

2022年5月16日

## 宏观经济双周报

### 美国实际利率由负转正，全球金融资产继续承压

Liu Beite

[albert.liu@gisf.hk](mailto: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 2.61%，5 月 13 日收盘价 4023.89；  
美国道琼斯指数两周下跌 2.37%，5 月 13 日收盘价 32196.66；  
美国纳斯达克指数两周下跌 4.29%，5 月 13 日收盘价 11805.00；  
欧洲斯托克 50 指数两周下跌 2.61%，5 月 13 日收盘价 3703.42；  
中国上证指数两周上涨 1.22%，5 月 13 日收盘价 3084.28；  
香港恒生指数两周下跌 5.65%，5 月 13 日收盘价 19898.77；  
日经 225 指数两周下跌 1.57%，5 月 13 日收盘价 26427.65；

#### 2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周下跌 4.49%，5 月 13 日收盘价 1811.79；  
WTI 原油指数两周上涨 5.54%，5 月 13 日收盘价 110.49；

#### 3) 其他市场

美元指数两周上涨 1.56%，5 月 13 日收盘价 104.56；  
港币汇率两周上涨 0.04%，5 月 13 日收盘价 7.8499；  
波罗的海干散货指数两周上涨 29.12%，5 月 13 日收盘价 3104；  
美国十年期国债收益率两周下跌 0.51%，5 月 13 日数值为 2.92%；

### 1.2 两周市场回顾

美国真实利率由负转正，全球股指普遍下跌，黄金价格两周下跌约 4.50%。美联储首次加息 50 个基点，美元指数再次上涨，创十九年新高，新兴市场经济体货币普遍贬值。十年期美债收益率在触及 3.13% 的高点后相对回落，两周下跌 0.51%。中国港口物流仍未恢复，全球供应链压力持续，波罗的海干散货指数两周上涨近 30%。

从五月美联储议息会议的表述看，加息 50 个基点成为大概率事件，同时美联储将连续三个月缓慢缩表，每月减少 300 亿美元的国债和 75 亿美元的抵押支持证券到期再投资。在六月议息会议上，美联储还将公布对经济增长的季度预测，尽管坚持认为长期通胀将保持在 2.00%，美联储可能会上调短期通胀预测数值，并上调 2022 年联邦基准利率的预测值。

2021年5月16日 宏观经济研究

### 1.3 全球疫情

全球疫情近两周继续下降，5月14日单日新增确诊病例数为71.99/百万，5月1日单日新增确诊病例数为75.20/百万，下降约4.30%。2021年11月下旬奥密克戎病毒在全球开始流行，当时全球单日新增确诊病例数约为72.00/百万，随着新增确诊数量回到半年前的水平，奥密克戎的影响正在逐渐下降（详见图1）。

图1 2021年以来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

2022年以来，市场对疫情的关注程度正在逐渐下降，而对通胀和衰退的关注快速上升（详见图2）。尤其自3月底以来，短期美债收益率多次与长期美债收益率倒挂，使投资者对后续全球经济发展的不确定性尤其关注。主要央行进入加息周期、通胀高企、资本市场大幅波动，这些迹象都反映出当前全球经济可能达到增速放缓的拐点。

从美林时钟划分的衰退—复苏—过热—滞涨四个阶段分析，当前全球经济处于由滞涨向衰退过渡的阶段。这一时期的特点是“经济下行，通胀上行”。由于经济增速放缓，企业盈利可能下降，股票市场受到的冲击最明显。通胀上升，持有大宗商品及其相关资产获得的收益率相对更高。持有债券也可以获得相对稳定的收益，以便抵抗通胀对现金的侵蚀。

图2 “通胀”、“疫情”和“衰退”在新闻中出现次数的变化



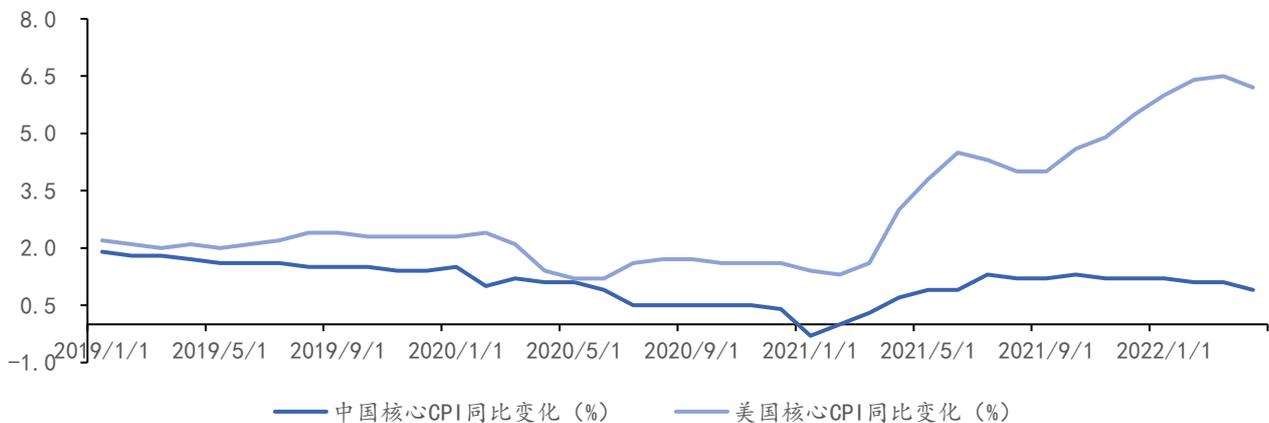
资料来源：Bloomberg

## 1.5 全球通货膨胀

从四月的通胀数据看，中美两国的核心CPI同比均下降，其中中国4月核心CPI为0.90%（前值1.10%），美国4月核心CPI为6.20%（前值6.50%，详见图3）。然而中美两国通胀下降的原因并不相同——中国由于经济活动放缓，消费动力较弱，央行在疫情中并未大幅宽松货币，因此核心CPI在近一年内始终围绕在0.90%至1.30%附近波动。美国由于货币宽松及经济活动相对活跃，通胀在近一年内逐渐走高，而在加息周期开启后，核心CPI有所回落。

从中美两国核心CPI的走势分析，中国更应该注意通货紧缩是否将出现，美国通货膨胀是否会再次向上。在应对措施上，中国需要继续实施宽松政策，提高经济增速，美国需要继续紧缩流动性，提防价格水平在各个领域的全面上升。

图3 中美两国核心CPI走势图（%）



资料来源：Bloomberg

## 2 宏观分析

### 2.1 美联储议息会议后续：货币政策委员意见仍不同

尽管五月的议息会议上，鲍威尔表示“不会积极考虑加息75个基点”，但近期多位联储分行官员均表示出对提高加息速度的欢迎态度。亚特兰大联储官员认为，如果通胀仍然维持在高位，不排除提高联邦基准利率增速。克利夫兰联储官员认为，通胀仍在上行，美联储可以考虑卖出抵押支持证券或者加快紧缩速度。然而鲍威尔在5月13日再次安抚市场，表示后续两次议息会议仍将加息50个基点，而不是75个基点。

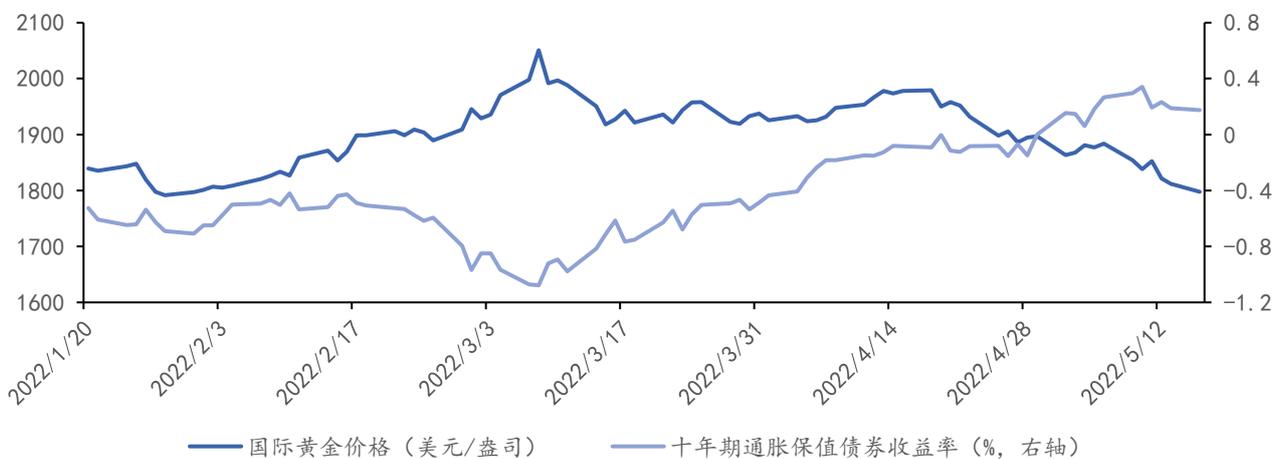
从联邦基准利率期货数据看，截至5月15日有89.8%的投资者认可在六月议息会议上加息50个基点，其他10.2%的投资者认可加息75个基点。尽管美联储多次表示，当前政策目标是控制通胀，但自2020年疫情开始以来，美联储经常与市场中的投资者交流货币政策走向，以便减少市场的不确定性和过度反应。从市场预期和鲍威尔表述看，六月加息50个基点已成定局，但从后续加息幅度看，2022年下半年至少还有1.50%的加息空间（以鲍威尔所提到的中性利率水平2.40%计算），整个过程难免对金融市场造成影响。

## 2.2 美国真实利率由负转正

以十年期通胀保值债券的收益率作为衡量真实利率的指标，自4月底以来TIPS的收益率由负转正，这也是自2020年3月以来，真实利率首次上升到正值。真实利率上升后，黄金快速承压，两周下跌约4.50%，几乎抹去了2022年1月以来的全部涨幅（详见图4）。

从长期分析，近期美国资本市场波动与真实利率大幅上行也有较高相关性（详见图5）。一般而言，当真实利率下降时，股指走势上升。在2020年3月市场恐慌时期，真实利率大幅上行并超过0.50%，股指明显下跌。2022年3月以来真实利率快速走高，由正转负，股指再次下行。同时，由于纳斯达克指数中包含大量利率敏感型的科技公司，在真实利率的变动过程中，纳斯达克指数的波动性往往大于标普500指数。

图4 十年期通胀保值债券收益率与国际黄金价格走势图



资料来源：Bloomberg

图5 2018年以来标普500指数、纳斯达克指数与十年期通胀保值债券收益率走势图



资料来源：Bloomberg

2021年5月16日 宏观经济研究

### 2.3 中国市场逐渐展现投资价值

从2020年至今，MSCI全球指数累计上涨约15%，MSCI新兴市场指数累计下跌约10%，MSCI中国指数累计下跌约25%。其中2021年MSCI中国指数从最高点已经下跌近50%，表现落后于市场平均水平（详见图6）。尽管中国指数反应的是离岸市场的表现（港股市场及美国中概股等），但在岸市场的走势与之相近，近期均经历了较大程度调整。

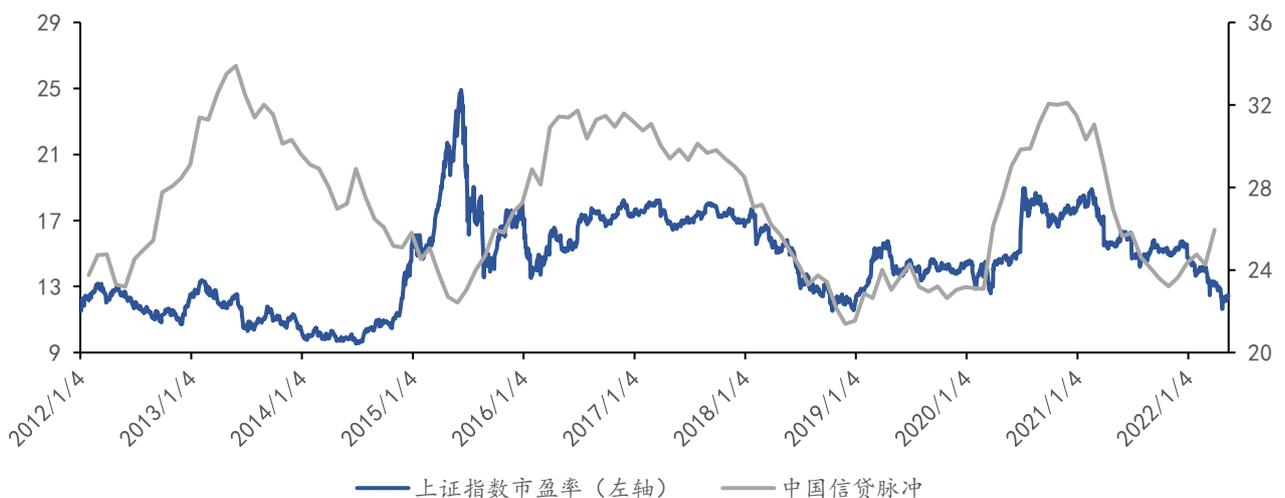
从上证指数市盈率和中国信贷脉冲的走势分析，当前上证指数市盈率处于历史低位，与2014年年中和2019年年末非常接近。同时，当前信贷脉冲正反映出再次向上的趋势（详见图7）。随着后续稳经济政策不断推出，信贷脉冲将再次向上，而当前上证指数继续下跌的空间有限，因此在后续政策底和市场底逐渐形成后，看好中国市场的投资价值。

图6 MSCI全球指数、新兴市场指数与中国指数走势图（2020/1/1设为1）



资料来源：Bloomberg

图7 中国上证指数市盈率与信贷脉冲走势图



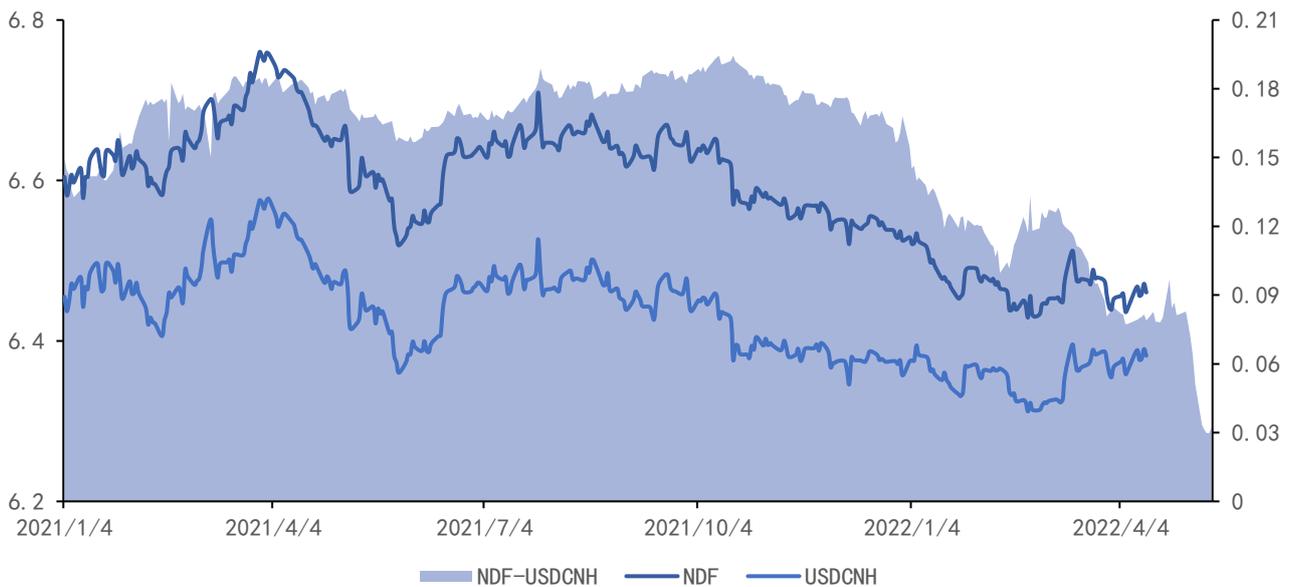
资料来源：Bloomberg

2021年5月16日 宏观经济研究

### 3 汇率及利率分析

截至5月15日，离岸人民币兑美元即期汇率收于6.800，4月29日收盘6.640；在岸人民币兑美元即期汇率收于6.789，4月29日收盘6.609；一年期NDF收于6.83，4月29日收盘6.72（详见图8）。美元指数收于104.56，较两周前上涨1.55%。离岸人民币两周大幅贬值2.41%，在岸人民币两周大幅贬值2.72%。

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

#### 央行发布第一季度货币政策执行报告

5月9日央行发布2022年第一季度货币政策执行报告，其中提及用好各类货币政策工具，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。在外汇市场方面，央行表示坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，加强跨境资金流动宏观审慎管理，强化预期管理，引导市场主体树立“风险中性”理念，保持外汇市场正常运行，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

#### 国际货币基金组织上调SDR人民币权重

5月15日，国际货币基金组织在五年一次的特别提款权（SDR）定值审查中，将人民币权重由10.92%上调至12.28%，将美元权重由41.73%上调至43.38%，同时下调了欧元、日元和英镑的权重。这也是2016年人民币成为SDR篮子货币以来的首次审查，其结果将于8月生效。对此央行表示将继续简化境外投资者投资中国市场的程序，延长银行间外汇市场交易时间，不断提升中国市场的投资便利性。

2021年5月16日 宏观经济研究

### 央行：下调全国首套房贷款利率

5月15日，央行与银保监会联合发布《关于调整差异化住房信贷政策有关问题的通知》，其中提到对于贷款购买普通自住住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。在全国统一的贷款利率下限基础上，人民银行、银保监会各派出机构按照“因城施策”的原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势变化及城市政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限。

## 5 全球 ESG 动态

### 欧盟发布可持续发展报告准则

5月2日欧盟授权的欧洲财务报告咨询小组发布《欧洲可持续发展报告准则》，旨在规定欧洲公司根据企业可持续报告指令，向外界公开与可持续发展相关披露要求。本次新准则将大幅提高需要提供可持续披露的公司数量，大约从此前的12000家公司增加至50000家，其中包含公司战略和商业模式、可持续性影响、机会和风险的评估及公司目标、行动的可持续报告等方面。

### IBM 调查：CEO 面临更多可持续发展压力

5月11日IBM调查显示，可持续发展问题正在成为CEO行动的主要优先事项，CEO面临越来越多来自董事会和投资者的可持续发展压力。本次调查采访了40个国家28个行业的3000多名CEO，其中近70%的受访人员表示已直接参与制定了公司的可持续发展战略。近半数受访人员认为投资回报率难以明确是可持续发展目标实现的最大障碍。

### 穆迪下调全球 ESG 债券发行规模预测

5月12日穆迪表示，由于市场成熟及全球货币政策收紧，绿色、社会、可持续发展相关债券发行量将受到负面影响。根据当前数据，2022年全球ESG债券发行量在第一季度同比下降近30%，达到1040亿美元，其中欧洲地区同比下降37%。穆迪预测全球全年ESG债券发行量将与去年大致持平，约为5500亿美元，低于此前7750亿美元的预测值。

**两周市场数据 (2022-05-02至2022-05-13)**

<b>美国三大市场指数</b>	最高价	最低价	收盘价	变动值	百分比
标普500指数	4307.66	3858.87	4023.89	-108.04	-2.61%
标普500成长指数	2833.64	2452.23	2587.95	-107.20	-3.98%
标普500价值指数	1511.09	1397.32	1441.82	-19.40	-1.33%
纳斯达克100指数	13556.67	11692.12	12387.40	-467.40	-4.12%
纳斯达克综合指数	12985.01	11108.76	11805.00	-529.64	-4.29%
纳斯达克金龙中国指数	7021.44	5344.16	6098.80	-606.82	-9.05%
道琼斯工业平均指数	34117.74	31228.22	32196.66	-780.55	-2.37%
<b>内地香港市场指数</b>					
恒生指数	21291.80	19178.89	19898.77	-1190.62	-5.65%
恒生国企指数	7355.16	6479.21	6807.03	-491.66	-6.74%
恒生科技指数	4489.50	3755.89	4038.97	-432.78	-9.68%
上证综合指数	3100.90	2957.40	3084.28	37.22	1.22%
深证成分股指数	11334.76	10560.78	11159.79	138.35	1.26%
沪深300指数	4039.70	3808.57	3988.60	-27.64	-0.69%
创业板指数	2401.10	2187.44	2358.16	39.02	1.68%
<b>亚太其他地区市场指数</b>					
日经225指数	27072.59	25688.11	26427.65	-420.25	-1.57%
韩国KOSPI指数	2702.10	2546.80	2604.24	-90.81	-3.37%
新加坡STI指数	3373.15	3165.18	3191.16	-165.74	-4.94%
台湾证交所加权指数	16783.78	15616.68	15832.54	-759.64	-4.58%
<b>欧洲市场指数</b>					
德国DAX指数	14315.24	13380.67	14027.93	-69.95	-0.50%
法国CAC40指数	6558.91	6086.02	6362.68	-171.09	-2.62%
英国富时100指数	7619.39	7158.53	7418.15	-126.40	-1.68%
欧洲斯托克50指数	3814.11	3526.86	3703.42	-99.44	-2.61%
<b>MSCI 指数</b>					
MSCI 全球指数	2878.40	2602.56	2701.33	-94.29	-3.37%
MSCI 亚太市场指数	169.43	156.83	160.07	-8.73	-5.17%
MSCI 新兴市场指数	1076.33	982.71	1004.52	-71.67	-6.66%
MSCI 新兴亚洲市场指数	575.47	524.77	535.61	-40.14	-6.97%
MSCI 新兴欧洲市场指数	87.09	78.72	81.20	-5.99	-6.87%
MSCI 中国指数	70.34	61.78	64.74	-5.04	-7.22%
<b>ESG 指数</b>					
标普500ESG指数	375.27	336.32	350.95	-9.33	-2.59%
MSCI 全球ESG指数	177.23	160.54	166.21	-6.24	-3.62%
MSCI 凯特400指数	1637.20	1461.38	1525.89	-44.20	-2.82%
欧洲斯托克ESG指数	167.40	155.21	161.30	-6.50	-3.87%

## 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](http://www.gisf.hk)