加息终点、财报季、裁员潮

——海外宏观札记 0130（春节海外复盘）

报告发布日期 2023 年 02 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

欧洲：活过来了吗？：——欧洲宏观和市场风险更新	2023-01-26
没有意外：1 月日银议息会议点评	2023-01-20
2023 海外宏观年度展望：下山的路	2022-11-30

研究结论

- 海外市场不断扩大的涨幅背后，当下市场几大焦点变量/逻辑在假期当中均有峥嵘显露。本期海外宏观札记复盘了其间最具影响力的几个焦点议题，分别是：

  1）宽松交易又一程：市场怀着更充分的信心静候美联储下一脚刹车；

  2）美股财报季：关键公司业绩发布及其关键影响；

  3）裁员潮：是硬着陆的信号吗？

  从中理解近期海外市场趋势动向并更新我们对于市场焦点逻辑变量的判断及展望。

- **宽松交易又一程**：自 22Q4 始宽松交易一直是海外市场反弹的主导逻辑之一。我们认为下次会上选择加息 25bp 已经没有太大悬念。而从定价来看：当前的宽松交易已经不再仅仅交易加息放缓和终点，博弈降息的预期正在逐步计入。从 23 年中的预期加息终点到 23 年末，SOFR 期货下降幅度已经接近 100bp，定价了下半年近 4 次的降息。这样，宽松交易还剩几多空间就成为了眼下我们需要思考的问题——
- 重新考虑当前市场的预期和交易节奏，结合我们对 23 年美国基本面的展望：上半年通胀回落的确定性较强，货币政策操作则处在预期的“加息放缓—中止”兑现阶段。上半年市场可能维持住“好消息”（通胀回落、加息终点）是好消息（促使市场上涨的利多因素）的交易模式，而美债利率在此期间仍然存在下行空间；
- 进入下半年，通胀回落、稳定至何种水平还存在较多的不确定性，同时政策进入“掉头降息”的预期检验阶段。届时政策转向预期兑现，大概率需要经济衰退超预期、市场金融条件紧张等条件加持，更多呈现“坏消息”是好消息的交易模式。
- **明星财报：**衰退的“坏消息”也直接影响股市分子端。反过来讲，上市公司业绩是检验经济衰退程度的重要信号。本轮财报季，我们最为关注的现象是：明星公司财报受到越来越多的关注，似乎已表现出对市场情绪、逻辑叙事的整体性影响。这即是“企业盈利检验经济衰退程度”表现。我们估计 23 年名义经济增速的下行对应到 23 年底标普 500 动态 EPS 将出现约 13%的同比下滑，至 199.8 美元。
- **裁员潮：**在衰退预期已经相当充分的情况下，我们强调：23 年研究的重点应当放在能为衰退作盖棺定论的硬指标，即：就业、就业、就业。而在市场有关衰退的讨论过程中，美国就业市场应景地出现了结构性的裁员潮。
- 从技术性的角度来说：短期这轮裁员潮难以改变核心就业指标表现。等待约 3-4 个月的时滞后，裁员潮在非农就业规模（NFP）、薪资增速（AHE）等指标当中可能显露其影响。
- “白领衰退”对经济较为典型的冲击可能优先表现在耐用品、可选消费、服务消费这类属性的部门，继而以类似反向“涓滴效应”的形式，加速冷却这些部门的热度。但历史上大多数的白领裁员潮最终都没有演化成为周期的总量恶化：这类行业本就是周转率更高、也更容易实现跳槽和再就业的部门，有接近 80%的科技行业雇员能够在被解雇后的 3 个月内找到新的工作。被解雇的劳动力在薪酬补偿覆盖期间实现了再就业，那么这种裁员就根本不会表现在就业规模、消费数据上。
- 但上述过程的成立，以相关行业的高周转率为前提条件，而当前这一条件明显正发生动摇：我们以岗位空缺率/失业率比值衡量的就业条件，在信息业、金融业出现了明显走弱的趋势，这意味着当下失业雇员对应的招聘机会正在减少。
- 我们倾向于判断：在降息发生之前、补偿薪酬覆盖结束之后，大规模裁员对于劳动力市场整体读数和经济的冲击最终将会显现出来。这一轮裁员潮，有可能成为提示硬着陆趋势之始的“金丝雀”。

风险提示

经济指标的预测偏差的风险、货币政策走向存在不确定性、海外衰退风险受到货币政策的反身性影响。

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。

目 录

市场复盘 4

1 宽松交易又一程 5

2 明星财报 7

3 裁员潮 9

风险提示 12

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。

图表目录

图 1：全球主要股市涨跌幅：1.23-1.30 4
图 2：全球国债收益率（10 年期）及利差涨跌：1.23-1.30（bp） 4
图 3：全球主要汇率涨跌幅：1.23-1.30 4
图 4：主要商品涨跌幅：1.23-1.30 4
图 5：WSJ：美联储考虑加息放缓至 25bp，春季讨论停止加息 5
图 6：美债收益率曲线期限结构（%） 5
图 7：3m SOFR 期货（%） 5
图 8：5y5y 利率互换价格（%） 6
图 9：近期美股龙头公司业绩表现、预期、要点（1.16-1.26） 7
图 10：标普 500 Fwd EPS（美元） 8
图 11：标普 500 Fwd EPS vs 美国名义 GDP 同比增速及预测（%） 8
图 12：23 年 1 月宣布大规模裁员的美国公司，除批零贸易外，以科技公司为主 9
图 13：layoff 统计：美国科技创业公司裁员持续支付薪酬最长可达 5 个月 10
图 14：美国金融+信息业裁员数（MA3，千人） 11
图 15：失业率：硕士学历 vs 整体（%） 11
图 16：科技公司雇员实现再就业的周数比例（%） 11
图 17：就业条件：空缺率/失业率 12

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。

2023 年春节假期，海外市场普遍延续了年初以来涨势，在历经磨难的 2022 之后，为新年第一个月度画上了较为圆满的句点。

海外市场不断扩大的涨幅背后，当下市场几大焦点变量/逻辑在假期当中均有峥嵘显露。本期海外宏观札记复盘了其间最具影响力的几个焦点议题，分别是：

1） **宽松交易又一程**：市场怀着更充分的信心静候美联储下一脚刹车；（p5）

2）**美股财报季**：关键公司业绩发布及其关键影响；（p7）

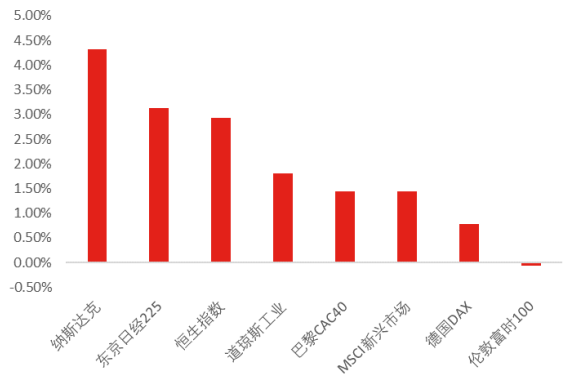
3）**裁员潮**：是硬着陆的信号吗？（p9）

从中理解近期海外市场趋势动向并更新我们对于市场焦点逻辑变量的判断及展望。

市场复盘

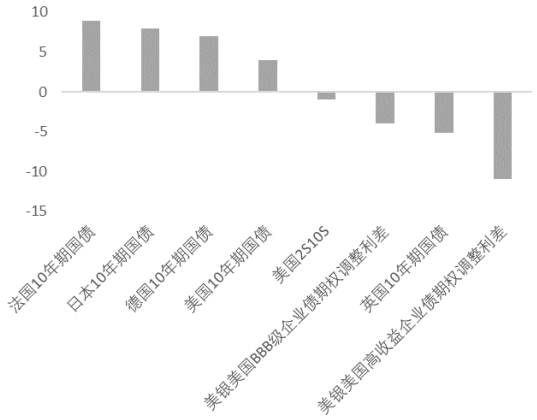
1.23-1.30，全球主要股市普遍收涨，其中美国纳指领涨。国债收益率受经济指标转暖促动有小幅上行，信用利差收窄。非美货币普遍升值（日元收跌），美元指数小幅下行。油气价格继续下行。

图 1：全球主要股市涨跌幅：1.23-1.30



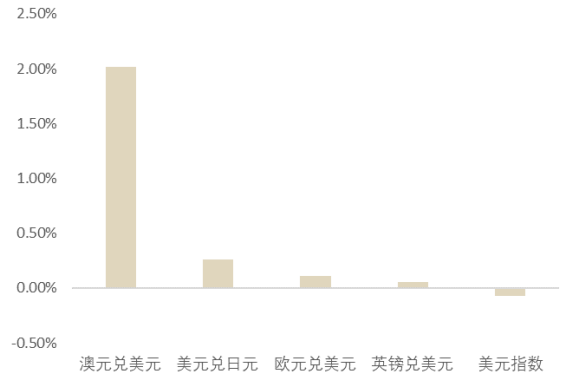
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 2：全球国债收益率（10 年期）及利差涨跌：1.23-1.30（bp）



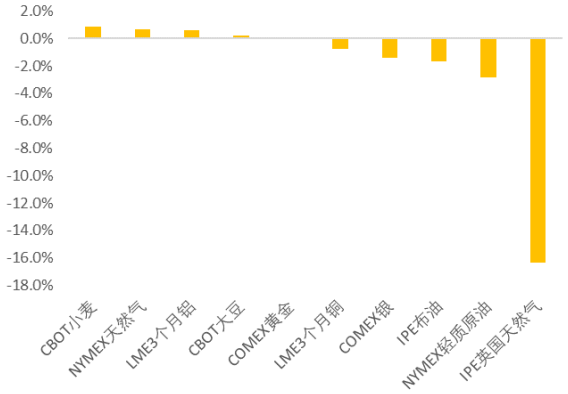
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 3：全球主要汇率涨跌幅：1.23-1.30



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 4：主要商品涨跌幅：1.23-1.30



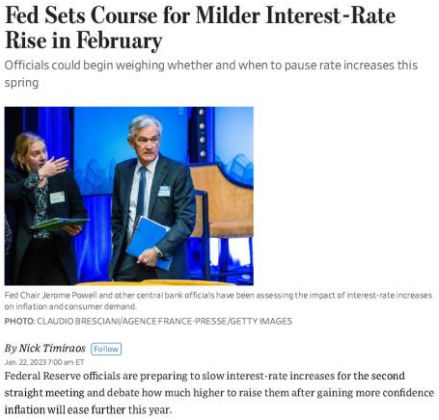
数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

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。

1 宽松交易又一程

过去一年，我们见识了号称“美联储通讯社”的华尔街日报报道专栏功力。而春节假期，主笔记者 Nick Timiraos 再度更新文章，评判了美联储下次 FOMC 会上再次借坡下驴，调降加息幅度至 25bp，以及在今春讨论停止加息的可能性。在我们看来，这是近日海外市场反弹最为重要的驱动因素之一。

图 5：WSJ：美联储考虑加息放缓至 25bp，春季讨论停止加息


Fed Sets Course for Milder Interest-Rate Rise in February

Officials could begin weighing whether and when to pause rate increases this spring

Fed Chair Jerome Powell and other central bank officials have been assessing the impact of interest-rate increases on inflation and consumer demand.

PHOTO: CLAUDIO BRESCIANI/AGENCE FRANCE-PRESSE/GETTY IMAGES

By Nick Timiraos Follow

Jan. 22, 2023 7:00 am ET

Federal Reserve officials are preparing to slow interest-rate increases for the second straight meeting and debate how much higher to raise them after gaining more confidence inflation will ease further this year.

数据来源：WSJ、东方证券研究所

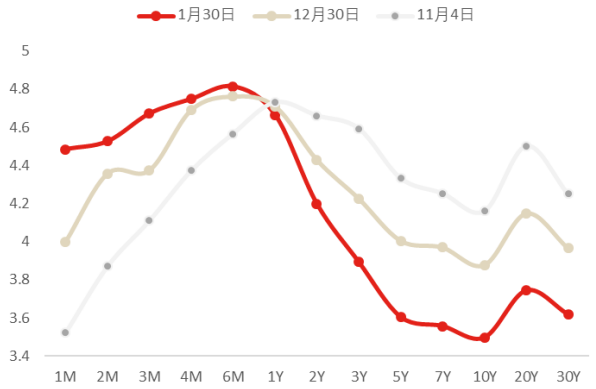
自 22Q4 始，宽松交易一直是海外市场反弹的主导逻辑之一。22 年的 11 月、12 月两次利率会议，美联储将加息节奏从 75bp 调降至 50bp，期间美债收益率大幅下行，曲线牛陡，股市估值反弹。

而根据华尔街日报（WSJ）的说法，下次会上（1 月底-2 月初）加息 25bp 的选项已经在台面上被充分讨论了，3 月待定。这样，在经历了近 11 个月的提速加息之后，美联储将终于宣告重回正常化（25bp/次）的加息操作。

考虑此前 WSJ 报道的准确率，以及 2 月利率会议之前美国再无核心经济数据发布，我们认为下次会上选择加息 25bp 已经没有太大悬念。

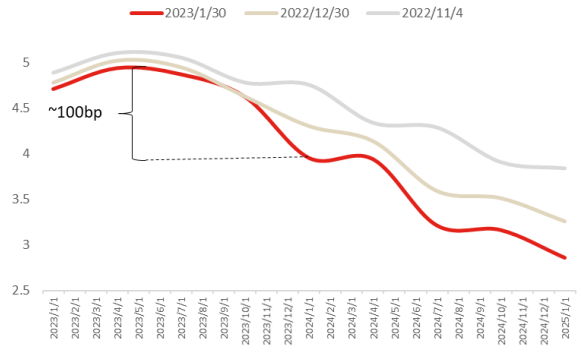
从市场定价来看：美债收益率曲线继续下移（图 6），担保隔夜融资利率（SOFR）期货在 2023 年中之后的部分正在不断下修，意味着市场对于 23 年内降息的押注正在加码——当前的宽松交易已经不再仅仅交易加息放缓和终点，博弈降息的预期正在逐步计入。**从 23 年中的预期加息终点到 23 年末，SOFR 期货下降幅度已经接近 100bp，也就是说定价了下半年近 4 次的降息。**

图 6：美债收益率曲线期限结构（%）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 7：3m SOFR 期货（%）



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 8：5y5y 利率互换价格（%）

数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

这样，宽松交易还剩几多空间，就成为了眼下我们需要思考的问题：

1）从政策实操的路径来看，利好正在不断兑现。在加息幅度回落到 25bp 后，接下来的利多节点无非加息终点（市场预期 3 月份）的确认。通胀的持续回落已不再是新的变量，对市场影响的弹性缩水。进一步交易宽松的催化剂，可能要看政策彻底转向（降息）。

2）我们在 23 年度策略展望当中，认为今年上半年（约二季度）有望看到市场开始预期并交易降息。如今预测兑现，而市场预期抢跑的节奏甚至比我们预想更快。这样，年内降息已经部分计入当期所见的市场定价，如不转向，则有可能对市场造成政策不及预期的冲击。

3）那么重新考虑当前市场的预期和交易节奏，结合我们对 23 年美国基本面的展望：上半年通胀回落的确定性较强，货币政策操作则处在预期的“加息放缓—中止”兑现阶段。**上半年市场可能维持住“好消息”（通胀回落、加息终点）是好消息（促使市场上涨的利多因素）的交易模式，而美债利率在此期间仍然存在下行空间（图 8，5y5y 目前定价近 3%，2010 以来均值为 2.6%）。**

4）进入下半年，通胀回落、稳定至何种水平还存在较多的不确定性，同时政策进入“掉头降息”的预期检验阶段。**届时货币当局转向预期兑现，大概率需要经济衰退超预期、市场金融条件紧张等条件加持，更多呈现“坏消息”是好消息的交易模式。**

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。

2 明星财报

除了政策宽松预期，衰退的“坏消息”也直接影响股市的分子端。

反过来讲，上市公司业绩也是检验经济衰退程度的重要信号。

春节假期恰逢美股财报季，我们最为关注的现象是：**明星公司的业绩表现受到越来越多的关注和讨论，且似乎已经表现出对市场情绪、逻辑叙事的整体性影响**。这即是“企业盈利检验经济衰退程度”的表现。

在第一批金融板块公司之后，近期发布财报的美股龙头公司包括：宝洁、奈飞、微软、波音、英特尔、雪佛龙、特斯拉，等等，主要集中在科技成长板块，也恰好是对利率上行和周期转向影响最为敏感的行业领域。

从业绩表现来看：参差不齐、喜忧参半，经济周期似乎尚未进入到塑造企业盈利清晰趋势的阶段。

从龙头公司业绩和市场表现的互动来看：明星上市公司财报不仅作用于公司本身股价，更对整个科技板块、成长风格产生外溢性影响。微软下修前瞻之夜科技板块随微软业绩发布同步出现调整；而在特斯拉业绩全面超预期时，市场也出现了共振上涨（同时亦有超预期 GDP 读数发布）。

图 9：近期美股龙头公司业绩表现、预期、要点（1.16-1.26）

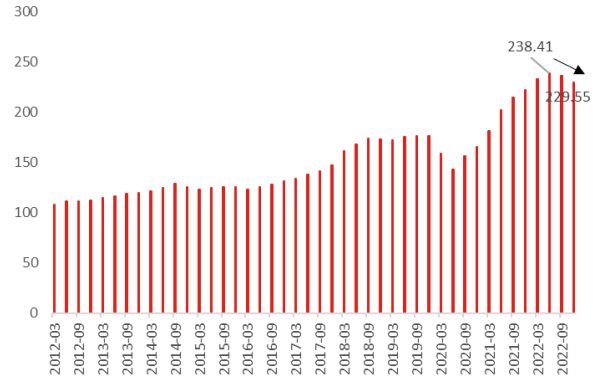
中文名称	英文名称	市值（美元）	所属行业（BICS）	细分行业	Q4 EPS	同比	Q4 EPS 预测	预测同比	EPS趋势	vs预期	股价涨跌	备注
花旗银行	CitiGroup	100.54B	金融	综合性银行	1.16	-20.5%	1.20	-17.8%	↓	miss	3.89%	/
富国银行	Wells Fargo & CO	176.82B	金融	综合性银行	1.37	-0.7%	1.27	-8.0%	↓	beat	4.30%	净利息收入大增，非利息收入下降。住房贷款部门大幅下滑，前瞻继续面临挑战
美国银行	Bank of America Corp	283.65B	金融	综合性银行	0.85	3.7%	0.77	-6.0%	↑	beat	0.62%	净利息收入大增
摩根大通	JP Morgan Chase	411.94B	金融	综合性银行	3.57	7.2%	3.08	-7.5%	↑	beat	-1.88%	各部门营收普遍增长。前瞻为预期违约拨备资金，应对经济前景的轻微恶化，预计温和衰退为基准情形
高盛	Goldman Sachs	123.91B	金融	机构经纪商	3.32	-69.3%	5.56	-48.6%	↓	miss	-5.43%	/
摩根士丹利	Morgan Stanley	162.14B	金融	机构经纪商	1.31	-37.0%	1.29	-38.0%	↓	-	0.29%	净利息收入增长，投行业务、佣金收入、资管收入下降
宝洁	PROCTER & GAMBLE CO	333.18B	必需消费品	家用产品	1.59	-4.2%	1.58	-4.8%	↓	-	-6.56%	销售数量下滑、金额上升。上修前瞻：预计23销售额走平，汇率、成本、运费形成主要的负面影响
奈飞	Netflix Inc	160.55B	非必需消费	特种在线零售商	0.12	-91.0%	0.59	-55.6%	↓	miss	14.25%	付费用户净新增大超预期。业绩拖累主要来自欧元计价债务重新计量影响（Q4欧元升值）
微软	MICROSOFT CORP	1.85T	科技	*基础设施软件	2.32	-6.5%	2.30	-7.3%	↓	符合预期	2.53%	云业务同比增长但增速下滑，PC市场持续萎缩拖累核心业务业绩。前瞻：裁员1万人，加大人工智能领域投资，培育新增长引擎
波音	BOEING CO	125.92B	工业	航空航天及国防	-1.75	-	0.27	-103.5%	↓	miss	-0.71%	商用飞机交付同比大增，增产难以跟上需求，且成本超出预算
英特尔	INTEL CORP	116.22B	科技	*逻辑、处理器及特定应用	0.10	-90.8%	0.22	-79.8%	↓	miss	-6.4%	消费电子需求下滑，商业客户担心衰退放缓数据中心支出。PC芯片销售下滑超预期。前瞻：大幅下修23Q1业绩指引，计划在美国、德国新建芯片制造工厂
雪佛龙	CHEVRON CORP	347.8B	能源	石油与天然气生产商	4.09	59.8%	4.42	72.7%	↑	miss	-4.4%	炼油业务表现强劲。前瞻：提升23资本开支目标，大部分消耗在美国本土
特斯拉	Tesla Inc	561.76B	非必需消费	乘用车-电动	1.19	-53.1%	1.15	-54.7%	↓	beat	23%	整车交付量增长，利润率略降。前瞻：整体汽车市场可能收缩，但消费者对特斯拉的需求将保持良好。

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。

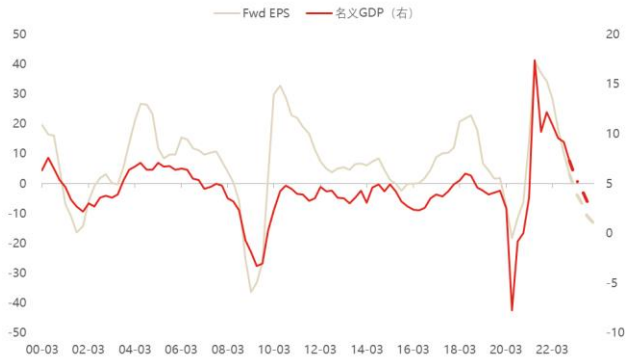
我们认为本轮美股盈利下行周期大概率尚未结束。标普 500 动态 EPS 与美国名义 GDP 的同比增速存在较强的相关性（图 11）。目前动态 EPS 同比增速接近停滞，考虑到 23 年实际 GDP 增速和价格增速（GDP 平减指数）的同步下行，我们估计 23 年名义经济增速的下行对应到 23 年底标普 500 动态 EPS 将出现约 13%的同比下滑，至 199.8 美元。

图 10：标普 500 Fwd EPS（美元）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 11：标普 500 Fwd EPS vs 美国名义 GDP 同比增速及预测（%）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所
*名义 GDP 增速预测值，参考：彭博实际 GDP 预测同比+PCE 预测同比

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_51843