

2022年10月17日

宏观经济双周报

全球市场跌势暂缓，海外美元资产承压仍未结束

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 0.07%，10 月 14 日收盘价 3583.07；
美国道琼斯指数两周上涨 3.17%，10 月 14 日收盘价 29634.83；
美国纳斯达克指数两周下跌 2.4%，10 月 14 日收盘价 10321.39；
欧洲斯托克 50 指数两周上涨 1.91%，10 月 14 日收盘价 3381.73；
中国上证指数两周上涨 1.57%，10 月 14 日收盘价 3071.99；
香港恒生指数两周下跌 3.69%，10 月 14 日收盘价 16587.69；
日经 225 指数两周上涨 4.45%，10 月 14 日收盘价 27090.76；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周下跌 0.97%，10 月 14 日收盘价 1644.47；
WTI 原油指数两周上涨 7.7%，10 月 14 日收盘价 85.61；

3) 其他市场

美元指数两周上涨 1.06%，10 月 14 日收盘价 113.31；
港币汇率两周上涨 0.01%，10 月 14 日收盘价 7.85；
波罗的海干散货指数两周上涨 4.43%，10 月 14 日收盘价 1838；
美国十年期国债收益率两周上涨 4.94%，10 月 14 日数值为 4.02%；

1.2 市场简要回顾：

紧缩压力持续（美国十年期债券收益率两周上涨 5%，创年内新高），但近两周全球股票市场出现止跌迹象，体现在九月通胀数据公布后美国三大指数低开高走。无论是技术性反弹还是当前市场估值已经开始吸引投资者，至少在十一月初美联储议息会议结束前，有关通胀和货币政策的影响可能暂时告一段落。然而海外美元资产仍面临进一步的抛售，表现继续弱势。

2 宏观经济分析

2.1 九月通胀回落不及预期

十月上旬美国通胀数据显示，九月 CPI 同比增长 8.2%（前值 8.3%），市场预期值 8.1%。通胀虽然较上一期下降，但回落幅度不及预期，其中核心 CPI 同比增长 6.6%（前值 6.3%），再创年内新高。CPI 继续下降但核心 CPI 上升，两者差值继续缩小（详见图 1），意味着后续通胀下降的空间有限——核心 CPI 黏性更强，会对整体 CPI 构成支撑。同时考虑到同比数据的基期效应（即去年下半年通胀逐渐上行），预计后续 CPI 仍会小幅回落。

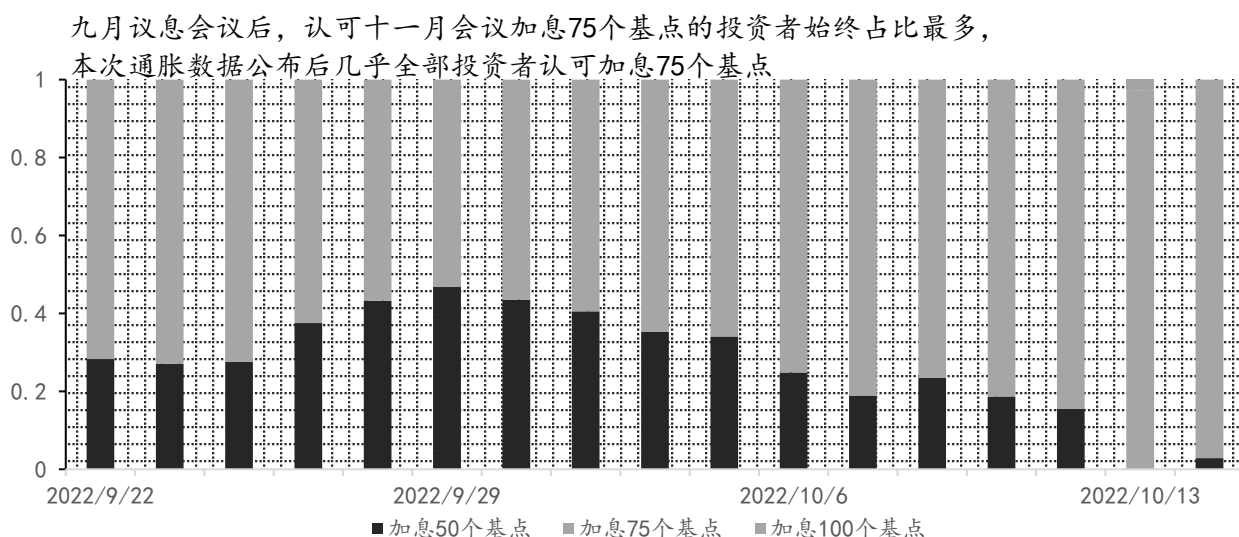
图 1 美国 CPI 指数与核心 CPI 指数走势图



资料来源：Bloomberg

本次 CPI 数据是十一月初美联储议息会议前最重要的通胀观察指标，在 CPI 仍超出市场预期水平的情况下，投资者对货币政策委员会加息 75 个基点的认可程度大幅提高。在九月议息会议刚结束时，有 70% 的投资者认可加息 0.75%，而在本次通胀数据公布后，这一比例已增长至 97%（详见图 2）。从美联储分行行长的表述看，一些行长认为本次数据更支持紧缩政策的必要性，表示“九月的通胀数据使美联储需要在未来几个月继续提高基准利率”、“当前的更大风险来自紧缩力度可能不足，这会让高通胀在经济中持续存在”（详见附录 1）。

图2 十一月议息会议投资者加息预期



资料来源：Bloomberg

从WTI原油指数与Bloomberg大宗商品指数的走势分析，自九月下旬以来，大宗商品价格长达三个月的回落趋势暂时结束，助推通胀数据超出市场预期水平。由于冬季市场对能源类商品的需求会再次上升，且当前国际局势仍不明朗，加上大宗商品的回落幅度也一度抹去了年内的全部涨幅，九月下旬开始的商品价格反弹具有更强的不确定性（详见图3）。

图3 WTI原油指数与Bloomberg大宗商品指数走势图



资料来源：Bloomberg

2022年10月17日 宏观经济研究

2.2 通胀的后续影响大概率下降

尽管通胀数据再次助推了紧缩压力，但从美国三大股指在数据公布后低开高走分析，通胀对金融市场和经济的影响大概率正在下降。从基本面分析，在2020年全球疫情发生后，各国实施的宽松货币政策及财政补贴，使消费者手中的现金数量快速增长，储蓄率明显上升。以美国储蓄率占可支配收入的比例分析，2020年这一比例一度上升至30%。但随着财政政策退坡以及货币政策收紧，当前储蓄率占比已经达到2008年以来的新低，高额储蓄的消费动力正在不断减弱，通胀继续回落的可能性大（详见图4）。

图4 美国储蓄率占可支配收入的比例

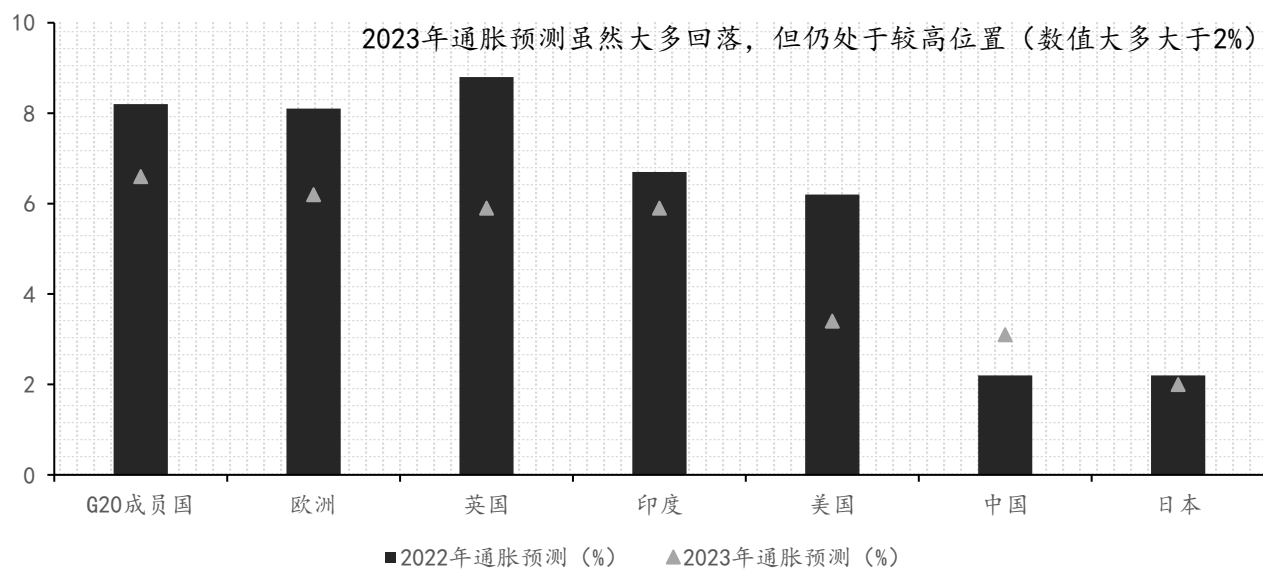


资料来源：Bloomberg

从OECD经合组织最新公布的数据分析，2023年通胀水平大多低于2022年，即通胀的顶峰可能已经出现（从美国数据分析），或是非常接近（从欧洲数据分析）。然而从绝对数来看，明年通胀仍明显大于2%，OECD对G20成员国的平均通胀预测也超过5%（详见图5）。除去中国、日本央行宽松货币政策可能推高通胀外，大多数紧缩货币的国家的通胀水平将大概率下行，只是这一下行幅度距离央行的理想目标仍差异较大。

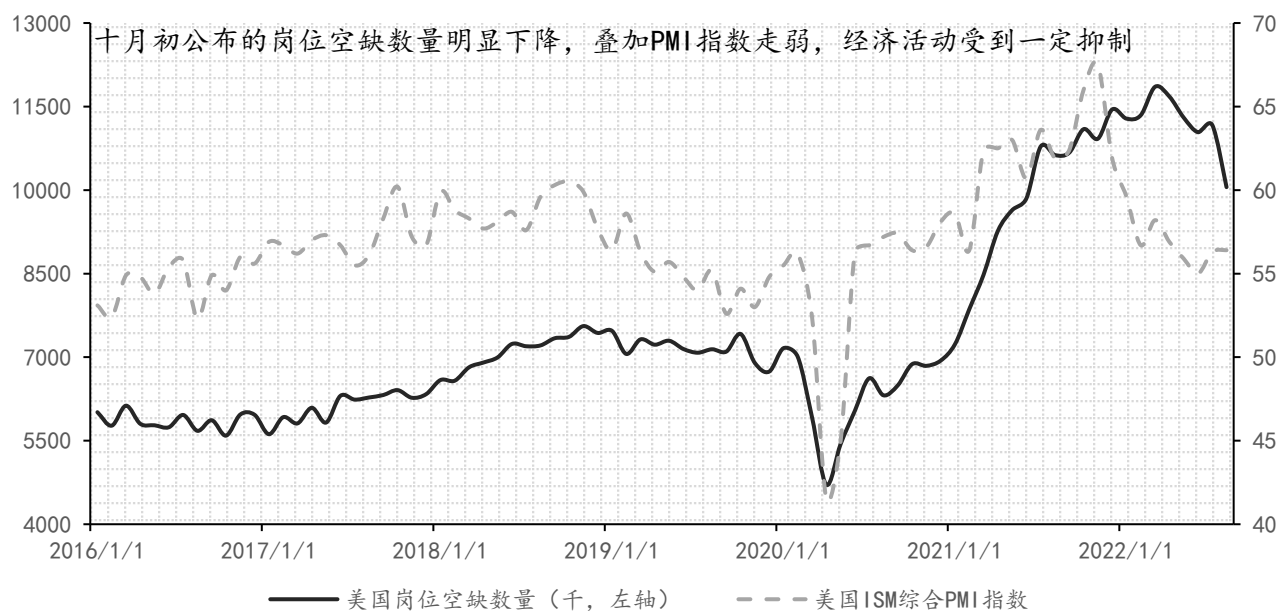
从实际经济数据看，通胀下行可能需要经济放缓作为代价。十月初美国岗位空缺数量快速下降，同时PMI指数继续震荡回落，岗位空缺下降更可能因为不再需要更多劳动力，而非就业水平更加充分（详见图6）。当前PMI指数已经回落至年内次低点，而岗位空缺数量已经达到年内新低，经济活动放缓也已经成为美联储在九月议息会议纪要中提及的重要关注点。

图5 OECD全球通胀预测变化



资料来源：OECD

图6 美国岗位空缺数量与ISM PMI指数走势图

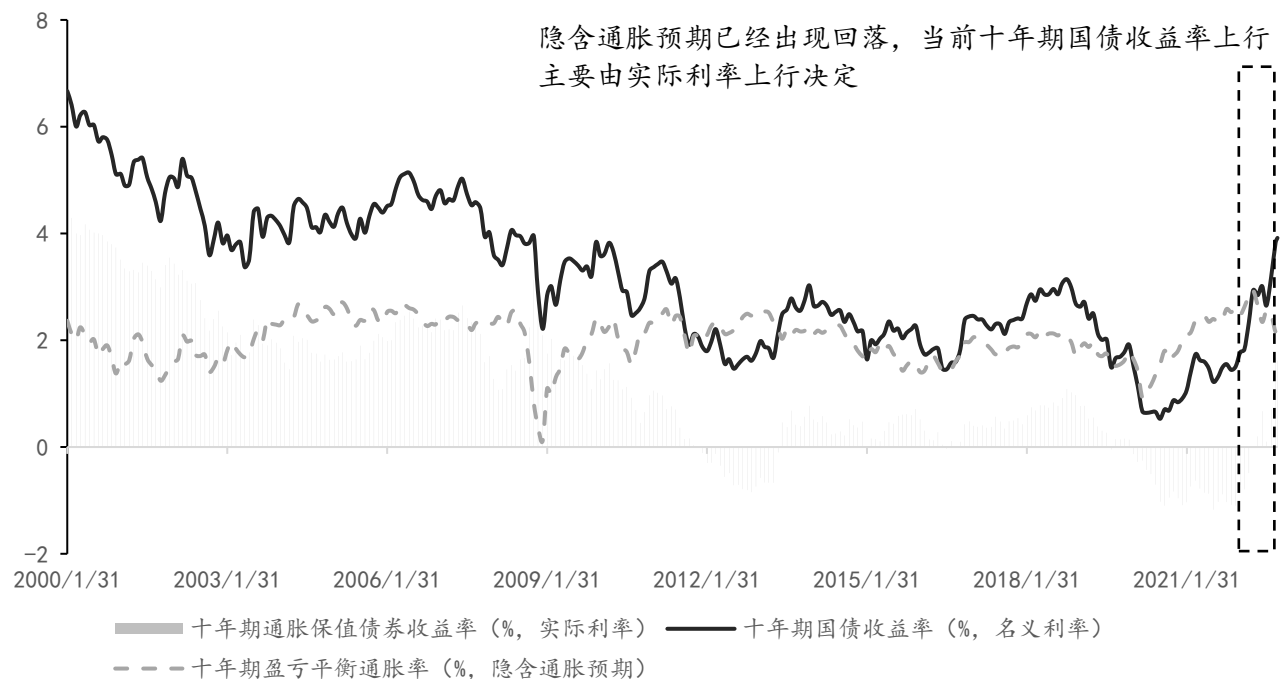


资料来源：Bloomberg

2022年10月17日 宏观经济研究

美联储近半年连续加息 300 个基点，且不断向市场表达加息的决心，使得以美债收益率衡量的通胀预期也已明显回落。以十年期美债收益率作为名义利率标的，以十年期通胀保值债券收益率作为实际利率标的，两者之差即十年期盈亏平衡通胀率水平，即隐含通胀预期。当前名义利率和实际利率快速上行，而隐含通胀预期已经明显回落（详见图 7），名义利率上行主要由实际利率上行决定，与 2021 年隐含通胀预期助推阶段不同。

图 7 十年期美债收益率与隐含通胀预期走势图

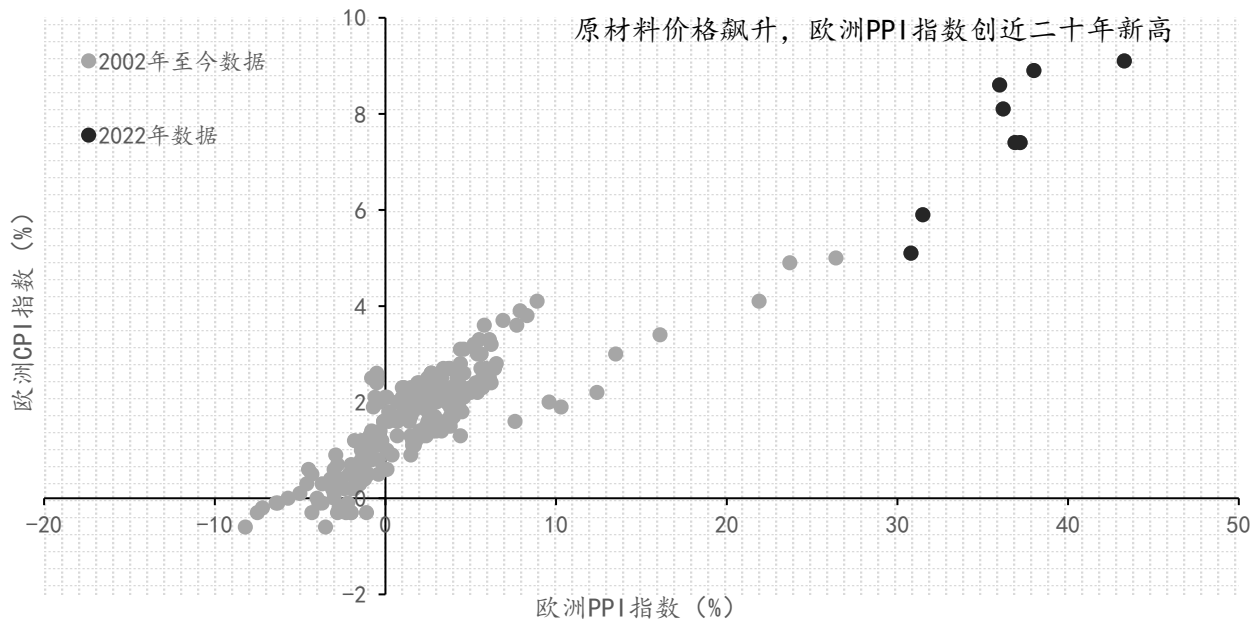


资料来源：Bloomberg

从通胀情况更为严重的欧洲分析（欧元区通胀指标 HICP 指数已经连续五个月上行），当前原材料价格飙升已使欧洲 PPI 指数创近二十年新高，工业生产的成本已明显高出正常水平（详见图 8）。结合众多欧洲工厂开始将厂区向亚洲迁移的信息，这一高生产成本难以持续。同时，欧央行的表态仍旧以抑制通胀为核心考虑，并已经开始考虑削减资产负债表（详见附录 1）。无论是以紧缩货币政策的方式还是经济放缓的方式，明年欧元区的通胀水平也将大概率回落。

2022年10月17日 宏观经济研究

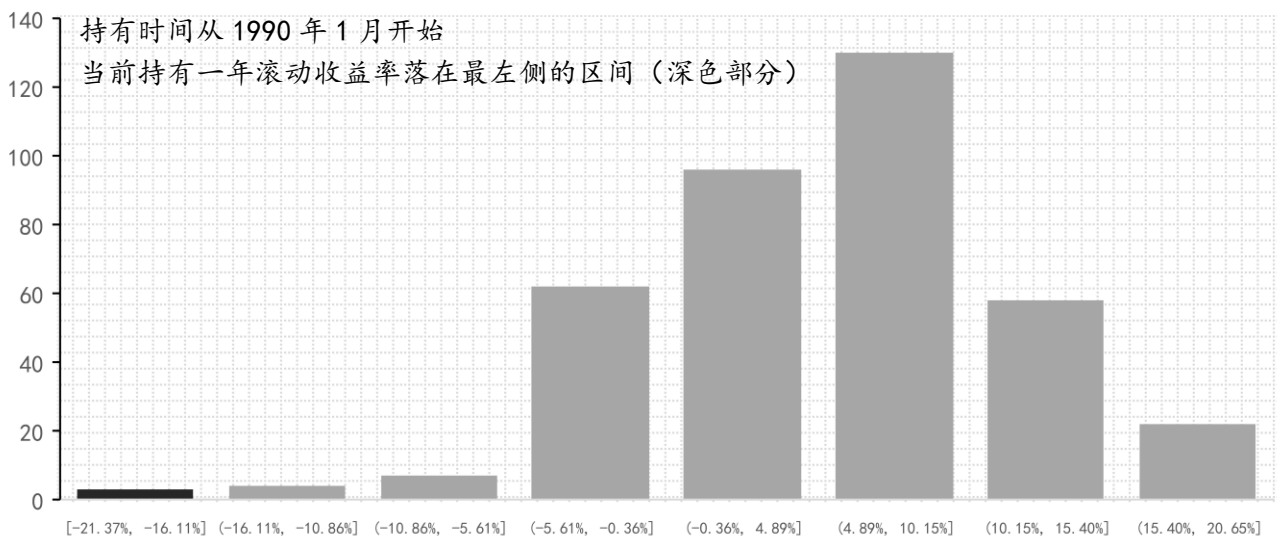
图8 欧洲近二十年PPI指数与CPI指数走势图



资料来源：Bloomberg

从欧美紧缩货币的力度看，当前Bloomberg全球债券指数的持有一年滚动收益率已经达到-15%以下，为近三十年新低（图中最左侧深色部分，详见图9）。随着2023年通胀大概率下行，债券受到的负面影响将逐渐下降，而无论分析通胀变化，还是从过去滚动收益率绝对数值看，当前债券市场的投资机会已经非常明显。

图9 Bloomberg全球债券指数持有一年滚动收益率



资料来源：Bloomberg

2022年10月17日 宏观经济研究

2.3 海外美元资产仍承压

尽管近两周全球市场大多在紧缩压力中得到缓解，但对海外美元资产而言，在美债收益率继续上行并创年内新高的情况下，这些资产仍面临减值压力。以美元 FRA-OIS 利差为衡量海外美元流动性的指标，其中 FRA 为 Forward Rate Agreement，即远期美元的互换协议，通常为欧洲美元的 LIBOR 互换。OIS 为 Overnight Index Swap，是美国联邦利率的掉期利率。两者利差扩大时，意味着海外市场美元需要更高的融资成本，海外美元的流动性下降（详见图 10）。

图 10 美元 FRA-OIS 利差走势图

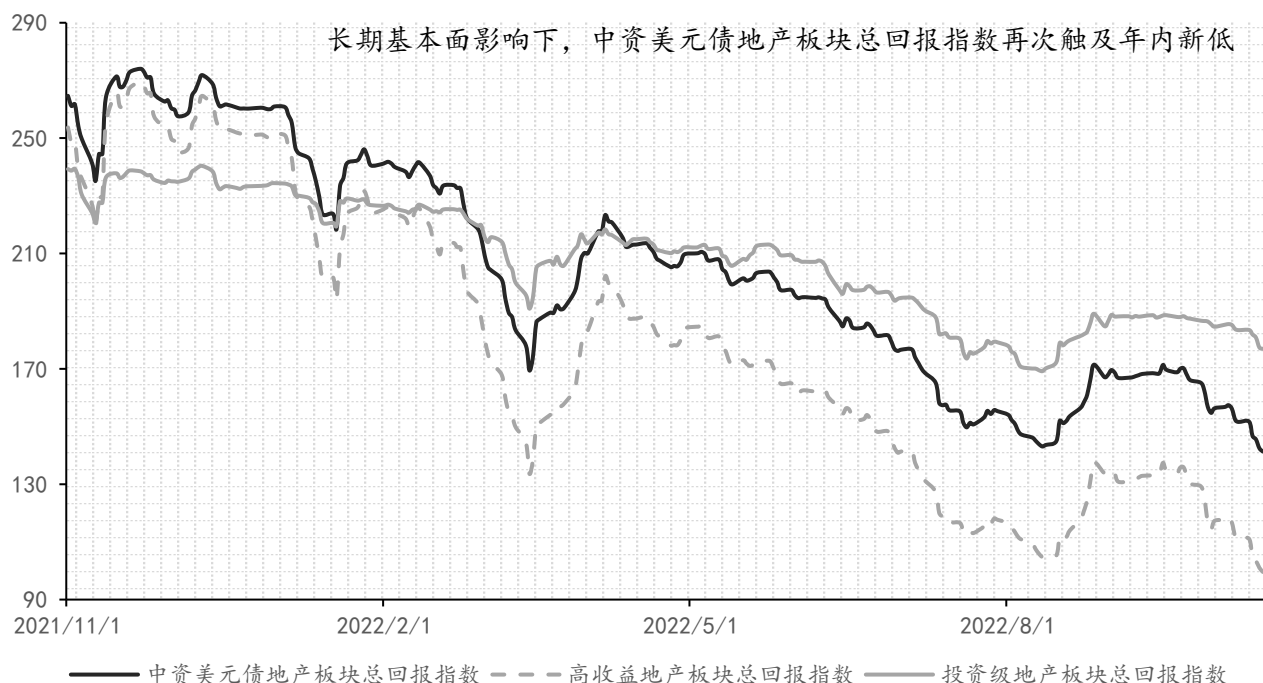


资料来源：Bloomberg

中资美元债市场以美元计价，是亚洲美元资产的组成部分，受到海外美元流动性的直接影响。以今年波动最大的中资美元债地产板块指数进行分析，在地产基本面持续弱势的情况下，中资美元债地产板块指数（包括投资级和高收益地产板块）都出现了明显回落，且于今年三月、六月达到两个阶段性低点后，当前再次加速向下（详见图 11）。

将地产美元债指数与 FRA-OIS 的利差联合分析，可见在今年三月、六月，FRA-OIS 利差快速上行，使地产美元债回报指数出现两个阶段性低点，而在这一利差水平回落的过程中，地产美元债回报指数也迎来了下跌趋势的短暂反弹。而在十月 FRA-OIS 利差快速达到年内新高的情况下，地产美元债指数也加速下跌，达到年内新低（详见图 12）。

图 11 中资美元债地产板块指数走势图



资料来源：Bloomberg

图 12 地产美元债指数与 FRA-OIS 利差走势图



资料来源：Bloomberg

2022年10月17日 宏观经济研究

除去美元债券市场外，海外美元流动性也会对股票市场造成影响。以恒生指数与 FRA-OIS 的利差的走势进行分析，恒生指数以港币计价，但港币和美元实施联系汇率制度，因此海外美元的流动性对恒生指数的走势也有明显影响——三月初 FRA-OIS 利差快速上行的阶段，恒生指数迅速回落，五月至六月利差下降，恒生指数缓慢上行，而九月中旬以来 FRA-OIS 利差快速走高，恒生指数再次出现持续下行的走势（详见图 13）。

图 13 恒生指数与 FRA-OIS 利差走势图



资料来源：Bloomberg

通过对比恒生指数和上证指数在年内的表现，也可以看出上证指数受到海外美元流动性的影响弱于恒生指数。无论是今年三月的下行区间还是九月的下行区间，恒生指数的下跌幅度总是大于上证指数，且两者的差异明显拉大（详见图 14）。上证指数以在岸人民币计价，受到海外美元流动性的影响较小，因此在短期波动中走势更强。这也可以解释为何在近期的市场表现中，恒生指数“跟跌不跟涨”的现象。

图 14 上证指数、恒生指数与 FRA-01S 利差走势图



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：

美联储理事 Bowman：“如果通胀数据开始下降，美联储可能放缓加息步伐”、“尚不清楚基准利率将达到何种水平，当前提供前瞻性指引的不利于美联储维持政策的灵活性”。

圣路易斯联储行长 Bullard：“目前仍无法判断美联储是否会在今年最后两次议息会议上加息 75 个基点”、“从宏观角度而言，今年年底与明年年初加息差别不大”。

堪萨斯联储行长 George：“美联储需要避免行动过快，否则会破坏金融市场和经济发展”、“紧缩周期的峰值可能高于当前预期水平，利率将在高位停留更长时间”。

旧金山联储行长 Daly：“九月的通胀数据使美联储需要在未来几个月继续提高基准利率”、“明年将利率提高到 4.5%至 5%的水平是最有可能的结果”。

芝加哥联储行长 Evans：“美联储需要留意金融市场的波动性，以及其是否会对货币政策产生额外的限制”、“当前金融市场的形势仍不及 2020 年年初的波动幅度”。

克利夫兰联储行长 Mester：“美联储不需要调整缩减资产负债表的计划”、“当前的更大风险来自紧缩力度可能不足，这会让高通胀在经济中持续存在”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“尽管能源成本飙升令通胀担忧升温，但欧元区经济仍在增长”、“加息是当前欧央行最有效的货币工具，不过针对缩减资产负债表的讨论已经开始”。

欧洲央行首席经济学家 Lane：“如果欧央行观察到利率的传导弱于预期，那就需要采取更紧的货币政策”、“欧央行需要在接下来的几次会议中继续行动，以退出宽松的政策水平”。

欧洲央行管理委员会成员 Knot：“欧洲央行需要先将利率提高到正常水平，再考虑缩减资产负债表”、“预计欧洲央行在未来还有至少两次大幅加息的行动”。

欧洲央行管理委员会成员 Vasle：“欧洲央行应当在后续两次议息会议上加息 75 个基点”、“目前通胀水平仍能良好锚定，但如果欧央行不继续做出反应，情况将不会如此”。

信息来源：Bloomberg

2022年10月17日 宏观经济研究

附录2 全球资产价格变动

资产类别	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	552.08	-0.97%	-9.34%	-7.79%	-26.86%
发达经济体	MSCI World Index	2376.65	-0.79%	-9.21%	-7.47%	-26.46%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	863.33	-2.43%	10.31%	10.24%	-29.93%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	3404.51	-1.79%	-7.75%	-9.07%	-25.89%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1461.01	-0.51%	-8.46%	-8.37%	-30.20%
中国	MSCI China Index	54.49	-2.96%	14.46%	20.75%	-35.35%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	789.08	-0.72%	-5.32%	-8.51%	-22.79%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	786.10	-0.72%	-5.38%	-8.71%	-23.13%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	109.18	-0.49%	-1.96%	-4.18%	-20.46%
投资级公司债券						
全球市场	Bloomberg Global Aggregate Index	418.81	-0.85%	-5.35%	-8.10%	-21.34%
发达经济体	Bloomberg Global Aggregate Developed Markets Index	89.20	-0.86%	-5.54%	-8.57%	-22.33%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	993.34	-1.69%	-5.85%	-3.97%	-21.59%
美国	Bloomberg US Aggregate Index	1982.10	-1.19%	-4.01%	-6.57%	-15.84%
中国	Bloomberg China Aggregate Index	247.64	-0.50%	-3.13%	-4.35%	-8.03%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1232.80	-1.13%	-5.30%	-2.31%	-19.37%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	141.32	-0.81%	-4.40%	-3.38%	-17.90%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	112.00	-1.69%	-4.98%	-3.44%	-20.81%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2104.66	-1.62%	-3.32%	-2.54%	-14.49%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	27.96	-7.06%	25.37%	15.94%	-60.62%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	113.63	-1.57%	-2.67%	-2.08%	14.58%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	48.18	-1.66%	-2.69%	-7.22%	55.97%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	145.73	-0.30%	-4.91%	1.21%	-15.71%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	188.80	-2.60%	-2.37%	-3.75%	-13.82%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	67.78	-1.79%	-1.67%	4.88%	11.50%

数据来源: Bloomberg

2022年10月17日 宏观经济研究

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