

2022年7月25日

宏观经济双周报

M2 减速叠加大宗商品降价，全球通胀下半年可能见顶

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 1.60%，7 月 22 日收盘价 3961.63；
美国道琼斯指数两周上涨 1.79%，7 月 22 日收盘价 31899.29；
美国纳斯达克指数两周上涨 1.71%，7 月 22 日收盘价 11834.11；
欧洲斯托克 50 指数两周上涨 2.56%，7 月 22 日收盘价 3596.49；
中国上证指数两周下跌 2.57%，7 月 22 日收盘价 3269.97；
香港恒生指数两周下跌 5.14%，7 月 22 日收盘价 20609.14；
日经 225 指数两周上涨 5.27%，7 月 22 日收盘价 27914.66；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周下跌 0.85%，7 月 22 日收盘价 1727.64；
WTI 原油指数两周下跌 9.63%，7 月 22 日收盘价 94.70；

3) 其他市场

美元指数两周下跌 0.26%，7 月 22 日收盘价 106.73；
港币汇率两周下跌 0.01%，7 月 22 日收盘价 7.8485；
波罗的海干散货指数两周上涨 3.82%，7 月 22 日收盘价 2146；
美国十年期国债收益率两周下跌 10.71%，7 月 22 日数值为 2.75%；

1.2 两周市场回顾

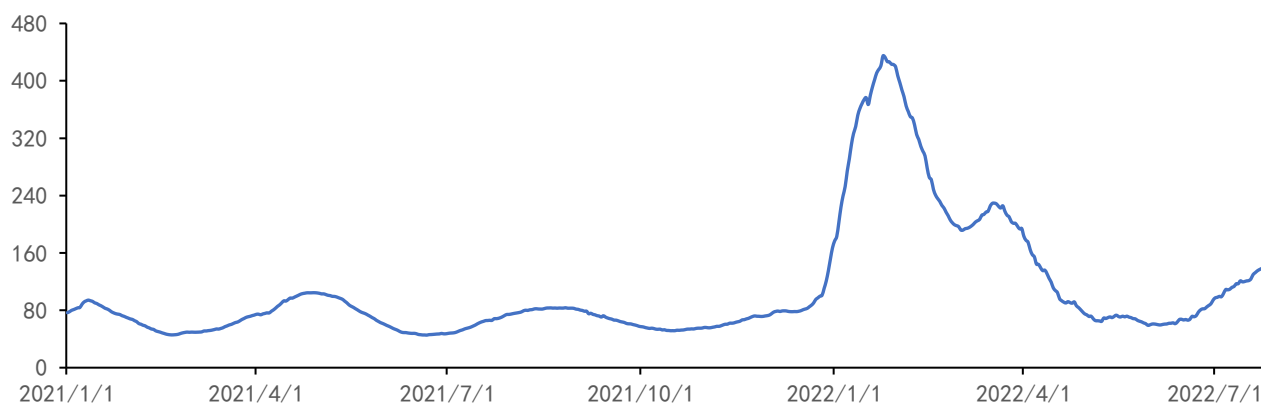
全球市场两周走势分化，欧美市场因紧缩预期放缓普遍上涨，亚洲市场中港股市在六月以来的持续上行后出现回落。大宗商品市场因美元升值和全球经济偏弱的影响继续下跌，其中 WTI 原油指数两周下跌近 10%。欧洲央行宣布加息 50 个基点，自 2020 年全球疫情以来首次进入加息周期，全球实际利率继续上行，黄金价格小幅下跌。

美国六月 CPI 数据超出市场预期，美联储继续安抚市场，认为七月议息会议加息 75 个基点更合适，从而打消了投资者加息 100 个基点的判断。美元指数两周小幅下跌，十年期美债收益率两周下跌超过 10%，美联储锚定市场预期的能力依然存在。在当前通胀情况下美联储仍认可加息 75 个基点，这可能意味着下半年联储单次加息上限很难超过这一数值。

1.3 全球疫情

全球疫情近两周继续上行，7月24日单日新增确诊病例数为139.86/百万，7月8日单日新增确诊病例数为109.43/百万，上涨约28%。目前全球单日新增确诊数量已经与今年年初的水平类似，较六月的上半年阶段性低点翻倍（详见图1）。本轮疫情的上升规模仅次于2021年年末的奥密克戎疫情，在各国大多放宽疫情防控的情况下，确诊数量仍未出现拐点。

图1 2021年以来全球单日新增确诊病例数变化（每百万人）



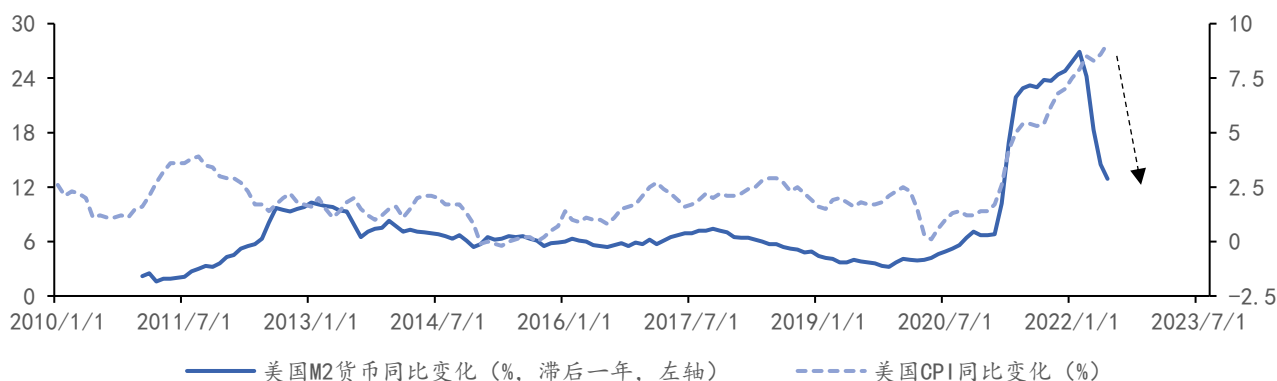
资料来源：Our World in Data

1.4 全球经济

从月度CPI数据变化看，当前通货膨胀仍创多年新高，并未出现下行趋势，为全球经济增长带来较大不确定性。从通胀的起源看，货币发行量大幅增加是通胀走高的主要原因，“通货膨胀在任何时候、任何地方都是一种货币现象”，而美联储六月缩表开始，市场中的国债等金融资产供给量增加，将会占据市场中的流动性，导致流通中货币数量减少。

从美国M2货币发行量与CPI指数的同比变化分析，M2大幅增加一年后，CPI快速上升，即货币向价格的传导时间约为一年（详见图2）。在此假设下，当前M2同比变化已经出现向下趋势，且大宗商品等上游原料的价格也已出现明显下跌，预计CPI后续见顶的可能性正在加大。

图2 美国M2货币发行量（滞后一年期）与CPI指数同比变化（%）



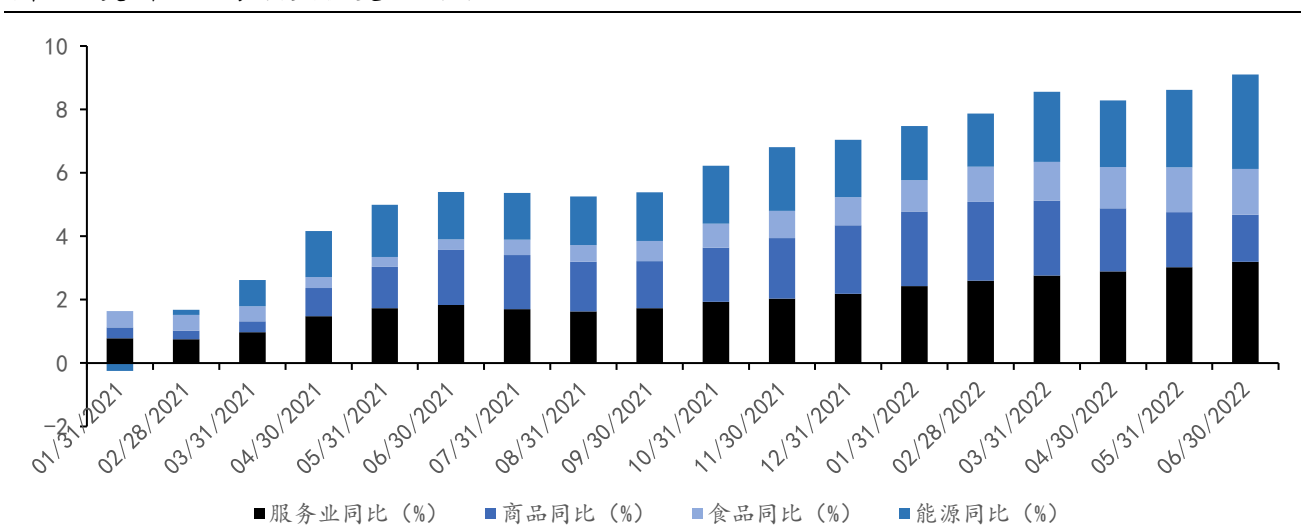
资料来源：Bloomberg

1.5 全球通货膨胀

美国六月CPI超出市场预期，从分项数据看，能源同比增长连续三个月扩大（详见图3），这和能源类大宗商品的走势直接相关——尽管大宗商品价格在第二季度不断回落，但能源类（以Bloomberg能源类大宗商品指数衡量）仍上涨近8%。不过随着七月以来原油价格连续回落，预计后续能源类对整体CPI的贡献将不断下降。

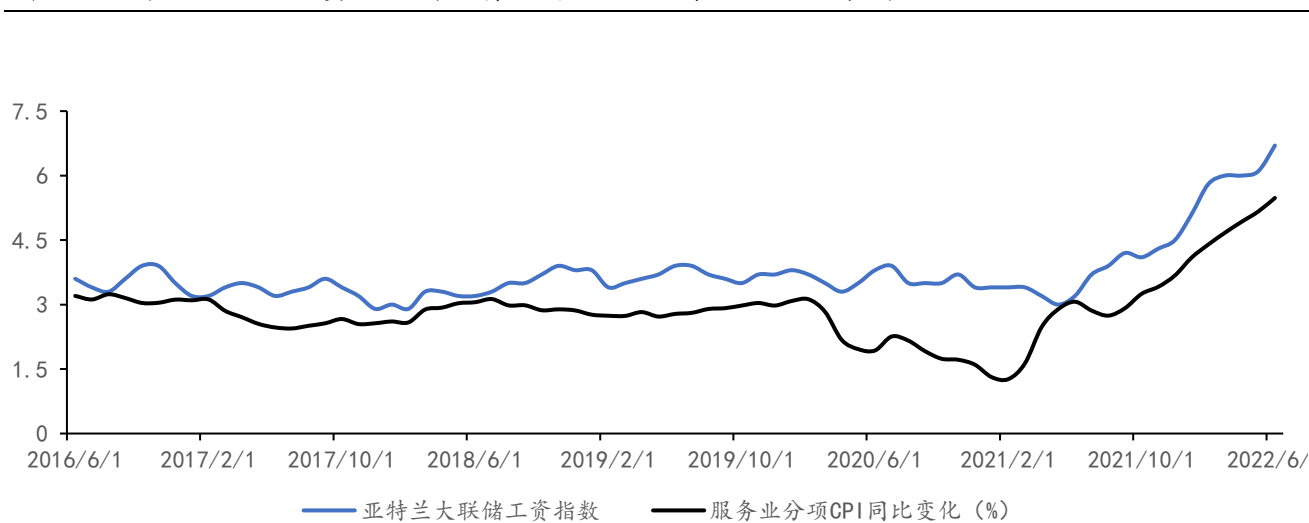
此外，其余三项变化看，服务业同比增长相对稳定，这与工资上行直接相关（详见图4）。以亚特兰大联储工资指数作为衡量工资变化的指标，可见两者自2021年中旬以来不断上行，且当前未出现拐点。这意味着后续服务业分项CPI仍将继续扩大CPI同比涨幅。

图3 美国CPI分项数据变化(%)



资料来源: Bloomberg

图4 亚特兰大联储工资指数与服务业分项CPI同比变化走势图



资料来源: Bloomberg

2022年7月25日 宏观经济研究

2 宏观分析

2.1 美股美债阶段低点可能出现

美联储在七月议息会议前再次安抚市场,认为相比单次加息 100 个基点,加息 75 基点更合适,使得美债收益率连续两周大幅走低,紧缩预期明显好转。同时,标普 500 指数 PE 值已经达到近五年的阶段低点(排除 2020 年 3 月的特殊情况),十年期美债收益率近期也达到近五年的阶段性高点,在美联储选择保守加息应对通胀的情况下。美股美债的阶段低点可能出现。

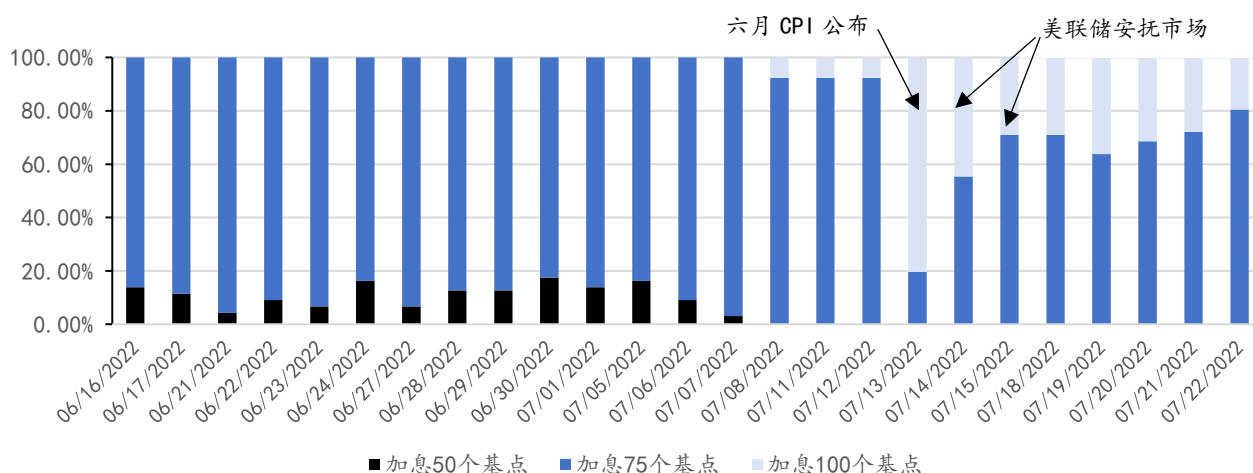
此外,在高通胀背景下,美联储对市场的锚定能力仍旧存在。在 7 月 13 日 CPI 数据达到 9.1% 的阶段新高后(市场预期 8.6%),认为七月议息会议加息 100 个基点的投资者当日占比超过 80%。然而,在美联储多位分行官员公开表示支持单次加息 75 个基点后,市场预期在两天内快速扭转,目前已有超过 80% 的投资者认可加息 75 个基点(详见图 6)。

图 5 标普 500 指数 PE 值与十年期美债收益率 (%) 走势图



资料来源: Bloomberg

图 6 市场对七月美联储议息会议基准利率的预测



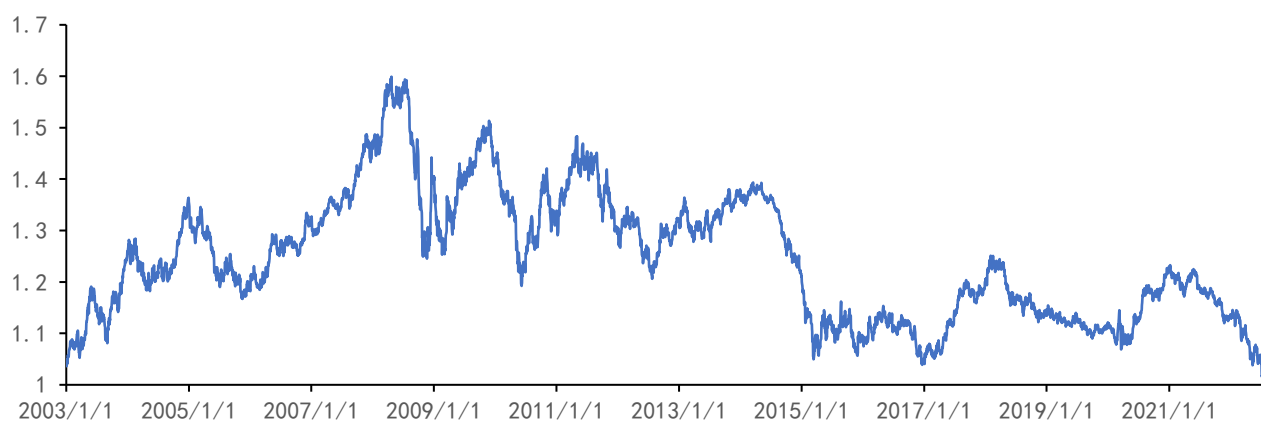
资料来源: CME Group

2.2 欧央行超预期加息 50 个基点

与美联储放缓紧缩预期不同，欧洲央行上周加息 50 个基点，超出市场预期（25 个基点）。尽管此前欧洲央行向市场表示，七月不会大幅加息，但在英国央行今年加息五次，美联储今年加息三次的情况下，欧洲央行上半年的基准利率仍保持不变，已经明显落后于其他央行。本次加息 50 个基点，也是近十年来加息幅度最大的一次。

除去应对欧元区再创新高的通胀数据外（欧元区六月调和 CPI 为 8.8%，前值 8.2%），欧央行大幅升息，也对稳定欧元汇率有重要作用（详见图 7）。以欧元兑美元汇率作为衡量，在美联储不断加息的情况下，欧元年内最大贬值幅度超过 13%，创 2003 年以来新低。七月初欧元兑换美元一度接近 1:1 的汇率水平，在欧央行加息后，欧元汇率出现反弹。

图 7 欧元兑美元汇率走势图

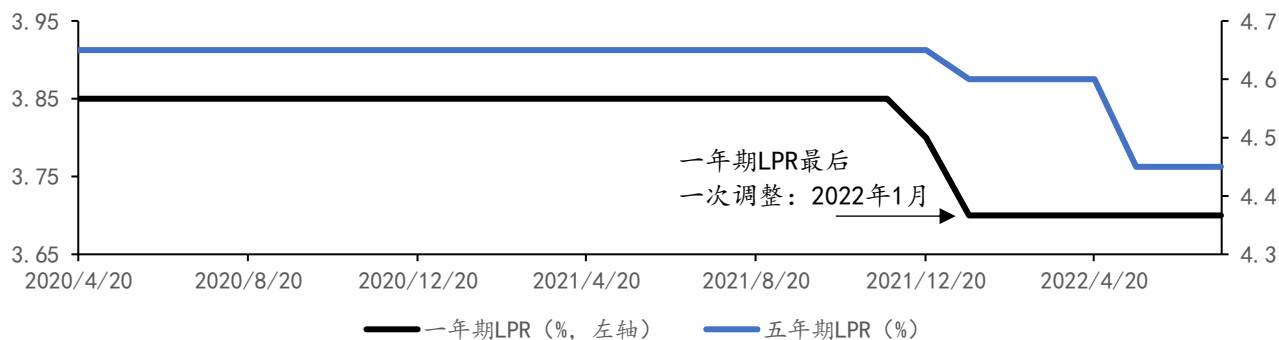


资料来源：Bloomberg

2.3 中国货币政策仍按兵不动

尽管市场预期在稳增长政策要求下，七月 LPR 可能会下调，但中国央行数据显示，一年期和五年期 LPR 保持不变，仍为 3.70% 和 4.45%，其中一年期 LPR 自年初至今未调整（详见图 8）。这一现象也可由当前商业银行净息差缩小来解释——银保监会的数据显示，一季度商业银行净息差为 1.97%，较 2021 年末的 2.08% 下降 0.11 个百分点。

图 8 中国一年期五年期 LPR 走势图



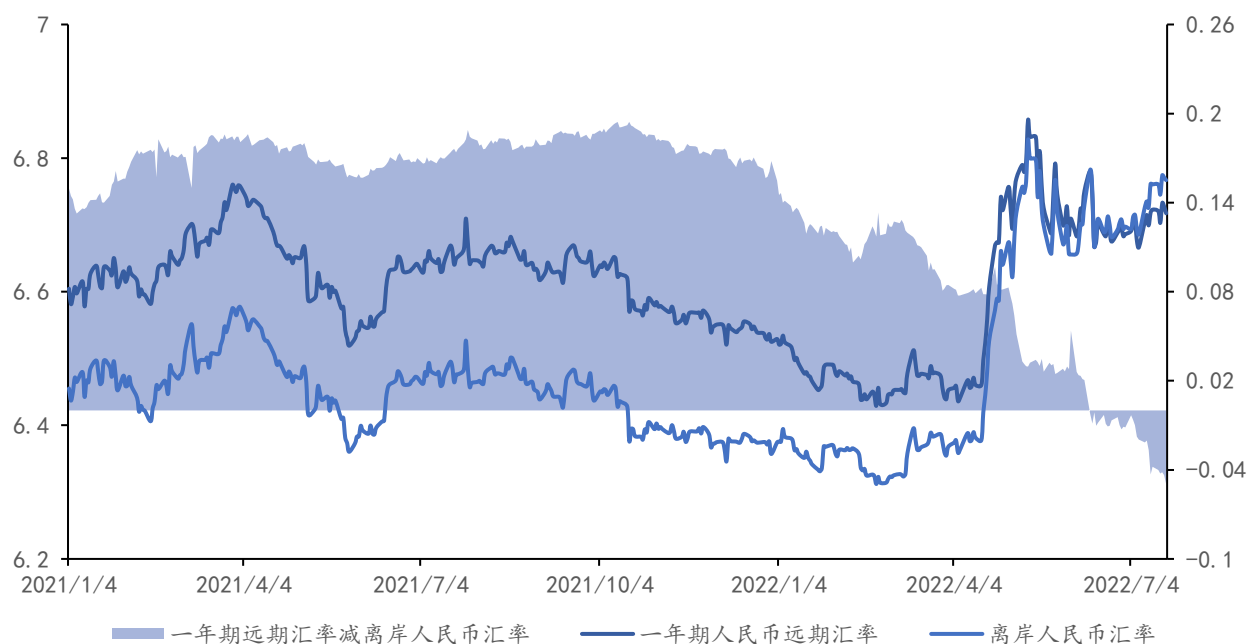
资料来源：Bloomberg

2022年7月25日 宏观经济研究

3 汇率及利率分析

截至7月22日，离岸人民币兑美元即期汇率收于6.767，7月8日收盘6.686；在岸人民币兑美元即期汇率收于6.752，7月8日收盘6.695；一年期NDF收于6.72，7月8日收盘6.67（详见图9）。美元指数收于106.73，较两周前下跌0.26%。离岸人民币两周小幅贬值1.20%，在岸人民币两周小幅贬值0.84%。

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：绝大多数中小银行评级安全

7月13日央行金融稳定局局长表示，2021年四季度央行评级结果显示，参评的4398家银行业金融机构中，在安全边际内的1-7级金融机构有4082家，机构数量占银行业参评机构的93%，资产规模占银行业参评机构的99%。其中，24家大型银行评级始终保持在1-5级，是优良评级，资产规模占整个银行业参评机构的70%，是整个金融业的压舱石。8-D级的高风险机构共316家。高风险机构数量占银行业参评机构的7%，但是资产规模仅占银行业参评机构的1%。也就是说，绝大部分中小银行的央行评级均处于安全边界内。

银保监会：引导金融机构处置房地产风险

7月21日银保监会表示，将继续坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，坚持“稳地价、稳房价、稳预期”，保持房地产金融政策的连续性、稳定性，加强与相关部门的沟通配合，保持房地产融资平稳有序，支持商品房市场更好满足购房者合理住房需求，引导金融机构市场化参与风险处置，与住建部、人民银行加强协同，配合地方政府积极推进“保交楼、保民生、保稳定”工作，依法依规做好相关金融服务，促进房地产业良性循环和健康发展。

2022年7月25日 宏观经济研究

国常会：部署持续扩大有效需求的政策

7月22日国常会表示，将部署持续扩大有效需求的政策举措。政策性开发性金融工具等政策效能释放还有相当大空间，并能撬动大量社会资金，要以市场化方式用好，更好发挥有效投资补短板调结构、稳就业带消费综合效应和对经济恢复发展关键性作用。同时因城施策促进房地产市场平稳健康发展，保障住房刚性需求，合理支持改善性需求。出台支持平台经济规范健康发展的具体措施，发挥好平台经济创造就业、促进消费作用。此外。要加大金融对进出口支持，支持金融机构对受疫情影响的个人消费贷款采取更灵活安排。

5 全球 ESG 动态

Bloomberg：金融企业仍处于气候转型早期阶段

7月11日Bloomberg表示，尽管绝大多数金融公司已经将气候风险纳入广泛的风险管理流程框架，但很少有公司已经达到气候风险评估的高级阶段。即使在气候风险分析的目标上，不少公司也存在分歧，其中22%的受访者选择评估气候风险价值，20%选择衡量不同时间段气候风险对企业的影响，15%选择检查公司经营是否违反气候目标，其他的公司还没有做出具体规划。Bloomberg认为，大多数公司仍处于实施气候风险框架的早期阶段。

贝莱德：金融市场尚未对净零转型完全定价

7月13日贝莱德发布报告，表示市场仍处于净零转型影响的早期阶段，全球低碳经济的发展可能在未来数年内提高市场波动性，理由是从高碳生产到零碳生产的转变将推动供给短期下降，并导致短期内碳价格维持高位。贝莱德表示市场尚未在气候转型中完全定价，在技术发展、社会偏好变化以及气候投入的成本更加清晰后，这一定价可能逐渐实现。

ESG Book：全球主要指数尚未符合气候目标

7月22日全球可持续发展数据公司ESG Book表示，目前没有全球指数能够符合2050年巴黎协定气候目标，其中澳大利亚ASX指数具有最高的排放强度（每百万美元收入排放327吨二氧化碳），这源于其中包含较多能源矿产上市公司，道琼斯工业指数排放强度最低（每百万美元收入排放40吨二氧化碳），这源于其中包含较多金融、零售贸易和技术类上市公司。ESG Book认为，市场仍然缺乏向可持续影响力更大的资产有效分配资本的信息。

2022年7月25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	617.71	2.98%	3.92%	-8.03%	-18.17%
发达经济体	MSCI World Index	2650.82	3.24%	4.48%	-8.04%	-17.98%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	990.37	1.01%	-0.32%	-7.92%	-19.61%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	3769.75	2.65%	4.38%	-7.55%	-17.93%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1662.35	4.26%	1.37%	-10.47%	-20.59%
中国	MSCI China Index	69.55	-1.07%	-2.71%	4.76%	-17.49%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	876.26	1.34%	1.25%	-3.56%	-14.26%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	874.99	1.38%	1.29%	-3.61%	-14.44%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	113.43	-0.58%	-3.33%	-7.68%	-17.36%
投资级公司债券						
全球市场	Bloomberg Global Aggregate Index	462.77	1.27%	1.43%	-2.96%	-13.08%
发达经济体	Bloomberg Global Aggregate Developed Markets Index	99.23	1.45%	1.68%	-2.85%	-13.59%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1052.01	1.70%	-0.70%	-5.21%	-16.96%
美国	Bloomberg US Aggregate Index	2149.25	1.31%	2.23%	0.83%	-8.74%
中国	Bloomberg China Aggregate Index	259.51	-0.19%	-0.28%	-3.00%	-3.62%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1298.26	2.21%	0.22%	-7.06%	-15.08%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	150.66	2.31%	2.31%	-4.70%	-12.47%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	117.33	1.02%	-0.83%	-4.57%	-17.04%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2203.07	2.48%	3.01%	-3.37%	-10.50%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	32.87	-0.54%	-19.53%	-32.37%	-53.70%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	116.33	0.24%	-3.79%	-9.85%	17.30%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	52.89	1.83%	2.76%	7.17%	71.20%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	148.18	2.91%	-8.57%	-29.31%	-14.29%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	196.66	0.26%	-7.43%	-14.54%	-10.23%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	62.32	-3.57%	-10.03%	-18.69%	2.51%

数据来源: Bloomberg

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