

2023年8月7日

宏观经济双周报

全球经济软着陆概率提高，中国市场政策底可能出现

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 1.29%，8 月 4 日收盘价 4478.03；
美国道琼斯指数两周下跌 0.46%，8 月 4 日收盘价 35065.62；
美国纳斯达克指数两周下跌 0.88%，8 月 4 日收盘价 13909.24；
欧洲斯托克 50 指数两周下跌 1.33%，8 月 4 日收盘价 4332.91；
中国上证指数两周上涨 3.80%，8 月 4 日收盘价 3288.08；
香港恒生指数两周上涨 2.43%，8 月 4 日收盘价 19539.46；
日经 225 指数两周下跌 0.35%，8 月 4 日收盘价 32192.75；

2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周下跌 0.97%，8 月 4 日收盘价 1942.91；
WTI 原油指数两周上涨 7.46%，8 月 4 日收盘价 82.82；

3) 其他市场

美元指数两周上涨 0.94%，8 月 4 日收盘价 102.02；
港币汇率两周下跌 0.08%，8 月 4 日收盘价 7.8114；
波罗的海干散货指数两周上涨 16.16%，8 月 4 日收盘价 1136；
美国十年期国债收益率两周上涨 5.19%，8 月 4 日数值为 4.03%；

1.2 市场简要回顾：

近两周全球股市涨跌互现，美国 PCE 通胀数据继续下行，市场对美联储加息预期下降，经济软着陆的预期增强，能源商品指数近两月明显上行，其中 WTI 原油指数两周涨超 7%。中国市场不断推出各类刺激政策，政策底可能已经出现，投资者可以继续关注政策底后的市场底。

2 宏观经济分析

2.1 全球经济软着陆预期加强

美国六月通胀数据显示, PCE 同比增长 3.0%(前值 3.8%), 核心 PCE 同比增长 4.1%(前值 4.6%, 详见图 1), 低于市场预期水平, 与两周前公布的 CPI 数据反映的事实一致。通胀数据下降, 降低了继续加息的概率, 目前市场认为九月会议加息的可能性约 30%。核心 PCE 同比明显下降, 也预示下半年通胀回落超出预期的可能性增大。

图 1 美国 PCE 通胀数据走势图

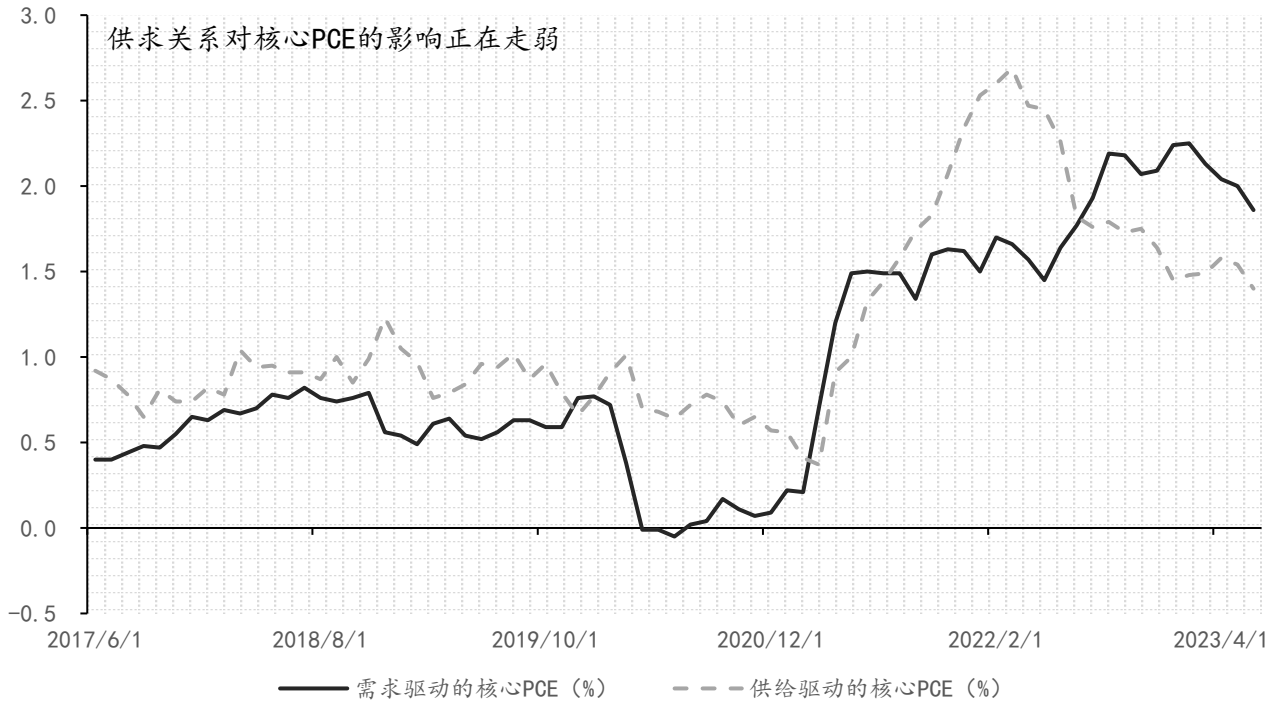


资料来源: Bloomberg

以旧金山联储分行公布的两类通胀指标——需求驱动的核心 PCE 和供给驱动的核心 PCE 分析, 2021 年至 2023 年两者明显上行, 其中供给驱动的核心 PCE 在去年创近五年新高 (详见图 2)。进入 2023 年, 两者均已经持续走弱, 供求关系对通胀的影响正在下降。

2023年8月7日 宏观经济研究

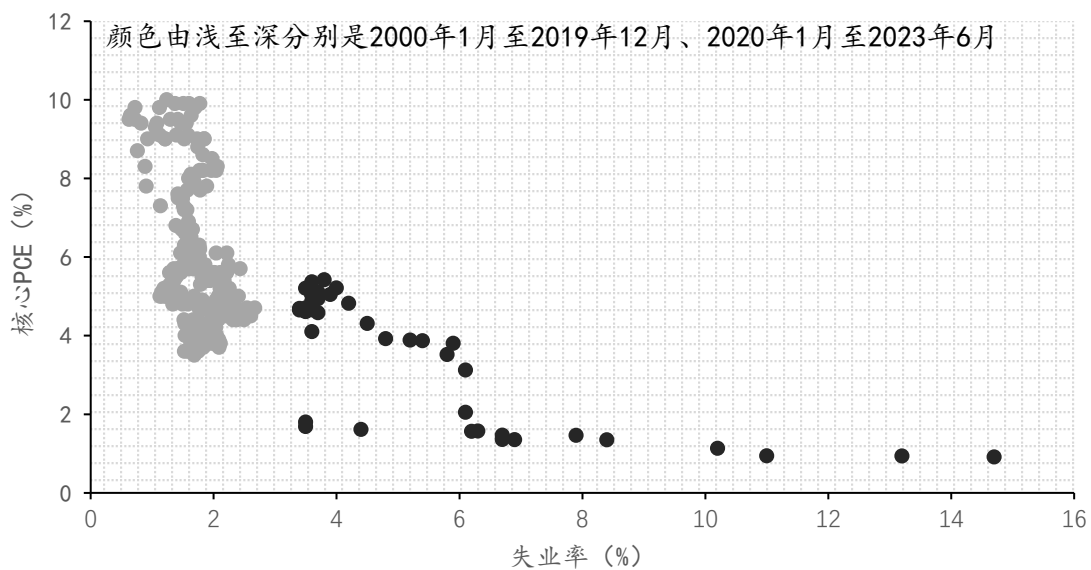
图2 供给需求对核心PCE的影响变化



资料来源: Bloomberg

将核心PCE同比数据和失业率数据进行对比,可知尽管通胀已经明显回落,但当前经济形势较2019年以前仍有区别(详见图3)。

图3 核心PCE与失业率走势图



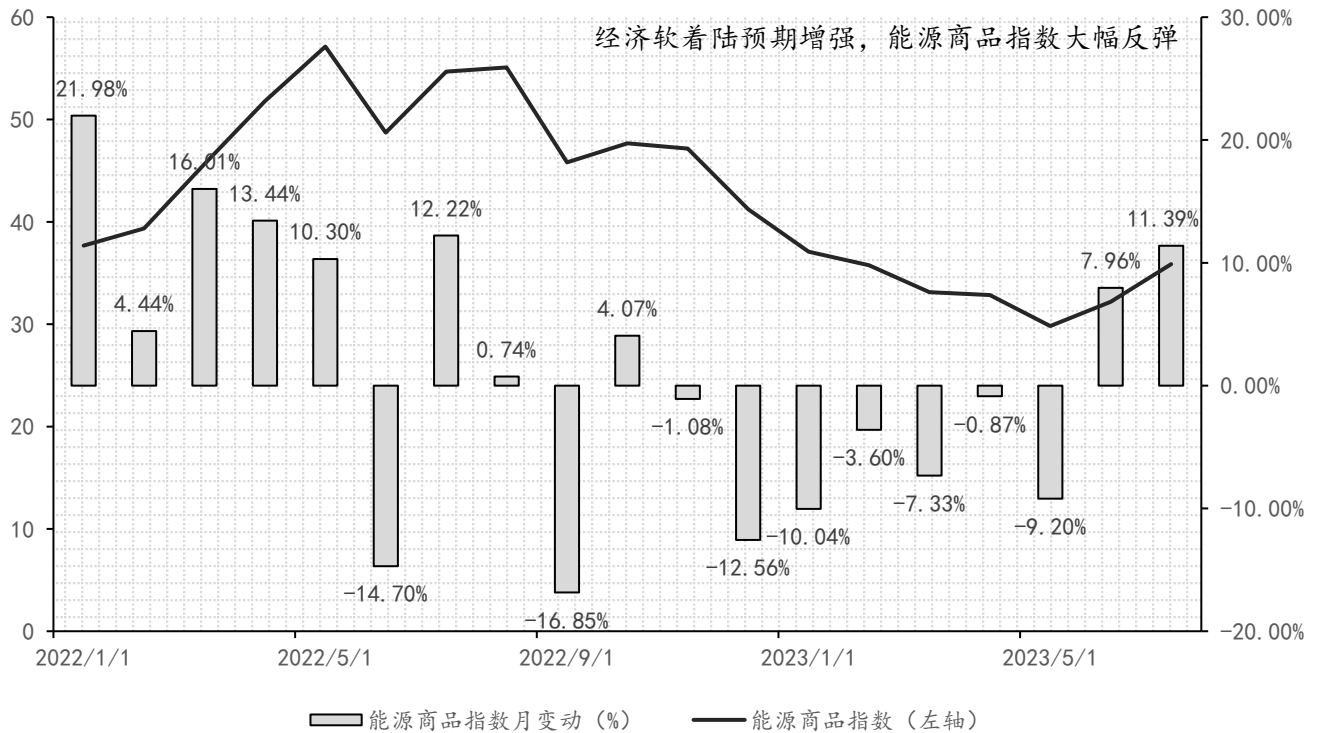
资料来源: Bloomberg

请阅读此报告最后部分的免责声明

2023年8月7日 宏观经济研究

市场对经济软着陆的预期增强，已经反映在大宗商品的价格变化中。六月、七月能源商品指数连续两月大幅上涨，扭转了2023年前五个月连续下行的趋势（详见图4）。从当前全球工业生产数据分析，商品价格的上行主要来自于经济增长的乐观预期。

图4 能源商品指数走势图



资料来源：Bloomberg

2.2 美债、日债收益率均上行

尽管美联储加息 25 个基点已经符合市场共识，但惠誉对主权信用评级的调整，使十年期美债收益率大幅上行，并达到年内新高（详见图5）。同时，财政部宣布将发行 10070 亿美元债券，超过此前公布的 7330 亿，潜在供给增加也推高了美债收益率。

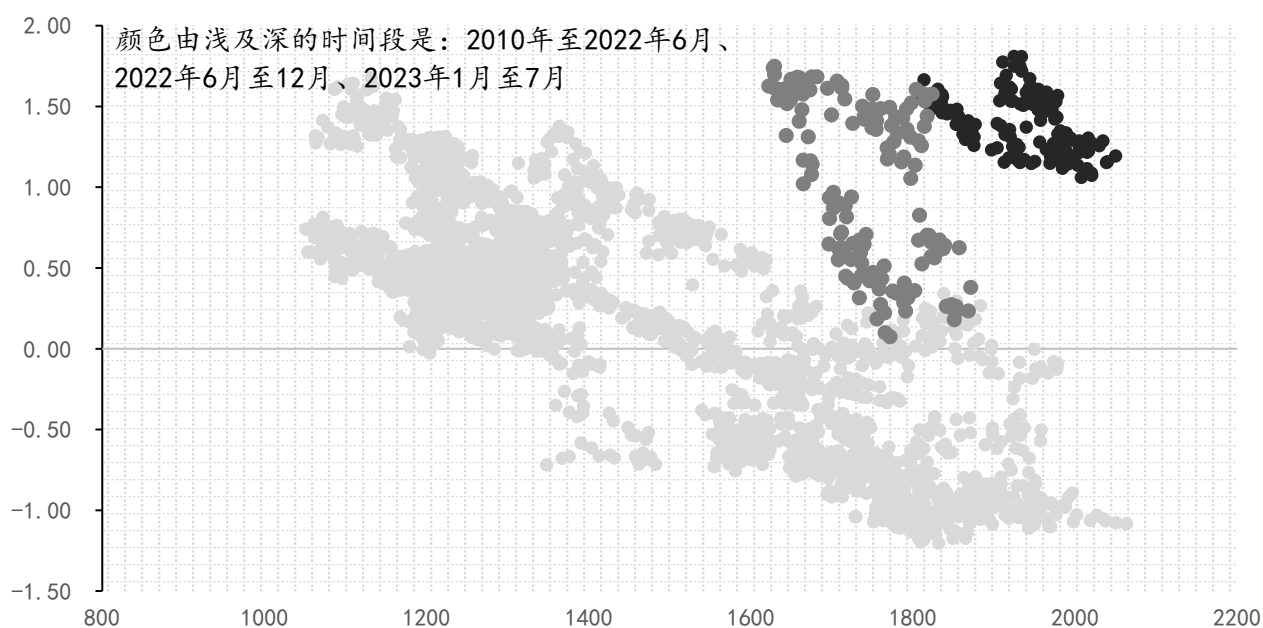
自 2022 年以来美债收益率震荡走高，对黄金的系统性估值提高产生较大影响。以国际金价和十年期通胀保值债券的收益率进行分析，2010 年至 2022 年 6 月，两者保持负相关，而这一斜率在 2022 年下半年快速抬升，并在 2023 年继续位于新的阶段（详见图 6）。与历史数据相比，在同样的收益率下，当前黄金价格相对更高。

图5 十年期美债收益率走势图



资料来源：Bloomberg

图6 国际金价与十年期通胀保值债券收益率变化



资料来源：Bloomberg

2023年8月7日 宏观经济研究

除去美债收益率明显上行外，近两周日本国债收益率也大幅上行。这来自日本央行对国债收益率上限的调整——去年12月，国债收益率波动区间由±0.25%调整至±0.50%，引起收益率上行。近期央行将国债收益率波动区间再次上调至±1.0%（详见图7）。尽管日本央行并未直接改变其货币政策，但调整上限这一举动，被认为是宽松政策的重要拐点。受此影响，全球负收益率债券规模也在近期明显下降（详见图8）。

图7 十年期日本国债收益率走势图



资料来源：Bloomberg

图8 全球负收益率债券规模变化

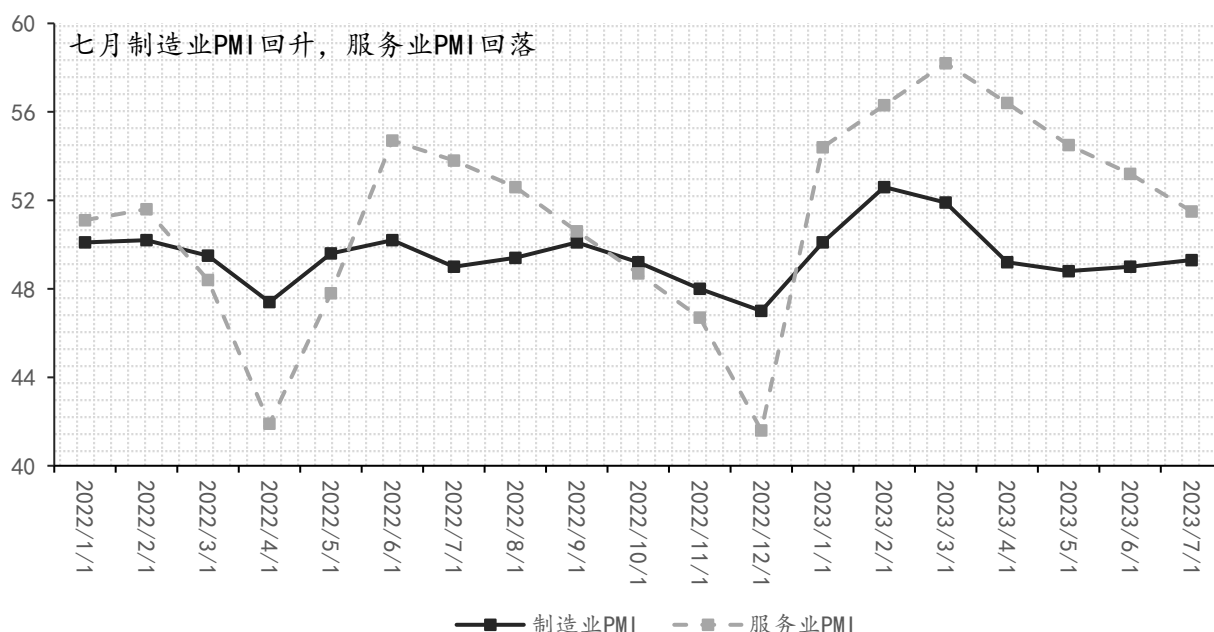


资料来源：Bloomberg

2.3 中国市场政策底可能出现

中国七月生产数据显示，制造业 PMI 录得 49.3（前值 49），服务业 PMI 录得 51.5（前值 53.2，详见图 9）。制造业上行，源于新订单指数的增长（当月 49.5，前值 48.6），反映出市场需求正在修复。服务业 PMI 回落，源于建筑业 PMI 大幅回落（当月 51.2，前值 55.7）。

图 9 制造业 PMI 与服务业 PMI 变化

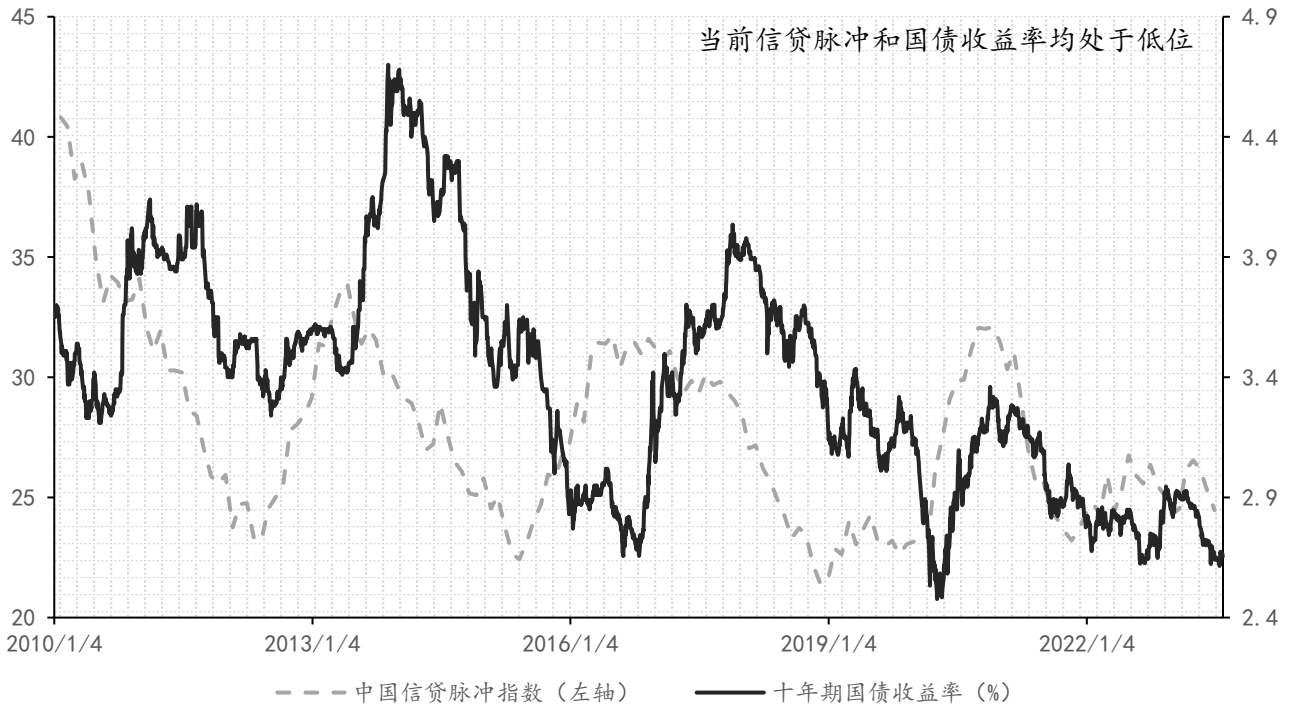


资料来源：Bloomberg

从十年期国债收益率走势分析，当前收益率在 2.60%至 2.70%之间震荡，流动性已经非常充裕。从信贷脉冲指数分析，该指数还未出现明显上行，显示出市场中的借贷行为不活跃（详见图 10）。从借贷成本分析，央行在七月并未有降准降息动作，预计八月央行会调整相关利率。央行在七月底的发布会上也提到，会运用存款准备金工具。

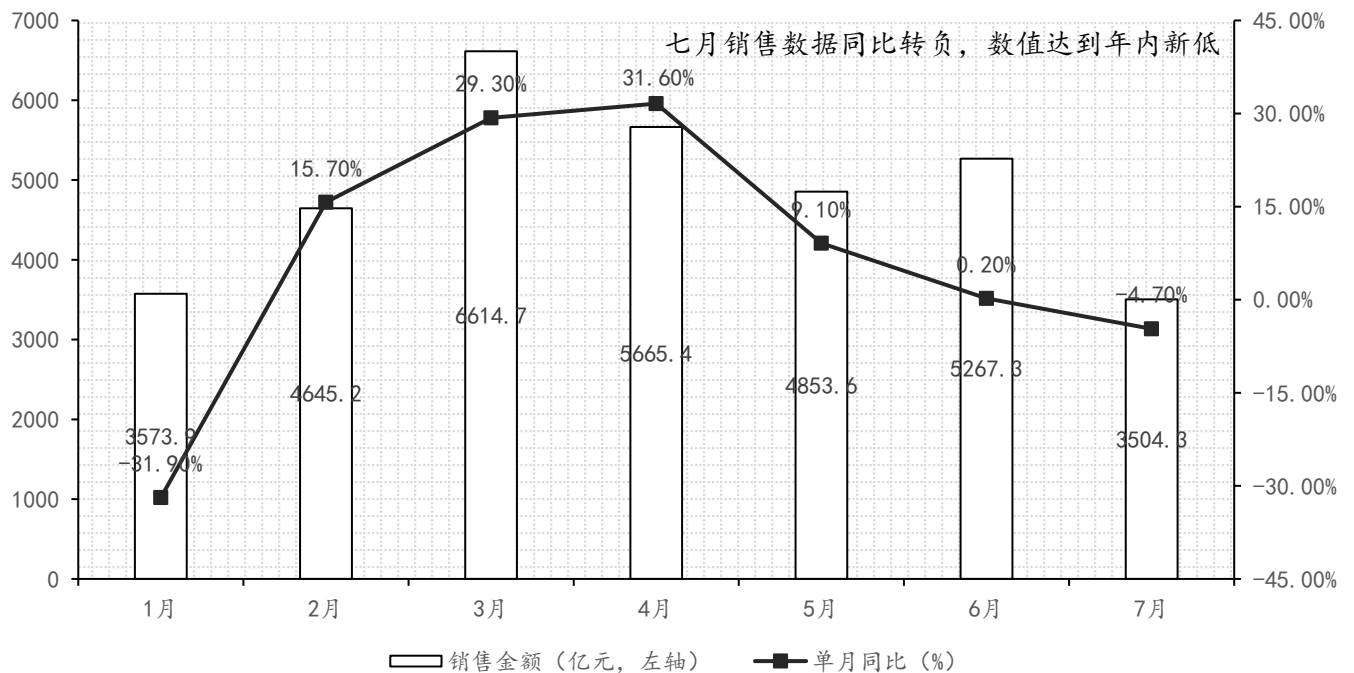
地产 PMI 的走势，也可以从房地产企业的销售数据中体现——七月全球百强房企单月销售额为 3504.3 亿元（前值 5267.3 亿元），同比下降 4.70%（前值 0.20%），数据达到今年最低点（详见图 11）。然而，中证房地产指数七月上漲约 15%，创今年单月最佳表现。这表明一些投资者在各类地产政策出台后，已经开始看好这一板块。

图 10 十年期国债收益率与信贷脉冲指数走势图



资料来源: Bloomberg

图 11 全国百强房企单月销售额变化

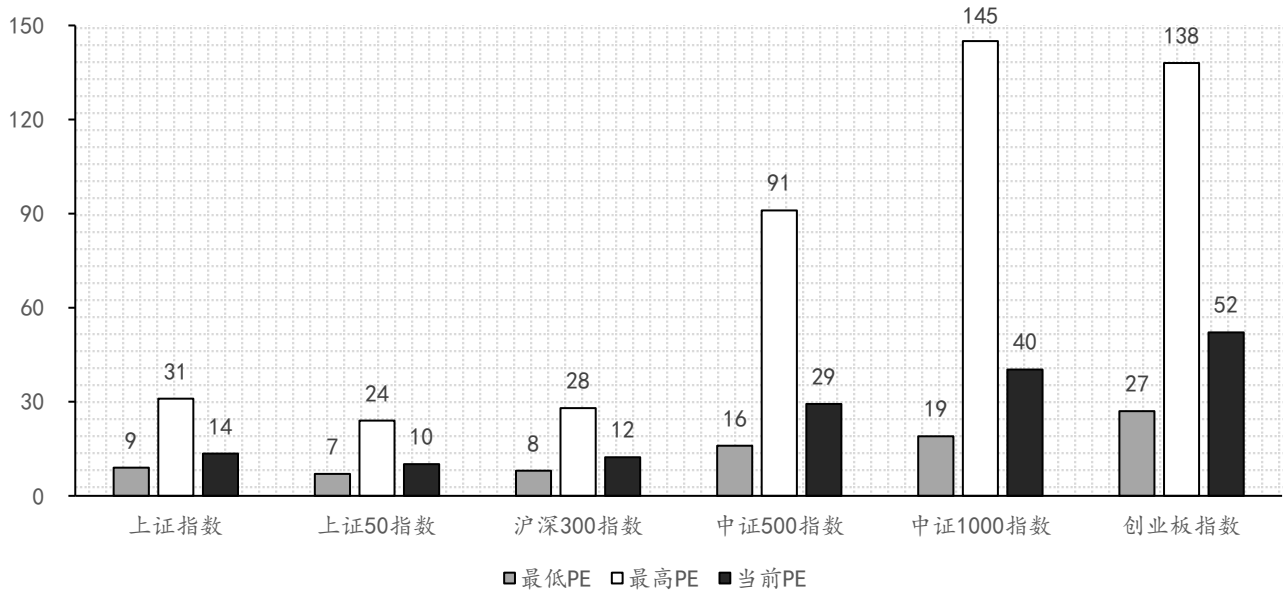


资料来源: 新闻整理

2023年8月7日 宏观经济研究

从当前中国市场主要指数的估值看，大盘股代表的上证50指数、沪深300指数的PE值相对更低，而中小盘股代表的中证1000指数、创业板指数的PE值相对较高（详见图12）。

图12 2010年至今主要指数PE值对比



资料来源：Bloomberg

近两周各个部门密切出台经济政策，为市场提供了大量政策预期，结合当前的经济数据分析，政策底很可能已经出现。根据2005年至2022年的数据，在历次市场阶段见底的过程中，政策底都优先市场底出现，其相差天数最小为38天，最大为76天（详见图13）。在市场底出现前，各类政策会持续出台，投资者可以继续等待一至两个月后的市场底。

图13 历次政策底和市场底相差时间

政策	政策底日期及上证指数点数	市场底日期及上证指数点数	政策底先于市场底天数	政策底高于市场底百分比
股权分置改革	2005年4月29日, 1159.15	2005年6月6日, 1034.38	38天	10.76%
宣布降息降准	2008年9月15日, 2079.67	2008年10月28日, 1771.82	43天	14.80%
出台稳经济政策	2018年10月19日, 2550.47	2019年1月3日, 2464.36	76天	3.38%
释放稳经济信号	2022年3月16日, 3170.71	2022年4月26日, 2886.43	41天	8.97%
优化防控政策	2022年11月10日, 3036.13	2022年12月23日, 3045.87	43天	-0.32%

资料来源：新闻整理

2023年8月7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：“近期数据表现出足够韧性，央行内部的经济学家不再认为经济会陷入衰退”、“后续会议的加息行动将取决于未来的经济数据”。

美联储理事 Bowman：“近期通胀下降对美联储是好消息，但需要寻找持续的证据，以表明通胀确实在向2%回落”、“预计美联储将在今年进一步加息”。

里士满联储行长 Barkin：“通胀程度放缓表明经济可以实现软着陆”、“住房、银行和商业地产等少数行业出现波动，大部分经济领域表现坚韧”。

芝加哥联储行长 Goolsbee：“核心商品通胀如何变化是决定未来货币政策走势的关键”、“当前形势与过去的高通胀时期不同，因此不能简单类比”。

明尼阿波利斯联储行长 Kashkari：“虽然美联储已经为经济和劳动力市场降温，但并未造成广泛的薪资下降的情况”、“通胀前景仍比较乐观，但继续加息也有一定可能”。

亚特兰大联储行长 Bostic：“通胀已经从去年的峰值明显回落，且未来可能继续下降”、“预计美联储不会在九月的会议上继续加息”。

欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“欧央行处于不确定的环境中，每次会议将重新评估货币政策”、“即使欧央行在九月会议上暂停加息，也可能在后续重启加息进程”。

欧洲央行首席经济学家 Lane：“预计今年第四季度通胀数据会大幅下降，但想要回到央行设定的目标区间，还可能要等到2025年”。

欧洲央行管理委员会委员 Nagel：“预计欧元区的通胀水平会继续回落，但不应低估核心通胀的顽固性”、“货币政策需要继续保持足够的限制性”。

欧洲央行管理委员会委员 Kazimir：“当前加息对经济的影响还没有完全显现，通胀仍有上行风险”、“九月会议是否加息将取决于后续的经济数据”。

信息来源：Bloomberg

2023年8月7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	689.00	-2.56%	0.96%	5.60%	13.64%
发达经济体	MSCI World Index	2986.54	-2.54%	0.87%	5.83%	14.55%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	1018.02	-2.76%	1.69%	3.70%	6.47%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	4261.50	-2.29%	1.95%	8.70%	17.58%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1933.74	-2.60%	1.47%	1.36%	10.62%
中国	MSCI China Index	64.80	-2.11%	5.73%	0.05%	0.51%
债券市场						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	846.06	-0.70%	0.08%	-2.67%	0.81%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	841.40	-0.69%	-0.01%	-2.80%	0.67%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	112.98	-0.01%	1.22%	1.48%	3.59%
投资级公司债券						
全球市场	Bloomberg Global Aggregate Index	452.04	-0.74%	0.31%	-2.16%	1.07%
发达经济体	Bloomberg Global Aggregate Developed Markets Index	96.30	-0.73%	0.23%	-2.30%	1.01%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1111.45	-0.94%	1.35%	0.98%	3.31%
美国	Bloomberg US Aggregate Index	2075.18	-0.72%	0.52%	-2.16%	0.93%
中国	Bloomberg China Aggregate Index	255.12	-0.35%	1.32%	-2.30%	-0.82%
高收益公司债券						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1422.97	-0.62%	1.39%	2.96%	6.32%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	161.03	-0.50%	1.28%	1.89%	6.58%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	123.07	-0.39%	0.95%	0.19%	2.80%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2322.10	-0.36%	1.42%	1.94%	5.68%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	33.38	-2.55%	4.65%	-5.91%	-26.59%
大宗商品						
综合	Bloomberg Commodity Index	105.86	-0.76%	3.87%	2.82%	-4.04%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	36.04	-1.01%	0.63%	7.75%	-6.95%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	145.69	-1.98%	3.14%	5.13%	-11.95%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	217.41	-0.98%	0.32%	-6.47%	0.14%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	66.67	-1.91%	0.45%	1.90%	-1.64%

数据来源: Bloomberg

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