

2023年7月10日

宏观经济双周报

经济数据预示紧缩维持更久，关注高股息高收益率资产

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 1.16%，7 月 7 日收盘价 4398.95；
美国道琼斯指数两周上涨 0.02%，7 月 7 日收盘价 33734.88；
美国纳斯达克指数两周上涨 1.25%，7 月 7 日收盘价 13660.72；
欧洲斯托克 50 指数两周下跌 0.82%，7 月 7 日收盘价 4236.60；
中国上证指数两周下跌 0.04%，7 月 7 日收盘价 3196.61；
香港恒生指数两周下跌 2.78%，7 月 7 日收盘价 18365.70；
日经 225 指数两周下跌 1.20%，7 月 7 日收盘价 32388.42；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周上涨 0.20%，7 月 7 日收盘价 1925.05；
WTI 原油指数两周上涨 6.80%，7 月 7 日收盘价 73.86；

3) 其他市场

美元指数两周下跌 0.61%，7 月 7 日收盘价 102.27；
港币汇率两周下跌 0.03%，7 月 7 日收盘价 7.8275；
波罗的海干散货指数两周下跌 18.63%，7 月 7 日收盘价 1009；
美国十年期国债收益率两周上涨 8.76%，7 月 7 日数值为 4.06%；

1.2 市场简要回顾：

近两周全球股市涨跌互现，美国一季度 GDP 同比增长数据由 1.3% 上修至 2.0%，市场对经济前景的信心再次提高，三大股指近两周均上涨。强势经济数据预示紧缩将维持更久，十年期美债收益率两周上涨超过 8%，接近年内最高点。在紧缩继续维持的背景下，能够提供稳定高股息的股票和当前价格相对较低的高收益率债券值得投资者关注。

2 宏观经济分析

2.1 市场紧缩预期继续加强

美联储六月议息会议暂停加息，希望继续观察经济数据以便进行后续决策。议息会议纪要显示，大多数货币政策委员支持在年内再加息两次。欧央行六月议息会议加息 25 个基点后，明确表示在经济前景不发生重大变化的情况下，七月会继续加息（详见附录 1）。

支持欧美央行继续维持紧缩基调的主要因素是居高不下的核心通胀率。尽管整体通胀都已有回落走势，但核心通胀持续一年半的攀升使央行需要维持更长时间的利率峰值（详见图 1）。当前欧美核心通胀率仍超过 4%，是目标值的两倍以上。

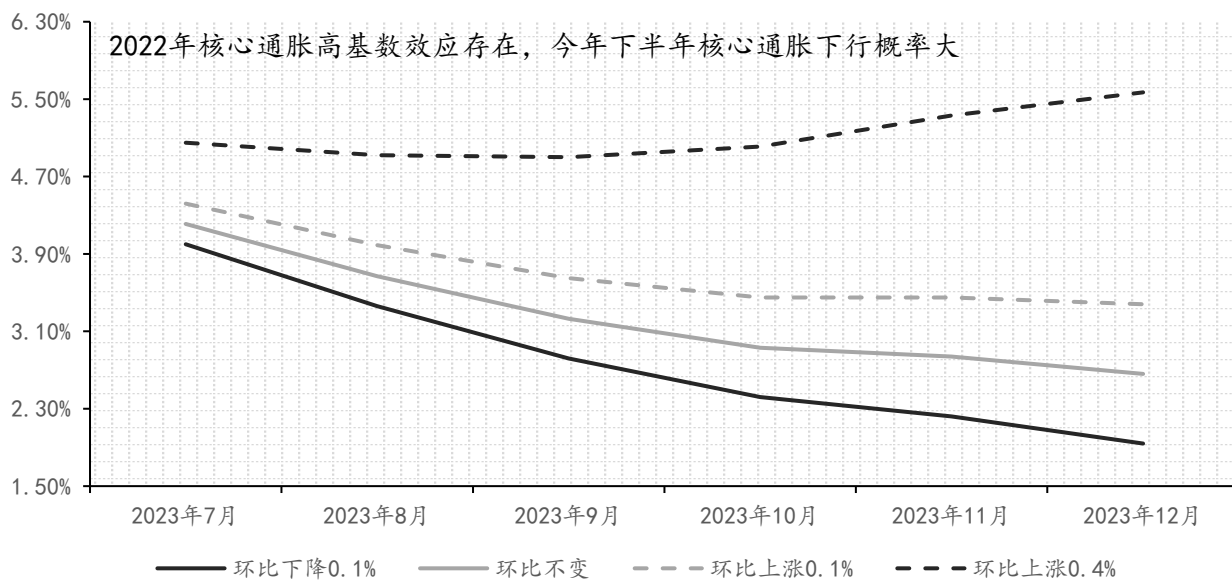
图 1 欧美核心通胀走势图



资料来源：Bloomberg

从当前欧美央行的行动来看，只要核心通胀环比数据不出现明显上行，今年下半年通胀仍会向目标值回落。这一观点源于去年核心通胀的高基数效应。以美国核心 CPI 数据为例，如果下半年环比数据保持不变，核心通胀同比数据将下降至 3% 以下。当核心通胀每月环比上涨 0.1% 时，高基数效应也会使核心 CPI 数据下行至 3% 至 4% 的区间（详见图 2）。

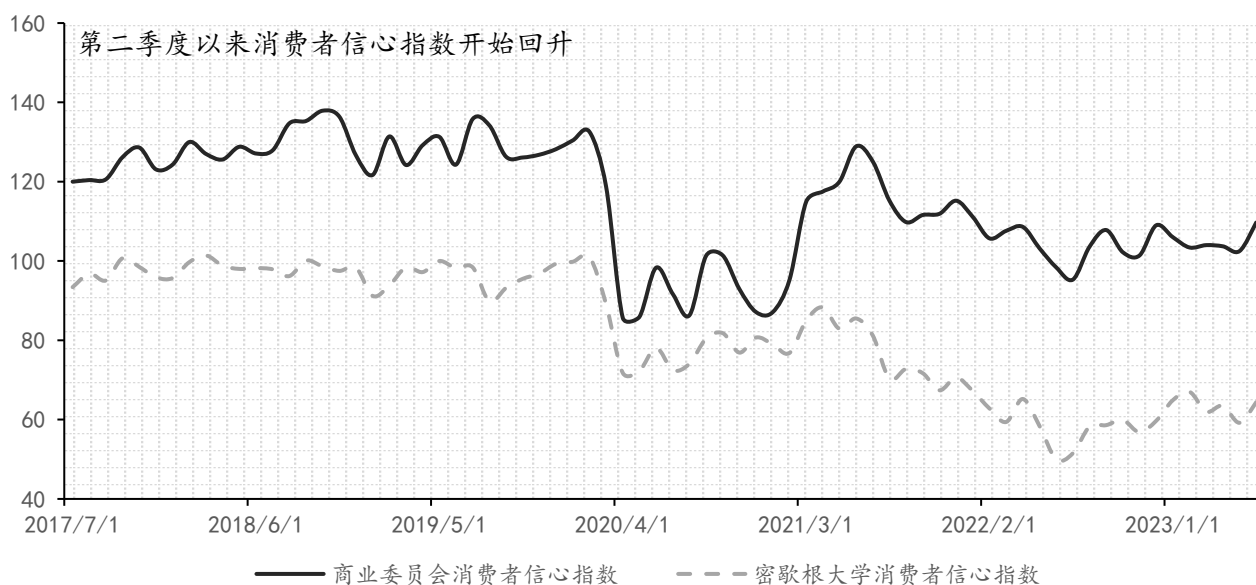
图2 核心通胀不同情景变化情况



资料来源: Bloomberg

在经济层面，无论是美国商业委员会消费者信心指数还是密歇根大学消费者信心指数，都已经从第二季度开始缓慢回升（详见图3）。在美联储连续加息十次的情况下，GDP数据上修以及消费者信心回升，都证明了经济的强势力度。在抵押贷款利率接近二十年新高的情况下，近两周公布的新屋销售数据环比增长12.2%（市场预期为下降1.2%），超出市场预期。

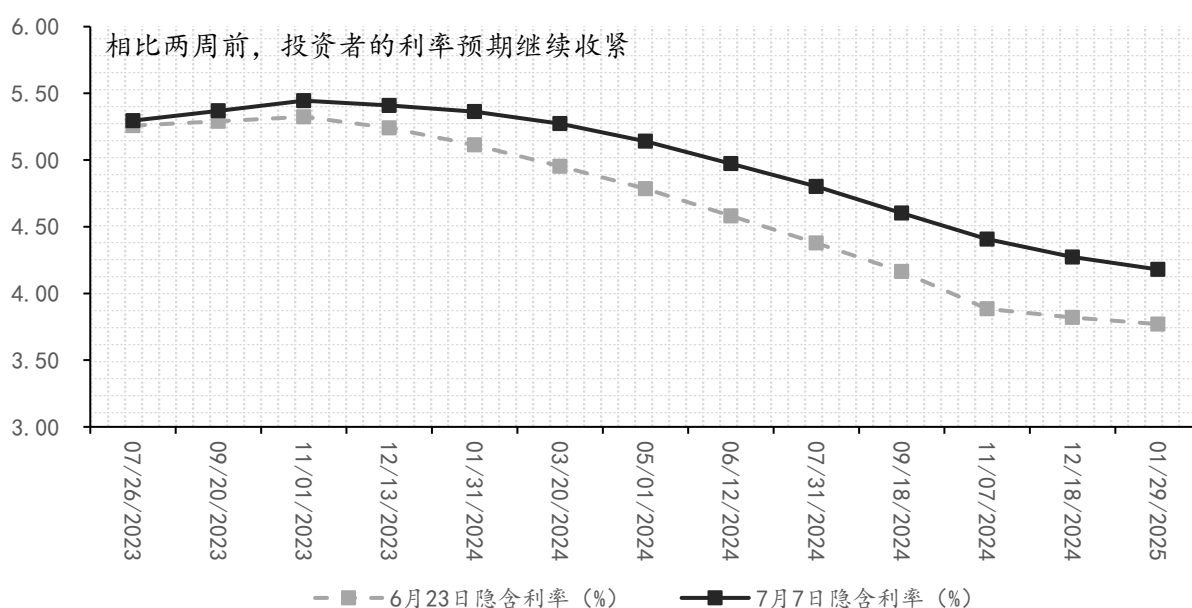
图3 消费者信心指数走势图



资料来源: Bloomberg

强势经济数据和美联储的发言，使投资者对未来的利率预期继续收紧。尽管投资者的紧缩态度与美联储仍有不小距离，但2023年第四季度的降息预期已经移动至2024年第一季度（详见图4），这说明市场接受了美联储的年内不降息观点。在加息预期上，市场在今年剩余的四次议息会议上计入了一次25个基点的加息预期，低于美联储加息两次的表态。

图4 投资者对基准利率的预测变化



资料来源：Bloomberg

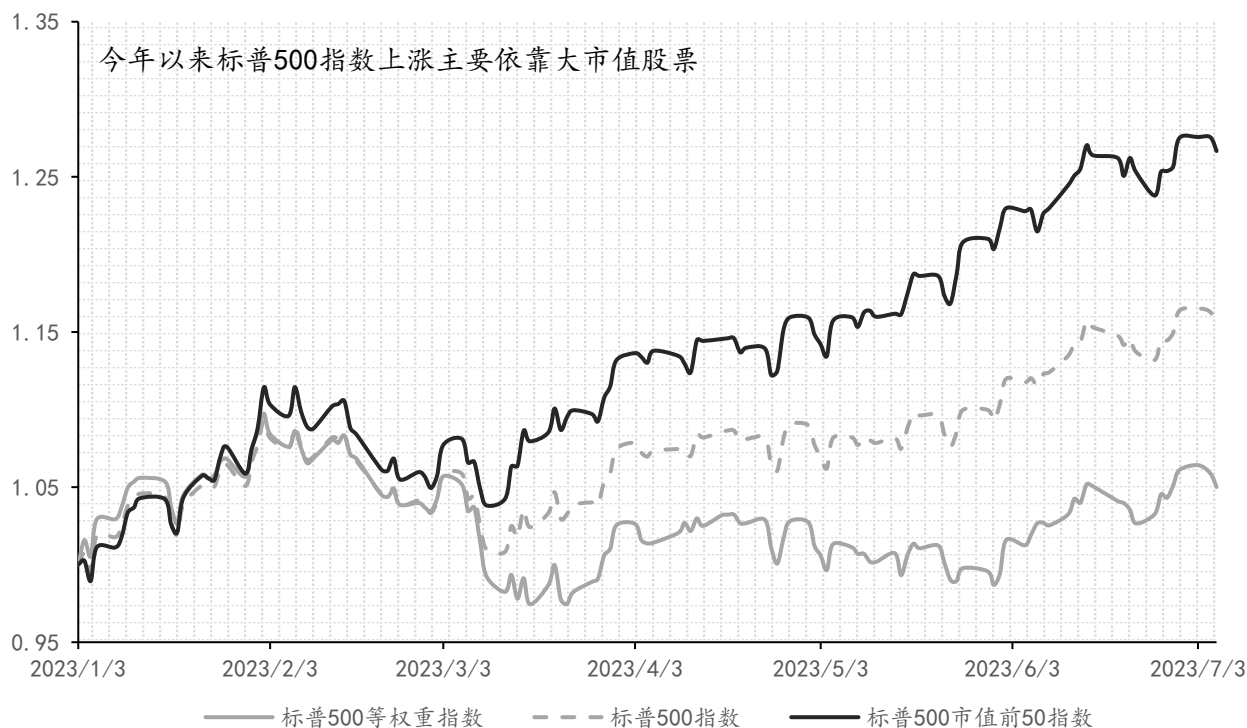
2.2 关注高股息和高收益率资产

央行收紧货币政策，并计划将利率峰值维持相对较长的时间，会对金融市场产生长期的估值压力（分母端的贴现率提高）。在此情况下，预计两类资产将在其中获得一些优势，一是市值相对较大的高股息股票，二是价格已经下降后高收益率债券。

从标普500相关指数的走势能够看出，今年以来大市值股票推动了标普500指数的上涨，并跑赢了等权重指数（详见图5）。标普500成分股中大约包含400种工业股票、40种公用事业股票、40种金融类股票和20种运输业股票，这些成分股所在的行业大多数为顺周期行业。

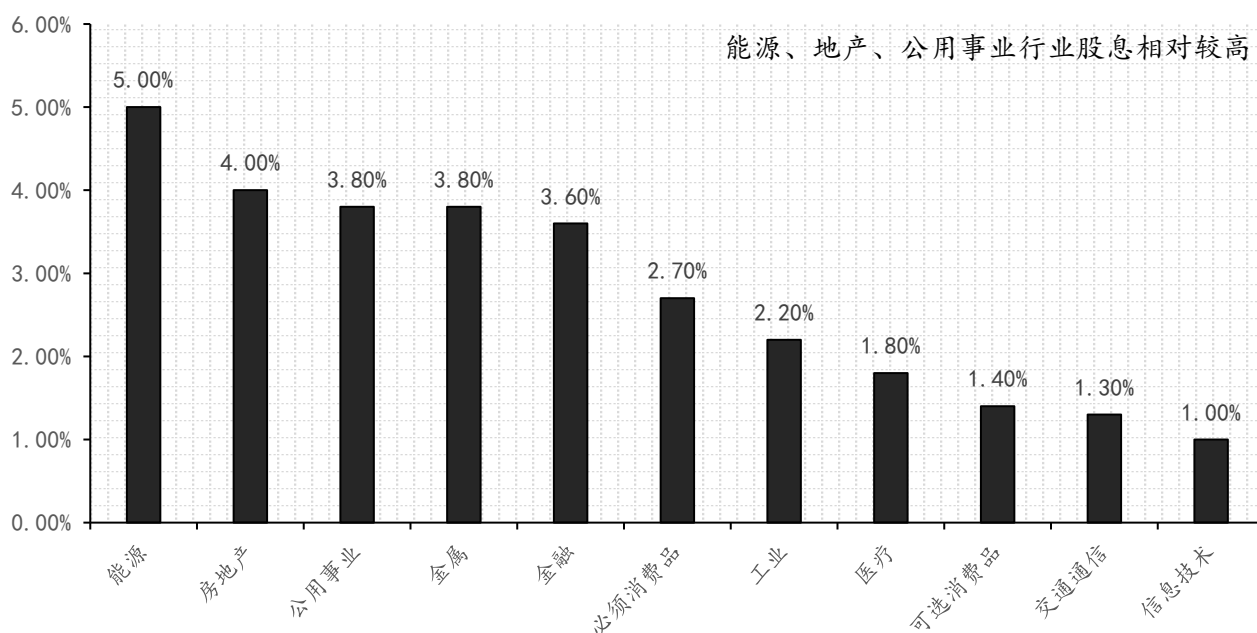
将MSCI全球指数中各行业的股息率由高至低排名，能源、房地产、公用事业、金属和金融排名靠前（详见图6）。这些行业同样为顺周期行业，在经济强势时股价表现较好，同时可以提供相对稳定的股息。大市值的上市公司，往往在行业内拥有较高的市场占有率，在业绩稳定性上具有更多优势，值得投资者关注。

图5 标普500相关指数年初至今走势图



资料来源: Bloomberg

图6 MSCI全球指数各行业股息比较

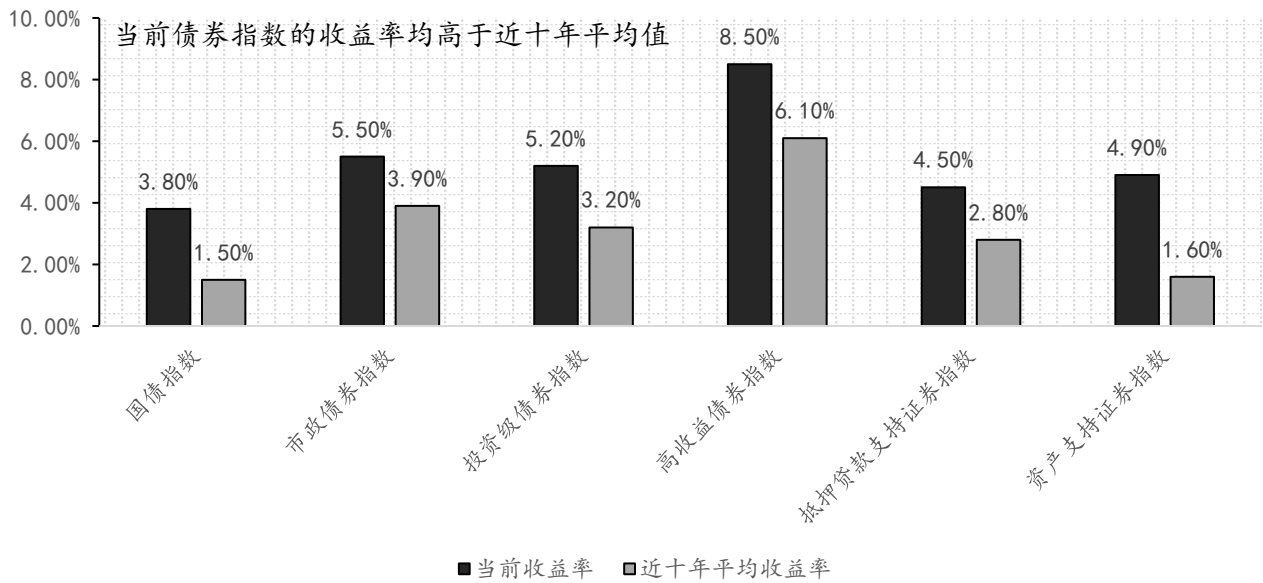


资料来源: Bloomberg

2023年7月10日 宏观经济研究

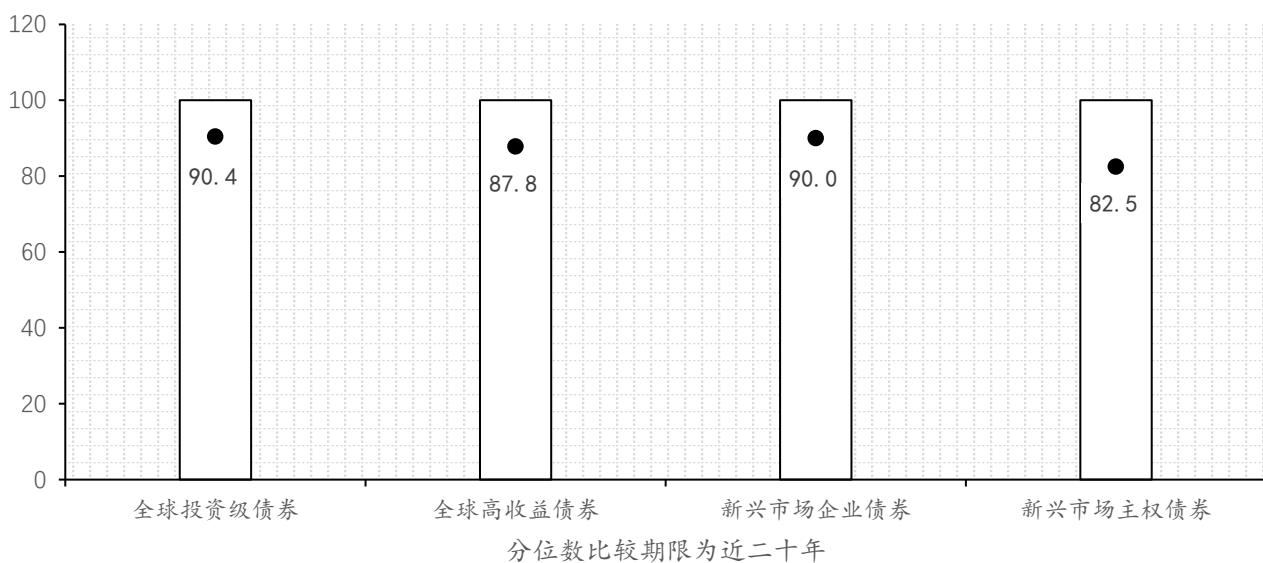
在债券方面，美国国债、市政债券、投资级债券、高收益债券、抵押贷款支持证券（MBS）以及资产支持证券（ABS）指数的收益率都已经高于近十年的平均值（详见图7）。在全球市场中，很多债券指数的收益率分位数也超过了近二十年最高值的80%（详见图8）。这些价格相对较低，收益率较高的债券有较高的配置性价比。

图7 美国部分债券指数收益率比较



资料来源：Bloomberg

图8 全球债券指数收益率分位数



资料来源：Bloomberg

请阅读此报告最后部分的免责声明

2.3 中国市场继续等待宽松政策

中国六月先后调低七天期OMO利率、一年期MLF利率和一年期、五年期LPR利率，国债收益率小幅下降。从两年期美债中债利差和离岸人民币兑美元汇率的走势分析，今年三月以来美债中债利差的提升，与人民币汇率走高有较强的相关性（详见图9）。

图9 离岸人民币汇率与中美利差走势图



资料来源：Bloomberg

近两周离岸人民币、在岸人民币兑美元汇率再次超过 7.2，央行对汇率市场的公开表态增加。去年九月，当汇率达到 7.1 后，央行每日设置汇率中间价的数值与市场预测值出现了明显偏离，这反映出一些潜在的政策干预信号（详见图 10），近两周这一干预信号再次出现，央行在继续宽松货币政策的同时，可能会进行公开市场操作以稳定汇率。

从十年期国债收益率和国开债收益率的走势分析，两者的收益率在第二季度持续下行，并接近去年十月的底部（详见图 11）。预计央行下半年将继续实施宽松政策，两者仍有下行空间。

图 10 央行汇率中间价与市场预测差值变化



资料来源: Bloomberg

图 11 十年期国债国开债收益率走势图

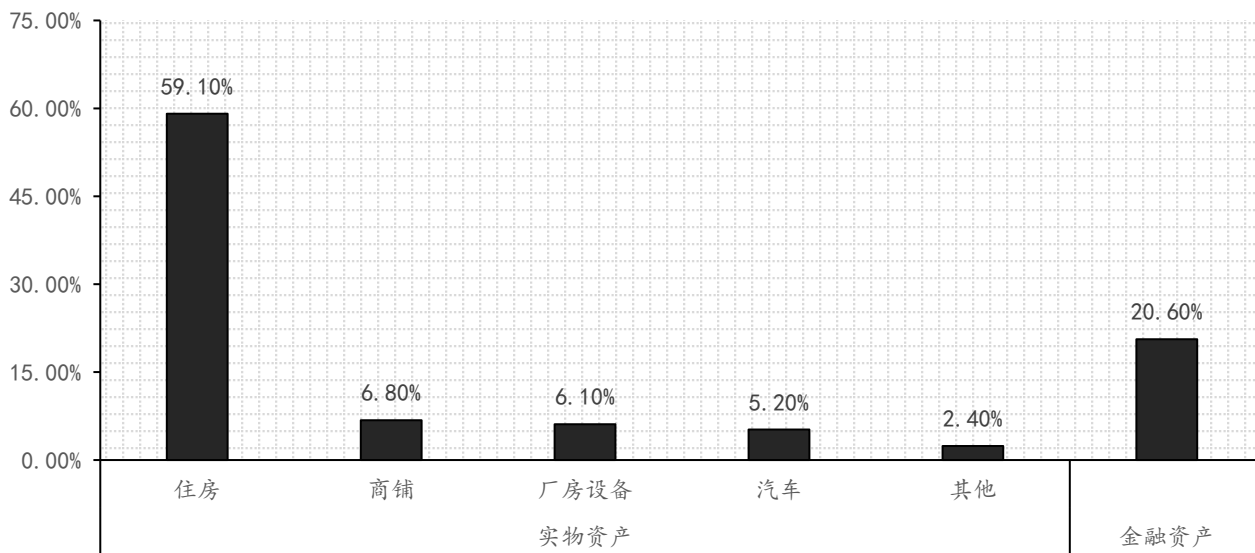


资料来源: Bloomberg

2023年7月10日 宏观经济研究

在实施宽松政策外，经济企稳仍和房地产市场关系密切。当前居民资产中，住房资产占比达到59.10%，接近所有资产项目的60%（详见图12）。预计房地产市场政策将在下半年继续放宽。

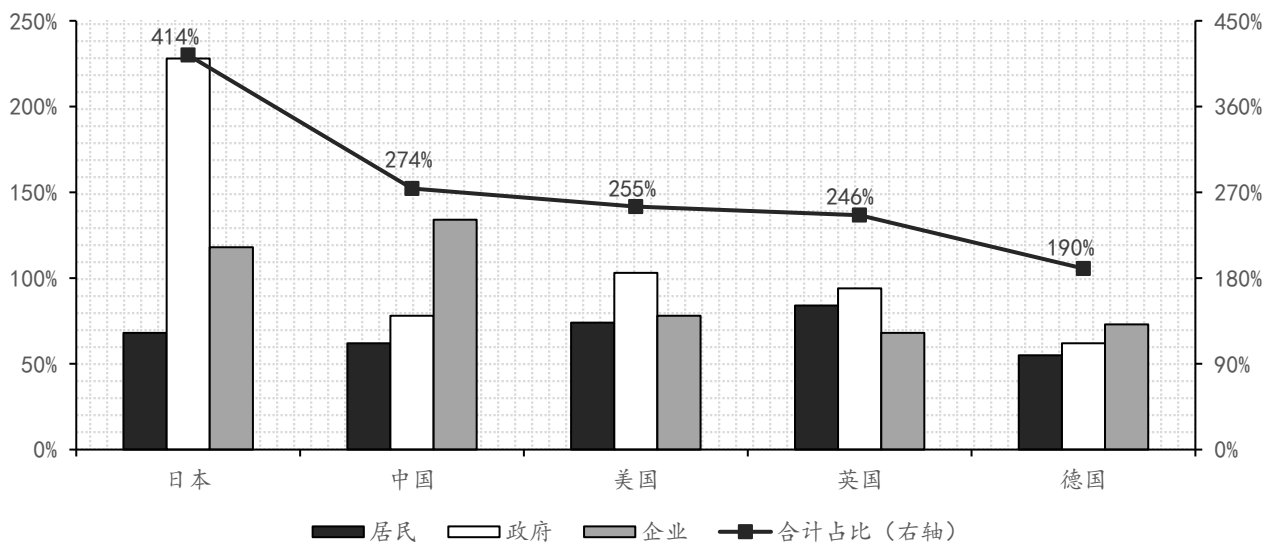
图12 居民实物资产金融资产占比



资料来源：人民银行

从非金融部门债券占GDP比值的角度看，中国政府部门债务占比低于发达国家，企业部门债务占比高于发达国家，居民部门债务占比与发达国家类似（详见图13）。政府部门借债，置换企业部门债务，也可能是未来经济刺激政策的方式。

图13 非金融部门债务占GDP比值对比



资料来源：IMF

2023年7月10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：“今年可能至少需要再加息两次，才能将通胀降至2%的目标”、“政策收紧的影响已经在房地产和投资领域显现，但对通胀的影响还需要时间”。

纽约联储行长 Williams：“近期经济数据显示房地产市场强于预期，经济增长强劲，这支持美联储继续采取紧缩措施”、“实际利率将在相当长的一段时间内保持限制水平”。

达拉斯联储行长 Logan：“为了降低通胀美联储需要更具限制性的货币政策，年内继续加息是完全合适的”、“此前连续加息产生的滞后效果不会过于明显”。

芝加哥联储行长 Goolsbee：“尽管通胀指标已经改善，但很多项目下降的速度不及预期，通胀率比预期更加顽固”、“目前决定七月是否加息仍为时尚早”。

亚特兰大联储行长 Bostic：“放缓加息是为了减少通胀回落过程中对经济的影响”、“在接近利率峰值的情况下，美联储应当保持耐心，确保利率水平不会过高”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“央行不会很快宣布加息周期结束，如果前景没有重大变化七月将继续加息”、“政策紧缩的效果已经在制造业和建筑业得到体现”。

欧洲央行首席经济学家 Lane：“限制性利率水平的持续时间非常重要，需要确保通胀率远离2%的目标值”、“预计七月将继续加息，但九月是否加息还不能确定”。

欧洲央行管理委员会成员、法国央行行长 Villeroy：“欧央行有可能使经济实现软着陆”、“货币政策传导存在滞后，维持利率峰值的持续时间更加重要”。

欧洲央行管理委员会委员、马耳他央行行长 Scicluna：“将利率上调至过高水平可能对金融市场产生较大风险”、“将利率在峰值维持更长时间的效果比提高利率更好”。

欧洲央行管理委员会委员、斯洛文尼亚央行行长 Vasle：“虽然整体价格涨幅正在放缓，但核心通胀率将在更长时间处于高位”、“财政政策需要和货币政策一同发挥作用”。

信息来源：Bloomberg

2023年7月10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	673.44	1.70%	1.63%	4.20%	11.07%
发达经济体	MSCI World Index	2924.19	1.61%	2.01%	4.80%	12.16%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	980.66	2.43%	1.48%	0.65%	2.57%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	4180.11	0.05%	3.12%	7.35%	15.33%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1874.87	2.78%	0.60%	2.31%	7.25%
中国	MSCI China Index	59.57	3.86%	3.51%	1.26%	-7.60%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	842.65	0.62%	0.40%	3.29%	0.41%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	838.61	0.66%	0.39%	3.43%	0.34%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	112.62	1.45%	0.88%	2.95%	3.26%
投资级公司债券						
全球市场	Blommborg Global Aggregate Index	449.32	0.56%	0.41%	2.85%	0.46%
发达经济体	Blommborg Global Aggregate Developed Markets Index	95.78	0.63%	0.36%	3.03%	0.46%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1096.63	1.11%	0.02%	0.27%	1.94%
美国	Bloomberg US Aggregate Index	2064.52	1.29%	0.98%	2.61%	0.41%
中国	Bloomberg China Aggregate Index	252.22	0.24%	1.06%	3.10%	-1.95%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1395.92	0.65%	0.73%	1.34%	4.30%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	158.50	0.55%	0.52%	1.03%	4.90%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	121.91	0.68%	0.13%	0.26%	1.83%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2289.67	0.26%	0.18%	1.04%	4.21%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	34.91	3.90%	3.61%	2.60%	23.23%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	101.90	0.63%	1.21%	4.09%	7.63%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	32.61	3.00%	3.37%	4.17%	15.81%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	140.97	0.49%	1.79%	3.98%	14.80%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	216.52	0.20%	1.55%	6.38%	-0.27%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	66.38	0.76%	1.54%	2.46%	-2.07%

数据来源: Bloomberg

2023年7月10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