

2022年7月11日

宏观经济双周报

潜在衰退预期掣肘加息行动，市场静待后续通胀数据

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 指数两周下跌 0.32%，7 月 8 日收盘价 3899.38；
美国道琼斯指数两周下跌 0.52%，7 月 8 日收盘价 31338.15；
美国纳斯达克指数两周上涨 0.24%，7 月 8 日收盘价 11635.31；
欧洲斯托克 50 指数两周下跌 0.75%，7 月 8 日收盘价 3506.55；
中国上证指数两周上涨 0.19%，7 月 8 日收盘价 3356.08；
香港恒生指数两周上涨 0.03%，7 月 8 日收盘价 21725.78；
日经 225 指数两周上涨 0.1%，7 月 8 日收盘价 26517.19；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周下跌 4.62%，7 月 8 日收盘价 1742.48；
WTI 原油指数两周下跌 2.63%，7 月 8 日收盘价 104.79；

3) 其他市场

美元指数两周上涨 2.71%，7 月 8 日收盘价 107.01；
港币汇率两周下跌 0.01%，7 月 8 日收盘价 7.8485；
波罗的海干散货指数两周下跌 11.33%，7 月 8 日收盘价 2067；
美国十年期国债收益率两周下跌 1.60%，7 月 8 日数值为 3.08%；

1.2 两周市场回顾

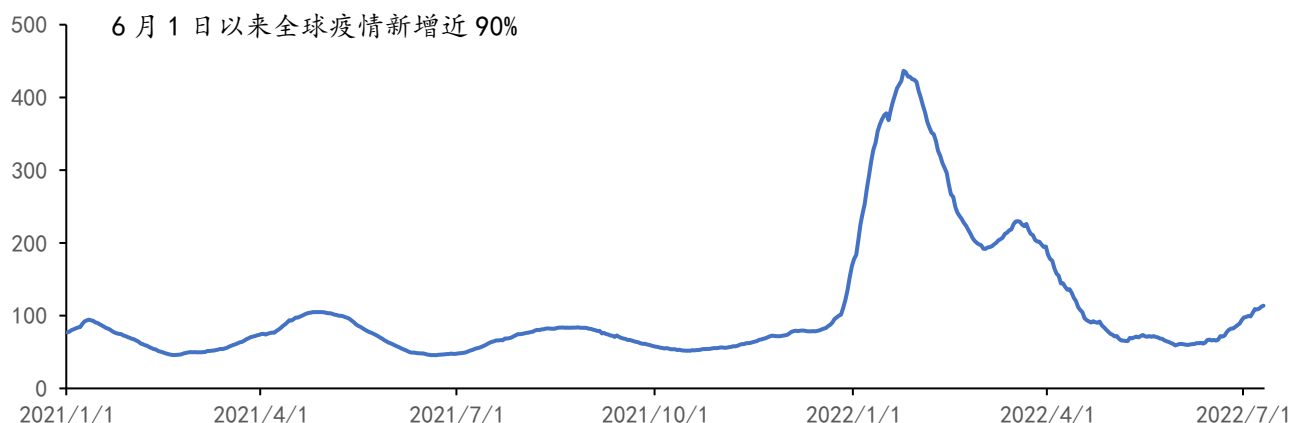
在经过第二季度的明显调整后，全球股票市场波动逐渐减弱，投资者继续关注央行的加息行动以及通胀数据的变化。整体看近两周市场的紧缩预期不及过去水平，经济增长的预期逐渐让步于潜在的衰退预期，表现为 WTI 原油指数两周下跌 2.63%，十年期美债收益率在两周前短暂触及 3.40% 的阶段高点后，近两周下跌 1.60%，收于 3.08%。

美联储将于两周后召开下半年第一次议息会议，在最近公布的会议纪要中，货币政策委员仍保留加息 50 个基点的选项，并表达了对长期通胀无法稳定在 2% 的担忧。这也是自 2021 年年初美联储向市场回应通胀上行以来，首次对长期通胀目标的质疑。然而衰退预期掣肘联储加息行动，如果本次会议升息小于 75 个基点，可能开启下半年货币政策相对宽松的局面。

1.3 全球疫情

全球疫情近两周持续上行，6月26日单日新增确诊病例数为82.44/百万，7月10日单日新增确诊病例数为113.62/百万，上涨约38%，这也是自今年五月中旬以来全球疫情连续一个月上行。尽管五月以来疫情对全球经济的影响正在减弱，但不断变异的病毒（例如最近免疫逃逸能力更强的BA.5.2.1变异毒株）仍可能在下半年重新成为市场的担忧之一（详见图1）。

图1 2022年6月以来全球单日新增确诊病例数持续上行（每百万人）



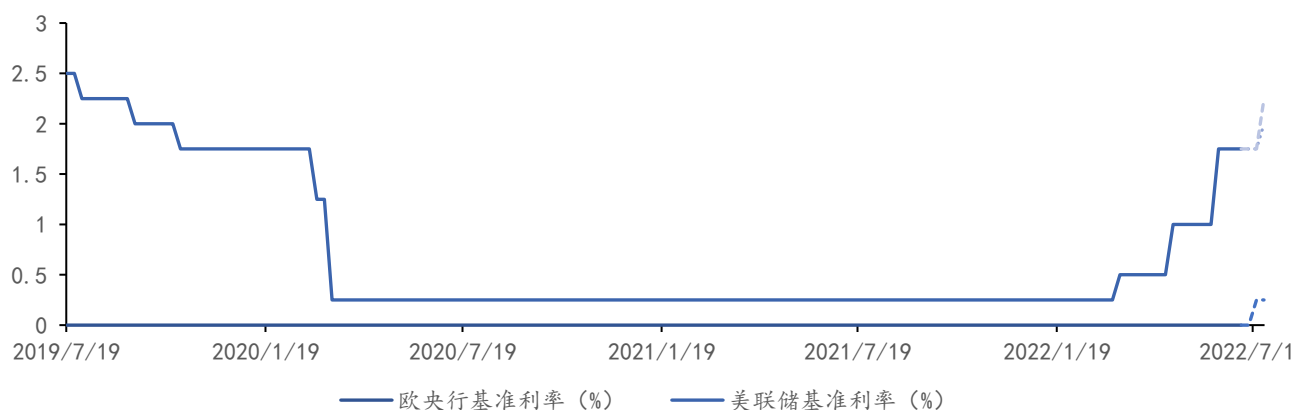
资料来源：Our World in Data

1.4 全球经济

全球通胀压力仍未缓解，但实际原因并不相同。例如，欧元区通胀源于全球局势紧张，以及供应链不畅通导致的供给短缺，而美联储应对的通胀主要由于流动性充足带来的消费者需求增长。这一点可以从美联储和欧洲央行的行动中得到反映。

上半年以来，美联储的紧缩速度明显快于欧洲央行——美联储三次议息会议分别加息0.25%、0.50%、0.75%，而欧洲央行已经多年未改变基准利率。可以看出，美联储对削减流动性的意愿更强。欧洲央行目前仅考虑在七月加息一次，且市场预计加息幅度仅为0.25%（详见图2）。

图2 美联储及欧洲央行基准利率走势图（虚线部分为七月会议预测值）



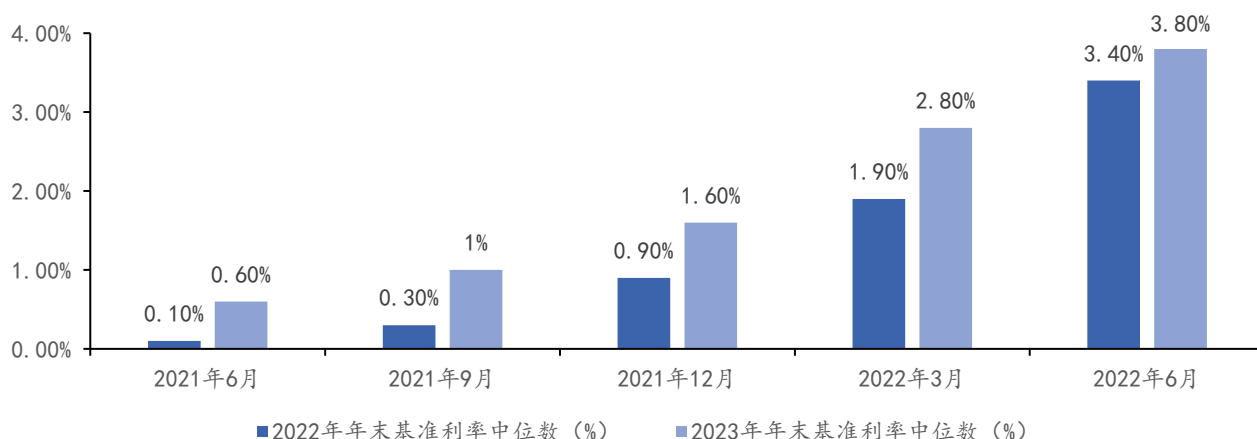
资料来源：Bloomberg

1.5 全球通货膨胀

2022年下半年全球通胀将如何发展？从美联储、欧洲央行的行动看，美联储（六月议息会议文件中位数预测）下半年还有1.50%的升息空间（详见图3），欧洲央行将于今年七月开始首次加息。央行的加息行动是否有效改变投资者的通胀预期，是影响通胀水平的重要因素。投资者自去年下半年开始对央行的表述（例如美联储去年全年始终认为“通胀是暂时的”）产生质疑，导致央行在后续试图“锚定通胀”的行动上需要付出更多的成本。

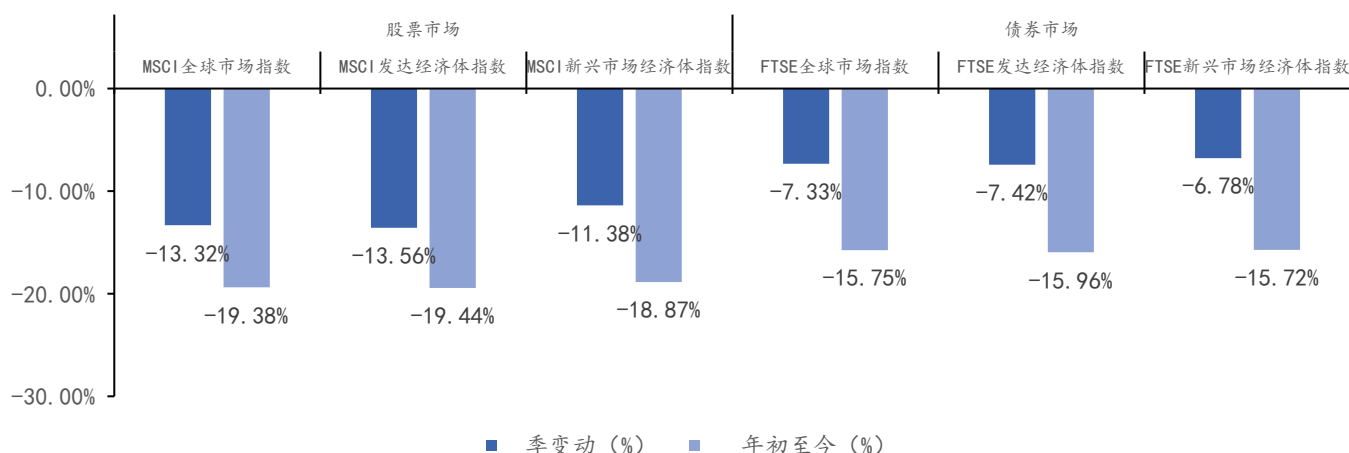
在这一情况下，下半年全球资产将如何表现？从上半年看，无论是股票还是债券，都经历了不小的调整（详见图4），投资者大多认为，进一步加息仍会使这些资产承压。因此后续资产表现可能取决于两个重点，一是央行的加息是否超出预期，超预期则金融市场会继续下行，二是通胀数据是否出现拐点。如果出现拐点，则央行为了避免过快加息对经济的侵蚀，很可能放缓甚至停止加息，在这样的预期下市场将存在支撑。

图3 美联储近一年基准利率中位数预测值（%）



资料来源：美联储官网

图4 全球股票、债券市场指数变化（%）



资料来源：Bloomberg

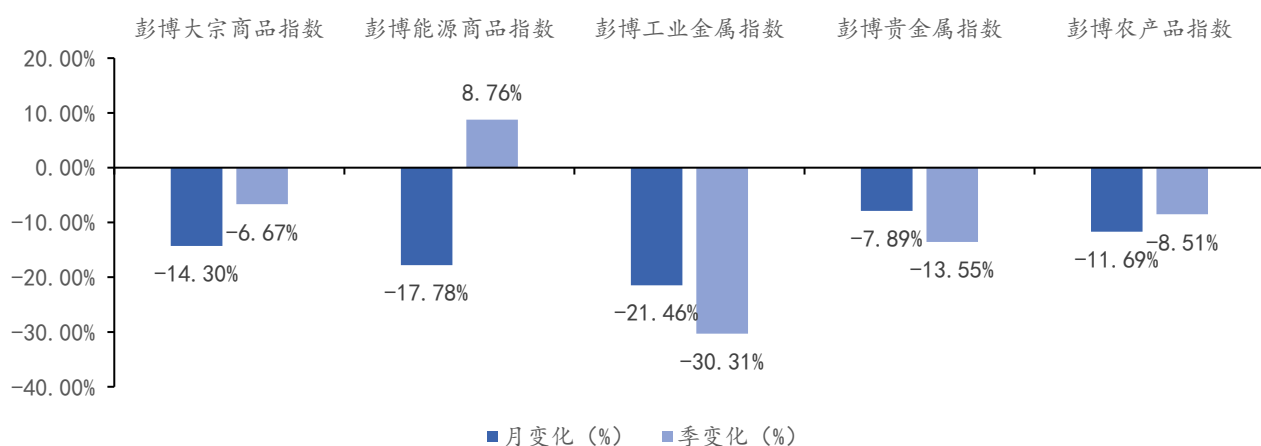
2 宏观分析

2.1 市场开始衰退预期的定价

尽管六月议息会议后全球股票市场和债券市场的波动下降，但大宗商品出现了明显的价格下降。能源商品、工业金属、贵金属和农产品近一个月均明显走弱，其中工业金属跌幅超过20%。从季度变化看，仅能源商品由于局势紧张出现上行，其余各类商品均下行（详见图5）。这可能意味着市场对后续经济已经出现衰退预期的定价。

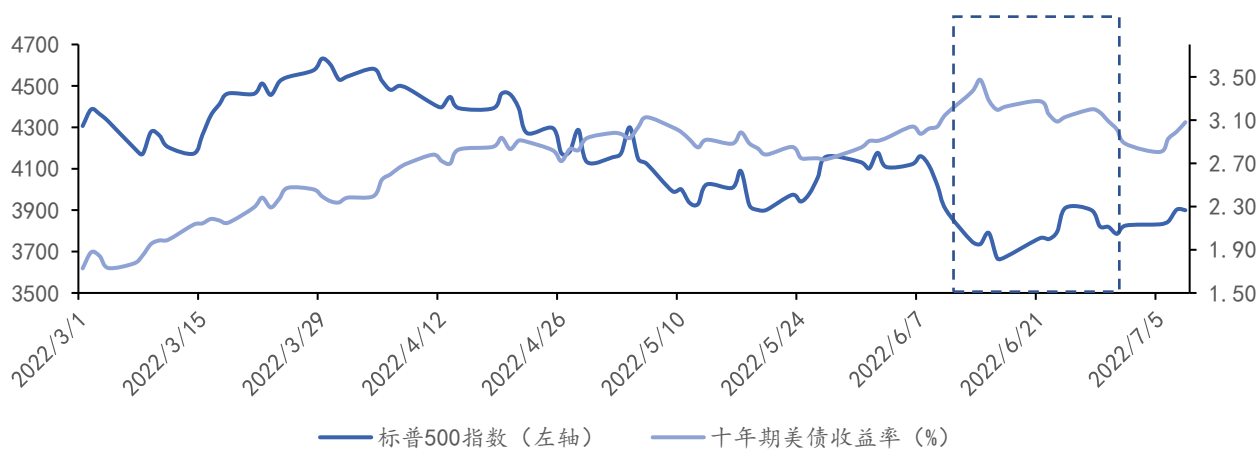
衰退预期还反映在美债收益率和美股的变化中（详见图6）。在今年上半年的加息时期，美债收益率上行总伴随着美股（风险资产）的下行。然而自六月以来，美债收益率和标普500指数出现了同时下行的情况，这意味着短期增长和长期增长都在被投资者所怀疑。

图5 彭博大宗商品指数及分项指数变化（%）



资料来源：Bloomberg

图6 标普500指数与十年期美债收益率走势图



资料来源：Bloomberg

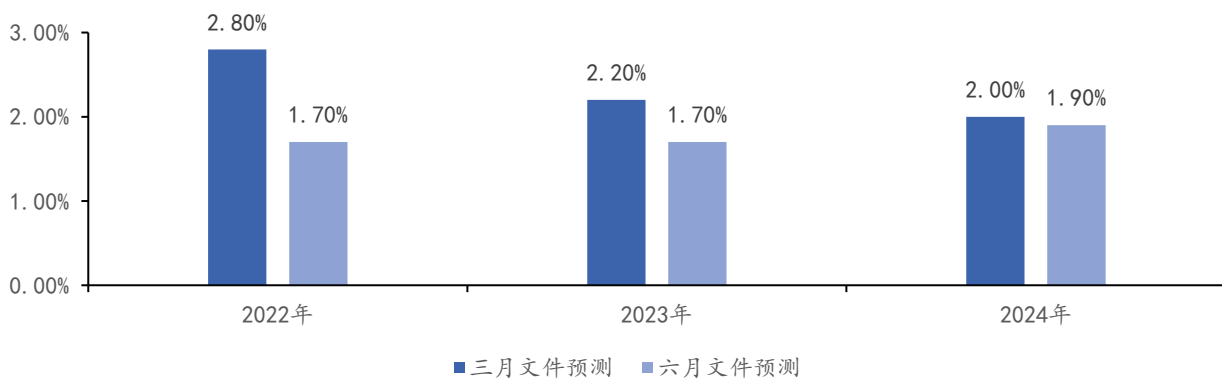
2022年7月11日 宏观经济研究

2.2 美联储会议纪要：通胀已非联储所能控制

六月议息会议除去大幅提高基准利率的预测数值外，美联储鲍威尔表示“加息 75 个基点是基于当前形势，并不是常态”，同时认为“众多通胀因素已经不是美联储所能控制的”。美联储表示七月的加息行动将在“50 个基点或者 75 个基点”之间，但从会议文件和发布会的内容看，美联储更倾向于加息 50 个基点，并担忧过快加息对经济的负面影响。

此外，美联储在经济预测中下调了近三年的实际 GDP 增长预测（详见图 7），其中最高预测值不超过 2%，而三月会议文件的最低预测值为 2%。这一调整意味着美联储在“尝试保卫经济”和“尝试降低通胀”之间将首选后者，而当通胀得以下降后，再会考虑如何避免经济大幅下行。

图 7 美联储对近三年实际 GDP 增长预测 (%)

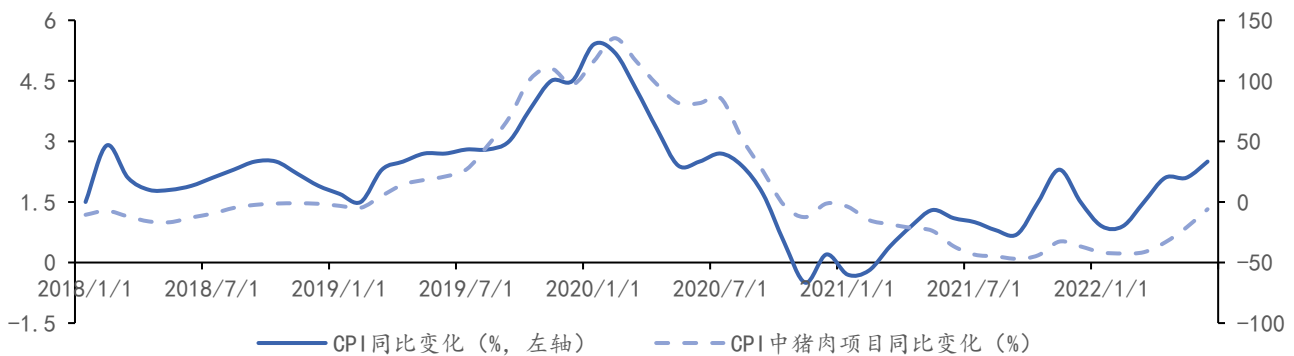


资料来源：美联储官网

2.3 中国 CPI 时隔两年再度突破 2.50%

中国六月 CPI 同比上涨 2.50% (前值 2.10%)，这也是自 2020 年 8 月以来 CPI 再度突破 2.50%。CPI 上行的原因与食品 CPI 上行有关 (同比增长 2.90%)，其中猪肉价格上行占主导因素。从 CPI 中猪肉项目价格的同比变化与 CPI 同比变化分析，两者走势非常相似 (详见图 8)。同时，当前猪肉项目价格同比变化仍为负值，这意味着下半年猪价上行开启后，CPI 仍会继续上行。

图 8 中国 CPI 同比变化与猪肉项目同比变化 (%)



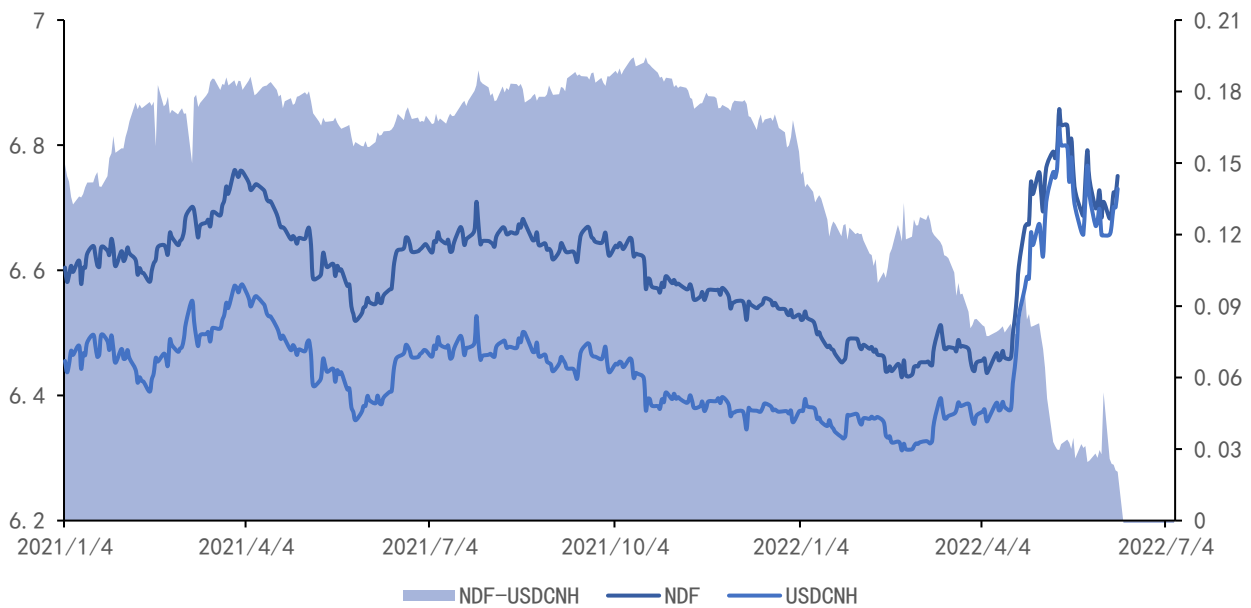
资料来源：Bloomberg

2022年7月11日 宏观经济研究

3 汇率及利率分析

截至7月8日，离岸人民币兑美元即期汇率收于6.686，6月24日收盘6.682；在岸人民币兑美元即期汇率收于6.695，6月24日收盘6.690；一年期NDF收于6.67，6月24日收盘6.67（详见图9）。美元指数收于107.01，较两周前上涨2.71%。离岸人民币两周小幅贬值0.06%，在岸人民币两周小幅贬值0.07%。

图9 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

央行与香港金管局扩大常备互换规模

7月4日央行表示，与香港金融管理局签署常备互换协议，将双方自2009年起建立的货币互换安排升级为常备互换安排。协议长期有效，互换规模由原来的5000亿元人民币/5900亿港元扩大至8000亿元人民币/9400亿港元，以进一步深化内地与香港金融合作，更好支持香港国际金融中心建设，推动香港离岸人民币市场稳健发展。

央行、香港证监会、香港金管局发布“互换通”公告

7月4日中国人民银行、香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局联合发布开展香港与内地利率互换市场互联互通合作公告。“互换通”指境内外投资者通过香港与内地基础设施机构连接，参与两个金融衍生品市场的机制安排。初期先开通“北向通”，即香港及其他国家和地区的境外投资者经由香港与内地基础设施机构之间在交易、清算、结算等方面互联互通的机制安排，参与内地银行间金融衍生品市场。未来将适时研究扩展至“南向通”，即境内投资者经由两地基础设施机构之间的互联互通机制安排，参与香港金融衍生品市场。

2022年7月11日 宏观经济研究

央行：只向无破产风险金融机构提供流动性支持

7月5日央行金融稳定局局长表示，建立更加严格规范的最后贷款人机制，严格限定央行资金的使用条件，原则上只应向不存在破产性风险的银行业金融机构提供流动性支持，不应向资不抵债机构发放再贷款。明确金融风险处置资金使用顺序，建立明晰的损失分摊机制，完善再贷款损失核销机制。将金融稳定保障基金建设为重大金融风险处置后备资金池和金融稳定长效机制的重要组成部分，重大金融风险处置中，金融机构、股东和实际控制人、地方政府、存款保险基金和相关行业保障基金等各方，依法依职责充分投入相应资源后仍有缺口的，经批准后，按程序使用金融稳定保障基金进行重大金融风险处置。

5 全球 ESG 动态

欧央行将气候变化纳入货币政策框架

7月4日欧央行表示，准备将气候变化因素纳入货币政策框架，旨在降低与气候变化相关的欧元区体系资产负债表的金融风险，并支持经济的绿色转型。根据修订后的政策框架，欧央行打算将近3500亿欧元的债券投资组合重新分配至气候表现更好的发行人，并根据发行人的温室气体排放、碳减排目标和气候披露内容进行评估。欧央行计划从明年一季度开始这一转型过程，并要求在2025年债务人需要完全满足《企业可持续发展报告指令》。

港交所成立国际碳市场委员会

7月5日港交所宣布成立香港国际碳市场委员会，旨在开发具有一流基础设施、产品和服务的高效碳市场。委员会包括各大银行的香港分行及部分香港大型企业。港交所表示当前碳信用市场存在各种挑战，例如缺乏流动性、项目评估数据不足等。委员会的成立将为香港成为亚洲首屈一指的碳中心提供基础，并为全球低碳经济做出贡献。

标普、中银香港发布公司气候转型指数

7月8日标普及中银香港联合推出首个涵盖大湾区公司的气候转型指数，旨在衡量大湾区公司的净零排放表现，并为投资者提供ESG信息。新指数的公司样本选择与巴黎协定1.5°C全球变暖目标情景相一致，包括每年7%的脱碳计划以及相对市场指数超额30%的温室气体减排计划。新指数将支持香港的《2050年气候行动计划》，促进香港作为领先的可持续金融中心。

2022年7月11日 宏观经济研究

		基准指数	最新值	周变动 (%)	月变动 (%)	季变动 (%)	年初至今 (%)
股票市场							
全球市场		MSCI ACWI Index	608.58	1.31%	-6.51%	-13.32%	-19.38%
发达经济体		MSCI World Index	2603.62	1.39%	-6.46%	-13.56%	-19.44%
新兴市场经济体		MSCI Emerging Markets Index	999.57	0.68%	-6.91%	-11.38%	-18.87%
美国		MSCI USA Price Return USD Index	3711.09	3.19%	-5.27%	-13.79%	-19.21%
欧洲		MSCI Europe USD Index	1621.94	0.33%	-9.89%	-14.93%	-22.52%
中国		MSCI China Index	74.32	-0.34%	0.00%	2.98%	-11.83%
债券市场							
全球市场		FTSE World Government Bond Index USD	861.04	-1.27%	-2.65%	-7.33%	-15.75%
发达经济体		FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	859.36	-1.30%	-2.67%	-7.42%	-15.96%
新兴市场经济体		FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	115.68	-0.86%	-2.57%	-6.78%	-15.72%
投资级公司债券							
全球市场		Blomberg Global Aggregate Index	455.29	-0.94%	-2.46%	-6.70%	-14.49%
发达经济体		Blomberg Global Aggregate Developed Markets Index	97.36	-1.05%	-2.60%	-6.89%	-15.22%
新兴市场经济体		Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1046.57	-0.88%	-4.01%	-8.17%	-17.39%
美国		Bloomberg US Aggregate Index	2105.62	-0.87%	-0.82%	-3.45%	-10.59%
中国		Bloomberg China Aggregate Index	260.53	-0.10%	-0.27%	-4.43%	-3.25%
高收益公司债券							
全球市场		Bloomberg Global High Yield Index	1273.90	-0.04%	-6.41%	-10.26%	-16.68%
发达经济体		Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	146.14	0.71%	-5.67%	-8.90%	-15.10%
新兴市场经济体		Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	116.76	-0.57%	-3.83%	-6.89%	-17.45%
美国		Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2144.20	1.52%	-4.21%	-7.41%	-12.89%
中国		Bloomberg China USD Credit High Yield Index	36.68	-7.17%	-18.98%	-32.03%	-48.34%
大宗商品							
综合		Bloomberg Commodity Index	116.59	4.22%	-14.30%	-6.67%	17.56%
能源商品		Bloomberg Energy Subindex	50.28	7.00%	-17.78%	8.76%	62.75%
工业金属		Bloomberg Industrial Metals Subindex	147.57	-1.04%	-21.46%	-30.31%	-14.65%
贵金属		Bloomberg Precious Metals Subindex	200.21	-0.90%	-7.89%	-13.55%	-8.61%
农产品		Bloomberg Agriculture Subindex	67.52	6.57%	-11.69%	-8.51%	11.07%

数据来源: Bloomberg

2022年7月11日 宏观经济研究

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