

2023年8月21日

宏观经济双周报

欧美央行重拾货币紧缩基调，全球市场普遍下行

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 2.42%，8 月 18 日收盘价 4369.71；
美国道琼斯指数两周下跌 1.61%，8 月 18 日收盘价 34500.66；
美国纳斯达克指数两周下跌 4.33%，8 月 18 日收盘价 13290.78；
欧洲斯托克 50 指数两周下跌 2.77%，8 月 18 日收盘价 4212.95；
中国上证指数两周下跌 4.75%，8 月 18 日收盘价 3131.95；
香港恒生指数两周下跌 8.13%，8 月 18 日收盘价 17950.85；
日经 225 指数两周下跌 2.30%，8 月 18 日收盘价 31450.76；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周下跌 2.76%，8 月 18 日收盘价 1889.31；
WTI 原油指数两周下跌 1.90%，8 月 18 日收盘价 81.25；

3) 其他市场

美元指数两周上涨 1.33%，8 月 18 日收盘价 103.38；
港币汇率两周上涨 0.27%，8 月 18 日收盘价 7.8326；
波罗的海干散货指数两周上涨 8.89%，8 月 18 日收盘价 1237；
美国十年期国债收益率两周上涨 5.48%，8 月 18 日数值为 4.26%；

1.2 市场简要回顾：

近两周全球股市普遍下跌，与欧美央行重拾货币紧缩基调有关。欧央行及美联储均认为，尽管通胀率持续回落，但市场可能低估了利率峰值维持的时间，而央行的加息行动将继续。十年期美债收益率两周涨超 5%，创 2008 年以来新高。美元指数两周涨超 1%，国际金价两周跌超 2%。中国市场多项指标已经接近阶段底部的特征，可以继续等待市场底出现。

2 宏观经济分析

2.1 通胀预期由短期向长期过渡

美国七月CPI同比增长3.2%（前值3.0%），核心CPI同比增长4.7%（前值4.8%，详见图1）。CPI同比数据小幅回升，与食品和服务项目的价格上行有关。核心CPI虽然小幅回落，但仍明显高于2%的政策目标。九月美联储将召开年内第六次议息会议，多位分行行长认为，通胀水平仍较高，美联储需要继续加息（详见附录1）。

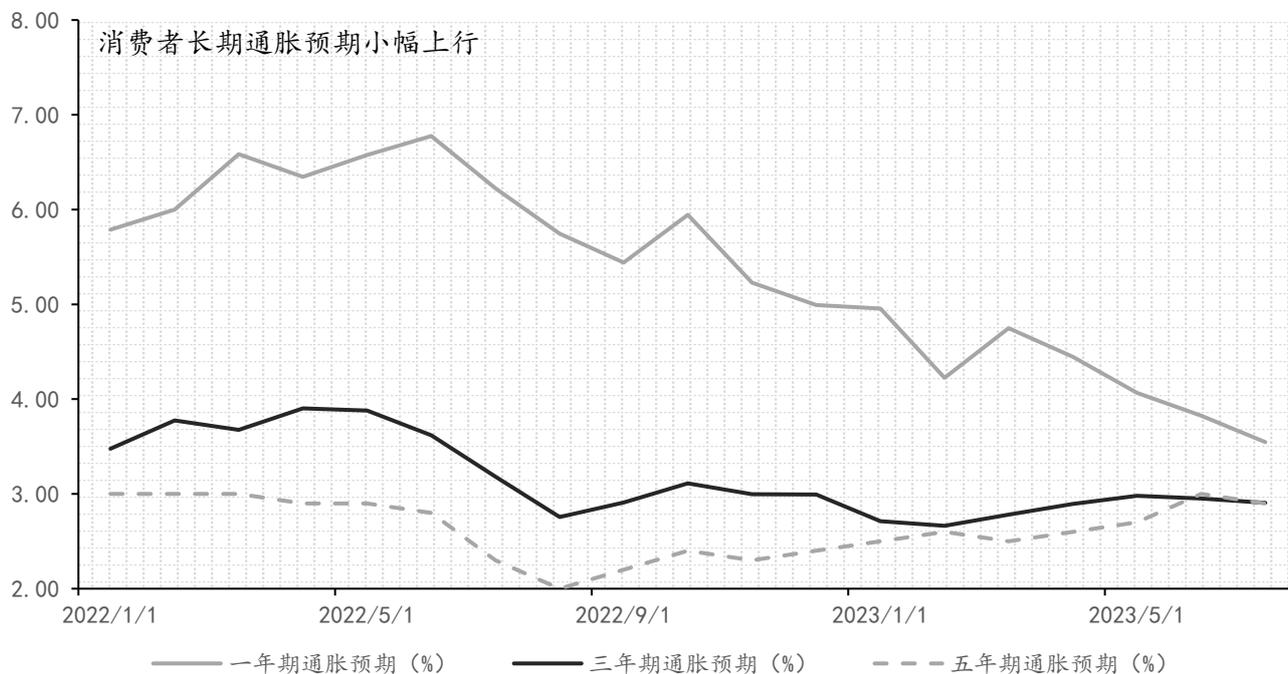
图1 CPI与核心CPI同比数据走势图



资料来源：Bloomberg

当前通胀预期的最新特征是短期通胀预期下降，长期通胀预期上升。这一现象出现，表明市场对通胀黏性的判断正在和央行靠拢——长期通胀的回落是漫长的过程。以纽约联储统计的消费者通胀预期分析，一年期通胀预期不断走弱，而三年期和五年期通胀预期开始小幅上升（详见图2），说明通胀预期正由短期向长期过渡。

图2 消费者通胀预期变化



资料来源：Bloomberg

本次食品分项通胀数据上升，与国际粮价的大幅波动有关。受到出口管制和恶劣气候的影响，国际米价同比上涨近50%（详见图3），为后续通胀下行带来压力。

图3 泰国大米价格走势图

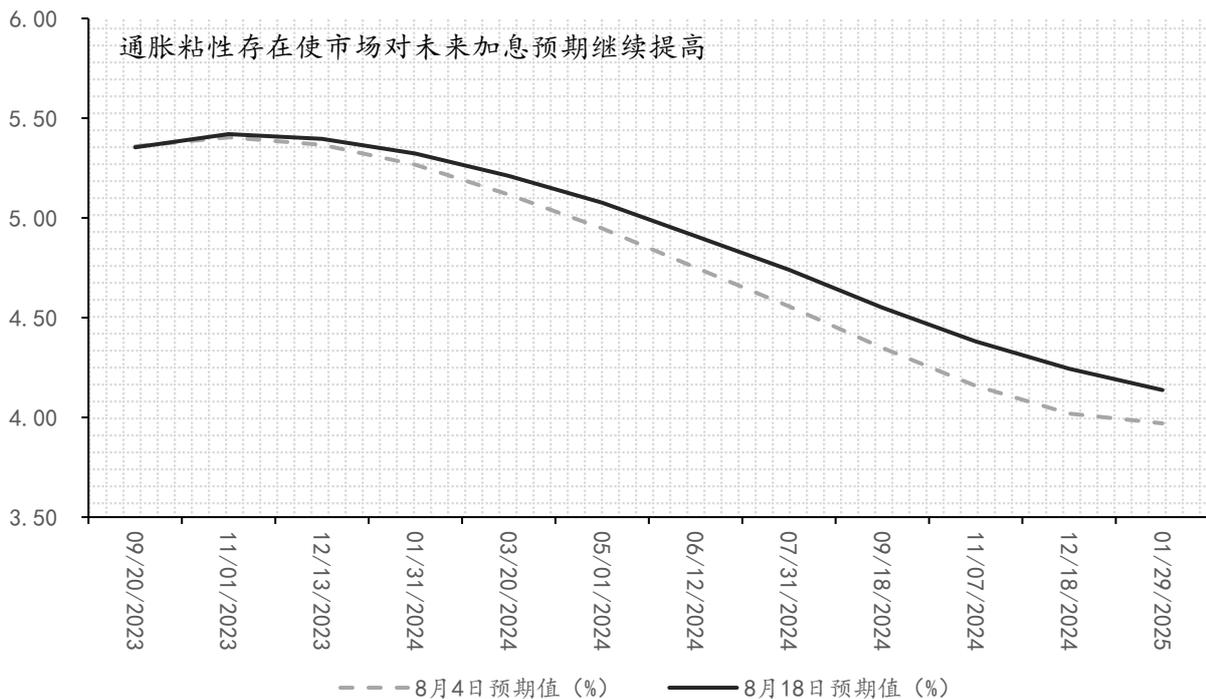


资料来源：Bloomberg

2023年8月21日 宏观经济研究

市场对长期通胀黏性的判断也反映在投资者对美联储加息预期的变化中。近两周 2024 年降息预期继续下降，市场正在接受美联储将利率峰值维持较长时间的表述（详见图 4）。对于今年未来三次议息会议，投资者认为美联储至多加息一次（25 个基点）。

图 4 近两周市场加息预期变化



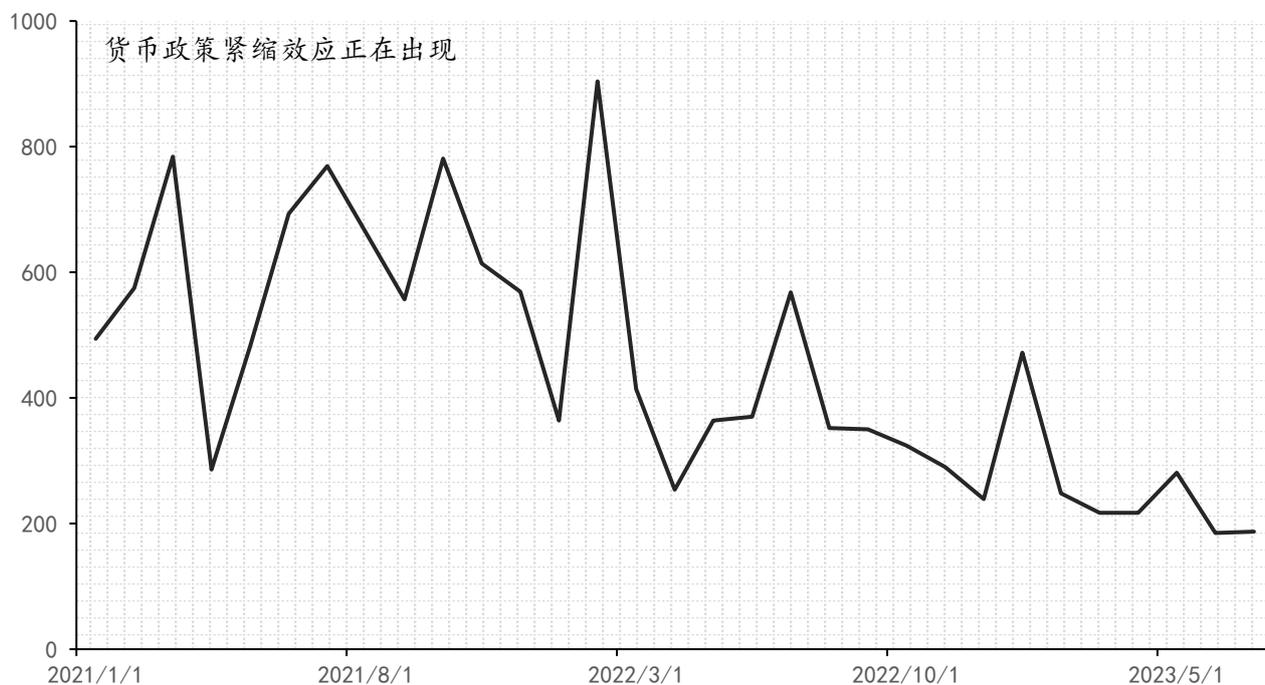
资料来源：Bloomberg

2.2 十年期美债收益率创 2008 年以来新高

美联储在七月会议纪要中提到，货币政策的累积效应已经开始出现。这一效应体现在非农就业新增人数的变化中。自 2022 年持续加息以来，非农就业人数由单月 40 万人逐渐回落至单月不足 20 万人，并已经连续两个月维持近两年以来的低位（详见图 5）。

在继续紧缩货币的观点下，十年期美债收益率自两周前触及年内新高后，近两周继续大幅上行，目前已经达到 2008 年以来的新高（详见图 6）。尽管美联储的加息计划已经接近尾声，但长期通胀回落速度放缓、利率维持峰值较长时间的观点，使市场认为美债收益率在加息结束后下行的概率较低，跟随基准利率维持相对高位的可能性更大。

图5 非农就业新增人数变化



资料来源：Bloomberg

图6 十年期美债收益率走势图

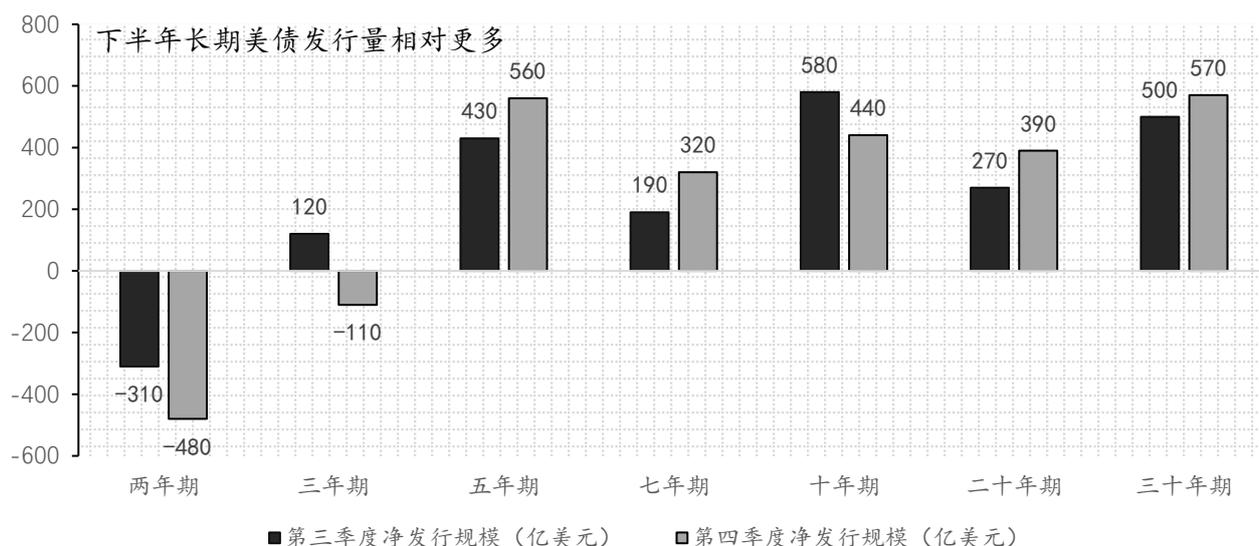


资料来源：Bloomberg

2023年8月21日 宏观经济研究

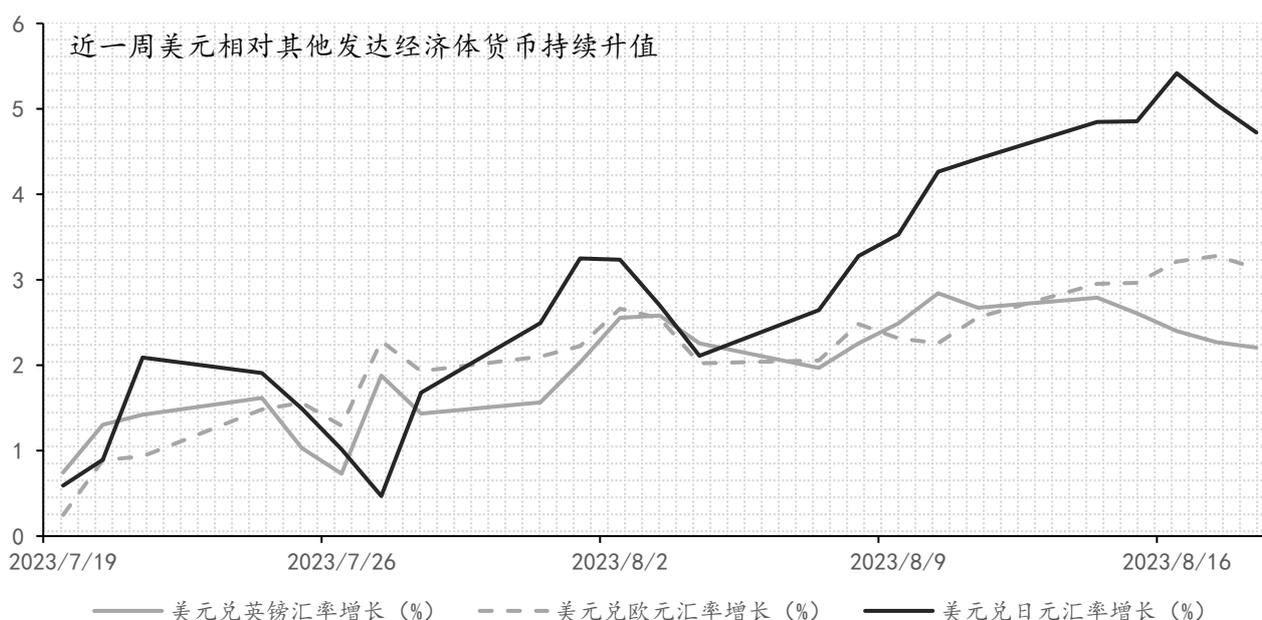
从财政部公布的国债发行计划分析,下半年长期美债的净发行规模比短期美债净发行规模更多,这可能对长期美债收益率造成阶段性扰动(详见图7)。美联储遏制通胀的行动也使美元相对其他发达经济体的货币出现持续升值(详见图8)。

图7 下半年长短期美债发行规模



资料来源: 新闻整理

图8 美元与发达经济体货币汇率走势图

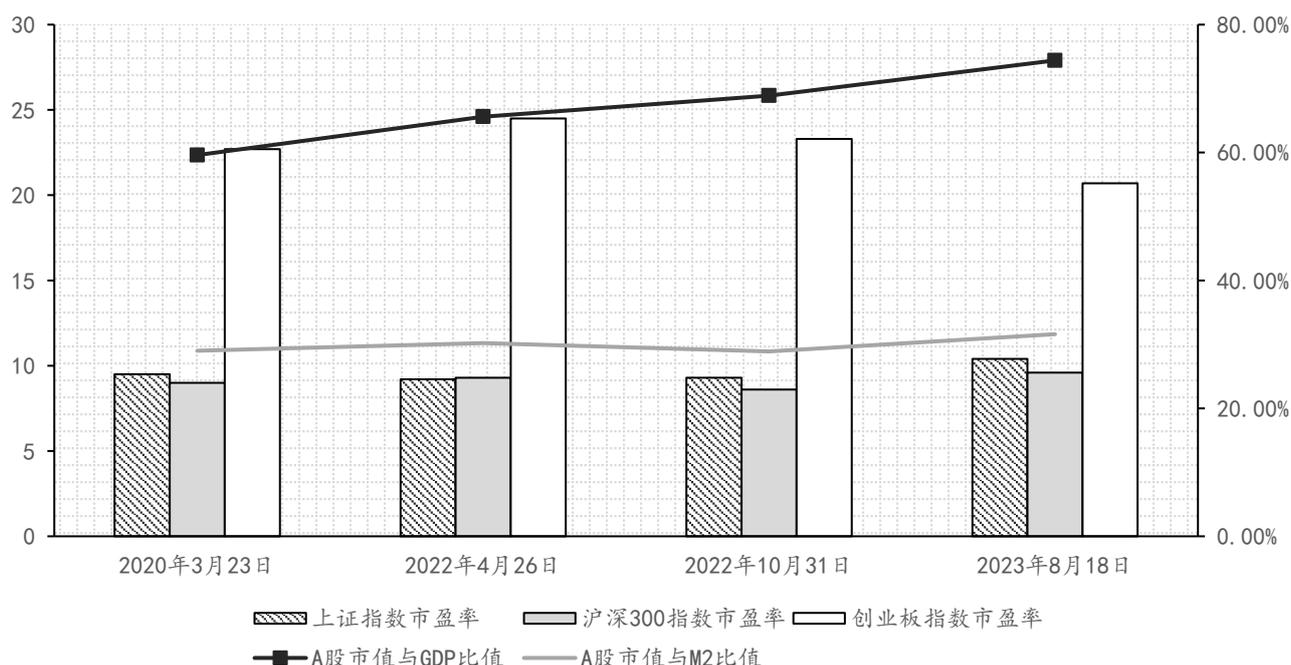


资料来源: Bloomberg

2.3 中国市场正在接近阶段性底部

中国市场近两周继续下行，但从上证指数、沪深300指数和创业板指数的市盈率，以及A股市值与GDP比值和M2比值的角度分析，正在接近阶段性底部（详见图9）。从过去政策底和市场底的间隔时间（平均45天）来看，九月市场底可能出现。

图9 当前市场与过去三年指数阶段性底部对比

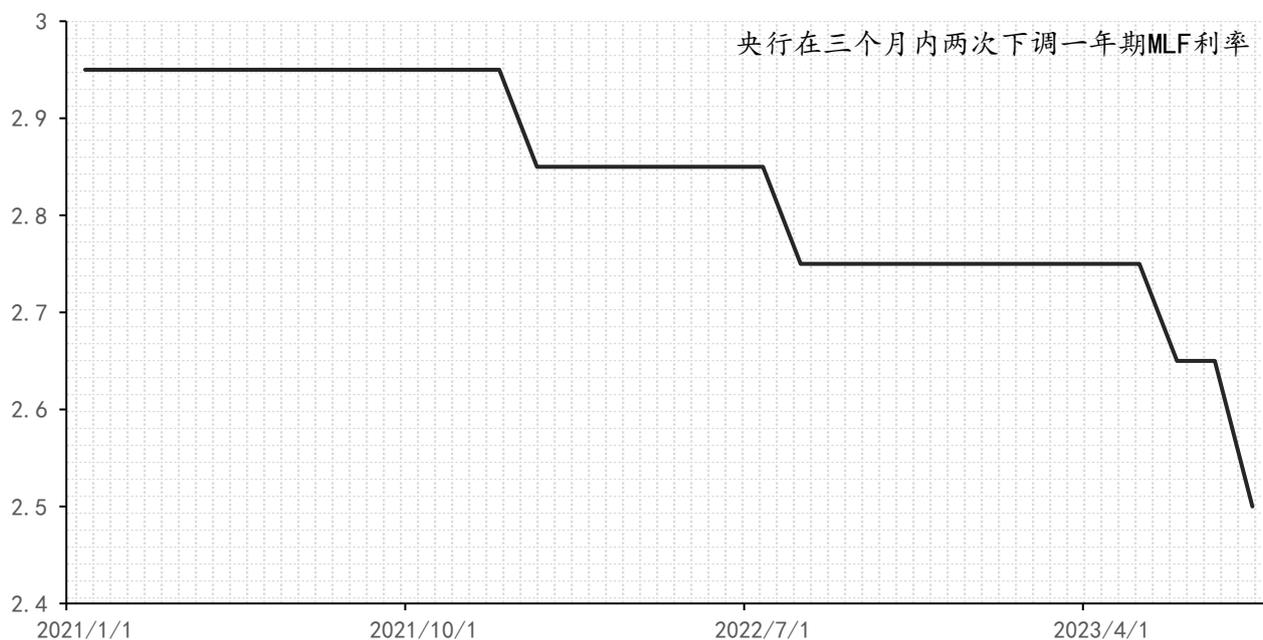


资料来源: Bloomberg

央行的货币政策宽松程度正在继续加强，自2021年以来一年期MLF利率首次在三个月内连续两次下调（由2.75%下调至2.65%，再由2.65%下调至2.50%，详见图10）。由于MLF和LPR存在传导关系，本次利率下调将在八月下旬的LPR调整中得到反馈。

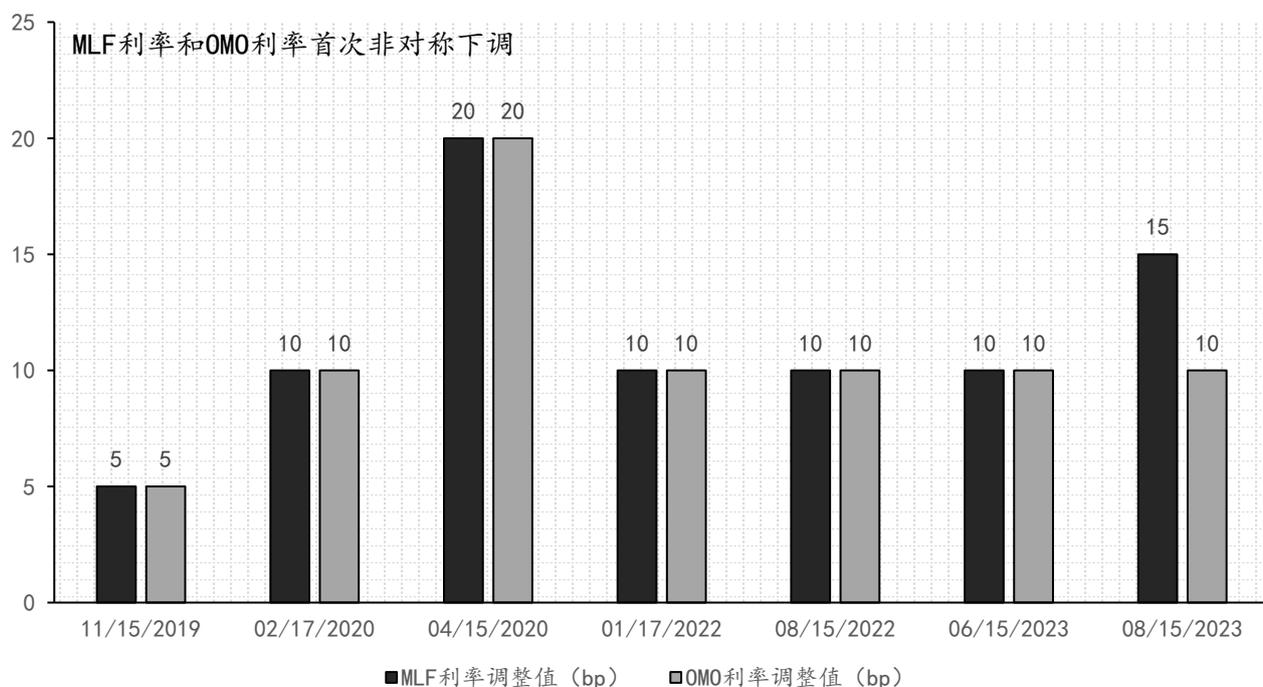
除去MLF利率调整外，央行也调整了七天期逆回购利率（由1.90%下调至1.80%）。与过去四年OMO利率和MLF利率调整不同，本次调整为首次非对称下调（MLF下调15个基点，OMO下调10个基点，详见图11）。由于七天期逆回购利率主要与货币市场有关，一年期MLF利率主要与债券市场和贷款市场有关，本次非对称下调也表明央行希望减少两个市场之间的套利空间。

图 10 一年期 MLF 利率走势图



资料来源: Bloomberg

图 11 MLF 利率与 OMO 利率历史变化



资料来源: 人民银行

2023年8月21日 宏观经济研究

本次降息也使得十年期国债收益率下穿 2.60%，达到 2022 年以来的新低（详见图 12）。

图 12 十年期国债收益率走势图



资料来源：Bloomberg

除去货币政策变化外，第二季度以来官方对房地产政策的表述也出现了变化。在七月的高层会议中，首次提及“房地产市场供求关系发生重大变化”，在八月发布的第二季度央行货币政策报告中，也提及“适时调整优化房地产政策”（详见图 13）。

图 13 官方房地产政策表述变化

事件	四月高层会议	五月 Q1 货币政策报告	七月高层会议	八月 Q2 货币政策报告
表述	要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求	坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，稳地价、稳房价、稳预期	要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势	适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，促进房地产市场平稳健康发展

资料来源：Bloomberg

2023年8月21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：

美联储理事 Bowman：“美联储在后续会议中将寻找证据证明通胀处于持续、切实的下行路径上”、“预计加息将持续以便使利率达到限制性水平”。

明尼阿波利斯联储行长 Kashkari：“美联储在遏制通胀方面取得了良好进展，但仍需要令人信服证据证明通胀向2%回落”、“在持续加息的背景下，经济和劳动力市场仍旧强劲”。

里士满联储行长 Barkin：“最新数据显示就业增长高于潜在水平，但随着利率上升这一趋势正在放缓”、“美联储需要等待更多数据以便决定九月货币政策”。

纽约联储行长 Williams：“美联储的利率峰值及峰值持续时间仍取决于经济数据”、“如果通胀率持续下降，有可能在2024年或者2025年降低利率水平”。

旧金山联储行长 Daly：“七月通胀数据基本符合预期，但美联储仍有工作要做”、“未来货币政策需要更多经济数据进行判断”。

亚特兰大联储行长 Bostic：“除去促进物价稳定外，美联储还有促进最大程度就业的任务”、“在遏制通胀的同时，需要争取市场获得与其潜力相符的就业水平”。

费城联储行长 Harker：“美联储可以在九月会议上停止加息，并将利率维持在当前水平”、“虽然不会利率放松利率，但可以等待货币政策发挥作用”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行调查：“消费者的通胀预期正在下降，但仍高于央行2%的目标”、“消费者对基准利率的预期由5.1%降至5%，对经济前景的乐观程度有所上升”。

欧洲央行首席经济学家 Lane：“市场将通过减少需求应对高利率水平，需求不会陷入深度负面区域”、“当通胀冲击结束后，利率会回到低位”。

欧洲央行管理委员会委员 Kazaks：“欧元区通胀正在放缓，如果央行继续加息，升息幅度不会过大”、“后续决策将取悦于经济数据”。

信息来源：Bloomberg

2023年8月21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	666.77	-1.62%	-1.99%	1.58%	9.97%
发达经济体	MSCI World Index	2897.50	-1.67%	-1.94%	1.93%	11.13%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	964.44	-2.21%	-3.41%	-1.31%	0.87%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	4152.35	-1.14%	-1.80%	-4.42%	14.57%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1865.11	-3.14%	-5.57%	-3.66%	6.69%
中国	MSCI China Index	59.08	-5.04%	-8.61%	-5.44%	-8.36%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	832.95	-0.33%	-0.55%	-1.10%	-0.75%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	828.13	-0.32%	-0.73%	-2.20%	-0.92%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	112.54	-0.20%	-0.20%	0.44%	1.18%
投资级公司债券						
全球市场	Bloomberg Global Aggregate Index	445.14	-0.37%	-0.24%	-1.73%	-0.48%
发达经济体	Bloomberg Global Aggregate Developed Markets Index	94.79	-0.35%	-0.49%	-1.79%	-0.58%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1094.95	-1.00%	-1.02%	0.54%	1.78%
美国	Bloomberg US Aggregate Index	2051.48	-0.39%	-1.12%	-1.71%	-0.22%
中国	Bloomberg China Aggregate Index	252.47	-0.23%	-0.36%	-1.00%	-1.85%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1408.57	-0.82%	-1.45%	2.76%	3.25%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	159.52	-0.83%	-1.60%	1.78%	3.58%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	121.94	-0.73%	-1.31%	0.02%	1.85%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2310.41	-0.82%	-0.79%	1.91%	3.15%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	30.44	-3.35%	-12.53%	-16.61%	-33.05%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	104.85	1.01%	-1.27%	3.73%	-4.96%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	36.38	0.38%	5.89%	13.56%	-6.08%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	139.24	0.83%	-0.74%	-1.34%	-15.85%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	211.37	-0.45%	-3.18%	-5.93%	-12.64%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	66.91	2.80%	-4.88%	3.85%	-1.29%

数据来源: Bloomberg

2023年8月21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 号万通保险中心 20 楼 2004-6 室

联络电话：+852 3550 6888

传真：+852 3550 6999

网址：www.gisf.hk