

全球市场观察

美国通胀筑顶，中国经济筑底

美国通胀仍在高位，但远期衰退风险已现，短期控通胀与中期软着陆的两难削弱了投资者对美联储的信心；中国经济仍在筑底，短期面临防疫情、稳增长与要安全多目标冲突，市场信心依然疲弱；俄乌冲突和新一轮疫情则加剧全球供应链压力、美国通胀和中国经济疲弱，并推升地缘政治不确定性。短期内，相关不确定性仍将压制市场。待美国通胀开始显著下行和中国摆脱疫情困扰后，市场或迎来修复机会。

国际市场

- **货币市场**：美联储短期优先控通胀，中期力求软着陆，年内仍有多次加息，加息周期或持续至明年年中，6月开始缩表但持续周期不定。俄乌冲突和亚洲疫情打击欧亚经济，加剧其他央行与美联储的不同步。
- **债券市场**：经济周期和央行缩表对长期利率作用相反，收益率曲线由陡峭化转向平坦化。欧元区利率上行，但日本利率仍受其央行压制。远期衰退已难以避免，但美国家庭和银行体系的稳健性将降低严重金融风暴和大衰退的概率。
- **外汇市场**：美元一枝独秀创数月新高，因美联储引领紧缩及市场动荡推升避险需求。俄欧脱钩将削弱欧洲经济，欧元仍有贬值空间。日本坚持宽松立场，日元大幅走弱。远期衰退、中国下行和商品回落打击商品货币和新兴市场货币。
- **股票市场**：通胀居高位和远期衰退风险削弱投资者对美联储实现经济软着陆的信心，美股在第二轮调整中因恐慌情绪上升而创出新高。由于近期通胀和远期衰退不确定性、估值偏贵和盈利下行，美股仍有进一步下跌空间。过去两年因超级货币宽松而泡沫化的板块，泡沫破裂过程已在发生。

中国市场

- **货币市场**：利率由稳到降，因利率自律机制压降存款利率以及避险情绪上升。近期货币存款利率下降、人民币贬值和信用利差下行，预示货币政策将进一步宽松，宽信用过程将逐步开启。
- **债券市场**：利率小幅反弹，宽信用预期升温。城投、地方国企和民企信用利差下降，宽信用和疏困力度加大。企业融资需求疲弱，政府债券发行提速。随着稳增长政策发力，债券融资或逐步反弹，引领宽信用过程。
- **外汇市场**：人民币由强转弱，因美元升值、中国经济下滑和政策宽松信号。预计人民币对美元本轮贬值幅度超过 8%。但美国经济有下行空间而中国经济有修复空间，美元资产估值高而人民币资产估值低，或降低人民币超调可能性。
- **股票市场**：A 股已在低位，但对稳增长信号反应不足，因摆脱疫情时间不明，经济修复道阻且长，加上美联储紧缩路径不定，投资者信心依然疲弱。中期内，待有关不确定性消除后，市场或迎来姗姗来迟但更有空间的反弹。

香港市场

- **货币市场**：随着美联储大幅加息和港币汇率触及弱方兑换保证水平，港币利率将加速上升。美联储加息周期可能持续至明年年中，美元利率仍有较大上升空间，港币利率将随美元利率持续上升，香港市场货币流动性将逐步趋紧。
- **股票市场**：港股估值在历史低位，但市场信心受内地经济疲弱、政策低于预期、美联储紧缩和地缘冲突风险等多因素压制，短期或延续弱势。待中国摆脱疫情困扰和美国通胀大幅下行后，市场或迎来有较大幅度的反弹。

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

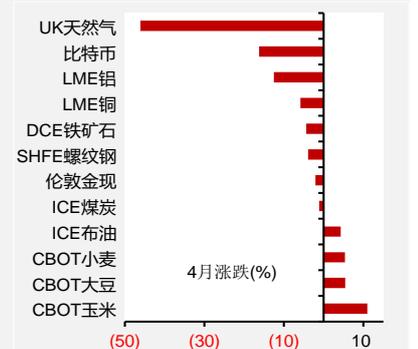
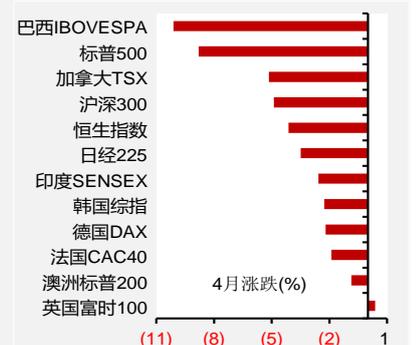
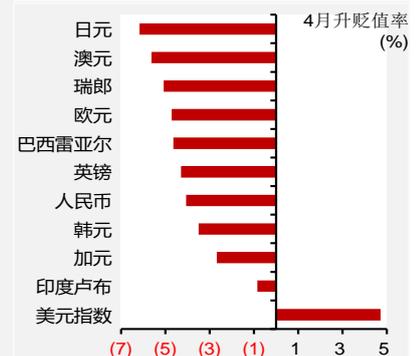
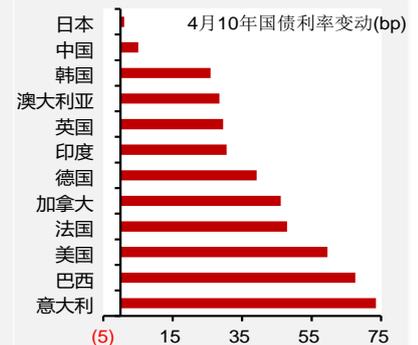


图 1: 全球市场年度表现

(%)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022YTD	
货币市场 (隔夜/7天利率)	美元	0.04	0.09	0.07	0.06	0.20	0.55	1.33	2.40	1.55	0.09	0.07	0.33
	欧元	0.68	0.08	0.19	-0.02	-0.25	-0.37	-0.38	-0.37	-0.50	-0.58	-0.57	-0.57
	日元	0.13	0.13	0.11	0.11	0.11	0.01	0.00	-0.00	0.01	0.01	0.01	-0.02
	英镑	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.25	0.50	0.75	0.75	0.10	0.25	0.75
	加元	0.99	0.99	0.97	0.99	0.55	0.49	1.00	1.82	1.78	0.20	0.10	0.92
	澳元	4.25	3.00	2.50	2.50	2.00	1.50	1.50	1.50	0.75	0.04	0.04	0.06
	人民币				4.96	2.32	2.59	3.09	3.04	2.65	2.46	2.29	2.01
	印度	8.37	8.46	8.88	8.81	6.97	5.58	5.97	6.43	4.81	2.80	3.22	3.77
债券市场 (10年国债利率)	美国	1.9	1.8	3.0	2.2	2.3	2.5	2.4	2.7	1.9	0.9	1.5	2.9
	欧元区	2.6	1.7	2.2	0.6	0.8	0.3	0.5	0.3	-0.1	-0.6	-0.2	0.9
	日本	1.0	0.8	0.7	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.1	0.2
	英国	2.1	1.8	3.0	1.8	2.0	1.3	1.3	1.3	0.9	0.3	1.0	1.8
	加拿大	1.9	1.8	2.8	1.8	1.4	1.7	2.0	2.0	1.7	0.7	1.4	2.8
	澳大利亚	3.7	3.3	4.2	2.8	2.9	2.8	2.6	2.3	1.4	1.0	1.7	3.1
	中国	3.4	3.6	4.6	3.6	2.8	3.0	3.9	3.2	3.1	3.1	2.8	2.8
	印度	8.6	8.0	8.8	7.9	7.8	6.5	7.3	7.4	6.6	5.9	6.5	7.1
巴西	11.1	9.2	13.2	12.4	16.5	11.4	10.2	9.2	6.8	6.9	10.3	12.3	
外汇市场 (升贬值率)	美元指数	1.6	-0.6	0.6	12.6	9.3	3.7	-9.9	4.1	0.4	-6.7	6.7	7.6
	欧元	-3.2	1.9	4.2	-12.0	-10.3	-3.1	14.1	-4.5	-2.2	8.9	-6.9	-7.3
	日元	5.5	-11.3	-17.6	-12.0	-0.4	2.7	3.8	2.8	0.8	5.2	-10.3	-11.3
	英镑	-0.4	4.6	1.9	-5.9	-5.4	-16.1	9.3	-5.5	4.0	3.0	-1.0	-7.1
	加元	-2.3	2.9	-6.6	-8.6	-16.0	2.9	6.8	-7.7	5.1	1.9	0.7	-1.7
	澳元	-0.2	1.8	-14.3	-8.4	-10.7	-1.2	8.3	-9.6	-0.4	9.6	-5.5	-2.8
	人民币	4.7	1.0	2.9	-2.4	-4.5	-6.6	6.7	-5.2	-1.4	6.5	2.6	-3.2
	印度卢比	-15.9	-2.8	-11.5	-2.3	-4.5	-2.4	6.3	-8.4	-2.1	-2.4	-1.7	-2.7
巴西雷亚尔	-11.2	-8.2	-12.8	-11.8	-32.0	19.8	-1.5	-14.6	-3.9	-22.4	-6.9	13.4	
股票市场 (涨跌幅)	美国标普500	0.0	13.4	29.6	11.4	-0.7	9.5	19.4	-6.2	28.9	16.3	26.9	-13.3
	德国DAX	-14.7	29.1	25.5	2.7	9.6	6.9	12.5	-18.3	25.5	3.5	15.8	-11.2
	法国CAC40	-17.0	15.2	18.0	-0.5	8.5	4.9	9.3	-11.0	26.4	-7.1	28.9	-8.7
	英国FTSE100	-5.6	5.8	14.4	-2.7	-4.9	14.4	7.6	-12.5	12.1	-14.3	14.3	2.2
	加拿大TSX	-11.1	4.0	9.6	7.4	-11.1	17.5	6.0	-11.6	19.1	2.2	21.7	-2.2
	澳洲标普200	-14.5	14.6	15.1	1.1	-2.1	7.0	7.0	-6.9	18.4	-1.5	13.0	-0.1
	日经225	-17.3	22.9	56.7	7.1	9.1	0.4	19.1	-12.1	18.2	16.0	4.9	-6.8
	沪深300	-25.0	7.6	-7.6	51.7	5.6	-11.3	21.8	-25.3	36.1	27.2	-5.2	-18.7
	恒生指数	-20.0	22.9	2.9	1.3	-7.2	0.4	36.0	-13.6	9.1	-3.4	-14.1	-9.9
	印度SENSEX30	-24.6	25.7	9.0	29.9	-5.0	1.9	27.9	5.9	14.4	15.8	22.0	-2.0
巴西IBOVESPA	-18.1	7.4	-15.5	-2.9	-13.3	38.9	26.9	15.0	31.6	2.9	-11.9	2.9	
商品市场 (涨跌幅)	CRB指数	-8.3	-3.4	-5.0	-17.9	-23.3	9.2	0.7	-12.4	9.4	-9.7	38.5	32.7
	ICE布油	12.8	4.4	-0.3	-47.3	-35.0	49.4	17.4	-18.7	21.9	-21.7	50.7	36.1
	ICE煤碳	-11.4	-17.7	-10.8	-18.3	-27.4	87.7	5.1	-9.1	-37.3	27.7	73.9	115.0
	LME铜	-22.0	5.1	-7.2	-14.8	-25.4	17.6	31.7	-18.6	4.3	25.7	25.8	-0.4
	LME铝	-18.8	2.5	-12.9	3.3	-19.3	12.5	34.2	-18.2	-2.7	9.8	42.0	7.1
	SHFE螺纹钢	-12.5	-5.3	-10.5	-27.3	-31.2	60.7	32.3	-10.3	4.8	22.9	-1.7	13.8
	CBOT小麦	-17.6	19.1	-22.5	-2.2	-20.3	-13.0	4.5	17.7	11.2	14.7	20.0	37.0
	CBOT大豆	-13.9	16.7	-8.4	-20.8	-15.5	16.6	-4.6	-7.0	6.9	37.0	2.3	25.8
	伦敦金现	10.1	7.1	-28.0	-1.8	-10.4	8.5	13.2	-1.6	18.3	25.1	-3.6	3.6
	比特币						48.0	1324.2	-73.4	94.1	304.6	59.4	-18.5

资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

目录

一、国际市场	4
1. 货币市场	4
美联储短期优先控通胀，中期力求软着陆	4
俄乌冲突和亚洲疫情加剧各国央行不同步	5
2. 债券市场	7
经济周期与央行缩表对收益率曲线作用相反	7
住房市场是美国经济软着陆的阿喀琉斯之踵吗？	10
3. 外汇市场	13
美元一枝独秀	13
商品货币与新兴市场货币走弱	14
4. 股票市场	15
美股经历第二轮调整	15
美股仍有进一步下跌空间	16
二、中国市场	19
1. 货币市场	19
货币市场利率由稳到降，利率自律机制压降存款利率	19
货币政策料将进一步宽松	19
2. 债券市场	21
国债收益率小幅回升	21
信用利差下降	21
3. 外汇市场	23
人民币由强到弱	23
人民币仍有走弱空间	23
4. 股票市场	25
市场已在低位，信心极度疲弱	25
中期或迎来姗姗来迟但更有空间的反弹	25
三、香港市场	28
1. 货币市场	28
港币利率随美元利率持续上升	28
港币汇率接近弱方兑换保证水平	28
2. 股票市场	29
港股经历第二轮下跌	29
短期可能偏弱，中期有反弹空间	30

一、国际市场

1. 货币市场

美国通胀高位筑顶，经济近期偏热但远期衰退风险上升，美联储短期优先控通胀，中期力求经济软着陆，本周加息 50 个基点并宣布缩表计划均未超过市场预期，年内仍有多次加息，加息周期或持续至明年年中。其他央行面对通胀压力也加快宽松政策退出，但俄乌冲突和亚洲疫情扩大了其他央行与美联储在紧缩方面的不同步。

美联储短期优先控通胀，中期力求软着陆

美国通胀在高位筑顶，大宗商品价格已见到峰值，但由于劳工短缺、房租大涨和供应链阻断，服务通胀仍在攀升，第二季度通胀仍将处于高位，下半年随着需求放缓和供应链修复，通胀可能显著回落。美国 3 月 PCE 通胀达到 6.6% 创 1983 年以来最高，剔除食品和能源的核心 PCE 通胀达到 5.2%，相比 2 月 5.3% 略有回落。通胀预期依然高企，10 年盈亏平衡通胀率平均值由 3 月的 2.85% 进一步升至 4 月的 2.88%，5 月初略回落至 2.81%。美国劳动力市场依然紧张，3 月劳动参与率微幅改善，仍比疫情前水平低 1 个百分点，企业职位空缺率大幅超过疫情前水平，约有 200 万个职位空缺，薪资上涨已无法减少职位空缺率，因过去两年疫情导致部分大龄劳工提前退休和移民人口减少（部分在美移民返回美国）等。美国失业率 3 月已回到疫情前 3.6% 的低值水平，非农就业数量非常接近疫情前水平，非农就业进一步扩张主要受到劳工短缺影响。全球供应链压力自去年四季度以来逐步缓解，但 3、4 月份先后因俄乌冲突和上海疫情而有所反弹，助推美国通胀压力。进入下半年，海外需求延续疲弱，美国需求开始明显放缓，全球供应链逐步修复，美国通胀可能显著下行。

美国经济短期内仍有偏热惯性，但部分指标已率先下滑，经济中期内将逐步下行。由于货币政策处于非常宽松状态、名义工资大幅上涨和服务业仍有修复空间，美国国内需求增长依然较快。美国今年第一季度 GDP 环比下降 1.4% 低于预期，主要由于国内供求不匹配刺激进口与库存投资、政府支出下降的拖累，占经济 70% 的家庭消费保持快速增长，对 GDP 环比贡献率从去年第四季度 1.76 个百分点升至今年第一季度 1.83 个百分点。但随着利率快速上升，房地产、汽车等利率敏感型部门需求已率先放缓。同时，由于前期大规模财政刺激形成较高基数，随着通胀对实际购买力侵蚀，美国家庭不变价可支配收入和消费信心已大幅下滑，前期积累的储蓄也释放完毕，储蓄规模和储蓄率均降至疫情前水平，未来家庭消费将高位下行，带动经济增速逐步放缓。

美联储短期仍以控通胀为首要任务，中期内逐渐关注衰退风险，力求实现经济软着陆。美联储周三如期宣布加息 50 个基点，创 22 年来最大加息幅度，同时宣布自 6 月 1 日开始缩表，最初三个月国债和 MBS 缩减规模分别为每月 300 亿美元和 175 亿美元，三个月后扩大至 600 亿美元和 350 亿美元。鲍威尔在会后发布会上表示，接下来会议加息 50 个基点是普遍共识，并未积极考虑加息 75 个基点的可能，没有迹象表明美国经济接近衰退或者对衰退不堪一击。鲍威尔给市场开始预期的 75 个基点加息泼了冷水，美联储的缩表将通过调整 SOMA 所持证券到期本金再投资规模进行，而非直接抛售。美联储行动符合市场预期，美股大涨，美债收益率和美元回落。美联储在 6 月和 7 月的会议上可能分别加息 50 个基点和 25 个基点，2022 年末联邦基金利率可能升至中性利率或略高于中性利率 2.4%。2 年国债利率包含未来两年远期利率，其变化可以反映市场对加息路径预期的变动，美国 2 年期国

债利率在3月下旬突破2%，4月末升至2.71%，反映了市场对美联储不限一次加息50个基点的预期。联邦基金利率期货显示，2022年加息会更加激进，2022年末联邦基金利率将升至2.75%-3%，2023年上半年达到此轮加息周期峰值3%-3.5%，届时加息周期暂停，2024年随着经济衰退威胁到来进入降息周期，2024年末联邦基金利率可能降至2.8%。

俄乌冲突和亚洲疫情加剧各国央行不同步

随着通胀大幅上升，各国央行先后启动宽松政策退出，全球货币政策整体趋紧，货币市场长端利率率先上升。但俄乌冲突和亚洲新一轮疫情分别打击欧洲和亚洲经济前景，扩大其他央行与美联储在紧缩进度方面的差距。

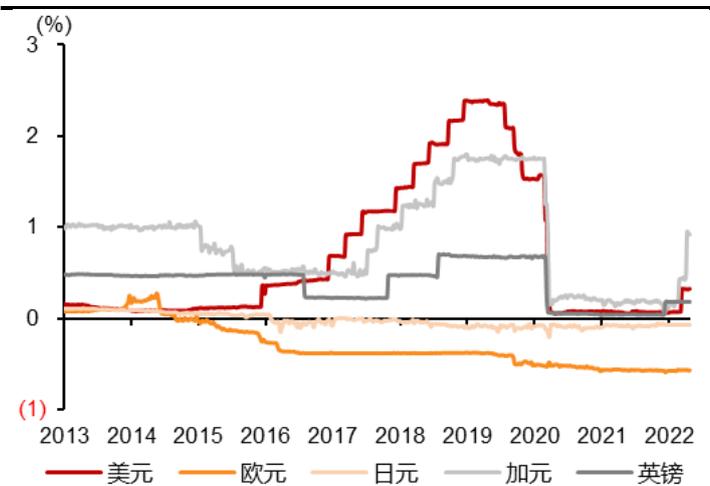
欧洲央行面对欧元区超过7%的通胀率，计划在第三季度结束其负利率政策，将目标利率提高到零，作为退出宽松政策周期的第一步。与欧元短期利率相关的掉期合约显示，货币市场预计今年年底欧洲央行政策利率可能升至0.25%，这意味着处于-0.5%的政策利率将自2012年以来首次转为正值。但相比美联储，欧洲央行的退出步伐更加迟缓。

日本央行依然最为鸽派，重申负利率政策和对10年国债收益率的控制，接受日元大幅贬值。日本通胀率目前仅为1%左右，但有迹象表明通胀将逐步上升。日本央行长期以来努力摆脱通缩阴影而收效甚微，似乎更乐于见到目前通胀上升。同时，俄乌冲突推升能源、原材料价格，大中华区疫情反弹重创亚洲供应链，对日本制造业和服务需求冲击较大，打击日本经济前景。因此，在未来一段时期内，日本央行仍将比其他央行更为鸽派。

英国央行进一步退出宽松政策，本周四将上调政策利率25个基点至1%，同时披露其量化紧缩计划，即出售1.1万亿美元政府债券中的一部分。但俄乌冲突将英国经济置于滞涨境地，英国央行正日益面临两难困境，对于政策紧缩力度变得更加谨慎。

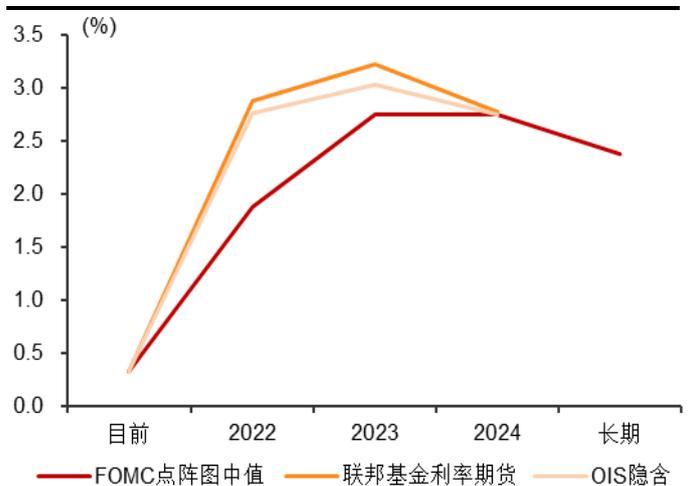
加拿大央行开启加快紧缩步伐，因大宗商品暴涨加剧加拿大经济过热和通胀压力。加拿大央行4月加息50个基点，政策利率升至1%。目前加拿大的通胀率高达7%-8%，房价经历过去两年大幅上涨而处于高位。加拿大央行暗示，可能考虑在6月1日的会议上再次大幅加息，最终使政策利率高于中性利率持续一段时间，才能使通胀回到略高于2%的目标水平。

图 2: 国际货币隔夜/7 天拆借利率



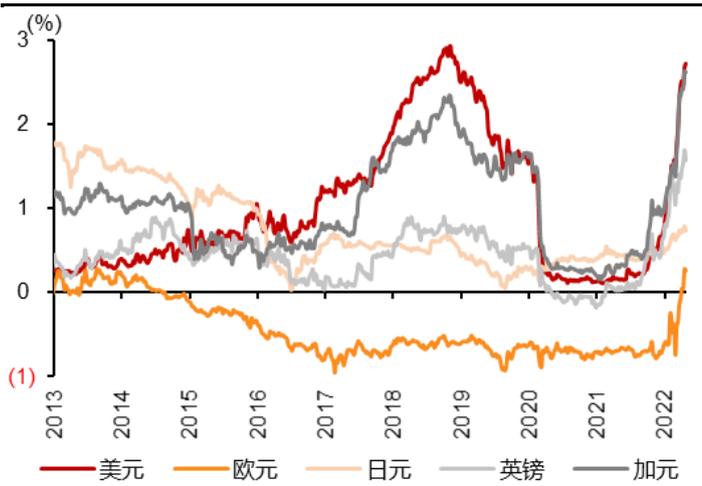
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 3: 美联储和市场对美元加息路径预期



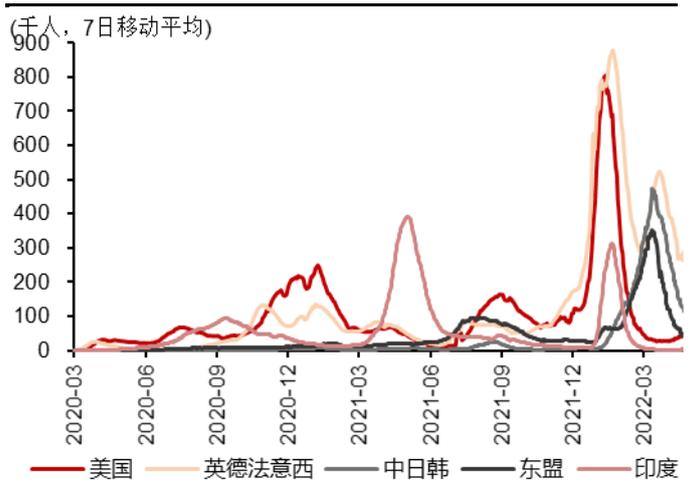
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 4: 2 年期国债收益率反映主要央行加息预期



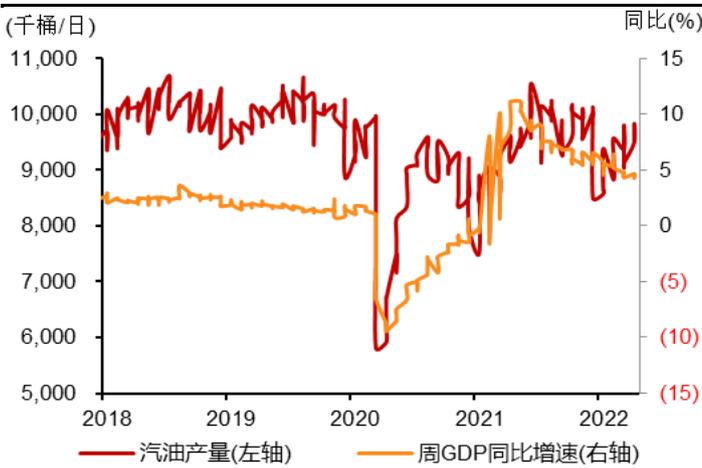
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 5: 主要经济体新冠肺炎新增病例数



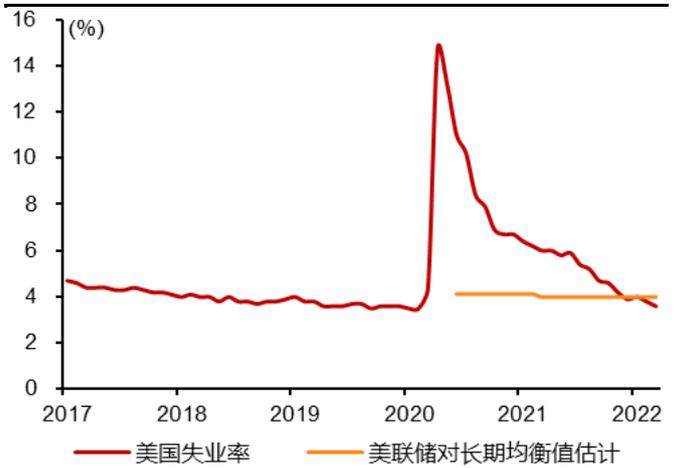
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 6: 美国经济高位下行



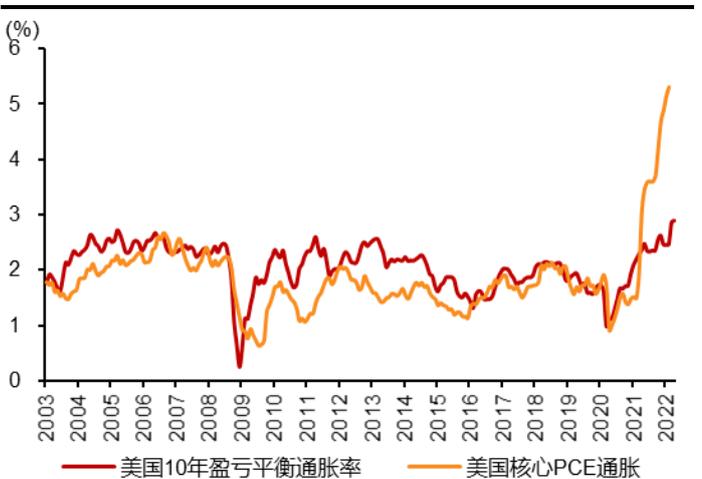
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 7: 美国失业率已降至长期均衡值以下



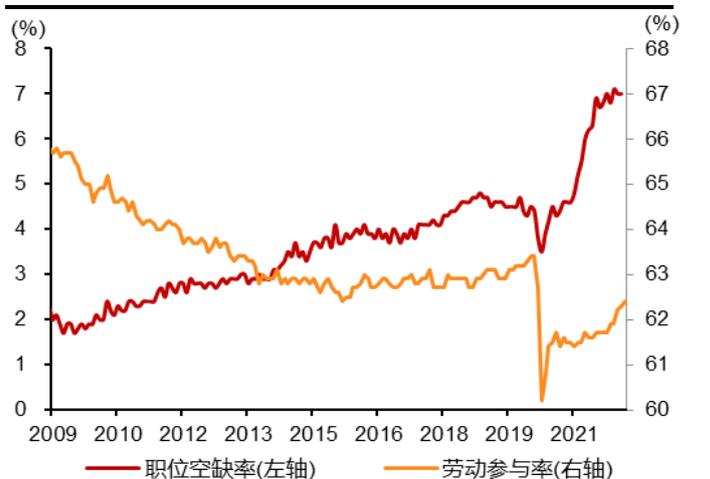
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 8: 美联储和白宫面临控制通胀的政治压力



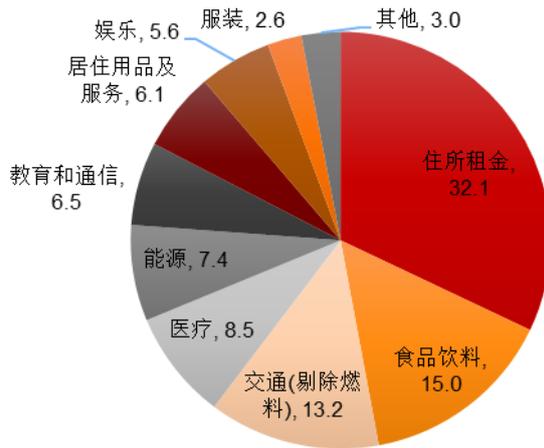
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 9: 美国劳工短缺



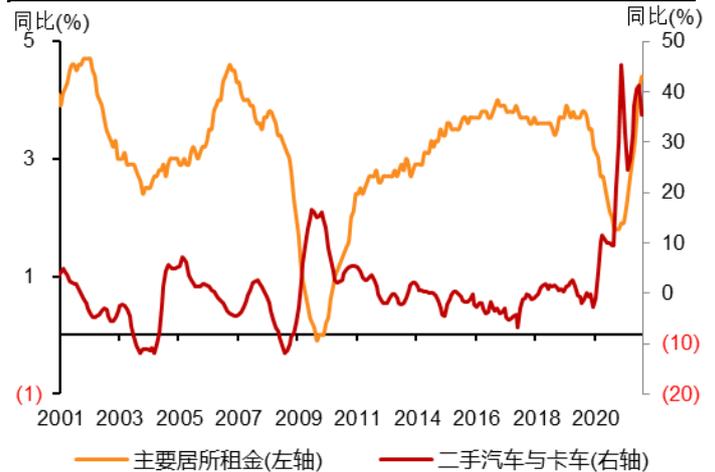
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 10: 2021 年美国 CPI 各项权重(%)



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 11: 美国 CPI 中租金与二手车同比涨幅



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

2. 债券市场

远期衰退风险推动美国收益率曲线由陡峭化转向平坦化，但美联储缩表对长期利率具有推升作用。欧元区国债收益率显著上升，但日本国债收益率上行受到日本央行压制。美国远期衰退似乎无法避免，但可以避免严重衰退，关键在住房市场。过去两年房价暴涨和当前利率快速上升将推动美国房市进入下行周期，但住房供应短缺、家庭和银行体系稳健性以及美联储的努力有望避免严重金融风暴和大衰退的发生。

经济周期与央行缩表对收益率曲线作用相反

收益率曲线反映市场对未来经济周期的预期，经济周期因素已推动美国国债收益率曲线由陡峭化转向平坦化。全球经济 2020 年下半年开始疫后复苏，美国国债收益率曲线开始陡峭化，但疫情反复和俄乌冲突阻断全球供应链，扰乱经济复苏进程，加快滞涨阶段到来。在经济增长尚未完全恢复至潜在增速时，通胀已经愈演愈烈并成为经济稳定的最大威胁，各国央行被迫加快退出宽松政策，经济远期衰退风险上升。随着经济周期由复苏转向滞涨并面临远期衰退风险，美国国债收益率曲线已经趋向平坦化，长期国债收益率包含远期衰退风险和未来降息周期而率先见顶，而短期利率受当前加息周期影响将不断上升，直至加息周期结束。

收益率曲线可以预测未来经济周期。美国 10 年/2 年国债利差和 10 年/3 个月国债利差对未来经济衰退风险的预测力较强，前者发出预警时间早于后者，但后者预警准确性更高。对于 1978 年以来美国经济的 7 次衰退，10 年/2 年国债利差平均提前 15 个月发出预警；对于 1989 年以来的 4 次衰退，10 年/3 个月国债利差平均提前 11.5 个月发出预警。1998 年亚洲金融危机并未引发美国经济衰退，但 10 年/2 年国债利差给出预警，10 年/3 个月国债利差没有发出预警。今年 3 月 10 年/2 年国债利差曾降为负值，10 年/3 个月国债利差仍有 185 个基点，但随着不断加息可能在年底前后降为负值，这意味着美国经济在 2023 年第三季度以后出现衰退的概率显著上升。美国经济近期衰退风险不大，但远期确实面临衰退威胁，因为过去两年大规模刺激和经济过热已然为未来的衰退埋下种子。随着高通胀对实际购买力侵蚀和宏观政策逐步收紧，美国家庭不变价可支配收入和消费信心指数已大幅下滑，前

期积累的储蓄已释放完毕，储蓄率已低于疫情前水平。随着过去两年房价上涨和今年以来利率快速上升，家庭住房购买力指数快速下降，房地产市场将进入下行周期，汽车等其他利率敏感型部门也将下滑，带动美国经济进入下行。

美联储缩表通过推升长期利率对收益率曲线具有相反作用。量化宽松通过大规模资产购买人为压低长期国债收益率，推动收益率曲线平坦化，美联储过去两年资产规模扩张4.8万亿美元，压低长期国债收益率近2个百分点。当美联储启动缩表时，减少持有长期国债，将减缓对长期利率的压制作用，如果缩表与资产购买对长期利率具有对称性影响，那么每缩表1.1万亿美元将推升美国长期国债收益率约0.4个百分点。

美国国债收益率是金融市场定价基准，发达国家债市高度一体化，国债收益率联动性较强，欧元区和亚太地区成熟市场国债收益率均显著上升。欧元区10年国债收益率4月末升至近1%水平，其中德国、法国、意大利和西班牙的10年国债收益率分别达到0.82%、1.5%、1.8%和2.8%。日本10年国债收益率也面临上行压力，但因触及0.25%的上限，日本央行加大购债力度，将10年国债收益率人为压制在0.25%左右。新兴市场国债收益率也大幅上升，部分国家升幅较大，因为受美元基准利率和主权信用风险同时上升的影响。

图 12: 四大经济体 10 年国债收益率



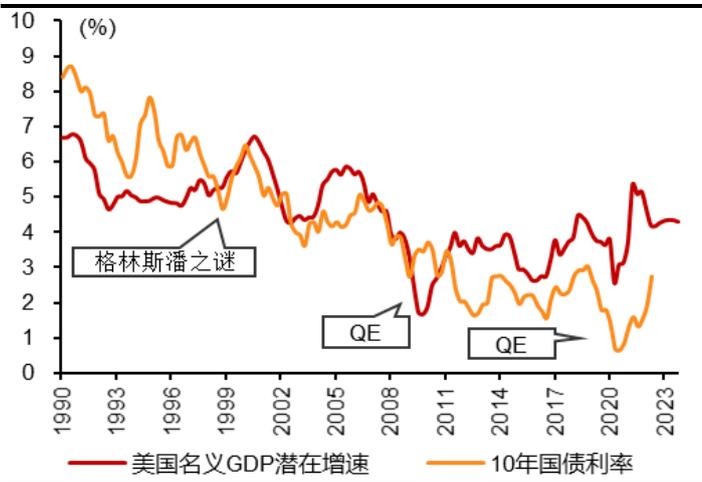
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 13: 新兴市场 10 年国债收益率



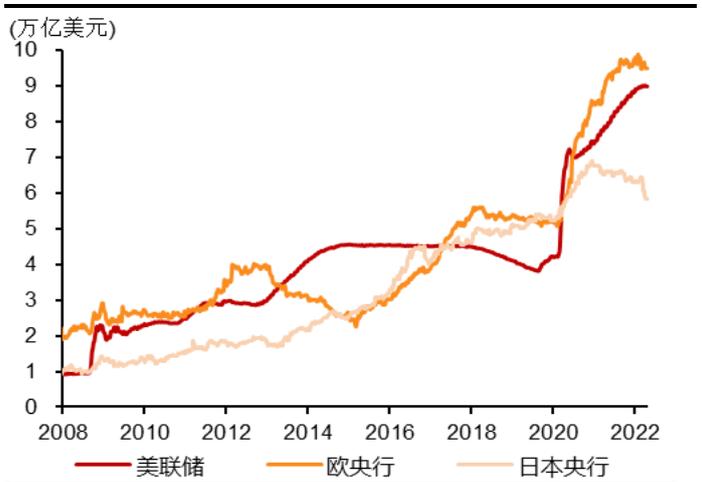
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 14: 美国名义 GDP 潜在增速与 10 年国债收益率



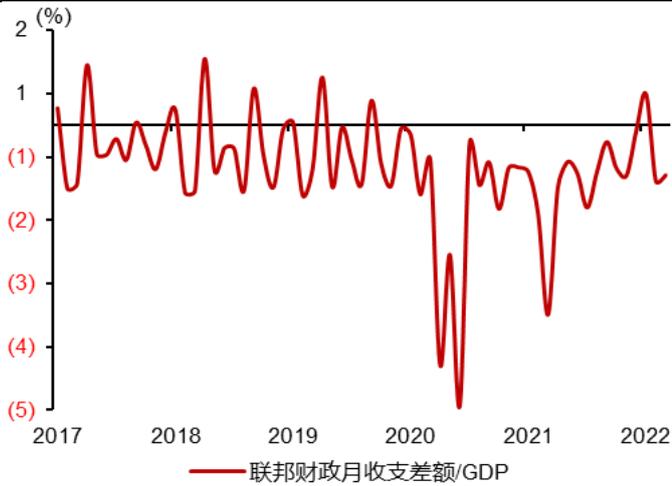
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 15: 三大央行资产负债表规模



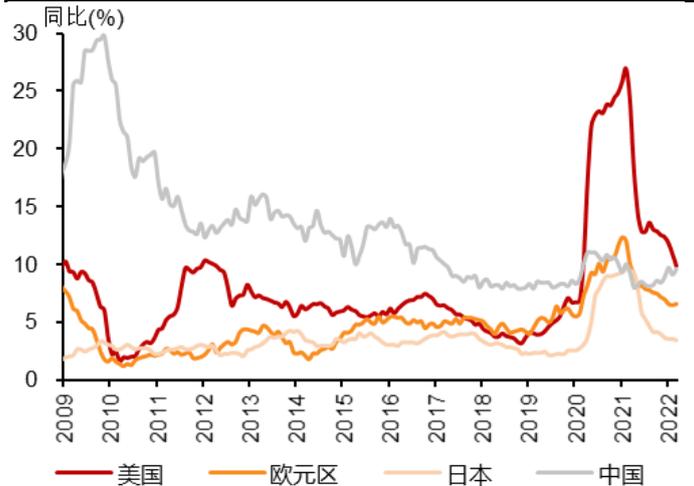
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 16: 美国联邦财政收支差额/GDP



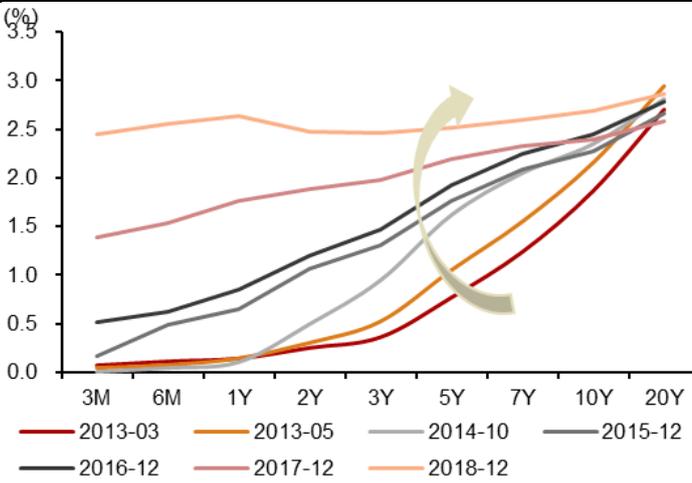
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 17: 四大经济体 M2 增速



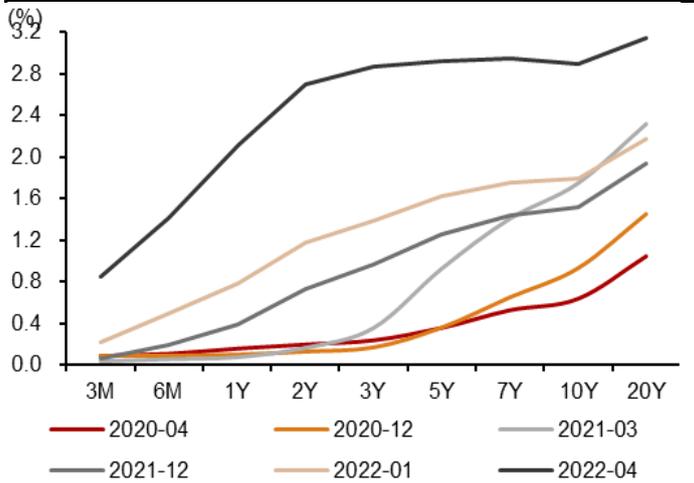
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 18: 美国上轮政策紧缩周期中国债收益率曲线变化



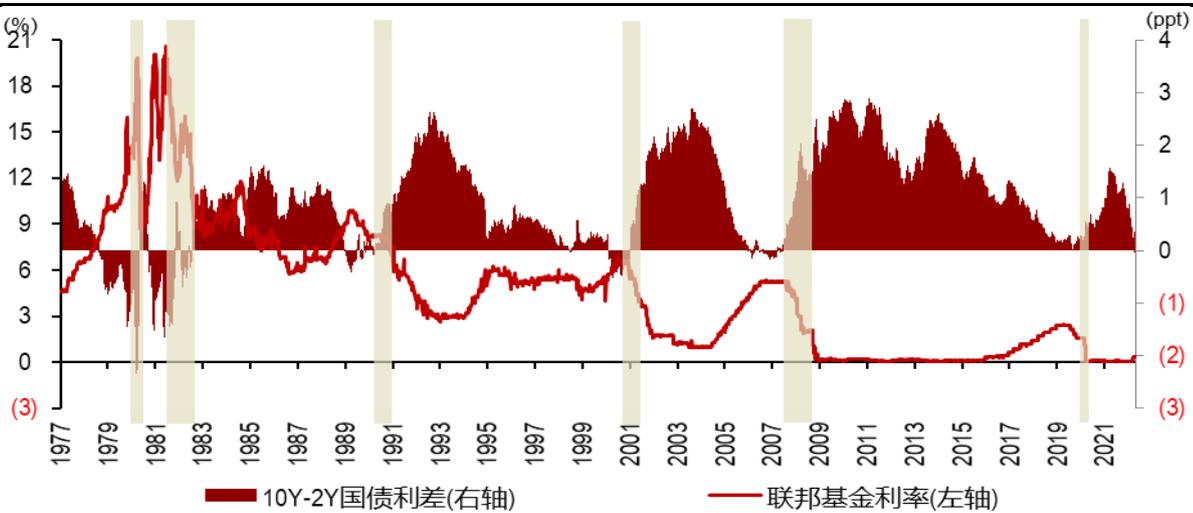
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 19: 美国本轮周期中国债收益率曲线变化



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 20: 美国加息周期、10Y-2Y 国债利差与经济衰退



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 21: 美国国债期限利差反映未来经济周期



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 22: 美国私人部门融资成本



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

住房市场是美国经济软着陆的阿喀琉斯之踵吗？

美国经济软着陆的关键是保持住房市场相对平稳。美国住房市场在过去两年货币超级宽松周期中走向过热，以房价收入比和房价租金比衡量的泡沫化指数超过2007年峰值。随着货币紧缩周期到来，美国住房市场将进入下行周期，带动金融周期向下，并拖累经济增长。但美国联邦政府过去两年加杠杆对私人部门转移支付，保护了家庭、企业和银行的资产负债表，美国实体部门和银行体系各项指标相当稳健，加上住房供应明显短缺、抵押贷款组合质量优良和美联储实现经济软着陆的努力，美国有望避免金融风暴或严重衰退，争取到类似2001年那样的轻度衰退。

美国实现经济软着陆的关键在住房市场相对平稳。2021年住房相关支出占美国GDP的18.2%（其中住宅投资和住房相关消费分别占GDP的4.7%和13.5%），不动产相关债权占美国银行业总资产的34.5%（其中住房抵押贷款、其他不动产抵押贷款和MBS分别占银行业总资产的10%、11.1%和13.4%）。房产是家庭部门重要财产，在美国家庭净资产中占比超过25%，财富效应显著。

美国住房市场在过去两年货币超级宽松周期中走向过热，房价收入比和房价租金比均超过2007年峰值，随着货币紧缩周期到来，住房市场将进入下行周期。2020年至2022年1季度，美国新房和成屋的中位售价分别累计上涨32.5%和36.7%，同期人均可支配收入和主要居所租金分别累计上涨12.1%和7.3%，新房中位售价/人均可支配收入指数创1988年以来最高，比2007年峰值高出2%，新房中位售价/租金指数创有数据以来最高，比2007年峰值高出4.9%。随着30年期抵押贷款固定利率从2021年低点不到3%升至2022年4月下旬以来5%以上，抵押贷款申请购买指数相比2021年平均值下跌15%以上，2022年1季度美国新房和成屋的销售量分别同比下降9.1%和3.6%，未来降幅料将进一步扩大。

美国住房市场新一轮下行将带动金融周期向下，并拖累经济增长，但不一定会引发金融危机从而酿成严重衰退。主要原因如下：

一是住房市场存在明显供给短缺，可能延缓房价和房屋建设活动的下降过程，减轻房地产下行周期对经济金融体系的影响。由于供应链阻断和劳工短缺等因素，美国住房供应恢复

慢于需求回升，存在明显供应短缺，美国住房待售数量从2019年末的114.6万套大幅降至2022年3月末的66.7万套，成屋可供应月数（以目前销售率）从2019年的3-4个月降至2022年1季度的1.6-2个月。

二是家庭部门资产负债表和财务状况稳健，抵押贷款质量较高，对利率上升和房价下跌具有较强抵御力。次贷危机以来，美国家庭部门延续去杠杆，住户和非盈利组织债务/个人可支配收入比从2007年的138.8%降至2019年的101.8%，过去两年疫情期间主要是联邦政府大量举债给家庭部门提供转移支付，债务/可支配收入比进一步降至2021年的99.2%，加上利率大幅下降，家庭部门偿债负担率（偿债支出/可支配收入比）降至9%，显著低于2007年的13%，创1980年以来最低。美国劳动力市场非常紧张，薪资上涨明显，个人可支配收入料不会出现负增长。据测算，利率每上升1个百分点，美国家庭偿债负担增加约1558亿美元，偿债负担率约上升0.9个百分点，目前偿债负担率距离11.5%-12.5%的警戒范围仍有安全距离。美国抵押贷款组合质量优良，2021年末抵押贷款组合中优级贷款占比达94%，次优级、次级和其它占比均只有2%，而2008年初抵押贷款组合中优级贷款占比为66%，次级及其它合计占比达到四分之一。

三是美国银行体系对住房相关债权依赖度有所下降，资本充足率和资产质量等指标比较稳健，对住房市场下行周期的抵御力增强。美国商业银行总资产中住房抵押贷款和MBS合计占比从2009年末的28.7%降至2021年末的23.3%，资本充足率由2007年的12.8%升至2021年的15.5%，债务逾期率和坏账率分别从2013年的3.6%和0.57%降至2021年的1.3%和0.19%。

四是美联储将实现经济软着陆作为中期目标，高度关注房地产市场与金融周期，在等待通胀显著下行趋势确立后，料将根据形势变化动态调整货币政策紧缩节奏，以在稳定物价和稳定经济之间寻求最优平衡。

图 23: 美国房价泡沫指数

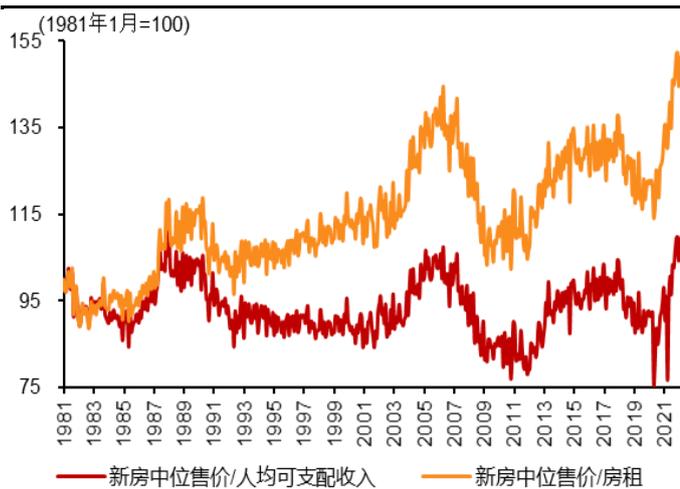


图 24: 美国抵押贷款利率与抵押贷款购买指数

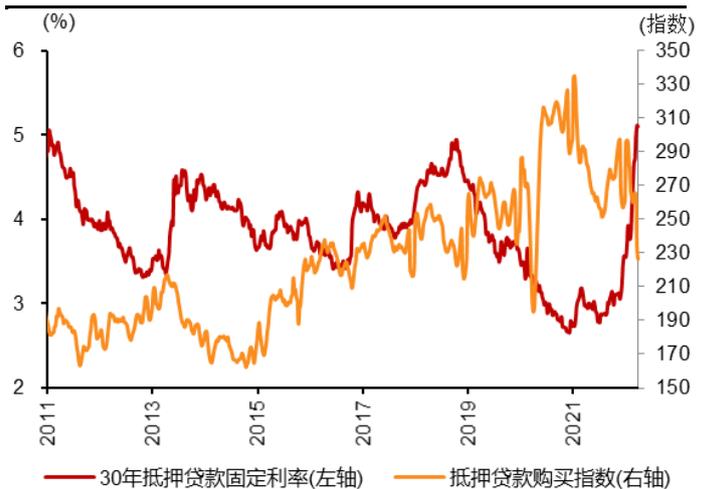
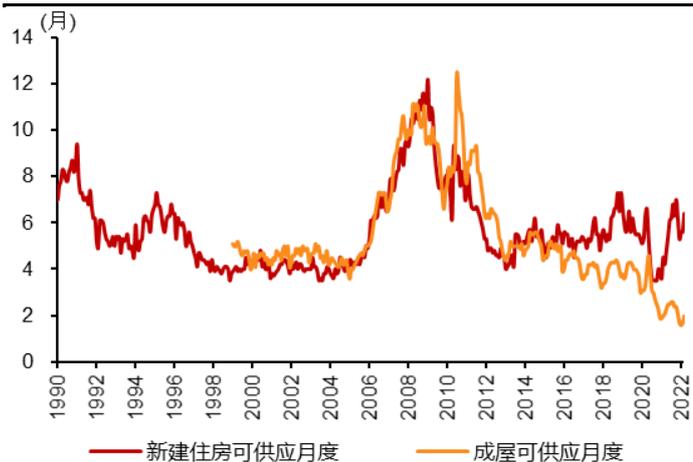
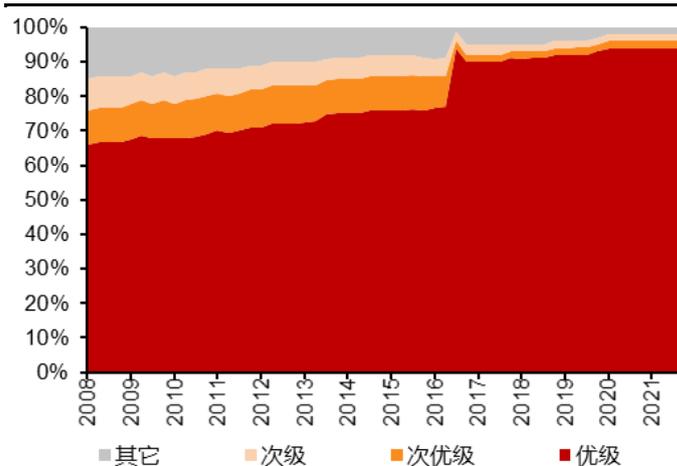


图 25: 美国住房市场供求比



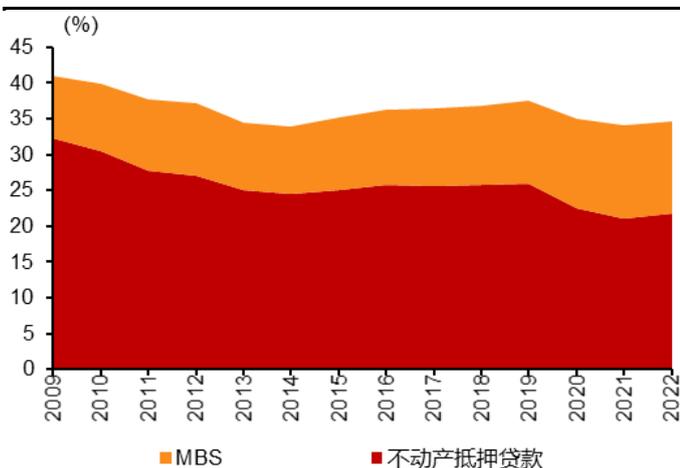
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 26: 美国抵押贷款组合质量构成



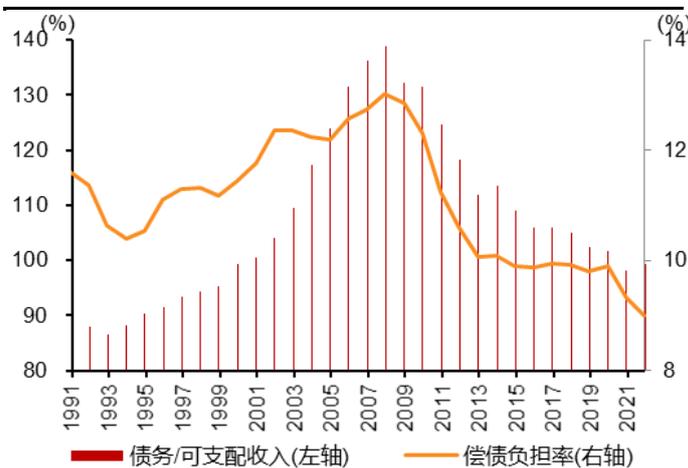
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 27: 美国银行业资产中房地产相关资产占比



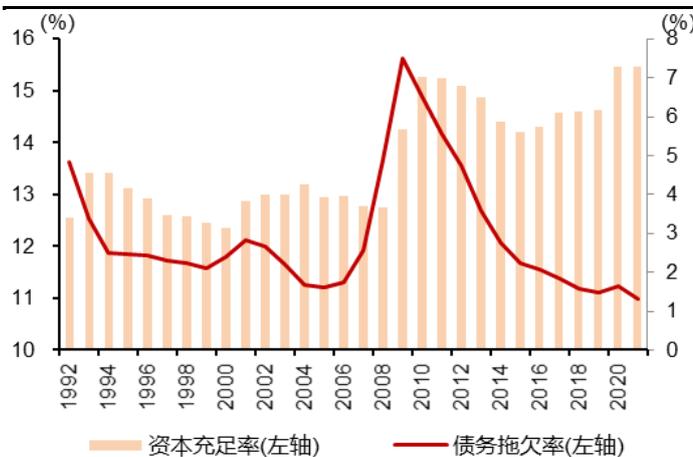
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 28: 美国家庭债务负担



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 29: 美国银行业资本充足率与债务拖欠率



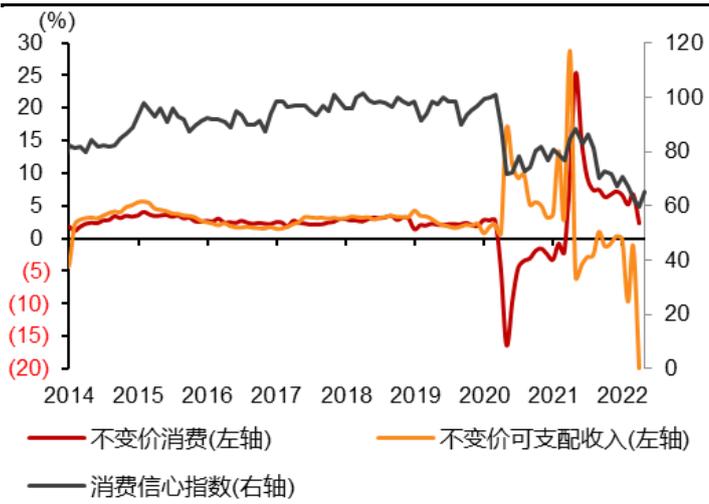
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 30: 美国金融压力指数



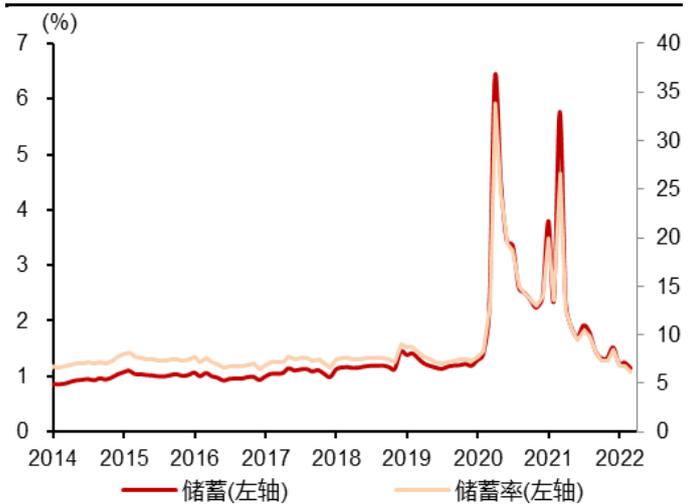
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 31: 美国家庭可支配收入与消费



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 32: 美国家庭储蓄与储蓄率



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

3. 外汇市场

美元一枝独秀创数月新高，因美联储引领紧缩及市场动荡推升避险资产需求。欧元对美元仍有贬值空间，因欧盟加快与俄能源脱钩将进一步削弱欧洲经济。日本央行立场与国际同行大相径庭，推动日元成为表现最弱的国际货币。随着欧亚经济率先走弱和全球远期衰退风险上升，商品货币伴随大宗商品价格高位回落，未来可能进一步下行。新兴市场货币整体走弱，但贬值幅度差异较大，受俄乌冲突和疫情反弹影响较大的韩元、泰铢和新台币贬值幅度较大，而受溢出影响较小且已放开疫情控制的印度和印尼面临较小本币贬值压力。

俄乌冲突恶化欧洲形势，阻断欧俄之间经贸投资往来，欧洲企业面临重构供应链、成本上升和效率下降，欧元兑美元仍有贬值空间。大宗商品价格上涨推动商品货币走强，但下半年料将回落。亚洲货币走弱，因能源原材料成本上涨、地区疫情反弹和中国需求下滑导致亚洲经济活动放缓，其中日元成为最弱势货币，因日本央行坚持宽松立场。

美元一枝独秀

国际汇市呈现美元一枝独秀格局，欧元对美元延续弱势。由于美联储引领货币紧缩和市场在动荡之际对避险资产需求，美元指数4月升值4.7%突破100并达到数月高位。美元指数主要受欧元/美元汇率影响，后者在美元指数中权重达到58%左右。由于俄乌冲突恶化欧洲安全形势并打击欧洲经济前景，欧元兑美元延续疲弱，4月对美元贬值4.7%，年初以来累计贬值幅度达到7.3%。短期内，欧洲经济前景比美国更加黯淡，欧盟加快在能源领域与脱钩将进一步打击欧盟经济，欧洲央行与美联储在紧缩步伐上的差距将持续扩大，欧元对美元仍有进一步贬值空间，在美联储没有改变鹰派态度之前，美元指数将保持相对强势。

日元仍是表现最弱的国际货币。日元对美元在4月进一步贬值6.2%，年初以来累计贬值幅度达到11.3%。在美联储引领全球央行退出宽松政策之际，日本央行反其道而行之，坚持负利率政策，加大购债力度以实现长期国债利率的上限控制。日本通胀率升至1%左右，未来仍有上升压力，但显著低于美欧通胀，日本央行长期致力于摆脱通缩阴影而收效甚微，似乎乐于见到目前通胀水平。受俄乌冲突、亚洲疫情反弹和上海封城影响，日本经济前景

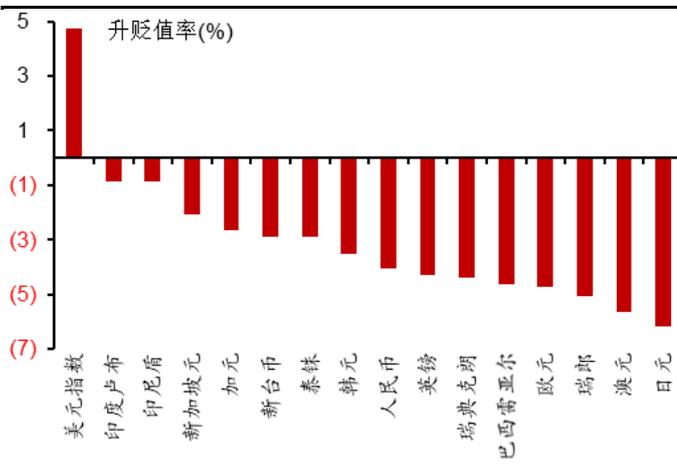
变差。日本能源进口依赖度较高，制造业在产业链中下游，俄乌冲突及参与对俄制裁推升日本能源价格，对日本制造和消费产生明显抑制；同时，亚洲地区疫情反弹和上海封城对日本产业链和供应链冲击较大。

商品货币与新兴市场货币走弱

商品货币大幅走弱，因俄乌冲突和亚洲疫情重创欧洲和亚洲经济前景，大部分商品价格高位回落。澳元对美元经历3月升值3%后，4月大幅贬值5.6%，因美联储加快升息步伐和大宗商品价格回落，澳大利亚央行5月3日宣布加息25个基点并暗示未来进一步加息，但相比之下美联储加息步伐更快，且美元在全球市场动荡之际获得避险资金青睐。加元汇率也受到大宗商品价格回落的影响，4月加元对美元贬值2.7%，加拿大央行紧密跟随美联储加快升息步伐，将对加元汇率形成一定支撑。

新兴市场货币对美元整体走弱，贬值幅度存在较大差异。巴西雷亚尔在第一季度对美元大幅升值17.6%后，4月对美元贬值4.6%，因大宗商品价格暴涨推动的升值告一段落，欧洲和亚洲经济率先走弱，全球远期衰退风险上升，打击大宗商品和巴西货币，同时巴西国内围绕财政支出法案的政治风险有所上升，也导致巴西雷亚尔走弱。受美联储加速升息、避险情绪上升和大中华区疫情反弹等因素冲击，韩元、泰铢和新台币均显著走弱，对4月对美元分别编制3.5%、2.9%和2.9%，这些经济体与中国产业链关联度高，地区疫情反弹和上海封城将对这些地区经济和货币产生显著溢出效应。印度卢布和印尼盾小幅走弱，4月对美元分别编制0.8%和0.9%，两种货币相对强于其他新兴市场货币，主要因为其经济受俄乌冲突和大中华区疫情影响较小，两个国家已完全放开对疫情控制，经济在去年较低基数上有望实现快速增长。

图 33: 4 月主要货币升贬值率



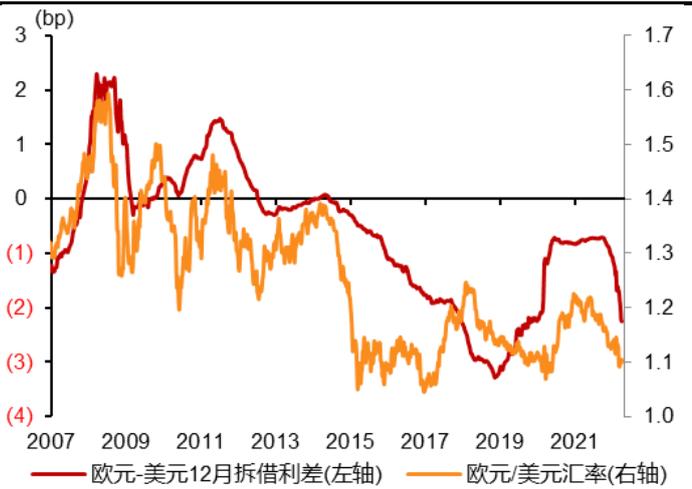
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 34: ICE 非商业净多头持仓量



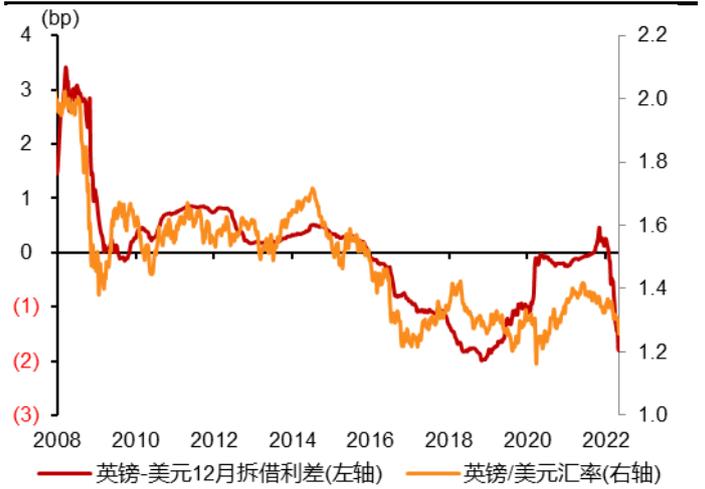
注: 非商业净多头持仓量=非商业多头持仓量-非商业空头持仓量
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 35: 欧元-美元利差与汇率



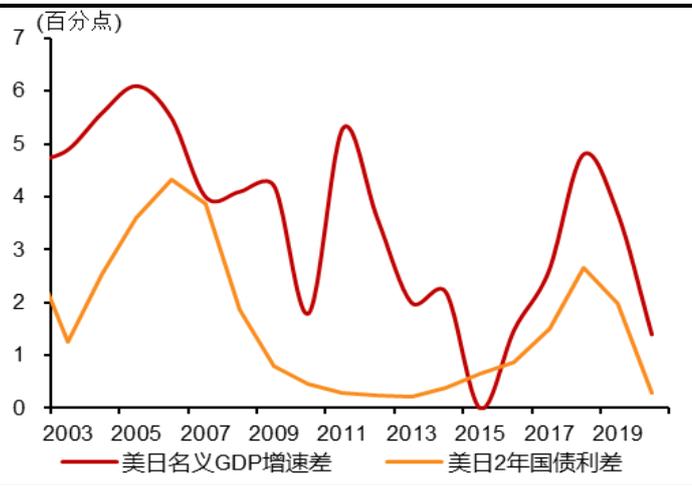
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 36: 英镑-美元利差与汇率



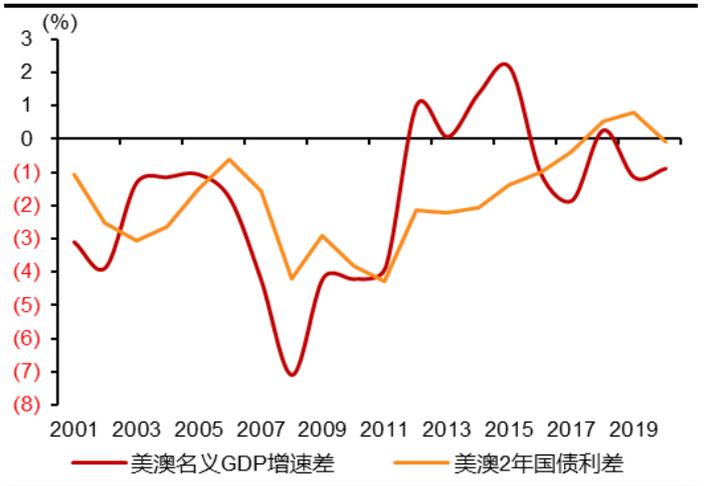
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 37: 美元-日元利差反映两国经济相对强弱



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 38: 美元-澳元利差反映两国经济相对强弱



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

4. 股票市场

通胀居高不下引发市场对美联储可能紧缩过头和经济远期衰退担心，美股出现第二轮调整，可选消费、零售和银行跌幅居前。美股面临通胀下行路径不确定和远期衰退风险，投资者对美联储实现软着陆的信心下降，加上估值偏高和盈利增速下行，美股仍有进一步下跌空间。对于过去两年大放水期间进入泡沫状态的板块，泡沫破裂过程已经发生。

美股经历第二轮调整

全球股市 4 月经历新一轮调整，主要国家股市均大幅下挫。通胀居高不下引发市场对美联储紧缩过头和经济远期衰退的担忧，美国和加拿大股市跌幅居前。上海疫情大爆发重创中国经济和亚洲产业链，亚洲股市也大幅下挫。

4 月标普 500 指数下跌 8.8%，汽车及配件、传媒娱乐、零售、银行业和交通运输业等板块下跌超过 10% 跌幅居前，食品饮料烟草、家庭及个人用品和能源等板块表现较好，录得上

涨或小幅下跌。汽车作为强周期行业，对利率和经济周期非常敏感，且作为全球化产业链最长行业之一，对亚洲疫情和供应链冲击也非常敏感，录得最差表现。传媒娱乐、零售和银行对衰退风险或收益率曲线陡峭化较为敏感，跌幅居前。食品饮料烟草需求稳定，具备涨价能力，对高通胀、加息周期和衰退风险具有一定抵御能力。能源板块因能源价格暴涨而录得强劲盈利，短期内能源价格仍在高位，对板块股价形成支撑。

4月Stoxx欧洲600指数下跌1.2%，跌幅小于美股和亚太股市，因前期俄乌冲突最紧张时期已率先下跌且欧洲股市估值相对较低。分板块来看，对加息周期敏感的科技和房地产跌幅居前，供应链承压的工业部门跌幅其次，零售、保险和银行等对衰退风险敏感的部位也明显下跌；油气、食品饮料和化工等受益于通胀周期的板块录得上涨，相对表现领先。

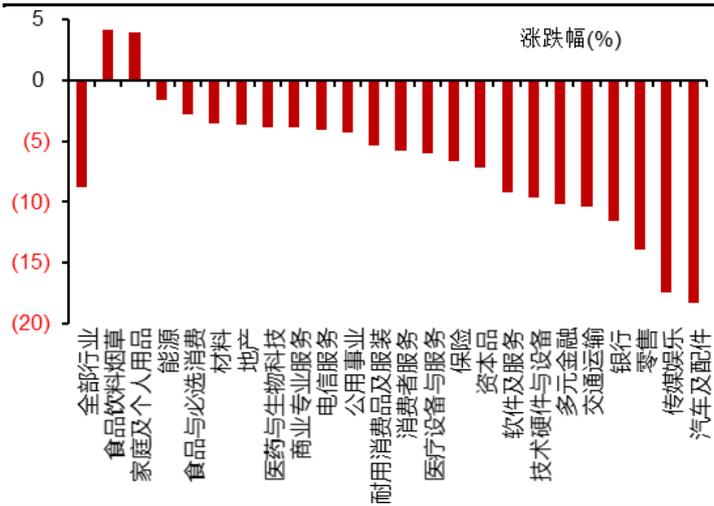
美股仍有进一步下跌空间

美联储本周加息和缩表计划凸显其随市场预期而动（behind the curve）和呵护市场稳定的鸽派之心，似乎暂时缓解了投资者焦虑，美股以创下44年来加息日最大涨幅作为回应。但美国通胀筑顶及下行路径的不确定性依然存在，远期衰退风险并未消失，美股估值依然偏贵，盈利在去年极高基数上将大幅下行，美股仍有进一步调整的可能性。

从估值水平来看，标普500指数的彭博Best PE从2021年末的23倍（过去23年85%分位数水平）降至4月末的18.1倍（过去23年70%分位数水平），静态市盈率和席勒市盈率分别从2021年末的23.6倍和38.3倍降至4月末的20.4倍和31.7倍，仍处于较高水平。由于市场利率快速上升，以穆迪Baa企业债利率的倒数衡量的合理参照市盈率从2021年末的29.7倍降至4月末的20.2倍，假设Baa企业债利率从目前5%左右进一步上升至5.5%，则合理参照市盈率将降至18.2倍。分行业来看，能源、材料、电信服务、医药与生物科技、耐用消费及服装、银行等板块Best PE低于过去23年50%分位水平。

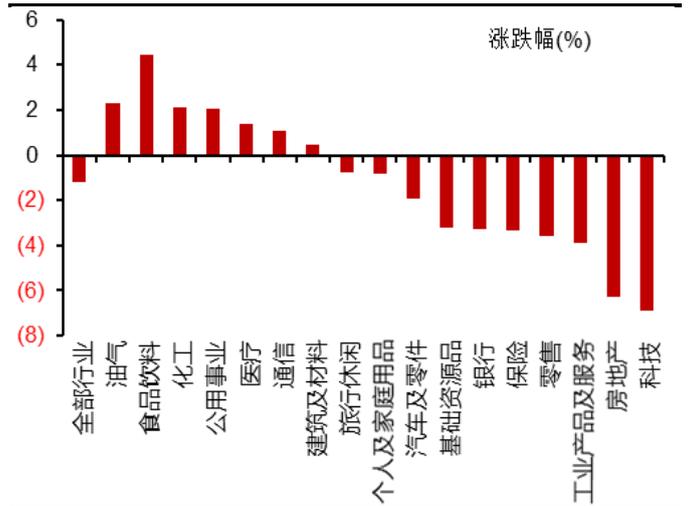
从盈利增速来看，美股企业盈利增速将随美国经济周期高位回落，2023年或出现负增长。美国过去两年大规模货币宽松和财政刺激通过家庭部门支出，主要流向美国企业，标普500指数EPS在2020-2021年两年平均增速超过13%，2021年EPS比2019年EPS高出28%，形成一个非常高的基数。2022年大部分行业销量从高位下行，营业收入等名义变量因高通胀因素仍保持较快增速，但由于成本上升、劳工短缺和终端需求走弱，盈利增速将大幅下行。2023年随着需求进一步放缓和价格回落，盈利可能出现负增长。分行业来看，2022年银行、多元金融、家庭及个人用品、电信、零售等行业EPS可能率先出现负增长。

图 39: 4 月美国标普 500 行业指数涨跌幅



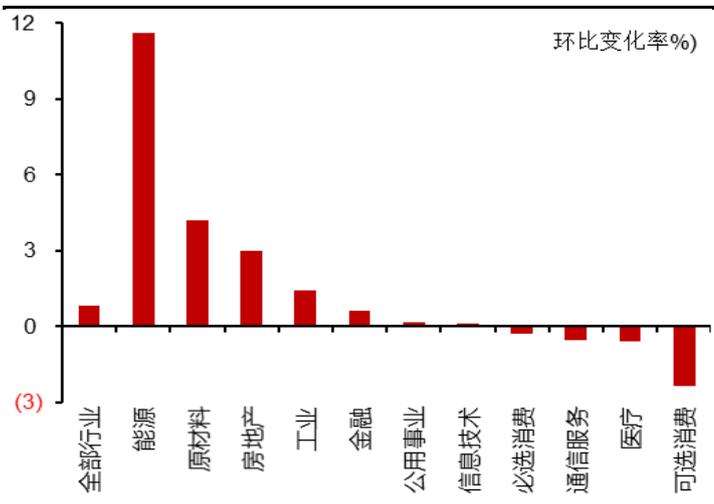
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 40: 4 月 Stoxx 欧洲 600 行业指数涨跌幅



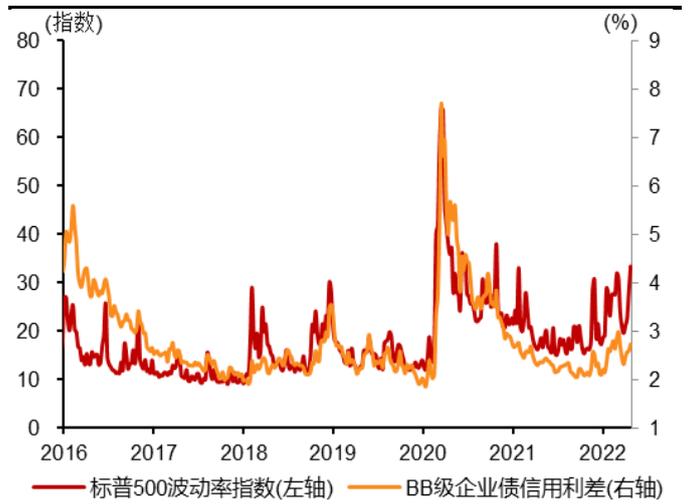
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 41: 4 月美股主要行业 EPS 预测环比变化率



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 42: 美股波动率与美国高收益债利差



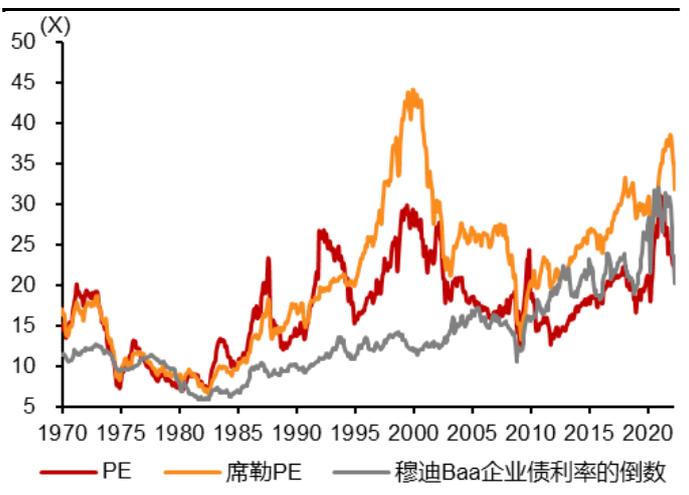
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 43: 原油与科技股



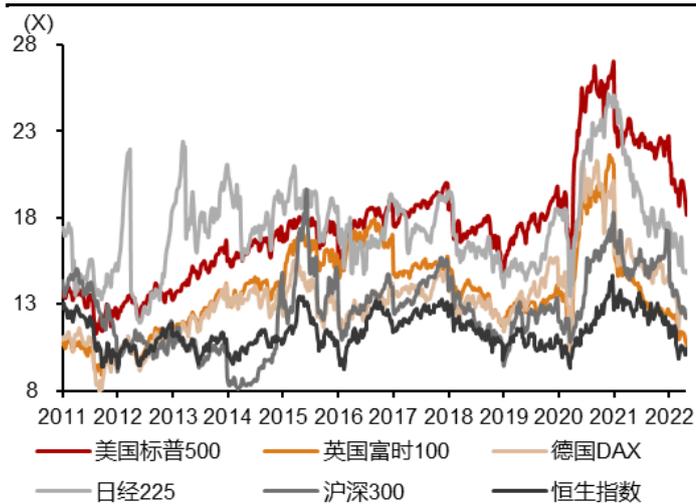
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 44: 标普 500 指数历史 PE



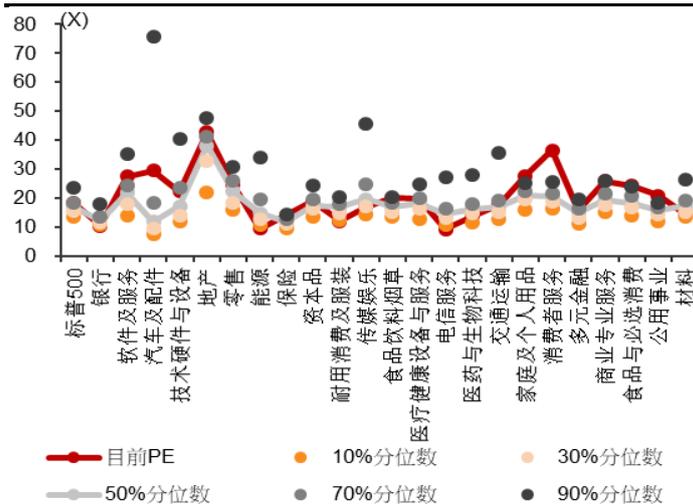
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 45: 主要股指一致预期 PE



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 46: 美股各行业 Best PE 与过去 23 年历史分位值



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

二、中国市场

1. 货币市场

货币市场利率由稳到降，因利率自律机制压降存款利率以及避险情绪推升货币市场产品需求。近期货币和存款利率下降、人民币贬值和企业信用利差下行，预示中国货币政策将进一步宽松，宽信用过程将逐步开启。

货币市场利率由稳到降，利率自律机制压降存款利率

货币市场利率由之前非常平稳转为下降。存款类机构7天质押回购利率（DR007）由3月平均2.1%降至4月平均1.86%，4月后半月平均在1.74%左右。余额宝7日年化收益率跌破2%，4月末降至1.86%。3个月Shibor利率从3月末2.37%小幅降至4月末的2.22%，银行6个月同业存单利率降幅最大，由3月末的2.48%降至4月末的2.22%。

货币市场利率下降主要由于政策因素，其次因为投资者风险偏好下降推动资金回流货币市场产品。4月政策当局通过市场利率定价自律机制，鼓励中小银行存款利率浮动上限下调10个基点，做出调整的银行将在央行宏观审慎评估（MPA）考核中得分，大额存单等存款产品的利率普遍下降10个基点左右，进而带动货币市场利率下行。此外，近期证券市场大幅波动，投资者信心低迷，对货币市场产品需求显著上升，资金回流货币市场也对货币市场利率产生向下作用。

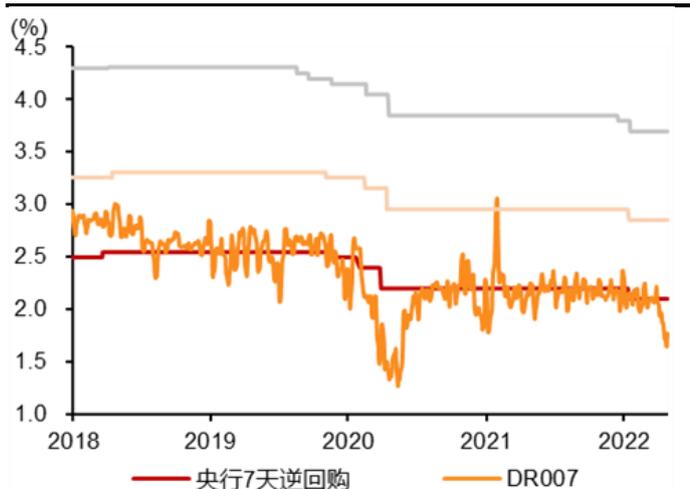
货币政策料将进一步宽松

受新一轮疫情、房地产下滑和信心低迷等因素冲击，4月中国经济活动进一步快速冷却。4月制造业和服务业PMI分别大幅下滑至47.4%和40%，新订单、经营预期、出口订单、进口、原材料采购、供应商交付和就业等分项指数全面恶化，而原材料成本指数仍居高不下。4月全国整车货运流量指数同比下降26.6%，相比3月降幅2.6%大幅扩大，其中上海与江苏同比降幅分别达到83.7%和38.7%。30个大中城市4月商品房成交套数同比下降超过50%，降幅相比3月进一步扩大，百城成交土地规划建筑面积延续大幅下滑，4月同比降幅达到34.5%。

货币政策面对经济大幅下滑，已释放加码稳增长和逐步宽信用的信号。首先，人民币汇率由强到贬，既稳出口，又为国内政策宽松创造空间。第二，货币市场利率由稳到降，推动货币流动性进一步宽松。第三，企业债尤其是民营企业债的信用利差显著下降，为信用扩张逐步恢复奠定基础。我认为降息的必要性和可能性在上升，未来两个月存在下调LPR的可能性。当前经济的最大问题是信心与需求极度脆弱，降息对于展现稳增长诚意、提振市场信心和稳定需求预期具有重要意义。对于金融稳定而言，经济基本面比中美利差和净息差更加重要。

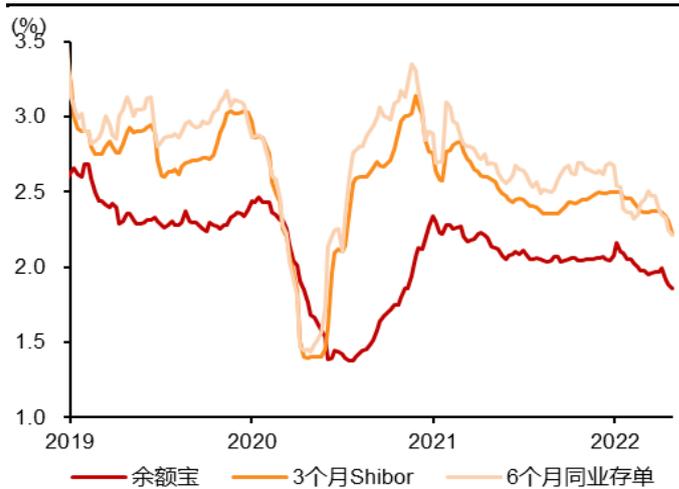
随着上海疫情逐渐好转，稳增长政策逐渐发力，经济活动最糟糕的时期可能已经过去，但未来两个月改善的步伐可能比较缓慢。首先，中国稳增长仍面临防疫情和要安全的约束，需要在动态清零与恢复经济之间艰难平衡。其次，市场信心和实体需求降至冰点，恢复需要时间。最后，发达国家普遍在抗击通胀和收紧货币政策，海外需求逐步放缓。

图 47: 中国央行政策利率



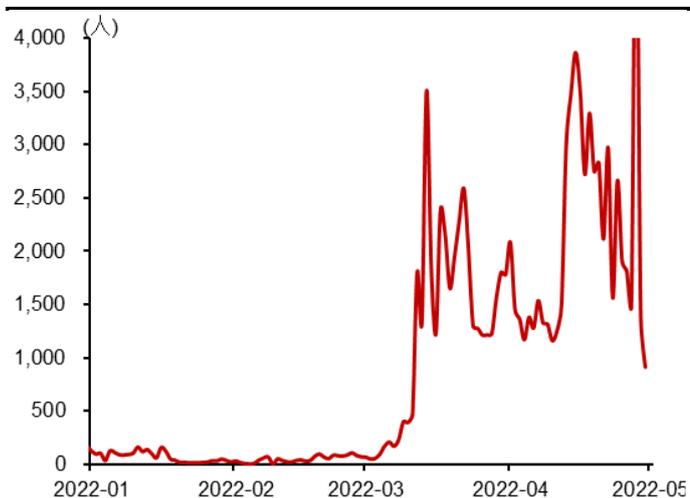
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 48: 中国货币市场利率



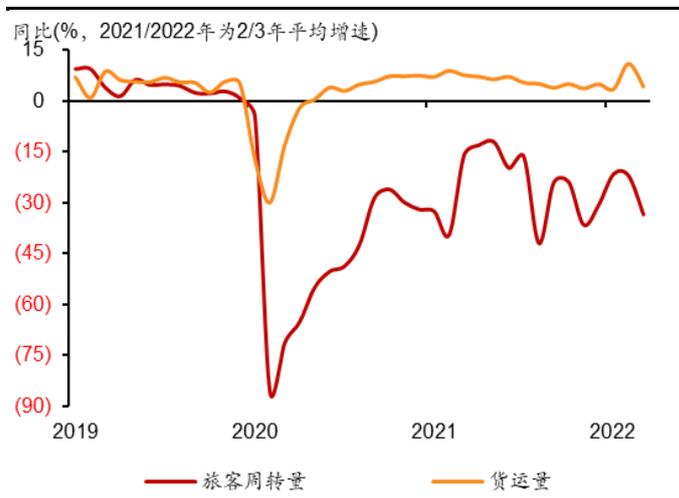
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 49: 中国新冠肺炎新增病例数



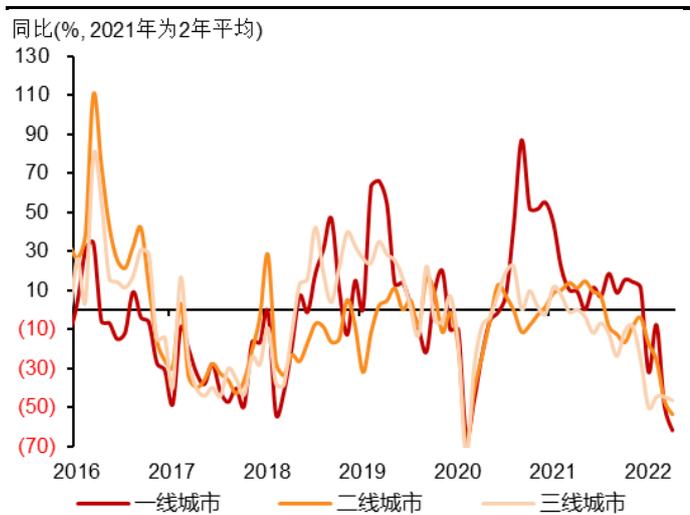
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 50: 中国交通运输业客运量与货运量增速



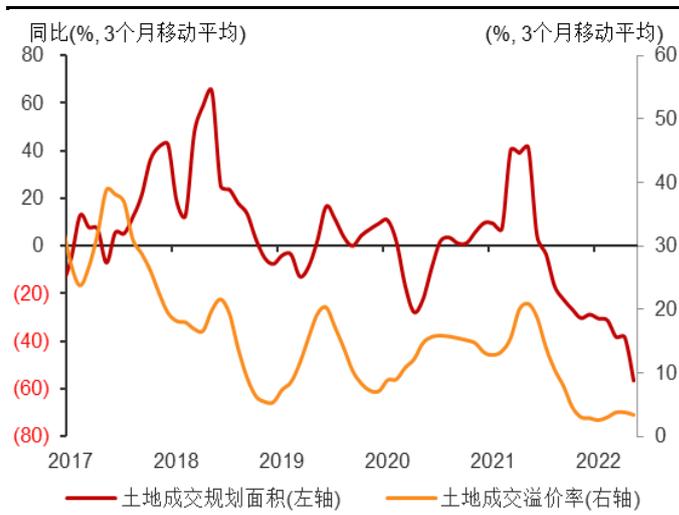
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 51: 中国 30 个大中城市商品房销量增速



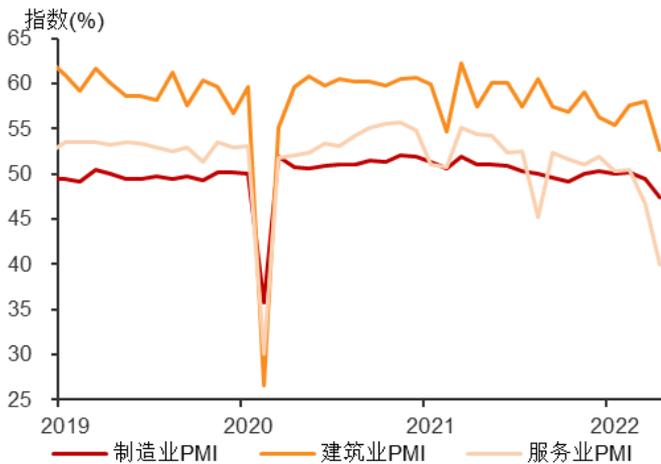
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 52: 中国 100 个城市土地成交面积与溢价率



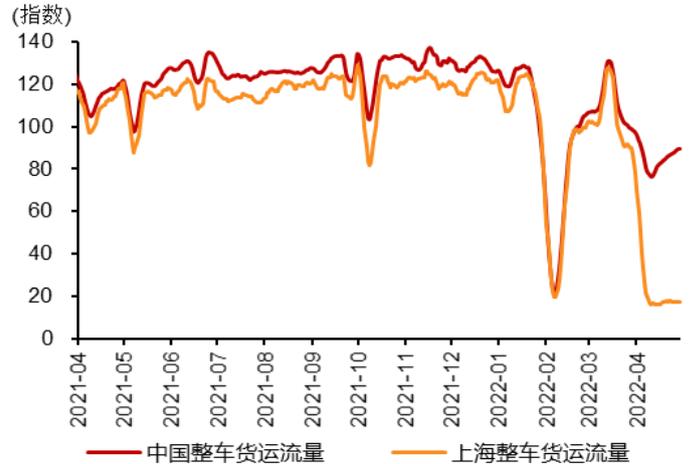
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 53: 中国 30 个大中城市商品房销量增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 54: 中国 100 个城市土地成交面积与溢价率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

2. 债券市场

中国国债利率小幅反弹，因经济已经历最差时刻，宽信用预期升温。企业债信用利差显著下降，城投、地方国企和民营企业的信用利差均有所下降，因宽信用和疏困力度加大。因经济下滑导致融资需求疲弱，企业债券融资有所下降，但政府债券融资保持同比增长态势。随着稳增长政策发力，债券融资可能逐步反弹，引领宽信用恢复和社融规模反弹。

国债收益率小幅回升

4月以来国债收益率小幅回升，7年期国债收益率从3月末2.8%升至4月末2.85%。国债收益率曲线小幅陡峭化，2年-10年期国债利率小幅上升，因货币信贷和房地产政策进一步放松，宽信用逐步开始。未来国债收益率可能先降后升，LPR可能下调将带动债市利率有所下降，但随着经济逐步企稳回升，中长期国债利率又将有所回升。

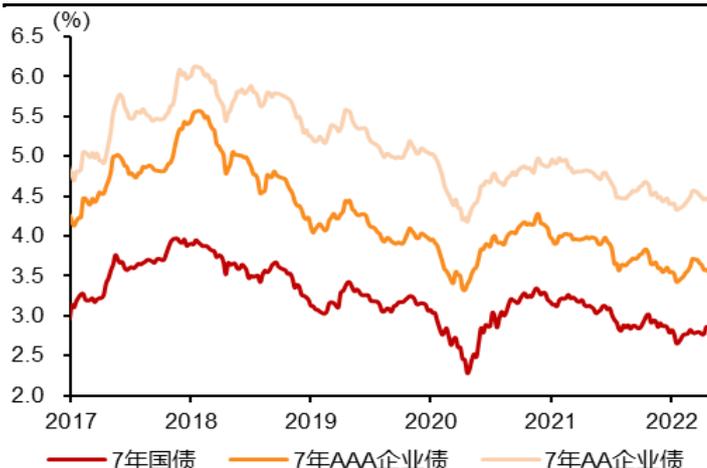
信用利差下降

由于货币流动性宽松、宽信用预期升温和政府加大对困难企业扶持，企业债信用利差显著下降。4月AA级产业债和AA级城投债的信用利差分别下降10.3和17.7个基点，中央国企、地方国企和民营企业的信用利差分别下降12、14.4和13.8个基点。

因为经济下滑导致融资需求疲弱，企业债券净融资有所下降，4月同比下降11.7%。中国银行间债券市场将启动企业债券置换，为流动性紧张的企业提供一种新的债务展期方式，有助于降低民营企业和脆弱地区城投企业的违约率，降低市场信用风险。未来随着疫情改善和经济活动开始修复，企业融资需求将有所回升，企业债券净融资可能逐步反弹。

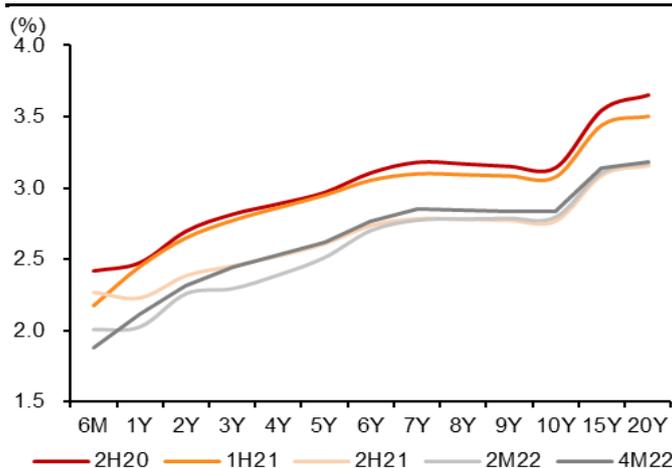
政府债券净融资保持增长态势，4月政府债券净融资同比增长7%，因政府加快债券发行支持新老基建投资。今年专项债剩余额度必须在9月底前完成发行，以提振第二、三季度基础设施投资，稳定经济增长，预计未来两个季度政府债券净融资将保持平稳较快增长，第四季度将允许使用明年一部分债券额度。由于经济形势比较严峻，中央政府有可能考虑发行特别国债作为增量财政政策，但放松地方政府隐性债务控制的可能性不大。

图 55: 中国长期债券收益率



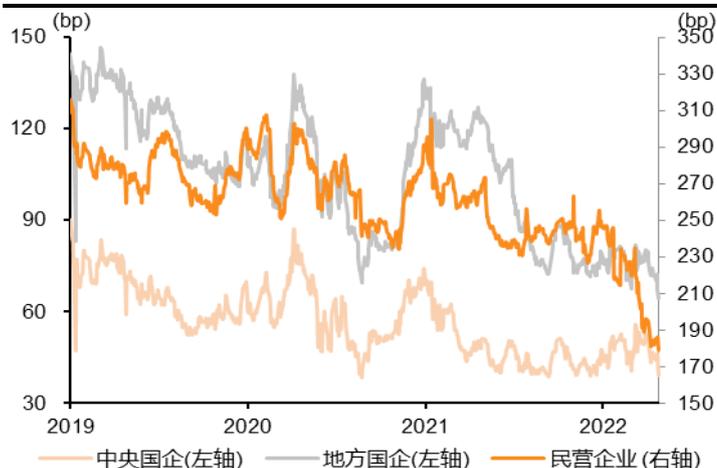
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 56: 中国国债收益率曲线



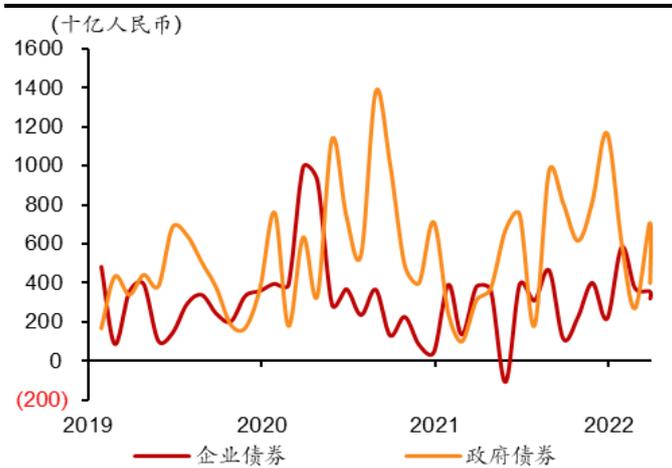
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 57: 民营企业信用利差大幅下降



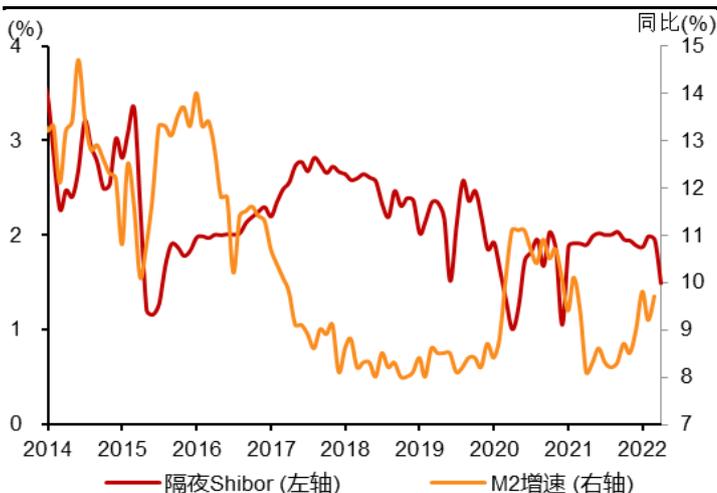
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 58: 中国债券净融资规模



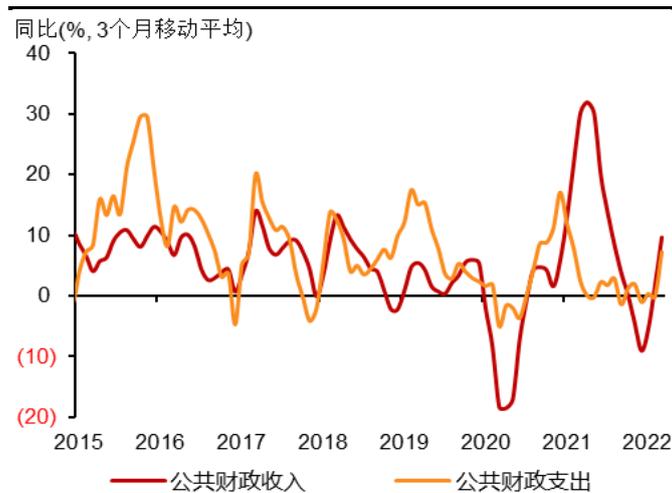
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 59: 从流动性放松到信用扩张



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 60: 中国财政支出进度加快



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

3. 外汇市场

人民币汇率由强转弱，既与美元走强和中国经济急剧下滑有关，也反映中国强力稳增长信号。短期内人民币对美元仍有贬值空间。预计人民币在此轮弱势周期中对美元贬值幅度将超过8%。但美国经济已从高位下行，中国经济有望低位企稳，美元资产估值较高，人民币资产估值较低，这将降低人民币大幅超调的可能性。

人民币由强到弱

汇率走势与利差变动高度相关，反映市场对两国经济相对强弱变化的预期，但人民币对美元此轮贬值大幅落后于中美利差变化。2021年3月以来中美利差持续下降，3个月Shibor与Libor利差从2021年2月末的2.65个百分点持续降至2022年4月末的1个百分点，中美10年期国债利差由2021年3月的1.8个百分点降至2022年5月初的-0.22，中美长期利率出现倒挂。但2021年3月至2022年4月初，人民币对美元一直偏强，在美元走强背景下人民币对美元升值2.7%左右，直至4月下旬人民币对美元开始大幅走弱，美元/人民币即期汇率从月初的6.37贬至近期的6.71，人民币对美元贬值幅度达到5.1%，当月贬值幅度超过韩元、泰铢和新台币。

从国际收支角度来看，汇率短期波动主要由金融账户交易（资本流动）而非经常账户交易（贸易流动）决定，因为与贸易有关的外汇交易在全球外汇市场交易中占比不到20%。对于新兴市场而言，经常账户状况可能影响跨境资本流动，例如当经常账户大幅恶化时，可能引发跨境资本流出，加剧本币贬值压力。

人民币此轮姗姗来迟的贬值，似乎不是跨境资本流动的驱动，因为资本流出压力最大时刻是3月中旬美欧宣布对俄制裁之后，当时从中概股市场到港股市场再到A股市场出现恐慌性抛售，但人民币对美元非常坚挺。如果人民币贬值是经常账户的作用，那么这意味着经常账户在4月下旬急剧恶化，这与上海疫情爆发时点比较吻合，但由于内需弱于外需，中国经常账户顺差大概率不会缩小。

一种貌似更合理的猜测是，中国的金融资本尚未成熟，人民币强弱主要反映中国制造业的产业链地位，过去两年人民币强势与中国制造业因率先复工复产在全球产业链地位提升有关，4月下旬快速贬值反映上海疫情导致中国制造业产业链地位下降的风险，我们确实看到近期市场对一些制造业产业链可能移出中国的担心。

可能更重要的原因是政策因素，人民币由稳到贬预示中国将加大货币宽松以强力稳增长。今年一季度人民币对美元稳定与中美经济基本面变化明显背离，反映出中国货币当局面对外部冲击（美联储紧缩和俄乌冲突）时的条件反射，即保持汇率稳定以防引发资本外流和金融市场波动，美欧对俄制裁也坚定了其加快人民币国际化的决心，所以我们看到货币政策面对经济下行非常克制。但随着经济基本面急速恶化，僵化汇率压制了国内政策空间，政策当局可能调整了汇率政策立场，为强力稳增长创造政策空间。

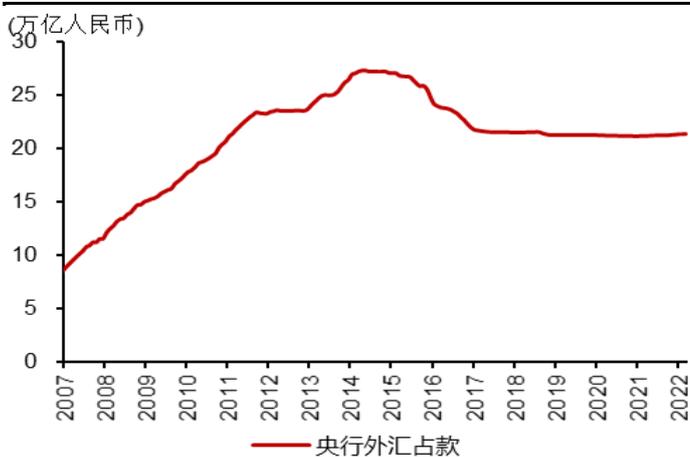
人民币仍有走弱空间

受疫情冲击和房地产下滑影响，短期内中国经济依然疲弱，中国货币政策将进一步放松，而美联储短期仍优先控通胀，延续货币政策紧缩，第二季度中美货币政策分化可能进一步

扩大，预示人民币兑美元仍有走弱空间。但中期内，美国经济将逐步下行，中国经济将从低位逐步企稳修复，美元资产估值较高而人民币资产估值较低，这将为人民币保持相对平稳提供重要支撑。

中美利差收窄和人民币汇率走弱降低了中国货币当局放松政策的意愿，但我们认为中国应该克服浮动汇率恐惧症，以更加灵活汇率吸收美元加息等外部冲击，以独立货币政策支持国内经济。只有国内经济前景改善，利差、汇率、资本流动和金融市场才能真正稳定。人民币国际化作为市场选择的自然结果，汇率并不是其决定性因素。中国经济前景、企业在国际产业链中议价力、人民币自由兑换程度、国内金融市场的竞争力和开放度以及人民币资产的收益性和安全性是更加重要的因素。例如 2018-2019 年，尽管人民币对美元贬值超过 10%，但涉外收款中人民币收款占比大幅上升，由 2017 年的 16.6% 升至 2019 年的 26.2%，因为多方面原因，既有对美贸易占比下降的因素，也有美元结算安全性下降（担心美国金融制裁）、中国金融市场加速开放等因素。

图 61: 央行外汇占款



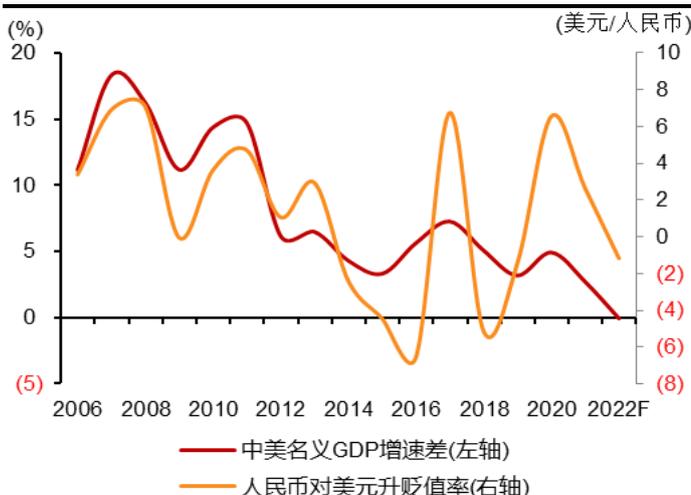
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 62: 美元/人民币汇率与两国利差变化相关



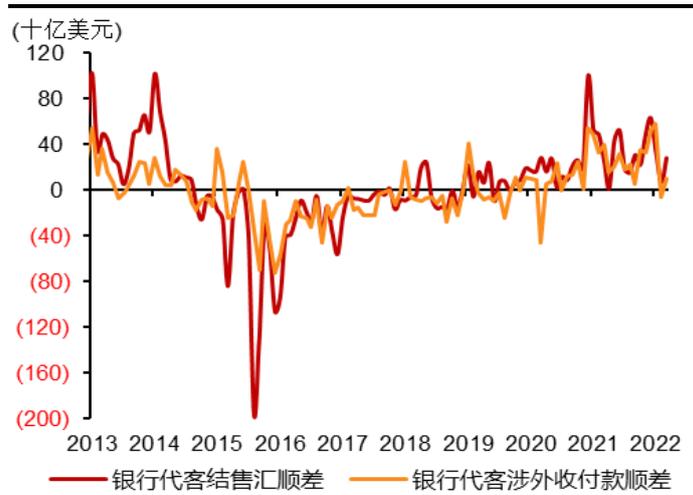
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 50: 两国汇率和利差反映经济相对强弱



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 51: 中国经历外汇流入



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

4. 股票市场

A股市场已在相对低位，但对高层会议释放的稳增长信号反应不足。由于摆脱疫情困扰的时间和美联储政策紧缩的路径均不确定，投资者信心极度疲弱，市场仍在穿越黑暗丛林。中期内，待相关不确定性消除后，市场或迎来姗姗来迟但更有空间的反弹。

市场已在低位，信心极度疲弱

4月末高层会议宣示强力稳增长的政策信号，承诺坚持5.5%增长目标，加大宏观政策力度，加强基础设施投资，鼓励地方因地制宜调整房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，支持平台经济健康发展，加快实现高水平科技自立自强，坚持动态清零但最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。

此次会议预示更有力度的政策宽松，将开启逐步宽信用过程，构筑更加牢固的政策底，但市场经历去年底中央经济工作会议、今年“两会”和3月16日金稳委会议三轮低于预期模式，信心和预期降至冰点，短期内仍面临摆脱疫情困扰的时间不定和美联储政策紧缩路径不明两大因素压制，所以对稳增长政策信号反应明显不足，并未出现大幅反弹。

4月沪深300指数下跌4.9%，其中零售、食品、耐用品及服装和运输四大行业录得上涨，而计算机、医药、半导体及设备、商业服务和资本品下跌超过10%，跌幅居前。新一轮疫情及封城推升对基本消费品、食品和部分耐用品囤货需求，支撑相关板块股价。但疫情及封城对长三角地区的计算机、医药、半导体及设备等行业产生较大影响，人流下降和经济下滑对商业服务和资本品也影响较大。4月融资余额环比大幅下降，新发股票基金份额和北上资金净流入均处于低位，显示投资者信心疲弱。

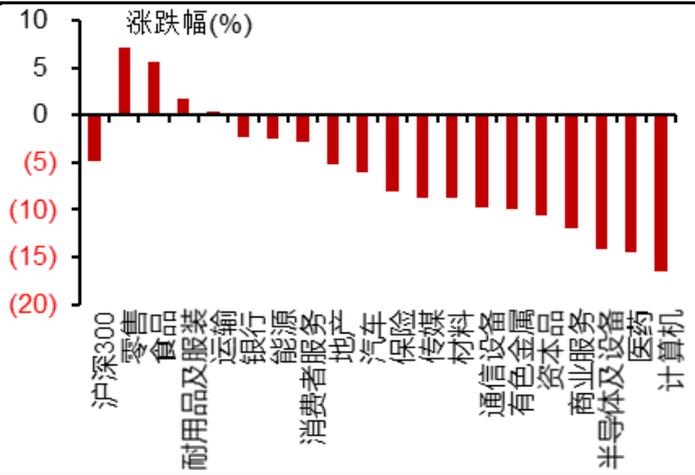
中期或迎来姗姗来迟但更有空间的反弹

短期来看，中国仍面防疫情、稳经济与要安全等多目标的艰难平衡，信心疲弱、收缩惯性和外需放缓可能持续带来经济下行压力；同时，美国通胀仍在高位，美联储短期或延续鹰派态度。可能至少需要两个月，才能看到中国经济明显改善和美国通胀显著下行趋势。由于摆脱疫情困扰的时间和美联储政策紧缩的路径均不确定，投资者信心仍非常疲弱，市场仍在穿越黑暗丛林。

中期来看，中国经济最差时刻终将过去，逐渐从极低位置企稳回升，先从基建，再到地产，最后到消费，依次展开修复。中国股票市场经历去年国内政策紧缩、今年俄乌冲突、美国政策紧缩和新一轮疫情等多重因素冲击，估值已非常有吸引力。待相关不确定性消除后，市场或迎来姗姗来迟但更有空间的反弹。

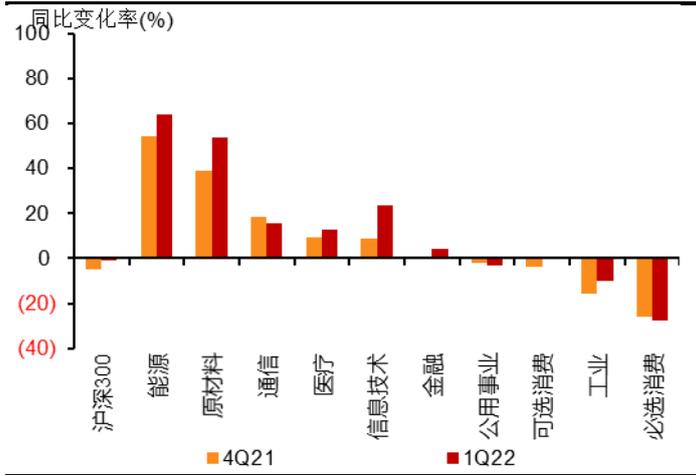
在未来可能出现的反弹中，各行业可能先普涨后分化，总体表现比前一轮反弹更加平衡。互联网板块将受益于政策向好的强烈信号和估值低位优势。房地产、基建与金融板块今年以来跑赢大市，仍有一定修复空间。随着宽信用开启，耐用消费和资本品将逐渐受到提振，部分受疫情冲击的服务消费有较大修复空间。硬科技因前期跌幅较大和情绪改善将迎来修复。能源、原材料板块也将受益于中国宽信用预期的提振，但随着全球宏观风险逐渐由通胀转向衰退，很难再持续跑赢大市。更长期来看，中国经济向消费和科技驱动的转型仍将延续，看好未来需求前景和竞争格局良好行业的龙头公司。

图 65: 4 月 A 股中证 800 行业指数涨跌幅



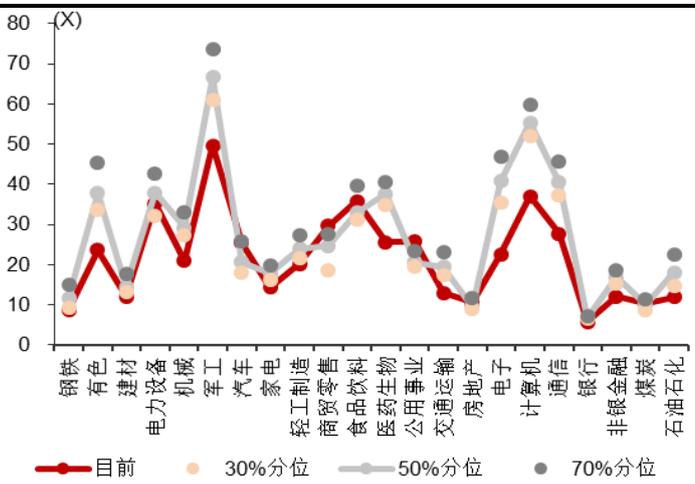
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 66: 沪深 300 行业指数 EPS 预测环比变化率



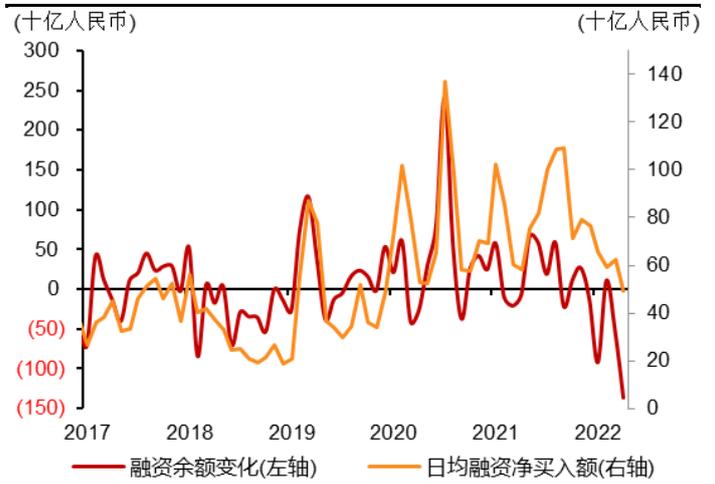
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 67: A 股各行业静态 PE 及过去 5 年历史分位值



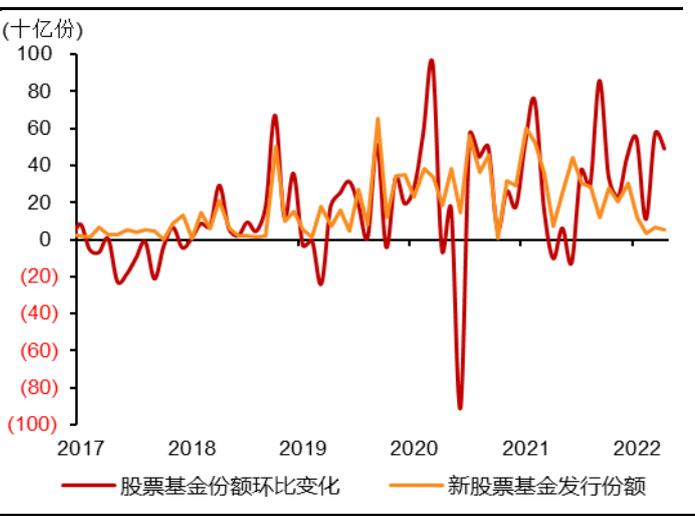
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 68: A 股融资余额变化及日均融资净买入额



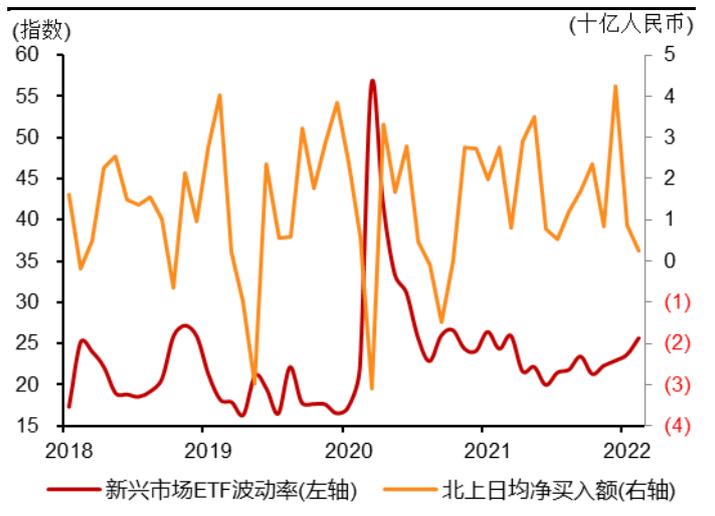
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 69: 中国股票基金份额变化与新股票基金发行份额



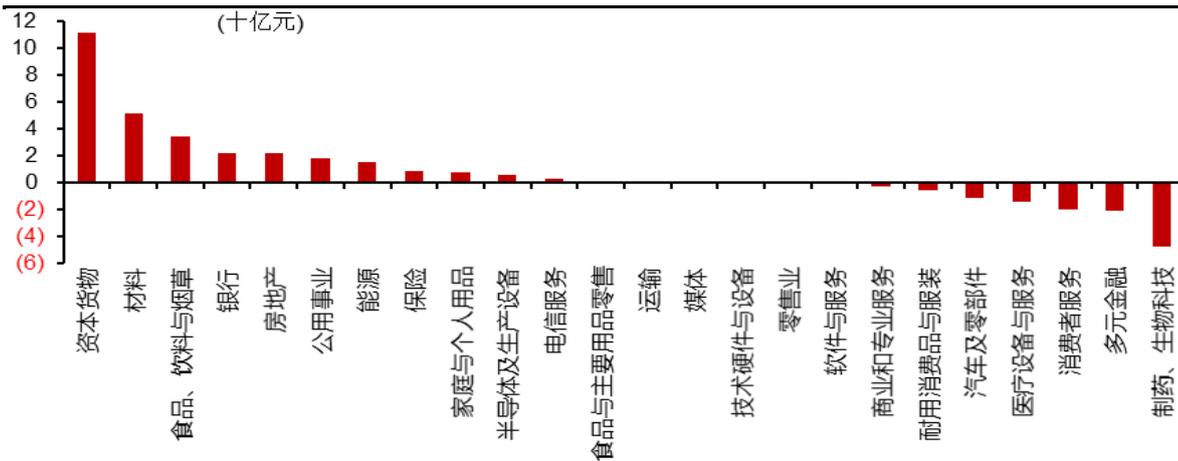
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 70: 新兴市场 ETF 波动率与 A 股通北上净买入



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 71: 4 月份 A 股各板块北上资金净流入



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

三、香港市场

1. 货币市场

随着美联储加快升息和美元大幅走强，港币汇率逐渐接近弱方兑换水平，港币利率加速抬升，香港货币市场流动性趋紧。美元加息周期可能持续至明年上半年，美元利率仍有较大上升空间，港币利率将随美元利率持续上升。

港币利率随美元利率持续上升

由于联系汇率制度，港币利率主要随美元利率变动，通过利率调整来保持港币兑美元汇率稳定。美元利率上升将吸引资金从持有港币转为持有美元，港币汇率转弱，银行港币结余下降，当触及弱方兑换保证时金管局将入市买入港币沽出美元，银行港币结余和外汇储备均会下降，港币流动性供应减少，港币利率将开始上升，直至重新恢复资本流动平衡。

随着美联储加快升息，港币利率持续面临上升压力，期限较长利率因包含远期升息预期而率先上升。但港币利率也受到本地因素和中国内地货币政策影响，在美元加息周期中上升过程更加滞后和缓慢。

4月以来港币3个月Hibor上升7个基点，同期美元3个月Libor上升30个基点，美元与港币3个月利差由3月末的35个基点扩大至4月末的60个基点。

港币汇率接近弱方兑换保证水平

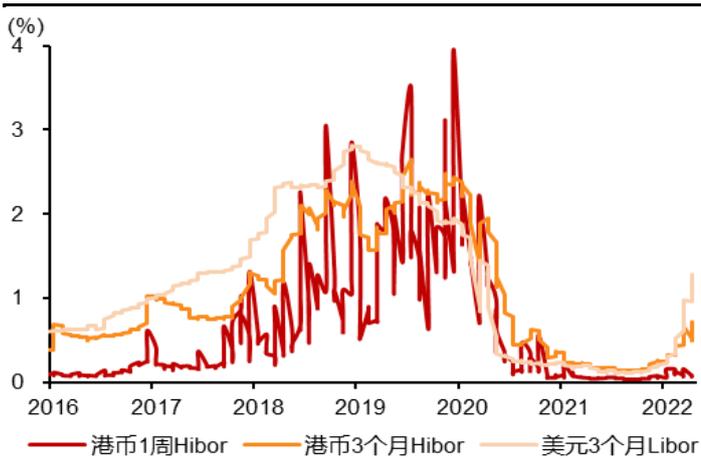
通过观察港币汇率强弱和银行总结余变化，可以判断香港资本流动情况。一般情况下，港币走弱伴随银行总结余下降，意味着资本流出，当港币不断触及弱方兑换保证需要金管局沽出美元时，则意味着显著资本流出；港币走强伴随银行总结余上升，意味着资本流入，当港币不断触及强方兑换保证需要金管局买入美元时，则意味着显著资本流入。

近期港币汇率持续走弱，美元/港币汇率由3月末的7.83升至4月末的7.847，已趋近弱方兑换保证水平，显示在美联储加快升息和美元大幅升值背景下，美元与港币利差扩大吸引套利资金卖出港币买入美元，推动港币汇率趋近弱方兑换保证水平。预计港币汇率将很快触及弱方兑换保证水平，多次触及后将引发金管局被动沽出美元、买入港币，进而带动港币利率上升。

近期香港银行总结余和外汇储备变化说明资本净流出压力上升。香港银行总结余从2021年8月末的4575亿港元降至1月末的3575亿港元和3月末的3376亿港元，外汇储备在2022年1月、2月和3月分别下降43亿美元、15亿美元和95亿美元。

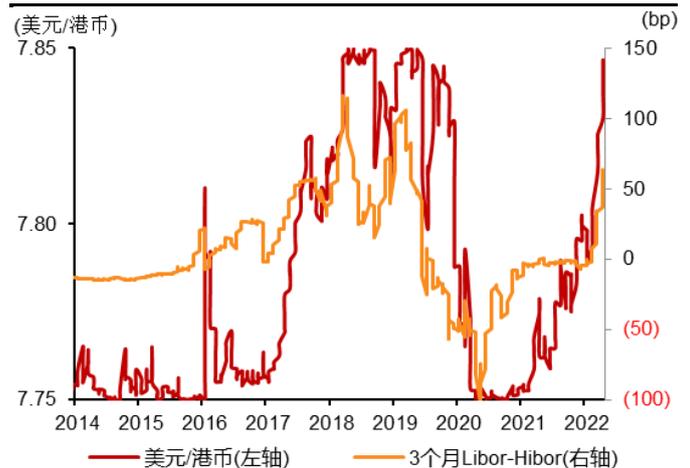
在联系汇率制度下，港币利率随美元利率变动是恢复香港资本流动平衡和保持港币汇率稳定的关键。短期内，中国内地经济非常疲弱，而美联储将延续鹰派态度，港币汇率可能维持在弱方兑换保证水平，港币利率将随美元利率快速上升，香港货币市场流动性将显著趋紧。

图 72: 港币 Hibor 与美元 Libor



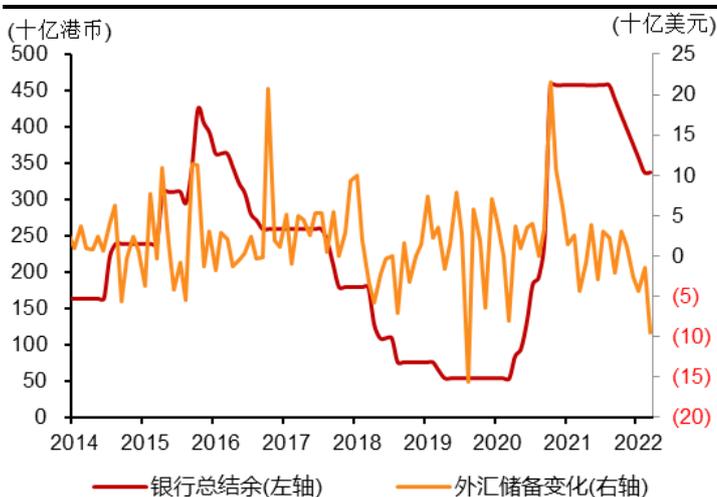
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 73: 美元-港币汇率与利差



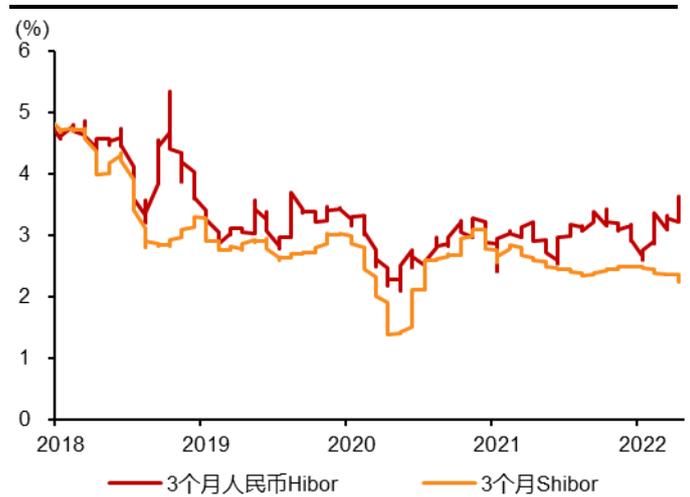
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 74: 香港银行总结余与外汇储备变动



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 75: 在岸与离岸人民币利率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

2. 股票市场

港股估值持续在历史低位水平, 但投资者信心仍受到内地经济疲弱、政策低于预期、美联储加快紧缩和地缘冲突风险等多个因素制约, 短期内很难有较好表现。中期内, 待中国摆脱疫情困扰经济企稳和美国通胀大幅下行使美联储紧缩不确定性下降后, 港股市场或迎来有较大空间的反弹。

港股经历第二轮下跌

港股市场在 3 月 16 日国务院金融稳定发展委员会会议后大幅反弹, 互联网和医疗板块领涨, 恒生科技指数涨幅一度超过 40%, 但随着政策落地低于预期、内地疫情爆发和美联储加快升息, 港股市场进入第二轮下跌。4 月恒生指数下跌 4.1%, 其中能源和必选消费因涨价和需求稳定而录得上涨, 医疗、金融、工业、原材料和综合分别下跌 8%、6.9%、6.8%、6.3% 和 4.5%, 跌幅居前。

从 EPS 预测环比调整来看，4 月恒生指数 EPS 预测环比小幅下调 1.8%，其中医疗、可选消费、地产及建筑、必选消费和信息技术五大行业下调幅度最大，EPS 预测环比分别下调 20.4%、8.4%、6.3%、5.3%和 3.6%。

从估值水平来看，恒生指数目前 PE 处于历史低位水平，低于过去 4 年 20%分位数。医疗行业 Best PE 为 40.3 倍，位于 30%分位数和 50%分位数之间；信息技术、可选消费和必选消费的 Best PE 分别为 24.6 倍、24.3 倍和 16 倍，公用事业、电信、金融、地产及建筑和工业的 Best PE 分别为 11.4 倍、8.6 倍、6.7 倍、6.2 倍和 5.9 倍，均低于过去 4 年 30%分位数。

短期可能偏弱，中期有反弹空间

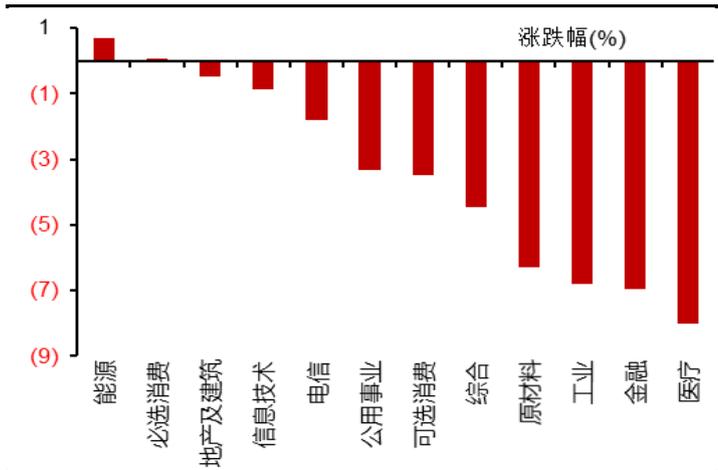
港股市场的流动性因素偏负面。港股市场中美元、准美元资金占比超过 80%，由于美元加息周期和港币利率追随上升，港股市场面临的货币流动性将明显收紧，内地货币流动性宽松只能提供部分对冲。

港股市场的盈利基本面短期偏负面，中期比较正面。港股市场的盈利基本面取决于中国经济周期，短期内由于疫情冲击和房地产下滑，中国经济处于低位，港股盈利预测仍在下调过程。但中期内，待中国经济走出疫情困扰，房地产市场逐步企稳，中国经济将逐步回升，港股盈利前景将逐步改善。

港股市场作为国际资本投资中国内地资产的离岸市场，受地缘冲突因素影响较大。短期内俄乌冲突仍在延续，中美竞争冲突风险上升，地缘政治冲突因素将对港股有扰动。

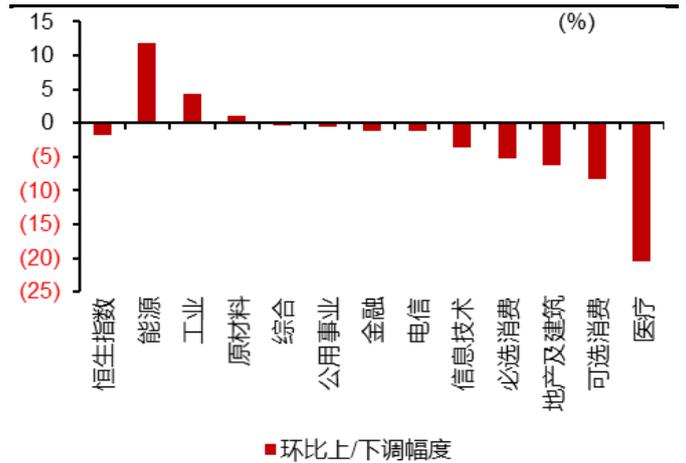
综合各方面因素来看，短期内多重风险因素仍压制港股市场，投资者信心比较疲弱，港股市场表现可能偏弱。但港股市场估值极低，待中国内地经济和美国通胀前景改善后，有较大反弹空间。

图 76: 4 月恒生行业指数环比涨跌幅



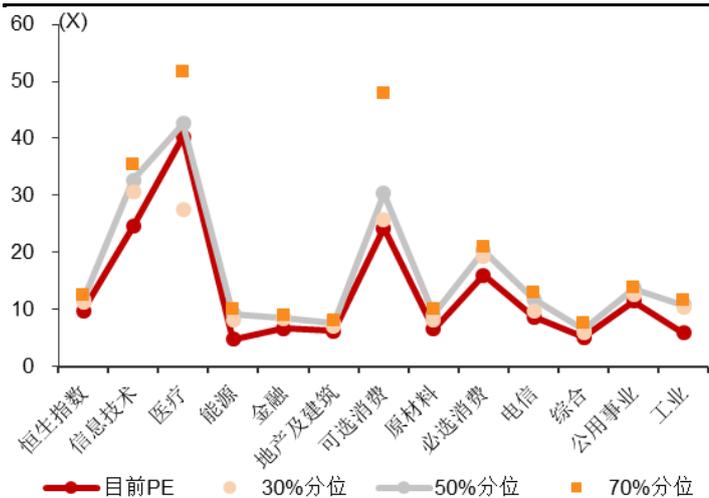
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 77: 4 月恒生行业指数 EPS 预测环比调整幅度



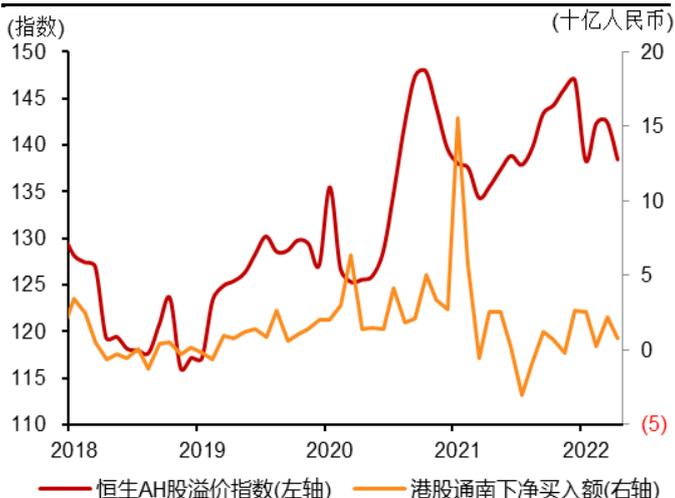
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 78: 恒生行业指数一致预测 PE 与 4 年历史分位值



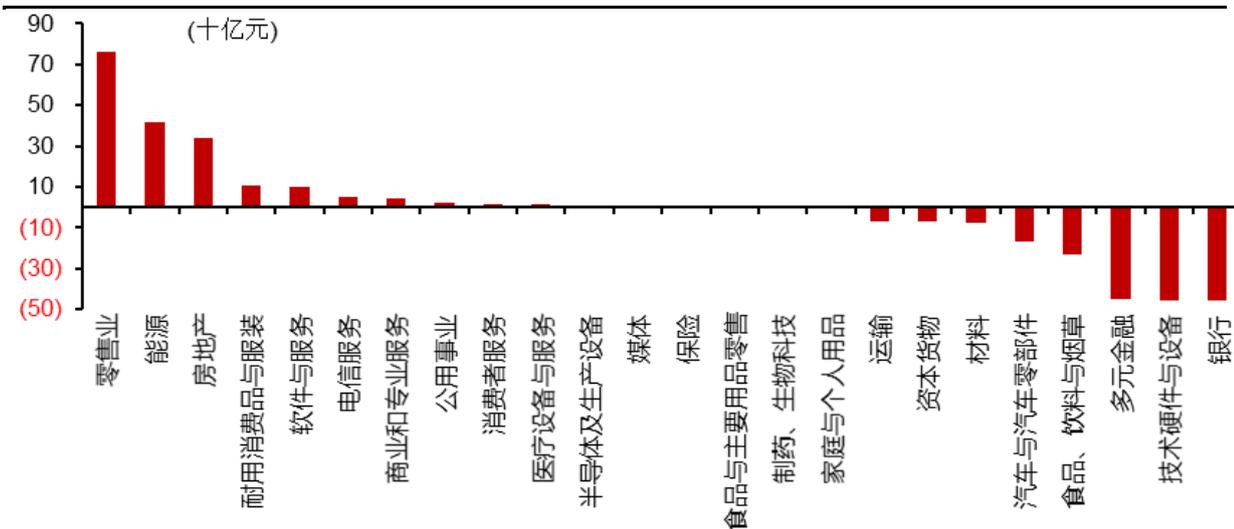
资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

图 79: 恒生 AH 溢价指数与港股通南下净买入额



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 80: 4 月份港股通各板块南下资金净流入



资料来源: Bloomberg, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。