

2022 年 10 月 3 日

宏观经济双周报

央行加息优先级再次提高，恐慌时刻或许已经接近

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 7.43%，9 月 30 日收盘价 3585.62；
美国道琼斯指数两周下跌 6.8%，9 月 30 日收盘价 28725.51；
美国纳斯达克指数两周下跌 7.62%，9 月 30 日收盘价 10575.62；
欧洲斯托克 50 指数两周下跌 5.21%，9 月 30 日收盘价 3318.2；
中国上证指数两周下跌 3.26%，9 月 30 日收盘价 3024.39；
香港恒生指数两周下跌 8.2%，9 月 30 日收盘价 17222.83；
日经 225 指数两周下跌 5.91%，9 月 30 日收盘价 25937.21；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周下跌 0.86%，9 月 30 日收盘价 1660.61；
WTI 原油指数两周下跌 6.6%，9 月 30 日收盘价 79.49；

3) 其他市场

美元指数两周上涨 2.14%，9 月 30 日收盘价 112.12；
港币汇率两周上涨 0.01%，9 月 30 日收盘价 7.8498；
波罗的海干散货指数两周上涨 13.33%，9 月 30 日收盘价 1760；
美国十年期国债收益率两周上涨 11.02%，9 月 30 日数值为 3.83%；

1.2 市场简要回顾：

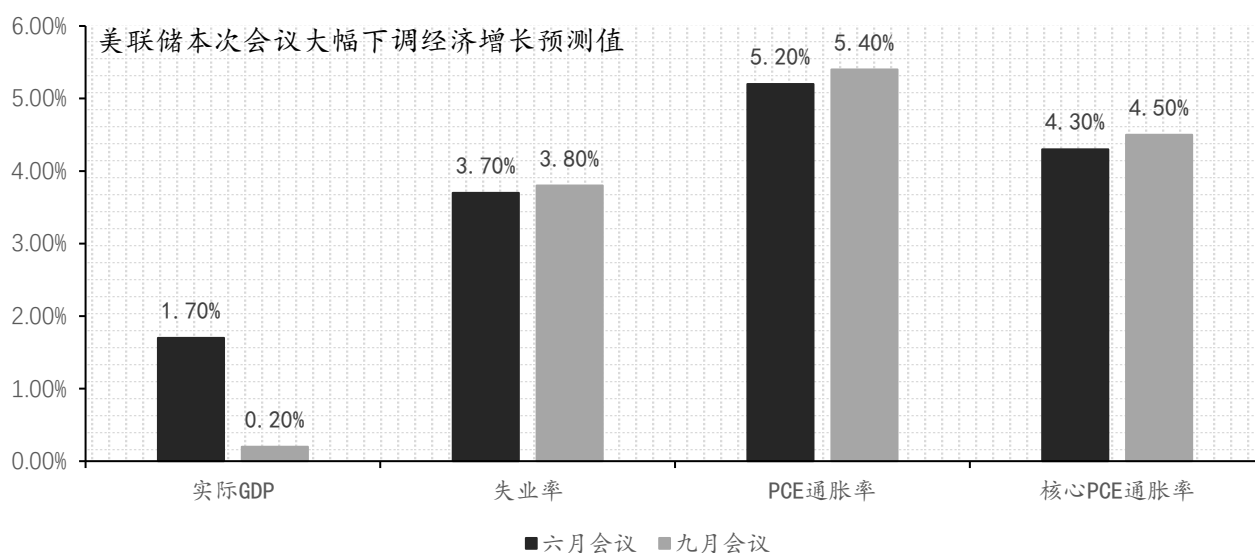
美联储九月议息会议再次加息 75 个基点，全球股票市场普遍下跌，投资者继续担忧流动性收紧和经济增长的不确定性。WTI 原油指数跌至 80 美元/桶下方，几乎抹去去年内全部涨幅。紧缩预期再次加强，美元指数两周内一度达到 114 的高点，十年期美债收益率两周上涨超过 11%。在通胀明显下行之前，很难看到央行对货币政策持有宽松态度。

2 宏观经济分析

2.1 议息会议后紧缩已成定局

美联储在九月议息会议中加息 75 个基点，并公布了最新的经济预测。相比六月的预测值，本次美联储大幅放缓了 2022 年实际 GDP 的增速（最新预测经济增长 0.2%，前值 1.7%），其他各项数据没有较大变化。同时鲍威尔也表示，解决通胀更为优先，而经济指标走弱不会成为影响货币政策的主要因素。此前美联储曾表示，经济软着陆仍有可能，但本次数据大幅调低实际 GDP 预测，暗含美联储已经在维护增长和抑制通胀中做出了实际选择（详见图 1）。

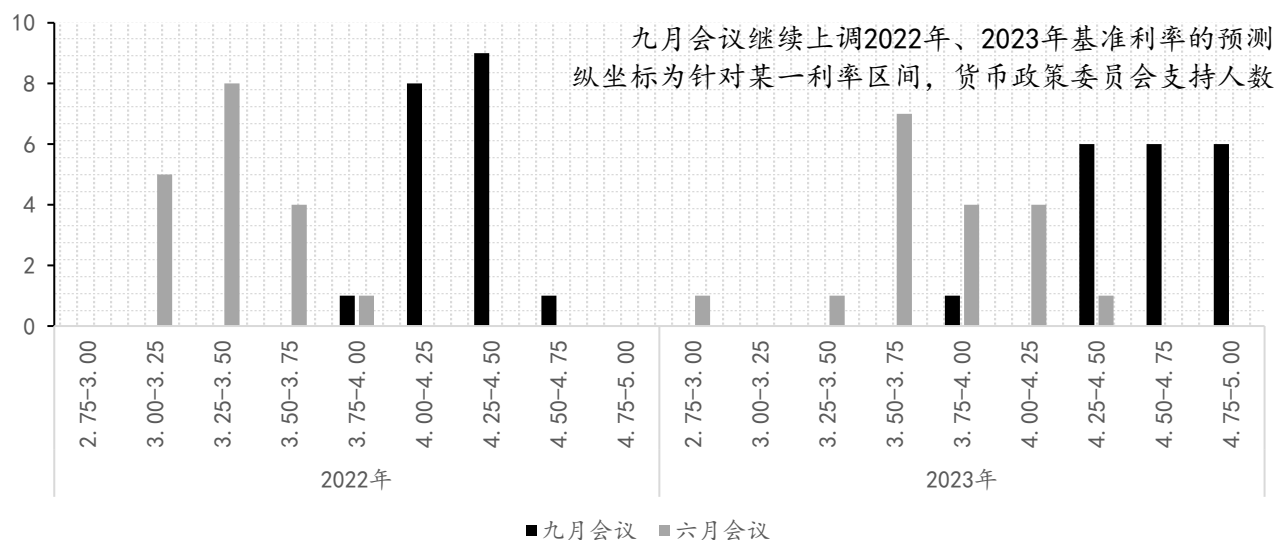
图 1 美联储九月议息会议经济预测变化



资料来源：Bloomberg

本次实际 GDP 数据下调超出市场预期，同时美联储货币政策委员会的基准利率点阵图也超过投资者预想水平（此前预计 2023 年第二季度利率达到 4.5% 的峰值）。在本次会议投票的 19 位委员中，有 18 位认为明年基准利率将达到 4.5% 甚至更高，而六月议息会议中认可这一利率水平的委员仅有 1 位（详见图 2）。美联储如此大幅度提升利率预期，再次向市场表示了持续加息的决心，而近期美联储货币政策委员的表态也偏向强势紧缩，甚至直言“经济衰退不会阻止美联储加息，因为加息是为了抑制通胀所必须要经历的事情”。

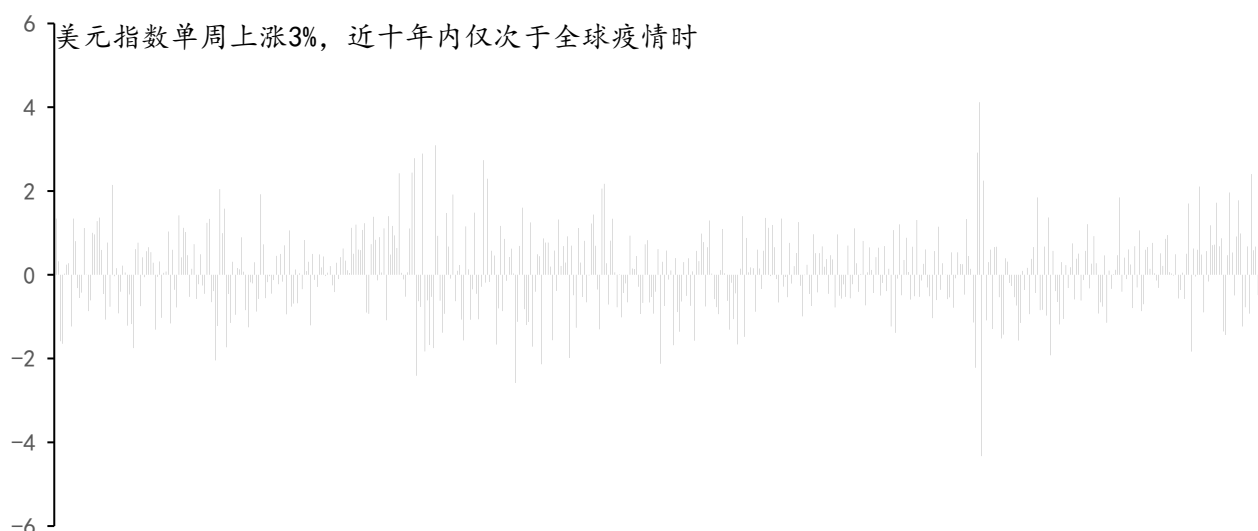
图 2 美联储货币政策委员会基准利率变化



资料来源：Bloomberg

美联储议息会议结束后，美元的强势程度继续提高，美元指数在议息会议的一周中上涨 3%（详见图 3），单周涨幅在近十年内仅次于全球疫情开始时期（当时资金涌入美元资产避险）。美元指数上行也导致非美货币贬值剧烈，例如欧元、英镑兑换美元的比例开始向 1:1 接近，而人民币汇率水平也很快突破 7.1、7.2 的关键位置。从数值上看，美元指数已经由今年年初的 96.21 一度达到 114.11 的最高位，最高涨幅达到 18.6%。

图 3 美元指数周变动走势图（时期：2012 年 1 月-2022 年 9 月）

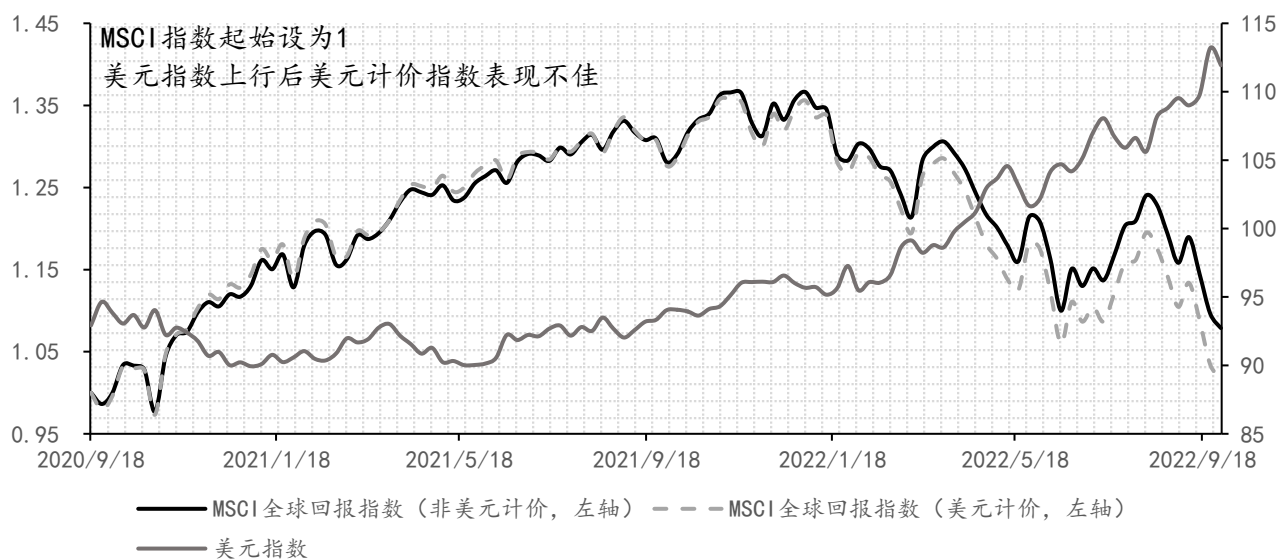


资料来源：Bloomberg

2022年10月3日 宏观经济研究

美元指数快速上行使全球资产明显承压，例如以股票市场 MSCI 全球回报指数的走势分析，在 2022 年前，以美元计价和非美元计价的指数走势非常接近，但今年以来随着美元指数逐渐走高，美元计价指数已经出现偏离迹象（详见图 4）。美元计价指数表现不佳，与美元对冲成本提高直接相关，在此前美元指数稳定在 85-90 的时间内，对冲成本较低，而今年以来美元升值，对冲后的股票市场的回报受到影响。

图 4 MSCI 全球回报指数与美元指数走势图



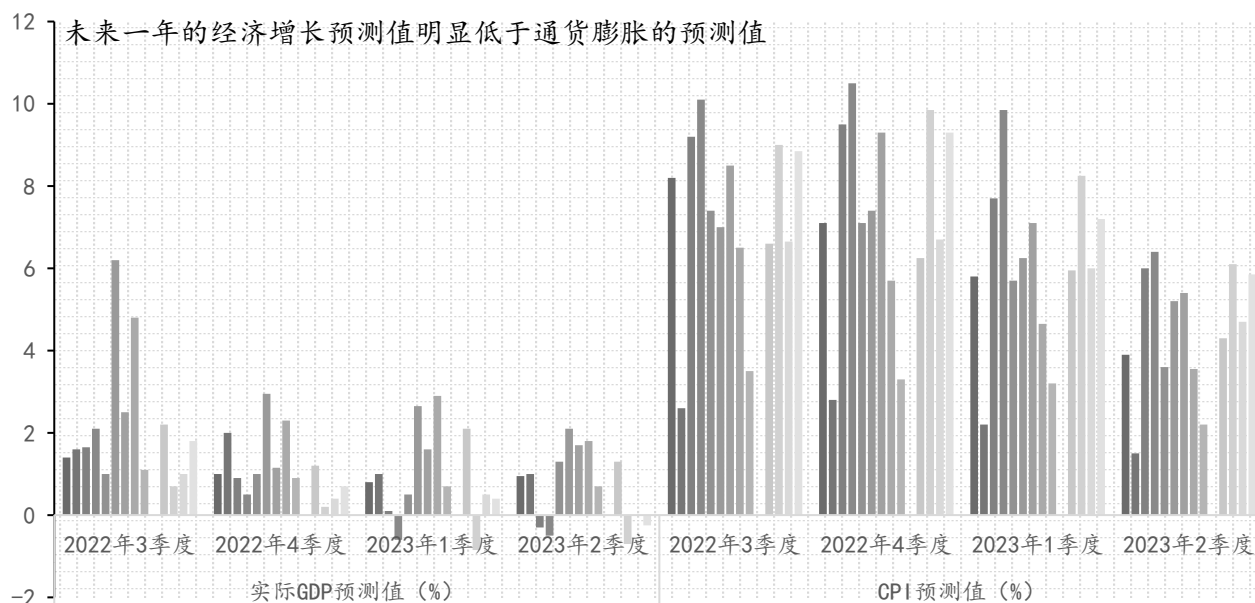
资料来源: Bloomberg

2.2 全球市场继续下行

除去美联储再次释放收紧信号外，全球主要国家的央行表现与美联储基本一致（中国、日本央行除外）。以 Bloomberg 经济学家对 G10 经济体实际 GDP 的预测值和 CPI 预测值进行分析，当前 G10 的实际 GDP 增长预测普遍小于 3%，甚至在明年已经出现部分国家 GDP 收缩的预期，而 G10 的 CPI 增长集中于 4%-10% 这一区间（详见图 5）。这意味着尽管央行已经明确表示紧缩货币，但高位通胀而仍将持续较长时间。

经济走弱叠加流动性收紧，使投资者对金融资产的信心再次承压。与今年六月和八月的市场下行不同的是，近两周的担忧情绪已开始向安全资产蔓延。以无风险利率的代表——美国国债为例，在美债收益率连续上行九周后，美债的流动性指数已经超过 2020 年 3 月全球疫情时期，对这一安全资产的抛售反映出投资者正在收缩安全资产的头寸。

图5 G10经济体实际GDP预测值与CPI预测值



资料来源: Bloomberg

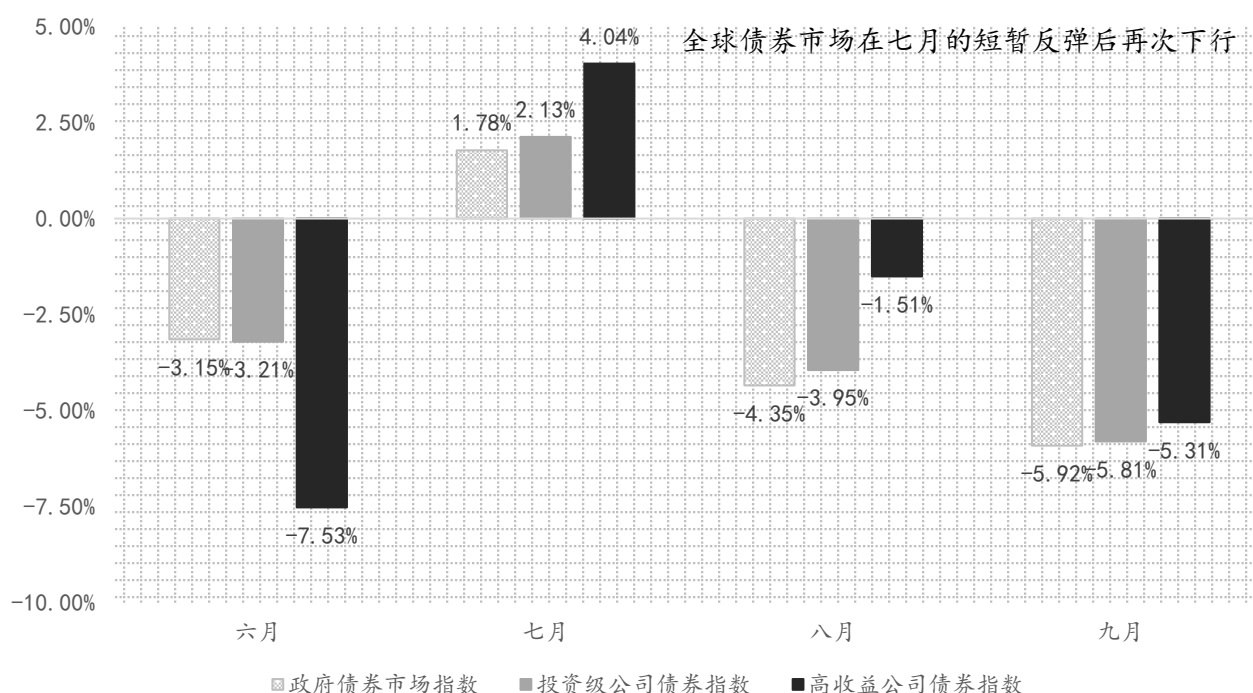
图6 美国国债流动性指数



资料来源: Bloomberg

除去政府债券的抛售外，公司债券市场指数也在九月再次下行，且跌幅超过了今年八月（详见图7）。自六月以来，全球政府债券市场指数、投资级公司债券市场指数及高收益公司债券市场指数仅在七月录得正回报，其余三个月均下行。全球股票市场的走势与此类似，股债市场的相关性提高（尤其在两者都下行的情况下）反映出投资者正在卖出这些资产以避免更大程度的亏损。而无论从经济表现还是央行货币政策的行动看，当前趋势仍无缓和迹象。

图7 全球债券市场指数月度变化



资料来源：Bloomberg

从债券市场的波动率分析，全球投资级债券回报指数以及高收益回报债券指数的波动率自二季度以来持续上行，同时两者的差值逐渐拉大（详见图8）。这一表现有两种解释，一是高收益债券在可能面临更大的流动性风险（从图中全球疫情时期高收益债券被快速抛售导致波动率直线上升中得以反映），二是高收益债券的发行人往往在经济环境走弱时，偿付能力减弱，债券估值下降，波动率上升。从当前经济环境看，债券市场中利率风险与信用风险共存，使得在经济预测数据逐次走低的背景下，投资者很难对高收益债券保持信心。

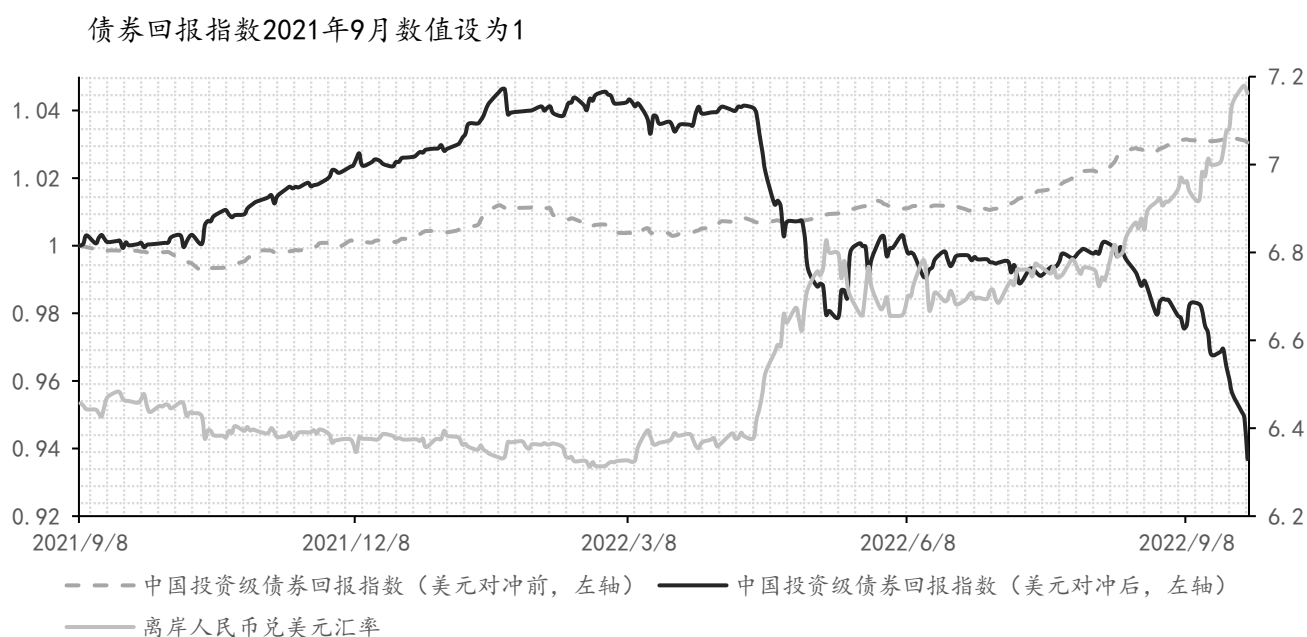
图8 全球投资级高收益债券波动率变化



资料来源: Bloomberg

与股票市场回报和美元指数的关系类似, 债券市场回报走弱也和美元指数走弱直接相关。以中国投资级债券回报指数的走势分析, 在离岸人民币大幅贬值后, 美元对冲后的投资级债券回报指数迅速下行, 而在美元对冲前的债券回报表现非常稳定(详见图9)。

图9 中国投资级债券指数与人民币汇率走势图



资料来源: Bloomberg

2.3 恐慌时刻或许已经接近

近两周全球金融市场普遍下行，投资者的恐慌情绪正在逐渐加强。市场的关注点之一是英国国债收益率飙升——此前英国财政部提出历史级别的大规模减税措施，投资者担忧在紧缩的货币政策下实施宽松财政政策，可能导致通胀难以控制，且减税等财政刺激均弱化了政府对国债的偿付能力，导致市场抛售英国国债，英镑兑美元汇率快速下降（详见图 10）。英国央行在九月底不得不宣布重启购债计划，以稳定长端债券市场。

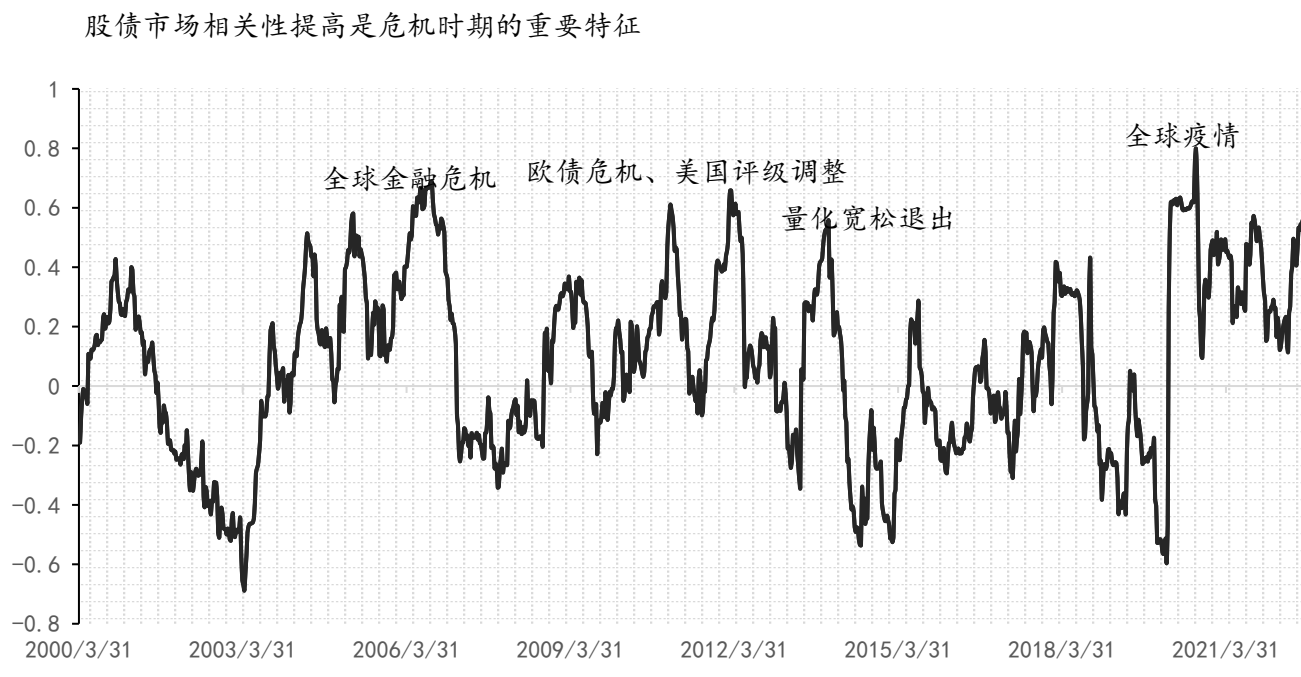
图 10 英美十年期国债收益率利差与英镑汇率走势图



资料来源：Bloomberg

另一个衡量市场系统性风险和投资者的恐慌情绪的指标是全球股债市场相关性。在危机时期，由于股票市场和债券市场都面临卖出压力，两者价格变动会更加一致，相关性会提高。以 MSCI 全球回报指数作为股票市场的代表，以 Bloomberg 全球债券市场回报指数作为债券市场代表，自 2000 年以来，两者的相关性在 2008 年全球金融危机时期、2011 年欧债危机、美国评级下调时期、2013 年量化宽松退出时期和 2020 年全球疫情时期都触及高位（详见图 11）。当前这一指标也在快速上行的过程中，值得投资者密切关注。

图 11 全球股债市场相关性变化



此外，从VIX指数的走势分析，当前市场的恐慌时期虽然可能非常接近，但还未出现。在互联网泡沫时期、全球金融危机时期、欧债危机时期、美国信用评级调整时期及全球疫情时期，VIX指数均达到40以上（详见图12），但当前VIX还未上行到这一数值。

图 12 VIX 指数走势图



2022年10月3日 宏观经济研究

除去股债市场对恐慌时刻的衡量外，从近期外汇市场中欧元、英镑和人民币的走势看，非美货币的贬值速度也达到了多年以来的新高——以摩根大通外汇波动率指数与美元指数三个月隐含波动率分析，当前全球外汇波动率已经达到 2008 年金融危机后的阶段高点，且仍未出现放缓迹象（详见图 13）。这表明外汇市场的波动还将持续，而一旦非美货币无法抵御贬值压力，可能成为催化市场出现重大事件的导火索。

图 13 摩根大通外汇波动率指数与美元指数三个月隐含波动率走势图



资料来源：Bloomberg

从近五十年美国联邦基准利率的变化分析，在多次利率走高的过程中出现过非美货币出现大幅贬值，并导致经济体面临危机，在全球导致恐慌情绪上升的情况。例如上世纪 70 年代末，拉丁美洲债务危机，与本国货币大幅贬值无法偿还外债相关。上世纪 80 年代末，日元大幅贬值导致日本出现资产负债表收缩危机。上世纪 90 年代末，东南亚国家货币贬值导致亚洲金融危机出现（详见图 14）。虽然当前非美货币还未出现剧烈贬值以至于影响经济稳定的情况，但在利率上行和通胀高企的环境下，来自外汇市场的恐慌时刻或许已经接近。

图 14 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：

美联储副行长 Brainard：“金融环境收紧的效果需要时间才能传导到不同行业，并使通胀率下降”、“美联储在今年年底和明年还会进一步加息，但利率终点的不确定性较高”。

里士满联储行长 Barkin：“美联储加息和缩减资产负债表的行动使通胀率在未来会下降，美联储会坚持紧缩到该时刻”、“疫情、供应链等重大冲击需要时间才能减弱”。

旧金山联储行长 Daly：“美联储的首要任务是降低通胀，因为美联储会进一步加息”、“房地产和供应链方面已经出现降温迹象，但仍不足以宣告通胀已被战胜”。

圣路易斯联储行长 Bullard：“当前金融市场的波动性并不会促使美联储暂停紧缩政策”、“市场认为美联储在今年还将继续大幅加息，这一预测与美联储的态度吻合”。

克利夫兰联储行长 Mester：“经济衰退不会阻止美联储加息”、“经济增速将继续放缓，并远低于趋势水平，但这是为了避免通胀更高所必须要经历的事情”。

芝加哥联储行长 Evans：“当前的政策利率仍不足以限制通胀”、“全球市场的波动性会对美联储收紧金融条件构成限制，但不足以让美联储改变紧缩政策”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行执行委员会成员 Schnabel：“实际工资下降和总需求放缓不会显著缓解当前通胀压力，欧央行需要进一步加息”、“只要通胀预期锚定，工资物价螺旋式上升的风险就能得到控制”。

欧洲央行执行委员会成员 Elderson：“由于当前通胀率过高，市场的通胀预期有脱离锚定的风险”、“欧央行后续加息将根据当时的数据逐次判断”。

欧洲央行管理委员会成员 Visco：“通胀上行伴随经济增长前景减弱，这种情况下过快加息将增加经济衰退的风险”、“欧央行不会单纯跟随美联储加息”。

欧洲央行首席经济学家 Philip：“当前利率水平仍旧低于中性利率”、“在紧缩方面欧央行还有很多工作要做，但需要用几次会议而不是一两次会议完成”。

信息来源：Bloomberg

2022年10月3日 宏观经济研究

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	553.37	-1.26%	-9.74%	-7.63%	-26.69%
发达经济体	MSCI World Index	2378.65	-1.24%	-9.46%	-7.08%	-26.40%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	875.79	-1.44%	-11.90%	-11.79%	-28.91%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	3413.25	-2.85%	-9.58%	-6.40%	-25.70%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1454.90	0.36%	-8.80%	-10.00%	-30.50%
中国	MSCI China Index	57.21	-3.07%	-14.71%	-23.15%	-32.13%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	804.56	0.61%	-5.10%	-8.01%	-21.27%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	801.87	0.62%	-5.16%	-8.18%	-21.59%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	109.91	-0.06%	-2.81%	-5.90%	-19.92%
投资级公司债券						
全球市场	Blommberg Global Aggregate Index	426.52	0.53%	-5.14%	-7.37%	-19.89%
发达经济体	Blommberg Global Aggregate Developed Markets Index	90.95	0.58%	-5.29%	-7.75%	-20.80%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1007.14	-1.32%	-4.84%	-4.50%	-20.50%
美国	Bloomberg US Aggregate Index	2011.06	0.29%	-3.75%	-5.69%	-14.61%
中国	Blommberg China Aggregate Index	250.34	0.54%	-2.86%	-4.00%	-7.03%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1236.15	-0.74%	-5.09%	-2.94%	-19.15%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	141.00	-0.01%	-4.62%	-2.70%	-18.08%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	113.09	-2.38%	-4.76%	-3.73%	-20.04%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2098.50	-1.36%	-3.43%	-0.87%	-14.74%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	30.71	-12.98%	-19.85%	-22.28%	-56.75%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	112.17	1.55%	-6.11%	0.27%	13.11%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	46.37	1.94%	-14.76%	-1.31%	50.11%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	143.34	1.86%	-2.62%	-3.87%	-17.09%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	192.07	2.81%	0.15%	-4.93%	-12.33%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	68.19	0.50%	0.99%	7.63%	12.17%

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