2023 年 10 月 24 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

巴以冲突没有显著恶化，拜登政府的应对总体上是理性的，成功的。外交斡旋收到了很好的效果，避免了冲突在更大范围扩散。之前有投资者担心战争会引起油价飙升，现在看来暂时不会发生。战争扩大的风险看起来不大，因为今天的全球格局和冷战时期不一样。当时的苏联和欧美在经济上基本完全隔离，而现在有实力挑战欧美的国家没有动机这么做，毕竟双方贸易往来密切。俄罗斯和伊朗的实力还不足以挑战欧美。所以巴以冲突最大可能只是一场有限的冲突。

需要我们担心的是美国国内的政治情况。共和党的议长选举结果仍未落定，说明内部统一意见的难度十分大。11 月 17 号是两党制定出明年预算的截止日期，而至今为止未听到两党有谈判，预计未来两周这个事情会引起市场关注，有可能引起一定波动。

宏观数据

9 月份的 PMI 和就业数据均好于预期，零售环比增长 0.7%，超过预期的 0.3%，经济状况从表面上看依然强劲。但是这些数字不一定是经济强劲的标志，只是反映了美国人花更多的钱买更少的东西，并且债台高筑，毕竟由奢入俭难。

反映预期的景气指标是在走弱，十月份密西根大学的消费者信心指数远低于预期，制造业的资本支出的预期指数在 10 月是个负数，2010 年以来最低。美国家庭和企业部门的负债情况也受到高利率的沉重打击，美联储公布的信用卡拖欠率为 2.8%，超过 2020 年疫情导致的美国经济停摆时期的水平。标普 12 个月滚动的美国高收益公司债券违约率也在持续升高。

正因如此，上周鲍威尔在公开讲话中也强调要谨慎行事，向市场释放鸽派信号。新美联储通讯社财经记者 Nick 也撰文表示 11 月份鲍威尔暗示不会加息，毕竟长期利率走高相当于加息。我们一直在强调，最近长期国债走高是短期流动性造成的问题，而不是基本面所能支持的长期可持续的现象。昨天晚上，美国 10 年国债在短期突破 5%之后，向下降了 20 个基点。虽然 11 月份为加州缴税的最新截止期，但我们估计已经有一部分已经上缴。长期国债和任何金融资产一样，价格由供需关系决定。很多时候经济学家是在试图用基本面来解释市场波动，比较牵强。

以 ETF 基金 TLT 为代表的长期国债目前看来还是很有吸引力。持有一年久期为十年的国债，假设利率从当前位置上下变动 1%的话，最多亏损 5%，但盈利能到 15%，赔率 3：1，还是非常值得尝试的。

11 月 1 号美联储将会公布当月的利率的决定。周五将公布美国的 PCE 数据，这是一个非常重要的受关注的通胀数据。目前期货市场显示，11 月及 12 月的加息概率

都很低，不超过 25%。

策略

近期美股跌的比较多，昨天的股市表现有见底的迹象。美国大空头 Bill Ackman 昨天放话声称回补美债空头仓位，引发长期国债利率下跌以及科技股上涨。其他美国华尔街的策略分析师也开始表达空翻多的观点，尤其是美国银行的首席策略师认为反向买入的信号已经被触发，三个月后美股的上涨空间为 5.4%。

个股情况

奈飞

业绩大超预期，原因在于在 9 月管理层在一个会议上表示广告进展不够快，导致华尔街大幅调低了广告的预期，股价阴跌一个月。我们对奈飞的观点始终认为，要看到总体格局，不要被小噪音干扰。**奈飞所处的行业竞争格局，已经根本性改善，主要竞争对手都认输投降，逐渐退出流媒体领域。由此带来的双边网络效应持续发挥作用，利好奈飞。**从量的角度，付费会员数不断上升；从价格的角度，定价权得以强化，可以恢复提价；从成本的角度，奈飞无须像军备竞赛一样饱和投入内容制作，从而每省下的一分钱都成为了利润。

奈飞目前的核心议题在于，如何和用户博弈，达到更充分货币化。它可以采用多种形式，包括订阅制、广告付费、游戏等一些列措施，达到生产者剩余最大化。最简单粗暴的方式就是提价，以及把白嫖党转化为付费客户。广告虽然进展缓慢，但是有非常巨大的想象空间，从市值角度完全有可能再造一个奈飞。

我们认为华尔街分析师需要调整对奈飞的心态，关注重点从用户增长转到盈利增长，转向自由现金流、股票回购等。从近期华尔街分析师对奈飞的评级调整，可以观察到他们在改变，这个公司的股价还会持续上涨，我们对它还是保持乐观。

特斯拉

上周公布了三季度的业绩，看似让市场失望，其实不应该。随着规模的扩大，特斯拉作为汽车行业的强周期性的特点就凸显了。在特斯拉建立的初期，可以看做是个科技股，成长性压倒了周期性。随着规模扩大，特斯拉已经是能够生产接近 200 万辆车的时候，周期性已经压倒了成长性。全行业的电动车都在积压库存，削减产量，行业整体遭遇到了高利率导致的经济周期的伤害，特斯拉不可能例外。

我们也做过一个简单的测算，在利率上升的情况下，尽管特斯拉持续降价，用户月供也并没有减少太多。而以 FSD 为代表的新业务，想象空间大但是非常遥远且高度不确定，当下最确切的业务的还是卖车。华尔街的分析师也逐步把特斯放在接近于传统车厂的定位。我们对特斯拉的估值也应该意识到这点，宁可保守一点，也不要太过于乐观。

业绩方面，看似比较糟糕，实际是因为去年同期的高基数效应造成。去年是高通胀，芯片短缺导致新车供应不足，二手车稀缺等因素糅杂的特殊大背景。结合去年的特殊背景下看，今年三季度的业绩也并没有特别差。

特斯拉的长期风险在于，和中国的关系可能成为隐患。在上海的扩产计划受阻挠，

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

这是巨大的不利因素，因为在发达国家建厂情况看起来都是不够理想的，即非常高的成本和非常低的效率，这是我们必须密切注意的缺点。

台积电

最近公布三季报业绩，好于预期，认为半导体市场的拐点就在眼前，智能手机和个人电脑的需求趋于稳定，AI 成为重要支撑。

谷歌

近期被曝更多部门裁员，旗下无人驾驶公司 Waymo 成重灾区。人工智能 Bard 迎来新的华人副总裁 Sissie Hsiao，正在给手下灌输“狼性文化”。这些都是利好股价的消息。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

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 FIRST SHANGHAI GROUP

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

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放