



宏观研究报告

2024年5月22日

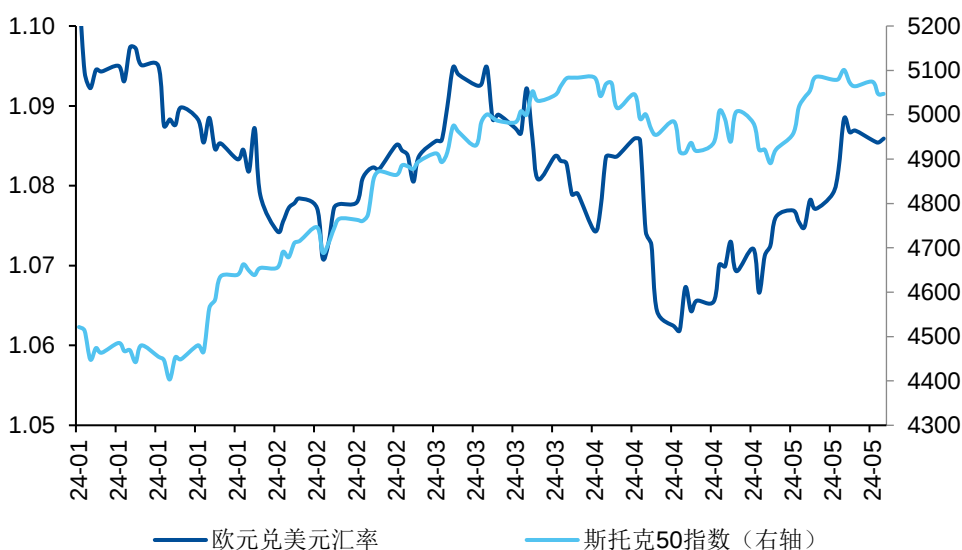
周浩

+852 2509 7582

hao.zhou@gtjas.com.hk

Higher for Longer 还是 High for Longer?

欧元与欧股表现同步



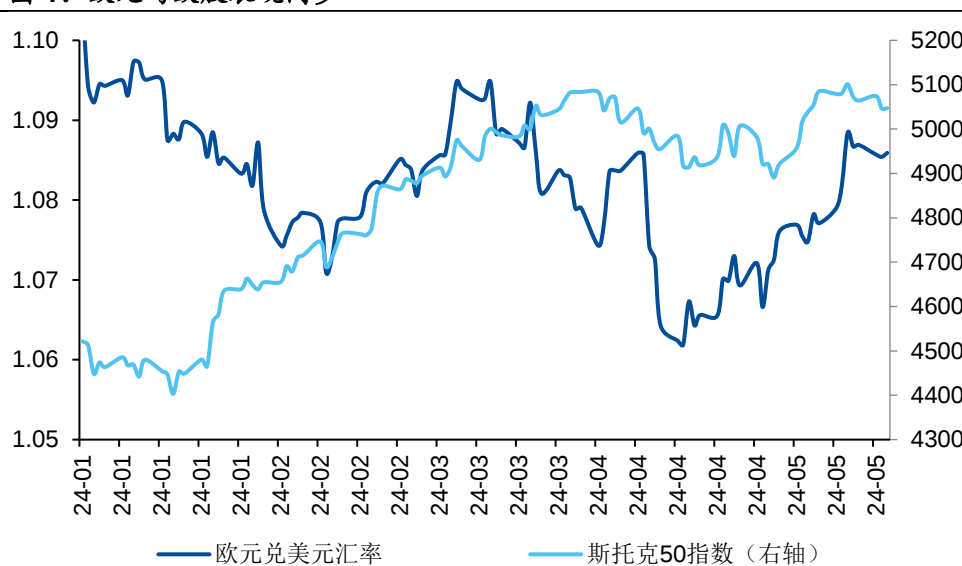
数据来源：旧金山联储, 国泰君安国际

- 欧洲央行大概率会率先在 6 月启动降息进程，而美联储的降息最早也要到第三季度。然而，欧元汇率却在近期不断攀升，如何理解这样的现象呢？
- 首先，可以看到的是，在降息预期下，从今年 2 月以来，欧元汇率与欧洲股市出现了同向的走势。一般而言，股票和汇率是不同的大类资产，但出现同向走势，往往说明海外投资者的边际重要性开始提升。
- 当然，更加广泛的宏观背景，是市场的整体风险偏好在上升。风险偏好低的时候，美元相对较强；而风险偏好上升的时候，美元会出现走弱。近期而言，美元指数表现相对较弱，在一定程度上也印证着风险偏好走强的基本逻辑。
- 美元的走弱也与美债收益率的表现温和互为印证，在一定程度上也表明利率与汇率之间形成了充分沟通。从资产类别而言，外汇和利率不是眼下市场交易的主导因素，其他市场比如股票和商品，相比之下更加闪闪发光。
- 从美联储官员近期的表态来看，美联储可能至少想等待未来两个月的通胀数据，那么 7 月份降息的可能性则相对较低，9 月份的概率则相对较大。当然，利率端则可能有“抢跑”的表现，即通胀表现温和，则利率会提前反应降息预期，并带动美元走弱。从这个角度来看美元近期的表现，事实上也表明市场相信通胀的表现会 on the track。
- 在 higher for longer 已经成为市场共识的今天，虽然难以定义什么是 longer，但至少可以确定是 high，还是 higher。只要不是 higher，那么市场可以 high 一阵。

市场对于几大央行的利率定价已经较为充分。从目前的进展来看，欧洲央行大概率会率先在 6 月启动降息进程，而美联储的降息最早也要到第三季度。然而，欧元汇率却在近期不断攀升，如何理解这样的现象呢？

首先，可以看到的是，在降息预期下，欧洲股市表现良好，也成为港股之外的另一个明星。对比一下欧元和斯托克 50 的表现，我们可以发现，从今年 2 月以来，欧元汇率与欧洲股市出现了同向的走势。一般而言，股票和汇率是不同的大类资产，但出现同向走势，往往说明海外投资者的边际重要性开始提升。换言之，欧洲股市的表现与欧元的相关性提升，表明在过去的几个月中，海外投资者的进场，一边在推升欧元的表现，另一边也在推升股票市场的表现。

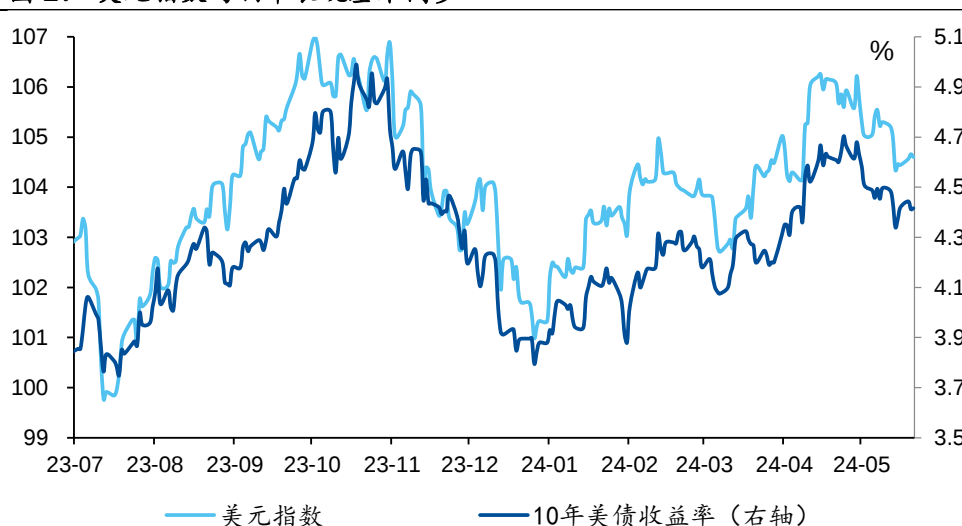
图 1：欧元与欧股表现同步



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

当然，更加广泛的宏观背景，是市场的整体风险偏好在上升。我们一般把美元作为一个风险偏好的反函数，即风险偏好低的时候，美元相对较强；而风险偏好上升的时候，美元会出现走弱。近期而言，美元指数表现相对较弱，在一定程度上也印证着风险偏好走强的基本逻辑。

图 2：美元指数与利率表现基本同步

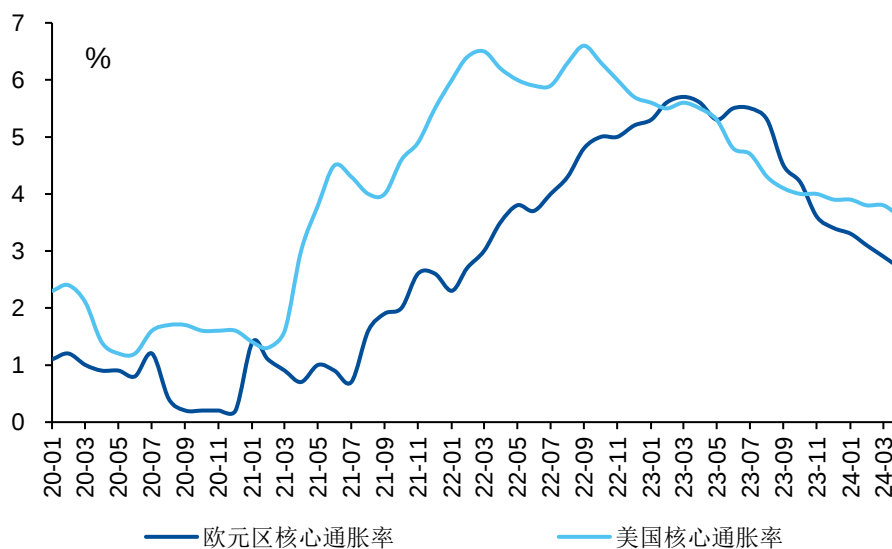


数据来源：旧金山联储, 国泰君安国际

当然，美元的走弱也与美债收益率的表现温和互为印证，在一定程度上也表明利率与汇率之间形成了充分沟通。这样的一种互动表明市场对于主要的宏观因素定价比较充分，在一定程度上也表明市场很难找到令人心动的边际定价因子。换言之，从资产类别而言，外汇和利率不是眼下市场交易的主导因素，其他市场比如股票和商品，相比之下更加闪闪发光。

从市场的定价去看目前的降息预期，再对比政策宣示，我们会发现，可以产生 surprise 的因素短期似乎难以出现。比如说，本周下任美联储主席的热门人选、现美联储理事沃勒表示，尽管最近的数据表明在通胀方面可能已经恢复取得进展，但是在开始降息之前，他需要再看到“几个月”的良好通胀数据。沃勒认为没有必要进一步加息。如果未来三到五个月的数据持续疲软，美联储可能会在 2024 年底考虑降息。这样的表态基本与市场预期相符，市场认为 9 月降息的概率最大，12 月可能会有年内的第二次降息。与此同时，如果 4 月份的通胀读数让美联储基本满意，那么未来的几个通胀读数持续表现温和，才可能是触发降息的必要条件，从这个角度而言，美联储可能至少想等待未来两个月的通胀数据，那么 7 月份降息的可能性则相对较低，9 月份的概率则相对较大。当然，利率端则可能有“抢跑”的表现，即通胀表现温和，则利率会提前反应降息预期，并带动美元走弱。从这个角度来看美元近期的表现，事实上也表明市场相信美国通胀的表现会 on the track。

图 3：欧元区通胀已经率先下行



数据来源：旧金山联储, 国泰君安国际

从欧元区近期的通胀表现来看，市场对于美国的通胀下行也不应过度悲观。尽管 2% 的中期通胀控制目标可能难以实现，但一个相对温和的通胀环境仍然可以期待。在 higher for longer 已经成为市场共识的今天，虽然难以定义什么是 longer，但至少可以确定是 high，还是 higher。只要不是 higher，那么市场可以 high 一阵。

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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去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) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属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研究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、或者会令国泰君安与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。

© 2024 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