

2022年8月8日

## 宏观经济双周报

### 联储加息稳步推进，市场紧缩风险下降但盈利风险回归

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 指数两周上涨 4.63%，8 月 5 日收盘价 4145.19；  
美国道琼斯指数两周上涨 2.83%，8 月 5 日收盘价 32803.47；  
美国纳斯达克指数两周上涨 6.96%，8 月 5 日收盘价 12657.55；  
欧洲斯托克 50 指数两周上涨 3.58%，8 月 5 日收盘价 3725.39；  
中国上证指数两周下跌 1.31%，8 月 5 日收盘价 3227.027；  
香港恒生指数两周下跌 1.98%，8 月 5 日收盘价 20201.94；  
日经 225 指数两周上涨 0.94%，8 月 5 日收盘价 28175.87；

#### 2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周上涨 2.77%，8 月 5 日收盘价 1775.5；  
WTI 原油指数两周下跌 6.01%，8 月 5 日收盘价 89.01；

#### 3) 其他市场

美元指数两周下跌 0.1%，8 月 5 日收盘价 106.62；  
港币汇率两周上涨 0.02%，8 月 5 日收盘价 7.8499；  
波罗的海干散货指数两周下跌 27.31%，8 月 5 日收盘价 1560；  
美国十年期国债收益率两周上涨 2.8%，8 月 5 日数值为 2.83%；

### 1.2 市场简要回顾:

近两周欧美市场大幅上行，亚洲地区中港市场小幅走低。美联储如期加息 75 个基点，使基准利率区间达到 2.25%至 2.50%。这一加息幅度发生在六月 CPI 同比数据达到 9.1%的背景下，预示下半年尽管通胀可能继续上行，但美联储单次加息最大值很难达到 100 个基点。欧美市场由于此前加息估值承压出现明显反弹。

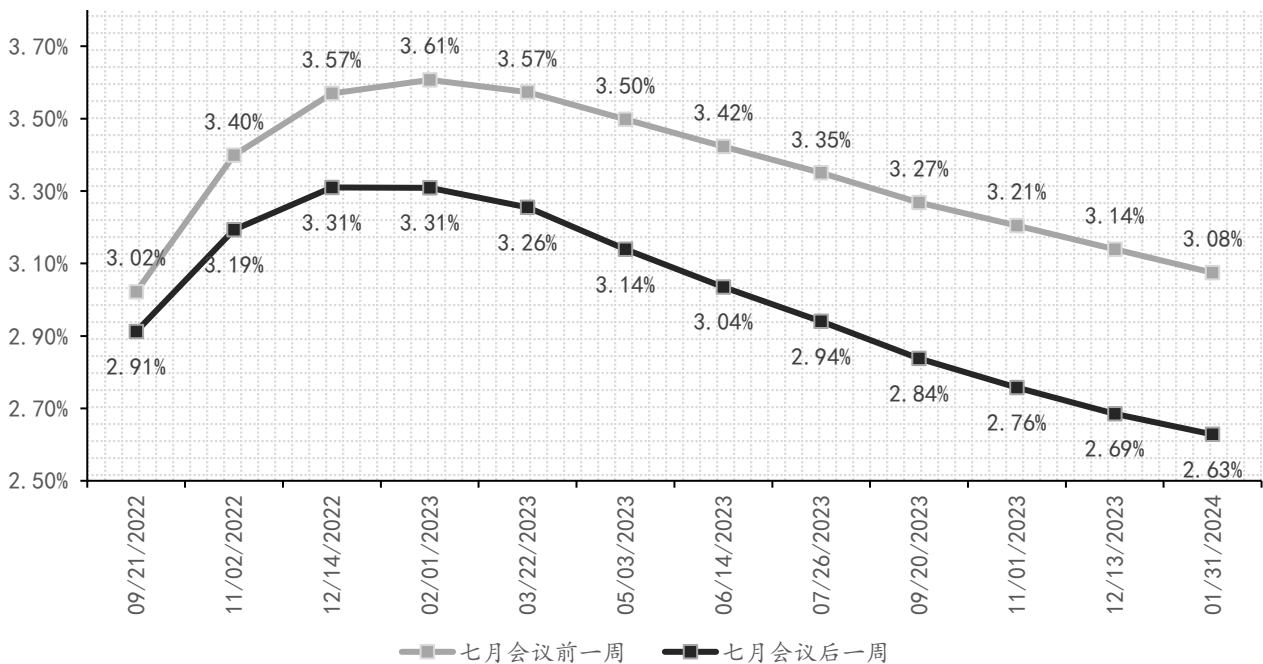
WTI 原油指数两周下跌近 6%，波罗的海干散货指数两周下跌超 27%，反映出市场对后续经济增长仍有悲观态度。美联储鲍威尔表示，“经济软着陆的挑战很大”。从美联储和欧洲央行的表态看，尽管经济前景不明朗，但不会明显放缓加息速度。市场在经历上半年的紧缩压力后，可能会承受通胀上行导致公司利润下降的盈利风险。

## 2 宏观经济分析

### 2.1 市场紧缩预期正在下降

美联储七月议息会议后，全球市场的紧缩预期放缓。投资者认为美联储在当前 9.1% 的阶段性新高通胀下，仍选择加息 75 个基点而不是 100 个基点，因此预计下半年即便是在通胀继续上行的前提下，单次加息的上限仍难以达到 100 个基点。从芝加哥商品交易所联邦利率期货的数据看，在议息会议开始前一周，市场普遍认为美联储将加快紧缩，而本次会议加息幅度与六月保持一致，因此在对今年后续议息会议及明年基准利率的预测上，投资者认为央行的紧缩力度将放缓。从隐含利率来看，后续各次会议的预测值均下调了 50 个基点左右（详见图 1）。

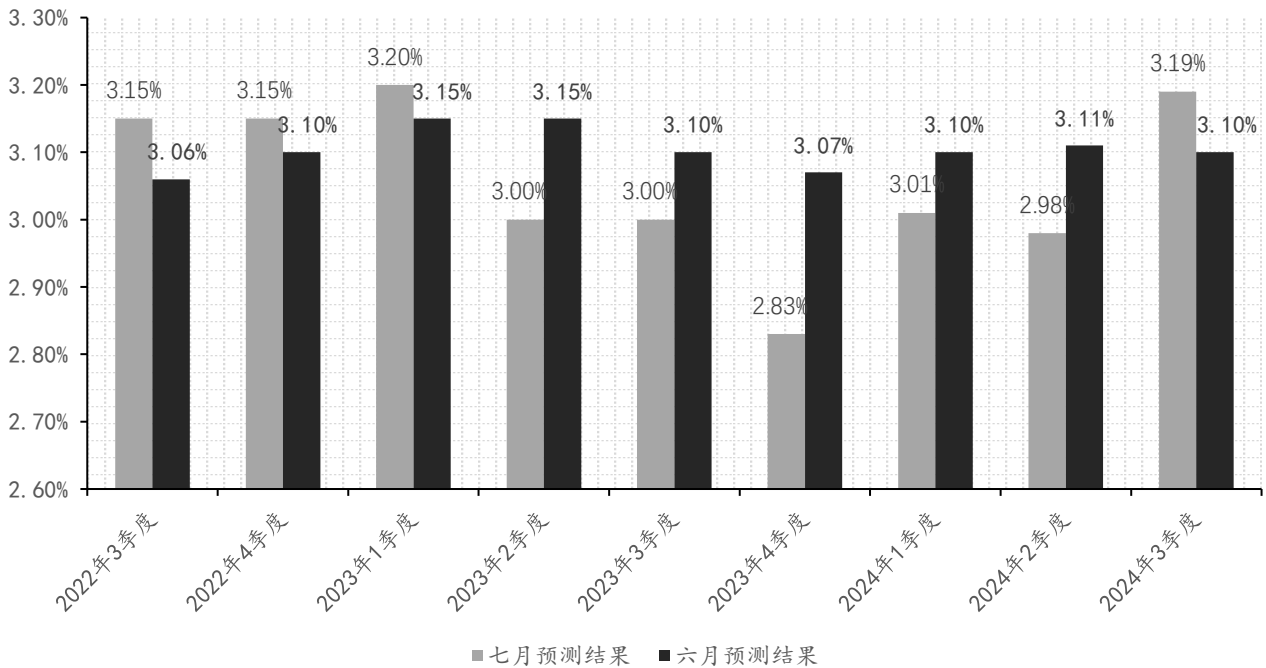
图 1 七月议息会议前后市场隐含基准利率变化



资料来源：Bloomberg

除去市场中的投资者预期出现变化外，经济学家对后续长端美债收益率的预测也进一步回调。Bloomberg 调查的经济学家认为，由于通胀的影响，短期内十年期美债收益率可能较之前有所提高，但在市场基准利率不断上升以及通胀经过一年左右时间可能回落的情况下，预计明年二季度美债收益率可能下行，并在 2023 年的四季度达到阶段性低点（详见图 2）。

图2 Bloomberg 十年期美债收益率预测值



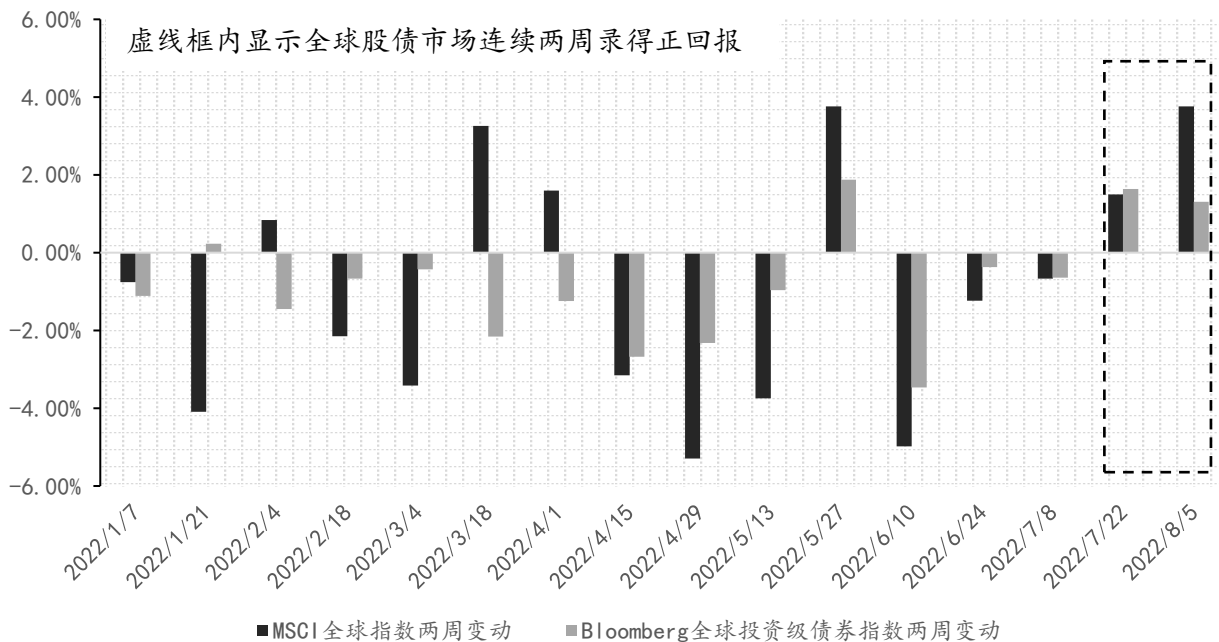
资料来源: Bloomberg

## 2.2 金融市场七月普遍反弹

紧缩预期放缓还可以从金融市场的表现中得到反映,七月以来无论是全球股票市场还是债券市场,都出现了明显的反弹。例如以 MSCI 全球指数代表股票市场,以 Bloomberg 全球投资级债券指数代表债券市场,今年以来股票市场和债券市场在多数情况下同时下跌,少数情况下出现一者上涨一者下跌。而自今年七月以来,在四周时间内两者均录得上涨,这也是年初至今市场风险偏好首次出现规模性上升(详见图3)。

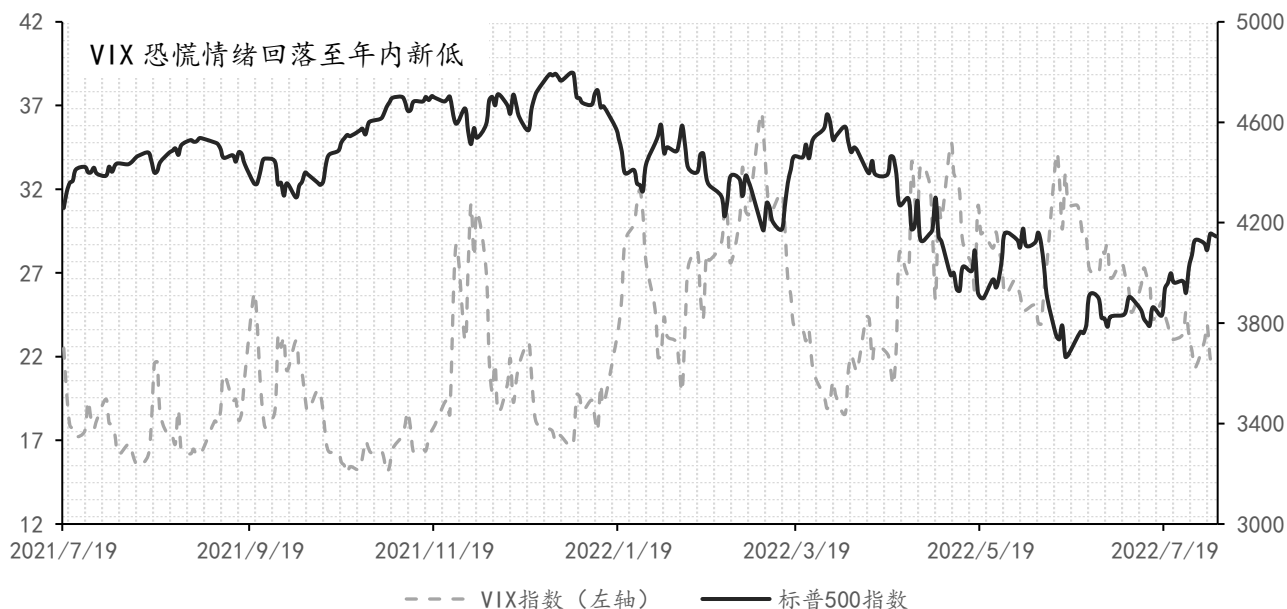
以标普 500 指数为例,当前代表其波动率的 VIX 指数已经运行到年内的低位,而自七月以来标普 500 指数已经明显上行。尽管当前位置较今年年初仍有一段距离,但从市场风险偏好看,投资者由于央行紧缩货币带来的恐慌情绪已经暂时消散。当前央行加息仍需考虑对经济的影响,短期内市场可能暂时得到反弹的机会(详见图4)。

图3 全球股债市场年初至今涨幅变化



资料来源: Bloomberg

图4 标普500指数与VIX指数走势图



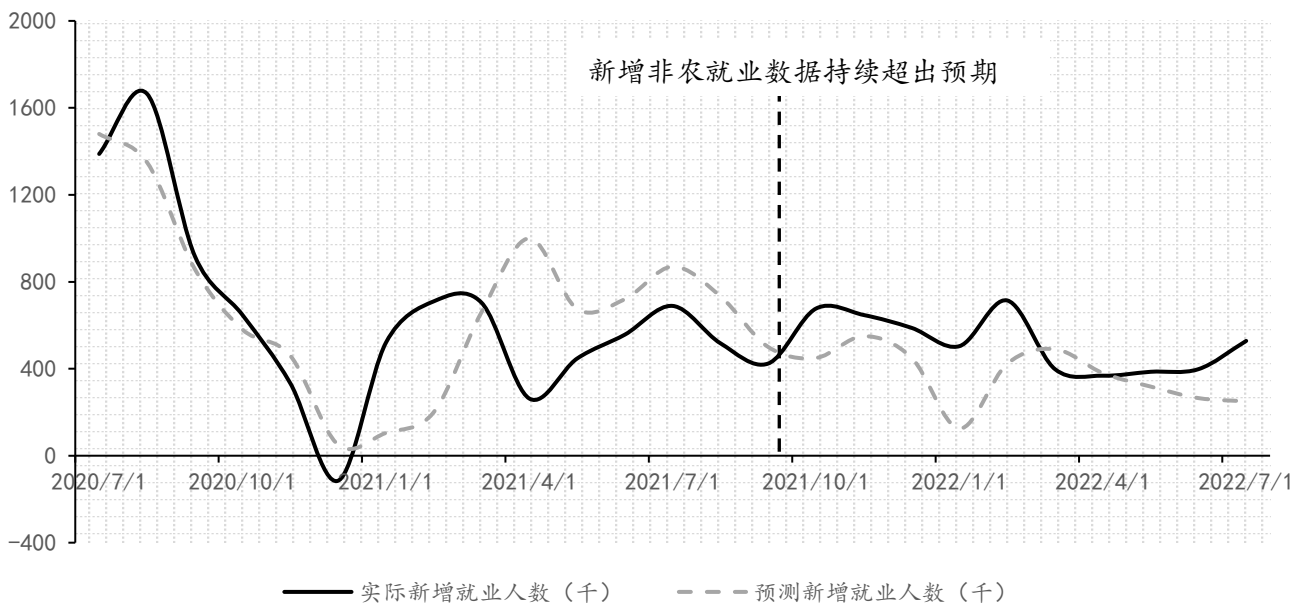
资料来源: Bloomberg

2022年8月8日 宏观经济研究

### 2.3 下半年紧缩将持续

尽管投资者预期变化和市场反弹同时发生，但这并不代表紧缩速度将放缓。无论是美联储还是欧洲央行，都已公开表示货币政策的首要目标是抑制通货膨胀。尽管加息对经济有负面作用，但当前经济的增长力度还可以承受一定程度的加息。比如自去年九月以来，美国非农数据中实际新增就业人数均超出市场预期，失业率已下降到阶段性新低。最新一期数据显示，七月新增就业人数达到52万，比市场预期高一倍以上。在这样的经济发展情况下，加息对经济的影响还不能从短期得到反应（详见图5）。

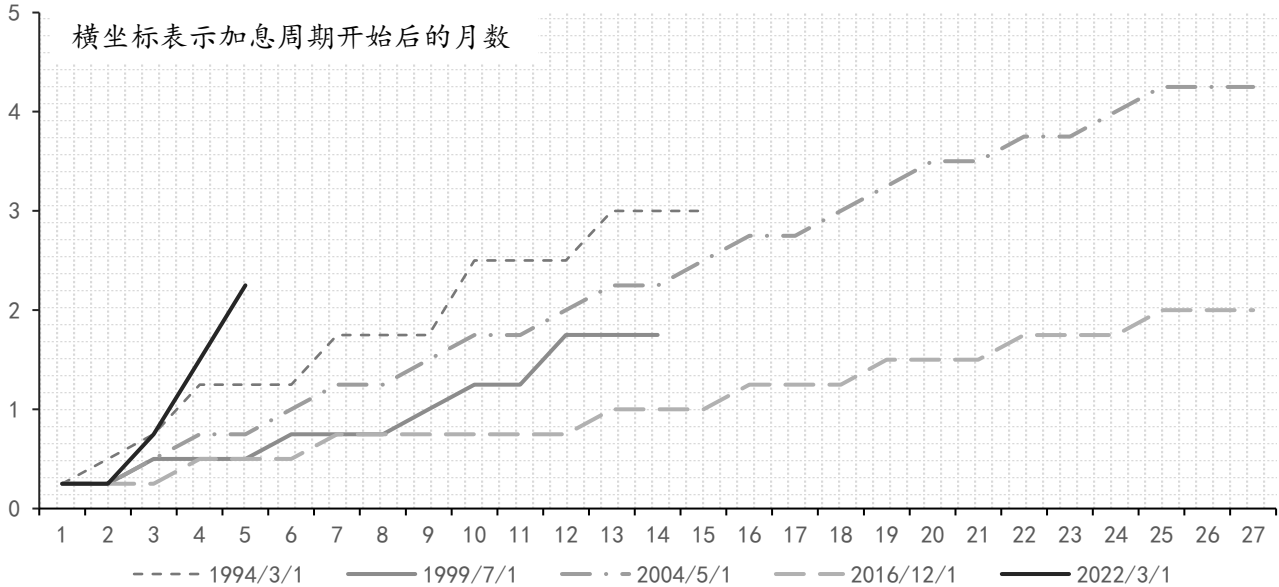
图5 美国非农数据实际新增就业人数及预测新增就业人数变化



资料来源: Bloomberg

由于经济的强势程度仍持续，央行尽管向投资者表示会逐次考虑加息幅度，但目前利率上行的速度已经达到近三十年新高。以联邦基准利率为例，当前市场利率水平的上升速度已经超过过去四次加息周期利率上行速度的最大值，即便当前通胀数据也已远超过去，但是市场仍认为本次加息尚未结束，以美联储公布的数据看，基准利率在未来半年内可能达到3.25%至3.5%，而在2004年5月开始的加息周期中，市场需要一年半的时间才能达到这一水平（详见图6）。

图6 美国近三十年加息周期利率变化

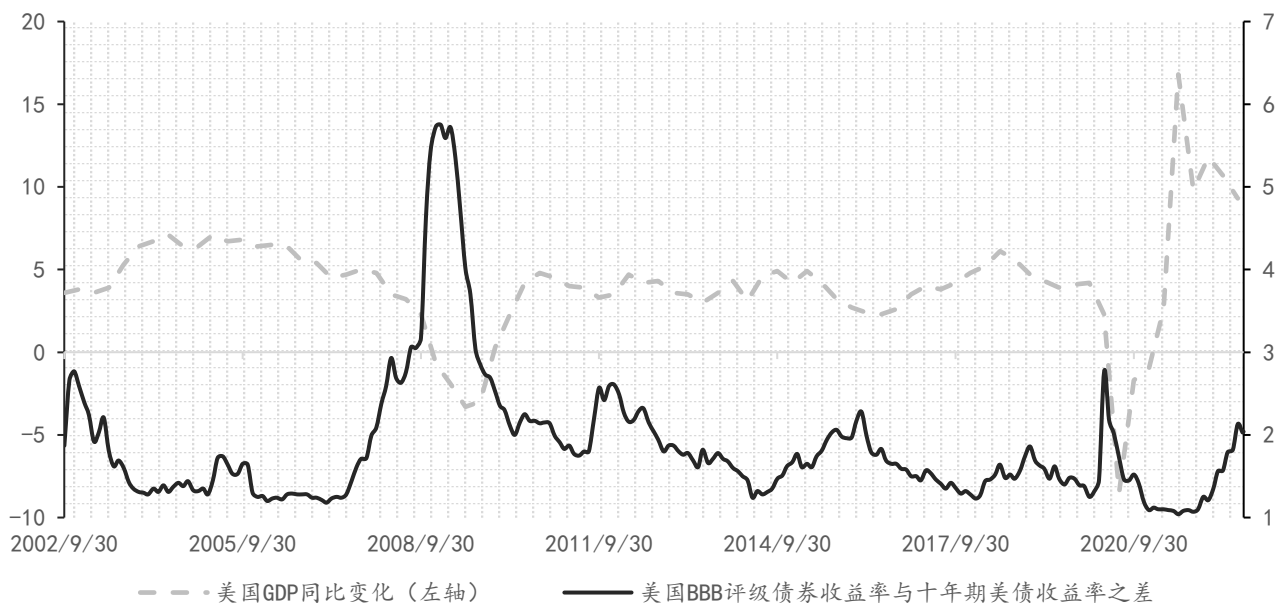


资料来源: Bloomberg

央行之所以大幅加息,还与其对经济衰退的判断相关。尽管国债收益率倒挂与GDP同比增长录得负值,众多指标仍显示全球经济距离衰退还有一段时间。以美国BBB评级债券与十年期美债收益率的利差作为衡量,从2001年互联网泡沫、2008年金融危机以及2020年全球疫情来看,这一数据在超过2.5%的情况下,可能预示经济陷入衰退。然而目前利差水平正接近2%。因此当前市场无论从经济数据,还是从加息速度看,都可以支持货币政策紧缩继续(详见图7)。

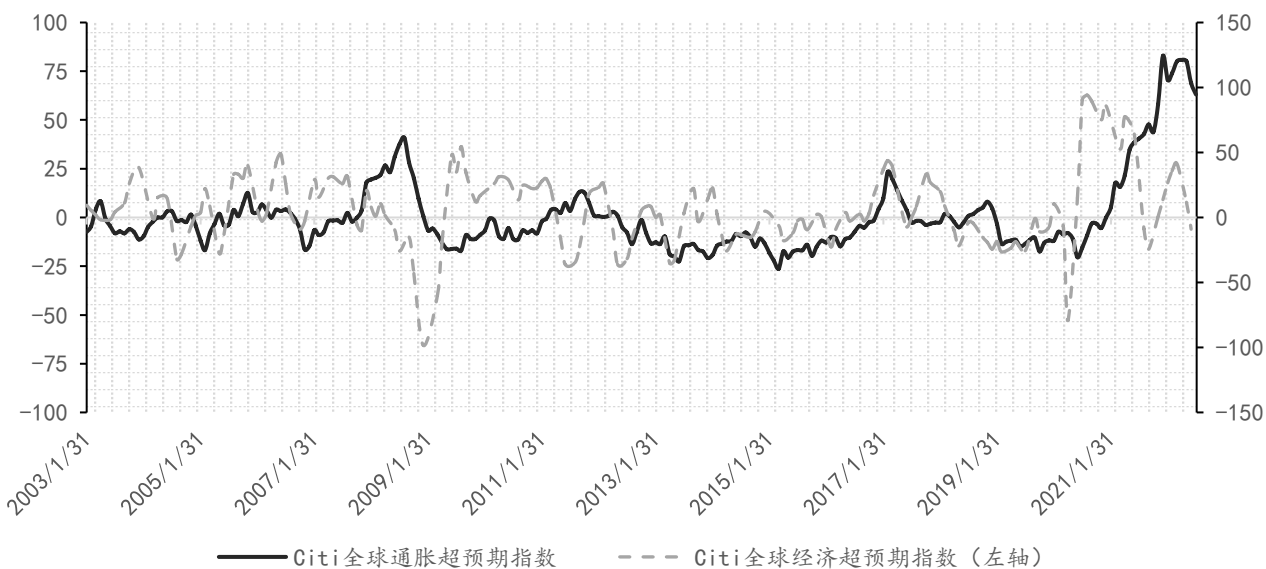
在上半年紧缩后,全球通胀虽然仍在上升,但与投资者预计的偏离程度正在下降。以花旗银行经济及通胀超预期指数来衡量,今年年初以来经济超预期程度已经下降,而通胀超预期程度正在从高点回落。尽管能源市场商品价格仍维持高位,且核心CPI正在逐月上行,但随着后续经济放缓以及央行持续提高利率,通胀在下半年见顶的可能性正逐渐增加。在大宗商品市场,与经济增长关系密切的工业金属价格自六月以来已经出现明显回落,这意味着无论从生产原材料的成本端还是从经济发展的热度看,通胀都难以持续更长时间(详见图8)。

图7 美国 BBB 评级债券收益率与美债利差及 GDP 同比变化



资料来源: Bloomberg

图8 Citi 全球通胀超预期指数及经济超预期指数



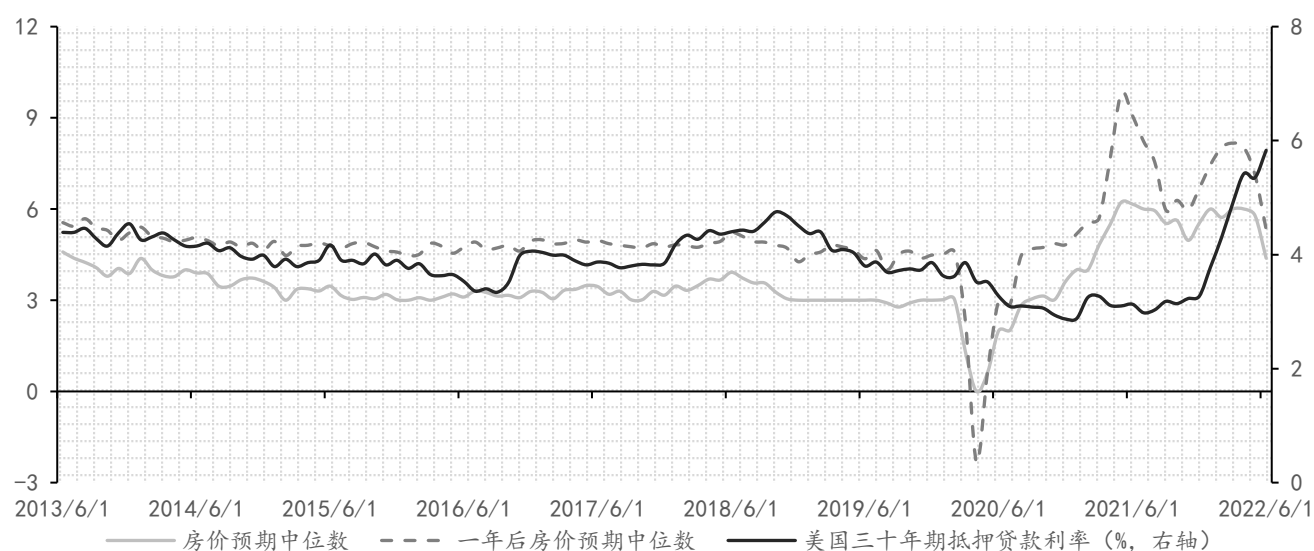
资料来源: Bloomberg



## 2.4 通胀推动力量正在下降

在除能源类之外的大宗商品价格出现普遍回落外，一些长期资产的价格预期也在得到扭转。随着基准利率上行，美国三十年期抵押贷款利率已接近 6%，使得消费者对后续房价增长的预期开始下降。目前抵押贷款利率已经达到十年新高，而房价预期也已回到十年平均水平。随着后续央行不断加息，住房类商品的长期价格将出现回落，由此带来的租赁市场价格回落将为 CPI 指数下降起到作用（详见图 9）。

图 9 纽约联储消费者房价预期与抵押贷款利率走势图

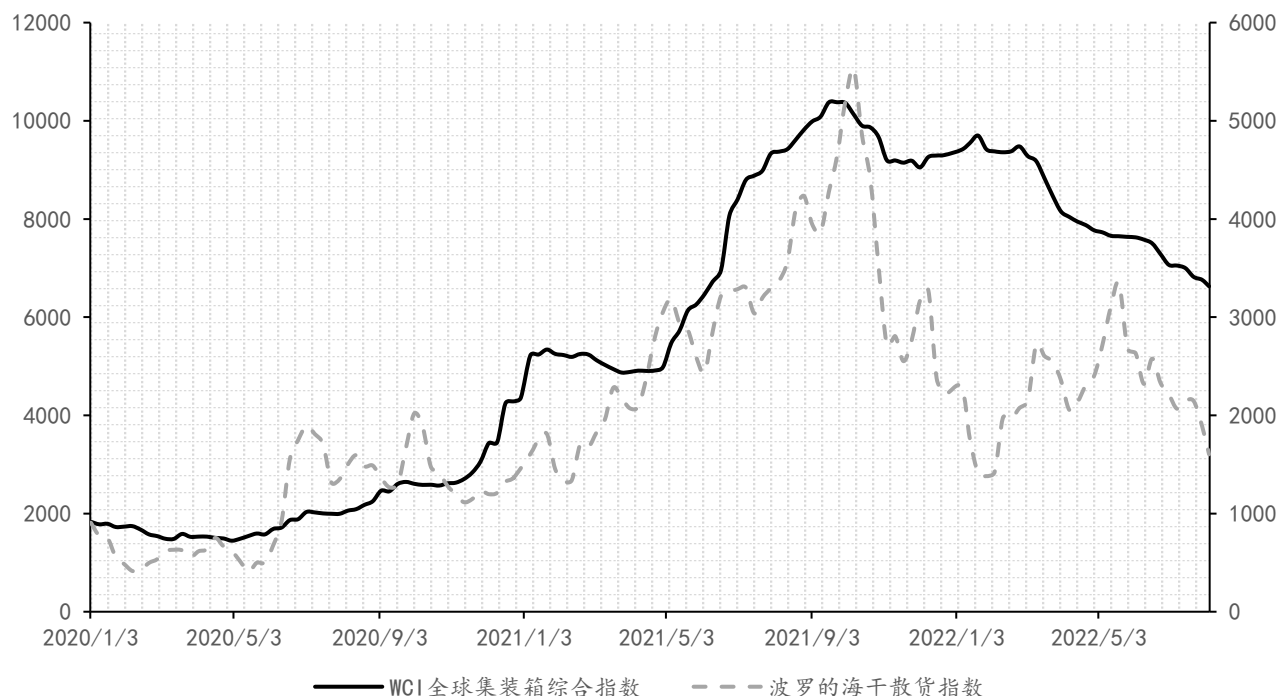


资料来源：Bloomberg

2020 年全球疫情以来，各国大多采取过一定的封锁措施，导致去年全球供应链压力较大，运输成本显著上升，这也是去年通胀上行的重要推动力量。随着各国在今年一季度以来逐步放开疫情管控，全球供应链压力已经开始缓解。从波罗的海干散货指数以及全球集装箱综合指数看，自去年九月两者达到阶段高点后，均已出现回落。在疫情对经济的影响逐渐下降的前提下，下半年供应链压力不会成为通胀继续上行的因素（详见图 10）。



图 10 WCI 全球集装箱综合指数及波罗的海干散货指数走势图



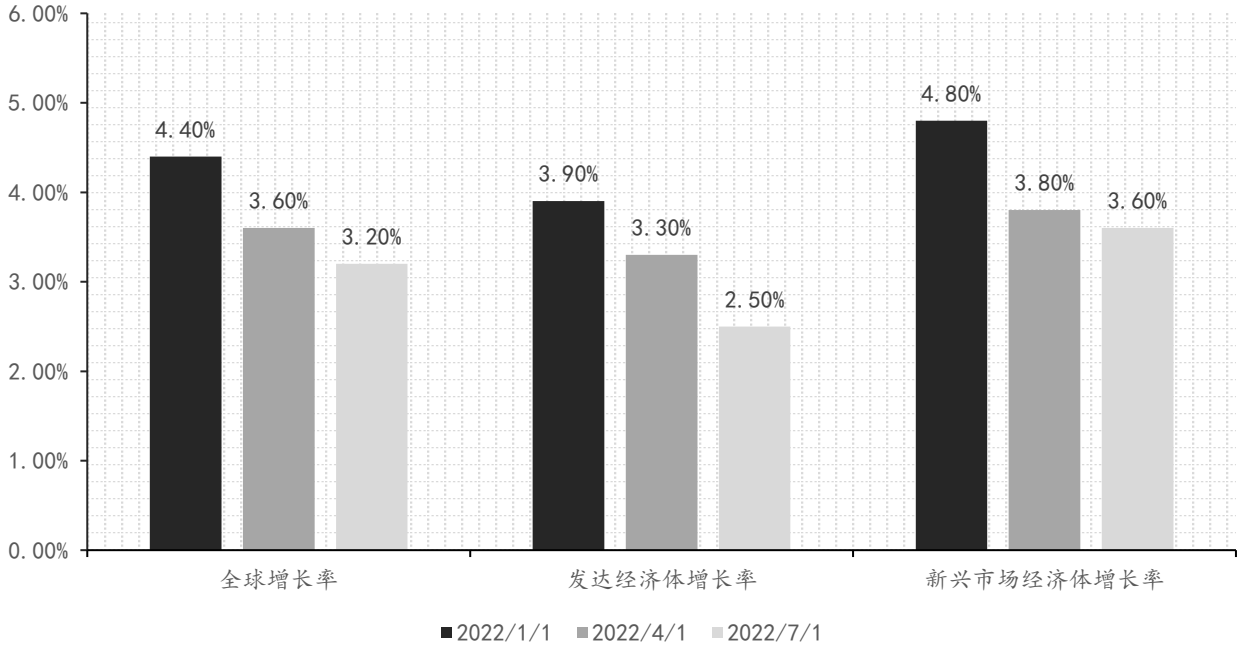
资料来源：Bloomberg

## 2.5 市场可能面临盈利风险

全球金融市场今年上半年普遍承受了紧缩压力，估值回落明显。下半年市场仍面临盈利风险。国际货币基金组织在七月末发布经济展望报告，这也是自今年一月、四月以来第三次下调经济增长预期。在经济下行的情况下，上市公司的经营状况也将受到影响，并将直接反映在其财务报告中，投资者经过判断可能选择出售业绩不佳的公司。同时利率上行也将对公司融资成本造成压力，并增加公司的盈利风险（详见图 11）。

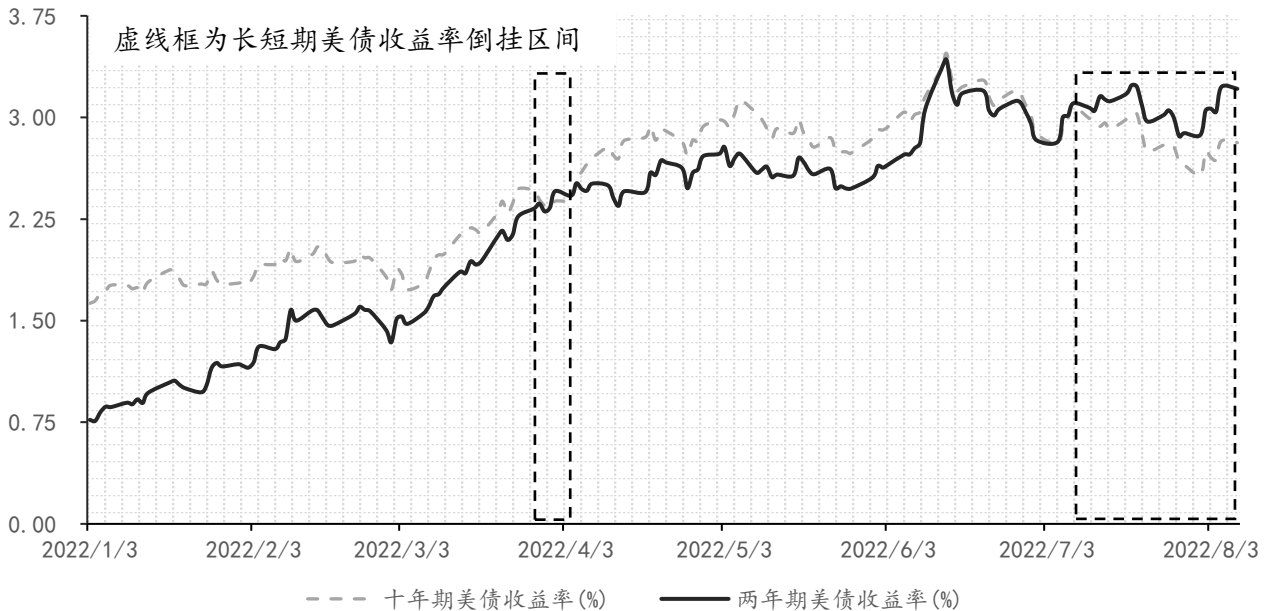
经济前景不确定性还反映在长短期国债收益率倒挂。尽管这一现象并不能直接判断经济发生衰退，但是当前长短期倒挂已经持续近一月时间，与今年三月底的短暂倒挂不同。短期国债收益率往往与基准利率的上行保持一致，而长期国债收益率则计入经济增长的预期以及通胀的预期。虽然当前通胀远高于基准利率，但长期国债收益率持续低于短期国债收益率，这意味着经济增长的预期仍偏弱。下半年倒挂如果继续存在，经济增长面临的压力也将继续（详见图 12）。

图 11 国际货币基金组织全球经济预测变化



资料来源：国际货币基金组织

图 12 美国十年期及两年期国债收益率走势图

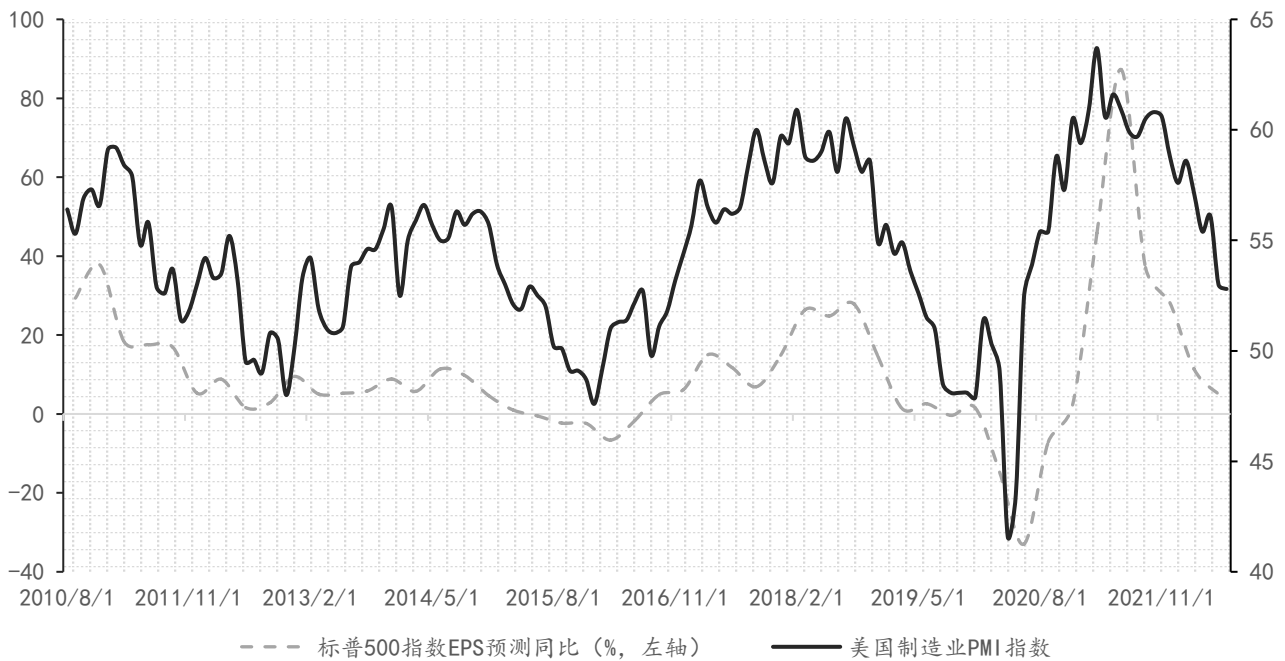


资料来源：Bloomberg

2022年8月8日 宏观经济研究

从标普 500 指数 EPS 预测变化与制造业 PMI 指数的变化分析，后者强势往往带动 EPS 预测值上行，并反映在公司的估值提高。当前制造业 PMI 指数连续数月逐渐下降，EPS 同比预测即将由正转负，市场虽然能从上半年的紧缩压力中暂时脱身，但高企的通胀和持续上行的利率对公司的负面影响，所导致的盈利风险却值得考虑（详见图 13）。

图 13 标普 500EPS 预测值与制造业 PMI 指数变化



资料来源：Bloomberg

2022年8月8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：

7月29日，亚特兰大联储行长 **Bostic**：“从就业领域的数据看，不认为经济陷入衰退，但高通胀问题需要解决”、“下次会议前美联储将获得两个月的经济数据，用于做出正确的行动”。

7月31日，明尼阿波利斯联储行长 **Kashkari**：“市场认为美联储将放缓加息的预期太过超前，近期而言需求和供给之前存在严重不匹配”、“没有观察到工资驱动的螺旋型上升通胀”。

8月1日，美联储理事 **Waller**：“后续失业率将处于5%以下，从历史角度看这一水平相当低，保持经济软着陆的观点”。

8月2日，圣路易斯联储行长 **Bullard**：“美联储和欧洲央行都能够通过提高利率的方式，控制通货膨胀的发展，并最终实现经济软着陆”、“两家央行都有比上世纪70年代更高的可信度”。

8月6日，美联储理事 **Bowman**：“美联储应考虑在议息会议上加息75个基点，直至通胀持续以及明显的下跌”、“推动通胀的供应链问题可能持续存在”。

8月7日，旧金山联储行长 **Daly**：“美联储在抗通胀方面还有很多事情没有完成”、“从目前到会议召开，还将发布两份通胀报告和一份就业报告，美联储对加息保持开放的心态”。

### 欧洲央行货币政策表态：

7月26日，欧洲央行管理委员会成员，拉脱维亚央行行长 **Kazaks**：“九月的加息幅度也需要相当大的程度，考虑到通胀及不确定性，对加息的规模不应简单跟随美联储”、“欧央行不以欧元汇率作为目标，但汇率是推动通胀的一个重要因素”。

7月28日，欧洲央行管理委员会成员，意大利央行行长 **Visco**：“欧洲存在经济衰退的风险，欧洲央行需要讨论在此情况下应该如何行动”、“如果债券市场出现恐慌，欧央行将重启购债计划，但目前情况并不意味着市场失序”。

7月29日，欧洲央行副行长 **Guindos**：“通胀是引导货币政策的主要因素，汇率是欧央行考虑在内的一个非常重要的宏观指标”、“欧央行将根据收到的数据，在每次议息会议上分析局势”。

8月4日，欧洲央行管理委员会成员，拉脱维亚央行行长 **Kazaks**：“欧洲央行应当继续加息，以防止高通胀持续存在”、“当前形势也要求财政政策和能源政策方面需要保持灵活”。

2022年8月8日 宏观经济研究

## 附录2 市场热点新闻

### 银保监会召开年中工作座谈会

7月28日银保监会召开年中工作座谈会，提出支持地方政府发行专项债补充中小银行资本。支持地方做好“保交楼”工作，促进房地产市场平稳健康发展。配合防范化解地方政府隐性债务风险。坚决打击非法金融活动。会议要求要把稳定宏观经济大盘放在更加突出的位置，更好发挥金融逆周期调节作用，全力落实稳住经济一揽子政策措施。

### 证监会：缓解高杠杆风险稳定经济

8月1日证监会负责人发布文章，表示经济增速的换挡期，也是金融风险的易发高发期，保持宏观经济稳定是成功转向高质量发展的必要前提。高杠杆是系统性风险的重要来源，经济增速下行后，金融风险特别是债务风险加速暴露，经济将经历被动去杠杆的艰难过程。当前，我国宏观杠杆率较高，资本市场通过扩大股权融资规模、丰富风险管理工具等手段，可以缓解高杠杆风险、畅通货币政策传导，对提升经济运行的稳定性具有重要的现实意义。

### 央行召开2022年下半年工作会议

8月1日央行召开下半年工作会议，表示将进一步履行好金融委办公室职责，坚持稳中求进工作总基调，保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，保持金融市场总体稳定，巩固经济回升向好趋势，抓好政策措施落实，着力稳就业、稳物价，发挥有效投资的关键作用，保持经济运行在合理区间。其中提到完善宏观审慎管理体系，开展宏观审慎压力测试。落实系统重要性银行附加监管要求，出台系统重要性保险公司评估办法。把好金融控股公司市场准入关，对金融控股公司开展全方位监管。

## 附录3 全球 ESG 动态

### 欧洲央行发布气候变化宏观审慎报告

7月26日欧洲央行和欧洲系统性风险委员会发布《气候变化的宏观审慎挑战》报告，讨论气候变化如何影响金融体系及气候的系统性风险。报告认为，气候风险集中在5%的欧元区银行，并可能导致超过20%的潜在损失。气候风险对金融体系的影响始于市场风险，例如碳价格上升可能增加公司经营压力，并放大银行等投资机构的违约风险。

### 穆迪：可持续债券发行量创历史新高

7月29日穆迪发布报告，称尽管市场阻力为债券发行带来压力，但今年二季度可持续债券发行量占全球债券发行总量的15%，创历史新高。同时可持续债券交易量达到2250亿美元，相比第一季度增长2%，也是一年以来首次单季度实现正增长。在可持续债券中，绿色债券本季度成交量增长28%，达到1360亿美元，领先于社会债券和可持续发展债券。

### 新加坡首次发行政府绿色债券

8月5日新加坡首次发行政府绿色债券，为可持续转型战略提供资金。首批债券计划发行规模为15亿新加坡元，实际发行规模为24亿新加坡元，发行超额认购达到两倍以上，债券年化收益率为3.4%。本次绿色债券发行期限为50年，也是迄今为止到期时间最长的主权绿色债券。该绿色债券的投资方向包括可再生资源、绿色建筑、清洁运输、土地可持续管理等。

2022年8月8日 宏观经济研究

**附录4 全球资产价格变动**

	基准指数	最新值	周变动 (%)	月变动 (%)	季变动 (%)	年初至今 (%)
<b>股票市场</b>						
全球市场	MSCI ACWI Index	639.53	0.18%	6.85%	-0.64%	-15.27%
发达经济体	MSCI World Index	#N/A	0.10%	7.45%	-0.37%	-14.84%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	1002.87	0.79%	2.23%	-2.78%	-18.60%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	#N/A	0.63%	6.50%	0.72%	-13.96%
欧洲	MSCI Europe USD Index	#N/A	-0.87%	6.50%	-2.48%	-19.23%
中国	MSCI China Index	#N/A	0.77%	-8.99%	3.20%	-20.41%
<b>债券市场</b>						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	#N/A	-1.76%	1.28%	-0.96%	-13.99%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	877.37	-1.82%	1.25%	-1.04%	-14.20%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	#N/A	0.34%	-2.43%	-6.39%	-17.53%
<b>投资级公司债券</b>						
全球市场	Blomberg Global Aggregate Index	464.02	-1.58%	1.40%	-0.49%	-12.85%
发达经济体	Blomberg Global Aggregate Developed Markets Index	#N/A	-1.85%	1.44%	-0.63%	-13.50%
新兴市场经济体	Blomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	#N/A	-0.18%	2.79%	-0.96%	-15.08%
美国	Blomberg US Aggregate Index	#N/A	-1.52%	1.66%	1.56%	-9.11%
中国	Blomberg China Aggregate Index	261.58	0.27%	0.40%	0.59%	-2.86%
<b>高收益公司债券</b>						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	#N/A	0.22%	5.25%	-1.86%	-12.82%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	#N/A	-0.11%	6.01%	-0.06%	-10.92%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	#N/A	0.13%	2.28%	-1.10%	-15.56%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2251.50	0.66%	5.00%	0.86%	-8.53%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	31.56	-5.94%	-17.64%	-34.72%	-55.55%
<b>大宗商品</b>						
综合	Bloomberg Commodity Index	117.32	-0.39%	1.22%	-9.99%	18.31%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	50.60	-2.59%	2.68%	-8.26%	63.79%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	155.69	0.91%	3.27%	-16.84%	-9.95%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	204.24	-0.31%	1.94%	-7.59%	-6.78%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	65.48	1.87%	-2.78%	-13.28%	7.72%

数据来源: Bloomberg



## 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](http://www.gisf.hk)