

2022年5月30日

宏观经济双周报

美联储表态再次偏鸽，通胀压力紧缩预期双下降

Liu Beite

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 指数两周上涨 3.34%，5 月 27 日收盘价 4158.24；
美国道琼斯指数两周上涨 3.16%，5 月 27 日收盘价 33212.96；
美国纳斯达克指数两周上涨 2.76%，5 月 27 日收盘价 12131.13；
欧洲斯托克 50 指数两周上涨 2.85%，5 月 27 日收盘价 3808.86；
中国上证指数两周上涨 1.49%，5 月 27 日收盘价 3130.24；
香港恒生指数两周上涨 4.01%，5 月 27 日收盘价 20697.36；
日经 225 指数两周上涨 1.34%，5 月 27 日收盘价 26781.68；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周上涨 2.31%，5 月 27 日收盘价 1853.72；
WTI 原油指数两周上涨 4.15%，5 月 27 日收盘价 115.07；

3) 其他市场

美元指数两周下跌 2.77%，5 月 27 日收盘价 101.67；
港币汇率两周下跌 0.01%，5 月 27 日收盘价 7.8492；
波罗的海干散货指数两周下跌 13.63%，5 月 27 日收盘价 2681；
美国十年期国债收益率两周下跌 6.20%，5 月 27 日数值为 2.74%；

1.2 两周市场回顾

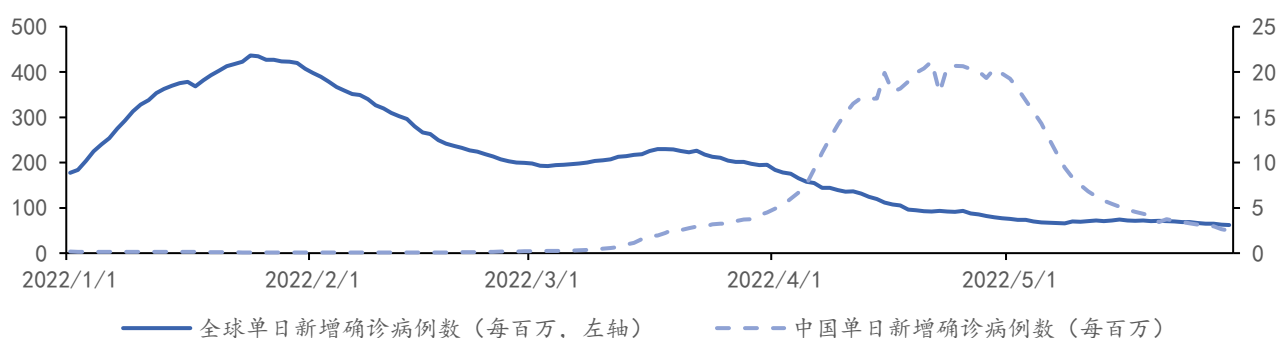
美国五月 CPI、核心 PCE 同比均出现回落，通胀压力缓和，全球资本市场近两周普遍上涨。由于美联储在会议纪要中表示仍不会考虑加息 75 个基点，十年期美债收益率两周下跌超 6.00%，触及一个月新低，美元指数两周回落 2.77%。以美元计价的大宗商品价格上行，其中 WTI 原油指数再次收于 115 上方，创三月以来新高。

从六月开始美联储将开启缩表计划，在前三个月每月减少 300 亿美债和 175 亿抵押支持证券的到期再投资，从九月开始削减规模加倍，即每月减少 950 亿美元的金融资产。由于抵押支持证券的久期较长，除了到期再投资外，一些货币政策委员会代表也曾建议直接市场中出售这些长期资产。不过从最近美联储的态度看，加速缩减的概率较低，相反减缓紧缩以避免货币政策对市场的冲击，可能是后续美联储的主要考虑。

1.3 全球疫情

全球疫情近两周继续下降，5月15日单日新增确诊病例数为73.91/百万，5月29日单日新增确诊病例数为62.04/百万，下降约16%。中国单日新增确诊病例数由5月15日5.12/百万下降至5月29日2.48/百万，下降约52%（详见图1）。除去奥密克戎外，猴痘疫情正在全球多个国家和地区出现。然而猴痘病情相对较轻，传染性更弱，且早已存在有效的疫苗，世界卫生组织将其定义为中风险，预计不会在全球范围大幅流行。

图1 2022年全球及中国单日新增确诊病例数变化（每百万人）



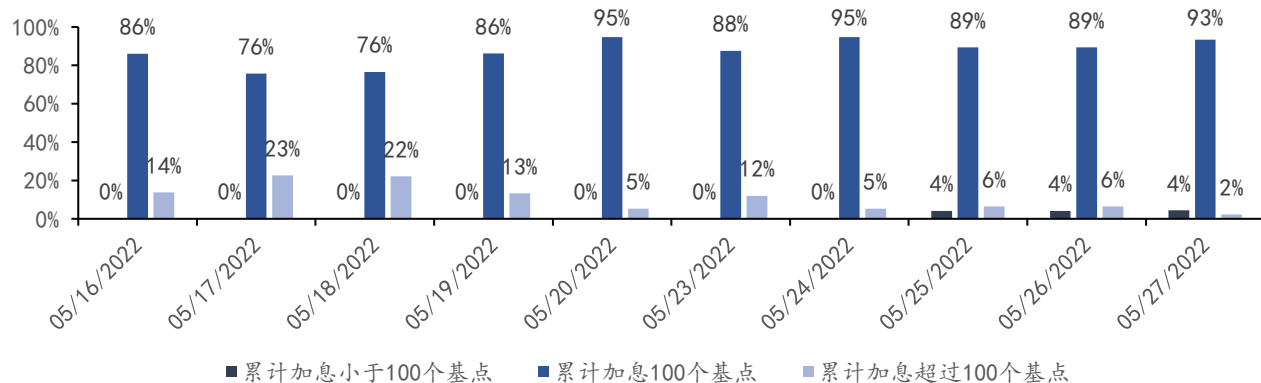
资料来源：Our World in Data

1.4 全球经济

当前全球经济增速逐渐放缓，不仅导致美联储在货币政策表态上逐渐偏向鸽派，也使得投资者对近两次会议是否共加息100个基点表示怀疑。从联邦利率期货的数据分析，近两周时间，认可两次会议加息超过100个基点的投资者占比从13%下降至2%，认可两次会议加息不足100个基点的投资者占比从0增长至4%（详见图2）。尽管仍有94%的投资者和美联储看法一致，但如果六月和七月的通胀继续下行，而经济增长不及预期，美联储仍有调整货币政策的可能。

除去货币政策自身导致流动性收紧外，美联储五月议息会议纪要还提到了欧洲局势以及中国疫情对全球供应链的影响。相较于三月的会议，货币政策委员会删除了“短期”的描述，倾向于认为地缘因素将持续更长时间。因此供应链是否畅通将成为判断通胀能否持续高企的重要变量。

图2 六月七月两次议息会议累计加息的市场预期（%）



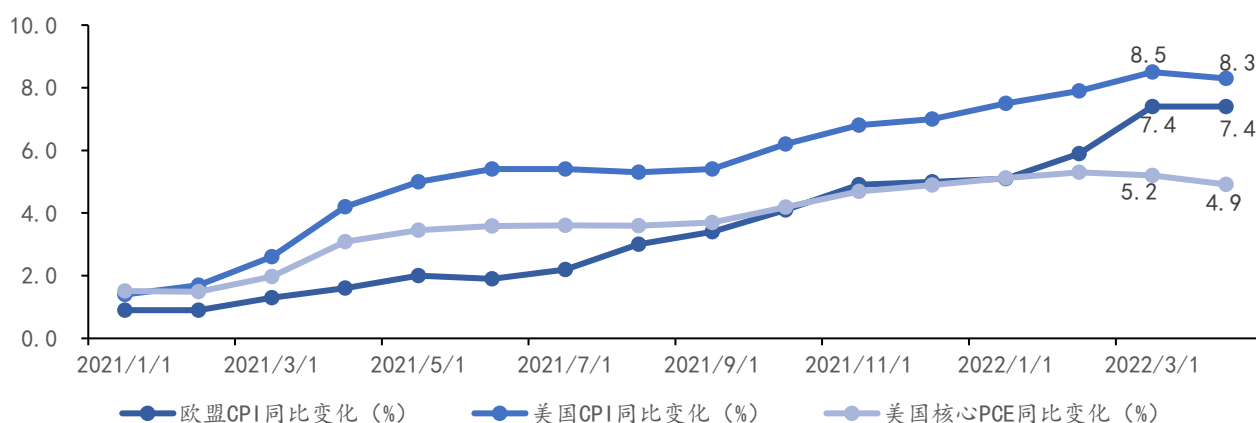
资料来源：CME Group

1.5 全球通货膨胀

在全球央行大多紧缩货币的背景下，通胀很可能在今年下半年得到控制。从月度数据看，欧盟和美国的通胀可能已经在今年四月达到阶段顶峰（详见图 3）。尽管需要更多的观察时间来确认下降趋势，但从美联储分行官员近期的表态来看，通胀缓慢下行已经成为主流预测。围绕通胀下行，减缓货币紧缩速度的讨论也开始增多（详见图 4）。

在通胀压力、紧缩预期双下降的背景下，短期内资本市场出现了明显反弹。这也与美联储广受市场关注的 Fed Put 直接相关——当美国股市因为紧缩货币而出现明显下跌后，美联储的货币政策很可能放缓，以便呵护金融市场。从近一年的议息会议文件以及发布会的表态来看，美联储仍在行使这一“看跌期权”的功能，五月议息会议纪要中也再次强调货币政策的灵活性。如果缩表和加息行动导致美股再次出现大幅波动，美联储很有可能重新回归鸽派。

图 3 2021 年以来欧盟及美国通胀数据变化 (%)



资料来源: Bloomberg

图 4 美联储官员或机构近期有关货币政策和通胀的表态

日期	美联储官员或机构	发言要点
5月13日	美联储主席	后续两次会议加息 50 个基点是合适的
5月16日	纽约联储行长	迅速提高利率压低通胀水平是第一要务
5月17日	圣路易斯联储行长	美联储将在未来几次会议各加息 50 个基点
5月18日	芝加哥联储行长	不必持续将利率提高到抑制经济的水平
5月19日	费城联储行长	长期通胀没有失去锚定，经济可以安全着陆
5月20日	明尼阿波利斯联储行长	美联储将通过前瞻指引消除通胀预期，确保软着陆
5月23日	亚特兰大联储行长	九月暂停加息合理，降低通胀需要货币政策保持灵活
5月24日	堪萨斯联储行长	在八月前将利率提高至 2%，此后取决于通胀变化
5月26日	货币政策委员会	积极收紧货币政策将为今年晚些时候提供灵活性

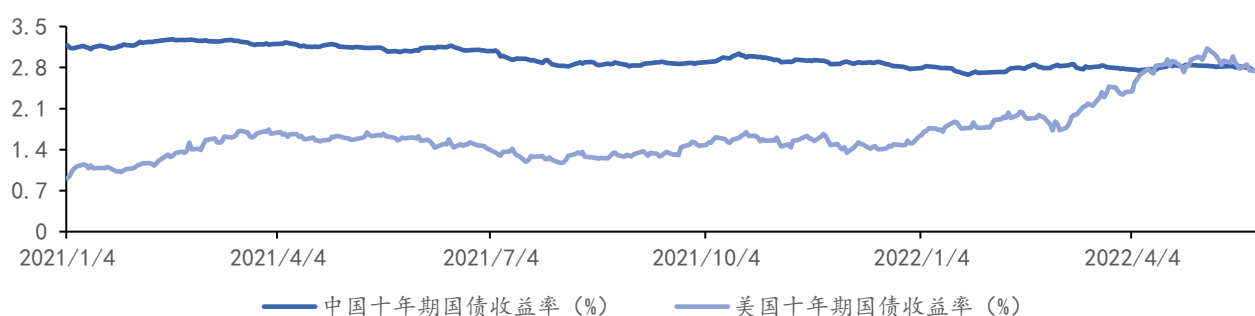
资料来源: Bloomberg

2 宏观分析

2.1 中国货币政策空间阶段宽松

中美两国十年期国债收益率在近期两次倒挂，从两者走势的趋势看，中国后续宽松货币，国债收益率下行的概率较大，美国整体收紧货币，国债收益率已由年初1.62%上升至当前2.74%（详见图5）。伴随后续美联储可能减缓收紧规模，美债收益率继续上行的空间可能不大。因此中美国债收益率可能出现反复倒挂，这也为中国货币政策空间提供了阶段性宽松机会。

图5 中美十年期国债收益率走势图（%）



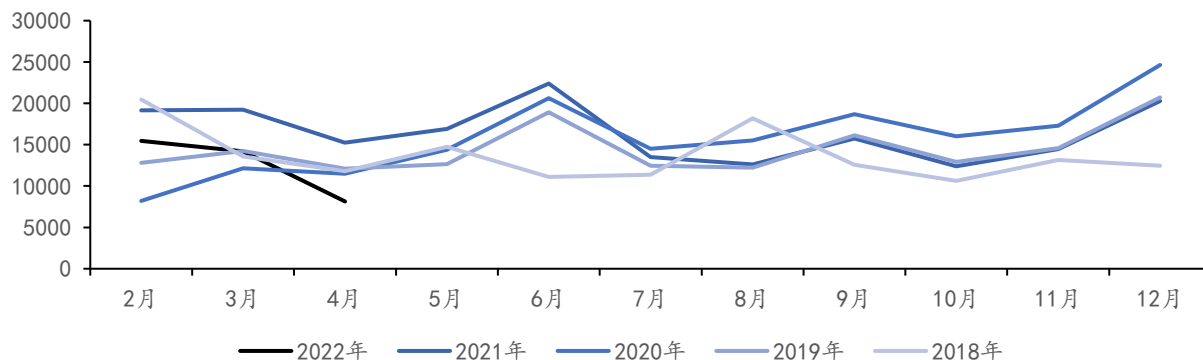
资料来源：Bloomberg

2.2 一年期 LPR 可能继续调整

5月20日央行将五年期LPR由4.60%下调至4.45%，而一年期LPR并未改变。以往LPR调整均为一年期和五年期一并下调，本次五年期LPR单独调整，也可以被认为是稳定地产市场，缓解房地产企业销售压力的重要措施（从商品房月度销售数据看，当前每月销售额约为过去的一半，详见图6）。后续一年期LPR可能会单独下调。

在稳经济政策“应出尽出”的要求下，央行货币政策还可以通过降准、降低中期借贷便利MLF操作利率、降低人民币贷款加权平均利率等方面发挥作用。随着中国单日新增疫情数据逐渐下降，生产活动恢复常态，货币政策的效果可能在三季度逐渐显现。

图6 2018至2022年商品房月度销售额（亿元）



资料来源：国家统计局

2022年5月30日 宏观经济研究

2.3 基建投资的资金来源：控制增量、盘活存量

5月18日财政部在官网发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，再次要求不得新增隐性债务。在当前需要依靠政策稳定经济增长，且需要“实物工作量”的情况下，地方政府的融资渠道仍相对收紧，而一个月前（4月18日）出台的央行《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》中，也只是提出保障融资平台公司“合理融资需求”。在这一背景下，地方政府的债务增量很难得到进一步放松（详见图7）。

图7 2022年关于控制新增隐性债务的表述

日期	部门	隐性债务表述要点
1月21日	财政部	新增隐性债务的要严肃问责，完善防范化解隐性债务风险长效机制
2月23日	财政部	支持地方有序化解存量隐性债务，建立市场化、法治化的债务违约处置机制
3月9日	人大财经委	坚决遏制新增地方政府隐性债务，稳妥处置高风险金融机构
4月19日	中央深改委	完善防范化解隐性债务风险长效机制，坚决遏制隐性债务增量
5月6日	财政部	坚决遏制通过新增隐性债务上新项目、铺新摊子
5月16日	银保监会	配合做好地方政府隐性债务风险防范化解，依法依规支持城投公司合理融资

资料来源：新闻整理

5月25日国务院发布《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，鼓励国有企业依托国有资本投资、运营公司，按规定通过进场交易、协议转让、无偿划转、资产置换、联合整合等方式，盘活长期闲置的存量资产，整合非主业资产。通过发行债券等方式，为符合条件的国有资本投资、运营公司盘活存量资产提供中长期资金支持。这一文件解释了未来基建投资的财政资金来源——盘活已有的存量资产。

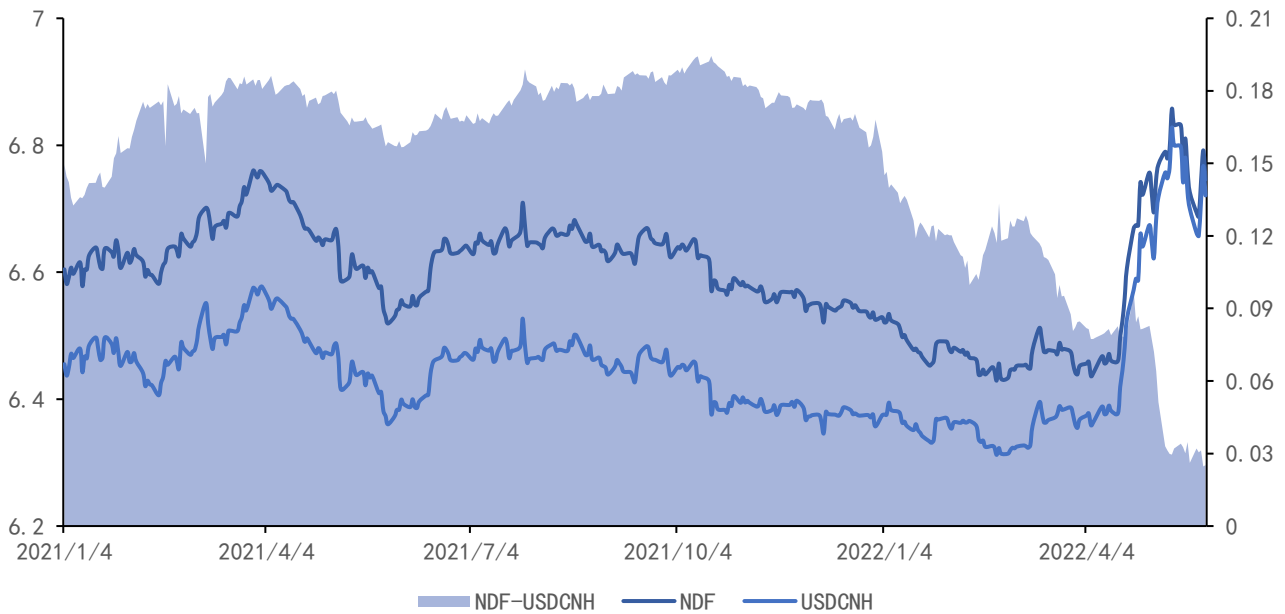
在盘活存量资产的方式上，一共提到三种主要模式，分别是基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）、政府和社会资本合作（PPP）以及产权交易。其中REITs是主要措施。文件提出提高REITs推荐、审核效率，鼓励更多符合条件的项目发行上市。在REITs的投资方面，文件支持银行、信托、保险、资产管理公司等参与盘活存量资产，并提出符合条件的公司可以发行债券融资，解决负债久期与资产久期错配的问题。

早在今年三月，证监会已经表示正在指导交易所制定REITs扩募规则，并推动保障性租赁住房REITs试点工作。5月27日，首批两单保障性租赁住房REITs也在上海证券交易所和深圳证券交易所正式申报。从公募REITs的受欢迎程度看，今年发行的华夏中国交建高速公路REITs，底层资产为湖北嘉通高速公路路段及附属设施，面向公众募集7.05亿，认购规模超过840亿，配售比例约为0.80%，受到投资者热捧。预计后续国有资产将通过REITs方式上市募集资金，从而进行后续基础设施建设开发工作。

3 汇率及利率分析

截至5月27日，离岸人民币兑美元即期汇率收于6.721，5月13日收盘6.800；在岸人民币兑美元即期汇率收于6.699，5月13日收盘6.789；一年期NDF收于6.75，5月13日收盘6.83（详见图8）。美元指数收于101.67，较两周前下跌2.77%。离岸人民币两周小幅升值1.16%，在岸人民币两周小幅升值1.33%。

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

国务院：鼓励国企盘活存量资产

5月25日国务院发布关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见，鼓励国有企业依托国有资本投资、运营公司，按规定通过进场交易、协议转让、无偿划转、资产置换、联合整合等方式，盘活长期闲置的存量资产，整合非主业资产。通过发行债券等方式，为符合条件的国有资本投资、运营公司盘活存量资产提供中长期资金支持。此外，鼓励符合条件的金融资产管理公司、金融资产投资公司通过发行债券融资，解决负债久期与资产久期错配等问题。

财政部：发挥财政政策纾困市场主体的能力

5月25日财政部发布文件，表示将发挥财政政策引导作用，撬动金融资源更好支持市场主体纾困发展。在政府性融资担保方面，要求地方各级政府性融资担保机构对符合条件的交通运输、餐饮、住宿、旅游等行业的中小微企业和个体工商户提供融资担保支持，及时履行代偿义务，推动金融机构尽快放贷，不抽贷、不压贷、不断贷。将符合条件的融资担保业务纳入国家融资担保基金再担保合作范围。地方要加大对融资担保机构的资本金补充、担保费补贴等支持力度。

全国稳住经济大盘会议召开

5月25日国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，会议表示要全面贯彻新发展理念，高效统筹疫情防控和经济社会发展，坚定信心，迎难而上，把稳增长放在更突出位置，着力保市场主体保就业保民生，保护经济韧性，努力确保二季度经济合理增长和失业率尽快下降，保持经济运行在合理区间。国务院要求稳经济一揽子政策5月底前都要出台实施细则，各地在助企纾困上政策能出尽出。对各类市场主体一视同仁，用市场化办法、改革举措解难题。

5 全球 ESG 动态

欧盟启动 3000 亿欧元绿色能源计划

5月18日欧盟委员会公布 REPowerEU 计划，旨在加快可再生能源和清洁能源的产能部署，实现能源供应多样化的绿色转型，并通过时间推移降低能源价格。该计划将集中在电力、工业、建筑和运输四个领域，争取在 2030 年使可再生能源占比达到 45%，并将能源目标效率提高到 13%。目前 REPowerEU 计划正在筹集 3000 亿欧元的资金。

美国证监会针对 ESG 基金发布新规则

5月26日美国证监会针对 ESG 基金发布新的披露规则，旨在帮助投资者获得更清晰的 ESG 信息，并避免基金的“漂绿”风险。新规则提出，ESG 基金需要以标准化表格的形式披露相关信息，并详细描述 ESG 因素如何被纳入。此外，ESG 基金的名称必须准备描述基金的投资类型，如果在名称中使用 ESG，则至少 80% 的基金资产需要投资于该领域。

德勤：忽视气候变化将损失 178 万亿美元 GDP

5月24日德勤在报告中表示，通过模拟 50 年内气候变化对全球造成的经济影响，发现如果气候变化不受控制，2070 年全球将累计损失 178 万亿美元 GDP，而实现气候目标将带来 43 万亿美元的经济效益。在气候变化导致的经济影响中，亚太地区占比约 40%，美洲约 20%，欧洲约 10%。德勤在报告中强调，公共和私营部门之间的协调、政府与金融部门的合作，将有助于建立基本的低碳政策和框架，促进资本流动和创新，使气候目标顺利实现。

两周市场数据 (2022-05-16至2022-05-27)

美国三大市场指数	最高价	最低价	收盘价	变动值	百分比
标普500指数	4158.49	3810.32	4158.24	134.35	3.34%
标普500成长指数	2666.36	2416.32	2666.36	78.41	3.03%
标普500价值指数	1494.08	1382.84	1494.05	52.23	3.62%
纳斯达克100指数	12682.58	11492.29	12681.42	294.02	2.63%
纳斯达克综合指数	12131.66	11035.69	12131.13	326.13	2.76%
纳斯达克金龙中国指数	6637.40	5845.64	6634.53	535.73	8.78%
道琼斯工业平均指数	33213.62	30635.76	33212.96	1016.30	3.16%
内地香港市场指数					
恒生指数	20794.13	19764.96	20697.36	798.59	4.01%
恒生国企指数	7149.10	6752.24	7082.38	275.35	4.05%
恒生科技指数	4304.95	3961.26	4186.95	147.98	3.66%
上证综合指数	3153.13	3042.67	3130.24	45.96	1.49%
深证成分股指数	11475.18	10984.75	11193.59	33.80	0.30%
沪深300指数	4080.97	3933.75	4001.30	12.70	0.32%
创业板指数	2426.57	2283.44	2322.48	-35.68	-1.51%
亚太其他地区市场指数					
日经225指数	27053.18	26150.09	26781.68	354.03	1.34%
韩国KOSPI指数	2653.87	2568.54	2638.05	33.81	1.30%
新加坡STI指数	3251.61	3172.19	3230.55	39.39	1.23%
台湾证交所加权指数	16316.58	15847.46	16266.22	433.68	2.74%
欧洲市场指数					
德国DAX指数	14463.50	13683.59	14462.19	434.26	3.10%
法国CAC40指数	6519.73	6196.19	6515.75	153.07	2.41%
英国富时100指数	7597.64	7228.67	7585.46	167.31	2.26%
欧洲斯托克50指数	3808.86	3592.01	3808.86	105.44	2.85%
MSCI指数					
MSCI全球指数	2803.81	2611.56	2802.59	101.26	3.75%
MSCI亚太市场指数	166.16	160.01	165.96	5.89	3.68%
MSCI新兴市场指数	1043.86	1003.61	1043.17	38.65	3.85%
MSCI新兴亚洲市场指数	556.11	534.22	555.56	19.95	3.72%
MSCI新兴欧洲市场指数	85.74	80.74	83.90	2.70	3.33%
MSCI中国指数	67.89	64.23	67.30	2.56	3.95%
ESG指数					
标普500ESG指数	362.76	332.55	362.76	11.81	3.37%
MSCI全球ESG指数	171.86	160.36	171.79	5.58	3.36%
MSCI凯特400指数	1569.00	1437.61	1569.00	43.11	2.83%
欧洲斯托克ESG指数	165.16	157.37	165.11	3.81	2.36%

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