

2023年9月4日

## 宏观经济双周报

### 紧缩预期下全球资产价格普遍调整，中国市场政策频现

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 指数两周上涨 3.34%，9 月 1 日收盘价 4515.77；  
美国道琼斯指数两周上涨 0.98%，9 月 1 日收盘价 34837.71；  
美国纳斯达克指数两周上涨 5.58%，9 月 1 日收盘价 14031.81；  
欧洲斯托克 50 指数两周上涨 1.65%，9 月 1 日收盘价 4282.64；  
中国上证指数两周上涨 0.04%，9 月 1 日收盘价 3133.25；  
香港恒生指数两周上涨 2.40%，9 月 1 日收盘价 18382.06；  
日经 225 指数两周上涨 4.01%，9 月 1 日收盘价 32710.62；

#### 2) 大宗商品市场

国际黄金价格两周上涨 2.69%，9 月 1 日收盘价 1940.06；  
WTI 原油指数两周上涨 5.29%，9 月 1 日收盘价 85.55；

#### 3) 其他市场

美元指数两周上涨 0.83%，9 月 1 日收盘价 104.24；  
港币汇率两周上涨 0.15%，9 月 1 日收盘价 7.8443；  
波罗的海干散货指数两周下跌 13.90%，9 月 1 日收盘价 1065；  
美国十年期国债收益率两周下跌 1.79%，9 月 1 日数值为 4.18%；

### 1.2 市场简要回顾：

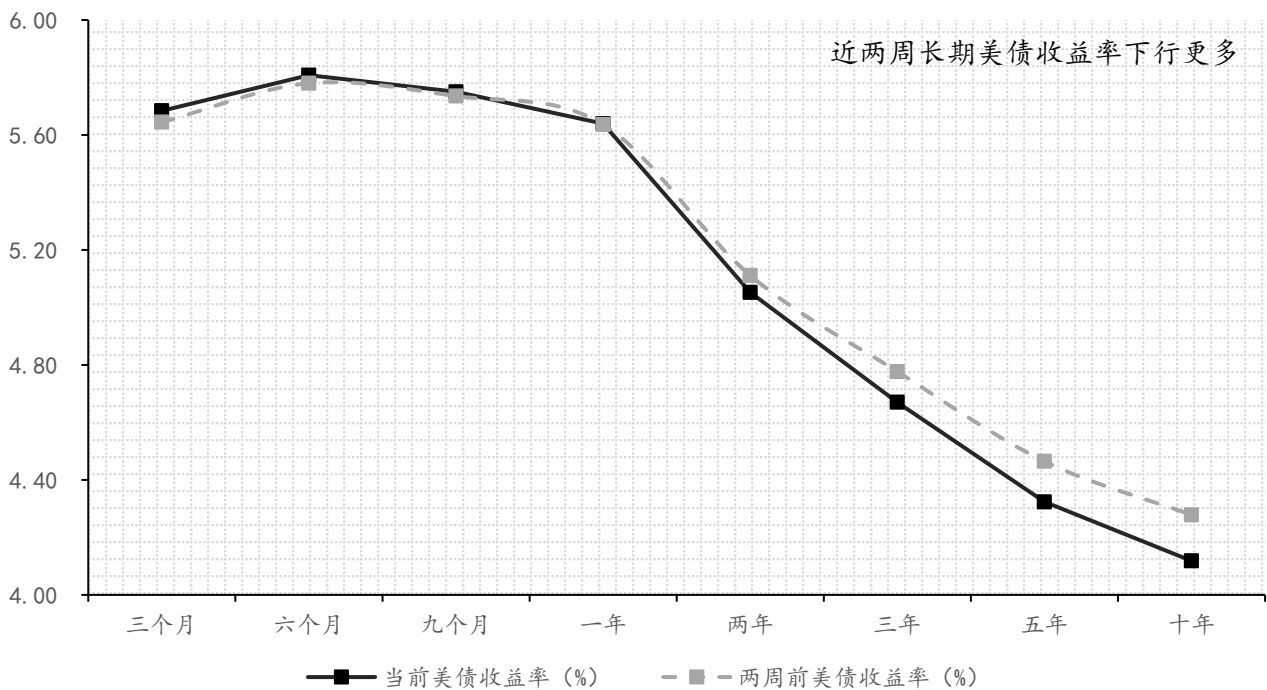
近两周全球市场大多下行，美联储在全球央行会议上继续维持紧缩基调，投资者风险偏好再次下降。欧美经济数据继续低迷，长期国债收益率小幅下行。多国货币相对美元贬值，美元指数近两周继续上行。中国市场出台四项政策，下行趋势放缓，但还需要更多数据。

## 2 宏观经济分析

### 2.1 紧缩情绪重新加强

近两周受到经济数据疲软及美联储表态影响，市场紧缩情绪重新加强。投资者认为美联储在经济不确定性增强的背景下，仍然坚持紧缩货币政策。从美债收益率曲线的变化分析，长期美债收益率受到经济数据的影响回落，而短期收益率在美联储紧缩基调的维持下，相较两周前小幅上行（详见图 1）。目前市场已不再计入年内降息的预期。

图 1 美债收益率曲线变化



资料来源: Bloomberg

在八月底的全球央行会议上，美联储主席鲍威尔发表鹰派讲话，重申通胀面临的上行风险，并向市场预告了经济不确定性的前景（详见图 2）。尽管近两月非农就业数据单月新增人数已经达到近年来的低位，但实际工资水平的粘性使美联储继续紧缩货币。本次讲话并未提及峰值利率的具体信息，但在 2024 年上半年降息的可能性很低。

2023年9月4日 宏观经济研究

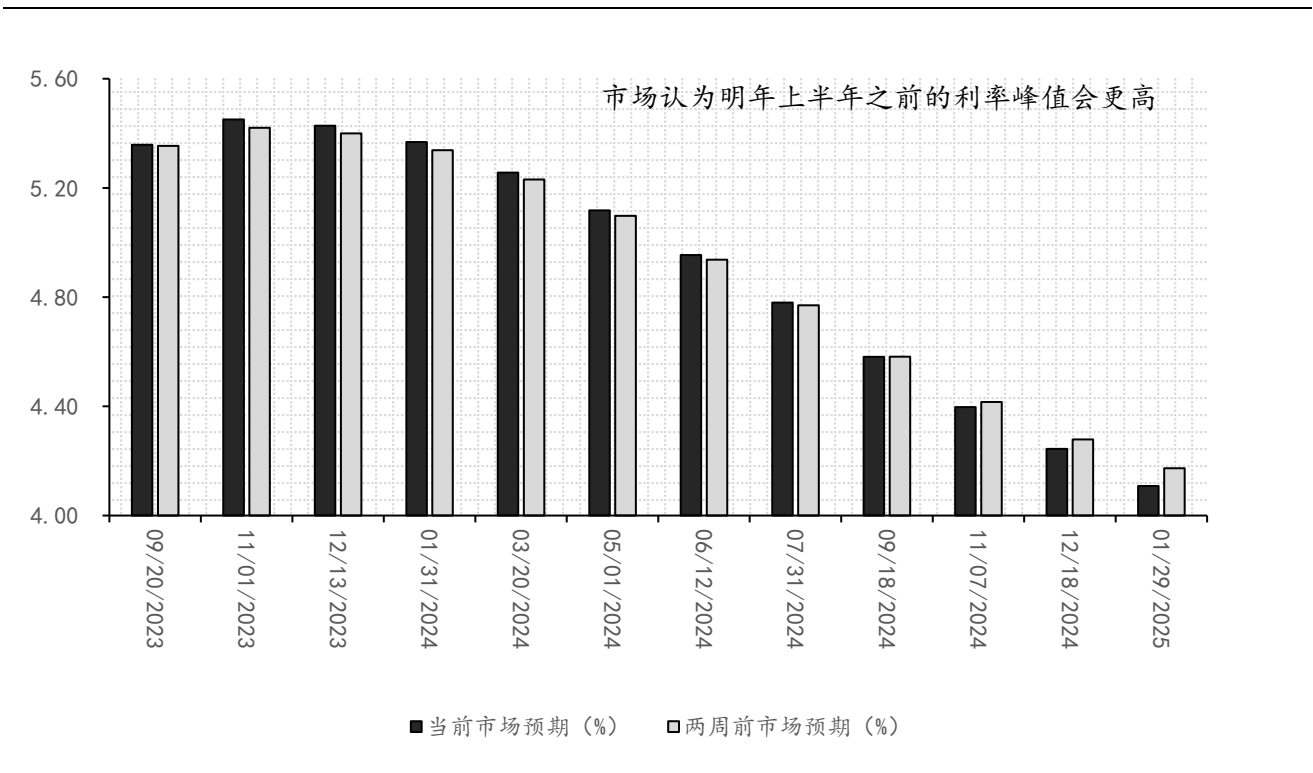
图2 全球央行会议鲍威尔发言内容

通货膨胀	更多证据通胀可能进一步面临上行风险，并可能导致货币政策进一步收紧，预计经济增长在一段时间内将低于趋势水平
经济增长	经济可能并未如市场预期一般降温，尽管名义工资增长缓慢，但随着通胀下降，实际工资增速一直在增加
就业情况	劳动力市场的再平衡正在持续进行，但仍未完成。当市场的紧张状况不能缓解，美联储需要采取货币政策加以应对
货币政策	当前的政策立场是限制性的，但无法确认中性利率的位置，货币政策约束的精确程度始终存在不确定性，美联储将谨慎行事

资料来源：新闻整理

从近两周市场对美联储加息预期的变化分析，投资者对短期利率峰值高度的预测继续加强，认可美联储“高利率水平将维持较长一段时期”的表述（详见图3）。同时市场继续计入明年降息的可能性，并认为至2024年年底，美联储将累计降息超过1%。这一判断仍有别于当前美联储的表态，在经济形势不出现超预期的风险前，预计降息发生概率很低。

图3 近两周市场对美联储加息预期变化

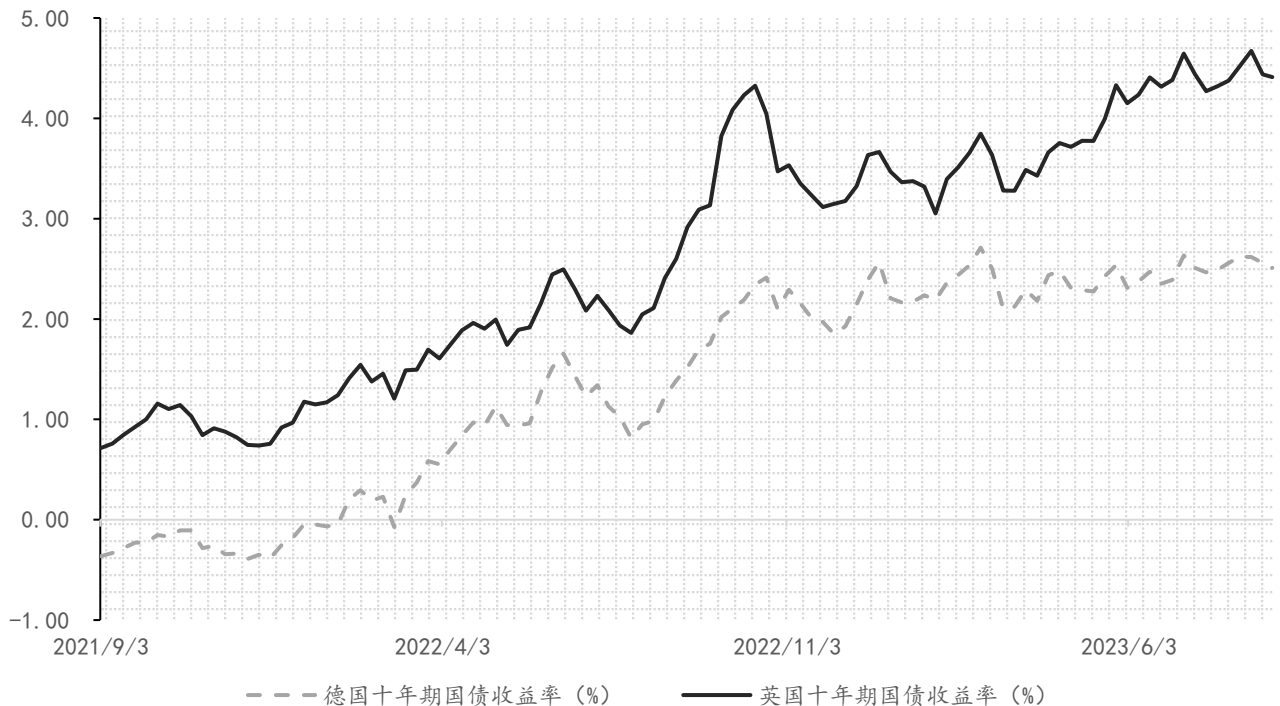


资料来源：Bloomberg

2023年9月4日 宏观经济研究

除去美联储收紧货币外，一些发达经济体（例如英国、德国）的紧缩步伐并没有停止，同时其央行面临的通胀压力高于美联储。这些经济体的国债收益率处于持续上行的阶段（详见图4），但由于其经济韧性弱于美国，可能先于美联储停止加息。

图4 英国、德国十年期国债收益率走势图



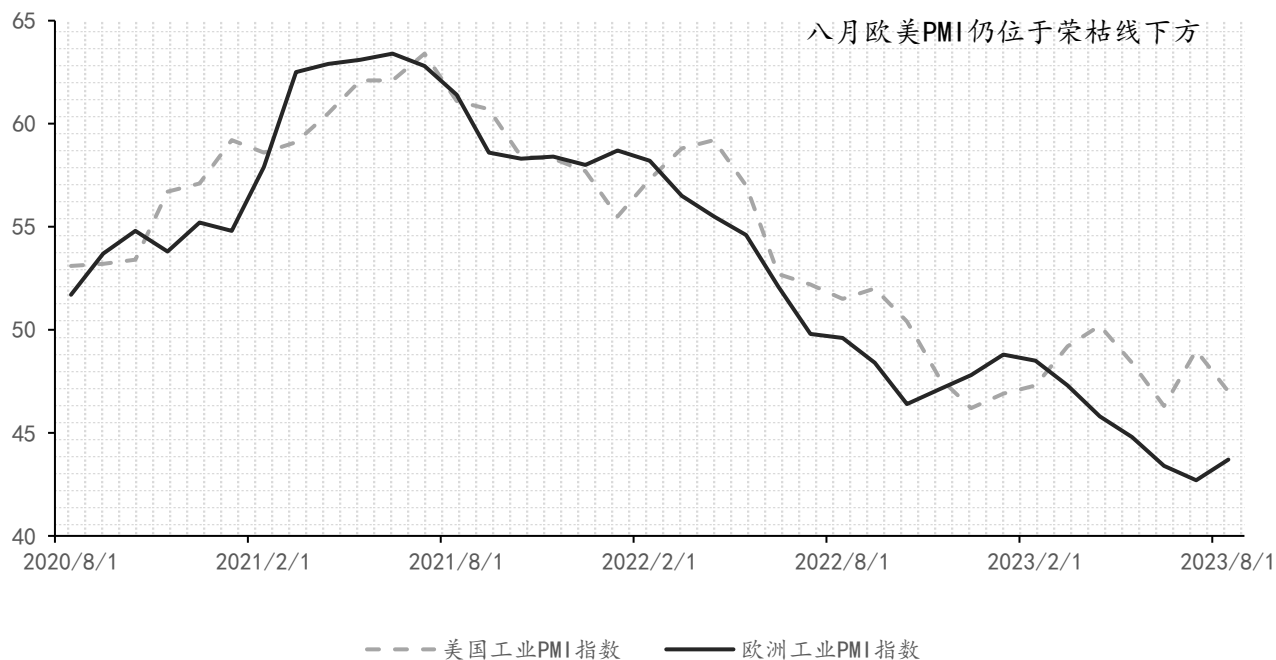
资料来源: Bloomberg

## 2.2 全球资产价格普遍调整

除去紧缩政策对资产价格带来的抑制外，当前欧美地区工业生产指数仍位于荣枯线下方，使得市场对未来经济不确定性的担忧继续加强（详见图5）。这也是投资者认为2024年美联储为维持经济增长而选择降息的理由。

美联储的鹰派表态使美元指数第三季度明显上行，多国货币相对美元贬值。强势美元指数也对国际金价造成影响（详见图6）。但预计这一影响是暂时的，八月已经可以看到美元指数和黄金价格同时上行，而经济不确定性和后续实际利率的触顶，将对金价上升构成支撑。

图5 欧美工业PMI指数走势图



资料来源: Bloomberg

图6 美元指数与国际金价走势图

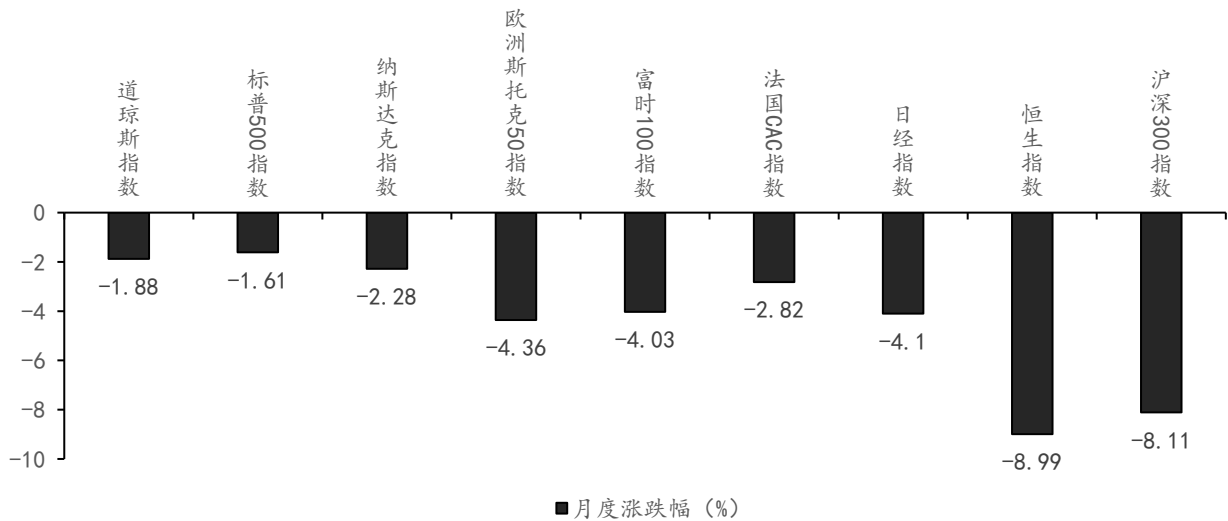


资料来源: Bloomberg

2023年9月4日 宏观经济研究

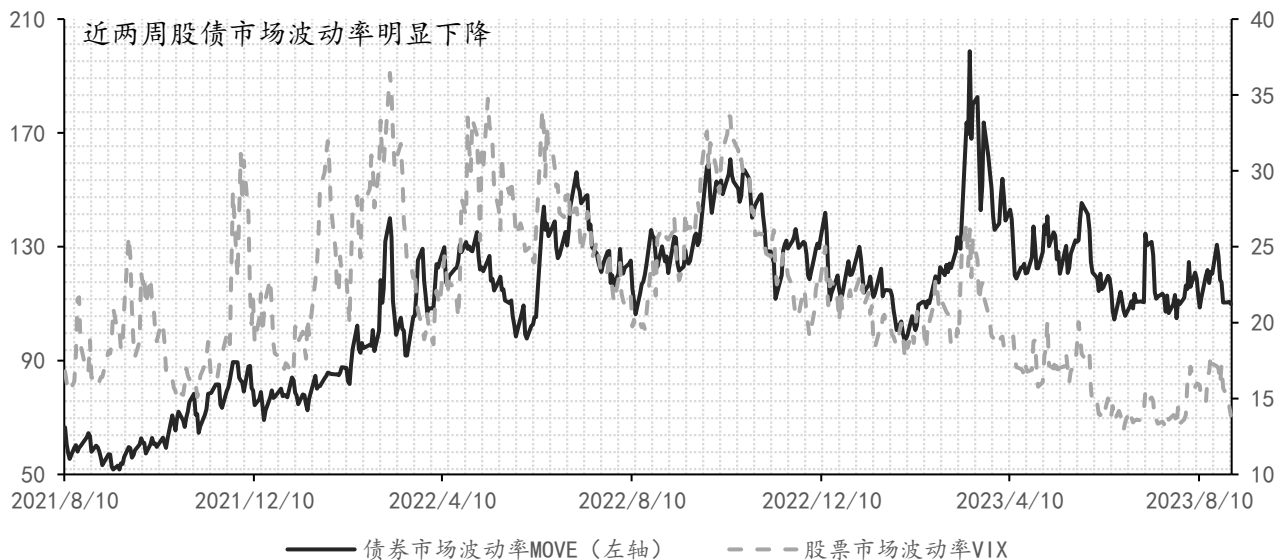
本月全球主要市场指数出现一定调整，其中亚洲地区和欧洲地区的股指跌幅更大(详见图7)，这可能与这些地区本币相对美元贬值有关。然而当前调整并不意味着全球市场面临更大风险，从股票市场和债券市场的波动率来看，近两周市场下行已趋于尾声(详见图8)。

图7 全球主要市场指数月度变化



资料来源: Bloomberg

图8 全球股债波动率变化



资料来源: Bloomberg

### 2.3 中国市场政策频发

随着中国监管机构在八月下旬出台四项政策——降低印花税、规范股东减持行为、收紧 IPO 节奏和降低融资融券保证金比例，长达一个月的下行趋势放缓。以沪深 300 指数为例，八月市场跌幅超过 8%，今年单月表现最弱（详见图 9）。

图 9 沪深 300 指数走势图



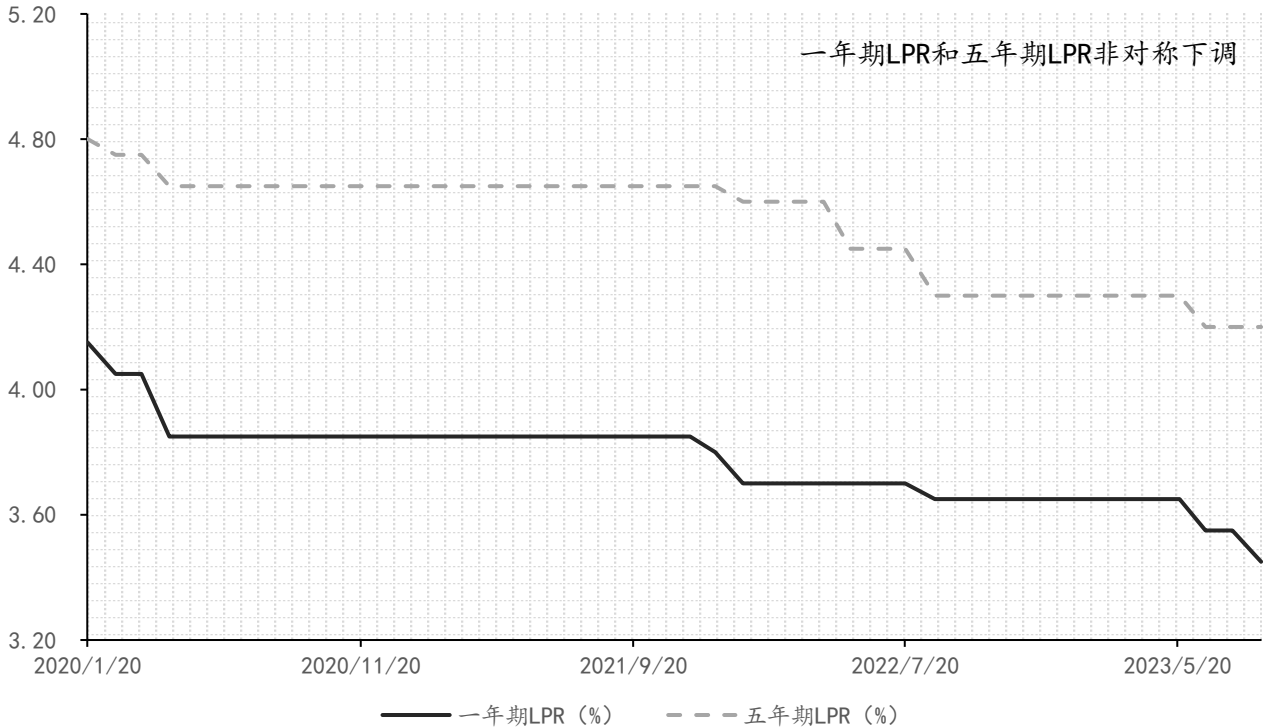
资料来源：Bloomberg

在股票市场出台一系列政策后，近两周房地产市场也迎来较大政策调整。央行将一年期 LPR 利率下调十个基点，并维持五年期 LPR 利率不变，这也是首次非对称下调政策利率（详见图 10）。本次一年期 LPR 调整，为后续存款利率下调打开空间。

从商业银行净息差的走势看，今年以来银行利润空间继续缩小（详见图 11）。调整一年期利率，可以放缓净息差缩小的速度，为存量房贷利率下调创造条件。月底央行发布关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知，开启房贷利率置换。同时，认房不认贷政策近两周扩展至一线城市，家庭成员名下无成套住房的，均按首套住房执行住房信贷政策。

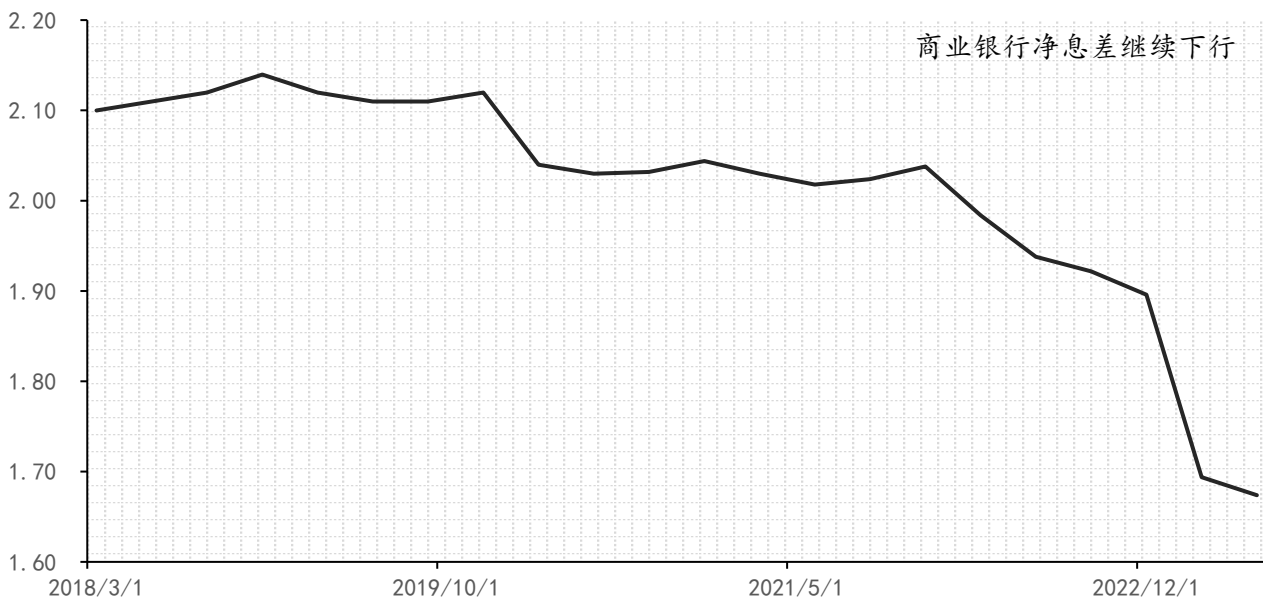
2023年9月4日 宏观经济研究

图 10 一年期 LPR 和五年期 LPR 走势图



资料来源: Bloomberg

图 11 商业银行净息差走势图



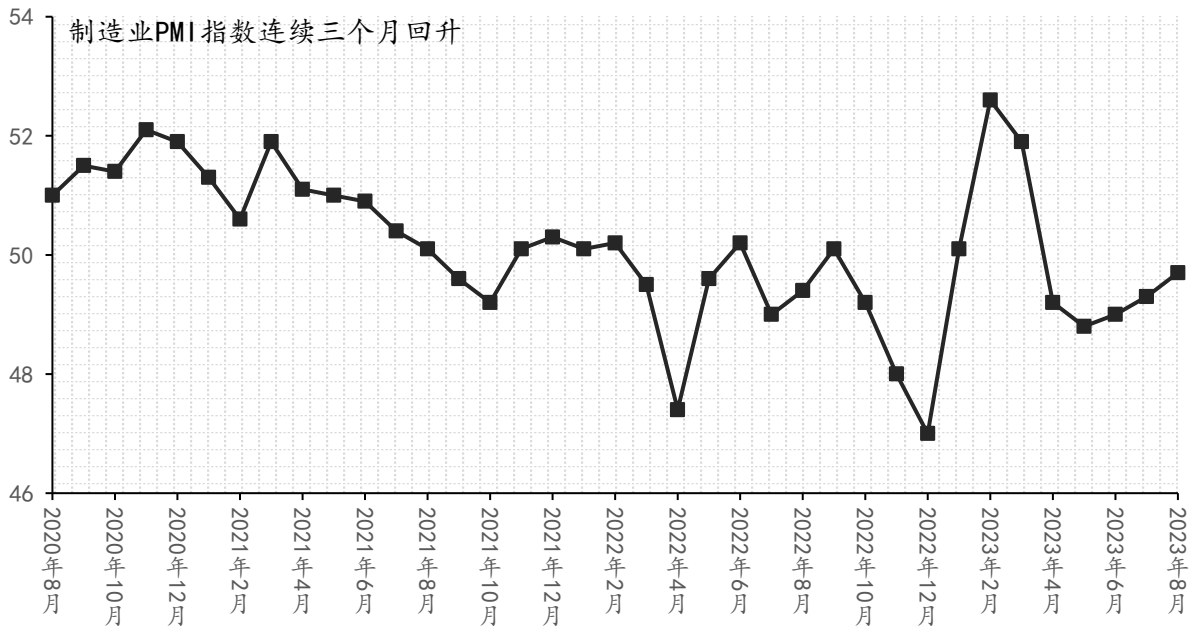
资料来源: 银保监会



2023年9月4日 宏观经济研究

八月末制造业 PMI 指数为 49.7%，已经连续三个月回升（详见图 12），综合 PMI 指数为 51.3%，较上月回升 0.2 个百分点。从分项数据看，新订单指数为 50.2%，环比上升 0.7 个百分点，为今年四月以来首次回到上升区间。

图 12 制造业采购经理指数走势图



资料来源：Bloomberg

尽管市场对降低印花税有较大期待，但从过去历次印花税调降的股指走势分析，在调降一个月和三个月后，市场在四次中出现了三次下行（详见图 13）。因此，市场底出现的时间可能会较长，还需要更多政策及经济数据配合。

图 12 历次印花税调降后的市场走势

日期	调整前	调整后	上证指数一月后表现	上证指数三月后表现
2001年11月16日	4‰	2‰	-2.70%	-7.30%
2005年1月23日	2‰	1‰	4.30%	-6.90%
2008年4月24日	3‰	1‰	-3.10%	-18.80%
2008年9月19日	双边征收	单边征收	-4.90%	-2.70%

资料来源：新闻整理

2023年9月4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 Powell：“如有必要美联储将继续加息，并打算将利率维持在高水平”、“虽然通胀已从峰值回落，但仍然过高，美联储需要确信通胀向目标下行”。

克利夫兰联储行长 Mester：“相比过度加息，紧缩力度不足是更糟糕的错误”、“美联储当前工作是校准利率，使通胀维持在下行的道路上”。

芝加哥联储行长 Goolsbee：“在维持经济增长并降低通胀的双重目标上，美联储已经取得较大进展”、“后续将密切关注经济数据的表现，并压低通胀”。

费城联储行长 Harker：“当前政策处于限制性立场，但可以等待政策效果对经济的影响”、“倾向于在九月议息会议上维持基准利率不变”。

里士满联储行长 Barkin：“调整 2%的通胀目标将使美联储面临信誉风险”、“当前数据证明美联储可以使经济在软着陆的情况下继续降低通胀水平”。

波士顿联储行长 Collins：“美联储正在接近利率峰值，但仍需要继续加息”、“后续加息将以较小幅度进行，以便精准地考虑货币政策的累积影响”。

### 欧洲央行货币政策表态：

欧洲央行行长 Lagarde：“对于欧洲央行而言，当前环境需要使利率维持在足够限制性的水平，并使通胀及时回到 2%的中期目标”。

欧洲央行管理委员会委员 Nagel：“目前不能确定当前利率水平已经能够使通胀持续回落”、“后续货币政策将取决于经济数据的表现”。

欧洲央行管理委员会委员 Vujcic：“欧央行货币政策处于限制性区域，但是否足够限制还需要继续观察”、“欧元区经济可以实现软着陆”。

欧洲央行管理委员会委员 Holzmann：“央行距离解决通胀问题还有一段距离，九月议息会议加息的概率更高”、“更早完成加息，对市场消化这一政策效果更好”。

信息来源：Bloomberg

2023年9月4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	688.12	0.53%	-0.21%	0.82%	3.49%
发达经济体	MSCI World Index	2990.17	0.49%	0.00%	1.18%	4.69%
新兴市场经济体	MSCI Emerging Markets Index	995.50	0.80%	-2.00%	0.89%	4.12%
美国	MSCI USA Price Return USD Index	4298.18	0.67%	0.86%	0.85%	8.59%
欧洲	MSCI Europe USD Index	1889.42	0.34%	-1.23%	0.31%	8.08%
中国	MSCI China Index	62.44	0.14%	-0.83%	0.86%	-3.15%
<b>债券市场</b>						
全球市场	FTSE World Government Bond Index USD	833.74	-0.38%	-0.73%	-1.73%	-0.66%
发达经济体	FTSE World Government Bond Index Developed Markets in USD	828.96	-0.39%	-0.73%	-1.83%	-0.82%
新兴市场经济体	FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index USD	111.52	0.16%	-0.93%	-1.73%	2.25%
<b>投资级公司债券</b>						
全球市场	Blommborg Global Aggregate Index	446.38	-0.29%	-0.58%	-1.28%	-0.20%
发达经济体	Blommborg Global Aggregate Developed Markets Index	95.03	-0.35%	-0.56%	-1.40%	-0.32%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Hard Currency Aggregate Index	1106.52	0.46%	-0.44%	0.88%	2.86%
美国	Blommborg US Aggregate Index	2067.05	0.24%	-0.39%	-1.25%	0.53%
中国	Blommborg China Aggregate Index	252.95	0.14%	-0.70%	-0.79%	-1.67%
<b>高收益公司债券</b>						
全球市场	Bloomberg Global High Yield Index	1423.03	0.08%	0.50%	2.89%	6.33%
发达经济体	Markit iBoxx Global Developed Markets High Yield Index	161.33	0.23%	0.76%	2.36%	6.77%
新兴市场经济体	Bloomberg Emerging Markets Corp ex CCC Index	122.68	0.49%	-0.32%	0.35%	2.47%
美国	Bloomberg US Corporate High Yield Bond Index	2342.13	0.95%	0.86%	2.46%	6.59%
中国	Bloomberg China USD Credit High Yield Index	31.67	2.34%	-4.62%	-16.38%	-30.36%
<b>大宗商品</b>						
综合	Bloomberg Commodity Index	106.28	0.47%	0.33%	6.22%	-3.65%
能源商品	Bloomberg Energy Subindex	36.83	0.47%	0.36%	18.57%	-4.92%
工业金属	Bloomberg Industrial Metals Subindex	143.47	0.59%	-1.63%	0.72%	-3.29%
贵金属	Bloomberg Precious Metals Subindex	217.11	-0.02%	-0.44%	-2.00%	0.00%
农产品	Bloomberg Agriculture Subindex	66.78	-0.71%	-0.02%	2.69%	-1.48%

数据来源: Bloomberg

2023年9月4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](http://www.gisf.hk)