

2023年8月2日 星期三

【宏观经济评论】

李倩

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

第一上海——美股宏观策略周报

一. 美股宏观

1. 美国经济数据

(1) 美国6月PCE(个人消费支出)物价指数同比从5月的3.8%降至3%，符合预期；环比增长0.2%，预期值和前值分别为0.2%、0.1%。

(2) 美联储最青睐的通胀指标，6月核心PCE从5月的4.6%降至4.1%，为2021年10月以来最低水平。

(3) 备受美联储关注的第二季度劳工成本指数同比上涨1%，低于预期1.10%及前值1.20%，为两年来最慢的速度。说明工资增长也在逐步放缓。

(4) 消费者支出保持强劲，经通胀调整后，6月份消费者支出增长了0.4%，增幅为1月份以来最大，前值小幅上修至0.2%。

(5) 美国第二季度实际GDP按年增长2.4%，增幅超越一季度的2%，远远超出市场预期的1.8%。**结论：通胀持续冷却的情况下，美国经济显示出了较强的韧性。**

2. 美联储议息

7月26日周三，在美联储议息会议结束之后，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。美国的通胀已经在一定程度上得到缓解，不过将通胀回落到2%的过程还有很长的路要走。劳动力市场依然非常紧张。美联储工作人员不再预测美国经济会陷入衰退。他强调，当前政策已有限制性，利率水平应维持在限制性水平相当长时间，未来的利率会在逐次会议上做出决定，今年不会降息，多位官员支持明年多次降息。

3. 经济增长预测

(1) 主流观点

(i) 高盛首席经济学家 Jan Hatzius 表示，这些数据增强了他对美国可以避免经济衰退的信心。上周，高盛将美国发生经济衰退的可能性下调了5个百分点，至20%。

尽管美联储的既定目标是恢复2%的通胀目标，但一些分析师表示，通胀只要接近2%，就可能足够实现经济软着陆了。

(ii) 周三，据美国国会预算办公室(CBO)公布的最新估计，即使利率上升和失业率上升给消费者带来压力，美国经济仍有望避免陷入衰退。

CBO称，**预计今年下半年美国GDP将以0.4%的速度增长**——这一预测较2月的预测有所下调，但CBO认为，美国经济增速将在2024和2025两年稳步改善。

CBO预计，到2025年，美国通胀将继续降温。CBO**预计，美联储首选的通胀指标CPI在今年四季度将同比增长3.3%，到2024年，美国通胀率将放缓至2.6%，然后在2025年底接近美联储2%的目标。**

补充事实：

美国企业目前正在削减支出，但不愿进行大规模裁员，相反，它们正在优先考虑留

住工人。近日，咨询公司伟事达为《华尔街日报》对约 670 名企业家进行的调查显示，今年只有 7% 的小企业主打算裁员。

如此一来，这些留住的工人都能继续通过花工资消费，尽管速度较慢。因此，经济在稳步降温的同时，避免了人们预期已久的衰退。

各种规模的公司招聘速度均低于去年，但截至 6 月份，每月仍平均新增 27.8 万个岗位。除了科技行业外，大多数行业的裁员仍然很少，失业率接近半个世纪以来的最低水平。

如果美国消费者能够保住自己的工作，他们就不太可能大幅削减支出。由于消费者支出占经济活动的三分之二，这可以最大限度地缓冲利率上升对经济的打击。

在某种程度上，劳动力市场的紧张可能会阻止经济陷入更严重、更持久的衰退。

(2) 小众观点

(i) 经济学家戴维·罗森伯格 (David Rosenberg) 认为，这种乐观情绪完全已经忽略了“衰退曲线” (2Y-10Y 美债收益率利差倒挂) 的信号，以及忽略了衰退相对于这一信号的滞后性：

美联储引发的曲线反转在过去 100% 预示着经济衰退，这一事实从未得到尊重。希望总是战胜经验。事实是，经济衰退很少发生在收益率曲线倒挂开始的同一个月。滞后性通常可能是一年或更长时间一回想 2007 年。但就像那个叫狼来了的男孩的故事一样，狼最终还是出现了。

在美联储的紧缩周期中，经济通常会以企业扩张中最快的速度扩张，因为它会吸收前一时期的政策宽松的滞后效应。但看看美联储紧缩达到顶峰后两年会发生什么。历史记录显示，经济无一例外地放缓，并且在美联储紧缩周期结束后的两年内急剧放缓。不仅如此，实际 GDP 增长的均值和中值也会减少约 3 个百分点。

(ii) 双线资本，新债王的副首席投资官 Jeffrey Sherman 表示，市场应该为美国陷入严重衰退做好准备，美联储将行动缓慢，然后不得不迅猛降息，例如在紧急会议上降息。长期美债收益率已见顶，正在买入 10 年期和 30 年期美债。Sherman 并不预计今年经济会出现明显的衰退，但认为在接下来的 12 到 18 个月内很可能会发生，即 2024 年下半年经济会开始衰退。

Sherman 判断长期美债的收益率已见顶，认为长期政府债券 (即 TLT-ETF) 是不错的投资标的，他正在买入 10 年期和 30 年期美国国债。

补充不同观点：格罗斯认为美债无法走牛的原因在于：在美联储缩表之际，美国政府的赤字飙升，加大了债市的供应压力。从历史上看，10 年期美债收益率比联邦基金利率高出逾 140 个基点，以美联储预测的长期中性利率水平 2.5% 计算，对应的 10 年期收益率为 3.9%。欧洲央行在遏制通胀方面比美联储有更多的工作要做，会推升美债收益率。

4. 外围情况

(1) 欧盟

当地时间 7 月 31 日，欧盟统计局公布数据显示，**今年二季度欧元区 GDP 初值环比增长了 0.3%，高于分析师此前预期的 0.2%，欧元区今年一季度 GDP 环比下降 0.1%，二季度 GDP 扭转一季度负增长的趋势。**欧盟各国 GDP 与上一季度相比保持相对稳定，欧盟 GDP 初值环比增长 0.2%。

这一数据强化了市场对于欧元区经济实现“软着陆”的希望，上一季度欧元区曾拉响衰退警报。

7月27日，欧洲央行如期加息25个基点。欧元区6月CPI降至5.5%，为近18个月以来的最低水平。

(2) 日本

日央行维持10年期国债利率 $0\% \pm 0.5\%$ 的波动区间不变，但是允许利率超过0.5%，将购债固定利率定为1%，实质上基本等同于将YCC (*Yield curve control*) 区间上沿扩大至1%。

当时引起了市场的恐慌。因为YCC本质就是央行无限印钱购买日本国债，控制长期利率曲线。放宽利率上限的实质就等于购买日本国债的力度会有所下降，实质上也等于某种程度上的紧缩。

日本央行紧缩，相当于美国加息一次。因此美国市场预测美联储9月加息概率大幅降低，不必再加息。

因为市场对这个事情已经有很长期的预期了，影响有限。当天稍微有点恐慌，第二天继续上涨。

5. 油价

在OPEC+加大减产力度，油价反弹之际，美国页岩油产量持续走弱，二季度以来美国石油钻井平台数量持续减少。7月以来，美油涨幅达到14%，有望创下2022年1月以来的最大涨幅，同时创下近二十年来7月份的最佳表现。也有一定的担忧会再推高通胀，是值得关注的。对于原油股，像巴菲特喜欢的西方石油，可能是一个好事情。

6. 半导体行业

拐点或已至。英特尔上周出的季报非常好，预期大概在四季度服务器芯片开始恢复增长。除此之外，三星、Sk、海力士还有美光等都发出下半年芯片需求复苏的信号。个人电脑和智能手机出货量降幅都在收窄。

二. 美股个股

AAPL

苹果已经完成了名为“Ajax”的大预言模型基础框架，将开发类似Chat GPT的对话式AI。

而消费级产品的推出时间则计划在明年发布。

苹果的入场被认为是硅谷大模型竞赛中的重要变量。Apple在这个问题反应比较迅速，也比较积极，很有可能是因为Google在安卓上已经开始把LLM整合进去了。苹果对这一点还是非常在意的。

相比于公有云之类的互联网风口，AI是被苹果管理层高度认可的科技方向，近期管理层口风也有朝着AI加码的趋势。

除了长期关注AI科技外，苹果是全球最有钱、最有场景的公司。苹果每年净利润接近1000亿美元、经营净现金流超过1200亿美元，相当于微软与Meta的总和。苹果生态已经超过微软成为全球最大的封闭操作系统，活跃设备数量超过20亿，而微软只有15亿。

而相比于账面实力外，苹果更具想象力的是它的半导体能力。它或许是全球参与大模型竞赛的科技企业中，为数不多将来可以不用外采GPU与CPU的厂商。不仅如此，苹果芯片效率似乎更有想象力。

在 2023 年 WWDC 上，苹果推出的 M2 Ultra 芯片。相比于普通厂商 CPU、GPU 分离的部署方式，M2 Ultra 统一内存架构以及随之带来的超高内存带宽，甚至可以让开发者在一张卡上就能跑大模型。

尽管类似的消费级芯片还无法和英伟达的专业芯片相媲美，但类似小秀肌肉，也让外界对苹果未来的 GPU 算力延展能力产生了兴趣。

Meta

上周也公布了季报还不错。它现在有一匹黑马就是开源式的大语言模型。因为它是开源的，因此相对闭源式的阵营来说是具有相当大的优势的。我们还是值得持续的观察。

开源天然具有人才参与众多、迭代速度快、垂类覆盖效率更高的生态能力。比如 Llama 只用了大半年的时间、使用参数 70B，已经赶上了 175B、耗时 2 年的 GPT3。Meta 正在走向大模型的“深水区”，在 70B 参数的 Llama2 已经达到了 GPT3.0 的水平，几乎已经成为了目前口碑最好的大模型底座。对于闭源大模型阵营来说，Llama2 成功带来的压力一点不亚于 Threads 对于 Twitter 的震慑。

闭源公司花几千万搞不出来的东西，开源社区可以直接用，相当于将未来全球开源大模型社区的起跑线提升到了 3.0 的水平。

尤其是如果未来开源路线成为了行业解决方案的主流，Llama 与 Azure 深度结合，或许真的可以帮助微软云业务完成对 AWS 的弯道超车（2022 年底 Azure 市占率 23%、AWS 为 32%）。毕竟相比于 Windows 和 Office，Azure 才是微软最赚钱、最有潜力的业务。

Google

Google 上周的业绩也非常好。各个业务部门都基本上超出了市场的预期。最难得的是他的资本支出还居然低于预期。盘后股价也是涨了不少，今年以来，公司的表现基本上跟 NASDAQ 指数持平。

谷歌二季度实现营收 746.04 亿美元，同比增长 7%，远远超出市场预期 4.4% 的增长和 727.7 亿美元的营收预期。虽然增速还没有回到两位数，但已经远好于上季度 3% 的同比增长。

从盈利指标来看，二季度稀释后每股收益为 1.44 美元，同比增长 19%，高出市场 9.1% 的增长预期，而上一季度这一指标同比下降了 4.9%；营业利润 218.38 亿美元，同比增长近 12.3%，远高出市场预期的 2.6%，而上一季度同比下降 13.3%。

二季度谷歌云营收 80.31 亿美元，同比增长约 28%，跟一季度增速持平，高出了市场 24.8% 的预期，并未出现增长明显放缓的趋势。值得注意的是，在上一季度谷歌云取得历史上首次盈利之后，本季度云业务继续保持盈利，录得 3.95 亿美元的利润，较上一季度的 1.91 亿美元翻倍，而去年同期亏损还高达 5.9 亿美元。

谷歌本季度的资本支出 68.9 亿美元，远低于市场预期的 80.1 亿美元。

财报公布后，谷歌母公司 Alphabet 召开电话会，在庆祝强劲业绩的同时，强调了公司的第一大创新优先事项—AI，宣布最新操作系统 Android 14 将融合 AI 工具，并表示将重新调整团队重点，以在 AI 领域全速前进。Pixel 和 Android 团队正联合开发最新设备。80% 的广告商至少使用一种 AI 驱动搜索产品。

二季度，YouTube 的广告销售额同比增长 4.4%，达到 77 亿美元，这是去年第二季度以来的首次同比增长。

MSFT

微软上周公布的季报业绩是有一些差强人意的。主要原因是因为他的 AI 业务还没有贡献太多的收入。可能在未来两个季度能逐步看出更多的影响来。微软创造收入的能力的确是不如 Google。没办法，这是商业模式决定的。

回想一下，我以前跟大家讲的时候经常会问大家一个灵魂拷问：为什么巴菲特不买微软？当然巴菲特也没买 Google。这个问题继续值得大家思考。

本季度微软的关键业绩指标虽然不算惊艳，但也都高出了市场预期。微软财报显示，第四财季营收 562 亿美元，同比增长 8%，虽然不及去年同期的两位数增长，但仍然高于了 554.9 亿美元的市场预期；净利润增长 20% 至 201 亿美元，摊薄后每股收益 2.69 美元，同比增长 21%。

但从整个财年来看，微软今年的表现稍微有些逊色。全年营收为 2119 亿美元，同比增长 7%，但过去五个财年该指标均保持了两位数的增长。

从分项业务来看，微软的生产力和业务流程部门（包含 Office 生产力软件、LinkedIn 和 Dynamics）实现了 182.9 亿美元的收入，增长了 10%，超过了预期的 180.6 亿美元，其中办公室消费者产品和云服务营收同比增长 3%，微软 365 消费者订阅数增长至 6700 万，LinkedIn 营收同比增长 5%。

包括 Windows、设备、游戏和搜索广告的更多个人计算业务，营收为 139.1 亿美元同比下降约 4%。其中，Windows 操作系统营收同比下降 12%；硬件设备营收同比下降 20%；Windows 商业产品和云服务营收同比增长 2%；搜索和新闻广告服务营收同比增长 8%。

不容易。Bing 搜索集成 AI 之后带了比较明显的增长，但 Windows 系统和 Office 层面 AI 对收入的拉动能力还并没有显现。

Azure 和其他云服务业务仅增长 26%，而上一季度为 31%，这说明 Azure 已经连续几个季度放缓，让人担心云业务是否进入了增长乏力的阶段。要知道，在疫情期间 Azure 曾连续保持了 50% 的高速增长。

此外，微软也给出了略显悲观的业绩指引。

KO

可口可乐对于美国消费市场也比较具有指标作用，表明今年经济还是相当温和。

可口可乐公司周三发布的财报显示，公司第二季度营收 119.72 亿美元，同比增长 6%，超出市场预期的 117.5 亿美元；经营利润为 24.01 亿美元，同比增长 3%；每股收益为 0.78 美元，同比增长 11%，高于市场预期的 0.72 美元。公司预计今年全年有机营收增速为 8%-9%，高于此前预计的 7%-8%；每股收益的增速上调至 5%-6%，高于此前预计的 4%-5%。

ADR

上周 ADR 狂涨了一下。以 Gilbert Wong 为首的摩根士丹利策略师在周四发布研报称，趁着纳斯达克金龙中国指数月内两位数百分比飙升，美国对冲基金正趁机获利了结，7 月共抛售了 7 亿美元在美上市中概股。

其中，拼多多、百盛中国和唯品会是被仅做多基金（long-only）抛售量最高的个股。携程则被仅做多策略的基金经理们买入量最大至 5.48 亿美元。

同时，中资电动汽车制造商为本月中概股最具有韧性的公司，蔚来汽车和小鹏汽车到月底都持续出现有意义的美国对冲基金空头回补现象。

TSLA

据中国香港经济日报，特斯拉旗下 Model 3、Model Y 多款型号在中国香港将于 8

月 4 日再次降价，是继 4 月 15 日调整售价后再次降价，部分车型的降价幅度高达 11.9%。

COIN

上个月，美国证券交易委员会（SEC）接连起诉最大加密货币交易所币安和 Coinbase，并要求冻结币安在全球范围内的币安美国平台（Binance US）资产。而据英国《金融时报》周一报道，SEC 在起诉 Coinbase 之前，曾要求其停止除比特币以外的所有加密货币交易。

SEC 声称，Coinbase 交易的未经注册的加密资产达到至少 13 种，包括 Solana、Cardano 和 Polygon 等代币。近期，SEC 掀起了新一轮币圈监管风暴。SEC 主席 Gensler 将加密行业称为“狂野西部”（Wild West），破坏了投资者对美国资本市场的信任。加密货币公司则表示，SEC 的规则尚不明确，该机构试图对其进行监管的做法是越权行为。

披露事项与免责声明

披露事项

--	--	--

免责声明

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制,仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可,就本报告之任何材料、内容或印本,不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据,或就其作出要约或要约邀请,也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素,自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生,但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性,并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性,不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经,就本报告所载信息、评论或投资策略,发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供,不提供任何形式的保证,并可随时更改,恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2023 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利



第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

网址: [Http://www.myStockhk.com](http://www.myStockhk.com)