

2023年9月26日星期二

【宏观经济评论】

第一上海——美股宏观策略周报

Chuck Li

+852-25321539

Chuck.li@firstshanghai.com.hk

美股宏观数据

美国9月Markit制造业PMI初值为48.9，超过预期的48.2，也超过8月的47.9，但仍然位于荣枯线下方，且为连续第五个月陷入萎缩。其中，制造业的新销售出现了下降，尽管降幅略有放缓。

美国9月Markit服务业PMI初值50.2，创今年1月以来最低，勉强实现连续第八个月扩张，低于预期的50.7，较前值50.5下滑。

美国9月Markit综合PMI初值50.1，创今年2月以来最低，预期50.4，前值50.2。这表明私营部门活动普遍趋于停滞，服务业进一步放缓，我们认为这对于冷却经济、降低通胀是一个好消息。

上周四公布的美国首次申请失业救济的人数，环比减少2万人，是七个月以来的新低，表明劳动力市场火热，强化了市场对联储紧缩的预期。低失业率也是工会谈判的底气。

新债王Gundlach认为，自从去年三季度以来，美国GDP增速都来自于财政赤字扩张，约3.5%的GDP。

高盛首席经济学家Jan Hatzius认为，美国“第三季度和第四季度GDP增长将大幅放缓”，预计GDP增速将从第三季度的3.1%降至四季度的1.3%。原因有三，一是学生贷款恢复偿还，二是联邦政府关门，三是美国汽车工人联合会（UAW）罢工。

我们认为罢工的持续时间可能会比较长，因为工人们比以前有钱，而且UAW策略性地控制罢工节奏和规模。但是也没那么可怕，因为资方还有墨西哥工厂。拜登在玩火，为了选举，不惜激化劳资矛盾，逼迫资方让步，牺牲美国的整体和长远利益。所幸美国的工会占工人比重并不高，平均10%附近，其工资上涨对推高通胀的总体影响还是可控的。

我们认为，10月1日美国政府关门的概率很大，而且持续时间可能不短。虽然对经济增长的影响不大，但是对市场情绪冲击不小。关于预算的斗争是共和党极端派的反抗。事关明年大选，两党都很难轻易妥协。紧缩预算是必要的痛苦，是美国的国债走向收敛的必要措施。此外，现在拜登的民调数字并不高，并没有太多底气在预算斗争中坚持立场。

我们认为恢复学生贷款偿还也是美国经济回归正常的必要一环，有助于降低通胀。短期对消费造成一定程度的挤压，但是并不多，仅占消费者支出0.6%不到，不必过虑。

利率

上周，美联储如期按兵不动，将基准利率维持在 5.25% 至 5.50% 的二十二年来最高不变，点阵图意外鹰派，暗示年内再加息一次，明年或降息次数砍半至两次而非四次，2025 年和更长期的利率预期均抬升。决策公布之后，市场非常恐慌，开始抛售。

我们认为美联储可能对于今年和明年 GDP 的预测过于乐观，对于明年的失业率预测过于乐观。高利率对实体经济的影响可能还没有充分得到体现，财政刺激也并不一定能继续。此外，二季度美国的 GDP 和 GDI 增速缺口很大，约 2%，最终修正的二季度 GDP 增速可能低于初值。因此经济并不一定如联储预期这样强。当下的高利率可能是应激反应，不可持续。

最近新债王也发表观点，他认为如果衰退来临，10 年美债的利率可能下跌到 2.5%。但长期认为美联储和联邦政府会积极救市刺激经济，从而继续推高通胀，导致美债利率继续走高。对此，我们基本认同。

策略

最近资金走向是空头占据主导地位，美股净杠杆率出现自 20 年 3 月以来最大周跌幅，美国股市连续第三周出现净抛售，并出现自 22 年 1 月以来最大的净抛售，几乎完全是由卖空推动的。非必需消费品是迄今为止净卖出最多的行业，而能源是净买入最多的行业之一。

摩根士丹利警告，启动大规模强制抛售的时刻已经越来越近了，因为支撑今年市场韧性的两股力量正处于瓦解的边缘，其中趋势跟踪商品交易顾问（CTA）即将解除其庞大的市场头寸，而期权交易商似乎准备撤资以对冲其股票风险。

好消息是上市公司的回购一般在 11 月和 12 月，一年中最活跃的两个月，约占全年的 22.1%；最后一个潜在的被买家是共同基金，其中许多都面临着 10 月 31 日财年年底的压力，他们有动力维持股价在高位。

亚马逊

亚马逊将在这个假日购物季雇佣 25 万名员工，并将物流人员的平均工资从每小时 19 美元提高至 20.5 美元左右，以应对劳动力短缺的情况。这一规模超过了 2019 年的水平，对于四季度收入也是比较好的一个预兆。

Temu 和 Shien 在美国的独立访客数有大幅上升，同时亚马逊用户数量也出现了显著下降，根据分析公司 GWS，近几个月来，亚马逊用户数量出现了“显著下降”，今年 4-7 月份，亚马逊美国的日用户数量从 5400 万降至 4600 万。

我们认为 Temu 和 Shein 对 AMZN 的冲击是有限的。毕竟目前美国线上购物仅占 15%，还有很大的空间，可以同时容纳三者的错位竞争。而亚马逊在美国的电商份额是 38%，多年保持这个水平，说明其竞争地位并不容易被撼动。

周一，据媒体报道，亚马逊将向 Anthropic 投资多达 40 亿美元，并宣布双方将在未来展开更广泛的合作。我们认为这是一个好事：亚马逊终于搭上了 AGI 的车。

台积电

台积电最近要扩大 CoWoS 先进封装产能，设备订单量增幅高达 30%。最近的股价显然没有反应出这些信息。

微软

上周发布的 Copilot，与其操作系统和 Microsoft 365 生产力工具套件进行了一个深入的集成。Copilot 将会很快在 Windows 系统铺开，企业版于 11 月 1 日全面开放，定价 30 美元/月，距之前的 Office365 上涨 83%。Copilot 的渗透率将是 MSFT 明年的重要观察变量。

英特尔

9 月 20 日，英特尔举办“ON 技术创新峰会”，定位为 AI PC 的酷睿 Ultra 处理器、AI 计算芯片 Gaudi2 和 Gaudi3、第五代至强处理器、先进制程工艺以及先进封装技术进展逐一公开亮相。

同时英特尔在今年早些时候表示，Intel 20A 和 Intel 18A 已成功流片，代工服务已经有 43 家潜在合作伙伴正测试芯片。各方面进展都符合早期公布的节奏。

我们认为，INTC 多年来犯了很多错误，导致竞争对手一骑绝尘。现在追赶很难，虽然新 CEO 在很努力地在逐步把规划兑现。其大机会可能在于宏观地缘政治的变迁和竞争对手犯错。

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)