

2022 年 11 月 14 日

宏观经济双周报

美国十月通胀再次缓和，全球市场风险偏好回升

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 2.36%，11 月 11 日收盘价 3992.93；
美国道琼斯指数两周上涨 2.70%，11 月 11 日收盘价 33747.86；
美国纳斯达克指数两周上涨 1.99%，11 月 11 日收盘价 11323.33；
欧洲斯托克 50 指数两周上涨 7.07%，11 月 11 日收盘价 3868.50；
中国上证指数两周上涨 5.88%，11 月 11 日收盘价 3087.29；
香港恒生指数两周上涨 16.57%，11 月 11 日收盘价 17325.66；
日经 225 指数两周上涨 4.27%，11 月 11 日收盘价 28263.57；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周上涨 7.68%，11 月 11 日收盘价 1771.24；
WTI 原油指数两周上涨 1.21%，11 月 11 日收盘价 88.96；

3) 其他市场

美元指数两周下跌 4.03%，11 月 11 日收盘价 106.29；
港币汇率两周下跌 0.16%，11 月 11 日收盘价 7.8364；
波罗的海干散货指数两周下跌 11.67%，11 月 11 日收盘价 1355；
美国十年期国债收益率两周下跌 4.96%，11 月 11 日数值为 3.81%；

1.2 市场简要回顾：

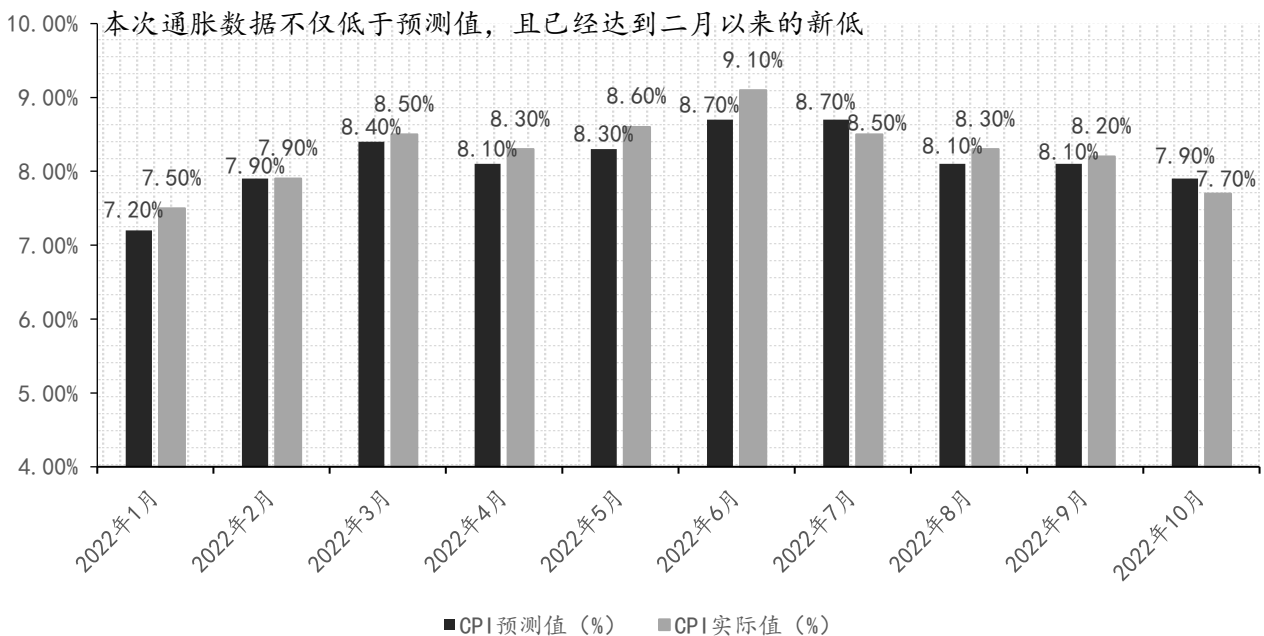
美国十月通胀数据低于市场预期水平，紧缩压力放缓，全球股票市场明显反弹。投资者对美联储加息表达乐观态度，十年期美债收益率重新回到 4% 下方，美元指数两周下跌 4.03%，国际金价两周涨超 7%。多位美联储分行行长在表示后续将减慢加息步伐的同时，也提醒市场加息和缩表的行动还没有结束，且最终利率水平可能会再次提高。

2 宏观经济分析

2.1 美国十月通胀数据再次下降

美国十月 CPI 同比增长 7.70%（前值 8.20%，预期值 7.90%），已经从今年六月的高点连续四个月下降。尽管这一数值距离美联储长期通胀 2% 的假设仍然遥远，但本次通胀低于预期水平，投资者的信心得到修复。从今年 CPI 数据的变化看，仅有七月和十月的实际 CPI 低于预测 CPI（详见图 1），其余月份的 CPI 增长幅度均超出市场预期水平。此外，从绝对数值来看，本次 CPI 也已经达到今年二月以来的新低，通胀下行的趋势已经非常明显。

图 1 美国 CPI 预测值与实际值变化

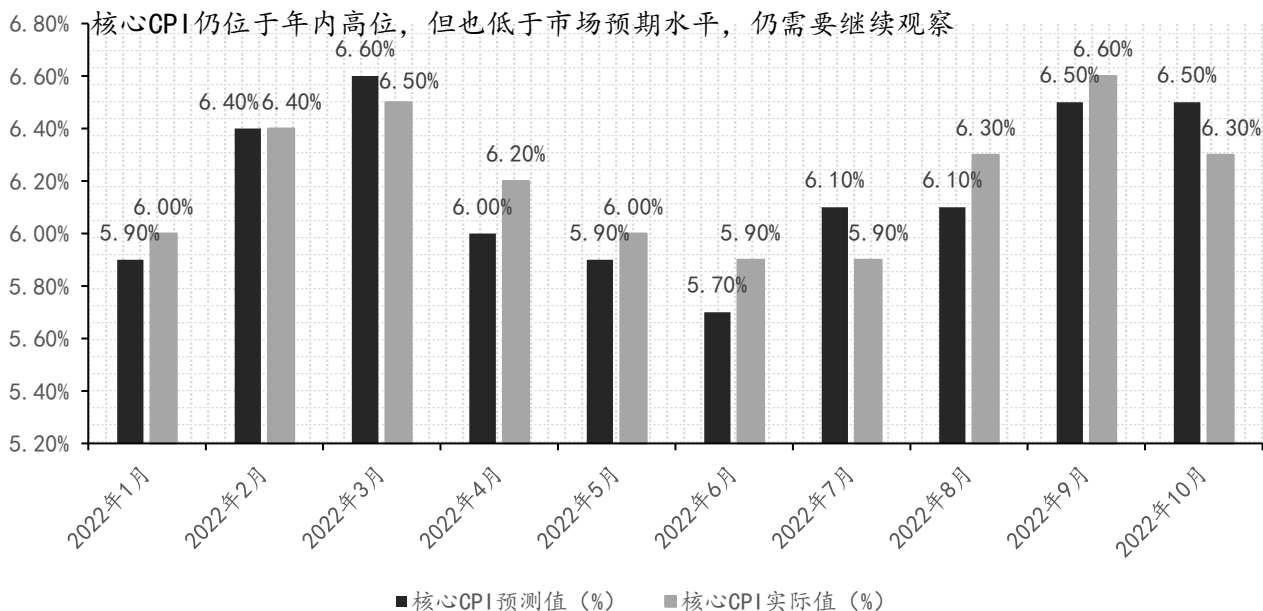


资料来源：Bloomberg

除去整体 CPI 下降对市场带来的利好外，本次核心 CPI 同样低于市场预期（同比增长 6.30%，预期值 6.50%），结束了自下半年以来核心 CPI 持续上行的趋势（详见图 2）。然而，现在还不能轻易判断 CPI 后续下降也会如此顺利，当前 6.30% 的核心 CPI 绝对值仍处于年内高位，而全年核心 CPI 在 5.90% 至 6.60% 的区间中震荡，也可以看出核心 CPI 仍具有粘性。

从美元指数的走势来看，市场在本轮 CPI 数据公布后，认为美联储的紧缩预期将出现转折性的放缓，美元指数自今年二月以来首次跌破 100 日均线，从近期 114 的高点回落至 106 附近（详见图 3）。非美货币的贬值压力得到缓解，如离岸人民币两周内一度触及 7.30 的高点，在美元指数回落的情况下，目前已经回到 7.10 下方。

图2 美国核心CPI预测值与实际值变化



资料来源: Bloomberg

图3 美元指数走势图

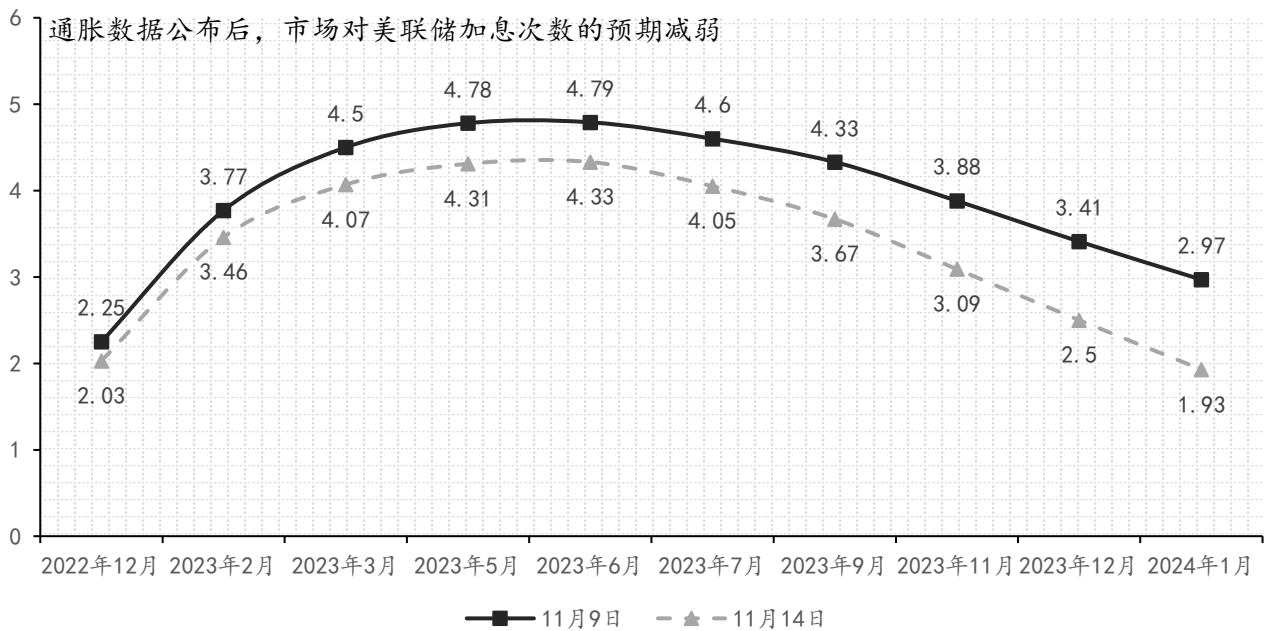


资料来源: Bloomberg

2022年11月14日 宏观经济研究

从通胀数据公布前后投资者对美联储加息次数的预期看，明年全年的加息路径已经回落，同时二季度高点 4.79 次升息水平已经下降至 4.33 次（以每次 25 个 bp 计算，详见图 4）。从整体加息次数变化看，投资者对 2023 年上半年美联储紧缩仍有明确的心理预期（两条线段距离较近），但认为下半年美联储将明显放缓加息行动（两条线段距离逐渐变远）。

图 4 通胀数据公布前后美联储加息次数预测值



资料来源：Bloomberg

2.2 全球资产风险偏好提升

在投资者乐观解读本次通胀数据后，全球资产的风险偏好提升。在后续通胀得以控制的假设下，经济增长的预期正在改善。以 Bloomberg 大宗商品能源指数与工业金属指数的走势分析，在 2022 年 2 月后，通胀数据不断超出市场预期，能源指数跑赢工业金属指数。而在通胀回落的背景下，能源指数震荡下行，但代表未来经济增长潜力的工业金属指数短期快速上行（详见图 5）。如果经济增长的预期继续向好，工业金属还会得到市场青睐。

紧缩预期减弱，美债收益率快速下行，也使得今年以来长期走熊的债券市场出现明显反弹。以全球投资级及高收益债券指数的变化分析，近一周全球投资级债券指数的涨幅为 2022 年最高，高收益债券指数同样出现明显上涨（详见图 6）。尽管从历史数据来看，高收益债券指数的波动率大于投资级债券指数，但本次投资级债券指数的涨幅更大。

图5 Bloomberg 大宗商品能源指数与工业金属指数走势图



资料来源：Bloomberg

图6 全球投资级及高收益债券指数变化

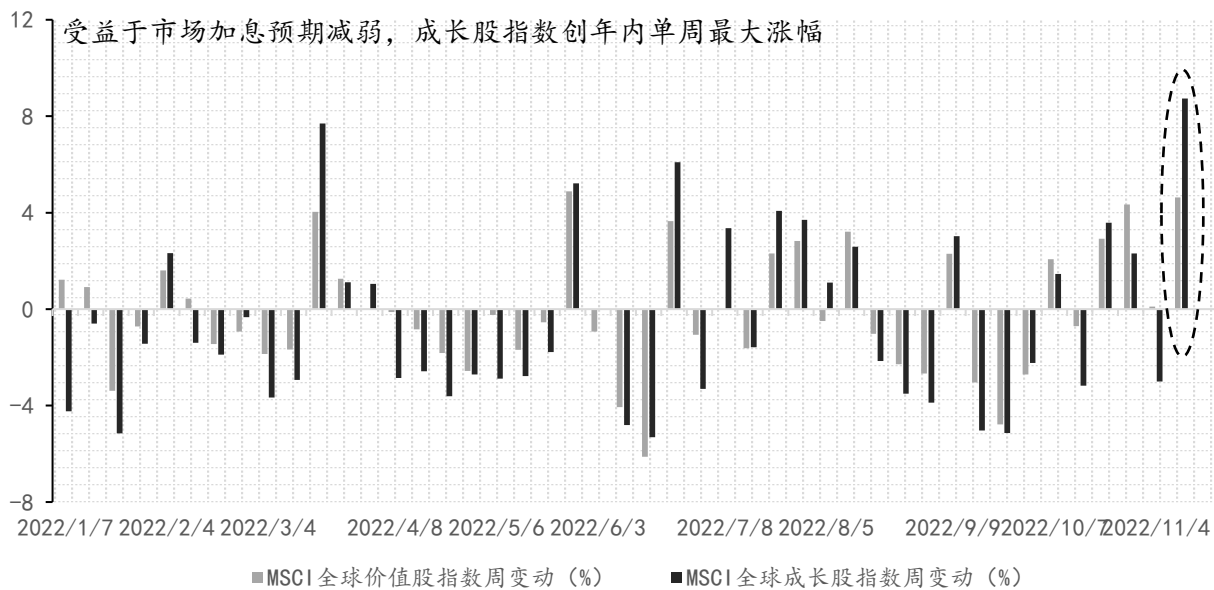


资料来源：Bloomberg

2022年11月14日 宏观经济研究

加息放缓的预期也助推了股票市场上行，且对成长股利好更明显。以 MSCI 全球价值股指数和成长股指数进行分析，近一周全球成长股指数的涨幅达到今年以来的最高水平，全球价值股指数上行幅度相对更小（详见图 7）。除去七月的市场反弹外，今年成长股指数的表现明显弱于价值股指数，但如果加息预期继续放缓，成长股的反弹力度将重新领先。

图 7 MSCI 全球价值股指数和成长股指数变化



资料来源：Bloomberg

2.3 美联储紧缩仍是主基调

多位美联储分行行长近期表达了对本次通胀数据的看法，普遍认为在走弱的通胀背景下，美联储可以考虑在明年放缓加息幅度，为经济增长留出更多空间。但是分行行长们仍坚持“持续加息是必要的”这一观点，认为最终利率水平可能会超出投资者预期（详见附录 1）。以亚特兰大联储粘性 CPI 和非粘性 CPI 的变化看，今年下半年以来粘性 CPI 已经明显回落，但非粘性 CPI 仍处于不断上行的阶段（详见图 8），后续通胀的下降力度可能不及投资者的预料。

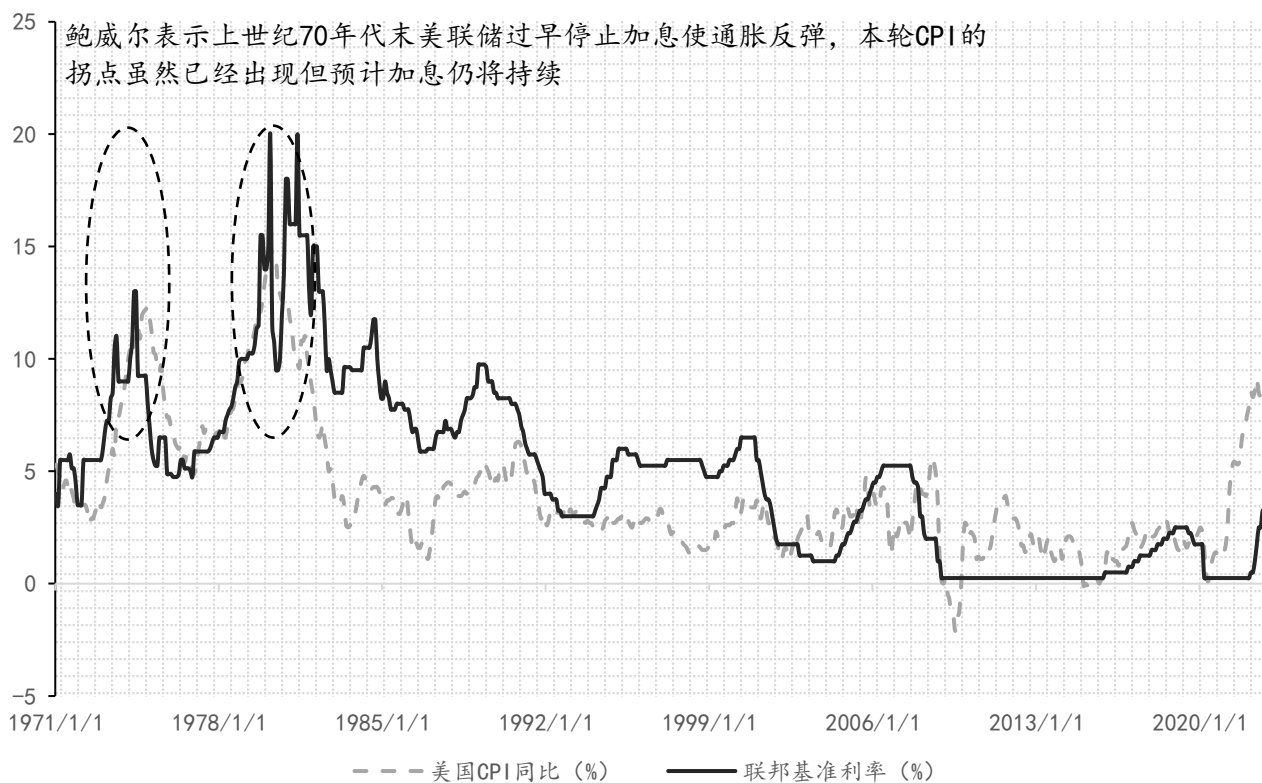
从历史 CPI 与基准利率的变化看，上世纪 70 年代初 CPI 高点出现后，基准利率的高点随后出现，而 70 年代末美联储过早停止加息，导致通胀再次反弹，对经济造成更大影响——这也是此前鲍威尔在议息会议上提到的历史教训之一（详见图 9）。因此，尽管当前 CPI 已经连续四个月下行，但美联储仍将继续加息，以避免过去的情况重新出现。

图8 亚特兰大联储粘性CPI与非粘性CPI变化



资料来源: Bloomberg

图9 美国CPI与联邦基准利率变化



资料来源: Bloomberg

2022年11月14日 宏观经济研究

从美联储的实际行动看，除去近几次议息会议加息 75 个基点而非 50 个基点外，九月开始的正式缩表速度也有增无减，十月以来美联储资产负债表的单周下降规模也达到今年新高（详见图 10）。目前美联储正在以每个月 950 亿美元的速度向市场抛售金融资产，这将推动长端美债收益率缓慢提高，缓解当前长短期美债收益率倒挂的情况。

图 10 美联储资产负债表周变化（百万美元）



资料来源：Bloomberg

对于长短期美债收益率倒挂，市场普遍关注的标的为两年期和十年期美债收益率。这两者的利差倒挂已经从今年七月开始，并持续到现在。美联储此前曾表示其观察标的为三个月期和十年期美债收益率，当前两者的利差也在十月中旬后开始倒挂（详见图 11）。由于三个月期美债收益率与基准利率水平高度相关，美联储不断加息，三个月期收益率后续还将继续创新高，而十年期收益率水平能否回到更高位置，则取决于市场对经济形势的判断和美联储的缩表行动能否顺利进行。如果经济预期不断修复且缩表持续卖出长期债券，后续倒挂可能得到缓解。

图 11 三个月期和十年期美债收益率变化



资料来源: Bloomberg

2.4 港股有望开启反弹

港股在十一月的全球反弹中表现强于其他指数——近两周恒生指数上涨超过 16%。从 AH 溢价指数和恒生指数与上证指数的比值分析,当前 AH 溢价已经达到近十年的最高水平,而恒生指数与上证指数的比值达到了最低水平(详见图 12),这可能意味着恒生指数的性价比已经较高,而在上证指数也并未处于高位的情况下,后续恒生指数的上行可能具有超额收益。

图 12 AH 溢价与恒生指数上证指数比值变化



资料来源: Bloomberg

请阅读此报告最后部分的免责声明

此外，从紧缩预期下降的角度分析，恒生科技指数与美国纳斯达克指数的比值也已经达到历史级的低位。从历史数据看，比值的低位很大程度对应美元指数的高位（详见图 13）。在当前美元指数开始下行的情况下，选择恒生科技指数的性价比可能高于纳斯达克指数，恒生科技指数可能会在后续反弹中取得超额收益。

图 13 美元指数与恒生科技指数纳斯达克指数比值变化



资料来源：Bloomberg

2022年11月14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：

费城联储行长 Harker：“随着基准利率接近足够的限制性水平，未来几个月美联储将放缓加息步伐，但加息50个基点仍意义重大”、“预计明年经济增速将在1.5%左右，失业率上升至4.5%”。

芝加哥联储行长 Evans：“即使通胀数据未来数月可能继续超出市场预期，但鉴于利率已经达到的高度，美联储可以考虑放缓加息步伐”、“紧缩过快会增加经济下滑的风险”。

里士满联储行长 Barkin：“明年美联储可能将最终利率提高到5%以上”、“虽然美联储后续可能缩小升息幅度，但最终利率会达到更高的位置”。

波士顿联储行长 Collins：“现在暗示最终利率的水平还为时过早”、“美联储可能需要较小的利率动作，并在遏制通胀和防止过度收紧引发深度衰退之间取得平衡”。

克利夫兰联储行长 Mester：“由于通胀水平一贯比预期更加持久，因此美联储仍面临紧缩力度不足的风险”、“经济增长可以在一段时间低于趋势水平，以便减轻物价压力”。

堪萨斯联储行长 George：“美联储在继续紧缩政策的时候应该采取更节制、更谨慎的方法”、“支持美联储更小幅度的加息”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“欧元区价格涨幅太高，欧央行仍需要继续对抗通胀”、“虽然欧洲经济可能出现温和衰退，但不足以为通胀降温”。

欧洲央行管理委员会成员 Wunsch：“如果欧元区经济仅仅温和下降，那么欧央行需要实施比投资者预期幅度更大的加息”、“在财政支持的情况下，欧元区经济衰退不会非常严重”。

欧洲央行管理委员会成员 Makhlouf：“现在决定12月议息会议的加息幅度为时尚早”、“欧央行将在2023年开始实施量化紧缩”。

欧洲央行管理委员会成员 Kazaks：“市场借贷成本仍低于应有的水平，且必须要达到紧缩，而不是仅撤回刺激政策”、“目前无法预判利率的峰值水平”。

信息来源：Bloomberg

2022年11月14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	618.66	5.41%	12.41%	-5.92%	-18.04%
发达经济体	MSCI World Index	2674.08	5.54%	12.94%	-5.66%	-17.26%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	935.73	4.28%	8.13%	-7.98%	-24.05%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	3796.41	6.06%	11.51%	-7.53%	-17.35%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1703.80	7.95%	18.77%	-1.07%	-18.61%
中国	MSCI China Index	56.67	3.92%	3.36%	15.28%	-32.77%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	827.90	3.72%	4.64%	-6.01%	-18.99%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	825.52	3.80%	4.72%	-6.08%	-19.27%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	106.78	0.42%	-2.17%	-5.95%	-22.21%
投资级公司债券						
全球市场	Bloomberg Global Aggregate Index	438.58	3.60%	4.30%	-5.87%	-17.63%
发达经济体	Bloomberg Global Aggregate Developed Markets Index	93.73	3.78%	4.65%	-6.03%	-18.38%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1022.08	2.41%	2.67%	-5.99%	-19.32%
美国	Bloomberg US Aggregate Index	2022.98	2.29%	1.64%	-5.72%	-14.10%
中国	Bloomberg China Aggregate Index	250.50	1.59%	0.89%	-4.44%	-6.97%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1294.22	2.15%	4.81%	-4.22%	-15.35%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	148.52	2.32%	5.37%	-4.16%	-13.71%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	113.05	1.90%	0.68%	-6.26%	-20.06%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2161.20	1.31%	2.77%	-4.91%	-12.20%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	25.66	5.33%	-9.22%	15.82%	-63.86%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	118.11	1.51%	3.91%	-2.83%	19.10%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	48.40	-0.08%	0.30%	11.18%	56.68%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	170.76	0.55%	16.54%	7.59%	-1.23%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	205.60	2.25%	9.74%	0.45%	-6.15%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	67.96	-0.38%	0.14%	2.39%	11.79%

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