

宏观点评 20240122

美日“领跑”股市透露了什么信号？

2024年01月22日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《几条线索观测欧美经济》

2024-01-21

《楼市延续新房“冷”、二手“热”

—国内宏观经济周报》

2024-01-21

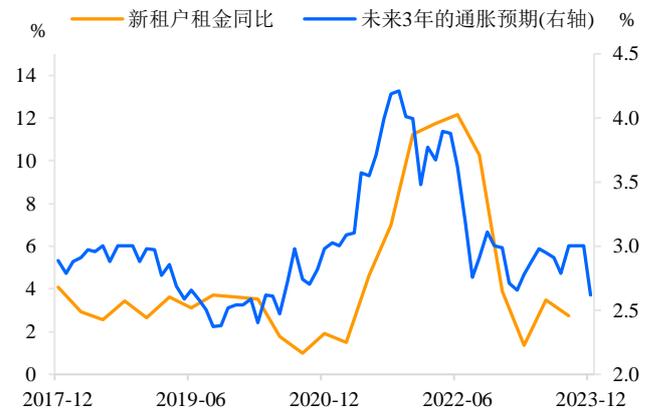
- 开年以来，标普 500 创新高，但是纳斯达克（综合指数）“尚差火候”；日股领跑，但亚洲“同行们”却“步履蹒跚”。怎么去看待这些“脱节”？我们认为这背后的“天时地利人和”具有一定的阶段性和偶然性，美、日虽然为今年股市开了个好头，但是对于本轮上涨依旧需要理性对待。具体来看：
- 美股方面，经济的韧性为美股上涨创造了基本的客观条件。1月初以来，就业和零售销售的超预期，良好的宏观经济环境帮助市场验证衰退的风险的下降。叠加汽油价格回落及新签租约租金的大幅降温，长短期通胀预期稳步下降（图 1-2）。对于越来越浓的“去通胀”降息预期，得到了进一步的确认。
- 鲍威尔对打压宽松预期的“缺席”是美股涨势的关键。宽松的环境无疑为股市创造了十分有利的条件：市场激进地预期宽松政策（图 3），本引发了鲍威尔将给宽松政策预期“泼冷水”的猜测。1月以来众多联储官员表态希望矫正预期，但自 12 月议息会议往后，鲍威尔却选择“沉默”，没有公开表态。典型的反例可以参考欧央行，同样的市场快速降息预期，不同的是欧央行行长直接出手“敲打”市场对降息的押注，此后欧股表现相对低迷。
- AI+半导体，为短期内股市上涨造势。科技主题从事件到情绪有力地刺激了美股的上涨。事件方面，1月19日苹果 Vision Pro 发布、Meta 全球商业部门负责人在世界经济论坛上表示，在 AI 的帮助下，广告回报率平均提升 32%；情绪方面，台积电对 2024 年整体复苏指引乐观，上调对 AI 的预期、谷歌云宣布将与 AI 模型赋能三星手机、Meta 上调英伟达算力卡的资本开支等。靠着 AI 行情的全面提振和刺激，美国股市在“FANNG+”（美股科技 7 巨头）的引领下大涨（图 4-5）。
- 美股涨了这么多，该不该担心？我们认为美股大涨的可持续性确实存疑，因为存在几大不稳定因素的干扰：
 - 一是，美股上涨的深度不够：由图 6，市场对于超过 200 日均线交易的比例从高位下滑意味着美股上涨的可持续性或较为短暂。除此之外，值得关注的是，当前美股只是靠着几大巨头的领涨，而等权重的标普涨势尚未如此“疯狂”。
 - 二是，市场对全年降息的激进预期（2024 年降 140bp，约 6 次），与超韧性的经济基本面相矛盾。因此往后的风险在于，即便鲍威尔少见地没有像欧央行一样立马打压降息预期，也很有可能在 1 月议息会议上不再保持“沉默”。
 - 三是，围绕“七巨头”的交易当前十分拥挤，面对脱离基本面的上涨，需要警惕超涨的回调风险。
- 基于此，我们认为美股延续大涨的可持续性有待观察。而反观日股，日央行和美联储的“沉默”其实有着异曲同工之妙，叠加近期日央行转向预期的淡化，对于宽松预期时间的延长，我们认为日股相较于美股的上涨弹性更大：
- 经济基本面+企业盈利预期改善。日本由通缩走向再通胀，但考虑到日本央行放弃负利率、调整 YCC 的概率较低，1 月市场的转向预期淡化，从而带领日元走贬引领日股上涨。加之日企改革初见成效带来的盈利预期改善，在当前全球资金配置日本股市的比重仍旧较低的情况下，外资进一步增配，同时带领内资的入市，携手创造了日股亮眼的表现（图 7-8）。
- 风险提示：全球通胀超预期上行，美国经济提前进入显著衰退，巴以冲突局势失控，美国银行危机再起金融风险暴露。

图1: 汽油价格持续下降将带领通胀下行



数据来源: AAA, Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 衡量新签租约的租金降温, 引领长期通胀下降



数据来源: 克利夫兰联储, Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 市场对于未来降息预期强烈



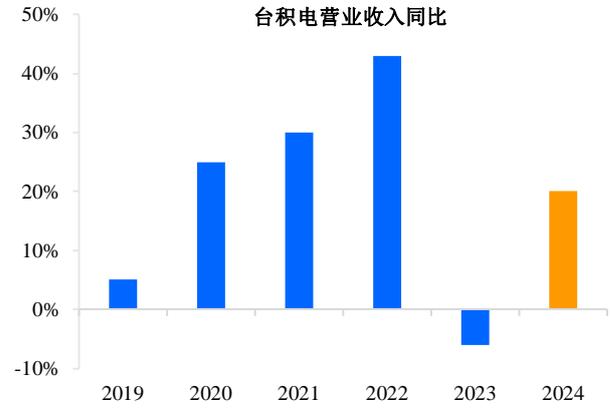
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 半导体和 AI, 美股受到科技的引领上涨



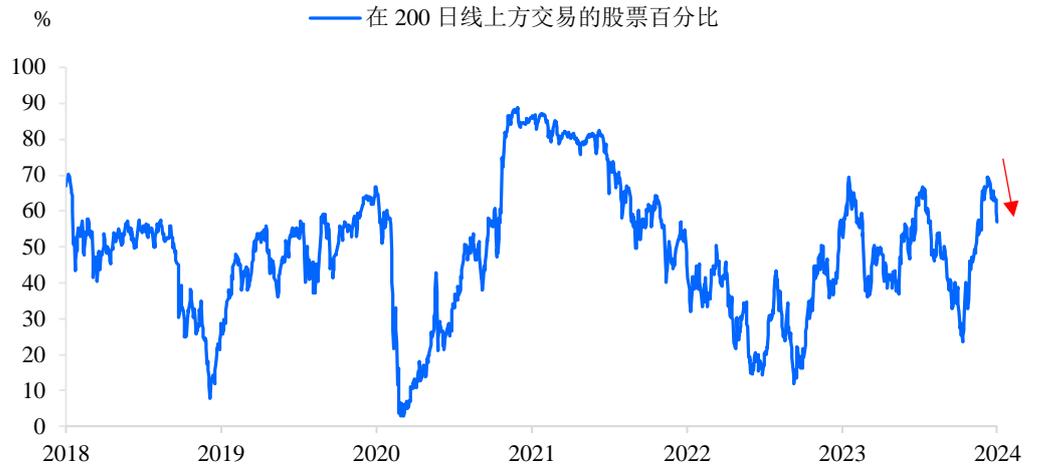
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图5: 台积电 2024 年的收入预计得到反转



注: 黄色柱子为 TSMC 对 2024 年营收增长的预期
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 美股广度开始下降意味着美股可能开始恶化



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图7: 日股盈利预期有所改善



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图8: 全球配置日股的比例仍有上涨空间



数据来源: EPFR, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>