

2022 年 12 月 12 日

## 宏观经济双周报

### 紧缩压力短期下降长期上升，经济增长再受市场关注

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 2.28%，12 月 9 日收盘价 3934.38；  
美国道琼斯指数两周下跌 2.53%，12 月 9 日收盘价 33476.46；  
美国纳斯达克指数两周下跌 1.98%，12 月 9 日收盘价 11004.62；  
欧洲斯托克 50 指数两周下跌 0.50%，12 月 9 日收盘价 3942.62；  
中国上证指数两周上涨 3.39%，12 月 9 日收盘价 3206.95；  
香港恒生指数两周上涨 13.24%，12 月 9 日收盘价 19900.87；  
日经 225 指数两周下跌 1.35%，12 月 9 日收盘价 27901.01；

#### 2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周上涨 2.42%，12 月 9 日收盘价 1797.32；  
WTI 原油指数两周下跌 6.90%，12 月 9 日收盘价 71.02；

#### 3) 其他市场

美元指数两周下跌 1.08%，12 月 9 日收盘价 104.81；  
港币汇率两周下跌 0.35%，12 月 9 日收盘价 7.7863；  
波罗的海干散货指数两周上涨 4.68%，12 月 9 日收盘价 1386；  
美国十年期国债收益率两周下跌 2.72%，12 月 9 日数值为 3.58%；

### 1.2 市场简要回顾：

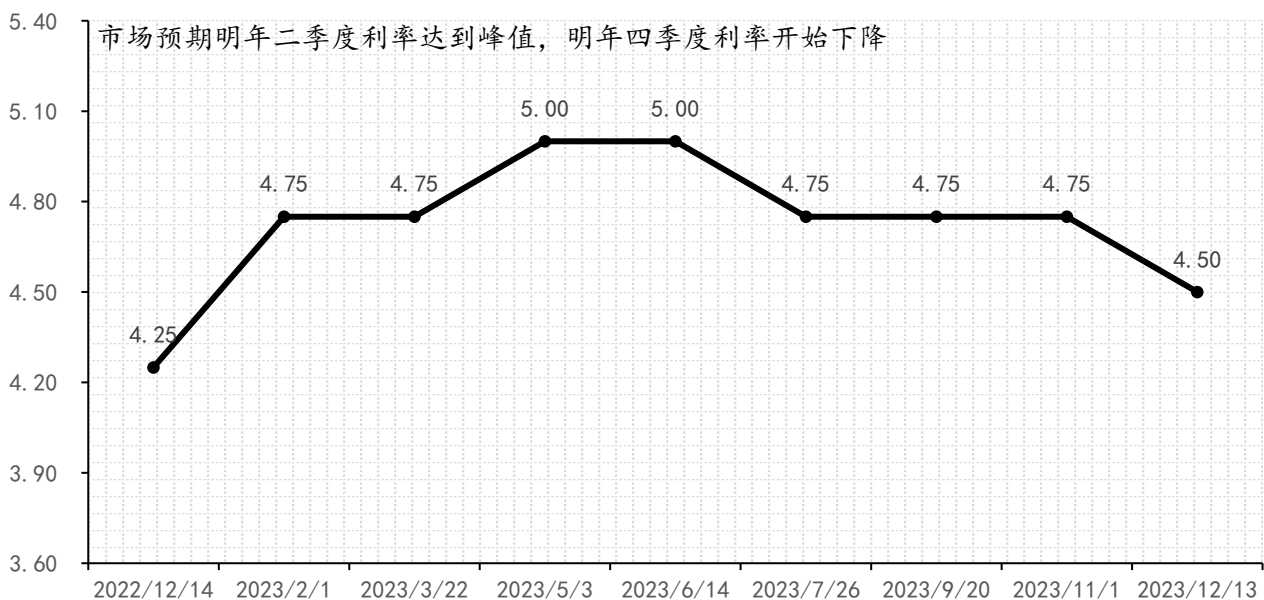
基准利率水平持续上行，多位美联储行长表达十二月议息会议减缓紧缩步伐的观点，美元指数及美债收益率再次下行。2023 年即将来临，市场重新开始关注经济增长这一关键问题——欧美股市近两周普遍下跌，中港市场受中国重新开放政策的提振而上涨。WTI 原油指数下跌近 7%，国际金价两周涨超 2%，市场对后续经济不确定性仍保持关注。

## 2 宏观经济分析

### 2.1 基准利率——未达终点，但已接近峰值

鲍威尔及众多美联储官员在近两周的公开发言中提及经济增长，并在十二月会议中倾向于加息50个基点，以便应对后续经济不确定性（详见附录1）。从芝加哥商品交易所联邦利率期货的数据看，投资者认为基准利率将在明年二季度达到峰值（5.00%），并在明年四季度下降（2023年12月的议息会议上由4.75%下调25bp至4.50%，详见图1）。这一预期与美联储的观点短期一致，但中长期不同——市场认为美联储会下调利率以维护经济，但美联储表示明年不会降息。

图1 芝商所联邦基准利率预测值



资料来源：CME Group

除去从当前市场数据对基准利率峰值的预测外，以长短期美债利差（十年期两年期美债收益率相减）作为衡量指标，当美债收益率倒挂后，基准利率的阶段性高点随后出现（详见图2）。当前收益率倒挂已经持续近半年时间，后续基准利率的峰值也正在接近。

单独分析十年期美债收益率与基准利率的走势，可以看出十年期美债收益率总是先于基准利率见顶——这可能和美联储多次提及的“货币政策滞后性”有关，十年期美债收益率从高位回落，反映出高利率水平已经对经济增长产生负面作用，而后经济数据走弱，促使美联储开始调整基准利率水平（详见图3）。近期十年期美债收益率的阶段性高点出现在十月下旬的4.23%（以每日收盘计算），当前已经回落至3.50%至3.60%附近。

图2 联邦基准利率与长短期美债利差走势图



资料来源：Bloomberg

图3 联邦基准利率与十年期美债收益率走势图



资料来源：Bloomberg

## 2.2 失业率——仍未上行，但指向不乐观

从市场对基准利率的预期和美联储表态的中长期差异看，美联储对经济增长仍有较强信心，而其观察经济的重要指标之一为失业率。美联储认为，只要失业率没有出现明显上行，经济的韧性就足够支持小幅度加息，直至通胀出现明显回落。然而，从失业率与多个指标的历史走势看，当前失业率虽然仍未上行，但后续的可能走势已不乐观。

例如，以美国低评级债券 OAS 与失业率的变化分析，除去 2013 年美联储推出量化宽松外（当时经济不断恢复，增长动力强，失业率并未上行），多次债券 OAS 的扩大往往伴随失业率走高——例如 2000 年互联网泡沫、2008 年全球金融危机、2020 年全球疫情时期（详见图 4）。当前低评级债券 OAS 已再次抬升，从历史数据看，失业率后续随之向上的概率较大。

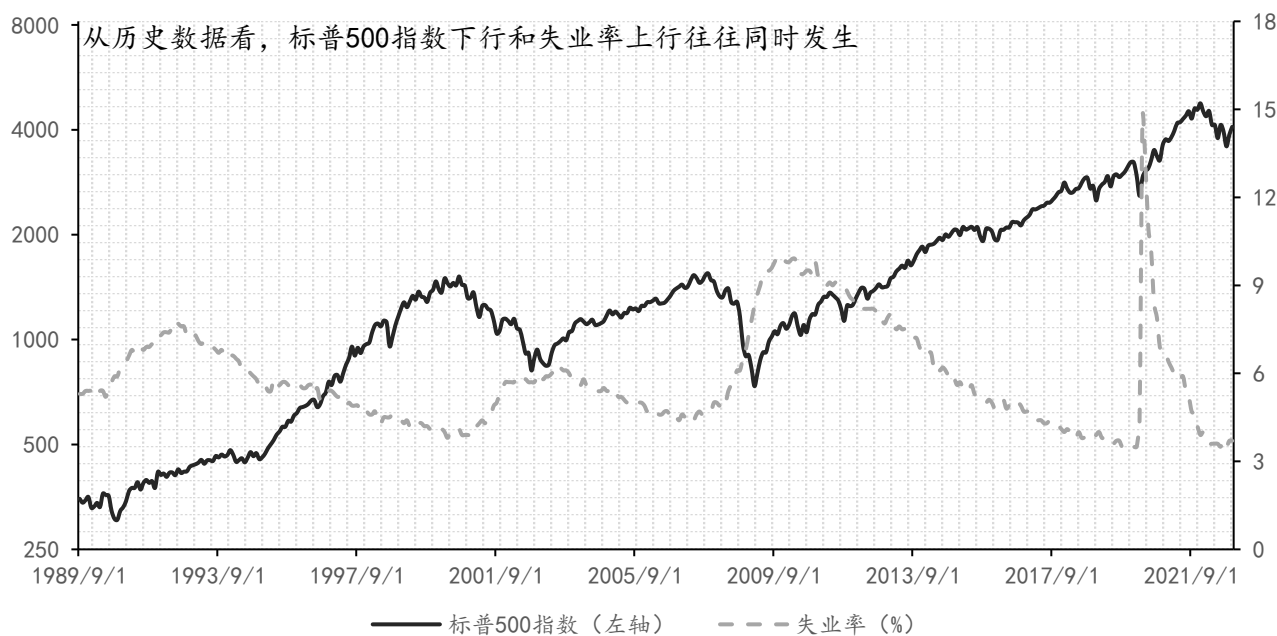
图 4 美国低评级债券 OAS 与失业率变化



资料来源：Bloomberg

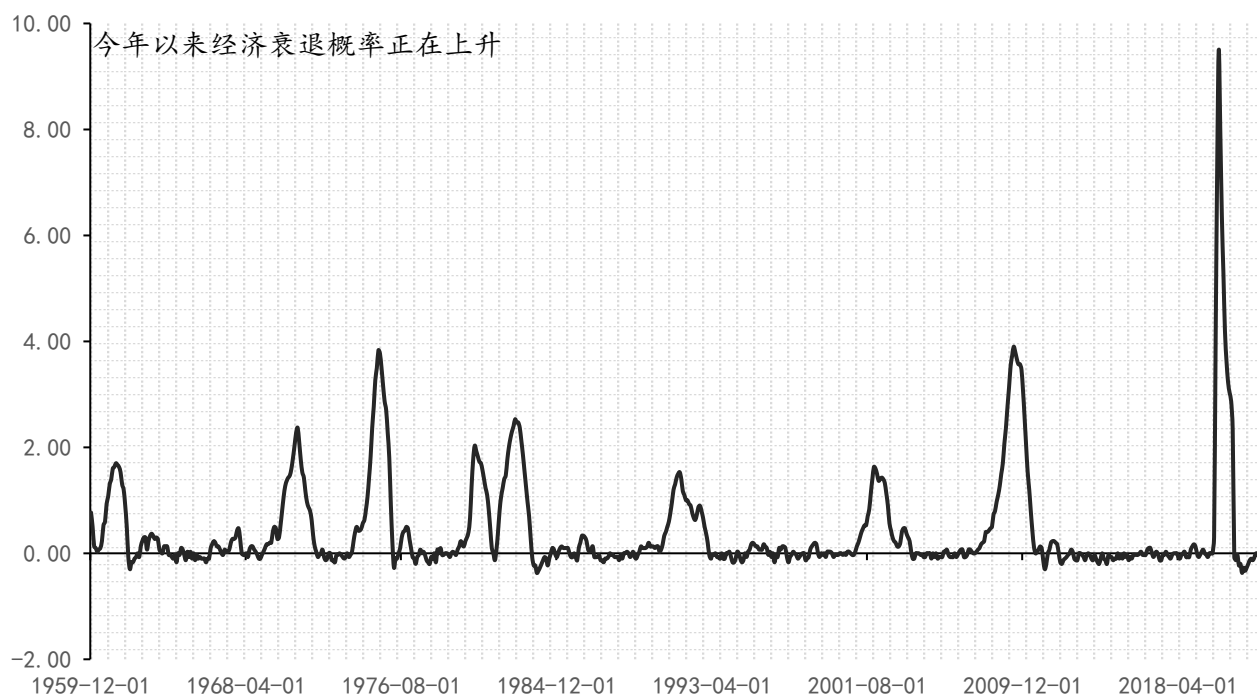
此外，从股票市场指数和失业率的走势看，股指下行一般反映流动性收紧和经济增长预期下降，而在标普 500 的数次下行中，失业率总是伴随其向上波动（详见图 5）。此外，根据 Sahm 规则对经济衰退的判断（Sahm 规则认为，当失业率的三个月移动平均值超过前 12 个月的最低值 0.5 个百分点时，经济便进入衰退），当前经济虽未衰退，但概率正在上升（详见图 6）。

图5 标普500指数与失业率变化



资料来源: Bloomberg

图6 Sahm 规则下经济衰退概率变化

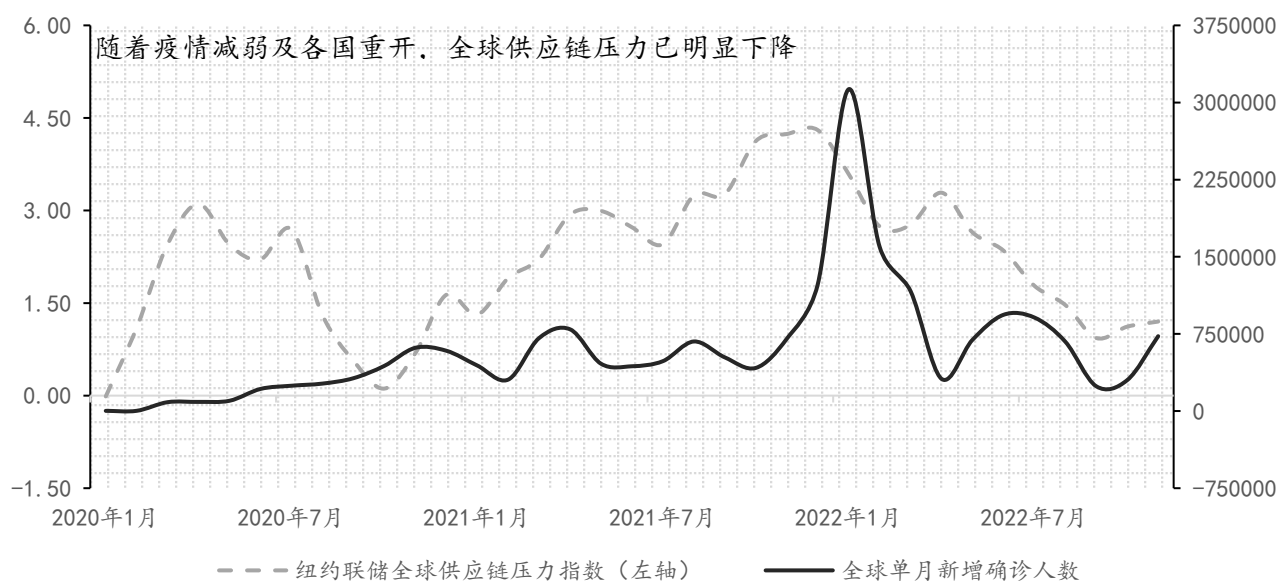


资料来源: FRED Database

### 2.3 全球增长——外需走弱，出口面临压力

如果不用失业率衡量经济走向，而选择生产、进出口等指标，当前情况也值得警惕。首先，随着中国重启开放，疫情对全球的供应链压力已经明显下降，以纽约联储全球供应链压力指数和全球单月新增确诊人数分析，在 2021 年年底奥密克戎大幅流行期间，供应链压力明显，而随着病例数下降以及各国疫情政策调整，供应链压力已经明显回落（详见图 7）。

图 7 全球疫情与纽约联储全球供应链压力指数变化

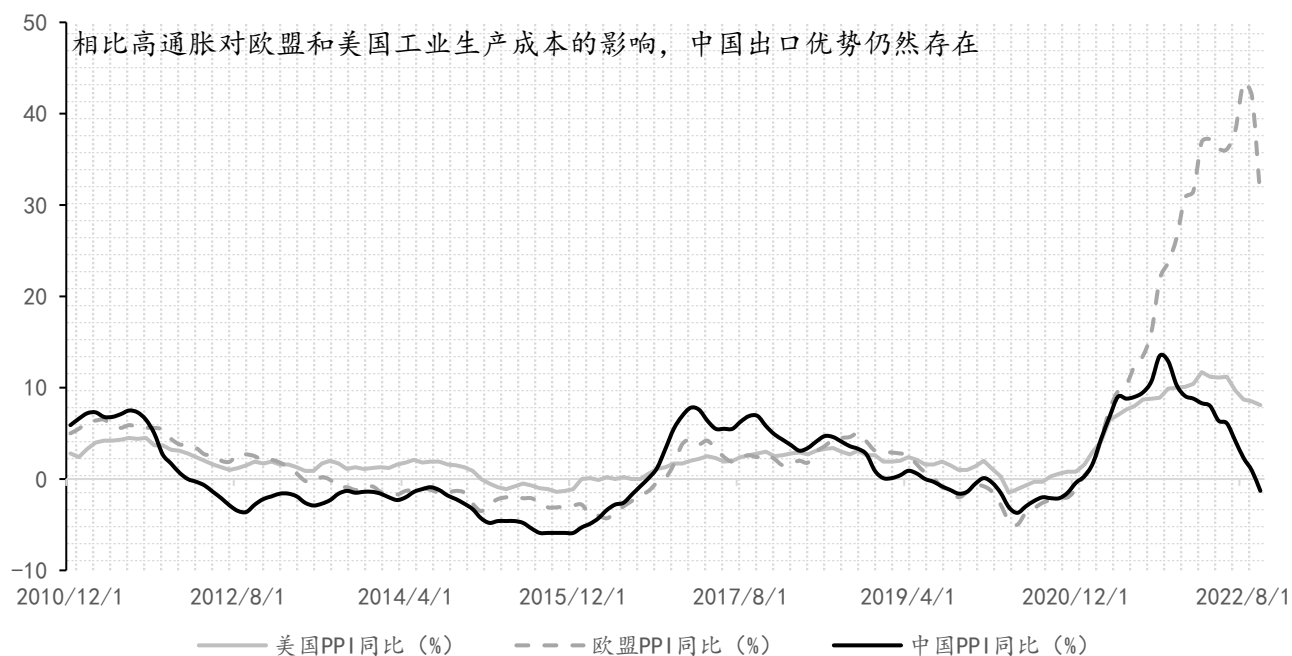


资料来源：Our World in Data, New York Federal Reserve

从欧盟、美国和中国的工业生产 PPI 指标看，2021 年全球疫情略有缓解后，供需缺口存在使三者的生产动力提高，PPI 同时上行，然而欧美高通胀压力导致 PPI 上行已经超过正常范围，例如今年欧盟 PPI 同比变化最高一度达到 40%（详见图 8）。相比之下，中国对煤炭等大宗商品价格进行控制，面临通胀压力较小，近期 PPI 并未上升较多。随着后续中国重启经济政策，低成本的制造优势仍旧存在。

对于欧美而言，控制 PPI 在合理区间首先需要抑制通胀，而大宗商品等原材料价格对通胀有重要影响。从中国 PPI 同比变化和国际油价的走势分析，今年下半年以来两者同步下行，与过去几次全球经济放缓时类似（详见图 9），但在 2023 年中国工业生产加快的情况下，油价可能会出现类似 2009 年中国刺激政策拉动价格短期上升的现象，对通胀的控制带来一定压力。

图8 美国、欧盟及中国 PPI 同比变化



资料来源: Bloomberg

图9 中国 PPI 与国际油价走势图



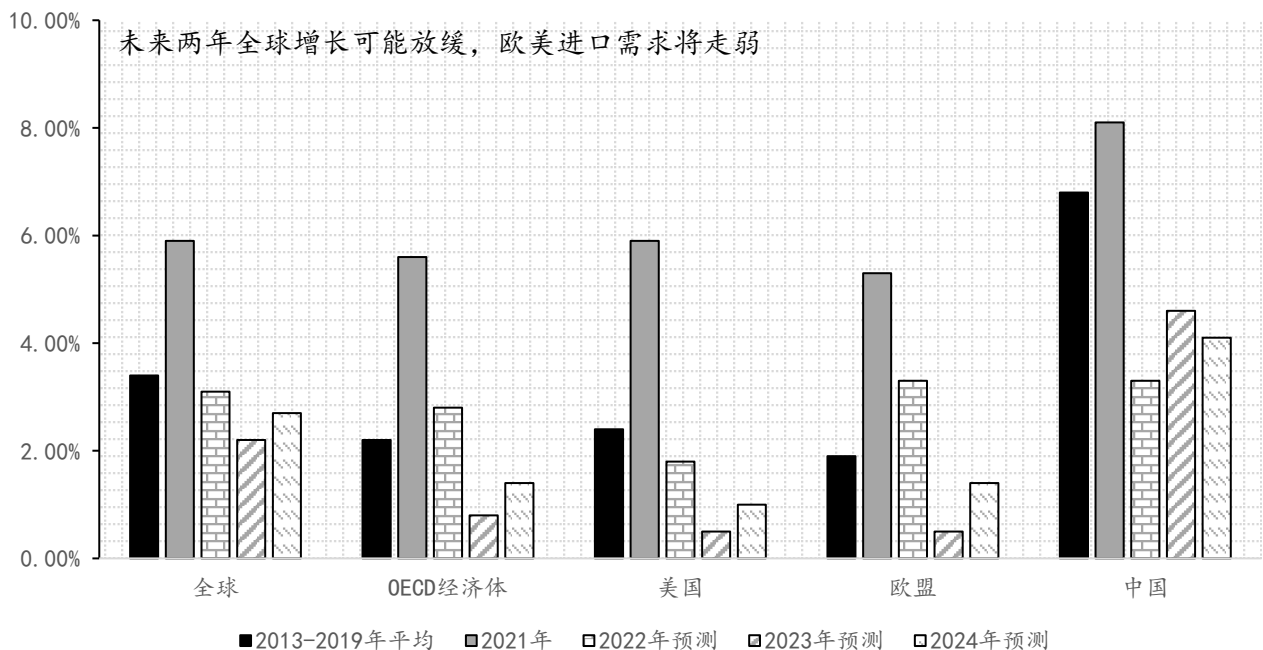
资料来源: Bloomberg



2022年12月12日 宏观经济研究

不过，无论是欧央行还是美联储都表示，二次通胀“几乎不可能出现”，这和两者加息的态度相关（欧央行更加坚决，继续大幅加息，美联储改为小幅加息），也和当前经济增长已经放缓的事实相关。根据 OECD 对全球各国的经济预测来看，未来两年主要国家的经济增速将明显低于 2013-2019 年平均增速，也将低于 2021 年和 2022 年的经济增速（中国除外，详见图 10）。在此背景下，仅仅依靠中国工业生产拉动全球经济明显回升相对困难。

图 10 OECD、美国、欧盟及中国经济增速变化



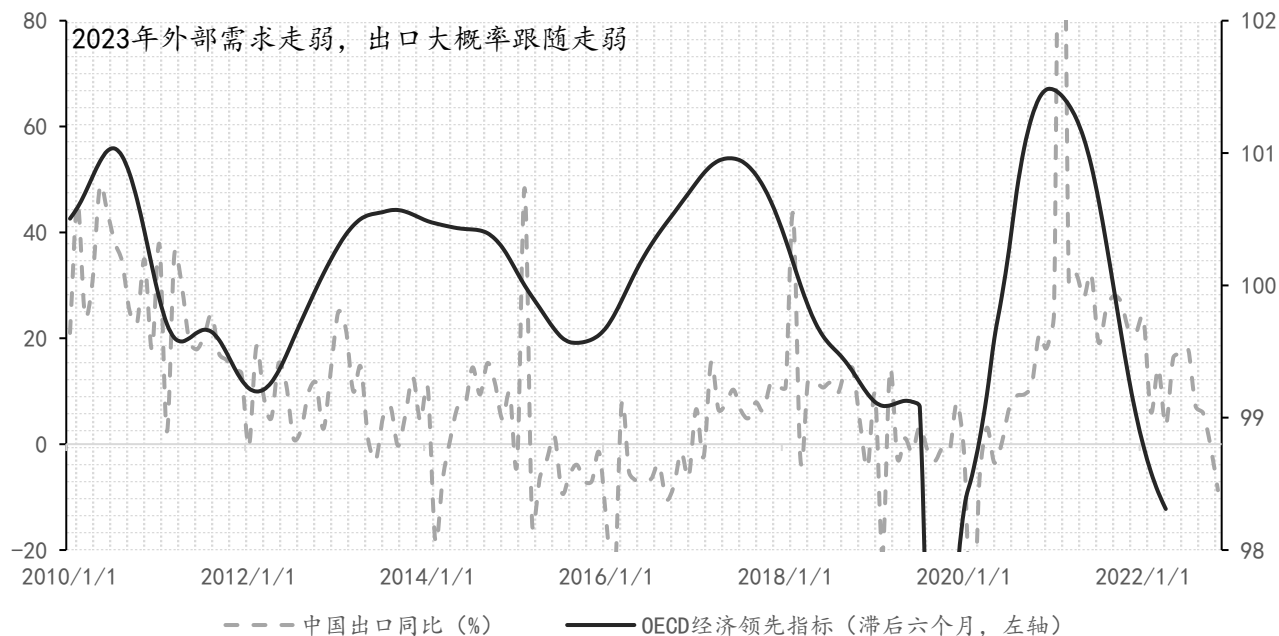
资料来源：OECD

2021 年以来，欧美国家高储蓄现象（美联储近日提及，相较疫情前仍有额外 1.3 万亿美元居民储蓄）推动中国出口不断攀升，而 2023 年外需走弱可能使出口对经济的提振效果下降。从 OECD 经济领先指标和中国出口同比变化看，OECD 的经济领先指标在不断下行，其滞后六个月的效果可能预示中国出口将在明年上半年持续面临压力（详见图 11）。

在出口面临一定瓶颈的情况下，中国的货币政策还会保持宽松（详见图 12）。此前中美经济周期相似，中国央行和美联储的货币政策为“同升同降”的关系，而在 2022 年经济周期出现差异后，中国央行持续下调利率，美联储先后升息六次。由于美联储解决通胀和中国刺激经济的目标短期不会改变，预计 2023 年这一现象还会持续。



图 11 OECD 经济领先指标与中国出口同比变化



资料来源: Bloomberg

图 12 中国 MLF 利率与联邦基准利率走势图

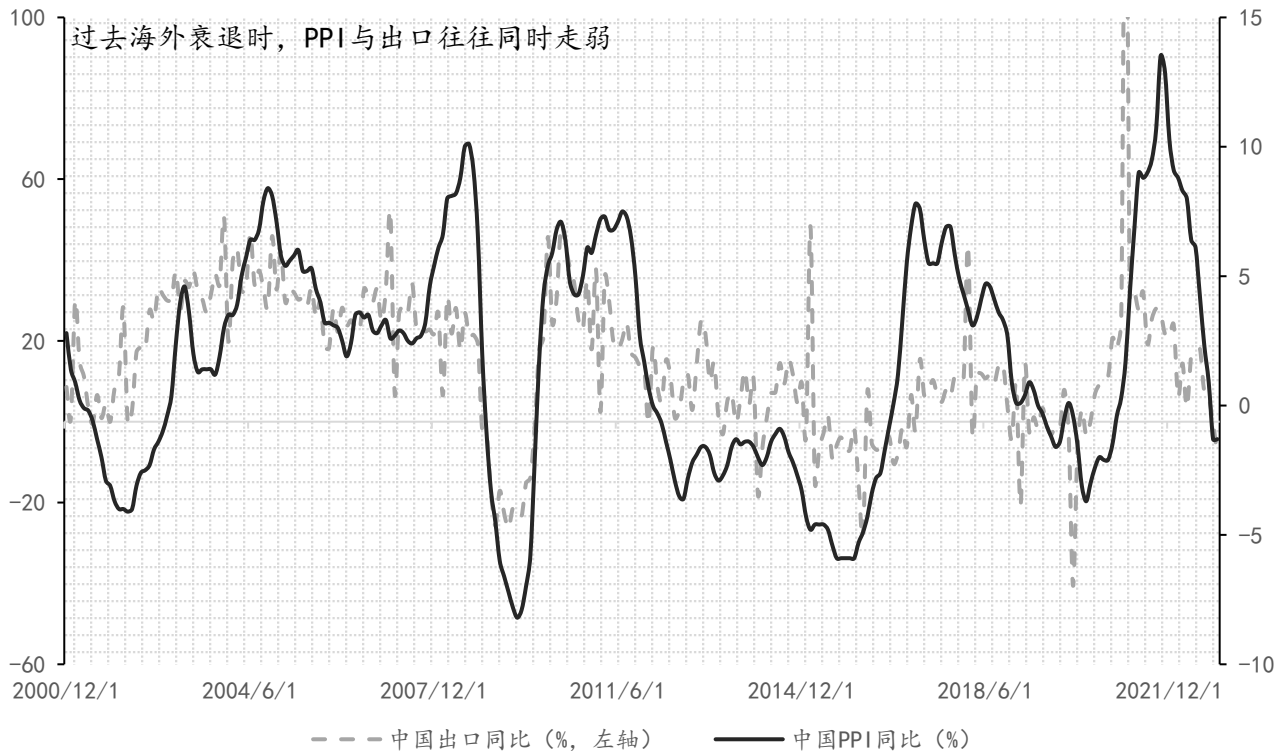


资料来源: Bloomberg

2022年12月12日 宏观经济研究

随着中国重开，工业生产回升推动PPI走高，以及外需走弱使出口受到一定限制，两者是否能够同向变化还不能确定（详见图13）。此前海外衰退时，PPI与出口往往同时走弱，而当前两者的同比都已经由正转负。在这一情况下，可能PPI回升的力度会相对不足，生产更多满足国内经济流通，而向国外出口的比例实际仍主要受外部需求影响。

图13 中国PPI与出口同比变化



资料来源：Bloomberg

2022年12月12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：

美联储主席鲍威尔：“美联储不希望加息破坏经济增长，并希望避免过度紧缩”、“美联储放缓加息速度最早的时间是今年12月的议息会议”。

美联储副主席 Brainard：“持久的供给冲击将产生累积效应，导致潜在产出长时间受限，使通胀风险居高不下”、“劳动力稀缺、供应链重新布局等变动也可能降低供给弹性，加剧通胀”。

美联储理事 Cook：“只有通过经济表现，美联储才能了解什么样的政策利率具有足够的限制性”，“当美联储越来越接近利率终点时，小幅度加息是稳妥之举”。

纽约联储行长 Williams：“美联储需要使联邦基准利率足够高于通胀率，从而给通胀下行带来压力”、“美联储继续加息终点还有很长的一段时间”。

芝加哥联储行长 Evans：“缩小加息幅度是必要的，这样可以避免在一连串加息行动后导致货币政策过度收紧”、“即使放慢加息步伐，利率峰值仍需要达到更高水平”。

里士满联储行长 Barkin：“当前美国总储蓄仍比疫情前高出1.3万亿美元，使需求水平降至平衡对美联储而言并不容易”、“从短期看，劳动力供应仍会受到限制”。

### 欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“欧央行需要向公众发布信号，不管什么情况通胀都会回到央行制定的中期目标”、“央行需要实施货币政策来锚定市场预期”。

欧洲央行副行长 Guindos：“通胀可能在当前水平维持三四个月时间，但在明年一季度会明显放缓”、“指标显示经济放缓程度不会太严重”。

欧洲央行首席经济学家 Philipp：“对通胀是否达到顶峰的判断为时过早，但当前通胀水平已经接近峰值”、“不认为会出现第二轮通胀上行的情况”。

欧洲央行管理委员会成员 De Cos：“货币政策紧缩周期尚未结束，需要进一步加息使通胀率回到2%的目标”、“无法预测欧央行需要加息至何种水平”。

信息来源：Bloomberg

2022年12月12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	619.36	-1.17%	6.38%	-0.57%	-17.95%
发达经济体	MSCI World Index	2662.86	-1.24%	6.10%	-0.75%	-17.60%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	978.28	-0.61%	8.66%	0.82%	-20.59%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	3732.29	-3.46%	-0.69%	-0.46%	-18.75%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1767.98	-0.33%	9.75%	9.61%	-15.54%
中国	MSCI China Index	65.89	1.98%	24.11%	1.10%	-21.83%
<b>债券市场</b>						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	851.81	0.05%	5.86%	1.93%	-16.65%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	849.51	0.05%	5.92%	2.00%	-16.93%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	108.18	0.35%	1.74%	-3.70%	-21.19%
<b>投资级公司债券</b>						
全球市场	Bloomberg Global Aggregate Index	451.55	0.11%	5.93%	1.62%	-15.19%
发达经济体	Bloomberg Global Aggregate Developed Markets Index	96.53	0.12%	6.09%	1.83%	-15.95%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1078.59	0.16%	7.03%	1.50%	-14.86%
美国	Bloomberg US Aggregate Index	2076.40	0.31%	4.67%	-0.31%	-11.84%
中国	Bloomberg China Aggregate Index	254.45	0.01%	3.20%	-1.11%	-5.50%
<b>高收益公司债券</b>						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1342.10	-0.07%	5.97%	2.28%	-12.22%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	152.69	0.06%	5.69%	2.16%	-11.29%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	119.35	0.24%	6.57%	0.68%	-15.61%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2215.70	-0.19%	4.16%	0.25%	-9.98%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	41.73	-0.23%	60.66%	11.07%	-41.22%
<b>大宗商品</b>						
综合	Bloomberg Commodity Index	111.73	0.54%	-2.47%	-7.49%	12.67%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	41.54	-1.01%	-10.97%	-20.75%	34.47%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	169.84	1.60%	10.24%	9.23%	-1.76%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	212.82	2.66%	6.16%	6.66%	-2.86%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	66.00	1.05%	-3.01%	-6.40%	8.57%

数据来源: Bloomberg

2022年12月12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](http://www.gisf.hk)