

2023年6月12日

## 宏观经济双周报

### 美联储六月会议可能暂不加息，中国资产等待政策信号

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 指数两周上涨 2.22%，6 月 9 日收盘价 4298.86；  
美国道琼斯指数两周上涨 2.37%，6 月 9 日收盘价 33876.78；  
美国纳斯达克指数两周上涨 2.18%，6 月 9 日收盘价 13259.14；  
欧洲斯托克 50 指数两周下跌 1.10%，6 月 9 日收盘价 4289.79；  
中国上证指数两周上涨 0.59%，6 月 9 日收盘价 3231.41；  
香港恒生指数两周上涨 3.43%，6 月 9 日收盘价 19389.95；  
日经 225 指数两周上涨 4.36%，6 月 9 日收盘价 32265.17；

#### 2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周上涨 0.76%，6 月 9 日收盘价 1961.19；  
WTI 原油指数两周下跌 3.44%，6 月 9 日收盘价 70.17；

#### 3) 其他市场

美元指数两周下跌 0.62%，6 月 9 日收盘价 103.56；  
港币汇率两周上涨 0.07%，6 月 9 日收盘价 7.8389；  
波罗的海干散货指数两周下跌 9.98%，6 月 9 日收盘价 1055；  
美国十年期国债收益率两周下跌 1.55%，6 月 9 日数值为 3.74%；

### 1.2 市场简要回顾：

近两周全球股票市场普遍上涨，美联储多位分行行长赞成在六月议息会议上维持现有利率不变，等待货币政策的累积效应出现后再决定是否继续加息。这一表态使全球市场的紧缩压力下降，美元指数和十年期美债收益率近两周均下行，黄金价格小幅上行。中国股市近两周止跌反弹，除去降低存款利率外，市场还在等待更多政策刺激。

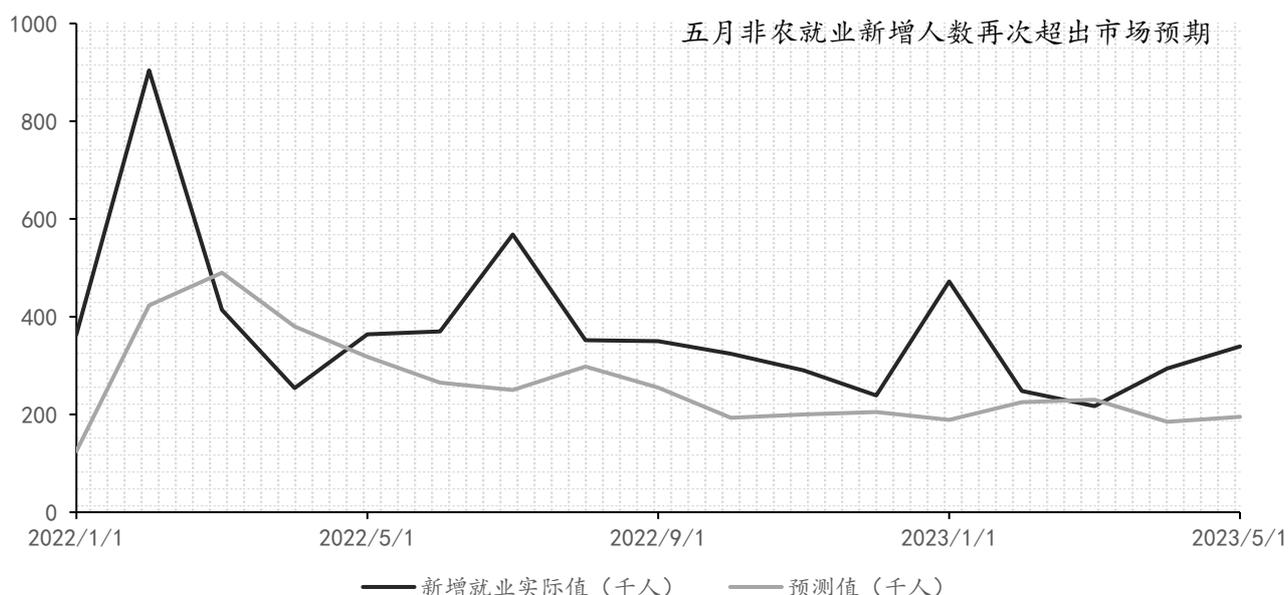
## 2 宏观经济分析

### 2.1 美联储六月可能暂不加息

五月非农就业数据显示,单月新增就业人数 33.9 万人(市场预期 19.5 万人,前值 29.4 万人),劳动力市场的紧俏现象持续(详见图 1)。在新增人数中服务部门增长 25.7 万人,占据总体新增数量的 2/3 以上,工业部门增长 2.6 万人,与上月基本持平。

五月劳动参与率录得 62.6% (市场预期 62.6%, 前值 62.6%), 显示出劳动力紧缺的状况仍没有改变。从新增就业和劳动参与率的数据分析,就业市场伴随货币政策紧缩而走弱的趋势并不明显,六月加息的概率可能提高。

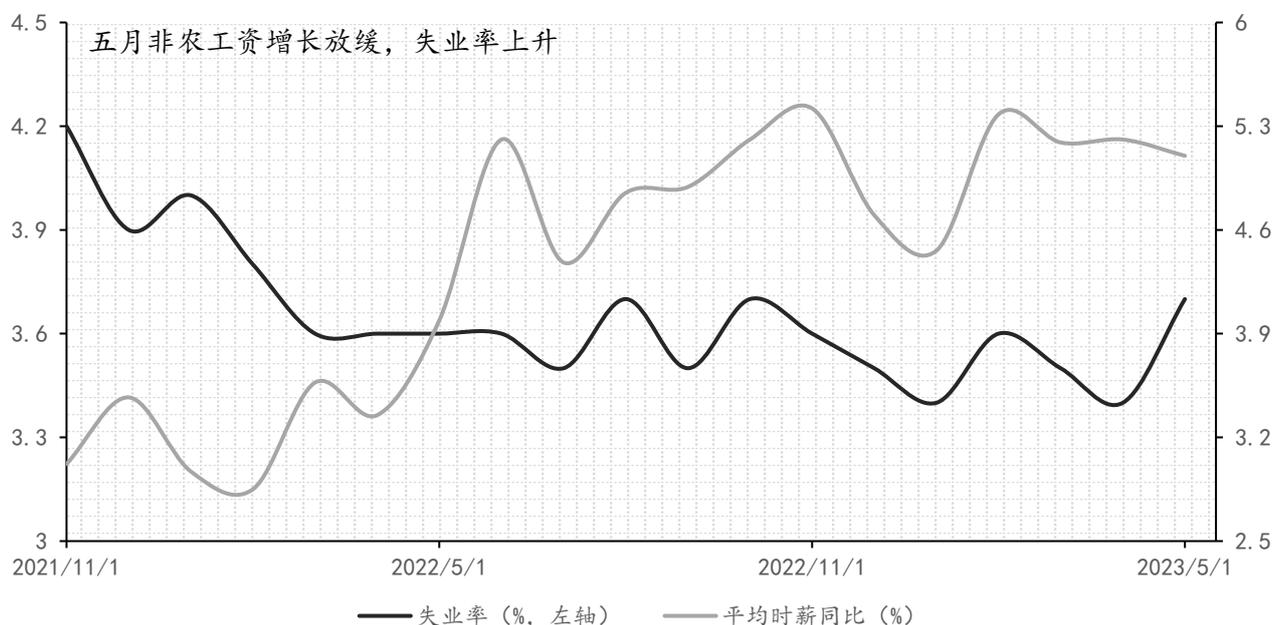
图 1 非农就业单月新增人数变化



资料来源: Bloomberg

然而非农就业数据的另外两个指标,时薪同比与失业率已经开始走弱。五月非农就业时薪同比增长 5.1% (前值 5.2%), 失业率达到 3.7% (前值 3.1%, 详见图 2), 两者均指向劳动力市场正在出现降温的迹象。上述指标出现背离,为本次美联储决策带来挑战。但是从数据公布后的市场反映来看,美国三大股指均上涨,投资者将本次数据解读为强势就业人数对经济存在利好。

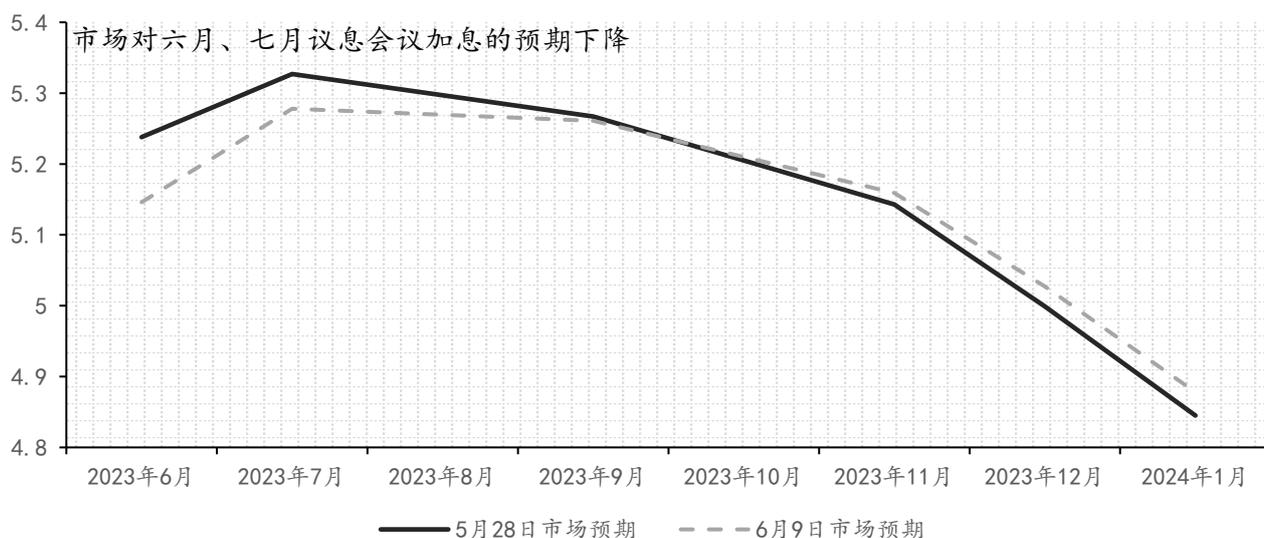
图2 非农就业时薪及失业率变化



资料来源: Bloomberg

从 PCE、CPI 和非农就业数据的变化，以及美联储分行官员的表态来看，市场认可美联储后续还会加息，但是加息的时间存在分歧。从芝加哥商品交易所联邦利率期货的数据分析，近两周投资者认为美联储在六月和七月的议息会议上可能考虑放缓紧缩步伐（详见图 3），根据一些联储分行行长的表述，美联储在六月会议上可能暂不加息。

图3 近两周市场加息预期变化



资料来源: Bloomberg

2023年6月12日 宏观经济研究

一些分行行长表示，六月暂不加息并不代表本次加息周期已达到利率峰值。从近期加拿大央行的升息步伐来看，在连续两个月维持基准利率水平不变后，央行在六月一期会议上意外加息 25 个基点，以便应对相对高位的 CPI 数据（详见图 4）。美联储也可参照这一做法，在六月会议上暂不加息，七月会议则根据近两月的经济数据另作判断。

图 4 加拿大央行基准利率与通胀数据变化

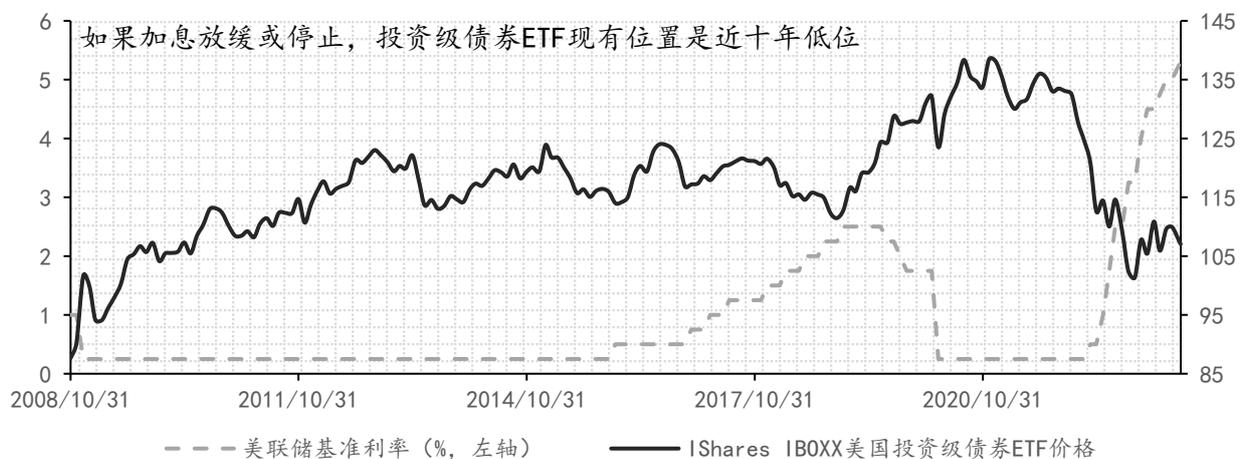


资料来源：Bloomberg

## 2.2 加息接近尾声的股债市场

在六月可能跳过一次加息的背景下，直接受益的金融资产是投资级债券。在连续十次的加息后，当前投资级债券收益率已经达到近十年的阶段高点，明显计入了利率提高的影响（详见图 5）。如果美联储短期暂停加息，投资级债券的价格很可能由低位反弹。

图 5 美国投资级债券 ETF 和美联储基准利率走势图



资料来源：Bloomberg

2023年6月12日 宏观经济研究

对于股票市场而言，高利率和高通胀的作用已经使不同资产负债情况的股票出现走势差异。从美国银行强资产负债表股票指数和弱资产负债表股票指数的走势分析，良好的资产负债情况可以帮助公司在借贷成本提高和生产成本提高的双重压力下，继续维持经营状况的稳定性，其股价也明显跑赢市场（详见图6）。

图6 美国银行不同资产负债情况股票指数走势图

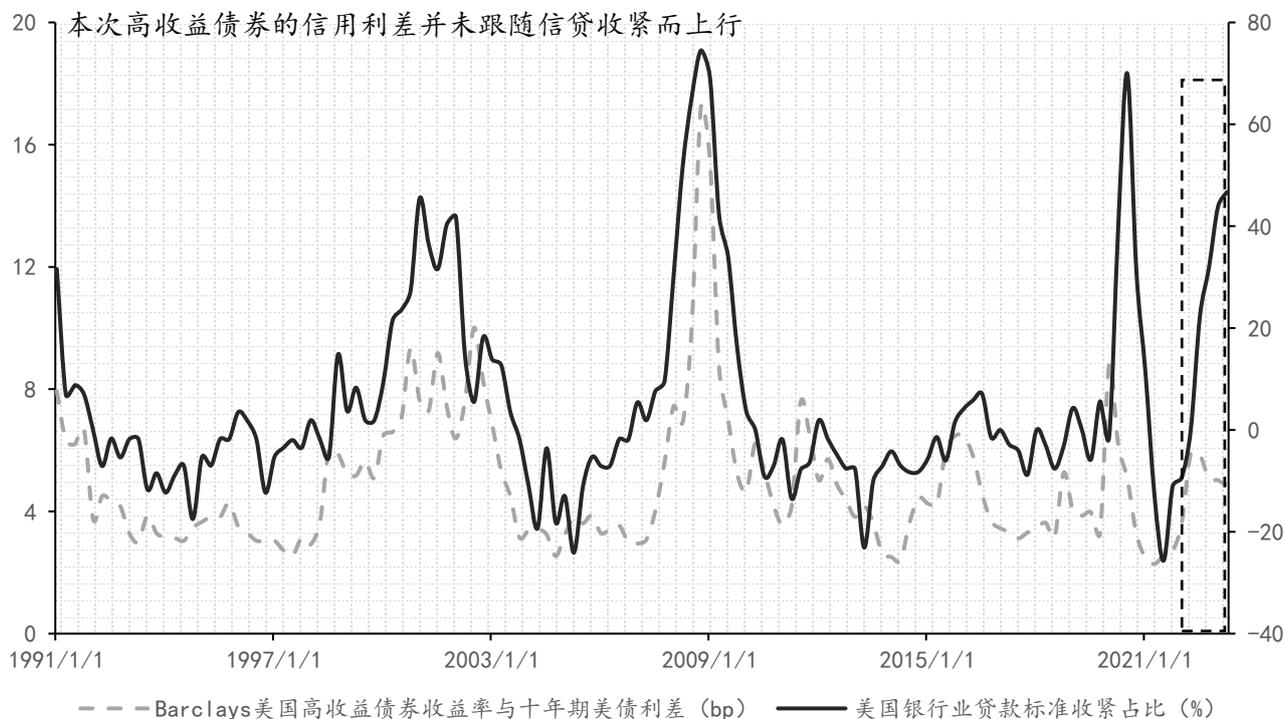


资料来源：Bloomberg

尽管众多投资者担忧加息的累积效应可能对经济产生负面影响，但是本次银行业信贷收紧并未导致高收益债券逆差明显扩大（详见图7）。这意味着类似1999年、2008年出现的危机可能不会在2023年重现。高收益债券的信用利差维持稳定，意味着高收益债券发行人的还款能力没有受到市场质疑，连续加息对他们造成的影响低于市场预期。

从债券角度分析过去两次危机出现的概率较小，但是局部行业产生泡沫的迹象值得市场注意。以纳斯达克100指数与罗素2000指数的比值构建指标，这一指标在今年六月一度达到了21世纪初互联网泡沫时期的水平（详见图8）。纳斯达克100指数包含的科技股是当下人工智能相关行业的标志，尽管全球都在配置这些成长类资产，但毫无疑问它们当前的估值并不便宜。

图7 美国高收益债券信用利差与银行业信贷收紧占比变化



资料来源: Bloomberg、FRED Database

图8 纳斯达克100指数与罗素2000指数比值变化



资料来源: Bloomberg

2023年6月12日 宏观经济研究

从MSCI美国周期板块与防御板块的回报差额指数来看，当前该指数与PMI出现背离走势（详见图9）。根据以往两者的历史走势分析，PMI指数可能会从低位反弹。这些迹象支持，从总体经济环境来看，全球出现衰退的可能性正在下降。

图9 周期防御板块回报差额指数与PMI走势图



资料来源：Bloomberg

### 2.3 中国资产等待政策信号

五月中国CPI同比增长0.2%（前值0.1%），核心CPI同比增长0.6%（前值0.7%，详见图10），继续处于低位。相比欧美市场的过剩储蓄以及供应不足的情况，中国市场需要等待外部需求和内部需求的增长，以使通胀数据在宽松的货币环境中合理上升。

在房地产行业，五月的弱势数据使投资者开始期待进一步的放宽政策。近两周市场出现了“三条红线放宽”、“一线城市限购政策调整”等相关消息，地产债指数连续两周上涨，终结了此前两个月的下跌走势（详见图11）。投资者可以密切关注六月中旬MLF利率的变化。

图 10 CPI 与核心 CPI 同比变化



资料来源: Bloomberg

图 11 中资美元债地产债指数变化

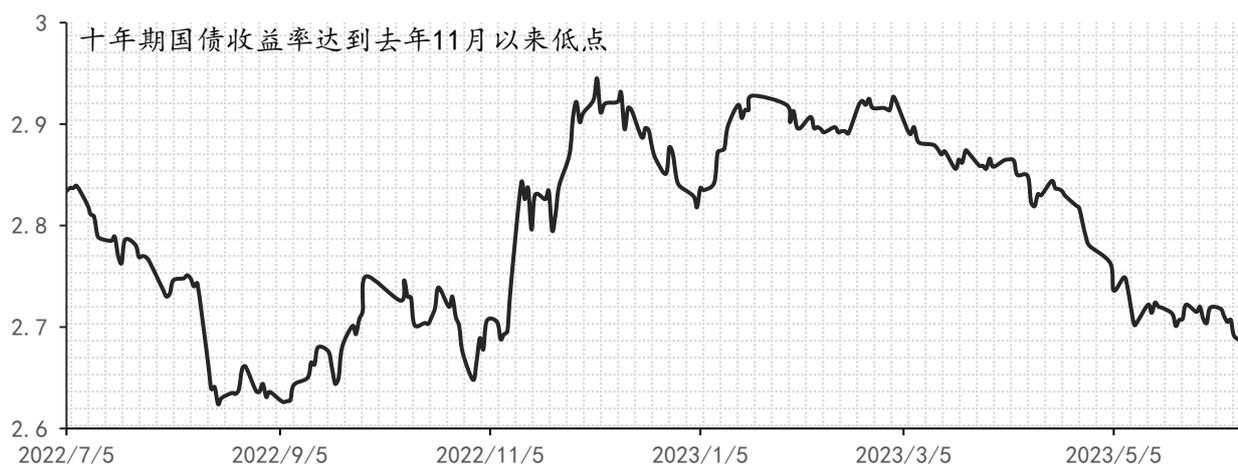


资料来源: Bloomberg

2023年6月12日 宏观经济研究

近两周商业银行再次下调存款利率，向市场继续注入流动性。受此影响十年期国债收益率向下突破2.7%，达到去年11月以来的低点（详见图12）。存款利率下降提高了商业银行的净息差水平，也为后续贷款利率的下行提供了空间。

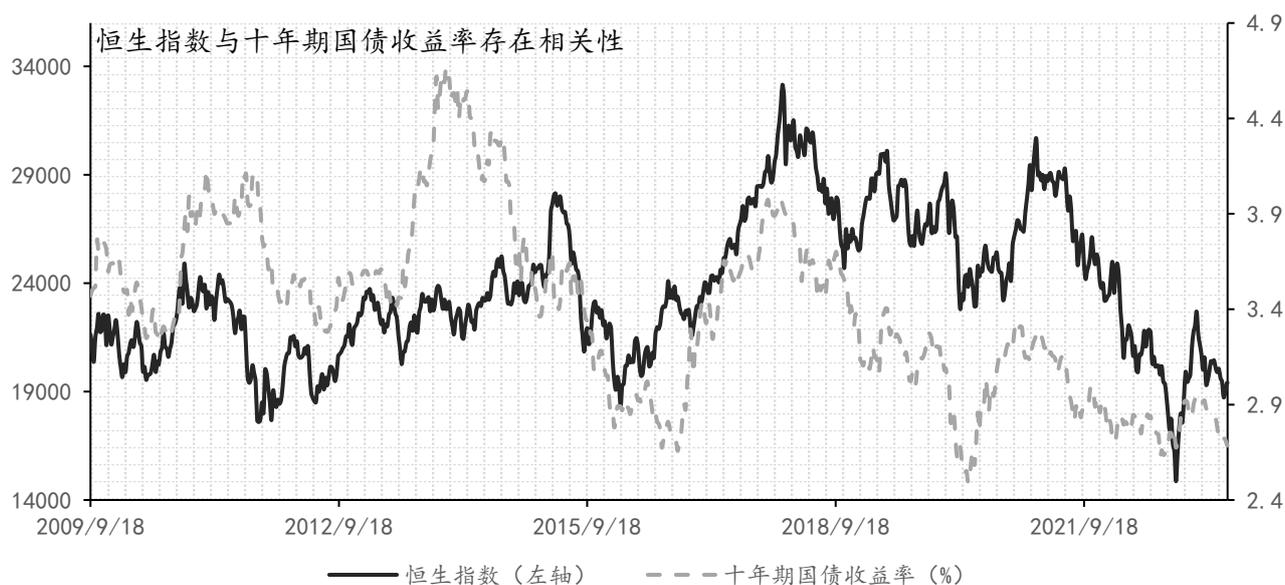
图12 十年期国债收益率走势图



资料来源：Bloomberg

从恒生指数与十年期国债收益率的走势分析，两者在长期存在相关性（详见图13）。如果六月之后的政策刺激力度较强，预计国债收益率和股指有重拾上升趋势的可能。从恒生指数近两周的走势看，市场在18000点位置已经得到一定支撑。

图13 恒生指数与十年期国债收益率走势图



资料来源：Bloomberg

2023年6月12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：

美联储褐皮书 Beige Book：“大多数地区就业人数继续增长，但增速低于此前的报告。物价温和上涨，上升幅度有所放缓，消费者对价格的敏感性提高”。

美联储理事 Jefferson：“跳过一次加息将使委员会有时间研究数据，但不排除未来会继续收紧政策”、“维持利率不变不代表已经达到本周期的利率峰值”。

费城联储行长 Harker：“美联储至少应该跳过一次加息，使货币政策发挥作用，推动通胀率回到目标水平”、“经济前景的不确定性使美联储坚持逐次评估”。

克利夫兰联储行长 Mester：“没有看到令人信服的理由支持六月议息会议暂停加息”、“美联储应当继续提高利率，然后暂停一段时间来观察经济走势”。

圣路易斯联储行长 Bullard：“通胀降温的前景整体不错，但美联储需要继续保持警惕”、“后续依稀会议将考虑政策的限制区间和金融稳定等其他因素”。

芝加哥联储行长 Goolsbee：“加息存在滞后效应，美联储应当谨慎行事”、“银行可能在高利率环境下大规模收紧信贷，提高政策收紧的实际效果”。

### 欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行管理委员会成员 Centeno：“欧洲央行史无前例的加息周期没有影响欧元区的经济增长”、“当前通胀放缓的原因是最初推高价格的供应冲击发生逆转”。

欧洲央行管理委员会成员 Muller：“从现在的通胀水平看，欧央行很可能还会有不止一次的 25 个基点的加息”、“市场认为的明年年初降息的预期可能过于乐观”。

欧洲央行管理委员会成员 Knot：“欧央行当前的紧缩措施并不足够，通胀很可能在很长一段时间保持过高水平”、“支持欧央行进一步加息，但此举可能令市场承担压力”。

欧洲央行管理委员会成员 Simkus：“欧央行可能在六月和七月的议息会议上分别加息 25 个基点”、“七月以后的货币政策将取决于经济数据的变化”。

信息来源：Bloomberg

2023年6月12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	667.08	0.65%	2.25%	8.19%	10.02%
发达经济体	MSCI World Index	2885.63	0.54%	2.23%	8.59%	10.68%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	1002.33	0.59%	2.32%	4.93%	4.83%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	4083.07	0.36%	4.19%	11.52%	2.65%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1891.07	-0.23%	2.89%	2.07%	8.18%
中国	MSCI China Index	62.28	1.60%	2.00%	-1.58%	3.40%
<b>债券市场</b>						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	850.27	0.22%	2.15%	0.54%	1.31%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	846.37	0.23%	2.18%	0.47%	1.26%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	113.63	0.13%	1.88%	5.88%	4.19%
<b>投资级公司债券</b>						
全球市场	Bloomberg Global Aggregate Index	453.08	0.20%	1.93%	0.64%	1.30%
发达经济体	Bloomberg Global Aggregate Developed Markets Index	96.58	0.20%	2.01%	0.54%	1.30%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1098.30	0.13%	-0.51%	1.27%	2.09%
美国	Bloomberg US Aggregate Index	2089.92	-0.16%	1.71%	0.42%	1.65%
中国	Bloomberg China Aggregate Index	255.15	0.07%	2.26%	-0.37%	0.81%
<b>高收益公司债券</b>						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1390.21	0.51%	0.56%	2.29%	3.88%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	158.34	0.47%	0.20%	2.94%	4.80%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	122.32	0.11%	-0.54%	1.62%	2.17%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2291.99	0.31%	0.52%	2.94%	4.31%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	39.49	2.29%	3.58%	-15.95%	3.15%
<b>大宗商品</b>						
综合	Bloomberg Commodity Index	100.30	-0.12%	-0.81%	-4.59%	-9.08%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	30.07	-3.09%	-2.16%	-13.00%	-22.37%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	143.59	0.95%	-1.02%	-3.82%	-3.22%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	223.07	0.38%	2.55%	3.10%	2.75%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	66.77	2.00%	0.59%	0.15%	1.48%

数据来源: Bloomberg

2023年6月12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](http://www.gisf.hk)