第一上海研究部
research@firstshanghai.com.hk

2023 年 9 月 26 日星期二

【宏觀經濟評論】

Chuck Li
+852-25321539
Chuck.li@firstshanghai.com.hk

第一上海——美股宏觀策略週報

美股宏觀資料

美國 9 月 Markit 製造業 PMI 初值為 48.9，超過預期的 48.2，也超過 8 月的 47.9，但仍然位於榮枯線下方，且為連續第五個月陷入萎縮。其中，製造業的新銷售出現了下降，儘管降幅略有放緩。

美國 9 月 Markit 服務業 PMI 初值 50.2，創今年 1 月以來最低，勉強實現連續第八個月擴張，低於預期的 50.7，較前值 50.5 下滑。

美國 9 月 Markit 綜合 PMI 初值 50.1，創今年 2 月以來最低，預期 50.4，前值 50.2。這表明私營部門活動普遍趨於停滯，服務業進一步放緩，我們認為這對於冷卻經濟、降低通脹是一個好消息。

上週四公佈的美國首次申請失業救濟的人數，環比減少 2 萬人，是七個月以來的新低，表明勞動力市場火熱，強化了市場對聯儲緊縮的預期。低失業率也是工會談判的底氣。

新債王 Gundlach 認為，自從去年三季度以來，美國 GDP 增速都來自於財政赤字擴張，約 3.5%的 GDP。

高盛首席經濟學家 Jan Hatzius 認為，美國“第三季度和第四季度 GDP 增長將大幅放緩”，預計 GDP 增速將從三季度的 3.1%降至四季度的 1.3%。原因有三，一是學生貸款恢復償還，二是聯邦政府關門，三是美國汽車工人聯合會（UAW）罷工。

我們認為罷工的持續時間可能會比較長，因為工人們比以前有錢，而且 UAW 策略性地控制罷工節奏和規模。但是也沒那麼可怕，因為資方還有墨西哥工廠。拜登在玩火，為了選舉，不惜激化勞資矛盾，逼迫資方讓步，犧牲美國的整體和長遠利益。所幸美國的工會占工人比重並不高，平均 10%附近，其工資上漲對推高通脹的總體影響還是可控的。

我們認為，10 月 1 日美國政府關門的概率很大，而且持續時間可能不短。雖然對經濟增長的影響不大，但是對市場情緒衝擊不小。關於預算的鬥爭是共和黨極端派的反抗。事關明年大選，兩黨都很難輕易妥協。緊縮預算是必要的痛苦，是美國的國債走向收斂的必要措施。此外，現在拜登的民調數字並不高，並沒有太多底氣在預算鬥爭中堅持立場。

我們認為恢復學生貸款償還也是美國經濟回歸正常的必要一環，有助於降低通脹。短期對消費造成一定程度的擠壓，但是並不多，僅占消費者支出 0.6%不到，不必過慮。

利率

上周，美聯儲如期按兵不動，將基準利率維持在 5.25%至 5.50%的二十二年來最高不變，點陣圖意外鷹派，暗示年內再加息一次，明年或降息次數砍半至兩次而並非四次，2025 年和更長期的利率預期均抬升。決策公佈之後，市場非常恐慌，開始拋售。

我們認為美聯儲可能對於今年和明年 GDP 的預測過於樂觀，對於明年的失業率預測過於樂觀。高利率對實體經濟的影響可能還沒有充分得到體現，財政刺激也並不一定能繼續。此外，二季度美國的 GDP 和 GDI 增速缺口很大，約 2%，最終修正的二季度 GDP 增速可能低於初值。因此經濟並不一定如聯儲預期這樣強。當下的高利率可能是應激反應，不可持續。

最近新債王也發表觀點，他認為如果衰退來臨，10 年美債的利率可能下跌到 2.5%。但長期認為美聯儲和聯邦政府會積極救市刺激經濟，從而繼續推高通脹，導致美債利率繼續走高。對此，我們基本認同。

策略

最近資金走向是空頭佔據主導地位，美股淨杠杆率出現自 20 年 3 月以來最大周跌幅，**美國股市連續第三周出現淨拋售，並出現自 22 年 1 月以來最大的淨拋售，幾乎完全是由賣空推動的。非必需消費品是迄今為止淨賣出最多的行業，而能源是淨買入最多的行業之一。**

摩根士丹利警告，啟動大規模強制拋售的時刻已經越來越近了，因為支撐今年市場韌性的兩股力量正處於瓦解的邊緣，其中趨勢跟蹤商品交易顧問（CTA）即將解除其龐大的市場頭寸，而期權交易商似乎準備撤資以對沖其股票風險。

好消息是上市公司的回購一般在 11 月和 12 月，一年中最活躍的兩個月，約占全年的 22.1%；最後一個潛在的被迫買家是共同基金，其中許多都面臨著 10 月 31 日財年年底的壓力，他們有動力維持股價在高位。

亞馬遜

亞馬遜將在這個假日購物季雇傭 25 萬名員工，並將物流人員的平均工資從每小時 19 美元提高至 20.5 美元左右，以應對勞動力短缺的情況。這一規模超過了 2019 年的水準，對於四季度收入也是比較好的一個預兆。

Temu 和 Shien 在美國的獨立訪客數有大幅上升，同時亞馬遜用戶數量也出現了顯著下降，根據分析公司 GWS，近幾個月來，亞馬遜用戶數量出現了“顯著下降”，今年 4-7 月份，亞馬遜美國的日用戶數量從 5400 萬降至 4600 萬。

我們認為 Temu 和 Shein 對 AMZN 的衝擊是有限的。畢竟目前美國線上購物僅占 15%還有很大的空間，可以同時容納三者的錯位競爭。而亞馬遜在美國的電商份額是 38%，多年保持這個水準，說明其競爭地位並不容易被撼動。

週一，據媒體報導，亞馬遜將向 Anthropic 投資多達 40 億美元，並宣佈雙方將在未來展開更廣泛的合作。我們認為這是一個好事：亞馬遜終於搭上了 AGI 的車。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

台積電

台積電最近要擴大 CoWoS 先進封裝產能，設備訂單量增幅高達 30%。最近的股價顯然沒有反應出這些資訊。

微軟

上周發佈的 Copilot，與其作業系統和 Microsoft 365 生產力工具套件進行了一個深入的集成。Copilot 將會很快在 Windows 系統鋪開，企業版於 11 月 1 日全面開放，定價 30 美元/月，距之前的 Office365 上漲 83%。Copilot 的滲透率將是 MSFT 明年的重要觀察變數。

英特爾

9 月 20 日，英特爾舉辦“ON 技術創新峰會”，定位為 AI PC 的酷睿 Ultra 處理器、AI 計算晶片 Gaudi2 和 Gaudi3、第五代至強處理器、先進制程工藝以及先進封裝技術進展逐一公開亮相。

同時英特爾在今年早些時候表示，Intel 20A 和 Intel 18A 已成功流片，代工服務已經有 43 家潛在合作夥伴正測試晶片。各方面進展都符合早期公佈的節奏。

我們認為，INTC 多年來犯了很多錯誤，導致競爭對手一騎絕塵。現在追趕很難，雖然新 CEO 在很努力地在逐步把規劃兌現。其大機會可能在於宏觀地緣政治的變遷和競爭對手犯錯。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

披露事項與免責聲明

披露事項

免責聲明

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別的投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」,「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括(但不限於)在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。

©2023 第一上海證券有限公司版權所有。保留一切權利

第一上海
FIRST SHANGHAI GROUP

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話： (852) 2522-2101
傳真： (852) 2810-6789
網址：Http://www.myStockhk.com

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放