

第52周，#贝叶斯事件，完整版

- 周报的完整版，最近连续两周被系统关闭，一方面我正在申请个人认证，看看能否有所帮助，另一方面这么深度且枯燥的内容，也有人投诉，真不知道说什么好。在这个问题被解决之前，公众号里只有摘要版
 - 新朋友，可只阅读本周内容（“w52”开头），跳过历史记录，减少阅读时长。等熟悉周报后，在电脑上连续阅读历史记录，会更有全局感、进程感
 - 周报的栏目设置介绍，图片来自网友“程凯”，非常感谢！
-

模式识别

🏠 贸易战
本周搞定了什么交易？

🏠 贸易战的负面冲击

🏠 本周世界要闻面

🏠 显著变化的 #共识

中美
俄乌战争
中东
日韩
欧洲
拉美
亚洲

美元秩序

🏠 美元指数

🏠 一级市场拍卖
🏠 二级市场交易
全球债务危机

🏠 美元秩序的二阶导

正面 -- 数字货币，流动性？
反面 -- 黄金，2m节奏

美股市场走势要点

流动性

ETF
机构仓位
ETF秩序
散户情绪 #MEME
IPO
回购

本周走势要点

共识视角

贸易战共识
降息共识
🏠 AI共识
美国产业回流的共识

交易视角

本周市场走势
估值
基本面
全球流动性

季报，#先行指标

🏠 基本面

🏠 日常消费相关

🏠 内政：放松监管
打击非法移民

A股相关

🏠 W28-Wx 动态

自上而下宏观数据：
量本利、价本利

进出口
税收

内需

就业形势
社会消费品零售总额
二手房价格
土地财政
固定资产投资
产能利用率
规模以上工业增加值
用电量

🏠 本周市场要点 · 公众号 · 南添

周报，长期收集、对比“差异”，偶尔可以提醒一些明确的趋势：

- 623行情的“不讲理”

- w21开始，发现区块链和财库股的不对劲

- w44开始，看到美股散户去杠杆化的连锁反应的可能性

相比文字的枯燥，大家都说我直接叨叨的感觉更好，我也确实更擅长通过讲的方式让大家理解和感受。欢迎你订阅每周日晚的直播，当然好东西肯定不是免费的，但我会尽量让你觉得物超所值，有兴趣的可以扫码咨询订阅

本周日19点直播：

- 1、一份另类资产研究报告的启发

模式识别

w52，现象重复→模式识别→人性→演化：

本周是圣诞假期和元旦假期，全球市场波澜不惊，除了白银价格在狂飙，但我并没有从中识别到什么

也许有一个原因，你可以在本文中搜索“MCO 穆迪”，在W43的季报中，穆迪披露了各国发债的情况，草蛇灰线，这样疯狂的债务增速之下，比特币又被美债从底层挂钩，还有什么等价物，是被全世界普遍接受的？

贸易战，本周搞定了什么交易？

- w52~w48，川普忙内政，贸易战没有新变化
 - 丰田汽车将从2026年开始在日本销售美国制造的汽车，将在日本销售三款美国制造的车型 —— 带动美国汽车产业
 - 墨西哥将对包括东大在内的多个亚洲国家的部分产品，征收5%到50%的关税
 - 2025财年美国关税收入约1590亿美元，计入各类关税、税项与费用后总额达2260亿美元，去年为880亿美元。其中来自东大商品的关税收入约640亿美元，占比逾三分之一（不过东大对美的贸易顺差仍在增长）
- w47，将巴西农产品中的约80%品类，移出对等关税清单 —— 这类操作连续两周，看来对中期选举有所担忧
- w46，将牛肉咖啡水果等超过100种农产品移出对等关税清单 —— 老百姓生活压力太大
 - 与韩国敲定细节：韩国在美投资造船业1500亿美元，美国同意

韩国建造核潜艇；在美投资2000亿；韩国的汽车与零部件、木材与衍生品关税降至15%；2030年前采购250亿军火，并将国防支出提高到GDP的3.5%，承担驻韩美军330亿支出

- 与瑞士谈妥：关税降至15%，瑞士承诺投资2000亿，并购买波音飞机
- w45，美国最高法院开始审理“川普加关税是否违宪”，此事不会很快出结果——全世界都一样，小事讲法律、中事看影响、大事讲政治
- w44，巨大进展：
 - 川普访日，新首相及背后派系与石破茂截然相反，基本答应全部谈判条款（对美5500亿投资，也只要求先用50%利润回本、尽量采购日本供应链）。最为关键的汽车关税，悬而未决，因此丰田没有宣布对美投资100亿（日本政府备忘录中包含汽车业对美投资）
 - 稍后访韩，双方同意保持15%全面关税水平，韩国将向美国投资3500亿美元，其中2000亿为现金（每年上限200亿），另外1500亿为造船项目（特别是建造核潜艇！），但无需放开农产品进口
 - ——如果川普后续未被最高法院裁定关税违宪，以及他能完成总统任期，则日本全面倒向美国的趋势将不会停止，东亚的形势变得尖锐起来。也许日本这次的一波三折的首相换人，是历史级别的贝叶斯事件。
 - ——中美釜山会谈，美国回吐了一些贸易战之前抢到的增量，是否会影响其他国家的心态？
- w43，本周川普的贸易战强者形象大受损伤，一是稀土被反制的毫无办法、二是加拿大居然用电视广告羞辱他。韩国等谈判都没有进展。
- w42，在稀土上，被“反将军”之后，川普的班子没有找到什么办法升级火力压制。对国家加关税、对行业加关税，这两个角度，本周没有变化
- w41，前期美国宣布的各项制裁即将于w42启动，东大本周在稀土、船务和反垄断方面进行了回击，川普则于周五表示计划加征100%关税，并自11月1日起禁止关键软件的出口——最近各个方向都没有进展，专权模式

是一种高能耗模式，需要新斗争和新增量，懂王不能停

- w40，继续在各个行业加特别关税，本周是电影、进口木材、进口药品。但随着美国农业收获季节临近，大豆签约出口量只有往年20%（东大改为从巴西和阿根廷采购），压力很大，川普政府酝酿用关税收入对农民进行补贴，此事取决于下下周在韩国的两国领导人会晤的结果
- w39，挨个行业再加一遍关税（国家维度已经都压榨过一遍）：重卡加25%、厨卫家具加50%、药物加100%
 - 但终于执行了欧洲汽车关税降低的协议，此前拖延
- w39，要求韩国投资基金规模看齐日本的5500亿，并且其他条款更加恶劣
- w37，美国最高法院将在11月审理川普关税案 —— 又给了两个月“考核期”
 - w35，美国联邦巡回上诉法院于周五判决川普加关税缺乏法律支持，模棱两可的把案子转到最高院 —— 大概率这事要搁置，等川普啥时候翻船，政治对手再翻出来
- w36，日本再度与美国谈判落实细节，所有商品关税税率统一为15%，5500亿美元投资基金由美国决定投向，以及开放国内市场，以此换取日本汽车与零部件的出口美国的价格优势（此前美国迟迟不按前次协议下调日本汽车的关税税率） —— 安倍三支箭的弓是日本出口，汽车是非常重要的拉动日本工业体系的出口载体，当前出口连续下滑，国内消费和通胀又有所降温，石破茂也需要挽救民众的支持，确实除了被川普狠狠敲一笔之外，没路可走
- w35，对印度的加 50%关税，已启动。日美贸易虽然达成，但在实际操作中，美国仍然按高税率征收。欧盟提议对所有美国工业品免除关税，以换取汽车及零部件关税从 27%降至 15%
- w34，博弈对象不断变化，以更大力度搜刮：出口国→美国优势行业的出口商→美国非核心行业的进口商如家具

- w34, 按照参股英特尔模式, 要求参股三星和台积电 —— 全新玩法, 关税勒索和补贴, 改为直接分享私营企业利润
 - 英特尔宣布, 与特朗普政府达成(持股)协议。美国政府将对公司股权投资 89亿美元, 按每股 20.47美元认购 4.333亿股股票。通过《芯片法案》拨款出资 57亿美元, 通过Secure Enclave Program出资32亿美元。美国政府还将享有额外持股 5%的保证
- w34, 对 407种钢铝产品突然加征 50%关税, 不区分出口国, 相当于换个维度再谈一遍关税。同时加紧敲打印度
- w33, 中美同意自8月12日起再度暂停 90天, 多出来的20%还继续
- w33, 英伟达和AMD同意向美国政府提供其在中国芯片销售收入的15%, 作为与特朗普政府达成的获取对华出口许可证安排的一部分 —— 重大变化, 对出口企业加15%关税, 逼迫企业提高出口价格, 实现同样的效果, AI定向关税
 - 8月15日, 尝到甜头的川普, 表示要对芯片行业如法炮制, 全部敲打一遍, 逼着这些企业要么对东大提价(让东大买单)、要么自己扛(相当于加税), 这是一种差异化的、逼对方选择的丛林进攻策略
- w32, 重大变化, 关税已变为政治武器
 - 对印度, 加征25%特别关税, 要求放弃转口贸易俄罗斯原油
 - 对巴西, 加征50%特别关税, 要求释放前总统
 - 新玩法: 由于苹果承诺在美国生产, 因此免征100%的半导体关税, 其中包括苹果未来四年在美国追加投资 1,000 亿美元, 并承诺从美国供应商采购更多零部件
- w31, 随着日韩和欧盟谈妥, 贸易战的第一阶段基本结束, 余下的国际贸易对美国来说, 利益不大。斗争转向“落实细节”、顺势加大对中小国家的贸易以外领域的压制
 - 欧盟谈妥, 加15%, 并对美投资 6000亿美元, 购买7500亿能源

——贸易战至此基本结束，美国政府拿到了毛估估**15%~20%**的关税增加额，不管来自外国政府补贴其出口企业，还是国内老百姓承受提价，总之这部分增量将用于刺激美国国内产业进行资本支出

-
- 对韩国，加征15%，对美投资3500亿，购买1000亿能源
- 对加拿大，加征35%
- 对巴西，加征50%，为了支持巴西前总统（亲美）
- 对瑞士，加征39%
- 对铜产品征收50%的关税，但不包括最主要的原材料精炼铜
- ——下个季报，在三个月后，将非常关键，如果产业投资大幅上升，美股基本面的上升空间就能打开
- w30，进展不小
 - 对日本，包括汽车在内的商品统一征收 15%关税。更重要的是成立5500亿美元的投资基金（由美国决定投向），和逐步开放国内农产品市场 —— 日本股市对此反应积极，创出历史新高，特别是汽车股。原因是其生产产能的相当一部分本就在美国，15%关税幅度不高，而对手如果选择海外进口零部件在美国生产，承受的关税幅度更高。也就是说，日本汽车在美国的竞争力反而提高了，甚至超过美国品牌在美国市场，黑色幽默吧
 - 对印尼和菲律宾，统一征收19%，同时几乎完全取消美国商品关税
-
- 欧盟提出千亿美元相关的反制清单，川普下周访欧
- w29，继续攻势，时限改为8月初，之前美国高院给的期限是7月末
- w28，川普加大攻势，单方面通牒至8月1日，但这次吸取4月2日的教训，用降息预期来护盘美债美股（每天不停的骂鲍威尔）—— 能打败恐

惧的只有贪婪，而不是理性

- 对加拿大，一口价，加关税35%
 - 对巴西，威胁加50%，同时提出政治要求
 - 其他国家，加关税15%~20%
 - 铜，加关税50%
 - 继加拿大之后，欧盟可能也在数字税上对美让步。欧盟提议对电子垃圾、烟草和高收入企业征税，替代数字税 —— 科技巨头很开心
- w27，单方面宣布越南认输
 - 虽然还未正式公布协议，但白宫称越南将接受出口加20%关税、转口贸易加40%关税，更重要的是，越南将向美国全面开放国内市场 —— 4月2日的无差别攻击所有国家的做法，转为切香肠式各个击破之后，多米诺骨牌一张张倒下
 - 第一个国家真正地落地：6月30日 英美贸易协定生效，大幅削减美国对英国汽车和航空航天行业的出口关税。英国是唯一与美国达成此协议的国家，汽车出口关税从 27.5%降至 10%
- w26，暂停和加拿大的谈判。暗示7月9日不会是最后期限，白宫耗得起
- w25，川普被内塔尼亚胡拖入伊朗，但成功脱身，还展现了强者形象，未干扰贸易战进程
 - 最高法院拒绝快速推进“川普对等关税违法”的诉讼审理流程 —— 法律精英延续上周决定，给川普到7月底的时限，看看他能不能搞来增量
 - 欧盟答应在7月9日前“一定谈妥” —— 上诉法院给川贝的期限是7月底
 - 日本继续不投降 —— 首相在G7会议上的木讷，真是完美的装傻
- w24，没有明显进展

- 日本仍不让步，但愿意给实惠。日本最大的发电公司 JERA 表示，每年向美国采购多达550万吨液化天然气，所有协议均为20年期离岸合同，没有目的地限制。——以后找机会再卖到别处
- 联邦上诉法院周二裁定，允许特朗普政府继续实施其全球性关税措施。此案将于7月31日举行辩论。除非达成贸易协议或进一步延长暂停期，否则从7月9日起，美国对许多国家的关税税率将大幅上升——川贝获得了法律精英的支持，争取到一个证明自己的时间窗口
-
- G2伦敦会谈后，稀土管制放开，但其他事项，双方表态口径差异很大
- w23，拿到一定结果
 - 6月5日，G2领导人通话，核心内容不得而知，但根据双方主管部门新闻发布会，稀土出口管制已部分解除
 - ——川贝拿到了结果，美国商界很满意
 - ——东大展现了大国风范，继续发出信号“目前不打算脱钩”，国内各种立场者都很满意
 - 与日本的第二轮贸易谈判，没有进展
 - w23，美国财政部半年度货币政策报告，直言日本应加息，让日元升值——美国还是在汇率上施压，老套路
-
- 日本为什么这次异常强硬？安倍三支箭到底什么意思？相关解读在往期周报 [链接在此](#)
- 钢铁进口关税正式实施后，相关的加拿大、墨西哥、欧盟都在抗议
- w22，贸易战一波三折，欧盟日本还未搞定，民主党推动司法障碍。但社会舆论却不像4月2日时的口诛笔伐，因为自5月12日开始，贸易战已实实在在搞到增量，主流媒体焦点已逐渐转向“债务和降息”
 - 美国下周将钢铁进口关税翻倍至50%

- 日美第二轮贸易谈判开始，日本出人意料的坚决不让步
- 川普发推施压：5月12日双方谈妥后，东大压力解除后，不接受对华为芯片的制裁，就不配合他继续进行贸易谈判了，他成了老好人...。
-
- 美国联邦法院暂缓（贸易法院的）裁定执行
- 民主党推动美国贸易法院裁定，川普的对等关税政策无效
- 川普暂缓了上周对欧盟的威胁
- w21，川普威胁6月1日起对欧盟加关税50%，并且警告苹果必须本土制造否则加25%关税。——这是新的风险路径，本不在市场预期之内，川普开始强行逼迫产业回流 —— 新的一支箭
- w20，川普出访中东逊尼派国家，拿到2万亿美元级别商业承诺 —— 为美元秩序带来巨大增量（本财年美国政府支出预算约2万亿，中东增量≈财政支出）——解读：沙特再次跳船，像两年前。毕竟，俄罗斯已经想收手，G2谈判后也回到了过去。世界秩序最大的两个变数，选择回滚到旧秩序。中东要利用能源优势发展数据中心，实现经济转型和工业化的决心很大。硅谷抓住了这个底层需求，成功说服川普做出让步，取消芯片出口禁令，换取了中东在美国滞涨阶段进行输血
- 5月12日，G2在瑞士达成协议
- 5月8日，英国第一个与美国达成框架性协议
- 4月9日，撞墙的一刹那，猛打方向盘，暂缓90天
- 4月2日，宣布对等关税

贸易战的负面冲击

- w52~w47，零售业三季报的同店销售增速，普遍回升到4%左右（家庭收入增速3.8%），销量增长和提价都有 —— 关税压力虽然在，消费者也在硬着头皮消化之中
 - #LW，专门为连锁餐饮种植马铃薯制作薯条，毛利率20%左

右，公司电话会：在美国，八月、九月和十月这过去三个月内，快餐业的客流量基本持平。其中，以鸡肉为主的快餐品牌客流量有所增长，而汉堡类快餐的客流量则下降了3%，在十月份情况略有改善。同期，北美餐饮服务渠道的薯条销量小幅增长，显示出需求的持续韧性。在国际市场，包括我们最大的海外市场英国在内，多数地区的餐厅客流量均出现下滑，其中英国市场下降约3%——连锁餐饮情况不好

- #COST，收入659.8亿美元，yoy+8.2%；可比增速+6.4%（调整了外汇和汽油），美国+5.9%，加拿大+9.0%——尽管食品杂货提价不小，但中产已经扛过来了
- #CASY，加油站中零售散装披萨等低端速食，同店增速只有3.3%，客流增长+1.5%，杂货同店+2.7%、现制食品+4.8%，增速比去年都大概低近1%——直播中提到的牛人作业之一的#QSR，其汉堡王现在也是在走低端快餐，再加上过去的明星#CMG，美国穷人现在确实吃不起饭了，不去低端餐饮连锁，甚至在加油站随便吃一口也没有增速了
- #DLTR，美元树，总销售额达47亿美元，同比+9.4%；同店销售额+4.2%（客单价+4.5%，进店人数-0.3%）。尽管受到关税影响，毛利率提升40个基点至35.8%，第三季度新增300万家庭客户，约60%来自年收入超过10万美元的高收入家庭，30%来自年收入6万至10万美元的中等收入家庭，其余则来自年收入不足6万美元的低收入家庭。——消费降级
- #DG，达乐，同店销售额+2.5%，其中客流量增加2.5%——没提价
- #FIVE，五元店，净销售额同比增长23%，可比销售额增长超14%，平均单店销售额240万刀，回升到2021年水平。门店数量同比+9%约49家。5元店的80%商品价格在5刀，毛利率33.9%（很不错，就比梅西百货这些更高档的低6%），毛利润增速+26%，EPS增速+62%。关税压力，因为先进先出法，将在明年上半年体现在报表中，而Q4的毛利率最多下降2.25%
- #M，梅西百货，主打线下体验的中高端，3.2%的同店销售额增长，但营收同比-0.6%，因为关了一些低效率的门店，毛利率39.4%
- #WMT，沃尔玛，同店销售+4.5%（提价+2.7%、销量+1.8%），山姆会员店+3.8%，营收+6%、eps+7%——4%~7%之间的复利债券
- #TJX，同店销售+4%

- #ROST 罗斯百货有一半商品受贸易战影响，季报营收+10%，同店销售+7%（全年+3%），上调Q4指引。此前w26，管理层基于近期经营数据，下调Q3指引
- w52，北美8级重型卡车11月净订单量总计约19,500辆。尽管11月是全年订单最为强劲的月份，但本次数据同比继续下滑 —— 车辆采购关系到将来的运力，这样看来，货运行业估计要冷到26年年中
- w47，美国森林与造纸协会（AF&PA）：10月，包装用纸及特种包装整体出货量同比+9%，今年前10个月同比+1% —— 消费的先行指标，继续回暖
- w43，三季报开始后，超过一半的自下而上宏观风向标特点的美股表示，关税带来的成本传导已消化一半，目前消费虽停滞不前，但也算扛住，四季度起，具有垄断优势的美股将利用节日假期，尝试提价，将自己和上游承受的另一半成本传递出去。总体而言，AI巨额资本支出让美国经济没有衰退，终于争取到时间，让老百姓消化了关税。美股很现实，不问原因，只要经济没衰退就行。
- w37，Q2电话会议提到要应对关税影响的公司中，56%的公司表示要涨价，而要降成本的只有 45%
- w36，美国非必需消费领域正出现疲软迹象，尤其是在汽车、体育用品和家具等受关税影响显著的行业。这些领域的消费同比增速已从正增长放缓并转入负值区间，就连此前一直表现坚挺的服装业也呈现出减速趋势
- w35，美联储跟踪通胀的指标，核心PCE物价指数，7月同比为 +2.9%，6月为 2.8%、5月为 2.7% —— 市场担忧贸易战对通胀的冲击，到底是温和的还是猛烈的 —— 个人观点是，川普想解决“滞胀”中的滞，而不是胀，鲍威尔等人心知肚明，甚至不少美国精英正希望用一轮经济过热和副产品高通胀来化债。并且，资本主义社会的价本利，本来就需要通胀这个借口
- w34，#WMT 电话会议引起了市场的担忧：消费者的消费行为保持稳

定，但是关税的影响正在渐进式显现，沃尔玛目前补充的库存都是关税后的，成本压力越来越大。中低收入的消费者下降比较明显，如果非必需品的价格上涨，他们就会转向其他商品。本季度沃尔玛实施了7400项价格回调措施（降价），比上季度增加了近2000项，其中杂货的价格下降了30%。

- w33，高盛认为，截至6月，美国企业承担了关税成本约 63%，而消费者仅承担22%；但预计到10月，消费者承担比例将大幅上升至67%。这一成本转嫁过程存在时滞，因为企业需要时间与客户重新议价并消化关税生效前囤积的库存。此前2月对华首轮关税的经验也印证了该趋势：实施四个月后，约67%的成本已转嫁至消费端——川普对此非常生气，直接批评高盛——从东大6月7月税收数据看，似乎关税净增加的20%，东大确实只买单一部分，高盛的观点可能是对的，这需要后续持续跟踪
- w29，3个月前季报和电话会议带垮美股情绪的 #JBHT（最后一公里的货运行业），季报不错，运量同比+6%，按月来看，4月+11%，5月+3%，6月+4%。从运输结构看，横贯大陆线路运量季度内-1%，而东部线路运量+15%。同时电话会表示，业务压力不大，略有提价、裁员和削减资本支出后的业绩指引良好
- w28，#DAL 达美航空等航空业，纷纷恢复业绩指引，表示贸易战对需求的影响，比预期要低——电话会议的管理层发言很重要 #自下而上的宏观
- w28，受贸易战的负面影响最大的运输行业，股价本周创4个多月以来新高——在金融市场领先基本面的价本利世界**，这个信号值得高度重视
**

本周世界要闻

- 中美
- w52，美国取消拜登任内公布的对华芯片制裁措施

- w45, 开始采购大豆, 双方团队在落实协议中, 暂时还未出状况
- w44, 双方首脑六年以来第一次见面
 - 约定各自退一步, 一年后再说
 - 稀土放开, 买一些大豆 (反正巴西近期在抬价)。关税降10%, 港口费用等都暂停
 - —— 整体看, 本轮贸易战压力已减轻不少, 出口价格的竞争力恢复不少, 因为其他国家都全盘接受了新加关税, 大家的税率差异不大了
- w43, 双方约定在马来西亚谈判, 再决定首脑是否在APEC会议上见面
 - 总体来看, 双方气势和5月相比, 已经对换。本周白宫不遗余力的对美股护盘很有道理, 因为不能让市场开始担忧“如果贸易战增量没搞定, 那么美股岂不是要……” —— 这次我们反击的时机, 抓的不赖
- w42, 双方本周末有态度变化, 周六上午视频通话, 约定举行新磋商
- w41, 美国海关与边境保护局于10月3日发布CSMS #66427144号公告, 确定自10月14日起, 对进入美国港口的中资拥有、运营或建造的船舶, 征收高昂的额外费用 —— 加上之前的几项制裁, 本周宣布多项反制措施
- w39, TikTok的美国市场商业价值的80%、数据所有权, 归川普的朋友们; 字节保住了算法和20%
- w38, 双方在西班牙谈判, 周五领导人通电话, 双方未公布具体内容
- w37, 墨西哥应美国要求, 对华进口商品加征关税
- w34, 采购波音飞机的谈判正在推进, 同时对H20有后门的担忧影响了英伟达的销售计划
- w33, 会谈结束, 没有结果, 川普先去搞俄罗斯
- w31, 威胁东大停止对俄罗斯采购能源 —— 更像是对俄罗斯施压
- w31, 在斯德哥尔摩继续会谈

- w30, 暂停了对杜邦国内部分的反垄断调查
- w29, 放行 #SNPS 并购案。美国取消英伟达对华出口H20芯片的禁令
- w27, 美国取消对华出口乙烷的禁令, 并允许三家芯片EDA公司恢复对华服务
- w24, 伦敦会谈, 双方对谈判结果含糊不清
- w23, 领导人直接通话
- w20, 5月12日, 中方在15点金融市场关闭后, 公布协议主要内容 —— 大致同意双方在短期内不脱钩

• 俄乌

- w52, 美国与乌克兰仍在谈判中
- w51, 欧美与乌克兰在柏林商讨新协议。美国解除了白俄罗斯的钾肥出口制裁, 对俄罗斯施加压力。同时, 本周布伦特油价跌破重要的心理价位60美元, 降低了俄罗斯的能源出口收入
- w51, 欧盟领导人已批准2026年度向乌克兰提供900亿欧元援助的决议。据媒体报道, 大多数欧盟领导人此前认为, 利用滞留在欧盟境内(主要位于比利时)约2100亿欧元的被冻结俄罗斯央行资产是资助乌克兰的最佳选择。然而, 这一计划遭到了资产主要持有国比利时的强烈抵制。比利时首相Bart De Wever要求其他欧盟国家提供“无上限”的风险分担, 以应对俄罗斯可能发起的法律诉讼和报复行动。由于其他领导人拒绝接受这种极端的担保条款, “赔偿贷款”提案最终破裂
- w50, 乌克兰与欧盟联手反对川普的28点计划。俄罗斯向印度军工企业开放市场, 换取印度重新转口贸易俄罗斯原油, 大帝表明了决心。
- w49, 大帝出访印度, 如果印度能顶住美国压力继续进口原油,

那么大帝将逼川普和泽连斯基，在谈判中继续让步

- w48，川普提出（28点和平计划）夸张报价之后，各方都在还价
 - 欧洲支持乌克兰拒绝，但美国的回应是，本周末把泽连斯基的大内总管给搞掉了，让泽连斯基在权力和利益之中，只能选一个
 - 大帝考虑了几天后说，乌克兰先从所有俄语区撤军，然后再谈判 —— 接着加码
- w47，美国向乌克兰提出28点和平计划，答应了俄罗斯核心诉求“俄语区回归、乌克兰不加入北约”，从俄罗斯被扣资产中拿出一部分给乌克兰欧盟和美国 —— 此事由于各方还未官方表态，所有新闻还不能当作是最终方案。但有一点可以肯定，川普逼迫印度转口俄罗斯原油、进而逼迫大帝认真的回到谈判桌上，并不是想再度与俄罗斯为敌，而是真打算结束俄乌战争，这个态度现在可以进行确认了，并基于此，需要大幅度更新“未来6m的路径” —— 直播将重点说说这方面，会涉及到避险资产如黄金的想法
- w46，印度在美国压力下暂停了从俄罗斯进口石油再转售欧洲的生意。这对于俄罗斯影响太大，下个月双方首脑即将举行峰会，俄罗斯目前计划向印度转让核技术 —— 这对印度太有吸引力了，对我们可不是好事
- w44，美国宣布恢复暂停了三十年的核试验
- w43，重大变化（再过一两个月会知道是否足够 #贝叶斯事件） —— 由于俄罗斯坚持全面胜利的条款，川普失去耐心，宣布制裁俄罗斯两大油企，同时逼迫印度放弃与俄罗斯的能源转口生意，这是在威胁俄罗斯战争经济来源 —— 但大帝和俄罗斯民族的性格，还是俄罗斯精英的共识，又或是博弈策略，总之俄罗斯几乎不可能在这种局面下认怂，经济压力却又很现实，消耗战打不下去。那么，俄罗斯也许将全面改变过去三年的外交和军事策略，没人知道走向，因为大帝很难被模式识别

- w42, 美俄首脑通话, 暂定近期在匈牙利再次见面, 川普也暂停了提供远程导弹给乌克兰的计划
- w40, 媒体报道, 川普政府已同意向乌克兰提供情报, 也有可能提供远程导弹, 用于支持乌克兰对俄罗斯境内能源设施发动袭击 —— 也许这只是对俄罗斯施压, 但是事态万一失控, 或者说川普身边人的心态膨胀的话, 目前没有摩擦力的专权体系 (技术派官僚都已靠边站), 有可能玩出火 —— 从这个角度看, 自阿拉斯加会谈之后, 西方投资者加速购买黄金的行为, 具有一定的可解释性
 - 俄罗斯对此的回答, 10月2日: *恢复与美国的全面关系符合俄罗斯国家利益。本届美国政府直言不讳地表明自身利益, 有时甚至显得直来直往, 但至少摒弃了虚伪, 他们始终将本国利益置于首位, 这是理性的选择。俄罗斯同样保留根据自身国家利益采取行动的权利*
- w39, 多个中亚国家启动了对美采购 (飞机和设备), 这很微妙, 不知道是否得到俄罗斯的默许
- w36, 中俄历经十年, 终于签署协议启动“西伯利亚力量2号”项目 (500亿立方米、全球市场规模约6000亿)。该项目实质是将原本供应欧洲的天然气, 打折卖给蒙古和东大。某种程度上, 这是一个倾向性选择, 即在美俄阿拉斯加会面后, 俄罗斯感受到了什么, 决定保持现有的与欧洲对抗的局势, 不再幻想重新媾和 —— 市场意识到世界还是要处于紧绷的状态之中, 于是黄金再度启动
- w33, 美俄在阿拉斯加会谈, 涉及各方重大利益, 不可能当场宣布什么, 接下来三周内的各方动作值得留意
- w32, 对印度加征25%特别关税, 要求不准购买俄罗斯石油后, 川普成功的逼迫俄罗斯同意下周末正式见面 —— 事后看, 这个威胁确实奏效了

- w31, 川普威胁印度不准购买俄罗斯石油 —— 俄乌战争之后，印度转口俄罗斯石油贸易，规模不小，对俄罗斯很重要
- w30, 因为乌克兰政府计划裁撤反腐部门（由美国影响并控制的独立政府机构），自俄乌战争以来第一次出现民众上街游行 —— 泽连斯基想摆脱控制
- w28, 乌克兰回到谈判桌，美国恢复军火供应。
- w27, 7月1日，俄罗斯宣布，为外国投资者设立新的投资机制。该法令对特别军事行动开始后实行的反制西方制裁做出若干例外规定，允许来自“不友好国家”的投资者对俄进行投资活动。此外，还将设立用于外国投资者交易的专门账户，可用于俄罗斯公司证券的交易和资金跨境划转等，为外国投资者权益提供了额外保障 —— 从钱的视角来看，美国与俄罗斯就快达成共识了，
 - 本周美国大幅削减了对乌克兰的炮弹与零部件供应
- w22, 俄罗斯第一次公开停战要求
 - 西方书面承诺北约不东扩，并解除制裁
 - 乌克兰放弃乌东俄族地区的主权
 - 限制乌克兰的军事力量
-
- 5月16日，俄乌在土耳其直接面谈，是过去三年来首次
- 中东
- w50, 以色列总统拒绝了这一申请，不给川普面子
- w49, 内塔尼亚胡正式提交关于自己腐败案的赦免申请 —— 如果能通过，他推动战争的动力可能会减弱

- w47，在川普急需强者光环时，沙特王储访美，提升投资承诺，获准进口芯片和F35战机
- w46，OPEC月报，由于美国产量超出预期且OPEC自身也增加供应，全球石油市场在第三季度已由短缺转为过剩，供应每天超出需求约50万桶
- w43，以色列民意调查显示，52%的以色列公民反对内塔尼亚胡参加即将举行的2026年议会选举，41%的人支持内塔尼亚胡参选 —— 去年一边倒希望他下台，现在以色列民意已经逆转，毕竟Bibi抢来了土地
- w42，加沙停火协议在埃及签署，两个当事人哈马斯和以色列均未到场 —— 这份协议就是过渡一下
- w41，欧美媒体早先联手造谣OPEC将大幅增产，推动油价近期彻底跌破66美元的中枢，重心向下。尽管本周OPEC公告，从11月增产13.7万桶/日是之前的计划，但周五随着贸易战可能升级的恐慌情绪，油价仍大跌，即将冲击60美元心理关口 —— 缓解美国通胀、向俄罗斯施加压力、更是压制逊尼派国家
- w40，哈马斯同意接受川普的方案，释放全部人质，并将管理权转交给一个技术官僚组成的政府。巴勒斯坦也将近期举行大选 —— 以色列赌赢了、得到了土地
- w39，欧洲国家在民间压力下，纷纷承认巴勒斯坦国，并在外交和经贸上对以色列有所孤立 —— 但这有什么用呢，只要美国还支持以色列，只要内塔尼亚胡能给以色列带来土地增量，中东就会继续走向马太效应
- w38，卡塔尔遇袭之后，沙特和巴基斯坦签订了共同防御条约 —— 逊尼派认为美国的武力保护承诺已经失效
 - w40，内塔尼亚胡29日与卡塔尔首相兼外交大臣穆罕默德通电话，就以色列此前袭击多哈事件正式道歉。该通话由特朗普安排 —— 这事就算翻篇了.....

- w37，以色列空袭多哈的哈马斯代表团，卡塔尔的防务由美军负责，这件事继续挑战逊尼派的底线，中东继续走向马太效应——内塔尼亚胡继续对川普捣乱，也为自己解围
-
- w37~w35，EIA数据，美国原油日均产量 1358万桶，创历史纪录。OPEC 决定10月加速增产，不再维护价格而是守住市场份额，首先到明年年底前，恢复之前削减的 166万桶/日的额度
- w32，以色列内阁会议后，计划全面军事占领加沙——对此，各国已经没有什么声音了
- w26，为了不影响金融市场，美国于上周末空袭伊朗核设施，上演罗生门，由于各方利益所迫，均未公开质疑空袭结果。川普速战速决，既打造强者形象，也避免被内塔尼亚胡拖下水——同期，黄金走势迟迟不创新高，暗示川普不会搞大事情，“资本可以没有良心，但绝不会偏执”
- w25，双方的远程武器加速消耗，供给压力加大，后半周战况明显减弱。美国被拖下水后，目前在考虑是否干脆添把火，展示强者形象，支撑美元美债
- w24，重大事件，以色列于6月12日单独袭击伊朗的领导层和核力量，使得美国与伊朗的谈判失去意义，中东的平衡进一步被打破，走向极端
 - 伊朗在谈判态度上，为了保住原油出口的犹豫不决，给了以色列信心，干脆一次性根除核威胁
 - 川普对内塔尼亚胡的恶劣态度，推动以色列搅局，再把锅甩给川普
 - 贝森特虽然得到了伊朗在原油上的世界市场份额，但目前看，受益的是沙特，而不是国内页岩油。当然，也许这正是5月初逊尼派国家给川普2万亿商业承诺（川贝N支箭的关键时刻）的回报
 - 油价之前在60刀（俄乌战争以来的下降轨道下沿）反复不破，现在看，可以排除商业上的、供需平衡方面的原因，应该仍有一两个潜在的巨大矛盾

- w20，三个贝叶斯事件——事后看，中东局势自此彻底加速
- - 库尔德工人党正式自行解散，土耳其搞定了内部压力
 - 哈马斯提出愿意全面认输，以换取永久停火，让加沙老百姓活下去
 - 伊朗提出可以交出武器级别的铀（即放弃核武器），换取石油出口——没有核威慑的什叶派，没法像逊尼派花钱买平安，一旦露出软弱，就会招来更大的灾难。上一个放弃核武器的是乌克兰
- 日韩
 - w52，日本高市内阁周五批准创纪录的122.3万亿日元（7850亿美元）预算案，在推行积极财政政策的同时，通过削减超长期债券发行和控制新债发行规模来缓解债市担忧，超长期债券发行量将削减至17.4万亿日元，为17年来最低水平，债务偿还成本将跃升10.8%至31.3万亿日元，假定利率设定为3.0%，为29年来最高水平——日本当前的通胀、失业率、劳动力成本增速都各项数据，都在3%附近，因此“多发短债、少发长债、尽量压低长债收益率”的计划，并没有多少冗余空间，出口一旦下降，三支箭就会连锁崩盘
 - w51，日本加息25bp，如直播中所说的“降价去库存”。同时税改计划将个人所得税提高1%用于军费。
 - w50~w45，日本的安倍三支箭进展不顺利，居民消费意愿又降温，新政府推出18.3万亿日元（约合1万亿人民币）的经济刺激方案，其中11.7万亿资金来自发债（侧重短债，因为长债需求本就疲弱，也许这轮发债是日本财政短期融资能力的极限了）。同时默许日元贬值保出口，和川贝一样，解决“滞”不是解决“胀”
 - 所有期限长债的价格，都在持续下跌，收益率创过去二十年新高。10Y逼近2%；40Y达到3.7%历史新高，逼近4%

- w43，自民党以大幅削弱将来的国会席位为代价，最终推动新首相上台。中日韩三国下一步的关系，成了国际政治上的新焦点
- w41，日本新首相即将就任前，日本公明党退出执政联盟，导致自民党在国会影响力下降，新首相计划中的加速推进“安倍三支箭”的难度大幅提高
- w38，日本央行终于启动减持ETF的计划，每年出售 3300亿日元ETF和50亿日元J-reit
- w37，随着日本各界认定日美贸易谈判已结束，石破茂声明将辞职
- w37，李在明放弃上调资本利得税，强调当前需要股市上涨来刺激国内需求（效法日本），以及东亚合作
- w36，日本将最低时薪上调到 1121日元，涨幅 +6.3% —— 当出口受阻时，必须推动“工资-通胀-工资”这一组飞轮
- w33，《日经新闻》汇总了东证主要市场约1000家财报，显示第一季度净利润合计同比下降 12%，这是自 2022 年以来的首次下降。美国关税和日元走强被认为是主要因素。展望未来，最新的财政年度指引指出将下降 8%，这是六年来的首次下滑。
- w33，《日经新闻》援引 MLIT 的房地产指数，商业地产较 2015年上涨 30%，其中 2025年全国总价的增长（+2.7%）是后泡沫时代最强劲的 —— 房地产的正循环，没问题
- w30，联合政府在参议院选举中惨败，但由于各党获得的席位都很分散，没有明确的挑战力量，所以石破茂暂时可以不必辞职
- w29~w28，石破茂始终保持对美谈判强势，出口压力愈来愈大（6月对美出口同比-11.4%、5月为-11%），国内商业巨头表示

不满，同时三支箭的副产品如通胀（米价）等也威胁了7月20日的参议院选举——存在一定可能，石破茂内阁会提前下台，日美谈判会改变走向

- w26，李在明与财阀会议上，明确提出全面刺激经济，搁置所有国际政治倾向争议——重回（文在寅时期的）东亚合作路线
- #日债拍卖需求不足？（宏观潜在风险，全球长债的久期锚点）
 - w51，日本央行加息，10YR突破2%
 - w47，地缘政治和失去财政纪律的巨额经济刺激方案，一二级市场都出现问题
 - w40，日本央行下季度将缩减10至25年期债券购买规模，环比-15%
 - w33，10Y再次出现“零成交”。贝森特公开劝导日本加息升值
 - w30，日美贸易谈判后，日债发行压力升高
 - w29，各期限日债收益率，都在上涨或创新高，市场对联合政府垮台和贸易谈判越来越担心——间接对美债收益率产生压力
 - w25，日本央行未加息（美股松了一口气），并对市场让步
 - 26年4月起，减持日债速度放缓，大幅增加短债发行规模。——近期三支箭不顺利，同时美国贸易战压力之下，日本央行只好重新自我承压，呵护市场对日债的需求，同时多发短债，饮鸩止渴
- #事实：和美债不同，日本长债需求，主要来自国内
- #逻辑：日本寿险公司配置长债的动力不足。其负债端的期限压力减轻（婴儿潮一代人预期寿命下降至20年），情愿兑现长债的账面浮亏，降低债券配置比例、提高股权配置比例。毕竟日本经济也完全处于安倍三支箭和债务驱动之下

- #安倍三只箭，最新进度：符合√，不符合×——各项数据都低于3%，甚至负数
 - 失业率：11月，同比+2.6%，前值+2.6%——√
 - 出口：11月，同比+6.1%，进口+1.3%——√
 - CPI：11月，全国核心cpi年率 +3.0%，前值+3.0%——×
 - 企业资本支出，Q3年化+2.9%，前值+7.6%——××
 - 家庭支出，10月，年率同比-3.0%，前值+1.8%——××
 - CPI：12月，东京核心cpi年率 2.3%，前值+2.8%——×
 - 实际工资（厚生劳动省）：9月，同比-1.4%，连续第9个月下降。虽然名义工资上涨1.9%，但是cpi上升的更多——×
- 欧洲
 - w52，Dealogic数据，2025年全球借款人发行的欧元计价债券规模超过2.2万亿美元的资金，比2024年增长逾19%
 - w51，德国金融代理公司（DFA）周四声明，德国明年的联邦债务发行量将增加五分之一，达到创纪录的5120亿欧元（约合6010亿美元）。这一规模不仅显著高于2025年的4250亿欧元，更超过了2023年创下的约5000亿欧元的此前峰值
 - w31，德国内阁通过了2026财年预算案。总预算为5205亿欧元，增长3.5%。国防预算增至837亿欧元，同比+32%。本届政府计划到2029年任期结束时，将国防预算进一步增至GDP的3.5%。在2026年的财政预算中，德国政府计划新增债务899亿欧元，其中的大部分将用于投资以刺激经济，希望借此摆脱衰退并实现增长——德国如美国所希望的启动了大规模的资本支出
 - w47，英国放弃加税计划，但又引发了市场对财政可持续性的担忧，真是左右为难。w45，英国11月末预算案中计划提高所得税——直播说的美国内部矛盾，就是这类问题：人性拒绝削减成本，最小阻力是裹挟一部分人的利益、然后对其他人加税

- w44, 德国正面临严峻的产业外流危机, 过去五年年均超2000亿欧元投资流向海外, 能源密集型行业中70%企业正转移产能。高企的能源成本、美国关税政策冲击以及本土基础设施老化形成三重压力
- w42, 法国被标普下调主权债务信用评级
- w41~w35, 英法等多国本届政府都出现了政治联盟垮台的事件, 随着债务融资压力、预算支出被动上升等难题, 政治动荡不可避免
- w26, 北约32个成员国除西班牙外, 同意将军费在GDP占比未来十年提升至5% —— 换算成欧盟地区每年新增5000亿欧元债务
 - 川普在峰会上, 露骨的要求, 这笔军费要多采购“美国制造”
 - 军费支出将加速债务, 财政支出与货币扩张的互动式上升, 都有利于股市而不是债市。这个局面, 很像1950年朝鲜战争开始时
- 拉美
 - w50, 巴西议会通过法案缩短前总统Bolsonaro的刑期, 美国财政部撤销对巴西高院大法官的制裁 —— 看来明年的政治斗争会很激烈, 对高速发展中的巴西来说不是好事
 - w49, 刚被判决长期监禁的前巴西总统Bolsonaro选择自己儿子Flavio Bolsonaro为2026总统候选人。—— 意味着政治斗争还没结束, 巴西股市汇市震荡。另外, 烈酒公司BF百富门季报, 墨西哥和巴西是唯二的两位数增长地区, 巴西经济向好
 - w47, 华尔街搁置了之前答应阿根廷的200亿救助计划
 - w42, 美国再度提供200亿美元的救助, 帮助阿根廷支撑汇率, 让米莱赢得大选

- w46, 川普政府积极宣布美国活牛存栏量不足导致牛肉昂贵, 为了将通胀降下来, 需要进口 —— 似乎真打算履行承诺, 但这样得罪农民基本盘, 明年中期选举怎么办
- w44, 米莱终于获胜, 支持率大幅反超, 现在就看美国是否肯兑现承诺 ”进口阿根廷活牛“
- w43, 为了在下周关键大选中, 争取农场大地主的选票, 帮助米莱获胜, 美国贸易代表表示 “将放开从阿根廷进口活牛, 以降低美国通胀” —— 把美国农民都得罪光了。这事只能短期而为, 否则明年中期选举, 川普就完了
- w41, 美国直接下场购买阿根廷比索, 这一尺度超过历次拉美债务危机, 市场传闻贝森特是为了救老同事们
- w40~w39, 美国和其控制的IMF愿意提供流动性支持之后, 阿根廷金融危机短暂缓和后, 仍在下行 —— 开始连带影响其他新兴市场如巴西, 这不是好兆头。历史上, 美元秩序的单独某个卫星国的危机, 不会影响美股。只有日本出事和新兴市场整体出现抛售的时候, 才会影响美股
- w37, 阿根廷政局动荡, 米莱的改革 (休克疗法~全面价本利) 遇到难题, 改革前期的一次性甩包袱, 很容易获得短期效果, 但随着底层失业率激增、内需下滑之后, 进出口贸易方面的进展不大, 经济压力使得米莱必须赢下选举, 以保持对大地主等传统势力的改革压力, 但上周末在关键省份的选举失利 (底层不愿意支持), 直接导致国际投资者担心政局, 本周股债汇三杀 —— 改革需要基本盘无条件的支持、需要国际局势缓和、需要一个经济增长的抓手来推动人心飞轮, 而且还需要运气

- 亚洲

-

显著变化的 #共识

- w46, 川普为当年被恶意报道而起诉BBC —— 只要是麦克风, 都要听我的
 - w30, 因为讽刺川普, 派拉蒙、CBS和《60分钟》支付了1600万美元的和解金, 并被迫关闭了著名的晚间脱口秀 —— 麦克风正向川普集中
- w44, AI的两个共识形成了 #分歧: 2027年的资本支出将没法保持高增速 vs 大厂投资AI的ROI能否及时提高 —— 这是一场与时间的赛跑, 除非C端能有一个十倍级改进, 彻底破局
- w44, #META 突击发行300亿美元数据中心债券。w43, #ORCL 发行380亿美元数据中心债券, 这标志着AI资本支出的主要来源, 从科技巨头的自由现金流 (w34已到极限2%), 到上下游自我融资, 最后终于共识转回“通过美元秩序消化”
- w34, 资本支出的急剧增加, 已直接导致大型科技公司的自由现金流收益率 (FCF Yield, 剔除资本开支后的经营现金流与其市值的比率) 急剧下降, 目前“七巨头”的自由现金流收益率已跌至仅2%的低点, 显著低于市场其他公司的平均水平
- w31, 白宫解雇劳工统计局长, 原因是周五公布的非农数据非常差, 影响了川普的形象。但连锁反应是, 将大家心知肚明的精英操纵数据的做法, 给捅到大众面前了。这制造了一个巨大的分歧和撕裂感“以后川普一个人说了算? 还是继续技术派官僚背后的精英话事?”, 从人性来看, 巨大分歧往往会酝酿一个新的巨大共识 (和对错无关)、巨大的投资或交易机会, 我们拭目以待
- 川普威胁鲍威尔
 - w49, 川普几乎“明示”下一任美联储主席是哈塞特

- w43, 本次FOMC会议, 中规中矩的只降25bp, 但鲍威尔在新闻发布会上, 暗示12月不会降息 —— 这对于实体经济来说, 年末很要命。
- w42, 鲍威尔表态停止缩表
- w40, 美国最高法院拒绝允许总统特朗普立即罢免美联储理事丽莎·库克, 根据10月1日发布的一项命令, 该命令意味着库克可以继续担任她的职务, 直到大法官们在2026年1月份听取案件的辩论 —— 重要信号, 法律精英还在阻止川普的专权
- w38, 美联储最终降息25bp, 值得注意的是, 之前接受川普面试的两位主席候选人 Waller 和 Bowman , 并未投票支持降息 50bp —— #贝叶斯事件: 在大事上, 即使利益诱惑, 法律精英和技术官僚仍然不愿意倒向川普
- w37, 地方法院裁定川普解雇Cook无效后, 本周川普政府正快速推动联邦上诉法庭来推翻这一裁定, 加上Miran通过国会问询获准上任, 一切都为了下周FOMC会议能降息50bp
- w35, 川普公开解雇了美联储理事Cook, 双方对簿公堂 —— 当前局势微妙, 需要降息来缓解旧循环压力, 同时也需要树立懂王的威信
- w32, 白宫任命了冷门人选 Miran 接替 Kugler的剩余任期到明年1月 —— 大幅提升了9月降息预期, 再度护盘美股, 以换取大众支持他继续搞事情
- w31, 美联储理事 Adriana·Kugler 辞职, 提前空出一个席位, 这使得9月会议上至少有三票支持降息 (上周FOMC会议已明确有两人支持川普)
- w31, 美国劳工统计局大幅下修非农就业数据的前值, 就业形势不好的理由, 可能给了鲍威尔一个降息的台阶

- w30，在下周美联储会议之前，川普特地去美联储正在被非议的装修工程，进行”视察“
- w29，7月16日白宫表示正在准备解雇鲍威尔，金融市场跳水，一小时后川普表示暂无此意（但正在遴选接任者），同期华尔街高管纷纷表示支持美联储的独立性 —— 这是目前为止，围绕川普的唯一的公开分歧
- 减税法案，加大了贫富分化，川贝希望刺激有钱人进行资本支出”，同时每年税收减少3000多亿，这么大的政治代价，让市场意识到“川贝的豪赌比安倍更猛烈”。3Y之后的美国基本面，要么胡大牌、要么自己点炮。
—— 美股远期看涨期权出现了几笔上亿规模的巨大赌注
- #美债需要新需求：—— 长债发行量太大，虽然海外需求没出问题（信仰还在）。但国内机构缺乏信心（每个债务驱动国都如此），尽快让稳定币来接盘，同时放松商业银行监管（扩大其持有美债上限）
- “小型衰退，问题不大”：—— 随着关税和中东投资承诺到手，各方已经不用担心实体经济，降息预期成为注意力焦点，提请读者注意，美国通胀的主要矛盾是再分配**，这个矛盾只能缓解无法根治。所以，一旦能让通胀相关数据好看一些，就抓紧通过“降息加息”来加速内部再分配**

美元秩序

- 美元指数，2m节奏
 - w52~w48，回落入100以下，跌破6m，各主要货币对美元都在上涨，特别是人民币离岸。只有激进的财政政策融资政策之下的日元，在逼近157关口
- 美债
 - 一级市场拍卖

- w52, 本周拍卖2Y~7Y, 发行正常
- w51, 美债持仓截至10月末, 日本继续增持, 加拿大印度都大幅抛售 (可能是因为贸易战谈判)
- w47, 长债中流动性最差的20Y发行, 外国投资者占比今年第一次跌破60%
- w46, 本周的30Y的国内投标很差, 和2月一样, 需要提高警惕
- w45, 美债季度发行计划
 - 本季度 (10-12月), 2-7年期发行8590亿, 到期6000亿, 净增加2590亿; 10年期以上 (包括10年期) 发行2500亿, 到期580亿, 净增加**1920亿** —— 符合之前公告
 - 下季度 (明年1-3月), 2-7年期发行8180亿, 到期6190亿, 净增加1990亿; 10年期以上 (包括10年期) 发行2710亿, 到期1090亿, 净增加**1620亿** —— 长债绝对值提高, 但相对增速反而有所下降
 - 因为关税收入, 美国财政部的现金余额, 高于前期计划, 所以发债需求减弱。贝森特也想乘着目前短债在3.6%附近, 多发一些 —— “最低偿债成本”与“融资稳定性”之间的取舍
 - 而且借款咨询委员会 (华尔街) 会议上, 交易商都建议提高短债比例, 因为长债难卖啊。
 - 下个季度, 会多发长债的逻辑, 可能是“鲍威尔真的不会降息, 届时长债短债价格会差的不多。价格一样, 不如发长债”—— 鲍威尔接下来真的不降息的概率, 越来越大了, 值得小心
-
- ——总结: 美国商业现金流靠美债进来层层分配, 然后金融化成资产, 再靠AI提升估值后, 卖给ETF, 后者的金融现金流来自全球中产和有钱人的权益配置。而这批人的固收配置则最终流向了美债, 这两股现金流, 其实来自同一批人, 但毕竟只有这个赌场能玩这个游戏...

- w43, 美债存量规模突破38万亿, 从37到38万亿只用了两个多月, 百分比只增长了2.7%, 但绝对值1万亿美元可能是一个小国GDP的全部 —— 这就是复利世界里的债务增速, 每1%增长需要吞噬掉全世界资源越来越高的绝对值 (本可用于拉动本国经济循环)
- —— 即使在股债汇三杀的4月初, 美债拍卖中的海外需求也没有下降, # 贝叶斯事件 被证伪前, 本条记录会一直显示, 提醒决策者!
- 二级市场交易
 - w52~w50, FMOC降息25bp, 同时启动类似QE的RMP计划, 虚空印钞接盘短期美债。国债收益率窄幅波动
 - w49, 下周就是美联储会议, 但长债收益率突破4.1%, 短端2YR高于3.5%, 有点不对劲
 - w48~w44, 虽然本次降息25bp, 但鲍威尔暗示下次会议不会降息, 市场修正之前的预期, 10YR在 4.0%~4.1%徘徊
 - w42, 美联储: 22年1月至24年12月期间, 对冲基金的基差交易 Bond RV, 已成为美债边际购买的主力, 吸收了约1.25万亿美元的新发行票据和债券, 占净发行量的37% —— 美债定价的稳定性下降, 或者说不像历史上那样的有规律, 很大原因也是, 金融机构加杠杆
 - w41, 贸易战可能升级, 债市需求上升, 收益率曲线下降, 10YR逼近4%
 - w40~w38, 小幅降息25bp后, 收益率曲线重心继续上移
 - w37, 本周收益率曲线并未大幅移动, 市场对于下周能否降息

50bp并不是非常有信心 —— 马后炮：债市都是理性的机构，对局势走向的评估能力，高于股市

- w36，随着就业类数据“及时”变差，麦克风引导美债收益率本周大幅下行，市场充分定价9月17日FOMC会议降息50bp
- w31，周五非农数据很差且大幅下修前值，市场认为这是美联储在准备一个面子过得去的“降息理由”，因为美联储的使命（经文）是通胀和就业，所以2YR短端美债收益率大跌28bp
- w30~29，压力重重，10YR仍在4.4%附近徘徊，距离爆炸点4.5%始终一步之遥
- w28，债市开始分化，在川普持续施压鲍威尔，短端如2YR走弱，而长端在债务压力下，10YR又回到了4.4%（金融体系当前的引力）
 - 1.7万亿美国的日本政府养老投资基金(GPIF)对美债投资增至十年来的最高水平。截至3月份，GPIF持有的外国债券中，51.8%为美国国债，这是自2015年有数据以来的最高水准。该基金持有此类债务的比例高于一年前的49.4%。
- 收益率曲线：
- #全球债务危机，记录需求大幅下降的各国长期国债的期限 —— 各国都在债务驱动，假装有增量需求，向将来借资源，推动资产价格上涨，进而激发人性的贪婪和享乐，保障经济正循环。大众逐渐意识到“既然都是要完蛋，买债券还不如买股票，至少后者还能搏一搏”
- w49~w47，日本40YR约3.7%，持续创历史新高
- w45，截至本周，今年全球债务发行规模已达5.94万亿，追平去年 —— 发债，就是在转移购买力，是对大众的隐形剥削

- 美元秩序的二阶导

- 正面 -- 数字货币，流动性?

-

-

- w52~w48，币价缺乏资金支持，低位震荡

- w47，资金连续三周流出约38亿创记录。同时数据显示一些比特币零号病人、早期左侧信仰者OG，近期一直都在减持，这解释了为何币价在夏末就开始持续下跌

- w46，币价跌破十万心理关口，w44的问题有了答案“连锁反应确实发生了”

- w46，#CRCL 季报显示，USDC稳定币市场份额升至29%，流通量达到737亿美元，在稳定币市场仅次于Tether

- w45，流动性退潮，山寨币全面崩盘。还是要问这个问题“如果再向下，是否会引发散户各种持仓的连锁反应？”

- w44，从月初开始，流动性都跑去MEME，币价几次反弹不成，本周再度跌破2m，下面就是1Y的重要支撑，如果再向下，是否会引发散户各种持仓的连锁反应？

- w43，小摩计划在今年年底前允许机构客户使用其持有的比特币和以太坊作为贷款抵押品 —— 作为最有影响力的大行，这意味着数字货币彻底被纳入美元秩序

- w42，不知不觉，主要币种和主要的二阶导，都已经来到年线附近，甚至如#MSTR 已经跌破年线，在过去两个季度的持续流动性助攻下，却疲软到年线附近，这味道不对劲了

- w41，周五贸易战带动恐慌情绪，风险资产暴跌，再度回到节奏均线2m以下
- w40，资金再度大幅流入，推动比特币和以太坊价格，及时回升到节奏均线2m，到底是反弹还是新的一波，拭目以待
- w39，在各种“二阶导标的”疯狂分流散户注意力之后，正循环的核心（比特币和以太坊的币价）得不到增量，无法继续“用价格上涨信号刺激贪婪”，最终带垮整个市场
- w38，本周币圈继续大量吸入流动性，并且二阶导的IPO等传统金融市场融资行为也很多，在如此大规模的变现过程中，币价并没有相应的上涨，值得警惕
- w37，这周热点多，交易所、财库、新的稳定币等等，股市作为区块链的二阶导，本周资金整体流入，但是由于热点太多会分流资金，后续要么高举高打吸引散户大量进场，要么僧多粥少本周就是这一波的小高点
- w36，以太坊现货ETF再次出现资金流出。有一个重要的 #贝叶斯事件：
#MSTR 近期融资不顺，被迫启动优先股融资，实则次贷，而不是之前的可转债，区别是，债权融资买入的币是资产，币价上涨可以提升每股股票的含币量/含美元量，从而降低股票溢价率。但现在使用股权融资买币，意味着股本在扩大，分母在扩大，那么币价将来上涨就不能提升每股股票的含币量了，这溢价率就被证伪了。并不是说就是在看空币价，但是重要的买盘之一（MSTR这类自我实现的财技）如果断了燃料，影响不可小视，提请大家注意
- w35，比特币和区块链的走势，与美元美股的相关性越来越高，高位滞涨震荡换手。尽管资金在持续流入，但巨鲸苏醒减持压力也很大，事物都有两面性，当初被美元秩序招安，就是冲着现货ETF可以吸收散户资金。但另一方面是，这些钱不是当初的信仰盘，一旦趋势不能持续也会多杀多。
 - 川普家族即将启动的400亿估值规模的代币系统 WLFI，对当前区块链的流动性压力很大

- w34, 资金转为流出, 这一轮对于区块链的共识增量, 出现拐点
- w33, 上周数据追溯修正都为流入。本周资金猛烈流入以太坊, 而比特币和相关概念股明显走弱 —— 这说明增量已经不够支撑整个theme同时上涨
- w32, 尽管本周白宫通过了401k可以投资风险资产的法规, 但是比特币和以太坊的现货ETF都是净流出
- w29, 本周三个数字资产通过美国众议院批准, 从工具属性、补涨、机构卡位等三个共识, 市场推动以太坊持续大涨, 比特币表现平淡
- w28, 比特币终于新高, 但有两个异常: 一是过往高 β 的相关概念股不够活跃; 二是本轮新高是伴随美元反弹 (以前的价格模式是美元贬值时币价新高) —— 把两点结合起来, 也许数字货币被纳入美元秩序之后, 配置需求大幅下降了
- w25, 稳定币概念大火, 但币价没有出现应有的联动 —— 共识升温没有反过来带动事实发展, 这不是一个良性互动, 后续保持警惕
- w24, 以色列袭击伊朗, 币价跟随风险资产一起回落
- w23, 追溯修正数据后, ETF最近两周停止净流入 —— 当比特币的底层稳定币都变成美债蓄水池, 也就失去了自己的独特定位, 完全成为美元秩序的普通一员 —— 资产配置的避险需求是否下降?
- w22, 在近期资金持续大量流入后, 币价裹足不前, 是一个异常。本周, 大型商业银行在讨论是否成立一个财团来联合发行稳定币
- w21, 比特币创历史新高, 但旗手#MSTR 未同步上涨, 是一个异常

- 反面 -- 黄金，2m节奏

- w52~w47，金价在2m上震荡上行，二阶导白银持续历史新高
- w46，自然资源部14日公布，在辽东地区成功探明了国内首个千吨级、低品位超大型金矿床：大东沟金矿全区负720米标高以上金矿石量25.86亿吨，金金属量1444.49吨，平均品位0.56克/吨，为1949年以来发现的规模最大单体金矿床。——我国央行主要通过上海黄金交易所购买黄金，其来源主要是国内黄金生产商、商业银行的黄金库存和通过交易所流入的进口金
- w45~w43，过热的短线资金流入后，黄金大跌后在2m获得支撑，这是过去一年来的节奏，非常重要，一旦趋缓，会动摇“贪婪情绪的正循环“
- w42~w35，俄乌仍然保持对抗，川普加大影响美联储，让世界的恐惧情绪又开始升温，黄金持续上行，白银突破历史新高（出现现货逼空行情）
- w34~w33，美俄会谈后，避险情绪下降
- w32，随着美国精英不断加大对老百姓的搜刮（比如本周401k引入风险资产）、关税政治化，金价创历史新高，避险情绪和通胀需求再度上升
- w31-w25，中东紧张局势逐步降温，避险情绪下降，金价缠绕在2m

美股市场走势要点

- #流动性
 - ETF：w50（数据发布滞后一周半），流入加速，单周300亿以上

- 机构仓位：机构在本轮下跌中，仓位没有大幅变化
- #ETF秩序：
 - 工具结构：——美国上市ETF数量首次超过了上市公司总数，达到 4300多只。据Cerulli数据，自主投资者的交易比例已从 **2009年的 41%降至 2024年的 25%** —— 市场的自我强化，非成分股越来越难获得流动性，倒逼管理层想尽办法“市值管理”，尽快入选某个指数
 - 持有者结构占比：——家庭（散户）38%（上一条提到，持有但越来越不交易），被动投资（ETF和被动公募）15%，主动公募11%，养老金10%，外国投资者18% —— 决定短期边际定价的是，ETF和散户（特别是外国散户）
- 指数结构：——标普失衡加剧，大公司已达到约 **32%权重** —— 芝加哥期权交易所（CBOE）正推出基于即将发布的Mag10指数的期货与期权合约。该指数涵盖了Mag7，并新增#AVGO #PLTR #AMD 。这**10家公司**的总市值约占标普**500**指数市值的 **38%**
- 散户情绪 #MEME：
 - 根据Citadel Securities的数据，美国散户期权交易量在10月飙升至基准水平的2.5倍左右；**10月**散户在美股现货市场的交易量总份额占比达到**22%**，创下了自2021年2月以来的最高纪录。

- 交易模式的识别：

- 不想等待：Citadel Securities的数据，散户股票投资者的交易模式正显著向盘前和盘后时段转移。盘前交易量的增长最为迅猛，占散户交易的比例已从2019年的约1%飙升至当前的5%以上，占总成交股数的比例更是达到约10%，交易主要集中在大型科技股和主流的ETF——盘前交易的时间段，更容易卖出高价
- 更激进：散户，懒得买正股或3x杠杆ETF，直接赌期权期货等衍生品——美国银行：当日到期期权（ODTE）的交易活动已达到新的极端水平，其在纳斯达克期权市场的成交量占比已接近80%，创下历史新高。在标普500期权市场的成交量占比也已攀升至约60%
- 代币化：不断分流传统的金融市场和数字货币的流动性，这类“n阶导”直接激发了散户的博傻热情
- 赌观点：Kalshi和Polymarket的兴起，直接赤裸的赌，不用再遮遮掩掩的以投资为名

- 加杠杆

- w49，美国证券交易委员会(SEC)向该国高杠杆交易所交易基金(ETF)的主要提供商（Direxion、ProShares和Tidal等）密集发出警告函，有效地阻止了那些旨在实现股票、大宗商品和加密货币日回报两到三倍的产品上市
- FINRA：11月，美股大盘跌破2m向下震荡时，散户继续加杠杆，月度+307亿，存续规模超过1.2万亿
- **#IPO**：美股三季度IPO发行数量增至39家，同比+35.5%，融资金额同比+16.6%。市场情绪回暖，超过36%的IPO定价高于目标区间，新股上市首

日平均录得6%的涨幅，但30天后转为平均下跌4%。—— 美股的融资恢复，但整体规模仍远低于每年1万亿的回购规模，出水口远远小于进水口

- #回购：标普500指数在三季度的股票回购金额为 2490亿美元，环比+6.2%，同比+9.9%。预计今年回购金额将超过 1.1万亿美元。
 - w40，2011年起，美国市场的净股权供应量（Net equity supply）几乎每年都为负值，这表明企业股票回购的总量持续超过包括IPO在内的新股发行量。这种长达十余年的供应收缩，为美国股市的估值和长期上涨趋势提供了根本性的支撑
- 本周走势要点：
 - 共识视角：AI共识摇摇欲坠，降息预期是焦点
 - 贸易战共识：逐渐降温，世界已经接受了这一现状，没有分歧的共识，也就没有了对手盘
 - 降息共识：俄乌停战谈判反复，川普最近也未公开喊话鲍威尔，降息共识不强
 - AI共识
 - w50，#ORCL，季报业绩不及预期，资本支出超出150亿，股价大跌。#AVGO 指引不佳、电话会有点没信心，股价大跌 —— 从市场反应看，共识没有以前硬
 - w48，谷歌的Gemini 3.0和Tpu的故事，本周对英伟达链条的共识信心有明显打击

-
- w47, #AMZN 发债150亿。CDS市场已开始下注各大云巨头的债务压力会出问题 —— 共识松动了
- w47, 谷歌推出Gemini 3, 似乎不用那么多的资本支出, 模型也没比别家的差
- w46, 投行下调#ORCL评级, 认为该公司现金流只够支撑到明年11月, 后续必将大规模举债 —— 今年投资级公司债发行规模已达到1.5万亿, AI到处都在找钱
- w44, 巨头们的三季报, 都表示将继续加大资本支出。但股市的反应不同: 看不出ROI从何而来的META, 季报大跌; 用AI来提价的MSFT, 高开低走; 只有AWS云业务加速的AMZN, 股价大涨 —— 细品之下, 共识有点软化了, 对AI到底能否赚钱越来越没信心。当然, 短期信心还是没问题, 毕竟2026年上半年的资本支出计划已经摆在这里了
-
- w44, OpenAI完成与微软的脱钩, 转变为商业实体 (Sam Altman则利用名义上的非商业性质的基金会对该商业实体实现控制, 类似AB股或超级投票权), 下一步的IPO注定将是本轮AI浪潮的最高峰, 但这恰恰是最危险的时刻 —— 如果届时, AI导入社会的进程, 还不能越过转折点, 那么也许债务周期的尾声将以某种形式结束 —— 个人观点, 我希望这家公司不要IPO, 反而有利于本轮技术革命不会“爆煲”
- w44, #META 突击发行300亿美元债券, 用于数据中心。
- w43, #ORCL 将发行380亿美元债券, 用于数据中心。
- w42, 随着价格惊人的数据中心项目不断启动, AI相关的投资级公司债券占比, 已达到创纪录的14%, 总额增至1.2万亿美元。自2020年以来, AI相关债务的绝对金额增加了超过4000亿美元, 首次超越了传统上占据最大份额的银行业 (目前占比约11.5%) —— 前期周报提过, 科技巨头的“票面收益率” (自由现金流/市值) 已接近2%的底线, 后续债务融资将会急速上升
- 如果扣除AI资本支出, 美国经济目前已经衰退

- 美国产业回流的共识，在当前消费增速乏力、关税是否推动通胀、产业建设周期长等背景下，还在低温状态
- 交易视角：
 - 本周市场走势：尽管美联储启动了**RMP**计划支撑美债，确保了金融系统流动性，但前高附近，短线赔率不够，美股向上追涨动力不足。同时**AI**下游的季报和指引不佳，贪婪情绪降温
 - 估值：
 - 长期估值：美债10YR在 4.1%徘徊，美股等权指数RSP的潜在收益率 4.5%，投资美股并没有比美债更划算
 - 短期估值：美债2YR在 3.5%附近，降息周期内的SPY目前是 3.4%，要么继续降息、要么权重股业绩增速不降，否则SPY的震荡概率更大。当然啦，这种理性，流动性行情偶尔才会在意（一般在快完蛋的时候）
 -
 - 基本面：半导体行业回暖和美国工业周期见底，是基本面方面的两个潜在theme，但故事都很长很远，短期还是要靠流动性顶住大盘
 - 全球流动性：贪婪的资金流向美股、恐惧的资金目前没有方向
- 季报，自下而上跟踪宏观，#先行指标：
- w52，截至12月26日，估算的标普500指数各行业如下，数据是基于指数的，与SPY基金不一致。**LTM**口径：
 - 票面高于10YR：金融、能源

- 营收超过美债增速（按7%算）：信息技术、医疗健康、通信服务、公用事业
- 之前周报中一直遗漏了“材料”行业，感谢网友“Ryan”提醒
-
- 单季度口径：相较于LTM口径，信息技术、医疗健康、金融、通讯、工业的增速都在7%以上；保险行业季度营收增速回升到9%左右了，EPS增速回到10%以上；科技行业XLK还挺不错的
- 标普500指数企业的第三季度营收增速达到8.4%，创下2022年以来新高，更大幅好于9月底的预期值2.1个百分点。这一显著偏离主要源于医疗保健、金融及非必需消费品板块的业绩惊喜——预期值，是管理层之前管理好的，先说一个差的，然后下个季度就容易惊喜
- w51, #FDX, 收入同比+7%，其中联邦快递地面业务（FEC）收入同比+8%，其中近一半的增长来自 B2B 服务，美国国内包裹单票提价 5%，各项服务均表现强劲。国际出口包裹单票提价 3%。FedEx 货运收入下降了 2%，主要受到日均货量减少-4%的压力，单票提价 2%。EPS增速19%，目前市盈率16倍，静态平衡
- w51, #HEI, 巴菲特很喜欢的航空零部件服务商，有机增长14%，营收+19%，营业利润+28%，净利润和EPS+35%，OCF+44%，相当好的逐级放大
- w51, #LEN, 房屋交付量23,034 套同比+4%；平均销售价格为38.6万美元-10%，为应对市场的持续下滑，维持约 14%的优惠。营收94亿美元-7%，住宅销售毛利率17.0%、下降了5.1个百分点，净利率 9.1%，净利润同比-52.46%——一手房压力很大
- w50, #TOLL 中高端开发商，B站上很多华人房产中介的视频，就是在卖这家的项目。四季度，共签署了 2,598份净销售协议，总金额达 25 亿美

元，销量同比-2%，销售额-5%，平均售价 97.2万美元，平均促销折扣 8%与三季度持平，调整后毛利率达 27.3% —— 还是那句话，按揭利率不低于6%，美国人不买房不换房

- w48, #WWD , 营收+16%，利润和EPS、现金流约50%增长。商业航空的售后业务+29%，但是航发控制系统的OEM-6%；国防飞机业务 OEM+38%、售后-2%。柴油机业务季度营收+15%，营业利润从11.9%提升到15.2%，板块利润+46% —— 航空和军工，是实体经济最好的行业
- w48, #BBVA , 阿根廷头部商业银行，2025 年上半年全系统私人存款总额增长 17%，而本行增幅达 32%，两项增速均跑赢通胀。
 - BBVA 的市场占有率（私人存款）已提升至 9.64%，较上年的 7.5%增长 215 个基点。
- 商业银行贷款组合增长 17.7%，零售贷款组合增长 13.1%。目前公司贷款组合中商业贷款占比达 58.1%，较去年同期的 54.1%有所提升。截至二季度，我行在阿根廷私营银行贷款市场的整体份额已达 11.61%，较去年同期的 10.54%实现增长。
- 资产质量方面，2025年6月阿根廷地区私营贷款不良率为 2.28%，仍低于 2025年5月银行业 2.55%的平均水平（根据最新可得数据）。
- 资金情况方面，截至二季度，我行总存款规模达到17万亿阿根廷比索，同比+12%。其中，私营部门存款市场份额从去年同期的 7.5%提升至 9.64%。非金融私营机构的比索存款规模达 8.7万亿比索，增幅 11%，主要得益于定期存款季度环比34.8%。外币存款（折算为比索计算）季度环比增长 14.1%，同比大增 94.7%，主要归因于：一是储蓄账户+11.1%，二是定期存款+55.1%。若按美元计算，外币存款较上季度+8.8%。
- ——管中窥豹，阿根廷当前的通胀并未影响到国内垄断生意
- w48, #DELL , 总营收270亿美元，同比+11%。其中客户端解决方案集团(CSG)和基础设施解决方案集团(ISG)合计+13%，消费者业务收入-7%。利润同比+12%，ISG+28%。每股收益(EPS)同比+17%。毛利率 21%，Operting Margin 利润率 9.3%
 - 管理层认为，自己的机架体系对于AI服务器是个特色，同时PC 换机还有很大空间：当前 PC 总装机量约为 15 亿台，其中约 5 亿台设备支持 Windows11 但尚未升级，另有 5 亿台是使用超过四年、无法安装 Windows11 的老旧设备。这些都为用户升级到

Windows11 和现代化技术提供了巨大的市场机会。

- ——基本盘业务不性感，但经营稳健，现在沾了AI的光，反而小幅双击了。另外，管理层说自己的成本转嫁能力有2/3
- w48, #DE 农业机械巨头，营收同比-9%，关税对成本上升影响很大，同时还下调了全球农业需求
- w47, #INTU，税务服务垄断巨头，营收+18%，营业利润+30%，继续靠会计师获客然后常年提价
- w47, #HD，家装巨头，受高利率下的房地产低迷市场影响，同店销售+0.2%，可比客单价+1.8%，但可比交易量-1.6%。预计全年营收+3%
- w47, #LOW，家装巨头，同店销售额+0.4%。可比客单价+3.4%，主要得益于专业客户业务持续走强、大件商品销售占比提升以及温和涨价，但可比交易量-3%
- ——两家合起来看，就是这个细分市场的全貌
- w47, #CPRT，报废汽车处理服务。三季度业绩一般，由于汽车保费太贵，消费者减少了购买，导致进入全损的车辆减少。同时由于国际运输成本上升，海外从美国拍卖进口全损汽车，开始侧重于高价车
- w46, #TDG、#LOAR 等航空产业链条个股，三季度都不错，这是实体经济中最景气的行业
- w45, #MOS 美盛，化肥巨头。磷酸盐业务，销量1,571千吨（同比+7%），平均售价\$712/吨（同比+23%）。钾肥业务，销量2,279千吨（同比+14%），平均售价\$278/吨（同比+19%）——经营情况良好的背面是，农民接受了提价而且加大了投入，但是现在大豆卖不出去
- w45, #DASH，总订单量7.76亿单，yoy+21%，环比+1%；毛订单价值（GOV）250亿美元，yoy+25%，环比+2%。订单均价为32.22美元，yoy+3.6%，上个Q为31.86美元，环比+1.1%——收入34.5亿美元，yoy+27%，环比+2%。take rate为13.80%——和UBER一样，整体各项指标保持20%增速

- w45, #UBER , 零工经济继续加速, 是社会趋势, 也因为实体经济不好
 - 用户数: 本季度每月活跃平台消费者 (“MAPC”) 达到1.89亿, 同比+17%;
 - 司机数: 本季度全球活跃司机和快递员创下了940万人的记录, 同比+21%;
 - 消费频率: 本季度每个MAPC的每月出行量同比+4%至6.2次/月;
 - 出行量: 本季度出行量同比+22%, 达到35.12亿次, 即平均每天约3902万次出行
 - 电话会议:
 - 交叉销售: 只有20%的客户同时使用了外卖和出行, 30%的出行用户从未尝试过 Uber Eats 的任何服务, 75%的用户从未使用过我们的零售业务
 - UBER与英伟达合作搞无人驾驶, 车辆的归属权? 早期是UBER出钱做, 车辆也归UBER, 但最终会用类似于REITs基金的模式实现资产证券化
 - 外卖业务: 现在商超零售也起来的, 增速远超食品外卖
 - 无人驾驶还很早, 目前和Waymo合作的就是最大的运营业务, 目前的增速是高于其他地区的; 在自动驾驶车最密集的奥斯汀, 每小时营收表现是超过全面其他地区的。目前这个业务尚未实现盈。——值得一提的是, 这家公司已经在实时采集真实数据, 包括各种网约车场景, 如机场接送机、体育馆等
 - 加州保险法案有较大变化, 将未投保/投保不足的机动车保险赔付上限从原来的个人 100 万美元大幅降至 6 万美元, 单次事故上限调整为 30 万美元, 这可以显著降低汽车运营公司的风险。其他州也在推进类似的法案
- w45, #RACE , 法拉利, 出货量只增长1%, 营收+7%, 营业利润+8%, 净利润+2%, EPS+3%, 季度交付量中燃油车已经只占57%、混动占了43%——电车浪潮中的顶奢, 经营节奏有点乱

- w45, #NVO , 情况很差: GLP-1在糖尿病的处方量也在持续下滑中, 市场增长基本上都被礼来拿走。减肥药在美国的情况也是只能拿到市场增长的小头, 9月份增速只有24%, 明显落后于礼来
- w45, #PLTR , 本轮牛市旗手, 三季报营收同比+63% —— 个人观点, 该公司的电话会议, 是我从业以来看过最空洞的沟通, 从头到尾都是逻辑, 没有介绍任何一个事实或者具体的事情, 所以我仍然和三年前一样, 完全搞不清这公司具体做什么
- w45, #LIN 林德气体, 反映工业景气度。收入86.2亿美元, yoy+3%; 其中价格+2%, 销量+0%, 收购贡献了1%的增长。
 - 分行业看: 几乎所有行业都实现了同比正增长, 其中消费者行业增速是高于工业增速的, 而且环比都是正增长; 工业中, 制造业也是环比正增长, 但是化工和能源环比负增长
 - 分地区看: 美洲地区价+3%, 量+1%, 主要靠电子、金属和采矿、制造业; 环比量的下降, 主要因为化学&能源市场的下降。亚太地区, 价-1%, 量略有增长, 主要因为电子、化工&能源市场; 欧洲中东地区, 价+2%, 量-3%, 主要因为金属和采矿、制造业、化工和能源市场的下降
 - ——全球工业运转略有恢复
- w45, #GRBK , 房地产开发。本季度交付953套新房, 同比-0.3%。均价52.37万美元-4.2%。
 - 营收4.99亿美元-4.7%, 净新增订单同比增长 2.4%
 - 住宅建设毛利1.55亿美元, 毛利率 31.1%, 但同比下降 160 个基点, 环比下降 70 个基点, 公司已经连续第十个季度保持 30% 以上的毛利率。销售取消率同比下降 1.8%, 环比-3.2%至 6.7%, 在上市同行中处于最低水平之一
 - 销售及管理费用率11.6%, 持续通过价格折让、利率补贴及过户费用减免等措施, 缓解购房者的置业压力。第三季度新增订单激励力度同比+280bp, 环比+100bp至 8.9%
 - ——行业内的4%贴息, 几乎是普遍的促销水平
- w45, #NUE , 纽科钢铁。三季报, 发货量677.4万吨+9.3%, 单价+4.7%, 营收8.52亿+14%, 净利润6.07亿+143%。三季度资本支出8.7

亿，全年预计33亿，订单同比增长30%，受关税影响全年累计进口同比下降11%——2025年数据中心建设面积约6000 万平方英尺（同比+30%），每25万平方英尺数据中心建设约需 3500吨钢材

- w45, #EL 雅诗兰黛，中产消费。营收35亿美元，同比+3.4%。有机增长+3%。——中产女性消费还未恢复
 - 护肤品净销售额+3%，主要得益于海蓝之谜（La Mer）和雅诗兰黛（Estée Lauder）的增长。营业利润增长，主要由于PRGP（裁员）带来的净收益
 - 彩妆净销售额-2%，主要由 Bobbi Brown 品牌驱动
 - 香水净销售额+13%
 - 护发产品净销售额-7%，主要原因是爱薇达(Aveda)品牌减少线上促销活动以及关店
- w44, #SPGI，收入38.9亿美元，yoy+9%。
 - 发行了11400亿美元的债，yoy+13%，其中投资级3920亿美元，yoy-1%；高收益级1850亿美元，yoy+44%；信贷利差显著收窄，推动了高收益债和银团贷款的再融资发行。第三季度，全美股权资金流入总额达 2130 亿美元
 - 整体债券市场：美国发债环比+15%，同比+13%，关税的影响过去了。同比数据：投资级-3%，高收益债+33%，政府相关的+6%，结构化金融产品+23%，银行贷款+23%
 - ——简单一句话，各行各业发债的速度都起来了
- w44, #META，季度月活35.4亿，同比+8%。广告展示量同比+ 14%。单条广告平均价格同比+10%。营收512.4亿，同比+26%。营业利润205.35亿，同比+18%。多计提了160亿税款导致净利润和EPS都下滑83%，否则应该净利润增长19%左右。——预计2025年的资本支出（含财务租赁本金偿还）将达700至720亿美元，
- w44, #MSFT，营收777亿美元，yoy+18%，商业云收入491亿美元，yoy+26%；智能云收入309亿美元，yoy+28%；个人计算业务收入达138亿美元，yoy+4%——资本支出：349亿美元，yoy+74.5%（超预期301亿美元），近一半用于购买CPU和GPU；长期租赁支出111亿，主要用于建设数据中心，资本支出规模创历史纪录

- w44, #AAPL, 季报中规中矩，总之就是10%增速上下——这也对应了各类富人消费的数据，大家肯定奇怪，买iphone怎么算是富人，那是因为全球普通收入老百姓都不买iphone，东亚不是
- w44, #AMZN, 收入 1802亿美元，yoy+13%，净利润 212亿美元，yoy+39%，OCF 355.3亿美元，yoy+36.8%，FCF 4.3亿美元，yoy-87.2%，这主要因为CAPEX 从226亿美元上升到351亿美元——亚马逊就是现代版的十一税，过手的消费稳定抽走10%。为了扩展AWS业务，一方面裁员，一方面几乎将OCF全拿来资本支出
- w44, #BKNG, Booking, 间夜量达 3.23 亿间，同比+8%，总预订额+14%，营收+13%。经调整后的 EBITDA 达 42 亿美元，同比+15%。旅行和出行市场，还是增速很高
- w44, #UNH, 美国老百姓口诛笔伐的医疗服务巨头，调整后每股收益达 2.92 美元，总营收 1132 亿美元，同比增长 12.3%，两项关键指标均大幅超出市场预期。同时，公司综合医疗赔付率同比上升 470 个基点至 89.4%
- w44, #DHI 知名建筑商：
 - 本季度房屋平均成交价为 36.56万美元，环比-1%，同比-3%，较 2022年超过40万美元的历史峰值下降了 9%。平均售价较全美新房均价低 14万美元，降幅近 30%。同时，中位数比二手房中位价低 6.5万美元
 - 订单量同比+5%，达 20,078套；订单总额增长 3%至 73亿美元。本季度订单取消率为 20%，环比+3%，同比-1%，该水平与历史均值相符
 - 促销采用“利率补贴”，贴息后为 3.99%
 - 毛利率为 20%，较第二季度环比-180bp。其中，激励成本上升导致毛利率-110bp，主要是本季度交付房屋的相关激励费用增加所致；另有 60bp的降幅来自高于常规水平的诉讼支出
 - ——大而不强，面对高利率环境，只好降价换取销量，甚至让毛利率低于22%（行业甜蜜点），这和#NVR 完全相反

- w43, #MCO 穆迪, 收入20.1亿美元, yoy+11%; 其中MA业务收入9.1亿美元, yoy+9%, 有机增速+6%; MIS (发债) 收入10.9亿美元, yoy+12% —— 美元秩序非常重要的同步指标: 发债量+15%, 对应单价-3%; 其中投资级债券发行量-6%, 收入-17%; 杠杆贷款发行量+58%, 收入+29%; 高收益债券发行量+57%, 收入+43%; 结构化金融发行量+11%, 收入+8%; 金融机构发行量+3%, 收入+22%; 政府和基础设施发行量-3%, 收入+5% —— 债务周期的速度又恢复了!
 - 再融资需求加速 (特别是政府): 美国和欧洲、中东、非洲 (EMEA)地区的非金融企业再融资规模在未来四年到期期限内均增长 6%。总体来看, 投资级债务到期规模上升 5%, 而投机级债务到期规模增长 7%。尤为值得注意的是, 在投机级债务中, 美国债券到期规模增幅超过 20%; EMEA 地区投机级债券和贷款规模也各增长约 20%。这些数据表明未来债券发行环境良好, 尤其令人振奋的是投机级债券发行往往能带来更高的收入贡献。我们最新发布的再融资研究显示, 未来四年再融资规模预计将突破 5 万亿美元, 对应 2018 至 2025 年间 10%的年均复合增长
- w43, #爱马仕 唯一的顶奢, Q3营收增长+9.6%, 其中美国地区+14.1% —— 再次验证了, 富人消费增速当前仍保持在10%, 远高于美债增速
- w43, #NVR , 巴菲特喜欢的一家房地产巨头, 三季度新签约订单量达 4,735套, 较 2024 年同期的 5,650套-16%; 新订单平均售价为 46.4万美元, 同比+3%。当期订单取消率为 19%, 高于 2024 年同期的 15%。毛利率从 2024年第三季度的 23.4%下滑至 21.0%, 主要受地块成本上升、因持续购房压力导致的定价竞争加剧。抵押贷款放款总额达 15.4亿美元, 较 2024 年同期下降 7% —— 和上个季度相同, 成本一点点上升, 高利率环境下的业务增速很难上升, 牺牲销量来提高单价, 保住价本利的正循环
- w43, #ISRG 达芬奇手术机器人手术量+19%; 收入 25.1亿美元, yoy+22.9% —— 高端医疗服务的增速, 主要与技术进步相关, 而非成本价格的降低
- w43, #NFLX 收入115.1亿美元, yoy+17.2%。但市占率还在提升

- w43, #GE , 营收增速24%, EPS和现金流逐级放大, 商业发动机表现不错, 本季度订单总额达 103亿美元, 同比+5%。其中服务类订单+32%, 部分被设备订单的周期性波动所抵消。总收入达 89亿美元, 同比+27%。国防领域也是大幅增长。订单额为 29亿美元, 同比-5%, 主要受跨季度时间因素影响。营收达 28亿美元, 同比+26%。国防与系统业务营收+24%
- w43, 欧莱雅Q3同店销售+4.2%, 连续两季低于预期; 北亚地区同店销售大逆转, 由二季度下-9%转为+5%, 在华实现中等个位数增长, 得益于高端护肤市场复苏; 北美同店增速由二季度的超8%放缓至1.4%, 远逊分析师预期增速4.4%
- w43, #TSCO 美国农村精品店, 收入 37.2亿美元, yoy+7.2%, 增长主要来自可比门店销售额提升、新店开业及 Allivet 业务的贡献。其中, 可比门店销售额同比+3.9% (去年同期-0.2%), 可比交易笔数+2.7%, 客单价+1.2%。业绩增长主要源自春夏季节性商品的强劲需求, 以及消费、使用 and 食用 (C.U.E.) 等核心品类的持续热销
- w43, #ORLY 汽车售后服务龙头, Q3同店业务+5.6% —— 美国消费的韧劲还在
- w43, #SLB 斯伦贝谢, 油服龙头, 可跟踪石油产业资本支出 (进而影响将来的油价)。收入 89.3亿美元, yoy-3% —— 行业资本支出意愿不高
- w42, #AXP 美国运通, 业务增速9%, 营收+10%, 利润+16%、EPS+19%。违约率和不良稳定。略上调了业绩指引 —— 富人消费增速没问题
- w42, #IBKR 很多人炒美股都用的盈透。资产规模已突破 2500亿美元, 同比+40%, 客户数突破400万, 保证金余额突破1500亿, 两项均同比+30%。总净收入+21%, 佣金收入同比+23%。净利息收入+21%, 主要得益于账户规模扩大及证券借贷业务量增加。期权合约交易量达 4.18 亿美元创新高, 股票交易量同比大涨 67% —— 受益于美股行情, 业务增速继续保持30%

- w42, #TSM 台积电销售收入9899.2亿新台币, 同比 +30%。净利润4,523亿元台币, 同比 +39%。毛利率59.5 %。前9个月资本支出总计293.9亿美元
- w42, #JBHT 最后一公里货运, 关税冲击通胀的风向标, 营收同比 - 0.7%, EPS同比+18%, 运营利润增长+8%, 这主要依靠生产效率的改善, 并非终端需求大幅回升
- w42, #DPZ 达美乐, 全球同店大概是通胀的增速, 外加新开门店大概3%, 带来总体零售额增速6.3%
- w42, #LVMH 业务回正, 其中关于大陆市场消费群体表现, 虽仍为低个位数负增长, 但原有客群改善显著。这主要源于两个因素: 一是本土消费正实现中高个位数增长; 二是游客消费部分虽仍保持双位数降幅, 但回升态势明显
- w42, 贝莱德, 旗下iShares平台在三季度获得2050亿美元净资金流入, 创历史新高, 最近12个月+8%。—— 侧面观察全球流动性进入美元秩序的速度
- w42, #FAST, 供应链龙头, 反映美国产业回流情况。9月的销售情况还是相当不错, 增速还是继续10%以上, 除了建筑和基建增速相对较低、轻工业和重工业领域增长都相当好
- w42, 三季报开始, 领头的金融行业普遍业绩保持5~10%的增速, 拖后腿的是企业贷款业务只有1%2%增速、按揭业务没起色
- w41, #DAL 旅客出行量增长2%, 提价1%, 营收增长3%, 其中, 头等舱旅客增长10% —— 这与高端消费的其他指标交叉验证, 尽管美国消费增长乏力, 但富人消费仍保持10%增速
- #SOXX 半导体行业, **10月, 全球半导体销售额为 727亿美元, 同比 +27.2% —— 行业增速始终保持在 20%以上**

- w52, 数据来源Factset: 本周没有季报更新
- w51, #MU, 美光, 收入 136.4亿美元+56.7%; 其中云存储业务收入52.8亿美元+99.5%; 核心数据中心收入23.8亿美元+3.8%; 手机电脑消费电子收入42.6亿美元+63.2%; 汽车和嵌入式产品的收入17.2亿美元+48.5%
- w50, 台积电, 11月销售额3436.1亿元新台币, 同比+24.5%, 较10月下降6.5%。前11个月累计营收达3.47万亿新台币, 同比+32.8%
- w50, #AVGO, 收入180.2亿美元+28.2%; 毛利润 122.5亿美元+36.1%; 经营利润 75.1亿美元+62.3%; 净利润 85.2亿美元+97.0%, 这里面有16.5亿的税收优惠, 去年只有4.4亿
- w50, #SNPS, 收入 22.5亿美元, yoy+37.8; 其中产品收入15.6亿美元, yoy+14.8%; 维护和服务收入7.0亿美元, yoy+149.0%。EDA收入11.4亿美元, yoy+5.8%; IP收入4.1亿美元, yoy-23.4% —— 增速这么快, 主要因为多了收购ANSS的收入, 新思本身其实不行
- w47, 据CFM闪存市场数据显示, 2025年三季度全球DRAM市场规模环比增长24.7%至400.37亿美元, NAND市场规模环比增长16.8%至184.22亿美元, 三季度全球存储市场规模连续两季度成长至584.59亿美元, 创造季度历史新高。其中, 三星受益于HBM bit出货量环比大增、DRAM涨价, 市场份额为34.8%, 重回DRAM第一, 以微弱优势反超SK海力士, 其市场份额为34.4%
- w47, #NVDA, 营收创下 570 亿美元纪录, 同比+62% —— 电话会议未拆分提价幅度和销量增速
- w46, #AMAT 业绩一般, 管理层表示, AI带来的设备需求, 要在2026年下半年才会在产业链季报中体现 —— 注意这个时点,

在此之前，行业估值靠共识

- w45, #ON 安森美，收入15.5亿美元，yoy-12.0%。汽车业务营收达 7.87亿美元，环比+7%，主要得益于美洲、东亚的增长。工业板块营收 4.26亿美元，环比+5%，航空航天、国防与安防领域是主要驱动力。其他业务（不含汽车与工业）环比+2%，数据中心领域保持良好发展态势。——下游工业、汽车都在复苏中
- w44, #INTC，英特尔，季报正常，在美国政府帮助下（89亿补助已经到账57亿）努力自救了，还捞了软银20亿刀，只是产品不够争气，在AI这么大火的时代下，AI和数据中心收入还是下降的
- w44, #NXPI，恩智浦，入 31.7亿美元，yoy-2%。分行业看，汽车行业18.4亿美元，收入略微增长；工业和IoT 收入5.8亿美元，yoy+3%；手机和移动设备收入4.3亿美元，yoy+6%；通信、基建和其他收入3.3亿美元，yoy-27%
- w44, #STM，收入 31.9亿美元，yoy-2.0%。分产品看，模拟芯片、MEMS、传感器分部，收入+7.0%，主要靠图像芯片；电源芯片收入-34.3%；嵌入式处理器收入+8.7%，主要靠通用MCU；射频和通讯芯片收入-3.4%。分行业看，汽车收入-17%，工业+13%，个人电子产品+11%，通讯和电脑产品收入+7%。可见主要是汽车拖累太严重
- w44, #CDNS，收入 13.4亿美元，yoy+10.1%；其中产品收入 12.1亿美元，yoy+9.8%；服务收入1.3亿美元，yoy+13.9%。就产品而言，EDA和IP的增速都在10%左右，增速下滑明显
- w44, #希捷 等传统的存储行业，同样受益于整个半导体行业的挤出效应，季报都不错
- w43, #LRCX 收入 53.2亿美元，yoy+27.7%；其中系统收入35.5亿美元，yoy+48.3%；客户服务收入17.8亿美元，yoy+0.1% ——

拉姆研究认为1000亿的增量数据中心投资，能带来80亿美元的晶圆厂投资，进而给拉姆研究带来营收占比8%，可以作为一个数据来跟踪

- w43, #TXN Q3收入超预期，但是经营利润低于预期，EPS也不太行；Q4营收指引平预期，EPS指引低于预期 —— 工业恢复的速度不快，所以资本支出传导较慢
- w43, 受存储行业产能和价格的不利变动，汽车行业用芯片的供给紧张，已经开始影响生产
- w43, 三星和SK海力士将第四季度DRAM和NAND闪存的供应价格上调高达30%
- w42, #TSM 先进封装业务占比接近10% —— 速度低于共识
- w42, #ASML Q3收入低于预期，净利润略超预期；Q4指引中，收入是超预期的；预计25年收入+15%，但后续指引不佳
- w41~w40, OpenAI继续与芯片巨头签订巨额算力采购协议，规模已接近1万亿美元，但本身并无足够资金，其融资模式是
 - AMD模式：订单金额≈（本轮股票涨幅落后的企业）的期权，相当于帮对方推高估值，自己得到芯片使用权
 - NVDA模式：NVDA股权投资金额，拿出来再买成芯片
 - 投行认为，OpenAI的营收能支持约50%支出，其他资金都要靠这两种模式
- w41, #TSM 9月销售额3,309.8亿元台币，同比 +31.4%，环比下降1.4%。全年累计销售额2.76万亿元台币，同比 +36.4%
 - 台湾媒体称，台积电2nm晶圆代工价格并没有之前想象的那么高（增幅50%），实际上仅比3nm贵了10-20%。2nm单片晶圆报价约3万美元，3nm制程（2.5万-2.7万美元）
- w41, IDC统计，2025年三季度全球个人电脑出货量同比

+9.4%，总量达7590万台。得益于Win11系统升级周期及老旧设备汰换需求

- w38, #NVDA 50亿美元股权投资 #INTC —— 在线上发布会上，黄仁勋说，希望提升cpu与gpu的连接，让笔记本上的英伟达显卡，性能更强一些，在价格不变的基础上，从而提升品牌和英伟达秩序 NV Link的网络节点数

#基本面

- w52, *洲际交易所 (ICE) 旗下的 ICE 抵押贷款技术公司周二发布的《月度抵押贷款表现初步观察》报告，11月美国抵押贷款拖欠率升至3.85%，创下四年多来的最高水平*
- w52, *受人工智能基础设施建设融资需求激增的推动，今年美国投资级企业的发债规模已达到1.7万亿美元 (AI相关占比接近30%)，直逼2020年新冠疫情期间创下的历史纪录1.8万亿*
- w51, 美国11月成屋销售环比+0.5%，前值为+1.2%，同比-1%。11月成屋销售总数年化413万户，前值为410万户。二手房成交中位数40.92万美元，***价格在10万至25万美元区间的住宅销量同比-8%，而售价超过100万美元的住宅销量则同比+1.4%，挂牌至成交平均36天***
- w51, #F，福特汽车将停止生产纯电动版本的F-150 Lightning，转向生产增程式电动车。该公司还取消了代号为T3的下一代电动卡车，以及计划中的电动商用货车 —— 川普取消补贴后，行业开始转向
 - w49, 美国政府重新调整《企业平均燃油经济性标准》，推翻了拜登政府此前制定的燃油效率标准——该标准因对传统汽柴油车设定了严苛的减排目标，被视为变相强制推广电动车。此次政策回调使排放标准重新回到了仅依靠传统燃油车技术就能达标的水平
- w51, 美国家庭负债率已降至10.5%，非金融企业降至约50% —— 高通胀高利率环境下，普通人减少在消费和投资上的杠杆。全球老百姓都是一

样的条件反射

- w51, 白宫正寻求富人捐款, 推动为每个家庭建立儿童的股票投资账户 (Trump Accounts) ,
- w51, 美国参议院通过9010亿美元的国防授权法案
- w50, 波音正式完成对Spirit AeroSystems的收购并与空客达成资产分割协议, 标志着这家航空巨头为修复质量控制体系而实质性逆转了二十年前的供应链外包策略。此次整合将使波音直接收回737机身制造及767、777、787等宽体机关键结构件的生产控制权, 结束Spirit作为独立供应商的运营状态; 空客则同步接管了位于贝尔法斯特 (A220机翼)、北卡罗来纳 (A350机身) 及摩洛哥的特定生产设施, 并获得4.39亿美元补偿金 —— #贝叶斯事件 , 航空业的制造环节, 全部被美资收回, 产业回流开始
- w50, 核心科技股的成本结构正发生结构性恶化, 微软的折旧与营收比预计将从2011年的4%飙升至2028年的18%, 亚马逊与Meta亦将分别达到11%和15% —— 科技巨头的现金流质量会大幅下降
- w50, 美国银行数据, 11月家庭银行卡总支出环比持平, 终结了10月0.3%的增长态势。这是该指标自5月以来首次陷入停滞
- w49, #NFLX 并购华纳兄弟: IP资源、HBO频道、HBO Max流媒体
- w48, 美国就业市场的增量结构, 在过去两个季度发生了根本性逆转, 新增就业的主力军已从非本土出生人口 (Foreign born) 剧烈切换至本土出生人口 (Natives)
- w48, 美国商品期货交易委员会 (CFTC) 已正式向预测市场平台 Polymarket发放监管许可 —— 这个共识继续升温
- w48, 美国能源署, 9月, 原油日产量攀升至逾1380万桶的历史新高。美

国液体燃料总产量升至2170万桶/日的历史纪录

- w47, 印度国有石油公司与美国签署了“历史性首次”采购协议, 将从美国墨西哥湾沿岸每年进口约220万吨液化石油气, 协议有效期至2026年 —— 美国能源业出口范围继续扩大
- w47, 跨大西洋液化天然气运输价格已跃升至 2024 年 1 月以来的最高点, 根据 Spark Commodities 数据, 美国至欧洲航线液化天然气 (LNG) 运输船的即期运费达到每日 98,250美元; 同时太平洋航线油轮租赁成本也上涨 15%, 创下逾一年新高。彭博社整理的船舶追踪数据显示, 北美液化天然气(LNG)出口的 30 日移动平均值年内已上升近 40%。这是由于随着新项目陆续投产, 北美地区产量持续增加, 需要更多运输船将天然气送至欧洲和亚洲客户手中
- w47, 美国国务院资助、国际教育协会 (IIE) 发布的调查: 自1948年有记录以来的留学生人数最大跌幅。在接受调查的825所美国高等教育机构中, 高达57%的学校报告海外新生入学人数下降, 而仅有29%的学校录得增长。目前, 包括毕业后参加“选择性实习训练”(OPT)项目的学生在内, 全美国际学生总数约为117万人, 他们通过学费和其他消费为美国经济贡献了440亿美元
- w47, 10月, 美国成屋销售年化410万户, 前值406万户, 售价中位数同比上涨2.1%至41.52万美元。待售成屋库存下降0.7%至152万套, 但仍接近自2020年中以来的最高水平。成屋在市场上的平均停留时间为34天, 是2019年以来10月中最长的一次
- 2026年度的Medicare的保费和自付额标准上涨。A部分中, 住院治疗的起付标准将调整为1736美元 (今年是1676美元), 该费用适用于住院前 60 天。第61至90天的共付额则上涨至434美元 (原为419美元)。B部分的月保费标准将从2025年的185美元调涨至202.90美元, 年度起付额也将 从 257美元上调至283美元。高收入参保人的B部分保险费用会更高。收入最高档的参保人 (联合申报且调整后总收入 ≥ 75 万美元) 每月需缴纳 689.90 美元保费 —— 涨幅不小, 5~10%
- Zillow数据显示, 美国房主平均每年花费在房屋上的支出约16000美元= 日常维护10946+保险2003+房产税3030, 此项综合支出过去一年涨幅

4.7%，高于美国家庭收入增速3.8%

- w47，美国信用卡逾期率和坏账净核销率环比出现上涨。10月，平均逾期率从9月的2.75%微升至2.81%，作为对比，疫情前的逾期率为 2.88%。平均净坏账率达到3.57%，较上月3.56%微升，但仍低于去年同期的 3.69%。疫情前的水平为 3.51%。信用卡余额已攀升至 12 年来峰值，最低还款比例持续高企，同时次级汽车贷款逾期率更创下 25 年新高 —— 图片显示，只有AXP的客群不受经济形势影响
- w46，本周美国政府结束关门状态，共和党提出如果民主党想保住奥巴马医保，就要允许背后的医保公司被锤，从后续新闻报道看，民主党最终让步了 —— 下一步，川普政府会大力折磨这些医保公司
- w46，美国邮政服务局（USPS）发布2026年新版价格建议。将优先邮件服务价格上调约6.6%，优先特快邮件服务价格上调5.1%
- w46，Verizon计划裁员1.5万人 —— 与高科技距离较远的通讯业，也开始大裁员
- w46，#核能 是川普政府在能源问题上的首选方案：
 - 美国能源部长Chris Wright明确表示，能源部下属的贷款项目办公室（LPO）将把绝大部分资金用于支持核电站建设。LPO拥有数千亿美元的融资援助权限，包括为那些难以获得银行贷款的项目提供贷款担保
 - 10月，川普政府与西屋电气的母公司达成协议，计划投资800亿美元在美国各地建设核电站
- w45，纽约联储：三季度美国家庭债务报告
 - 家庭名义债务总额环比+1%，增加1970亿美元，债务规模达 18.59万亿美元 —— 年化4%多，正常水平，与通胀差不多
 - 信用卡债务规模扩大至 1.23万亿美元，同比+5.75% —— 没钱
 - 未偿还的学生贷款债务达 1.65 万亿美元，有 9.4%逾期超过 90 天

-
- w45, 美国财政部每个季度公布美债发行计划时, 也会公布一份经济情况简报, 他们眼中的宏观经济风向标:

- w45, 全美房地产经纪人协会(NAR)在年度《购房者与卖家概况》报告中指出, 由于住房可负担性下降, 首次购房者年龄中位数已攀升至 40 岁, 且首次购房者交易占比降至 21%, 这两项数据均创下该机构自 1981 年开展此项调查以来的最高纪录, 全款购房比例仍维持在 26%的历史高位

- w45, #裁员: 美国企业今年截至9月已裁员近90万人, 政府裁员近30万人, 一方面是提高业绩, 一方面是自动化率和AI的效率提升

- w44, #CAT 卡特彼勒季报、道奇动能指数(DMI)显示, 尽管9月增速放缓至3%, 但同比仍大涨60%。其中, 机构项目同比飙升75%, 商业项目增长53%, 数据中心建设是推动商业活动增长的主要力量 —— 数据中心已开始拉动美国基建

- w44, #BA, 波音, 737 系列飞机产量稳定在每月 38 架; 10 月与美国联邦航空管理局达成协议, 计划增至每月 42 架。公司总订单量增至 6360 亿美元, 其中包括 5900 多架商用客机。营收增长至 233亿美元。主要得益于商用飞机交付量达 160 架, 商飞板块营收110.94亿美元+49%。国防板块营收69亿美元+25%。售后业务营收53.79亿+10% —— 航空产业链, 是当前几乎唯一高速增长的传统行业

- w44, #ODFL, 高端零担货运, 收入 14.1亿美元, yoy-4.3%,
 - LTL日均运输的重量-9%, YTD-8.2%;
 - LTL发车量-7.9%, YTD -6.7%; 单车运输的重量-1.2%, YTD-1.6%;
 - 单吨的运价+4.7%, 与YTD一致; 单车运价+3.4%, YTD+3.1%
 - —— 货运是经济的领先指标, 量还在下滑

- w44, #ADP 季报, 收入51.8亿美元, yoy+7.1%, 有机增速为6%。
 - 雇主服务, 报表收入增速7%, 有机增速5%。U.S. pays per control (美国地区, 每个客户公司平均的工资支付数量) 基本持平, —— 大致可以认为这些客户的员工数量没有大的变化。
 - 专业雇主组织 (PEO) 服务, 报表收入+7%, 剔除零毛利福利转嫁项目后, PEO 服务收入增长 6%, 由 PEO 服务支付薪资的平均在岗员工数量增长 2%, 达到约 75.4 万人 —— 对应小企业的零工服务
 - —— ADP是重要的就业数据观察口径, 正式工数量变化不大, 零工趋势继续增长
- w44, 能源卡脖子, 刺激了美国政府, 所以此次日本对美投资5500亿中, 西屋联手三菱重工等在美建设AP1000核反应堆及小型模块化反应堆 (SMR), 通用电气GE Vernova则和日立推进小型反应堆项目, 各自规模高达1000亿美元 —— 核能发展, 真金白银的获得资源注入
- w43, #SLM Q3的学生贷款, 发放额 29亿美元, 同比+6.4%, 全年累计+6%, 在手贷款余额223亿, 净息差 5.18%。逾期贷款占比为4.01%, 比去年的3.60%明显上升, 也高于25Q2的3.51% —— 美国普通家庭也越来越供不起孩子读医学院法学院了, 哪怕是用贷款。
- w43, Indeed数据显示, 9月美国招聘工资同比增长2.5%, 三个月均值增速也降至2.6%的新低。由于招聘工资增长是实际工资的领先指标, 其持续下行预示着整体薪资通胀压力将进一步缓解 —— 反过来, 工资持续跑输通胀, 老百姓日子不好过
- w43, DraftKings宣布收购持有CFTC牌照的Railbird交易所, 寻求在体育博彩之外开辟新战场, 满足用户对未来事件真金白银押注的需求。此举旨在应对Kalshi、Polymarket等新兴预测平台的竞争威胁, 并将业务拓展至加州、德州等禁止传统体育博彩的州 —— 在线预测, 越来越火
- w43, 据 Dune Analytics 数据显示, 预测市场平台 Polymarket和 Kalshi 上周体育赛事相关交易量大幅增长。在截至 10 月 19 日的一周内, 两家平台的名义交易总额突破 20 亿美元, 这一数字甚至超过了去年美国总统大选期间的水平。在平台上, 体育类合约的交易量占比超过了总量的 60%

- w43, 国际海事组织决定, 原定于2027年生效的国际航运碳排放费用, 因为川普的反对, 将推迟一年 —— 看看美国大选情况再说
- w42, 贸易战增量 —— 投行汇总统计: 通过将外商直接投资 (FDI) 承诺与关税减免等贸易条款挂钩, 美国正促成一轮规模空前的资本流入。在获得欧盟、日本及中东多国投资承诺后, 美国年均FDI流入额预计将从2024年约1500亿美元的低位, 于2026至2028年间飙升至约1.5万亿美元。这一转变不仅规模巨大, 足以将FDI占美国GDP的比重从不足1%的历史常态提升至超过6%
- w42, 受房价和抵押贷款利率飙升的双重打击, 美国家庭的购房负担能力已降至历史低点, 新购房者的月供占收入比已从疫情前的低于20%飙升至超过30%的历史新高。具体来看, 房价与收入的比值已超过2000年代房地产泡沫时期的峰值; 租赁市场的压力同样严峻, 租金与收入的比值也已攀升至1980年以来的最高水平
- w41, 美国国会预算办公室CBO: 尽管关税收入大幅增长, 但截至9月30日的2025财年, 美国联邦政府录得1.78万亿美元的预算赤字, 较2024年仅减少410亿美元, 几乎持平。特朗普提高关税的政策在2025财年为联邦政府带来约1950亿美元的关税收入。美国财政收入为5.235万亿美元, 增加3170亿美元、增长6%, 但支出为7.01万亿美元, 增加2750亿美元、增长4%, 主要受国债利息支出推动。公共债务利息净支出首次突破1万亿美元大关 —— 大政府持续花钱和美债不能停, 美国通胀长期保持在4%, 是一个鸡生蛋、蛋生鸡的无解游戏 —— 看起来, 10YR长期保持在4%, 是需要认真考虑的一个可能, 这么高的贴现率对股市估值的压力将很大
 - 公司所得税收入较2024年下降15%, 部分原因是美国国会今年夏天通过并由特朗普签署的标志性税收与支出法案。该法案允许企业在2025年对特定投资享受更高的扣除额度, 从而减少了一些预估税款的缴纳。CBO指出, 部分企业将2023年的收入递延至2024年, 也导致2025年公司税收相对下降。
 - 社会保障支出增加了1210亿美元、增长8%, 主要由于生活成本调整, 以及2025年1月通过的立法允许部分公共部门员工领取全额社会保障福利。
 - 教育部支出下降2340亿美元、减少87%, 主要与学生贷款会计核算方式的变化有关。特朗普今年3月签署行政命令, 要求关闭

教育部的许多职能，也导致支出大幅下降

- —— 贝森特认为关税收入可以达到年化5000亿美元，也就比现在多3000亿，抵消不了支出的增长。本财年的财政赤字占GDP比例为5.9%，上一财年为6.4%，贝森特的333计划是2028年降至3%
- w41，洲际交易所 #ICE 将以90亿估值，投资20亿美元给Polymarket
- w40，随着各大在线交易平台联手各种预测下注网站，提供线上服务，“赌观点、赌信念”变得更加方便、快捷、小金额门槛，传统的线下赌场和线上赌博网站开始受到影响，本周股价走弱 —— 这个娱乐方式的结构改变，非常符合人性，值得好好研究
- w40，美国能源部终止233个新能源项目，相关拨款金额约75.6亿美元 —— 这些项目多半位于“蓝州”
- w40，川普政府正在开放1310万英亩的联邦土地，出租给煤矿商，并为燃煤发电厂提供6.25亿美元，以提振这个萎靡不振的行业。除了将美国的煤炭租赁规模扩大到特朗普的“美丽大法案”要求的三倍以上之外，该机构还宣布，它将降低煤炭的特许权使用费，并将简化怀俄明州、田纳西州和其他地方项目的审批程序。美国能源部宣布将提供6.25亿美元，用于燃煤电厂的改造或现代化，并为新的煤炭项目提供资金。数据显示，煤炭目前约占美国发电量的15%，低于2000年的一半以上 —— 全面转向石油煤炭的能源路线，已经明确
- w40，#UNH #CVS #HUM 三家医保巨头，均已缩减了 Medicare Advantage（联邦医疗保险优势计划）业务规模，新一轮 Medicare 开放注册即将于 10月15日至 12月7日开启2026年度医保开放参保期，届时美国民众（尤其是 65 岁及以上人群）可对比选择 2026 年的联邦医疗保险优势计划（MA 计划） —— 借口监管升级和成本费用上升，三大垄断巨头合计将减少3%的人群覆盖，提升利润
- w40，信用评级机构 #FICO 推出直接授权计划，绕开Vantage的另外三家合作伙伴，允许合作经销商直接为贷款客户评分并收取费用。目前有约 90%贷款机构定向使用FICO信用分评级，每位客户评分时会收取33美元的费用，然后拿出约9美元的特许使用费给FICO，现在直接降价到4.5美元，并且允许贷款机构除了面对自有的贷款客户，还可以向其他人群销售评级服务 —— 在白户消费贷兴起之后、在高利率环境压制消费需求的

当前，FICO选择降价推动分销体系扩大范围，不再固守传统贷款领域。此举的副作用是，VantageScore信用评价体系的其他三家小机构的日子会很难过，股价已大跌（#EFX #TRU #EXPGY）

- w40，川普政府最近实施的关于木材进口、厨卫家具进口的特别关税，会导致独栋住宅成本增加约9000美元，产业链上下游将承担，终端售价总归会上涨一些——目前全美房屋中位数是42万多美元，截至2024年四季度，前16大上市房企占据新建住宅市场约47%的份额，而2013年同期仅为25%左右
- w38，川普访英，推动英国购买美国核能技术——这对于提升核能技术的规模化，进而降低成本，很有益。本周相关个股的泡沫继续膨胀
- w37，35年以来，标普500的净利率从5%提高到12%，其中贡献最大的是成本占比下降（也就是涨价），其次是利息（降息）和税收（减税）的下降。在不利因素中，影响最大的是研发，其次是管理费用（很多时候就是股权激励）——美股上市公司的商业利益链条
- w37，美国劳工局更换负责人后，将非农就业人数进行年度修正（截至3月末），减少91.1万人，主要是零工领域——是否矫枉过正，把拜登任期数据丑化？不得而知，只能说两党把自己的公信力在斗争中搞没了，不过话说回来，资本主义世界，只要有增量和价本利，公信力随时能回来
- w37，亚马逊的在线药店 Amazon Pharmacy 已将其每月5美元的 RxPass 处方服务扩展到德克萨斯州。RxPass 提供50多种常用处方药，用于治疗焦虑、糖尿病、高血压和心脏病等慢性疾病。该服务仅供亚马逊 Prime 会员（包括医疗保险受益人）使用。每月5美元的固定费用涵盖所有符合条件的处方。RxPass 现已在美国48个州推出——美国人的药品零售需求，过去的PBM模式问题很大正被监管收拾，不少企业都在这个池塘尝试扩张

- w37~w36, 美国30年期固定抵押贷款平均利率自2025年初超过 7.0%后呈波动下降趋势, 本周已降至约 6.35%。根据ICE Mortgage Technology的分析, 利率下行为房主开启了潜在的再融资窗口。若抵押贷款利率进一步降至 6%, 将有超过500万名房主可以从再融资中受益; 若能降至 5.5%, 受益人数则将激增至近950万 —— 5%以上利率的房主有超过 1200W个, 6%以上的差不多有600W个, 中间5%-6%的大概有600多万。也就是说, 降息对房产的利好是非线性的, **6%**是需求爆点, 一旦降息后按揭利率跌破6%, 将极大地刺激房地产市场
- w31, 白宫要求药企全面降价、改革原有的PBM分销模式。—— 继续打击PBM生意。在此之前, 司法部长詹姆斯宣布与 Teva、CVS 和 Walgreens 达成 173 亿美元的最终全国和解协议。两年前对阿片类药物泛滥的判决。从萨克勒家族拿不到钱就找零售商、PBM和仿制药生产商
- w27, 美国参众两院通过了《减税法案OBBA》—— 该法案以加剧贫富分化为代价, 鼓励老板们进行资本支出重振产业。在当前美国工业和半导体产业出现周期回升迹象时, 这个法案通过的正是时候。

日常消费相关

- w51, 美国11月视频游戏机支出下降27%, 创二十年来最糟糕的11月表现。美国消费者在该期间仅投入6.95亿美元购买包括Switch 2和PS5在内的硬件设备。这是自2005年以来的最低水平。游戏机制造商度过了动荡的一年, 新关税和零部件成本上涨将价格推至历史新高, 游戏机平均价格上涨11%至439美元 —— 减少家庭支出, 先从孩子做起
- w50, #RH, 中高端家具, 三季度, 营收同比+9%, 营业利润率为 11.6%, 未达指引的两大因素: 一是本季度交付的历史特殊订单及积压订单产生了超预期的关税成本, 二是关税启动费用高于预估 —— 持续提价, 富人消费没受影响, 可是富人买房频率下降, 以及家具更换周期太长, 都是死穴, 导致毛利率根本不高

- w50, #AZO 汽修服务两大巨头之一, 收入46.3亿美元, yoy+8.2%; 货币中性下, 国内的同店增速为4.8%, 海外为3.7%, 整体为4.7%。毛利率为51.0% —— 虽然关税提高了成本, 但是美国人可以不买新车和二手车, 但是旧车还是得修
- w49, 根据美国汽车协会(AAA)的数据, 全美汽油均价周二降至每加仑2.998美元, 这是逾四年来首次跌破3美元关口
- w49, 二手车价格继续持平
- w49, 黑五零售额同比+4.1%, 线上增速高
- w48, 美国医保首次大规模药价谈判, 15种药物平均降价44%, 诺和诺德旗下GLP-1类减肥药物Ozempic和Wegovy在此次谈判中降价71%
- w47, 10月全美新车平均成交价(ATP)49776美元, 经销商平均促销折扣率为6.5%。电动车的ATP为59125美元, 由于补贴取消, 现在电车反而比油车贵9359美元
- w46, 两大卡组织 #V 和 #MA , 就2005年中小商户起诉垄断达成和解: 未来5年商户手续费下降0.1%, 上限为1.25%。去年曾达成300亿美元和解方案被法院否决 —— 要么拿走300亿然后闭嘴, 要么我最多降0.1%, 垄断真是好生意
- w45, 川普宣布与礼来和诺和诺德达成协议, GLP-1减肥药价格将降至每月245美元, 并自2026年起首次纳入Medicare报销
- w45, #ALL 车险巨头, 老巴常提到, 总收入同比+5.8%。其中财产责任保险保费+6.1%, 前九个月累计+7.4%, 量价都增长。车险业务, 公司综合成本率目标为94%-95%区间, 目前控制在94.9%。家庭财产保险业务, 综合赔付率为92.3%, 超出计划值 —— 电话会上提到, 车险业务的消费者比价行为是历史峰值, 因为实在确实太贵了

- w45, #ABNB 爱彼迎, GBV (毛订单额) 229亿美元, yoy+14%。总间夜预定量1.336亿次, yoy+9%。单价为171.29美元, yoy+4.7%。收入41.0亿美元, yoy+10%。8月在美国推出的“先预订, 后付款”(Reserve Now, Pay Later) 的支付选项, 消费者反馈积极 —— 美国的旅游出行, 算是消费领域里很不错的了
- w45, 经营信用评级较低人群的多家“白户消费贷”美股, 三季度普遍增长50%60%
- w44, #CMG, 同店销售额+0.3%。其中客单价+1.1%, 交易量-0.8%——墨式烧烤, 美国底层老百姓的基本餐饮消费风向标, 公司认为明年继续中个位数通胀, 穷人继续没钱, 年底至明年初的时间内压力最大
- w44, #MA, 万事达, 交易量(包括刷卡和现金交易)+9%, 其中跨境交易+15%, 收入86.0亿美元, yoy+16.7%, 其中1%靠收购, 剩下的14%是有机增长 —— 单看美国的数据, Q3交易量+6.7%, 其中刷卡量+7.0%, 刷卡笔数+6.6%。其中, 信用卡交易量+6.7%, 刷卡量+6.7%, 刷卡笔数+6.6%, 信用卡的现金交易(估计是取现)+9.2%。另一边, 借记卡的交易量+6.6%, 刷卡量+7.3%, 刷卡笔数+6.6%, 现金交易+2.0% —— 美国信用卡取现增速明显, 信用卡的单笔刷卡金额几乎没变; 借记卡的现金业务增速下降明显, 而且借记卡单笔刷卡金额上升, 大致可以推断: 人们的钱越来越少了, 有储蓄的人还能维持不错的消费, 靠信用卡度日的人日子越来越难
- w44, #V, 维萨, 支付额(交易额)+9%, 除欧盟外的跨境交易+11%, 跨境交易整体+12%, 处理的交易笔数+10%, 收入 107亿美元, yoy+10%; 其中, 服务收入46.0亿美元, yoy+10%; 数据处理收入53.9亿美元, yoy+17%; 跨境交易收入38.0亿美元, yoy+10%; 客户激励费用42.5亿美元, yoy+17%。全年FCF 215.8亿美元, yoy+15% —— 继续保持10%的增长, 但刷卡量逐季下滑, 美国消费压力还是大
- w44, #WM 垃圾佬。收入 64.4亿美元, yoy+14.9%; 收废品业务58.2亿美元, yoy+3.7%; 健康业务6.3亿美元。分行业看, 商业的价格+4.7%, 量-0.5%; 工业价+2.3%, 量+1.2%; 居民价+6.5%, 量-5.6%。居民还是最惨的, 工业反而有了回暖的趋势。—— 美国老百姓扔垃圾费用, 倒是增速明显

- w35, 为应对逼近5万美元的汽车均价, 美国消费者正普遍选择更长期限的车贷以降低月供。在2025年第二季度, 六年期贷款已成为市场主流 (占比36.1%), 而曾属罕见的七年期贷款占比也已攀升至21.6%。这种选择虽能降低月度还款压力, 但显著增加了总购车成本, 七年期车贷的平均总利息比传统的五年期要高出4600美元。同时, 更长的还款期导致车主资产净值积累缓慢, 在置换车辆时更易陷入贷款余额高于车辆残值的“负资产”困境
- w32, 白户消费贷相关的美股季报, 整体看, 业务量大幅增长, 但坏账率同步激增, 这充分反映了高利率环境下的低信用评分人群的困境
- w31, #CVNA 在线二手车平台, 零售销售总量达 143,280 台, 同比增长 41%。每辆二手车平均价格2.38万刀, 毛利率15%, 性价比优势很明显。—— 既然Carvana用这个价格能抢走传统二手车市场份额, 就说明 #贝叶斯事件: 美国老百姓的二手车价的心理阈值 2.4万刀 (不含交易费用)

内政: 放松监管、打击非法移民

- w48, 以白宫遇袭为由, 暂停了所有来自第三世界国家的移民申请 —— 中期选举之前对MAGA的交待
- w48, 废除所有由拜登通过自动签名装置签署的文件 (约占其签署文件的 92%) —— 这将激化两党的利益冲突
- w45, 地方选举开始, 在纽约市长选举、弗吉尼亚和新泽西州长选举, 民主党都显著的击败了共和党 —— 是否直播中提到的内部矛盾压力在抬头? 对懂王的不满在蔓延?
- w45, 美国政府停摆时长创纪录 —— 正好不用发工资和各种不利于赚钱的支出比如SNAP
- w43, 川普政府于w29启动的美国退休基金401k计划被允许投资私募股

权，这项推动大众退休资金接盘债务周期尾声的低流动性资产的计划，目前进展缓慢，实在是因为大众缺乏对这方面的认知

- w41，继续推进专权模式，对于闭门期间的无薪公务员，川普政府将直接进行大面积解雇，一方面节约开支，一方面对民主党施压
- w40，因为两党纷争，美国政府本周关门，对社会运转暂无实质影响，特别是美债的发行与偿付 —— 从美国国会的闹剧来看，随着川普的影响力越来越大，共和党倾向于减少与民主党的交易，而是强行推行各种法案，如果政府关门，就利用麦克风和懂王的气势来带节奏，让慕强的老百姓去攻击民主党，为中期选举做准备，同时借机对民主党影响较深的政府部门进行裁员 —— 从关门前后的两党言论来看，川普的专权力量还在加速上升，越来越没有阻力或者说摩擦力，从而使得美国社会变得越来越脆弱（塔勒布说的那种脆弱） —— 后记，w46关门结束，民主党做了一定让步，为保住医保方面的政策
- w39，FINRA取消美国散户的日内交易门槛：原先交易者必须在保证金账户中维持至少2.5万美元的余额，才能在五个交易日内进行四笔或以上的日内交易
- w38，美国政府要求，大公司的H1B工作签证，按年缴纳10万美元，但可以在不同员工之间转移登记 —— 本质上，这就是一笔针对咨询公司、科技公司的外籍员工的人头税，对企业的人力成本影响不小
- w38，经过金卡网站三个月的登记，美国政府推出两种富豪签证（100万美元的永居但正常纳税、500万美元的变相永居但大部分免税），以吸引全世界的流动性。条款要弱于w24，看来注册情况并不理想
 - 前情提要：w24，美国的“金卡”网站启动，川普政府宣称500万美元可以给予特殊身份。媒体称，目前注册人数已接近7万人
- w38，SEC投票通过了三大全国性证券交易所的规则变更提案，大幅放宽数字货币ETF申请门槛 —— 全面吸引散户流动性，兑换虚拟筹码
- w33，白宫取消或加快对飞行器发射和再入大气层所需执照和许可的环境审查；同时审查监管要求，修订或废除在这个领域已不再适用的规定

—— 促进商业航空航天发展

- w33, 美国劳工部周二撤销了拜登时代的补充声明, 该声明不鼓励受托人在 401(k) 退休计划中考虑替代资产如PE。—— 继续完善法律流程, 确保退休资金流向金融体系
- w33, 华尔街正推动白宫将房地美和房利美合并, 重塑储贷行业
- w32, 距离放风出来仅过了三周, 白宫就发布政策, 允许9万亿美元规模的401k投资风险资产 —— 迫不及待的为财富再分配输送燃料, 这可能是债务周期最后一笔接盘
- 7月1日, 加州对其《自动续订法》(ARL) 进行了部分修改, 明确要求公司必须获得客户的“明确同意”才能自动续订, 并要求公司至少在三年内或合同终止后一年内(以较长者为准)保留对该同意的验证。这些变化尤其可能对 B2C 订阅公司产生重大影响, 因为更严格的“明确同意”要求可能会影响客户保留率 —— 涉及大量科技巨头的 #订阅制“商业模式
- w30, 特朗普政府发布《AI行动计划》, 旨在通过放宽监管和扩大数据中心能源供应
- w30, 美国金融业监管局 (Finra) 正在考虑修改“模式日内交易”规则, 该规则限制保证金账户中资金低于25,000美元的投资者在五天内不得借入资金进行四次或四次以上的交易。如果该提案草案获得通过, 三次交易的上限将被取消, 各经纪公司自行计算保证金, 并决定客户进行日内交易所需的最低余额 —— 提高散户交易频率
- w29, 美国众议院通过了三个重要的数字资产法案, 要点摘要如下:
 - 发行和运营的权利和收益, 归属私人, 而非美国政府或美联储 —— 类似美国政府鼓励大众去蛮荒西部抢地盘。接下来争夺网络标准、基建标准、麦克风的斗争, 将全面升温
 - 全部纳入监管, 但属性定义是商品不是证券, 管理者是美国商品期货交易委员会CFTC, 而不是美国证监会 —— 这个定义在美国文化中非常重要

- 不管是稳定币还是别的多级形态、不管是支付还是别的用途，底层必须是美元美债 —— 正式的、全面的纳入美元秩序
- —— 总体而言，工具属性是下一阶段的重点。至于金融属性，三个法案制定了大致框架但未细化。因为这是西方共识型事物的常见演化模式“飞轮”：在利益的你争我夺之中，通过一个个后续法案和高院判例来“打补丁”，从而逐渐成型全社会的共识
- w26，美国交易所正与证监会商议放宽IPO规定和信息披露量 —— 让更多N0、N0.5的高估值或非盈利初创企业上市，加强新循环对全世界抽水力度
- w25，6月17日，美国参议院以68票赞成、30票反对通过了《GENIUS法案》，制定了与美元挂钩的加密货币的监管规则。众议院将决定是否推动自己的稳定币法案或采用参议院的版本，预计将在未来几周内进行投票—— USDC和底层资产挂钩美债，是最突出的两个要点。另外，该法案意图阻止“商业巨头是否可以染指铸币权”。不过，美股已经先干为敬
- w25，让银行多增加接盘美债的大招，终于来了 —— 美国计划将大型银行关键的资本缓冲降低至多1.5个百分点，以免这些银行在29万亿美元美债市场的交易受到限制。该提案将把银行控股公司有关eSLR的资本要求从目前的5%降至3.5%-4.5%之间。这些公司的银行分支机构的资本要求也可能从目前的6%降至上述区间。
- w24，贝森特在国会表态，认为稳定币可为美债带来2万亿美元规模的需求 —— 挑明了目标，将美元秩序外的灰产或离岸资产吸入2万亿 —— 对于数字货币来说，短期利好、长期利空，因为其底层需求（摆脱美元秩序放水）落空，各国富人会重新考虑数字货币在资产配置中的定位

A股相关

- w52，全球首个陆上商用模块式小型堆——海南昌江多用途模块式小型堆科技示范工程“玲龙一号”非核冲转试验一次成功。冲转过程中各系统运行稳定、汽轮发电机组各项参数满足设计要求，标志着“玲龙一号”小堆示范工程汽轮发电机组非核蒸汽冲转试验顺利完成

- w52, 中国期货市场监控中心发布通知称, 12月8日, 期货公司客户权益突破2万亿元, 较2024年底增幅超30%。其中, 特殊法人客户权益稳步增长, 在各类特法客户中, 保险机构权益增幅最为显著, 较2024年底增幅约两倍 —— 不管是因为投资还是投机还是资产配置, 商品市场的对赌量即分歧大幅上升, 流动性增量推动了暴涨暴跌的趋势, 回望7月20日晚的相关内容直播, 讲清楚了来龙去脉 **why**, 为接下来的半年, 做好了认知和心理上的准备, 应该算是自己今年的神作!
- w51, 工信部批准三家车企进行L3自动驾驶测试
- w51, 海南正式封关
- w50, 央行, 11月末数据 —— 融资规模增速8.5% (主要靠政府加杠杆), 带动经济增速不到5%, 量本利模式确实威力越来越小, 经济结构转型是势在必行 —— 国家资产负债表研究中心数据, 截至三季度末, 政府部门杠杆率同比提高**8.8%至 67.5%**
 - 广义货币(M2)余额336.99万亿元, 同比+8.0%。狭义货币(M1)余额112.89万亿元, 同比+4.9%。流通中货币(M0)余额13.74万亿元, 同比+10.6%
 - 11月, 新增社融2.49万亿元, 新增人民币贷款0.39万亿元
 - 1~11月, 社会融资规模存量为440.07万亿元, 同比+8.5%; 社会融资规模增量累计为33.39万亿元, 比上年同期多3.99万亿元
- w48, Wind数据, 按照上市日计算, 2025年内 (1-11月) A股IPO融资额达到1003.59亿元。此前历史高点是2021年、2022年一度超过5000亿。主板达到523.75亿元, 已超过2024年全年, 主要是受主板公司华电新能 (600930.SH) 的融资额达到181.71亿元。同期科创板、创业板的IPO募资额则分别为179.62亿元、232.73亿元, 与2024年相差无几
- w48, 证监会就推出商业不动产投资信托基金试点草案公开征求意见
- w48, 招商证券解读三季报, 多少有点价本利
- w47, 乘用车出口格局正发生显著重构, 墨西哥、阿联酋和俄罗斯成为今

年出口量前三的国家，在阿联酋的市场渗透率正快速提升，其市场份额已从一年前的10%-14%区间，增至今年前九个月的15%-20%

- w46，10月新能源汽车渗透率历史性超过50%
- w46，几内亚的西芒杜铁矿项目正式投产（已知最大最优质的项目）——澳大利亚对铁矿石的卡脖子结束了
- w46，科创板592家企业的三季报，净利润整体同比+75%
- w46，黄金协会：
 - 前三季度，国内原料产金271.782吨，比2024年同期+3.714吨，同比+1.39%。另有进口原料产金121.149吨，同比+8.94%。原料和进口原料共计生产黄金392.931吨，同比+3.60%。
 - 前三季度，我国黄金消费量682.730吨，同比-7.95%。其中：黄金首饰270.036吨，同比-32.50%；金条及金币352.116吨，同比+24.55%；工业及其他用金60.578吨，同比+长2.72%。
 - 从2024年11月至2025年9月止，我国已连续11个月增持黄金。2025年前三季度，我国增持黄金23.95吨，截至9月底，我国黄金储备为2303.52吨
 - ——金价上涨后，消费冷、投资热、工业缓慢增长。黄金首饰企业反倒是逆风期
- w45，黄金税收优惠取消，新规实施后，生产非投资型黄金的企业（如珠宝商），仅能抵扣6%的增值税，低于此前的13%。
- w43，全国居民收支，前三季度：
 - 人均可支配收入 32509元，同比+5.1%，扣除价格因素，实际增长5.2%。分城乡看，城镇居民人均可支配收入 42991元，同比+4.4%，扣除价格因素，实际增长4.5%；农村居民人均可支配收入17686元，同比+5.7%，扣除价格因素，实际增长6.0%

- 按收入来源分，全国居民人均工资性收入18659元，增长5.4%，占可支配收入的比重为57.4%；人均经营净收入5199元，增长5.3%，占可支配收入的比重为16.0%；人均财产净收入2628元，增长1.7%，占可支配收入的比重为8.1%；人均转移净收入6023元，增长5.3%，占可支配收入的比重为18.5%
- 全国居民人均消费支出21575元，比上年同期名义增长4.6%，扣除价格因素影响，实际增长4.7%。分城乡看，城镇居民人均消费支出26510元，增长3.8%，扣除价格因素，实际增长3.9%；农村居民人均消费支出14597元，增长5.5%，扣除价格因素，实际增长5.8%
- w40，暂停从澳大利亚进口铁矿石，要求改用人民币结算。之所以这么强势，因为几内亚的西芒杜铁矿即将投产。但本周稍后，力拓管理的西芒杜矿区就再次出现安全事故，项目暂停。
- w36，截至9月1日，A股两融余额达到2.3万亿元，突破历史新高，超过了2015年6月18日的2.27万亿元，其中融资余额为2.28万亿元，亦超过2015年6月18日的历史峰值——本轮的主导力量，散户加杠杆
- w36，A股上市公司半年报披露完毕，以整体法计算，全A股半年报营收同比增长0.17%，净利润同比增长2.3%；用中位数衡量，全A股半年报营收同比中位数为3.5%，净利润同比中位数为-3.8%
- w34，国家金融监督管理总局就《商业银行并购贷款管理办法（征求意见稿）》公开征求意见——大规模的产能合并，可能将开始
- w32，2025年9月1日至2026年8月31日期间，居民个人消费贷款（不含信用卡业务）中实际用于消费的部分，可按规定享受贴息政策——减轻居民的现金流压力
- w32，对于经办银行向服务业经营主体发放的贷款，财政部门按照贷款本金对经营主体进行贴息，贴息期限不超过1年，年贴息比例为1个百分点，中央财政、省级财政分别承担贴息资金的90%、10%。单户享受贴息的贷款规模最高可达100万元——服务业的利息压力，其实不如毛利率压力大

- w31，央行：2025年第二季度全国新发放商业性个人住房贷款加权平均利率为 **3.09%**
- 财政部：2025年上半年政府支出呈现出向社会福利倾斜的重大结构性转变：民生相关支出同比增长6.4%，创下近5.7万亿元人民币的历史同期新高；而同期的基建相关支出则同比收缩4.5%
- w30，发改委与市场监管总局联合起草修订《价格法》，强调反内卷
- w30，国家医疗保障局副局长施子海在回应记者提问时表示，近期第十一批集采工作已经启动，国家医保局研究优化具体规则，在中选规则方面，优化价差的计算“锚点”，不再简单的以最低报价作为参考，同时，对于报价最低的中选企业，要公开说明报价的合理性，并承诺不低于成本报价
- w29，工业和信息化部：钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案即将出台，工业和信息化部将推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能
- w28，继续改变险资的“屁股”，减轻考核压力，鼓励长线持仓“当年业绩占30%+3年周期业绩占50%+5年周期业绩占20%”
- 自上而下宏观数据记录：量本利、价本利
(以下官网数据全部来自：财政部、统计局、海关)
 - 进出口，海关总署：
 - 1~11月份，以美元计价出口同比+5.4%，进口同比-0.6%。
 - 11月，以人民币计价出口同比+5.7%，进口同比

+1.7%。以美元计价出口同比+5.9%，进口同比+1.9%。月贸易顺差1116.8亿美元，前值顺差900.7亿美元，**1~11月累计顺差 10758.5万亿——**这一年如此折腾，贸易顺差却能上升，值得点赞

- 汇率变动、加关税影响出口需求后，对美国出口额，**1~11月累计，人民币口径同比-18.3%、美元口径同比-18.9 —— 对美贸易顺差仍保持在 1.8万亿人民币左右**，这还不包括转口贸易****
 -
 - 东盟，为第一大贸易伙伴，贸易总值为 9528亿美元，增长 7.7%。
 - 欧盟，为第二大贸易伙伴，贸易总值为 7493亿美元，增长 4.6%
 - 共建“一带一路”国家，贸易总值为 29781亿美元，增长 5.3%
- 税收，**1-11月数据，全国税收收入164814亿元，同比+1.8%；非税收入35702亿元，同比-3.7%：**
- 国内增值税 63629亿元，同比**+3.9%**
 - 企业所得税 40234亿元，同比+1.7%
 - 进口货物增值税、消费税 16520亿元，同比-4.7%。关税2149亿元，同比-3.2%。 —— 出口退税19038亿元，同比**+5.6%**
 - 国内消费税 15639亿元，同比+2.5%
 - 个人所得税 14689亿元，同比+11.5%
 - 与房地产相关税种与非税收入，继续下降

- 内需:

- 就业形势：国家统计局公布

- 11月的“不含在校生的25~29岁劳动力失业率”为 7.2。2023年12月的数值是 6.1%，最高值是2025年2月的 7.3%

-

- 社会消费品零售总额：11月，43898亿元，同比+1.3%。其中，除汽车以外的总额 39444亿元，同比+2.5%。1~11月份，社零总额 456067亿元，同比+4.0%。其中，除汽车以外的总额 411637亿元，同比+4.6%

- #二手房价格：11月，全国二手房价格继续阴跌。

- #土地财政：1~11月，国有土地使用权出让收入 29119亿元，同比-10.7% —— 对照组：房地产开发投资减速明显

- 1~11月份，全国房地产开发投资78591亿元，同比-15.9%；其中，住宅投资60432亿元，同比-15.0%

- #固定资产投资：1~11月份，全国固定资产投资（不含农户）444035亿元，同比-2.6%。其中，民间固定资产投资同比-5.3%。从环比看，11月份固定资产投资（不含农户）-1.03%

- 第一产业投资8770亿元，同比+2.7%；第二产业投资162243亿元，同比+3.9%；第三产业投资273022亿元，同比-6.3%

- 东部地区同比-6.6%，中部地区-1.7%，西部地区-0.2%，东北地区-14%

- 产能利用率：规模以上工业产能利用率，第三季度为 74.6%，前三季度合计74.2%

- 规模以上工业增加值：11月同比+4.8%，1~11月同比+6.0%
- 用电量：国家统计局，11月份，全社会用电量8356亿千瓦时，同比+6.2%；1~11月，全社会用电量累计 94602亿千瓦时，同比 +5.2%
 - 第一产业用电量 113亿千瓦时，同比 +7.9%；本年+10.3%
 - 第二产业用电量 5654亿千瓦时，同比 +4.4%；本年+3.7%
 - 第三产业用电量 1532亿千瓦时，同比 +10.3%；本年+8.5%
 - 城乡居民生活用电量 1057亿千瓦时，同比+9.8%；本年+7.1%
- ——“量本利”转向“价本利”的阶段，仍需工业支撑全社会增速，4%左右，从长期视角和外部视角来看，不算低
- 本周市场要点
 - 资金面，关键的对抗：—— 本周ETF大额申购有所减缓，融资盘买入411亿。超大单卖压暂停，资金面整体流入
 -
 - w52，市场情绪和过去几年有大不同，过去走势岌岌可危时，盘中的快速拉升之后，往往是持续阴跌；而12月17日机构申购A500ETF之后的走势，反而是各路资金小步持续进场，心态真是不一样了
 - w51~w48，A股没有像美股一样快速回升，而是震荡上行至2m
 - w47，杠杆资金猛烈退潮，2m已转向，623行情已从“复杂趋势”降级为“震荡慢牛”
 - w46，股市向上追涨情绪不强烈，债市最近又开始走强（机构态

度)

- w45, 本轮龙头的中证500指数, 在2m附近总有逢低买盘支撑。但在2021年高点附近, 向上追涨的意愿不强, 和前几个月不可同日而语。沪深300指数等大盘股在三季报陆续公布后, 反倒有资金愿意进来逆向埋伏(反正下次被业绩打压, 是三个月后的事情)
- w44, 三季报开始, 基本面还是近似于零增长的状态。本周初, 市场在2m获得支撑后的向上冲击时, 市场宽度很低, 完全集中在少数几个板块, 流动性追高的积极性不高
- w43, 在周初摇摇欲坠时, 美国更急于谈判的心态, 给了机构信心, 愿意在这个位置尝试一下(机构翻脸比翻书快)。散户行为则有所分化, 加杠杆资金并未退缩, 而ETF配置资金选择观望
- w42, 贸易战的第一次反击, 后续如何。这个疑问, 影响了市场情绪。
- w41~w39, 在流动性博弈中, 市场震荡上行, 短期走势没什么可分析的, 现在就是一个“共识抢跑、等待反内卷带动宏观数据回升”的博傻游戏。类似10月10日的大跌, 看似各种原因, 说到底就是, 恐高
- w38, 周四早盘, 美国降息后, 场外资金加速进场, 引发了机构资金的大规模减持。本周走势反复, 难免让人担心短线见顶。本周直播会聊一聊当前如何仓位管理, 相应的管理好自己的心态
 - 银行股下跌到重要的年线(下图)。623行情以来, 银行股持续下跌, 让出不少指数空间给其他个股, 接下来是否会反过来? !
- w37, 在创业板持续推动之下, 大盘终于在周四全面上行, 突破月初高点, 走势就从震荡切换到趋势, 与宏观和基本面无关, 就是看流动性

- w36，本轮623行情主力推手的两融，连续两周猛烈加仓后，最终还是敌不过大资金的持续抛压，行情大幅震荡——A股和美股越来越象，都是由短期资金、杠杆资金，推动慢牛爬升“忧虑之墙”，每天讲道理的人都觉得要跌，可就是死不了。这种局面的应对方法，是以清晰的风险为限，看准时机，只赌一把，直至自己的目标或结果实现，或者卖出条件被触发，中间不过度交易，不分析不预测，其实也没法预测（短线资金背后的情绪波动）——随机游走的统计世界里的专业赌博
- w35，连续记录周报，我们会感受到市场在6月的自然下跌出清后，于6月23日开始“反内卷共识”的慢牛走势。在8月初，开始加速上涨，呈现以往的流动性行情特征。此时如何分析走势不重要，后续流动性是否能跟上才是关键
- w34，市场非常硬，即使有小幅跳水也是当天就结束震荡，看上去，只要不出现资金过度加速流入，这个速度还能持续
 - 债市的反向印证，也是一种参考，30年期长债期货的走势：
- w33，市场继续忧虑之墙，周五多项经济数据不佳，但共识很强，不在乎“过去的事实”，A股再度确认正处于“不靠宏观、不靠流动性驱动”的结构分化的行情之中
- w32，上周大跌后，本周微盘股持续放量创新高，中小票缩量创新高，大票略有反弹，市场回到结构性分化行情节奏
- w31，商品市场本周大跌，回吐上周涨幅。A股也出现了逢高回吐的资金流出。623行情以来的趋势，有转入震荡的迹象
 - 可怕的数据，本轮商品反内卷行情大涨近两个月后，仅仅一周时间，实盘参赛的散户，就输掉了全部利润——交易真是考验心态
- w30，市场全面走强，领涨的是中证500的中大票，而国内商品

期货市场火热，同时长债出现大幅下跌（风险偏好上升）

- w30，截至7月24日，南向资金年度净流入额为7998.45亿港元。这意味着，南向资金今年以来的净流入额已超过8100亿港元，刷新2024年的纪录8078.69亿港元 —— 南下对于A股的分流，很明显
- w29，市场全面活跃，恒科也从6m启动，特别有意思的是“广期所对多晶硅连续两次修改规则”
- w28，大小票轮流上行，依靠场内资金的连续慢牛有了“正循环”的味道，就看场外何时FOMO，有点类似美股的心理博弈模式，不过美股创新高容易激发贪婪，A股以往则是反过来，拭目以待吧
- w26，峰回路转，市场重心本已缓慢下行，波动率也已降到历史低位，在没有内外部事件的影响下，本周扩波向上突破，各指数都形成多头排列，创4月7日以来的新高，w21形成的负循环警报正式解除 —— 这种“出清后的自自然然的上涨”，居然不是通过价格大涨大跌后的“对手盘结账”，而是在人为压低波动率后靠“时间换出空间”。只是这次的时机很意外，从前后的成交量可以看出 —— 记录本轮起点：6月23日

人类基于 #感性，在物理世界，根据 #惯性和 #经验，做 #条件反射的 #非理性行为 —— via: #大卫·休谟 #苏格兰 #哲学

- 阅读和思考，是为了 #模式识别，不是为了证明 #“自己是对的”
- 想证明“自己是对的”，就会出现 #条件反射的 #非理性行为，被别人 #模式识别
- 所以，多思考事物可能的变化（哪怕“不正确、不应该”），但不思考“事物应该如何如何”
- 他人的愚蠢和懒惰，不要对此感到奇怪和反感，因为这是我们赚钱的机

世界是由 #自下而上 的大大小小的 #贝叶斯事件 驱动，无法预测、共生演化。这些事件夹杂在海量噪音之中，需要过滤、清洗，然后才能被大脑使用：生成认知、 #模式识别、策略化系统化。我会随时记录并在周日归纳整理，看看能否 #模式识别 出什么。如果你对此也感兴趣，可以订阅公众号“南添”，增加一些有意思的视角。

为了头脑清醒的迎接下一周，我会在每周日傍晚直播1.5小时，回顾过去半年的贝叶斯事件、看看本周证实了什么、证伪了什么、刷新“全局地图”（虽然地图永远不完整不清晰），如果想和我一起扎马步，欢迎订阅这项付费直播服务，咨询可加二维码