

2023年4月17日

## 宏观经济双周报

### 美联储重拾紧缩态势，全球经济预期走弱

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 0.69%，4 月 14 日收盘价 4137.64；  
美国道琼斯指数两周上涨 1.84%，4 月 14 日收盘价 33886.47；  
美国纳斯达克指数两周下跌 0.81%，4 月 14 日收盘价 12123.47；  
欧洲斯托克 50 指数两周上涨 1.75%，4 月 14 日收盘价 4390.75；  
中国上证指数两周上涨 1.99%，4 月 14 日收盘价 3338.15；  
香港恒生指数两周上涨 0.19%，4 月 14 日收盘价 20438.81；  
日经 225 指数两周上涨 1.61%，4 月 14 日收盘价 28493.47；

#### 2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周上涨 1.77%，4 月 14 日收盘价 2004.17；  
WTI 原油指数两周上涨 9.05%，4 月 14 日收盘价 82.52；

#### 3) 其他市场

美元指数两周下跌 0.93%，4 月 14 日收盘价 101.55；  
港币汇率两周下跌 0.01%，4 月 14 日收盘价 7.8495；  
波罗的海干散货指数两周上涨 3.31%，4 月 14 日收盘价 1435；  
美国十年期国债收益率两周上涨 1.30%，4 月 14 日数值为 3.51%；

### 1.2 市场简要回顾:

近两周欧美银行业压力逐渐减弱，全球股市普遍上行。美国三月 CPI 数据公布，通胀持续下行但核心通胀小幅回升。美联储公布的会议纪要显示，通胀的黏性成为货币政策的关注重点，在银行业韧性较强的背景下，后续加息行动将继续。全球经济预期继续走弱，但逆市上行的石油行业以及中国信贷修复后的银行业值得市场关注。

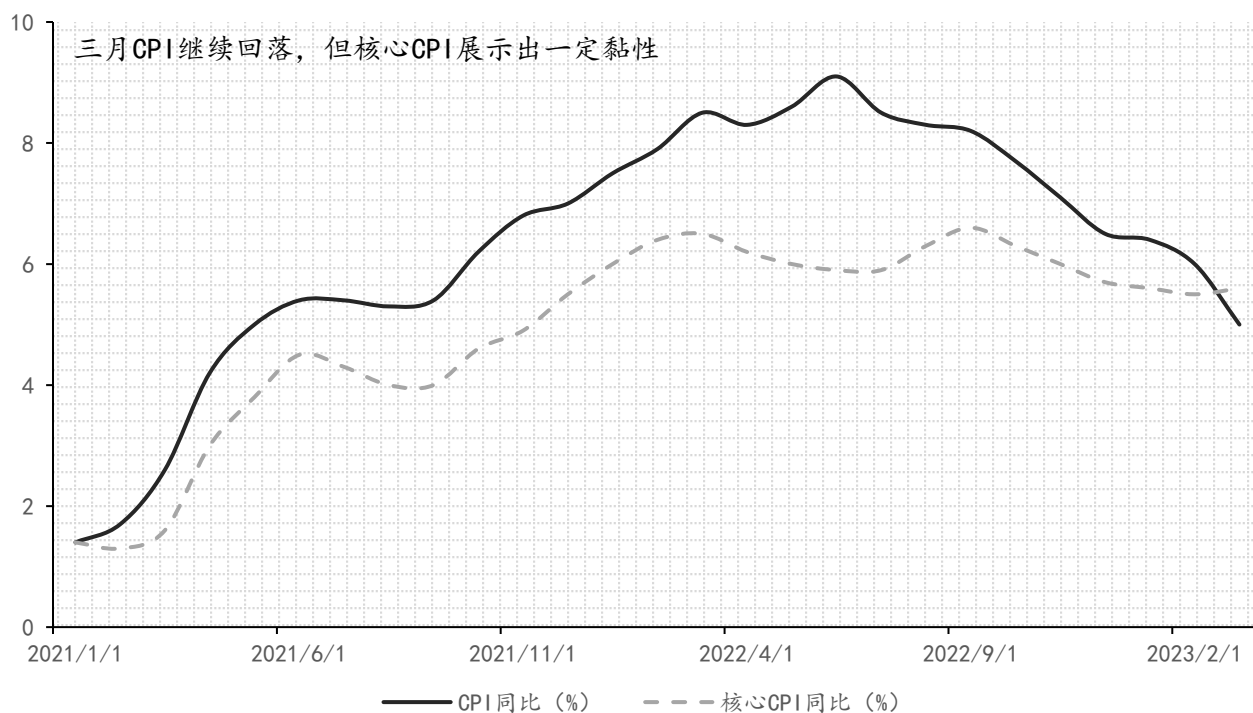
## 2 宏观经济分析

### 2.1 经济背景：美联储恢复紧缩，全球经济预期走弱

欧美银行风险事件的影响逐渐下降，美联储及欧央行均明确表态银行体系具有韧性，且将在必要时刻为金融市场注入流动性。近两周银行业并未再次出现类似的风险事件，央行对市场的实际行动扭转了投资者的信心。在这一事件的影响逐渐下降的情况下，紧缩再次成为核心考虑。

三月CPI同比增长5%（前值6%），核心CPI同比增长5.6%（前值5.5%），自2021年CPI超过2%以来，核心通胀率首次高于通胀率，反映出核心通胀率的黏性较强（详见图1）。美联储将核心通胀率作为重要的观察指标，当前的核心通胀水平显然支持美联储继续加息。

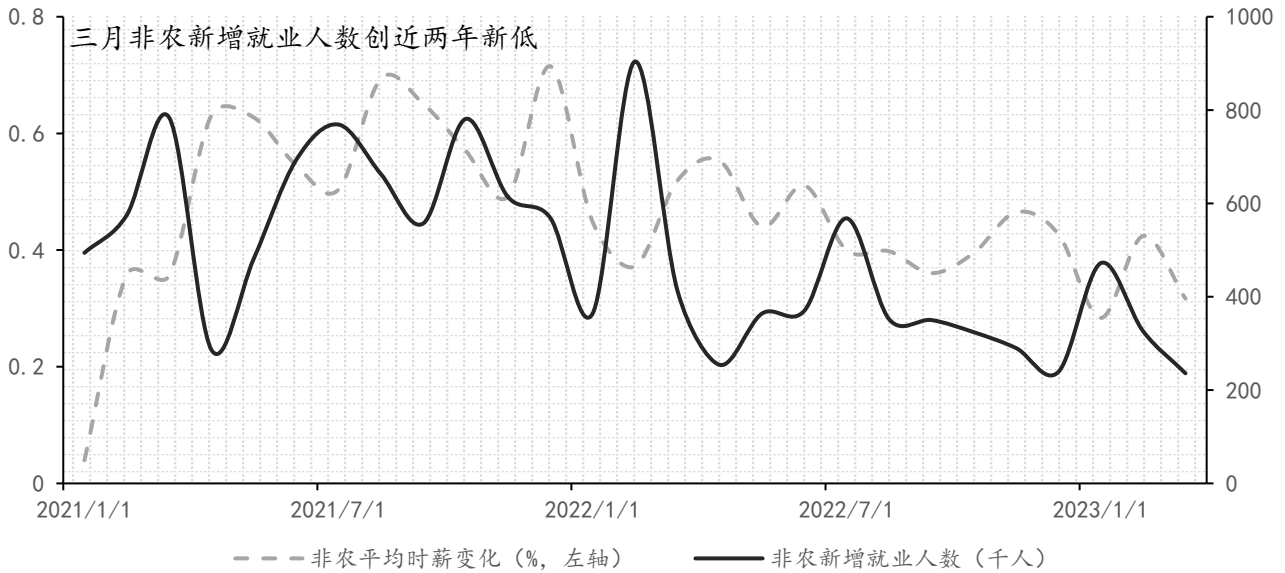
图1 CPI与核心CPI同步数据变化



资料来源：Bloomberg

从三月非农就业数据的变化看，尽管整体新增就业人数仍为正数，但人数的绝对值已经达到近两年新低，同时就业时薪的增长也已经明显弱于前两年的水平（详见图2）。美联储曾表示就业数据的火热程度反映出加息的必要性，随着加息的影响逐渐显现，预计后续非农数据走弱时，美联储的升息行动将暂时停止。

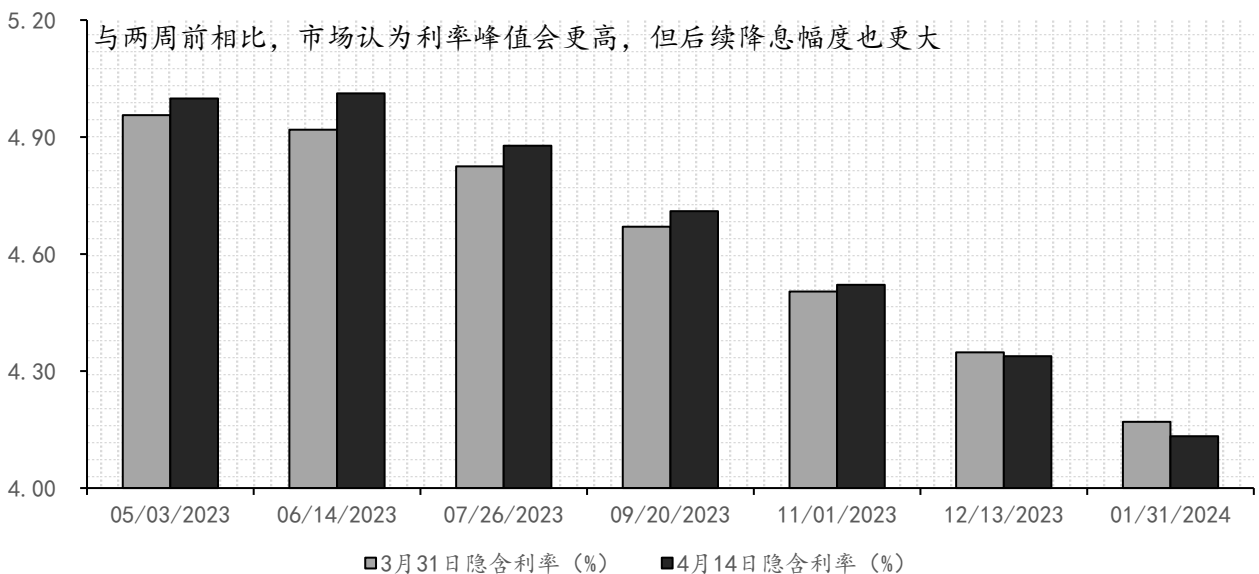
图2 非农就业新增人数与时薪变化



资料来源: Bloomberg

在美联储议息会议纪要公布后,投资者认识到美联储短期内继续提高利率的决心,同时也关注到后续维持基准利率等待经济数据变化的态度。从芝加哥商品交易所联邦利率期货的数据分析,与两周前相比,基准利率的峰值正在提高,但后续降息幅度也更大(详见图3)。然而从美联储的会议文件分析,还没有提出任何有关年内降息的观点。

图3 美联储基准利率预期变化

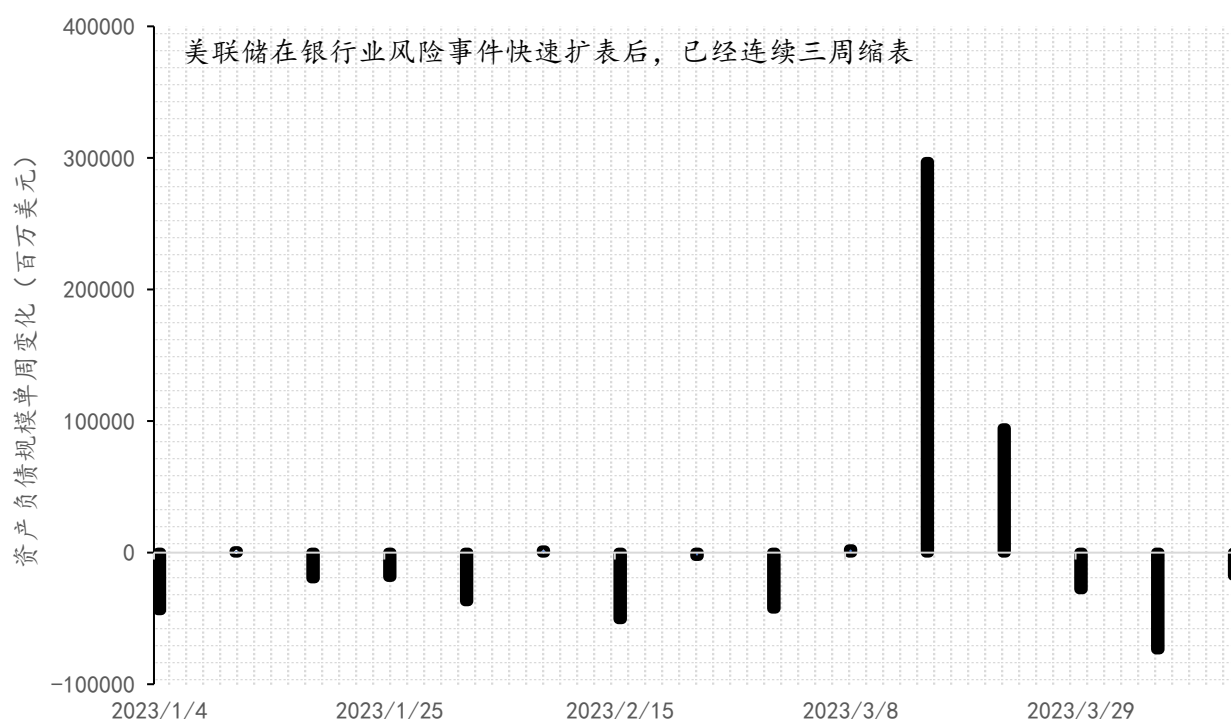


资料来源: CME Group

2023年4月17日 宏观经济研究

从美联储资产负债规模的变化分析，在银行业风险事件的两周内，美联储通过向金融机构提供流动性的方式，大幅扩张资产负债表，而此后连续三周内资产负债规模开始下降（详见图4）。部分美联储分行行长认为，银行业体系的韧性使短期风险难以扩散，出售国债以及抵押支持证券，从而缩表的行动是可以持续的（详见附录1）。

图4 美联储资产负债规模变化



资料来源：Bloomberg

从十年期两年期美债收益率的走势看，在欧美银行业危机期间，避险资金涌入美债使债券收益率下降，而在近两周债券收益率已经出现震荡走势（详见图5）。这一现象也从侧面证明银行业风险事件基本结束。在此情况下，美联储继续提高利率以及缩表，都会再次推高美债收益率，年内债券收益率上行的趋势会持续。

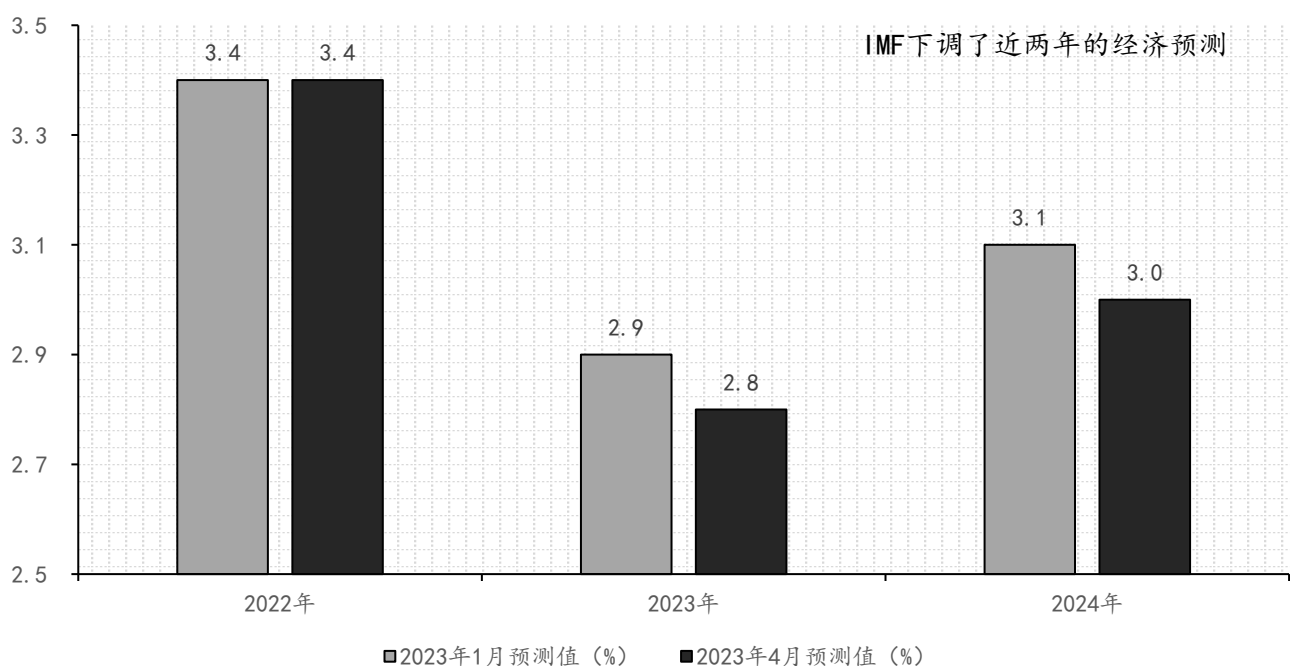
高利率对经济增长构成的压力仍在加深，在美联储表示将基准利率维持在限制性水平，以及欧央行加息仍未结束的情况下，国际货币基金组织下调了近两年的经济预测（详见图6）。IMF表示，在通胀仍维持较高水平且金融系统受到利率压力的情况下，全球经济软着陆的概率正在下降，下行风险将再次占据主导地位。

图5 两年期十年期美债收益率走势图



资料来源: Bloomberg

图6 国际货币基金组织全球经济预测变化

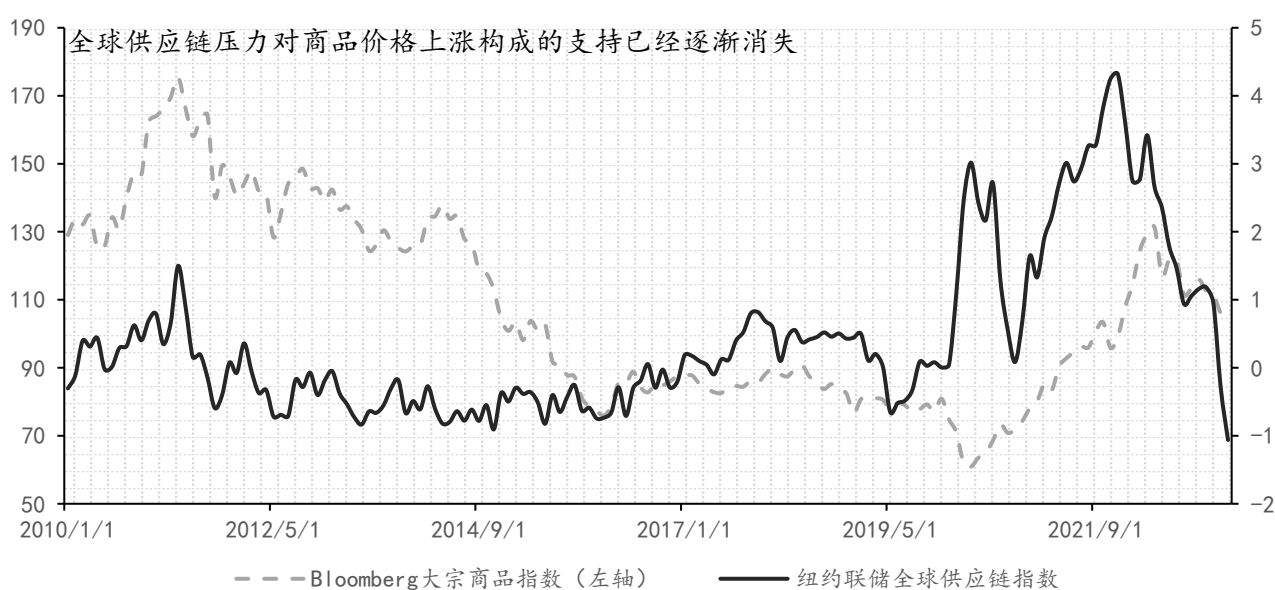


资料来源: 国际货币基金组织

## 2.2 关注焦点：逆市上行的石油业、信贷增长的银行业

2020年以来，疫情对供应链造成较大压力，结合宽松的流动性使商品价格出现大幅上行走势。随着疫情结束，供应链压力对商品价格上涨的支持已经减弱（详见图7），同时大宗商品价格也开始下行。近两周 OPEC 减产的信息使石油价格逆市上行，WTI 原油指数涨超 9%（详见图 8）。

图 7 全球供应链指数与商品指数走势图



资料来源：Bloomberg

图 8 WTI 原油指数走势图



资料来源：Bloomberg

请阅读此报告最后部分的免责声明

2023年4月17日 宏观经济研究

除去原油价格在整体大宗商品中的逆市上行表现外，石油股股价的走势也值得投资者关注。从 WTI 原油指数与石油股股价的变化看，此前两者同涨同跌的走势，只持续到 2022 年下半年。随着 WTI 原油指数不断下行，石油股股价不断上行，并持续超过半年时间（详见图 9）。

结合当前全球经济不确定因素以及能源转型造成的供求关系变化，石油股股价上行可以从投资者对传统能源中长期的乐观情绪解释。短期 OPEC 减产以及清洁能源的发展，都导致石油供给在未来可能处于紧缩状态，而能源转型的较长时间内，经济运行仍离不开传统能源。石油公司在这一过程中的定价权可能会加强，在产能限制的背景下也能够维持其业绩增长。

图 9 WTI 原油指数与石油股股价走势图



资料来源：Bloomberg

从中国货币供应量与 CPI 同比变化分析，此前货币供应量增长和 CPI 上行往往同时发生，货币政策向物价的传导机制顺畅。今年以来 M2 货币供应不断上行，但 CPI 数据出现背离走势，反映出市场的消费信心仍较弱（详见图 10）。这一现象也反映在储蓄增长中，第一季度人民币存款增长 15.39 万亿（同比多增 4.54 万亿），其中住户存款增长 9.9 万亿。



图 10 中国货币供应量与 CPI 同比变化



资料来源：Bloomberg

尽管 CPI 反映出消费能力仍未明显修复，但近两周公布的经济数据超出市场预期。以出口数据为例，在全球 PMI 指数持续下行的过程中，三月中国出口同比增长 14.8%（前值-1.3%），结束了自去年十月以来的负增长（详见图 11）。出口强势与春节期间订单积压有关，但在周边国家出口数据继续走弱的背景下，投资者可以密切关注后续出口数据的变化。

除去出口数据外，央行调查的企业贷款需求指数明显上行，并达到近九年的新高（详见图 12）。宏观数据显示，三月社融增长 5.38 万亿（同比多增 7079 亿），人民币贷款增加 3.89 万亿（同比多增 7497 亿），均创历史同期新高。从今年第一季度的整体数据分析，社融增长 14.53 万亿（同比多增 2.47 万亿），人民币贷款增加 10.6 万亿元（同比多增 2.27 万亿）。融资需求的改善对后续经济增长具有较强的预示作用。



图 11 中国出口与全球 PMI 指数变化



资料来源: Bloomberg

图 12 央行企业贷款需求指数变化

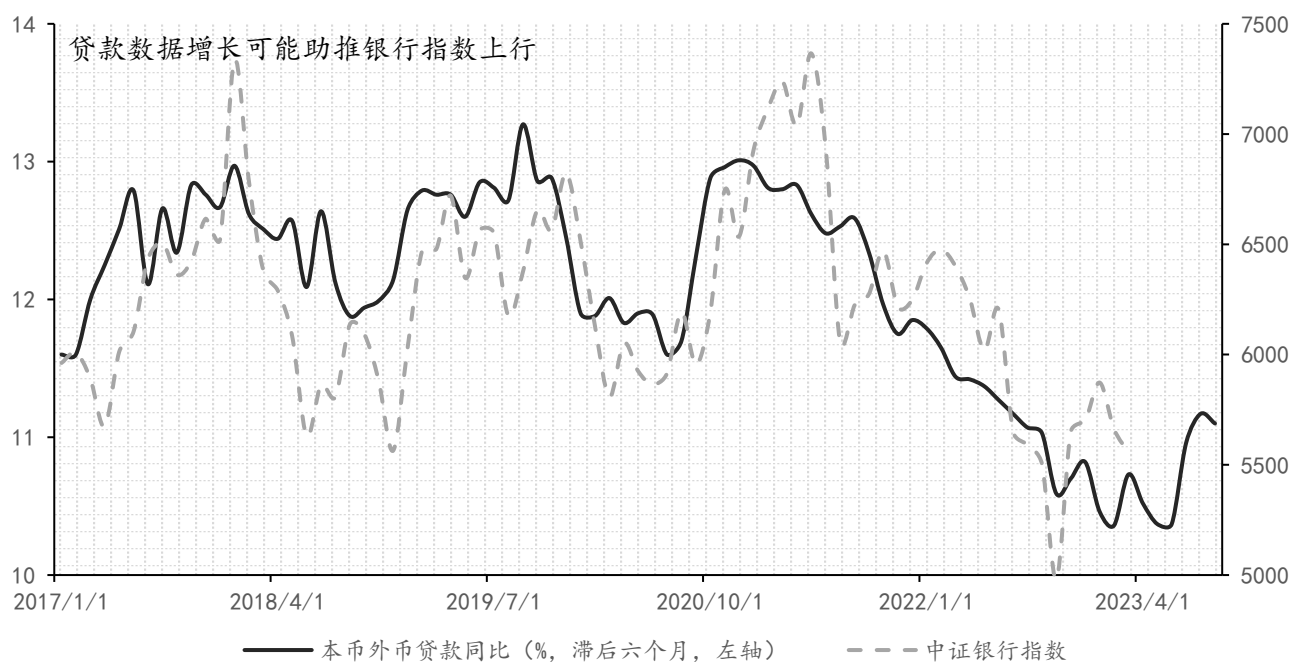


资料来源: Bloomberg

2023年4月17日 宏观经济研究

在中国三月信贷数据恢复的背景下，投资者可以关注与贷款直接相关的银行业。以本币外币贷款同比变化与中证银行指数的变化为例，当贷款同比指标上行六个月后，银行业指数也会随之上升（详见图13）。当前中证银行指数正处于近六年以来的低位，在后续贷款数据持续恢复的前提下，银行股将成为值得配置的方向。

图13 本币外币贷款增速与银行业指数走势图



资料来源: Bloomberg

2023年4月17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 Waller：“金融环境尚未显著收紧，就业市场仍然强劲且相当紧俏，通胀率高于目标，因此需要继续收紧货币政策”、“更关注核心通胀的进展”。

纽约联储行长 Williams：“美联储三月会议中计划今年再加息一次，随后维持利率不变”、“未来的政策走向将由经济数据决定，美联储的缩表行动非常顺利，不需要调整”。

旧金山联储行长 Daly：“信贷紧缩和全球经济放缓等不利因素即将到来，在不采取进一步政策行动的情况下，通胀也有可能回到目标水平”、“加息的影响仍需要一定时间得以显现”。

圣路易斯联储行长 Bullard：“近期债券收益率大幅下降，有助于减轻金融压力对宏观经济造成的负面影响”、“与2008年相比当前金融状况仍相对宽松”。

里士满联储行长 Barkin：“通胀已经从峰值回落，但美联储的任务还没有完成”、“美联储已经看到需求降温的迹象，但核心通胀仍旧过高”。

克利夫兰联储行长 Mester：“美联储今年应当将利率提高至5%以上，并在一段时间内保持该利率水平”、“利率峰值将取决于经济和通胀需要多长时间才能降温”。

### 欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“有韧性的劳动力市场和强劲的经济增长表明，潜在的通胀压力仍旧较高”、“必要时将为欧元区金融体系提供流动性支持，并保持货币政策顺利传导”。

欧洲央行副行长 Guindos：“剔除能源和食品的核心通胀可能维持在高位，该指标是欧央行决策的关键指引”、“核心通胀的压力比预期持续时间更长”。

欧洲央行首席经济学家 Lane：“假设经济前景没有因为近期的金融动荡发生显著变化，欧央行可能在五月继续加息”、“欧元区银行体系状况良好”。

欧洲央行管理委员会成员 Vasle：“鉴于对金融体系健康状况的担忧消退，欧央行可能在五月会议上加息50个基点”、“加息幅度取决于银行贷款、经济增速和通胀等数据”。

信息来源：Bloomberg

2023年4月17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   | 654.57  | 1.39%  | 6.94%   | 2.58%   | 7.96%   |          |
| 发达经济体   | MSCI World Index  | 2825.75 | 1.42%  | 7.10%   | 3.29%   | 8.38%   |          |
| 新兴市场经济体 | MSCI Emerging Markets Index                               | 1000.49 | 1.19%  | 5.66%   | -2.85%  | 4.64%   |          |
| 美国      | MSCI USA Price Return USD Index                           | 3926.34 | 0.83%  | 4.37%   | 3.45%   | 8.33%   |          |
| 欧洲      | MSCI Europe USD Index                                     | 1966.62 | 2.47%  | 11.87%  | 5.03%   | 12.50%  |          |
| 中国      | MSCI China Index  | 66.92   | -0.19% | 4.17%   | -7.48%  | 3.80%   |          |
| 债券市场    |   |         |        |         |         |         |          |
| 全球市场    | FTSE World Government Bond Index USD                      | 864.68  | -0.25% | 0.96%   | 0.07%   | 3.03%   |          |
| 发达经济体   | FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD | 861.01  | -0.30% | 0.88%   | 0.07%   | 3.02%   |          |
| 新兴市场经济体 | FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD  | 109.80  | 0.14%  | 2.74%   | 2.37%   | 0.67%   |          |
| 投资级公司债券 |   |         |        |         |         |         |          |
| 全球市场    | Blommberg Global Aggregate Index                          | 460.31  | -0.20% | 1.27%   | -0.10%  | 2.91%   |          |
| 发达经济体   | Blommberg Global Aggregate Developed Markets Index        | 98.13   | -0.10% | 1.15%   | -0.08%  | 2.92%   |          |
| 新兴市场经济体 | Bloommberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index | 1101.24 | 0.16%  | 1.37%   | 0.22%   | 2.37%   |          |
| 美国      | Blommberg US Aggregate Index                              | 2109.56 | -0.35% | 0.06%   | 0.34%   | 2.60%   |          |
| 中国      | Blommberg China Aggregate Index                           | 261.99  | 0.53%  | 1.28%   | -1.01%  | 1.85%   |          |
| 高收益公司债券 |   |         |        |         |         |         |          |
| 全球市场    | Bloomberg Global High Yield Index                         | 1387.25 | 0.69%  | 3.24%   | 0.26%   | 3.65%   |          |
| 发达经济体   | Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index    | 158.25  | 1.06%  | 4.01%   | 0.74%   | 4.74%   |          |
| 新兴市场经济体 | Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index              | 122.44  | 0.17%  | 1.50%   | 0.43%   | 2.27%   |          |
| 美国      | Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index              | 2283.15 | 0.76%  | 2.96%   | 0.53%   | 3.91%   |          |
| 中国      | Bloomberg China USD Credit High Yield Index               | 44.09   | 0.62%  | -5.95%  | -11.03% | -3.03%  |          |
| 大宗商品    |   |         |        |         |         |         |          |
| 综合      | Bloomberg Commodity Index                                 | 107.82  | 1.48%  | 5.55%   | -2.81%  | -2.26%  |          |
| 能源商品    | Bloomberg Energy Subindex                                 | 34.75   | 1.39%  | 9.45%   | -10.19% | -10.27% |          |
| 工业金属    | Bloomberg Industrial Metals Subindex                      | 159.37  | 3.26%  | 4.42%   | -7.10%  | -3.68%  |          |
| 贵金属     | Bloomberg Precious Metals Subindex                        | 231.13  | 0.97%  | 6.22%   | 4.48%   | 6.46%   |          |
| 农产品     | Bloomberg Agriculture Subindex                            | 69.10   | 1.43%  | 3.53%   | 2.65%   | 1.96%   |          |

数据来源: Bloomberg

2023年4月17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)