

2023年9月18日

宏观经济双周报

通胀黏性经济韧性并存，全球市场紧缩预期继续加强

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 1.45%，9 月 15 日收盘价 4450.32；
美国道琼斯指数两周下跌 0.63%，9 月 15 日收盘价 34618.24；
美国纳斯达克指数两周下跌 2.31%，9 月 15 日收盘价 13708.33；
欧洲斯托克 50 指数两周上涨 0.29%，9 月 15 日收盘价 4295.05；
中国上证指数两周下跌 0.49%，9 月 15 日收盘价 3117.74；
香港恒生指数两周下跌 1.08%，9 月 15 日收盘价 18182.89；
日经 225 指数两周上涨 2.51%，9 月 15 日收盘价 33533.09；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周下跌 0.83%，9 月 15 日收盘价 1923.91；
WTI 原油指数两周上涨 6.10%，9 月 15 日收盘价 90.77；

3) 其他市场

美元指数两周上涨 1.04%，9 月 15 日收盘价 105.32；
港币汇率两周下跌 0.22%，9 月 15 日收盘价 7.8271；
波罗的海干散货指数两周上涨 29.67%，9 月 15 日收盘价 1381；
美国十年期国债收益率两周上涨 3.66%，9 月 15 日数值为 4.33%；

1.2 市场简要回顾：

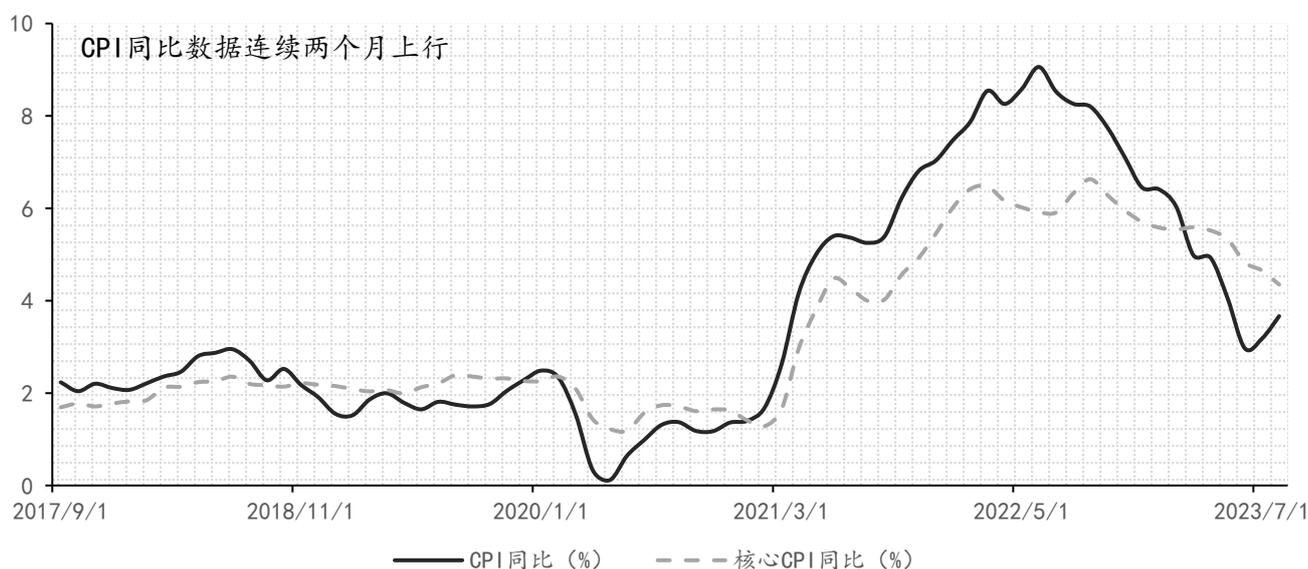
近两周全球市场涨跌互现，美国通胀数据小幅回升，主要受到能源价格上行影响。非农数据显示经济韧性仍旧存在，市场的紧缩预期再次加强。美债收益率及美元指数均上行。中国市场稳经济政策继续出台，市场流动性有边际收紧的迹象。

2 宏观经济分析

2.1 能源价格助推通胀上行

八月美国 CPI 同比增长 3.7% (前值 3.2%，高于预期)，核心 CPI 同比增长 4.3% (前值 4.7%，符合预期)，CPI 同比数据已经连续两个月上行 (详见图 1)。从环比角度分析，CPI 环比上涨 0.6%，为去年七月以来最大涨幅，核心 CPI 同比上涨 0.3%，为今年下半年以来最大涨幅。整体来看，在高基数效应逐渐降低的情况下，市场认为本次通胀数据超出预期。

图 1 CPI 与核心 CPI 同比变化



资料来源：Bloomberg

本次通胀数据超出预期，与能源 CPI 的上行直接相关。下半年以来，WTI 原油价格涨超 25%，扭转了 CPI 同比数据近一年的连续下行趋势 (详见图 2)。本月能源 CPI 环比增长 5.6% (前值 0.1%)，是拉动 CPI 的主要因素。从剔除能源价格和食品价格的核心 CPI 同比数据分析，其他商品和服务类的价格仍在下降。后续通胀能否向目标值回落，和能源价格能否在短期回落有关。

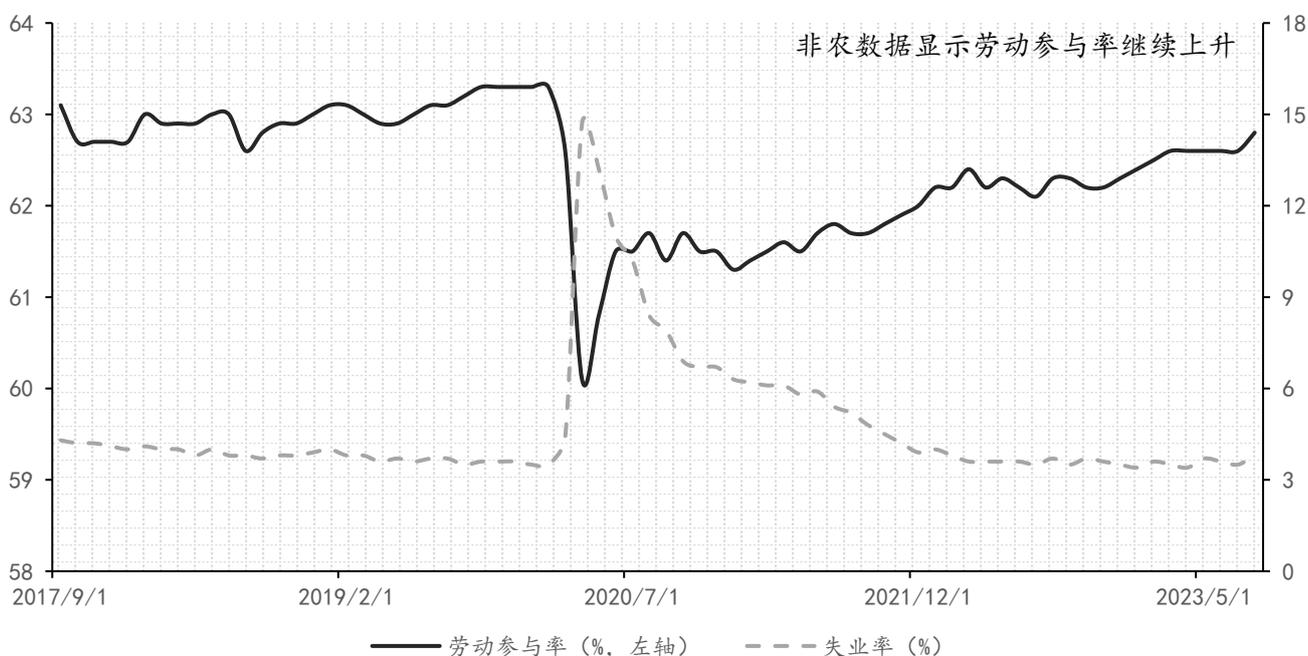
除去通胀数据对紧缩预期的拉动外，八月非农就业单月新增人数 18.7 万人，高于市场预期的 17 万人，劳动参与率录得 62.8%，高于市场预期的 62.6% (详见图 3)。非农数据超出预期，反映出经济水平在短期仍具备韧性。因此，多位美联储分行行长表示，利率可能还需要继续调高，以便遏制经济过热导致通胀居高不下的情况 (详见附录 1)。

图2 WTI原油价格走势



资料来源: Bloomberg

图3 非农劳动参与率和失业率变化

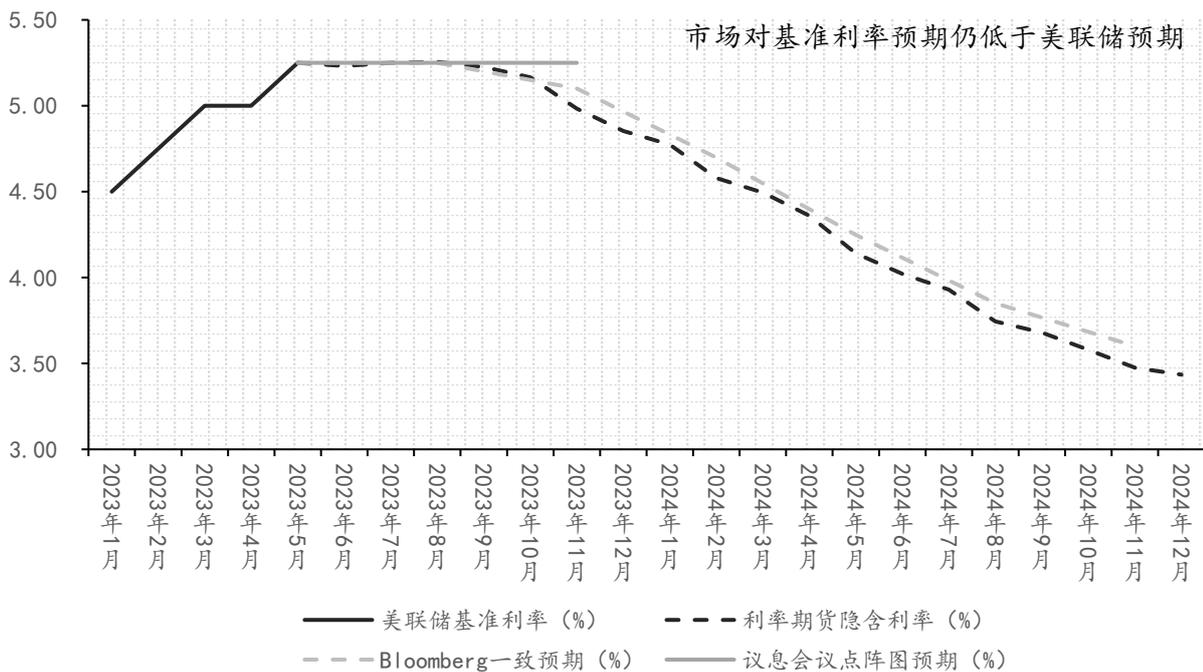


资料来源: Bloomberg

2023年9月18日 宏观经济研究

尽管紧缩压力继续加强，但将利率期货隐含利率、Bloomberg一致预期利率和议息会议文件点阵图利率进行对比，可以看出市场对基准利率的后续走势仍低于美联储的预期水平（详见图4）。考虑到当前美联储遏制通胀的决心，以及众多行长对延长利率峰值持续时间的表态，预计市场会继续计入高利率预期，并在股票市场的走势中得到反映。

图4 美联储及市场基准利率预测情况



资料来源：Bloomberg、CME Group

2.2 美国经济韧性相对更强

从通胀数据和非农就业数据可以看出，美国经济韧性相对更强，市场对美联储利率水平的预期相对强于其他央行。近两月美元指数连续八周上行，创历史最长上行时间记录（详见图5），全球主要货币相对美元持续贬值。

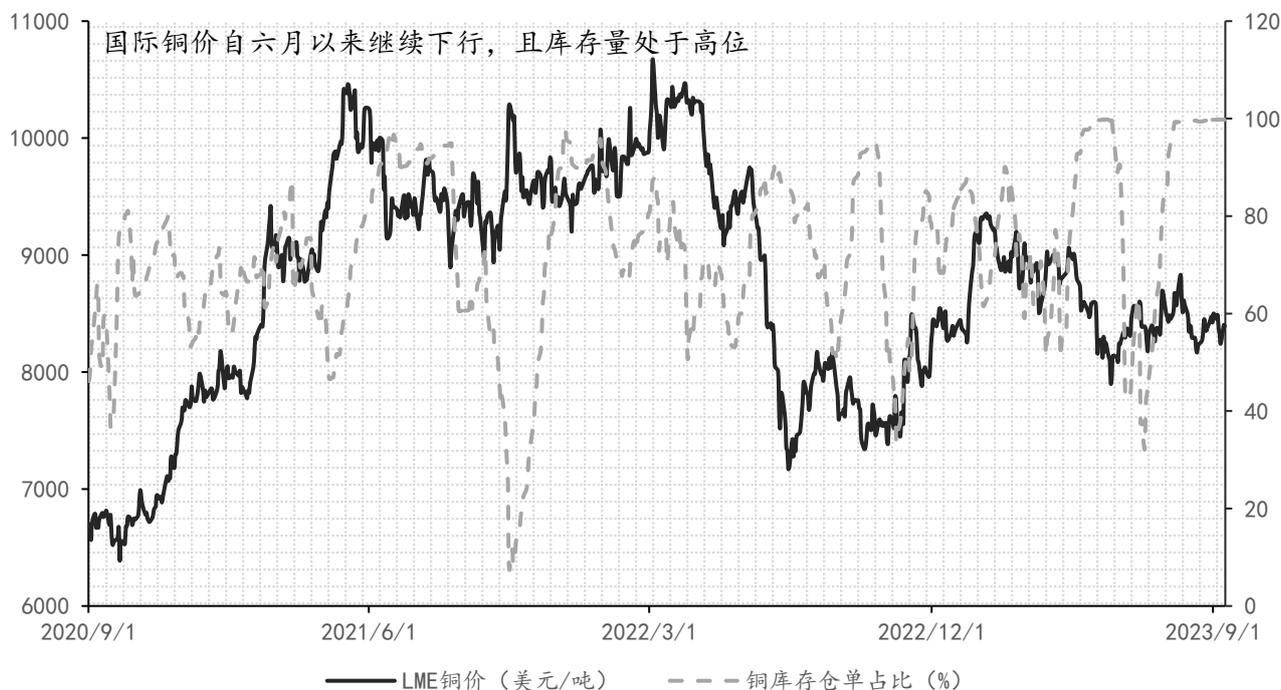
从全球经济的发展预期看，在整体利率水平不断走高的背景下，经济增长的动力正在走弱。以全球重要的工业金属——铜的价格作为衡量指标，下半年以来铜价震荡下行，且库存量位于高位（详见图6），这意味着市场需求正在走弱。

图5 美元指数走势图



资料来源: Bloomberg

图6 国际铜价及其库存量变化



资料来源: Bloomberg

2023年9月18日 宏观经济研究

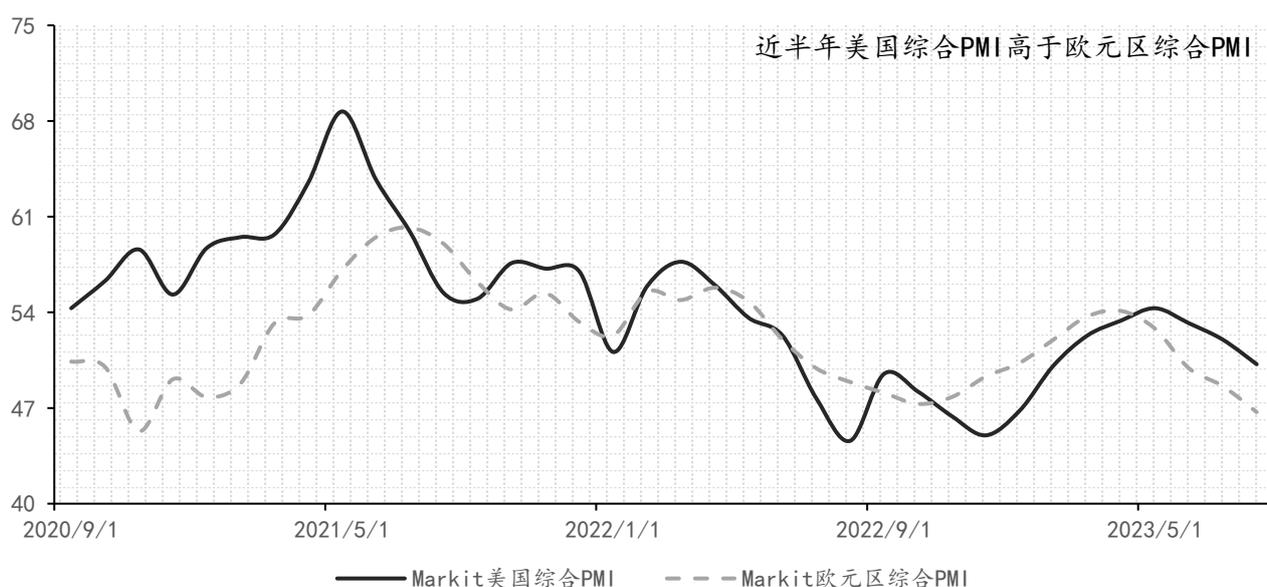
具体分析，美国经济韧性强于欧洲地区。2023年以来，Citi 美国经济指数的走势持续强于欧洲经济指数的走势（详见图 7），同时美国地区的综合 PMI 也高于欧洲地区（详见图 8）。此外，欧央行的货币政策委员会已经开始担忧基准利率继续提高对经济带来的压力，侧面反映出继续加息对欧洲地区的经济条件不利（详见附录 1）。

图 7 美国及欧洲经济指数对比



资料来源：Bloomberg

图 8 美国及欧元区综合 PMI 走势图

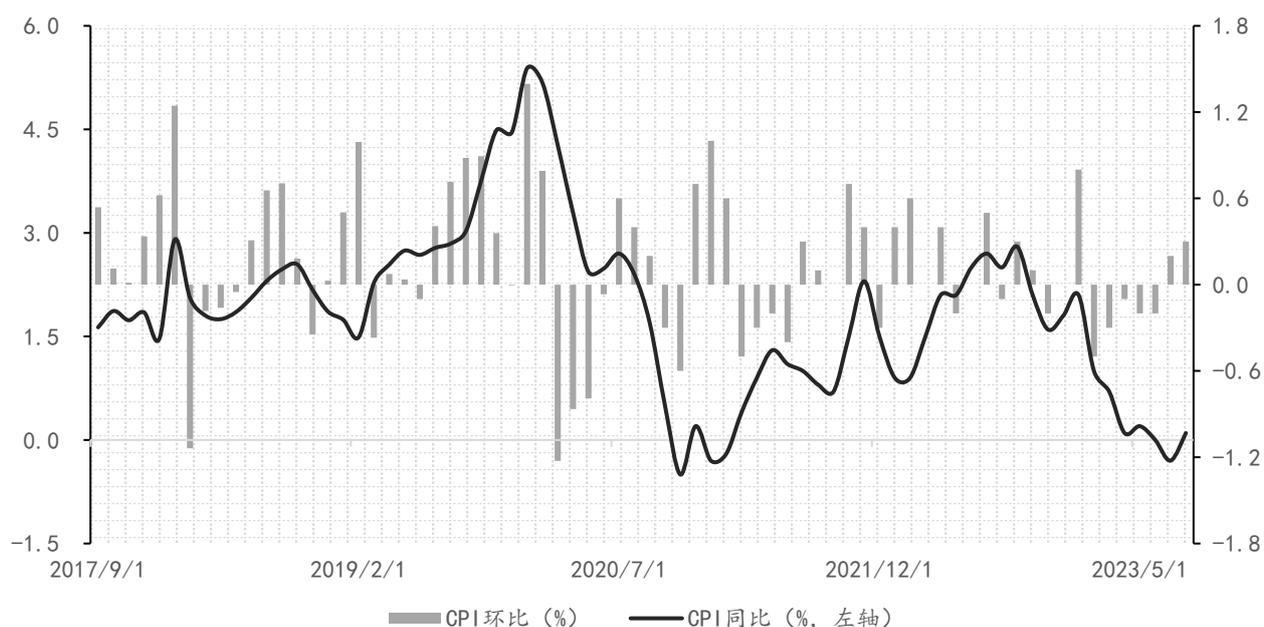


资料来源：Bloomberg

2.3 中国市场流动性边际收紧

八月中国 CPI 同比增长 0.1% (前值-0.3%)，环比增长 0.3% (前值 0.2%)，通胀数据由负转正 (详见图 9)。本次价格上涨与食品价格上涨直接相关。同时，PPI 数据也开始回升，PPI 同比增长-3.0% (前值-4.4%)，环比增长 0.2% (前值-0.2%)。

图 9 中国 CPI 同比和环比变化



资料来源：Bloomberg

近两周股票市场仍在继续探底，在央行继续调降 LPR 以及超额存款准备金率的背景下，离岸人民币汇率近两周触及十年新低 (详见图 10)。同时，近两周央行也开始利用公开市场对汇率做出干预，在触及新低后离岸人民币汇率单日波动超过 600 个基点。

此外，从北向资金的净买入情况看，八月以来北向资金已经连续多日卖出，对汇率走势构成压力。八月北向资金累计流出超过 800 亿人民币，是近五年单月流出的最大值。

图 10 离岸人民币汇率走势图



资料来源：Bloomberg

图 11 北向资金净买入变化

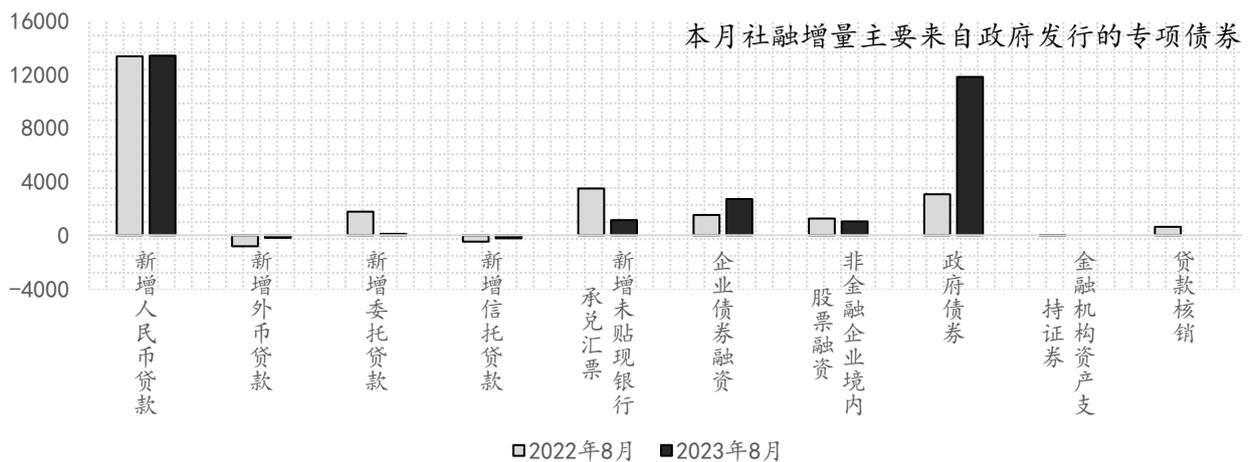


资料来源：新闻整理

2023年9月18日 宏观经济研究

本月中旬发布的数据显示，八月社融同比多增 6316 亿元，其中主要来自政府债券的融资（同比多增 8755 亿元）和企业债券融资（同比多增 1186 亿元，详见图 12）。本次社融数据超出市场预期水平，也体现了稳经济政策的力度。

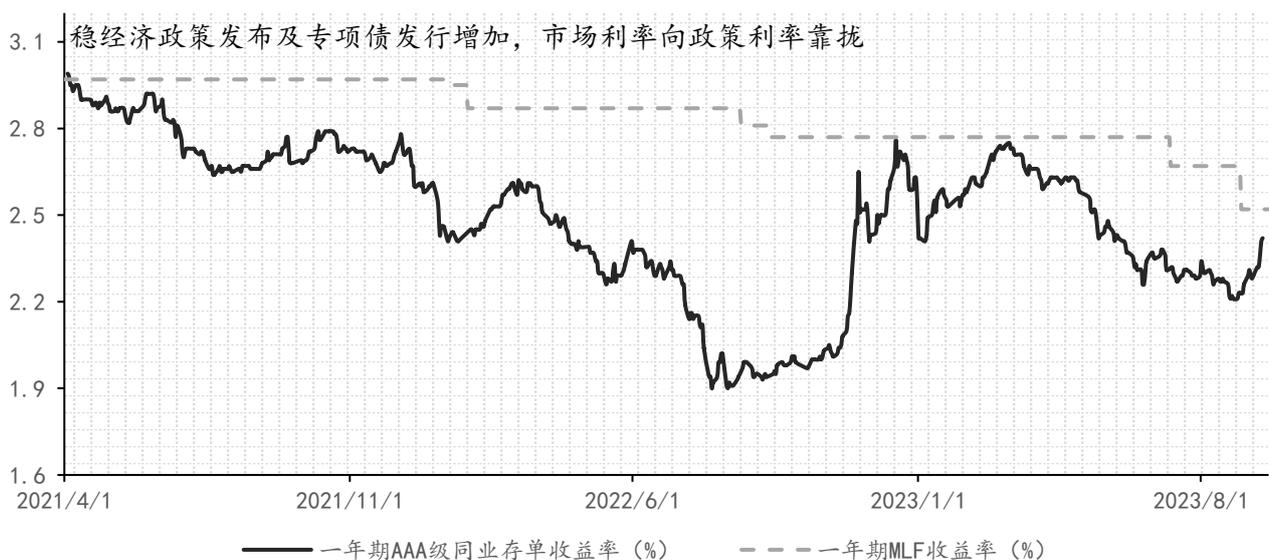
图 12 社融分项规模变化（亿元）



资料来源：国家统计局

多项政策发布，使市场对经济增长的预期提高，同时专项债发行规模增加，使市场中的流动性出现边际收紧的现象。以一年期同业存单利率与 MLF 利率分析，流动性收紧使市场利率向政策利率靠拢（详见图 13）。与之对应，十年期国债收益率重新回到 2.60% 的区间。

图 13 一年期同业存单利率与 MLF 利率走势图



资料来源：新闻整理

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 调查：“多数地区受访者反映经济过热情况得到缓解，企业认为短期内薪资增长将整体放缓”、“多数地区报告价格增长总体放缓”。

美联储理事 Waller：“当前数据表明美联储需要谨慎地推进加息行动，支持美联储在九月议息会议上暂停加息”、“今年是否加息仍取决于未来的数据”。

克利夫兰联储行长 Mester：“美联储不希望过度收紧货币政策，进而给经济造成不必要的痛苦”、“鉴于劳动力市场和潜在需求的强势表现，利率可能需要继续提高一点”。

纽约联储行长 Williams：“美联储的货币政策表现良好，但还需要依赖经济数据做出决定”、“美联储需要确保加息在纠正劳动力失衡和降低通胀方面取得进展”。

波士顿联储行长 Collins：“除去保持政策路径外，美联储后续行动还需要全面的数据评估”、“在已经接近利率峰值的背景下，支持九月议息会议维持利率水平不变”。

亚特兰大联储行长 Bostic：“通胀率仍是目标值的两倍左右，美联储还有更多工作要做”、“货币政策正处于限制性区域，需要更多时间等待政策发挥效果”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“欧央行在过去12个月将利率累计上调了425个基点，调整速度和持续时间均创下纪录”、“预计通胀率将及时回落至2%的中期目标”。

欧洲央行首席经济学家 Lane：“数据显示商品通胀和服务业通胀有所缓和，预计核心通胀率将会在秋季下降”、“欧央行后续决策仍需要更多经济数据”。

欧洲央行管理委员会委员 Centeno：“通胀放缓现象正在发生，经济在通过自我调整适应新的金融环境”、“在政策层面过度紧缩的风险开始提高”。

欧洲央行管理委员会委员 Visco：“央行正在接近可以停止加息的水平，货币政策已经具有足够限制性”、“考虑到货币政策的延迟效应，应当避免过度紧缩发生”。

信息来源：Bloomberg

2023年9月18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	681.34	-0.17%	1.18%	-0.52%	12.37%
发达经济体	MSCI World Index	2960.98	-0.29%	1.21%	-0.05%	13.57%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	984.99	0.77%	0.94%	-4.37%	3.02%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	4234.45	-0.21%	1.99%	1.05%	16.83%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1886.15	-0.15%	-0.61%	-3.27%	7.90%
中国	MSCI China Index	59.95	-0.55%	-0.48%	-7.78%	-7.01%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	824.60	-0.45%	-1.06%	-3.36%	-1.74%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	819.38	-0.53%	-1.10%	-3.53%	-1.96%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	111.38	-0.14%	-1.00%	0.46%	2.12%
投资级公司债券						
全球市场	Blomberg Global Aggregate Index	442.35	-0.33%	-0.66%	-2.72%	-1.10%
发达经济体	Blomberg Global Aggregate Developed Markets Index	94.11	-0.44%	-0.74%	-2.91%	-1.30%
新兴市场经济体	Blomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1100.97	-0.03%	0.53%	-0.36%	2.34%
美国	Blomberg US Aggregate Index	2054.10	-0.18%	0.33%	-1.91%	-0.10%
中国	Blomberg China Aggregate Index	252.61	0.38%	0.12%	-1.18%	-1.80%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1420.92	0.00%	0.47%	1.30%	6.17%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	160.79	-0.12%	0.15%	0.70%	6.42%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	122.35	-0.13%	0.31%	-0.60%	2.19%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2339.34	0.19%	1.14%	1.62%	6.47%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	32.31	0.62%	1.14%	-9.56%	-28.94%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	107.59	0.73%	3.69%	2.33%	-2.47%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	38.41	0.88%	6.55%	18.37%	-0.83%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	142.71	0.47%	2.74%	-4.22%	-13.75%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	214.21	0.47%	1.63%	-3.63%	-1.33%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	66.91	0.93%	2.12%	-6.25%	-1.28%

数据来源: Bloomberg

2023年9月18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