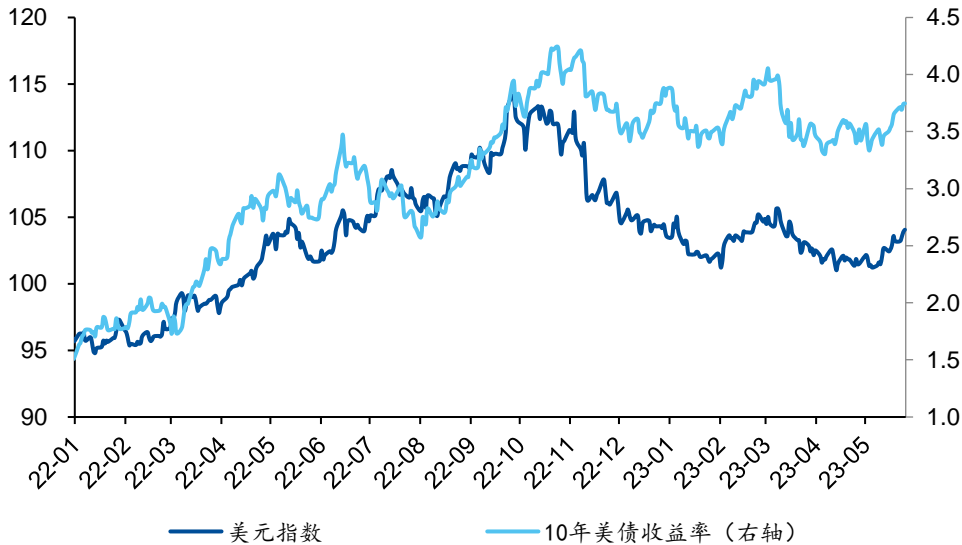




美元走强，也要感谢英伟达

美元指数出现一定的抬升



数据来源：彭博，国泰君安国际

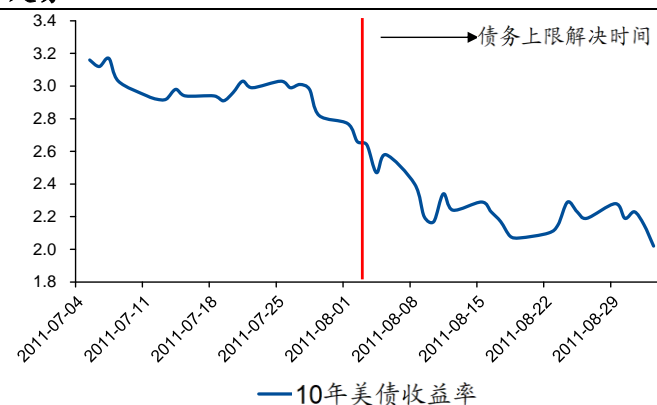
- 美元在近期出现反弹，市场十分关心其强势能否持续。值得注意的是，压制美元的几个重要因素——主权违约、减息压力、衰退风险——都在近期出现了一定的出清。
- 债务上限的谈判在本周尘埃落定，违约已经成为极小概率事件。事实上，从市场的走势来看，投资者似乎并不认为违约会成为一个真正的风险。而现在，这个风险也被基本排雷了。
- 与此同时，市场开始逐步预期美联储可能会再度加息。尽管在6月中的议息会议中，美联储大概率会维持利率不变，但鲍威尔的会后声明可能仍然会保持“鹰派”论调。
- 市场一直嗤之以鼻的美联储经济预测，却似乎表现得“可圈可点”，这也意味着6月的美联储新预测，将会获得更大的市场关注。
- 而英伟达的霸气表现以及欧洲经济的“突然羸弱”，则给强势美元送上助攻。英伟达的背后是人工智能的兴起，这会给经济插上想象的翅膀。欧洲经济则有些“哑火”，市场本身也有一定的短期“止盈”动力——毕竟今年欧洲股市涨幅已经非常喜人。
- 美元的强势大概率会维持至夏季。此后大概率会重拾下行。

债务上限谈判安然落地

关于美国债务上限的谈判在本周末初具雏形，这也基本上符合市场此前的预期，即债务上限的谈判不太会以“破罐子破摔”的方式终结。尽管最终方案仍然需要时间敲定，但相信不太会有市场人士去关注数百页的具体文案，市场只需要确认违约不会发生。从某种程度上而言，关于债务上限的讨论实际意义很小，因为债务上限其实是一个软约束（Soft Ceiling），两党只是在一系列议题上各自展现态度，并以此影响选民的心理。

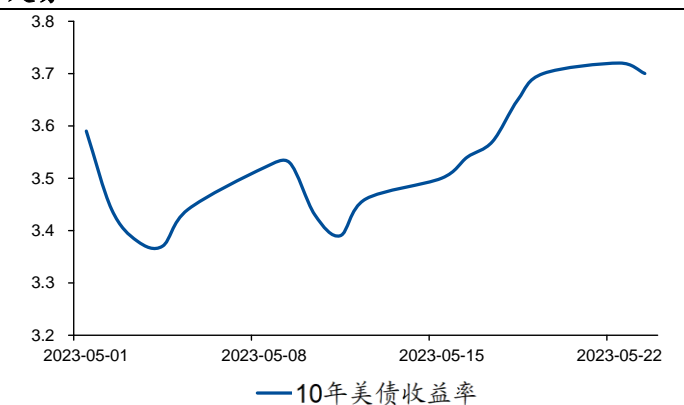
尽管今年的债务上限讨论被认为会与 2011 年类似，但市场却交易出完全不同的走势，这也表明市场并不认为违约会真实发生。与此同时，从经济基本面来看，目前美国的经济环境较 2011 年相对稳定，这给两党的谈判提供了相对宽裕的条件。从金融市场表现来看，目前美股的走势及长端国债的收益率与 2011 年截然不同，这也从侧面反映出市场对于债务上限谈判普遍持有相对乐观的态度，即在债务上限期限到来之前，两党大概率会做出妥协以避免实质性违约的发生。

图 1：2011 年美国债务上限谈判前后美国国债收益率走势



数据来源：彭博，国泰君安国际

图 2：2023 年 5 月美国债务上限谈判前美国国债收益率走势



数据来源：彭博，国泰君安国际

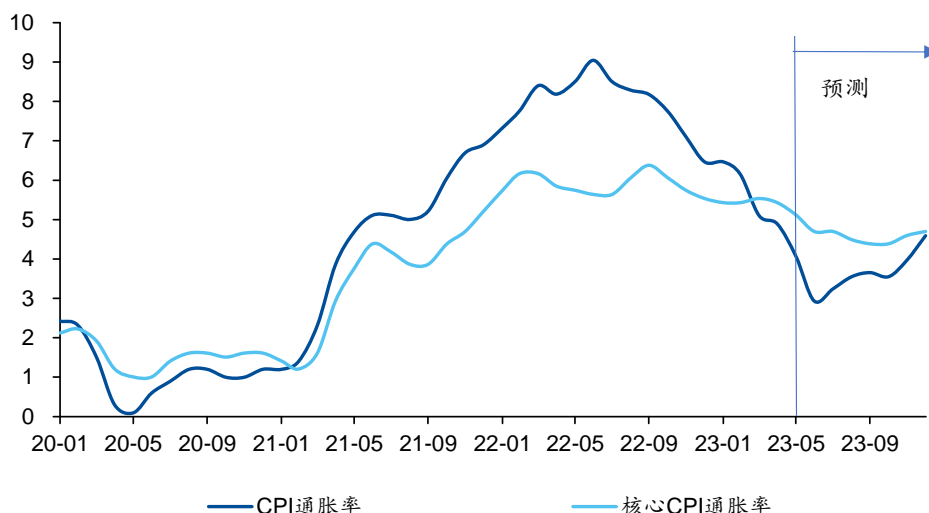
6 月会议不再安然

债务上限大致尘埃落定之时，市场也开始关注在 6 月的美联储议息会议。目前来看，美国的整体通胀已经得到了显著的压降。往前看，整体通胀可能会继续小幅下行一段时间后保持维持在一定水平，但核心通胀率仍将显著高于美联储认为“适宜”的 2%。

综合各方信息而言，美联储大概率会在 6 月中的议息会议上暂停加息，背后的主要考量是美联储需要进一步评估银行业危机对经济的影响。与此同时，由于核心通胀率仍然“易升难降”，美联储在下半年会不会继续加息，仍然存在很大的不确定性。

与此同时，市场也会十分关心美联储在 6 月会议后最新的经济和通胀预测。尽管很长一段时间以来，市场一直对美联储的预测“嗤之以鼻”，但截至目前，美联储对于经济和通胀的基本判断似乎“不乏亮点”。而与美联储的“淡定”相比，整体市场的预测显得“跳跃”甚至“光怪陆离”。

图 3：美国通胀距离美联储认为“适宜”的2%还有很长路要走



数据来源：彭博，国泰君安国际

对于市场而言，压制美元和美债利率上行的两大因素——债务违约和降息预期，基本上已经出清。这也意味着美元会在短期内保持强势。

今年以来，美元表现较为疲弱，与美债收益率相比，美元从去年 9 月以来就较为“拉跨”，这其中最为主要的因素是市场普遍认为美国经济会陷入衰退、并由此倒逼美联储降息。但目前而言，美国经济的“衰退”时点可能会后移，更加重要的是，“降息”落地的概率甚至可能低于“再次加息”。

从本周的数据来看，美国第一季度 GDP 被上修至 1.3%，个人消费是上修的主要原因。与此同时，核心 PCE 价格指数也有微幅上调。目前来看，第二季度经济数据仍然保持稳定，亚特兰大联储的 GDPNow 给出的预测值也稳定在 2.9%左右。在第一季度 GDP 修订数据公布后，市场也开始重新预期美联储可能在未来两次会议上加息 25 个基点。由于 6 月加息的概率较低，市场这一预期表明鲍威尔在新闻发布会中可能继续表达“鹰派”措辞。

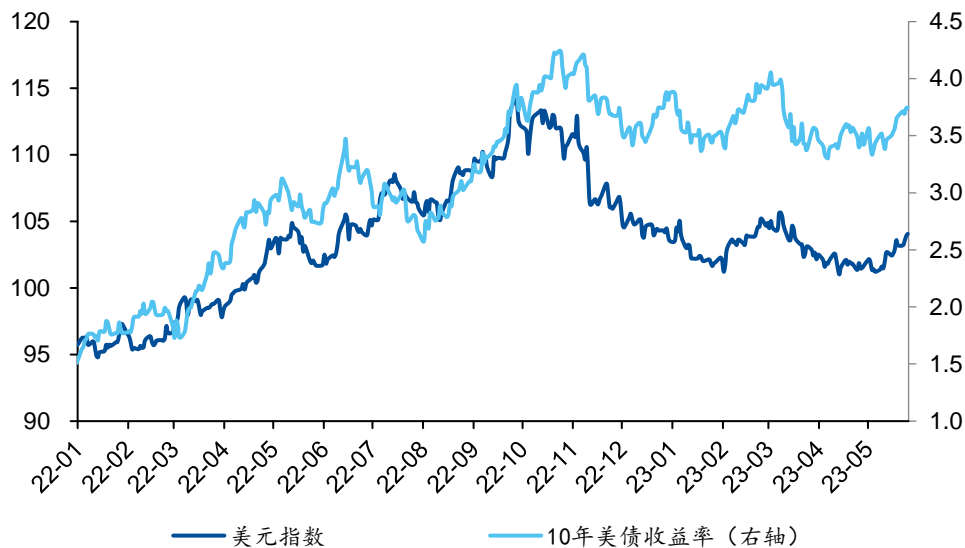
英伟达的“神助攻”

而英伟达最近的强势表现，则给美元作了一次“神助攻”。英伟达股价大涨，表明市场对于人工智能的巨大期待，而一旦人工智能在未来几年大行其道，并成为新的科技和产业潮流，那么在边际上对于美国经济的正面效应将不可忽视。尽管人工智能可能会对劳动力市场产生一定的冲击，但劳动力市场的降温也有利于压制火热的通胀。

另一个角度而言，今年以来兑美元升值较为明显的欧元，可能会面临一定的回调压力。这主要是因为近期欧元区尤其是德国的制造业数据明显走弱，德国经济第一季度 GDP 也在本周被下修。下修之后，德国经济也确认已经进入“技术性衰退”。市场需要时间来判断这样的走弱是不是趋势性的，但短期而言欧洲经济边际走弱则是一个不争的事实。

综合而言，压制美元的几个因素——主权违约、减息压力、衰退风险——都在近期出现了一定的出清。而英伟达的霸气表现以及欧洲经济的“突然羸弱”，则给强势美元送上助攻。美元的强势大概率会维持至夏季。

图 4：美元指数开始抬升



数据来源：iFind, 国泰君安国际

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	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

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	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 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。
- (2) 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。
- (3) 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的1%或以上。
- (4) 国泰君安或其集团公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安或其集团公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安及其集团公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安及其集团公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例、或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 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