

不着陆叙事：海外市场还有多少回调风险？

——海外宏观札记 0228

研究结论

- 2月以来，海外市场再次进入回调和波动模式，几大先前支撑市场反弹和风险偏好转暖的逻辑，在近期集中遭受到了挑战。
- 其中影响资产价格尤为直观的，是宏观和（货币）政策预期的变化：“不着陆”叙事，现在取代年前“软着陆”和“硬着陆”的争论，开始成为市场上越发受到关注的宏观情景假设。
- 国内市场也在近期步入调整，时间窗口上与海外这轮回调共振。在这样的环境和时点上，我们观察发现，海外的变数再度引发了国内市场参与者的关注。关于一些关键风险因素的讨论集中出现，如：美股是否二次探底？美债收益率会否突破前高？加息有无可能重启加速？等等。
- 本期札记，我们集中探讨对于不着陆叙事的看法，以及在当下位置海外市场蕴含回调风险的分析。主要结论包括：
 - -1) 宏观预期的不着陆叙事在短期持续。就业、消费数据或有韧性表现，通胀可能在下降通道中超预期。由于通胀下行是宽松交易的基石，尤其需要警惕通胀数据超预期带来的市场冲击。
 - -2) 不着陆叙事不会大幅抬升美联储政策紧缩的天花板，紧缩终点仍在视野范围之内。Q2的5月、6月会议将是讨论加息终点的好时机。
 - -3) 目前美债收益率定价反映修正后的经济、政策预期最为充分。从美联储政策抉择和金融条件互动视角来看，不着陆叙事阶段对应10y美债收益率中枢区间3.8-4%，向上难以突破22年前高（4.34%）。
 - -4) 以3.8-4%作为美债收益率“安全线”，测算当前美股估值、黄金定价仍有“抢跑”交易宽松的嫌疑。在市场延续不着陆宏观预期的阶段，还需警惕回调风险。
 - -5) 更广泛的经济数据仍然指向“着陆”。每一次着陆，在初始阶段都像是软着陆，都有类似的表现（政策紧缩尽头的经济韧性/反弹）。目前判断本轮周期着陆方式为时还早，不着陆叙事更是有预期超调的嫌疑。
 - -6) 衰退预期和宽松交易还会卷土重来。接下来关注：通胀自3月份后有望同比大幅下行。就业数据的拐点和弱势格局，可能自Q2-Q3开始形成。届时房地产、消费等核心经济数据可能也将处于重新寻求底部的趋势之中。上述环境下，经济和政策预期发展的方向可能再次迎来转向。
- 详见报告正文。

风险提示

经济指标和资产价格的模型预测偏差的风险。

货币政策走向存在不确定性。

地缘冲突进一步激化的风险。

报告发布日期

2023年03月01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

吴泽青 wuzeqing@orientsec.com.cn

相关报告

1月美国CPI点评：如期超预期 2023-02-18

1月美国就业数据“井喷”：噪声大，等等看 2023-02-08

加息终点、财报季、裁员潮：——海外宏观札记 0130（春节海外复盘） 2023-02-01

目录

1 市场表现复盘	4
2 如何看待近期的经济不着陆叙事？	5
逻辑和信号	5
预期的延续性和后续基本面关注点	7
不能忽视 1 月数据的季节性特征和季调影响	7
多数经济数据仍难以脱离绝对弱势区间	8
就业、消费数据的拐点前瞻	9
通胀数据的超预期风险近期仍需关注	10
3 不着陆叙事下，市场还有多大回调风险？	11
不着陆如何影响政策紧缩的天花板？	11
美联储还会变得更鹰吗？	12
美债收益率的“安全线”	13
美股和黄金的回调风险	15
总结	17
风险提示	17

图表目录

图 1: 主要资产类别自 22 年 11 月以来表现 (22.11.1=100%)	4
图 2: 全球资产价格复盘 (22 年 11 月至今、YTD、2 月至今) (债券单位为 bp)	5
图 3: 密歇根消费者信心指数 vs CPI 同比 (%)	6
图 4: 美国名义工资增速 (工时 x 时薪) vs CPI 同比 (%)	6
图 5: 美国新屋销售、成屋销售 (千套) vs 10 年住房抵押贷款利率 (%)	6
图 6: 美国非季调新增非农就业&季调幅度 (万人): 各月份近 30 年平均值	7
图 7: 美国非季调零售环比&季调幅度 (%): 各月份近 30 年平均值	7
图 8: 美国零售数据分项季调环比: 22 年维持弱势格局, 仅在 23 年 1 月份大幅反弹	8
图 9: 谘商会领先指标 (LEI): 同比&环比	9
图 10: 新屋营建许可 (千套)	9
图 11: 开发商信心指数 vs 首申失业金人数	9
图 12: 经济领先指数(LEI)、经济现状指数(COI)同比及差值	9
图 13: 科技创业公司年初至今已裁员约 11.8 万人	10
图 14: 美国居民超额储蓄: 累计值和月度流量 (十亿) vs 储蓄率 (%)	10
图 15: 零售汽油价格: 22 年至今 (美元/加仑)	11
图 16: Manheim 二手车价格指数季调	11
图 17: Hopper 美国国内机票价格指数 (美元)	11
图 18: CPI、核心 CPI 同比预测值	11
图 19: 美联储官员任命时间、政策立场、投票权分布 (截至 2 月 25 日)	12
图 20: 美联储加息路径 vs CPI 预测值	13
图 21: 芝加哥联储 FCI、彭博 FCI	14
图 22: 鲍威尔讲话关于金融条件的描述	14
图 23: 10y 美债实际收益率 (TIPS)、联邦基金利率 (%)	15
图 24: 10y TIPS 隐含的盈亏平衡通胀 (%)	15
图 25: SPX ERP vs ISM 制造业 PMI	16
图 26: SPX 静态 PE vs 拟合 PE	16
图 27: COMEX 黄金价格 (美元) vs 10 年期美债实际收益率 (%)	17
图 28: COMEX 黄金价格 vs 拟合黄金价格 (美元)	17

2月以来，海外市场再次进入回调和波动模式，几大先前支撑市场反弹和风险偏好转暖的逻辑，在近期集中遭受到了挑战。

其中影响资产价格尤为直观的，是宏观和（货币）政策预期的变化：“不着陆”叙事，现在取代年前“软着陆”和“硬着陆”的争论，开始成为市场上越发受到关注的宏观情景假设。

国内市场也在近期步入调整，时间窗口上与海外这轮回调共振。在这样的环境和时点上，我们观察发现，海外的变数再度引发了国内市场参与者的关注。关于一些关键风险因素的讨论集中出现，如：美股是否二次探底？美债收益率会否突破前高？加息有无可能重启加速？等等。

本期札记，我们集中探讨对于不着陆叙事的看法，以及在当下位置海外市场蕴含回调风险的分析。

-1) 对于不着陆叙事的看法。

-不着陆的逻辑和路径何在？

-是否靠谱？接下来的基本面关注点。

-2) 市场还有多大的回调风险？

-美联储紧缩的终点到底在哪？

-美股、美债、黄金等关键类别资产还有多大的回调风险？

1 市场表现复盘

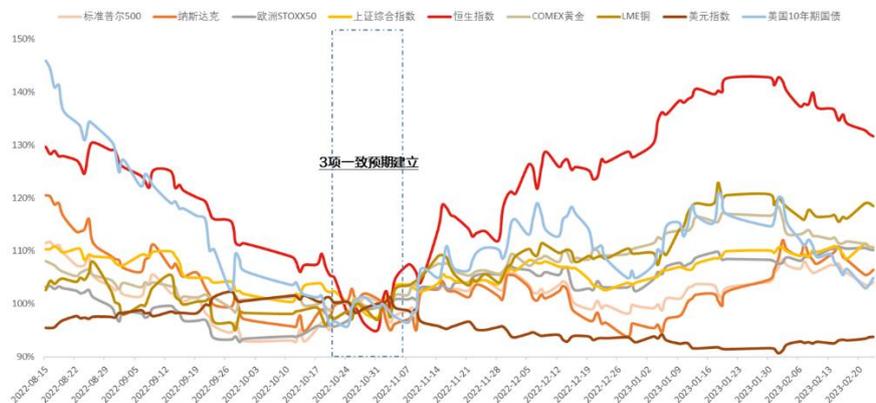
2月份以来，全球市场陷入普遍回调。股票市场下跌，港股跌幅尤甚。美债收益率大幅上行，2年期美债收益率创出新高，收4.9%，10年期美债收益率测试3.8-4%区间。美元反弹走强，美元指数回到105。中止了22年11月以来股票、债券、商品同步上涨的局面。这个过程背后，三项支撑前期市场反弹交易的逻辑均遭遇挑战：

-1) 中国“重启”和复苏：进入经济内生修复和政策的预期兑现、检验阶段。

-2) 海外宽松交易：经济、通胀韧性超预期，不着陆叙事下货币政策预期遭遇修正。

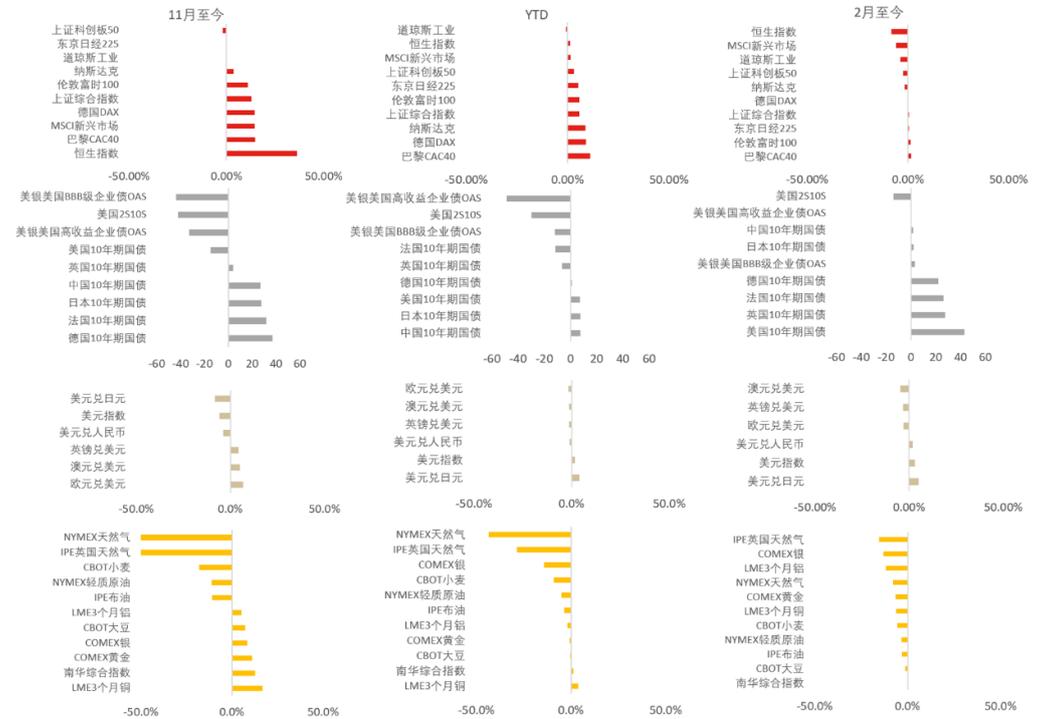
-3) 地缘政治风险缓和：俄乌冲突一周年前后，各方拿出新的立场阐述。中美关系出现新的摩擦和风险事件。

图 1：主要资产类别自 22 年 11 月以来表现（22.11.1=100%）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 2：全球资产价格复盘（22 年 11 月至今、YTD、2 月至今）（债券单位为 bp）



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

2 如何看待近期的经济不着陆叙事？

货币政策紧缩预期见顶，经济活动反弹，带来近期宏观预期上的不着陆叙事。

但当前的强经济叙事，并不意味着这轮周期真的一定可以“不着陆”。事实上，每一轮经济着陆的早期阶段，看起来都像是软着陆/不着陆——经济数据/市场的回暖是政策紧缩尾声阶段惯常发生的现象。

从更广泛的经济数据来看，着陆仍是方向。领先指标、房地产数据都还处在警示区间，衰退预期年内还会卷土重来，接下来的关键拐点在就业/消费数据。但是短期来看，不着陆叙事或将继续主导宏观预期，我们相对更加担心通胀数据对市场继续造成冲击的风险。

逻辑和信号

以通胀下行和就业强势作为经济基本面的重要支撑，带动预期改善和金融条件放松，形成了近期美国经济呈现“不着陆叙事”的逻辑。

高通胀曾是 22 年最大的宏观风险：通胀走高压制消费信心，侵蚀实际收入水平，同时诱发货币政策紧缩，间接造成金融条件收紧。

而从 22Q3 开始，美国名义通胀（CPI）见顶下行，22Q4 开始，核心通胀的环比增速回落明显。在这个过程中，我们观察到：

- 1) 消费信心快速反弹。密歇根大学消费信心指数同步于 CPI 见底并大幅反弹。
- 2) 市场开始交易货币政策边际转向宽松。市场的利率水平（特别是长端利率）明显回落，伴随股市上涨、美元走弱，形成金融条件的放松。
- 3) 同期就业市场维持强势。新增非农就业保持在 20-30 万/月，且强于市场预期。

这样，消费信心反弹、通胀回落而名义收入维持强增长（就业市场情况决定了收入结构当中占比最高的劳动报酬收入）、利率下行和金融条件整体放宽，构成了经济不着陆预期的逻辑支撑。

在这套逻辑之下，市场将会密切关注就业、消费、房地产销售（与利率高度相关）、价格等方面数据的后续表现。而 2 月初开始，市场在不到 1 个月的时间里先后迎来 3 个超预期的核心经济数据，从而大幅强化了经济的不着陆叙事：

- 1) 2 月 3 日 1 月非农。新增 51.7k vs 预期 18k。
- 2) 2 月 14 日 1 月 CPI。同比 6.4% vs 预期 6.2%。
- 3) 2 月 15 日 1 月零售。季调环比 3% vs 预期 0.8%

图 3：密歇根消费者信心指数 vs CPI 同比 (%)



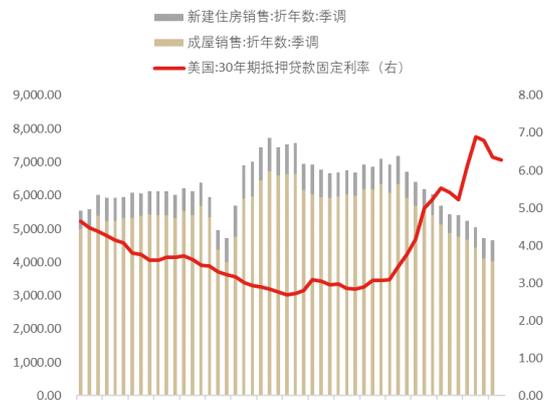
数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 4：美国名义工资增速（工时 x 时薪）vs CPI 同比 (%)



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 5：美国新屋销售、成屋销售（千套）vs 10 年住房抵押贷款利率 (%)



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

预期的延续性和后续基本面关注点

如前所述，上述现象在经济着陆的早期阶段惯常发生，使得每一次着陆在一开始（政策紧缩接近终点，同时经济维持韧性/出现反弹）都像是软着陆。

目前难以找到可以佐证经济数据短期内拐点的论据，因此，我们倾向于认为强经济预期或将在短期中持续。

但我们并不在中期当中看好经济的不着陆叙事，并认为就业、消费数据走弱将最终把衰退预期重新引入到市场的宏观叙事当中。

不能忽视 1 月数据的季节性特征和季调影响

首先要注意到，近期扭转市场预期、促成不着陆叙事的催化剂主要来自于 23 年 1 月份的经济数据。这批数据之所以对市场造成如此强力的影响，除了方向上是一致的正向预期差外，预期差的量级其实非常重要——非农就业、零售销售额均为大幅度超出市场预期。

但我们知道，1 月份数据一般来说都有季节性，从而季调影响大的特征。尤其是非农就业、零售这两个数据，在节日季（12 月）过后的 1 月份季节性极强：

非农就业：1 月非季调平均-285 万，季调幅度平均增加约 300 万。

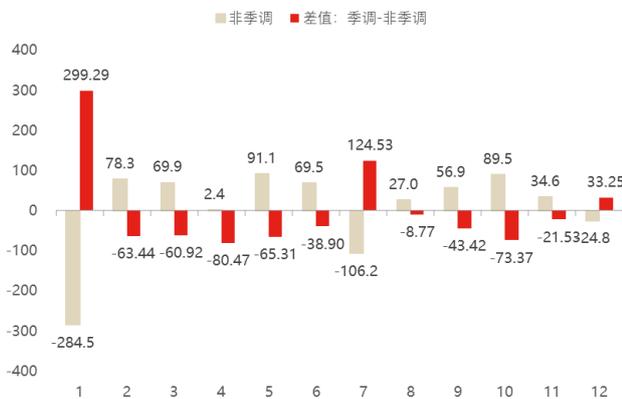
零售：1 月非季调环比增速平均-21.5%，季调幅度平均上修 22.1%。

由于较大的季节性和季调影响，每年 1 月份的数据都更容易产生更大量级的预期差。对于 1 月数据的预期差，最好是置于非季调数据的量级（平均值、方差等）下理解。

同时，23 年 1 月份正是美国首度几乎完美走出疫情阴霾，服务消费需求仍处在快速修复的过程之中，而相对温和的天气又使得真正的“季节性”影响也弱于往年（如 23 年 1 月因天气问题不工作的情况少于往年平均）。这就使得 23 年 1 月数据在经过大幅季调后，呈现出较大量级的预期差。

因此，我们倾向于确认上述数据传递出的就业、消费数据强于预期的方向性信号，但是看淡预期差本身的量级。如果市场的经济预期修正在较大程度上受到 1 月数据预期差量级的影响，那么当下的预期修正就有可能存在超调的问题。

图 6：美国非季调新增非农就业&季调幅度（万人）：各月份近 30 年平均值



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 7：美国非季调零售环比&季调幅度（%）：各月份近 30 年平均值



数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 8：美国零售数据分项季调环比：22 年维持弱势格局，仅在 23 年 1 月份大幅反弹

	销售额 (百万美元)	环比					
		2023-01	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09
零售和食品服务销售额 总计	696982	3.0%	-1.1%	-1.1%	1.1%	-0.2%	0.7%
零售	601529	2.3%	-1.3%	-1.2%	1.0%	-0.3%	0.4%
机动车辆及零部件	131523	5.9%	-1.8%	-2.2%	1.5%	-0.5%	2.9%
零售总计(不包括机动车辆及零部件)	470006	1.4%	-1.1%	-0.9%	0.9%	-0.3%	-0.2%
家具和家用装饰	12252	4.4%	-1.6%	-1.1%	2.0%	-2.1%	0.6%
电子和家用电器店	6936	3.5%	-1.1%	-5.9%	-1.2%	-1.4%	-2.0%
建筑材料、园林设备及物料店	42675	0.3%	1.1%	-3.3%	1.2%	-0.7%	1.7%
食品和饮料	81311	0.1%	-0.1%	0.5%	1.2%	0.8%	0.4%
保健和个人护理	33997	1.9%	-1.8%	0.3%	-0.2%	0.8%	0.0%
加油站	59585	0.0%	-4.8%	-1.4%	3.3%	-4.0%	-5.0%
服装及服装配饰店	26739	2.5%	-0.6%	-0.2%	-0.4%	1.0%	1.0%
运动休闲商品、书及音乐商店	9406	0.2%	0.2%	0.1%	0.6%	-0.4%	1.1%
日用品商场	71602	3.2%	-0.8%	-0.2%	-0.3%	1.1%	0.3%
杂货店零售	15722	2.8%	1.5%	-4.8%	-1.0%	0.4%	0.2%
无店铺零售	109781	1.3%	-1.0%	-0.9%	1.0%	-0.1%	0.6%
食品服务和饮吧	95453	7.2%	0.0%	-0.2%	1.2%	1.0%	2.5%

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

多数经济数据仍难以脱离绝对弱势区间

事实上，除上述数据外，美国多数经济指标目前仍处于弱势区间。

首先，当前维持韧性的多属于经济周期的同步、滞后指标。经济周期的一批领先指标仍然处在大幅走弱、提示衰退风险的区间内。最简明的呈现，是糅合了各类（10 项）重要领先指标的谘商会领先指数（LEI），目前处在连续的环比下行趋势之中，同比增速则为-6%左右。从 1970 年代以来的历史来看，LEI 同比在这一水平上准确预警了每一次经济衰退的发生。

第二，一些指标固然呈现出触底反弹迹象，但是绝对水平来看仍然处于弱势区间。例如房地产数据，也是用来确认衰退周期的最重要数据类别——每一轮衰退周期都对应房地产数据的底部，复苏周期则对应房地产数据的底部确认和持续反弹。

而在 22 年底利率见顶后，市场目前看到地产数据的小幅回暖：新屋销售一度有所反弹，成屋销售止跌。如前所述，这被用来印证了近期的不着陆叙事。但是，当下的利率水平仍然明显过高，还远远没有达到刺激居民购买意愿、供应商投资开工的程度。目前的房地产销售、开工数据，仍然在历史上属于偏低的水平。最新一期的美国房地产销售数据重回跌势，也证实了当前经济和政策环境仍对美国房地产市场形成向下的压制作用力。我们无法确认当下已经跨越了房地产数据的底

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_52781



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn