

海外周报 (2022.06.5-2022.06.12)

证券研究报告

2022年06月12日

5月通胀超预期，如何看待美股市场的大幅调整？

周观点

5月通胀超预期，引发市场调整：周五，美国发布5月通胀数据，同比8.6%，超出预期，创历史40年新高，美股市场大跌。市场关注在6.13-6.14 FOMC会议，并对于美联储的加息逐渐形成加息50bps的一致预期。本周标普500下跌5.05%，纳斯达克下跌5.60%

对于通胀“暂时性”的预期在此次被部分证伪，从各项指标来看：CPI环比上升1.0%，同比上升8.6%，尤其服务项与汽车价格上升导致，各个分项普遍走高。部分分项可能较为短暂，如在Omicron的疫情高峰后，旅游活动重启导致在5月和6月的空运价格均大幅上升，贡献了0.1%的通胀。同时，汽车工业供应链的紧张也导致了新车和二手车价格分别1.0%和1.8%的增长，同样贡献了0.1%的通胀。考虑到租金，服务等价格指数上升短期难以缓解，通胀或在未来季度持续保持在较高水平。

消费者情绪正在下行：通胀与密歇根大学的民调使得市场进一步怀疑美联储在控制通胀的同时会进一步影响经济增长。尽管家庭资产负债表依然相当健康，但在美国飙升的房贷利率下，消费者的房贷申请数大幅下滑。

通胀对于成长股的估值仍存一定压制，但消费电子、互联网、云计算，基本面受通胀影响预计将相差甚远：

在进一步超预期的通胀下，预计美联储将进一步修正其紧缩路径，从而对成长股估值中枢造成一定压力：从利率期货市场定价来看，我们认为目前市场对于目前的加息预期约为2023年中加息到350bps左右。

尽管通胀仍在上行，但海外消费电子产业链上部分产能较充足的零部件开始降价，零售商也存在库存压力。从供给端来看，电子行业的上游的缺货预计将在大部分子行业中继续持续几个季度。从互联网来看，中小企业的广告支出预计将对行业造成较大的边际影响，而云计算的IaaS板块基础软件板块或表现相对韧性。

从海外中概股来看，我们认为尽管成长股的估值空间受一定压制，但总体来看，海外加息和通胀将不是边际上最重要的因素，其走势将和美股市场有所分化：

我们认为对于海外中概股，其流动性受海外与国内流动性的双重影响，而中国/美国正处于不同的宽松/紧缩路径，边际上美股10年国债利率不是最重要的影响因素。从基本面来看，中概股主要市场位于国内，基本面的关注焦点为在疫情后稳增长的政策落地，需求复苏，与企业在降本增效上获得的成效，美国通胀影响亦非最主要的影响因素。中概股可能作为避险选择，获得一定相对资金流入。

投资建议：在海外科技公司里，1) 韧性相较成长性或更为重要，因此对于客户结构的审查更为重要；考虑到客户的支出能力的韧性，如果客户结构更佳，本身受通胀影响较小，那么可能展现韧性更强，我们关注在消费电子和to B中能表现出更强韧性的微软、基础软件板块等。

2) 关注科技创新带动需求超越经济周期的能力：从历史来看，科技创新周期是能超越宏观经济周期的力量，我们建议持续关注在头戴VR/AR装置投入的苹果、Meta等科技巨头进展及产业链机遇。

风险提示：海外疫情控制不及预期；企业盈利不及预期；通胀快速上行。

作者

孔蓉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020002
kongrong@tfzq.com

王梦恺 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521030002
wangmengkai@tfzq.com

杨雨辰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521110001
yuchenyang@tfzq.com

李泽宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110002
lizeyu@tfzq.com

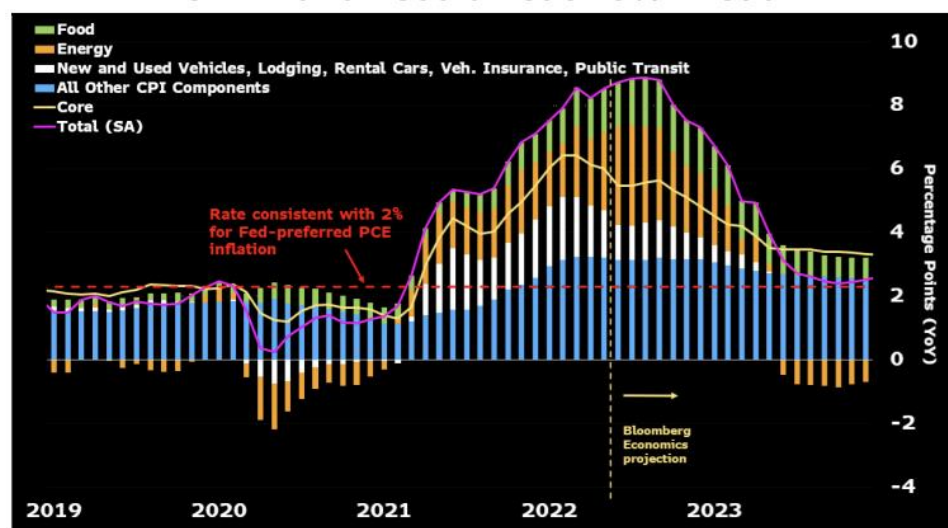
曹睿 联系人
caorui@tfzq.com

1. 周观点：

5月通胀超预期，引发市场调整：周五，美国发布5月通胀数据，同比8.6%，超出预期，创历史40年新高，美股市场大跌。市场关注在6.13-6.14FOMC会议，并对于美联储的加息逐渐形成加息50bps的一致预期。**本周标普500下跌5.05%，纳斯达克下跌5.60%**

从各项指标来看：CPI环比上升1.0%，同比上升8.6%，尤其服务项与汽车价格上升导致，各个分项普遍走高。有部分分项可能较为短暂，如在Omicron的疫情高峰后，旅游活动重启导致在5月和6月的空运价格均大幅上升，贡献了0.1%的通胀。同时，汽车工业供应链的紧张也导致了新车和二手车价格分别1.0%和1.8%的增长，同样贡献了0.1%的通胀。考虑到租金，服务等价格指数上升短期难以缓解，通胀或在未来季度持续保持在较高水平。

图 1：通胀持续上行



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

消费者情绪正在下行：通胀与密歇根大学的民调使得市场进一步怀疑美联储在控制通胀的同时会进一步影响经济增长。尽管家庭负债表依然相当健康，但在美国飙升的房贷利率，消费者的房贷申请数大幅下滑。

我们判断通胀对于市场仍存一定压制：

首先，在进一步超预期的通胀下，预计美联储将进一步修正其紧缩路径，从而对成长股估值中枢造成一定压力：从利率期货市场定价来看，我们认为目前市场对于目前的加息预期约为2023年中加息到350bps左右。

对于消费电子、互联网、云计算，其受影响预计将相差甚远：尽管通胀仍在上行，但海外消费电子产业链上部分产能较充足的零部件开始降价，零售商也存在库存压力。从供给端来看，电子行业的上游的缺货预计将在大部分行业中继续持续几个季度。从互联网来看，中小企业的广告支出预计将对行业造成较大的边际影响，而云计算的IaaS板块基础软件板块或表现相对韧性。

从海外中概股来看，我们认为尽管成长股的估值空间受一定压制，但总体来看，海外加息和通胀将不是边际上最重要的因素，其走势将和美股市场有所分化：我们认为对于海外中

概股，其流动性受海外与国内流动性的双重影响，而中国/美国正处于不同的宽松/紧缩路径，边际上美股 10 年国债利率不是最重要的影响因素。从基本面来看，中概股主要客户群与市场均位于国内，基本面的关注焦点为在疫情后稳增长的政策落地，需求复苏，与企业在降本增效上获得的成效，美国通胀影响亦非最主要的影响因素。中概股可能作为避险选择，获得一定相对资金流入。

2. 美股科技巨头公司动态

苹果 WWDC 发布“先买后付”，M2 芯片 Macbook，多项软件更新：北京时间 6 月 7 日凌晨一点，2022 年苹果 WWDC（全球开发者大会）如约而至。软件方面，新一代 iOS、iPadOS、macOS 和 watchOS 齐发布。硬件方面，Apple M2 芯片亮相，加持两款 MacBook 新产品。

锁定屏幕迎来迄今为止最大更新，支持丰富的自定义编辑以及更多的信息展示。此次更新，锁定屏幕将支持字体、壁纸颜色等自定义编辑。用户点击锁定屏幕即可自定义锁屏字体及颜色，选择壁纸滤镜，改变背景颜色等。锁定屏幕的个性化操作更采用 watchOS 的自定义表盘逻辑，用户可创建多个不同的锁屏，定制风格和功能，并快速切换。

锁定屏幕将提供更多的信息展示。锁定屏幕新增了小组件功能，让用户可在锁定屏幕的时间显示区域下方添加两到四种小组件，速览天气、日历、运动数据、电池电量、常用 app 等各种信息。除此之外，用户还可通过锁定屏幕的实时活动功能，无需解锁，即可浏览打车、外卖、运动进度等应用信息。

M2 芯片搭载了更强势 CPU 和 GPU。8 核中央处理器，CPU 速度较 M1 提高 18%，采用了速度更快的高性能核心和更大的缓存，高效能核心也经过大幅加强，进一步提升了性能表现。10 核图形处理器，性能较 M1 芯片提升约 35%；M2 的 GPU 运算性能为每秒 3.6TFLOPS，比 M1 的 2.6 TFLOPS 浮点运算大幅提高了 38%。

采用第二代的 5nm 工艺，搭载超 200 亿个晶体管，比 M1 多 25%。更多数量的晶体管全方位地提升芯片的各项性能，包括实现 100GB/s 统一内存带宽的内存控制器，比 M1 芯片提升 50% 之多。

搭载 16 核神经网络引擎，每秒可执行最多 15.8 万亿次运算，并支持 8K H.264 和 HEVC 视频的媒体引擎，将能够同时播放多个 4K 和 8K 视频流；高性能统一内存最高达 24GB，CPU 和 GPU 能共享更大的内存池，M2 芯片能够处理规模更庞大、复杂度更高的任务；

2.1. 科技板块

表 1：不同科技板块涨跌幅（市值单位：亿美元）

| 所属板块 | 公司名称 | 当周市值 | 当周涨跌幅 | 所属板块 | 公司名称 | 当周市值 | 当周涨跌幅 |
|------|--------|------|---------|---------|---------|------|---------|
| 硬件计算 | Nvidia | 4244 | -9.31% | MarTech | Twilio | 165 | -10.82% |
| 平台 | Intel | 1602 | -9.70% | | Shopify | 439 | -1.48% |
| | AMD | 1537 | -10.80% | | Hubspot | 156 | -8.05% |

| | | | | | | | | |
|------------|--------------|----------|---------|------------|-------------------|---------|---------|--------|
| 引擎 | Unity | 78 | -1.42% | Qualtrics | 76 | -10.39% | | |
| | Roblox | 165 | -7.47% | | ZoomInfo | 141 | -15.27% | |
| 社交 | Meta | 5183 | 0.00% | 数字巨头 | Meta | 4751 | -7.97% | |
| | 腾讯 | 5972 | 10.42% | | 谷歌 | 14640 | -2.95% | |
| | Sea | 425 | -3.15% | | Amazon | 11156 | -10.38% | |
| VR/AR | Meta | 5183 | 0.00% | Mircosoft | 18921 | -6.31% | | |
| | Apple | 22195 | -5.67% | Netflix | 813 | -8.06% | | |
| 区块链 | PayPal | 918 | -8.36% | Apple | 22195 | -5.67% | | |
| | Coinbase | 130 | -11.97% | | | | | |
| | DMarket | 3 | -19.64% | | | | | |
| 广告技术 | TheTradeDesk | 240 | -3.68% | 数字内容 | Twitter | 298 | -2.94% | |
| | Applovin | 137 | -8.42% | | SpotifyTechnology | 196 | -8.91% | |
| | Unity | 109 | -11.64% | | Snap | 217 | -8.35% | |
| | Roku | 112 | -5.24% | | IAC | 75 | -5.59% | |
| | | | | Pinterest | 128 | -1.13% | | |
| | | | | j2 Global | 35 | -5.16% | | |
| 云计算 | 公司名称 | 当周市值 | 当周涨跌幅 | fuboTV | 5 | -11.38% | | |
| 云计算 | Amazon | 11156.24 | -10% | | | | | |
| | Google | 14639.97 | -3% | | | | | |
| | 微软 | 18921.21 | -6% | | | | | |
| 云原生(数据库) | snowflake | 389.30 | -6% | 公司名称 | 当周市值 | 当周涨跌幅 | | |
| | confluent | 57.42 | -5% | | 新能源汽车厂 | Tesla | 7218 | -0.98% |
| | Mongodb | 183.03 | -2% | | | Rivian | 255 | -6.06% |
| 边缘计算 | akamai | 156.20 | -3% | 小鹏汽车 | | 221 | 7.68% | |
| | cloudflare | 154.51 | -13% | 理想汽车 | 309 | 14.19% | | |
| 网络安全 | palo alto | 493.41 | -3% | 蔚来汽车 | 0 | -14.29% | | |
| | CrowdStrike | 392.94 | 4% | | | | | |
| | zscaler | 217.92 | -2% | 传统汽车厂 | 宝马集团 | 498 | -1.38% | |
| | Okta | 142.19 | -8% | | 戴姆勒(奔驰) | 716 | -0.81% | |
| 机器学习, 数据智能 | Palantir | 169.05 | -8% | | 丰田汽车 | 2632 | -2.13% | |
| | Uipath | 102.68 | 0% | | | | | |
| | C3.AI | 19.03 | -10% | 算法, 算力与软件 | 英伟达 | 4244 | -9.31% | |
| | Alteryx | 34.76 | -11% | | 图森未来 | 17 | -13.47% | |
| 云原生(运维) | Datadog | 303.05 | -9% | | 超威半导体 | 1537 | -10.80% | |
| | Splunk | 158.42 | -7% | Intel | 1602 | -9.70% | | |
| | Hashicorp | 55.48 | -12% | 激光雷达与其他传感器 | Ouster | 3 | -11.22% | |
| DevOps | Asana | 38.09 | -11% | | Velodyne LIDAR | 3 | -15.38% | |
| | atlassian | 463.05 | -4% | | Luminar | 29 | -14.64% | |
| | gitlab | 66.39 | 10% | Aeva | 6 | -4.35% | | |
| | Jfrog | 17.93 | -7% | | | | | |

资料来源: Wind, 天风证券研究所

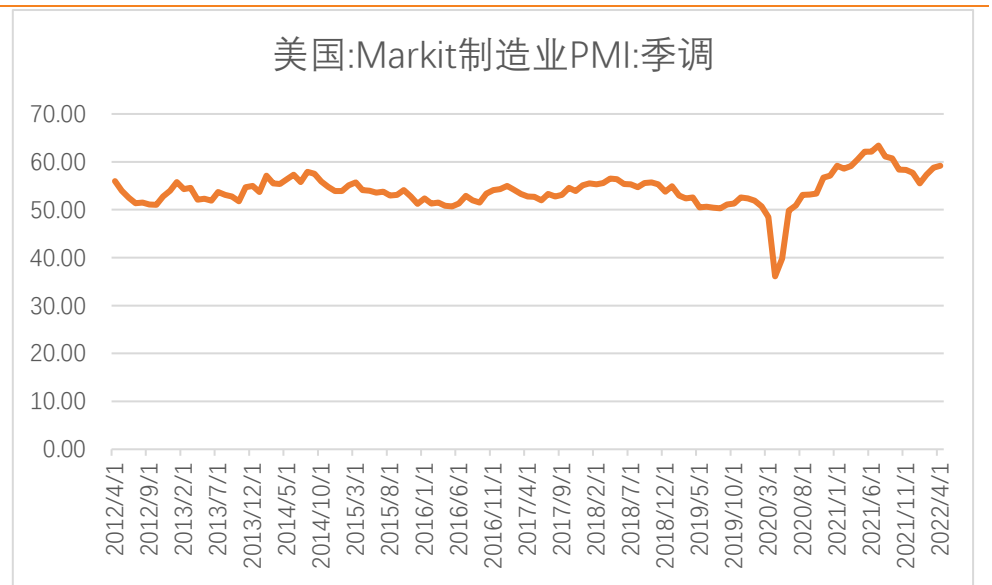
3. 美股市场动态

表 2: 美股部分主要指数涨跌幅

| | 上周涨跌幅 | 本周涨跌幅 | 近 1 月涨跌幅 | 近 3 月涨跌幅 | 近 12 月涨跌幅 | 今年以来涨跌幅 |
|--------------|--------|--------|----------|----------|-----------|---------|
| 美国中国股指数 | 2.34% | -0.12% | 12.30% | 13.45% | -6.15% | 10.78% |
| 标普 500 价值 | -1.37% | -4.37% | -1.20% | -4.33% | -4.72% | -9.00% |
| 罗素 3000 价值指数 | -1.33% | -4.43% | -0.71% | -5.31% | -6.49% | -10.17% |
| 道琼斯工业指数 | -0.94% | -4.58% | -2.39% | -5.37% | -8.92% | -13.61% |
| 美股中国内地(USD) | 3.80% | 6.27% | 25.91% | 10.15% | -46.75% | -19.35% |
| 标普 500 | -1.20% | -5.05% | -2.50% | -8.42% | -7.98% | -18.16% |
| 罗素 1000 指数 | -1.18% | -5.07% | -2.23% | -8.84% | -10.13% | -18.97% |
| 罗素 3000 指数 | -1.12% | -5.03% | -1.98% | -8.95% | -10.96% | -19.02% |
| 罗素 2000 指数 | -0.26% | -4.40% | 2.18% | -10.51% | -22.11% | -19.82% |
| 纳斯达克指数 | -0.98% | -5.60% | -3.39% | -13.63% | -19.12% | -27.52% |
| 标普 500 成长 | -1.00% | -5.80% | -3.91% | -12.56% | -11.86% | -26.37% |
| 罗素 3000 成长指数 | -0.90% | -5.68% | -3.33% | -12.64% | -15.35% | -26.94% |

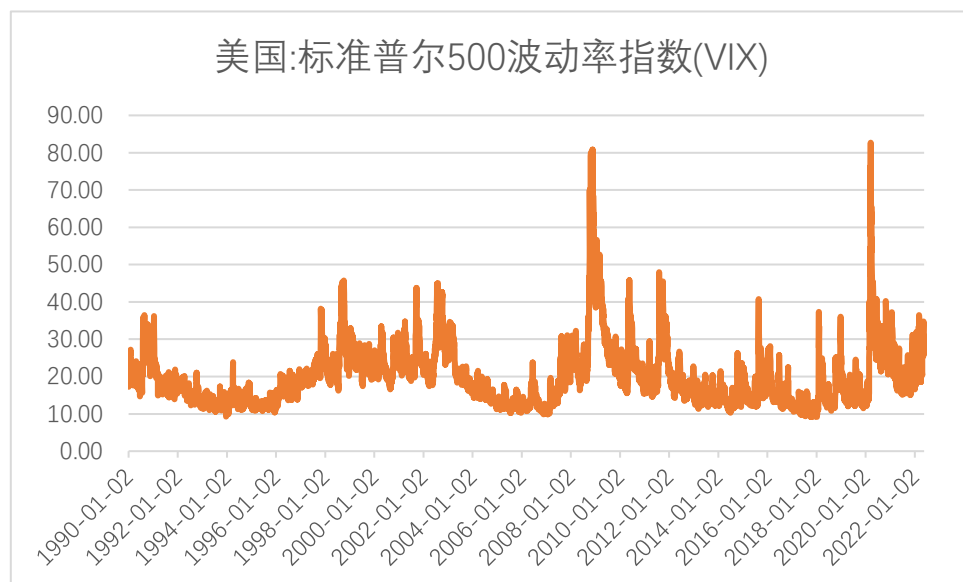
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 美国 Markit PMI



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 3: VIX 指数



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 风险提示

海外疫情控制不及预期: 疫情将对全球供应链产生负面影响

企业盈利不及预期: 衰退隐忧下, 企业盈利下调将对估值造成较大压力

通胀快速上行: 通胀上行将对消费能力造成较大压力

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期标普 500 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |