

2023年5月1日

## 宏观经济双周报

### 欧美经济数据超出市场预期，加息预测再次得到强化

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 0.06%，4 月 28 日收盘价 4135.35；  
美国道琼斯指数两周下跌 0.18%，4 月 28 日收盘价 33826.16；  
美国纳斯达克指数两周上涨 0.15%，4 月 28 日收盘价 12142.24；  
欧洲斯托克 50 指数两周下跌 0.74%，4 月 28 日收盘价 4358.05；  
中国上证指数两周下跌 1.57%，4 月 28 日收盘价 3285.88；  
香港恒生指数两周下跌 2.93%，4 月 28 日收盘价 19840.28；  
日经 225 指数两周下跌 0.13%，4 月 28 日收盘价 28457.68；

#### 2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周下跌 0.82%，4 月 28 日收盘价 1987.78；  
WTI 原油指数两周下跌 9.4%，4 月 28 日收盘价 74.76；

#### 3) 其他市场

美元指数两周下跌 0.05%，4 月 28 日收盘价 101.50；  
港币汇率两周上涨 0.01%，4 月 28 日收盘价 7.8497；  
波罗的海干散货指数两周上涨 10.17%，4 月 28 日收盘价 1581；  
美国十年期国债收益率两周上涨 0.2%，4 月 28 日数值为 3.52%；

### 1.2 市场简要回顾：

近两周全球股票市场大多下跌，欧美工业生产数据再次超出市场预期，央行的加息预期继续强化，投资者此前预料的政策宽松的概率下降，美债收益率继续小幅上行。美联储和欧央行在五月召开议息会议，两者可能继续加息 50 个基点、25 个基点。紧缩整体进入后期阶段，成长股可能会在利率暂停上升后得到利好支持，但商业地产已经出现一定风险。

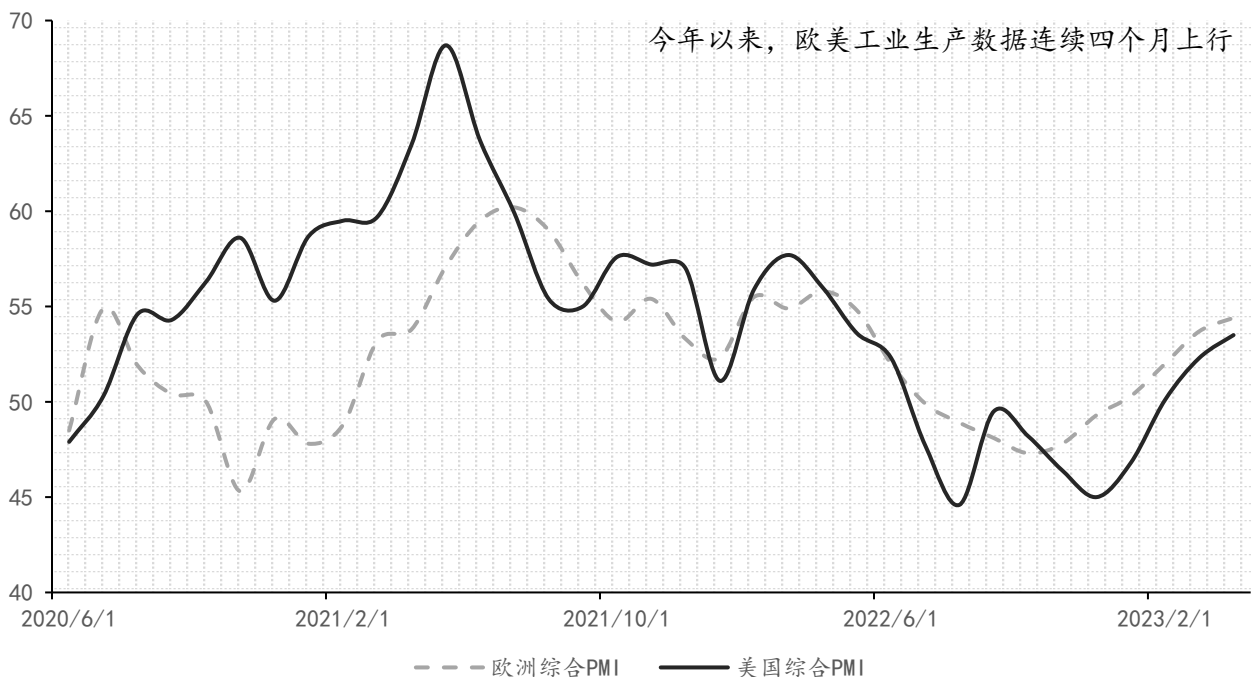
## 2 宏观经济分析

### 2.1 欧美经济数据超出市场预期

近两周公布的欧美综合 PMI 指数超出市场预期，尽管美联储和投资者均认为经济前景存在不确定性，且连续加息对经济的影响正在逐渐显现，但今年以来 PMI 指数已经连续四个月上行（详见图 1），其中服务业指数的增长相对更快。

强势的经济数据为美联储和欧央行五月加息提供了依据，在通胀距离 2% 的目标值仍较远的情况下，美联储计划在五月加息 25 个基点，欧央行计划加息 50 个基点（详见附录 1）。投资者也正在接受“经济韧性较强，足够支撑加息”的观点。

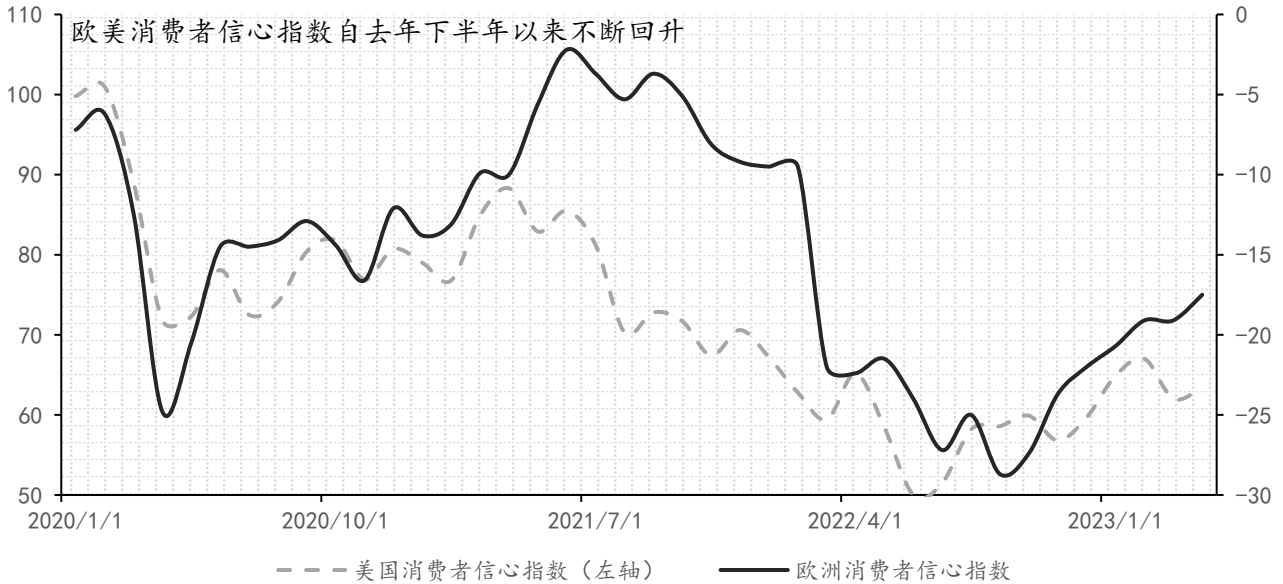
图 1 欧美综合 PMI 指数走势图



资料来源：Bloomberg

欧美经济韧性还可以从消费者信心指数的走势中分析。自 2022 年下半年以来，欧美消费者补贴政策基本退出，但消费者信心指数已经连续回升（详见图 2）。欧美市场的通货膨胀情况自去年第四季度开始改善，除去核心通胀仍维持高位外，整体通胀数据下行，为消费者恢复信心提供了空间。在美联储继续加息的背景下，通胀下行和消费信心上行将持续。

图2 欧美消费者信心指数走势图



资料来源: Bloomberg

从美国中小银行指数和大型银行指数的走势分析,在风险事件发生后,中小银行股价下降明显,而当前也并未出现明显反弹。大型银行最初受到市场情绪主导股价下降,但随着风险事件的影响下降,股价出现了明显的回升(详见图3)。得益于美联储的流动性支持和市场自身的韧性,本次银行业风险事件未能向美国大型银行外溢。

图3 美国银行业指数走势图

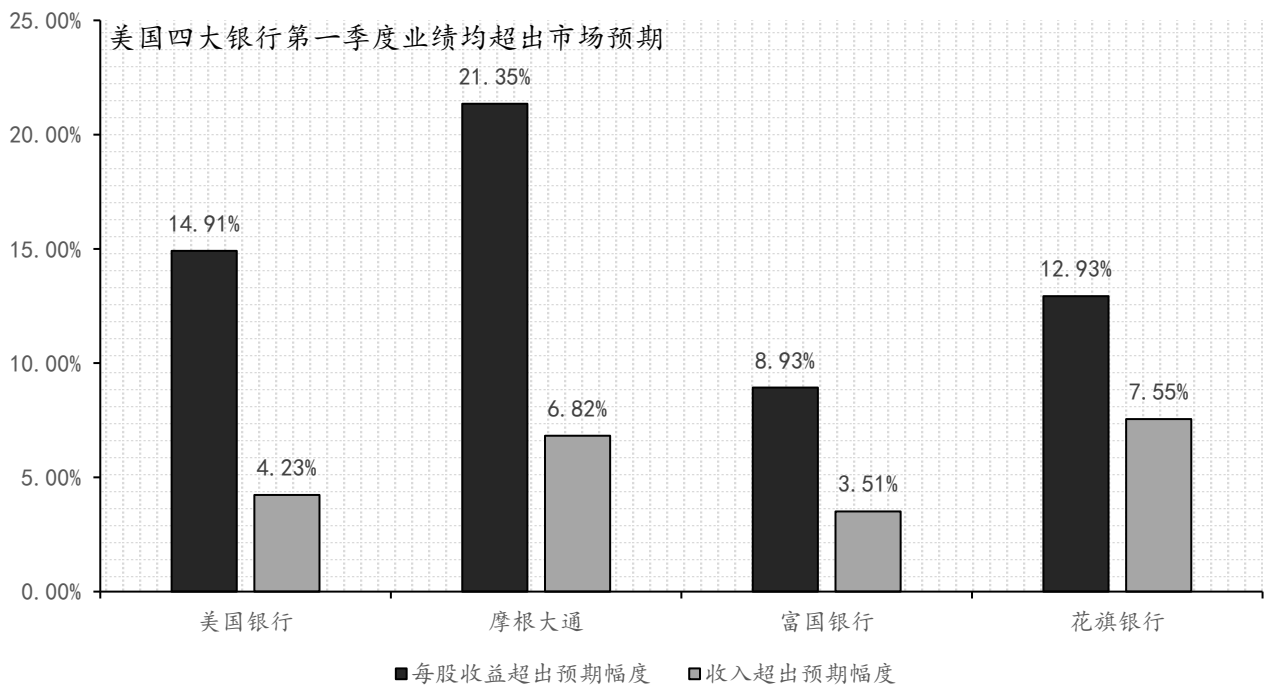


资料来源: Bloomberg

2023年5月1日 宏观经济研究

大型银行近期的强势走势，还可以从其业绩角度得到分析。由于大型银行持有大量金融资产，而今年一季度以来全球金融市场的强势表现，使金融资产增值。从美国四大大型银行的EPS(每股收益)和收入的季度报告分析，四家银行的业绩明显好于市场预期(详见图4)。这一业绩情况也缓解了投资者此前对银行业韧性的担忧。

图4 美国大型银行第一季度业绩情况

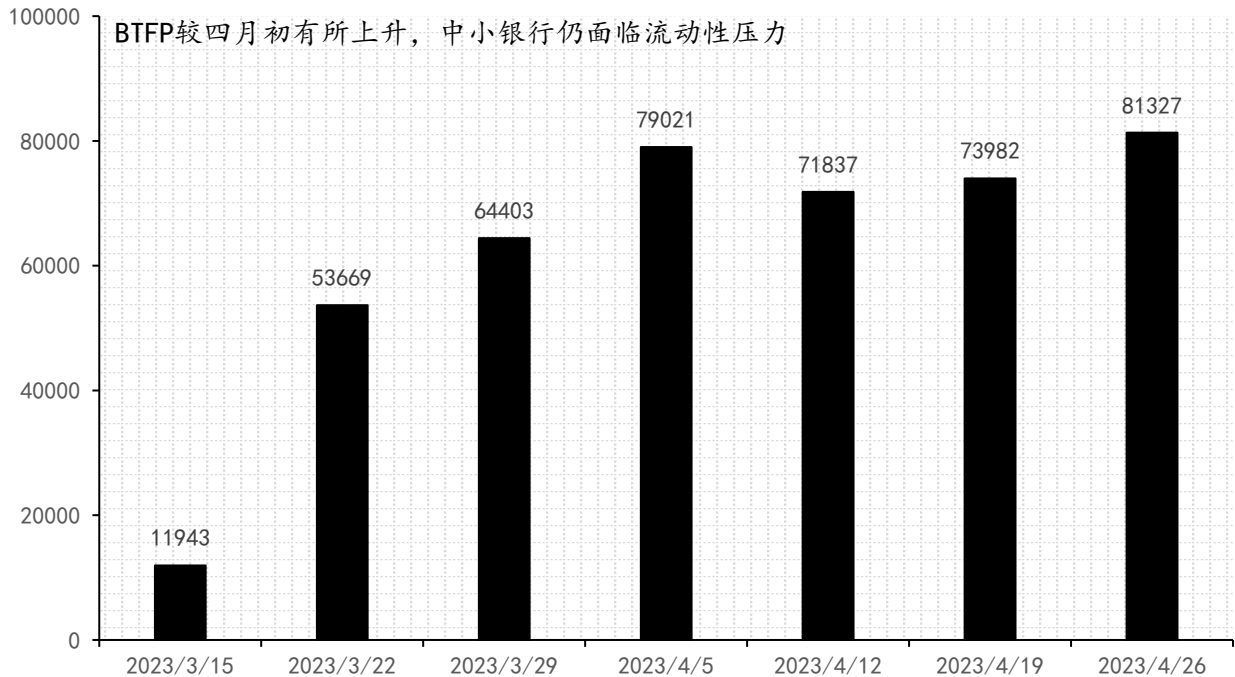


资料来源: Bloomberg

尽管大型银行在此次风险事件中并未受到过多影响，但中小银行当前仍面临压力。美联储在三月银行业危机中引入了定期融资计划(BTFP)，中小银行可以将持有的金融资产抵押给美联储，来获得美联储提供的资金。这一融资计划的规模在四月初达到阶段性高点，但最新数据并未回落，反而创下两个多月以来的新高(详见图5)。

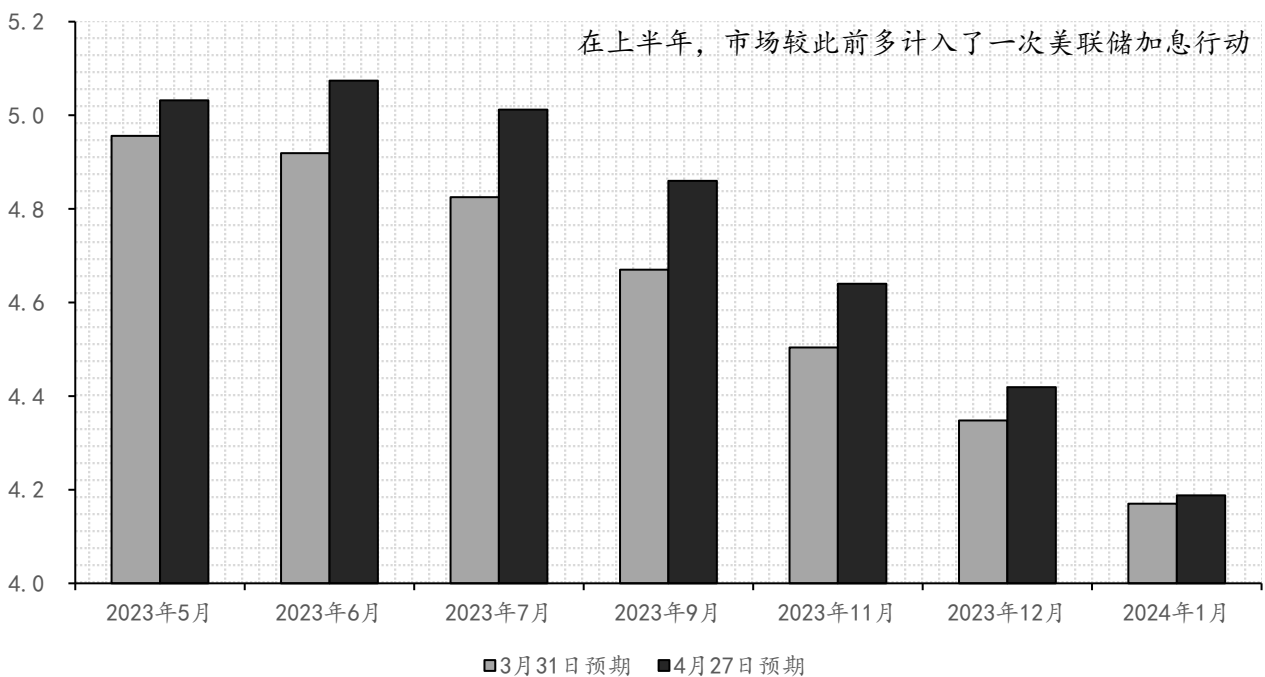
从十年期两年期美债收益率的走势看，在欧美银行业危机期间，避险资金涌入美债使债券收益率下降，而在近两周债券收益率已经出现震荡走势(详见图5)。这一现象也从侧面证明银行业风险事件基本结束。在此情况下，美联储继续提高利率以及缩表，都会再次推高美债收益率，年内债券收益率上行的趋势会持续。

图5 美联储银行定期融资计划 BTFP 规模变化 (百万美元)



资料来源: Bloomberg

图6 市场对美联储基准利率预测变化

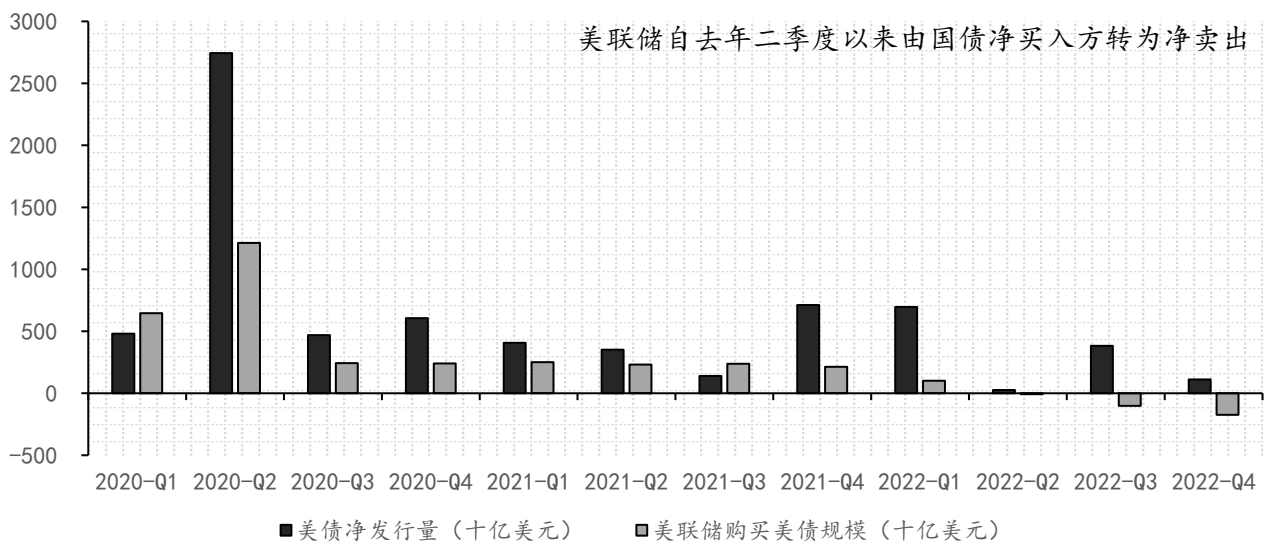


资料来源: CME Group

## 2.2 紧缩后期的成长股资产和商业地产

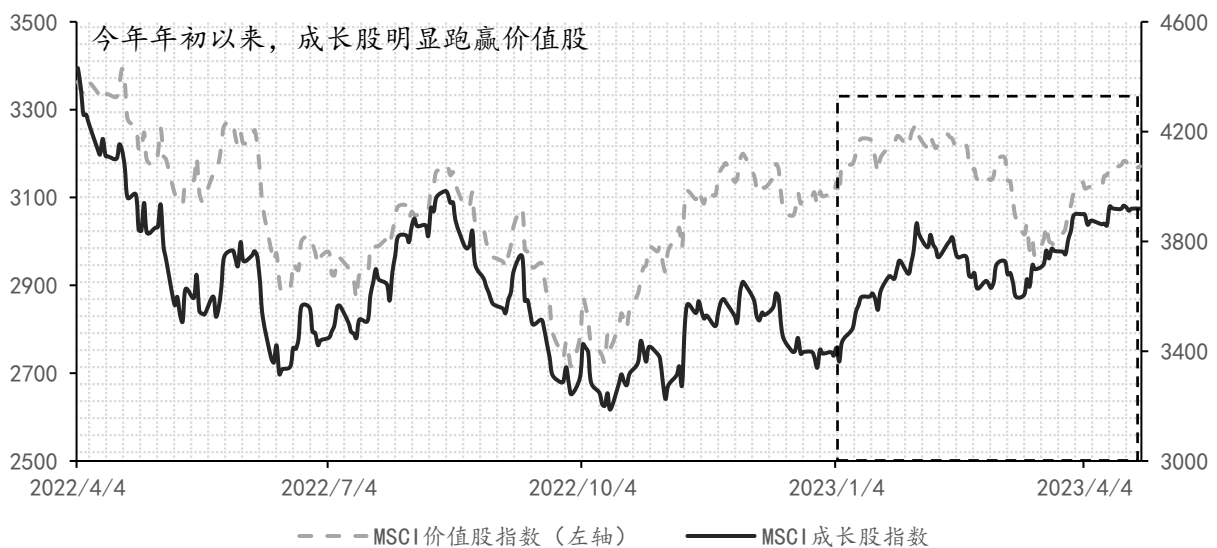
从美债发行量和美联储购买量的变化看，当前美联储已经从国债净买入方转为净卖出方，因此虽然银行业风险事件短期释放了流动性，但长期紧缩的条件依然存在（详见图7）。市场和美联储都认为当前已经处于紧缩后期，大部分加息行动已经发生，这也为今年成长股指数跑赢价值股指数创造了条件（详见图8）。

图7 美债发行量及美联储购买量变化



资料来源：国际货币基金组织

图8 MSCI 成长股价值股指数走势图



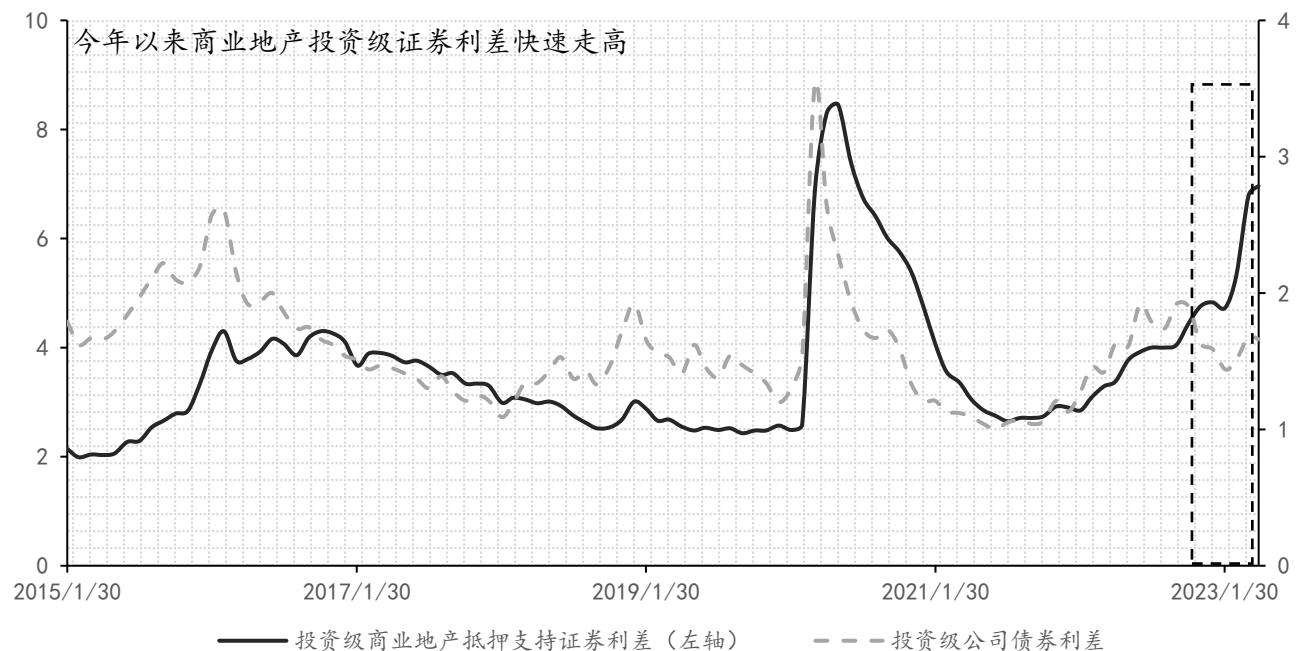
资料来源：Bloomberg

2023年5月1日 宏观经济研究

尽管高利率对房地产市场的影响，已经从去年下半年开始显现——房贷利率上行、房地产销售面积下降，但今年以来房地产市场出现的风险首先来自商业地产，而非居民住宅。从商业地产抵押支持证券与公司证券的利差走势分析，今年以来商业地产抵押支持证券的利差快速走高，对应近期出现了一些商业地产资产证券化产品的违约现象（详见图9）。

商业地产在高利率环境中首先受到影响，与疫情之后办公形式发生改变直接相关。由于远程办公逐渐被市场熟悉，很多企业选择租赁面积更小、价格更便宜的办公区域，商业地产的租金现金流下降，出现违约情况。居民地产虽然同样受到高利率的影响，但整体杠杆水平低于2008年金融危机时期，且疫情期间积累的过剩储蓄至少为当前还款提供了支持。

图9 商业地产抵押支持证券与公司证券利差走势图



资料来源：Bloomberg

### 2.3 人民币资产近期出现调整

人民币资产近期出现的调整，可以从离岸人民币汇率和美元指数走势背离的现象开始分析。从两者的长期趋势变化看，美元强势，美元指数上行，人民币贬值；美元弱势，美元指数下行，人民币升值。自四月以来，美元指数下行的同时，人民币并未随之升值，而是出现震荡贬值的走势（详见图10），说明短期离岸人民币供求关系出现了较大变化。

图 10 离岸人民币汇率与美元指数走势图



资料来源：Bloomberg

离岸人民币没有跟随美元指数同向变化，也和近期股票市场的走势有关。从离岸人民币汇率和沪深 300 指数的走势分析，当沪深 300 指数出现阶段下行时，离岸人民币都出现了明显的贬值迹象（详见图 11）。这可以从“境外投资者撤离市场，并将人民币换成外币，使市场中流通的人民币资产增加，人民币贬值”这一逻辑得到解释。

由于投资者对后续市场发展的不确定性仍然存在，资金在卖出股票的同时也开始配置债券市场。从沪深 300 指数 PE 值和十年期国债收益率的走势分析，去年下半年以来沪深 300 指数 PE 值下降，同时资金选择债券市场避险，使国债收益率随之下行（详见图 12）。近期股票市场的调整再次伴随国债收益率下行，且当前十年期国债收益率已经下降至年内新低。短期来看，投资者还在等待更多乐观的经济数据，才会提高风险偏好。



图 11 离岸人民币汇率与沪深 300 指数走势图



资料来源: Bloomberg

图 12 十年期国债收益率与沪深 300 指数走势图

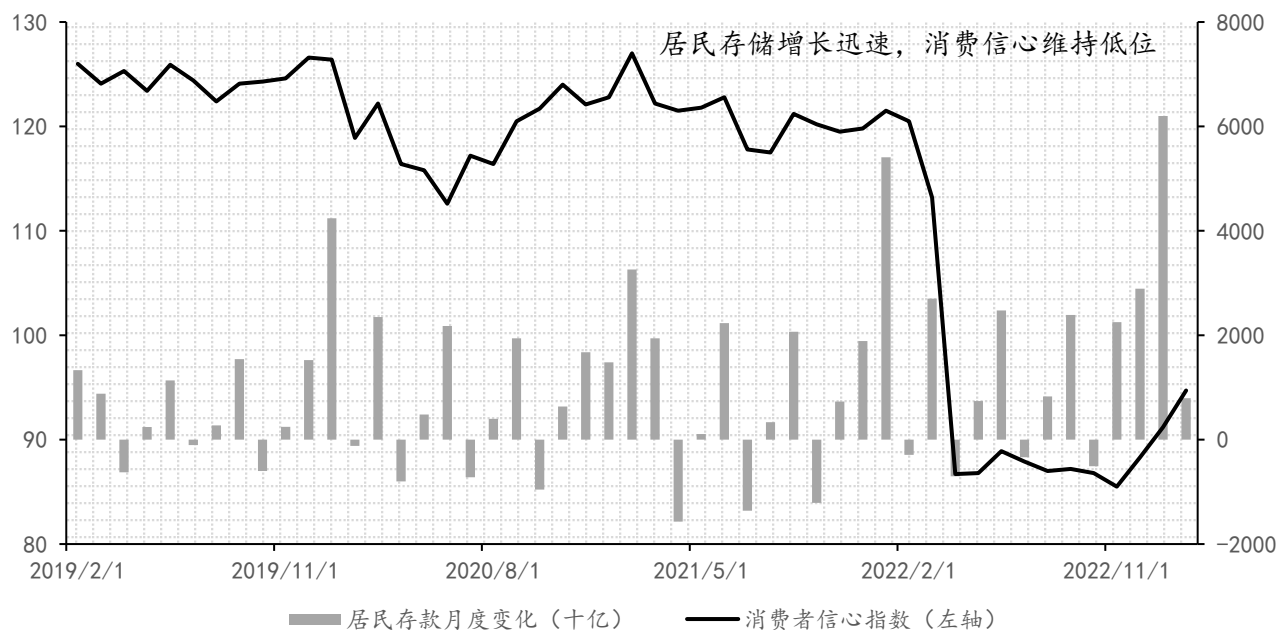


资料来源: Bloomberg

2023年5月1日 宏观经济研究

从今年居民存款储蓄与消费者信心的走势分析，在去年十一月经济逐渐复苏的过程中，消费者信心指数触底上行，但距离 2021 年以前还有一段距离。消费者信心维持低位的同时，居民存款连续四个月实现正增长，即当前市场仍存在抑制消费，增加储蓄的倾向（详见图 13）。在此情况下，企业的业绩增长还需要等待消费者的信心逐渐恢复。

图 13 居民存款储蓄与消费者信心变化



资料来源: Bloomberg

2023年5月1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：“倾向于在五月议息会议上加息一次，然后将利率维持一段时间”、“市场应当对美联储传递的降低通胀的信息抱有信心”。

克利夫兰联储行长 Mester：“基准利率需要高于 5%，才能够实现长期通胀 2%的目标”、“后续议息会议将讨论银行业信贷紧缩对经济造成的影响”。

纽约联储行长 Williams：“银行业系统具有稳健且具有韧性，但加息可能导致家庭和企业的信贷状况收紧，进而影响支出”、“预计今年经济会实现正增长，但会非常温和”。

里士满联储行长 Barkin：“希望看到更多证据表明通胀正在回到目标区间，在此之前仍需要维持紧缩政策”、“劳动力市场有所降温，但仍非常火热”。

圣路易斯联储行长 Bullard：“当前的经济扩张并不支持市场认为的经济衰退的看法”、“劳动力市场仍非常强劲，支持美联储至少再加息 50 个基点”。

克利夫兰联储行长 Mester：“预计货币政策需要进一步进入限制性区域，基准利率达到 5%以上”、“当前已经接近紧缩进程的终点，但还需要观察经济和金融的发展”。

### 欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“欧元区通胀过高，需要继续收紧货币政策才能让通胀回到目标区间”、“加息路径要考虑对信贷和对金融市场的影响”。

欧洲央行副行长 Guindos：“欧元区劳动力市场强劲，第一季度能实现经济增长”、“核心通胀非常顽固，决策者正在密切关注其走势”。

欧洲央行管理委员会成员 Knot：“讨论暂停加息还为时过早，除非核心通胀出现令人信服的逆转”、“欧央行可能在六月和七月的议息会议上继续加息”。

欧洲央行管理委员会成员 Visco：“金融风险出现的风险始终存在，欧央行应当根据数据在每一次会议中做出决定”、“欧元区通胀更多源于供给方面，而不是需求方面”。

信息来源：Bloomberg

2023年5月1日 宏观经济研究

**附录2 全球资产价格变动**

		最新值	周变动 (%)	月变动 (%)	季变动 (%)	年初至今 (%)
<b>股票市场</b>						
全球市场	MSCI ACWI Index	650.49	0.32%	3.67%	0.33%	7.29%
发达经济体	MSCI World Index	2815.77	0.26%	4.10%	1.37%	8.00%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	972.18	0.87%	0.15%	-7.63%	1.68%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	3919.27	0.02%	2.46%	1.24%	8.14%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1955.58	0.45%	6.10%	3.87%	11.87%
中国	MSCI China Index	64.04	-1.91%	-2.79%	-5.02%	-0.67%
<b>债券市场</b>						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	862.92	0.38%	-0.11%	-0.14%	2.82%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	859.35	0.41%	-0.16%	-0.14%	2.82%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	110.69	0.41%	0.78%	1.99%	1.49%
<b>投资级公司债券</b>						
全球市场	Blomberg Global Aggregate Index	459.21	0.28%	0.19%	-0.42%	2.67%
发达经济体	Blomberg Global Aggregate Developed Markets Index	97.96	0.33%	0.17%	-0.37%	2.75%
新兴市场经济体	Blomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1096.67	0.34%	0.43%	-0.88%	1.94%
美国	Blomberg US Aggregate Index	2110.45	0.27%	0.51%	0.31%	2.64%
中国	Blomberg China Aggregate Index	259.98	0.27%	0.06%	-0.72%	1.07%
<b>高收益公司债券</b>						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1380.37	0.15%	0.83%	-0.85%	3.14%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	158.01	0.21%	2.54%	0.37%	4.58%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	122.37	0.09%	0.08%	-0.25%	2.21%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2279.60	0.33%	1.53%	0.61%	3.75%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	40.92	-0.96%	-5.15%	-8.02%	-10.00%
<b>大宗商品</b>						
综合	Bloomberg Commodity Index	103.43	-2.42%	-0.70%	-7.33%	-6.24%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	32.18	-5.15%	-0.49%	-5.13%	-16.91%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	153.30	-1.67%	-4.08%	-3.20%	-7.35%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	228.49	0.39%	1.94%	2.43%	5.24%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	66.32	-2.26%	-1.27%	-3.48%	-2.15%

数据来源: Bloomberg

2023年5月1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)