

2023年2月6日

## 宏观经济双周报

### 欧美央行议息会议继续紧缩，全球经济表现强于预期

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 4.12%，2 月 3 日收盘价 4136.48；  
美国道琼斯指数两周上涨 1.65%，2 月 3 日收盘价 33926.01；  
美国纳斯达克指数两周上涨 7.78%，2 月 3 日收盘价 12006.96；  
欧洲斯托克 50 指数两周上涨 3.35%，2 月 3 日收盘价 4257.98；  
中国上证指数两周下跌 0.04%，2 月 3 日收盘价 3263.41；  
香港恒生指数两周下跌 1.74%，2 月 3 日收盘价 21660.47；  
日经 225 指数两周上涨 3.6%，2 月 3 日收盘价 27509.46；

#### 2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周下跌 3.17%，2 月 3 日收盘价 1864.97；  
WTI 原油指数两周下跌 9.74%，2 月 3 日收盘价 73.39；

#### 3) 其他市场

美元指数两周上涨 0.89%，2 月 3 日收盘价 102.92；  
港币汇率两周上涨 0.22%，2 月 3 日收盘价 7.8464；  
波罗的海干散货指数两周下跌 18.61%，2 月 3 日收盘价 621；  
美国十年期国债收益率两周上涨 1.32%，2 月 3 日数值为 3.52%；

### 1.2 市场简要回顾：

近两周全球股市出现分化，欧美市场继续上行，中港市场出现下跌，可能与此前反弹力度相对较强有关。美联储和欧央行在二月议息会议上分别加息 25、50 个基点，但表态相较此前均出现一定宽松。值得注意的是，从全球经济预期以及实际经济数据的表现看，整体经济软着陆的概率正在提高，也对全球金融市场构成长期利好。

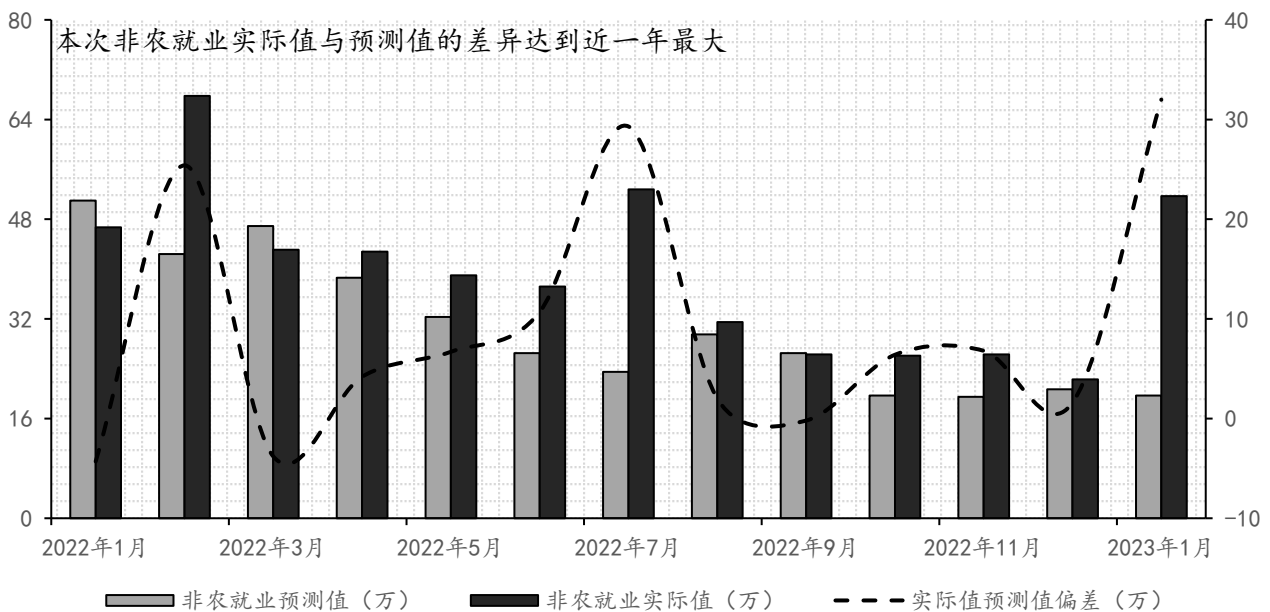
## 2 宏观经济分析

### 2.1 非农就业再次验证通胀拐点

1月美国新增非农就业51.7万人，超过经济学家预期的18.5万人，达到近一年非农就业实际值与预测值差异的最大值（详见图1）。同时去年12月新增就业终值由22.3万修正至26万，反映出劳动力市场仍有较强的韧性。尽管此前几天的议息会议上美联储的表态相对温和，但是超预期的非农就业数据使得市场加息预期上升，美股美债小幅下跌。

本次非农就业数据也使得美联储有关经济软着陆判断的可能性极高，尽管多位分行行长仍坚持继续加息（详见附录1），但是高利率对经济的影响似乎并没有市场想象的严重。部分分行行长认为，本次非农就业数据证实货币政策可以进一步紧缩，以便使长期通胀水平降至2%。在继续加息的基础上，通胀拐点实际上已得到验证。

图1 非农就业实际值与预测值变化



资料来源：Bloomberg

除去单月新增就业人数超出市场预期外，失业率相比12月下降0.1个百分点至3.4%，达到近50年以来的最低水平（详见图2）。如果以市场认为的衰退指标（三个月平均失业率和过去12个月相比的最低失业率上升0.5个百分点），当前经济距离衰退的距离正在越来越远。从美联储的表态看，经济是否强势、加息是否持续还需要后续的数据逐次确定。

图 2 失业率走势图



资料来源：Bloomberg

本次非农就业数据显示，工资增长速度已经连续两个月放缓，市场对通胀的担忧继续下降（详见图 3）。而在美联储的一些会议文件中，也提到了通胀正在回落的现象。目前市场认为，美联储将在今年 3 月、5 月的议息会议上分别加息 25 个基点，使利率终值来到 5.25%。在本次非农就业数据公布前，市场仅认为美联储会在今年 3 月加息 25 个基点，使利率终值来到 5%。因此可以看出本次数据从新增人数、失业率和工资增长速度三个方面都支持更高幅度的加息。

从欧洲和美国的通胀数据来看，两者均已在去年下半年出现阶段性高点，当前处于下降趋势中（详见图 4）。其中欧洲通胀率相对更高，这也是本月欧洲央行选择加息 50 个基点的原因。目前欧美央行的表态更符合当前的经济现状，即加息还未结束，但加息对通货膨胀的下行已产生明显的作用，而加息对经济的负面影响仍可在后续政策实施中考虑。

图3 非农就业工资增长速度变化



资料来源: Bloomberg

图4 欧美通胀数据走势图



资料来源: Bloomberg

## 2.2 美联储欧央行坚持紧缩

尽管美联储仍选择坚持紧缩，且在就业数据较强的情况下，市场也正在接受央行持续加息的观点，但在加息幅度上央行的表态已经开始宽松。美联储在议息会议文件中认为，利率上调的空间将取决于多种因素，包括货币政策的累积影响。从美联储常用的 PCE 通胀指标来看，12 月 PCE 同比变化已经下降至一年新低（详见图 5），对美联储后续放缓加息有重要的指引作用。

除去美联储外，欧央行在今年 2 月初的议席会议上仍坚持加息 50 个基点，使基准利率水平达到 3%（详见图 6）。同时欧央行已明确表示将于 3 月的议息会议继续加息 50 个基点，随后根据数据评估货币政策路径。从加息幅度和表态来看，欧央行的紧缩力度更强，但从欧洲通胀数据的表现看，今年 1 月 HICP 同比已经回落至 8.5%，欧央行也认同通胀风险的前景有所缓和。

从美联储和欧央行的表态看，今年收紧货币政策仍是主要信号，同时两者均表示不考虑在年内降息。尽管具体加息情况仍不能确定，但无论是市场还是央行都认可潜在加息的次数已经明显低于去年，而债券收益率也已经计入了后续的加息幅度。例如在美联储发布议席会议文件后，十年期与两年期美债收益率均出现下行（详见图 7）。

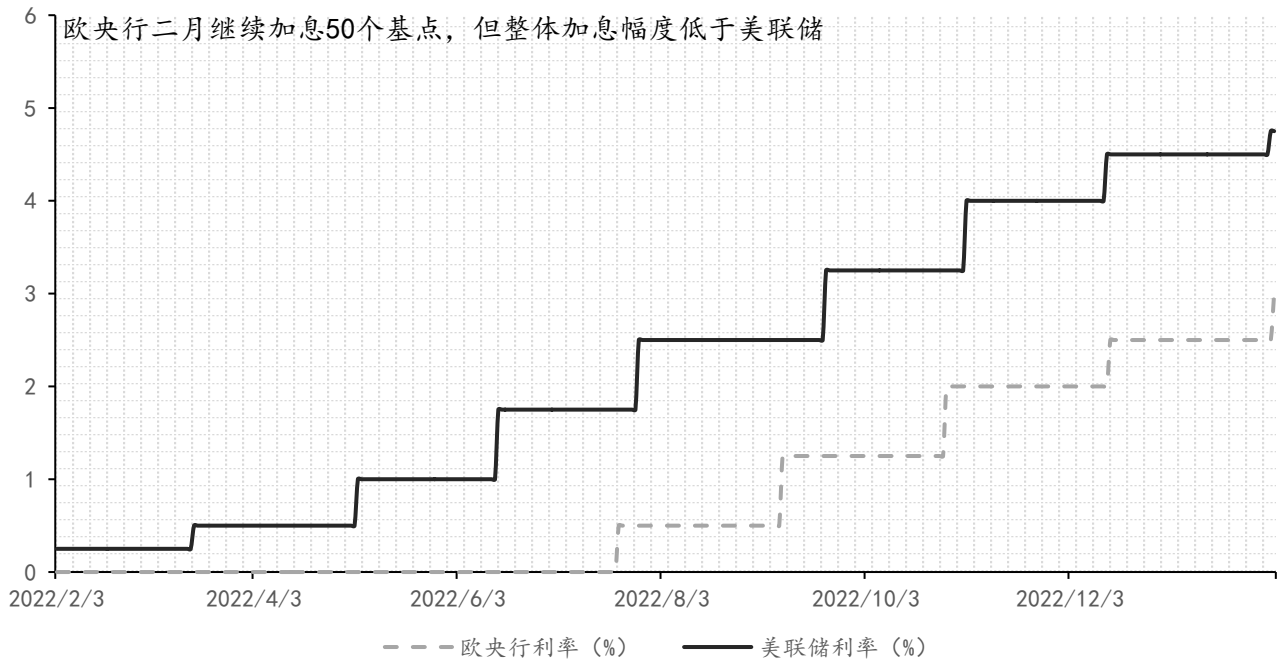
图 5 PCE 同比变化与基准利率走势图



资料来源：Bloomberg

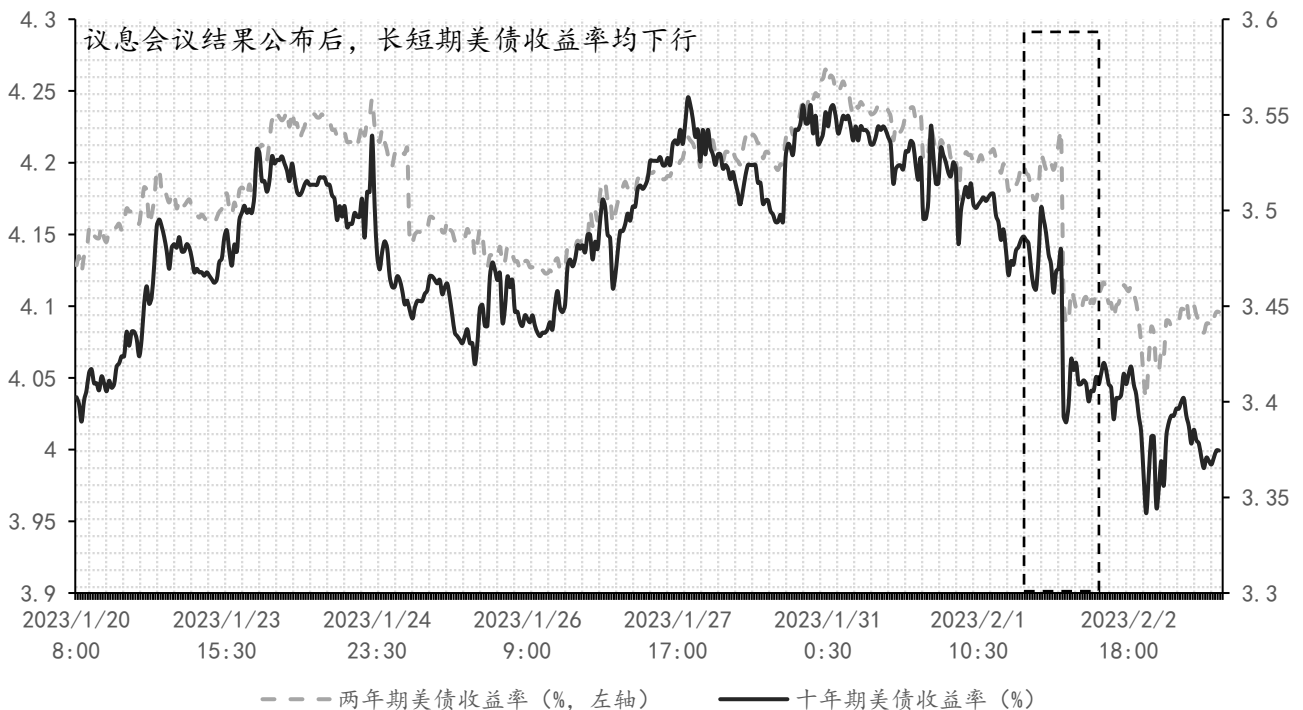
2023年2月6日 宏观经济研究

图6 美联储及欧央行基准利率走势图



资料来源: Bloomberg

图7 十年期两年期美债收益率走势图

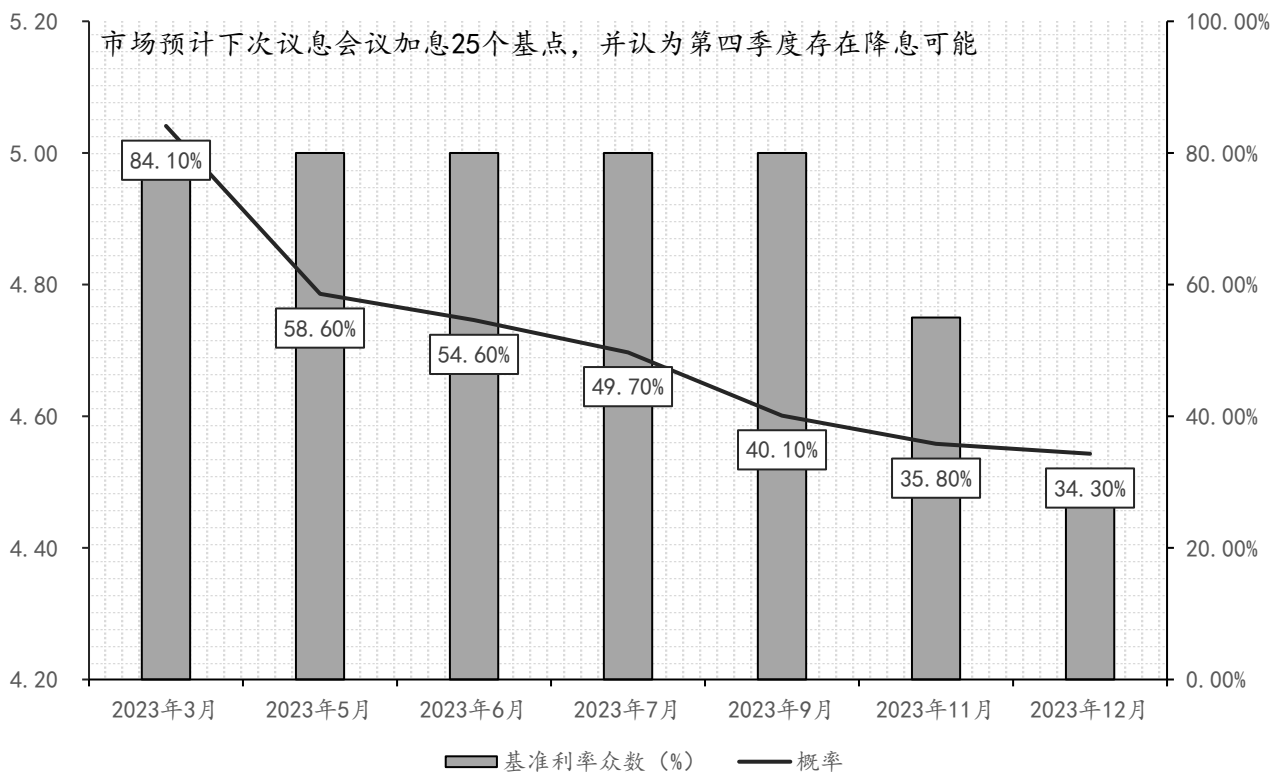


资料来源: Bloomberg

2023年2月6日 宏观经济研究

由于非农就业数据晚于议息会议公布，因此投资者仍将本次加息行动视为美联储的宽松表态，并预计三月将继续加息 25 个基点（详见图 8）。此外市场认为第四季度存在降息的可能，这一判断基于高利率对经济的负面影响。但是在超预期的非农就业数据公布后，认可今年存在降息的投资者占比出现下降，而认为五月会继续加息的投资者数量上升。

图 8 市场在议息会议后对 2023 年后续基准利率预期的变化



资料来源：CME Group

除去近 50 年新低的失业率数据，1 月美国 M2 货币发行量同比变化也在近 60 年首次转负，这意味着紧缩压力还在继续扩大（详见图 9）。目前美联储的资产负债表规模约为 8.3 万亿美元，且正以每月减少 950 亿美元的规模逐渐下降。将金融资产向市场出售同时回笼货币，叠加整体货币发行同比进入负数区间，全年的紧缩基调仍已经确定。

从芝加哥联储金融条件指数和标普 500 指数分析，紧缩程度和市场表现呈负相关。自去年 10 月以来金融条件指数持续下行，标普 500 指数出现明显上行（详见图 10）。金融条件指数衡量的更多是紧缩的边际快慢，因此在美联储选择放缓加息的情况下，结合相对强势的经济数据，对金融资产的压力可能没有去年那样严重。

图9 美国M2货币发行量同比变化



资料来源: Bloomberg

图10 芝加哥联储金融条件指数与标普500指数走势图



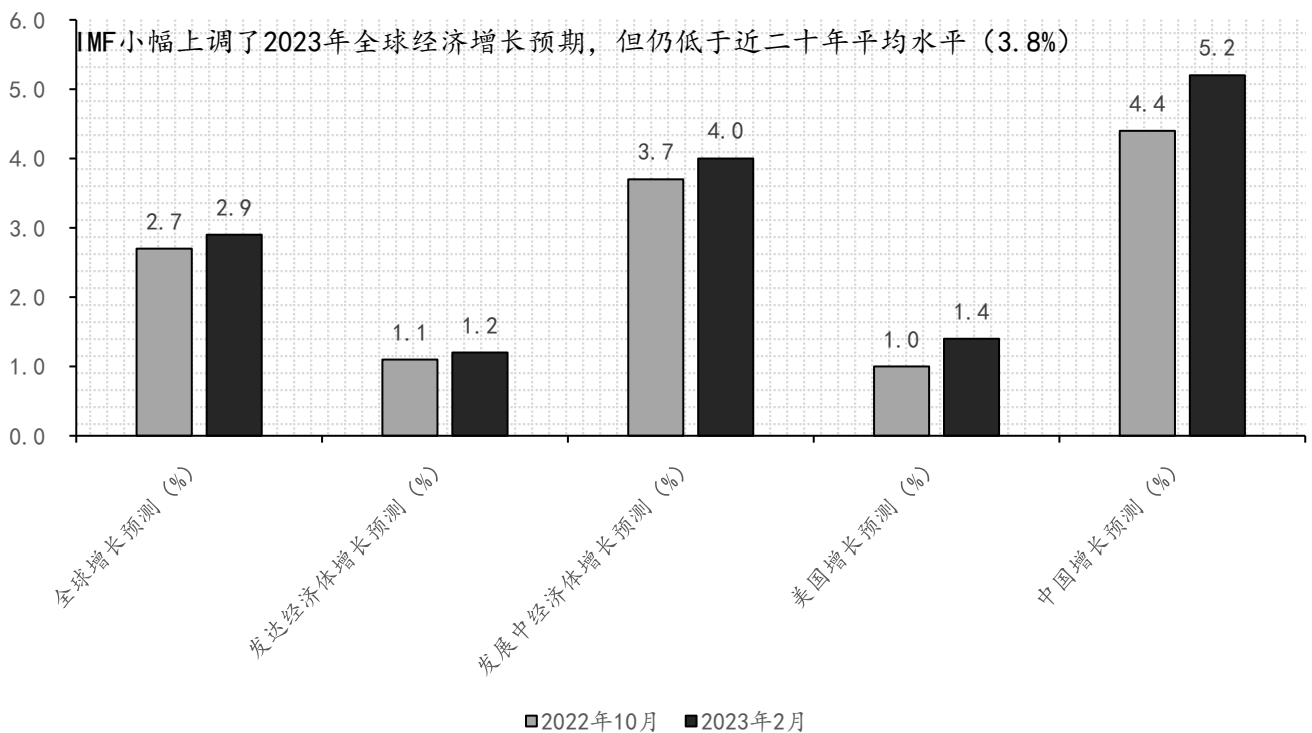
资料来源: Bloomberg



### 2.3 全球经济表现强于预期

除去经济数据和加息行动外，全球经济在 2023 年的表现可能超出此前预期。IMF 在最新的全球经济展望中，小幅上调了 2023 年的经济增长预期（当前水平 2.9%，去年十月预测为 2.7%，详见图 11），尽管仍低于近 20 年的平均水平（3.8%），但是在后续加息幅度以及经济数据可能持续改善的情况下，今年的经济增长可能更加乐观。

图 11 IMF 全球经济预测值变化 (%)

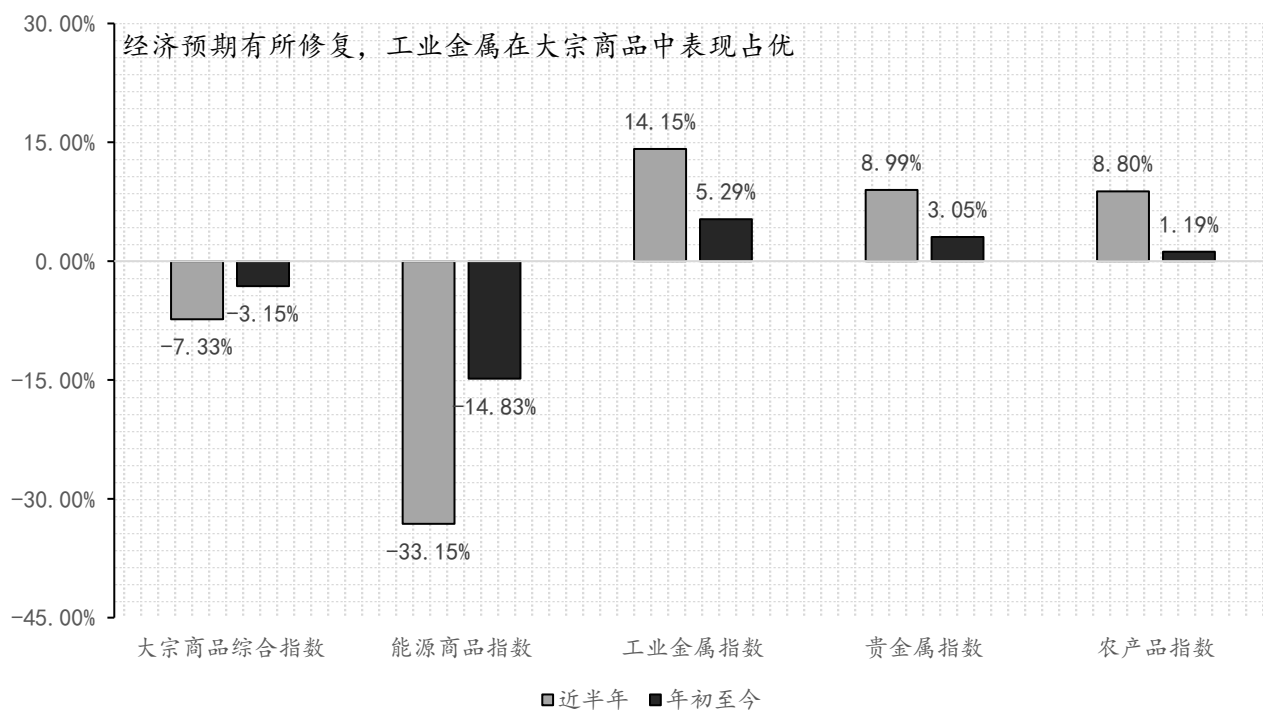


资料来源：IMF

从原材料的角度考虑，Bloomberg 工业金属指数已经开始反弹，年初至今涨幅超过 5%，超过其他大宗商品分项的表现（详见图 12）。工业金属作为经济生产的原材料，其价格上行代表着市场需求正逐渐走强，对后续全球生产具有积极作用。当前工业金属价格还未达到 2021 年的水平，而大宗商品综合指数仍下行意味着当前价格的提升并不会对通胀反弹带来较大的影响。

此外超预期的非农就业数据也表现在服务业指数反弹上。从 ISM 制造业服务业指数的走势来看，1 月服务业 PMI 达到 55.2，远远超过预期的 50.4（详见图 13），这和本次非农就业新增人数餐饮、教育行业合计增长 23.3 万直接相关（约占总新增就业人数的一半）。然而制造业 PMI 仍没有走强迹象，经济能否继续超预期转强还需要继续观察。

图 12 Bloomberg 大宗商品指数变化



资料来源: Bloomberg

图 13 ISM 制造业服务业指数走势图

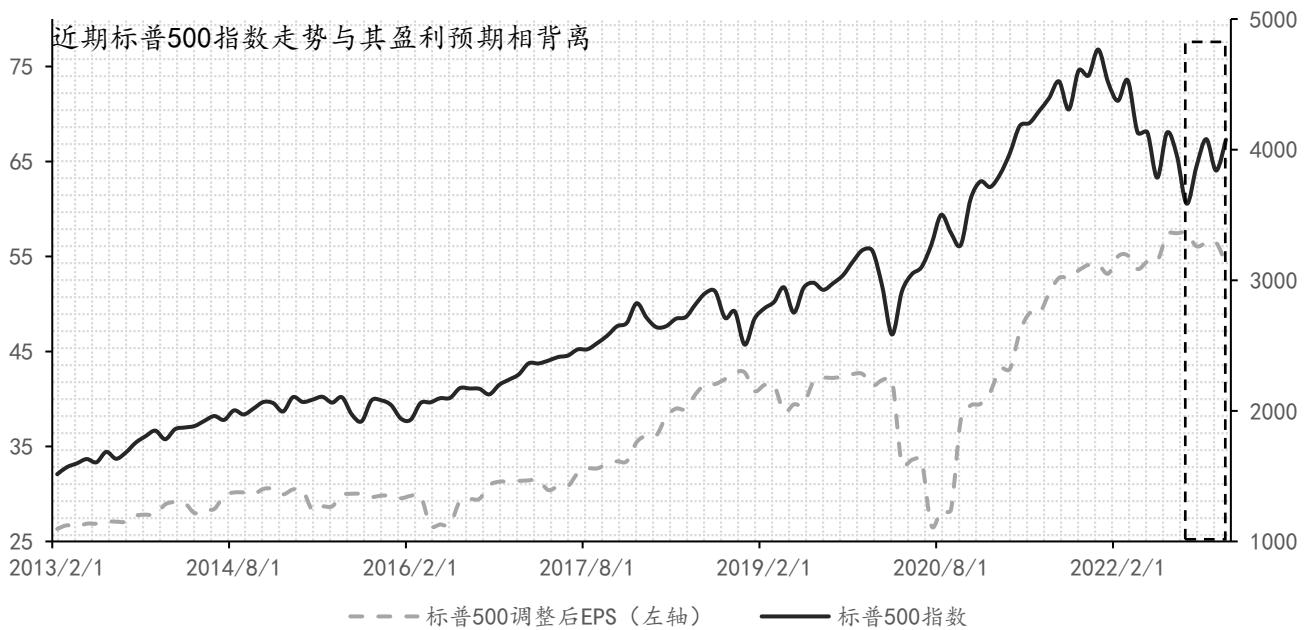


资料来源: Bloomberg

2023年2月6日 宏观经济研究

在经济相对较强的情况下，市场也可能迎来新的上行机会。从标普500指数与其调整后的EPS (Earnings Per Share 每股盈利)分析，近期指数走势与其盈利预期已出现背离(详见图14)。如果全球经济持续强势，则这种背离会被上市公司业绩改善，EPS上升逐渐抵消。目前从通胀回落、央行加息放缓以及经济数据超预期的情况看，这一现象出现的概率正在扩大。

图14 标普500指数与调整后EPS走势图



资料来源: Bloomberg

2023年2月6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：“目前的前景是经济增长放缓、失业率温和上升和通胀缓慢下降。如果经济表现符合这些预期，那么今年不适合降息”、“恢复价格稳定可能需要在一段时间内保持限制立场，我们正处于反制通胀的早期阶段，取得胜利仍需要时间”。

美联储货币政策委员会利率决议：“持续提高目标利率区间是适当的，为了让通胀率能够随着时间推移回到2%的水平，将保持足够限制的货币政策立场”、“未来利率上调的空间将取决于多项因素，包括货币政策紧缩的累积影响”。

美联储理事 Waller：“货币政策委员会的争论在于应该在数据发布三个月后还是六个月后暂停加息”、“从风险管理的角度看，支持六个月后暂停加息”。

旧金山联储行长 Daly：“美联储需要向市场传达的信息是，政策方向将进一步紧缩，之后在一段时间内维持这种限制立场”、“去年十二月的利率终值预测是良好的指标”。

### 欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“欧央行推动通胀率下降至2%的决心不容置疑”、“计划（不是绝对不可撤销的承诺）继续加息50个基点，但即便如此加息工作仍未完成”。

欧洲央行管理委员会利率决议：“大幅加息仍未完成”、“委员会打算在三月的货币政策会议上再加息50个基点，然后将评估货币政策的后续路径”。

欧洲央行管理委员会成员 Makhlouf：“鉴于当前的不确定性，未来的政策需要继续依赖数据”、“支持在未来两次会议上均加息50个基点”。

欧洲央行管理委员会成员 Vasle：“通胀率仍然很高，最近几个月受到服务价格上涨的影响越来越大”、“未来两次会议加息50个基点是对当前通胀趋势和预期的充分回应”。

欧洲央行执行委员会成员 Panetta “不应对加息行动做出坚定承诺，否则将偏离以数据为导向的模式”、“未来两次会议加息50个基点是对当前通胀趋势和预期的充分回应”。

信息来源：Bloomberg

2023年2月6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   | 656.26  | 1.91%  | 7.39%  | 13.03%  | 8.24%   |
| 发达经济体          | MSCI World Index  | 2820.74 | 2.23%  | 7.48%  | 12.50%  | 8.19%   |
| 新兴市场经济体        | MSCI Emerging Markets Index                               | 1038.71 | -0.51% | 6.62%  | 17.37%  | 8.64%   |
| 美国             | MSCI USA Price Return USD Index                           | 3935.11 | 1.65%  | 9.02%  | 11.33%  | 8.57%   |
| 欧洲             | MSCI Europe USD Index                                     | 1910.10 | 1.36%  | 7.05%  | 21.02%  | 9.27%   |
| 中国             | MSCI China Index  | 72.22   | -1.26% | 5.91%  | 34.84%  | 12.02%  |
| <b>债券市场</b>    |   |         |        |        |         |         |
| 全球市场           | FTSE World Government Bond Index USD                      | 863.62  | 0.31%  | 2.31%  | 7.82%   | 2.91%   |
| 发达经济体          | FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD | 859.89  | 0.32%  | 2.29%  | 7.68%   | 2.88%   |
| 新兴市场经济体        | FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD  | 105.53  | -0.10% | -2.56% | -0.86%  | -3.24%  |
| <b>投资级公司债券</b> |   |         |        |        |         |         |
| 全球市场           | Bloomberg Global Aggregate Index                          | 461.46  | 0.32%  | 2.63%  | 9.77%   | 3.17%   |
| 发达经济体          | Bloomberg Global Aggregate Developed Markets Index        | 98.30   | 0.31%  | 2.55%  | 9.54%   | 3.11%   |
| 新兴市场经济体        | Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index  | 1114.12 | 0.70%  | 3.35%  | 11.32%  | 3.56%   |
| 美国             | Bloomberg US Aggregate Index                              | 2110.65 | 0.32%  | 2.23%  | 6.21%   | 2.65%   |
| 中国             | Bloomberg China Aggregate Index                           | 263.47  | 0.20%  | 2.01%  | 8.00%   | 2.42%   |
| <b>高收益公司债券</b> |   |         |        |        |         |         |
| 全球市场           | Bloomberg Global High Yield Index                         | 1403.65 | 1.01%  | 4.19%  | 12.06%  | 4.88%   |
| 发达经济体          | Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index    | 159.00  | 1.18%  | 4.25%  | 10.11%  | 5.23%   |
| 新兴市场经济体        | Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index              | 123.12  | 0.19%  | 2.42%  | 10.57%  | 2.84%   |
| 美国             | Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index              | 2294.34 | 1.00%  | 3.79%  | 6.54%   | 4.42%   |
| 中国             | Bloomberg China USD Credit High Yield Index               | 50.98   | 0.75%  | 7.53%  | 114.56% | 12.12%  |
| <b>大宗商品</b>    |   |         |        |        |         |         |
| 综合             | Bloomberg Commodity Index                                 | 107.33  | -4.00% | -0.03% | -5.52%  | -2.71%  |
| 能源商品           | Bloomberg Energy Subindex                                 | 34.15   | -7.93% | -7.52% | -28.56% | -11.83% |
| 工业金属           | Bloomberg Industrial Metals Subindex                      | 170.68  | -4.13% | 6.45%  | 17.50%  | 3.16%   |
| 贵金属            | Bloomberg Precious Metals Subindex                        | 215.86  | -3.42% | 0.49%  | 14.32%  | -0.57%  |
| 农产品            | Bloomberg Agriculture Subindex                            | 69.23   | -1.26% | 4.19%  | 1.49%   | 2.15%   |

数据来源: Bloomberg

2023年2月6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)