

## 宏观报告

郭圓濤, PhD

+852 3189 6121  
[jessiequo@cmschina.com.hk](mailto:jessiequo@cmschina.com.hk)

钱鹭, CFA

+852 3189 6752  
[edithqian@cmschina.com.hk](mailto:edithqian@cmschina.com.hk)

### 美国 2 月 PMI 初值回升

- 美国标普全球 PMI 回升, 主要受服务业拉动; 制造业持续低迷
- 新订单下跌速率有所放缓; 商业信心出现改善
- 在劳动力市场紧张的情况下, 工资成本持续推高通胀

**新看点:** 2月21日, 标普全球发布了美国2月份PMI初值。标普全球综合PMI初值为50.2, 显著高于预期(市场一致预期: 47.5; 1月终值: 46.8)。这是美国综合PMI自2022年6月以来首次回到扩张区间, 主要受服务业回暖拉动, 而制造业仍处于收缩区间。此外, 同日公布的数据显示, 欧元区和英国的综合PMI初值(52.3和53.0)均超出预期, 表明2月经济增速走高。

**服务业 PMI 回升至扩张区间。** 服务业 PMI 回升至 50.5, 远高于市场预期(市场一致预期: 47.3; 1月终值: 46.8)。这是自 2022 年 6 月以来首次录得扩张。新订单依然低迷, 但下跌速率有所放缓。由于主要出口目的地需求状况依然严峻, 新出口订单对总需求造成拖累。原材料成本通胀压力持续上升, 主要受工资成本高企驱动。出厂价格增速加快至四个月以来的最高水平。由于对新业务的预期好转以及持续努力填补职位空缺, 就业加速增长。对未来一年前景的乐观情绪连续第二个月上升。

**制造业活动继续下滑, 但速率有所放缓。** 制造业 PMI 升至 47.8, 超出预期(市场一致预期: 47.4; 1月终值: 46.9)。这是连续第四个月处于收缩区间, 但收缩幅度是过去 4 个月以来最低。受客户库存充足和通胀上升的影响, 新订单大幅下降。新出口订单继续恶化, 主要拖累因素是主要出口目的地面临的通胀压力。原材料成本通胀增速降至两年半以来的最低水平。然而, 出厂价格加速上升。由于需求疲软和物流问题减少, 供应商交货时间进一步缩短。制造业企业雇佣人数增速升至 2022 年 9 月以来最高。信心水平与 1 月份持平。

**我们的观点:** 最近的数据显示, 美国经济比此前预期的更具韧性。我们预计最新发布的 PMI 数据将加剧投资者对美联储将在更长时间内提高利率的担忧, 并给股市带来下行压力。然而, 经济前景高度不确定, 这种韧性能否持续以及能持续多久仍有待观察。我们预计美联储加息路径将取决于未来发布的数据, 利率预期将会出现显著波动。

#### 相关报告

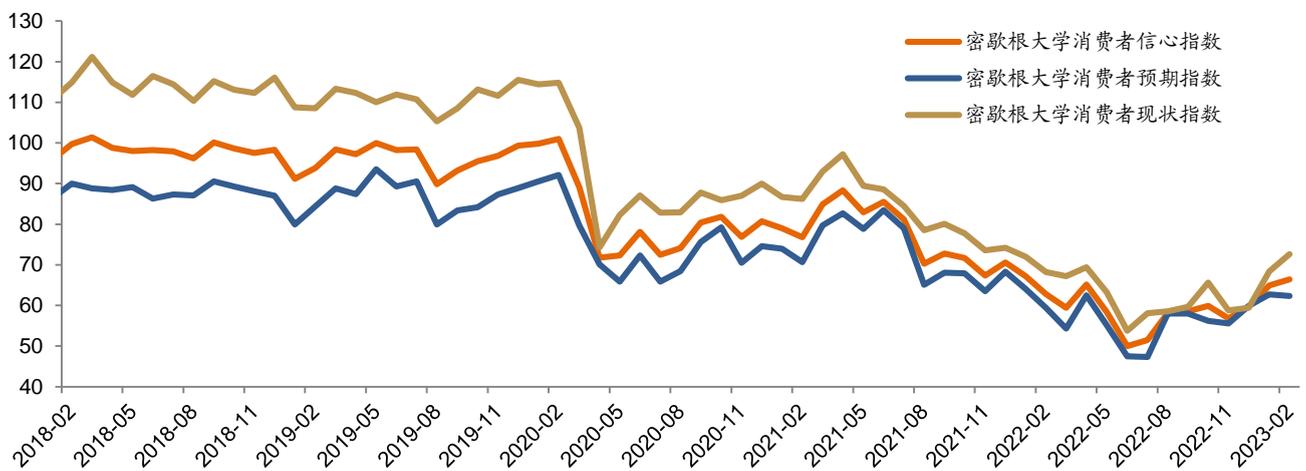
1. 美国1月份零售销售大幅反弹 (2023/2/16)
2. 1月美国CPI放缓幅度不及预期 (2023/02/15)
3. 美国制造业进一步走弱; 服务业超预期反弹 (2023/02/06)
4. 美联储如期放缓加息幅度至25个基点 (2023/02/02)
5. 12月美国零售销售进一步放缓 (2023/01/19)
6. 12月美国通胀继续降温 (2023/01/13)

图表 1: 标普全球 PMI

标普全球 PMI	2021年												2022年												2023年	
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月
综合	58.7	59.5	59.7	63.5	68.7	63.7	59.9	55.4	55.0	57.6	57.2	57.0	51.1	55.9	57.7	56.0	53.6	52.3	47.7	44.6	49.5	48.2	46.4	45.0	46.8	50.2
美国	52.2	51.7	53.1	54.7	53.8	50.6	53.1	47.2	51.4	51.5	51.2	53.0	50.1	50.1	43.9	37.2	42.2	55.3	54.0	53.0	48.5	48.3	47.0	48.3	51.1	
中国	47.8	48.8	53.2	53.8	57.1	59.5	60.2	59.0	56.2	54.2	55.4	53.3	52.3	55.5	54.9	55.8	54.8	52.0	49.9	48.9	48.1	47.3	47.8	49.3	50.3	52.3
欧元区	50.8	51.1	57.3	55.8	56.2	60.1	62.4	60.0	55.5	52.0	52.2	49.9	53.8	55.6	55.1	54.3	53.7	51.3	48.1	46.9	45.7	45.1	46.3	49.0	49.9	51.1
德国	47.7	47.0	50.0	51.6	57.0	57.4	56.6	55.9	55.3	54.7	56.1	55.8	52.7	55.5	56.3	57.6	57.0	52.5	51.7	50.4	51.2	50.2	48.7	49.1	49.1	51.6
法国	47.2	51.4	51.9	51.2	55.7	58.3	58.6	59.1	56.6	54.2	57.6	54.7	50.1	53.6	52.1	54.5	52.4	51.3	47.7	49.6	47.6	45.8	48.9	49.6	51.2	
意大利	43.2	45.1	50.1	55.2	59.2	62.4	61.2	60.6	57.0	56.2	58.3	55.4	47.9	56.5	53.1	55.7	55.7	53.6	52.7	50.5	48.4	48.0	49.6	49.9	51.6	
西班牙	47.1	48.2	49.9	51.0	48.8	48.9	48.8	45.5	47.9	50.7	53.3	52.5	49.9	45.8	50.3	51.1	52.3	53.0	50.2	49.4	51.0	51.8	48.9	49.7	50.7	50.7
日本	55.8	57.3	56.0	55.4	48.1	43.1	49.2	55.4	55.3	58.7	59.2	56.4	53.0	53.5	54.3	57.6	58.3	58.2	56.6	58.2	55.1	55.5	56.7	59.4	57.5	
印度	41.2	49.6	56.4	60.7	62.9	62.2	59.2	54.8	54.9	57.8	57.6	53.6	54.2	59.9	60.9	58.2	53.1	53.7	52.1	49.6	49.1	48.2	48.2	49.0	48.5	53.0
英国	48.9	49.6	45.1	44.5	49.2	54.6	55.2	54.6	54.7	53.4	52.0	52.0	50.9	53.5	56.6	58.5	58.0	59.4	55.3	53.2	51.9	53.4	49.8	49.1	49.9	
巴西	52.3	52.6	54.6	54.0	56.2	55.0	51.7	48.2	50.5	49.5	48.4	50.2	50.3	50.8	37.7	44.4	48.2	50.4	52.2	50.4	51.5	45.8	50.0	48.0	49.7	
俄罗斯																										
制造业	59.2	58.6	59.1	60.5	62.1	62.1	63.4	61.1	60.7	58.4	58.3	57.7	55.5	57.3	58.8	59.2	57.0	52.7	52.2	51.5	52.0	50.4	47.7	46.2	47.8	
中国	51.5	50.9	50.6	51.9	52.0	51.3	50.3	49.2	50.0	50.6	49.9	50.9	49.1	50.4	48.1	46.0	48.1	51.7	50.4	49.5	48.1	49.2	49.4	49.0	49.2	
欧元区	54.8	57.9	62.5	62.9	63.1	63.4	62.8	61.4	58.6	58.3	58.4	58.0	58.7	58.2	56.5	55.5	54.6	52.1	49.8	49.6	48.4	46.4	47.1	47.8	48.8	48.5
德国	57.1	60.7	66.6	66.2	64.4	65.1	65.9	62.6	58.4	57.8	57.4	57.4	59.8	58.4	56.9	54.6	54.8	52.0	49.3	49.1	47.8	45.1	46.2	47.1	47.3	46.5
法国	51.6	56.1	59.3	58.9	59.4	59.0	58.0	57.5	55.0	53.6	55.9	55.6	55.5	57.2	54.7	55.7	54.6	51.4	49.5	50.6	47.7	47.2	48.3	49.2	50.5	47.9
意大利	55.1	56.9	59.8	60.7	62.3	62.2	60.3	60.9	59.7	61.1	62.8	62.0	58.3	58.3	55.8	54.5	51.9	50.9	48.5	48.0	48.3	46.5	48.4	48.5	50.4	
西班牙	49.3	52.9	56.9	57.7	59.4	60.4	59.0	59.5	58.1	57.4	57.1	56.2	56.2	56.9	54.2	53.3	53.8	52.6	48.7	49.9	49.0	44.7	45.7	46.4	48.4	
日本	49.8	51.4	52.7	53.6	53.0	52.4	53.0	52.7	51.5	53.2	54.5	54.3	55.4	52.7	54.1	53.5	53.3	52.7	52.1	51.5	50.8	50.7	49.0	48.9	47.4	
印度	57.7	57.5	55.4	55.5	50.8	48.1	55.3	52.3	53.7	55.9	57.6	55.5	54.0	54.9	54.0	54.7	54.6	53.9	56.4	56.2	55.1	55.3	55.7	57.8	55.4	
英国	54.1	55.1	58.9	60.9	65.6	63.9	60.4	60.3	57.1	57.8	58.1	57.9	57.3	58.0	55.2	55.8	54.6	52.8	52.1	47.3	48.4	46.2	46.5	45.3	47.0	49.2
巴西	56.5	58.4	52.8	52.3	53.7	56.4	56.7	53.6	54.4	51.7	49.8	49.8	47.8	49.6	52.3	51.8	54.2	54.1	54.0	51.9	51.1	50.8	44.3	44.2	47.5	
加拿大	54.4	54.8	58.5	57.2	57.0	56.5	56.2	57.2	57.0	57.7	57.2	56.5	56.8	58.9	56.2	56.8	54.6	52.5	48.7	49.8	48.8	49.6	49.6	49.2	51.0	
韩国	53.2	55.3	55.3	54.6	53.7	53.9	53.0	51.2	52.4	50.2	50.9	51.9	52.8	53.8	51.2	52.1	51.8	51.3	49.8	47.6	47.3	48.2	49.0	48.2	48.5	
俄罗斯	50.9	51.5	51.1	50.4	51.9	49.2	47.5	46.5	49.8	51.6	51.7	51.6	51.8	48.6	44.1	48.2	50.8	50.9	50.3	51.7	52.0	50.7	53.2	53.0	52.6	
墨西哥	43.0	44.2	45.6	48.4	47.6	48.8	49.6	47.1	48.6	49.3	49.4	49.4	46.1	48.0	49.2	49.3	50.6	52.2	48.5	48.5	50.3	50.3	50.6	51.3	48.9	
印度尼西亚	52.2	50.9	53.2	54.6	55.3	53.5	40.1	43.7	52.2	57.2	53.9	53.5	53.7	51.2	51.3	51.9	50.8	50.2	51.3	51.7	53.7	51.8	50.3	50.9	51.3	
服务业	58.3	59.8	60.4	64.7	70.4	64.6	59.9	55.1	54.9	58.7	58.0	57.6	51.2	56.5	58.0	55.6	53.4	52.7	47.3	43.7	49.3	47.8	46.2	44.7	46.8	50.5
中国	52.0	51.5	54.3	56.3	55.1	50.3	54.9	46.7	53.4	53.8	52.1	53.1	51.4	50.2	42.0	36.2	41.4	54.5	55.5	55.0	49.3	48.4	46.7	48.0	52.9	
欧元区	45.4	45.7	49.6	50.5	55.2	58.3	59.8	59.0	56.4	54.6	55.9	53.1	51.1	55.5	55.6	57.7	56.1	53.0	51.2	49.8	48.8	48.6	48.5	49.8	50.8	53.0
德国	46.7	45.7	51.5	49.9	52.8	57.5	61.8	60.8	56.2	52.4	52.7	48.7	52.2	55.8	56.1	57.6	55.0	52.4	49.7	47.7	45.0	46.5	46.1	49.2	50.7	51.3
法国	47.3	45.6	48.2	50.3	56.6	57.8	56.8	56.3	56.2	56.6	57.4	57.0	53.1	55.5	57.4	58.9	58.3	53.9	53.2	51.2	52.9	51.7	49.3	49.5	49.4	52.8
意大利	44.7	48.8	48.6	47.3	53.1	56.7	58.0	58.0	55.5	52.4	55.9	53.0	48.5	52.8	52.1	55.7	53.7	51.6	48.4	50.5	48.8	46.4	49.5	49.9	51.2	
西班牙	41.7	43.1	48.1	54.6	59.4	62.5	61.9	60.1	56.9	56.6	59.8	55.8	46.6	56.6	53.4	57.1	56.5	54.0	53.8	50.6	48.5	49.7	51.2	51.6	52.7	
日本	46.1	46.3	48.3	49.5	46.5	48.0	47.4	42.9	47.8	50.7	53.0	52.1	47.6	44.2	49.4	50.7	52.6	54.0	50.3	49.5	52.2	53.2	50.3	51.1	52.3	53.6
印度	52.8	55.3	54.6	54.0	46.4	41.2	45.4	56.7	55.2	58.5	58.1	55.5	51.5	51.8	53.6	57.9	58.9	59.2	55.5	57.2	54.3	55.1	56.4	58.5	57.2	
英国	39.5	49.5	56.3	61.0	62.9	62.4	59.6	55.0	55.4	59.1	58.5	53.6	54.1	60.5	62.6	58.9	53.4	54.3	52.6	50.9	50.0	48.8	48.8	49.9	48.7	53.3
巴西	47.0	47.1	44.1	42.9	48.3	53.9	54.4	55.1	54.6	54.9	53.6	53.6	52.8	54.7	58.1	60.6	58.6	60.8	55.8	53.9	51.9	54.0	51.6	51.0	50.7	

资料来源: 彭博、招商证券(香港)研究部

图表 2: 密歇根大学消费者指数



资料来源: 万得、招商证券(香港)研究部

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
增持	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
减持	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失,概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。投资者须按照自己的判断,决定是否使用本报告所载的内容和信息,并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

#### 香港

招商证券（香港）有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话：+852 3189 6888  
传真：+852 3101 0828