

二零二二年七月二十八日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 美国联邦储备局 2022 年第五次议息会议结束，美联储宣布将联邦基金利率目标区间再度上调 75 个基点到 2.25% 至 2.5% 的水平。
- 美联储在会后声明中表示，在一系列加息行动后，经济活动在逐渐放地水平上缓慢。尽管能源和食品价格高企以及地缘政治风险升温，令美国通胀居高不下，但就业增长强劲，失业率保持低位，为经济稳步增长创造条件。
- 美国的经济复苏正受到滞胀风险升温带来的不确定性困扰。考虑到市场对经济衰退的担忧加剧，美联储选择加息以快速为通降降温，这反映出美国的政策制定者正着眼于帮助经济实现软着陆。
- 我们认为，美联储在近期的数次会议上积极地收紧货币政策，在令总体需求有所下降的同时，有效地遏制了通胀螺旋式上升的走势。随着近期能源和大宗商品价格出现放缓迹象，价格压力可能在未来几个月达到峰值。我们预计，美联储会在 9 月议息会议上将加息幅度下调至 50 个基点，并会在 11 月和 12 月的两次会议上持续加息，但每次加息幅度将进一步降至 25 个基点。

美联储再度加息 75 个基点，抑制通胀上升

美国联邦储备局 2022 年第五次议息会议结束，美联储宣布将联邦基金利率目标区间再度上调 75 个基点到 2.25% 至 2.5% 的水平。与此同时，美联储表示继续实施量化紧缩 (QT)，以缩减近 9 万亿美元的资产负债表规模。美联储在会后声明中表示，在一系列的加息行动后，经济活动增速逐渐放缓。尽管能源和食品价格高企以及地缘政治风险升温，令美国的通胀水平居高不下，但就业增长强劲，失业率保持低位，为经济稳步增长创造利好条件。美联储还指出，收紧货币政策仍是有效抑制通胀上行的政策工具，但这亦可能导致劳动力市场和商品及服务总需求走软。总体而言，美国的经济复苏正受到滞胀风险升温带来的不确定性困扰。考虑到市场对经济衰退的担忧加剧，美联储未选择在本次议息会议上采取更激进的加息行动以快速为通胀降温，这反映出美国的政策制定者正着眼于帮助经济实现软着陆。展望未来，全球供应链危机及俄乌冲突令通胀压力持续，进而导致生产活动的正常化进程受阻，供需关系持续失衡。我们认为，美联储在近期的数次会议上积极地收紧货币政策，在令总体需求有所下降的同时，有效地遏制了通胀率螺旋式上升的走势。随着近期能源和大宗商品价格出现放缓迹象，价格压力可能在未来几个月达到峰值。我们预计，美联储会在 9 月议息会议上将加息幅度下调至 50 个基点，并会在 11 月和 12 月的两次会议上持续加息，但每次加息幅度将进一步降至 25 个基点。

美国 2022 年下半年面临经济增速放缓压力。面对 40 年来最高的通胀水平，美国近期经济指标表现疲软，消费及投资增速均有不同程度的放缓。7 月美国标普全球制造业采购经理人指数 (PMI) 从 6 月的 52.7 下降至 52.3，显示制造业活动持续放缓；服务业活动则陷入收缩，7 月美国标普全球服务业 PMI 从 6 月的 52.7 大幅下降至 47。整体而言，俄乌冲突、劳动力短缺、通胀压力以及美联储预期持续加息为美国经济的发展带来诸多不确定性，对消费者信心和生产效率造成影响，从而导致 2022 年美国的经济前景恶化。我们认为，强劲的劳工市场会继续为美国的经济复苏注入动力，但美联储货币政策的持续紧缩难免会在短期内拖慢经济活动的复苏步伐。美国经济仍将保持温和复苏的态势，不过考虑到金融市场及地缘政治风险升温、资产价格升高、通胀高企、疫情持续等因素，经济活动的复苏步伐将较预期缓慢，美国在 2022 年下半年的经济增速也将有所放缓。

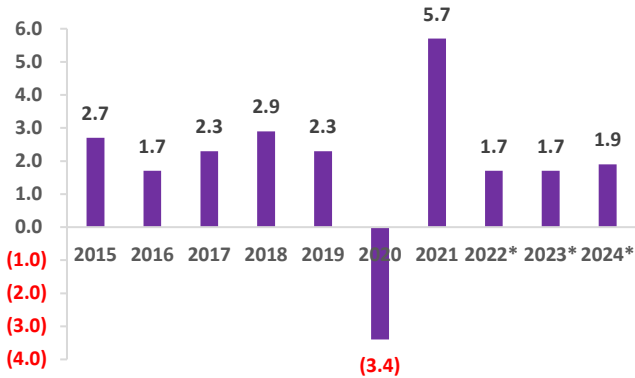
美国进入货币政策紧缩期，香港流动性过剩局面被收紧。为遏制通胀上行压力，美国联邦储备局自今年 3 月至今已将联邦基金利率上调 225 个基点，同时开始实施量化紧缩，以缩减资产负债表。美联储激进的加息举措对香港的流动性及利率环境产生重大影响。香

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

港目前实施港美联系汇率制度，以保持港元汇率的稳定性。尽管美联储正快速收紧货币政策以遏制通胀上行，但由于香港本地信贷需求疲弱加上缺乏大型首次公开募股（IPO）活动，香港银行系统流动性仍然充裕，本地利率维持低位。一个月期香港银行同业拆息（HIBOR）持续落后于美元拆息，港美息差拉阔触发套息交易活跃。总的来说，香港银行体系结余已从2022年3月的约3370亿港元下降到近期的1650亿港元水平，港元汇率多次触及弱方兑换保证，香港金管局基于联系汇率制度，入市收回市场上多余的港元流动性，以维持港元汇率的稳定。我们认为，美联储收紧货币政策的立场，将推动香港利率在2022年三季度稳步上升，引导香港的流动性进入稳定阶段。

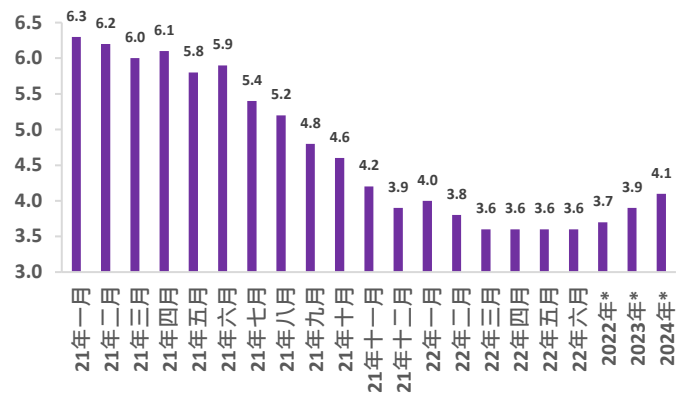
美联储进入加息周期，新兴市场经济复苏阻力加大。美联储在最新议息会议上继续保持强硬的“鹰派”立场，加之美国国债收益率息差不断扩大、俄罗斯对乌克兰采取军事行动引发资金避险情绪升温，自2022年初以来，美元兑一篮子货币升值约11.3%。在利率上升和疫情引致的资金避险需求支撑下，美元不断走强，这也导致大量资金从新兴市场流入美国，扰乱了新兴市场各国的经济复苏进程。总的来说，美联储加息步伐提速会令金融市场经历一番波折，全球流动性将逐渐收紧。与此同时，全球滞胀风险升温可能会加速驱动资金从新兴市场离开，无可避免地会导致当地货币出现贬值。我们认为，由于拥有高度依赖进口能源产品、较高的国家和私人债务水平、外汇风险敞口大、经常账户余额较低等特征，新兴市场各大经济体将面临剧烈的经济动荡，本地货币兑美元汇率有机会出现大幅波动。随着外国投资和对外贸易活动大幅降温，这些经济体面临的通货膨胀压力也将持续升温。

图.1: 美国 GDP 增速 (同比 %)



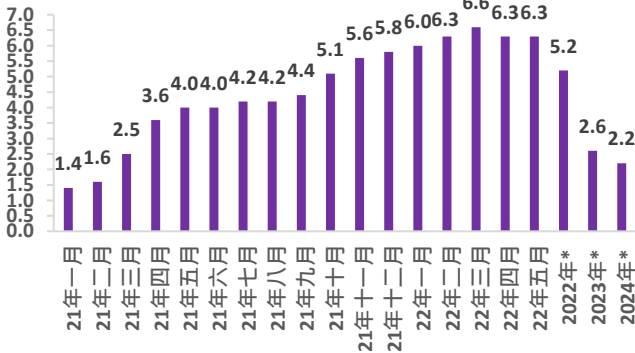
来源: 彭博 *美国联储局预测

图.2: 美国失业率 (%)



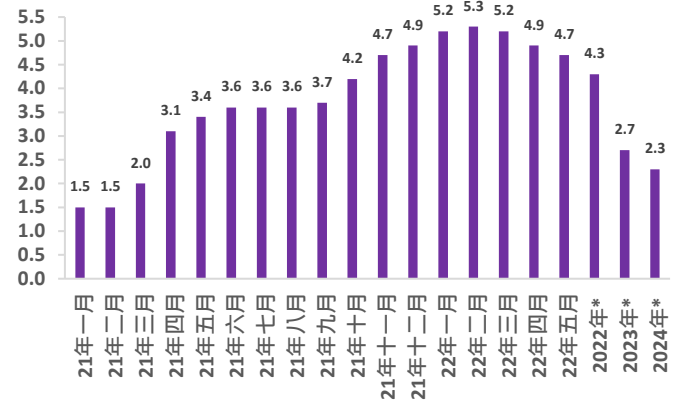
来源: 彭博 *美国联储局预测

图.3: 美国 PCE 通胀率 (%)



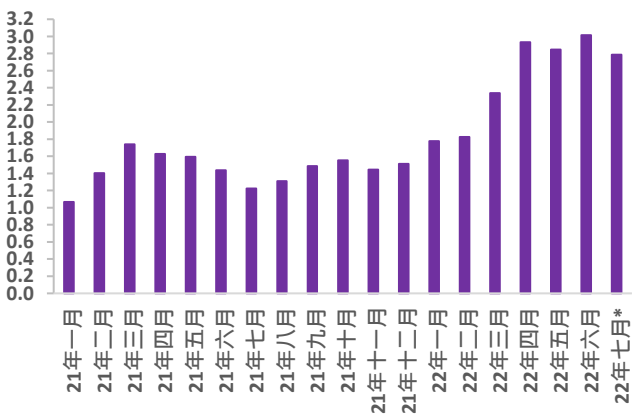
来源: 彭博 *美国联储局预测

图.4: 美国核心 PCE 通胀率 (%)



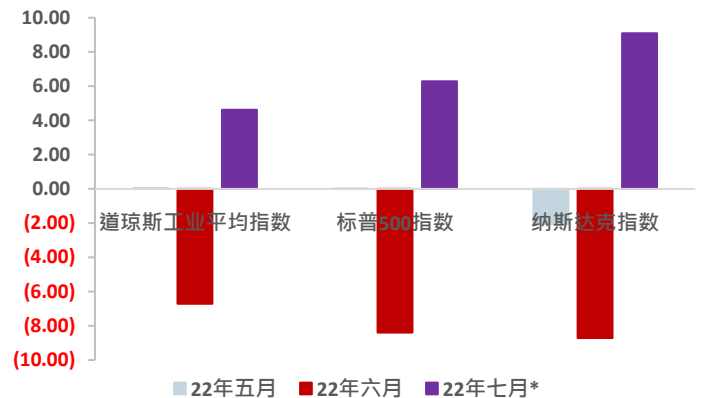
来源: 彭博 *美国联储局预测

图.5: 美国十年期债息 (%)



来源: 彭博 *七月二十七日

图.6: 美国股市表现 (环比 %)



来源: 彭博 *七月二十七日

中国经济数据

	2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021	1Q2022	2Q2022
实际国民生产总值 (同比%)	2.2	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	4.8	0.4
制造业 PMI (%)	51.9	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3	49.9	49.1
非制造业 PMI (%)	55.7	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7	50.4	48.1
出口(人民币/同比%)	4.0	38.7	19.9	14.4	17.8	21.2	13.4	13.3
进口(人民币/同比%)	(0.2)	19.3	32.4	15.7	18.6	21.5	7.6	1.9
贸易余额(人民币/十亿)	3634.2	710.0	868.3	1181.1	1612.7	4372.1	1029.7	1478.2
出口增长(美元/同比%)	3.6	48.8	30.6	24.2	22.9	29.9	15.8	13.0
进口增长(美元/同比%)	(0.6)	29.4	44.1	25.4	23.6	30.0	9.8	1.7
贸易余额(美元/十亿)	524.0	108.8	134.2	183.1	250.9	676.9	162.9	227.8
消费物价指数(同比%)	2.5	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1	2.2
生产者物价指数(同比%)	(1.8)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7	6.8
固定资产投资(年初至今/同比%)	2.9	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9	9.3	4.2
房地产投资(年初至今/同比%)	7.0	25.6	15.0	8.8	4.4	4.4	0.7	(9.0)
工业增加值(同比%)	2.8	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6	6.5	0.6
零售额(同比%)	(3.9)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3	(4.6)
新增贷款(人民币/十亿)	19632.9	7667.9	5084.5	3961.4	3231.2	19945.1	8338.9	5343.8
广义货币供应量(同比%)	10.1	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0	9.7	11.4
总社会融资(人民币/十亿)	34791.8	10288.9	7510.9	6967.1	6584.1	31351.0	12052.6	8951.1

	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21	1/22	2/22	3/22	4/22	5/22	6/22
实际国民生产总值(同比%)	7.9	-	-	4.9	-	-	4.0	-	-	4.8	-	-	0.4
制造业 PMI (%)	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2
非制造业 PMI (%)	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4	41.9	47.8	54.7
出口(人民币/同比%)	20.0	7.9	15.6	19.7	20.1	16.3	17.3	21.0	4.2	12.9	1.9	15.3	22.0
进口(人民币/同比%)	24.5	16.2	22.7	9.7	14.3	25.6	16.0	17.4	8.8	(1.5)	(2.0)	2.8	4.8
贸易余额(人民币/十亿)	323.7	358.1	381.5	441.6	548.2	461.5	602.7	536.3	188.7	296.9	325.2	502.9	650.1
出口增长(美元/同比%)	32.1	19.2	25.4	28.0	26.9	21.7	20.9	24.1	6.3	14.6	3.9	16.9	17.9
进口增长(美元/同比%)	37.1	28.2	32.7	17.2	20.4	31.4	19.5	20.4	10.9	0.1	(0.1)	4.1	1.0
贸易余额(美元/十亿)	50.1	55.9	59.2	68.1	84.9	71.8	94.2	84.1	29.7	46.8	51.1	78.8	97.9
消费物价指数(同比%)	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5
生产者物价指数(同比%)	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1
固定资产投资(年初至今/同比%)	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	-	12.2	9.3	6.8	6.2	6.1
房地产投资(年初至今/同比%)	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	-	3.7	0.7	(2.7)	(4.0)	(5.4)
工业增加值(同比%)	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	-	7.5	5.0	(2.9)	0.7	3.9
零售额(同比%)	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	-	6.7	(3.5)	(11.1)	(6.7)	3.1
新增贷款(人民币/十亿)	2119.6	1083.2	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	1131.8	3980.0	1233.6	3125.4	645.4	1888.4	2810.0
广义货币供应量(同比%)	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4
总社会融资(人民币/十亿)	3701.7	1075.2	2989.3	2902.6	1617.6	2598.3	2368.3	6172.2	1227.9	4652.5	942.0	2835.8	5173.3
全国城镇调查失业率(%)	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1	5.3	5.5	5.8	6.1	5.9	5.5
31个大城市城镇调查失业率(%)	5.2	5.2	5.2	5.3	5.0	5.1	5.1	5.1	-	6.0	6.7	6.9	5.8

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	32,197.59	18.11	1.01
标准普尔 500 指数	4,023.61	20.23	1.61
纳斯达克综合指数	12,032.42	39.45	1.13
欧洲			
富时 100 指数	7,348.23	15.06	1.16
德国 DAX 30 指数	13,166.38	12.02	(0.87)
法国 CAC 40 指数	6,257.94	14.15	1.18
斯托克 600 价格指数	428.12	15.25	1.33
亚洲			
香港恒生指数	20,670.04	7.63	(1.05)
恒生中国企业指数	7,091.47	6.50	(1.22)
上海深圳沪深 300 指数	4,225.04	15.73	(1.37)
上海证券交易所综合指数	3,275.76	13.37	(0.88)
深证综合指数	2,194.54	38.00	(0.72)
日经 225 指数	27,715.75	19.39	0.13
韩国 KOSPI 指数	2,415.53	10.19	1.20
台湾证交所加权股价指数	14,921.59	10.60	1.28
标普/澳证 200 指数	6,823.23	15.60	0.95
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,675.09	17.47	1.18
MSCI ACWI 指数	622.69	16.31	1.08
MSCI 新兴市场指数	989.89	10.63	0.34
MSCI 美国指数	3,826.01	20.73	1.46
MSCI 英国指数	2,121.02	15.30	1.20
MSCI 法国指数	179.77	16.12	1.18
MSCI 德国指数	132.15	11.44	(1.33)
MSCI 中国指数	69.09	10.59	(1.86)
MSCI 香港指数	13,634.74	14.52	(0.60)
MSCI 日本指数	1,194.05	14.18	(0.18)

*所有市场根据 2022/07/27 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	2.50	0.75
美国最佳利率	4.75	0.00
联储贴现率	1.75	0.00
欧洲央行最低再融资利率 1 周	0.50	0.50
日本央行政策利率	(0.10)	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	2.0917	0.3101
美国综合国债 1 年收益率	2.9352	(0.2185)
美国综合国债 5 年收益率	2.8428	(0.3209)
美国综合国债 10 年收益率	2.7849	(0.2416)
美国综合国债 30 年收益率	3.0653	(0.0932)
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	2.3460	0.1844
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	2.7929	0.0612
日本综合国债 1 年收益率	(0.134)	0.009
日本综合国债 10 年收益率	0.200	(0.046)
德国综合国债 1 年收益率	0.463	(0.022)
德国综合国债 10 年收益率	0.946	(0.311)
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	1.884	0.114
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.514	(0.039)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.770	0.000
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.008	(0.262)
上海银行同业拆放利率- 1 个月	1.748	(0.025)
香港基本利率(贴现率)	2.75	0.75
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.9135	0.7891
香港银行同业拆放利率- 一个月	1.3094	0.3882
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.6335	(0.0165)
离岸人民币拆放利率-1 个月	2.1410	0.0090
公司债(穆迪)		
Aaa	3.96	(0.15)
Baa	5.10	(0.17)

全球商品			
	价格	一周变动 (%)	
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	97.26	(4.89)
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	106.62	(0.28)
天然气期货	美元/百万英	8.69	8.49
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	2,429.00	(0.24)
铜期货	美元/磅	343.00	3.16
LME 钢筋期货	美元/吨	682.50	0.00
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,020.00	(1.23)
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,720.13	0.66
黄金期货	美元/盎司	1,737.50	1.15
现货银	美元/盎司	18.77	(0.19)
现货铂	美元/盎司	882.27	0.49
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	603.00	2.20
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	790.25	(3.57)
11 号糖(全球)	美元/磅	17.40	(6.80)
大豆期货	美元/蒲式耳	1,410.00	5.84

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	106.45	(0.58)
欧元/美元	1.0154	(0.43)
英镑/美元	1.2059	0.65
澳大利亚元/美元	0.6944	0.56
美元/加拿大元	1.2862	(0.13)
美元/日元	136.72	(1.06)
美元/瑞士法郎	0.9615	(0.92)
人民币中间价指数	6.7731	0.39
美元/人民币	6.7590	0.05
美元/人民币-交割远期	6.7096	(0.08)
美元/中国境外即期汇率	6.7520	(0.11)
美元/港币	7.8497	0.00
人民币/港币	1.1614	(0.05)
中国境外即期汇率/港币	1.1626	0.10
美元/韩元	1,313.25	0.03
美元/新台币	29.94	0.14
美元/新加坡元	1.3873	(0.41)
美元/印度卢比	79.90	(0.11)

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