



2023 年 1 月 29 日

宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

张佳炜

资格编号: S0120121090005

邮箱: zhangjw3@tebon.com.cn

相关研究

2023 节假日海外市场跟踪#

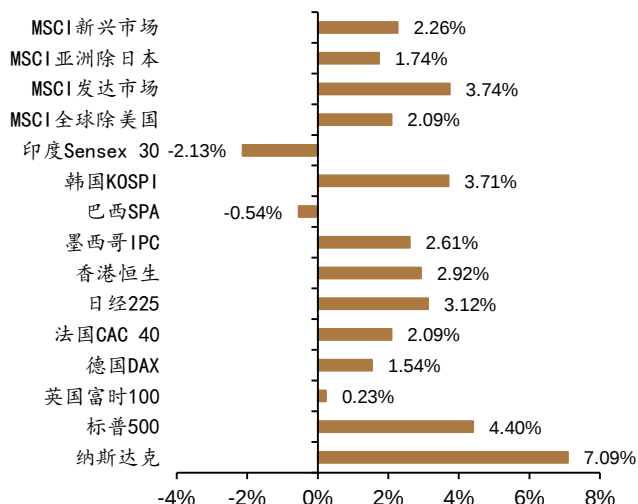
春节海外市场：紧缩放缓、衰退向浅

2023 节假日海外市场跟踪#1

投资要点：

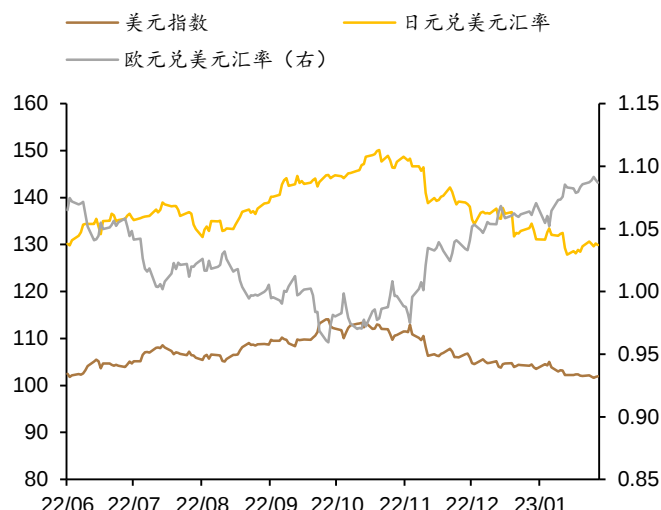
- **核心观点：紧缩放缓，衰退向浅；再待半年，警惕反转。**春节前后公布的美国经济数据“先抑后扬”，截止当周收盘最终定调美联储货币政策紧缩的放缓与经济衰退风险的边际缓释。欧洲方面，欧元区各国 PMI 触底反弹，欧元区央行维持鹰派作风，欧美经济预期与货币政策预期分化提振欧元、打压美元指数。向前看，我们认为**紧缩放缓**（美国通胀回落→美联储货币政策紧缩放缓→美元流动性改善）与**衰退向浅**（超额储蓄维持→经济韧性延续→衰退风险边际缓释）两条交易主线能贯穿整个上半年，但长期总供给收缩意味美联储需要拉长紧缩久期、触发更深幅度衰退才能实现通胀目标，因此须警惕下半年紧缩与衰退预期交易的反转。
- **经济数据：先抑后扬，最终定调紧缩放缓、衰退向浅。**美国方面，1月18日公布的PPI、零售、生产数据均不及预期，紧缩预期放缓与衰退预期深化“双杀”下，美股美元与美债利率全线下跌。1月24日，标普全球公布的1月美国PMI虽超预期但持续在荣枯线以下，再度引发衰退交易。1月26日，美国公布四季度GDP季环比年率初值录得2.9%（分析师预期2.6%，美联储Nowcast预测3.5%），服务缺口与被动累库提振服务消费与库存，分别拉动+1.16%与+1.46%的GDP增速，抵消掉住宅投资-1.29%的拖累。1月27日，美国公布12月PCE数据，PCEPI与核心PCEPI同比分别录得5.0%与4.3%，均持平预期。若美联储在2月FOMC加息25bps至[4.5, 4.75]%，则联邦基金利率下限将首次超越核心PCEPI，开启“正利率”时代。欧洲方面，部分得益于暖冬的影响，密集发布的欧元区PMI数据普遍好于预期，市场对欧元区衰退的预期有所改善，欧美经济预期分化打压美元。
- **货币政策：联储锁定2月25bps加息，联邦政府触及债务上限。**美国方面，春节前后公布的经济数据叠加美联储副主席Brainard、WSJ记者Nick Timiraos的预热基本锁定美联储2月加息25bps的预期，截止本周收盘，市场预计美联储3月再加息25bps的概率为84%，但5月再加息25bps至[5.00, 5.25]%概率仅有26%。1月19日，美国财政部触及债务上限，财长耶伦宣布采取临时措施维持政府运转。根据两党政策中心测算，这一“续命”操作最多维持至10月底。非美方面，1月26日加拿大央行如期加息25bps，并成为首个提出考虑暂停加息的央行。与之相反，欧央行则坚持鹰派政策取向，1月20日欧央行行长表示中国的重启或放缓全球通胀下行速率，市场预期欧央行或在2月与3月各加息50bps。而在市场押注日本央行将很快调整YCC政策目标的当下，日本央行行长发言和近期公布的12月货币政策会议纪要均支持当前宽松货币政策不应改变。
- **市场表现：美股领涨全球，美债利率协同美元震荡走弱。**1月20日-1月28日，全球主要股市均录得正收益，其中美国股市领跑全球，纳斯达克指数大涨7.09%，标普500指数上涨4.4%；香港恒生指数在开盘2天内涨幅达2.92%。由于前期估值已处于较高水平，印度和巴西股市分别下跌-2.13%和-0.54%。美元方面，美国国内“紧缩放缓、衰退向浅”与欧元区货币政策紧缩持续、经济预期触底回升共同导致美元指数震荡走弱。美债方面，“紧缩放缓、衰退向浅”预期博弈下，10年美债利率全周在3.45%-3.5%的区间保持震荡行情。
- **风险提示：美国衰退过早到来；美联储加息放缓不及预期；通胀下行速率不及预期。**

图 1：1 月 20 日-1 月 28 日全球主要股市涨幅



资料来源：彭博，德邦研究所

图 2：美元指数与欧元、日元汇率



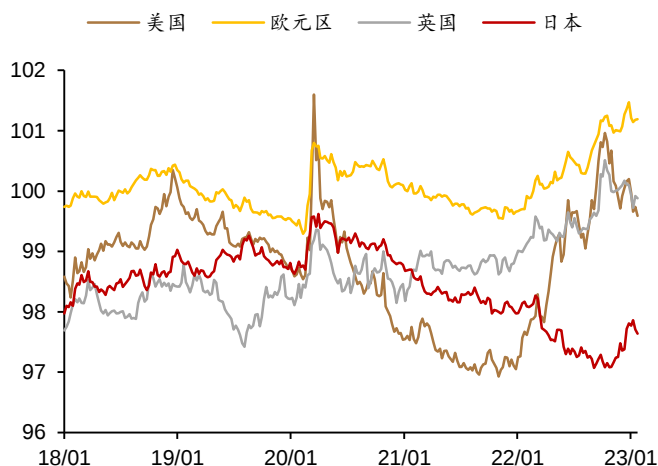
资料来源：彭博，德邦研究所

图 3：美国、德国、日本、英国 10 年期国债利率



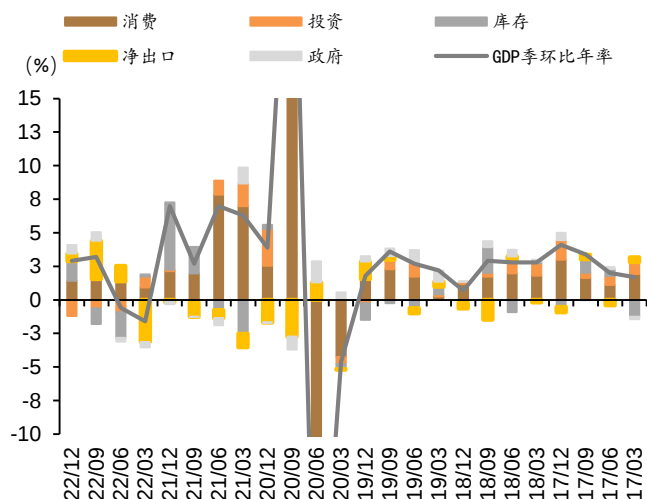
资料来源：彭博，德邦研究所

图 4：高盛金融条件指数



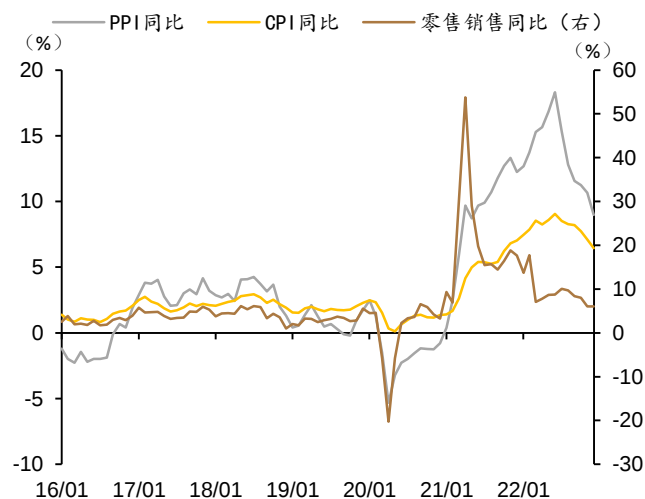
资料来源：彭博，德邦研究所

图 5：美国 GDP 季环比年率及分项



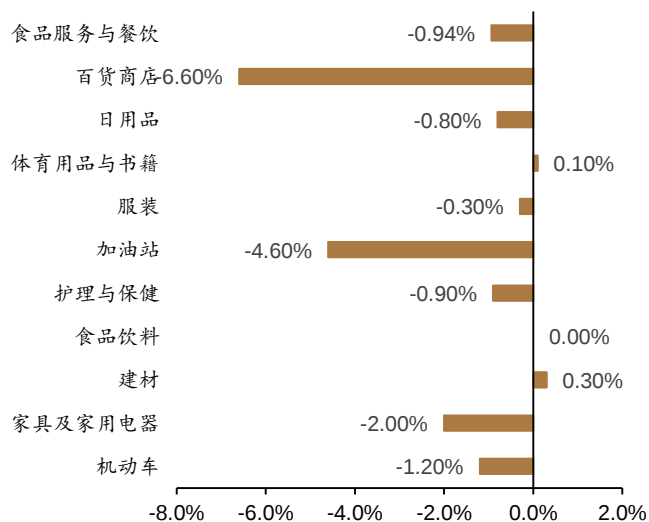
资料来源：彭博，德邦研究所

图 6：美国零售销售同比与 CPI、PPI 同比



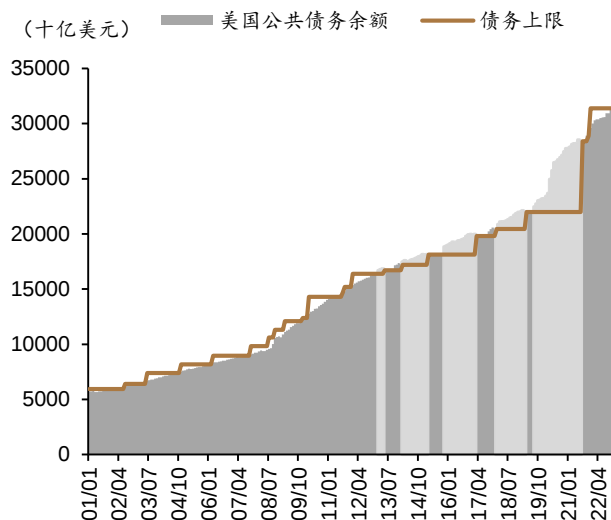
资料来源：彭博，德邦研究所

图 7：2022 年 12 月美国零售销售分项环比



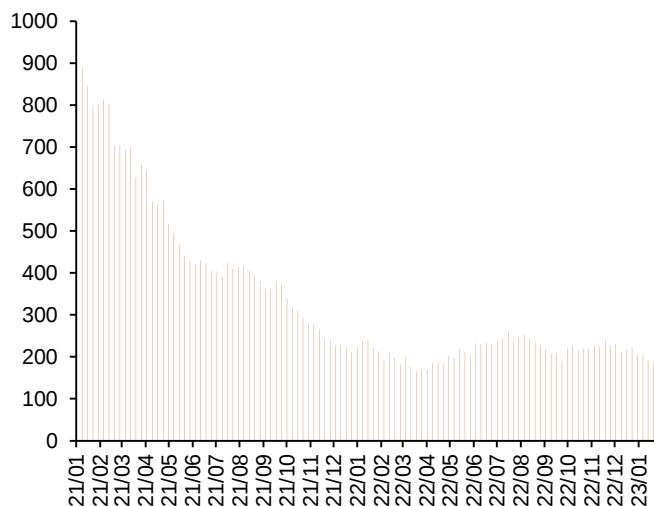
资料来源：彭博，德邦研究所

图 8：美国公共债务余额及债务上限



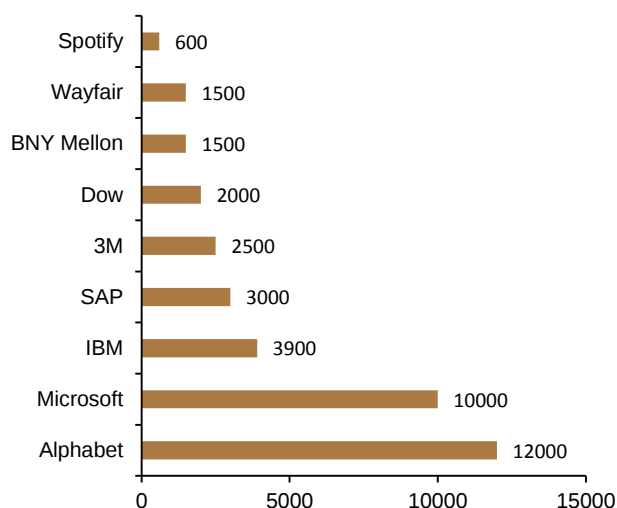
资料来源：彭博，德邦研究所；浅色部分为债务上限暂缓期

图 9：美国初领就业金人数（千人）



资料来源：彭博，德邦研究所

图 10：过去两周代表性科技企业裁员人数



资料来源：WSJ，德邦研究所

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_51698

