

2022年9月5日

宏观经济双周报

美联储欧央行再谈紧缩必要性，全球市场乐观情绪消散

Liu Beite
(852) 3550 6859
albert.liu@gisf.hk

1 两周市场回顾

1.1 金融市场数据：

1) 股票市场

美国标普 500 指数两周下跌 7.19%，9 月 2 日收盘价 3924.26；
美国道琼斯指数两周下跌 7.09%，9 月 2 日收盘价 31318.44；
美国纳斯达克指数两周下跌 8.46%，9 月 2 日收盘价 11630.86；
欧洲斯托克 50 指数两周下跌 4.98%，9 月 2 日收盘价 3544.38；
中国上证指数两周下跌 2.2%，9 月 2 日收盘价 3186.478；
香港恒生指数两周下跌 1.62%，9 月 2 日收盘价 19452.09；
日经 225 指数两周下跌 4.42%，9 月 2 日收盘价 27650.84；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周下跌 2.0%，9 月 2 日收盘价 1712.19；
WTI 原油指数两周下跌 4.3%，9 月 2 日收盘价 86.87；

3) 其他市场

美元指数两周上涨 1.26%，9 月 2 日收盘价 109.534；
港币汇率两周上涨 0.05%，9 月 2 日收盘价 7.8495；
波罗的海干散货指数两周下跌 15.09%，9 月 2 日收盘价 1086.0；
美国十年期国债收益率两周上涨 7.3%，9 月 2 日数值为 3.19%；

1.2 市场简要回顾：

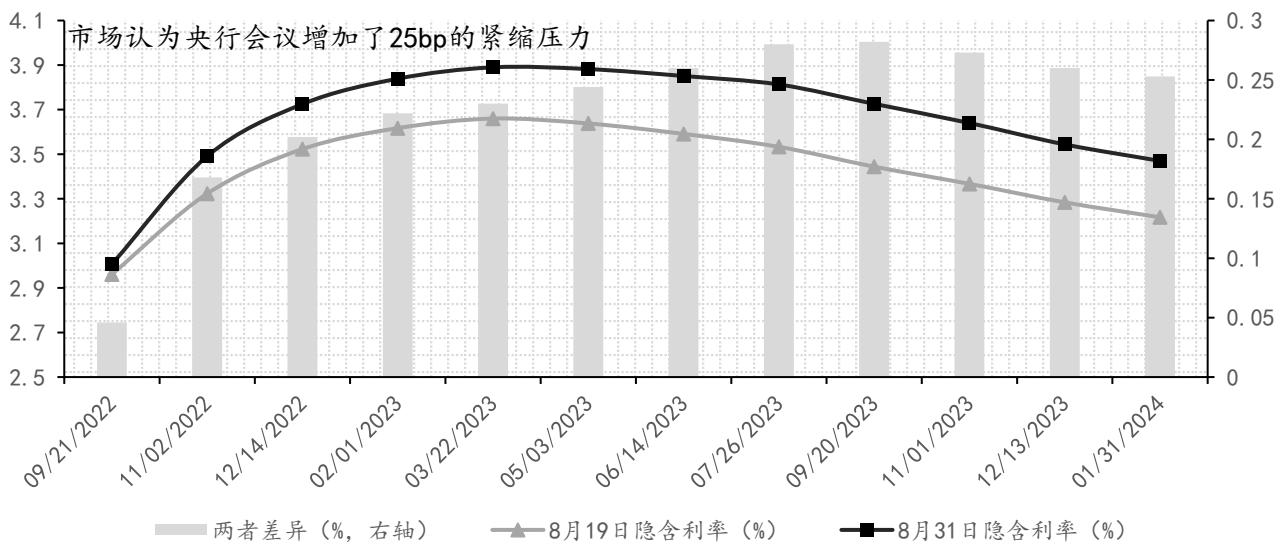
鲍威尔在全球央行会议上提出加快紧缩，众多美联储分行行长积极响应，打消了投资者对 2023 年放宽货币政策的期望。全球市场近两周普遍下跌，其中欧美市场跌幅较大。经济衰退压力加大，WTI 原油指数跌破 90 美元/桶。美元指数两周上涨 1.26%，收于 109 以上再创年内新高，十年期美债收益率重新接近 3.20%。市场等待一周后的 CPI 数据，以判断联储九月加息幅度。

2 宏观经济分析

2.1 数据空窗，紧缩预期再发酵

8月26日美联储鲍威尔在全球央行会议上再次强调加快紧缩的必要性，并表示将会根据后续的经济数据来决定九月会议的加息幅度。此前由于八月通胀数据下降，市场认为加息50个基点的概率较大。然而，在接近两周的数据空窗期中（仅有9月2日非农就业数据），美联储多位分行行长公开赞成鲍威尔的说法。从芝加哥商品交易所公布的联邦利率期货数据看，本次会议使得市场参与者认为2023年的紧缩幅度将增加约25个基点。对于九月议息会议，当前约60%的参与者认可加息75个基点（详见图1）。

图1 芝加哥商品交易所隐含联邦基准利率走势（%）



资料来源：CME Group

央行有关紧缩的表态还可以从资产负债规模的变化中体现。美联储在六月、七月、八月每月削减475亿美元美国国债和抵押支持证券，这一指标在九月已增长至950亿美元。从G4央行（美联储、欧洲央行、日本央行和英国央行）的数据来看，自今年二季度以来其合计资产负债规模已出现下降趋势（详见图2）。目前G4央行资产负债规模占其GDP的比例为56.4%，但2020年全球疫情开始前这一比例约为36%。按照今年二季度以来每月下降0.6个百分点的速度，想要重新回到疫情前水平还需要26个月的时间（即2024年11月左右）。不过，欧洲央行此前曾表示，如果经济出现压力可能会暂停缩表计划。在市场普遍认为全球经济将因央行加息面临压力的情况下，缩表能否顺利实现有非常大的不确定性。

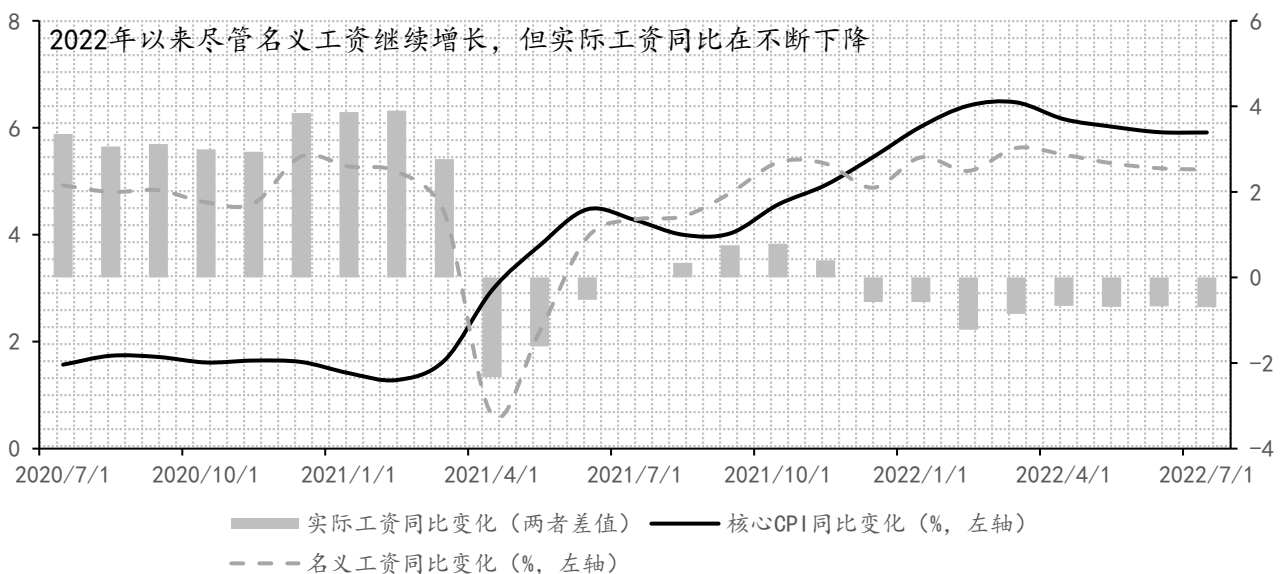
图2 G4央行资产负债规模变化



资料来源: Bloomberg

美联储在近几次议息会议上均表示，劳动者工资快速增长是提高利率的重要支持因素，但考虑到核心CPI的变化，自2022年以来实际工资水平其实在不断下降（详见图3）。这也可以解释为何今年历次非农就业数据均超过市场预期。在高通胀背景下，收入的实际购买力下降助推参与者回归市场，但是仅仅将这一指标视作经济动力较强可能有失偏颇，毕竟从PMI数据和实际GDP分析，非农就业人数的增加难以解释这些数据为何不及预期。

图3 美国核心CPI与工资水平同比变化

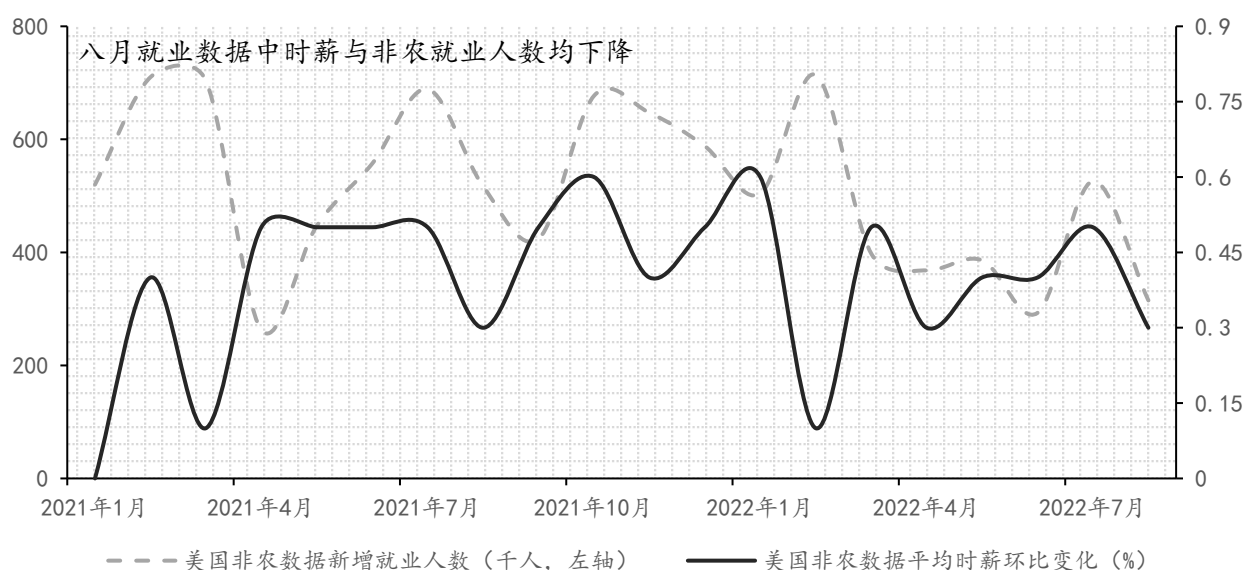


资料来源: Bloomberg

2022年9月5日 宏观经济研究

即便美联储仍以工资水平作为经济的衡量指标,从9月2日公布的八月非农就业数据看,新增就业人数和名义工资同时下降(详见图4),市场短期内认为美联储九月加息幅度可能偏向50bp。同时,本月劳动参与率再次上升,也与实际工资购买力下降导致劳动力重回市场的解释相符合。距离九月会议还有三周时间,市场还在等待一周后公布的八月CPI数据。如果CPI同比再次下降(即今年首次出现通胀二连降),那么加息50个基点的概率将大幅提升。

图4 美国非农时薪与新增就业人数变化



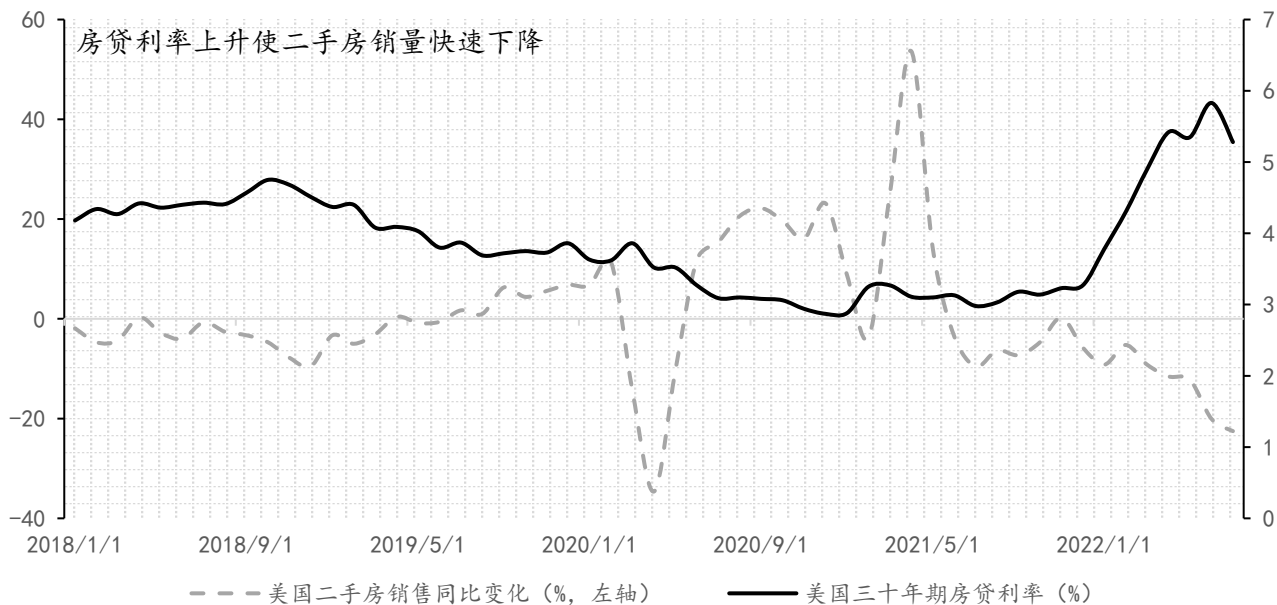
资料来源: Bloomberg

2.2 在资产端, 七月乐观情绪正在消散

在七月全球金融市场出现明显的反弹后,八月下旬以来乐观情绪已开始从市场中淡去。例如以美国二手房的销售数据与房贷利率的变化分析,当前三十年期房贷利率已达到5%以上,使得二手房销售同比下降至-20%以下(详见图5)。

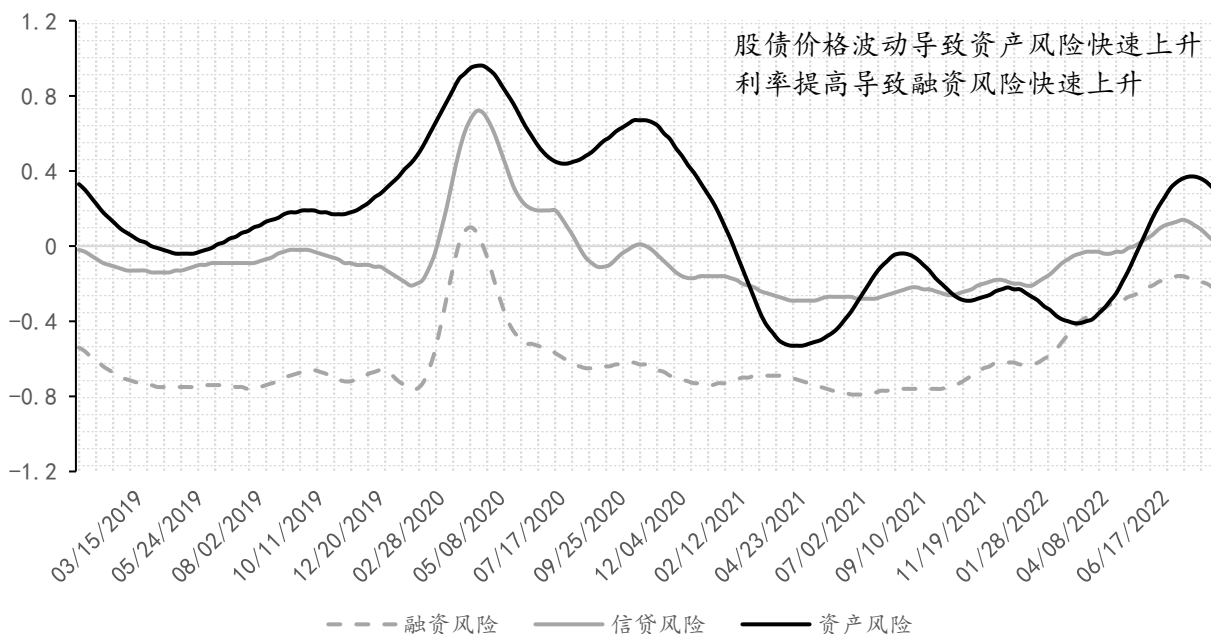
从芝加哥联储公布的金融紧缩指数来看,自六月以来融资风险、信贷风险和资产风险三个分项均出现明显上升。其中资产风险快速上升主要来自于股债市场价格波动,融资风险快速上升来源于市场利率迅速提高(详见图6)。尽管7月以来这一指标已出现下降,但目前其绝对水平较2020年3月非常接近。当前市场不具备疫情初次发生时的充裕流动性,由此带来的价格波动更有可能以价格下行的方式展现。

图5 美国二手房销售与房贷利率变化



资料来源: Bloomberg

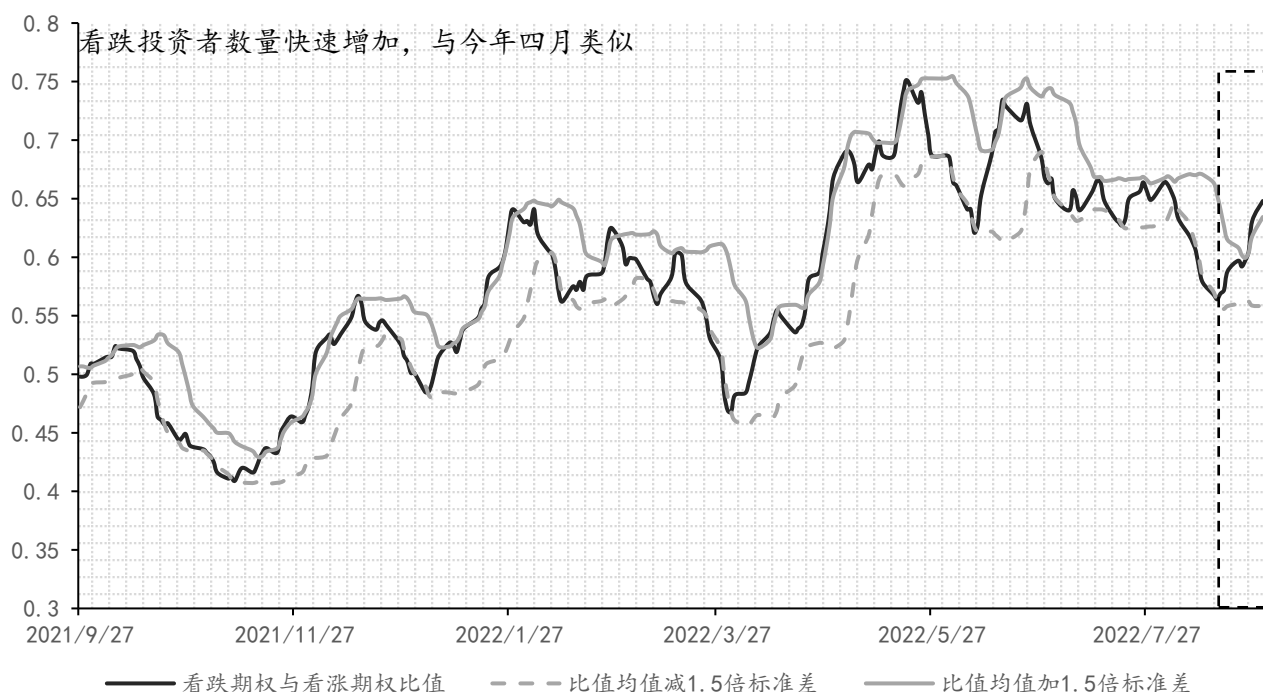
图6 芝加哥联储金融紧缩指数



资料来源: Bloomberg

从股票市场的投资者看跌与看涨比例分析，在7月下旬市场出现明显的上涨后，看跌投资者的数量达到阶段性底部，随后持有看跌期权与看涨期权的比值快速上行并超过1.5倍标准差，这和今年4月市场出现下行趋势时的表现类似。同时这一数值也仅次于今年5月、6月市场的阶段性底部，即在短期的反弹后投资者看空的数量快速增加。结合近两周全球股票市场的走势分析，在流动性持续收紧的环境下，上行的难度增加（详见图7）。

图7 芝加哥商品交易所股票看跌期权与看涨期权比值



资料来源：Bloomberg

除了投资者的多空行为外，从基本面角度分析，当前全球供应链紧张程度已经缓解，但更值得担忧的是全球运输成本的过度下降。从波罗的海干散货指数和上海集装箱运价指数的走势来看，在2021年全球疫情较严重的时刻，两者的价格均出现明显的抬升。当前代表原材料运输成本的干散货指数和代表产成品运输成本的集装箱运价指数均已经下跌到2021年年初甚至更低的位置，这其中既和全球各个经济体逐步开放使得供应链压力下降有关，也和企业经营生产活动逐渐走弱相关。后者可能会直接影响企业的财务情况，并最终反映在股价的变化上（详见图8）。

图8 波罗的海干散货指数与上海集装箱运价指数走势图



资料来源: Bloomberg

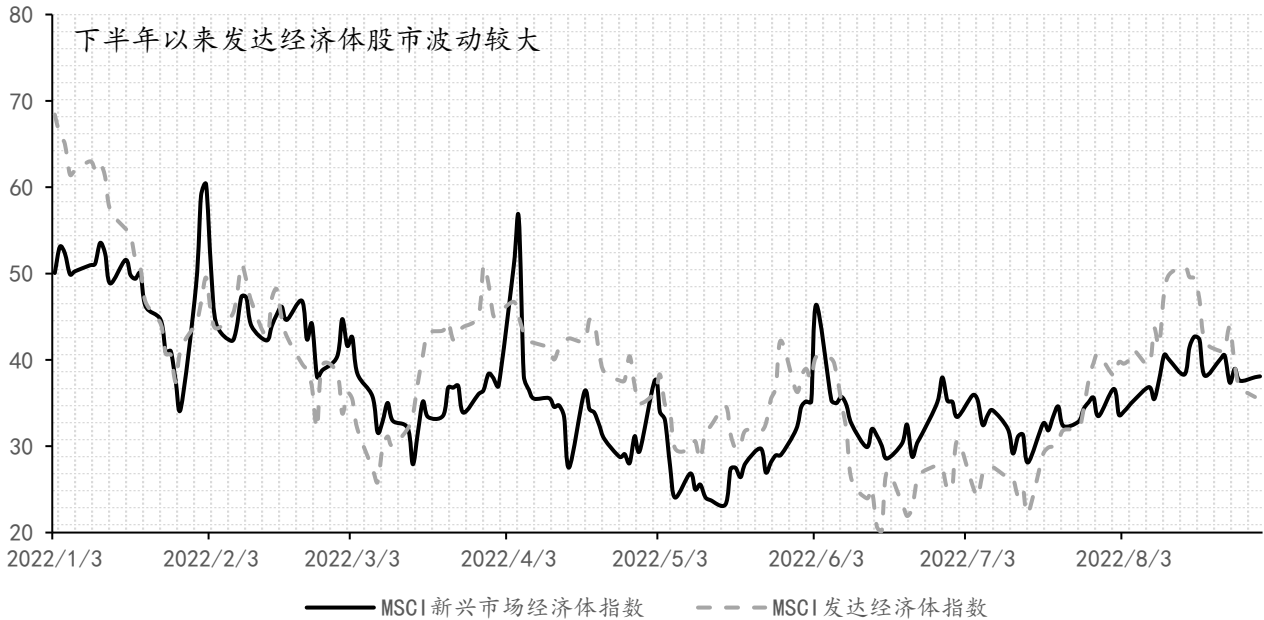
2.3 下行过程，仍有结构性机会

尽管全球市场大都面临下行压力，但是从结构性角度看，新兴市场在下半年的表现好于发达经济体。以 MSCI 指数成份股位于 200 日均线上的比例进行分析，上半年以来新兴市场经济体指数下跌明显，但是自 6 月以来发达经济体的波动率已经超过新兴市场。这可能是由于新兴市场经济体面临通胀压力的时间更加靠前，因此货币政策紧缩时间早于发达经济体。同时众多新兴市场经济体为大宗商品的出口国，在上半年大宗商品价格表现较优的情况下，这些国家的股票市场得到一定的支撑（详见图 9）。

发达经济体所面临的情况也各有不同，从欧洲和美国投资级债券回报指数的走势来看，自 6 月以来欧洲投资级债券回报指数的表现持续弱于美国市场，而上半年欧洲市场的表现普遍较优。这可能和欧洲当前 PMI 指数已经进入收缩区间直接相关。由于能源价格上升明显，且欧洲央行自今年下半年才开始削减收紧货币政策，短期内成本压力和流动性紧缩对市场的影响更大，使得在美债收益率大幅上行的背景下，欧洲投资级债券的表现持续弱于美国市场（详见图 10）。

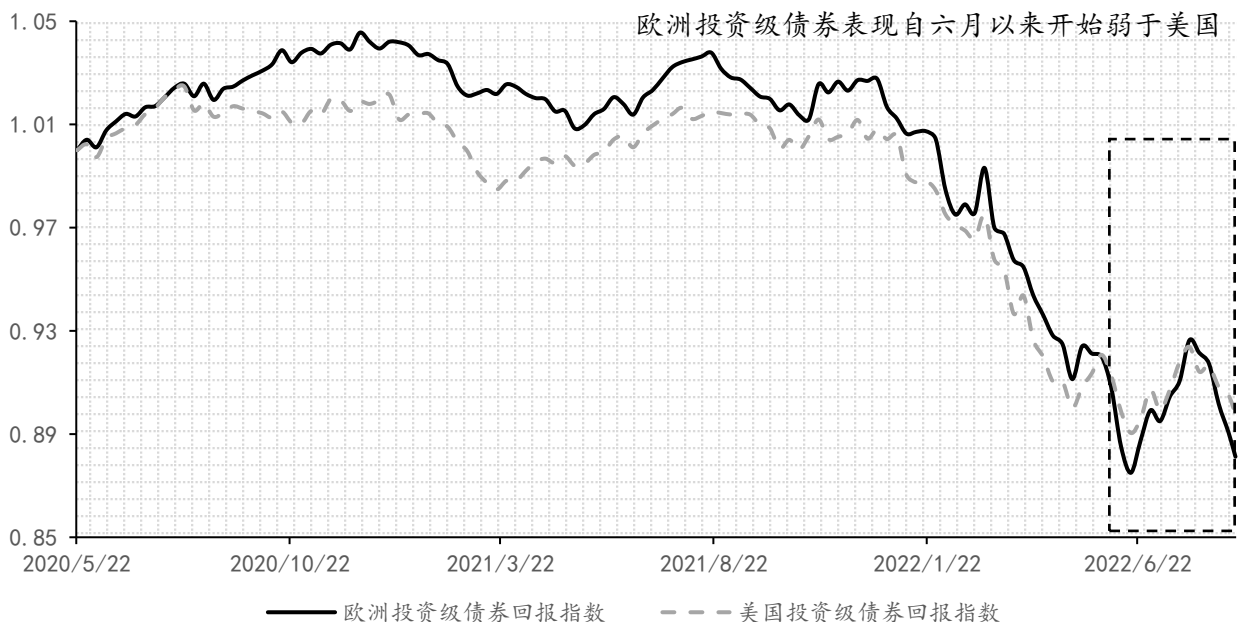
2022年9月5日 宏观经济研究

图9 MSCI指数成分股位于200日均线之上的比例



资料来源: Bloomberg

图10 欧洲、美国投资级债券回报指数走势



资料来源: Bloomberg

2022年9月5日 宏观经济研究

从市场内部的结构化角度看,在经济波动性增大的情况下,公共事业板块表现较优。以标普 500 指数与公共事业板块指数的回报走势进行分析,可以看出自今年二月以来公共事业板块指数大幅跑赢标普 500 指数,且全年录得正回报(详见图 11)。公共事业公司能够将高成本转嫁给消费者,同时产品需求受经济周期的影响较弱,作为防御性板块得到资金的青睐。在下半年能源价格继续维持高位的前提下,预计这一结构性优势将持续存在。

图 11 标普 500 指数与公用事业板块指数回报走势



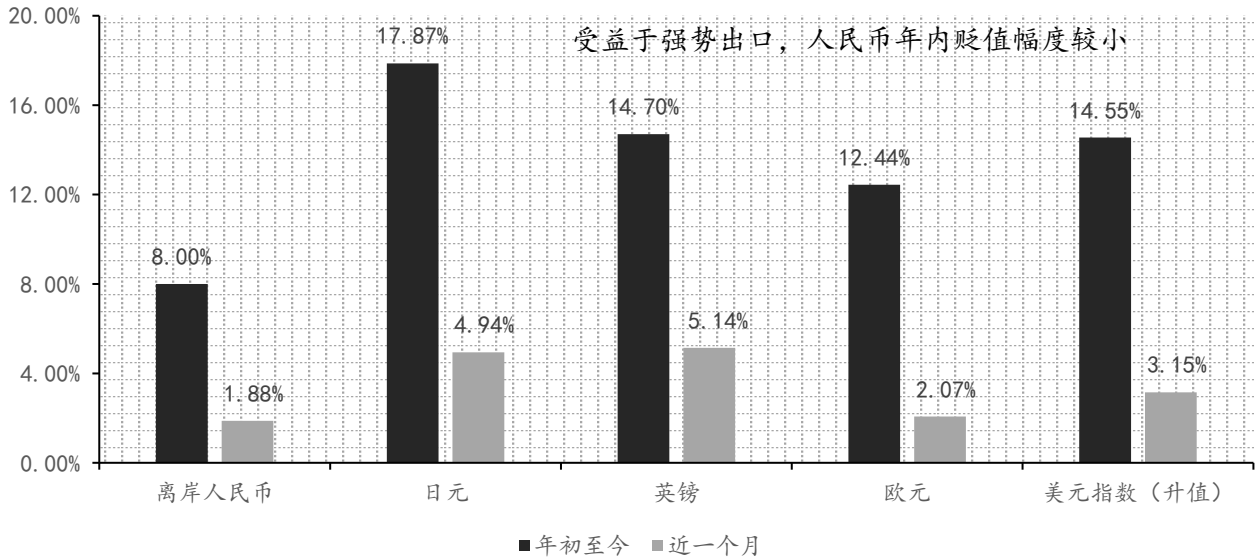
资料来源: Bloomberg

2.4 人民币贬值, 但已足够强势

近期人民币汇率再次出现明显波动,吸引市场关注。但是从市场主要货币的币值波动看,人民币贬值的情况并不及欧元、英镑和日元(详见图 12)。在美元指数年初至今升值超过 14%的情况下,离岸人民币年初至今贬值约 8%,是主要货币中贬值相对较少的。尽管近期币值再次明显波动,但近一个月人民币贬值不足 2%,仍少于主流货币。

人民币币值相对强势,与中国的出口情况直接相关。2021 年美联储尚未加息,美元指数相对稳定,中国出口数据连续走强使得 CFETS 人民币指数上行,人民币持续升值。2022 年美联储开始加息,人民币随之贬值,但整体出口数据在上半年继续超出市场预期(详见图 13)。在当前海外市场的需求仍相对旺盛的前提下,预计后续人民币贬值空间有限。

图 12 主要货币年内贬值情况



资料来源: Bloomberg

图 13 CFETS 人民币指数与离岸人民币汇率走势



资料来源: Bloomberg

2022年9月5日 宏观经济研究

附录1 欧美央行货币政策表态

美联储货币政策表态：

美联储鲍威尔：“九月加息规模取决于经济数据的变化”、“历史数据表明，过早放松政策可能会导致通胀再次发生，因此应当保持警惕”。

明尼阿波利斯联储行长 Kashkari：“美联储将在一段时间内保持限制性政策，以降低通胀率”、“目前8.5%的通胀率是美联储目标的三倍以上”。

里士满联储行长 Barkin：“美联储致力于将通胀恢复到2%的目标，但没有必要加息到经济衰退的地步”。

克利夫兰联储行长 Mester：“2023年年初基准利率将达到4%以上，全年不会有降息行动”、“经济增速可能低于2%”。

亚特兰大联储行长 Bostic：“当前通胀距离美联储2%的目标还很远，我们必须让经济放慢下来”、“软着陆相对困难，对利率敏感的行业会首先放缓，房地产市场的减速并不令人意外”。

纽约联储行长 Williams：“降低通胀是美联储的第一要务”、“高利率将维持到2023年，并在利率下调前高利率会维持一段时间”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行管理委员会成员 Holzmann：“即使欧元区经济衰退风险上升，欧洲央行也不应该在通胀方面松懈”、“欧央行需要快速接近均衡利率，并很可能超过均衡利率，50个基点是下次议息会议的最低水平”。

欧洲央行管理委员会成员 Nagel：“不应因为担心潜在的经济衰退而推迟加息步伐，提前发力加息可以最大程度降低经济下滑的风险”、“通胀维持高位的时间越长，通胀预期脱离锚定的可能性越大”。

欧洲央行首席经济学家 Philip：“相对于次数较少、每次幅度较大的加息，分步多次的加息更能让市场接受”。

2022年9月5日 宏观经济研究

附录2 全球资产价格变动

股票市场	基准指数	最新值	周变动 (%)	月变动 (%)	季变动 (%)	年初至今 (%)
全球市场	MSCI ACWI Index	604.93	-1.92%	-5.62%	-7.24%	-19.86%
发达经济体	MSCI World Index	2596.70	-1.84%	-5.97%	-6.92%	-19.65%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	967.80	-2.51%	-2.69%	-9.66%	-21.45%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	3735.53	-3.37%	-5.48%	-4.71%	-18.68%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1568.58	-2.73%	-8.32%	-13.46%	-25.07%
中国	MSCI China Index	64.51	-3.36%	-3.69%	-9.90%	-23.47%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	839.98	-0.89%	-5.55%	-5.28%	-17.81%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	837.47	-0.93%	-5.70%	-5.39%	-18.10%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	112.92	-0.08%	-0.29%	-4.97%	-17.73%
投资级公司债券						
全球市场	Blomberg Global Aggregate Index	445.99	-0.87%	-4.87%	-4.77%	-16.23%
发达经济体	Blomberg Global Aggregate Developed Markets Index	95.23	-0.92%	-5.28%	-5.02%	-17.08%
新兴市场经济体	Blomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1060.74	-0.97%	-1.40%	-2.93%	-16.27%
美国	Blomberg US Aggregate Index	2097.46	-0.59%	-2.01%	-1.22%	-10.94%
中国	Blomberg China Aggregate Index	256.42	-0.40%	-1.92%	-2.37%	-4.77%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1294.50	-0.90%	-3.07%	-5.37%	-15.33%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	146.85	-0.98%	-4.54%	-5.62%	-14.68%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	118.88	-1.04%	-0.45%	-2.01%	-15.95%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2181.59	-1.80%	-3.11%	-3.05%	-11.37%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	37.28	-0.14%	17.52%	-17.95%	-47.49%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	119.10	-5.18%	0.89%	-11.00%	20.10%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	53.48	-7.93%	4.22%	-10.80%	73.11%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	146.38	-7.52%	-5.38%	-21.33%	-15.34%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	193.46	-2.12%	-6.25%	-10.59%	-11.69%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	68.27	-2.63%	4.28%	-8.62%	12.31%

数据来源: Bloomberg

2022年9月5日 宏观经济研究

免责声明

本报告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。本报告仅供本公司客户使用。本报告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。

本报告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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告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报告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，本报告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报告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报告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报告所提到的公司的董事。

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

本报告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，且不得对本报告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