

2022年9月19日

宏观经济双周报

八月 CPI 超出预期，市场为九月议息会议加快紧缩定价

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 指数两周下跌 1.3%，9 月 16 日收盘价 3873.33；
美国道琼斯指数两周下跌 1.58%，9 月 16 日收盘价 30822.42；
美国纳斯达克指数两周下跌 1.57%，9 月 16 日收盘价 11448.4；
欧洲斯托克 50 指数两周下跌 1.24%，9 月 16 日收盘价 3500.41；
中国上证指数两周下跌 1.89%，9 月 16 日收盘价 3126.398；
香港恒生指数两周下跌 3.55%，9 月 16 日收盘价 18761.69；
日经 225 指数两周下跌 0.30%，9 月 16 日收盘价 27567.65；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周下跌 2.17%，9 月 16 日收盘价 1675.06；
WTI 原油指数两周下跌 2.03%，9 月 16 日收盘价 85.11；

3) 其他市场

美元指数两周上涨 0.21%，9 月 16 日收盘价 109.76；
港币汇率两周下跌 0.01%，9 月 16 日收盘价 7.8492；
波罗的海干散货指数两周上涨 43.0%，9 月 16 日收盘价 1553；
美国十年期国债收益率两周上涨 8.15%，9 月 16 日数值为 3.45%；

1.2 市场简要回顾：

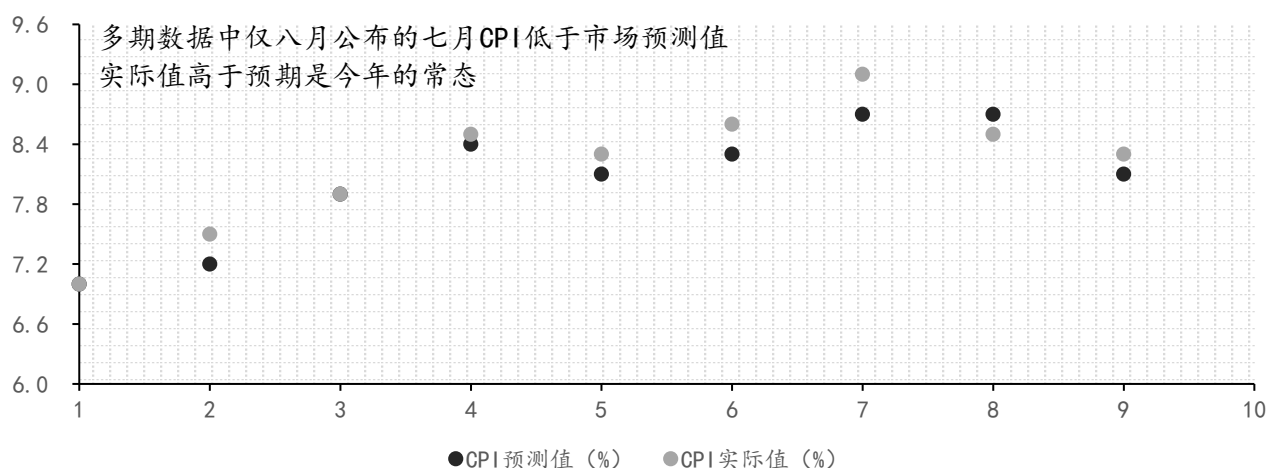
美国八月 CPI 超出市场预期，九月会议加息 75 个基点的概率大幅提升，近两周全球金融市场普遍下行，十年期美债收益率两周涨超 8%，创年内新高。紧缩预期与经济不确定性使大宗商品市场承压，国际金价及原油指数两周跌超 2%。美联储及欧央行近期表示，维护经济增长将让位于解决通胀，并认为投资者低估了后续央行加息的决心。

2 宏观经济分析

2.1 八月 CPI 超出市场预期

美国八月 CPI 数据同比增长 8.3% (前值 8.5%，市场预期值 8.1%)。CPI 数据公布后，全球金融市场大幅调整。尽管与前值相比本次 CPI 数据有所下降，但在大宗商品，尤其是能源类商品第三季度价格明显回落的情况下，CPI 仍未下降到市场预期程度，并被投资者看作美联储九月会议再次加快收紧的标志。实际上从全年 CPI 数据来看，只有八月份公布的七月 CPI 的实际值低于市场预期值，通胀数据高于预期并不罕见 (详见图 1)。

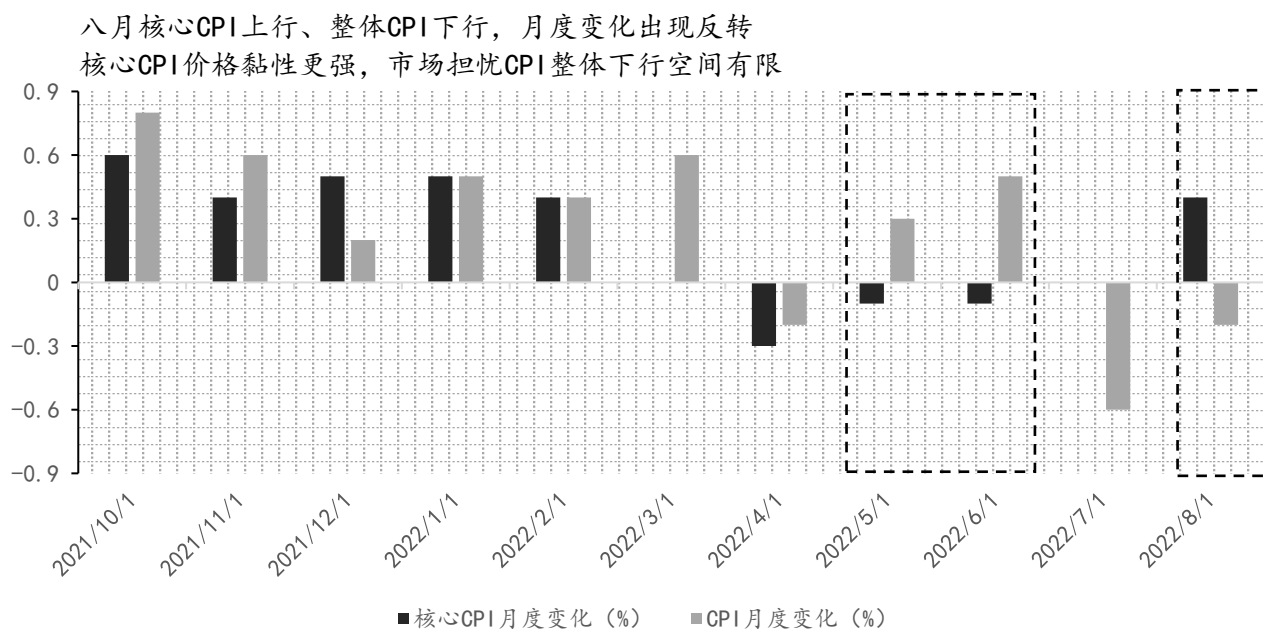
图 1 美国 CPI 预测值和实际值的变化 (%)



资料来源: Bloomberg

投资者之所以对本次 CPI 数据反应强烈，还与核心 CPI 的变化直接相关。近一年来 CPI 数据不断走高，其中核心 CPI 与非核心 CPI 在今年一季度前同步上行，而在二季度由于能源价格攀升，包含能源商品的非核心 CPI 同比继续增长，核心 CPI 出现了连续 3 个月的环比下降。从当时数据来看，原材料等非核心 CPI 的增长还没有明显向核心 CPI 传导。而在 8 月的 CPI 数据中，核心 CPI 同比增长 6.3%，前值为 5.9%。在通胀整体下降的情况下，核心 CPI 明显上行，使得投资者担忧通胀由非核心项目向核心项目的传导已经发生。由于核心 CPI 价格黏性较强，后续下行时间将滞后，因此通胀向长期发展的趋势可能难以避免 (详见图 2)。

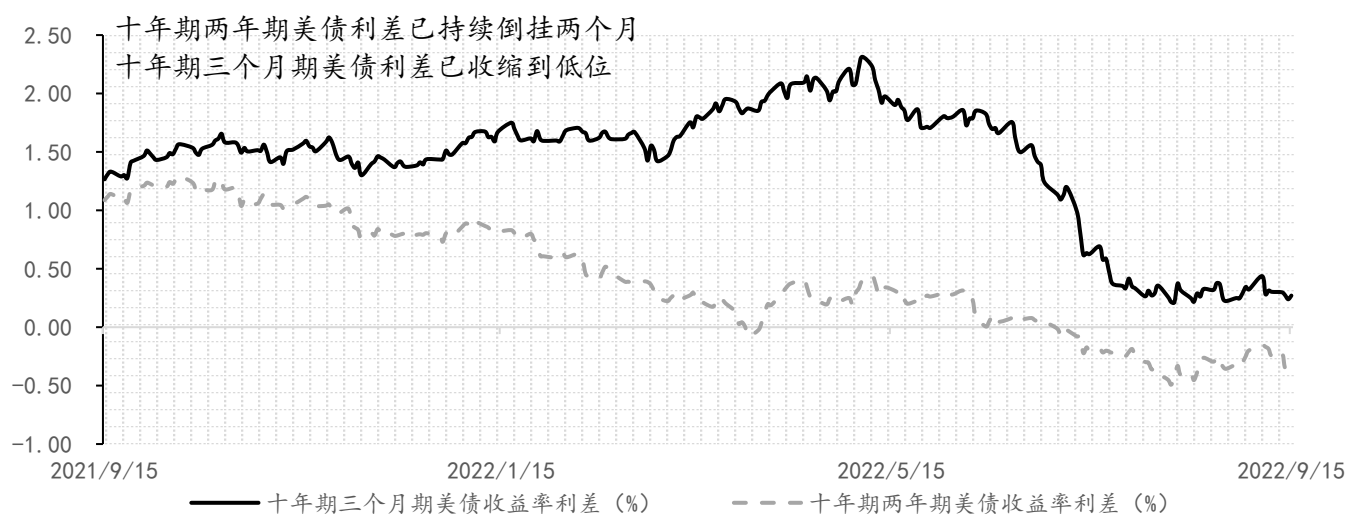
图2 美国CPI与核心CPI月度变化(%)



资料来源: Bloomberg

市场在CPI数据公布后再次推高短期美债收益率，使得长短期美债利差倒挂程度继续加深。以三个月期、两年期和十年期美债收益率进行分析，当前十年期和三个月期美债利差已经收缩到近一年的低位，而十年期两年期利差已持续倒挂两个月。尽管部分美联储分行行长认为后者不能反映经济的前景，但随着后续加息75个基点的概率提高，十年期和三个月期美债利差很可能转负——这也是分行行长公开提及的衡量经济是否转弱的重要指标。

图3 美国三个月期、两年期和十年期美债收益率走势图(%)

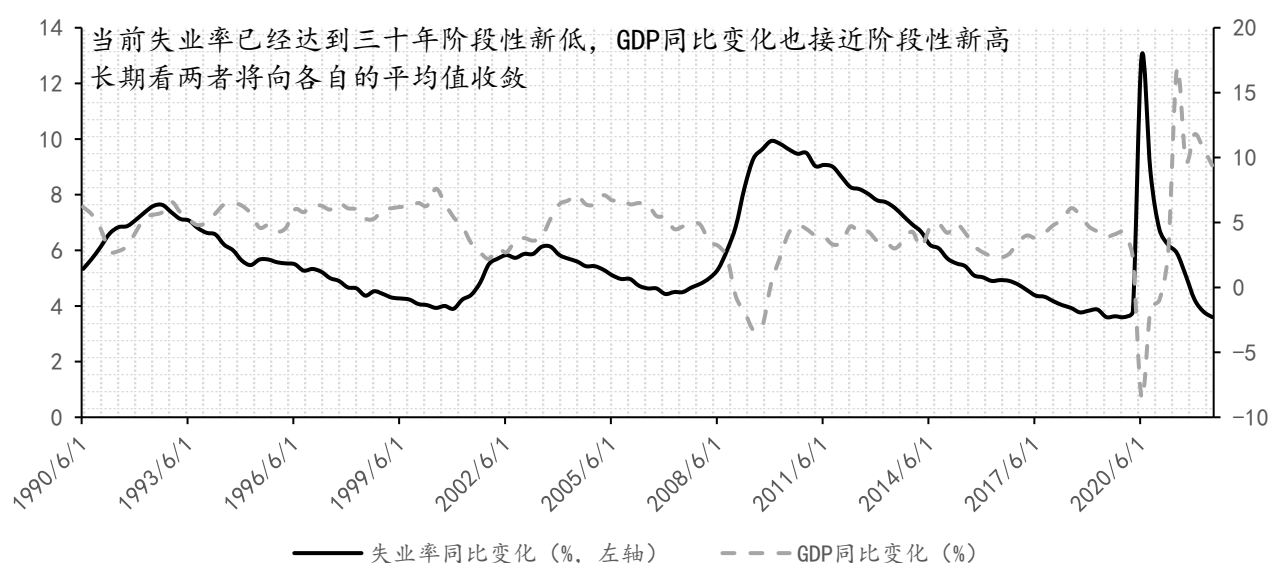


资料来源: Bloomberg

2.2 多角度衡量紧缩力度

除去全球金融市场对美联储紧缩的下行反馈外，紧缩程度还可以从多个角度衡量。从美国 GDP 与失业率同比变化分析，当前失业率水平已创阶段性新低，而 GDP 同比变化也接近阶段性新高。从近 30 年的数据分析，两者在长期都会向各自的均值收敛。在当前两者差异较大的情况下，后续失业率和 GDP 将向平均值靠拢。这将会在美联储提高利率，导致经济增长放缓同时市场就业人数下降的现象中得以体现（详见图 4）。

图 4 美国 GDP 和失业率同比变化 (%)

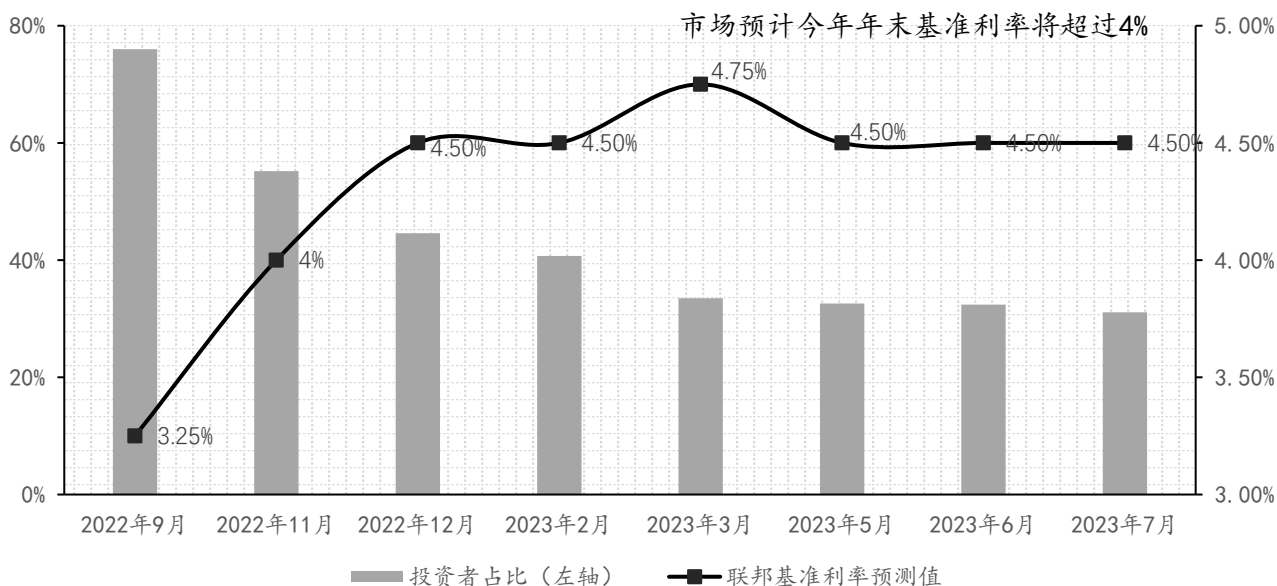


资料来源：Bloomberg

从芝加哥商品交易所的联邦基准利率预期来看，超过 80% 的投资者认为九月议息会议将加息 75 个基点，使得基准利率水平达到 3.25%。根据当前预期利率水平在今年年底将超过 4%，并在 2023 年一季度达到 4.75% 的阶段高点。这一看法与部分联储分行行长的表态一致，但也有分行行长认为投资者不应寄希望于 2023 年利率水平出现下降。从当前市场预期看投资者认为明年二季度后基准利率将维持相对稳定（详见图 5）。

本次紧缩力度还可以从美元指数与货币汇率的角度进行分析。2022 年美联储的加息行动使得美元指数大幅上行，同时上半年大宗商品价格上涨使得一些典型的大宗商品出口国获得较强的贸易顺差。以大宗商品出口国的汇率进行分析，2007 年和 2011 年的商品牛市中，贸易顺差加强使得巴西里拉和澳元兑美元汇率升值。而在今年的商品牛市中，两者兑换美元的价值仅仅保持稳定。这可以从侧面反映本轮美联储升息的强度（详见图 6）。

图5 芝加哥商品交易所联邦基准利率市场预期



资料来源: CME Group

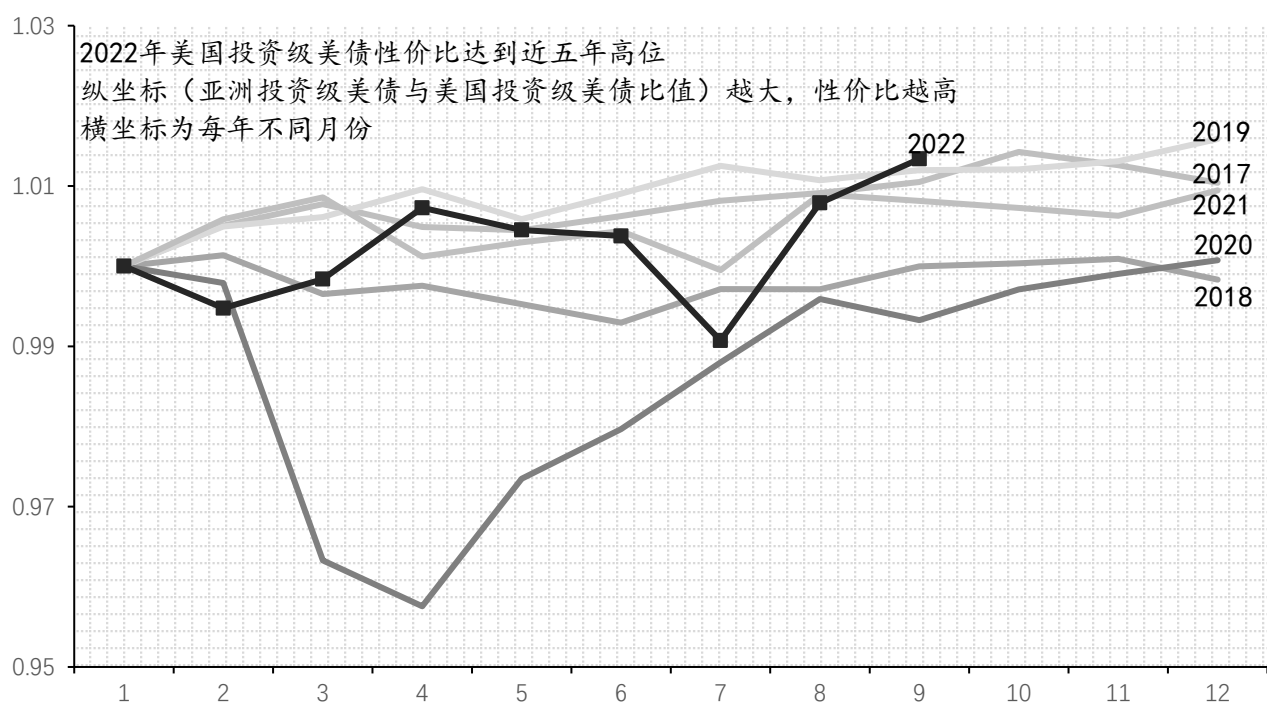
图6 巴西里拉、澳元兑美元汇率与美元指数走势图



资料来源: Bloomberg

本轮紧缩力度大幅加强使美债收益率明显提高，并导致美国投资级美债的性价比快速上升。从亚洲投资级美债与美国投资级美债的回报指数分析，当前美国投资级美债性价比已达到近五年高位，这意味着在全球央行大多提高货币政策的情况下，美联储的行动更加迅速，超过一些新兴市场经济体。新兴市场经济体同样面临通胀压力，但受制于本国货币贬值与增长放缓的担忧，紧缩力度只能在经济增长与物价稳定中寻求平衡（详见图7）。

图7 美国及亚洲投资级美债回报指数对比



资料来源：Bloomberg

此外本轮紧缩力度也改变了美元指数和黄金的负相关性。长期以来美元指数与黄金及其他金融资产存在负相关关系，今年美元指数大幅上升使得全球主要金融资产录得亏损，黄金价格与美元指数的相关性正在减弱。这一现象发生的原因，可能与投资者买入黄金抵御风险直接相关。在经济前景不确定的背景下，黄金的抗风险能力正在加强。而在过去数轮的升息周期中，投资者并未过多选择黄金避险（金价随利率提高不断下降），仍倾向于持有金融资产。在本轮升息周期内，金融资产价格回落明显，黄金便成为合适的抗风险工具（详见图8）。

图8 美元指数与国际金价走势图



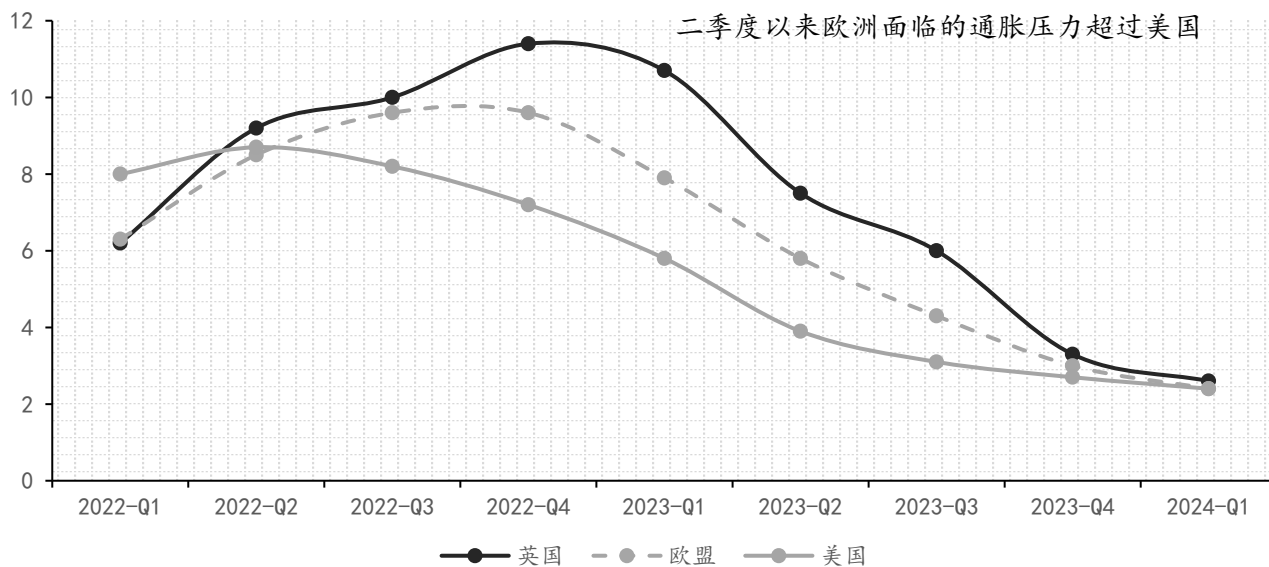
资料来源: Bloomberg

2.3 欧洲面临更大压力

相对美国的紧缩压力与通胀压力,欧洲实际面临更严峻的情况。尽管美国8月CPI数据超出市场预期,但从欧盟和英国的通胀数据看,今年二季度以来欧洲面临的通胀压力已经超过美国。这与上半年欧洲能源价格快速上升及欧洲中央银行在上半年没有大幅加息有关。同时从后续通胀预期看,美国通胀压力将从第三季度开始逐渐下行,而欧洲通胀压力将在第四季度后开始下行,这些数据表明欧洲经济面临的通胀压力更高(详见图9)。

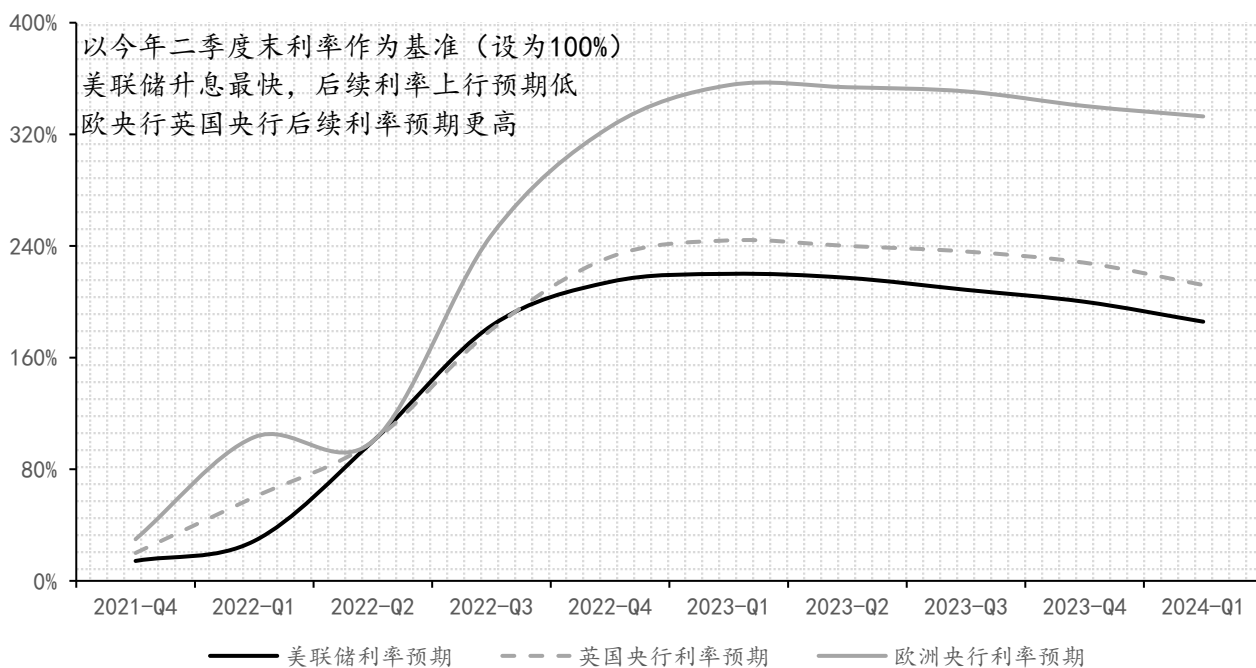
欧洲中央银行提高利率的行动更加缓慢,因此后续利率上升的幅度更高。例如欧央行在今年下半年的第一次议息会议才决定加息,而美联储在上半年已连续加息三次。缓慢提高利率意味着控制通胀需要更高的成本和更长时间。从当前美国、欧盟和英国的政策利率市场预期看,欧洲央行的升息速度最慢,因此后续需要长时间维持高利率水平。英国央行升息速度介于美联储与欧洲央行之间,后续利率预期低于欧央行而高于美联储(详见图10)。

图9 美国、欧盟和英国的通胀预期



资料来源: Bloomberg

图10 美国、欧盟和英国的政策利率预期

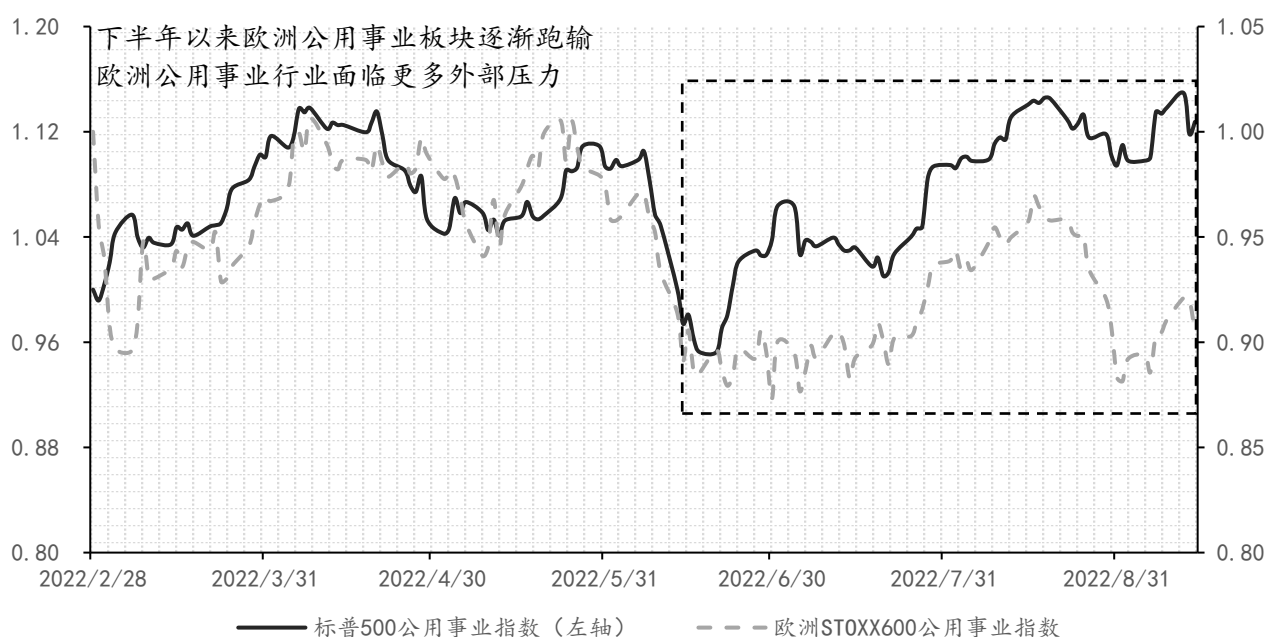


资料来源: Bloomberg

2022年9月19日 宏观经济研究

欧洲市场面临的通胀和紧缩双重压力，还可以从欧美公用事业指数的走势中得以验证。尽管2022年公用事业板块受经济周期的影响较弱，但在下半年能源价格快速上行以及欧洲央行连续两次加息的背景下，欧洲STOXX600公用事业指数逐渐跑输标普500公用事业指数。这意味着当前欧洲电力、能源等公用事业的经营情况正面临更大压力（详见图11）。

图11 标普500公用事业指数与欧洲STOXX600公用事业指数走势图



资料来源：Bloomberg

2.4 人民币继续贬值

在紧缩压力提高以及中国出口数据放缓的共同作用下，近两周人民币贬值明显，并一度突破“7”的重要关口。今年以来中国央行没有跟随美联储提高利率，中美利差下降明显，境外机构持有境内债券的规模自二月份起快速下降（详见图12）。由于稳经济的要求持续存在，央行实施宽松政策，可能不会对人民币汇率进行较大规模的干预。

出口数据放缓后，当前经济“三驾马车”中投资的重要性已经提高。从中国近十五年地产与基建投资的同比变化来看，当前地产投资下行，基建投资上行，与2009年情况类似。不过2009年地产的处境仍好于当前水平，而当今基建投资的拉动力度也无法与过去相比（详见图13）。在此情况下稳定宏观经济增长将需要更长时间。

图 12 境外机构持有境内债券规模与中美利差走势图



资料来源: Bloomberg、中央国债登记结算有限责任公司

图 13 中国地产与基建投资同比变化 (%)



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：

美联储鲍威尔：“美联储将致力于抗击通胀的目标，并将坚持行动”。

美联储理事 Waller：“当前通胀率太高了，还无法判断是否出现下行趋势”、“支持在九月议息会议上大幅加息，使得政策利率达到明显限制需求的水平”。

圣路易斯联储行长 Bullard：“倾向于在九月会议上加息 75 个基点，并在今年年末将基准利率提高到 4%”、“市场可能误判了通胀回到 2%的时间，利率必须在较长时间保持在高位”。

芝加哥联储行长 Evans：“九月很可能加息 75 个基点，虽然当前没有确定，但美联储需要将利率调整至远高于现在的水平”、“与其向市场给出确定路径，不如告诉投资者美联储的行动方向”。

波士顿联储行长 Collins：“当前物价还没有向美联储期待的那样显著回落”。

堪萨斯联储行长 George：“美联储不得通过观察来确定政策进程，而不是参考理论模型或者疫情前的趋势”、“由于货币政策的传导效应滞后，加息的稳健性和目的性将优于速度”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行管理委员会成员 Scicluna：“欧央行后续将继续加息，但 75bp 的加息幅度不是常态”。

欧洲央行管理委员会成员 Simkus：“通胀的趋势很强，欧央行在十月议息会议上应至少加息 50 个基点”、“虽然欧央行意识到欧元区经济放缓，但当前关注焦点仍是价格水平”。

欧洲央行首席经济学家 Philip：“欧央行九月加息 75 个基点是恰当的，通胀仍有上行风险”、“距离终端利率的缺口越大，单次加息的幅度越大”。

欧洲央行管理委员会成员 Galhau：“今年年底前欧央行应当利率将提高到 2%的中性水平”、“现在还不能确定最后的利率终值距离中性利率还有多远”。

欧洲央行管理委员会成员 Makhlouf：“历史已经表明，如果推迟加息行动，通胀问题只会加剧”、“持续的通胀将损害宏观经济稳定和长期的经济水平”。

信息来源：Bloomberg

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	597.59	-5.29%	-8.77%	2.23%	-20.83%
发达经济体	MSCI World Index	2569.29	-5.51%	-8.98%	3.36%	-20.50%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	944.12	-3.57%	-7.04%	-6.02%	-23.37%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	3690.53	-4.82%	-9.57%	5.67%	-19.66%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1565.60	-2.93%	-8.06%	-2.65%	-25.21%
中国	MSCI China Index	62.30	-4.75%	-5.75%	-13.03%	-26.09%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	829.86	-1.17%	-4.87%	-3.41%	-18.80%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	827.34	-1.14%	-4.95%	-3.52%	-19.09%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	110.81	-1.49%	-2.44%	-5.58%	-19.27%
投资级公司债券						
全球市场	Blomberg Global Aggregate Index	440.35	-1.26%	-4.71%	-2.93%	-17.29%
发达经济体	Blomberg Global Aggregate Developed Markets Index	94.02	-1.22%	-4.87%	-3.02%	-18.13%
新兴市场经济体	Blomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1050.87	-1.33%	-2.80%	-0.53%	-17.05%
美国	Blomberg US Aggregate Index	2063.53	-0.82%	-3.57%	-1.02%	-12.38%
中国	Blomberg China Aggregate Index	253.41	-1.51%	-3.18%	-2.84%	-5.89%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1291.29	-2.15%	-3.70%	-0.24%	-15.54%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	146.29	-2.67%	-4.72%	-0.38%	-15.01%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	117.61	-0.78%	-2.49%	-0.67%	-16.84%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2165.38	-2.02%	-4.08%	1.23%	-12.03%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	38.20	1.73%	16.58%	-8.94%	-46.20%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	116.57	-2.95%	-4.04%	-8.05%	17.54%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	49.28	-5.64%	-11.28%	-8.52%	59.52%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	153.24	-1.22%	-2.02%	-9.29%	-11.37%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	193.11	-1.80%	-4.21%	-10.08%	-11.85%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	69.06	-1.40%	5.29%	-7.82%	13.60%

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