

增长在 1Q23 达到顶峰吗？

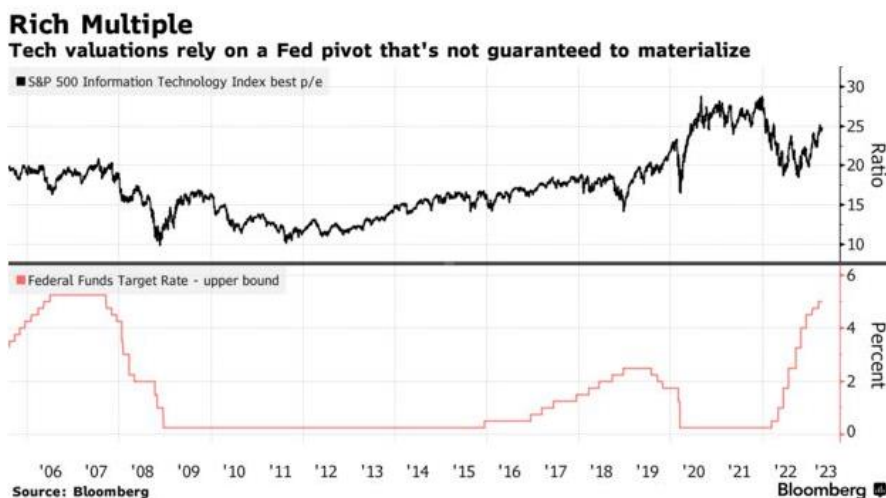
美联储 5 月份加息概率达 80%。距离 5 月份 FOMC 只剩一个星期，期间内也没有重大经济数据公布。再看远一点，据 CME 的联邦基金利率期货部署，6 月和 7 月维持 5.00%-5.25%（5 月份加 25 基点后持平）的概率约 60%。到 9 月份的会议才开始有一些变化——减息 25 基点或以上概率达 70%，但到 11 月时候该概率增加到 90%。似乎“higher for longer”的说法大约只剩半年左右。

亚特兰大 GDPNow 预测能预示后市？1Q 的 GDP 预测暂为 2.5%，比 3 月底的 3.2%下调了，原因是疲弱的制造业 PMI 数据。我们认为美国经济最强劲的部分是消费者和劳动市场，但耐用品和房地产较逊色。因此，我们倾向于在 1Q23 达到峰值增长，在下半年增长率将放缓。

科技股太昂贵了？标普 500 科技板块指数年至今涨了接近 20%，远胜大盘的约 8%。这么大的差距，单月来看是 20 年以来最大的。据彭博最近一份研究报告，该板块预测市盈率为 25 倍，但相应利率以一个估值模型估计只是 2%，所以有投资者会觉以现时行业增长和利率环境，科技股估值属于昂贵。

市场分析师估计科技股 1Q 的 EPS 将下跌 15%（11 个板块之中倒数第 3 位）。看 QQQ ETF 期权部署，认沽期权（看跌 10%）的溢价 / 成本是认购期权（看涨 10%）的溢价 / 成本的 1.7 倍。

图 1: SP500 科技板块预测市盈率



数据来源：彭博、东方证券（香港）

注：数据截至 2023-04-26 HKT 收盘

冯皓霆 (SFC CE: BKB324)

分析师

+852 3519 1201

ht.fung@dfzq.com.hk

一、最早 9 月减息？

据 CME 的联邦基金利率期货部署，9 月的利率维持 5.00%或以上有 30% 的概率，这是市场现时认为最早有减息的机会。到年底 12 月的 FOMC，减息最少 25bps 的概率达 98%。我们认为美联储将基于未来数据来判断利率走势，亦会好像前届 FOMC 参考 CME 的市场定价。毕竟，美联储反应一般是缓慢、滞后的，所以就算经济已经开始转弱但非出现危机，我们认为美联储的动作会较为慢的，12 月或之前减息机会比较实际。

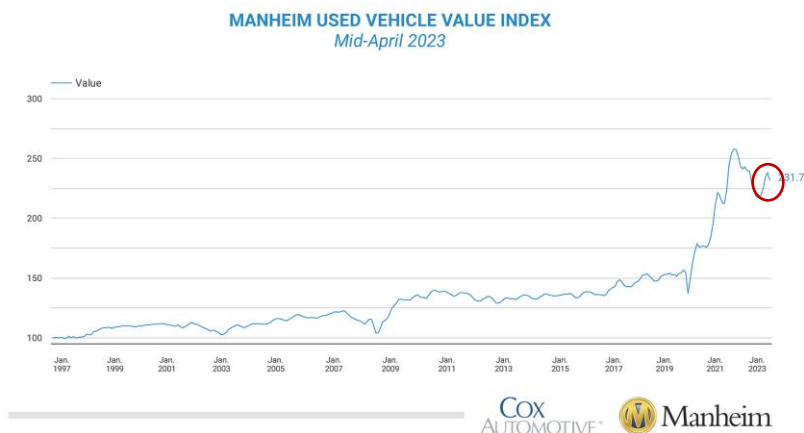
会否 2024 才减息？

富国银行投资研究所和法国巴黎银行有别的看法——它们认为美联储反应较慢，不喜欢经常作出变向。我们亦部分同意，以现时的核心 CPI 趋势（按月增 0.4%），年华 CPI 为 4.8%左右，估计利率应在 4.75%-5.00% 维持一段时间。另一个风险就是美联储较为固执，应减不减，导致有几个月的时间停留于一个紧缩的环境。

1Q 是不是一个小阳春？

从股市到房地产到二手车价，1 月- 3 月份比较畅旺。硅谷银行事件发生后，大家对衰退的担忧又再次出现，但因为美联储泵水救市，在基本面没有改善之下，估值又上去。同时二手车价（代表耐用品）开始回落。

图 2: Manheim 二手车价格



数据来源: Manheim、东方证券（香港）

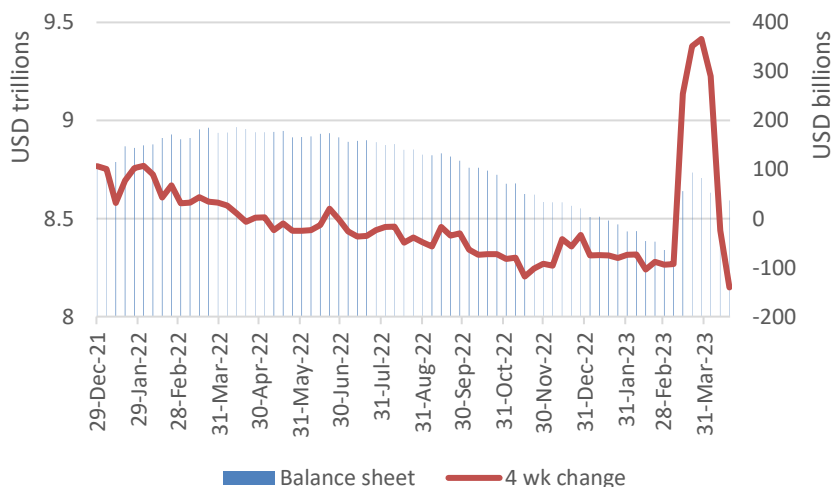
二、美股 1Q 业绩将是焦点

大型银行业绩偏向好，但地区银行的存款外流问题更显著。大型的储蓄银行如摩根大通、美国银行、花旗银行等在 1Q 的业绩表现不错，主要受益于高利率环境，带动强劲的净利息收入。个人银行和私人银行较有优势，投行业务就相反，这被股票交易和资本市场拖累。高盛就是以投行业务为主的银行，因此股价表现落后。Jamie Dimon 认为美国经济继续处于总体健康的基础上——消费者仍在支出并拥有强劲的资产负债表，企业状况良好。摩根大通在 1Q 的存款年比增 7%，环比增 2%，受益于地区小银行的倒闭。同时，该行认为下半年存款利率将下降，所以提升了公司的 net interest margin 的指引。花旗银行的 CEO 表示，最近发生的事件将导致通货紧缩和信用收缩，美国更有可能在今年晚些时候进入浅度衰退。First Republic Bank 公布 1Q 的存款减少了 41%，股价收跌 50%。

科技巨头这周展开业绩发布，AI 有初步业绩贡献。首两家的业绩超于市场预期——微软的业绩非常出色，云端服务收入远超出预期，受惠于强劲的 AI 运算需求。公司也会增加 AI 相关的支出，这对上游的 AI 晶片供应商如 Nvidia 等有利的。谷歌的广告和扫寻引擎服务收入比预期好，但总收入增长仍处于低单位数，而云端服务刚转盈。谷歌继续面对 AI 对其扫寻器的需求。微软/谷歌盘后涨 8.5%/1.5%。

美联储 QT 恢复了，对估值增加压力。自从硅谷银行事件后，美联储急速泵水（BTFP），但到 4 月底美联储已经恢复并加快 QT 速度。在他们的角度看，银行的存款流失问题已解决，但这是增加将来再出现银行挤兑的风险。基于以上的因素，我们认为 1Q 剩下的公司业绩发布更需超预期才能证明经济有能力度过难关，否则现时估值过剩了。

图 3: 美联储总资产变化



数据来源：美联储，东方证券（香港）

分析员核证

分析员，冯皓霆，主要负责拟备本报告并谨此声明—

- (1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
- (2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
- (3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属于投资银行部；
- (4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员及其有联系者没有曾在发表本报告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
- (6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
- (7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。

增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。

持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。

卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

重要披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。东方证券(香港)有限公司或其集团公司可能持有相等于或高于本报告所评论之公司的市场资本值、已发行股本或已发行单位的1%的财务权益。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由于任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告内所提及之价格仅供参考之用，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

东方证券(香港)有限公司可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表东方证券(香港)有限公司或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。

在过去12个月，东方证券(香港)有限公司及其公司集团与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。

本研究报告仅为东方证券(香港)有限公司的客户提供的信息。