

2023年3月6日

宏观经济双周报

欧美通胀下行出现反复，全球紧缩压力继续增加

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 1.09%，3 月 3 日收盘价 4045.64；
美国道琼斯指数两周下跌 0.91%，3 月 3 日收盘价 33390.97；
美国纳斯达克指数两周下跌 1.41%，3 月 3 日收盘价 11689.01；
欧洲斯托克 50 指数两周下跌 0.06%，3 月 3 日收盘价 4294.80；
中国上证指数两周上涨 2.44%，3 月 3 日收盘价 3328.39；
香港恒生指数两周下跌 2.00%，3 月 3 日收盘价 20567.54；
日经 225 指数两周上涨 0.83%，3 月 3 日收盘价 27927.47；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周上涨 1.10%，3 月 3 日收盘价 1856.48；
WTI 原油指数两周上涨 1.52%，3 月 3 日收盘价 79.68；

3) 其他市场

美元指数两周上涨 0.64%，3 月 3 日收盘价 104.52；
港币汇率两周上涨 0.01%，3 月 3 日收盘价 7.8495；
波罗的海干散货指数两周上涨 128.49%，3 月 3 日收盘价 1211；
美国十年期国债收益率两周上涨 2.36%，3 月 3 日数值为 3.95%；

1.2 市场简要回顾：

近两周全球股市大多下跌，源于美联储相对紧缩的议息会议声明和欧美通胀数据在下行阶段出现的反复。此前投资者认为央行将为维持经济增长而放缓紧缩，但当前通胀下行出现扰动、经济韧性较强的特点，正在验证央行此前的判断。美元指数与十年期美债收益率继续上涨，市场紧缩压力继续增加，三月欧美央行议息会议将继续验证这一观点。

2 宏观经济分析

2.1 通胀下行出现反复，紧缩压力继续增加

自去年第四季度以来，欧美通胀数据出现见顶回落走势，投资者及央行的表态逐渐宽松，带领全球股市明显反弹。然而价格粘性较强的核心通胀对整体通胀下行带来了阻碍，尽管投资者希望央行更多考虑经济增长，适当放缓加息速度，当前欧美通胀数据的表现再次降低了继续宽松的可能性，部分央行官员已经开始考虑更大幅度（大于 25 bp）的加息。

以欧元区通胀数据为例，二月欧洲 CPI 同比增长 8.5%（前值 8.6%），核心 CPI 同比增长 5.6%（前值 5.3%），均超出市场预期水平（详见图 1）。通胀数据回落放缓，同时核心通胀出现上行，这一表现仍基于欧洲央行连续数次加息 50bp。这说明核心通胀的粘性已经超出市场预期，欧央行多位成员明确表示将在三月会议上继续加息 50bp。

图 1 欧元区 CPI 与核心 CPI 同比变化



资料来源：Bloomberg

除去欧洲通胀下行出现反复，美国一月 PCE 通胀数据也有类似表现。一月 PCE 同比增长 5.4%（前值 5.3%），核心 PCE 同比增长 4.7%（前值 4.6%），均超出上期数据（详见图 2）。对于美联储而言 PCE 通胀数据的目标值为 2%，在二月议息会议加息 25bp 的情况下，部分美联储分行行长提出，不排除后续 50bp 的加息幅度。

2023年3月6日 宏观经济研究

图2 美国PCE与核心PCE同比变化



资料来源: Bloomberg

欧美超预期的通胀数据表明，央行此前的判断准确度高于市场预期，通胀下行是漫长缓慢的过程，因此加息将持续进行，并在利率峰值维持一段时间。紧缩压力的增加也反映在欧美国家国债收益率的变化上。从英国、美国和德国十年期国债收益率的走势分析，自今年年初以来国债收益率已经出现震荡上行的趋势（详见图3）。

图3 欧美国家十年期国债收益率走势图

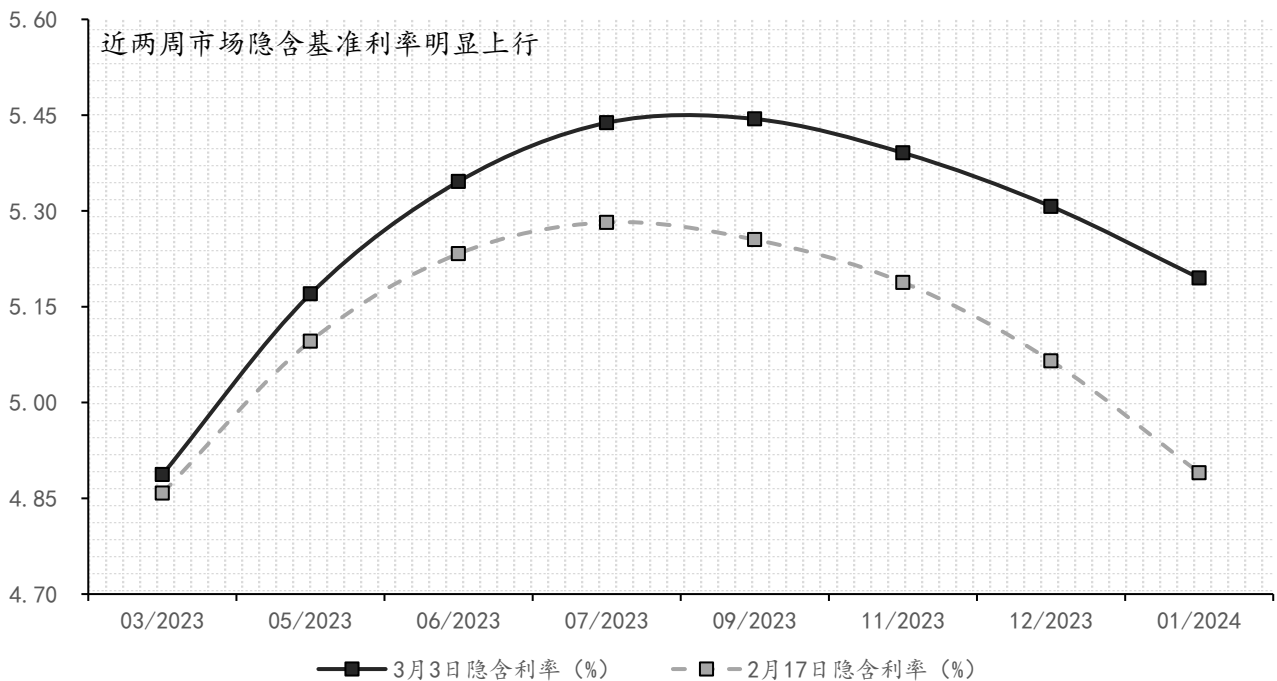


资料来源: Bloomberg

2023年3月6日 宏观经济研究

在已经公布的通胀数据和央行更加紧缩的表态下，投资者的市场预期正在向央行靠拢。从近两周美联储隐含利率的变化看，市场对利率峰值的预测再次上升，而对后续利率下降的预测也更加保守（详见图4）。事实上美联储从未有过今年年内降低基准利率的打算，而在当前隐含利率的分布下，市场仍寄希望于美联储在今年最后两次议息会议中降低利率。

图4 美联储隐含基准利率变化

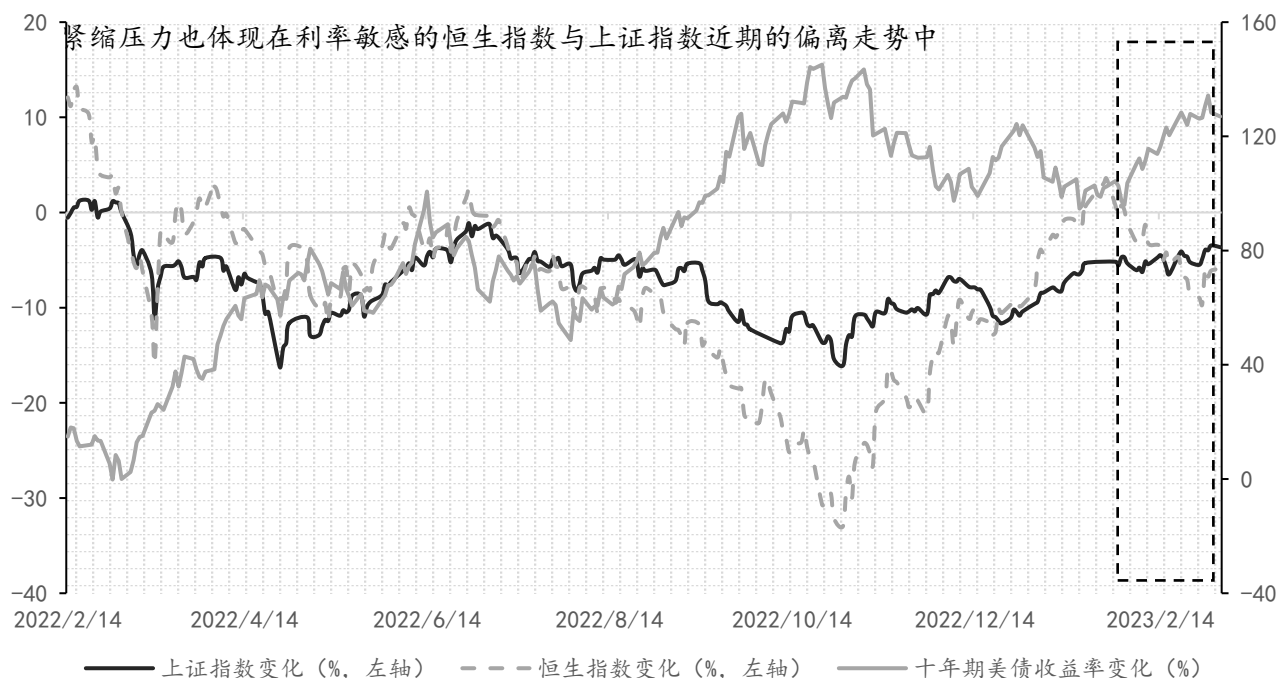


资料来源：Bloomberg

紧缩压力的增加还可以从近期上证指数与恒生指数的背离走势中得到验证。恒生指数的走势与美债收益率呈现负相关，当美债收益率上行时，代表紧缩压力不断上升，恒生指数作为利率敏感的资产，往往估值下行（详见图5）。自今年2月以来，美债收益率不断上行，恒生指数出现持续下行走势，而同期上证指数在震荡中触及了2022年以来的阶段新高。

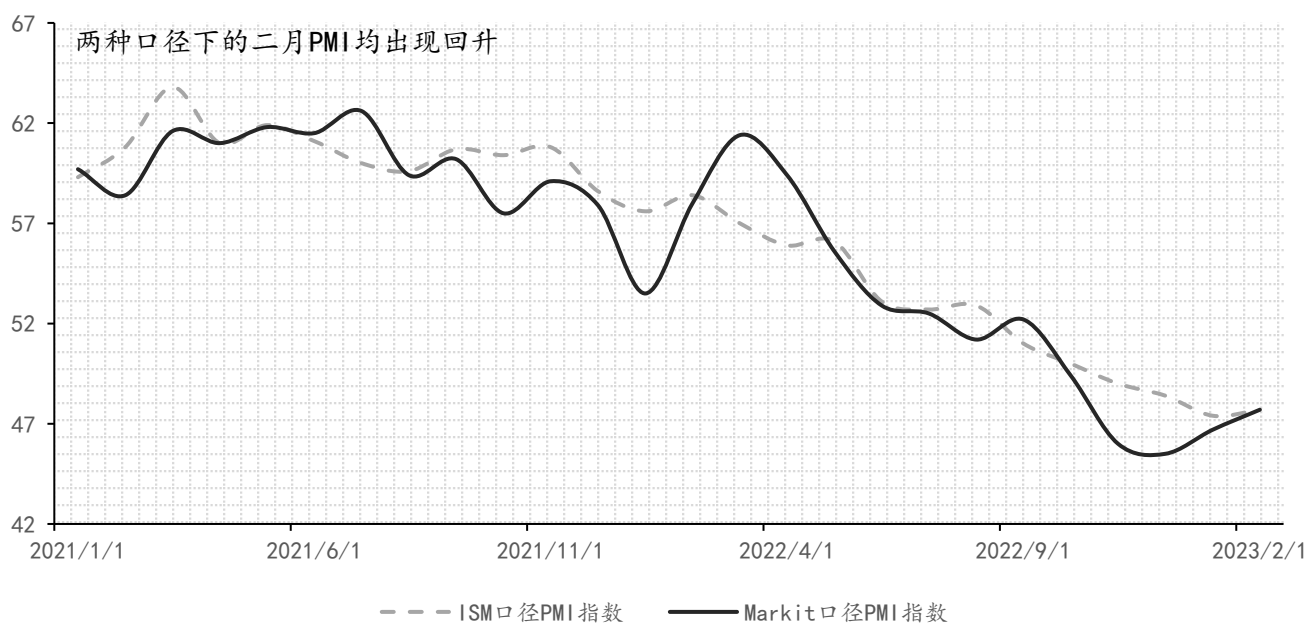
尽管通胀下行反复带来的紧缩压力上升，对投资者和央行都构成挑战，但经济韧性可以降低市场的担忧。根据ISM和Markit两种口径统计，美国工业PMI指数都较上期出现回升（详见图6），这表明持续的加息虽然对经济带来一定影响，但经济韧性比市场预料的更强。在这一数据的加持下，美联储的加息行动会进行得更加顺利。

图5 上证指数恒生指数和十年期美债收益率走势图



资料来源: Bloomberg

图6 ISM及Markit口径下美国PMI指数变化



资料来源: Bloomberg

2023年3月6日 宏观经济研究

全球市场由于紧缩压力的增加出现调整，市场后续上行还需要等待通胀数据的持续下降。从上世纪美国通胀时期的CPI同比数据和标普500指数的走势分析，当CPI见顶回落后标普指数会在短期内上涨（详见图7），去年四季度以来的市场上行也证实了这一观点。因此投资者可以等待通胀数据在加息的作用下重拾下行趋势。

图7 美国CPI同比变化与标普500指数走势图



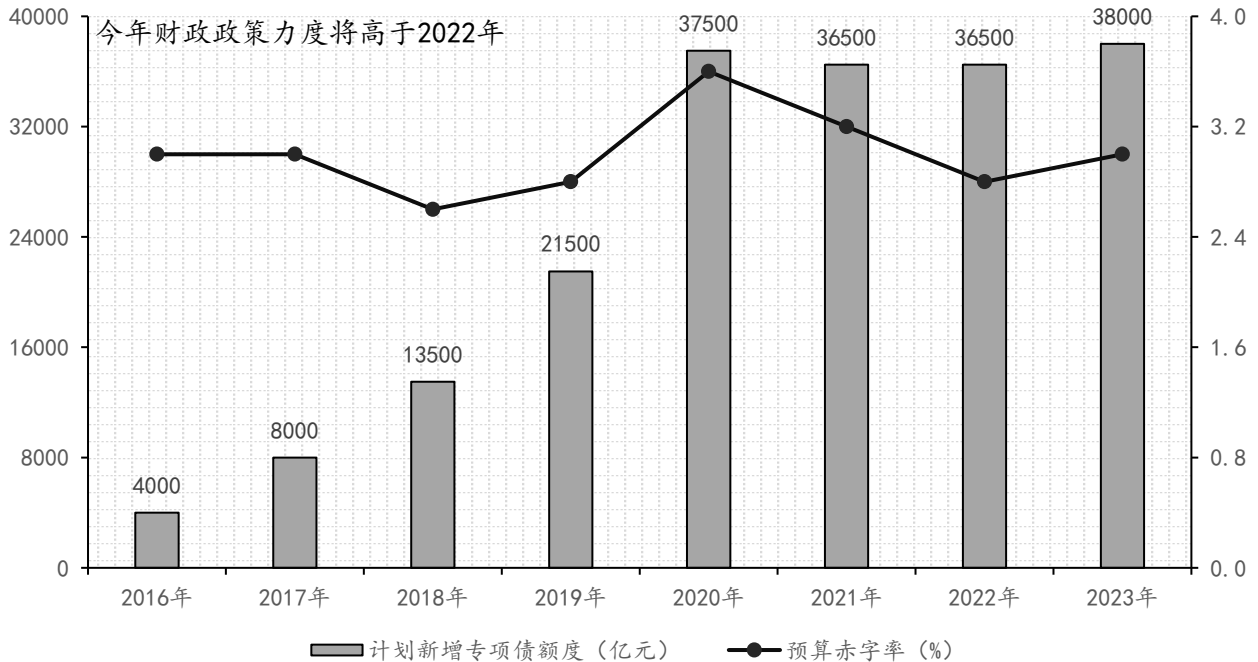
资料来源：Bloomberg

2.2 中国出现经济恢复迹象，等待后续再次确认

中国2023年的发展将围绕稳增长展开，其中积极的财政政策将成为重要手段。根据近期官方公布的数据，2023年计划新增专项债额度为3.8万亿元，达到2016年以来的新高。同时财政赤字率初步设定在3%，高于2022年的2.8%（详见图8）。总体来看，今年财政政策的力度将高于去年，但同时受制于地方债务压力，财政政策还需要货币政策的配套来发挥作用。

从短期数据的走势看，当前经济已经出现明显的恢复迹象。一月PMI超出临界值，二月PMI指数为52.6（详见图9），达到近十年最高，这意味着工业生产正在恢复正常。同时从人员出行等角度分析，服务业PMI也较上期数据有所增长，但整体恢复速度将滞后于工业PMI。

图8 中国计划新增专项债额度和财政赤字率变化



资料来源: Bloomberg

图9 中国工业PMI指数走势图



资料来源: Bloomberg

2023年3月6日 宏观经济研究

除去财政政策和货币政策的继续宽松，当前市场对资金的需求也在继续增长。从中国国债收益率走势分析，十年期国债收益率由于宽松货币政策处于震荡区间，而一年期国债收益率受资金需求的影响快速走高，两者利差逐渐缩小（详见图 10）。央行此前表态希望市场利率向政策利率靠拢，当前短端利率的上行正逐步走向这一目标。

图 10 中国十年期一年期国债收益率走势图



资料来源：Bloomberg

无论是财政制政策还是货币政策的宽松，都需要考虑通胀的走势。从中国 M2 与核心 CPI 同比变化看，M2 增长对核心 CPI 的拉动有近一年的滞后，从去年下半年 M2 同比变化快速增长的趋势分析，核心通胀可能在今年下半年开始快速上行（详见图 11）。因此当前宽松政策还可以维持至少半年时间，随后可能会因通胀数据出现边际紧缩。

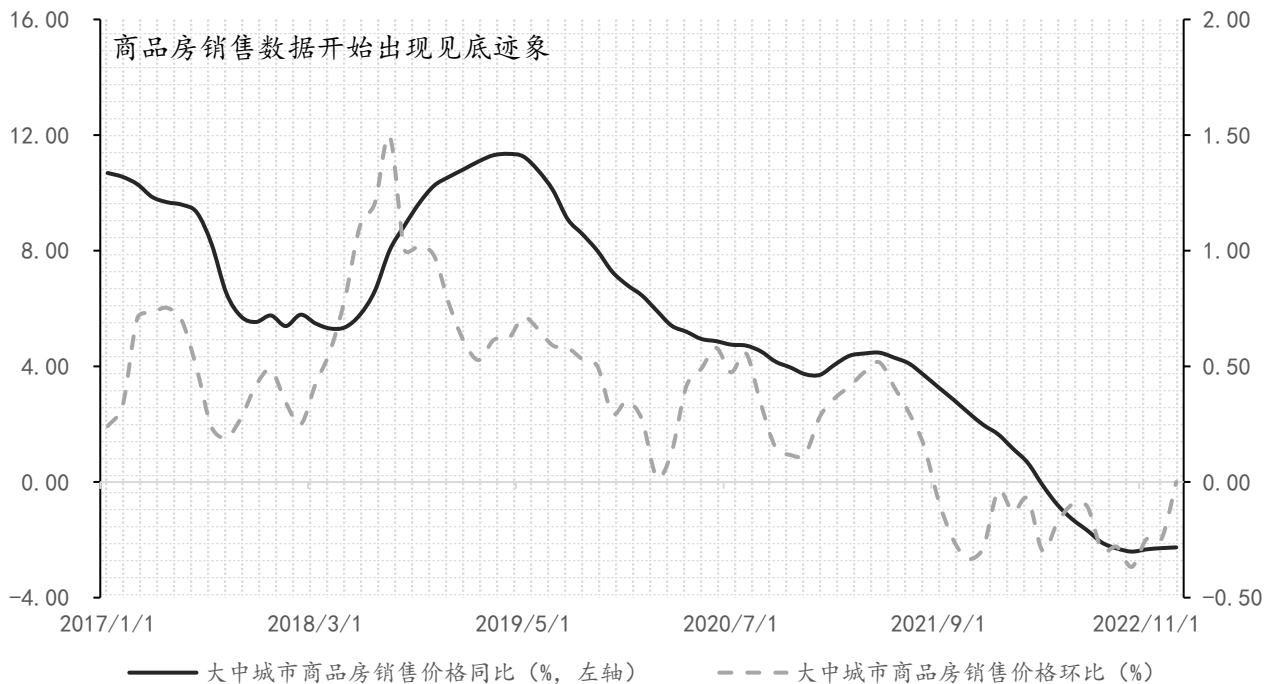
除去工业生产恢复外，对经济增长影响较大的房地产行业也出现了初步的见底迹象。大中城市商品房销售价格的同比变化较上期小幅上升，环比变化已连续多月低位震荡（详见图 12），结合当前众多房地产支持政策以及近期众多城市商品房销售回暖的现象，后续地产可能见底回升。在此情况下 2023 年经济增长将获得更多支撑。

图 11 中国 M2 与核心 CPI 同比变化



资料来源: Bloomberg

图 12 大中城市商品房销售价格同比环比变化



资料来源: Bloomberg

2023年3月6日 宏观经济研究

另一个影响经济增长的重要因素——出口数据也是当前关注的焦点。从去年下半年以来，出口同比不断下行，当前已进入负数区间。出口数据与海外经济强度和 PPI 指数的走势密切相关（详见图 13）。随着经济修复 PPI 指数回升，出口数据探底回升的概率较大。考虑到海外经济韧性仍较强，过去两年出口拉动经济的可能性继续存在。

图 13 中国 PPI 指数与出口同比变化



资料来源: Bloomberg

2023年3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：

亚特兰大联储行长 Bostic：“美联储应当将基准利率提高到 5%至 5.25%之间，并在 2024 年多数时间保持在该位置”、“如果在通胀完全受到抑制前放松行动，通胀可能会再次爆发”。

波士顿联储行长 Collins：“美联储需要进行更多加息，具体幅度要看对已知信息的全面评估”、“将利率在峰值水平维持一段时间是有必要的，因为金融条件收紧需要传导一段时间”。

圣路易斯联储行长 Bullard：“美联储将不得不将基准利率设置在超过 5%的位置，随后可以观察经济数据的表现”、“当前经济比两个月前市场想象的更有韧性”。

芝加哥联储行长 Austan：“美联储的决策如果过于依赖市场反应，将是危险和错误的”、“最终工作将根据实体经济的情况进行判断”。

里士满联储行长 Barkin：“通货膨胀可能已经越过峰值，但回到目标水平需要时间，因此仍有工作要做”、“美联储现在有理由更谨慎地行动”。

克利夫兰联储行长 Mester：“美联储需要略高于 5%的利率水平并再此保持一段时间，才能使通货膨胀率可持续地降至 2%”、“通胀指标已经显示改善迹象，但水平仍然过高”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“欧央行计划在三月议息会议上加息 50 个基点，之后可能还需要继续升息”、“目前通胀率是目标水平的四倍，但利率峰值仍不确定”。

欧洲央行管理委员会成员 Nagel：“三月会议提高利率不会是最后一次，后续可能继续大幅加息”、“欧央行计划从七月开始削减资产负债表”。

欧洲央行管理委员会成员 Vujcic：“只要核心通胀显著高于目标水平，欧央行就会继续加息”、“借贷成本将达到限制经济的水平，但终端利率还不能确定”。

欧洲央行执行委员会成员 Schnabel：“欧央行在量化宽松计划下持有的大量债券可能使抗通胀的努力变得复杂”、“缩减资产组合将带来好处，为欧央行提供更多行动空间”。

信息来源：Bloomberg

2023年3月6日 宏观经济研究

附录2 全球资产价格变动

	基准指数	最新值	周变动 (%)	月变动 (%)	季变动 (%)	年初至今 (%)
股票市场						
全球市场	MSCI ACWI Index	639.69	1.42%	-2.24%	0.97%	5.51%
发达经济体	MSCI World Index	2757.97	1.34%	-1.85%	0.91%	5.78%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	988.03	2.15%	-5.25%	1.46%	3.34%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	3849.52	1.95%	-3.24%	-0.57%	6.21%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1878.60	1.97%	-0.62%	5.90%	7.47%
中国	MSCI China Index	68.24	4.04%	-7.60%	10.58%	5.85%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	830.51	-0.27%	-4.16%	-0.75%	-1.04%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	826.05	-0.34%	-4.28%	-1.02%	-1.17%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	106.62	0.27%	0.71%	-0.62%	-2.24%
投资级公司债券						
全球市场	Bloomberg Global Aggregate Index	444.36	-0.14%	-4.06%	-1.52%	-0.65%
发达经济体	Bloomberg Global Aggregate Developed Markets Index	94.57	-0.27%	-4.24%	-2.15%	-0.81%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1080.01	-0.29%	-3.64%	0.44%	0.39%
美国	Bloomberg US Aggregate Index	2054.52	-0.06%	-3.44%	-1.16%	-0.08%
中国	Bloomberg China Aggregate Index	257.92	0.93%	-2.11%	3.16%	0.27%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1364.01	-0.02%	-2.39%	1.64%	1.92%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	154.71	0.08%	-2.20%	1.27%	2.39%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	120.00	-0.04%	-2.80%	1.07%	0.23%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2247.02	0.78%	-2.55%	1.27%	2.27%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	48.10	0.04%	-5.41%	27.30%	5.79%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	108.31	2.21%	-1.12%	-6.67%	-1.82%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	37.42	6.07%	5.65%	-20.64%	-3.38%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	162.00	0.87%	-7.27%	-0.18%	-2.09%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	209.50	1.74%	-5.97%	2.70%	-3.50%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	68.48	-0.19%	-1.39%	0.75%	1.03%

数据来源: Bloomberg

2023年3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