

2022年10月31日

宏观经济双周报

能源股带领市场反弹，但资本开支不足仍为经济隐忧

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 8.87%，10 月 28 日收盘价 3901.06；
美国道琼斯指数两周上涨 10.89%，10 月 28 日收盘价 32861.80；
美国纳斯达克指数两周上涨 7.57%，10 月 28 日收盘价 11102.45；
欧洲斯托克 50 指数两周上涨 6.84%，10 月 28 日收盘价 3613.02；
中国上证指数两周下跌 5.08%，10 月 28 日收盘价 2915.93；
香港恒生指数两周下跌 10.4%，10 月 28 日收盘价 14863.06；
日经 225 指数两周上涨 0.05%，10 月 28 日收盘价 27105.20；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周上涨 0.02%，10 月 28 日收盘价 1644.86；
WTI 原油指数两周上涨 2.67%，10 月 28 日收盘价 87.90；

3) 其他市场

美元指数两周下跌 2.26%，10 月 28 日收盘价 110.75；
港币汇率两周下跌 0.02%，10 月 28 日收盘价 7.8486；
波罗的海干散货指数两周下跌 16.54%，10 月 28 日收盘价 1534；
美国十年期国债收益率两周下跌 0.15%，10 月 28 日数值为 4.01%；

1.2 市场简要回顾：

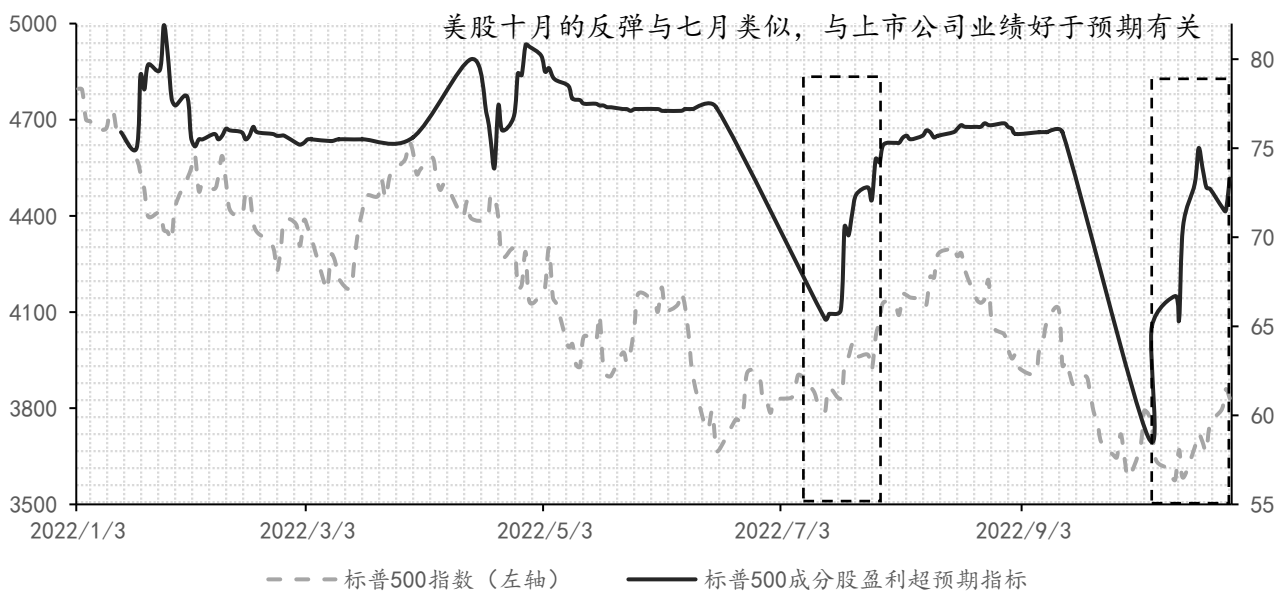
多位美联储分行行长释放宽松信号，近两周全球市场大多上行，其中欧美市场涨幅创下半年以来最高水平。美元指数下跌 2.26%，十年期国债收益率在两周内一度触及 4.24% 的年内高点，但在宽松信号下涨幅仍被基本抹去。欧央行十月加息 75 个基点，市场预计美联储在十一月初的议息会议上加息 75 个基点，但对十二月会议的加息预期存在分歧。

2 宏观经济分析

2.1 全球股市明显反弹

在美联储九月议息会议和十一月议息会议之间的空窗期，多位分行官员表达了对过快加息的担忧，市场将此理解为后续可能放缓加息的信号。尽管十月上旬核心通胀仍在上行，十一月初加息75个基点基本成为一致预期，但对于十二月以及明年加息的缓和可能性正在提高。从标普500成分股公布的三季度报盈利情况看，三季度上市公司业绩好于预期的百分比快速上行，经济并没有市场想象的那么不堪（详见图1）。

图1 标普500成分股盈利超预期指标及标普500指数变化



资料来源：Bloomberg

此外，十月下旬公布的美国三季度GDP数据（年化环比增长2.6%，预期值为2.4%），再次推高了市场的风险偏好。同时亚特兰大联储的GDP Now模型也显示，当前对全年GDP增长的预测值也已经达到最高点（详见图2）。这意味着无论从失业率、通胀数据还是企业经营数据看，经济增长仍强劲，现在讨论衰退为时尚早。

然而利率逐步提高对债券市场的影响仍大于股票市场。从全球股债市场的波动率分析，下半年以来随着中央银行加息步伐加快，债券市场的波动率超过了股票市场（详见图3）。作为相对安全的资产，债券价格下行仍主要反映通胀对货币价值的侵蚀，而不是公司在经营情况转弱后违约概率提高——至少从股票市场看，公司股价并未面临这样的预期压力。

图2 亚特兰大联储 GDP 模型预测变化



图3 全球股债市场波动率变化

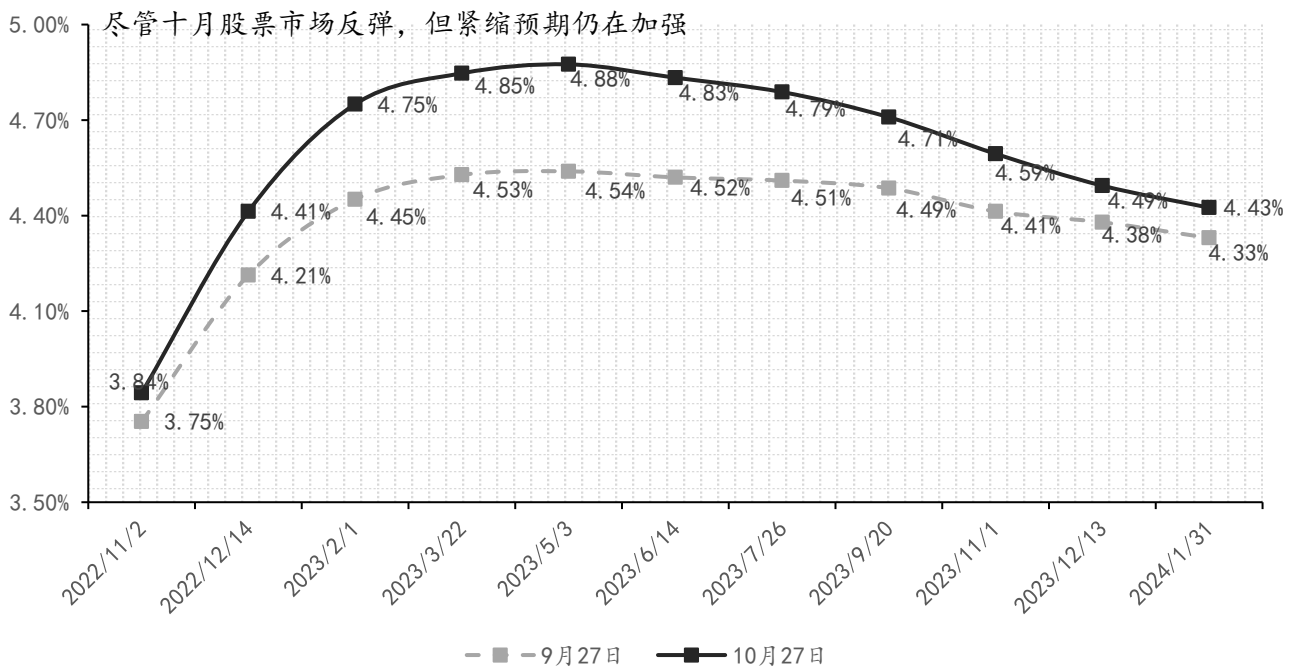


资料来源: Bloomberg

2022年10月31日 宏观经济研究

从九月议息会议后市场对基准利率的预测来看，本次股票市场反弹仍基于紧缩预期不断加强的背景，这也使十月的市场上行来之不易。对比九月末和十月末的市场预期，可见市场认为明年二季度本轮紧缩将会见顶，而见顶幅度已经从4.5%左右提高至4.90%附近（详见图4）。两者对明年十二月末的利率预期则比较相似，均在4.40%附近。

图4 美联储基准利率预测值变化

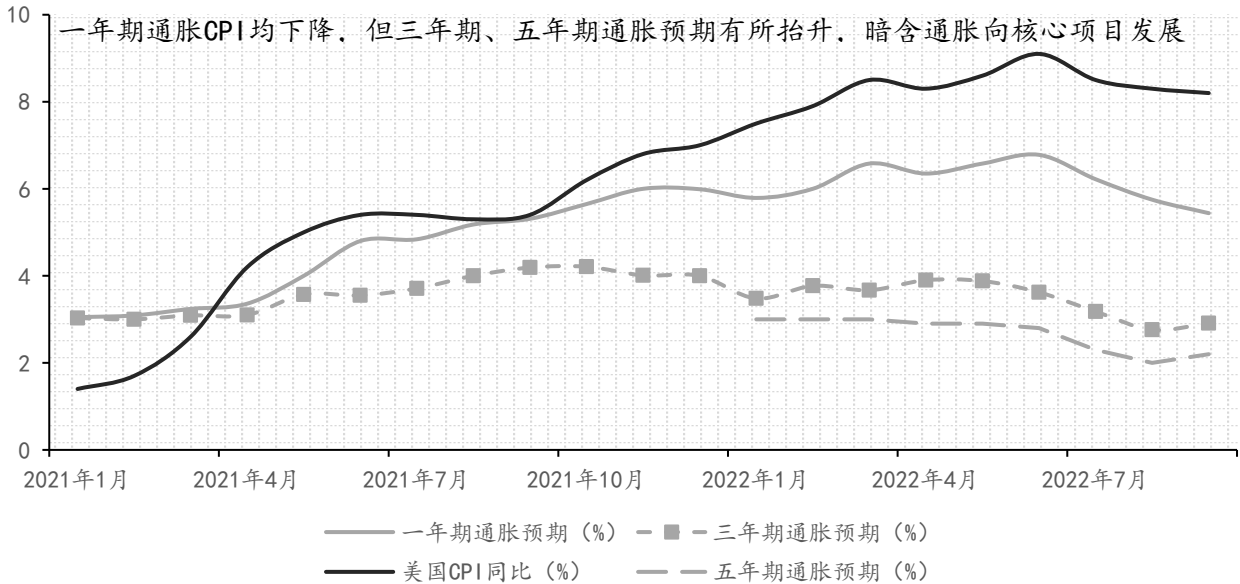


资料来源：Bloomberg

尽管美联储分行行长释放了缓和信号，但对通胀的表态则相对一致，即当前并未看到通胀明显下行，核心通胀项目持续上行仍是美联储提高利率的动力（详见附录1）。除去十月公布的CPI数据外，来自纽约联储的消费者通胀调查显示，市场对三年期、五年期的通胀预期已有抬升迹象，而一年期通胀预期仍在下降（详见图5）。通胀由短期向长期发展，暗含核心通胀居高不下的风险，因此当前市场仍可认为是八月和九月下行后的一个短期反弹。

同时可以看出，本轮全球市场的反弹主要在欧美市场发生，这些经济体的股市因央行紧缩预期放缓而受益。而在亚洲市场，无论是中国还是日本的股市表现均持续弱势，中国央行和日本央行还在实施相对宽松的货币政策，但这些市场更多受到经济基本面压力的影响，经济增长的压力较大，在本轮反弹中缺席。此外，香港市场还受制于提高利率以便稳定港币汇率的压力，恒生指数表现不佳，在两周内跌超10%。

图5 消费者通胀预期及CPI同比变化

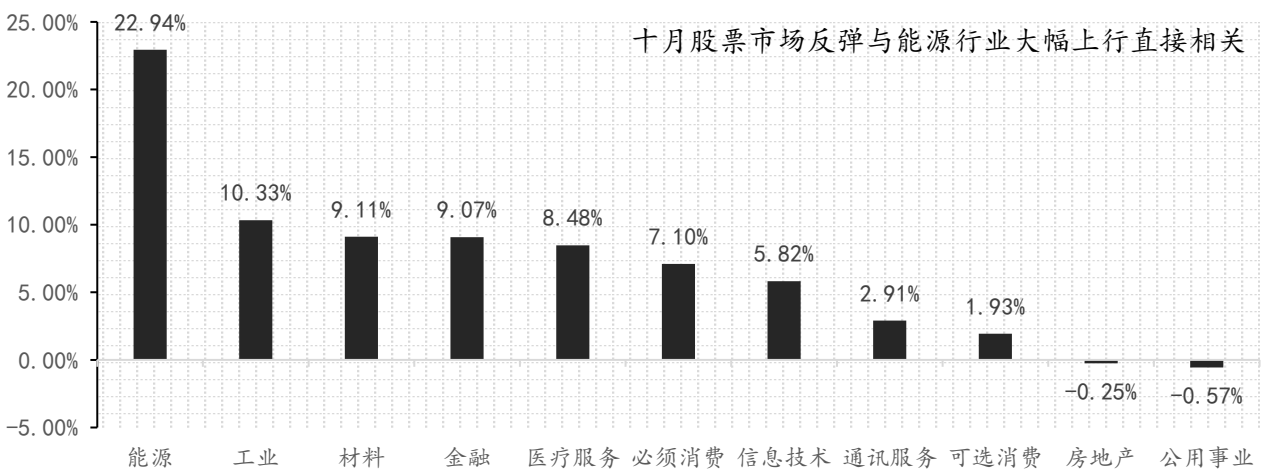


资料来源：纽约联储

2.2 能源股票助推上行

从欧美市场的反弹结构分析，可知虽然业绩超出预期的公司数量逐渐增加（详见图1），但实际反弹仍与能源行业直接相关。例如以标普500指数分行业的涨跌幅分析，十月能源行业涨幅达到22.94%，远远领先于其他行业。而此前持续强势的公用事业板块，在成本项目中往往面临高价能源的压力，十月整体表现不佳。受到抵押贷款利率攀升影响，房地产板块出现下行（详见图6）。能源行业股票的上涨助推了市场上行。

图6 十月标普500指数分行业涨跌幅



资料来源：Bloomberg

2022年10月31日 宏观经济研究

从 MSCI 能源板块指数与 MSCI 全球指数的变化看，今年以来 MSCI 全球指数逐渐走低，但当前能源板块指数的位置正在接近今年二季度的高点（详见图 7）。自 2021 年 12 月以来，随着通胀逐渐超出市场预期水平，能源板块指数的表现也逐渐占优。这意味着能源股票的强势早已从今年年初开始，而并非十月的短期上行。此外，在今年七月的市场普遍反弹中，能源板块也出现了类似十月的震荡上行走势。

图 7 MSCI 能源板块指数与全球指数变化

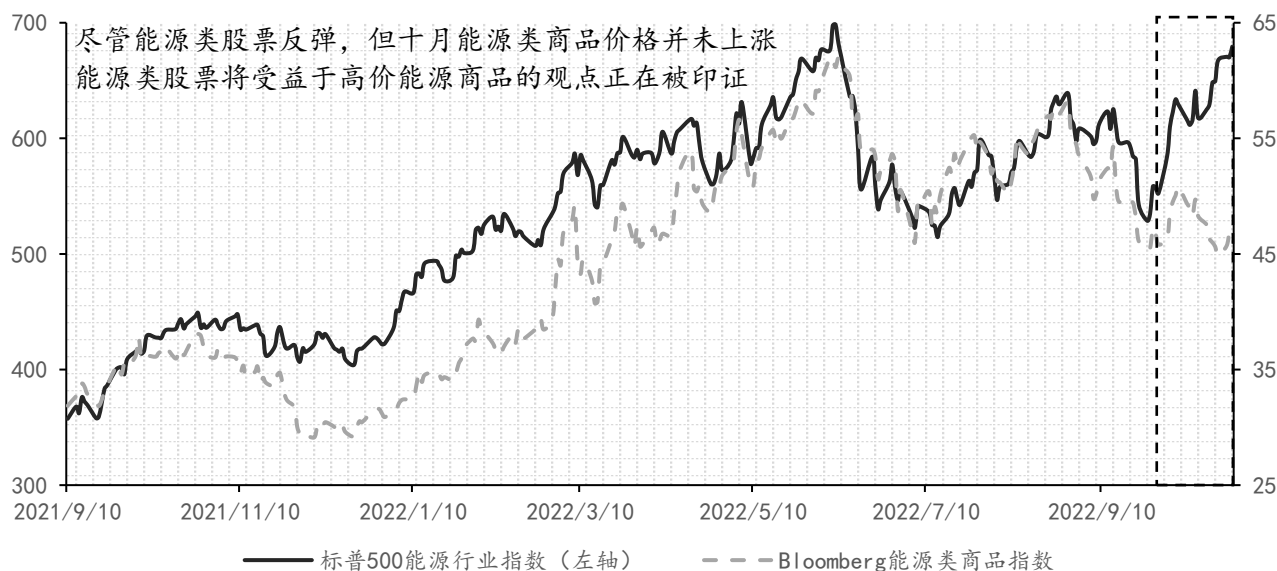


资料来源：Bloomberg

然而对比七月和十月的两次反弹，两者间还有一定差异。以标普 500 能源行业指数与 Bloomberg 能源类大宗商品指数进行分析，可见在七月的反弹中，能源行业指数与能源类大宗商品同步上行，而十月的反弹中，能源类大宗商品指数震荡向下，而股票代表的标普 500 能源行业指数仍在持续上行（详见图 8）。从两者近一年的走势分析，十月是两个指数首次背离变动的阶段。

这样的背离走势表明，能源类股票受益于高价能源商品的观点正在被印证。此前能源类商品价格上行，能源类股票的业绩还没有出现实质性利好，更多为市场情绪主导的“炒涨价概念”，而在能源类大宗商品的价格已经达到一定的高位后（虽然相对五月的高点仍有下降），高企的价格对公司的业绩逐渐构成实质的支撑，能源类公司将在中期受益于此，因此能源股票的上行正由情绪主导向基本面主导变化。这与投资者对通胀长期持续的预期相似——当能源股票从能源价格中受益时，能源价格明显下行的概率，即通胀明显下行的概率正在下降。

图8 标普500能源行业指数与Bloomberg能源类大宗商品指数走势图



资料来源：Bloomberg

即便不考虑上行市场中能源行业的推动力，从恒生指数四只能能源类成分股和恒指的走势可以看出，能源类成分股的表现均强于恒指（详见图9），这表明在下行市场压力下，无论从情绪主导还是后续基本面主导过渡的情况来看，能源类股票都得到了资金的青睐。

图9 恒生指数能源类成分股与恒生指数走势图



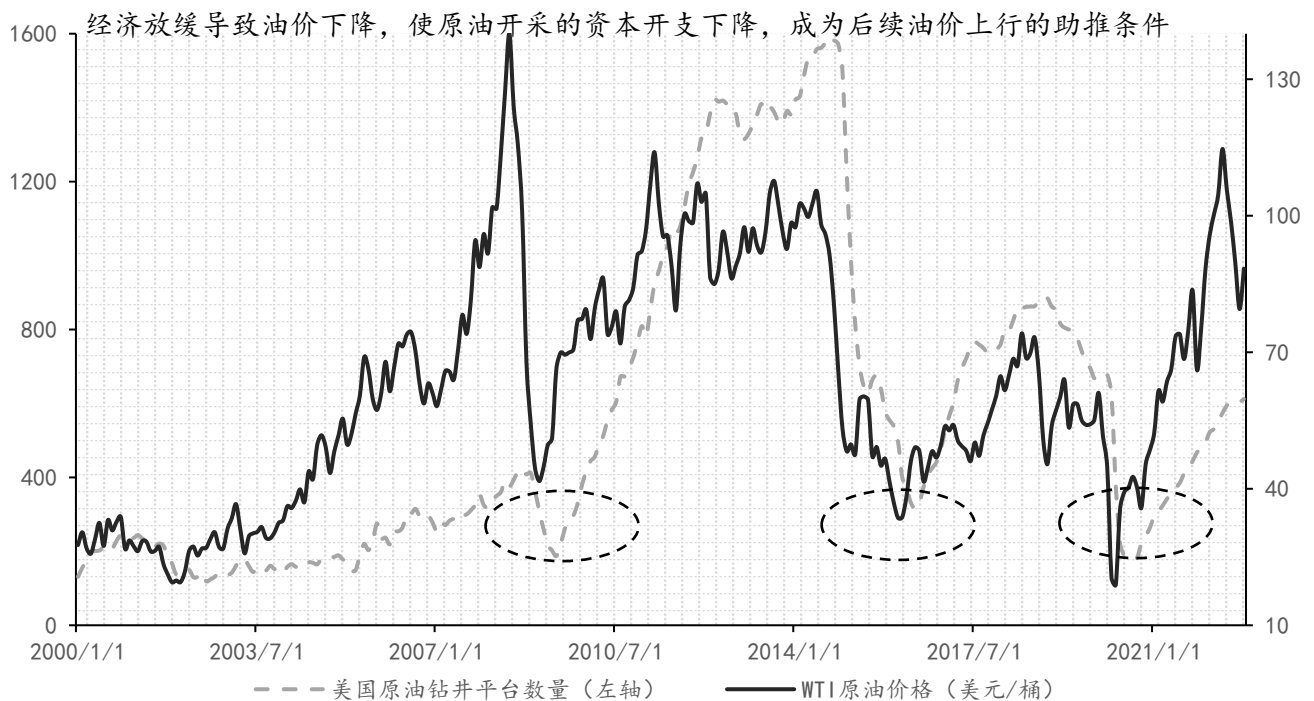
资料来源：Bloomberg

2022年10月31日 宏观经济研究

2.3 资本开支仍为隐忧

从能源类股票与能源类大宗商品走势偏离的角度继续分析，当前能源类大宗商品价格的支撑，可能与近两年明显减少的资本开支有关。例如以美国原油钻井平台数量与原油价格的走势图分析，在2008年、2015年和2020年经济放缓的情况下，原油价格下降使原油钻井平台数量出现回落，资本开支收缩。后续经济恢复后，油价逐渐上行，开采有利可图，原油钻井平台数量随油价上升逐渐增加（详见图10）。

图10 美国原油钻井平台数量与原油价格走势图



资料来源：Bloomberg

全球疫情以来，资本开支由不断下降到逐渐缓慢投入，还可以从基础设施股票指数和市场回报的走势体现。2020年后，资本开支减少使基础设施类股票的表现持续弱于市场整体水平，而随着2021年下半年大宗商品价格提高，基础设施类的投资开始增长，对应股票的表现逐渐超过市场。但是当前基础设施的投资情况还没有达到疫情前水平，这意味着短期扩产使大宗商品价格明显回落的可能性非常低，不足的资本开支会对商品价格构成支撑（详见图11）。

此外再对比分析基础设施股票指数与REITs回报指数的表现，可见REITs的回报在实际利率上行的阶段，弱于基础设施股票指数。REITs虽然同样与基础设施投资相关，但由于封闭式运作、周期较长的特点，更容易受到高利率的负面影响（详见图12）。

图 11 全球基础设施股票指数回报与市场总回报走势图



资料来源：Bloomberg

图 12 全球基础设施股票指数回报与 REITs 回报及实际利率走势图



资料来源：Bloomberg

2022年10月31日 宏观经济研究

2.4 黄金仍是优质选择

除去对能源类股票及其背后的资本开支因素的分析外，当前市场中黄金的表现仍值得关注。作为特殊的大宗商品，黄金仍是抗通胀、抗风险的优质选择。对比黄金价格与能源类大宗商品价格的变化，可见金价在长期趋于稳定，而能源类大宗商品的价格仍随着经济增长和回落不断变化（详见图13）。从资产保值的角度看，在当前市场环境下黄金可以起到重要作用。

图13 黄金、能源类大宗商品和实际利率走势图



资料来源：Bloomberg

除去将黄金与能源类大宗商品对比分析外，从全球黄金净多头的数量和黄金价格的走势看，当前黄金净多头的数量已经接近多年底部，而此前2015年和2019年黄金净多头底部出现后金价均震荡上行（详见图14）。同时，当前实际利率抬升对黄金价格构成的负面影响也已反映在金价中（无论从市场预期还是美联储议息会议的预期看，实际利率后续上升的空间有限），未来通胀长期持续的压力以及国际形势的变化，很可能成为金价反弹的外部因素。

图 14 黄金净多头数量与国际黄金价格走势



资料来源: Bloomberg

2022年10月31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：

圣路易斯联储行长 Bullard：“市场正在消化美联储决策的预期，因此继续跟进加息至关重要”、“基准利率水平应当接近4.5%或者4.75%”。

旧金山联储行长 Daly：“2023年的经济增长将低于趋势水平，美联储有必要在未来将加息幅度降低至50个基点或25个基点”、“但必须将利率维持在紧缩水平，以便重建价格稳定”。

费城联储行长 Harker：“美联储在抑制通胀方面缺乏进展，预计基准利率在今年年底将高于4%”、“在停止收紧货币政策前，美联储需要看到多项通胀指标持续下降”。

明尼阿波利斯联储行长 Kashkari：“如果未来几个月通胀趋于平稳，核心通胀出现回落，美联储可能在明年暂停升息”、“目前没有明确证据表明核心通胀率正在放缓”。

亚特兰大联储行长 Bostic：“尽管加息会有一些短期痛苦，但长期而言是有显著好处的”、“如果没有稳定的物价，经济便很难进入长期增长的轨道”。

芝加哥联储行长 Evans：“美联储将进一步加息，并在一段时间内保持高利率”、“确切的加息路径将取决于经济增长及前景风险”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“欧洲经济可能在第三季度显著放缓，并在接下来的两个季度进一步走弱”、“通胀风险仍在上行，最终可能会超出市场预期”。

欧洲央行管理委员会成员 Vasle：“欧元区通胀基础越来越广泛，未来数据将决定欧央行的加息水平”、“支持欧央行在十二月的议息会议上加息75个基点”。

欧洲央行管理委员会成员 Kazimir：“基准利率将在今年十二月和明年年初继续上调”、“通胀风险不仅继续存在，而且还有加深的迹象”。

欧洲央行管理委员会成员 Kazimir：“尽管目前全球金融危机并未发生，但央行不能放松”、“市场可以明显感受到金融环境收紧，以及滞胀风险增加”。

信息来源：Bloomberg

2022年10月31日 宏观经济研究

附录2 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 (%)
股票市场						
全球市场	MSCI ACWI Index	588.95	2.48%	4.09%	-7.65%	-21.98%
发达经济体	MSCI World Index	2561.04	2.73%	5.01%	-6.75%	-20.75%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	845.58	0.33%	-3.46%	-4.91%	-31.37%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	3708.01	3.95%	8.64%	-4.80%	-19.28%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1563.16	5.17%	8.80%	-8.35%	-25.32%
中国	MSCI China Index	48.26	-0.86%	-6.46%	-27.97%	-42.75%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	806.16	2.11%	0.72%	-9.04%	-21.12%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	803.85	2.17%	0.72%	-9.17%	-21.39%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	106.87	-1.58%	-2.44%	-5.35%	-22.14%
投资级公司债券						
全球市场	Bloomberg Global Aggregate Index	426.31	1.97%	0.33%	-8.93%	-19.93%
发达经济体	Bloomberg Global Aggregate Developed Markets Index	91.10	2.15%	0.36%	-9.25%	-20.67%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1000.99	1.80%	-0.64%	-7.12%	-20.99%
美国	Bloomberg US Aggregate Index	1993.35	1.76%	-1.18%	-8.29%	-15.36%
中国	Bloomberg China Aggregate Index	246.01	0.18%	0.29%	-5.82%	-8.64%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1267.59	2.23%	2.50%	-4.14%	-17.09%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	146.09	2.43%	3.87%	-4.38%	-15.12%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	111.23	0.72%	-1.76%	-7.22%	-21.36%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2162.16	2.44%	3.22%	-3.64%	-12.16%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	25.11	-5.19%	-20.69%	-26.01%	-64.64%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	112.80	-0.03%	1.18%	-4.23%	13.74%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	46.95	0.14%	2.49%	-9.61%	51.98%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	144.13	-0.75%	0.48%	-6.59%	-16.63%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	189.45	-0.84%	-1.12%	-7.52%	-13.52%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	68.03	0.73%	0.20%	5.82%	1.90%

数据来源: Bloomberg

2022年10月31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