

2023年7月24日

宏观经济双周报

通胀下行超预期，美联储和人民银行等待货币政策累积效果

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 3.12%，7 月 21 日收盘价 4536.34；
美国道琼斯指数两周上涨 4.43%，7 月 21 日收盘价 35227.69；
美国纳斯达克指数两周上涨 2.72%，7 月 21 日收盘价 14032.81；
欧洲斯托克 50 指数两周上涨 3.65%，7 月 21 日收盘价 4391.41；
中国上证指数两周下跌 0.90%，7 月 21 日收盘价 3167.75；
香港恒生指数两周上涨 3.86%，7 月 21 日收盘价 19075.26；
日经 225 指数两周下跌 0.26%，7 月 21 日收盘价 32304.25；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周上涨 1.92%，7 月 21 日收盘价 1961.94；
WTI 原油指数两周上涨 4.35%，7 月 21 日收盘价 77.07；

3) 其他市场

美元指数两周下跌 1.17%，7 月 21 日收盘价 101.07；
港币汇率两周下跌 0.13%，7 月 21 日收盘价 7.8174；
波罗的海干散货指数两周下跌 3.07%，7 月 21 日收盘价 978；
美国十年期国债收益率两周下跌 5.59%，7 月 21 日数值为 3.84%；

1.2 市场简要回顾：

近两周全球股市涨跌互现，美国六月 CPI 数据大幅回落，市场紧缩预期下降，三大指数均涨超 2%。美元指数两周内一度跌至 100 下方，创 15 个月以来新低。十年期美债收益率下行，国际金价两周涨近 2%。美联储多位分行行长表达鸽派观点，欧央行仍坚持继续加息。中国公布第二季度经济数据，市场继续等待经济刺激政策。

2 宏观经济分析

2.1 通胀下行货币紧缩预期下降

美国六月通胀数据显示，CPI 同比增长 3%（前值 4%），核心 CPI 同比增长 4.8%（前值 5.3%）。CPI 已降至 2021 年三月的水平，而核心 CPI 已降至 2021 年十月的水平（详见图 1）。除去消费者价格指数下行超过市场预期外，在生产者价格指数方面，六月 PPI 同比增长 0.1%（前值 1.1%），同样反映出整体价格放缓的趋势。

图 1 CPI 与核心 CPI 同比变化



资料来源：Bloomberg

本次 CPI 数据的超预期下行与能源价格同比数据下行直接相关。以 WTI 原油指数为例，去年六月 WTI 原油价格一度达到 110 美元/桶，同比涨幅近 40%。当前 WTI 原油价格接近 80 美元/桶，单月同比下降 16%。与去年能源 CPI 上升带动整体 CPI 上行类似，当前能源价格下行带动了能源 CPI 下行，并带动了整体 CPI 下行（详见图 2）。

图2 WTI原油指数与能源CPI同比数据变化



资料来源：Bloomberg

通胀数据明显回落，使市场的紧缩预期明显下降。美元指数自去年十月开启下行走势后，近两周跌破100，创去年三月以来的新低（详见图3）。

图3 美元指数走势图

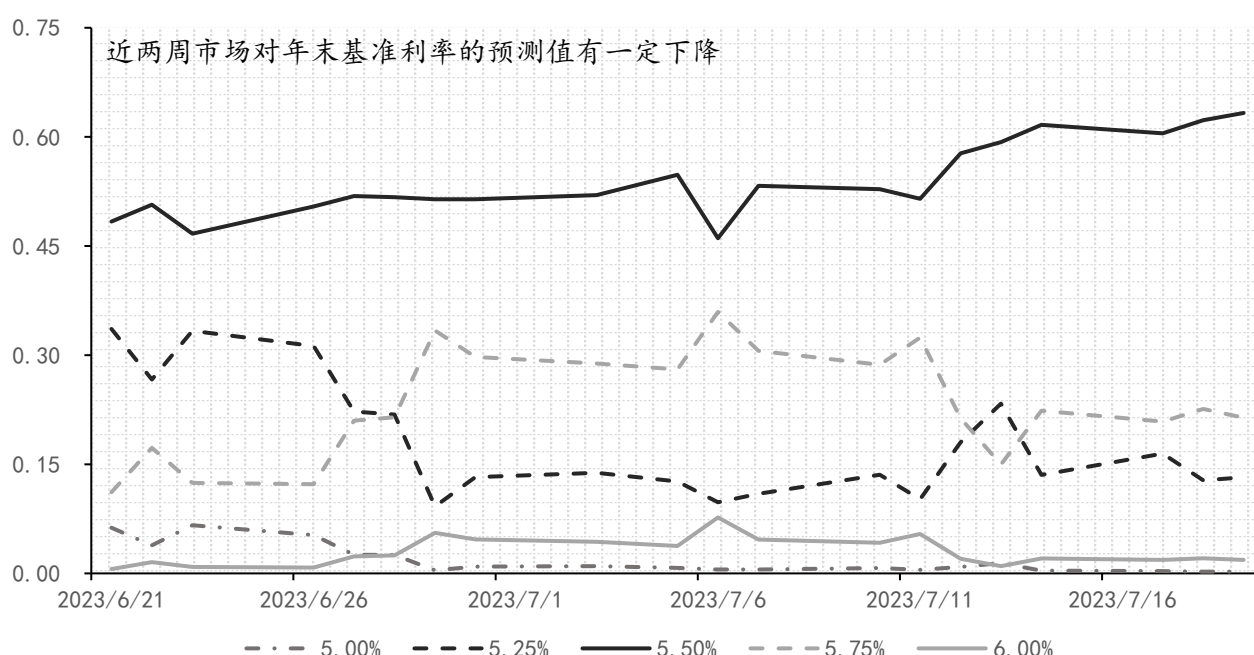


资料来源：Bloomberg

2023年7月24日 宏观经济研究

六月通胀数据公布后，多位美联储分行行长认为可以适当放缓货币政策紧缩力度，等待更多的经济数据再做决定（详见附录1）。市场也接受了美联储的观点，在七月加息25个基点基本达成一致的情况下，市场对美联储年末基准利率的预测值出现下降，并认为在七月加息后，美联储将维持利率水平不变，直到2024年开始降息（详见图4）。

图4 市场对年末基准利率的预测变化



资料来源：CME Group

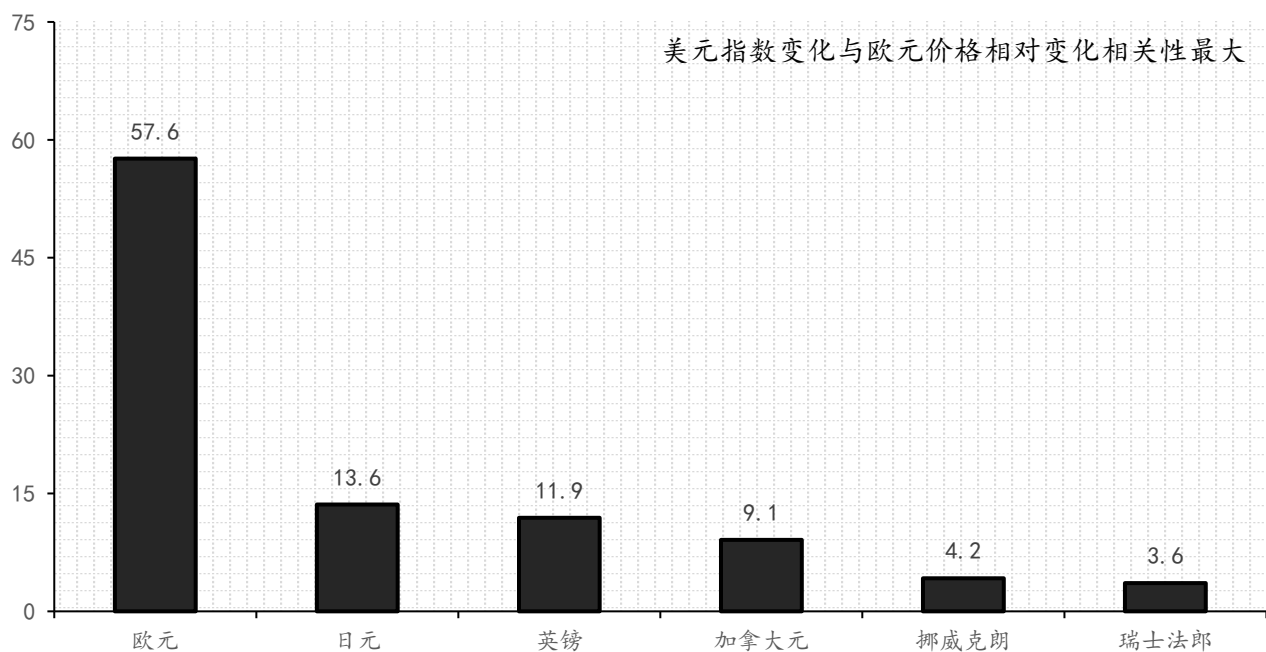
2.2 美元指数回落至100下方

美元指数近两周回落至100下方，可以从多个角度分析。从美元指数的构成来看，57.6%为欧元价格，其余分别是日元（13.6%）、英镑（11.9%）、加拿大元（9.1%）等（详见图5）。因此美元指数的变化与欧元价格相关性最大。

从经济角度看，欧美经济活动自第二季度以来出现分化，欧洲经济意外指数快速下降，而美国经济意外指数震荡上行（详见图6）。从两地的货币政策分析，美联储可能在下半年放缓加息，而欧央行的表态更偏向鹰派。在此背景下，欧元兑美元汇率升值，美元指数下降。

2023年7月24日 宏观经济研究

图5 美元指数构成



资料来源: Bloomberg

图6 欧美经济意外指数走势图



资料来源: Bloomberg

2023年7月24日 宏观经济研究

美元指数下行还可以从市场资金避险的角度分析。今年上半年欧美银行业都出现了风险事件，而欧洲银行业的资产价格表现相对更强。自六月以来美国银行业指数明显上行，风险事件的影响下降，避险资金的数量减少，对美元指数下降产生正向作用（详见图7）。避险资金减少的趋势也可以从美元指数和恐慌指数VIX近期的走势中体现（详见图8）。

图7 欧美银行业指数走势图



资料来源: Bloomberg

图8 美元指数与恐慌指数VIX走势图



资料来源: Bloomberg

2.3 中国公布上半年经济数据

尽管美元指数近两周明显下行，但人民币汇率只在短期出现小幅升值。从第二季度以来，美元指数和离岸人民币汇率的走势出现背离，美元指数下行和离岸人民币贬值并存（详见图9）。从美元指数的构成分析，人民币相对欧元、日元等货币均出现贬值。

图9 美元指数与离岸人民币汇率走势图

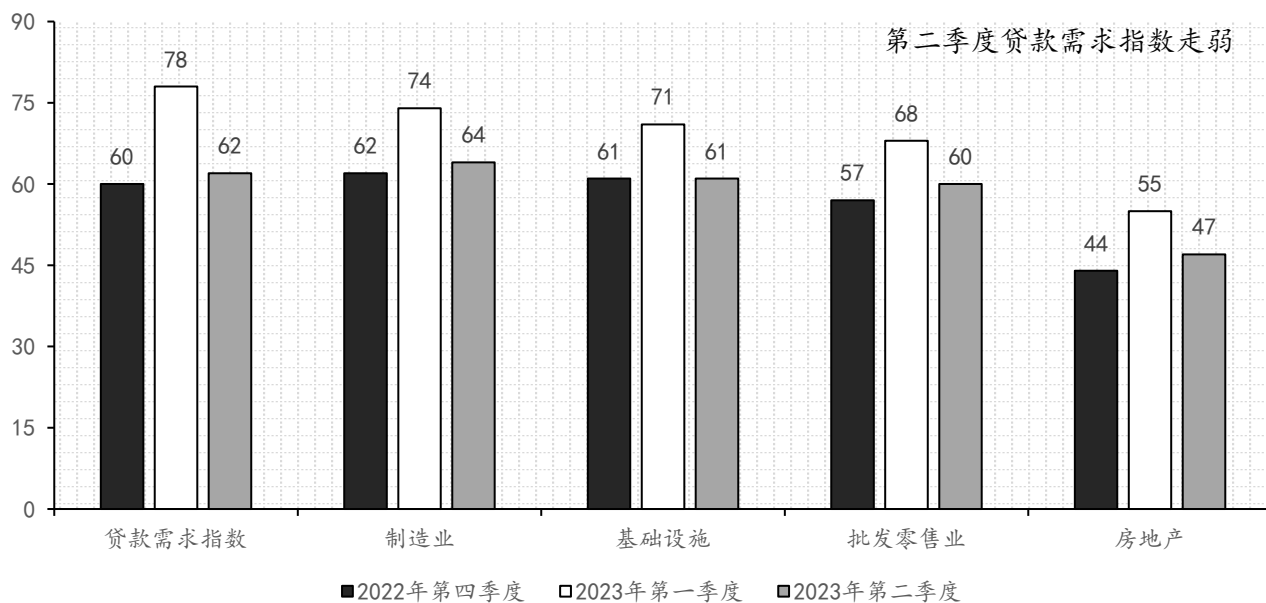


资料来源: Bloomberg

中国公布上半年经济数据，其中第二季度 GDP 增长 6.3%，上半年 GDP 增长 5.5%。从央行降息、降准的角度分析，当前货币政策已经足够宽松，增长的动力取决于需求情况。从央行公布的贷款需求指数看，第二季度制造业、基础设施、批发零售业和房地产行业在第二季度都出现一定程度下降，并与去年第四季度的情况类似（详见图10）。

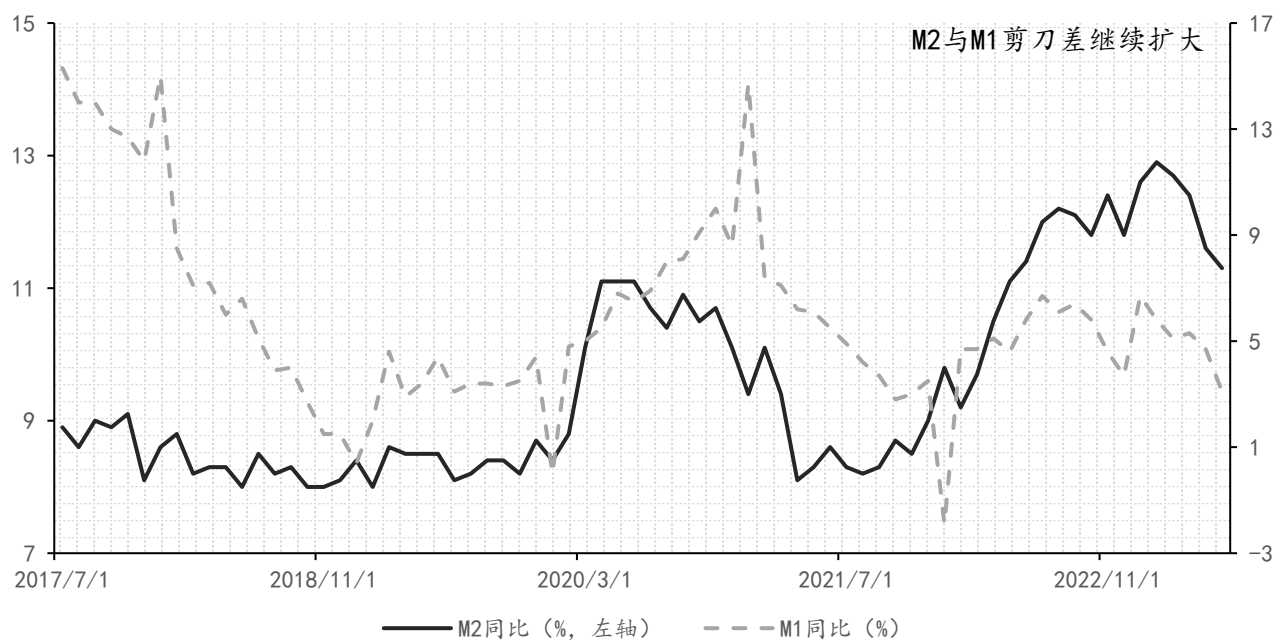
从 M1 和 M2 的同比变化看，当前 M2 和 M1 的剪刀差继续扩大，预示资金的活化程度继续下降。六月 M1 同比增长 3.1%（前值 4.7%），是 2022 年以来的月度最低值（详见图 11）。从企业部门的角度分析，生产需求和投资需求都处于低位。

图 10 各行业贷款需求指数变化



资料来源：中国人民银行

图 11 M1 与 M2 同比变化

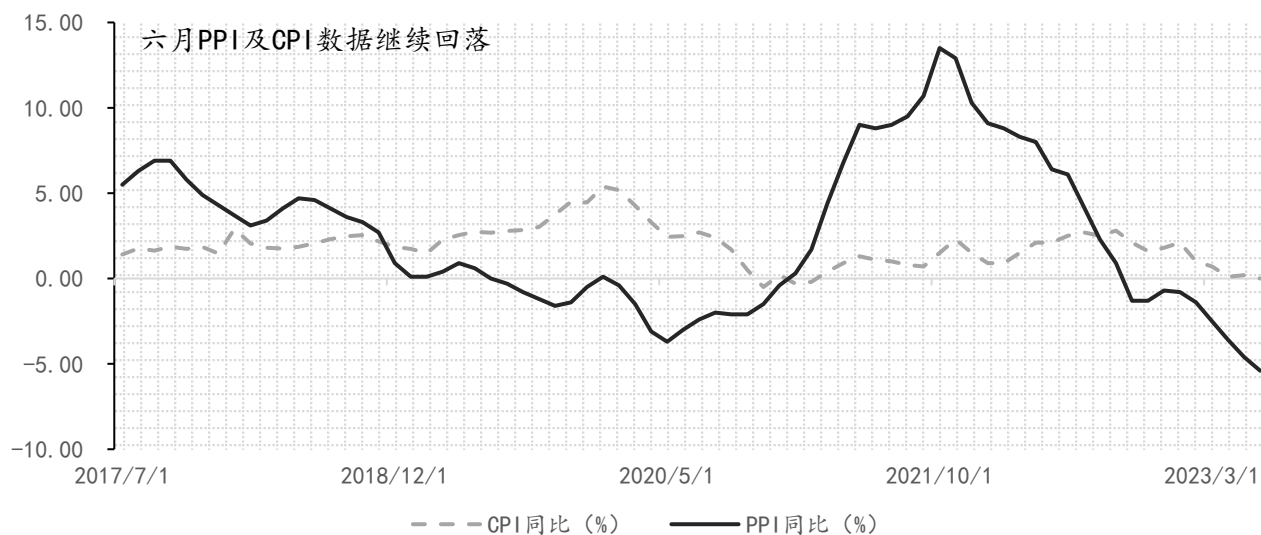


资料来源：Bloomberg

2023年7月24日 宏观经济研究

需求方面的弱势也继续反映在CPI和PPI的同比变化中。六月CPI同比维持不变，PPI同比下降5.4%（详见图12）。在货币投放不断增长的情况下，价格指数仍相对低迷。

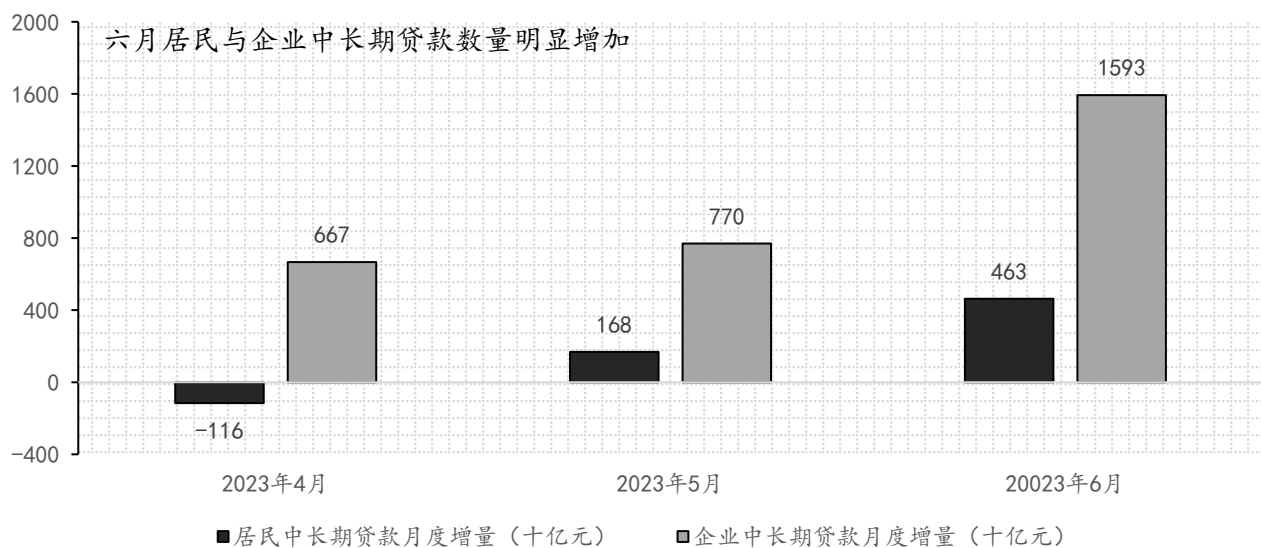
图12 CPI与PPI同比数据变化



资料来源：Bloomberg

从下半年的经济增长角度看，居民和企业的中长期贷款增长，会为后续经济活动提供帮助。六月数据显示，两者相较四月、五月出现了明显增长，这说明宽松货币政策正在发挥作用（详见图13）。与美联储类似，人民银行也需要时间等待货币政策的累积效果。

图13 居民及企业中长期贷款增量变化



资料来源：中国人民银行

2023 年 7 月 24 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：

里士满联储行长 Barkin：“尽管六月通胀数据放缓，但增速仍然过快”、“如果美联储货币政策过快宽松，通胀可能重新走强，最终需要做的更多”。

芝加哥联储行长 Goolsbee：“最新数据显示通胀正在以相当快的速度回落，尽管目前仍高于美联储 2% 的目标，但通胀继续降温是有希望的”。

旧金山联储行长 Daly：“美联储在下半年可能需要再加息两次才能使通胀回到目标水平”、“再遏制通胀方面，做的太少比做的太多风险更大”。

亚特兰大联储行长 Bostic：“目前政策正处于限制性区域，通胀正在稳步回归目标”、“虽然通胀过高，但决策者可以更加耐心，在下半年保持利率稳定”。

克利夫兰联储行长 Mester：“为了确保通胀能够持续、及时回到目标值，美联储还需要继续提高利率”、“薪资增长率仍高于与通胀目标相符的水平”。

纽约联储行长 Williams：“货币政策的紧缩和信用紧缩将影响明年的经济需求”、“劳动力需求的下降有助于抑制通货膨胀”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行首席经济学家 Lane：“货币政策传导存在滞后，欧央行过去收紧货币政策造成的经济影响需要在未来几年才能全面显现出来”。

欧洲央行管理委员会委员、意大利央行行长 Visco：“欧洲央行预计通胀率将在 2025 年年底下降至 2%”、“央行需要谨慎保持货币政策和经济增长的平衡”。

欧洲央行管理委员会委员、克罗地亚央行行长 Vujcic：“欧央行将研究经济、通胀前景、实际价格数据和货币政策传导的力度，以便确定后续如何采取行动”。

欧洲央行管理委员会委员、德国央行行长 Nagel：“欧央行会在七月议息会议加息 25 个基点，但随后的政策路径将由未来的经济数据决定”。

信息来源：Bloomberg

2023年7月24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	697.43	0.06%	3.19%	6.87%	15.03%
发达经济体	MSCI World Index	3028.71	0.22%	3.45%	7.28%	16.16%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	1014.58	-1.28%	1.03%	3.45%	-6.11%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	4316.52	0.69%	3.71%	10.07%	19.10%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1977.30	-0.19%	3.25%	0.86%	13.11%
中国	MSCI China Index	61.46	-2.41%	-0.21%	-5.87%	-4.67%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	857.49	-0.49%	0.35%	-0.25%	2.17%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	853.51	-0.51%	0.28%	-0.27%	2.12%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	112.78	-0.01%	1.48%	2.31%	3.41%
投资级公司债券						
全球市场	Bloomberg Global Aggregate Index	457.10	-0.47%	0.50%	-0.18%	2.20%
发达经济体	Bloomberg Global Aggregate Developed Markets Index	97.47	-0.52%	0.41%	-0.17%	2.24%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1117.48	0.01%	0.99%	2.24%	3.87%
美国	Bloomberg US Aggregate Index	2095.90	-0.11%	0.30%	-0.42%	1.94%
中国	Bloomberg China Aggregate Index	254.95	0.03%	0.82%	-2.20%	-0.89%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1425.55	-0.10%	1.80%	3.43%	6.52%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	161.56	-0.14%	1.61%	2.46%	6.93%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	123.56	0.23%	0.48%	1.15%	3.21%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2328.81	0.10%	1.69%	2.84%	5.99%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	34.37	-4.23%	-1.56%	-16.82%	-24.41%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	106.20	2.52%	1.37%	-0.18%	-3.73%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	34.35	5.33%	6.03%	3.21%	-11.30%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	143.16	-1.16%	-1.97%	-10.01%	-13.48%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	222.92	0.24%	2.62%	-3.59%	2.68%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	70.34	3.73%	-2.96%	1.97%	3.78%

数据来源: Bloomberg

2023年7月24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