

2023年1月23日

宏观经济双周报

通胀下行基本确定，情绪主导的市场反弹可能面临拐点

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 1.99%，1 月 20 日收盘价 3972.61；
美国道琼斯指数两周下跌 0.76%，1 月 20 日收盘价 33375.49；
美国纳斯达克指数两周上涨 5.40%，1 月 20 日收盘价 11140.43；
欧洲斯托克 50 指数两周上涨 2.54%，1 月 20 日收盘价 4119.90；
中国上证指数两周上涨 3.39%，1 月 20 日收盘价 3264.81；
香港恒生指数两周上涨 5.02%，1 月 20 日收盘价 22044.65；
日经 225 指数两周上涨 2.23%，1 月 20 日收盘价 26553.53；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周上涨 3.24%，1 月 20 日收盘价 1926.08；
WTI 原油指数两周上涨 10.22%，1 月 20 日收盘价 81.31；

3) 其他市场

美元指数两周下跌 1.8%，1 月 20 日收盘价 102.01；
港币汇率两周上涨 0.28%，1 月 20 日收盘价 7.8292；
波罗的海干散货指数两周下跌 32.48%，1 月 20 日收盘价 763；
美国十年期国债收益率两周下跌 2.22%，1 月 20 日数值为 3.48%；

1.2 市场简要回顾：

近两周全球股市延续上涨趋势，通胀放缓后紧缩情绪放松，市场上行更多受到情绪主导。美元指数及十年期美债收益率再次下行。虽然美联储和投资者对通胀下行趋势基本已无分歧，但美联储仍坚持继续加息，可能成为后续市场出现拐点的信号。大宗商品受情绪提振大幅上涨，国际金价两周上行 3.24%，时隔八个月后再站上 1900 美元/盎司。

2 宏观经济分析

2.1 美国通胀下行趋势基本确定

去年 11 月至今的全球市场反弹，与通胀下行导致紧缩预期放缓直接相关。从第四季度美国 CPI 数据同比变化逐次下降，到 12 月 CPI 环比转负，投资者认为美联储在 2023 年加息行动会明显放缓，因此市场的宽松情绪推动了资产价格上涨。从十年期和两年期通胀预期的变化看，当前通胀预期在长达半年的下行后，均已达到近两年的新低（详见图 1）。

尽管美联储在 12 月的议息会议文件中仍强调市场不应低估通胀的持续程度，但是投资者认为美联储的想法过于谨慎——在当前基准利率达到 4.50% 的情况下，美联储后续如果选择大幅度加息，可能会导致经济软着陆的难度增加。从 12 月的数据分析，当前工业 PMI 已经进入收缩区间，而目前少有的支持软着陆的证据是失业率仍未达到 4% 以上。

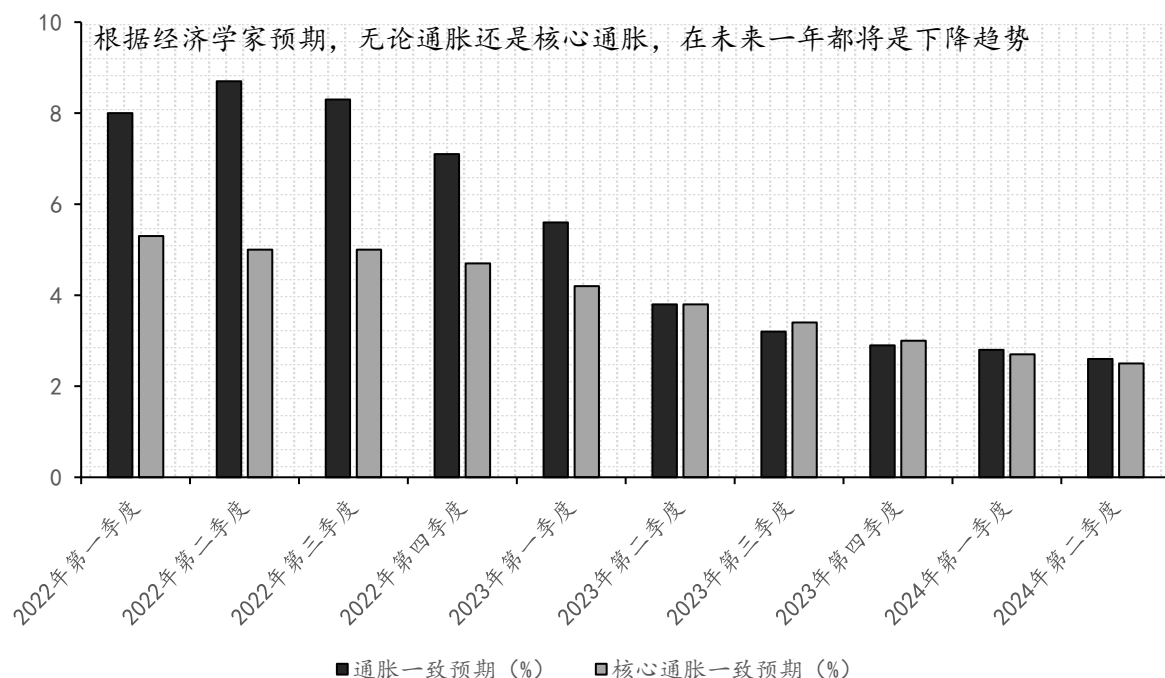
图 1 十年期两年期通胀预期变化



资料来源：Bloomberg

从 Bloomberg 经济学家对未来一年通货膨胀的预期来看，无论是整体通胀还是去除食品和能源商品的核心通胀，从今年第一季度至明年第二季度，预期数据都是下降趋势。其中核心 CPI 粘性更强，相对下降较缓慢（详见图 2）。结合第四季度的通胀数据，可以看出通胀下行已经成为比较明确，投资者和美联储存在的分歧主要是今年的加息幅度。

图2 Bloomberg 通胀和核心通胀一致预期变化



资料来源：Bloomberg

在众多CPI分项中，当前食品CPI的相对数值仍较高，且食品CPI是影响短期CPI变化的重要因素。例如去年2月农产品价格快速飙升，通货膨胀数据远超市场及美联储的预期。不过在当前情况下，食品CPI回落的概率更高。从联合国FAO粮食价格与食品CPI的数据分析，粮食价格变化领先于食品CPI，而目前前者已经明显回落，这意味着在今年食品CPI将继续下降，带动整体CPI保持向下运行的趋势（详见图3）。

通过分析联邦利率期货数据所表示的隐含基准利率和美联储在季度文件中公布的利率预测点阵图，可以看出市场对2023年年末的利率预期明显低于美联储货币政策委员会的预测值，在当前4.5%的利率水平下，投资者认为美联储的升息幅度不会超过75bp，甚至在二季度之后为了维护经济增长，美联储可能会考虑降息。但从美联储的角度看，今年至少有50bp的升息空间，且利率最高可能达到5.75%，降息则不可能发生（详见图4）。

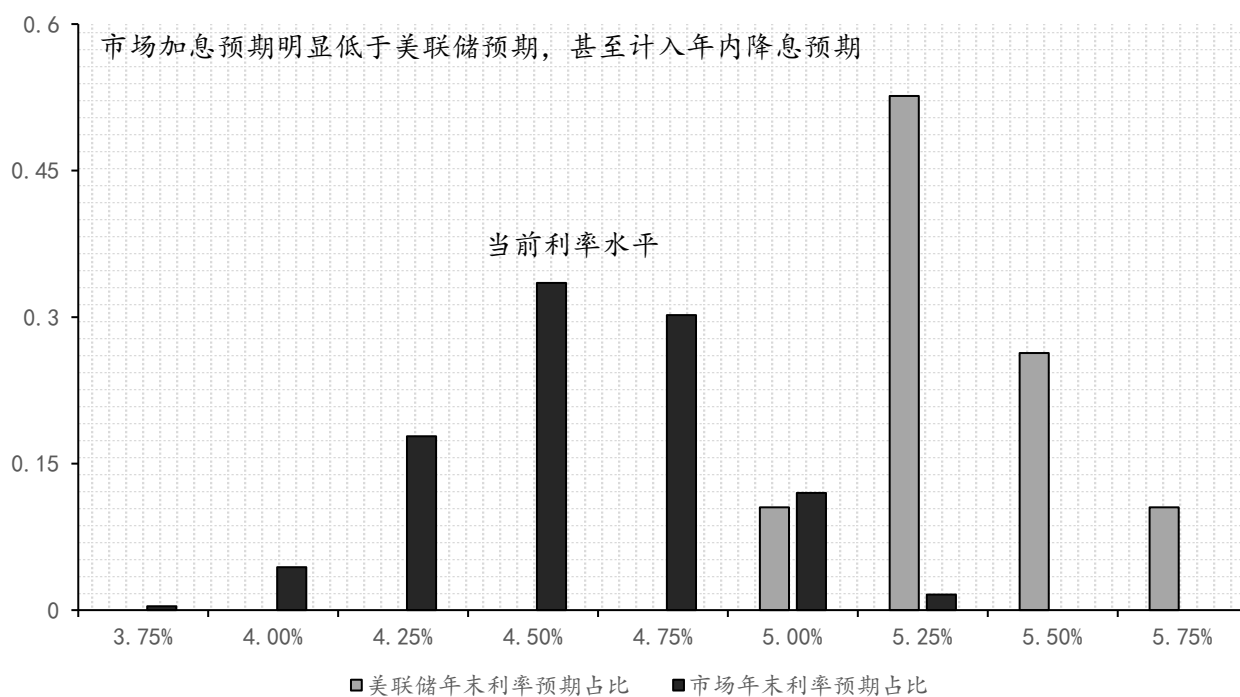
从美联储分行行长的公开表述看，目前在加息幅度上一部分行长已经赞同市场投资者的看法，即今年升息幅度需要谨慎考虑。但是在今年是否降息的问题上，还没有任何一位货币政策委员认为，有为经济让步而下调利率的可能（详见附录1）。

图3 FAO粮食价格变化与食品CPI变化



资料来源：Bloomberg

图4 美联储及市场年末利率预期分布



资料来源：CME Group、Bloomberg

2023年1月23日 宏观经济研究

2.2 情绪主导的反弹可能面临拐点

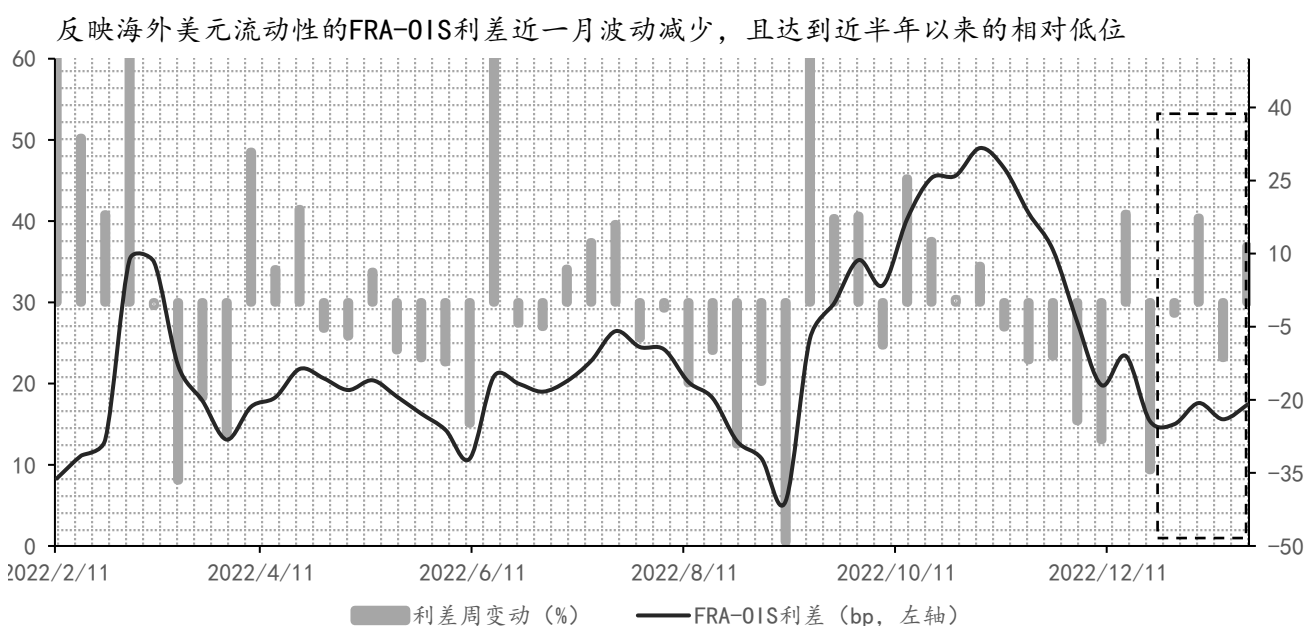
在通胀下行的共识下，宽松预期推动全球资产普遍反弹，无论是从反弹的持续时间还是整体的上行幅度看，本次反弹都高于去年5月至6月的阶段，而在当前全球经济基本面并没有明显改善的情况下(从工业生产数据和世界银行等公布的最新经济预测来看，全球经济仍在继续走弱)，本轮反弹更多依靠市场情绪，如果情绪开始走弱，反弹也可能面临拐点。

从反映海外美元流动性的 FRA-OIS 利差分析，自 11 月以来利差水平逐渐下降反映出海外美元流动性逐渐充裕，这一流动性推高了全球金融资产的价格。不过近一个月以来 FRA-OIS 利差已经达到近半年的相对低位，且下行趋势已经停止(详见图 5)。这可能意味着海外美元流动性有重新转向收紧的可能，例如当美联储继续加息时，美债收益率提高将促使海外美元回流。

从长短期美债利差的走势看，当前十年期和两年期美债已持续倒挂超过半年时间，但三十年期与五年期美债倒挂情况已明显缓解——近期三十年期美债收益率的下行幅度低于五年期美债，可能意味着长期美债收益率下行的趋势即将扭转(详见图 6)。同时十年期和两年期美债的倒挂程度也已连续 3 个月维持稳定，如果十年期美债收益率重新上行，债券的吸引力会提高。

从商品期货委员会公布的美元指数净头寸分析，当前美元指数已连续 3 个月下行，而美元指数的净多头数量已经明显下降(详见图 7)。这表明非美货币的升值已经持续的一段时间，如果后续美元资产的吸引力重新上升，美元指数也可能扭转下行趋势。

图 5 美元 FRA-OIS 利差变化情况



资料来源：Bloomberg

图6 长短期美债利差走势图



资料来源: Bloomberg

图7 商品期货委员会美元指数净头寸与美元指数变化



资料来源: Bloomberg

2023年1月23日 宏观经济研究

上述情绪主导的反弹如果出现拐点，可能是短期市场的回调，但长期来看紧缩预期放缓的大趋势不会发生改变。例如与实际利率水平反向相关的国际黄金价格，自去年2月后金价50日线再次上穿200日均线，表示长期看涨趋势已经建立。尽管短期由于反弹结束等影响金价可能会出现一定下行，但在去年已经大幅加息的情况下，今年升息幅度相比去年会显著减小，因此仍可以继续仍看好黄金的表现（详见图8）。

图8 国际黄金价格走势



资料来源：Bloomberg

2.3 外资在中国股票市场的配置特点

中国市场的反弹与全球反弹时间类似，但情况有所不同。2022年全年的主要股票指数中，中港市场的跌幅较大，整体估值较低，这也是本次反弹相对去年10月的低点已经达到30%至40%的主要原因。同时中国在第四季度重启经济的做法，也为反映经济增长预期的十年期国债收益率上行提供了空间（详见图9）。

图9 中国十年期国债收益率与上证指数 PE 值变化

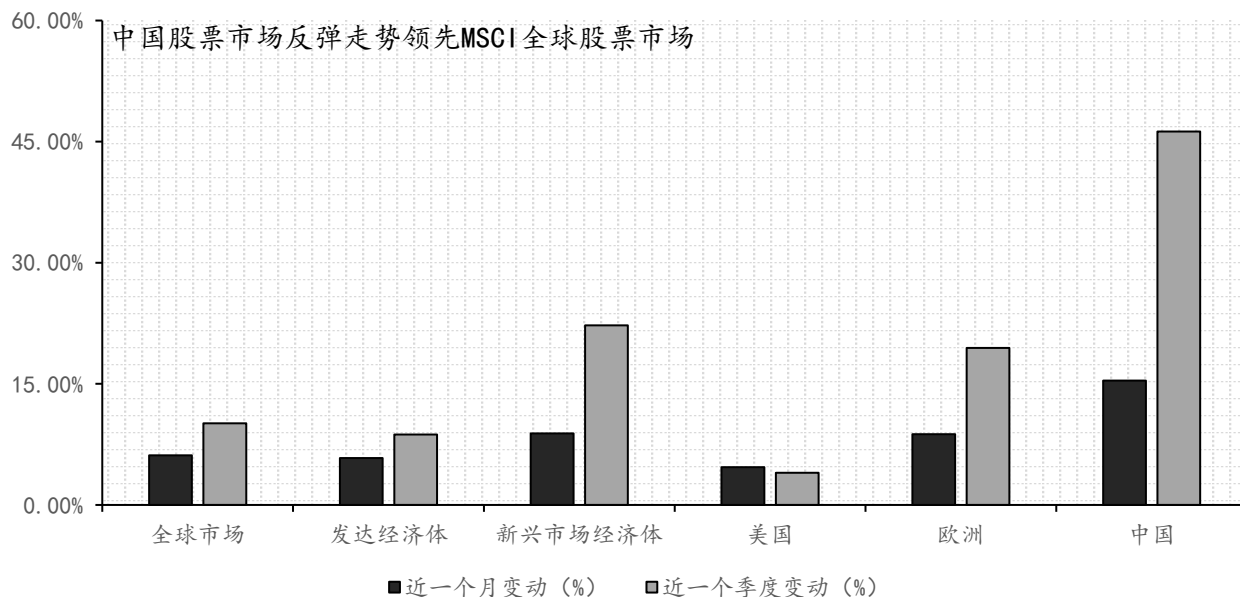


资料来源：Bloomberg

无论是近一个月还是近一个季度的反弹力度，中国股票市场都已明显领先于全球市场，与此前低估值、高预期和宽情绪三者密切相关。MSCI 中国市场指数近一季度上涨约 45%，基本回到了 2022 年 4 月的估值水平（详见图 10），而随着后续稳经济政策逐渐出台，企业的盈利预期将继续改善，宽情绪结束后市场的反弹将以基本面改善作为支撑。

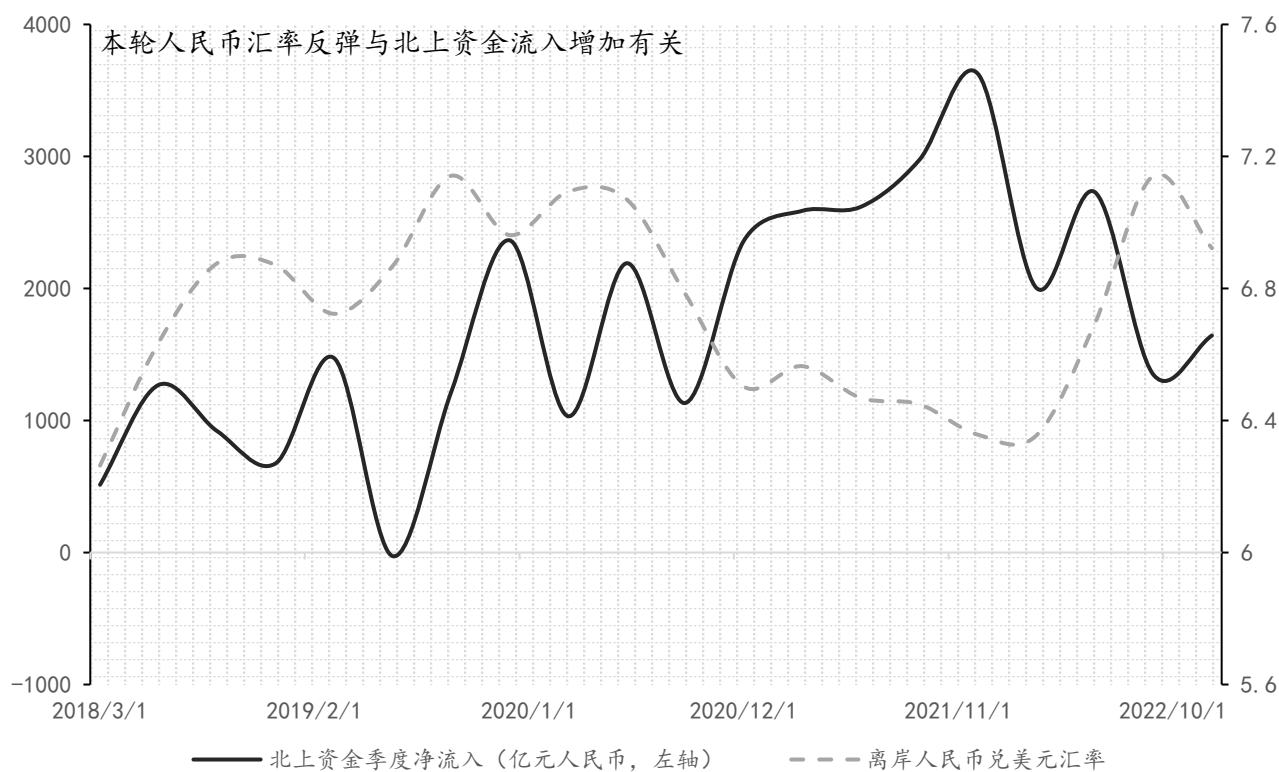
从北上资金的流入情况与人民币对美元汇率分析，自去年年初至 11 月，北上资金的买入量逐渐下降，伴随人民币持续贬值。而在去年年末北上资金大幅流入后（今年 1 月的流入额已经超过去年全年累计流入），人民币汇率快速升值，由去年 10 月 1 美元兑 7.3 人民币达到当前 1 美元兑 6.7 人民币（详见图 11）。可以看出本轮外资对中国股票资产的配置力度较强，大量资金流入对人民币资产的购入也使人民币升值明显。

图 10 全球 MSCI 股票市场变化情况



资料来源: Bloomberg

图 11 北上资金流入与离岸人民币汇率走势图



资料来源: 东方财富、Bloomberg

2023 年 1 月 23 日 宏观经济研究

从配置中国资产的角度看，2023 年经济增长的预期将成为本轮资金最关注的内容。在当前中国经济逐渐摆脱疫情的短期影响的情况下，工业生产重新开始扩张已经初现端倪——从青岛港铁矿石价格与工业 PMI 指数的走势看，铁矿石价格已先于 PMI 反弹，这意味着在抢购原材料后，市场的工业供给即将开始上升，后续 PMI 也会转向上行（详见图 12）。

图 12 铁矿石价格与中国工业 PMI 指数走势图

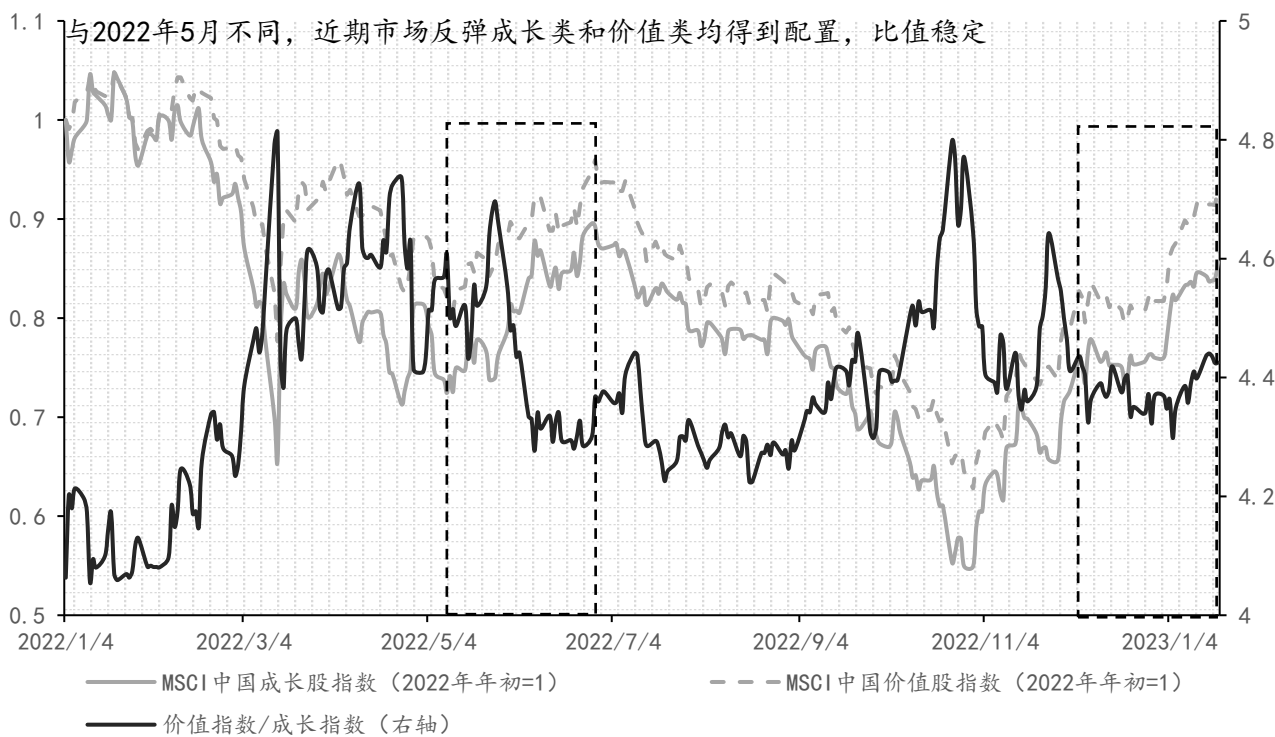


资料来源：Bloomberg

从配置风格看，本轮资金选择的中國资产同时包含价值和成长两类股票，与去年 5 月的反弹有所不同（详见图 13）。价值类资产的优势主要在于低估值，成长类资产的优势主要在于经济转好后业绩弹性较大。由于基本面改善将成为决定后续反弹力度的主要因素，因此除去配置低价值的价值类资产外，资金对成长类资产也表现出较多兴趣，这也反应在市场的普涨现状中。

从配置规模看，本轮资金更倾向于大盘股的配置，大盘股指数也在反弹中逐渐超越中小盘指数（详见图 14）。成长类大盘概念，例如科技互联网、新能源等都是今年政策重点扶持的行业，因此得到资金的提前布局。价值类大盘概念，因为估值较低得到市场选择（价值类股票往往是大市值股票，因此小盘股获得的配置更少）。

图 13 MSCI 中国成长股价值股指数走势图



资料来源: Bloomberg

图 14 MSCI 中国大盘股和中小盘股指数走势图



资料来源: Bloomberg

2023年1月23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：

美联储副主席 Brainard：“政策需要维持足够的限制性，来确保通胀率持续向 2% 回落”、“经济不太可能陷入薪资-价格螺旋式上升”。

里士满联储行长 Barkin：“美联储希望通胀率能够确信地回到目标区间，目前不能过早宣布胜利”、“只要通胀仍然保持在高位，就需要继续收紧”。

波士顿联储行长 Collins：“当前指标显示美联储正在接近利率峰值，从快速紧缩转向更慢的步伐是合适的”、“预计需要进一步加息，利率可能略高于 5%，然后维持一段时间”。

波士顿联储行长 Harker：“今年需要再进行几次加息，每次加息 25 个基点是合适的”、“随着供应链修复及需求过剩现象减少，预计核心通胀率为 3.5%，高于 2% 的目标”。

克利夫兰联储行长 Mester：“良好的迹象表明通胀在向正确的方向发展”、“继续加息是有必要的，今年年底美联储的基准利率应该会略高于 5.25%”。

圣路易斯联储行长 Bullard：“美联储应尽快将利率水平提高至 5% 以上，以确保物价压力得到缓解”、“随着通胀下滑，货币政策必须在今年保持紧缩的立场”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“即时通胀飙升似乎已经见顶，欧央行的决策也不能放松”、“货币政策必须保持 2022 年的韧性，主张‘坚持到底’”。

欧洲央行首席经济学家 Lane：“欧央行需要继续加息，但会审慎考虑去年紧缩政策的反馈”、“要保持货币政策的灵活性，及时调整加息幅度”。

欧洲央行理事会成员 Kazaks：“只有发生深度衰退，欧央行才会考虑降息，但当前这种可能性不大”、“作为货币政策决策的关键指标，核心通胀仍可能继续上升”。

欧洲央行管理委员会成员 Centeno：“尽管价格涨幅连续两个月放缓，但仍过高”、“通胀率仅仅回到个位数，利率仍需要稳步大幅上升”。

信息来源：Bloomberg

2023年1月23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	648.33	1.87%	7.12%	11.36%	6.93%
发达经济体	MSCI World Index	2777.62	1.92%	6.79%	10.07%	6.53%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	1052.46	1.57%	9.70%	22.46%	10.08%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	3858.98	4.26%	6.33%	5.96%	6.47%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1882.79	1.33%	8.18%	20.04%	7.71%
中国	MSCI China Index	75.36	2.67%	17.81%	49.85%	16.89%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	864.09	-0.03%	2.81%	8.13%	2.96%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	860.58	-0.04%	2.75%	8.00%	2.96%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	106.23	-0.19%	-2.58%	-2.22%	-2.60%
投资级公司债券						
全球市场	Blommborg Global Aggregate Index	461.14	0.08%	3.09%	8.18%	3.10%
发达经济体	Blommborg Global Aggregate Developed Markets Index	98.32	0.06%	2.97%	8.02%	3.13%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1109.17	0.28%	3.27%	12.00%	3.10%
美国	Blommborg US Aggregate Index	2111.02	0.14%	2.99%	6.74%	2.67%
中国	Blommborg China Aggregate Index	261.87	0.00%	3.20%	5.52%	1.80%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1392.17	0.41%	3.88%	10.60%	4.02%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	157.44	0.45%	3.64%	8.13%	4.20%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	123.00	0.25%	3.15%	11.18%	2.74%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2271.91	0.26%	3.16%	6.76%	3.40%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	49.92	0.25%	13.64%	94.36%	9.78%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	112.39	0.23%	-0.15%	-0.39%	1.88%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	38.42	-2.10%	-7.71%	-18.06%	-0.81%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	178.81	1.38%	8.56%	23.13%	8.07%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	224.03	0.15%	5.32%	17.26%	3.19%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	68.73	2.02%	0.77%	1.77%	1.40%

数据来源: Bloomberg

2023年1月23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