

宏观点评 20220801

为何上半年美国“衰退”，欧洲却没有？

2022年08月01日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

执业证书：S0600121030024

duanm@dwzq.com.cn

相关研究

《DR001 破 1%反映了什么？》

2022-07-31

《7月政治局会议透露了哪些信号？》

2022-07-29

《再加 75bp, 美联储年内会加到 4%吗？》

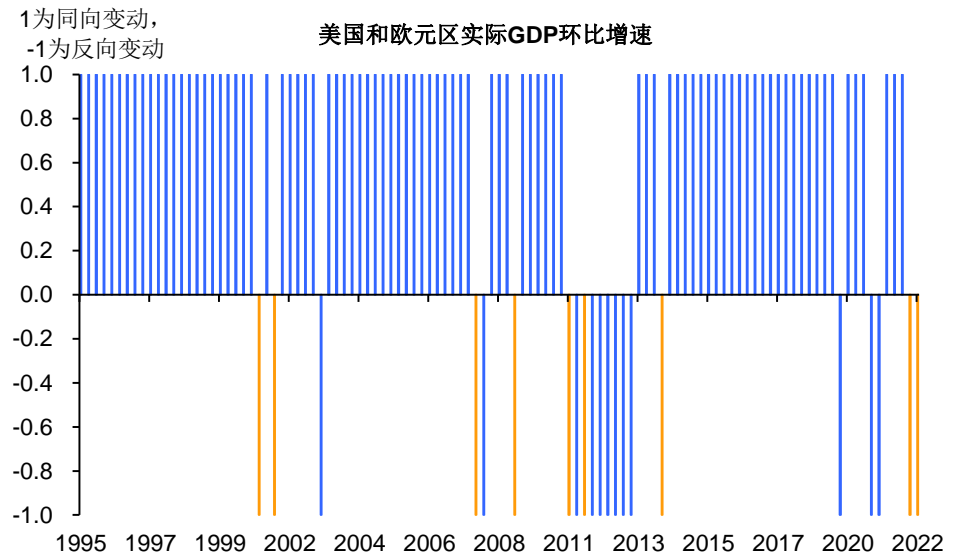
2022-07-27

- 回顾 2022 年上半年全球的经济成绩单，可能最让人惊讶的是欧洲和美国的相对经济表现——美国经济连续两个季度录得环比负增长，跌入市场所谓的“技术性衰退”，而陷入俄乌冲突和能源困局的欧洲经济（我们以欧元区为代表）却连续两个季度加速增长（从一季度环比增长 0.5% 至二季度的 0.7%）。在我们看来，欧洲的“领跑”只是昙花一现，在下半年难以为继，种种迹象表明欧洲将先于美国步入衰退，而美欧“易位”将对核心资产美元构成支撑。
- 直观地从历史上看，美国 GDP 增速为负时欧元区往往也“凶多吉少”，前者为负而后者为正的情况并不多见（图 1）。7 月 29 日公布的欧元区二季度 GDP 增速超市场预期强劲，一方面因为一季度受疫情爆发影响，基数较低，另一方面得益于二季度疫情封锁放开、压抑的需求释放，旅游消费回暖推动西班牙和意大利经济强劲反弹，GDP 增速分别录得 1.1% 和 1%，而反观以制造业为主体的德国，GDP 增速停滞（0%）。
- 而在当前这一注定要“用衰退换通胀”的牌局里，欧央行手里的牌要比美联储烂太多：更顽固的通胀、更脆弱的经济和金融环境。
- 紧张的地缘政治和金融条件的收紧下，下半年欧洲经济陷入衰退的风险较大。一方面，俄罗斯可能断供天然气增加了欧洲经济运行的不确定性，尤其是对于其天然气依存度较高的德国和意大利（图 2）。另一方面，通胀飙升既对需求造成压制，又倒逼欧洲央行加速收紧货币政策，而金融条件的收紧将对经济造成进一步的冲击。
- 3 月以来，市场对欧洲“衰退”的讨论逐渐升温，彭博统计显示“衰退”一词被谈及的数量飙升（图 3）。而 7 月末，市场认为欧元区在未来一年内陷入衰退的概率高于美国（图 4）。经济的疲弱态势已经体现在了欧元区的 PMI 数据上。4 月以来欧元区制造业和服务业 PMI 持续下滑，6 月前者跌破荣枯线至 49.6%（图 5）。而新订单与产出之差处于历史低位，体现了需求增长放缓，随着企业根据需求而调整产能，未来几个月欧元区 GDP 很可能收缩（图 6）。
- 而反观美国，尽管 GDP 增速已经连续两个季度为负，但主要贡献来自于净出口和库存，而这两项的拖累通常不具备可持续性。从先行指标来看，美国制造业和服务业 PMI 尚在荣枯线之上（图 7）。考虑到相对于欧洲，美国对于俄罗斯能源的依存度较低，受到俄乌冲突的影响也较小且内需更加稳健。因此，我们认为下半年美国经济相对于欧洲“翻盘”的几率较大。
- 值得注意的是，自二战以来美国仅出现过一次经济连续两个季度环比为负而未被认定为衰退的情形——1947 年的第二、三季度，当时主要的拖累同样来自于净出口和库存，而消费增速始终为正。
- 下半年欧美经济“易位”对于全新核心资产最直接的影响是美元指数仍会反弹，触顶不等于转向。当前市场认为美元转向的理由主要集中在两个方面：一是美国经济的衰退风险上升，二是衰退风险下美联储紧缩预期明显改变。我们认为这一判断仍为时尚早。
- 从宏观叙事上，美元的转向从来不是美国单方面的事情，除了美联储紧缩预期转向外，很重要的一点是全球经济（尤其是非美国）的增长预期触底。
- 关于美联储的紧缩预期，我们在之前的报告《再加 75bp, 美联储年内会加到 4%吗？》中已提及市场当前对于美联储转向的预期过于激进——2023 年底政策利率为 2.7%，比 6 月议息会议的目标低了 100bp，这直接导致 10 年期国债收益率下跌至 2.6% 至 2.7% 之间（图 8 和 9）。
- 我们认为 7、8 月美国顽固的通胀数据以及 9 月美联储议息会议公布新的点阵图将成为市场矫正偏鸽预期的重要催化剂，也会是美债收益率反

弹和美元走强的重要窗口

- **对于非美经济体的经济企稳**，我们在之前的报告中曾提及可以分为两个步骤：一是中国经济率先反弹，二是其他经济体、尤其是欧洲经济企稳。从目前来看，这两个条件的达成仍不成熟，7月中国制造业 PMI 回落至 49，而欧元区经济下半年的衰退风险则大幅上升。
- **风险提示**：病毒再次变异，全球疫情再次大爆发，政策被迫提前转向；俄乌冲突转向，欧洲能源供给恢复，经济迅速复苏

图1: 历史上美国经济增速为负但欧元区为正的情况并不多见



注: 橙色代表实际 GDP 环比增速美国为负而欧元区为正的情况

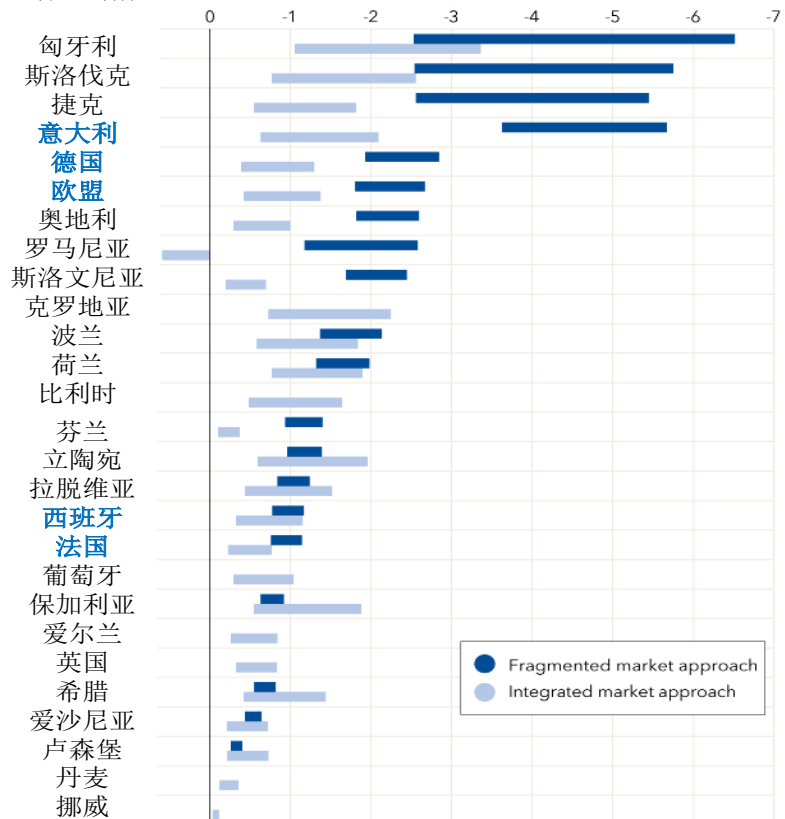
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: IMF 测算下, 俄罗斯断供天然气对欧洲各国 GDP 的影响存在分化

产出损失

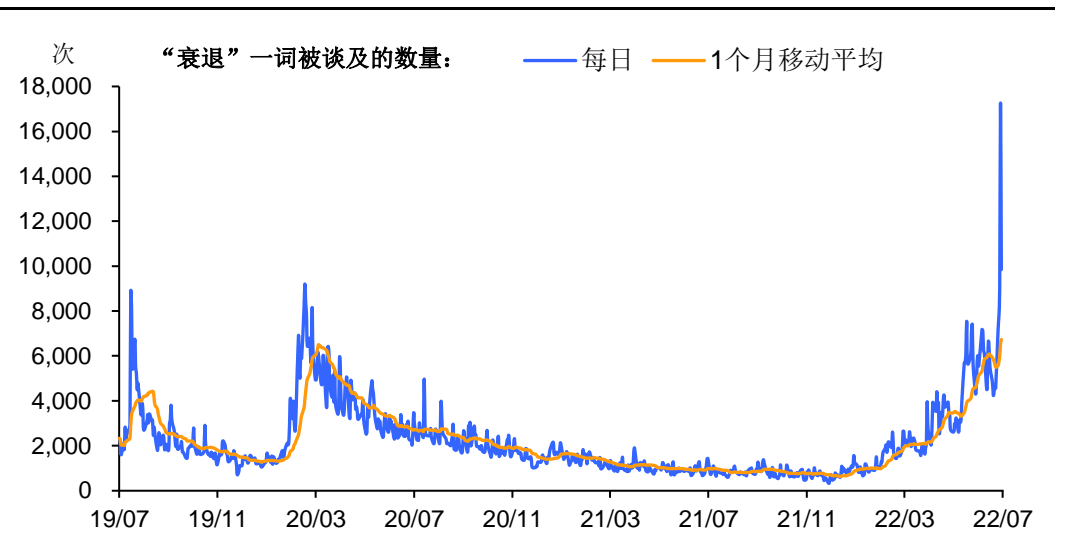
俄罗斯天然气供应中断对欧洲各国的影响存在分化

占GDP百分比



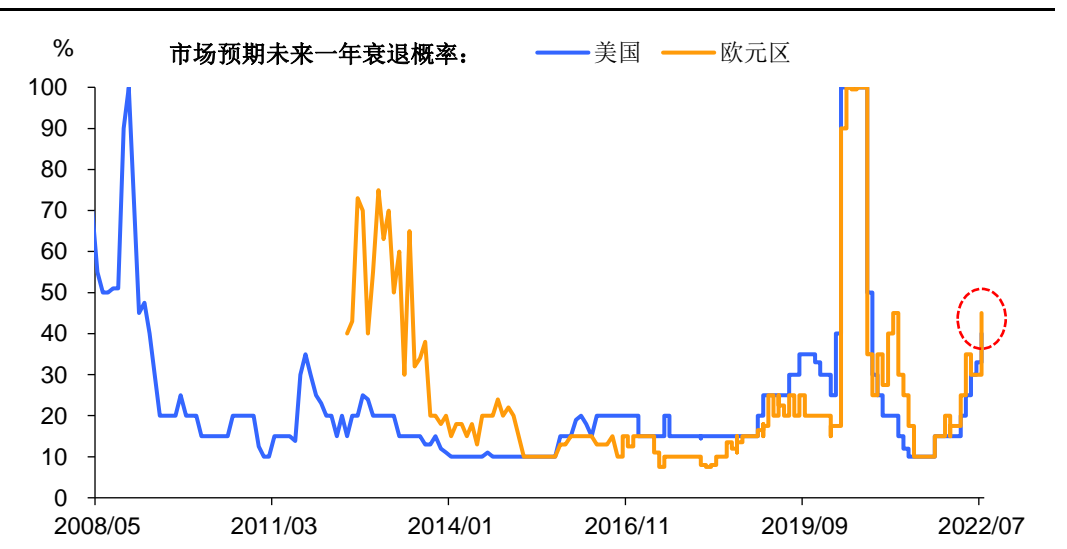
数据来源: IMF, 东吴证券研究所

图3: 2022年3月以来, 彭博统计显示“衰退”一词被谈及的数量飙升



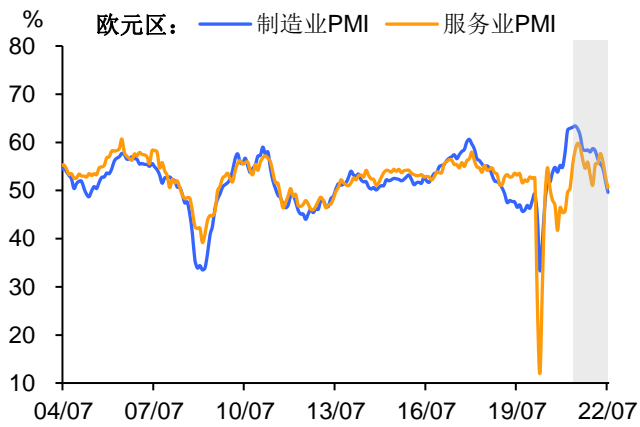
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 2022年7月末, 市场预期欧元区在未来一年内陷入衰退的概率要高于美国



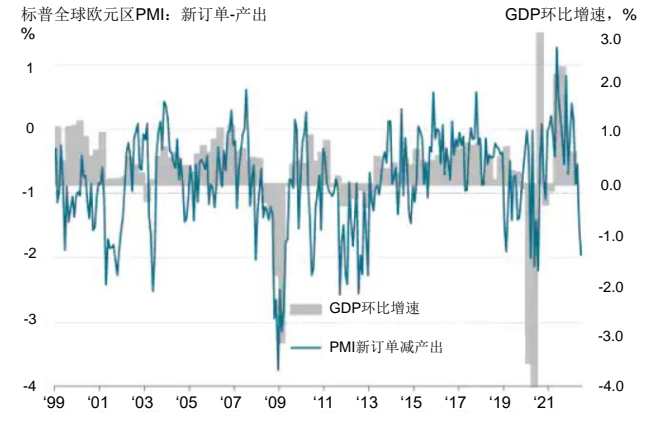
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 2022年欧元区制造业 PMI 持续下滑



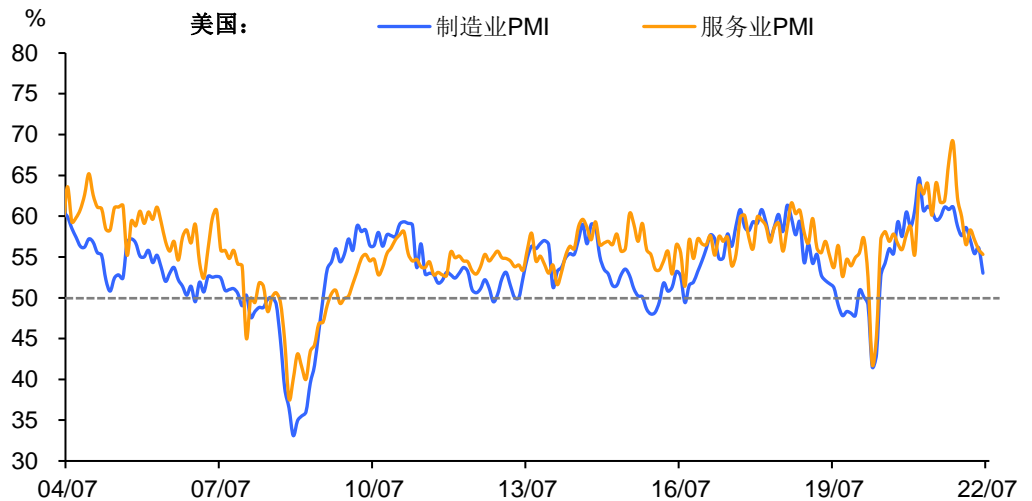
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 欧元区需求增长放缓



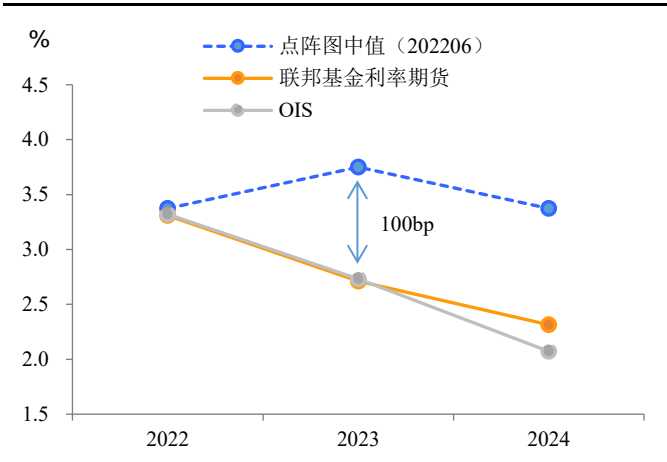
数据来源: 标普全球, Eurostat, 东吴证券研究所

图7: 美国制造业和服务业 PMI 仍在荣枯线之上



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

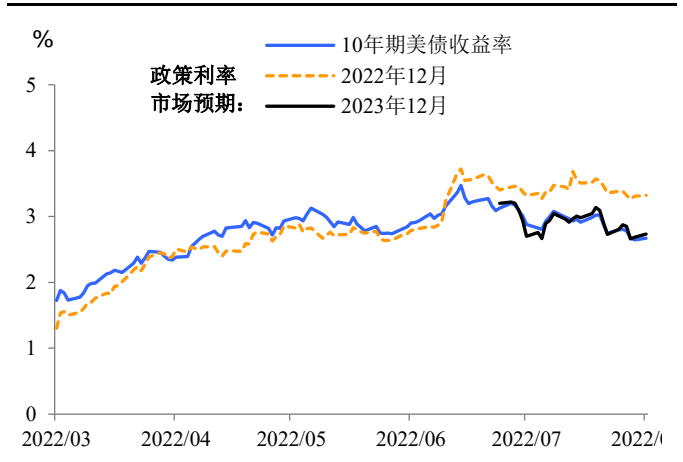
图8: 当前市场对于美联储转向的预期过于激进



注: 市场预期主要指的是联邦利率基金期货和 OIS (隔夜利率互换) 隐含的利率水平。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 对 2023 年利率水平的低估意味着 10 年期国债收益率下降存在超调



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

