 年代末美联储主席沃尔克通过超常规提高利率水平（1980 年美联储基准利率一度超过 14%），才得以遏制通货膨胀。因此当前通胀水平和大宗商品价格短期上行概率更大。

图 3 美联储基准利率、美国 CPI 指数及典型大宗商品价格变化



资料来源：Bloomberg

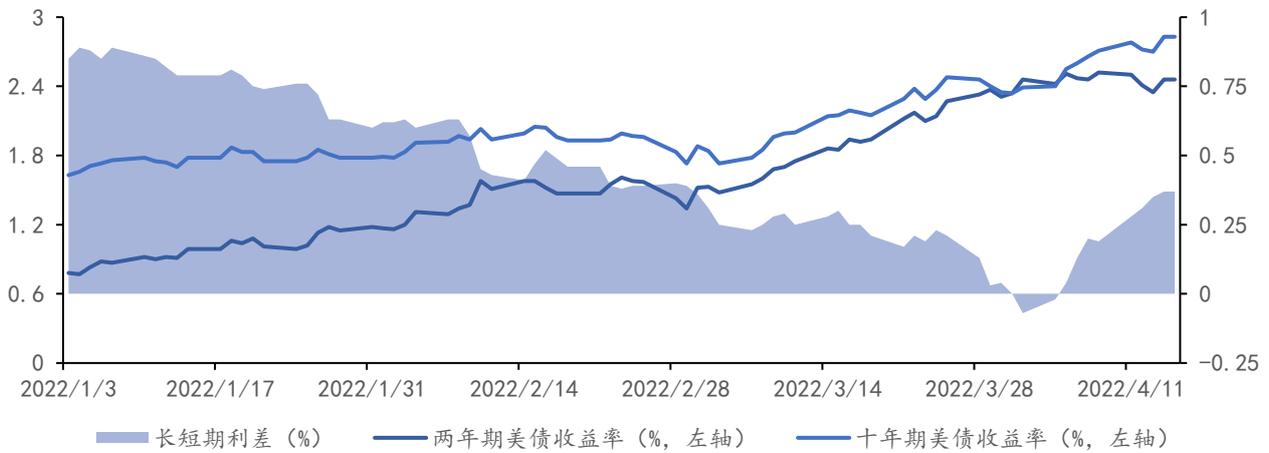
2 宏观分析

2.1 美联储公布三月会议纪要

4月6日美联储公布三月会议纪要，其中对削减资产负债表做出具体安排。货币政策委员会将本次削减和 2017 年至 2019 年的缩表行动相比，认为当前通胀高企的环境使得本次削减的速度需要快于过去水平，并最终达成每月减少 600 亿美元国债和 350 亿美元抵押支持债券的一致意见，并同意针对经济及金融市场的发展对此进行动态调整。

在削减债券的种类上，委员会准备优先减少长期国债，之后再减少短期国债。由于当前美债长短期利差过于接近，抛售可以增加市场中长期国债的供给，抑制价格，提高长期国债收益率，最终使长短期利差扩大。从美债长短期利差的走势看（以十年期和两年期美债利差进行分析），缩表计划的公布使得美债利差由 4 月 1 日 -0.07% 逐渐扩大到 4 月 15 日 0.37%，会议纪要有效扭转了投资者的预期水平（详见图 4）。

图4 两年期、十年期美债收益率走势图 (%)



资料来源: Bloomberg

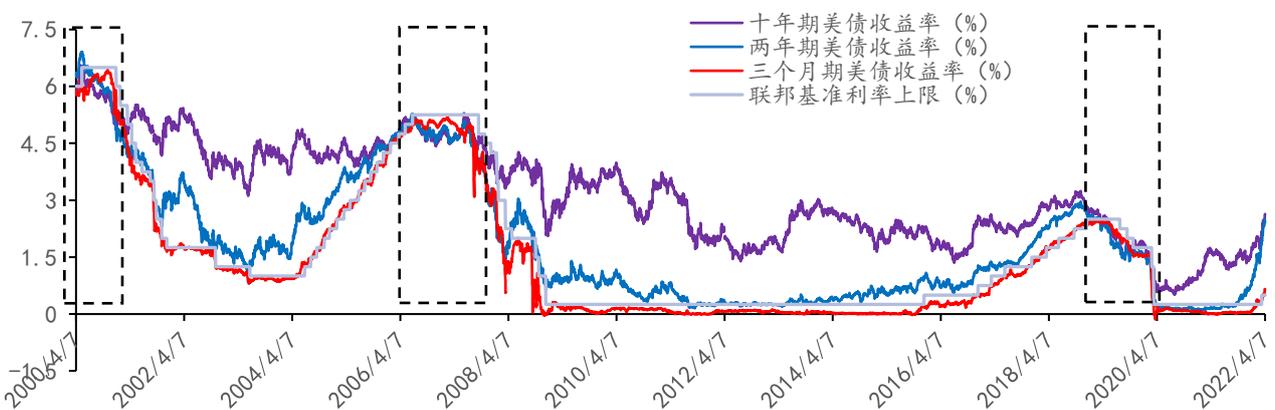
2.2 美债收益率倒挂: 本次倒挂与此前有何不同

尽管三月会议纪要公布后,长短期美债利差快速走阔,但三月底两年期、十年期美债收益率一度出现倒挂。从2000年全球互联网发展过快引起的衰退、2008年全球经济危机引起的衰退和2020年全球疫情引起的衰退看,美债收益率倒挂与此这类波动关系密切。然而,考虑美债收益率倒挂仍需要明确长短期的美债品种。从三月底的数据分析,两年期美债收益率超过十年期美债收益率,但三个月期美债收益率仍低于十年期美债收益率(即未出现倒挂,详见图5)。

从过去三次危机中分析,三个月期美债收益率均超过十年期美债收益率,而本次三个月期远低于十年期美债收益率。同时从联邦基准利率变化中可以看出,在危机期间基准利率一直保持在较高水平(2%至6%之间),而当前基准利率只有0.50%,远低于过去水平。

由于两年期收益率反映通胀预期(市场预期通胀较高,反映在收益率较高),三个月期美债收益率更多反映基准利率的变化(可以从下图看出,三个月期美债收益率变化几乎紧贴基准利率变化)。因此在美联储三月加息一次的情况下,两年期美债收益率飙升,而三个月期收益率仍保持稳定。所以本次倒挂与以往并不相同,也不能直接判断后续将出现衰退。

图5 美债收益率及联邦基准利率走势图 (%)



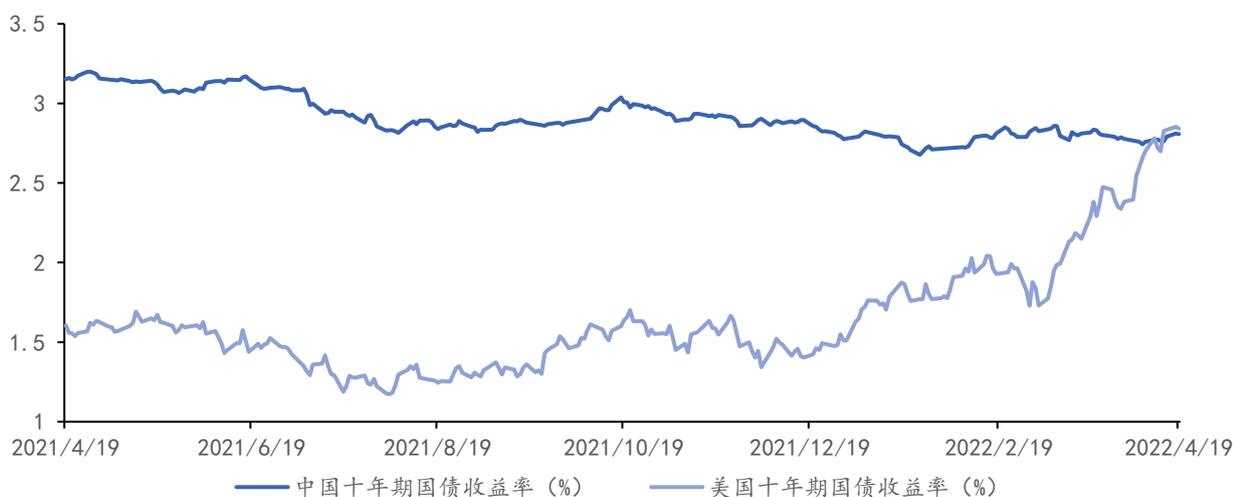
资料来源: Bloomberg

2.3 中国央行降准：在中美利差接近下的小幅度宽松

2022年4月15日央行宣布将下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，并表示此次全面降准将释放长期资金约5300亿元。尽管降准属于宽松货币政策，但在中美利差（以十年期国债收益率衡量，详见图6）及其接近的情况下，央行的政策空间仍受到限制。

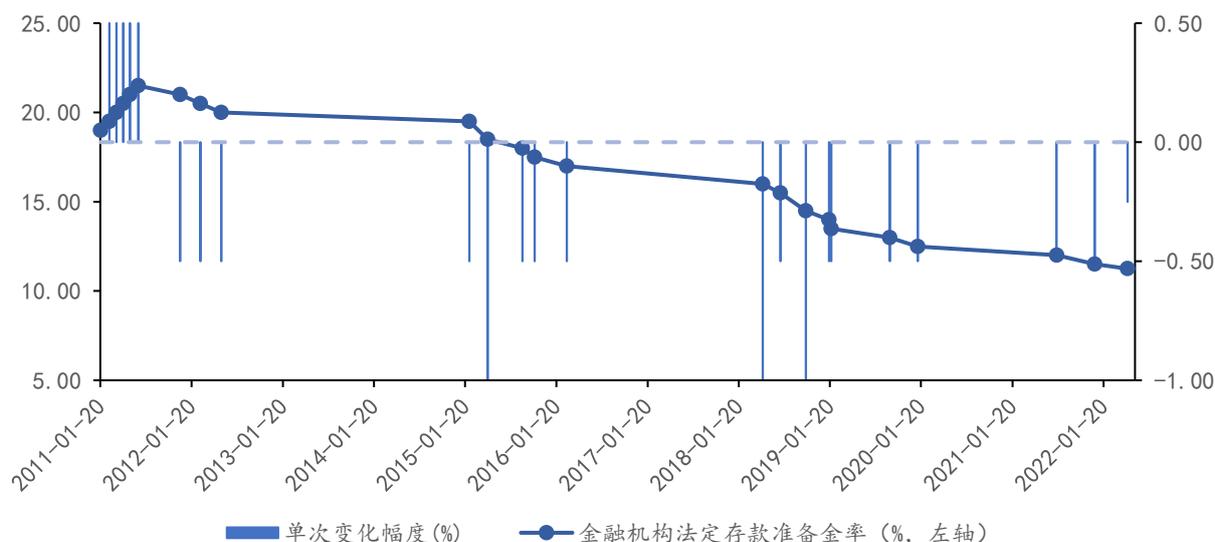
除去中美利差收紧的横向比较外，从央行过去下调存款准备金率的行动看，本次降准0.25个百分点的动作是2011年以来降准幅度最小的一次，而此前央行单次降准均为0.5个百分点（详见图7）。考虑到本次降准幅度偏小，国常会提出鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备覆盖率等其他相关宽松措施，可能会在近期陆续公布。

图6 中美两国十年期国债收益率走势图（%）



资料来源：Bloomberg

图7 2011年以来法定存款准备金率变化（%）

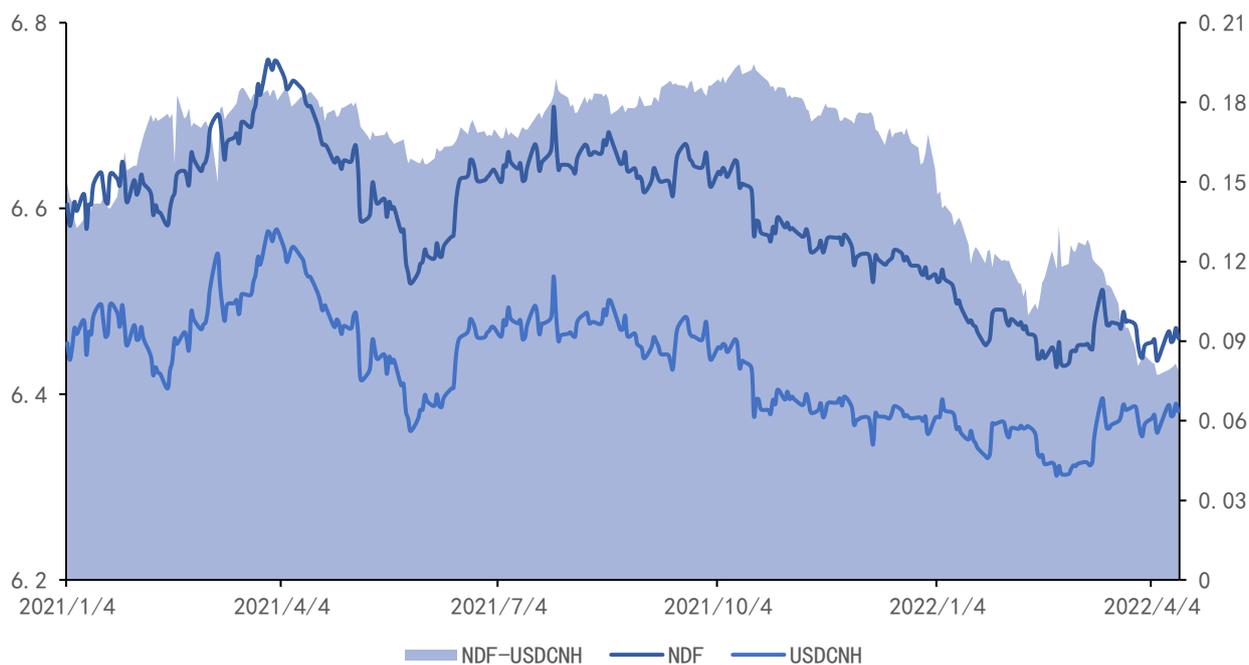


资料来源：Wind

3 汇率及利率分析

截至4月15日，离岸人民币兑美元即期汇率收于6.382，4月1日收盘6.368；在岸人民币兑美元即期汇率收于6.372，4月1日收盘6.363；一年期NDF收于6.46，4月1日收盘6.45（详见图8）。美元指数收于100.50，较两周前上涨1.89%。离岸人民币两周大幅贬值0.22%，在岸人民币两周大幅贬值0.14%。

图8 一年期NDF与离岸人民币汇率走势图



资料来源：Bloomberg

4 市场热点新闻

国常会：加大金融支持实体经济的措施

4月13日国务院常务会议提出，确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。其中提到鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备覆盖率，适时运用降准等货币政策工具，推动银行增强信贷投放能力，进一步加大金融对实体经济特别是受疫情严重影响行业和中小微企业、个体工商户的支持力度，向实体经济合理让利，降低企业综合融资成本。

上交所：做好REITs扩募储备工作

4月16日上海证券交易所副总经理表示，自去年6月首批基础设施落地以来，基础设施REITs共上市11单，市值447亿元，首批REITs项目上市即将迎来一周年。近期首单央企REIT中交建项目也将在上交所上市。下一步，上交所将在四方面开展REITs重点工作。一是围绕服务国家战略，抓好重点项目、示范项目落地；二是以制度建设为牵引，持续完善REITs配套机制；三是不断提高审核的质量和效率；四是做好市场监管和投资者教育。

财政部：2022年实施好积极的财政政策

4月16日财政部部长撰文表示，近五年来全国财政收入从17.26万亿元增长到20.25万亿元，五年收入总量达到93.18万亿元，全国财政支出从20.31万亿元增长到24.63万亿元，五年支出总量达到115.48万亿元。2022年财政部将实施好积极的财政政策，要坚持稳字当头、稳中求进，财政政策发力适当靠前，用好政策工具箱、打足提前量，早出台政策，早下拨资金，早落地见效，着力稳定宏观经济大盘。

5 全球 ESG 动态

联合国成立气候标准专家组

4月4日联合国宣布成立一个新的高级别专家组，负责制定用于国家和企业净零承诺的具体标准。新的专家组的目标是在2022年底之前在四个领域提出建议，包括制定净零目标的现行标准和定义，评估目标的可信度标准、净零承诺衡量和报告，验证净零承诺和脱碳计划进展的流程，以及将标准和准则传达到国际和国家净零路线图。

穆迪扩大 ESG 信用评行业范围

4月5日穆迪宣布，已将其 ESG 信用影响评分扩大到包括消费、航运、金融机构等几个新的行业。穆迪将 ESG 因素纳入这些行业的公司和组织的信用分析，包括发行人概况评分和信用影响评分两个部分。前者衡量发行人对 ESG 因素的风险敞口，后者衡量 ESG 因素对发行人信用评级的影响。该评分系统在2021年1月提出，最初应用于主权发行人，穆迪预计2022年此评分系统将会纳入更多行业范围，实施透明、一致和量化的评估。

贝莱德：预计2030年75%发行人将实现净零排放

4月14日贝莱德发表报告，认为在2030年有75%的企业和主权发行人将实现净零排放。报告提出，发行人在气候风险和能源转型方面的良好表现，将产生更好的长期结果，而气候转型将为投资者提供历史性的投资机会。贝莱德表示，正在与所投资的公司合作，提供技术工具来衡量评估投资组合的气候风险，并针对气候转型机会设立新的投资基金。

两周市场数据 (2022-04-04至2022-04-15)

美国三大市场指数	最高价	最低价	收盘价	变动值	百分比
标普500指数	4593.45	4381.34	4392.59	-153.27	-3.37%
标普500成长指数	3140.03	2895.27	2896.62	-189.56	-6.14%
标普500价值指数	1555.44	1522.92	1537.29	-8.33	-0.54%
纳斯达克100指数	15161.89	13882.75	13893.21	-968.00	-6.13%
纳斯达克综合指数	14534.38	13317.74	13351.08	-910.42	-6.38%
纳斯达克金龙中国指数	7997.47	6786.76	6881.66	-515.42	-6.97%
道琼斯工业平均指数	35112.21	34102.81	34451.23	-367.04	-1.05%
内地香港市场指数					
恒生指数	22523.64	20988.20	21518.08	-521.47	-2.37%
恒生国企指数	7780.33	7118.50	7385.58	-151.58	-2.01%
恒生科技指数	4773.69	4119.72	4320.10	-204.15	-4.51%
上证综合指数	3290.26	3140.90	3211.25	-71.47	-2.18%
深证成分股指数	12238.02	11439.59	11648.57	-579.36	-4.74%
沪深300指数	4278.11	4075.80	4188.75	-87.41	-2.04%
创业板指数	2662.62	2416.70	2460.36	-206.61	-7.75%
亚太其他地区市场指数					
日经225指数	27965.94	26304.08	27093.19	-572.79	-2.07%
韩国KOSPI指数	2769.18	2658.40	2696.06	-43.79	-1.60%
新加坡STI指数	3445.90	3330.25	3335.85	-83.26	-2.44%
台湾证交所加权指数	17528.99	16905.13	17004.18	-621.41	-3.53%
欧洲市场指数					
德国DAX指数	14603.44	13887.11	14163.85	-282.63	-1.96%
法国CAC40指数	6745.22	6424.97	6589.35	-94.96	-1.42%
英国富时100指数	7669.56	7532.23	7616.38	78.48	1.04%
欧洲斯托克50指数	3969.04	3763.32	3848.68	-70.00	-1.79%
MSCI 指数					
MSCI 全球指数	3086.91	2950.35	2959.67	-97.40	-3.19%
MSCI 亚太市场指数	182.26	171.58	173.92	-5.91	-3.29%
MSCI 新兴市场指数	1164.22	1104.66	1112.90	-32.95	-2.88%
MSCI 新兴亚洲市场指数	619.43	581.35	589.94	-18.19	-2.99%
MSCI 新兴欧洲市场指数	98.28	93.61	95.20	-2.22	-2.28%
MSCI 中国指数	75.65	69.10	71.23	-2.10	-2.86%
ESG 指数					
标普500ESG指数	402.44	381.99	382.99	-15.11	-3.80%
MSCI 全球ESG指数	189.74	180.40	180.98	-6.99	-3.72%
MSCI 凯特400指数	1750.96	1650.64	1655.53	-79.08	-4.56%
欧洲斯托克ESG指数	173.06	168.32	171.35	0.48	0.28%

免责声明

本周报仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本周报仅供本公司客户使用。本周报仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本周报的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本周报所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本周报当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本周报所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本周报所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本周报所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本周报的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

在任何情况下，本周报中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本周报中的任何内容所引致的任何损失负上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有周报中提到的公司所发行的证券并进行证券交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本周报所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本周报作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本周报可以取代自己的判断。

本周报版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处，且不得对本周报进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

地址：香港湾仔告士打道 38 号中国恒大中心 20 楼 2004-6 室

联络电话：+852 3550 6888

传真：+852 3550 6999

网址：www.gisf.hk