

2023年2月20日

宏观经济双周报

全球市场普遍回调，经济能否转强成为关注重点

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 指数两周下跌 1.11%，2 月 16 日收盘价 4090.41；
美国道琼斯指数两周下跌 0.68%，2 月 16 日收盘价 33696.85；
美国纳斯达克指数两周下跌 1.26%，2 月 16 日收盘价 11855.83；
欧洲斯托克 50 指数两周上涨 0.92%，2 月 16 日收盘价 4297.24；
中国上证指数两周下跌 0.44%，2 月 16 日收盘价 3249.03；
香港恒生指数两周下跌 3.11%，2 月 16 日收盘价 20987.67；
日经 225 指数两周上涨 0.68%，2 月 16 日收盘价 27696.44；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周下跌 1.53%，2 月 16 日收盘价 1836.36；
WTI 原油指数两周上涨 6.95%，2 月 16 日收盘价 78.49；

3) 其他市场

美元指数两周上涨 0.91%，2 月 16 日收盘价 103.86；
港币汇率两周上涨 0.04%，2 月 16 日收盘价 7.8492；
波罗的海干散货指数两周下跌 14.65%，2 月 16 日收盘价 530；
美国十年期国债收益率两周上涨 9.53%，2 月 16 日数值为 3.86%；

1.2 市场简要回顾：

近两周全球股市大多调整，情绪主导的反弹暂时告一段落。在相对强势的就业数据下，美联储再次释放紧缩信号，市场对基准利率的预测值逐渐向点阵图靠拢，美元指数与十年期美债收益率上涨。后续全球市场能否再次上行，与经济能否转强密切相关。对于中国市场，宽松的货币政策能否修复居民消费能力将成为今年经济增长的关键。

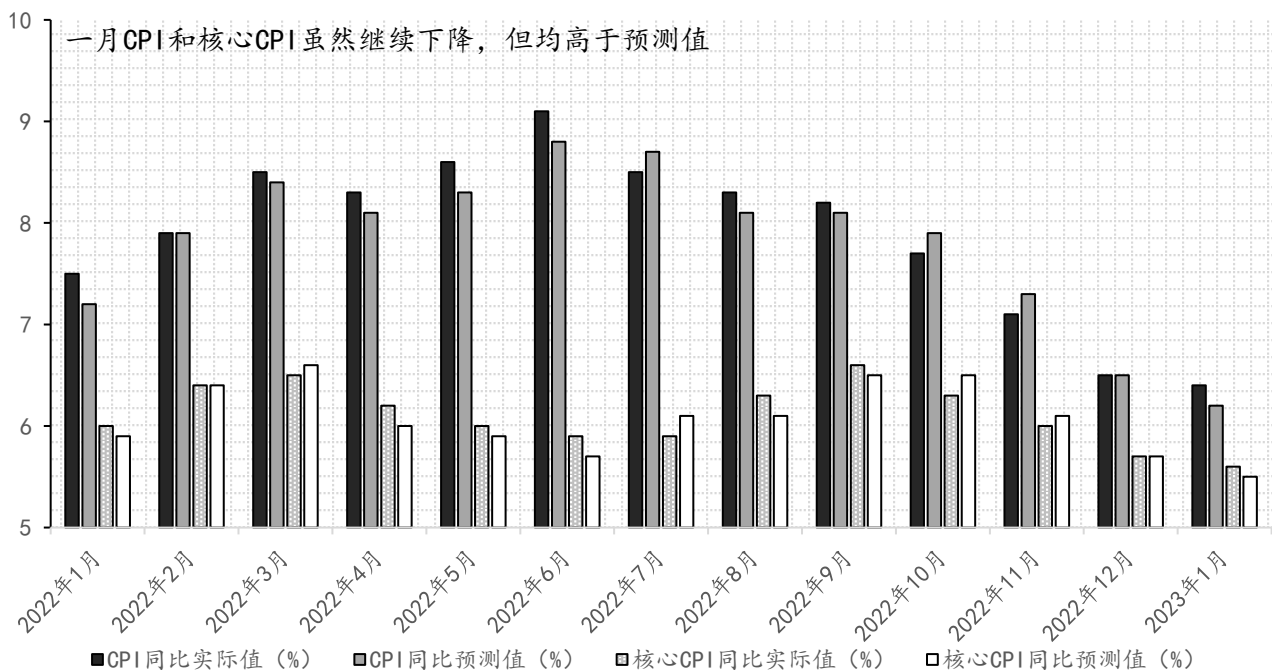
2 宏观经济分析

2.1 美国 CPI 数据继续回落

一月美国 CPI 同比增长 6.4% (预期值 6.2%，前值 6.5%)，核心 CPI 同比增长 5.6% (预期值 5.5%，前值 5.7%)，尽管 CPI 和核心 CPI 都已连续下降超过 4 个月，但是均超过市场的预期水平，这意味着通胀粘性依然存在 (详见图 1)。结合一月超预期的非农就业数据，如果非农工资水平仍维持高位，通胀下行的速度可能会继续放缓。

以核心 CPI 为例，其构成可以分为房租 (占比 34%)、核心商品 (占比 21%) 和除房租外的核心服务 (24%)。前两项已经逐渐回落，核心服务的价格与劳动力工资水平直接相关，后续非农工资下行的速度将决定核心服务价格下降的速度，也将决定核心 CPI 是否能向 2% 靠拢。从美联储多位分行行长的表态看，非农工资与核心 CPI 都是当前重点关注的对象 (详见附录 1)。

图 1 CPI 和核心 CPI 实际值与预测值变化



资料来源: Bloomberg

此外劳工部在每年年初会对 CPI 权重进行调整，调整后的结果将反映在第一个月的通胀数据中。今年一月劳工部上调了核心 CPI 在整个 CPI 中的权重，下调了食品 CPI 和能源 CPI 的权重，这也是为何本次 CPI 数据超出市场预期的原因之一 (详见图 2)。判断后续 CPI 下行是否顺利，还需要等待更多权重调整后的数据。

图2 劳工部对CPI权重的调整情况

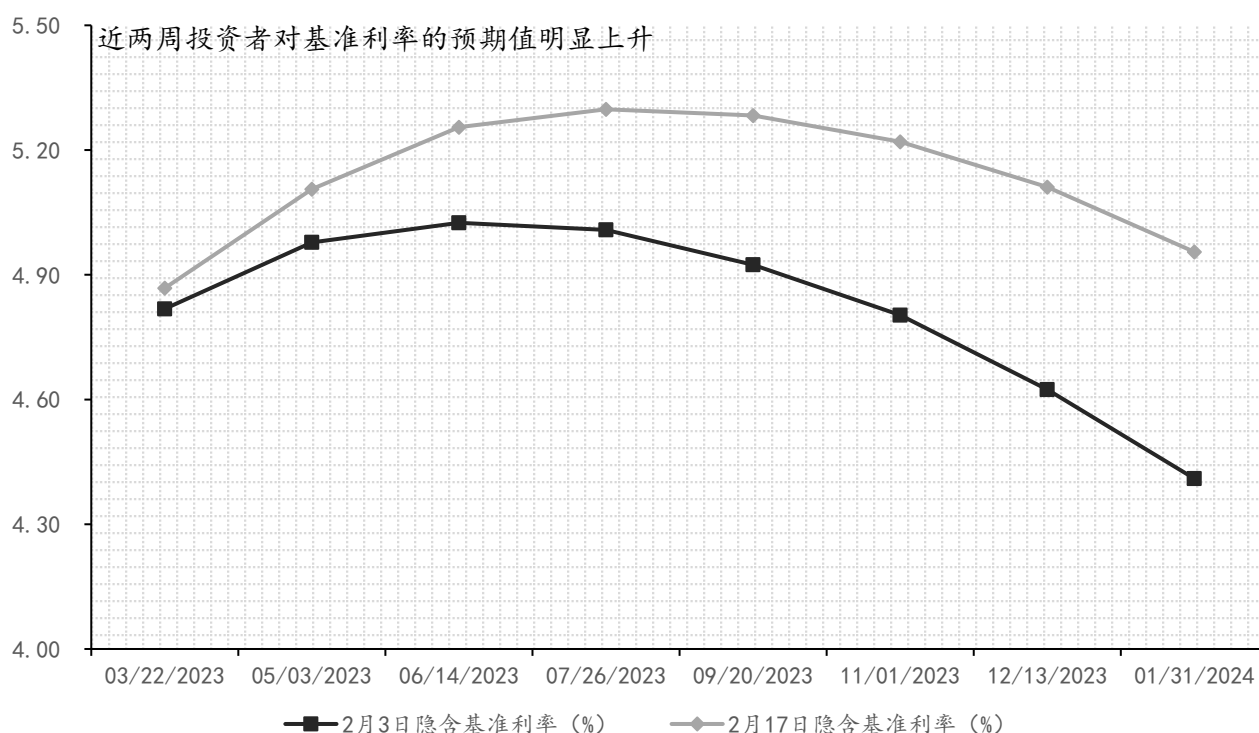
	食品CPI	能源CPI	核心CPI	总和
调整前的权重 (%)	13.87	7.41	78.72	100
调整后的权重 (%)	13.53	6.92	79.55	100
权重变化 (%)	-0.34	-0.49	0.83	0

资料来源: Bloomberg

本次通胀数据和此前的非农就业数据,都反映了当前经济韧性较强且价格水平高企的现象,这使得此前期待宽松的投资者数量占比明显下降。从近两周投资者对基准利率的预测来看,市场对今年年末的基准利率的预测值上调了约50个基点(详见图3)。投资者对基准利率的预测正在向美联储去年12月的点阵图靠拢。

当前投资者和美联储对利率水平的重要分歧是今年年内能否降息。美联储货币政策委员会所有委员都表示今年没有降息的可能性,但在投资者的利率预测中降息的选项持续存在。从当前的经济状况分析,美联储更倾向于在今年某一刻停止加息,但是会维持这一利率水平较长时间,因此预计降息最早可能会发生在2024年。

图3 投资者对基准利率的预期值变化



资料来源: Bloomberg

2.2 中港股票市场回调

自去年十一月以来，中港股市出现了明显上涨，近两周均见顶回落。从AH溢价指数分析，2月以来香港市场调整更加剧烈，溢价指数小幅反弹（详见图4）。本轮由经济重新开放、市场情绪回暖导致的股票指数阶段性上升可能暂缓，后续投资者需要等待更多的经济数据，来判断经济恢复的情况，并决定市场未来的走势。

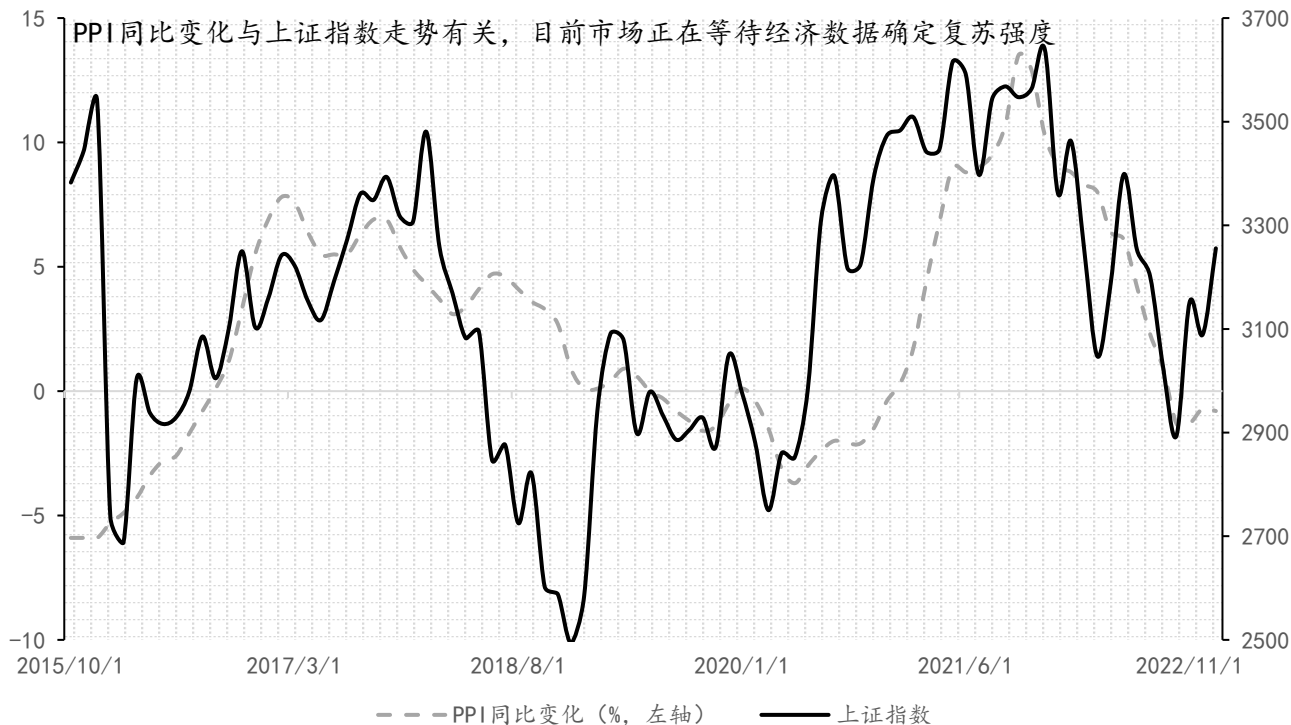
图4 中港市场股票指数及溢价变化



从中国PPI同比变化与上证指数的走势分析，当PPI上行时上证指数往往处于上行区间（详见图5）。例如2016年的供给侧改革，通过提高产能利用率的方式助推了PPI上行，2020年全球疫情时期，海外商品需求增长推动出口上升，拉动PPI上行。从当前数据看，PPI正处于阶段性低点，后续经济恢复将带动PPI低位反弹，并可能带动上证指数上行。

从货币政策对经济复苏的拉动来看，当前M2同比最新数据已经达到近六年新高，市场的流动性非常宽裕。货币政策的宽松程度还需要考虑通胀的上行情况，从M2与CPI同比变化的历史数据分析，本轮宽松的货币政策可能会使CPI指数延续上行（详见图6）。

图5 中国PPI同比变化与上证指数走势图



资料来源: Bloomberg

图6 中国M2与CPI同比变化



资料来源: Bloomberg

2023年2月20日 宏观经济研究

以十年期国债收益率作为反映长期经济增长预期的指标,可以看出当前国债收益率虽然较去年十一月以来有所上升,但仍处于3%以下。当前经济复苏阶段与2020年下半年疫情复苏期类似,在M2同比明显上升的情况下,随着市场对资金的需求逐渐增长,利率中枢将会阶段性上移,后续十年期国债收益率可能会继续上行(详见图7)。

图7 中国M2同比变化与十年期国债收益率走势图

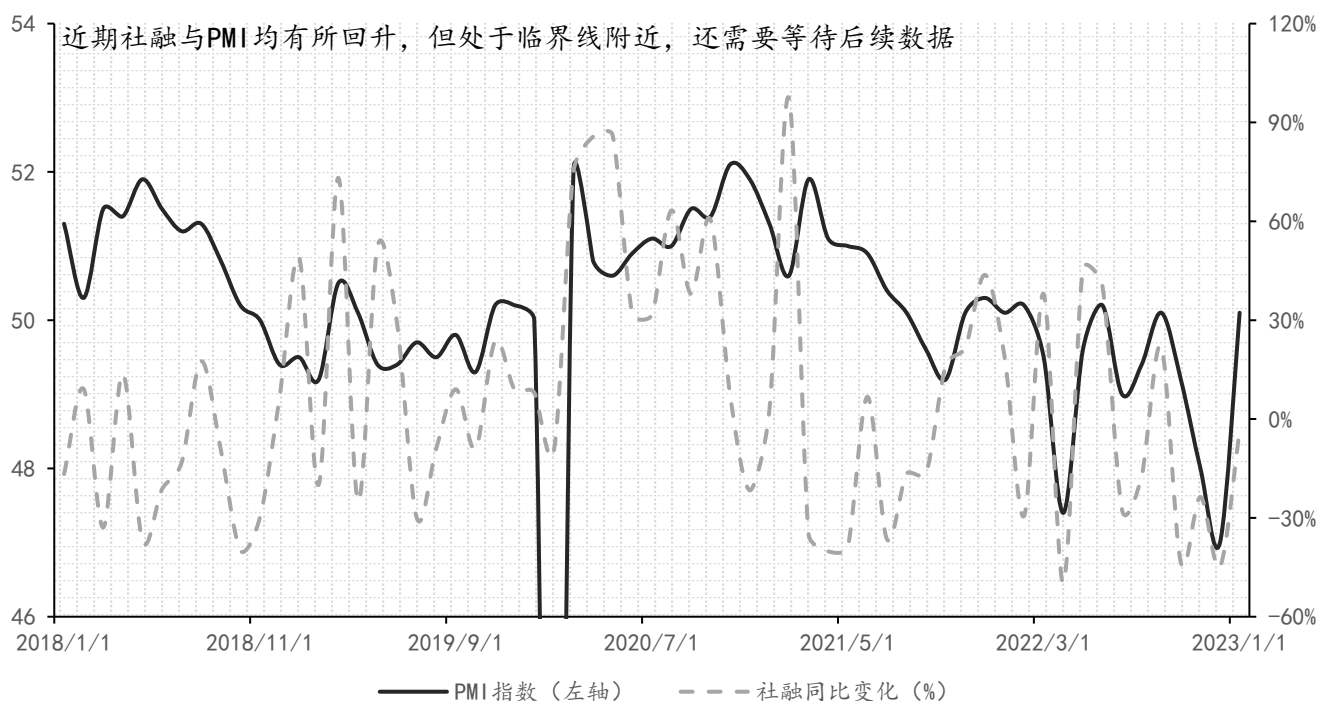


资料来源: Bloomberg

从目前的经济数据看,当前仍处于恢复的早期阶段。以中国社融同比变化与PMI的走势分析,近期社融与PMI均有所回升,但仍处于临界线附近(社融同比变化低于0,PMI略高于50,详见图8)。对于投资者而言,依靠这些数据判断经济恢复情况为时尚早。

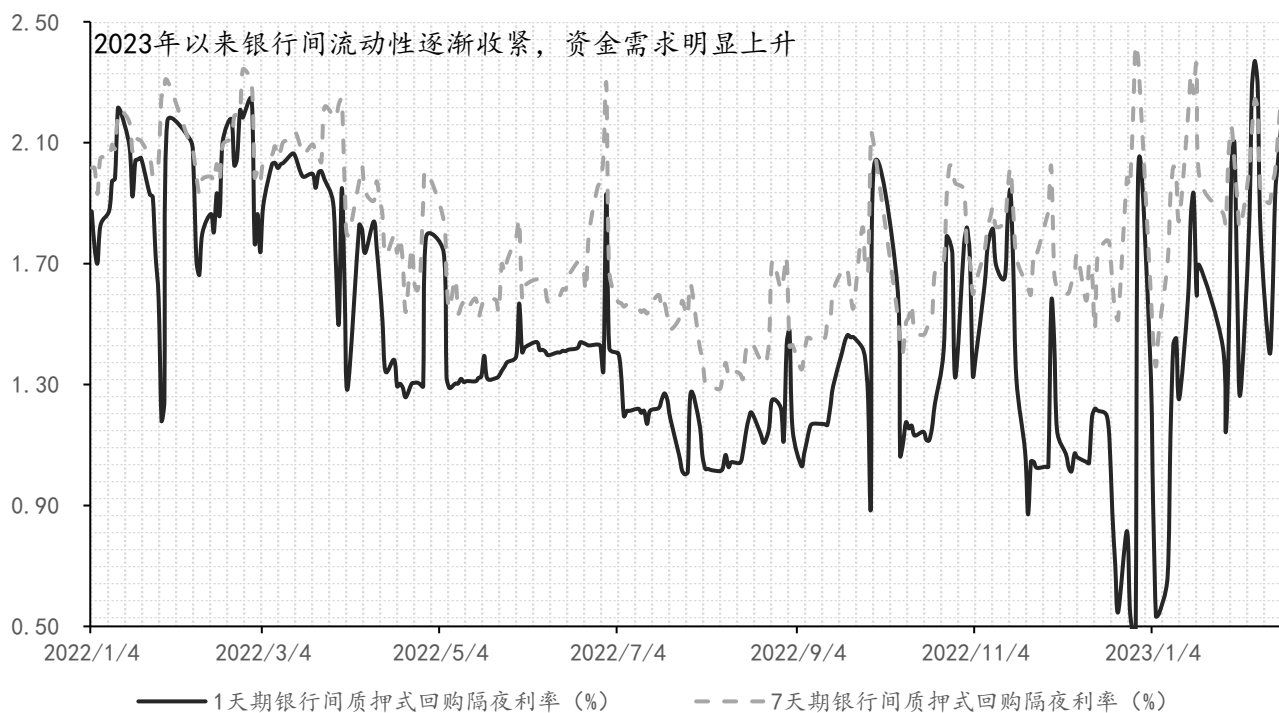
尽管长期国债收益率还处于相对低位,但从短期的银行间质押式回购隔夜利率分析,当前市场的资金需求已经开始上行,这反映在1天期和7天期利率逐渐脱离今年一月的低点(详见图9)。在当前M2反映的货币政策已足够宽松的情况下,预计市场利率(例如银行间质押式回购隔夜利率)将向政策利率逐渐靠拢,在银行体系内积存的资金也会被重新利用。

图8 中国社融同比变化与PMI走势图



资料来源: Bloomberg

图9 银行间质押式回购隔夜利率走势图



资料来源: Bloomberg

另一个反映当前货币宽松情况的指标，是央行公开市场操作的货币净投放量。今年以来公开市场操作的净投放量明显增加，短期内抑制了债券收益率的过快上行，长期也为经济发展提供充分的资金（详见图 10）。从经济恢复的角度分析，在通胀距离央行 3% 的目标仍有较长距离的情况下，宽松的货币政策应该可以维持至 2024 年。

图 10 中国央行公开市场操作货币净投放量变化



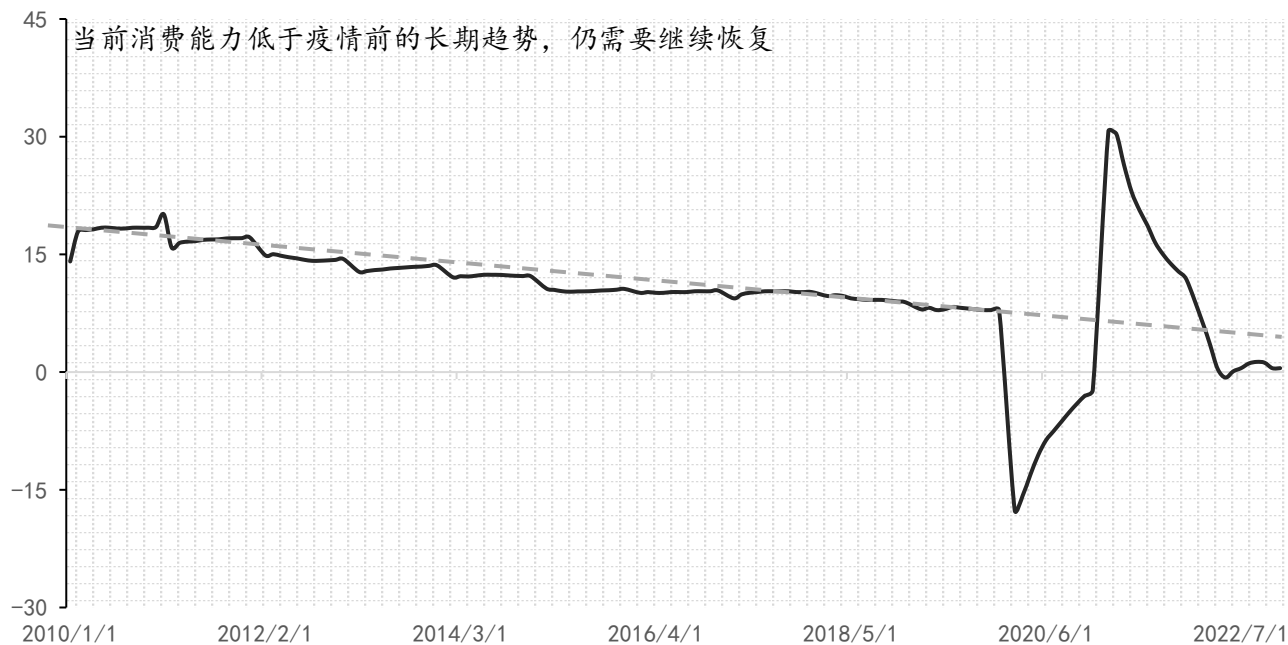
资料来源：Bloomberg

2.3 关注消费对经济复苏的影响

从拉动经济的三驾马车——投资、出口和消费分析，政府投资已在 2022 年不断增长，初步为经济起到了托底的作用。全球摆脱疫情干扰以及国外过剩储蓄下降，使出口已经出现下行趋势。从中国社会消费品零售总额的同比变化看，当前消费能力仍低于疫情前的长期趋势，消费复苏对今年经济增长非常重要（详见图 11）。

正如国债收益率的上行可以反映经济增长潜力的上升，核心通胀的上行也可以反映消费需求的提高。目前核心通胀同比仍处于低位，但环比变化已经达到近两年最大值，这可能意味着疫情对消费能力的影响正在逐渐下降（详见图 12）。如果消费能力继续提升，将拉动核心通胀同比数据上行，这可以作为观察消费恢复情况的指标。

图 11 中国社会消费品零售总额同比变化



资料来源: Bloomberg

图 12 中国核心 CPI 同比及环比变化

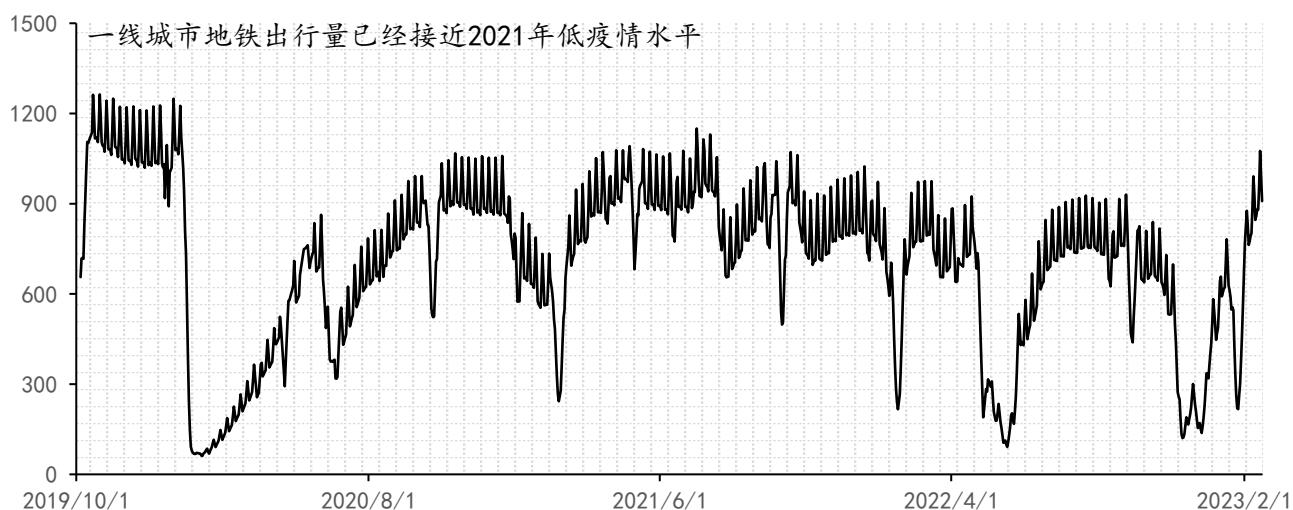


资料来源: Bloomberg

2023年2月20日 宏观经济研究

此外消费能力与人口流动密切相关，从中国一线城市地铁出行量的变化看，当前出行量已经接近 2021 年低疫情水平，反映出流动状况已经明显改善（详见图 13）。不过当前出行量仍是疫情前的 80%左右，完全恢复人口流动还需要一定时间。

图 13 中国一线城市地铁出行量变化



资料来源：Bloomberg

从居民新增存款的月度变化看，今年 1 月单月新增存款录得五年最大值，反映出潜在的消费能力较高（详见图 14）。如何恢复经济，使居民愿意将储蓄转为消费，是促消费政策的主要目标。

图 14 中国居民新增存款月度变化



资料来源：Bloomberg

2023年2月20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：“劳动力市场异常强劲，美联储需要进一步加息，利率峰值可能需要达到比先前预期更高的水平”、“没有打算在后续的议息会议上单次加息50个基点”。

克利夫兰联储行长 Mester：“新发布的数据并未改变紧缩观点，美联储需要将基准利率升至5%以上并保持一段时间”、“从经济方面有令人信服的理由单次加息50个基点”。

亚特兰大联储行长 Bostic：“如果经济表现持续强于预期，可能意味着美联储需要做更多工作，或许利率峰值将超过当前预期”、“即使暂停升息，美联储也会在必要时继续提高利率”。

圣路易斯联储行长 Bullard：“在经济持续增长且劳动力市场走强的情况下，加息可以将通胀预期维持在较低水平，进而帮助确立今年通胀下行的走势”。

纽约联储行长 Williams：“点阵图上对基准利率的预测仍然是非常合理的看法”、“支持三月议息会议加息25个基点，但仍取决于后续经济数据”。

里士满联储行长 Barkin：“尽管通胀峰值可能已经过去，但美联储仍需要继续加息以确保通胀回到2%的水平”、“强劲的经济和劳动力市场使通胀高企并不意外”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“考虑到潜在的通胀压力，欧央行计划在三月议息会议上再次加息50个基点”、“三月会议后欧央行将评估货币政策的后续路径”。

欧洲央行管理委员会成员 Centeno：“欧央行正处于降低通胀的轨道上，紧缩过程可能需要更长时间才能对劳动力市场、消费或供给产生影响”。

欧洲央行执行委员会成员 Panetta：“随着利率进入限制性区域，货币政策限制的程度和持续时间将成为关键”、“小幅加息可以更加精确地校准这些要素”。

欧洲央行执行委员会成员 Schnabel：“欧央行将把利率维持在高水平，直到看到有力的证据显示核心通胀持续向目标水平回归”、“政策传导至经济的时间存在高度不确定性”。

信息来源：Bloomberg

2023年2月20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	645.03	-1.11%	1.82%	4.71%	6.39%
发达经济体	MSCI World Index	2779.88	-1.07%	2.44%	4.55%	6.62%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	999.42	-1.39%	-2.97%	5.98%	4.53%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	3880.38	-0.16%	2.85%	3.55%	7.06%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1892.40	1.33%	-0.10%	10.34%	8.25%
中国	MSCI China Index	68.58	-2.83%	-4.60%	16.34%	6.38%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	841.23	-1.01%	-3.53%	0.49%	0.24%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	837.37	-1.03%	-3.63%	0.29%	0.19%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	106.14	0.25%	-0.80%	-0.72%	-2.68%
投资级公司债券						
全球市场	Bloomberg Global Aggregate Index	449.61	-1.01%	-3.11%	2.14%	0.52%
发达经济体	Bloomberg Global Aggregate Developed Markets Index	95.79	-1.02%	-3.30%	1.72%	0.48%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1085.31	-0.74%	-1.88%	4.21%	0.88%
美国	Bloomberg US Aggregate Index	2070.62	-0.72%	-1.77%	1.72%	0.71%
中国	Bloomberg China Aggregate Index	258.72	-0.73%	-1.42%	4.12%	0.58%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1364.35	-0.95%	-2.09%	4.52%	1.94%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	154.49	-1.03%	-2.12%	3.50%	2.24%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	120.87	-0.56%	-1.43%	4.72%	0.95%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2233.58	-0.88%	-1.29%	2.73%	1.65%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	47.99	-1.52%	-3.69%	50.55%	5.53%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	106.53	-1.87%	-4.75%	-8.82%	-3.43%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	34.37	-4.97%	-11.74%	-27.85%	-11.27%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	163.14	-0.85%	-7.77%	0.17%	-1.40%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	210.44	-0.74%	-5.70%	1.85%	-3.07%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	70.03	-0.31%	3.85%	3.10%	3.32%

数据来源: Bloomberg

2023年2月20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