

2023 年 5 月 15 日

宏观经济双周报

通胀走弱就业走强，加息进入尾声但降息概率下降

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%，5 月 12 日收盘价 4124.08；
美国道琼斯指数两周下跌 2.34%，5 月 12 日收盘价 33300.62；
美国纳斯达克指数两周上涨 0.48%，5 月 12 日收盘价 12284.74；
欧洲斯托克 50 指数两周下跌 0.95%，5 月 12 日收盘价 4317.88；
中国上证指数两周下跌 1.53%，5 月 12 日收盘价 3272.362；
香港恒生指数两周下跌 1.34%，5 月 12 日收盘价 19627.24；
日经 225 指数两周上涨 1.84%，5 月 12 日收盘价 29388.3；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周上涨 1.04%，5 月 12 日收盘价 2010.77；
WTI 原油指数两周下跌 8.78%，5 月 12 日收盘价 70.04；

3) 其他市场

美元指数两周上涨 1.01%，5 月 12 日收盘价 102.681；
港币汇率两周下跌 0.11%，5 月 12 日收盘价 7.841；
波罗的海干散货指数两周下跌 1.14%，5 月 12 日收盘价 1558.0；
美国十年期国债收益率两周上涨 1.2%，5 月 12 日数值为 3.46%；

1.2 市场简要回顾：

近两周全球股票市场大多继续调整，在美联储五月初于议息会议上加息 25 个基点后，通胀数据继续回落，市场认为加息已经进入尾声。然而非农就业数据再次超出市场预期，市场降息预期再次延后，美元指数及美债收益率两周均上行。预计美联储最多在六月的议息会议上加息 25 个基点，随后将维持利率水平，等待通胀数据继续回落。

2 宏观经济分析

2.1 美国：通胀走弱，就业走强

四月CPI同比增长4.9%（前值5.0%），首次回落至5%以下，达到近两年以来的新低。核心CPI同比增长5.5%（前值5.6%），连续第二个月高于CPI同比数值，反映出较强的通胀黏性（详见图1）。整体来看，两项指标的回落显示出通胀压力有所放缓。

市场对本次CPI数据的解读相对积极，在持续回落的走势下，投资者认为美联储的加息进程可能进入尾声，数据公布后美元指数上涨，美债收益率下降。同时，芝加哥商品交易所联邦利率期货显示，年末降息幅度由0.63%上升至0.72%。

图1 美国CPI与核心CPI同比变化



资料来源：Bloomberg

投资者和美联储关注的重点继续集中在核心通胀上。从核心通胀的分项变化看，核心商品同比下降已经非常明显，但核心服务同比数值仍处于高位（详见图2）。从PMI数据也可以看出这一特点——美国四月服务业PMI为53.7（市场预期51.5）。服务业PMI较强，代表服务业经营活动火热，核心服务价格下行概率下降。

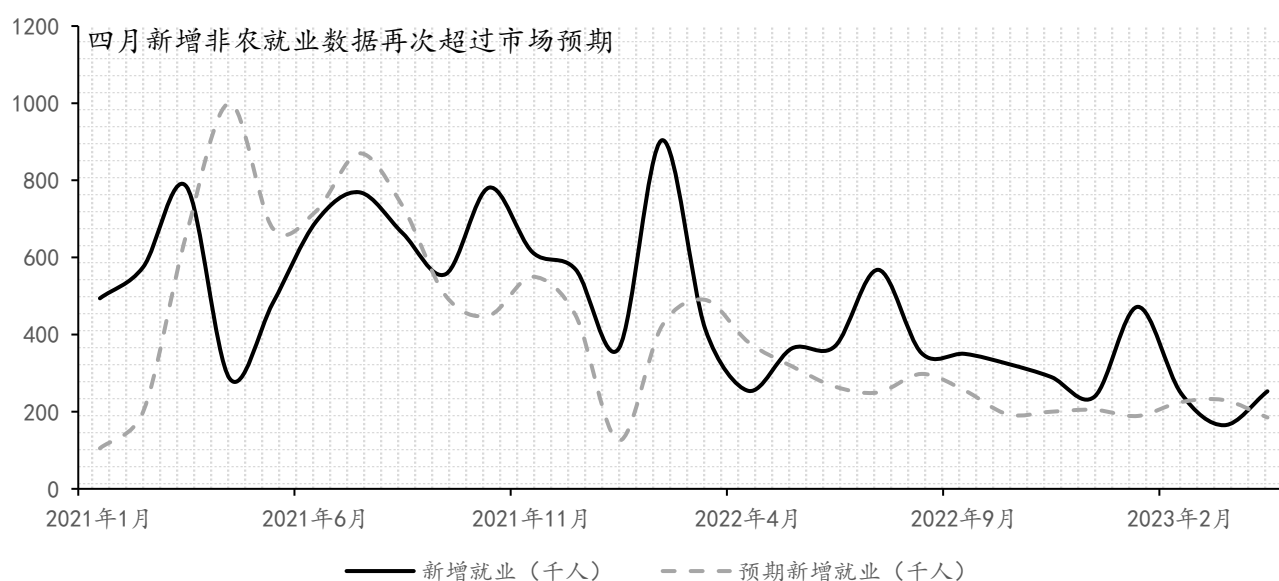
图2 核心通胀分项同比变化



资料来源：Bloomberg

尽管通胀数据提高了短期停止加息的可能性，但非农就业数据的公布使年内降息的概率下降。四月非农新增就业 25.3 万人（市场预期 18.5 万人），再次超过市场预期（详见图 3），投资者预期中的“非农就业减少，经济增长放缓，美联储降息”链条未能出现，非农数据再次支持美联储“经济增长有韧性，继续加息，维持利率水平，年内不降息”的观点。

图3 美国非农新增就业人数变化

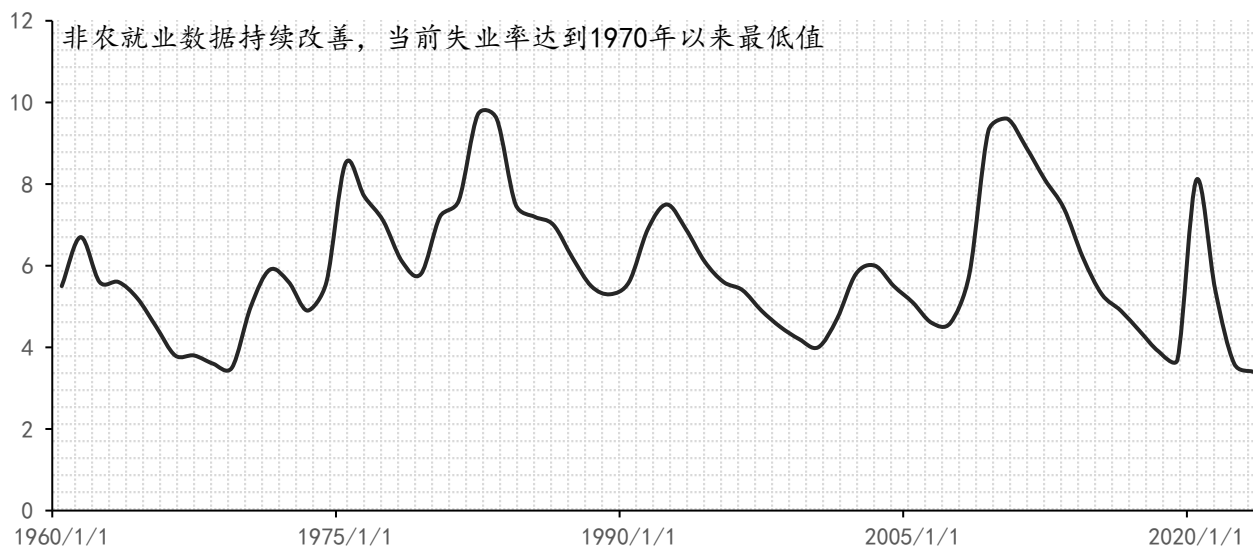


资料来源：Bloomberg

2023年5月15日 宏观经济研究

除去就业人数超出预期外，四月失业率从3.5%下降至3.4%，达到1970年以来的最低值（详见图4）。这一数据再次证实，当前的加息行动并没有对经济造成可见的负作用，也为美联储六月继续加息提供了可能性。市场的降息预期由今年七月延后至今年九月。

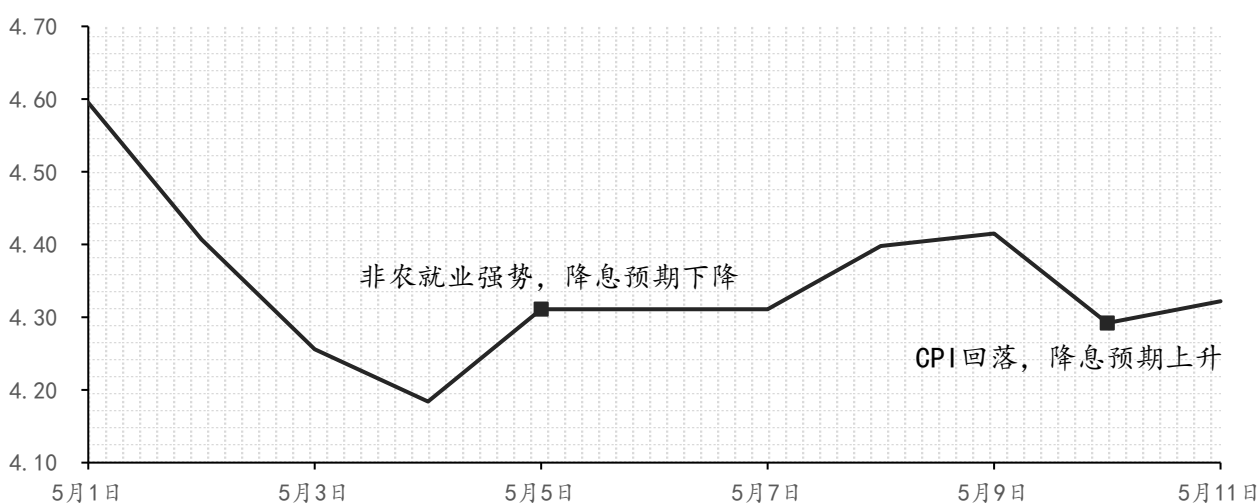
图4 美国失业率走势图



资料来源：Bloomberg

从年末美联储基准利率的预测变化看，非农就业和CPI数据对利率水平构成相反作用。非农就业强势，年末利率水平上升，通胀下行，年末利率水平下行（详见图5）。从美联储在五月议息会议的表态分析，这些数据更支持六月会议再次小幅加息。

图5 市场对年末美联储基准利率预测变化

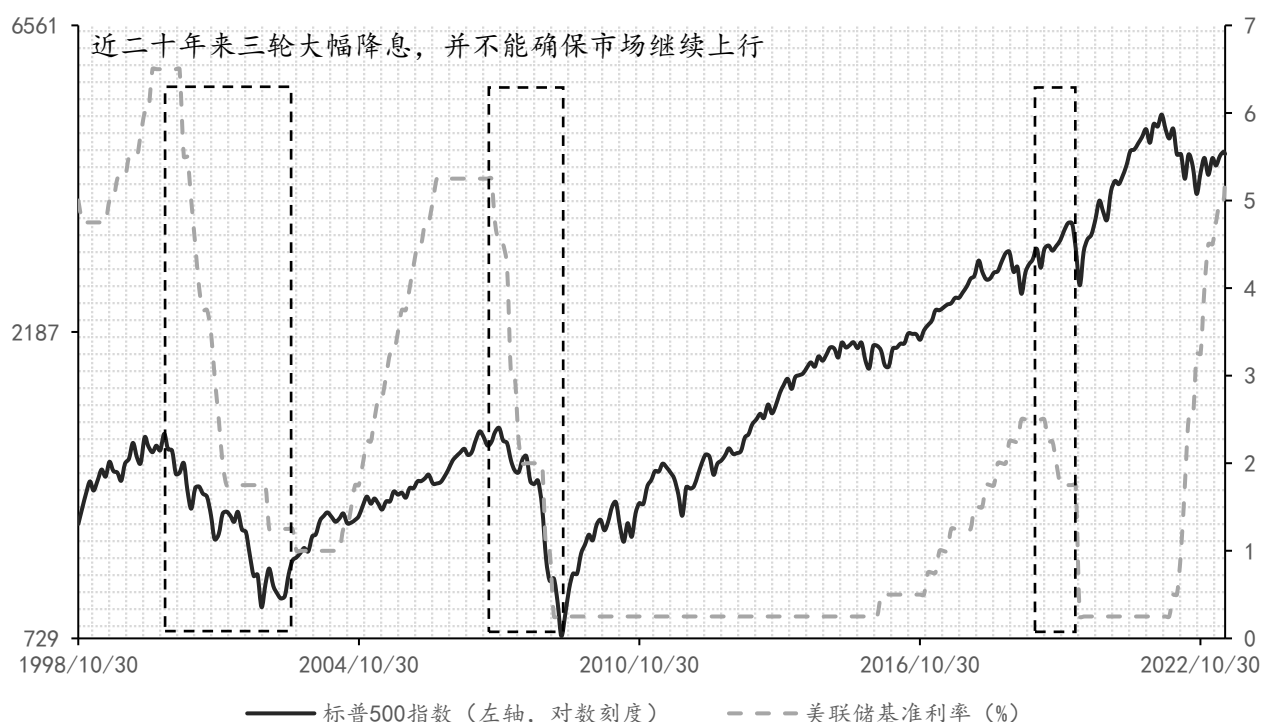


资料来源：Bloomberg

2.2 距离停止加息和开始降息还有多远

尽管美联储和市场都认为，加息已经进入尾声，但双方还针对降息存在分歧。投资者期待的“降息对金融资产构成利好”，实际上难以出现。从近25年基准利率与标普500指数的走势分析，三轮大幅降息，并没有推动市场继续向上，反映出现了两次明显的下行（详见图6）。因此投资者在对待降息一事上还需要保持谨慎。

图6 美联储基准利率与标普500指数走势图

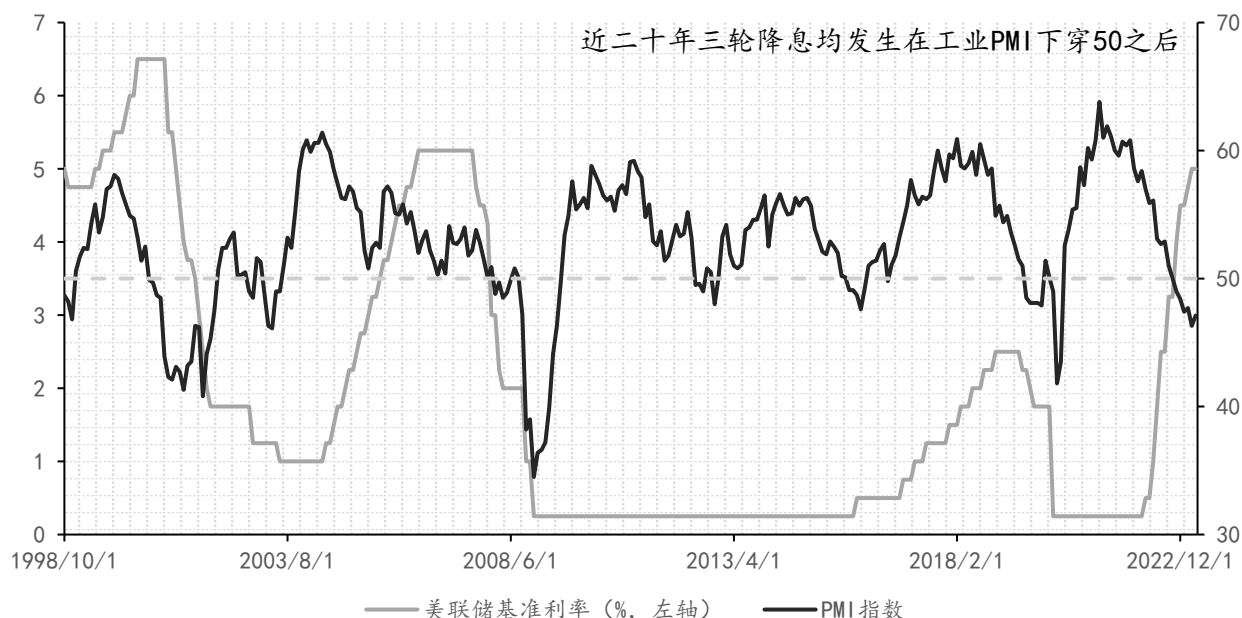


资料来源: Bloomberg

从经济活动的角度考虑，当整体经济形势偏弱时，央行选择降息的概率提高。从基准利率与工业PMI指数的走势看，三轮降息均发生在工业PMI指数下穿50（荣枯线）之后（详见图7）。当前工业PMI已经低于50，但由于服务业PMI强势，整体经济水平不弱。同时，当前通胀远远高于此前三轮降息的时期，价格指数是考虑降息与否的更重要原因。

此外，美联储在去年的议息会议中也表示，过早降息可能会陷入上世纪七十年代二次通胀的难题，这也反映出美联储的货币政策会持续密切跟踪2%的通胀目标值。

图7 美联储基准利率与工业PMI指数走势图



资料来源: Bloomberg

从近三次议息会议相关声明的措辞变化分析, 美联储对通胀的判断仍是“处于高位”, 同时对就业情况和经济情况也都持有积极态度(详见图8)。但从货币政策的表述看, 五月会议已经开始“确定收紧程度”, 相比此前“额外的措施可能适当、继续上调是适当的”, 美联储已经释放了六月会议可能停止加息的可能性, 但是否实现还取决于六月上旬的经济数据。

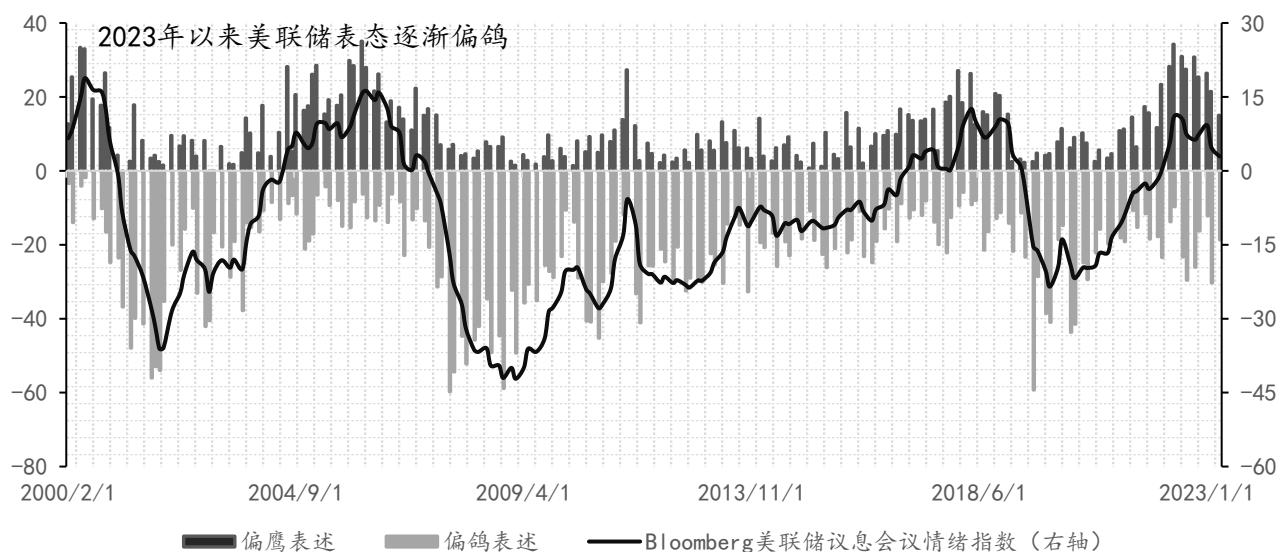
图8 美联储议息会议表述对比

	2023年5月	2023年3月	2023年2月
利率决策	加息25个基点	加息25个基点	加息25个基点
通胀情况	通胀仍处于高位	通胀仍处于高位	通胀有所缓解, 但仍处于高位
就业情况	一季度经济活动温和扩张, 就业增长强劲, 失业率维持在低位	生产和支出温和增长, 就业机会增加, 增长强劲	生产和支出适度增长, 就业增长强劲
经济情况	银行体系具有韧性, 家庭和企业信贷收紧可能对经济、就业和通胀产生影响, 但影响程度不能确定	银行体系具有韧性, 近期事件发展可能导致家庭和企业信贷收紧, 对经济、就业和通胀产生影响	全球冲突等相关事件对经济活动造成压力
货币政策	正在确定继续收紧货币政策的程度	一些额外的收紧措施可能是适当的	继续上调利率水平是适当的

资料来源: Bloomberg

从 Bloomberg 提供的美联储议息会议文件情绪变化分析，自 2023 年以来，会议文件的偏鹰表述逐渐减少，偏鸽表述有所增加，但整体仍处于紧缩态度（详见图 9）。同时，美联储的偏鸽表述远未达到 2001 年、2008 年和 2020 年大幅降息时的水平，这意味着除非出现短期金融风险，年内降息的可能性较低，投资者最终会接受美联储的判断。

图 9 美联储议息会议表述变化



资料来源：Bloomberg

2.3 中国：还需等待更多数据

中国四月 CPI 同比增长 0.1%（前值 0.7%），核心 CPI 同比增长 0.7%（前值 0.7%，详见图 10）。CPI 同比数值达到近两年新低，与食品价格和能源价格下降有关。同时，由于去年同时期（2022 年 4 月）的 CPI 相对较高，在基期效应的影响下，可能对数据有一定影响。结合五一黄金周的出行数据“总人数增加、总消费下降”的现象分析，消费仍处于弱势。

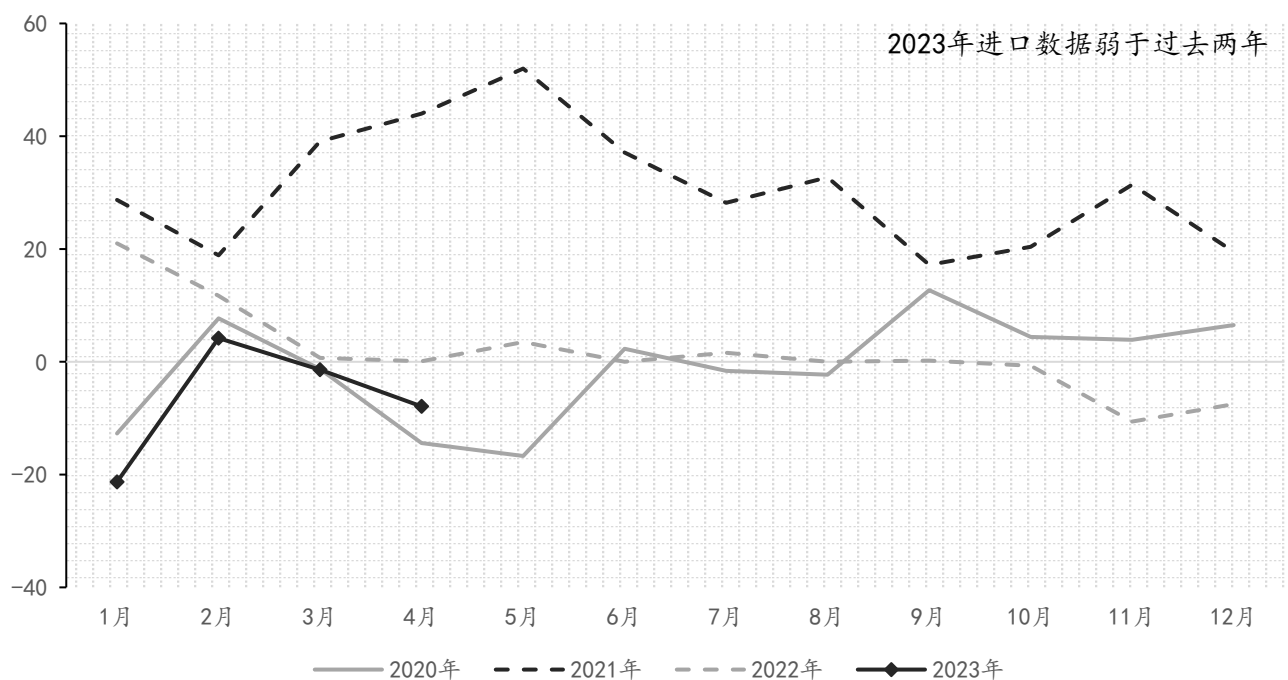
从进口数据的同比变化，也可以得出类似结论。四月的进口数据连续两个月进入负数区间，且弱于过去两年（详见图 11）。这一数据既和全球大宗商品价格下行有关（进口原材料的价值下降），也和整体需求动能下降有关（四月工业 PMI 重回荣枯线下方）。

图 10 中国 CPI 与核心 CPI 同比变化



资料来源: Bloomberg

图 11 中国进口数据同比变化

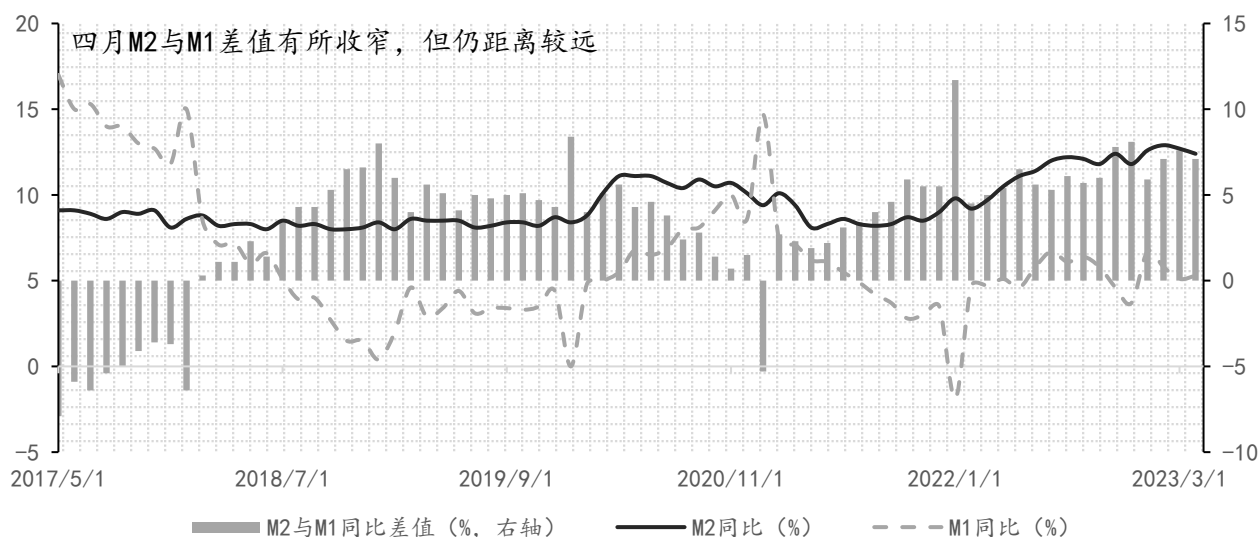


资料来源: Bloomberg

2023年5月15日 宏观经济研究

从货币供应量的同比变化分析，M1 代表现实购买力，M2 代表现实和潜在购买力。当 M1 同比数据上升时，现实购买力增强，经济活跃度随之上升。当前 M2 与 M1 差值有所收窄，但仍距离较远，M2 持续增长还未能拉动 M1 上行（详见图 12）。

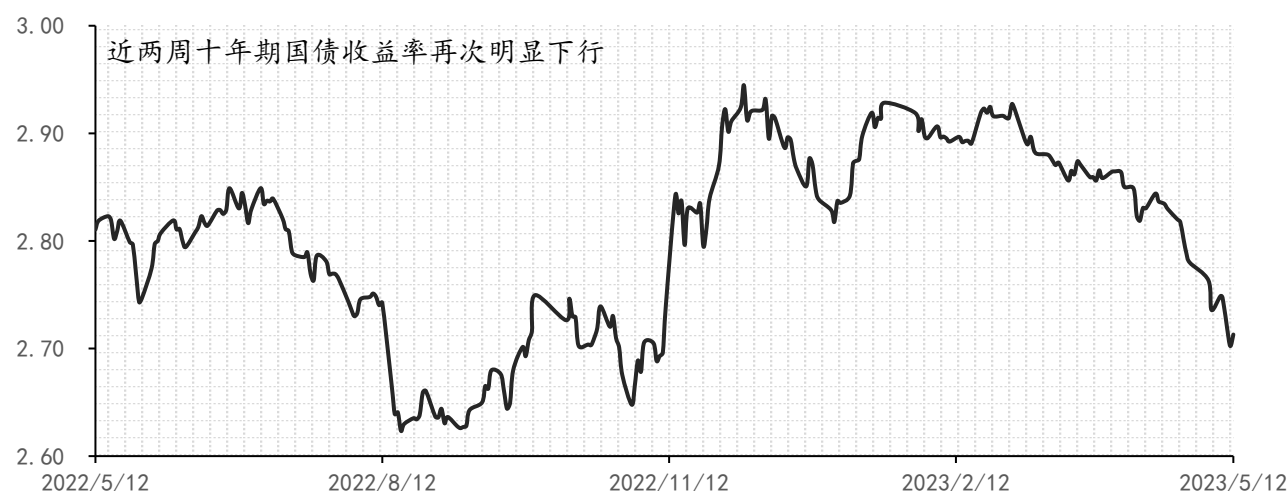
图 12 中国 M1 与 M2 同比变化



资料来源：Bloomberg

流动性宽松的环境与数据的弱势也反映在十年期国债收益率的变化中。自今年二月以来，M2 快速增长为市场注入大量资金，在数据弱势的背景下，资金配置债券避险，推高债券价格，使债券收益率快速下行（详见图 13）。这一趋势在四月后更加明显。

图 13 中国十年期国债收益率走势图



资料来源：Bloomberg

2023年5月15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：“美联储将根据未来的经济数据做持续性评估，以便衡量利率足够使通胀降至2%的目标”、“一些货币政策委员建议暂停加息，但人数并不多”。

美联储理事 Jefferson：“银行已经开始提高贷款标准，这限制了信贷的可得性，也是当前经济周期的典型特征”、“预计通胀将开始回落，经济有机会继续扩张”。

圣路易斯联储行长 Bullard：“美联储预计的基本情景是经济增长放缓，劳动力市场略有疲软，通胀下降”、“美联储需要在劳动力市场降温方面保持耐心”。

纽约联储行长 Williams：“目前看不到有任何支持今年降息的理由”、“预计通胀率将在年底降至3.25%，并在未来两年内达到2%的目标”。

芝加哥联储行长 Goolsbee：“信贷紧缩的出现和收紧货币政策的效果类似，美联储还需要以来经济数据做出后续决定”、“金融行业的动荡可能导致经济放缓”。

明尼阿波利斯联储行长 Kashkari：“通胀率已经开始下降，但仍远高于2%的目标”、“美联储已经看到全国范围内的薪资增长放缓，但程度仍不均衡”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“虽然当前通胀远低于两位数的高点，但通胀前景仍可能面临重大上行风险”、“欧央行已经采取了慎重果断的行动，并不会对任何时点的降息做出承诺”。

欧洲央行首席经济学家 Lane：“政策制定者在提高借贷成本方面没有硬性限制，这与几年前低利率时期不同”、“欧央行将借助于政策利率积极管理通胀”。

欧洲央行管理委员会成员 Visco：“目前欧元区没有明显出现强劲的薪资—物价螺旋式上升，整体价格预期有所锚定”、“欧央行需要继续行动避免二次通胀的出现”。

欧洲央行管理委员会成员 Kazimir：“核心通胀的发展、薪资压力持续上升都要求央行保持警惕”、“欧央行有必要继续加息，并至少在九月前维持这一态势”。

信息来源：Bloomberg

2023年5月15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	649.22	-0.75%	0.21%	0.36%	7.08%
发达经济体	MSCI World Index	2809.35	-0.64%	0.50%	0.91%	7.75%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	973.00	-0.66%	-2.07%	-4.01%	1.77%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	3911.63	-0.23%	-0.37%	-0.50%	7.92%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1935.65	-0.27%	-0.36%	3.64%	10.73%
中国	MSCI China Index	63.27	-3.06%	-4.67%	-9.82%	-1.86%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	865.00	-0.26%	-0.34%	1.91%	3.07%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	861.22	-0.27%	-0.40%	1.94%	3.04%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	111.50	-0.05%	1.69%	5.43%	2.23%
投资级公司债券						
全球市场	Bloomberg Global Aggregate Index	459.91	-0.24%	-0.33%	1.32%	2.82%
发达经济体	Bloomberg Global Aggregate Developed Markets Index	98.08	-0.25%	-0.42%	1.47%	2.87%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1101.54	0.28%	0.03%	0.83%	2.39%
美国	Bloomberg US Aggregate Index	2116.27	0.29%	0.32%	1.83%	2.93%
中国	Bloomberg China Aggregate Index	260.34	-0.25%	-0.11%	-0.45%	1.21%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1379.57	-0.14%	-0.26%	0.23%	3.08%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	157.36	-0.41%	-0.31%	1.01%	4.14%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	122.74	-0.08%	0.24%	1.18%	2.52%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2276.77	-0.05%	-0.28%	1.11%	3.62%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	38.20	-1.12%	-13.61%	-22.07%	-15.98%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	100.96	-2.50%	-6.37%	-7.01%	-8.49%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	30.46	-3.67%	-12.36%	-15.78%	-21.36%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	145.32	-4.88%	-8.82%	-11.68%	-12.17%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	228.16	-3.48%	-1.29%	7.62%	5.09%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	66.56	-0.64%	-3.67%	-3.24%	-1.79%

数据来源: Bloomberg

2023年5月15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