

2023年1月9日

宏观经济双周报

非农就业数据偏弱，紧缩情绪缓解助推全球资产反弹

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 1.31%，1 月 6 日收盘价 3895.08；
美国道琼斯指数两周上涨 1.29%，1 月 6 日收盘价 33630.61；
美国纳斯达克指数两周上涨 0.68%，1 月 6 日收盘价 10569.29；
欧洲斯托克 50 指数两周上涨 5.26%，1 月 6 日收盘价 4017.83；
中国上证指数两周上涨 3.67%，1 月 6 日收盘价 3157.65；
香港恒生指数两周上涨 7.14%，1 月 6 日收盘价 20991.65；
日经 225 指数两周下跌 1.00%，1 月 6 日收盘价 25973.85；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周上涨 3.75%，1 月 6 日收盘价 1865.69；
WTI 原油指数两周下跌 7.28%，1 月 6 日收盘价 73.77；

3) 其他市场

美元指数两周下跌 0.42%，1 月 6 日收盘价 103.88；
港币汇率两周上涨 0.03%，1 月 6 日收盘价 7.8072；
波罗的海干散货指数两周下跌 25.41%，1 月 6 日收盘价 1130；
美国十年期国债收益率两周下跌 5.04%，1 月 6 日数值为 3.56%；

1.2 市场简要回顾：

近两周全球资产大多上涨，其中中港股市涨幅较大。尽管去年 12 月议息会议召开后，美联储仍在多个场合表示紧缩的必要性，但是最新的非农就业数据显示，本月新增就业人数已经达到近一年的新低，同时美联储和市场均密切关注的平均时薪指标出现明显放缓。这些迹象使市场认为美联储的加息行为可能不会像过去那样强势，全球股债市场迎来年初第一轮反弹。

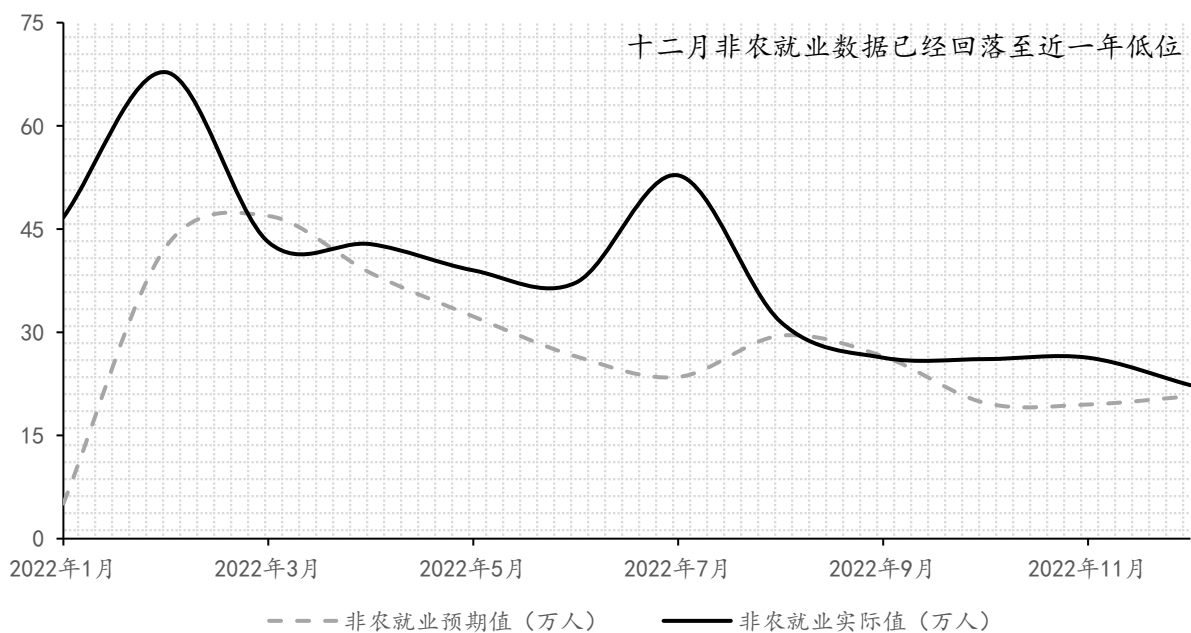
2 宏观经济分析

2.1 非农就业数据转弱，市场紧缩情绪下降

美国2022年12月非农就业单月增加22.3万人，低于前值25.6万人，同时失业率下降至3.5%。整体来看，本次单月新增就业人数仍超过市场预期，但从绝对数值上已经回落至近一年的低位，这可能意味着后续新增就业继续放缓。失业率下降的原因，仍和本次新增就业人数继续增加有关，但是随着新增就业人数持续放缓，失业率可能会出现抬升（详见图1）。

本月劳动参与率上升至62.3%，结束了连续3个月的下行趋势。市场对本次非农就业数据的解读，也涉及到经济是否可以实现软着陆的问题。美联储此前曾表示，即便加息会对经济造成负面影响，但也会将抑制通胀作为第一要务。去年下半年来持续强势的非农就业数据，令市场认为即便加息持续，当前的经济韧性也可以使经济软着陆的概率加大。

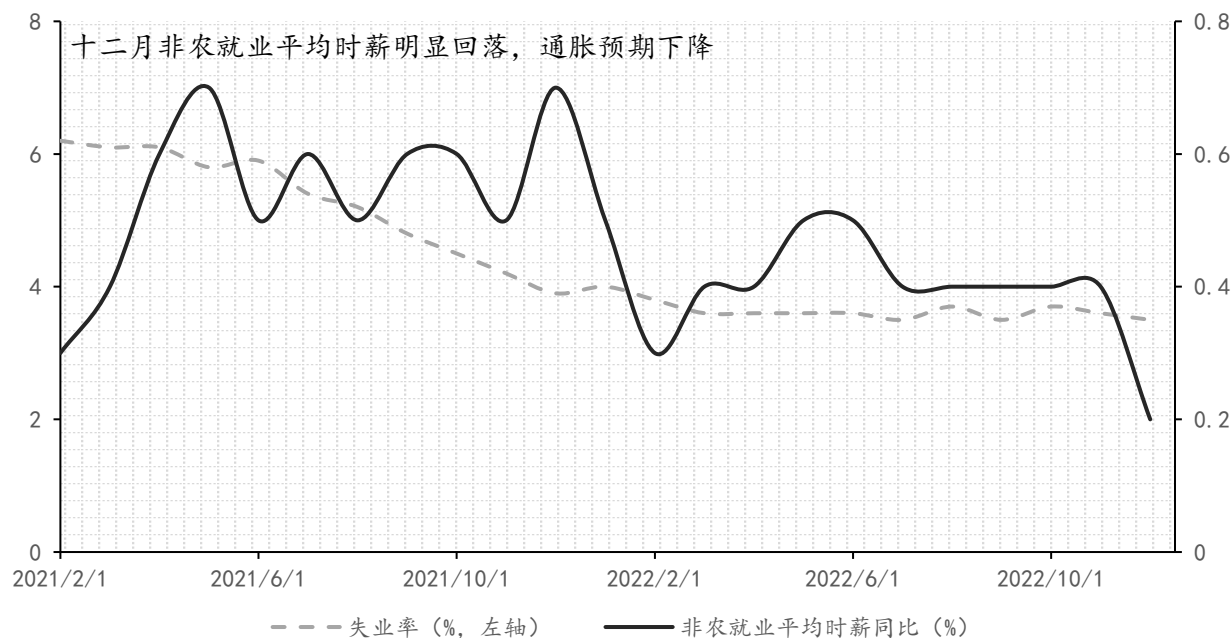
图1 美国非农就业新增人数走势图



资料来源：Bloomberg

本次非农就业数据显示12月平均时薪增长出现明显放缓，平均时薪也是美联储和市场对后续通胀判断最为关注的指标之一。鲍威尔在去年强调，工资上涨是否持续将成为通胀是否上行的关键，而本次数据显示平均时薪增长已下降至0.2%，达到全年以来的最低值（详见图2）。结合劳动参与率本轮出现回升，可以认为当前就业市场供不应求的状态正得到缓解——参与就业的劳动人口增加，但是企业已经不需要支付更多的工资溢价。

图2 美国非农就业平均时薪和失业率走势图

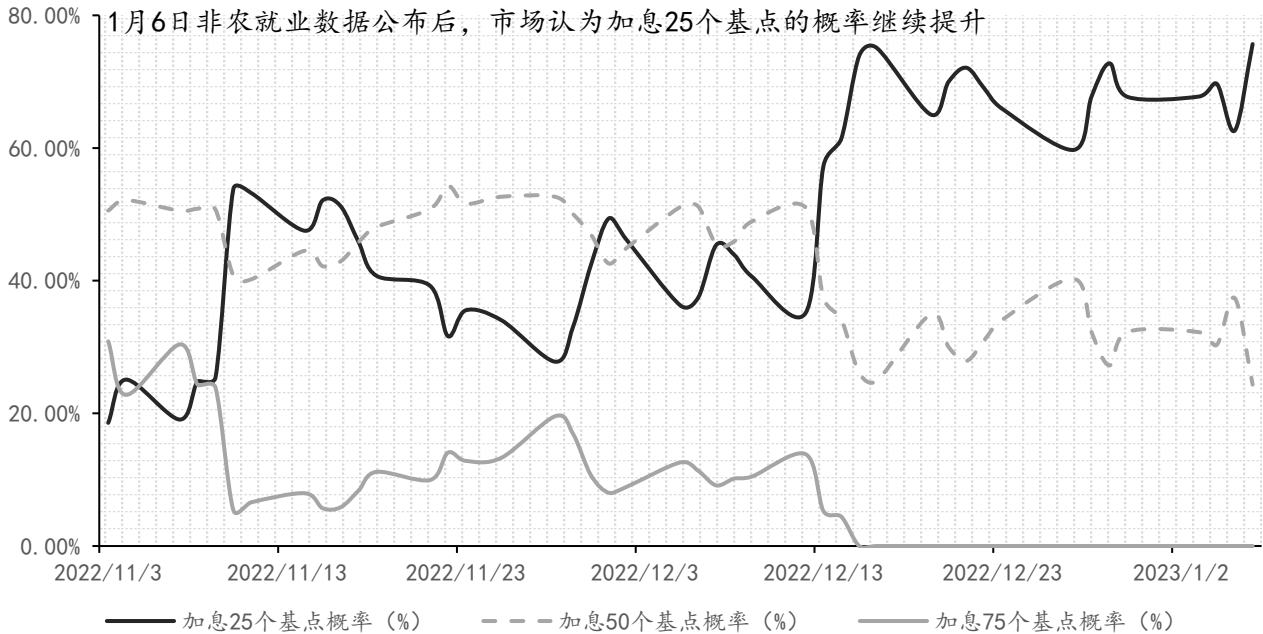


资料来源：Bloomberg

在本次非农就业数据公布后，市场的紧缩情绪继续得到缓解。虽然美联储在12月议息会议后继续反驳市场关于2023年降息的观点，同时1月初公布的议席会议纪要也显示，货币政策委员会各个成员均不赞成降息。但是市场仍将本次会议解读为美联储后续放缓加息，甚至为维护经济增长选择在第四季度降息的重要信号。从联邦利率期货反映的美联储加息预期看，市场认为今年2月议息会议加息的概率继续提高（详见图3）。

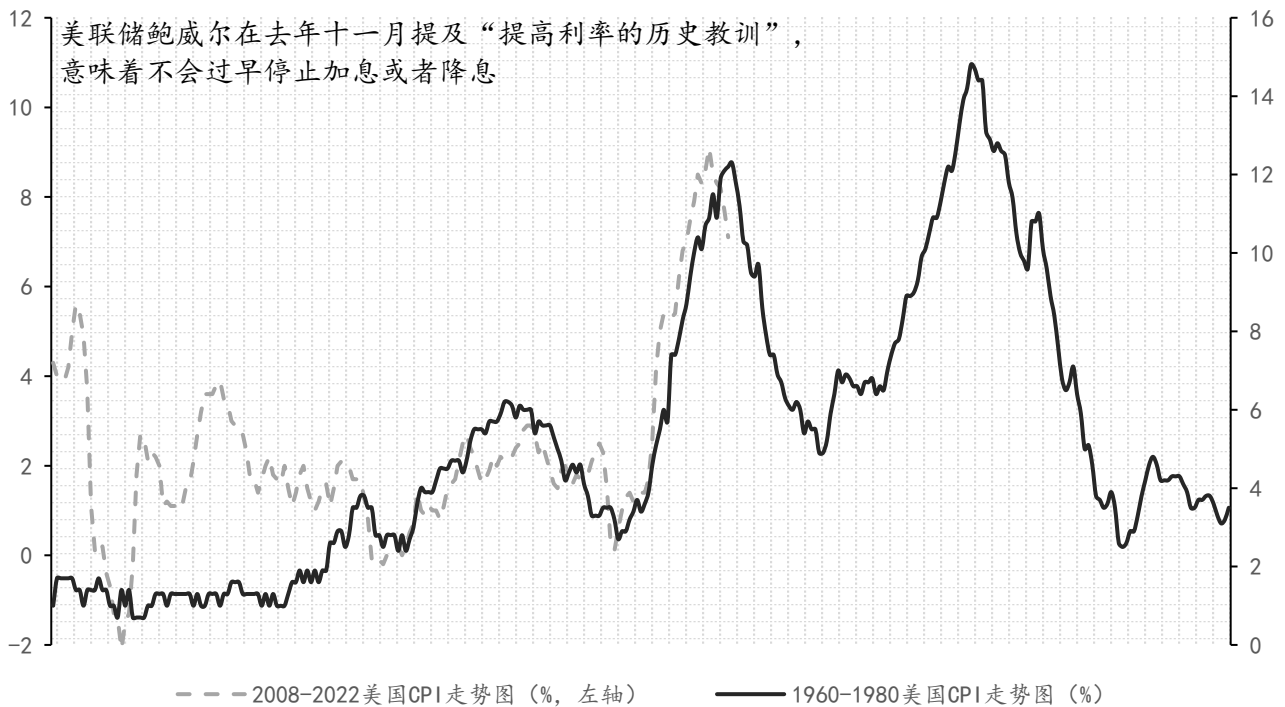
当前的市场加息预期仍和美联储公布的预期存在一定差异，也可以理解为双方对通胀数据的判断有所不同。美联储更看重通胀是否出现反弹这一潜在可能，其参照对象是1960年至1980年的通胀变化（详见图4）。美联储认为如果仅仅因为当前通胀出现下降趋势就选择放宽政策，市场可能会迎来更猛烈的一轮通胀上行，对经济的负面影响也会更大。考虑到12月公布的会议文件将基准利率的中位数设在5%以上，预计美联储今年还将至少有1%的升息可能。

图3 2023年2月议息会议市场加息预期变化



资料来源：CME Group

图4 美国两次通胀时期CPI变化



资料来源：Bloomberg

2023年1月9日 宏观经济研究

从消费者和投资者的通胀预期看，当前长期通胀仍高于疫情前的水平，但短期通胀已经回落至2021年6月以来的新低（详见图5），这可以有效证明美联储当前的政策已经扭转了市场的通胀预期。此前曾担心的通胀是否能够锚定的问题已经得到解决。因此从市场看来，美联储应当更关心维持高利率对经济的负面影响，而不是等待经济进入衰退区间再进行判断。

从纽约联储发布的全球供应链压力指数和CPI的同比变化看，供应链压力在疫情影响逐步下降的情况下出现明显回落，通胀数据也随后开始下行（详见图6）。近两周反映全球海运成本的波罗的海干散货指数也下降超过25%，从这些数据看供应链压力回到正常水平已经是大概率事件，因此市场认为通胀下行至正常水平你也不再需要后续更多的限制性政策。

此外对经济衰退担忧的持续也是市场认为美联储应当在今年第四季度降息的原因。尽管近期美债收益率从11月的高点下降，但是长短期美债利差倒挂的情况并没有缓解，反而进一步加深。无论是市场关注的十年期两年期美债利差，还是美联储关注的十年期三个月期美债利差，都已经明显倒挂（详见图7）。在过去的经济数据中，利差倒挂可能是经济衰退出现的前兆，而当前利差倒挂持续的现象，使市场认为加息将难以持续。

图5 密歇根大学消费者通胀预期变化



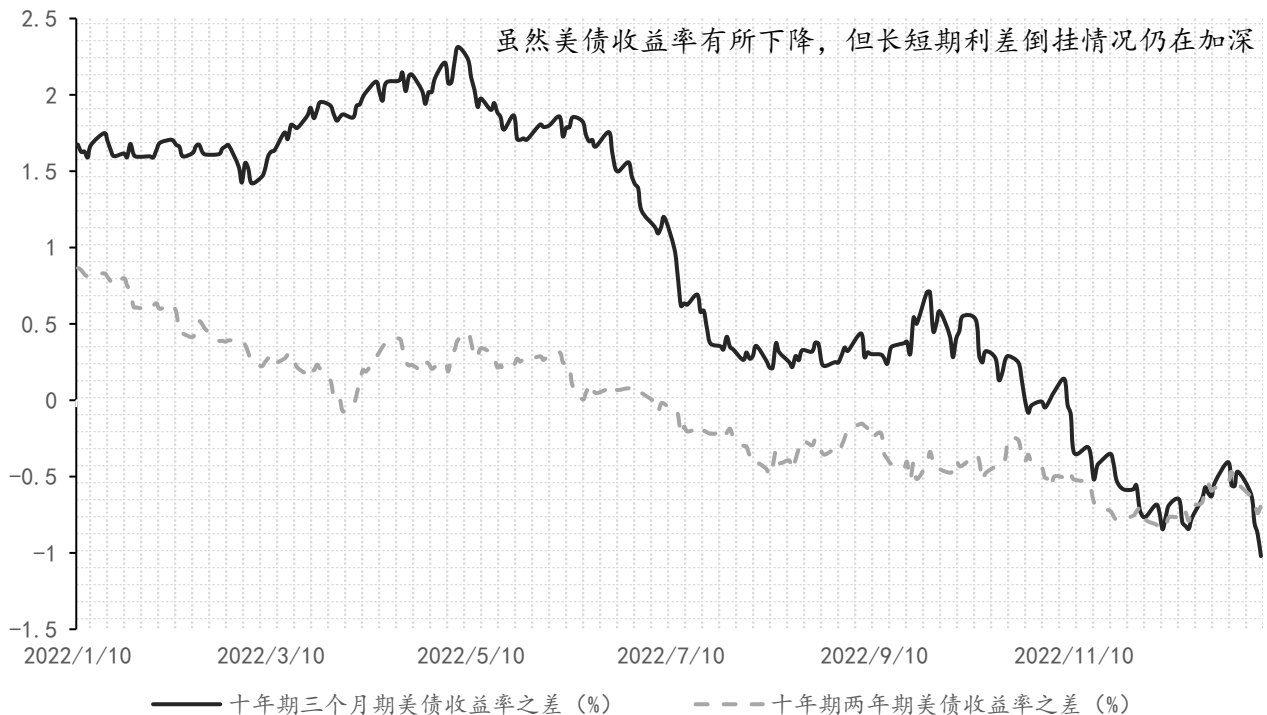
资料来源：Bloomberg

图6 全球供应链压力指数和CPI同比变化



资料来源: Bloomberg

图7 长短期美债利差走势图



资料来源: Bloomberg

2023年1月9日 宏观经济研究

2.2 全球资产近两周普遍反弹

除去美元资产受到紧缩情绪下降而明显反弹外，非美元资产也延续了自去年11月开始的普遍反弹。例如在美联储将12月议息会议的加息幅度由50个基点下降到25个基点后，欧洲主要股指已经反弹至去年一月的新高。日本央行将十年期国债收益率的浮动区间由0.25%调整至0.5%，美债日债利差开始缩小，日元结束了近一年的贬值趋势（详见图8）。

从欧洲央行表态将逐次考虑加息幅度，以及日本央行在长期宽松货币政策下选择适当收紧，都反映出在美联储加息放缓的背景下，各国央行货币政策空间较之前有所提高（详见附录1）。尽管全球市场的主基调仍是收紧，但央行对收紧幅度的调节可以根据经济情况确定。

图8 日元汇率与美日国债利差走势图



资料来源：Bloomberg

2.3 看好中国资产2023年表现

在近两周的市场反弹中，中港股市的涨幅相对更高，中国资产2023年的表现值得关注。从资金面角度看，欧美央行尽管在加息进度上仍然和市场存在分歧，但整体紧缩至少将持续至今年三季度末。中国央行在疫情期间没有大幅宽松货币政策，而从2022年下半年以来M2同比变化开始增长，这意味着2023年中国货币政策将持续宽松（详见图9）。从央行和财政部12月以来的表态看，货币政策和财政政策可能在今年会继续加大投放力度。

图9 中美欧 M2 同比变化



资料来源：Bloomberg

从外界因素看，美元指数自11月以来明显下降，离岸人民币近半年的贬值趋势结束，目前汇率已经回到2022年年中水平（详见图10）。从当前美联储加息的绝对幅度来看，尽管2023年美联储认为还有1%的加息空间，但是绝大部分利率提升的行动已经发生在2022年，这意味着后续紧缩难以对美元指数再次构成向上的推动作用。因此，美元指数的弱势和离岸人民币的强势将持续更长时间，这一升值趋势对中国资产构成利好。

同时中国重启经济的行动也从基本面角度推高了中港市场。通过分析上证指数成份股所属行业的权重变化，可以看出自2022年11月1日以来，中国股票市场的反弹主要来自消费、地产、交通等与经济重启密切相关的板块（详见图11）。这些板块的成分股升值使得他们在整个指数中的占比增长，其中交通运输和房地产板块的增长速度超过了10%。从目前整体经济的表现看，重启对市场的影响还处于初步阶段，后续经济增长将会对工业、金融等更多行业构成积极影响。

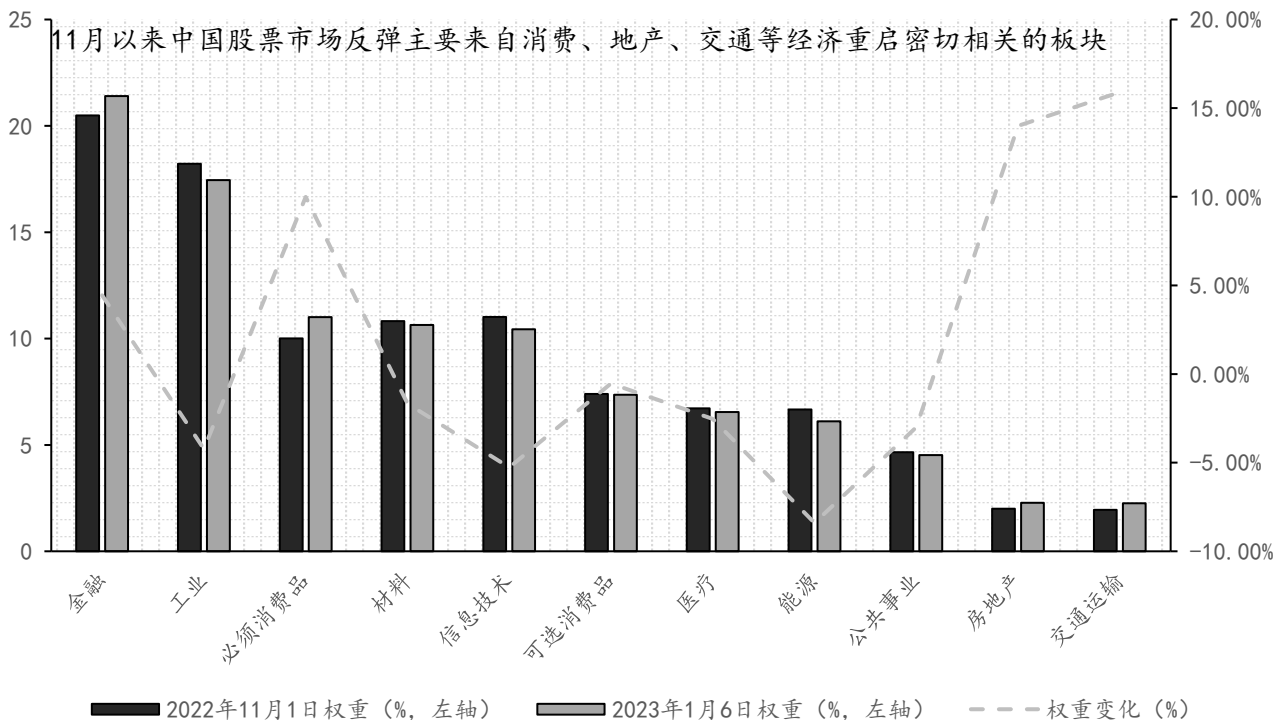
2023年1月9日 宏观经济研究

图10 离岸人民币汇率与美元指数走势图



资料来源: Bloomberg

图11 上证指数成分股所属行业权重变化



资料来源: Bloomberg

请阅读此报告最后部分的免责声明

2023 年 1 月 9 日 宏观经济研究

从外资流入的角度看，以北上资金作为外资的代表，北上资金净流入在去年 11 月开始逐渐增加，同时沪深 300 指数也出现了触底反弹的迹象（详见图 12）。长期来看北上资金的流入流出和市场上涨下跌有较强的相关性，因此可以视为外资配置中国资产的重要指标。2023 年以来北上资金仍在继续流入，短期来看外资认可对中国重启经济的行动和当前市场的估值。

图 12 北上资金净流入与沪深 300 指数走势图

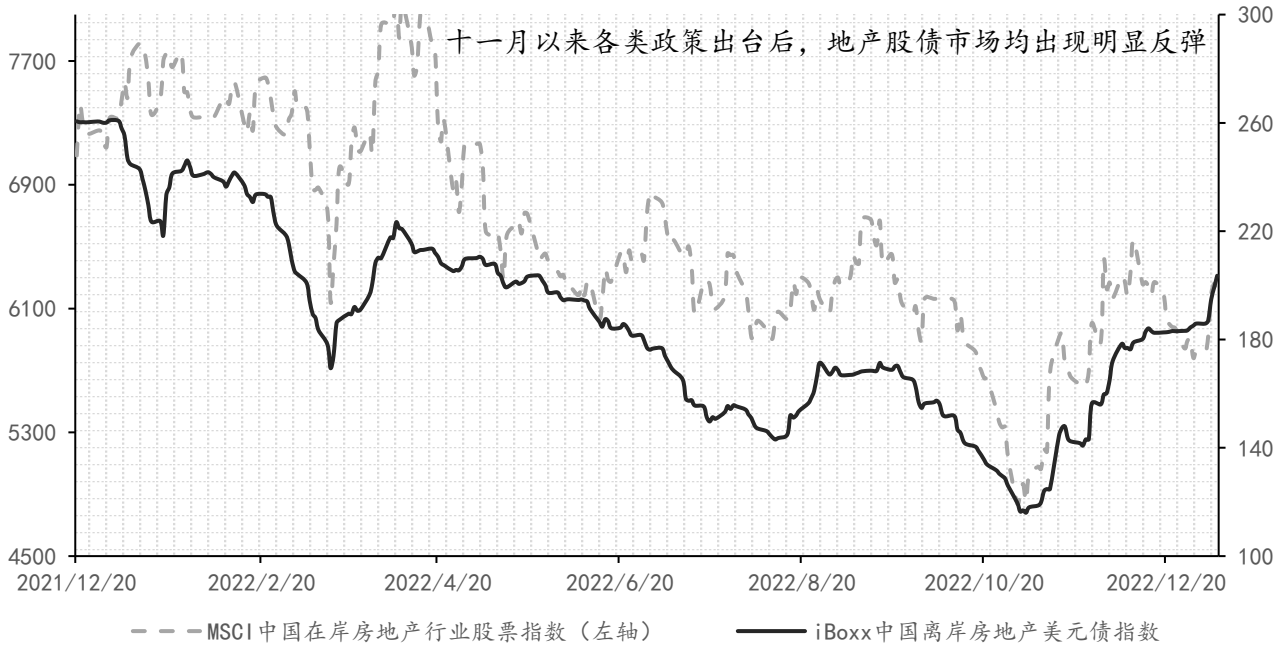


资料来源：Bloomberg

从具体行业来看，2022 年表现较弱的房地产资产和科技互联网资产可能成为今年最受益的品种。以 MSCI 中国在岸房地产行业股票指数和 iBoxx 中国离岸房地产美元债指数进行分析，去年两者均大幅下跌，而在 11 月监管机构纷纷出台针对购房者和地产企业的各类政策后，房地产股债指数均出现明显回升（详见图 13）。预计 2023 年地产行业还将迎来更多政策扶持，以及随着经济重启和 GDP 的增长，房地产股债资产还将迎来反弹。

除去地产行业外，科技互联网行业也在 2022 年表现不佳。平台企业的监管以及全球高利率对成长类资产的利空导致科技互联网资产贬值。从目前科技互联网的估值来看，无论是中国相关资产还是外国资产，都可能在加息放缓的情况下获得修复。从纳斯达克综合指数和纳斯达克金龙中国指数的表现看，目前中国科技互联网资产的反弹力度更强，两者的差距正逐渐缩小（详见图 14）。考虑到近期监管政策对平台企业限制的放宽和支持平台经济发展的表述，预计 2023 年科技互联网行业将成为市场的关注热点。

图 13 中国房地产股债市场走势图



资料来源: Bloomberg

图 14 纳斯达克金龙中国指数与纳斯达克综合指数走势图



资料来源: Bloomberg

2023年1月9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 Cook：“数据表明过去一年劳动者薪资增长速度有所放缓”、“尽管通胀率仍较高，但已经可以看到降温迹象”。

圣路易斯联储行长 Bullard：“乐观迹象表明今年的物价涨幅进一步放缓，美联储可能成功抑制通胀”、“政策利率尚未达到足够限制性的区域，但已经接近这一水平”。

里士满联储行长 Barkin：“美联储在降低通胀的时候，有必要更为审慎地制定货币政策”、“在2%的通胀目标实现前，美联储如果改变方向，会提高控制通胀的成本”。

亚特兰大联储行长 Bostic：“尽管有迹象显示通胀缓和，但美联储仍有更多工作要做”、“通胀较高仍是最大阻力，美联储有决心将通胀水平降至2%”。

堪萨斯联储行长 George：“美联储在平衡就业和通胀的问题上面临更复杂的选择”、“当前全球经济前景看起来不会为经济提供很大的缓冲”。

明尼阿波利斯联储行长 Kashkari：“即使通胀率出现下滑，美联储在2023年至少还可以加息1%”、“后续几次会议将继续加息，赞成利率终值达到5.4%的水平”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“政策利率需要继续提高，如果放任通胀在经济中持续，情况会变得更差”、“薪资正在快速增长，欧央行需要警惕薪资推动的通胀预期变化”。

欧洲央行首席经济学家 Lane：“能源价格上升对通胀的冲击将在未来两三年内持续存在”、“如果能源通胀持续缓解，预计核心通胀的压力将下降”。

欧洲央行副行长 Guindos：“欧元区正在经历短暂且浅度的衰退，第二季度将恢复增长”、“高通胀和低增长并行，个人和企业需要保持审慎”。

欧洲央行管理委员会成员 Villeroy：“欧央行应当在今年夏季将政策利率提高至峰值”、“央行货币政策取决于核心通胀等具体指标，不会机械式加息”。

信息来源：Bloomberg

2023年1月9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	617.40	1.83%	0.19%	9.66%	1.83%
发达经济体	MSCI World Index	2649.76	1.63%	-0.17%	9.60%	1.63%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	988.68	3.41%	3.12%	10.13%	3.41%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	3691.21	1.15%	-1.06%	6.48%	1.84%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1801.65	4.05%	2.93%	22.69%	3.06%
中国	MSCI China Index	69.37	7.60%	11.21%	19.44%	7.60%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	848.41	1.57%	-0.35%	4.89%	1.09%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	844.97	1.56%	-0.49%	4.80%	1.10%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	108.26	-0.69%	0.43%	-1.38%	-0.73%
投资级公司债券						
全球市场	Blommborg Global Aggregate Index	452.12	1.39%	0.18%	5.79%	1.08%
发达经济体	Blommborg Global Aggregate Developed Markets Index	96.42	1.41%	-0.16%	5.81%	1.13%
新兴市场经济体	Bloommborg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1084.17	0.99%	0.48%	6.63%	0.78%
美国	Blommborg US Aggregate Index	2086.58	1.85%	-0.40%	3.15%	1.48%
中国	Blommborg China Aggregate Index	259.22	1.55%	2.58%	3.55%	0.77%
高收益公司债券						
全球市场	Bloommborg Global High Yield Index	1356.90	1.67%	1.39%	7.94%	1.39%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	153.93	1.87%	1.14%	7.68%	1.87%
新兴市场经济体	Bloommborg Emerging Markets Corp ex CCC Index	120.80	1.16%	1.02%	5.85%	0.90%
美国	Bloommborg US Corporate High Yield Bond Index	2234.74	2.27%	1.20%	4.61%	1.71%
中国	Bloommborg China USD Credit High Yield Index	49.94	10.65%	19.31%	64.09%	9.83%
大宗商品						
综合	Bloommborg Commodity Index	108.96	-1.22%	-1.59%	-6.98%	-1.22%
能源商品	Bloommborg Energy Subindex	37.46	-3.29%	-7.52%	-26.25%	-3.29%
工业金属	Bloommborg Industrial Metals Subindex	164.97	-0.30%	-4.16%	11.92%	-0.30%
贵金属	Bloommborg Precious Metals Subindex	220.46	1.55%	5.03%	11.54%	1.55%
农产品	Bloommborg Agriculture Subindex	66.85	-1.36%	1.39%	-2.18%	-1.36%

数据来源: Bloomberg

2023年1月9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