

2022年8月22日

宏观经济双周报

通胀下降但情绪已过于乐观，债券投资性价比高于股票

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 2.01%，8 月 19 日收盘价 4228.48；
美国道琼斯指数两周上涨 2.75%，8 月 19 日收盘价 33706.74；
美国纳斯达克指数两周上涨 0.38%，8 月 19 日收盘价 12705.21；
欧洲斯托克 50 指数两周上涨 0.13%，8 月 19 日收盘价 3730.32；
中国上证指数两周上涨 0.96%，8 月 19 日收盘价 3258.08；
香港恒生指数两周下跌 2.12%，8 月 19 日收盘价 19773.03；
日经 225 指数两周上涨 2.68%，8 月 19 日收盘价 28930.33；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周下跌 1.60%，8 月 19 日收盘价 1747.06；
WTI 原油指数两周上涨 1.98%，8 月 19 日收盘价 90.77；

3) 其他市场

美元指数两周上涨 1.45%，8 月 19 日收盘价 108.17；
港币汇率两周下跌 0.06%，8 月 19 日收盘价 7.8453；
波罗的海干散货指数两周下跌 18.01%，8 月 19 日收盘价 1279；
美国十年期国债收益率两周上涨 5.13%，8 月 19 日数值为 2.97%；

1.2 市场简要回顾:

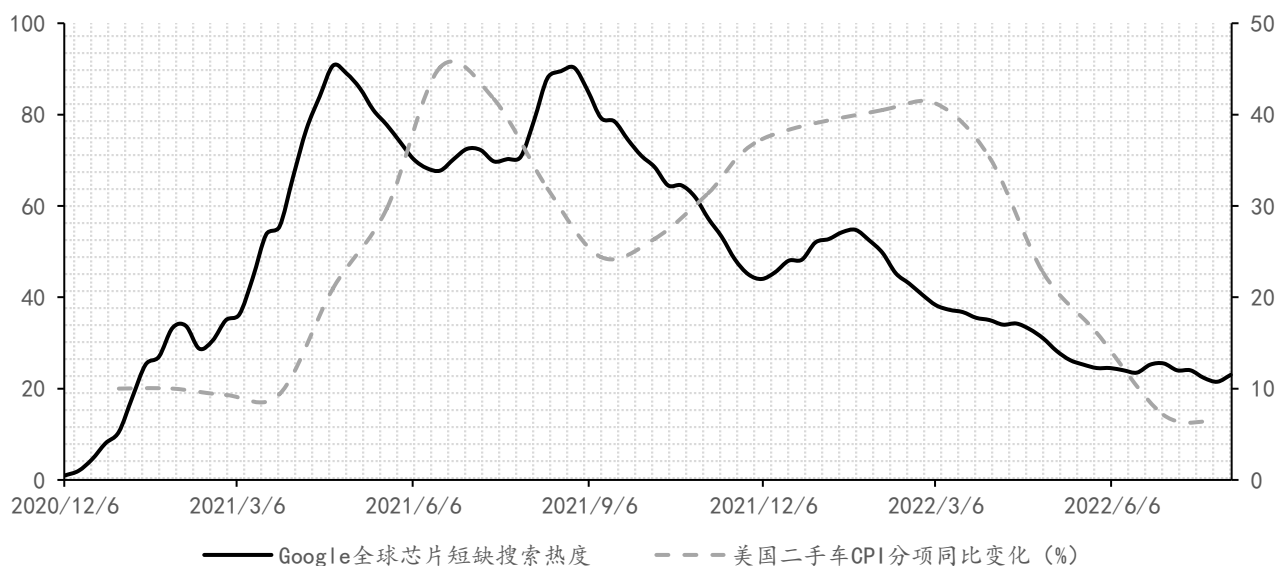
近两周全球市场大多收涨，美国七月 CPI 数据同比增长 8.5%，低于市场预期，紧缩压力再次缓和，但七月议息会议纪要公布后，市场仍面临九月会议加息 50 个基点和 75 个基点的争论。从投资者预期和美联储货币政策委员表态看，在经济增长前景不定的情况下，加息 50 个基点的赞成者更多。美元指数与美债收益率均小幅上行，等待月底全球央行会议公布更多信息。

2 宏观经济分析

2.1 通胀数据出现阶段性下降

尽管美联储货币政策委员和一些投资者都对通胀的持续性表示担忧，但从短期数据看，七月美国 CPI 指数同比增长 8.5%，低于市场预期（前值为 9.1%）。此次 CPI 回落主要由于此前涨幅较大的项目价格开始逐渐下降。以 CPI 分项数据中二手车价格的变化为例，由于此前受制于全球芯片短缺的影响，新车生产销售时间较长，市场中二手车价格出现大幅上升，并推高 CPI 指数。在当前全球供应链缓解，且芯片扩产明显的情况下，二手车价格快速回落，使得在运输分项中助推 CPI 上行的动力减弱（详见图 1）。

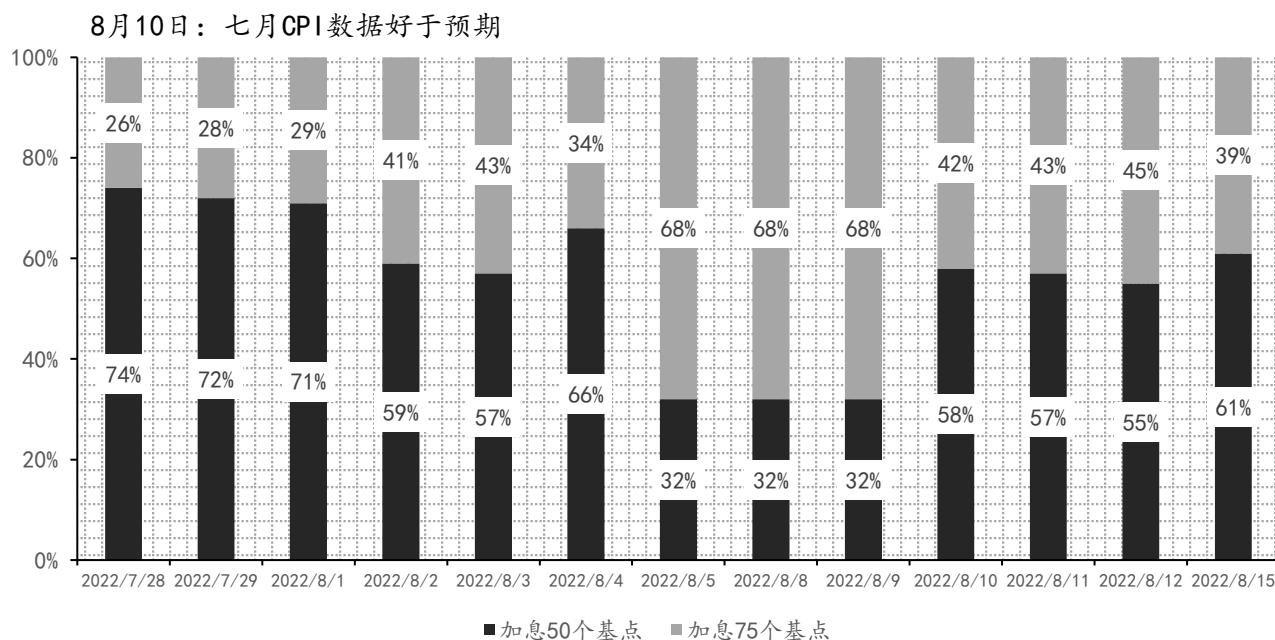
图 1 全球芯片短缺搜索热度与二手车 CPI 变化



资料来源：Bloomberg

从九月议息会议加息预期看，本次 CPI 数据再次缓解了紧缩压力。在 8 月 10 日数据公布前，市场认为加息 75 个基点的概率在 60% 以上，然而数据公布后市场更倾向于认为美联储会减缓加息，以便维持经济继续增长，因此认可加息 50 个基点的投资者占比已经过半。而根据近期联储分行的表态看，所有受访者都认为继续加息很有必要，但仅有一两名支持加息 75 个基点（详见图 2）。

图2 美联储九月议息会议市场加息预期



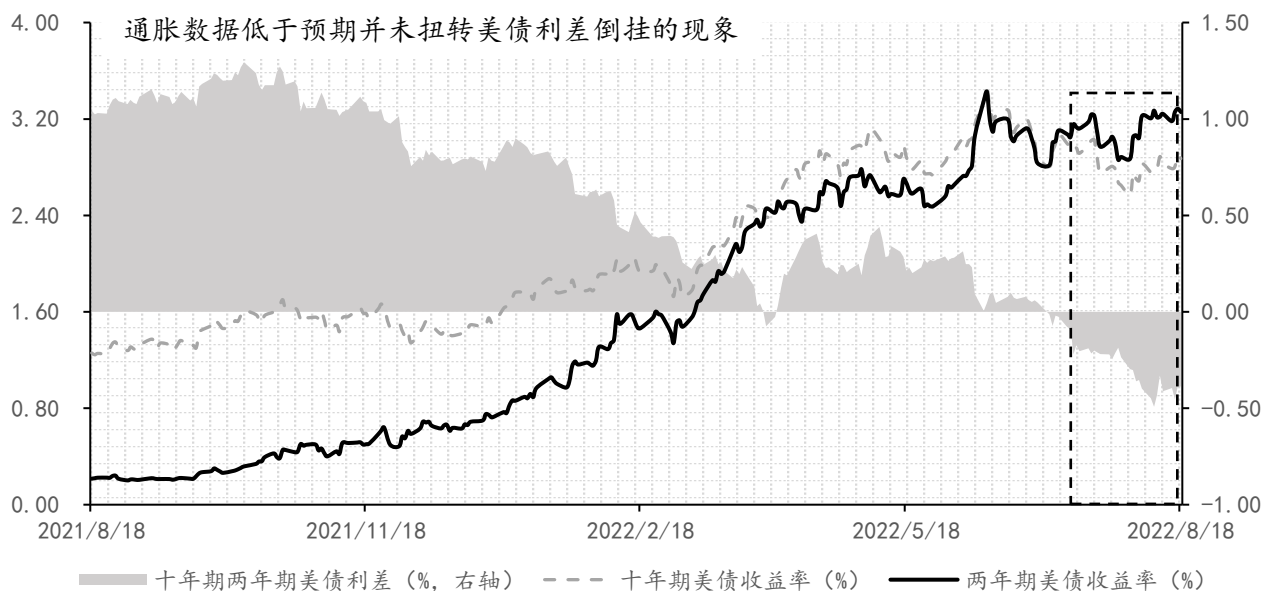
资料来源：Bloomberg

2.2 紧缩缓和的效果有限

尽管通胀数据低于预期，但实际缓和紧缩的效果有限。从近两周美国十年期及两年期国债收益率分析，通胀数据使得十年期国债收益率有所上升，代表投资者对后续经济预期有一定改观。然而继续加息这一事实的存在仅仅使得两年期国债收益率止步不前，十年期与两年期利差倒挂的现象没有改变。加息放缓但短期美债收益率仍会在中期继续高于长期收益率，这一现象也使得经济增长的前景持续存在不确定性（详见图3）。

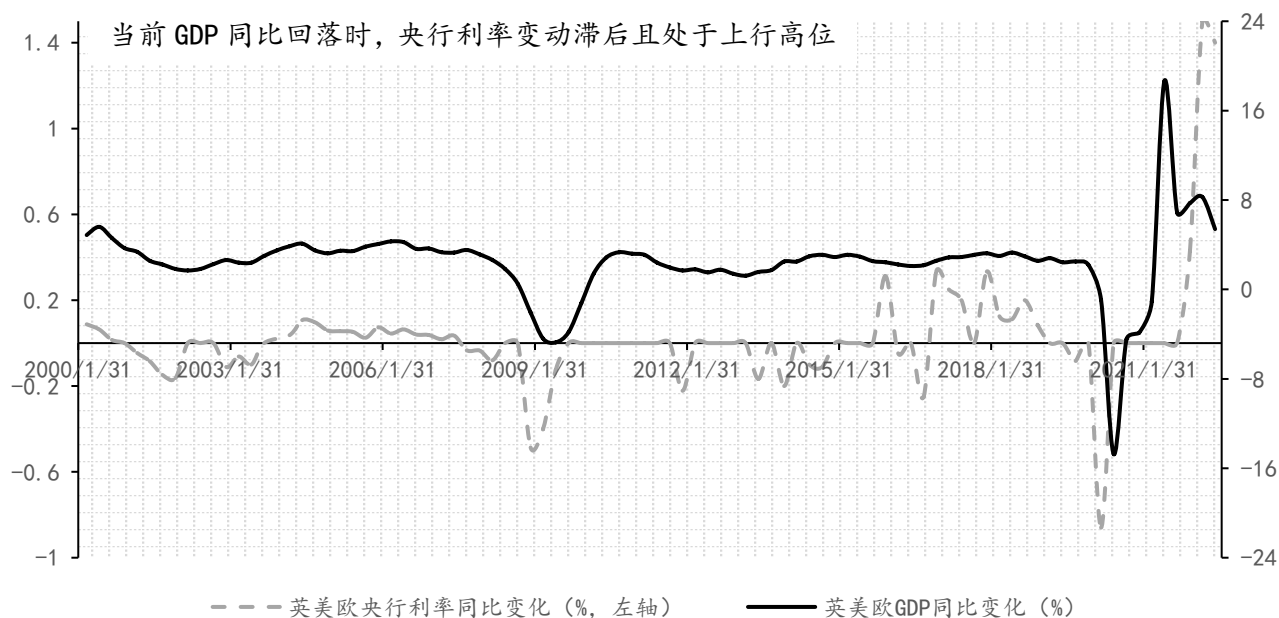
除从加息速度分析外，以当前央行利率与过去对比，仍可发现本次经济放缓与2008年全球金融危机与2020年全球疫情危机有所不同。在后者，央行利率下降均提前于GDP变化，而当前GDP数据已有向下趋势，利率正在上升，且滞后于GDP数据。此外当前利率同比变化已达到近20年的高位，即中央银行通过加息的方式可能导致GDP继续收缩，但利率的变动却更加滞后（详见图4）。

图3 美国十年期两年期国债收益率利差



资料来源: Bloomberg

图4 英美欧央行利率与 GDP 同比变化

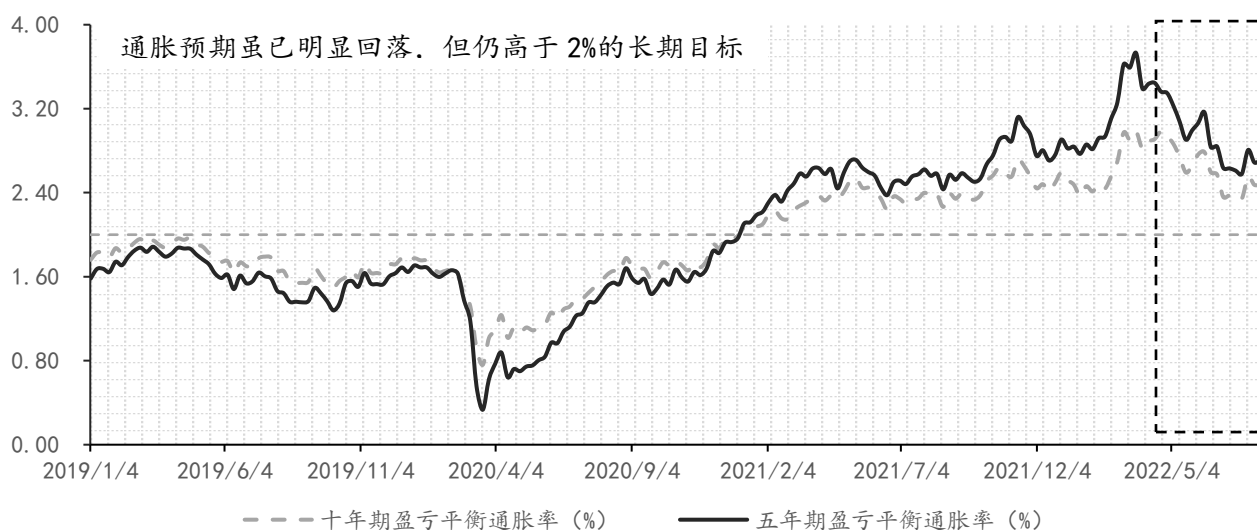


资料来源: Bloomberg

2022年8月22日 宏观经济研究

从美联储货币政策委员的表态中，可知降低通胀的优先性高于维护经济增长。一些委员认为，仅仅从当前CPI下降一个月来判断通胀见顶为时过早，应持续加息使得通胀明显回落至2%。从当前五年期和十年期的盈亏平衡通胀率来看，今年四月份通胀预期的阶段性高点已经出现，但目前两者距离2%的政策目标仍有较长距离。因此，投资者应认可美联储的观点，并不应低估联储牺牲增长控制通胀的决心（详见图5）。

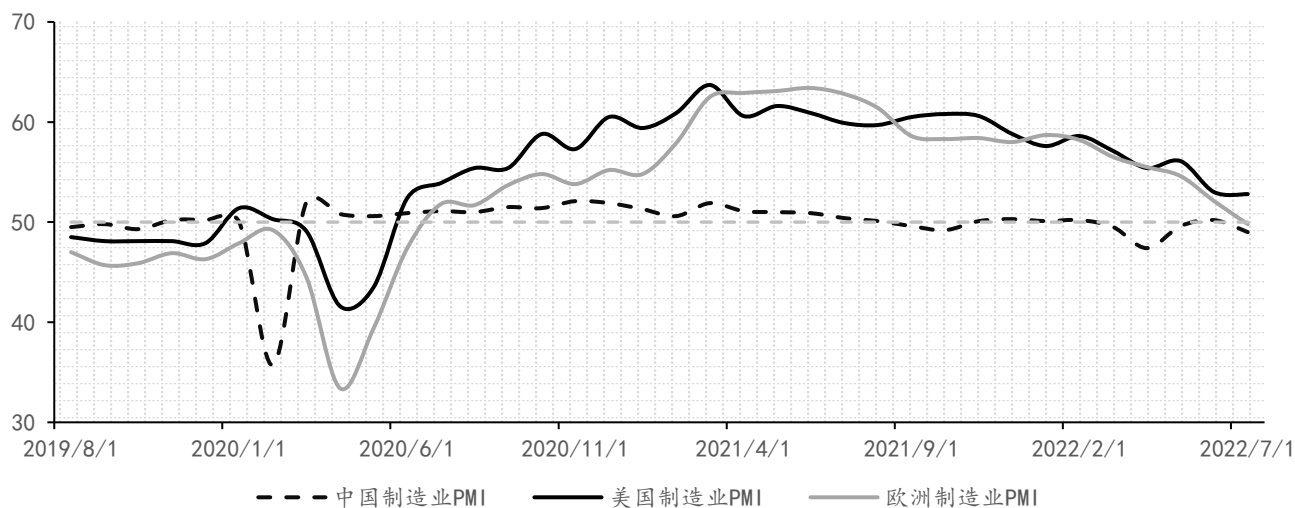
图5 美国五年期十年期盈亏平衡通胀率



资料来源：Bloomberg

此外可以从全球主要经济体的PMI指数变化分析当前经济增长的情况。2022年年初至今欧洲、美国和中国的PMI指数均出现回落，且当前欧洲和中国的PMI指数已经接近荣枯线。对于全球经济而言，遏制通胀带来的好处要大于放任通胀和经济并行——这也是2021年下半年至2022年年初以来各国普遍采取的措施（详见图6）。

图6 中美欧制造业 PMI 走势



资料来源：Bloomberg

增长和紧缩在很大程度上难以共存，如果以全球原油价格的变化代表市场需求的程度，以美元指数变化的变化代表紧缩的程度，从2009年到2021年两者普遍呈现反向关系，即增长往往发生在货币宽松的时期，而紧缩的同时意味着需求低迷。2021年后原油价格与美元指数的负相关性正在减弱，增长和紧缩将再次一分高下，从当前的市场情绪和中央银行的表态来看，紧缩更占优势（详见图7）。

图7 WTI原油价格与美元指数变化



资料来源：Bloomberg

2.3 市场情绪可能反转，但债券吸引力仍在

从投资者的情绪与全球金融市场的走势来看，在经历七月的明显反弹后，股票市场看多的意愿已经充分加强，甚至达到了阶段性高点。自2021年10月以来，标普500指数首次连续四周录得正回报，使得个人投资者的看多占比达到了其均值加1.5倍标准差的上沿，分析这一位置的历史数据表明，市场看多的情绪即将扭转。因此全球市场在七月的反弹，更像是熊市中的超跌导致（详见图8）。

图8 个人投资者看多占比变化



资料来源：American Association of Individual Investors

相比股票这一更依赖公司盈利而导致价格变化的金融资产，债券的吸引力已达到了多年最高。以标普500指数与投资级、高收益债券的利差进行分析，当前投资级债券的吸引力已经达到了2008年以来的最高值，而高收益债券的吸引力也已达到近十年的阶段高点。这意味着当前位置投资债券的性价比更高，考虑到当前市场利率的上升速度即将放缓，而利率绝对值也在较高位置，债券后续面临的调整压力有限（详见图9）。

图9 美国投资级高收益债券与标普500回报对比

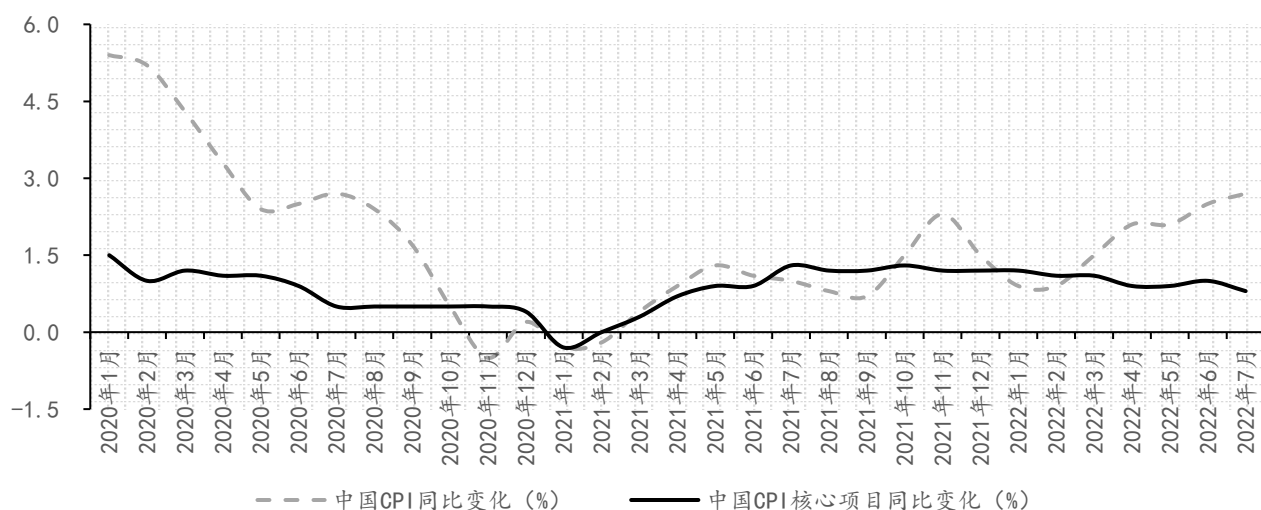


资料来源: Bloomberg

2.4 中美货币政策差异将扩大

美联储放缓紧缩速度，也为中国央行提供充分的政策空间。从中国CPI的走势分析，通胀并非央行面临的主要压力，这为货币政策宽松提供内部条件（美联储放缓货币政策为外部条件）。从核心CPI变化看，年初至今这一项目持续走低，意味着市场需求并不，火热洞房因央行放宽货币更多是为避免通货紧缩出现（详见图10）。

图10 中国CPI与核心CPI变化



资料来源: Bloomberg

2022年8月22日 宏观经济研究

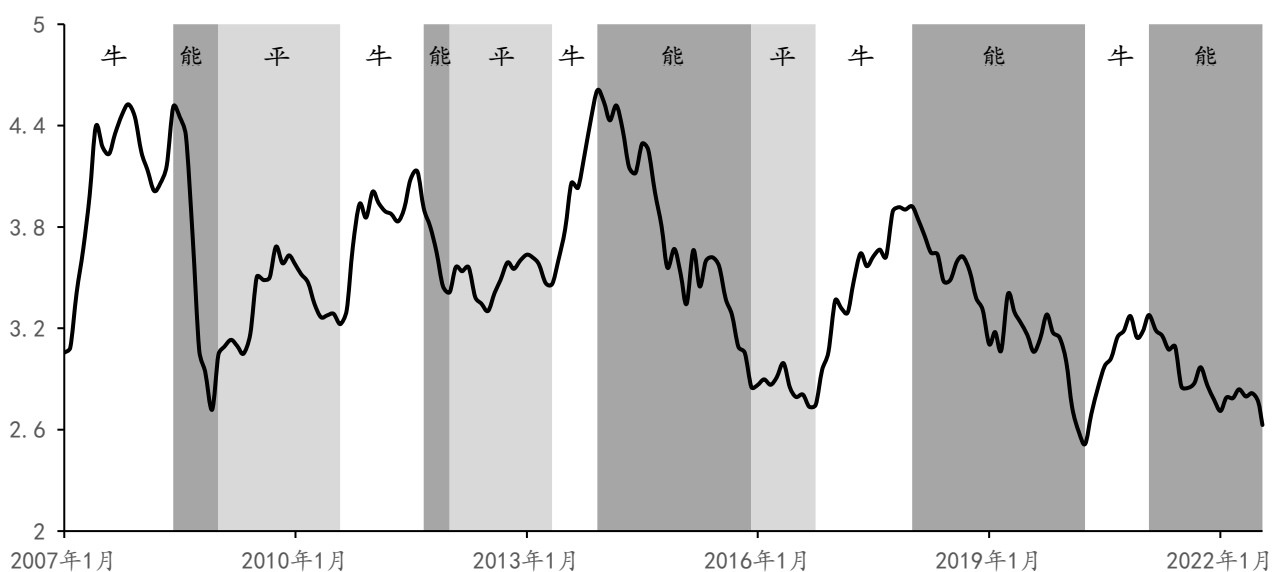
中美利差的倒挂情况虽已较五月的有所收敛，但两国货币政策的方向不同，后续扭转的概率较低。从中国十年期国债收益率的走势分析，自2018年以来经济进入新常态后，国债收益率持续下行，已脱离了过去的阶段波动区间。在这一长期趋势下，中美利差倒挂将持续更长时间，两国央行的货币政策偏差也将持续更久（详见图11、图12）。

图11 中美国债收益率利差变化



资料来源：Bloomberg

图12 中国十年期国债收益率走势图

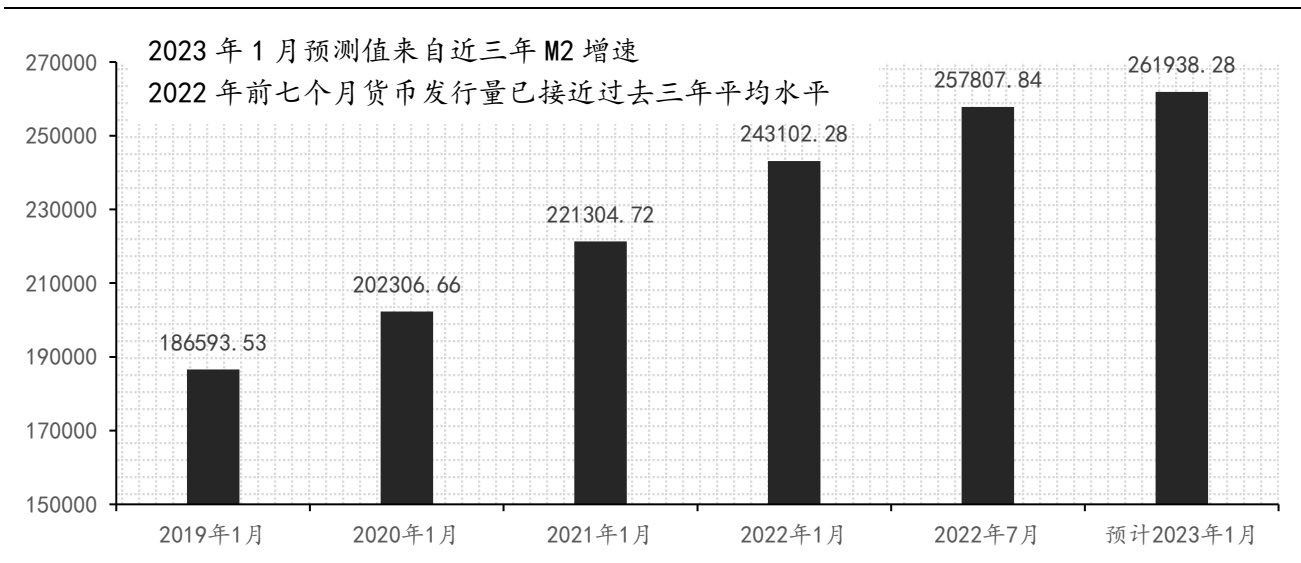


资料来源：Bloomberg

2022年8月22日 宏观经济研究

中国央行的货币政策宽松力度在今年尤其明显。2020年疫情得到控制后，当年下半年货币政策回归中性，同时2021年对房地产行业的融资限制也未使得流动性宽松的局面出现。从M2的变化看，2019年至2021年该指标增长稳定，而在2022年，央行在前七个月的M2投放量便已远远超过过去的增长幅度，并与过去全年增量相差不多。在货币充分宽松的前提下，政策利率也将继续下调（详见图13）。

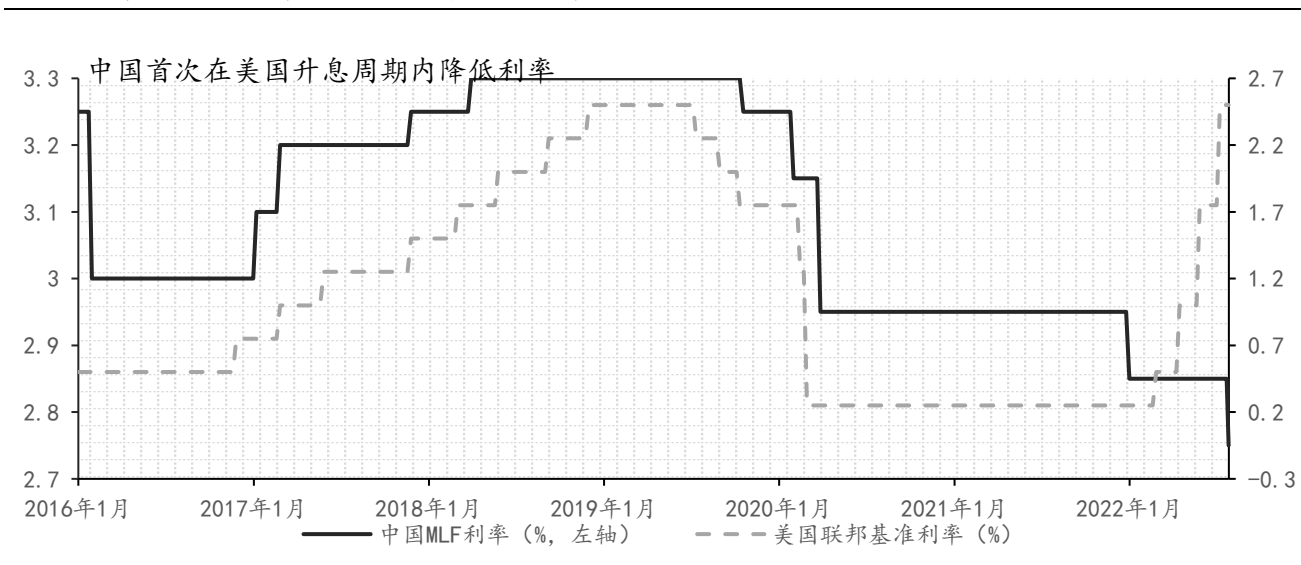
图13 中国M2货币供应量变化（单位：十亿元人民币）



资料来源：Bloomberg

8月中旬MLF利率的下降也可证明，在中美利差倒挂的情况下，央行仍将继续宽松货币政策支持经济。本轮MLF利率下降也是首次发生在美联储的升息周期内（详见图14）。

图14 中国MLF利率与美国联邦基准利率走势图



资料来源：Bloomberg

附录1 欧美央行货币政策表态

美联储货币政策表态：

8月10日，芝加哥联储行长 Evans：“预计今年下半年和明年的议息会议都会加息，以确保通胀回到2%的水平”、“尽管CPI数据有所改善，但当前通胀仍高的不可接受”。

8月10日，明尼阿波利斯联储行长 Kashkari：“明年年初削减利率的想法是不现实的，更现实的做法是加息，然后等待通胀率回到2%的水平”。

8月10日，圣路易斯联储行长 Bullard：“现在断言通胀见顶还为时过早”、“倾向于今年下半年将利率提高到3.75%至4%，然后根据明年一季度情况判断是否继续加息”。

8月18日，明尼阿波利斯联储行长 Kashkari：“美联储在通过加息遏制通胀这方面还有很多事情要做”、“不清楚是否能够兼顾经济增长和通胀下降”。

8月18日，圣路易斯联储行长 Bullard：“美联储应当继续将利率提升至合适水平，通胀达到顶峰的想法是一种希望，但统计数据还没有体现”、“支持九月加息75个基点”。

8月18日，旧金山联储行长 Daly：“美联储可能需要加息至比3%更高的水平，现在宣布战胜通胀为时过早”、“倾向于九月加息50个基点，但也支持更大幅度的加息”。

8月19日，里士满联储行长 Barkin：“美联储致力于使通胀回到2%的目标，但此过程中可能出现衰退”、“对于赞成加息50个基点还是75个基点仍没有确定”。

欧洲央行货币政策表态：

8月18日，欧洲央行管理委员会成员，拉脱维亚央行行长 Kazaks：“通胀高的令人无法接受，欧央行将继续提高利率”、“要解决通胀，还需要财政政策和结构性政策配合”。

8月18日，欧洲央行执行委员会成员 Schnabel：“欧元区通胀前景未发生变化，不排除短期内通胀进一步上升的可能性”、“即使陷入经济衰退，通胀压力也难以自行消退”。

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	646.81	-1.86%	5.00%	4.01%	-14.31%
发达经济体	MSCI World Index	2787.71	-1.93%	5.44%	4.96%	-13.74%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	1001.46	-1.33%	1.51%	-3.27%	-18.71%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	4025.37	-1.42%	6.78%	8.46%	-12.37%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1677.57	-2.60%	1.78%	-3.13%	-19.86%
中国	MSCI China Index	65.59	-1.31%	-6.83%	-3.03%	-22.19%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	861.70	-2.39%	-0.07%	-4.34%	-15.68%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	859.68	-2.43%	-0.12%	-4.47%	-15.93%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	113.26	-0.27%	-0.63%	-5.22%	-17.49%
投资级公司债券						
全球市场	Blommborg Global Aggregate Index	457.00	-2.10%	0.18%	-3.24%	-14.17%
发达经济体	Blommborg Global Aggregate Developed Markets Index	97.67	-2.31%	0.04%	-3.65%	-14.95%
新兴市场经济体	Blommborg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1075.14	-1.18%	2.20%	-0.73%	-15.13%
美国	Blommborg US Aggregate Index	2126.72	-1.12%	-1.05%	-0.57%	-9.70%
中国	Blommborg China Aggregate Index	260.75	-0.36%	0.35%	-0.23%	-3.16%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1328.71	-1.68%	3.32%	-0.63%	-13.09%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	151.80	-2.02%	1.74%	0.13%	-11.81%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	120.18	-0.36%	2.43%	-0.06%	-15.03%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2245.24	-1.21%	1.91%	2.52%	-8.78%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	33.76	10.05%	6.21%	-27.31%	-52.45%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	121.79	0.21%	4.52%	-6.70%	22.81%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	55.52	1.88%	4.49%	0.95%	79.73%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	157.98	-0.47%	5.92%	-14.79%	-8.62%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	199.58	-2.49%	1.07%	-7.46%	-8.90%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	66.39	0.02%	7.24%	-14.47%	9.20%

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