

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。

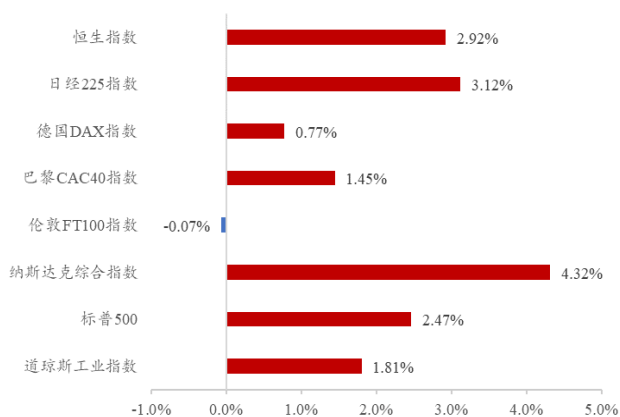
美元指数小幅下跌，非美货币升值明显。

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。

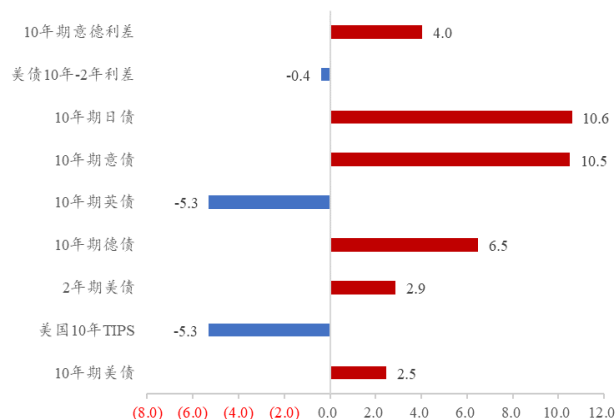
春节假期期间，伦敦金现货小幅收涨 0.1%，LME 铜和 WTI 原油现货分别收跌 0.7%和 2.0%。由于欧洲能源危机趋缓，天然气价格继续走低。美国亨利港天然气和荷兰 TTF 天然气现货分别收跌 10.5%和 14.8%。

图 1: 今年 1 月 21 日至 1 月 27 日海外股票市场表现



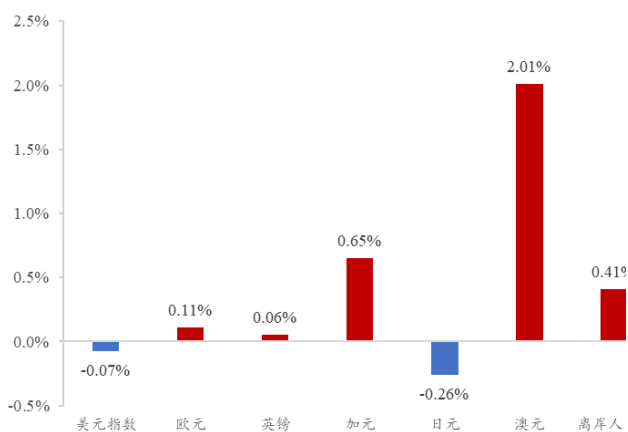
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 2: 今年 1 月 21 日至 1 月 27 日海外债券表现



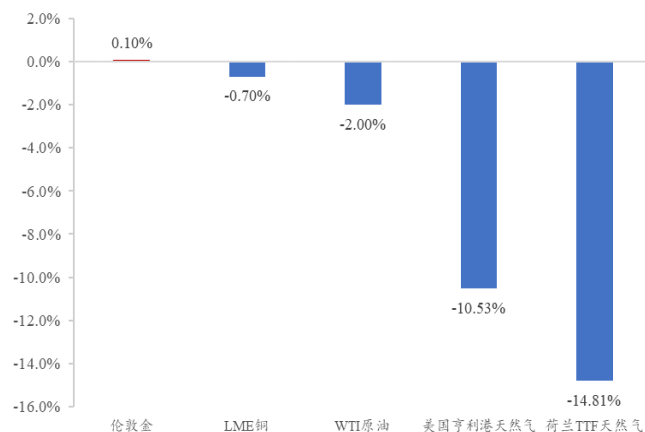
资料来源: Bloomberg, 民生证券研究院

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

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_51699

