

二零二二年五月五日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 美联储局 2022 年第三次议息会议结束，一如市场预期，美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调 50 个基点到 0.75% 至 1% 的水平。50 个基点的加息幅度是美联储自 2000 年以来最激进的做法。与此同时，美联储宣布开始逐步实施量化紧缩政策，渐进式地缩减资产负债表。
- 美联储在会后声明中表示，目前强劲的就业指标继续走强，但国际政经格局复杂多变，美国复苏同时面临着因地缘政治风险升温导致的能源和大宗商品价格飙升、疫情持续等不利因素。总的来说，美联储坚定地采取了更为激进的货币政策立场，进一步加大紧缩力度，反映从市场中抽走过多的流动性对遏制通胀水平而言至关重要。
- 我们认为，美联储的目标是在确保经济稳定发展的情况下，更积极地推动货币政策的正常化发展，力求遏制通胀率螺旋式上升的走势。考虑到美国通胀已经触及 40 年来的高位且远高于美联储 2% 的目标，我们预计，美联储将在未来两次议息会议上继续以每次 50 个基点的幅度进行加息，并在今年剩余的三次会议上进一步加息，但每次上调幅度将减缓至 25 个基点。

美联储加速收紧货币政策，力遏通胀上行

美国联邦储备局 2022 年第三次议息会议结束，一如市场预期，美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调 50 个基点到 0.75% 至 1% 的水平。50 个基点的加息幅度是美联储自 2000 年以来最激进的做法。与此同时，美联储宣布开始逐步实施量化紧缩政策，渐进式地缩减资产负债表，将从 2022 年 6 月开始，以每月 475 亿美元的速度减持债务，并自 9 月开始将减持金额提高至 950 亿美元。美联储在会后声明中表示，目前强劲的经济复苏与不断攀升的通胀并行，就业指标继续走强，但国际政经格局复杂多变，美国经济复苏同时还面临着因地缘政治风险升温导致的能源和大宗商品价格飙升、疫情持续等不利因素。总的来说，美联储坚定地采取了更为激进的货币政策立场，进一步加大紧缩力度，反映从市场中抽走过多的流动性对遏制飙升的通胀水平而言至关重要。展望未来，新冠疫情对经济活动构成的干扰持续推升通胀率，而俄乌冲突进一步加剧了供应链危机，阻碍供应链的恢复，同时对劳动力供给和消费正常化发展产生负面影响。我们认为，美联储的目标是在确保经济稳定发展的情况下，更积极地推动货币政策的正常化发展，力求遏制通胀率螺旋式上升的走势。考虑到美国通胀已经触及 40 年来的高位且远高于美联储 2% 的目标，我们预计，美联储将在未来两次议息会议上继续以每次 50 个基点的幅度进行加息，并在今年剩余的三次会议上进一步加息，但每次上调幅度将减缓至 25 个基点。

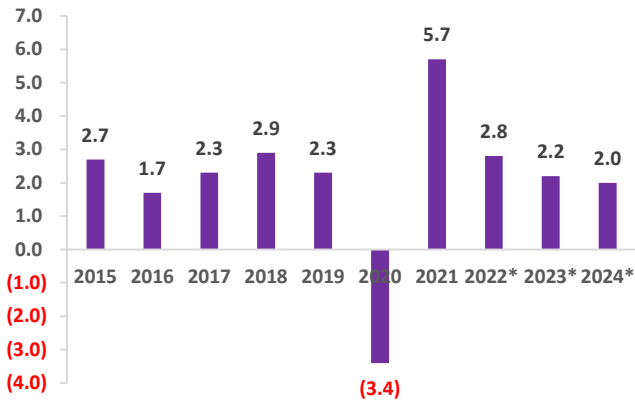
能源价格及通胀率飙升、就业市场持续紧张，美国经济增长动能正减弱。对于美国而言，高企的通胀率和混乱的供应链现状继续困扰着美国的政策制定者，但持续推进的疫苗接种计划、有力的财政政策支持 and 强劲的就增长都进一步巩固美国经济的复苏基础。美国近期公布的各项经济指标继续呈现回升态势，制造业依然是引领美国经济复苏的主力军——美国 4 月 Markit 制造业采购经理人指数 (PMI) 继续高于 50 荣枯线，报 59.2，4 月 Markit 服务业 PMI 同样维持扩张，报 55.6，反映经济活动的正常化刺激服务业强势回弹。然而，俄乌冲突导致的能源供应链危机将触发更多不确定性，加剧通胀上行风险，影响未来几个季度美国经济的复苏进程。考虑到当前美国经济复苏所面临的困难，国际货币基金组织近期再度下调 2022 年美国经济增长预测至 3.7%，2021 年和 2022 年初的预测分别为 5.7% 和 4%。我们认为，美联储将继续收紧流动性，以遏制通胀的进一步上升，同时推动经济复苏。整体而言，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和地缘政治冲突将在下半年得到逐步缓解，美国经济在 2022 年下半年的复苏路径会更加畅顺。

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

美联储资产负债表正趋于正常化。除了采取大幅加息的行动，美联储还较预期更快地缩减资产负债表，并以此作为抑制通胀上行的第二件货币政策工具。美联储在此次会议上宣布将以渐进的方式，自6月起每月减持300亿美元国债，以及175亿美元的机构债务和机构抵押贷款支持证券，3个月后将减持金额分别增加至600亿美元和350亿美元，即从9月起，美联储每月将减持950亿美元债务，资产负债表每年将减少约1万亿美元。整体而言，美联储使用量化紧缩政策来减少市场流动性的方法，会对金融资产构成负面影响。自2022年初以来，美国股市经历了剧烈波动，道琼斯工业指数、标普500指数和纳斯达克综合指数的累计跌幅介乎6%至18%，而美国10年期国债收益率从2021年底的1.5%飙升至2.93%。我们认为，美联储资产负债表加速回归正常化有助于降低通胀预期，但也会导致经济活动降温，影响美国经济的稳定复苏。考虑到在美联储货币政策正常化过程中，市场风险偏高，未来几个月的金融市场将继续处于剧烈波动之中。

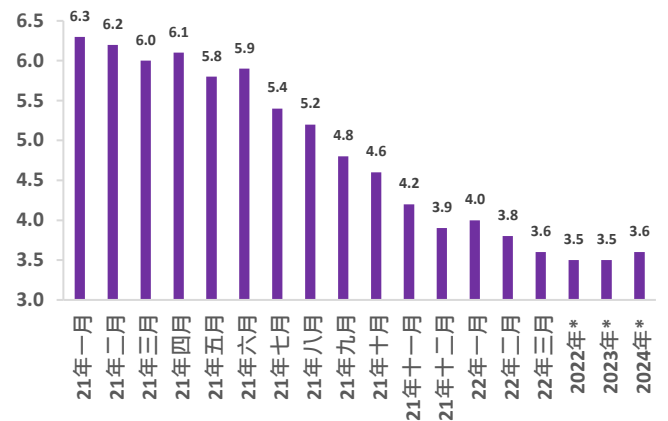
美联储进入加息周期，扰乱新兴市场经济复苏进程。美联储在最新议息会议上依然保持强硬的“鹰派”立场，加之美国国债收益率差不断扩大、俄罗斯对乌克兰采取军事行动引发资金避险情绪升温，2022年首四个月，美元对一篮子货币升值约7.2%。在利率上升和疫情引致的资金避险需求支撑下，美元不断走强，这也导致资金大幅从新兴市场流入美国，扰乱了新兴市场各国的经济复苏进程。总的来说，美联储加速加息会令金融市场经历一番波折，全球流动性将逐渐收紧。与此同时，需求下降和对外贸易活动的缓慢发展将驱动资金从新兴市场离开，无可避免地会导致当地货币出现贬值。我们认为，由于拥有较高地国家和私人债务水平、外汇风险敞口大、经常账户余额较低等特征，新兴市场各大经济体正面临潜在的经济动荡，本地货币兑美元汇率有机会出现大幅波动，外国投资和对外贸易活动将大幅降温，这些经济体面临的通货膨胀压力也会持续升温。

图.1: 美国 GDP 增速 (同比 %)



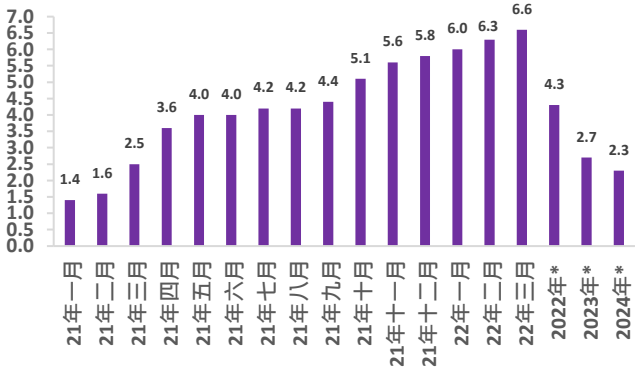
来源: 彭博 *美国联储局预测

图.2: 美国失业率 (%)



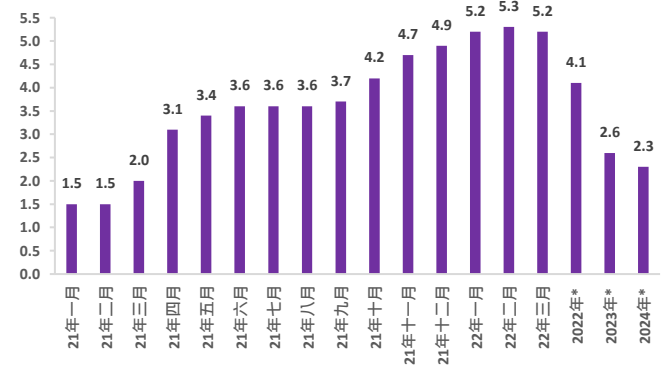
来源: 彭博 *美国联储局预测

图.3: 美国 PCE 通胀率 (%)



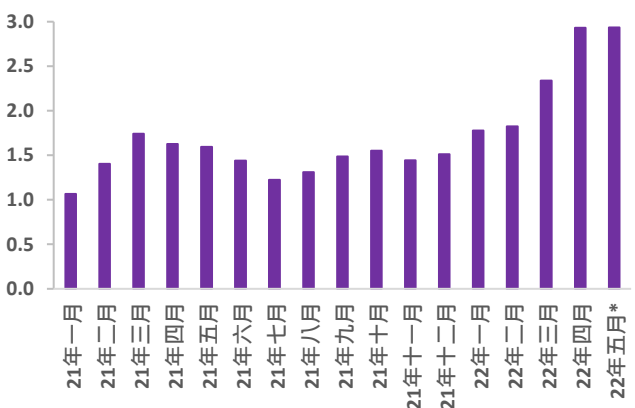
来源: 彭博 *美国联储局预测

图.4: 美国核心 PCE 通胀率 (%)



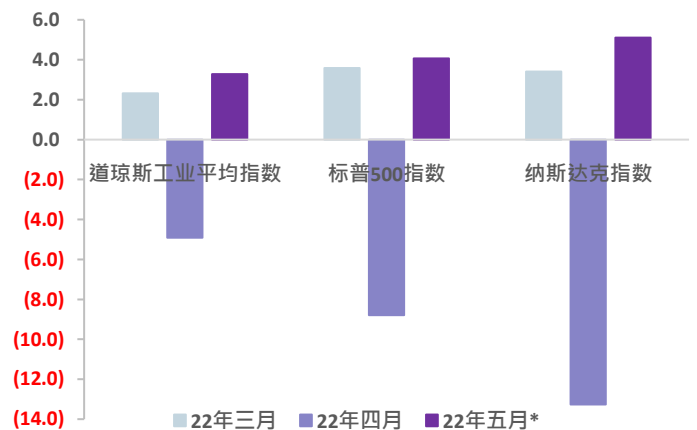
来源: 彭博 *美国联储局预测

图.5: 美国十年期债息 (%)



来源: 彭博 *五月四日

图.6: 美国股市表现 (环比 %)



来源: 彭博 *五月四日

中国经济数据

	2019	2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021	1Q2022
实际国民生产总值 (同比%)	6.0	2.2	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	4.8
制造业 PMI (%)	50.2	51.9	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3	49.9
非制造业 PMI (%)	53.5	55.7	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7	50.4
出口(人民币/同比%)	5.0	4.0	38.7	19.9	14.4	17.8	21.2	13.4
进口(人民币/同比%)	1.7	(0.2)	19.3	32.4	15.7	18.6	21.5	7.5
贸易余额 (人民币/十亿)	2912.0	3634.2	710.0	868.3	1181.1	1612.7	4372.1	1036.9
出口增长 (美元/同比%)	0.5	3.6	48.8	30.6	24.2	22.9	29.9	15.8
进口增长 (美元/同比%)	(2.7)	(0.6)	29.4	44.1	25.4	23.6	30.0	9.6
贸易余额 (美元/十亿)	421.1	524.0	108.8	134.2	183.1	250.9	676.9	162.9
消费物价指数 (同比%)	2.9	2.5	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1
生产者物价指数 (同比%)	(0.3)	(1.8)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7
固定资产投资(年初至今/同比%)	5.4	2.9	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9	9.3
房地产投资 (年初至今/同比%)	9.9	7.0	25.6	15.0	8.8	4.4	4.4	0.7
工业增加值 (同比%)	5.7	2.8	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6	6.5
零售额 (同比%)	8.0	(3.9)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3
新增贷款 (人民币/十亿)	16815.7	19632.9	7667.9	5084.5	3961.4	3231.2	19945.1	8338.9
广义货币供应量 (同比%)	8.7	10.1	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0	9.7
总社会融资 (人民币/十亿)	25673.5	34791.8	10288.9	7510.9	6967.1	6584.1	31351.0	12057.0

	3/21	4/21	5/21	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21	1/22	2/22	3/22
实际国民生产总值 (同比%)	18.3	-	-	7.9	-	-	4.9	-	-	4.0	-	-	4.8
制造业 PMI (%)	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5
非制造业 PMI (%)	56.3	54.9	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4
出口(人民币/同比%)	20.5	22.0	17.9	20.0	7.9	15.6	19.7	20.1	16.3	17.3	21.0	4.1	12.9
进口(人民币/同比%)	28.6	33.1	40.3	24.5	16.2	22.7	9.7	14.3	25.6	16.0	17.0	8.4	(1.7)
贸易余额 (人民币/十亿)	75.0	263.5	281.2	323.7	358.2	381.4	441.4	547.8	461.4	603.5	542.5	193.9	300.6
出口增长 (美元/同比%)	30.4	32.1	27.7	32.1	19.2	25.4	28.0	26.9	21.7	20.9	24.2	6.3	14.7
进口增长 (美元/同比%)	39.1	44.0	52.0	37.1	28.2	32.7	17.2	20.4	31.4	19.5	19.9	10.5	(0.1)
贸易余额 (美元/十亿)	11.7	40.9	43.3	50.1	55.9	59.1	68.0	84.8	71.8	94.3	85.1	30.5	47.4
消费物价指数 (同比%)	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5
生产者物价指数 (同比%)	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3
固定资产投资 (年初至今/同比%)	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	-	12.2	9.3
房地产投资 (年初至今/同比%)	25.6	21.6	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	-	3.7	0.7
工业增加值 (同比%)	14.1	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	-	7.5	5.0
零售额 (同比%)	34.2	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	-	6.7	(3.5)
新增贷款 (人民币/十亿)	2730.3	1468.5	1496.4	2119.6	1083.2	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	1131.8	3980.0	1233.6	3125.4
广义货币供应量 (同比%)	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7
总社会融资 (人民币/十亿)	3376.2	1857.0	1952.2	3701.7	1075.2	2989.3	2902.6	1617.6	2598.3	2398.3	6175.0	1228.9	4653.1
全国城镇调查失业率(%)	5.3	5.1	5.0	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1	5.3	5.5	5.8
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	-	6.0

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	34,061.06	18.35	2.28
标准普尔 500 指数	4,300.17	21.85	2.78
纳斯达克综合指数	12,964.86	46.22	3.81
欧洲			
富时 100 指数	7,493.45	18.20	1.45
德国 DAX 30 指数	13,970.82	13.83	1.28
法国 CAC 40 指数	6,395.68	14.43	(0.77)
斯托克 600 价格指数	441.37	16.25	(0.66)
亚洲			
香港恒生指数	20,869.52	7.75	4.69
恒生中国企业指数	7,137.63	6.75	5.78
上海深圳沪深 300 指数	4,016.24	15.10	0.07
上海证券交易所综合指数	3,047.06	12.30	(1.29)
深证综合指数	1,878.88	33.26	(1.84)
日经 225 指数	26,818.53	14.85	(1.06)
韩国 KOSPI 指数	2,677.57	11.35	1.46
台湾证交所加权股价指数	16,565.83	12.21	(0.47)
标普/澳证 200 指数	7,304.68	17.64	0.60
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,864.43	19.04	2.03
MSCI ACWI 指数	667.08	17.93	2.02
MSCI 新兴市场指数	1,063.84	12.17	1.93
MSCI 美国指数	4,102.93	22.59	2.76
MSCI 英国指数	2,154.71	18.19	1.55
MSCI 法国指数	183.38	16.36	(0.75)
MSCI 德国指数	143.81	13.27	(0.16)
MSCI 中国指数	68.80	11.70	6.07
MSCI 香港指数	13,674.73	16.61	1.30
MSCI 日本指数	1,168.56	13.00	(0.58)

*所有市场根据 2022/05/04 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	1.00	0.50
美国最佳利率	3.50	0.00
联储贴现率	0.50	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	0.3828	0.0964
美国综合国债 1 年收益率	1.9692	0.0360
美国综合国债 5 年收益率	2.9126	0.0826
美国综合国债 10 年收益率	2.9344	0.1026
美国综合国债 30 年收益率	3.0345	0.1134
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.8317	0.083
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	1.3633	0.1252
日本综合国债 1 年收益率	(0.065)	0.018
日本综合国债 10 年收益率	0.231	(0.015)
德国综合国债 1 年收益率	(0.212)	0.099
德国综合国债 10 年收益率	0.971	0.170
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.7	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.037	(0.047)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.637	0.028
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.839	(0.006)
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.838	0.536
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.125	(0.069)
香港基本利率(贴现率)	1.25	0.50
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.0479	(0.0007)
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.1902	(0.0168)
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.2147	(0.8347)
离岸人民币拆放利率-1 个月	3.3800	(0.4050)
公司债(穆迪)		
Aaa	4.11	0.19
Baa	5.02	0.19

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	107.81	5.68
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	110.14	4.58
天然气期货	美元/百万英	8.42	15.80
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	2,919.25	(4.24)
铜期货	美元/磅	433.80	(3.06)
LME 钢筋期货	美元/吨	850.00	0.41
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,278.20	(1.68)
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,867.20	(1.61)
黄金期货	美元/盎司	1,868.80	(1.05)
现货银	美元/盎司	22.57	(4.51)
现货铂	美元/盎司	979.55	6.30
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	794.25	(2.22)
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	1,076.50	(1.35)
11 号糖(全球)	美元/磅	18.62	(1.48)
大豆期货	美元/蒲式耳	1,640.50	(3.09)

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	102.59	(0.36)
欧元/美元	1.0530	(0.75)
英镑/美元	1.2520	(0.55)
澳大利亚元/美元	0.7128	(0.41)
美元/加拿大元	1.2805	(0.20)
美元/日元	129.97	1.60
美元/瑞士法郎	0.9815	1.77
人民币中间价指数	6.6177	2.45
美元/人民币	6.6085	1.65
	6.7531	0.85
美元/人民币-交割远期	6.7376	1.13
美元/中国境外即期汇率	6.6610	1.27
美元/港币	7.8488	0.02
人民币/港币	1.1877	(0.69)
中国境外即期汇率/港币	1.1783	(1.24)
美元/韩元	1,265.95	0.06
美元/新台币	29.52	0.73
美元/新加坡元	1.3825	0.31
美元/印度卢比	76.42	(0.21)

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