

宏观点评 20240217

三条线索透视假期“乐观向上”的海外市场

2024年02月17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

《假期二三事之美国银行业出了什么“幺蛾子”？》

2024-02-16

《“不按套路”的通胀如何影响降息“剧本”？》

2024-02-14

■ 有一个词形容假期海外市场——“乐观”。尽管遭遇了CPI和PPI两大“减速带”、美股整体微跌，但这是标普和道指创下历史新高的背景下。除此之外，更加突出的两个表现是传统避险资产美债和黄金都跌了，而以日本和新兴市场为代表的非美股市明显表现更好。整个市场似乎都洋溢着“乐观向上”的氛围。

■ 究竟是什么让海外投资者心态“如此之好”？我们认为这主要源于背后的三条线索：对经济韧性的笃信、对宽松方向的确认以及对中观实体盈利预期和AI行情的青睐。

■ **线索一：从宏观经济的角度而言，“衰退”的担忧日渐式微。**美国方面，虽然1月零售销售数据出现下滑，但这更多的是受到了一定噪音的干扰而非是陷入衰退的预警：一则零售销售未经通胀调整，1月商品价格的负增严重拖累了零售销售额；二则是1月往往受到季节性气候的干扰，从12个月移动平均的角度来看数据其实接近疫情前平均水平，相对较为健康。因此市场对于零售销售数据的解读极有可能过分夸大了消费和经济的疲软程度。

日本方面，尽管经济放缓，但市场的心态却变得更乐观了：日股选择“忽视”日本下滑的GDP地位，即便经济“二连缩”陷入技术性衰退，但市场在“体感”上却选择了“相信”，年初至今夸张的上涨15%，假期短短几天涨幅超3%。

■ **线索二：从政策层面来说，降息政策虽“一波三折”，但全年宽松的方向基本确认无虞。**春节期间央行副行长内田真一发表宽松言论：不会急于加息，即便终止负利率政策，也将持续保持宽松的金融环境，维持市场流动性。日央行对于紧缩的犹豫，淡化了市场对退出负利率政策的预期。在整体宽松的大方向上，这再次点燃了市场热情，助推日股迎来新一波高峰。

而对于美欧而言，虽市场“抢跑”降息预期一再被打压，但下半年降息基本“板上钉钉”。尤其是美联储，假期期间虽然美联储官员不断打压降息预期：先是巴尔金表示希望看到“再多几个月”的通胀数据，对降息有足够耐心。再到洛根、博斯蒂克接连发表“鹰”派言论，洛根暗示目前不存在降息的紧迫性决策、博斯科克表示“美联储并不迫切需要降息”。

但也仅仅促使市场“抢跑”预期逐渐回归正常化，随着美国通胀的稳定下行以及经济的逐渐走弱，6月降息依然指日可待，因此美联储发言对于股市的整体负面冲击不大。而1月超预期的通胀数据对美股也仅仅短暂冲击一天，隔天三大股指普遍回升，并再创新高，背后同样说明了虽然市场预期的降息节奏有推迟，但整体宽松方向不变。

■ **线索三：从市场角度而言，上涨的乐观情绪较为全面。**美股投资者并不担心宏观风险：一方面，当前美股无论是广度还是深度都得到了提升，这意味着美股的上涨不仅仅再只是依靠几个科技巨头的拉拽，资金也从科技股扩散至各个板块，标普500的上涨更为“全面”；另一方面，可以直接观测到的是，罗素2000小盘股的涨幅明显超过标普，进一步证明当前美国市场上乐观情绪较为普遍。

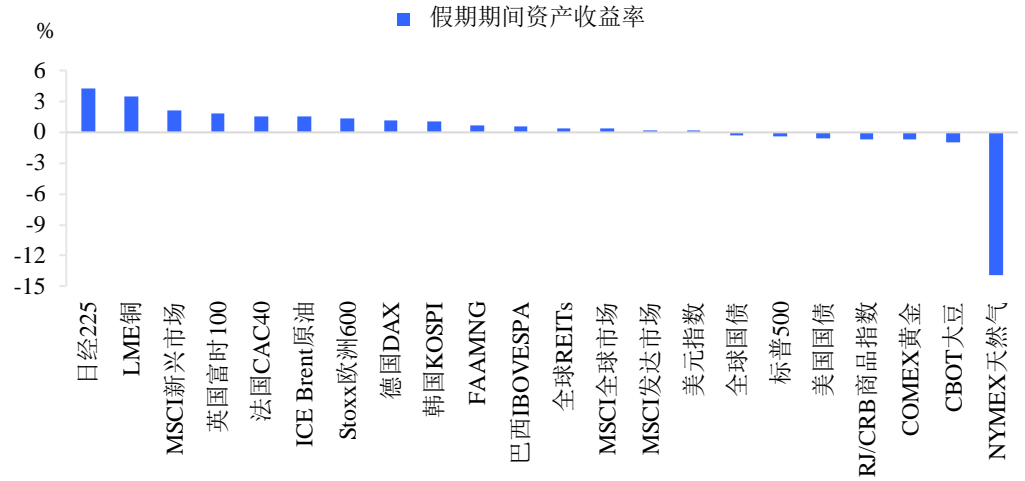
■ **美股财报业绩亮眼是“底气”。**对于美股来说，稳定的盈利预期+“非理性”情绪泡沫使美股成为“爆款”。除了四季度美国强劲的经济表现，美股2023年四季度企业财报的超预期，再次给市场打了一针“兴奋剂”。在当前已经公布季度财报的公司中（截止至2月15日），标普500中约55%的企业营业收入超预期、近80%的公司实现超预期营业利润的增长，营业利润总增长率近5%。财报周的亮眼表现使美股不乏向上的动力。

■ **AI行情的发酵是“动力”。**截至2月15日，受益于AI行情的科技股普

遍业绩兑现，总营业利润增长超 10%以上，AI 行情持续催化，除七大龙头科技股除英伟达尚未公布财报以外，谷歌、Meta 等其余公司均交出亮眼成绩单，股价一路上涨，凭借着绝对优势的市值占比撑起大盘。整体市场乐观情绪高涨，美联储紧缩预期以及高通胀预期也未能阻止美股上涨态势。

- **除美股之外，其余市场也“捷报频传”。**日股受益于 AI 行情以及公司治理改革带来的盈利预期改善一路上升，欧洲龙头股凭借强大的盈利能力、稳健的资产负债表和高股息贡献欧股绝大部分涨幅。市场情绪不断蔓延，港股开盘大涨，科技股全线“飘红”，传媒、医药生物、消费、汽车等多个板块普涨。
- **节后美股怎么看？**虽然美股屡创新高，但不可否认的是，美股结构上风险仍大，一方面当前美股并不便宜，美股估值已达到历史较高水平；另一方面，虽然美股近期宽度有所改善，但七大科技股占比依然过高，前期涨势过分集中在龙头科技股中，风险依然存在。年初以来七大科技股中特斯拉已经掉队，一旦出现 AI 行情暂停或业绩等超预期事件可能导致美股“熄火”。**下一步需关注英伟达财报的发布以及美国一季度各项经济数据的强弱，将是决定后续美股走向的重要变量。**
- **对于国内市场而言，A 股有望实现“开门红”。**龙年开年，港股先乐观了起来：海外宽松预期在大方向的确认，消息及政策引领材料及生物等板块的普涨开了个好头。**在全球风险偏好提升之际，基于外溢效应我们认为 A 股不会完全“掉队”。**除此之外，证监会主席换帅往往提振市场情绪。叠加基本面的主动权仍旧握在我们自己手中，不妨对 A 股的上涨抱有更多期待。
- **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。

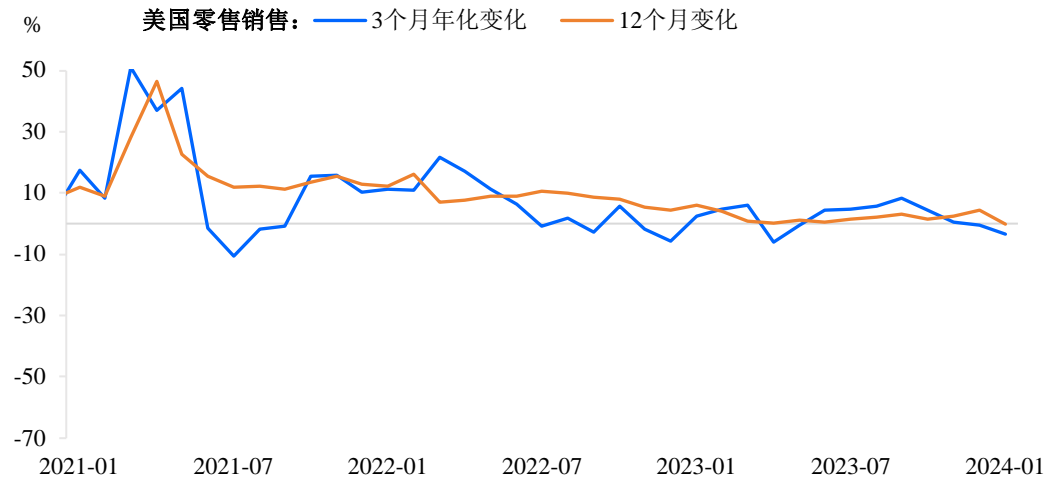
图1: 春节假期期间海外资产表现一览



注: 春节假期日期为除夕至年初七。

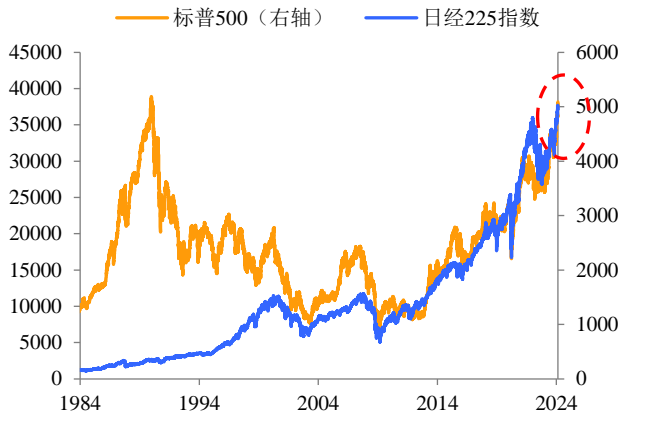
数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

图2: 美国零售销售的季度及年度变化情况



数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

图3: 美日股市站上高位



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 美债和美元重回 2023 年 12 月水平



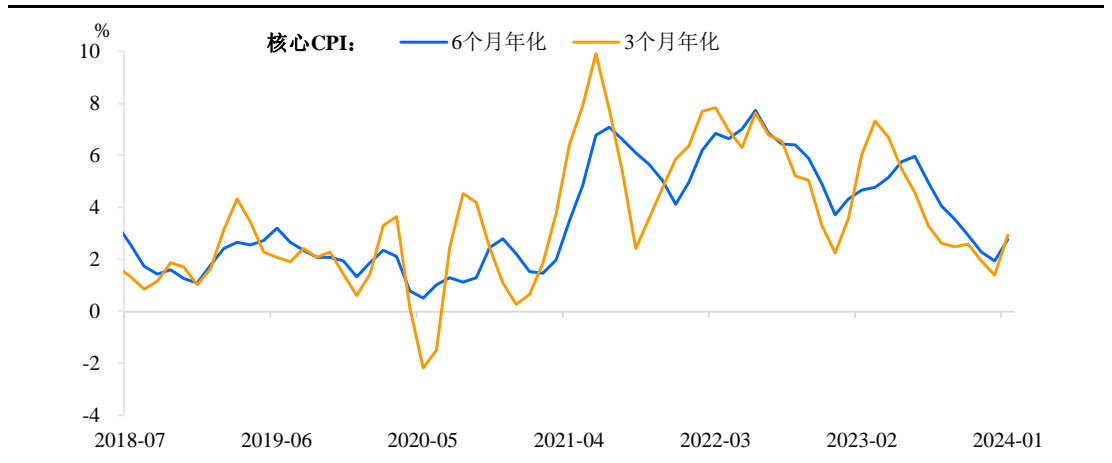
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 美联储票委春节假期期间讲话汇总

官员	日期	美联储官员表态	职位	2023FOMC投票权	2024FOMC投票权
鲍威尔	2024/1/31	FOMC利率可能处于本轮周期的峰值，但还需更多证据证明通胀已被遏制；美联储在今年降息是合适的，但降息的时点取决于通胀证据；准备于更长时期内维持政策利率不变。并不认为3月就会启动降息，计划3月份开始深入讨论资产负债表问题。	美联储主席	有	有
卡什卡里	2024/2/8	希望在降息之前看到“几个月”的通胀数据。2024 年降息两到三次可能是合适的。我们并不是在寻找更好的通胀数据，我们只是在寻找同样在 2% 水平左右的额外通胀数据。”“如果能再看到几个月的数据，这会给我们很大的信心。”同时，如果就业市场保持强劲，美联储将能够灵活地缓慢采取行动。	明尼阿波利斯联储行长	有	无
巴尔金	2024/2/9	仍希望更多人相信通胀放缓的范围正在扩大且可持续；鉴于强劲的需求和历史上强劲的劳动力市场，有时间在开始下调利率之前建立信心。历史讲述了许多通货膨胀假象的故事，如果可以的话，我很想避免坐过山车。	里士满联储行长	无	有
洛根	2024/2/11	目前没有降息的紧迫性，政策制定者有时间评估即将发布的经济数据。目前没有必要对利率进行任何额外的调整，需要可以更好地了解通胀的进展是否会在中期内持续下去，并建立信心。	达拉斯联储行长	有	无
博斯蒂克	2024/2/13	今天的消费者物价指数报告并不像前几份报告那么乐观，但看到通胀出现一些波动对我来说并不意外。这种弹性也意味着通胀的步伐或回到我们目标的速度将会放缓。我的展望显示，今年第三季度利率开始下降。但是，我们必须再次观察未来几个月通胀的进展情况。	亚特兰大联储行长	无	有

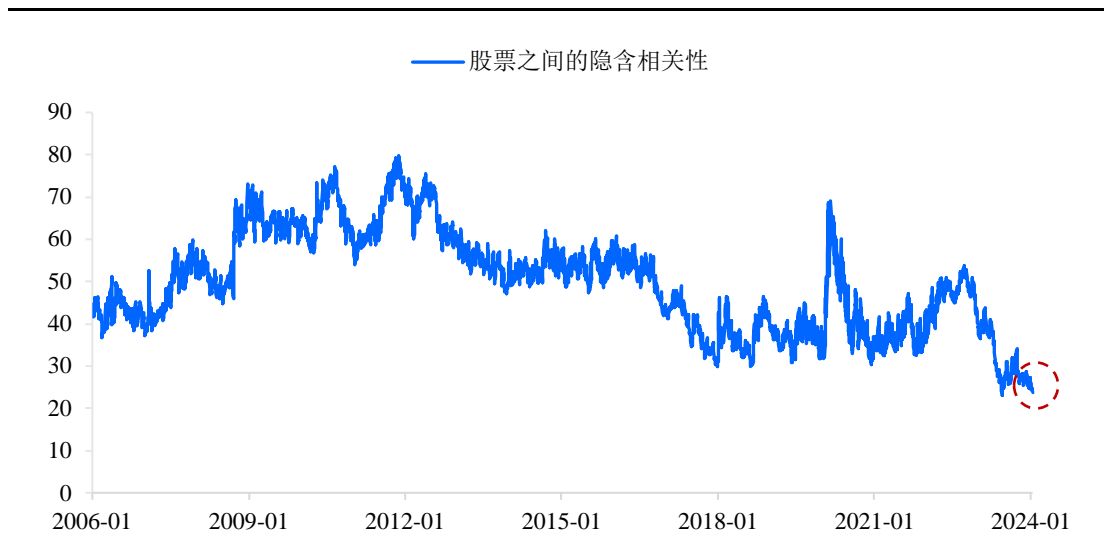
数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

图6: 3个月及6个月核心通胀年化反弹



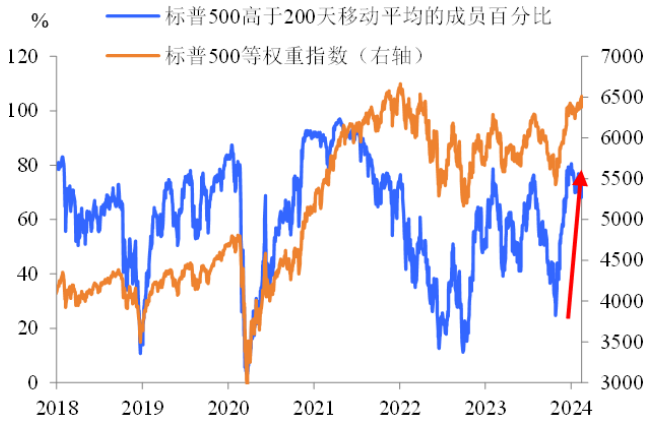
数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

图7: 股市不再定价衰退风险, 更多的是相信“软着陆”



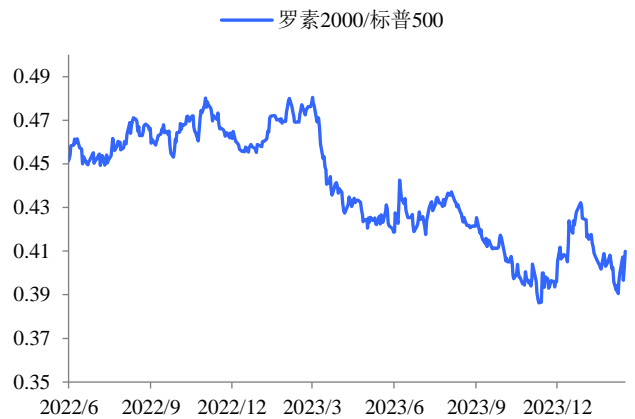
数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

图8: 美国上涨的“深度”和“广度”在提高



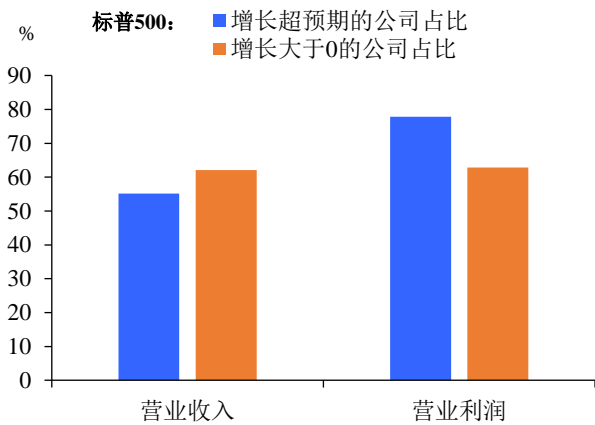
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图9: 2024年2月以来小盘股表现更佳



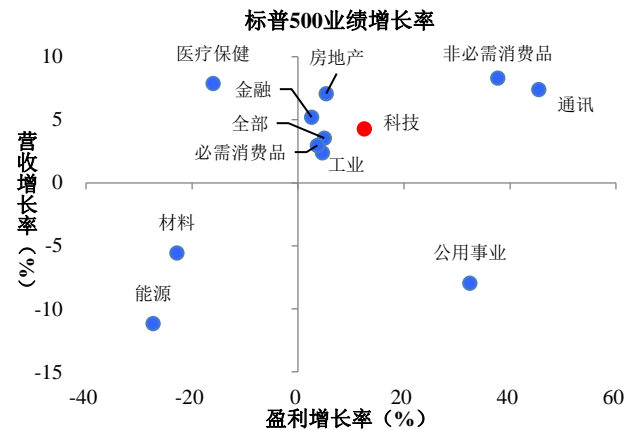
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图10: 标普500业绩超预期



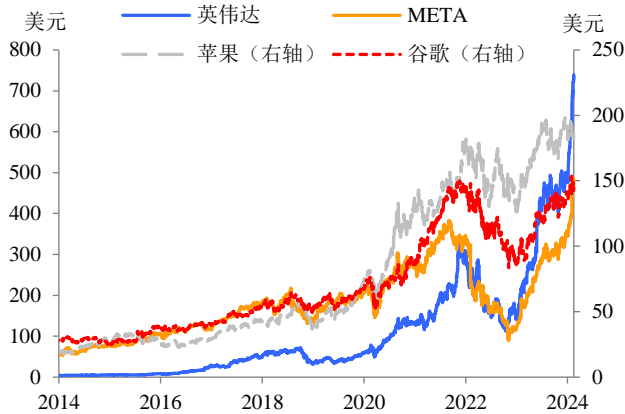
注: 数据截止至2月15日已公布四季度财报的公司;
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图11: 科技股业绩兑现



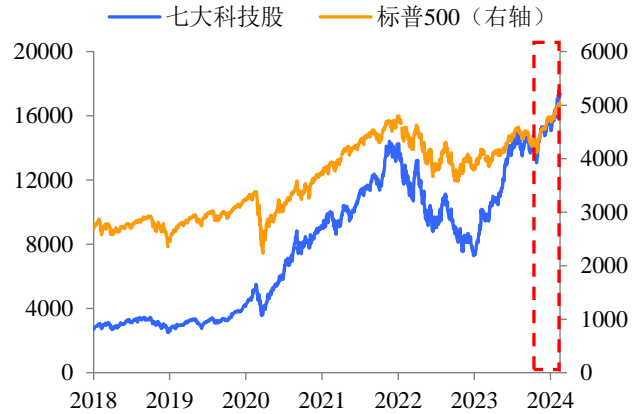
注: 数据截止至2月15日已公布四季度财报的公司;
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图12: 龙头科技股受益于亮眼财报业绩股价上涨



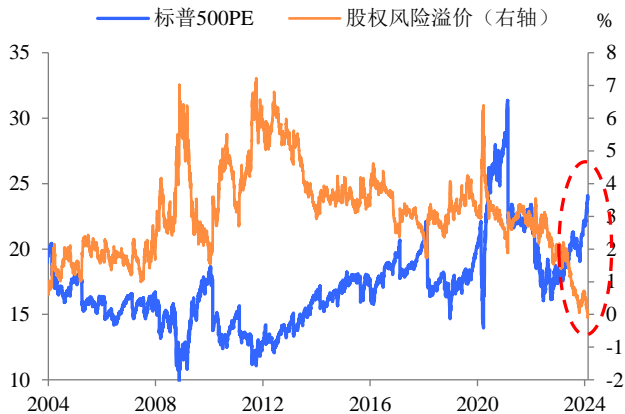
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图13: 七大科技龙头股引领股市攀升



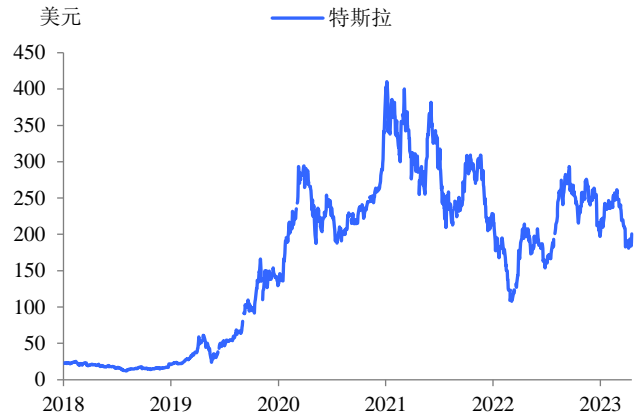
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图14: 美股当前估值较高



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图15: 七大龙头科技股中, 特斯拉股价已然掉队



数据来源: Bloomberg, 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。

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>