

2022 年 12 月 26 日

宏观经济双周报

欧美央行均放缓加息幅度，但仍与市场预测存在分歧

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 23 日收盘价 3844.82；
美国道琼斯指数两周下跌 0.81%，12 月 23 日收盘价 33203.93；
美国纳斯达克指数两周下跌 4.60%，12 月 23 日收盘价 10497.86；
欧洲斯托克 50 指数两周下跌 3.19%，12 月 23 日收盘价 3817.01；
中国上证指数两周下跌 5.02%，12 月 23 日收盘价 3045.87；
香港恒生指数两周下跌 1.55%，12 月 23 日收盘价 19593.06；
日经 225 指数两周下跌 5.97%，12 月 23 日收盘价 26235.25；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周上涨 0.05%，12 月 23 日收盘价 1798.20；
WTI 原油指数两周上涨 12.02%，12 月 23 日收盘价 79.56；

3) 其他市场

美元指数两周下跌 0.47%，12 月 23 日收盘价 104.314；
港币汇率两周上涨 0.24%，12 月 23 日收盘价 7.8051；
波罗的海干散货指数两周上涨 9.31%，12 月 23 日收盘价 1515；
美国十年期国债收益率两周上涨 4.72%，12 月 23 日数值为 3.75%；

1.2 市场简要回顾:

近两周美联储及欧央行均召开年内最后一次议息会议，均加息 50 个基点（此前会议两者单次加息 75 个基点）。然而，两者对利率终值、通货膨胀和明年经济的表态与市场意见不同——央行表态更加谨慎，认为通胀压力仍明显，后续加息将持续更长时间。受此影响，全球市场普遍下跌，大宗商品价格上涨，美债收益率终结近两个月的下行趋势而出现反弹。

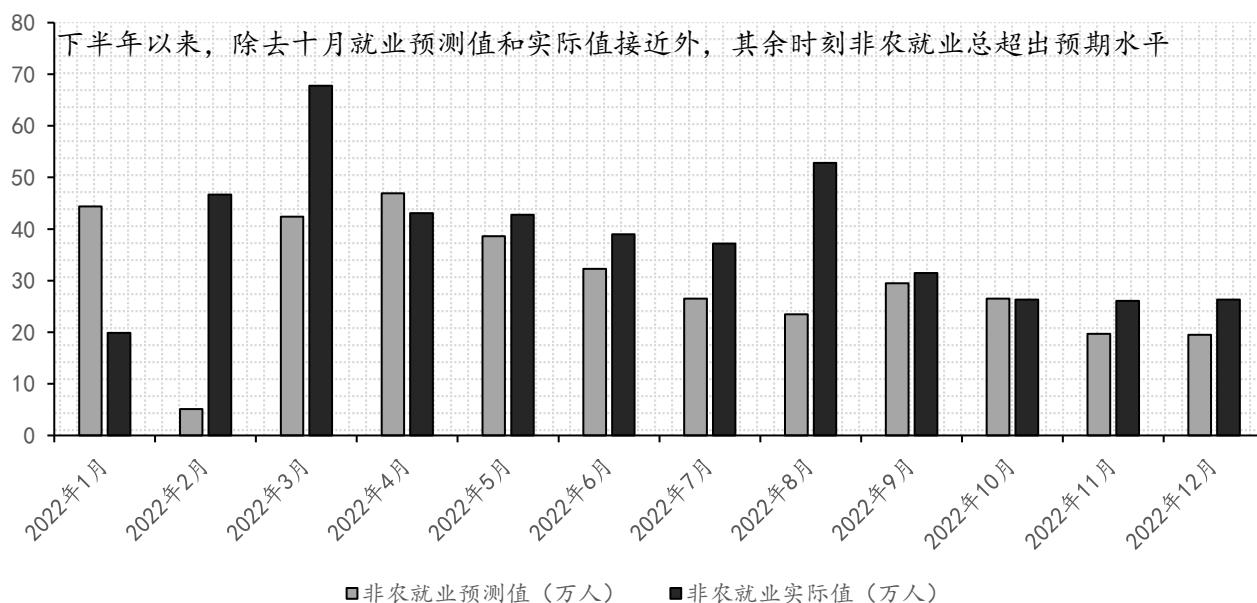
2 宏观经济分析

2.1 美联储加息（前值 75bp，本次 50bp，后续预计 25bp）

在本次美联储议息会议前，两项经济数据公布对联储的决策构成重要影响——月初的非农就业数据以及中旬的CPI数据。两种数据分别在长期、短期为美联储提供了决策依据。非农就业数据显示出经济动力仍旧强劲，支持美联储在2023年继续加息，并提高利率终点。CPI数据显示短期通胀仍在继续下降，支持美联储十二月议息会议将升息幅度由75bp调整至50bp。

具体分析，从非农就业情况看，11月非农就业人数增长26.3万（前值28.4万，市场预期19.5万），连续两个月高于预期水平（详见图1）。鲍威尔曾在十一月公开表示，劳动力市场短缺的情况仍然存在，而在利率不断提高的情况下，就业人数仍超出预期，意味着经济的强势程度仍不能低估，而加息行动也有充足的条件持续更长时间。

图1 美国非农就业人数预测值和实际值变化



资料来源：Bloomberg

此从非农就业的工资变化看，下半年以来工资环比变化持续上行，代表工资水平不断上涨，而最新一期的环比变化已经达到近两年以来最高值。同时，就业实际工资水平（排除通胀率的影响）也从今年下半年以来逐渐攀升（详见图2）。这些迹象表明，非农就业不仅没有受到利率上行的影响而出现下降，反而出现越来越强的走势。这为美联储明年再次加息，遏制工资—通胀螺旋的出现构成充分的条件。

图 2 非农就业工资环比变化与实际工资变化



资料来源: Bloomberg

从议息会议前公布的十一月 CPI 数据分析, CPI 同比增长 7.1% (前值 7.7%, 预测值 7.3%), 连续两个月低于市场预期水平。其中核心 CPI 同比增长 6.0% (前值 6.3%, 预测值 6.1%), 连续三个月回落 (详见图 3)。CPI 数据显示出美联储在加息过程中对物价产生了一定的抑制作用, 在市场普遍担忧大幅加息对经济增长会产生负面影响的情况下, 本次 CPI 数据低于预期, 使市场预期和美联储的实际升息行动均有小幅调整的概率 (即由上次会议的 75bp 下调至 50bp)。

从 CPI 的分项变化看, 当前房租 CPI 仍在升高 (当前值为 7.1%, 已经自 2021 年 5 月以来持续上行), 但从利率提高对房价的抑制看, 后续房租 CPI 见顶的可能性也在提高。从联邦住房金融局的房价同比变化数据与房租 CPI 的历史数据分析, 房价同比变化总是先于房租 CPI 见顶 (详见图 4), 因此在当前房价同比变化已经明显回落的情况下, 预计明年一季度房租 CPI 将出现拐点, 此后 CPI 下行的概率将继续提高。

图3 美国CPI与核心CPI同比变化(%)



资料来源: Bloomberg

图4 联邦住房金融局房价同比变化与CPI房租项目同比变化(%)



资料来源: Bloomberg

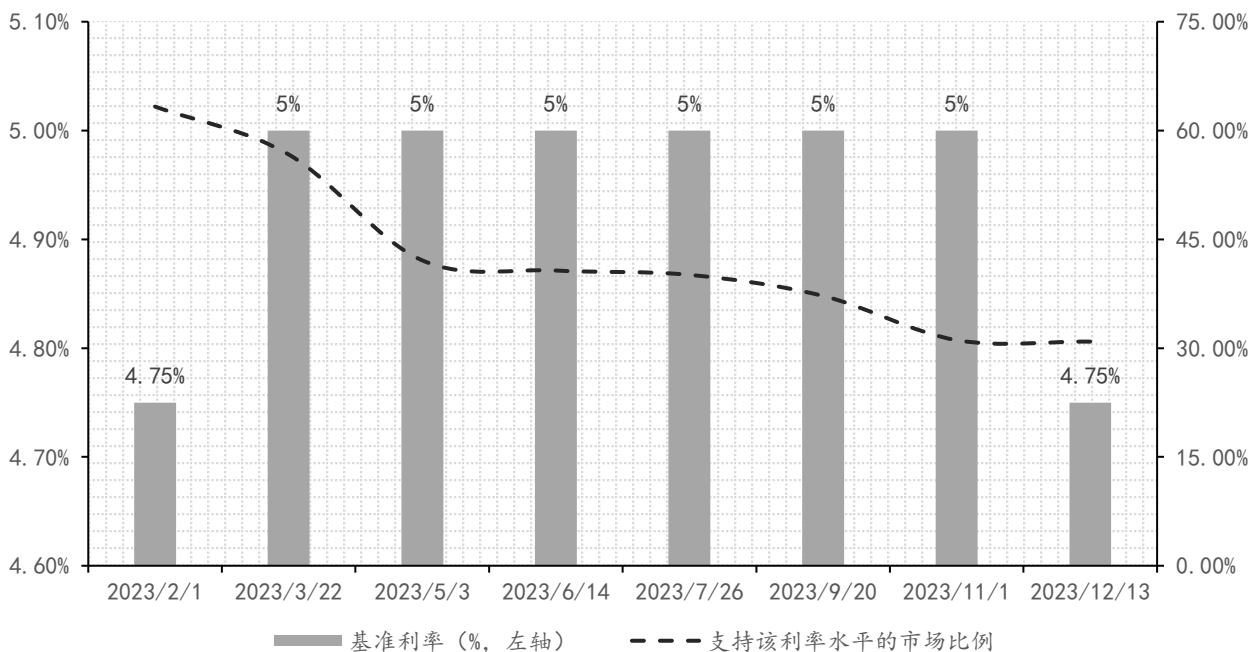
2022年12月26日 宏观经济研究

从十二月中旬美联储的议息会议结果看，货币政策委员会选择加息 50 个基点（在连续四次加息 75 个基点后首次缩小了加息幅度），符合市场的短期预期。但是在经济预测和利率终值的预测上，美联储仍持有保守态度。多位联储分行行长均认可继续加息的观点，鲍威尔也直言在通胀回落至 2% 的趋势建立之前，美联储不可能考虑降息（详见附录 1）。

从芝商所的联邦基准利率预期看，市场认为美联储将在明年二月的议息会议上加息 25 个基点，随后三月的议息会议上再次加息 25 个基点，是的利率终值达到 5%。由于高利率对经济存在影响，市场认为明年年底美联储会下调利率，以便维护经济（详见图 5）。然而，从议息会议公布的点阵图考虑，货币政策委员会认为明年年末的利率水平应在 5.25%，同时有超过三分之一的委员认为利率终值甚至会达到 5.5%（详见图 6）。

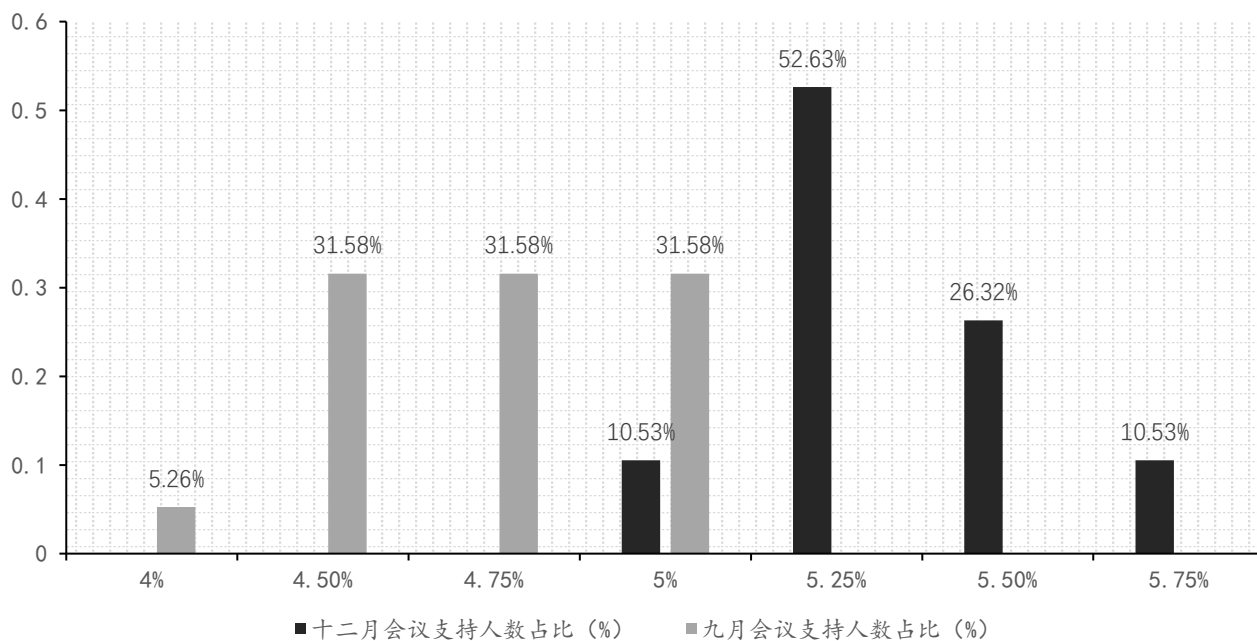
除去利率终值的分歧外，美联储和市场对通胀和经济的看法也并不一致。市场认为通胀回落是大概率事件，而经济压力将使美联储在明年放弃大幅加息。美联储在本次会议中公布了对明年通胀和经济增长的预测。与今年九月相比，美联储调高了通胀预测值（由 2.8% 调高至 3.1%），并调低了实际 GDP 预测值（由 1.2% 调低至 0.5%，详见图 7）。因此，美联储对通胀下行没有过多信心，而对经济增长不及预期也已经有所准备——逐步降低单次加息幅度。

图 5 市场对 2023 年议息会议加息的预测 (%)



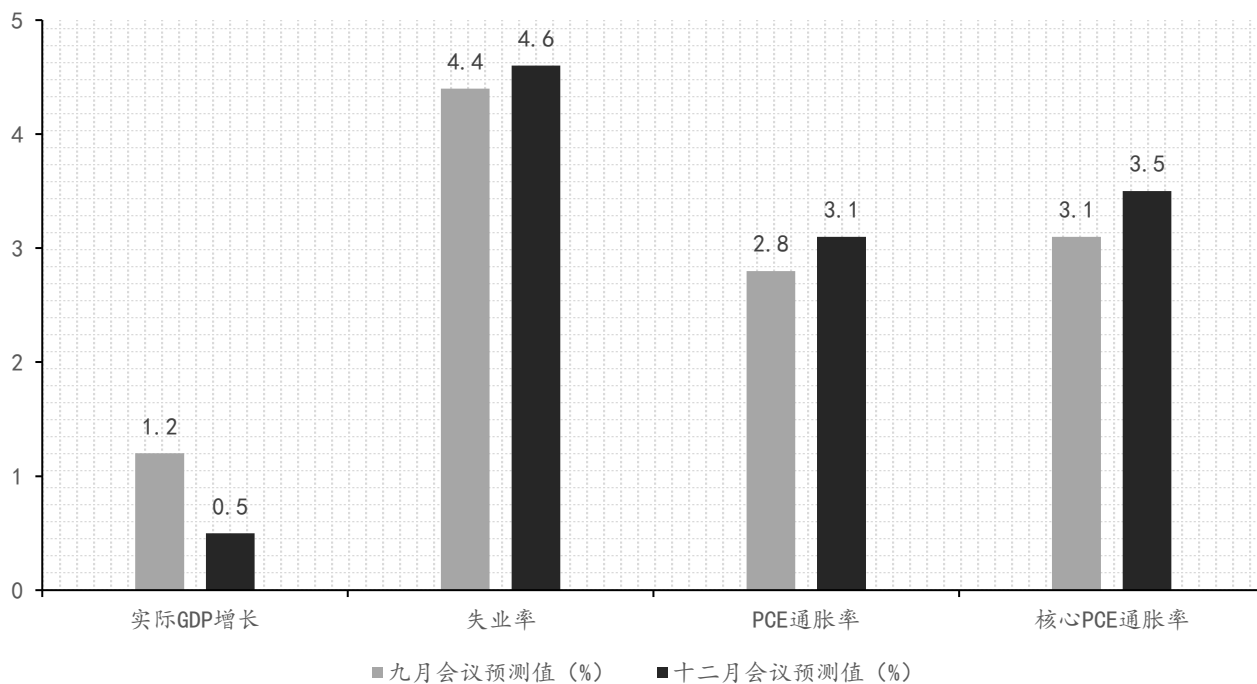
资料来源：芝加哥商品交易所

图6 货币政策委员会对2023年利率终值的预测(%)



资料来源：美联储官网

图7 货币政策委员会对经济指标的预测(%)



资料来源：美联储官网

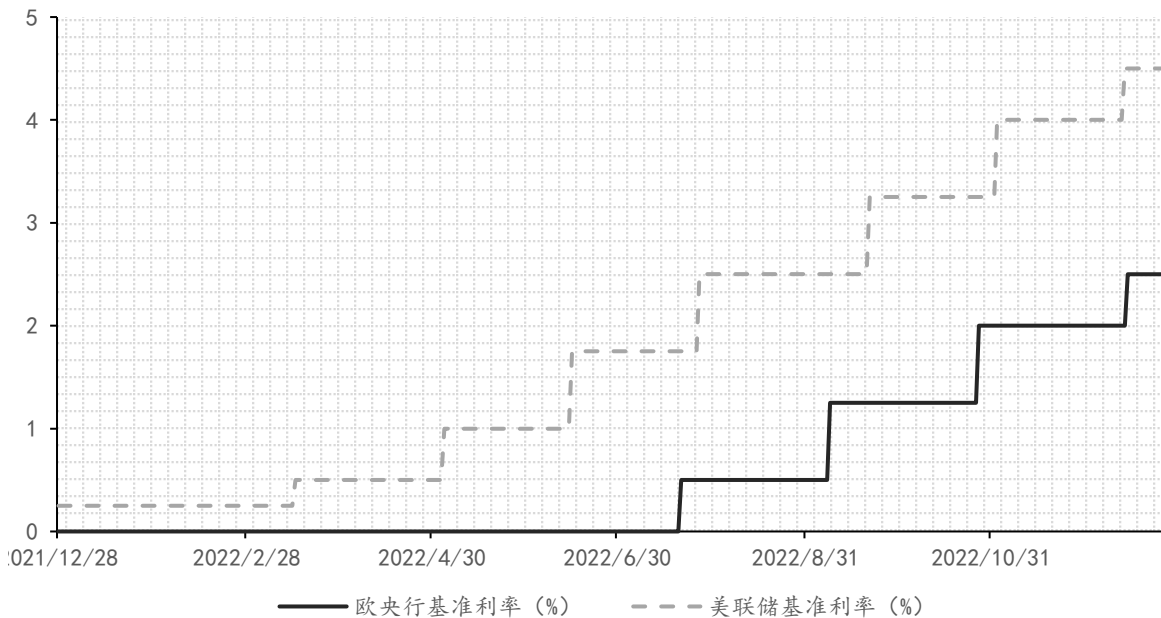
2022 年 12 月 26 日 宏观经济研究

2.2 欧央行加息（前值 75bp，本次 50bp，后续预计 50bp）

欧央行近两周同样召开议息会议，将基准利率由 2% 调整至 2.5%。本次加息幅度为 50bp，此前两次议息会议均加息 75bp。众多欧央行管理委员会成员认为，当前利率水平仍相对较低，为了遏制高达 10% 的通胀率，基准利率将继续上调（详见附录 1）。

尽管欧央行的表态明显偏向紧缩，并甚至表示加息将不考虑经济的负面影响，但在实际行动上欧央行也选择了放缓加息幅度，一些成员也表示后续单次加息幅度不会超过 50 个基点。这一表态表明欧央行更加看重“逐次”衡量加息幅度。整体来看，美联储在四次加息 75 个基点后选择放缓加息，而欧央行在两次加息 75 个基点后便选择放缓加息（详见图 8）

图 8 美联储及欧央行基准利率走势图（%）



资料来源：Bloomberg

尽管欧央行下半年的加息幅度低于美联储，当前的利率终值同样较低，但持续多次加息的管委会的公开讲话效果已经出现——欧元兑美元汇率自下半年以来出现反弹，伴随美元指数从高位回落（详见图 9）。此外，欧央行也发布了长期通胀预测，认为到 2025 年核心通胀率在 2.4%，但这距离央行 2% 的目标仍有一段距离。这也意味着，欧央行的加息行动的持续时间可能比美联储更长（美联储在经济预测中认为，到 2025 年核心通胀将降至 2.1%）。

图 9 美元指数和欧元兑美元汇率走势图

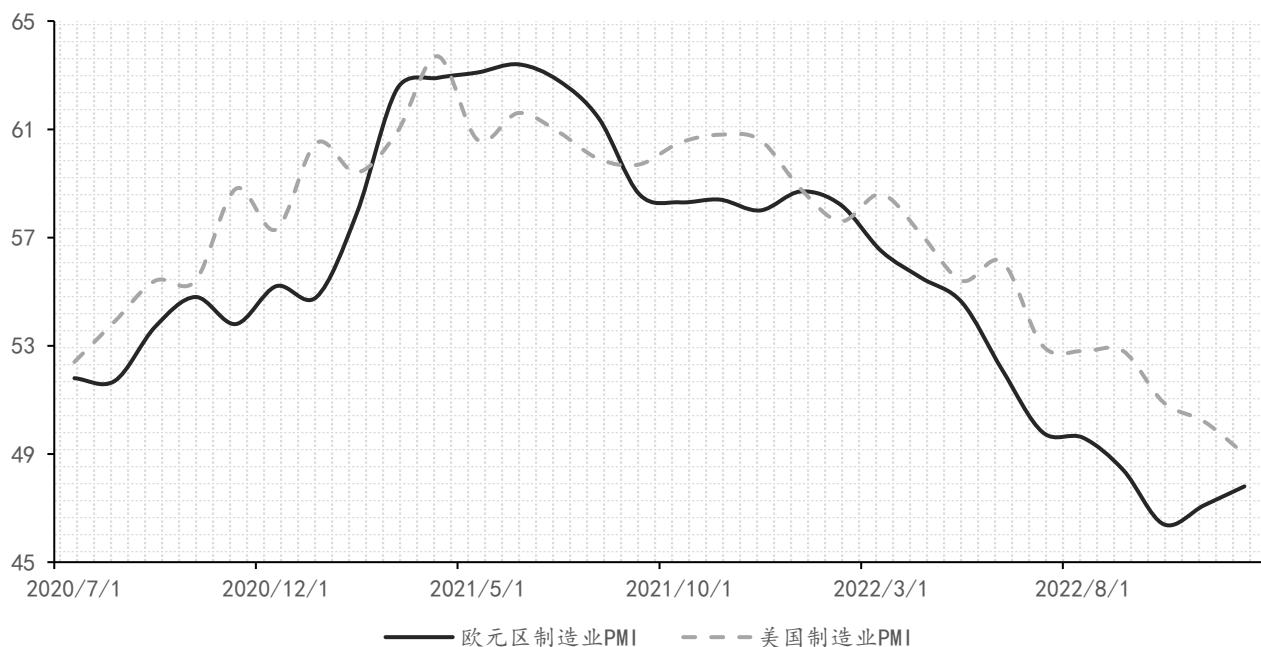


资料来源：Bloomberg

从欧央行和美联储的态度看，两者都已经对加息产生的经济负面影响有所了解，但还是选择将解决通胀作为优先事项。市场和央行的分歧，在于市场认为加息对经济的影响应当使得央行重视，例如以欧美制造业 PMI 分析，当前两者都已经低于 50，进入收缩区间。即便维持现有利率，经济增长也会面临压力（详见图 10）。市场的观点可以概括为：在 2021 年央行忽视了提高利率遏制通胀的可能性，因此利率提升的时间滞后。在 2022 年央行可能忽视了提高利率对经济增长的负面作用，因此利率提升在明年将没有持续性，即央行最终会妥协。

从全球资产价格的变化看，在十一月股债市场（以 MSCI 全球指数代表股票，以 Bloomberg 全球债券回报指数代表债券）出现明显反弹后，十二月中旬以来两者再次下跌，反映出市场对央行政策紧缩带来的压力，以及在央行表示可以牺牲一定的经济来遏制通胀的情况下，对明年经济增长的担忧（详见图 11）。而从两者年初至今的走势看，目前还没有止跌反弹的迹象。

图 10 欧美制造业 PMI 走势图



资料来源: Bloomberg

图 11 MSCI 全球指数与 Bloomberg 全球债券回报指数走势图



资料来源: Bloomberg

2022年12月26日 宏观经济研究

2.3 基于上述背景的资产选择

虽然央行和市场在利率终值的位置上仍有分歧，但不可否认的是，央行的升息进程至少已经过半，即便美联储和欧央行仍继续加息，但加息幅度也在放缓。这意味着加息对债券市场的冲击正在逐渐减小——尤其是考虑到今年已经造成较大影响的情况下。从欧美国债收益率出现拐点，以及全球债券市场波动指标 MOVE 开始回落分析（详见图 12），当前全球债券市场的投资吸引力仍较强，高评级债券是一个理想的选择。

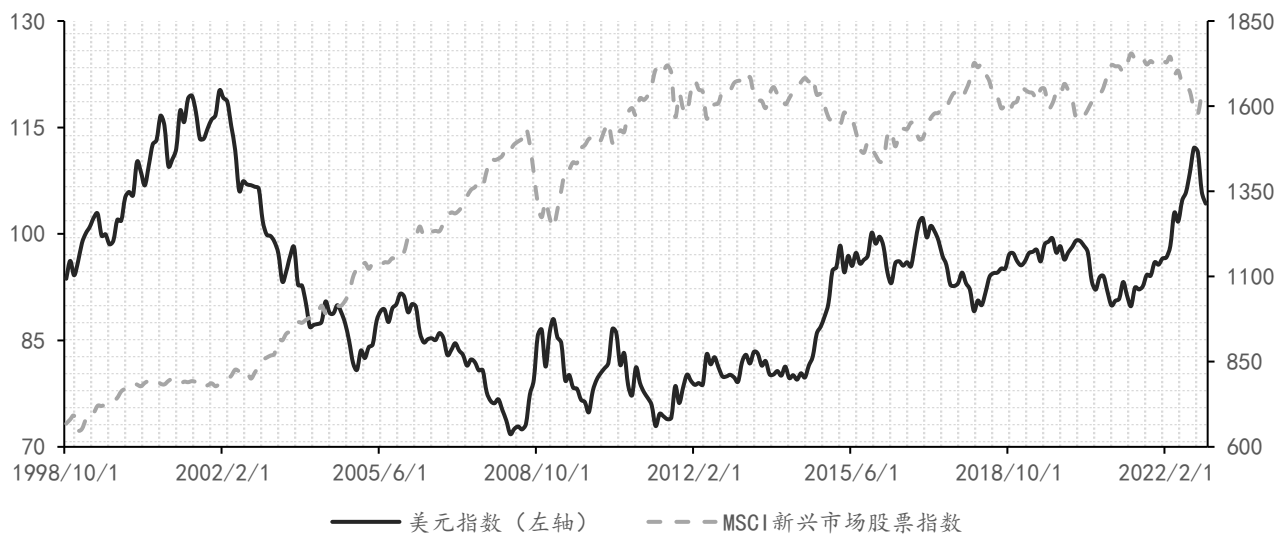
图 12 全球债券市场波动指标 MOVE 走势图



资料来源：Bloomberg

从股票市场来看，由于美联储距离利率终值已经逐渐接近，美元指数已经从 114 的高位回落至 104 附近，这缓解了新兴市场货币的贬值情况，而新兴市场经济体股市同样和美元指数密切相关（详见图 13）。如果美联储加息幅度继续放缓，同时高利率对经济的影响逐渐体现，预计美元指数将在明年下行，而新兴市场经济体的股市有可能上涨。

图 13 美元指数与 MSCI 新兴市场股票指数走势图



资料来源: Bloomberg

2022年12月26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：“在货币政策委员会确信通胀将向2%的目标靠拢前，美联储不会考虑降息”、“美联储判断当前货币政策立场仍不具有足够的限制性”。

克利夫兰联储行长 Mester：“美联储必须继续加息，基准利率必须高于5%，并持续相当长的一段时间，直到通胀回落”、“预计紧缩压力将比美联储平均预期更高”。

旧金山联储行长 Daly：“美联储距离物价稳定的目标还很遥远，劳动力市场供不应求的情况仍存在”、“目前看5%的利率终值比较合适”。

纽约联储行长 Williams：“劳动力市场和整体经济的需求高于供应，美联储有理由在一段时间内保持高利率”、“预计明年通胀率将缓和至3%到3.5%之间，但核心问题是如何降至2%”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行执行委员会成员 Schnabel：“由于实际利率仍然非常低，欧央行政策对经济的影响仍旧有限”、“疫情结束后，供应链的恢复时间比预期要更久”。

欧洲央行副行长 Guindos：“在通胀率仍超过10%的情况下，上调利率的行为远未结束”、“预计后续议息会议将继续加息50个基点”。

欧洲央行管理委员会成员 Centeno：“尽管欧央行会继续加息，但加息幅度不太可能达到75个基点”、“预计明年二月的升息规模与今年十二月50个基点保持一致”。

欧洲央行管理委员会成员 Kazimir：“目前欧央行对利率终值仍不确定，需要逐次会议做出决定”、“通胀风险仍继续向上，但对经济的影响仍然轻微”。

欧洲央行管理委员会成员 Muller：“通胀放缓的程度仍不够，欧央行不能在未来几次议息会议上放慢加息步伐”、“通胀仍需要更长的时间才能够下降”。

欧洲央行管理委员会成员 Vasle：“经济放缓不会显著降低欧元区通胀率，也不会使通胀向2%的目标水平靠拢”、“欧央行将在明年审慎调整货币政策”。

信息来源：Bloomberg

2022年12月26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	605.24	-0.80%	-3.18%	8.13%	-19.82%
发达经济体	MSCI World Index	2600.94	-0.99%	-3.80%	8.20%	-19.52%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	959.39	0.67%	1.95%	7.57%	-22.13%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	3629.28	0.26%	-3.52%	2.52%	-20.99%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1740.36	0.97%	-0.60%	21.66%	-16.86%
中国	MSCI China Index	63.97	1.93%	12.15%	7.89%	-24.11%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	836.25	-1.06%	-0.92%	4.57%	-18.17%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	833.05	-1.13%	-1.08%	4.53%	-18.54%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	109.25	0.02%	1.96%	-0.66%	-20.41%
投资级公司债券						
全球市场	Bloomberg Global Aggregate Index	446.10	-0.73%	0.30%	5.85%	-16.21%
发达经济体	Bloomberg Global Aggregate Developed Markets Index	95.21	-0.80%	-0.01%	6.09%	-17.09%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1074.09	-0.16%	1.64%	5.24%	-15.22%
美国	Bloomberg US Aggregate Index	2049.76	-0.86%	-0.18%	2.22%	-12.97%
中国	Bloomberg China Aggregate Index	254.54	0.24%	2.66%	2.44%	-5.47%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1338.27	-0.33%	1.04%	8.07%	-12.47%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	151.90	-0.24%	0.29%	8.20%	-11.75%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	119.24	-0.49%	1.88%	3.98%	-15.69%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2202.30	-0.32%	0.51%	4.44%	-10.53%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	43.73	0.27%	24.86%	25.13%	-38.40%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	113.11	-0.02%	-1.12%	0.32%	14.06%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	41.65	-0.96%	10.54%	11.76%	34.81%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	166.77	0.91%	7.15%	17.64%	-3.54%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	214.45	-0.34%	6.11%	12.25%	-2.11%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	68.36	0.54%	1.43%	-0.15%	12.45%

数据来源: Bloomberg

2022年12月26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