

2023年5月29日

## 宏观经济双周报

### 美联储加息存在分歧，中国权益市场配置性价比提高

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 1.97%，5 月 26 日收盘价 4205.45；  
美国道琼斯指数两周下跌 0.62%，5 月 26 日收盘价 33093.34；  
美国纳斯达克指数两周上涨 5.62%，5 月 26 日收盘价 12975.69；  
欧洲斯托克 50 指数两周上涨 0.45%，5 月 26 日收盘价 4337.50；  
中国上证指数两周下跌 1.83%，5 月 26 日收盘价 3212.50；  
香港恒生指数两周下跌 4.49%，5 月 26 日收盘价 18746.92；  
日经 225 指数两周上涨 5.20%，5 月 26 日收盘价 30916.31；

#### 2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周下跌 3.20%，5 月 26 日收盘价 1946.46；  
WTI 原油指数两周上涨 3.75%，5 月 26 日收盘价 72.67；

#### 3) 其他市场

美元指数两周上涨 1.49%，5 月 26 日收盘价 104.21；  
港币汇率两周下跌 0.09%，5 月 26 日收盘价 7.8337；  
波罗的海干散货指数两周下跌 24.78%，5 月 26 日收盘价 1172；  
美国十年期国债收益率两周上涨 9.67%，5 月 26 日数值为 3.80%；

### 1.2 市场简要回顾：

近两周全球股票市场涨跌互现，美联储发布五月议息会议纪要，货币政策委员对是否加息存在分歧。联储关注的 PCE 核心通胀数据再次上行，在通胀反复的背景下，六月加息概率正在不断提高。中港股市表现弱于全球指数，活跃资金继续配置债券资产，压低长端收益率。但权益类资产经过一轮下跌后，配置性价比已经提高。

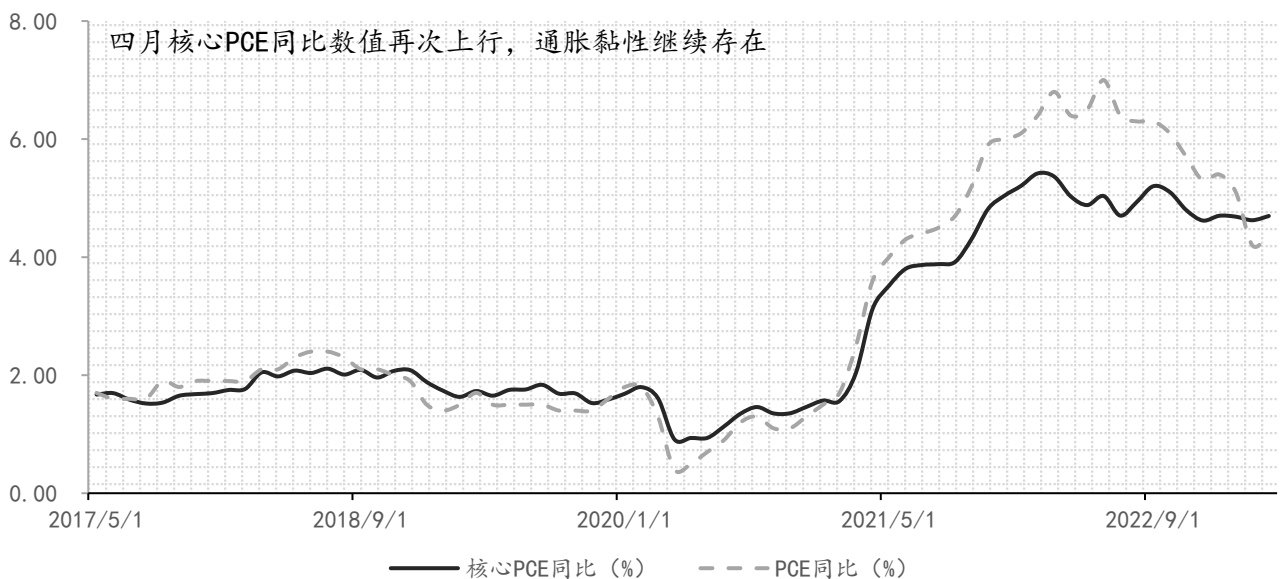
## 2 宏观经济分析

### 2.1 美联储六月是否加息存在分歧

四月 PCE 同比增长 4.4% (前值 4.2%)，核心 PCE 同比增长 4.7% (前值 4.6%)，均超出市场预期水平 (详见图 1)。作为美联储关注的重要指标，PCE 数据上行，再次证实通胀的黏性不容市场忽视，结合此前核心 CPI 下行放缓的趋势，后续政策继续紧缩的概率正在提高。

从议息会议文件的表述分析，与会者在五月初的会议上仍存在一些分歧，但整体更支持紧缩。五月中旬的 CPI 数据和下旬的 PCE 数据，使多位联储分行行长再次强调加息的必要性。然而，一些偏鸽的委员认为，美联储也需要考虑政策的传导时间和累积效应。

图 1 PCE 与核心 PCE 同比走势图



资料来源：Bloomberg

从美联储货币政策的累积效应看，在连续十次加息后，基准利率已经达到 5.00% 至 5.25% 区间，并持续推高短期债券收益率。债券收益率提高，使投资者不断增配货币市场，而今年三月的银行业风险事件，再次加快了这一趋势 (详见图 2)。随着美联储加息进入尾声，货币市场规模增长的趋势也可能逐渐放缓，但从美联储的表态看，降低利率还不是当前考虑。

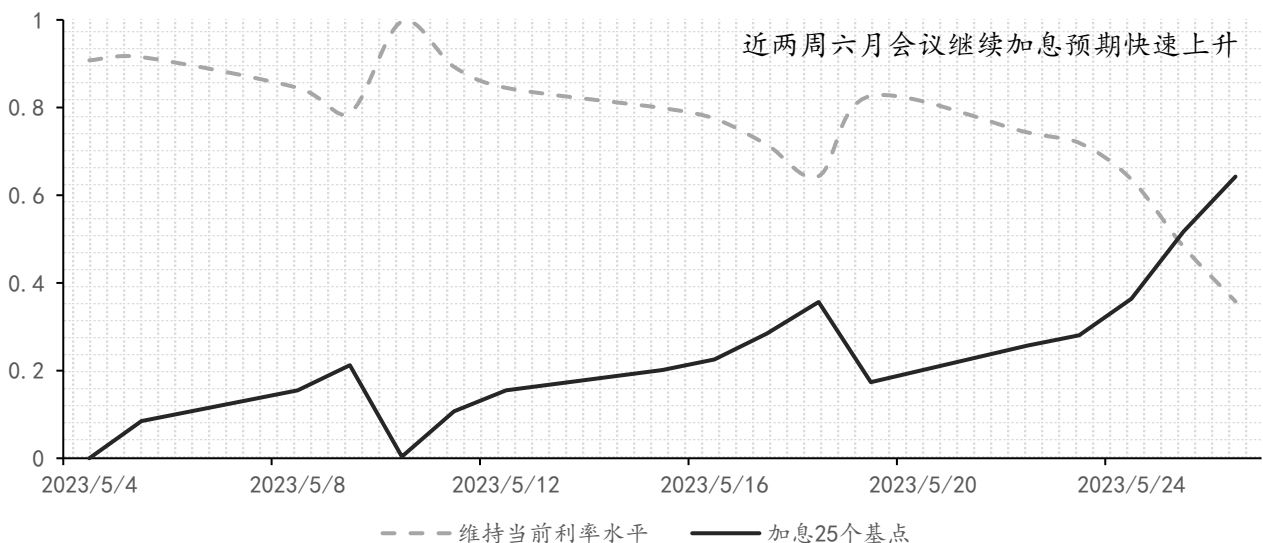
图2 货币市场规模与美联储基准利率走势图



资料来源: Bloomberg

在通胀居高不下的现实和美联储的多次表态后，市场继续认可“继续加息”和“延迟降息”的必要性。五月议息会议结束后，支持六月会议维持利率水平不变的投资者占比由超过 90%下降至不足 30% (详见图 3)。“紧缩步伐放缓并不意味着抗通胀承诺动摇”，除去扭转消费者的预期外，纠正投资者对通胀的乐观预期也是维持市场稳定的手段。

图3 市场对六月议息会议预测变化



资料来源: CME Group

2023年5月29日 宏观经济研究

## 2.2 全球资产价格继续分化

尽管六月加息的概率提高，但美联储和市场都认可加息已经逐渐进入尾声。伴随基准利率和债券收益率提高，投资级债券市场自2022年以来下行超过10%。作为风险较低的资产，投资级债券将受益于未来停止加息的立场（详见图4）。

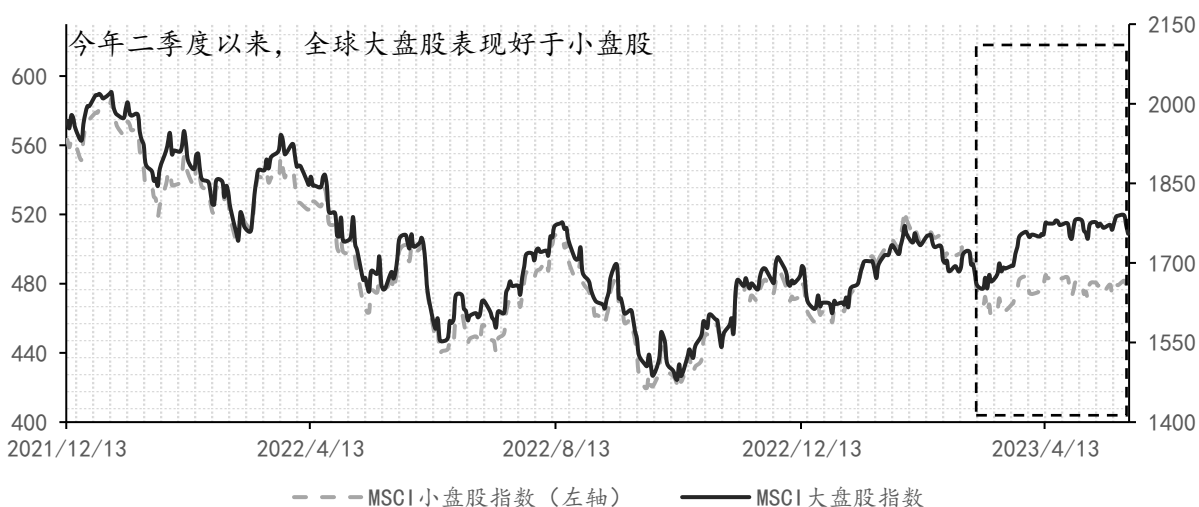
图4 美国投资级债券指数与美联储基准利率走势图



资料来源：Bloomberg

在股票市场，一年半的加息行动使大盘股和小盘股的表现连续走弱，但从今年二季度以来，大盘股明显跑赢小盘股（详见图5）。这一现象与其在通胀黏性中的优势有关——大盘股所代表的企业，更有能力在涨价环境中控制成本，并改善业绩。

图5 MSCI 大盘股小盘股指数走势图



资料来源：Bloomberg

请阅读此报告最后部分的免责声明

2023年5月29日 宏观经济研究

在大宗商品领域，虽然数据预示经济衰退出现的可能正在下降，但是整体生产下行的观点也已经被市场接受。生产走弱，对工业金属构成利空。以铜价的变化看，尽管通货膨胀对大宗商品原材料的价格构成支持，自2022年以来铜价也正在伴随PMI下行而下降，并在二季度后出现加速下行的走势（详见图6）。

图6 国际铜价与全球PMI走势图



资料来源：Bloomberg

黄金价格近两周下跌 3.20%，但此前创下两年新高。通胀压力、利率提高对股债市场的影响，以及银行业风险事件，都构成金价上行的动力。从ETF的持仓变化看，投资者正在不断配置黄金资产，但整体低于去年三月的持仓水平（详见图7）。

近期黄金承压的主要原因，一是经济活动数据表现强势，二是加息预期下实际利率提高，美元指数上行。从长期角度分析，货币政策对经济的累积影响将出现，而加息也在进入尾声。在此情况下，黄金的长期走势仍可能向上。

图7 黄金ETF持仓变化与国际金价走势图



资料来源: Bloomberg

### 2.3 中国股市配置性价比已经提高

近两周中港股市走弱，从股债配置性价比的角度考虑，股市已经进入适合的配置区间（详见图8）。分析十年期国债收益率与上证指数股息率的差值，当前股债配置指数已经达到近五年的相对低点，一方面与债券市场交易拥挤，收益率明显下降有关，另一方面来自股市自去年第四季度反弹后的缓慢下行（详见图8）。

图8 股债配置指数走势图

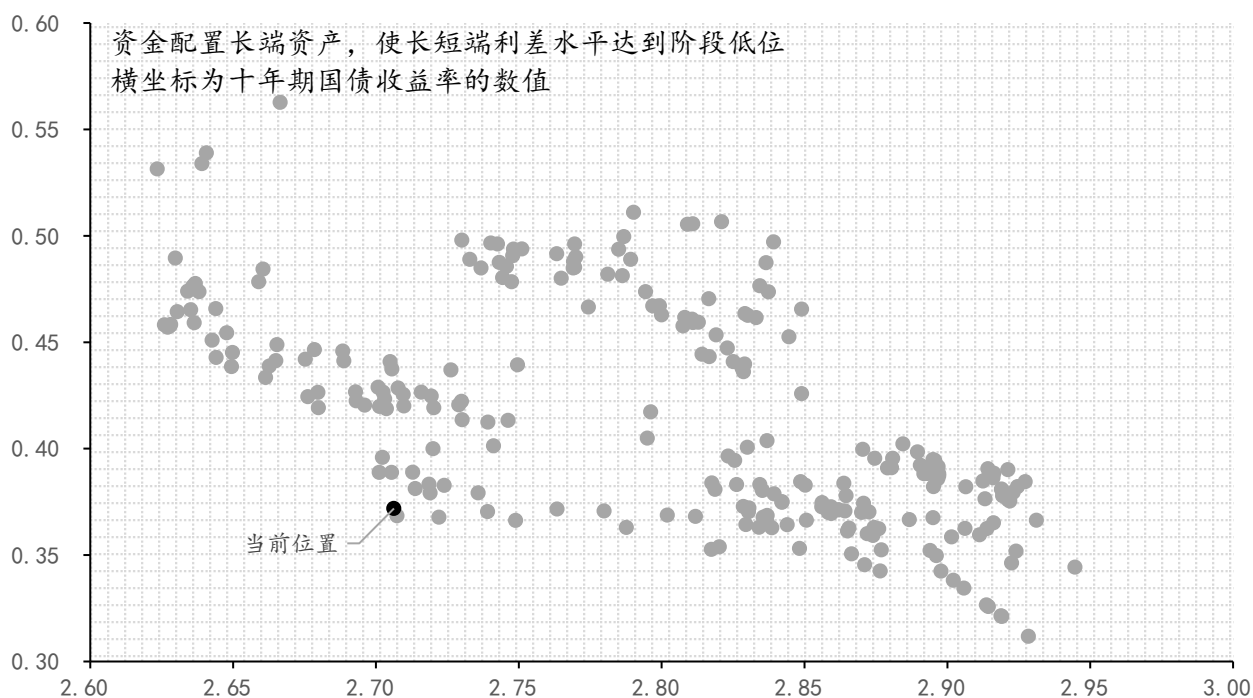


资料来源: Bloomberg

2023年5月29日 宏观经济研究

投资者对债券市场的配置力量不但使十年期国债收益率下行至2.70%附近，而且压低了长短期利差水平。三十年期国债收益率与十年期国债收益率的利差也下降至相对低位（详见图9）。这说明资金正在增加对长久期资产的买入。

图9 十年期国债收益率与三十年期十年期国债利差的关系



资料来源：Bloomberg

另一个反映资产价格走势的指标是离岸人民币汇率与美元指数的变化趋势。当美元指数上升时，美元强势，离岸人民币贬值。近一年离岸人民币的走势与美元指数有一定重合，此前出口数据强势时，人民币贬值慢于美元指数上行（详见图10）。

当前人民币贬值快于美元指数上行，与金融市场整体走弱有关。除去股票市场面临压力外，债券市场的宽松流动性（债券质押回购利率下降）也助推了离岸人民币贬值的趋势（详见图11）。央行在近期表示，将衡量评估金融风险，维护金融稳定。

图 10 离岸人民币汇率与美元指数走势图



资料来源: Bloomberg

图 11 债券质押回购利率与离岸人民币汇率走势图



资料来源: Bloomberg



2023年5月29日 宏观经济研究

从中国投资级债券和高收益债券指数的走势分析，两者自去年十一月的明显反弹后，以地产为代表的高收益债券从一季度末再次走弱（详见图 12）。从地产销售、居民新增中长期贷款、地产融资等数据分析，自今年三月四月的短期反弹后，五月地产数据低于预期水平。

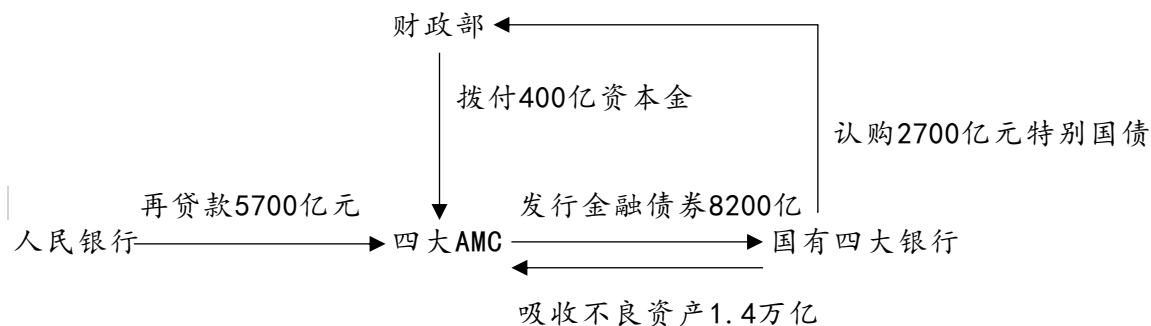
图 12 中国投资级高收益债券指数走势图



资料来源：Bloomberg

与地产市场直接相关的城投市场，近期也出现了一些风险事件。虽然直接违约并没有发生，但化解债务风险是各方持续关注的重点。结合财政部、银行与资产管理公司的不良资产处置流程（详见图 13），未来资产管理公司可能在城投化债中起到作用。

图 13 不良资产处置流程图



资料来源：Bloomberg

2023年5月29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：“美联储在政策紧缩方面取得了很大进展，政策利率可能不需要上升到预期的目标”、“当前在货币政策的滞后效应和近期的信贷紧缩中面临不确定性”。

美联储理事 Waller：“美联储需要依据经济数据对后续的决策保持灵活性”、“不支持六月会议停止加息，除非证据明确显示通胀向目标值下降”。

圣路易斯联储行长 Bullard：“美联储需要继续提高利率，以便对通胀施加足够的下行压力”、“支持在后续议息会议上加息两次，宜早不宜晚”。

纽约联储行长 Williams：“美联储需要关注并收集加息对经济影响的反馈”、“通胀率仍然太高，但是正在向目标值靠拢，预计年末将略高于3%”。

达拉斯联储行长 Logan：“紧缩步伐放缓并不意味着抗通胀承诺动摇”、“美联储可以考虑设计渐进的货币政策，来减轻金融市场受到的副作用”。

亚特兰大联储行长 Bostic：“通胀数值仍是目标值的两倍以上，美联储需要继续加息”、“预计在2024年晚些时候才会考虑降息的可能”。

### 欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“欧央行当前首要任务是降低居高不下的通胀率”、“限制性货币政策正在发挥作用，但仍然需要继续提高利率水平”。

欧洲央行副行长 Guindos：“欧央行将核心通胀作为反映基本价格趋势的关键指标”、“将逐次在会议上决定货币政策，而不是在更长的时间框架内指引投资者”。

欧洲央行首席经济学家 Lane：“从宏观层面考虑，推迟一两个季度上调利率对通胀下降的整体结果没有太大影响”、“欧央行仍有空间采取强有力的政策应对通胀”。

欧洲央行管理委员会成员 Holzmann：“加息已经对通胀产生影响，但核心通胀仍高于6%”、“欧央行将继续加息，最终利率水平可能超过4%”。

信息来源：Bloomberg

2023年5月29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   | 653.05  | -0.67% | 1.60%   | 3.99%   | 7.71%   |          |
| 发达经济体   | MSCI World Index  | 2827.93 | -0.62% | 1.73%   | 4.47%   | 8.46%   |          |
| 新兴市场经济体 | MSCI Emerging Markets Index                               | 972.86  | -1.06% | 0.52%   | 0.10%   | 1.75%   |          |
| 美国      | MSCI USA Price Return USD Index                           | 3991.92 | 0.39%  | 1.04%   | 5.69%   | 10.14%  |          |
| 欧洲      | MSCI Europe USD Index                                     | 1891.35 | -2.30% | -3.42%  | 2.66%   | 8.19%   |          |
| 中国      | MSCI China Index  | 60.41   | -4.66% | -5.46%  | -8.15%  | -6.30%  |          |
| 债券市场    |   |         |        |         |         |         |          |
| 全球市场    | FTSE World Government Bond Index USD                      | 840.51  | -1.14% | -3.19%  | 1.16%   | 0.15%   |          |
| 发达经济体   | FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD | 836.11  | -1.20% | -3.34%  | 1.12%   | 0.04%   |          |
| 新兴市场经济体 | FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD  | 112.29  | -0.12% | 1.59%   | 5.77%   | 1.95%   |          |
| 投资级公司债券 |   |         |        |         |         |         |          |
| 全球市场    | Bloomberg Global Aggregate Index                          | 448.03  | -1.06% | -2.88%  | 0.85%   | 0.17%   |          |
| 发达经济体   | Bloomberg Global Aggregate Developed Markets Index        | 95.37   | -1.16% | -3.17%  | 0.82%   | 0.03%   |          |
| 新兴市场经济体 | Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index  | 1084.44 | -0.29% | -1.50%  | 0.49%   | 0.80%   |          |
| 美国      | Bloomberg US Aggregate Index                              | 2073.27 | -0.62% | -2.31%  | 1.37%   | 0.84%   |          |
| 中国      | Bloomberg China Aggregate Index                           | 256.81  | -0.28% | -1.18%  | 0.21%   | -0.16%  |          |
| 高收益公司债券 |   |         |        |         |         |         |          |
| 全球市场    | Bloomberg Global High Yield Index                         | 1364.76 | -0.54% | -1.12%  | 0.44%   | 0.97%   |          |
| 发达经济体   | Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index    | 155.79  | -0.82% | -1.29%  | 1.36%   | 1.11%   |          |
| 新兴市场经济体 | Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index              | 121.41  | -0.42% | -1.10%  | 1.27%   | 1.41%   |          |
| 美国      | Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index              | 2258.99 | -0.36% | -1.21%  | 1.03%   | 2.81%   |          |
| 中国      | Bloomberg China USD Credit High Yield Index               | 35.97   | -0.33% | -1.85%  | -2.20%  | -2.90%  |          |
| 大宗商品    |   |         |        |         |         |         |          |
| 综合      | Bloomberg Commodity Index                                 | 100.08  | -0.79% | -3.15%  | -5.56%  | -9.28%  |          |
| 能源商品    | Bloomberg Energy Subindex                                 | 31.65   | -0.22% | -1.67%  | -10.29% | -13.29% |          |
| 工业金属    | Bloomberg Industrial Metals Subindex                      | 142.48  | -1.15% | -6.59%  | -11.29% | -13.89% |          |
| 贵金属     | Bloomberg Precious Metals Subindex                        | 219.98  | -1.74% | -3.79%  | 6.83%   | 1.33%   |          |
| 农产品     | Bloomberg Agriculture Subindex                            | 65.10   | -0.15% | -1.72%  | -5.12%  | -3.95%  |          |

数据来源: Bloomberg

2023年5月29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)