第一上海研究部
research@firstshanghai.com.hk

2023 年 10 月 31 日星期二

【宏觀經濟評論】

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

第一上海——美股宏觀策略週報

上周最大的事情是美國眾議院選舉出了 Michael Johnson 作為新議長，這個結果影響深遠。Michael 是一個 MAGA 保守派，是川普的盟友，一個虔誠的基督徒。他能得到眾議院共和黨團 RINO 和 MAGA 的一致支援，是一個奇跡，他也扛起了艱巨的任務。可以說從這一刻起，共和黨找到了自己的靈魂和綱領，Michael 也可能成為未來的共和黨總統候選人。他主張更保守的預算，主張小政府，這對於美國面臨的預算失控、國債危機是一個很好的制約。Michael 的上臺，短期可能是利空，畢竟 11 月 17 日新的預算案能否如期通過仍是未知數，很有可能政府會關門，從而導致短期市場動盪。而長期看對美國整體的經濟和市場，都是一個利好，約束國債使得美國的經濟發展更具有可持續性。

近期每週五美國股市都會出現賣壓，這是因為投資人都擔心週末巴以衝突會發生升級。我們預計是不會升級。週末的確平靜，所以美股週一大漲，油價也有所下跌。

經濟資料

上周公佈的美國 3 季度 GDP 超預期增長達 4.9%，是近兩年來最快的增速，主要驅動力來自消費者支出。因為在夏天，美國人在旅遊，音樂會和電影上消費增加。供應鏈紊亂得到解決，使得汽車等一些商品供應充足。有些商品價格下降也刺激消費。其他驅動力包括住房投資增長、企業庫存增長。硬幣的另一面是美國儲蓄在減少，因為民眾收入在扣除通脹後在夏季有所下降，而支出在持續上升。關於四季度 GDP 增速，市場預期為同比增長為 0.9%。

上周公佈的核心 PCE 指標環比超預期，從八月的 0.1%增長至 0.3%；同比從 8 月的 3.9%回落到 3.7%，符合市場預期，也是 2021 年 5 月以來的新低。因此，新美聯儲通訊社記者 Nick 撰文表示，美聯儲在 11 月份大概率將保持利率不變，主因從今年 4 月至 9 月核心價格年化增速僅為 2.8%，相比之前六個月的年化水準 4.5%已經大幅放緩。

策略

美債，最近有很多機構投資者，包括股票投資者，都開始抄底債市，包括 Vanguard,Pimco,Black rock。因為十年期美債收益率達到 16 年來的最高點。我們一直建議關注 TLT 這個標的。

美股

經過 9 月和 10 月的調整，美股現在處於嚴重超賣階段。各項股指下跌幅度超過 10%，進入調整期。投資人的情緒指數也到了極端恐懼的姿態，配置也在很低的狀態。從技術指標上看，除了少數龍頭大股以外，標普 500 有超過三分之二的股票低於 200 天均線以下，超過近半數的股票已經低於去年熊市最低點即 10 月份的股價。美股的估值也開始低於歷史平均水準，除去幾個龍頭大股以外，如果用等比重的標

普 500 指數來看，PE 已經接近於 14，遠低於歷史水準。中小型股的 PE 也到 10~12，均遠低於歷史水準。

關於短期利好，我們看到季報期內大部分公司季報業績超預期，增長也比預期好，整體指數增長超過 2%。目前問題是投資人情緒比較低落，但三根陽線也是能夠改變信仰的。

個股方面

穀歌

雖然核心廣告業務是超預期，但雲計算增速是沒有達到市場預期，原因在於客戶在緊縮開支。我們一直認為穀歌進入雲計算基礎設施領域，並不是一個很好的戰略方向，因為穀歌的企業文化並不適合做這塊的銷售和服務：這些業務嚴重依賴運營和服務，需要企業更謙卑更貼心。而谷歌的傳統優勢在於優秀的科學家和相應高智商和低情商，這種業務對他們而言並不大合適。穀歌更理想的對於利潤的應用，應該用於回購股票，而不在一些不具備競爭優勢的領域去進行持續的投入。雲計算業務的利潤即使是正的，也很難跟廣告業務相比，相當於拖累了整體的 ROE。

微軟

季報表現良好，CEO 納德拉在致股東的信中表示要 all in AI。從 toB 到 toC，從遊戲到專業社交網路，全面進行 AI 的重構。微軟很讓人欽佩的一點，是在經歷大規模企業轉型的時候，能夠做到企業的高效率運轉，有更強的執行力和效率。由此可看 CEO 納德拉能力讓人信服。但是作為投資人，我們仍需謹慎保守，不見兔子不撒鷹：因為我們見到的是微軟的投入，但並不說明一定能夠獲得相應的產出，建議謹慎樂觀繼續觀察。

Meta

上周的業績表現不錯，廣告收入超預期，利潤超預期。但也有兩個不好的消息，一個是四季度廣告收入的指引比較悲觀，原因是巴以衝突導致的社區緊張對立的氛圍會影響廣告主投放廣告的意願。第二個消息是，紮克伯格對於長期虧損的元宇宙相關部門、負責 AR（增強現實）和 VR（虛擬實境）業務的 Reality Labs（現實實驗室）混合現實業務，表達了繼續堅定投入的決心。這個在我們看來是一個非常糟糕的決定。在徹底關閉這個業務之前，我們認為股價上行的空間十分有限。這塊混合現實業務累計十年花費 500 多億美元，不僅僅做硬體方面，在軟體發展和內容採購上都大肆揮霍。紮克伯格的策略是從無到有大爆炸似的憑空建立一個生態，而不是通過低成本小步快跑反覆運算演化。我們認為這是一個徒勞無功而耗費昂貴的錯誤實驗。

亞馬遜

上周季報超預期，在核心電商業務，尤其是其中的廣告業務表現亮眼。我們對於未來幾個季度亞馬遜的電商業務持續復蘇持樂觀態度。但有一些不利的聲音，一個是 Temu 和 SHEIN 以及 Tiktok 對它有一定程度上的競爭，但我們認為美國電商市場足夠大，能夠形成錯位競爭。第二個是美國的聯邦貿易委員會 FTC 對亞馬遜發起反壟斷訴訟，但我們認為不用過度擔心。亞馬遜在 AI 領域有一些被動，屬於並未真心認同，而是被迫跟上，並沒有媲美微軟在 AI 方面頗為激進大膽的整體戰略。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

特斯拉

近期股價跌幅較大，我們認為特斯拉作為一個汽車行業的公司，不可避免的會有強週期性的特點。在過去三年（自 2020 年開始），特斯拉的業績和股價都有非常靚麗的增長。我們在過去都簡單的認為公司是一個高增長，是一個成長性的表現。而回頭看，很可能只是它一個週期性的體現，當時處於汽車行業週期上行的階段。因此是一個 Beta 的結果，而不是 alpha 的結果。

現在處於週期下行階段，Beta 是負的時候，我們也要去承擔不好的結果，要有一個清醒的認識，要有一個長期承受考驗的心理準備。

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