

2025年1月27日 星期一

【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

政治事件

川普就任，国会刚刚通过了两位内阁官员的任命：国务卿及国防部长。川普上任伊始便推行了一些举措：发布行政命令，取消外国父母在美新生婴儿的公民权，并遣返非法移民。另外，在执政前就已有有所谋划，包括提议收购格陵兰岛、掌控巴拿马运河，甚至合并加拿大等相关事宜。舆论场杂音较多。

但对于投资者而言，贸易政策才是重点关注对象。川普释放出了一些积极信号，尽管这些善意或许有作秀的嫌疑。川普表示，希望避免与中国的贸易冲突，倾向于以和平方式解决双边贸易争端，追求对等的贸易条件。

总体来看，自川普上台以来，在贸易问题上，他并没有像人们所担忧的那般激进，反而采取了一种循序渐进、先礼后兵的策略，这也让市场稍微松了一口气，成为过去几周美股大幅上涨的原因之一。

另外，拜登赦免了自己的家人和朋友。在欧洲，右派政治势力日渐活跃。德国选择党在大选中处于领先地位，意大利则由右派执政。在英国，工党左派执政，然而马斯克却在推特上不断对其进行抨击。

川普上台后第一个政绩即是推动巴以实现停火。在俄乌战争方面，最新消息显示，普京表态希望进行和谈。同时，川普在世界经济论坛发表讲话称：要通过打击油价的方式，从根本上削弱俄罗斯发动战争的能力，并威胁将采取更多制裁手段，迫使普京走上谈判桌。这些积极的信号，预计将有利于美国股市今年的走势。

TikTok 在美国面临关停危机，川普政府下达限期出售令，要求在 75 天内寻找买家，并提出美国政府入股 50% 的条件，我们预计甲骨文等企业将参与收购。而川普政府或许是出于对扎克伯格独揽美国所有社交媒体的顾虑，希望在犹太裔商业势力之外，打造一个新的舆论发声平台。仅靠 Twitter 还不足够，TikTok 便成为了他们眼中的理想选择。

本月初，我们参加了在拉斯维加斯举办的国际消费电子展 CES，深切感受到美国社会对 AI 落地应用的高度热情。在展会期间参与的各类论坛中，无论是市场营销、硬件、软件领域，还是非营利组织等，各行各业都在积极投入到探索 AI 应用当中。AI 应用颇有 2000 年初 “.Com” 浪潮刚刚兴起时候的感觉，未来还有更广阔的发展空间。

经济数据

在经济增长方面，预计今年美国实际 GDP 增速将处于 2%~3% 的区间，而欧洲实际 GDP 增速大约在 1% 左右。

12月的核心CPI数据表现非常亮眼，环比仅上涨0.2%，对应年化2.4%，非常接近2%的目标，助力美股实现五日连涨。

但在就业领域近期有两个矛盾的数据。先是1月10日公布的12月美国非农就业数据大幅超出预期，为26万人，远高于预期的16万人，同时失业率降至4.1%。这一数据公布后对市场产生了巨大的负面冲击，市场普遍认为经济过热，将导致美联储无法实施降息举措。

不过，这一数据也存在积极的一面。数据显示，工资环比增速仅为0.3%，按年化计算约为3.6%，为2021年年终以来的最低增长率。从这一角度来看，也可以被视为通胀即将放缓的领先指标。

然后，1月23日公布的失业数据显示，1月18日当周首次申请失业救济的人数高于预期，持续申请失业救济的人数同样超出预期。这表明最新的就业情况并不乐观，与12月非农就业数据形成鲜明对比。我们推测12月非农就业数据大幅超预期可能受到季节性因素的影响：毕竟12月正值美国圣诞节购物旺季，许多公司可能雇佣了大量临时工。

综合来看，通胀方面无需过度担忧，但失业问题可能在今年被忽视，却极有可能发展为较为严重问题。这是我们与市场普遍观点有所不同的看法。

在利率方面，迄今为止，国债期货市场认为全年最多降息1~2次，最大概率降至3.75%的水平。然而，我们持有不同观点：我们认为降息次数可能更多，很有可能降至3.5%甚至以下，即降息三次。

目前市场因对通胀仍存疑虑，将10年期国债利率推高至4.63%，30年期国债利率推高至4.85%。这在我们看来都是不合理的，市场可能错了。市场忽略了川普与拜登执政风格的显著差异。拜登在财政支出上较为激进，而川普作为地产商出身，秉持精打细算的理念，在财政支出上相对谨慎。在川普任期内，美国预算赤字极大概率会小于拜登时期。这意味着政府发行国债的需求可能减少，从而推低利率。

基于上述分析，我们认为美国长期国债利率在今年大概率会下行，10年期国债利率降至4%的可能性极大。我们认为今年投资20年以上美国长期国债ETF（代码TLT）存在较大机会。

下周三，美联储将召开1月份的议息会议，鲍威尔届时会发表讲话。我们推测此次讲话的基调相较于上一次可能会更偏向鸽派，这极有可能成为股市的利好因素。

策略

当前，美股已进入季报披露季，各公司陆续公布2024年第四季度的季报。就目前已公布季报的银行来看，业绩表现十分出色，多数银行股的业绩超出预期。

下周，科技股也将迎来季报集中披露期，如M7等科技巨头大概率都将在下周公布业绩。在过去几个月里，市场对标普500指数本季度的盈利预测有所下调。目前，预期盈利增长率仅为8%，这与去年年初预测的18%相比，差距甚远。

较低的盈利预期意味着相对更容易超出市场预期，进而推动市场迎来一波上涨行

情，这是当前市场的一个重要背景。

从结构上看，M7 本季度整体盈利增速预计将达到 22%，较前几个季度有所放缓，但 M7 在先前已连续七个季度的业绩均超出市场预期，其表现仍值得期待。而剔除 M7 后的标普 500 指数中，其余 493 家公司的预期盈利增长率仅为 5%，容易实现业绩超预期，因此下周美股指数大概率有望迎来一定涨幅。

今年，美股市场还存在诸多利好因素：第一，川普在一定程度上激发了美国市场的投机热情，以及企业内部的乐观情绪，即所谓的“动物精神”；第二，川普软硬兼施，善于吸引全球投资。近期沙特王储表示未来四年将向美国新增 6000 亿美元的投资与贸易。此外，川普推动的“星际之门”项目，号称将有 5000 亿美元投入。尽管该项目的投资金额或许存在夸大成分，但无疑展现出积极的投资意向。

在板块方面，AI 预计仍将是市场关注的重点。以“星际之门”项目为例，该项目宣称将以 5000 亿美元的投资，重点投向 AI 基础设施领域，这无疑对英伟达等 AI 硬件供应商以及台积电等芯片制造企业构成重大利好。

此外，量子计算板块今年表现较为特殊。在年度策略报告中，我们表示出谨慎的态度，认为其中存在较大的投机炒作成分。英伟达创始人黄仁勋也曾发表类似观点，相关言论一度导致该板块股价大幅下跌。然而近期该板块股价又逐渐回升。对于不确定性较高的板块，可“小赌怡情”适当参与，但不宜重仓投入。

从获取超额收益的角度来看，今年在科技之外的板块挖掘机会或许更具潜力。例如制造业领域，通用电气上周发布的季报表现出色；波音公司同样值得关注，考虑到中国为优化对美贸易顺差结构，极有可能增加对波音飞机的采购量，这将为波音带来新的发展机遇。此外，农业机械制造企业 Deere 也积极引入 AI 功能，投资者可在这些领域深入挖掘投资机会。

地产板块，长期来看，我们建议投资者保持关注。美国近年来迎来大量移民，无论是合法移民还是非法移民，住房需求均为刚性需求，这为房地产市场提供了稳定的支撑需求。同时，房地产行业内部正处于整合阶段。降息预期对房地产行业也极为有利。

能源板块，在去年备受市场关注。由于人工智能发展带来的能源消耗需求，核能、天然气等能源相关概念被市场热炒。但能源行业属于典型的周期性行业，需注意把握时机，避免过度恋战。

金融板块，降息能够降低金融机构的融资成本，对其具有积极影响。

生物科技板块在过去一年表现欠佳。川普当选后，提出对医疗保险 Medicare 采购实行类似集采的政策，这对制药企业造成了较大冲击。然而，经过一段时间的市场调整，部分生物科技企业的股价或许已调整到位，存在一定的投资机会。

个股

奈飞

上周奈飞公布了非常靓丽的季报，多年来，我们持续关注奈飞。然而，由于公司业

务在国内受到限制，民众在日常生活中难以接触和使用，对奈飞也是关注寥寥。

从长期投资视角来看，我们认为这家公司具备成长为万亿级市值企业的潜力。目前其市值仅在四千亿美元左右，在未来三到五年内实现市值翻番的可能性较大。该公司显著受益于双边网络效应，随着时间的推移，垄断地位将不断强化，定价权也会日益增强，这使其能够持续提高产品或服务价格以增加收益。同时，公司积极拓展地理市场，不断进军广告业务和直播领域，这些举措不断抬升公司的业务天花板，为其长期增长提供了有力支撑。

综合考量，我们预计奈飞在未来十年仍将保持强劲的发展态势，具备较高的投资价值，值得长期重点关注。

苹果

在过去两周，苹果公司被卖方持续调降评级，主要原因是去年第四季度在中国市场的销量同比下滑 18.2%。但我们认为，不必对这一数据过度担忧。此次销量下滑，更多是受中国市场自身因素影响，而非苹果公司自身的经营问题，不应将责任完全归咎于苹果。

下周，苹果公司即将公布季报。我们认为业绩有超预期的很大可能性，股价也很可能会迎来显著反弹。因为苹果在中国市场损失的销售额，极有可能在其他国家得到弥补，例如印度、越南等新兴市场，这些地区的销售额很可能实现超预期增长。此外，部分分析师质疑苹果的 AI 服务尚未贡献收入。对此我们应保持耐心。虽然苹果目前尚未正式发布 AI 功能，但在年内推出大概率会带动 iPhone 销售。

台积电

上周台积电公布了相当亮眼的季报业绩，在位于美国亚利桑那州的工厂中，4 纳米芯片已正式投产，这无疑是重大利好消息。从长期投资视角来看，台积电堪称一只长期牛股。随着半导体制造工艺以及封装技术持续向高端化、精密化方向发展，台积电与竞争对手之间的差距正逐渐扩大，垄断地位得以不断巩固。

此外，在川普任期内，地缘政治发生冲突的可能性较低，这也消除了投资者对地缘政治风险的担忧。。

Meta Platform

Meta CEO 扎克伯格最近宣称，今年将投入 600~650 亿美元用于 AI 相关的资本支出，这一数额颇为惊人。Meta 在 AI 领域的大力投入，同时也在构建顺畅的收入货币化渠道。

市场对于 Meta 的发展前景普遍看好。在我们看来，Meta 在广告业务方面有望逐步扩大市场份额。基于此，我们对 META 的股价持乐观态度。

OpenAI、甲骨文

近期，OpenAI 与孙正义以及甲骨文的合作引发关注。有报道称，此次合作是 OpenAI 首席执行官奥特曼出于个人抱负，为解决公司从非营利组织转型为盈利组织的难题而采取的手段。此前，OpenAI 一直是非营利组织，试图转型为营利组织，但因马斯克发起的官司诉讼而受阻。此次拉拢盟友或许是突破困境的尝试。

从合作影响来看，这意味着 OpenAI 在逐步摆脱微软的控制。一个明显的迹象是，OpenAI 开始将部分云服务采购从微软转移至甲骨文，这一举措利空微软，并推动

了甲骨文股价上涨。不过，我们对甲骨文公司持保守看法。在 IAAS 领域，甲骨文进入时间最晚，其主要依靠大幅降价来争夺市场份额。从业务本质分析，甲骨文的业务缺乏坚实的竞争壁垒，并不具备支撑高估值的条件。

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。

©2025 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)