

2023年6月26日

宏观经济双周报

美联储暂停加息，欧央行继续紧缩中国央行继续宽松

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 1.15%，6 月 23 日收盘价 4348.33；
美国道琼斯指数两周下跌 0.44%，6 月 23 日收盘价 33727.43；
美国纳斯达克指数两周上涨 1.76%，6 月 23 日收盘价 13492.52；
欧洲斯托克 50 指数两周下跌 0.42%，6 月 23 日收盘价 4271.61；
中国上证指数两周下跌 1.04%，6 月 23 日收盘价 3197.90；
香港恒生指数两周下跌 2.58%，6 月 23 日收盘价 18889.97；
日经 225 指数两周上涨 1.60%，6 月 23 日收盘价 32781.54；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周下跌 2.04%，6 月 23 日收盘价 1921.20；
WTI 原油指数两周下跌 1.44%，6 月 23 日收盘价 69.16；

3) 其他市场

美元指数两周下跌 0.63%，6 月 23 日收盘价 102.90；
港币汇率两周下跌 0.12%，6 月 23 日收盘价 7.8298；
波罗的海干散货指数两周上涨 17.54%，6 月 23 日收盘价 1240；
美国十年期国债收益率两周下跌 0.11%，6 月 23 日数值为 3.74%；

1.2 市场简要回顾：

近两周全球股市涨跌互现，美联储六月议息会议维持基准利率水平不变，但众多委员认为年内仍有继续加息的必要，点阵图显示年内可能再加息两次（以每次 25 个基点衡量）。受通胀继续位于较高水平影响，欧央行上调基准利率 25 个基点，并表示可能在七月会议继续加息。在下调逆回购及 MLF 利率后，中国央行降低 LPR 利率 10 个基点。

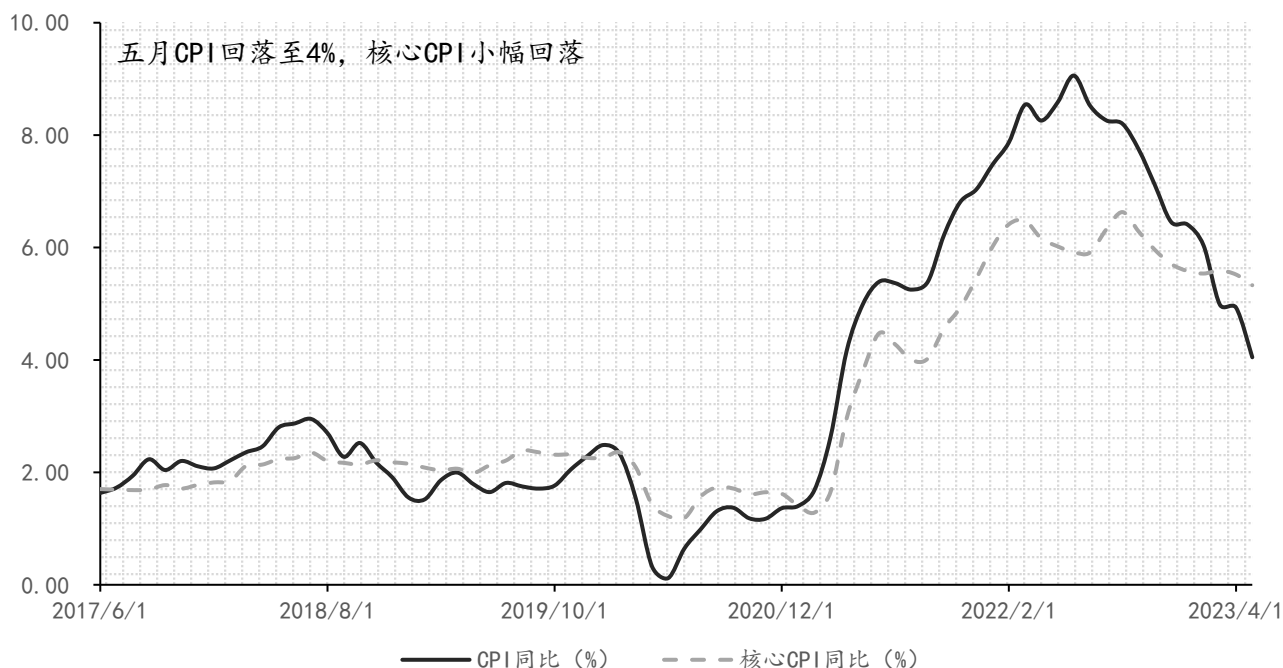
2 宏观经济分析

2.1 美联储暂停加息，欧央行加息 25 个基点

美联储六月议息会议决定暂停加息，使基准利率维持在 5.00%至 5.25%区间。在季度经济预测中，美联储调高了今年的 GDP 增长数据，并下调了 PCE 通胀数据。同时，美联储继续坚持通胀粘性的观点，将核心 PCE 同比数据由 3.6%上调至 3.9%。

本次会议暂停加息，与当前通胀数据回落直接相关。五月 CPI 回落至 4%（前值 4.9%），核心 CPI 回落至 5.3%（前值 5.5%，详见图 1）。尽管如此，众多货币政策委员认为当前核心通胀距离目标值较远，年内进一步加息是有必要的。

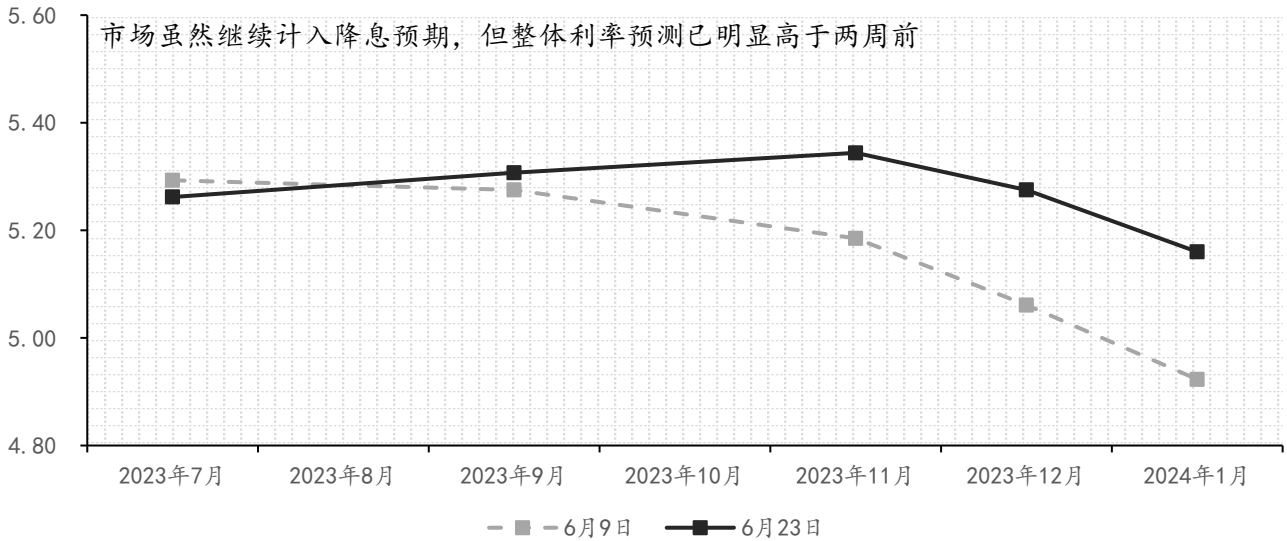
图 1 美国 CPI 与核心 CPI 走势图



资料来源：Bloomberg

从通胀数据的回落和美联储的经济预测看，本次会议美联储的基调相对乐观。投资者对基准利率的变化继续向美联储的表述靠拢。近两周市场对年内的利率预测继续上调，但仍保留年内降息的可能（详见图 2）。事实上，贷款状况收紧等因素并不会对美联储的决策带来压力，美联储也表示有足够的政策工具去维护金融市场的稳定性。投资者期待的降息很难出现。美联储主席鲍威尔也在上周表示，“当通胀真正显著下降时，降息是合适的，而这一时间可能是两年后”。

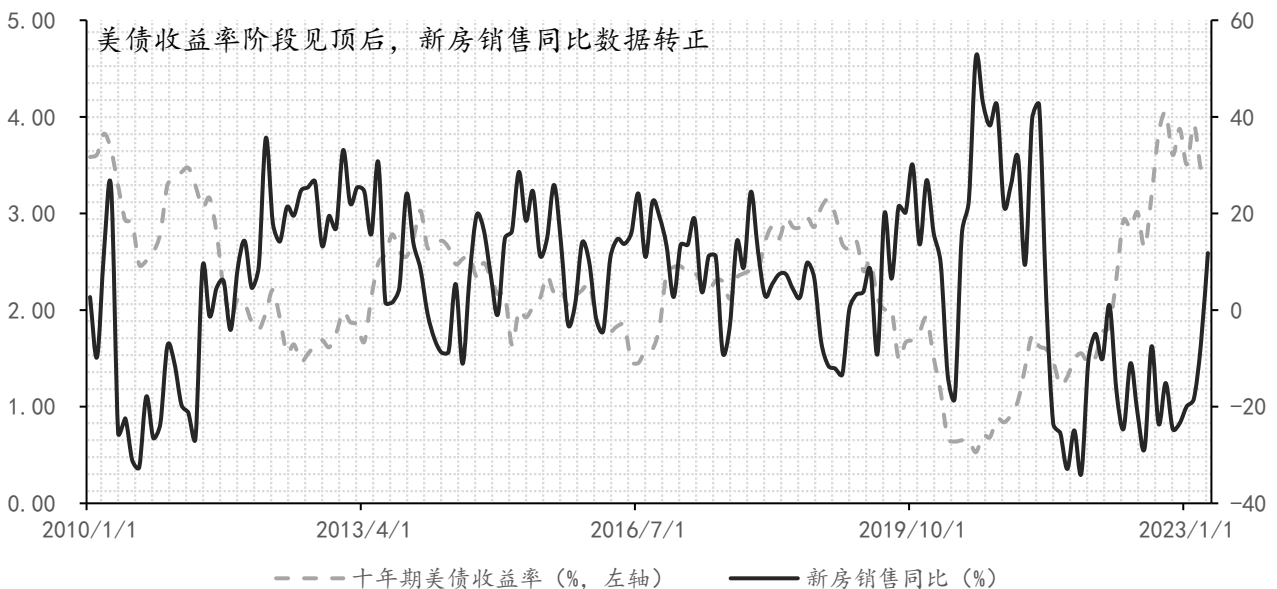
图2 近两周市场基准利率预测变化



资料来源: Bloomberg

投资者此前担忧利率上行会导致抵押贷款利率上行，对房屋销售带来压力。目前利率的持续上行对房地产市场的影响已经减弱。从十年期美债收益率和新房销售数据的同比变化分析，在十年期美债阶段性见顶（基准利率仍在继续上调）的情况下，新房销售同比已经由负转正（详见图3），验证了美联储对经济的乐观判断。

图3 十年期美债收益率与新房销售数据同比变化



资料来源: Bloomberg

2023年6月26日 宏观经济研究

本次议息会议暂停加息，市场开始继续等待美联储的后续指引。从美元指数的波动率分析，在去年十月达到115的高点后，美元指数已经连续半年回落，而当前波动率也达到了近一年低位（详见图4）。在点阵图预计年内继续加息两次的情况下，市场的紧缩预期不会像2022年一样明显上行，美元指数重拾上升趋势的可能性较低。

图4 美元指数波动率变化



资料来源：Bloomberg

尽管十年期美债收益率等长端债券收益率已经从高位回落，但短端美债收益率受到基准利率和后续加息预期的影响，仍在上行，使长短期利差倒挂继续加深（详见图5）。以十年期两年期美债利差为例，当前倒挂水平已经超过100个基点，达到近四十年阶段高位。

图5 长短期美债收益率利差变化



资料来源：Bloomberg

请阅读此报告最后部分的免责声明

2023年6月26日 宏观经济研究

从市场表现看，十年期美债收益率在 2023 年维持震荡趋势，而 MSCI 成长股表现明显强于价值股（详见图 6），这也能反映出长端美债收益率已经不再是压制成长股估值的主要因素。在通胀数据不会重拾上行走势前，美联储本次暂停加息对市场构成利好。

图 6 美国十年期国债收益率与 MSCI 价值成长指数比值变化



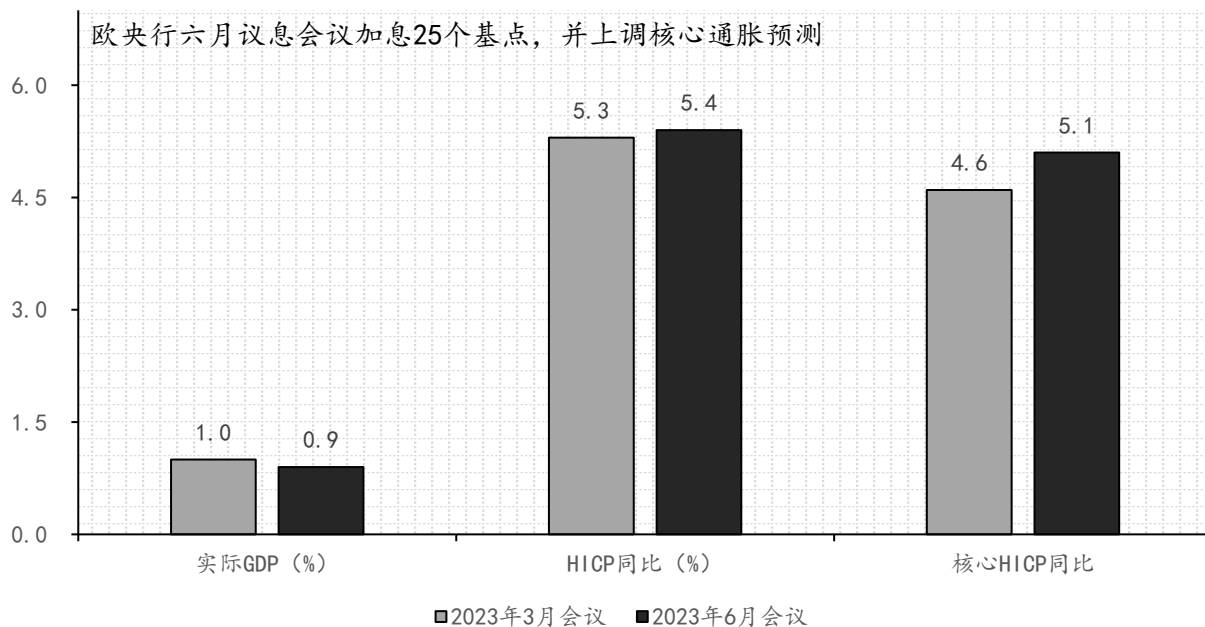
资料来源：Bloomberg

与美联储不同，欧央行在六月会议中继续加息 25 个基点，使基准利率达到 3.25%。欧央行认为，当前通胀水平距离政策目标较远，小幅加息可以帮助央行观察货币政策的效果。在经济预测中，欧央行认为核心通胀仍难以下降（详见图 7）。

从欧央行众多货币政策委员的表述看，六月加息不是提高利率的终点，七月加息也是大概率事件（详见附录 1）。虽然欧央行本轮第一次加息的起始时间（2022 年 7 月）晚于美联储（2022 年 3 月），但目前欧央行的紧缩力度强于后者。

紧缩力度的变化也反映在欧元和美元汇率的走势中。随着欧央行和美联储基准利率差值逐渐减小，欧元兑美元汇率已经见底回升（详见图 8）。

图7 欧央行议息会议经济预测变化



资料来源：欧洲央行

图8 欧美央行利率与欧元兑美元汇率走势图

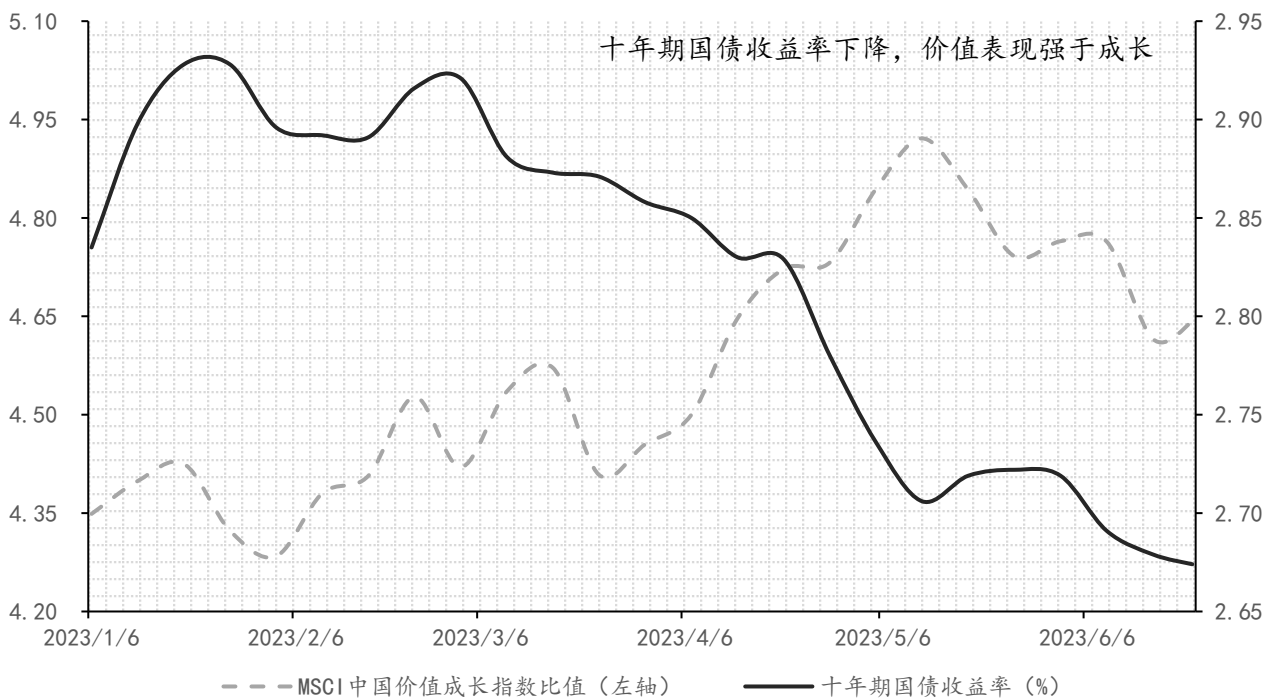


资料来源：Bloomberg

2.2 中国央行调降 LPR 利率 10 个基点

从中国十年期国债收益率和 MSCI 价值成长指数的走势看，国债收益率逐渐走低并没有提高成长股的估值，市场仍继续偏好价值类资产（详见图 9）。这意味着当前市场情绪仍相对谨慎，投资者对政策力度的要求较高。

图 9 中国十年期国债收益率与 MSCI 价值成长指数比值变化



资料来源：Bloomberg

近两周中国央行下调一年期 LPR 10 个基点至 3.55%，下调五年期 LPR 10 个基点至 4.20%，这也是年内首次对 LPR 进行调整（详见图 10）。此前央行已经下调七天期公开市场操作利率 10 个基点至 1.90%，并下调 1 年期 MLF 利率 10 个基点至 2.65%。LPR 利率下调标志着“逆回购利率—MLF 利率—LPR 利率”货币政策传导完成。

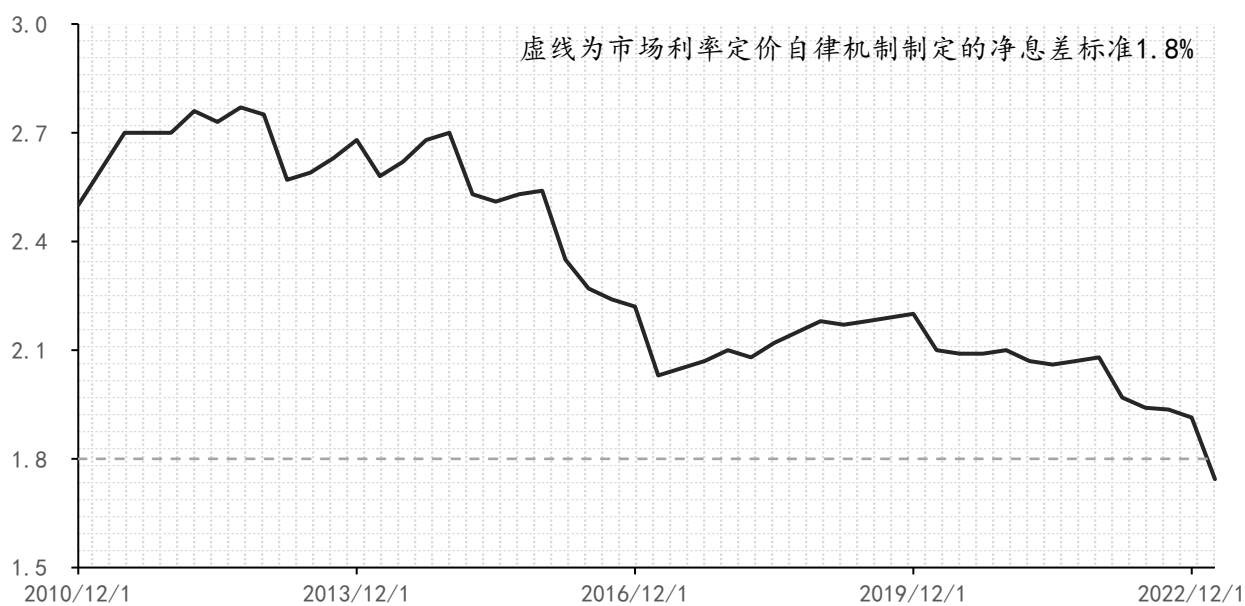
从商业银行净息差（贷款利率与存款利率的差值）分析，近十年来商业银行的净息差从 2.5% 逐渐下降至不足 1.8%。目前市场利率定价自律机制制定的净息差标准为 1.8%，即低于此标准时商业银行存在经营压力（详见图 11）。如果贷款利率在下半年继续向下，则商业银行存款利率仍有向下调整的空间。

图 10 央行一年期五年期 LPR 走势图



资料来源: Bloomberg

图 11 商业银行净息差走势图

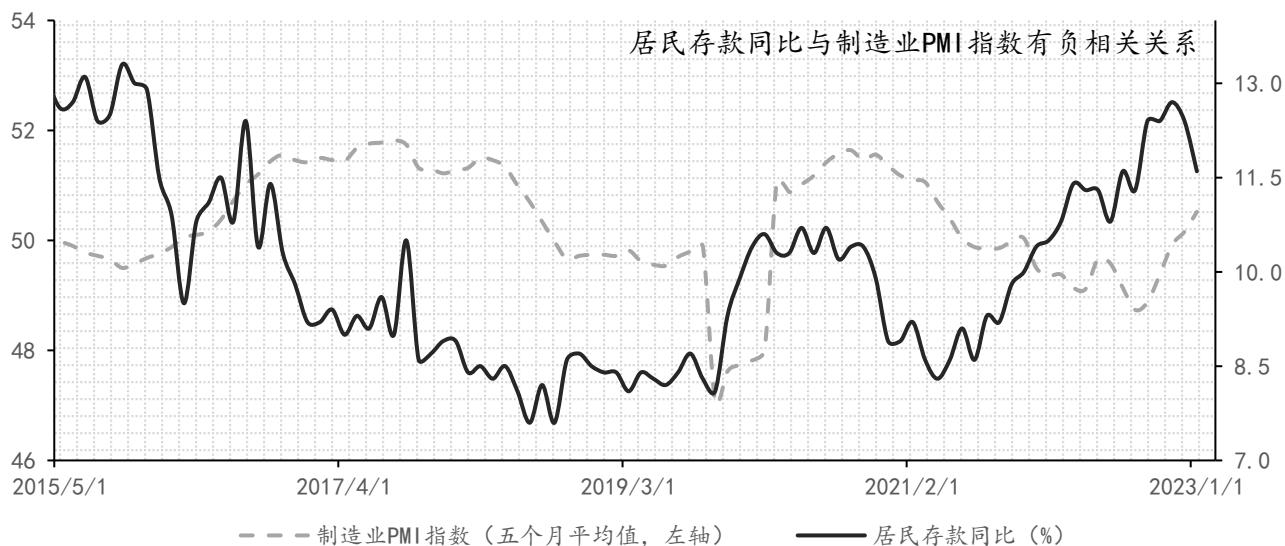


资料来源: Bloomberg

2023年6月26日 宏观经济研究

今年上半年，存款利率下调已经对居民存款同比数据产生影响。居民存款同比已从去年第四季度的高位回落，而制造业PMI指数也在逐渐回升中（详见图12）。

图12 居民存款同比与制造业PMI指数走势图



资料来源: Bloomberg

除去制造业PMI开始从低点上行外，当前房地产行业的GDP同比数据也已经由负转正，但仍处于近二十年以来的低位（详见图13）。作为稳定经济的重要部门，制造业和房地产行业在下半年仍需要更多宽松政策。

图13 房地产行业GDP同比变化



资料来源: Bloomberg

2023年6月26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：“几乎所有议息会议参与者都认为，在年底前进一步加息是合适的”、“美联储将考虑货币政策的累计紧缩和经济金融状况的发展”。

美联储理事 Bowman：“美联储有必要继续提高政策利率，以便将通胀逐步降至目标水平”、“核心通胀自 2022 年秋季以来基本处于平稳状态”。

美联储理事 Waller：“虽然三月以来银行信贷状况收紧，但美联储应该不会因为这一因素改变货币政策立场”、“美联储有针对性工具来解决金融稳定问题”。

亚特兰大联储行长 Bostic：“货币政策的变化对经济活动的实质性影响需要时间反映”、“当前美联储进一步加息的门槛比前几个月更高”。

里士满联储行长 Barkin：“如果未来数据不支持通胀向 2% 靠拢，美联储可能会采取更多措施”、“鉴于实际利率已经由负转正，美联储正在放缓加息的步伐”。

芝加哥联储行长 Goolsbee：“在连续加息十次后，利用一段时间检验政策效果是适当的”、“六月会议中维持利率水平不变的决策并非一边倒的结果”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“欧元区通胀在高水平持续时间太久，欧央行的行动尚未结束”、“除非基准预期发生重大变化，否则欧央行很可能在七月会议继续加息”。

欧洲央行管理委员会成员、法国央行行长 Villeroy：“欧央行的政策是数据驱动的，当前距离通胀目标显然较远”、“投资者不应应对最终的利率峰值过早下定结论”。

欧洲央行管理委员会成员、德国央行行长 Nagel：“欧央行的利率尚未达到足够高的水平”、“当利率到达峰值时，将在该水平保持必要的时长，以遏制通货膨胀”。

欧洲央行执行委员会委员 Schnabel：“欧央行需要继续加息，知道看到令人信服的通胀回落数据”、“更多的货币政策行动比等待政策发挥效果更好”。

信息来源：Bloomberg

2023年6月26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	669.76	-1.93%	3.86%	7.15%	10.46%
发达经济体	MSCI World Index	2902.34	-1.79%	4.07%	7.79%	11.32%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	991.91	-3.08%	2.16%	2.03%	3.74%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	4129.54	-1.82%	5.70%	9.55%	13.94%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1887.38	-3.20%	0.10%	4.12%	7.97%
中国	MSCI China Index	60.63	-5.66%	-1.25%	-8.61%	-5.96%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	852.05	0.10%	0.59%	-1.93%	1.53%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	848.51	0.12%	0.66%	-2.01%	1.52%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	110.44	-0.15%	-1.70%	1.63%	1.26%
投资级公司债券						
全球市场	Bloomberg Global Aggregate Index	453.53	-0.04%	0.51%	-1.63%	1.40%
发达经济体	Bloomberg Global Aggregate Developed Markets Index	96.78	0.01%	0.69%	-1.70%	1.51%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1108.12	0.29%	1.97%	1.85%	3.00%
美国	Bloomberg US Aggregate Index	2097.07	0.14%	0.68%	-0.08%	1.99%
中国	Bloomberg China Aggregate Index	252.88	-0.45%	-1.73%	-2.89%	-1.69%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1395.67	-0.49%	2.15%	3.04%	4.28%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	158.09	-1.03%	1.37%	2.78%	4.63%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	123.07	0.00%	1.16%	2.05%	2.80%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2284.70	-0.75%	1.16%	2.57%	3.98%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	38.97	-2.98%	-8.31%	-2.10%	-14.29%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	102.35	-2.66%	1.84%	0.20%	-7.22%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	31.78	-2.06%	-0.05%	0.52%	-17.95%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	143.27	-3.84%	0.92%	-9.01%	-13.41%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	214.92	-3.31%	-3.68%	-5.00%	-1.01%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	69.57	-2.53%	7.06%	7.30%	2.64%

数据来源: Bloomberg

2023年6月26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号万通保险中心20楼2004-6室

联络电话：+852 3550 6888

传真：+852 3550 6999

网址：www.gisf.hk