

## 海外衰退风险仍不可忽视

2023年01月29日

春节假期（1月21日至1月27日），海外经济数据的回暖进一步提高投资者的风险偏好，全球股票市场基本收涨，各国国债利率亦大多上行。

海外投资者似乎已经把经济衰退抛诸脑后。我们提示，美国消费正进一步走软，且美联储或将超预期加息冷却劳动力市场，美国经济仍将大概率走向经济衰退。

### ➤ 大类资产价格表现回顾：经济数据回暖下，全球市场继续“Risk-On”

**股票市场方面**，受美国经济软着陆和美联储货币紧缩超预期影响，春节假期期间全球主要股指基本收涨。按表现排序，呈现“美股>亚太股市>欧股”。其中，纳指表现尤为突出，春节假期期间上涨4.3%，恒生指数亦大涨2.9%。

**债券市场方面**，海外主要国家国债利率大多上行。10年期德债、意债和日债利率分别上行6.5BP、10.5BP和10.6BP。

**大宗商品方面**，除黄金外主要商品均收跌。伦敦金现货小幅收涨0.1%，LME铜和WTI原油现货分别收跌0.7%和2.0%。由于欧洲能源危机趋缓，天然气价格继续走低。美国亨利港天然气和荷兰TTF天然气现货分别收跌10.5%和14.8%。

**汇率方面**，美元指数小幅下跌，非美货币升值明显。澳元、加元和人民币升值明显，分别涨2.01%、0.65%和0.41%。

### ➤ 全球经济数据情况：美国经济数据回暖，“欧强美弱”格局仍存

**春节期间**，美国经济数据呈现“软着陆”特征，即增长类数据超预期，通胀类数据表现温和。一方面，美国最新PMI和GDP增速数据均强于市场预期；另一方面，美国12月PCE物价指数增速和1月密歇根大学调查通胀预期均继续下行。

**欧洲方面**，经济数据喜忧参半，不过当前经济数据“欧强美弱”的格局仍存。欧元区1月PMI较强，但德国、英国等国均有PMI和消费中信心指数等数据不及预期。花旗经济意外指数显示，美欧近期经济数据“欧强美弱”的格局仍存。

**日本方面**，虽然通胀增速仍在向上，但不及市场预期，日本央行短期内退出宽松政策的紧迫性有限。日本央行最为关注的通胀指标：“核心核心CPI同比增速”12月录得3.0%，低于市场预期。

### ➤ 全球重要政策梳理：美联储预期加息再减速，欧央行维持鹰派

春节期间，沃勒、哈克等美联储官员发表讲话称支持2月份FOMC会议下调加息幅度。叠加加拿大央行1月份宣布未来暂停加息，市场基本完全定价美联储2月加息25BP的预期。

欧洲方面，欧央行多名管委表态支持在未来两次会议均加息50BP，鹰派抗通胀态度明显。市场预期欧央行将大概率在2月和3月各加息50BP，在5月和6月继续各加息25BP，并基本没有定价欧央行在2023年进行降息。

### ➤ 未来海外关注：美联储2月FOMC会议和终点利率超预期风险

美联储2月会议大概率将加息25BP。近期重要官员讲话以及美国连续回落的通胀增速都支持加息速度的继续放缓。除加息幅度外，2月会议还需关注美联储是否给出关于暂停加息的条件或相关线索。

市场目前对美国终点利率的预期和美联储的指引存在一定差距，短期内需要关注终点利率超预期的风险。投资者预期美联储本次加息的终点利率仅为4.9%，与美联储一直号称的“5%以上”有一定差距。我们还注意到，近期美国职位空缺的下行似乎进入了平台期，而高频的失业数据（如失业金人数）却屡超预期。这都意味着美联储对劳动力市场的降温仍任重道远。

一旦利率预期发生调整，可能会对当前投资者的风险偏好造成冲击，并引起资本市场的波动。

**风险提示：**海外地缘政治发展超预期；疫情发展超预期；海外货币政策超预期。



#### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

#### 分析师 谭浩弘

执业证书：S0100522100002

电话：18221912539

邮箱：tanhaohong@mszq.com

#### 相关研究

1. 2022年12月经济数据点评：复苏交易仍可持续-2023/01/17
2. 全球大类资产跟踪周报：预期差的定价-2023/01/15
3. 超额流动性研究（四）：从“贫富分化”看超额储蓄流向-2023/01/12
4. 2022年12月金融数据点评：政府杠杆的尽头-2023/01/11
5. 全球大类资产跟踪周报：流动性行情延续-2023/01/08

# 目录

1 春节期间大类资产价格表现回顾.....	3
2 全球经济数据情况.....	5
3 全球重要政策梳理.....	8
4 风险提示 .....	10
插图目录 .....	11

## 1 春节期间大类资产价格表现回顾

**股票市场方面，受美国经济软着陆和货币紧缩趋缓预期影响，春节假期期间(1月21日-1月27日，后同)全球主要股指基本收涨。**

其中，受特斯拉财报提振，美股涨幅领先，纳指涨 4.3%、标普 500 涨 2.5%、道琼斯工业指数涨 1.8%。亚太市场同样表现不俗，日经 225 指数涨 3.1%，恒生指数涨 2.9%。欧股涨幅相对落后，伦敦富时 100 指数甚至收跌 0.07%。

**债券市场方面，海外主要国家国债利率大多上行。**

因经济数据有所回暖，10 年期美债利率上涨 2.5BP；受欧央行官员鹰派发言和市场继续期待日央行退出宽松政策影响，10 年期德债、意债和日债利率分别上行 6.5BP、10.5BP 和 10.6BP。

另外，美国 10 年期 TIPS 利率下行 5.3BP，10 年-2 年期美债利差基本不变，但德意利差小幅走阔 4.0BP。

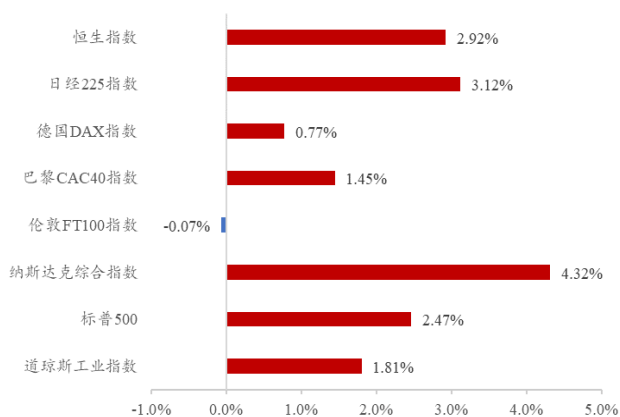
**美元指数小幅下跌，非美货币升值明显。**

汇率方面，春节假期期间美元指数小幅收跌 0.07%；非美货币中，澳元、加元和人民币升值明显，分别涨 2.01%、0.65%和 0.41%。由于日本 1 月议息会议未继续放宽 YCC 限制区间，日元走弱，兑美元贬值 0.26%。

**大宗商品方面，除黄金外主要商品均收跌。**

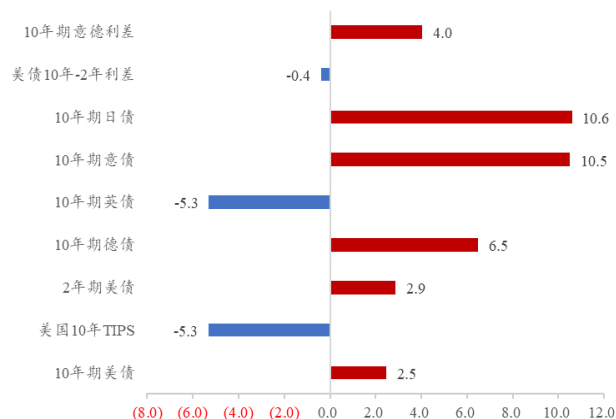
春节假期期间，伦敦金现货小幅收涨 0.1%，LME 铜和 WTI 原油现货分别收跌 0.7%和 2.0%。由于欧洲能源危机趋缓，天然气价格继续走低。美国亨利港天然气和荷兰 TTF 天然气现货分别收跌 10.5%和 14.8%。

图 1: 今年 1 月 21 日至 1 月 27 日海外股票市场表现



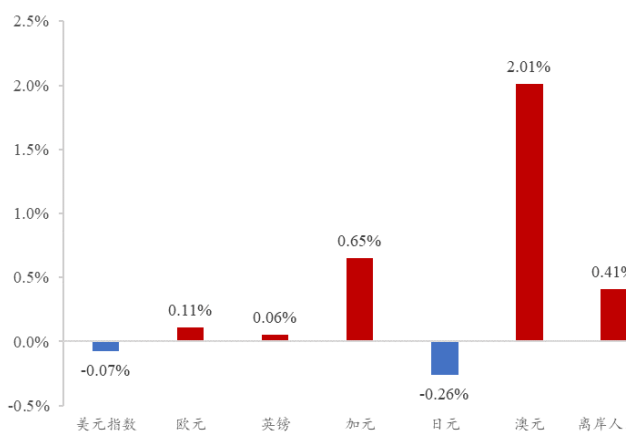
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 2: 今年 1 月 21 日至 1 月 27 日海外债券表现



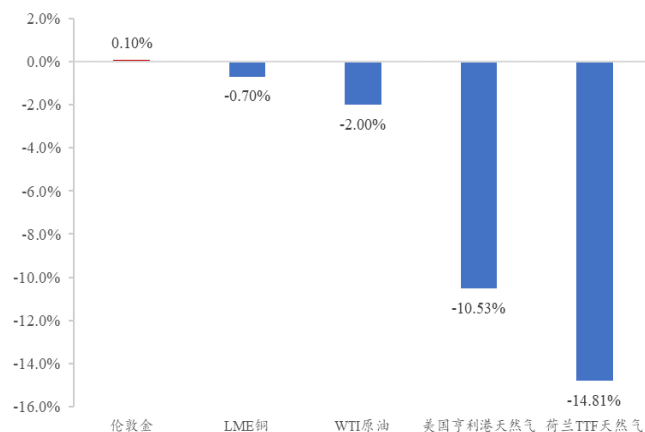
资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

图 3: 今年 1 月 21 日至 1 月 27 日主要货币表现



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 4: 今年 1 月 21 日至 1 月 27 日主要大宗商品表现



资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

## 2 全球经济数据情况

**春节期间，美国经济数据呈现“软着陆”特征，具体表现为增长类数据超预期，通胀类数据表现温和。**

1 月份美国制造业 PMI 与服务业 PMI 分别录得 46.8 与 46.6，均高于市场预期，但都位于 PMI 荣枯线下方。同时，美国 12 月新屋销售和成屋销售同样超市场预期，这意味着美国房地产市场在经历利率下行后，迎来小幅反弹。

春节期间，美国还公布了 2022 年 4 季度的 GDP 数据，数据显示美国 4 季度经济增速高于市场预期。美国 4 季度实际 GDP 环比折年率录得 2.9%，高于市场预期的 2.6%。其中，私人消费和库存变动对经济增长的拉动较为明显。但是，无论是 4 季度还是 12 月的美国个人实际消费支出都逊于市场预期，这表明美国经济增长未来或存在失速风险。

另一方面，12 月美国 PCE 通胀增速继续回落，PCE 平减指数同比增速和 PCE 核心平减指数同比增速分别录得 5.0% 和 4.4%。美国 1 月份密歇根大学通胀预期调查同样较为乐观，1 年通胀预期和 5-10 年通胀预期分别录得 3.9% 和 2.9%，均较前值回落。

**欧洲方面，春节期间经济数据喜忧参半，不过当前经济数据“欧强美弱”的格局仍存。**

欧元区 1 月份制造业和服务业 PMI 均超过市场预期。不过，欧元区、德国和英国 1 月份的消费者信心指数均低于预期，1 月份德国制造业 PMI 和英国服务业 PMI 同样不及预期。

花旗经济意外指数显示，美欧近期经济数据的背离仍然存在。但近期美欧之间经济意外指数的差距正在上升（指边际上美国经济数据优于欧洲），这或将对美元指数形成支撑。

**日本方面，虽然通胀增速仍在向上，但不及市场预期，日本央行短期内退出宽松政策的紧迫性有限。**

2022 年 12 月，日本 CPI、核心 CPI（剔除生鲜食品的 CPI）以及“核心核心 CPI”（剔除生鲜食品和能源的 CPI）同比增速分别录得 4.0%、4.0% 和 3.0%。三者均较前值上行，但日本央行最为关注的通胀指标——“核心核心 CPI 同比增速”低于市场预期，这与 2023 年 1 月日本央行议息会议的“按兵不动”相呼应。

图 5：春节期间美国经济指标情况

经济指标	时间	预期值	实际值	前值
二手房销售月环比	12月	-3.40%	-1.50%	-7.70%
美国制造业PMI	1月	46	46.8	46.2
美国服务业PMI	1月	45	46.6	44.7
美国综合PMI	1月	46.4	46.6	45
里士满联储制造业指数	1月	-5	-11	1
2022Q4 GDP环比折合年率		2.60%	2.90%	3.20%
2022Q4 个人消费支出		2.90%	2.10%	2.30%
周度首次申领失业救济人数		205k	186k	190k
持续领取失业救济人数		1658k	1675k	1647k
耐用品订单环比	12月	2.50%	5.60%	-2.10%
新建住宅销售月环比	12月	-4.40%	2.30%	5.80%
堪萨斯城联储制造业活动指数	1月	-8	-1	-9
个人收入环比	12月	0.20%	0.20%	0.40%
个人支出环比	12月	-0.20%	-0.20%	0.10%
实际个人支出环比	12月	-0.10%	-0.30%	0.00%
PCE平减指数月环比	12月	0.00%	0.10%	0.10%
PCE平减指数同比	12月	5.00%	5.00%	5.50%
PCE核心平减指数月环比	12月	0.30%	0.30%	0.20%
PCE核心平减指数年同比	12月	4.40%	4.40%	4.70%
密歇根大学消费者信心指数	1月	64.6	64.9	64.6
密歇根大学1年通胀	1月	4.00%	3.90%	4.00%
密歇根大学5-10年通胀	1月	3.00%	2.90%	3.00%

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 6：春节期间海外主要国家经济指标情况

地区	经济指标	时间	预期值	实际值	前值
欧元区	消费者信心指数	1月	-20	-20.9	-22.2
	制造业PMI	1月	48.5	48.8	47.8
	综合PMI	1月	49.8	50.2	49.3
	服务业PMI	1月	50.1	50.7	49.8
德国	GfK消费者信心指数	1月	-33.3	-33.9	-37.8
	制造业PMI	1月	48	47	47.1
	服务业PMI	1月	49.5	50.4	49.2
	综合PMI	1月	49.6	49.7	49
	Ifo企业景气指数	1月	90.3	90.2	88.6
英国	GfK消费者信心指数	1月	-40	-45	-42
	零售销售环比	12月	0.50%	-1.00%	-0.40%
	制造业PMI	1月	45.5	46.7	45.3
	服务业PMI	1月	49.5	48	49.9
	综合PMI	1月	48.8	47.8	49
日本	全国CPI(除生鲜食品)同比	12月	4.00%	4.00%	3.70%
	全国CPI(除生鲜食品及能源)同比	12月	3.10%	3.00%	2.80%
	综合PMI	1月		50.8	49.7
	制造业PMI	1月		48.9	48.9
	服务业PMI	1月		52.4	51.1

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 7：美国和欧洲花旗经济意外指数情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：美元指数或将获得支撑



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 3 全球重要政策梳理

春节期间，多名美联储官员发表讲话称支持 2 月份 FOMC 会议下调加息幅度，市场基本完全定价 2 月加息 25BP 的预期。

1 月份以来，多名 FOMC 委员都表露了支持在 2 月会议进一步放缓加息幅度的态度，其中不乏拥有投票权的委员。沃勒、哈克均明确表示支持加息 25BP；布雷纳德、罗根和鲍曼等委员虽未对加息幅度明确表态，但其讲话更多关注点在于终点利率，也没对放缓加息表示反对。

另外，1 月 25 日，加拿大央行宣布继续加息 25BP。但出人意料的是，加拿大央行表示未来将暂停加息，成为首个宣布暂停加息的 G7 央行。市场投资者通常把加拿大央行视作美联储政策的风向标，加拿大央行的态度使投资者对美联储未来的政策预期更加鸽派。

截至 1 月 28 日，根据联邦基金期货定价，市场预期美联储在 2 月份加息 25BP 的概率达到 98.4%。同时，投资者预期美联储本次加息的终点利率仅为 4.9%，与美联储一直号称的“5% 以上”有一定差距。市场还预计美联储将在下半年降息 2-3 次，与美联储“2023 年不降息”的口风也存在较大出入。

**欧洲方面，欧央行多名管委表态支持在未来两次会议均加息 50BP，鹰派抗通胀态度明显。**

欧央行管委 Nagel、Makhlouf 和 Vasle 都在 1 月 25 日发表了讲话。在讲话中，这 3 名官员都表示支持继续执行既有的政策计划——即在未来两次会议都加息 50BP。尽管新增信息有限，但强化了市场参与者对于欧央行鹰派态度的预期。

截至 1 月 28 日，据 OIS 定价，市场预期欧央行将大概率在 2 月和 3 月各加息 50BP，并在 5 月和 6 月继续各加息 25BP，并基本没有定价欧央行在 2023 年进行降息。

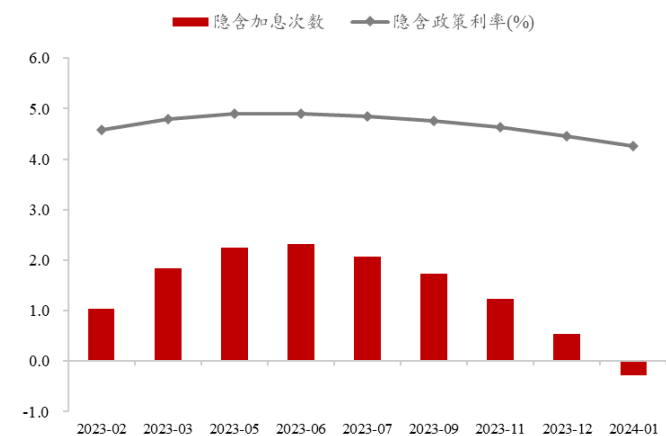
图 9：春节期间美联储 FOMC 委员讲话情况

FOMC委员名称	讲话日期	是否有投票权	讲话内容
乔治(Esther George)	1月20日	无	通胀增速仍然很高，需要更多时间去判断通胀是否处于回落的“正确趋势”；经济软着陆仍然是可能的。
沃勒(Christopher Waller)	1月20日	有	通胀有所回落但仍需谨慎，经济软着陆是可能的。应该继续收紧货币政策，但是时候放慢速度了，支持下一次FOMC会议加息25BP。
哈克(Patrick Harker)	1月20日	有	我认为今年仍将加息数次(a few more times)，未来每次加息25BP是合适的。不认为经济会衰退，预计2023年核心通胀增速下降至3.5%。
布雷纳德(Lael Brainard)	1月19日	有	货币政策需要在一段时间内保持足够限制性的水平以确保通胀持续回落至2%的通胀目标。
科林斯(Susan Collins)	1月19日	无	在将政策利率维持在充分限制性水平一段时间前，美联储仍需要以更慢的速度继续加息。仍然认为存在既降低通胀，又不会造成严重经济下行的路径。
布拉德(James Bullard)	1月18日	无	预计联邦基金利率在2023年底会保持在5.25%-5.5%的目标区间，通胀增速在2023年会下行，但可能不像市场预期的那么快；软着陆的前景比之前更加乐观了。
罗根(Lorie Logan)	1月18日	有	在看到令人信服的证据表明通胀正以可持续的方式及时回归2%通胀目标前，仍需要继续逐步提高联邦基金利率。即使已经停止加息，但假如金融条件过于宽松，仍需要重启加息。
博斯蒂克(Raphael Bostic)	1月12日	无	美国12月CPI数据公布后，博斯蒂克认为美联储可以继续放慢加息的速度。
巴尔金(Tom Barkin)	1月12日	无	通胀仍然太高，今年将继续加息；70年代经验表明，如果过快在通胀问题上放松，通胀将反弹得更激烈，这意味着美联储可能要做更多；改变通胀目标会增加控制通胀的成本。
鲍曼(Michelle Bowman)	1月10日	有	正寻找更多有说服力的通胀见顶和持续下行的信号，对未来加息幅度和终点利率的判断取决于未来的经济数据。

资料来源：美联储，民生证券研究院

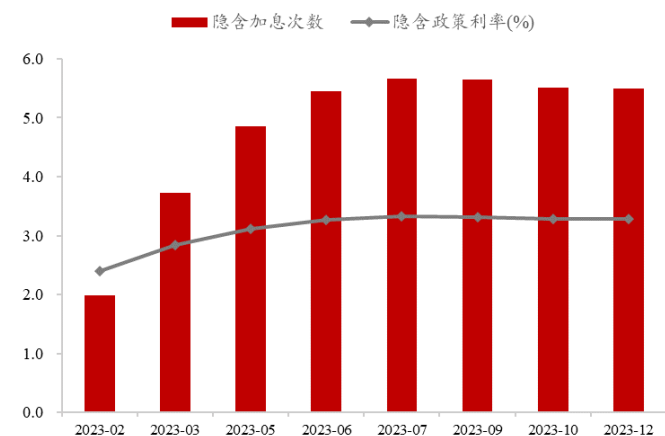


图 10：联邦基金期货隐含美国加息路径



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 11：OIS 隐含欧洲加息路径



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

## 4 风险提示

**1) 海外地缘政治发展超预期。**若地缘政治影响范围和时间继续超预期，会导致金融市场的波动难以判断，导致与本文展望出现较大偏差，但地缘政治后续发展的情况超出本文预测范围。

**2) 疫情发展超预期。**若全球疫情发展超预期，可能会对各国经济增长以及货币政策构成冲击。

**3) 海外央行货币政策超预期。**若由于海外政策超预期，会导致金融市场波动极大，资产价格变化放大，从而影响对后续市场走向判断。

## 插图目录

图 1: 今年 1 月 21 日至 1 月 27 日海外股票市场表现 .....	4
图 2: 今年 1 月 21 日至 1 月 27 日海外债券表现 .....	4
图 3: 今年 1 月 21 日至 1 月 27 日主要货币表现 .....	4
图 4: 今年 1 月 21 日至 1 月 27 日主要大宗商品表现 .....	4
图 5: 春节期间美国经济指标情况 .....	6
图 6: 春节期间海外主要国家经济指标情况 .....	6
图 7: 美国和欧洲花旗经济意外指数情况 .....	7
图 8: 美元指数或将获得支撑 .....	7
图 9: 春节期间美联储 FOMC 委员讲话情况 .....	8
图 10: 联邦基金期货隐含美国加息路径 .....	9
图 11: OIS 隐含欧洲加息路径 .....	9

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026