

交易衰退？交易宽松？还是交易滞胀？

——海外宏观一周札记 0808

研究结论

- 海外究竟在预期和交易什么？衰退？宽松？还是滞胀？近期，每每在复盘混乱的市场表现时，我们都会听到这样的提问。
- 但是从复盘当中，我们其实可以明显感受到，当下市场对重要数据/事件的冲击仍然比较敏感，那么市场丢失了中期方向的底层原因，就在于几个关键基本面要素本身在当前无法给出清晰连续的趋势——
- **经济：**美国 Q2GDP 负增长“技术性”确认了衰退预期，此后，市场对经济基本面的跟踪观察回归结构性。但是在衰退的早期阶段，各方面的经济数据表现还无法一致性地给出衰退信号，典型如影响了近期市场走势的就业市场指标，就典型地略滞后于经济周期表现。
- 在前期衰退交易已经充分发酵的基础上，巩固衰退预期可能需要更多、回落幅度更大的经济数据。而当前经济指标结构性的信号混杂，也就难以读出强化方向性的经济基本面氛围和判断。在二季度 GDP、美股财报陆续发布之后，经济基本面因素将进入一段时间的重磅信息真空期。
- **通胀：**美国 6 月通胀 9.1%（7 月 14 日发布），市场反应温和，明显有别于 6 月 10 日市场对 5 月通胀超预期读数的反应。通胀对市场的冲击有钝化迹象。向后看，短期油价走低有望带动下一期（7 月）名义通胀下行，彭博一致预期显示最新预测值 8.7% 低于前值 9.1%，如果读数符合预期，则意味着通胀在 2 个月反弹之后再次进入下行通道，理论上对应通胀风险缓释。但是与此同时，核心通胀同比预期走高，预测值 6.1% 高于前值 5.9%，本质上是地产市场的房价、就业市场的雇佣成本等核心通胀对标的指标仍然没有脱离上行趋势。我们估计随着经济持续萎缩，政策紧缩压力持续向核心通胀价格传导（例如领先指标推算住房租金增速有望在年底下行），核心通胀最早在今年 Q4 开始才有机会下一个台阶，而当前通胀传递的信号仍然是名义通胀高位波动+核心通胀顽固的局面。
- **政策信号：**在市场预期和定价超前的情况下，央行会不时出面作相机抉择式的干预，市场表现对央行干预可能存在反身性的影响——这意味着股债市场在反弹当中定价宽松的迹象越明显，政策面信号就越容易给予类似的干预反馈。
- **综上：**短期来看，关于经济衰退、通胀风险的信号可能仍然是复杂的，再加上随时会对超前的市场预期作反面对冲的货币政策信号，使得海外市场进入一段充满波动但是缺乏方向的窗口期。在这个窗口当中，我们所见的市场波动、趋势可能不具备数个交易日期以上的意义，下一个预期和逻辑测试节点，目前看可能在约 1 个季度之后的 4 季度初，届时一系列核心的宏观预期将迎接测试节点：通胀水平是否会进入有意义的连续回落？美联储是否回到常态化 25bp 加息轨道，从而表明停止紧缩、政策转向的准备？以就业为代表的略滞后的经济指标是否也将进入衰退节奏？美股盈利面是否开始显现回调压力？上述预期的证实或证伪，才有可能给予评论开头问题一个确定性的答案。

风险提示

- 衰退概率和时点预期不确定性。通胀走势不确定性。货币政策路径不确定性。

报告发布日期

2022 年 08 月 10 日

证券分析师

王仲尧 021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932

孙金霞 021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001

曹靖楠 021-63325888*3046
caojingnan@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010001

联系人

陈玮 chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

衰退周期与美股回调的历史镜鉴：——海 2022-07-20
外宏观一周札记 0720

衰退会否不期而至？：——海外宏观一周 2022-07-12
札记 0708

目 录

当周海外要点复盘	4
美国部分	4
美股财报继续发布	4
7 月非农就业大超预期	5
美联储尝试重建鹰派政策立场	6
欧洲部分	6
经济指标在预期内走弱	7
英国央行承认年内衰退可能性	7
评论：多波动，少方向的窗口期	7
未来关注	8
风险提示	8

图表目录

图 1：Q2 财报代表性美股上市公司的盈利表现 vs 预期（截至 8.5 已发布）	5
图 2：利率期货隐含的美联储加息路径预期	6
图 3：领先 3 个季度的雇佣成本指数（ECI）季度同比 vs 核心 PCE 同比（%）	8
图 4：彭博显示的 7 月美国 CPI 机构预测值	8

当周海外要点复盘

近一段时间，海外市场整体走向较为凌乱，我们时常看到的情景是：某数据/事件冲击落地后，股票市场跳空高开/低开，而后日内又走势反转。而债市波动似乎也丝毫不输股市，主权债收益率单个交易日 10bp 级别的波动甚至也已司空见惯。

在过去的一周（8.1-8.5），市场延续了这种行情风格表现，不乏波动，但缺少方向。

美国部分

- 1) 美股延续震荡反弹，但上涨节奏放缓。标普 500+0.4%，纳斯达克+2.2%，道琼斯工业-0.1%。
- 2) 美债收益率曲线再度上移，2Ty（2 年期美债收益率，下同）+33bp，10Ty+18bp，此前在市場交易宽松的过程中，短端收益率下行显著，曲线走出牛陡，近期又重回熊平。
- 3) 美元指数维持 106-107 高位震荡。

美股财报继续发布

美股财报季继续，包括大科技公司 FANG、能源巨头（壳牌、埃克森美孚）、医药（辉瑞）等受关注公司在近两周陆续发布财报信息。

总体来看，美股盈利面的好消息仍然多过坏消息，传统能源公司的历史性业绩表现自不必多说，科技巨头除苹果外，盈利同比均实现增长，各行业大公司业绩表现好于预期的情况仍然比较普遍。

财报季里的好消息是 7 月中旬以来美股市场上涨的一个重要驱动因素。我们在此前报告当中曾经提到（《衰退周期与美股盈利回调的历史镜鉴》，0720），盈利面预期尚未下修，是市场参与者普遍担忧的一个美股回调的潜在风险点。随着 Q2 财报接近披露完毕，我们倾向于认为当前美股盈利仍然具有韧性，或有的盈利面拐点可能不会在 Q2 财报季前后，而是需要等待价格因素消退（公司盈利是名义值，当前通胀水平仍高，不少公司在财报中表示涨价构成重要盈利支撑）或者幅度更深的实际经济增长萎缩。

图 1：Q2 财报代表性美股上市公司的盈利表现 vs 预期（截至 8.5 已发布）

中文名称	英文名称	市值 (十亿美元)	所属行业 (BICS)	细分行业	Q2 EPS	同比	Q2 EPS 预 测	预测同比	业绩增长/下 滑	高于/低于预期	财报以来股价 涨幅
百事可乐	Pepsico Inc	234.1	必需消费	*非酒精饮料	1.86	8.1%	1.76	2.3%	增长	高于	-0.5%
可口可乐	COCA-COLA CO	279.5	必需消费品	*碳酸饮料	0.70	2.9%	0.67	-1.5%	增长	符合预期	2.3%
卡夫亨氏	KRAFT HEINZ CO	45.9	必需消费品	*包装食品	0.70	-10.3%	0.68	-12.6%	下滑	符合预期	-3.2%
宝洁	PROCTER & GAMBLE CO	343.5	必需消费品	家用产品	1.21	7.1%	1.23	8.7%	增长	符合预期	-3.1%
特斯拉	Tesla Inc	846.5	非必需消费	乘用车-电动	2.27	56.6%	1.92	32.4%	增长	高于	10.0%
奈飞	Netflix Inc	98.0	非必需消费	特种在线零售商	3.2	7.7%	2.92	-1.7%	增长	高于	9.3%
孩之宝	Hasbro Inc	11.3	非必需消费	*玩具与游戏	1.15	9.5%	0.94	-10.5%	增长	高于	2.2%
亚马逊	AMAZON.COM INC	1402.0	非必需消费品	*在线交易市场	0.10	-86.4%	0.15	-80.2%	下滑	符合预期	12.5%
麦当劳	MCDONALD'S CORP	195.5	非必需消费品	*快餐店	2.55	7.6%	2.46	3.9%	增长	符合预期	5.6%
福特汽车	FORD MOTOR CO	61.4	非必需消费品	*汽车	0.68	423.1%	0.45	243.8%	增长	高于	15.8%
丰田汽车	TOYOTA MOTOR CORP	251.4	非必需消费品	汽车	53.65	-23.2%	53.98	-22.7%	下滑	符合预期	-0.3%
法拉利	FERRARI NV	38.6	非必需消费品	汽车	1.36	22.5%	1.30	17.1%	增长	符合预期	1.2%
阿里巴巴	ALIBABA GROUP HOLDING	240.5	非必需消费品	*在线交易市场	11.73	-29.3%	10.33	-37.8%	下滑	高于	-6.8%
通用电气	GENERAL ELECTRIC CO	81.9	工业	飞机零部件及发电设备	0.78	95.0%	0.37	-6.5%	增长	高于	9.2%
达美航空	Delta Air Lines Inc	20.1	工业	航空公司	1.44	-	1.64	-	增长	低于	0.8%
波音	BOEING CO	101.5	工业	航空航天及国防	-0.37	-	-0.02	-104.5%	增长	低于	9.6%
摩根士丹利	Morgan Stanley	144.2	金融	机构经纪商	1.44	-23.8%	1.57	-16.9%	下滑	符合预期	9.9%
摩根大通	JP Morgan Chase	337.1	金融	综合性银行	2.76	-27.0%	2.88	-23.8%	下滑	符合预期	2.5%
美国运通	American Express CO	114.7	金融	消费信贷	2.57	-8.2%	2.40	-14.3%	下滑	高于	-
美国银行	Bank of America Corp	269.3	金融	综合性银行	0.73	-29.1%	0.75	-27.2%	下滑	符合预期	3.7%
汇丰控股	HSBC HOLDINGS PLC	131.5	金融	银行&财富管理	0.32	68.4%	0.18	-5.3%	增长	高于	4.9%
花旗银行	CitiGroup	100.6	金融	综合性银行	2.19	-23.2%	1.70	-40.4%	下滑	高于	17.6%
高盛	Goldman Sachs	116.0	金融	机构经纪商	7.73	-48.5%	6.65	-55.7%	下滑	高于	10.2%
富国银行	Wells Fargo & CO	163.6	金融	综合性银行	0.74	-46.4%	0.80	-42.0%	下滑	符合预期	11.4%
房地美	FREDDIE MAC	2.0	金融	*抵押贷款机构	0.76	3700.0%	0.60	2900.0%	增长	高于	0.4%
伯克希尔哈撒韦	BERKSHIRE HATHAWAY INC	643.8	金融	*财产与意外保险	6195.53	40.8%	4696.87	6.7%	增长	高于	-0.1%
贝莱德	Blackrock Inc	96.6	金融	投资管理	7.36	-26.6%	7.90	-21.2%	下滑	低于	7.6%
英特尔	INTEL CORP	151.5	科技	*逻辑、处理器及特定应用	0.29	-77.3%	0.68	-47.0%	下滑	低于	-7.1%
维萨	VISA INC	455.0	科技	*金融交易处理	1.98	32.9%	1.75	17.7%	增长	高于	0.2%
微软	MICROSOFT CORP	2092.0	科技	*基础设施软件	2.23	2.8%	2.30	6.0%	增长	符合预期	11.4%
万事达	MASTERCARD INC	341.0	科技	*金融交易处理	2.56	31.3%	2.37	21.5%	增长	高于	2.8%
台积电	Taiwan Semiconductor-SP	447.7	科技	半导体制造	9.14	76.4%	8.5	62.5%	增长	高于	6.2%
苹果	APPLE INC	2624.0	科技	*移动电话	1.20	-7.7%	1.16	-10.9%	下滑	高于	3.8%
高通	QUALCOMM INC	166.6	科技	*特定应用通讯	2.96	54.2%	2.87	49.3%	增长	符合预期	-3.4%
德州仪器	TEXAS INSTRUMENTS INC	163.1	科技	半导体元件	2.45	23.1%	2.12	6.3%	增长	高于	11.0%
安森美半导体	ON SEMICONDUCTOR	27.6	科技	*模拟IC	1.34	112.7%	1.26	100.0%	增长	符合预期	5.9%
阿斯麦	ASML Holding NV	96.6	科技	半导体制造	3.54	40.5%	3.47	37.7%	增长	高于	7.2%
Paypal	PAYPAL HOLDINGS INC	108.7	科技	*金融交易处理	0.93	-19.1%	0.87	-24.3%	下滑	符合预期	7.4%
IBM	Intl Business Machines Corp	115.4	科技	软件与技术服务	2.31	-0.9%	2.29	-1.7%	下滑	高于	-7.2%
AMD	ADVANCED MICRO DEVICES	155.1	科技	*特定应用多媒体	1.05	66.7%	1.05	66.7%	增长	符合预期	3.4%
Meta平台	META PLATFORMS INC	440.8	媒体	*广告收入-社交网络	2.46	-31.9%	2.54	-29.6%	下滑	符合预期	-3.2%
雪佛龙	CHEVRON CORP	313.5	能源	石油与天然气生产商	5.82	240.4%	4.97	190.4%	增长	高于	6.1%
壳牌	SHELL PLC	192.5	能源	精炼与营销	1.54	116.9%	1.39	95.6%	增长	高于	1.8%
埃克森美孚	EXXON MOBIL CORP	391.0	能源	精炼与营销	4.14	276.4%	3.98	261.4%	增长	高于	1.3%
BP公司	BP PLC	97.4	能源	石油与天然气生产商	0.44	214.3%	0.35	150.0%	增长	符合预期	2.7%
优步	UBER TECHNOLOGIES INC	61.2	通讯	*互联网媒体与服务	-0.28	-148.3%	-0.25	-143.1%	下滑	符合预期	29.5%
推特	Twitter Inc	30.4	通讯	*广告收入-社交网络	-0.35	-	0.14	-	下滑	低于	-
华纳兄弟探索	WARNER BROS DISCOVERY INC	32.9	通讯	*有线网络	-1.50	-253.1%	0.05	-94.9%	下滑	低于	-22.5%
谷歌	ALPHABET INC	1515.0	通讯	*广告收入-互联网门户网站	1.21	-1.9%	1.32	7.0%	下滑	低于	2.5%
动视暴雪	ACTIVISION BLIZZARD INC	63.2	通讯	*游戏机及电脑游戏	0.48	-47.3%	0.48	-47.3%	下滑	符合预期	1.3%
爱彼迎	AIRBNB INC	73.3	通讯	*旅游信息及预订网站	0.56	-	0.51	-	增长	符合预期	-0.4%
SNAP	Snap Inc	16.4	通讯	*广告收入-社交网络	-0.26	-	-0.05	-	下滑	低于	-39.1%
AT&T	AT&T INC	131.1	通讯	电信	0.65	-27.0%	0.62	-22.5%	下滑	符合预期	-10.2%
雅培	Abbott Laboratories	191.2	医疗保健	医疗设备与装置	1.43	22.2%	1.12	9.8%	增长	高于	-0.7%
强生	Johnson & Johnson	452.9	医疗保健	制药	2.59	4.4%	2.55	11.4%	增长	低于	-1.2%
辉瑞制药	PFIZER INC	284.5	医疗保健	*大型制药	2.04	90.7%	1.85	73.3%	增长	高于	-2.4%

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

7 月非农就业大超预期

7 月美国就业指标大超预期，新增非农 58.2 万，超过预期（25.8 万）的 2 倍，失业率 3.5% 走低，平均时薪环比 0.5% 增长强劲。数据发布即刻市场的反应是股债同时跳水：美股大幅低开，但日内逐步收复失地，最终主要指数仅小幅收跌；10yT 跳升超 15bp。

此前在衰退交易的逻辑链条当中，坏的经济基本面消息意味着经济衰退的确认，以及货币政策紧缩压力的缓解，因此在不及预期的经济数据发布后，股债市场均倾向于上涨。那么市场在享受过“坏消息就是好消息”式的交易后，自然也需要接受现在的“好消息意味着坏消息”。就业市场继续传递强势信号，叠加还不错的财报季消息，是近期有关经济步入衰退的定论再度走向迟疑的主要背景。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

美联储尝试重建鹰派政策立场

7 月 FOMC 会后，不少联储官员发表讲话，共同点是强调货币政策转向没有想象中那么理所应当

Daly：有望在 2023 年后半段实现通胀目标，中性利率可能比 3% 略高。美联储与通胀的斗争“远未完成”，认为美联储最近的大幅加息意味着它不会在未来的会议上继续加息是错误的。

Mester：不认为美国已经陷入衰退，劳动力市场紧张，没有看到通胀回落的迹象。

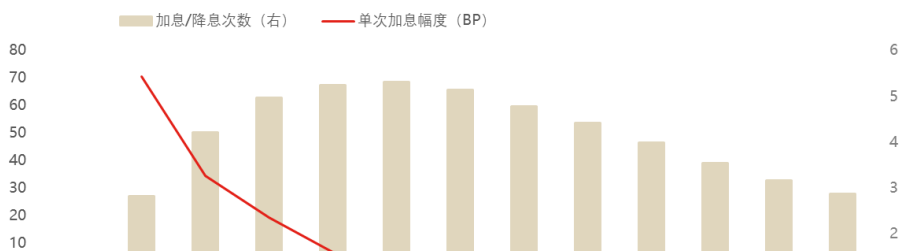
Evans：展望 9 月份联邦公开市场委员会的下次会议，肯定会再次大幅加息，50 个基点是合理的，75 个基点也是可以接受的。

Bullard：希望 22 年底联邦基金利率到 3.75%-4%（未来 3 次会上 150bp 加息）。美联储放缓紧缩需要看到有说服力的通胀回落证据。

7 月 FOMC 的记者会上，鲍威尔称未来某个时点上放缓加息是合适的，日内美股大涨，证明 7 月会上鲍威尔的沟通，可能强化了市场货币政策预期的边际放松趋势。而近一段时间我们看到他的同事们正在尽力“找补”他此前向市场传递的这一政策讯号，多数发言中都提到了对加息周期结束可能性的否定。在目前的节点上，美联储的政策信号是一个需要关注的变量：

- 1) 市场对货币政策边际宽松的预期建立在对经济衰退、通胀走势的中期预测基础上，但一则当前宏观基本面的中期可预测性并不强，二则中期预期无需短期验证，美联储官员讲话这种随时可以发布的政策信号就成为促成市场预期变化的重要变量。
- 2) 从近期官员讲话来看，美联储不希望市场对货币政策周期的预期和宽松交易过于超前。
- 3) 股债市场定价是美联储观测市场预期的窗口，自然地，我们也可以理解为市场表现在一定程度上影响了美联储何时释放怎样的政策信号。

图 2：利率期货隐含的美联储加息路径预期



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45071

