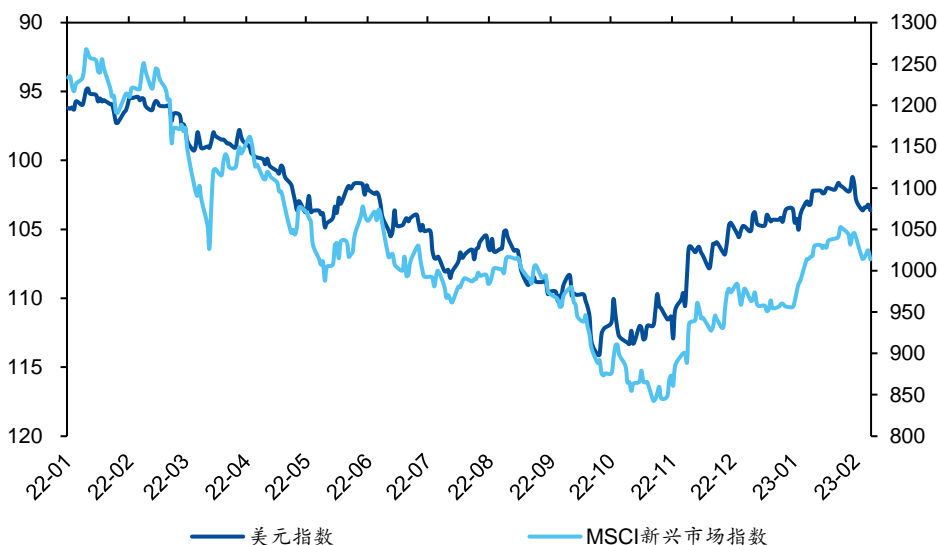




美联储“增量”加息给出的“增量”信息

美元指数与新兴市场股票市场表现更“相关”



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

- 美联储在 5 月份再度加息 25 个基点的概率在升高，期货市场给出了接近 8 成的概率，这意味着 5 月加息已经成为一个基准情境。利用这个“增量信息”，我们也梳理了过去一段时间的市场表现。
- 短期而言，市场需要关心两组美国数据，一组是明天公布的美国 1 月份 CPI 通胀率，目前分析师对其的预期有所上升。另一组数据则是美国实体经济的表现，总体而言，美国经济的表现好于预期，同时市场倾向于推迟“衰退”出现的时点。
- 从去年底开始，美元指数与国债利差的相关度开始明显降低，这事实上表明市场倾向于认为利率市场并没有给出太多的增量信息——根本上而言，美国加息“渐入尾声”是一个基本的共识。近期 10 年国债利率的温和走高，在一定程度上表明市场开始逐步“消化”新的加息预期。
- 对于资产价格而言，重要的是判断“超预期”。美国经济表现好于预期，联储 5 月加息窗口打开，对于股票投资者而言，似乎是一个“好消息”和一个“坏消息”，因为这意味着分子端（盈利）和分母端（无风险利率）出现了同向变化，因此美股大概率仍会纠结，但相对而言，分子端改善可能更加超预期，这会大概率改善投资者的风险偏好。
- 对于美元指数来说，其短期走势可能略显纠结。从大方向来看，美国和海外经济会出现同步改善，这对于汇率这个相对指标来说，则意味着美元指数很难走出方向性的行情。从全年走势来看，美元的走弱仍然是基准情境。

Higher for longer

伴随着美联储不断暗示终点利率的可能抬升，市场开始认真考虑美联储在 5 月份的议息会议上再次加息的可能性，从期货市场的表现来看，市场目前认为美联储在 5 月份再度加息 25 个基点的概率为 80%，而 6 月议息会议加息 25 个基点的概率接近 50%，换言之，higher for longer 已经逐步成为一个基准情境。

从相对宏观的角度而言，美国的通胀整体处于下行趋势中，因此市场和美联储都认可加息已经渐入尾声。但美国经济陷入“衰退”的预期仍然强烈，这从美国国债收益率曲线的持续倒挂中可见一斑。以 2 年和 10 年的国债利差为例，目前的倒挂利差仍然在 80 个基点左右，也处于本轮加息周期的高点附近。

短期而言，2 月 14 日公布的 1 月份美国通胀数据将为市场带来第一个关键的数据节点。目前市场预期 1 月份 CPI 环比上升 0.5%，核心 CPI 环比上升 0.4%，这两个数字都显著高于历史均值和季节性——值得注意的是，美国的 CPI 篮子从今年开始作了新的调整，二手车权重下降的同时，业主等同租金（Owner's Equivalent Rent, OER）的权重有所调高，因此技术上 CPI 大概率会出现一定的上调。抛开技术性原因，此前公布的强劲的非农就业数据以及再创新低的失业率，让分析师们不得不考虑调高对于通胀的预期。如果 1 月份的通胀真如预期环比上升 0.5% 甚至更高，那么未来一段时间的通胀走势也将会受到影响，总体而言，通胀在未来几个月内很可能将显得更有黏性。

三月份的议息会议上，美联储也将给出最新的经济和通胀预测，调高经济和通胀预期、调低失业率预期，是目前市场可以给出的基准假设。总结而言，5 月份的加息已经成为了新的基准预期。

美元与国债利差“脱钩”

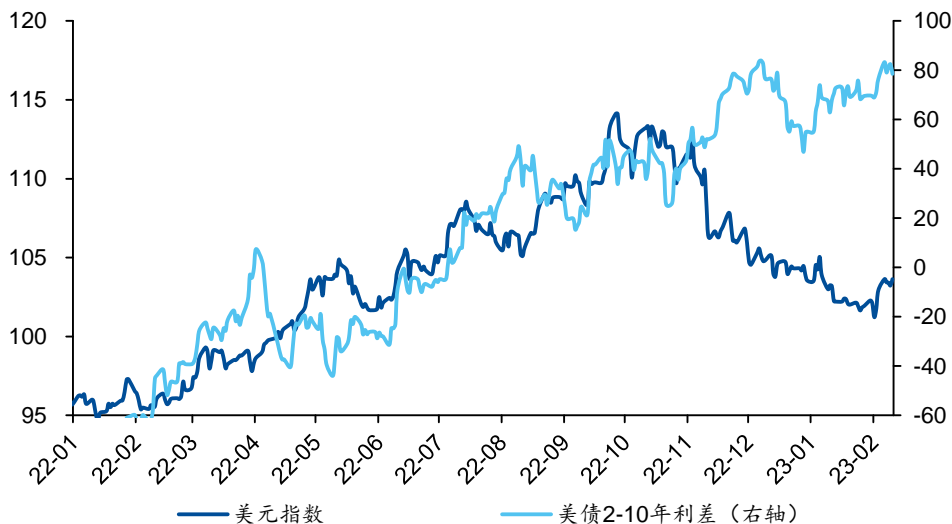
但从金融市场的表现来看，我们会发现一些有趣的现象。比如说，从美元指数的表现来看，从去年的加息周期开始，美元指数与 2 年-10 年国债的利差保持着亦步亦趋的关系，这样的关系在去年 11 月左右被打破。此后，我们会发现，美元指数走势愈发疲弱，但 2 年-10 年的国债利差却依旧保持在较高的位置上。

出现这样的“断裂”，市场一般要去考虑到到底是哪个市场给出了“错误”的预期，或者说这样的“断裂”是否仅仅是暂时的。然而，市场给出的信号尽管背离，但似乎并非无理。从国债利率来看，2 年利率更反映市场对于美联储实际操作的看法，而 10 年利率则反映出市场对中长期经济走势的判断。从这个角度来看，市场判断美联储会在一段时间内将利率保持在较高的位置上，但同时也认为美国经济将受到高利率的严重冲击，这意味着中长期经济走势的萎靡，而 10 年国债利率显著低于 2 年国债利率，正反映出这样的一种市场定价。

从美元的角度来看，尽管美联储仍可能进一步加息，但“渐入尾声”已经是一个共识，边际上而言，5 月份继续加息 25 个基点给出的增量信息仍然有限，即使 6 月份继续加息 25 个基点，边际上的增量信息也没有显著

增加。而伴随着政策利率将逐步超过 CPI 通胀率，美国的实际利率也会转正，这也在很大程度上满足了美联储“限制性货币政策”的诉求。所以，加息在很大程度上已经很难影响美元汇率，而国债收益率曲线倒挂更加反映出市场对于美国经济的纠结态度——这种不清晰的信息更难对美元汇率产生太大的影响。

图 1：美元与国债利差“脱钩”

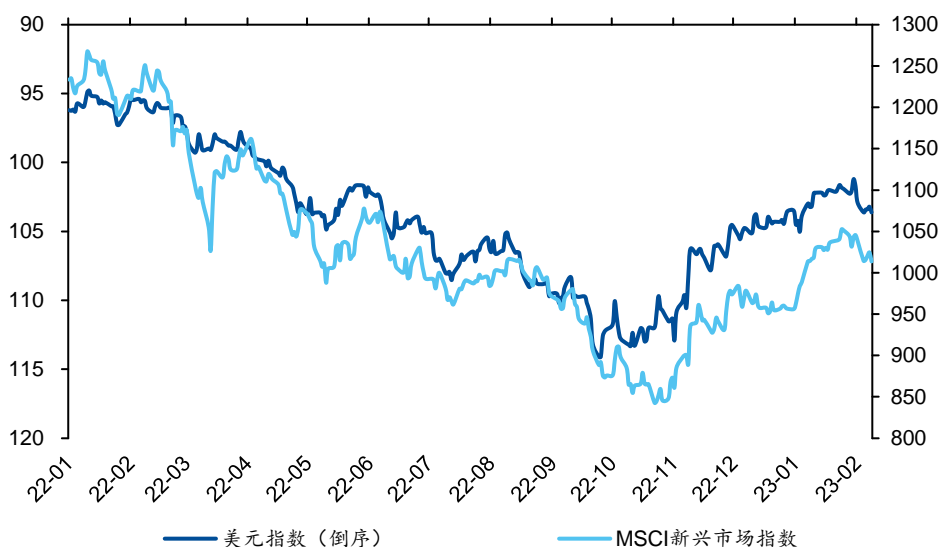


数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

美元与新兴市场股市更“相关”

如果我们换一个角度来观察美元汇率，我们会发现，其走势与新兴市场的股票市场之间存在着更高的相关性。以 MSCI 新兴市场指数为例，美元指数与其之间形成了强烈的负相关性。背后的原因不难理解，当资金从新兴市场流入美元时，美元走强、新兴市场的股票市场走弱；反之，资金从美元流入新兴市场，美元走弱，新兴市场的股票市场也会走强。

图 2：美元指数与新兴市场股票表现更加“相关”

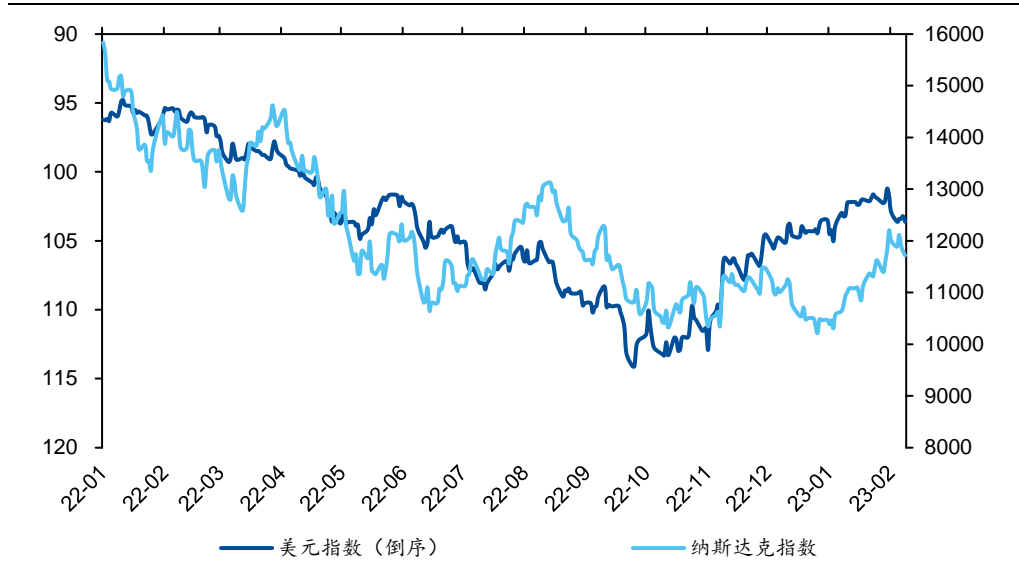


数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

而如果我们把美元指数与美国股票市场的表现作一个对比，我们会发现其相关度显得相对弱一些。这并不难理解，美元指数上升，即可能是因

为美国经济的基本面强于海外市场，也有可能是全球的避险情绪出现上升，在这两种情境下，美元都可能升值，但美股却不一定上涨。因此，汇率作为一个相对概念——即比较两种不同货币的表现——其逻辑与股票市场的逻辑不会长期保持一致，这也体现为美元指数与美股之间很难出现“强相关”。

图 3：美元指数与美股的相关度较弱



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

重要的是“超预期”

随之而来的一个问题是，在去年 11 月份之前，美元走强与美联储加息更相关，还是与新兴市场经济走弱更加相关呢？回答这个问题，事实上等同于回答以下这个问题：去年 11 月份之后，美元走强与美联储加息放缓亦或新兴市场经济前景好转更为相关呢？

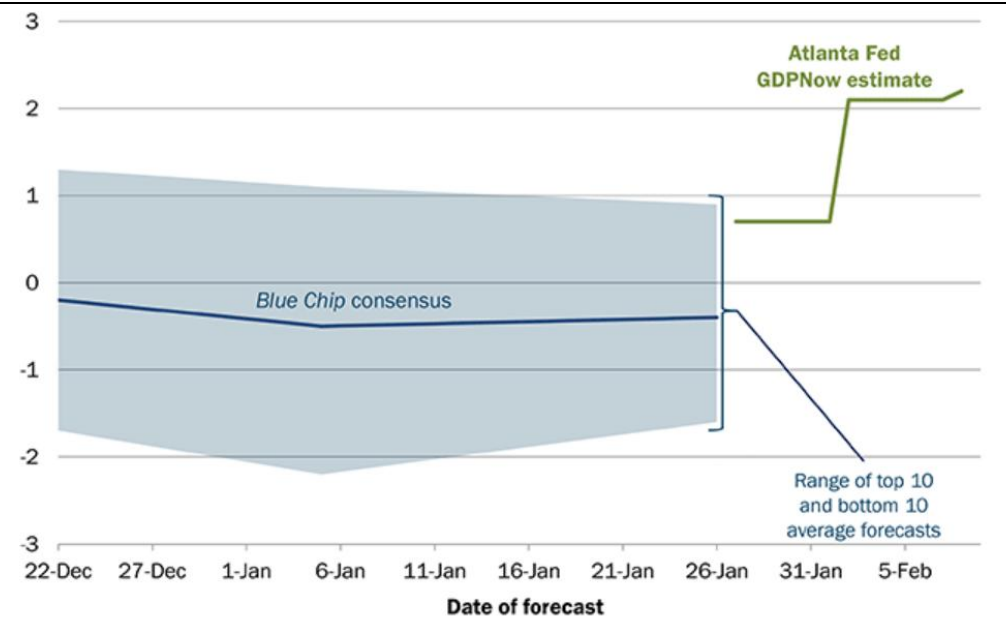
某种角度而言，美元的走强或者走弱与“内因”和“外因”都有关系，但主导因素却不在“内因”或者“外因”本身，而是应该看超预期的部分是在“内因”还是“外因”。比如说去年 11 月份之前，市场对于美联储加息节奏的判断相对落后，造成了美联储加息带来的不断的“超预期”，而今年以来，以中国为代表的新兴市场经济表现的惊喜连连，才是让市场最为震撼的“超预期”。

然而，近期港股市场出现调整，在某种程度上表明，市场开始对中国 **reopening** 的交易已经进入了一个新的阶段，近期购房者排队“还房贷”的新闻更加吸睛，在很大程度上也让投资者对于短期的经济复苏开始出现一些担忧。但从中期而言，中国经济的复苏仍然是全年交易的主线。

而从美国经济来看，投资者仍然需要更多的数据来判断美国经济的健康程度。毋庸讳言，市场仍在博弈美国的“衰退”，但美国经济在未来一两个季度内好于预期的可能性仍然较高。根据亚特兰大联储的 GDPNow 模型，美国第一季度的 GDP 增速可能超过 2%（年化），我们也可以看到，这一预测显著高于目前市场主流分析师的预测值。相信未来一段时间，分析师们也会主动调高美国经济在今年的增长预期，同时推迟“衰退”

可能出现的时点。

图 4: GDPNow对美国第一季度GDP预测显著高于市场分析师



数据来源：亚特兰大联储，国泰君安国际

美国经济表现好于预期，联储 5 月加息窗口打开，对于股票投资者而言，似乎是一个“好消息”和一个“坏消息”，因为这意味着分子端（盈利）和分母端（无风险利率）出现了同向变化，因此美股大概率仍会纠结，但相对而言，分子端改善可能更加超预期，这会大概率改善投资者的风险偏好。

对于美元指数来说，其短期走势可能略显纠结。从大方向来看，美国 and 海外经济会出现同步改善，这对于汇率这个相对指标来说，则意味着美元指数很难走出方向性的行情。从全年走势来看，美元的走弱仍然是基准情境。

个股评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
买入	超过 15% 或公司、行业基本面良好
收集	5% 至 15% 或公司、行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或公司、行业基本面中性
减持	-15% 至 -5% 或公司、行业基本面不理想
卖出	小于-15% 或公司、行业基本面不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数/纳斯达克综合指数
 评级区间: 6至18个月

评级	相对表现
跑赢大市	超过 5% 或行业基本面良好
中性	-5% 至 5% 或行业基本面中性
跑输大市	小于-5% 或行业基本面不理想

利益披露事项

- 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- 除晋商银行(02558 HK)、郑州银行(06196 HK)、顺丰房托(02191 HK)、泸州银行(01983 HK)、远大医药(00512 HK)外, 国泰君安或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值1%或以上的财务权益。
- 国泰君安或其集团在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的阜博集团(03738 HK)、腾讯控股(00700 HK)、阿里巴巴-SW(09988 HK)、吉利汽车(00175 HK)、中国外运-H股(00598 HK)、交通银行-H股(03328 HK)、京东集团-SW(09618 HK)、百度集团-SW(09888 HK)、金山软件(03888 HK)、新创建集团(00659 HK)、商汤-W(00020 HK)、中国有色矿业(01258 HK)、乐享互动(06988 HK)、广汽集团-H股(02238 HK)、中国联塑(02128 HK)、合景泰富集团(01813 HK)、旭辉控股集团(00884 HK)、正荣地产(06158 HK)、哔哩哔哩-W(09626 HK)、碧桂园(02007 HK)、雅居乐集团(03383 HK)、中国奥园(03883 HK)、龙光集团(03380 HK)、融创中国(01918 HK)、新世界发展(00017 HK)、新天绿色能源(00956 HK)、建设银行-H股(00939 HK)、复星国际(00656 HK)、中国中免(01880 HK)、洪九果品(06689 HK)、科济药业-B(02171 HK)、民生银行-H股(01988 HK)、协鑫新能源(00451 HK)、周大福(01929 HK)、彩虹新能源(00438 HK)、金融街物业(01502 HK)、国美零售(00493 HK)、中海物业(02669 HK)、奥园健康(03662 HK)、金科服务(09666 HK)、雅生活服务(03319 HK)、甘肃银行(02139 HK)、兖矿能源(01171 HK)、滨海投资(02886 HK)、华南城(01668 HK)、中国旭阳集团(01907 HK)、移卡(09923 HK)、威高股份(01066 HK)、中梁控股(02772 HK)、四环医药(00460 HK)、重庆银行(01963 HK)、东方证券-H股(03958 HK)、中广核电力-H股(01816 HK)、中广核新能源(01811 HK)、中广核矿业(01164 HK)、江苏宁沪高速公路(00177 HK)、药明康德(02359 HK)、泉峰控股(02285 HK)、小鹏汽车-W(09868 HK)、奈雪的茶(02150 HK)、小米集团-W(01810 HK)、旭辉永升服务(01995 HK)、中石化冠德(00934 HK)、中石化炼化工程-H股(02386 HK)、上海石油化工股份(00338 HK)、中国石油化工股份-H股(00386 HK)、泡泡玛特(09992 HK)、晨鸣纸业(01812 HK)、理文造纸(02314 HK)、思摩尔国际(06969 HK)、中关村科技租赁(01601 HK)存在投资银行业务的关系。
- 国泰君安或其集团公司有, 或将会为本研究报告所评论的香港交易所(00388 HK)、银河娱乐(00027 HK)、长城汽车-H股(02333 HK)、友邦保险(01299 HK)、金沙中国有限公司(01928 HK)、快手-W(01024 HK)、小鹏汽车-W(09868 HK)、中信证券-H股(06030 HK)、瑞声科技(02018 HK)、舜宇光学科技(02382 HK)、国药控股-H股(01099 HK)、中国海洋石油(00883 HK)、药明生物(02269 HK)、美团-W(03690 HK)、中国铁塔-H股(00788 HK)、小米集团-W(01810 HK)、阿里巴巴-SW(09988 HK)、网易-S(09999 HK)、京东集团-SW(09618 HK)、中芯国际(00981 HK)、阿里健康(00241 HK)、百度集团-SW(09888 HK)、吉利汽车(00175 HK)、比亚迪股份-H股(01211 HK)、建设银行-H股(00939 HK)、工商银行-H股(01398 HK)、中银香港(02388 HK)、中国银行-H股(03988 HK)、汇丰控股(00005 HK)、中国平安-H股(02318 HK)、中国人寿-H股(02628 HK)、腾讯控股(00700 HK)、联想集团(00992 HK)、中国移动-H股(00941 HK)、融创中国(01918 HK)、龙光集团(03380 HK)、中国奥园(03883 HK)进行庄家活动。
- 受雇于国泰君安或其集团公司或其有联系的个人没有担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辦人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安的客户提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼
 电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793 网址: www.gtjai.com