

2022 年 11 月 28 日

宏观经济双周报

美联储继续释放宽松信号，但全球增长不确定性再起

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 0.83%，11 月 25 日收盘价 4026.12；
美国道琼斯指数两周上涨 1.78%，11 月 25 日收盘价 34347.03；
美国纳斯达克指数两周下跌 0.86%，11 月 25 日收盘价 11226.36；
欧洲斯托克 50 指数两周上涨 2.43%，11 月 25 日收盘价 3962.41；
中国上证指数两周上涨 0.47%，11 月 25 日收盘价 3101.69；
香港恒生指数两周上涨 1.43%，11 月 25 日收盘价 17573.58；
日经 225 指数两周上涨 0.07%，11 月 25 日收盘价 28283.03；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周下跌 0.92%，11 月 25 日收盘价 1754.93；
WTI 原油指数两周下跌 14.25%，11 月 25 日收盘价 76.28；

3) 其他市场

美元指数两周下跌 0.31%，11 月 25 日收盘价 105.96；
港币汇率两周下跌 0.29%，11 月 25 日收盘价 7.8134；
波罗的海干散货指数两周下跌 2.29%，11 月 25 日收盘价 1324；
美国十年期国债收益率两周下跌 3.54%，11 月 25 日数值为 3.68%；

1.2 市场简要回顾：

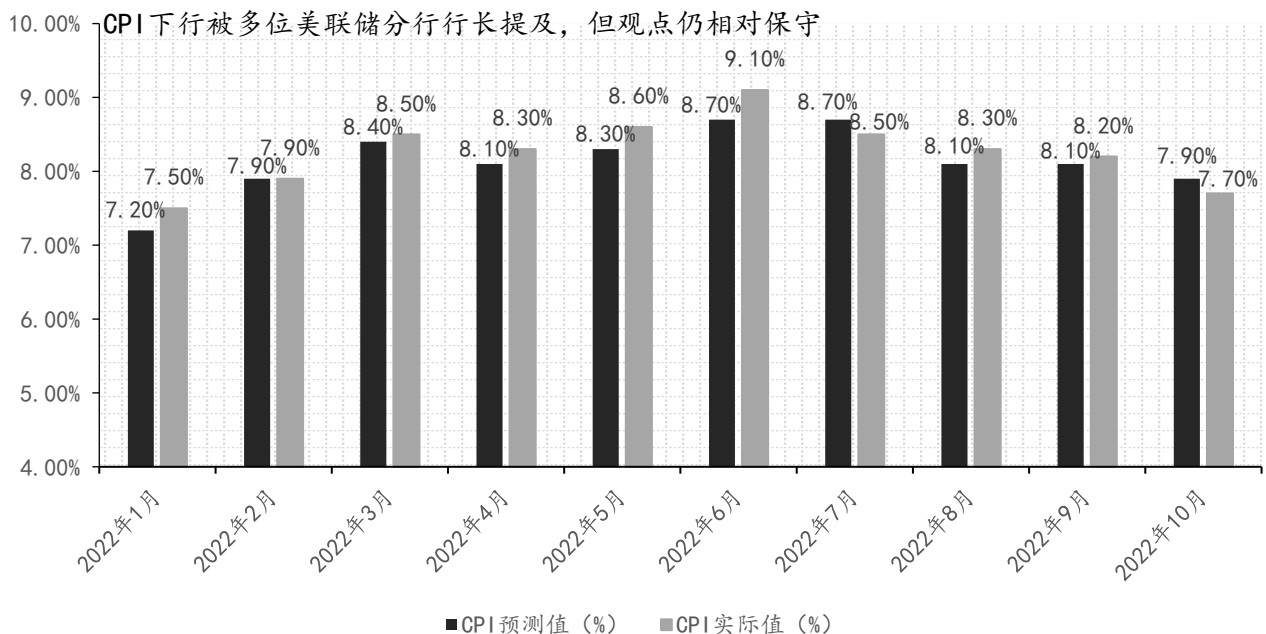
全球市场近两周大多上涨，多位美联储分行行长认为，十二月的议息会议加息幅度可以低于 75 个基点，并表达了对加息行动滞后性的担忧（详见附录 1）。十年期美债收益率两周跌超 3%，美元指数降至三个月新低。然而，市场对全球经济增长不确定性的担忧再度发酵，WTI 原油指数两周跌超 14%，多个国家 PMI 指数低于荣枯线，这些现象值得投资者重视。

2 宏观经济分析

2.1 市场的宽松情绪仍在持续

多位美联储分行行长对十一月中旬公布的CPI数据做出评论，一方面分行行长对本次CPI数据下降（前值8.20%，预期值7.90%，实际值7.70%，详见图1）表达了乐观情绪，认为这有助于美联储在十二月将加息幅度调低至50个基点，另一方面也表示，仅仅一期数据不能够反映出通胀将持续回落，也不足以使美联储改变对终点利率的判断，因此2023年加息还将持续。但整体来看，CPI数据下行还是反映出宽松情绪占据主导低位。

图1 美国CPI预测值与实际值变化

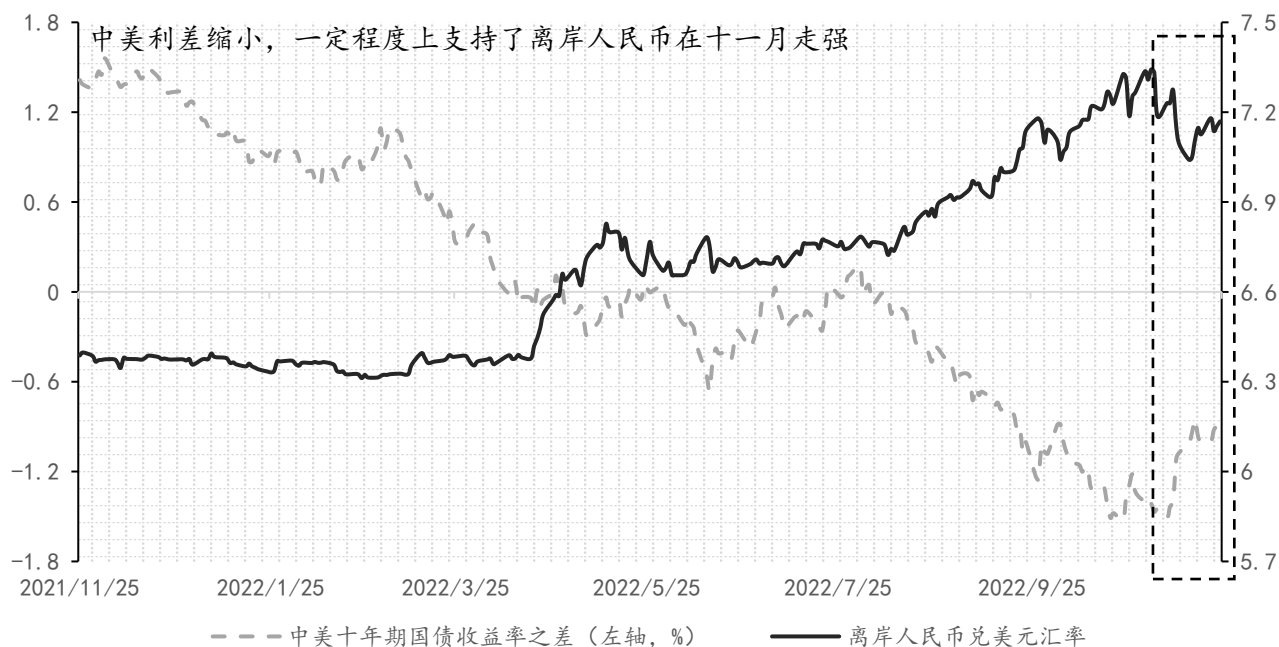


资料来源：Bloomberg

在宽松情绪助推下，美债收益率和美元指数均出现下行，非美货币持续近半年的贬值情况出现缓解。以中美利差和离岸人民币兑美元的变化分析，美债收益率下行使中美利差倒挂的情况得到缓解，离岸人民币的贬值走势出现阶段性反转（详见图2）。

紧缩预期放缓后，实际利率水平维持高位震荡，同时反映出通货膨胀回落以及名义利率放缓的预期（将实际利率视为名义利率和通胀率的差值），受到实际利率压制的国际金价明显反弹（详见图3）。如果后续实际利率开始反转下行，那么在经济不确定性仍较高的前景下，黄金价格可能得到有效的支撑。

图2 中美利差与离岸人民币兑美元走势图



资料来源: Bloomberg

图3 实际利率与国际黄金价格走势



资料来源: Bloomberg

2022年11月28日 宏观经济研究

从十年期通胀预期和实际利率的变化分析，目前通胀预期和实际利率均处于阶段性高位，而从以往数据看，两者后续上行的可能性较低（详见图4）。在美联储多位行长表态紧缩可以适当放缓的情况下，实际利率和通胀预期有可能开始高位震荡甚至缓慢下降。

图4 十年期通胀预期和实际利率走势图



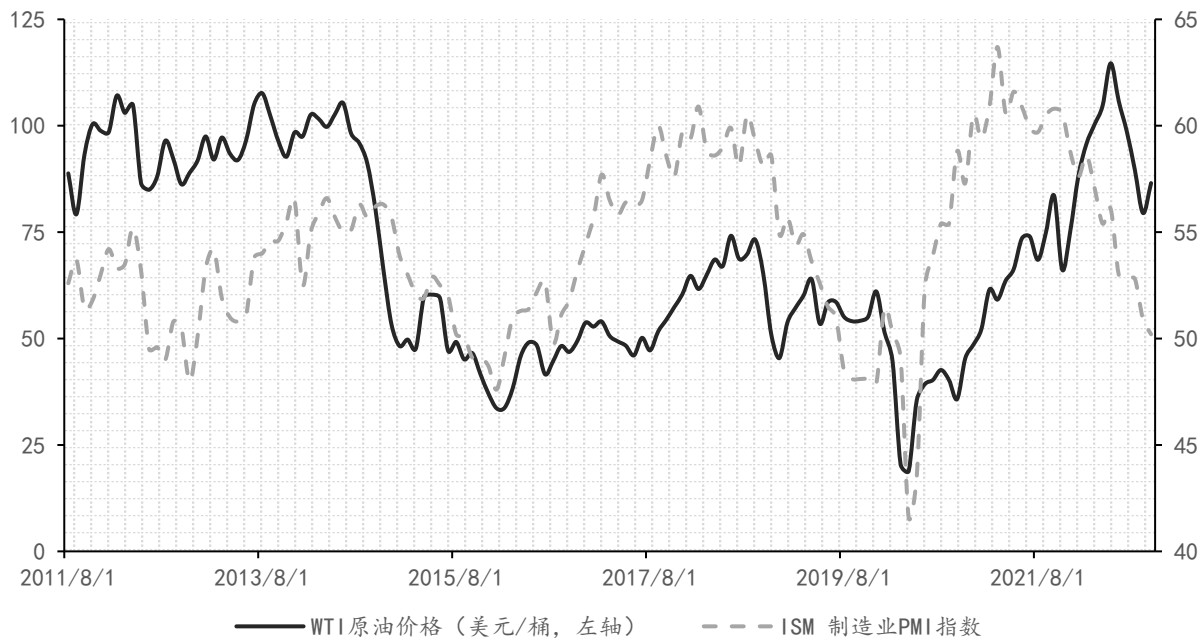
资料来源：Bloomberg

2.2 经济数据暗含增长担忧

近两周 WTI 原油价格两周跌超 14%，已经抹去年内涨幅。油价明显下行，反映出市场对原油需求的预期并不乐观。从近十年油价和 PMI 指数的变化看，当 PMI 指数走弱时（例如 2014 年、2019 年），油价在这些时段同时走弱（详见图 5）。当前美国及欧元区工业 PMI 均已经低于荣枯线，在这一情况下，大宗商品价格回落反映的增长担忧已经非常明显。

从两年期、十年期和三十年期美债收益率的走势看，在美联储放松加息预期后，三者均出现不同程度的回落，但两年期收益率回落相对较少，十年期和三十年期回落较多。从市场规律看，长端债券的价格变化往往大于短端价格，但经济前景的不确定性，也可能导致反映经济增长预期的长端债券收益率下行（详见图 6）。

图5 WTI原油价格与制造业PMI走势图



资料来源：Bloomberg

图6 两年期、十年期和三十年期美债收益率走势图



资料来源：Bloomberg

2022年11月28日 宏观经济研究

从LME铜价和美国Baa级企业债与十年期美债利差的变化看，在当前经济不确定性的背景下，经济增长放缓的预期使铜价在今年不断回落（基于2020年全球疫情后市场流动性宽松的背景），同时信贷利差也开始出现震荡上行的走势（详见图7）。这些迹象表明，对经济增长的担忧还未消散，而仅仅放缓加息预期不能和“经济强劲复苏”这一观点等同。

图7 国际铜价与债券利差走势图



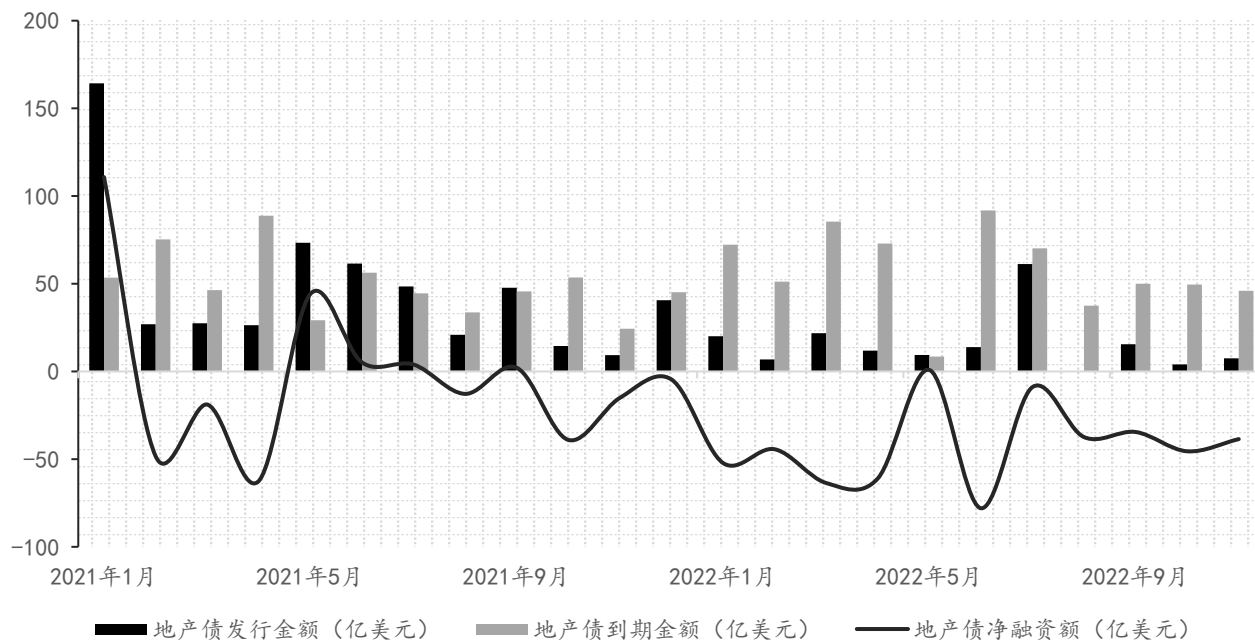
资料来源：Bloomberg

2.3 中国地产业：从“保项目”到“保企业”

去年下半年以来，监管机构针对地产行业出台支持政策，以便在三条红线的限制下解决地产企业的资金困难问题。然而，在各地对预售资金的严格管理，以及市场需求收到疫情及经济的影响下，地产企业的销售、融资、投资活动均受到较大影响。以离岸地产美元债的融资为例，自2021年下半年以来，地产美元债发行量受政策限制快速减少，净融资额锐减（详见图8）。这一现象在地产企业美元债相继违约后更加明显。

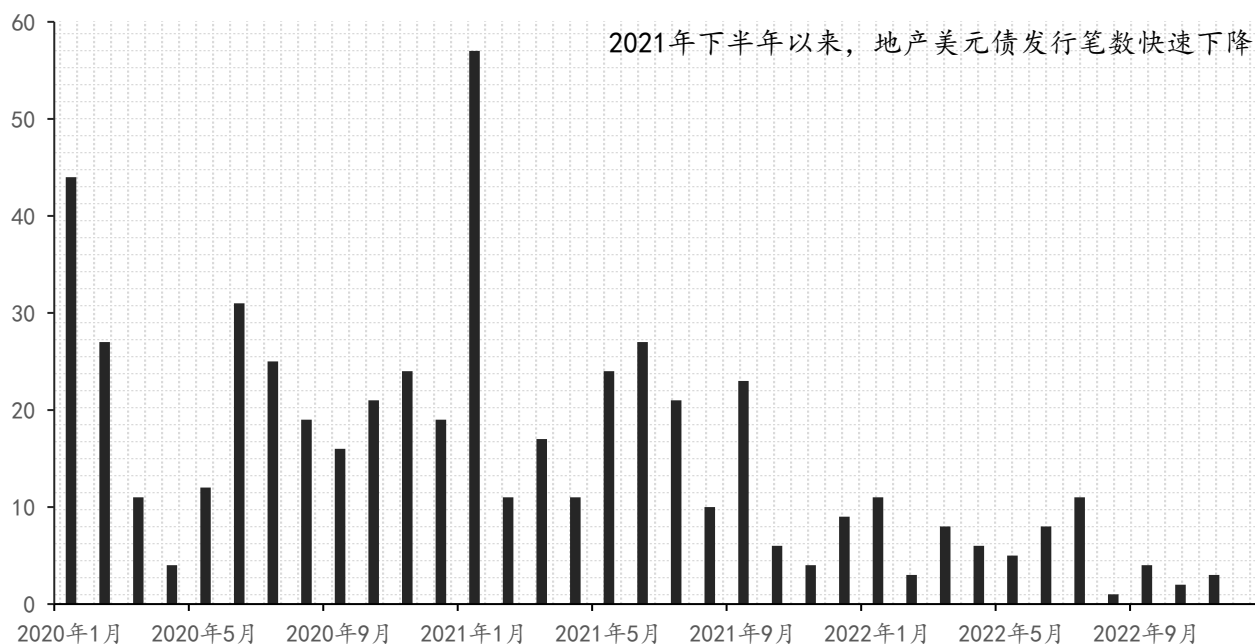
此外，从地产美元债的发行笔数上分析，2020年以来美债收益率逐渐下行，地产美元债发行活跃，而自2021年下半年以来，境外地产债发行量逐渐下降，且仅存的发行大多为了地产企业执行美元债交换要约。在此情况下，地产企业的资金运转，一方面依赖于潜在的住房需求，另一方面依赖于预售资金、开发贷款的管理压力（详见图9）。

图8 地产美元债发行、到期及净融资额变化



资料来源：Bloomberg

图9 地产美元债逐月发行笔数变化

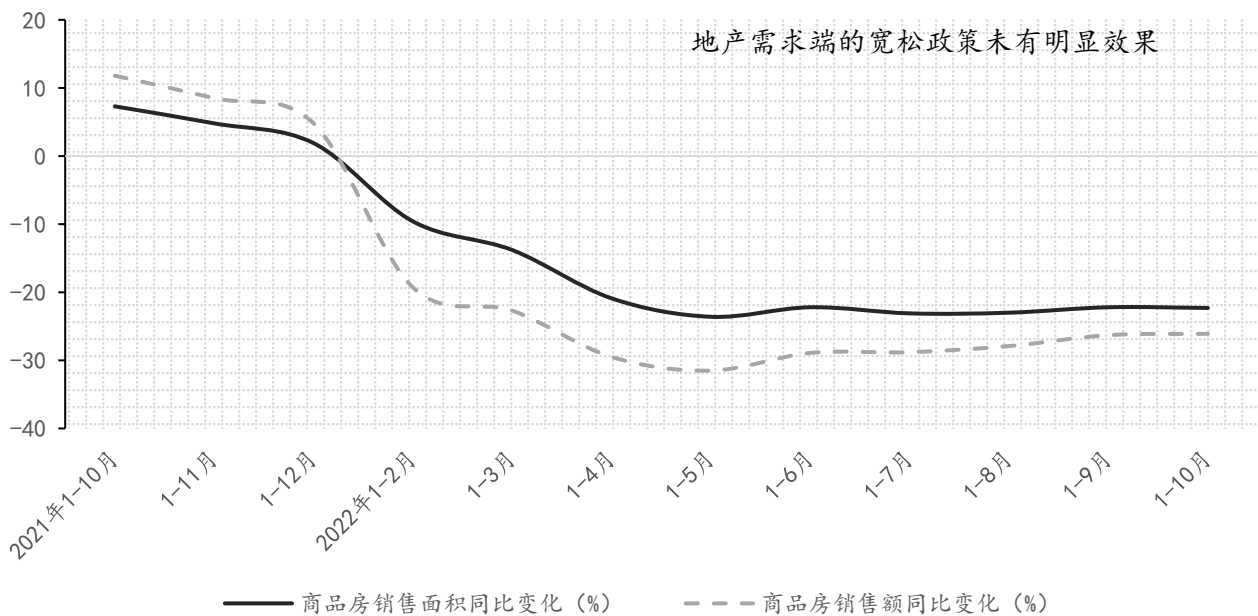


资料来源：Bloomberg

2022年11月28日 宏观经济研究

此前监管部门对地产行业的纾困政策中，更强调基于项目层面的“保交楼”工作，即由地产企业负责完成在建商品房的施工工作，保障消费者权益。然而，各地强化“保交楼”时仍继续坚持预售资金监管，地产企业现金流压力仍持续存在。同时，基于下调房地产贷款利率、公积金利率，降低首付比例的政策，在当前疫情的影响下也未明显刺激市场需求快速增长，例如从房地产销售面积和销售额的同比变化看，需求端未有起色（详见图10）。

图10 全国商品房销售面积及销售额增速变化

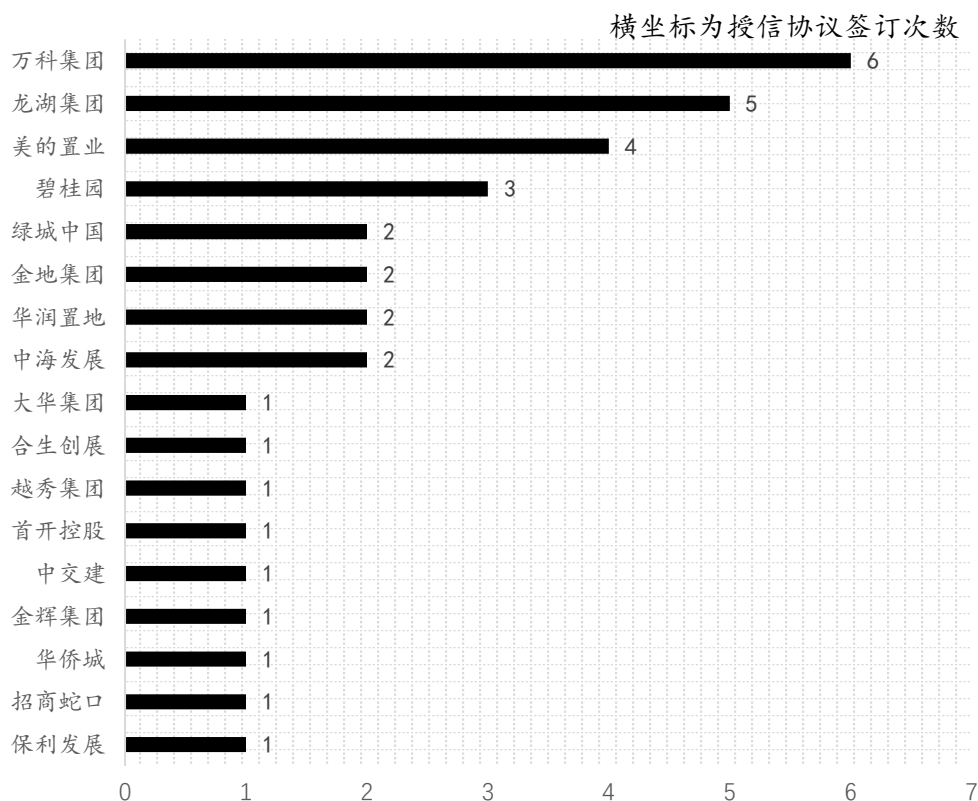


资料来源：国家统计局

在“保交楼”相关工作开展的同时，近期的地产支持政策已经开始向“保企业”倾斜。地产企业对自身经营项目的了解程度更高，相比单独出售项目股权等行动，交由企业自身完成开发经营的效率更高，“保交楼”实现的可能性更大。近期的房地产纾困政策中，企业存量贷款展期安排、预售资金有条件放松、企业并购重组及配套融资等政策均从“保企业”出发。

从六大行与房企签订的授信额度协议看，目前国企类地产企业受到的支持力度最大，其次是经营风险较低的民营地产企业。而从银行合作角度看，首批银行均为国有大型银行（详见图11）。根据银保监会的要求，后续股份制银行也将参与到地产授信中，且将对民营地产有所倾斜。本次“保交楼”向“保项目”的转变，可能对地产企业起到更好的激励作用。

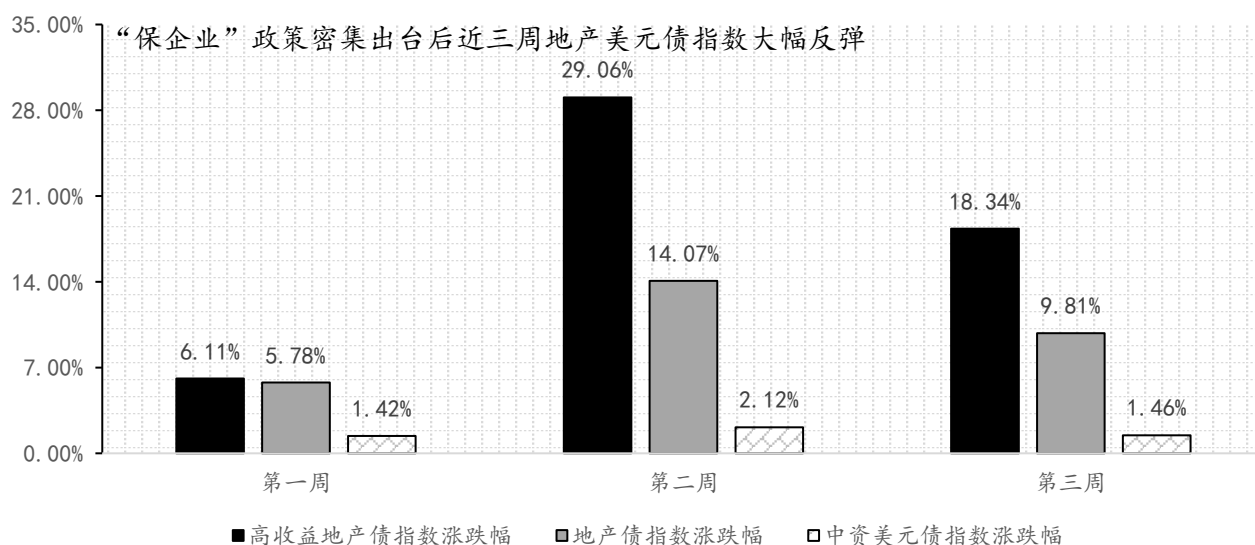
图 11 六大行授信额度涉及的地产企业



资料来源：新闻整理

从“保企业”政策出台的效果看，近三周地产美元债指数大幅反弹（详见图 12）。

图 12 中资美元债指数及地产债指数走势图



资料来源：Bloomberg

2022年11月28日 宏观经济研究

2.4 债券牛市暂停：从“宽货币”到“宽信用”

疫情放宽预期叠加地产融资政策支持，近期中国十年期国债收益率快速走高，债券牛市暂停。央行在2021年后不断放宽流动性，但资金的投资选择并不丰富——十年期国债收益率自去年下半年开始震荡走低，并一度达到近十年的阶段性底部。在疫情政策及地产政策发布后，“宽信用”预期使国债收益率快速上行，一些基于债券的低风险理财产品出现净值回撤。

从国债收益率的历史变化看，尽管收益率上行对市场造成不小影响（例如央行要求银行统计理财产品赎回情况对流动性的冲击、公开市场逆回购投放增加、降低银行存款准备金率0.25个百分点等），但目前十年期国债收益率仍处于较低位置，后续仍有较大上行空间（详见图13）。从“宽货币”到“宽信用”的转变，也能避免资金继续在金融市场空转。

图13 中国十年期国债收益率走势图



资料来源：Bloomberg

从央行公开市场操作利率（代表政策利率）及银行间市场机构七天回购利率（代表市场利率）的变化看，自今年九月以来，市场利率已经逐渐向政策利率靠拢（详见图14）。

图 14 央行七天公开市场操作利率与银行间市场机构七天回购利率走势图



资料来源: Bloomberg

2022年11月28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：

美联储理事 Waller：“过去几周的经济数据支持十二月议息会议加息 50 个基点”，“要使通胀率明显朝着 2% 的目标下降，美联储需要持续升息至明年”。

美联储副主席 Brainard：“较慢的加息步伐可能是适合的，但美联储还有更多工作要做”、“最新数据表明核心 CPI 出现下降，这是受到美联储欢迎的”。

克利夫兰联储行长 Mester：“由于通货膨胀率较高，恢复物价稳定仍是美联储的头等要务”、“劳动力需求仍然超过供应，但没有证据显示通胀将螺旋式上升”。

旧金山联储行长 Daly：“虽然基准利率当前位于 3.75% 至 4%，但金融市场的表现类似利率正处于 6% 的水平”、“美联储需要注意基准利率变化对市场的滞后影响”。

亚特兰大联储行长 Bostic：“赞成放缓加息步伐，例如十二月议息会议加息 50 个基点”、“宏观经济仍足够强劲，政策收紧不会对产出和就业造成影响”。

波士顿联储行长 Collins：“没有看到清晰的证据表明劳动力市场走软，也没有证据表明整体通胀率正在下降”、“九月以来的经济数据抬高了美联储对利率顶点的预期”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行管理委员会成员 Centeno：“在通胀不减弱的情况下，欧央行会继续加息”、“物价飙升正在侵蚀购买力和储蓄，并对经济造成影响”。

欧洲央行执行委员会成员 Schnabel：“目前欧央行面临的^{最大}风险是假设物价涨幅迅速放缓而低估通胀的持续性”、“目前数据表明，放慢升息步伐的空间有限”。

欧洲央行管理委员会成员 Holzmann：“根据当前数据，支持十二月议息会议加息 75 个基点”、“如果通胀和核心通胀仍未放缓，加息将持续进行”。

欧洲央行首席经济学家 Philipp：“欧央行将在明年继续加息，以确保通胀回落”、“企业和员工应当理解通胀率将在未来几年向 2% 回落”。

信息来源：Bloomberg

2022年11月28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	625.15	2.25%	7.02%	-0.44%	-17.18%
发达经济体	MSCI World Index	2703.67	2.39%	6.63%	0.34%	-16.34%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	941.01	1.07%	10.47%	-6.51%	-23.62%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	3820.79	1.96%	5.53%	-0.47%	-16.82%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1750.89	2.09%	11.01%	7.29%	-16.36%
中国	MSCI China Index	57.04	-1.09%	3.44%	15.53%	-32.33%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	839.95	1.45%	4.21%	-1.78%	-17.81%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	837.97	1.48%	4.29%	-1.77%	-18.06%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	107.19	0.35%	-1.39%	-5.28%	-21.91%
投资级公司债券						
全球市场	Bloomberg Global Aggregate Index	444.76	1.41%	4.34%	-1.95%	-16.47%
发达经济体	Bloomberg Global Aggregate Developed Markets Index	95.22	1.50%	4.62%	-1.79%	-17.08%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1055.03	1.45%	5.85%	-2.02%	-16.72%
美国	Bloomberg US Aggregate Index	2054.04	1.05%	3.34%	-3.13%	-12.78%
中国	Bloomberg China Aggregate Index	247.94	0.18%	-0.10%	-4.11%	-7.92%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1324.45	1.56%	5.22%	0.24%	-13.37%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	151.46	1.70%	4.57%	0.81%	-12.00%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	116.80	1.19%	5.20%	-2.69%	-17.42%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2199.33	1.16%	2.82%	-1.26%	-10.65%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	35.03	3.73%	36.38%	-7.76%	-50.67%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	113.27	-1.79%	0.02%	-9.82%	4.22%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	45.61	-4.33%	-3.38%	21.47%	47.65%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	153.83	-0.20%	3.54%	-2.81%	-11.03%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	203.51	0.79%	5.97%	2.97%	-7.10%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	66.64	-0.94%	-0.67%	-4.96%	9.62%

数据来源: Bloomberg

2022年11月28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