

2023 年 11 月 7 日星期二

【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

政治事件

上周在加沙的战事并未出格。据说哈马斯要求停火，看样子局面很清晰。而资本市场关心的是战事对油价的影响。而我们看到油价已经跌至战争前的水平，所以也不必太担心。

宏观数据

上周公布了两大经济数据，第一个，美国公布的 10 月份非农就业职位增加只有 15 万，远低于预期的 18 万，也远低于上个月 30 多万的水平。失业率为 3.9%，比预期的 3.8% 高了一点。平均时薪环比增长 0.2%，低于预期的 0.3%；同比增加 4.1%，为 2021 年 6 月以来最小同比涨幅。工资涨幅已经超过了通胀率，工人没有理由再闹罢工。具体来看，增加的员工数量主要在医疗保健行业和政府。民主党的大政府果然不是吹的。

第二个大数据为 PMI。ISM 和标普全球两家数据略有不同。ISM 的非制造业指数为 51.8，低于预期的 53；标普全球为 50.6，低于预期的 50.9。这个表明服务业有所放缓。ISM 制造业 PMI 在 10 月为 46.7，不及预期 49；标普全球为 50，符合预期。标普全球观察到新出口订单下降的速度较快 - 表明外围经济乏力；制造商也在三年以来首次裁员。

关于明年的经济形势，分析师们把明年经济衰退的几率降低到 48%，基本倾向于认为明年不会衰退。迄今为止我们看到，美国的经济已经度过了好几次危机的考验，包括 3 月份的地区性银行危机，6 月的国债上限危机，9 月长期国债利率上升的危机，学生贷款恢复偿还，以及两场战争等，表现出了非常强的韧性。我们很多投资人都会困惑，为什么这么多经济学家的预测都错了（一年前经济学家多预测今年会衰退而且失业率会大幅上升）。而为何我们一直对美国的经济保持强烈的乐观？

我们总结了一下原因。

1. 我们认为本次经济周期跟以往都不一样。市场参与者多习惯于归纳法，类比过去的大萧条、1970 年等等。在我们看来都不正确，在这个特定的环境下不适用，而应该多用演绎法、第一性原理。
2. 我们要有定力，相信常识，不要被短期现象迷惑。大部分市场上的噪音都是由于流动性、市场结构以及市场参与者的情绪，甚至市场操纵所造成的。美股市场上对冲基金和量化基金的力量很强大，能在短期之内制造出很大的噪音和恐慌，使得一些胆小的投资者恐慌割肉出局，以达到做空盈利的目的。近一年从苹果、特斯拉、奈飞的股价都能看到有对冲基金操纵的影子。

3. 我们的经济学家在这两年中，忽视了在这次疫情期间，美国政府的财政赤字和美联储的 QE 双重刺激，叠加的效果的持久性。各自都是数万亿美元的规模，叠加的效果达到 $1+1>2$ ，对实体经济和市场的冲击，来回激荡，化解的很慢。就表现出就业和经济的韧性，比预期的要长也要强。
4. 经济周期的演进经常不是线性的，因此不能简单线性外推。到了现在这个时间点，长期玩忽职守的共和党在新的议长的领导下开始恢复正常的预算看门狗的职能，关上民主党大规模放水的管子，则财政刺激将会是强弩之末。因此，再叠加联储货币政策的高度紧缩，可能会导致美国的经济放缓，甚至一夜入秋。这个放缓可能是突如其来的放缓，病来如山倒。

利率

财政部是影响利率的大玩家。耶伦被索罗斯的合伙人 Drukenmiller 批评，认为她不称职，没有在长期利率低迷的时候多发债，导致在现在高利率的时候被迫发债，以至于利息支出增多。这个批评是合理的，因为耶伦是个经济学家，风格偏学术而非实务。拜登政府其实也没有认真对待耶伦的意见和看法，更多是把她当花瓶。耶伦估计也没有想到拜登政府会无底线地持续借债。

但是批评显然是有效果的，财政部公布四季度的融资计划，整体规模低于预期，下调 760 亿美元。财政部账户余额也很高，超过疫情前水平，约 7500 多亿美元，降低了接下来的发债需求。这个消息的直接后果是美国的长债利率持续下调，因为有很多空头要回补。财政部也计划在也打算在 2024 年重启债务回购计划，用来改善债务结构，多借低利息债偿还高利息。

在上周三美联储也有个重要事件，11 月份的议息会议结果为暂停加息。鲍威尔也没有讨论提及多加息一次的可能性，暗示 12 月份也不加息，毕竟长债利率飙升，金融环境收紧，相当于加了 2 次息。期货市场预期 12 月份的加息概率在 10% 左右，而明年大概会在 5 月或者 6 月份开始减息，全年减息 100 个基点。但是我们也要注意，期货市场的预期可能是过于乐观。

日本最近调整本国 YCC 货币政策上限为 1%，但只是一个浮动上限而非严格上限。削弱了对美债收益率上行的压力。

策略

上周空头回补，股债双涨，因为长期以来掩护他们做空的宏观环境发生了逆转。从历史经验来看，成长股和利率相关的版块会领先。最近反弹的时候，市场宽度在增加，最敏感的是中小板块和对利率敏感的房屋建造、银行板块，都反弹的很明显。科技股里的未盈利小票和中概股也反弹比较多。值得一提的是加密货币也有反弹。现在比特币已经站稳了在 3.5W 美元之上，值得关注，像 COIN、GBTC 等也值得关注。

区域性银行有个消息，老债王比尔格罗斯认为地区新银行的跌势已经触底，自己也在大力买入。KBW 银行指数值得关注。

下周国会必须对明年的预算案进行谈判。市场可能会随之动荡。错过了上周上涨的，这可能是个买入时间点。

个股

苹果

三季度超预期，但对于四季度的指引略低于市场的一致预期：分析师一致预期四季度会有一个 5% 的增长，但公司指引认为跟上一季度差不多持平，因为 IPAD 和可穿戴设备的收入，由于发布时间的不同，可能较 Q3 有所下降。

我们认为对于苹果应该忽略季度性的波动，我们要关注的是 Q3 乃至全年，这个 EPS 是持续增长，毕竟公司是在持续回购股票的。第二，尽管苹果这次财报在中国表现不太好，但在此之前几个季度表现优异。

在中国看到的现象，我们经常会推及到全世界，这种做法并不可取，毕竟在苹果的年收入中，中国只是 20% 的占比。国外的竞争格局跟国内很不一样，比如华为小米 OV 都进不了美国市场。今年 iPhone 在印度市场表现得非常好，已经成为苹果的第五大市场，贡献了 iPhone 总销量的 4%，同比增长 50%，值得关注。

苹果和特斯拉一样，都有一定周期性，都是硬件设备消费品，但它周期性比特斯拉轻一点。我们要认识到，苹果不好的表现可能非战之罪，竞争力、护城河并没有受到影响，可能只是经济周期的影响，没有必要在这个时候过于恐慌。

AI 这块，市场都批评库克对此领域不够重视。我们认为这正是因为库克有自己的想法，并不受资本市场以及投资人的舆论影响，他很有定力也很谨慎，清楚哪些事情并不应该参与，比如过去他并没有挤进云计算这个拥挤的赛道。关于 AI 的发展，我们认为库克在并不过分投入的前提下，把 AI 功能在与用户需求高度相关的领域逐步引入，脚踏实地，不求虚名，是正确的做法。

AMD

预期四季度数据中心 GPU 的收入将达到 4 亿美元，2024 年将超过 20 亿美元。业内也对 MI300X 的销售额更加乐观，预期能达到 35 亿美元。

伯克希尔哈撒韦

公布了季报，其中五支最大持仓的股票没有变化，依然是苹果，美国银行，运通，可口可乐和雪佛龙。还有两家小一点但是占比比较高的是卡夫亨氏和西方石油。市场都很关注巴菲特持仓的亏损，但其实是因为持仓苹果的浮亏造成的，运营利润其实是同比增加了 40.6%，环比增长达 7%，业绩表现强劲。

微软

11 月 1 日正式启动预购 OFFICE 365Copilot，仅限企业客户，每家至少需要 300 名用户，每人每月 30 美元，可以完成撰写分析等任务。对微软收入的贡献我们还是要谨慎观察。

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)