

二零二二年三月十七日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 美国联邦储备局 2022 年第二次议息会议结束，一如市场预期，美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 0.25% 至 0.5% 的水平，这是美联储自 2018 年 12 月以来首次加息。美联储还结束了疫情期间实施的资产购买计划，并在会后声明中表示，最快于 5 月会议宣布 9 万亿美元资产负债表的缩减计划。
- 美联储指出，目前强劲的经济复苏与不断攀升的通胀率并行，就业指标继续走强，但国际政经格局复杂多变，经济复苏同时还面临着供应链混乱、能源及大宗商品价格飙升、地缘政治风险不断升温、疫情复燃等因素。美联储此举清晰地表明，收紧货币政策对遏制通胀上行压力而言至关重要。
- 美联储将进入渐进式的货币紧缩周期，不断变化的全球经济和政治环境将影响未来加息及缩表的步伐。美联储的目标是循序渐进地恢复货币政策的正常化，同时遏制通胀螺旋式上升的走势，确保经济平稳增长。考虑到美国通胀正徘徊在 40 年来的高位且远高于美联储 2% 的目标，我们预计，美联储将在 2022 年余下时间加息六次，每次上调 25 个基点，同时逐步缩减资产负债表规模。

美联储加息靴子落地，抵御通胀压力

美国联邦储备局 2022 年第二次议息会议结束，一如市场预期，美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点到 0.25% 至 0.5% 的水平，这是美联储自 2018 年 12 月以来首次加息。美联储还结束了疫情期间实施的资产购买计划，并在会后声明中表示，最快于 5 月会议宣布 9 万亿美元资产负债表的缩减计划。美联储指出，目前强劲的经济复苏与不断攀升的通胀率并行，就业指标继续走强，但国际政经格局复杂多变，经济复苏同时还面临着供应链混乱、能源及大宗商品价格飙升，以及地缘政治风险不断升温、疫情复燃等不利因素。美联储此举清晰地表明，收紧货币政策对遏制通胀上行压力而言至关重要。总的来说，奥密克戎变种病毒正对经济活动的正常运行构成干扰，而俄乌冲突令能源供应危机恶化，全球供应链瓶颈或需要更长时间复原，劳动力市场和消费的正常化都将被迫延迟。因此，美国的货币政策走势仍存在诸多不确定性，市场难以判断美联储在此次加息后会采取何种规模的行动。值得注意的是，此次加息幅度仅为市场原本预期的一半，这反映出俄乌冲突对美国前景的影响高度不确定，令美联储重新厘定货币政策，原本激进的货币紧缩立场稍有弱化。与此同时，西方国家对俄罗斯的制裁行动，以及俄罗斯与乌克兰的军事冲突结局尚不明朗，导致金融市场的波动性加剧。我们认为，美联储将进入渐进式的货币紧缩周期，不断变化的全球经济和政治环境将影响未来加息及缩表的步伐。美联储的目标是循序渐进地恢复货币政策的正常化，同时遏制通胀螺旋式上升的走势，确保经济平稳增长。考虑到美国通胀正徘徊在 40 年来的高位且远高于美联储 2% 的目标，我们预计，美联储将在 2022 年余下时间加息六次，每次上调 25 个基点，同时逐步缩减资产负债表规模。

能源价格及通胀率飙升、就业市场强劲，美国经济增长动能正减弱。在疫苗接种计划顺利推进、大规模财政刺激政策落地和大量新增就业等因素的助力下，2021 年美国经济增长强劲，国内生产总值（GDP）增长 5.7%。美国近期公布的各项经济指标继续呈现回升态势，制造业依然是引领美国经济复苏的主力军——美国 2 月 Markit 制造业采购经理人指数（PMI）继续高于 50 荣枯线，报 57.3，2 月 Markit 服务业 PMI 同样维持扩张，报 56.5，反映经济活动的正常化正刺激服务业强势回弹。然而，经济活动虽在平稳复苏，多数行业板块的经营状况得到改善，但仍未恢复到疫情前水平，不断上升的通胀风险连同因俄乌冲突导致的能源供应链危机，将触发更多不确定性，影响未来几个季度美国经济的复苏进程。考虑到当前的经济复苏进程稍遇阻碍，美联储将 2022 年的经济增长预测从去年 12 月时的 4% 下调至 2.8%，但将 2023 年的经济增长预测维持在 2.2%。美联储还将 2022 年的个人消费支出物价指数（PCE）和核心

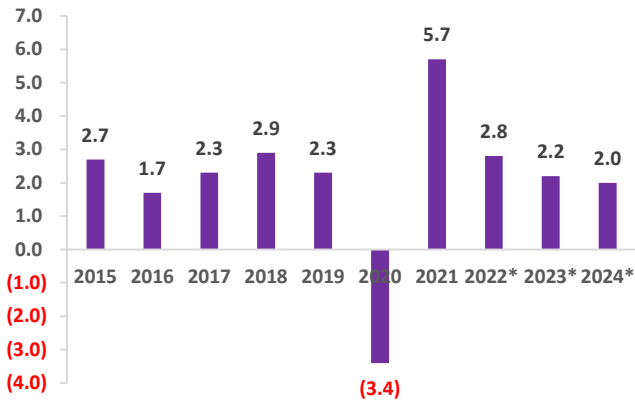
林樵基
研究部主管
Banny.lam@cebi.com.hk
(852)2916-9630

个人消费支出物价指数的预测分别从去年 12 月时的 2.6 和 2.7% 上调至 4.3% 和 4.1%，对 2023 年的预测亦分别从去年 12 月的 2.3% 和 2.3% 上调至 2.7% 和 2.6%。我们认为，美联储将循序渐进地收紧流动性，避免通胀进一步超调，同时推动经济增长。总体而言，美国经济复苏的步伐会保持不变，但 2022 年上半年的增长速度有机会放缓。不过，考虑到全球供应链的紧张局面将得到逐步缓解，通胀压力也将进一步减弱，美国经济在 2022 年下半年的复苏路径会更加畅顺。

美国股市正进入更广泛的再平衡阶段。2022 年以来，美国股市波动行情加剧，道琼斯工业指数、标普 500 指数及纳斯达克指数年内跌幅介乎 6% 至 14% 之间。俄乌冲突等地缘政治风险升温、美联储着手调整宽松的货币政策、能源及大宗商品价格飙升，以及持续的通胀压力，都为美国的经济走向带来更多不确定性，市场风险不断升温。当前美国的经济环境仍处于通货再膨胀，强劲的经济复苏与高企的通胀率并行，市场风险不断上升。总的来说，通胀飙升的局面令政策制定者转向紧缩的货币政策立场，以防止经济过热，而地缘政治风险则令经济活动的正常化发展衍生出更多不确定性，引发市场对经济放缓及复苏不均衡的担忧。投资者正面临着急剧变化的经济环境和不明朗的市场前景，经济复苏路径更加复杂，金融市场在短期亦会处于波动之中。展望未来，随着美联储逐步退出宽松的货币政策，投资者的焦点预计将转向那些有坚实基本面支撑并具有长期竞争力的板块。我们认为，美国经济复苏的步伐并未被扰乱，通胀上升的格局短期内亦不会改变。尽管美联储加息会为市场带来负面情绪，但那些有坚实基本面支撑并跟随经济复苏周期的股票可以有力地对抗股市波动，投资者的乐观情绪将再度回温。

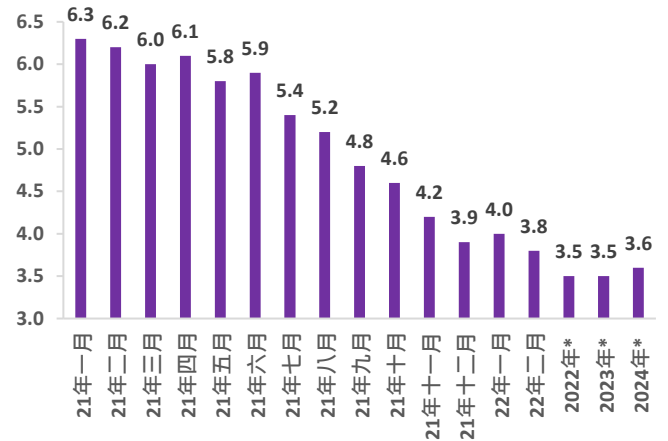
中美货币政策走势分化，中国先行调整政策对冲资本缺口。美联储正将利率从接近零的水平上调，以遏制 40 年来最严重的通货膨胀，而中国人民银行则不断加大货币政策的支持力度，以减缓经济下行风险。中美在货币政策立场上的走势分化，反映两国经济正处于发展的不同阶段——美国正努力遏制过热的经济和重新调整通胀预期，中国则在竭力刺激内需释放，同时稳定经济增长。总体而言，美联储加快加息步伐，美元预期走强，这将导致资金从其他经济体快速流出。为了防范资金快速外流，部分国家和地区的央行已经先行提高利率水平。而中国则采取了相反方向的货币政策，不断向市场释放流动性，反映人行已经在应对美联储加息冲击方面做好了准备。在这种情况下，宽松的货币政策能够帮助银行体系补充足够的流动性，以对冲美联储收紧政策带来的潜在资本缺口。我们认为，在全球对美联储加息严阵以待的情况下，中国仍能对流动性进行主动调整，反映当局在货币政策和财政政策方面依然有足够的空间，能因应国内经济发展局势而采取多元的支援措施，从而稳固经济增长，促进就业市场平稳发展。

图.1: 美国 GDP 增速 (同比 %)



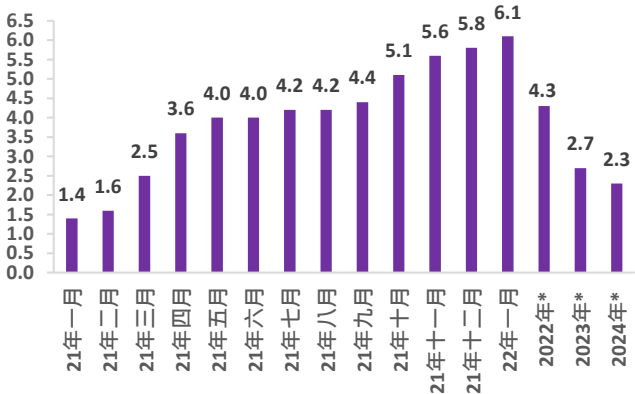
来源: 彭博 *美国联储局预测

图.2: 美国失业率 (%)



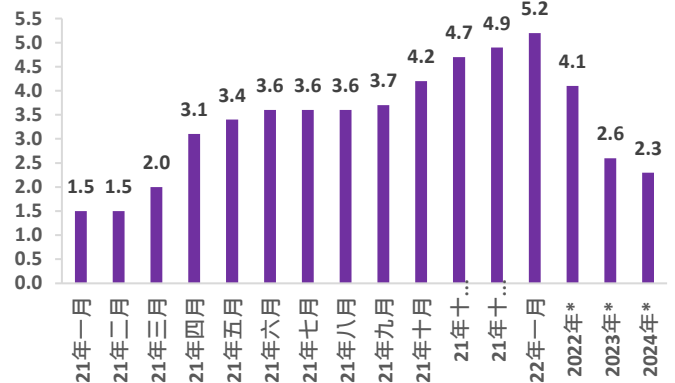
来源: 彭博 *美国联储局预测

图.3: 美国 PCE 通胀率 (%)



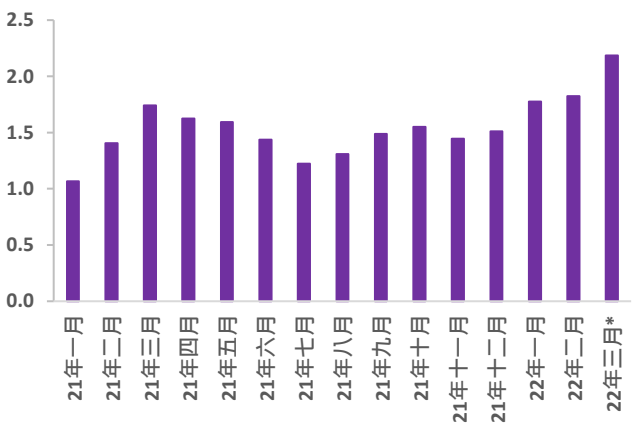
来源: 彭博 *美国联储局预测

图.4: 美国核心 PCE 通胀率 (%)



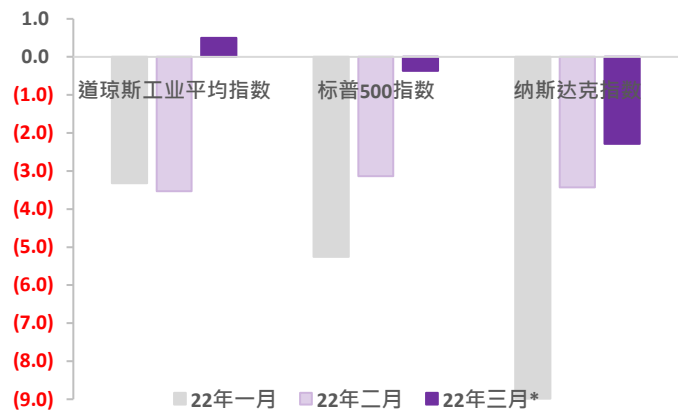
来源: 彭博 *美国联储局预测

图.5: 美国十年期债息 (%)



来源: 彭博 *三月十六日

图.6: 美国股市表现 (环比 %)



来源: 彭博 *三月十六日

中国经济数据

	2018	2019	2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021
实际国民生产总值 (同比%)	6.7	6.0	2.2	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1
制造业 PMI (%)	49.4	50.2	51.9	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3
非制造业 PMI (%)	53.2	53.5	55.7	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7
出口(人民币/同比%)	7.1	5.0	4.0	38.7	20.0	14.4	17.8	21.2
进口(人民币/同比%)	12.9	1.7	(0.2)	19.3	32.2	15.9	18.7	21.5
贸易余额 (人民币/十亿)	2324.7	2912.0	3634.2	710.9	873.8	1173.4	1610.8	4368.7
出口增长 (美元/同比%)	9.9	0.5	3.6	48.8	30.6	24.2	23.0	29.9
进口增长 (美元/同比%)	15.8	(2.7)	(0.6)	29.4	44.0	25.6	23.7	30.1
贸易余额 (美元/十亿)	351.0	421.1	524.0	108.9	135.1	181.9	250.6	676.4
消费物价指数 (同比%)	2.1	2.9	2.5	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9
生产者物价指数 (同比%)	3.5	(0.3)	(1.8)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1
固定资产投资(年初至今/同比%)	5.9	5.4	2.9	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9
房地产投资 (年初至今/同比%)	9.5	9.9	7.0	25.6	15.0	8.8	4.4	4.4
工业增加值 (同比%)	6.2	5.7	2.8	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6
零售额 (同比%)	9.0	8.0	(3.9)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5
新增贷款 (人民币/十亿)	12579.4	16815.7	19632.9	7667.9	5084.5	3961.4	3231.2	19945.1
广义货币供应量 (同比%)	8.1	8.7	10.1	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0
总社会融资 (人民币/十亿)	22492.0	25673.5	34791.8	10288.9	7510.9	6967.1	6584.1	31351.0

	2/21	3/21	4/21	5/21	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21	1/22	2/22
实际国民生产总值 (同比%)	-	18.3	-	-	7.9	-	-	4.9	-	-	4.0	-	-
制造业 PMI (%)	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2
非制造业 PMI (%)	51.4	56.3	54.9	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6
出口(人民币/同比%)	139.2	20.5	22.0	17.9	20.0	7.9	15.6	19.7	20.1	16.3	17.3	-	13.6
进口(人民币/同比%)	11.8	28.6	33.1	40.3	24.5	16.2	22.7	9.7	14.3	25.6	16.0	-	12.9
贸易余额 (人民币/十亿)	231.0	75.3	264.2	283.2	326.4	358.7	378.9	435.8	545.2	460.9	604.7	-	738.8
出口增长 (美元/同比%)	154.6	30.4	32.1	27.7	32.1	19.2	25.4	28.0	26.9	21.7	20.9	-	16.3
进口增长 (美元/同比%)	18.9	39.1	44.0	52.0	37.1	28.2	32.7	17.2	20.4	31.4	19.5	-	15.5
贸易余额 (美元/十亿)	35.4	11.8	41.0	43.6	50.5	56.0	58.9	67.2	84.4	71.8	94.5	-	116.0
消费物价指数 (同比%)	(0.2)	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9
生产者物价指数 (同比%)	1.7	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8
固定资产投资 (年初至今/同比%)	35.0	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	-	12.2
房地产投资 (年初至今/同比%)	38.3	25.6	21.6	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	-	3.7
工业增加值 (同比%)	35.1	14.1	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	-	7.5
零售额 (同比%)	33.8	34.2	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	-	6.7
新增贷款 (人民币/十亿)	1359.4	2730.3	1468.5	1496.4	2119.6	1083.2	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	1131.8	3980.0	1230.0
广义货币供应量 (同比%)	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2
总社会融资 (人民币/十亿)	1724.3	3376.2	1857.0	1952.2	3701.7	1075.2	2989.3	2902.6	1617.6	2598.3	2398.3	6172.6	1190.0
全国城镇调查失业率(%)	5.5	5.3	5.1	5.0	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1	5.3	5.5
31 个大城市 城镇调查失业率 (%)	-	5.5	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.0	5.1	5.1	5.1	-	5.4

世界经济/金融指标

全球股指			
指数	收市价格	市盈率	一周变动 (%)
美国			
道琼斯工业平均指数	34,063.10	18.14	2.33
标准普尔 500 指数	4,357.86	22.39	1.87
纳斯达克综合指数	13,436.55	57.43	1.37
欧洲			
富时 100 指数	7,291.68	14.94	1.40
德国 DAX 30 指数	14,440.74	14.75	4.28
法国 CAC 40 指数	6,588.64	15.40	3.14
斯托克 600 价格指数	448.45	15.64	3.22
亚洲			
香港恒生指数	20,087.50	7.56	(2.62)
恒生中国企业指数	6,889.45	7.20	(4.17)
上海深圳沪深 300 指数	4,156.08	15.06	(1.66)
上海证券交易所综合指数	3,170.71	13.59	(2.63)
深证综合指数	2,086.24	31.63	(1.41)
日经 225 指数	25,762.01	14.74	4.23
韩国 KOSPI 指数	2,659.23	13.83	1.40
台湾证交所加权股价指数	16,940.83	12.95	(0.44)
标普/澳证 200 指数	7,175.24	17.34	1.73
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,936.33	19.40	1.89
MSCI ACWI 指数	683.17	18.35	1.58
MSCI 新兴市场指数	1,081.00	12.65	(0.89)
MSCI 美国指数	4,165.00	23.19	1.74
MSCI 英国指数	2,081.95	14.84	1.19
MSCI 法国指数	188.04	16.48	3.26
MSCI 德国指数	153.58	14.01	4.14
MSCI 中国指数	67.84	11.36	(4.37)
MSCI 香港指数	13,515.45	16.37	1.06
MSCI 日本指数	1,135.37	13.35	5.28

*所有市场根据 2022/03/16 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	0.50	0.25
美国最佳利率	3.25	0.00
联储贴现率	0.25	0.00
欧洲央行最低再融资利率 1 周	0.00	0.00
日本央行政策利率	(0.10)	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	0.1597	0.0279
美国综合国债 1 年收益率	1.1989	0.1029
美国综合国债 5 年收益率	2.1810	0.3027
美国综合国债 10 年收益率	2.1849	0.2317
美国综合国债 30 年收益率	2.4528	0.1176
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.4414	0.1203
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	0.9164	0.2134
日本综合国债 1 年收益率	(0.059)	0.010
日本综合国债 10 年收益率	0.211	0.044
德国综合国债 1 年收益率	(0.651)	0.022
德国综合国债 10 年收益率	0.392	0.175
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.70	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.148	0.028
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.543	(0.016)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.804	(0.055)
上海银行同业拆放利率- 隔夜	2.040	0.016
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.302	0.002
香港基本利率(贴现率)	0.75	0.25
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.0472	(0.001)
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.2654	0.012
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.8885	(0.726)
离岸人民币拆放利率-1 个月	3.2343	0.093
公司债(穆迪)		
Aaa	3.63	0.22
Baa	4.51	0.30

全球商品			
	价格	一周变动 (%)	
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	95.04	(12.57)
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	98.02	(11.80)
天然气期货	美元/百万英	4.75	4.90
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	3,235.75	(2.53)
铜期货	美元/磅	460.05	0.61
LME 钢筋期货	美元/吨	928.50	(2.26)
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,235.50	(5.96)
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,921.17	(4.65)
黄金期货	美元/盎司	1,909.20	(3.97)
现货银	美元/盎司	24.80	(5.24)
现货铂	美元/盎司	1,016.18	(9.58)
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	730.00	(0.41)
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	1,069.25	(11.01)
11 号糖(全球)	美元/磅	18.56	(2.01)
大豆期货	美元/蒲式耳	1,649.25	(1.35)

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	98.62	0.66
欧元/美元	1.0999	0.29
英镑/美元	1.3058	(0.79)
澳大利亚元/美元	0.7243	(1.17)
美元/加拿大元	1.2713	(0.83)
美元/日元	118.31	2.11
美元/瑞士法郎	0.9409	1.42
人民币中间价指数	6.3800	0.98
美元/人民币	6.3526	0.55
美元/人民币-交割远期	6.4809	0.51
美元/中国境外即期汇率	6.3678	0.73
美元/港币	7.8207	0.00
人民币/港币	1.2311	(0.55)
中国境外即期汇率/港币	1.2281	(0.73)
美元/韩元	1,235.70	(0.14)
美元/新台币	28.62	0.63
美元/新加坡元	1.3603	(0.12)
美元/印度卢比	76.27	(0.39)

权益披露

分析员保证

分析员，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)作为本研究报告全部撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。光银国际资本有限公司不负责文中信息的更新。光银国际资本有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与光银国际资本有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。光银国际资本有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年光银国际资本有限公司

该材料的任何部分未经光银国际资本有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港，干诺道中1号，友邦金融中心22楼，光银国际资本有限公司

电话：(852) 2916 9600