

美国经济

制造业与服务业持续分化

美国 ISM 制造业 PMI 从 6 月的 46 小幅升至 7 月的 46.4，低于预期的 46.9，显示制造业连续 9 个月收缩，但收缩速度减缓。制造业需求依然较弱，新出口订单进一步下滑，预示中欧等海外需求和全球贸易活动疲弱；供应商交付时间持续改善，制造业自有库存和客户库存延续下降，供应链恢复和未来需求不确定性令企业普遍压降库存水平；制造业就业显著下滑，但价格有所反弹。ISM 非制造业 PMI 从 6 月的 53.9 降至 7 月的 52.7，低于预期的 53，显示服务业连续 7 个月扩张，但扩张速度放缓。服务业商业活动、新订单和就业均延续扩张，在手订单、库存景气 and 价格显著回升，供应商交付时间持续改善。服务业平稳扩张支撑美国经济持续增长，延缓美国核心通胀下降过程。美国制造业和服务业分化，反映疫后服务消费模式缓慢回归和服务消费需求对利率敏感性相对较低。服务业占美国 GDP 的 70% 左右，将决定美国经济走向。

- 制造业依然疲软，贸易活动走弱，企业降本增效去库存。** 新订单指数和在手订单指数分别从 6 月的 45.6 和 38.7 回升至 7 月的 47.3 和 42.8，对制造业 PMI 回升拉动最大，显示需求边际改善，但依然疲软。新出口订单指数进一步回落 1.1 点至 46.2，与中欧等经济体 PMI 走势相一致，反映中欧等海外商品需求和全球贸易活动疲弱。供应商交付指数和进口指数分别从 6 月的 45.7 和 49.3 回升至 7 月的 46.1 和 49.6，显示供应改善。自有库存指数和客户库存指数分别从 6 月的 44 和 46.2 升至 7 月的 46.1 和 48.7，但仍处于收缩状态，显示制造业延续去库存。就业指数从 6 月的 48.1 大幅降至 7 月的 44.4，说明制造业加快减少雇员。基于历史经验，制造业 PMI 低于 50 显示制造业收缩，低于 48.7 往往表明整体经济在收缩，7 月制造业 PMI 为 46.4 对应 GDP 年化负增长 0.8% 左右，说明制造业在显著拖累美国经济增长。分行业来看，煤炭和石油产品 PMI 处于扩张区间，家具、纺织、非金属矿物制品和化工的新订单有所增长，显示出行和新房建筑相关制造业需求上升，但服装、羽绒制品、木纸制品、塑料与橡胶制品、食品饮料烟草等其他行业新订单下降。
- 服务业延续扩张，通胀小幅反弹，库存和就业仍在增加。** 商业活动指数、新订单指数和就业指数分别从 6 月的 59.2、55.5 和 53.1 小幅回落至 7 月的 57.1、55 和 50.7，但均处于扩张区间，显示服务业需求和就业持续增长。在手订单指数从 6 月的 43.9 大幅反弹至 7 月的 52.1，预示短期内服务业产出将延续扩张。新出口订单指数连续两个月超过 61 处于高景气度区间，说明服务出口活动强劲复苏。供应商交付指数从 6 月的 47.6 升至 7 月的 48.1，但仍低于 50，交货速度变得更快。库存指数下降 5.5 个百分点至 50.4，显示服务业持续增加库存，但加库存速度显著放缓。价格指数上升 2.7 个百分点至 56.8，说明 7 月服务业价格显著反弹，CPI 同比增速可能小幅回升。基于历史经验，非制造业 PMI 高于 50 显示服务业扩张，高于 49.9 往往表明整体经济扩张，7 月非制造业 PMI 为 52.7 对应 GDP 年化增长 1% 左右，说明服务业在支撑美国经济增长。分行业来看，7 月建筑、住宿餐饮、公共管理、企业管理和支持服务、交通运输、公用事业、房地产等非制造业延续较快增长，但采矿、农业和金融保险业走弱；文艺娱乐、公共管理、公用事业、零售、医疗卫生、专业与科技服务出现就业增长，但金融保险、教育服务、采矿、公司管理及支援服务、信息服务业出现就业减少；农业、建筑、金融保险、零售、医疗卫生、教育服务等行业价格上涨，采矿业和住宿餐饮业价格回落。

叶丙南, Ph.D

(852) 6989 5170

yebingnan@cmbi.com.hk

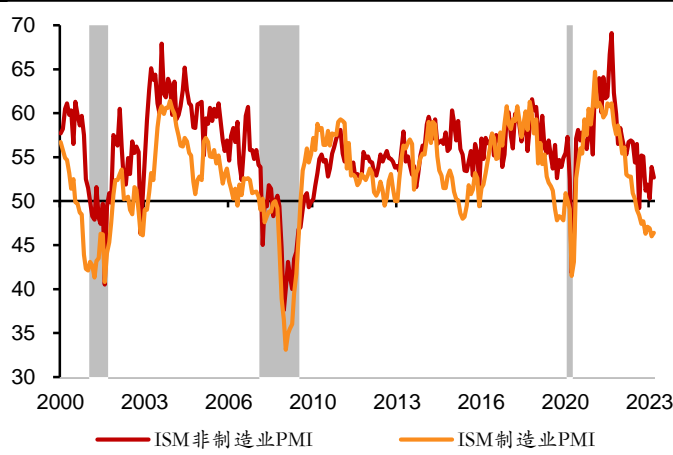
刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

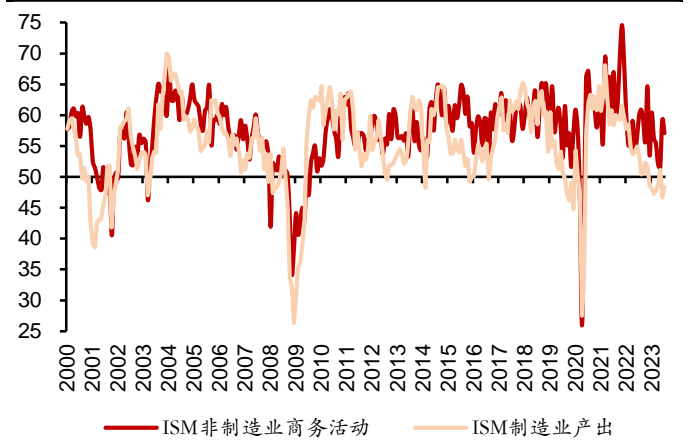
- **制造业与服务业分化近期或将延续，服务业走势决定美国经济走向。**美国制造业已延续收缩，处于衰退边缘，但服务业仍在扩张，支撑经济延续增长。制造业与服务业的分化主要由于：1) 2020-2021年宅经济和大规模财政转移支付推动商品消费过热和透支，为当前制造业下行周期埋下伏笔，但服务消费受疫情冲击相对较大，疫后复苏周期相对更长，目前消费者仍处于对一些服务报复性消费和向服务消费模式回归的过程中，服务消费占总消费比重仍有修复空间；2) 利率上升对汽车、住房相关耐用品消费需求影响较大，但对服务消费需求影响相对较小；3) 服务业供应受劳工短缺影响较大，目前仍在恢复过程中；4) 商品通胀经历大幅攀升后显著回落，但服务通胀下降迟缓，与制造业和服务业分化相一致。服务业增加值占美国GDP的70%左右，服务业扩张支撑美国经济持续增长。只有服务业从扩张转向收缩状态，美国经济才可能有衰退风险。

图 1: 非制造业与制造业 PMI



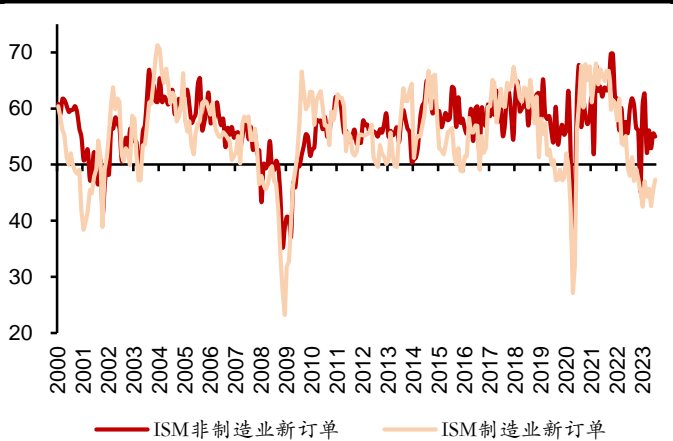
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 产出指数



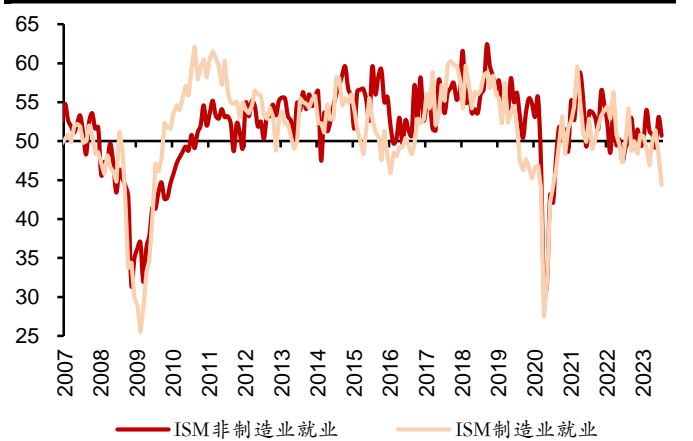
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 新订单指数



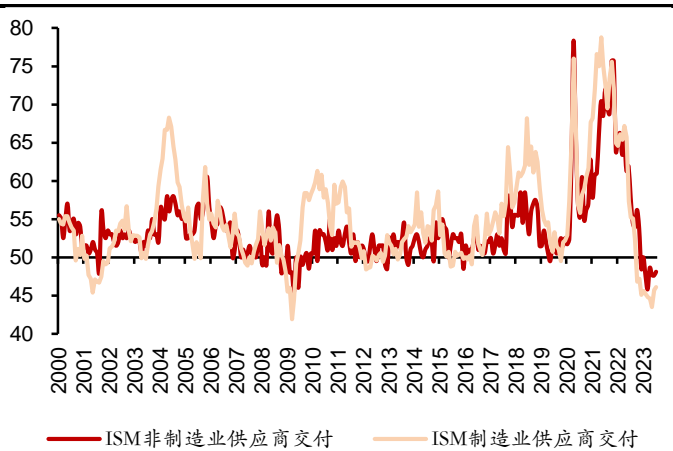
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 就业指数



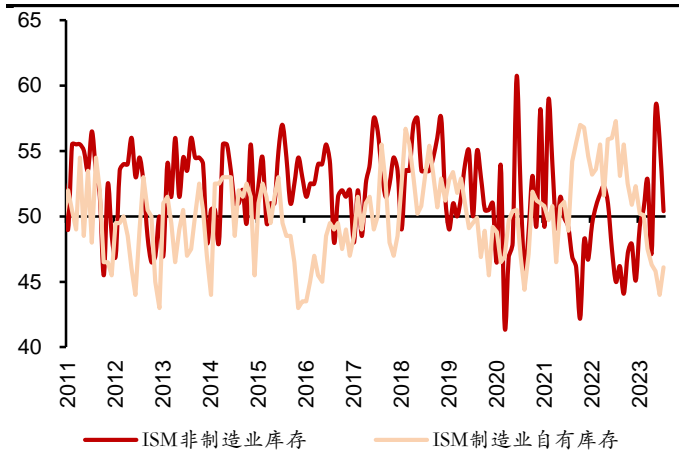
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 供应商交付指数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 库存指数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 物价指数与 CPI 增速

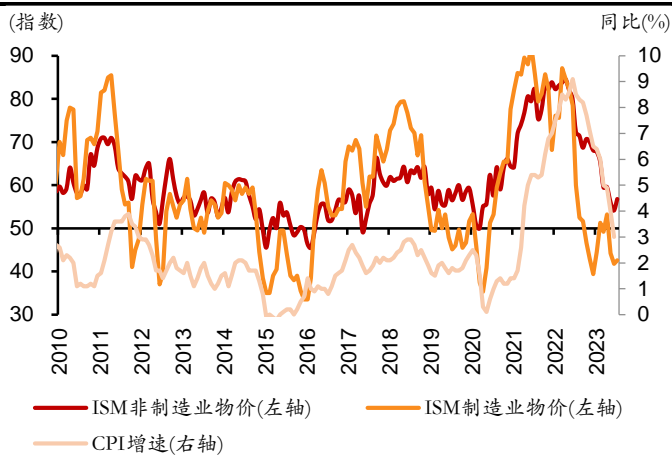


图 8: 进口指数

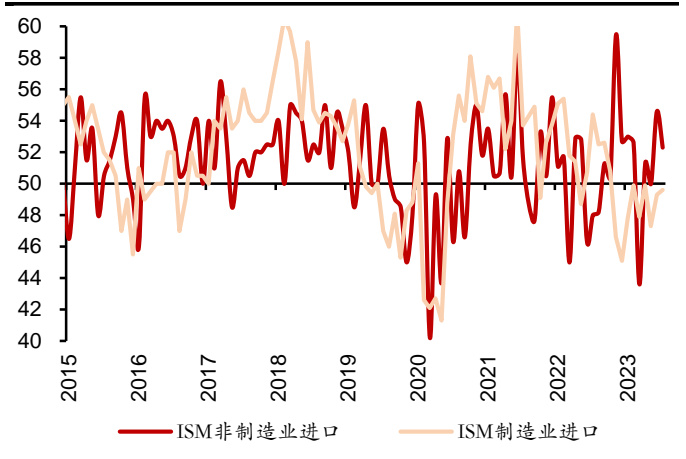


图 9: 新出口订单指数

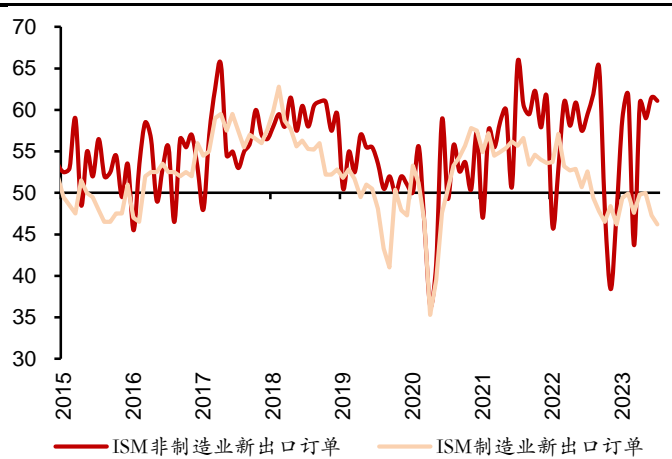


图 10: 消费者信心和通胀预期

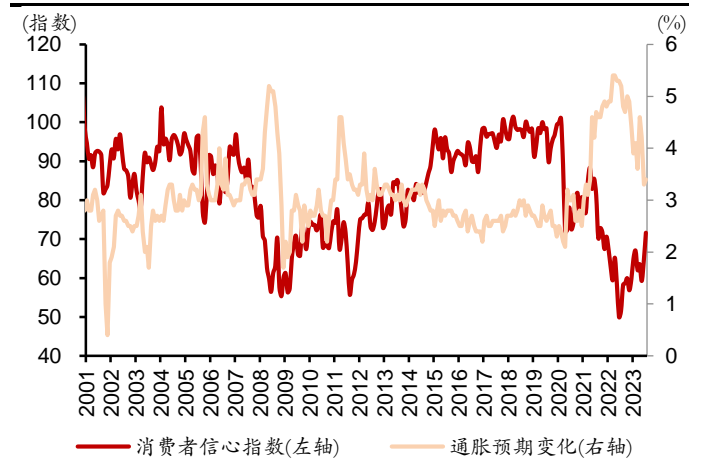


图 11: PPI 与耐用品存货增速

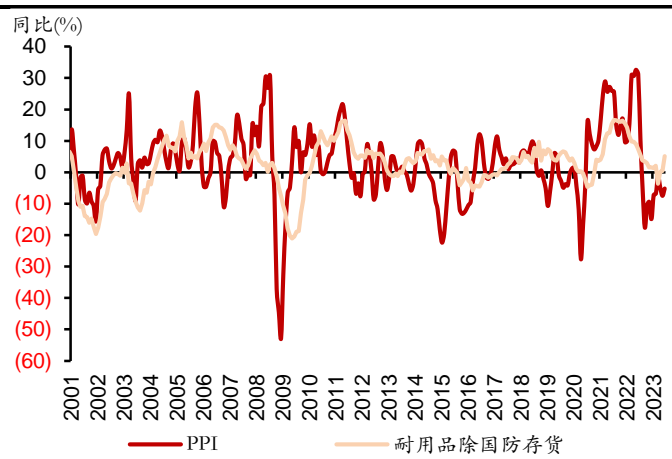


图 12: 全球制造业 PMI

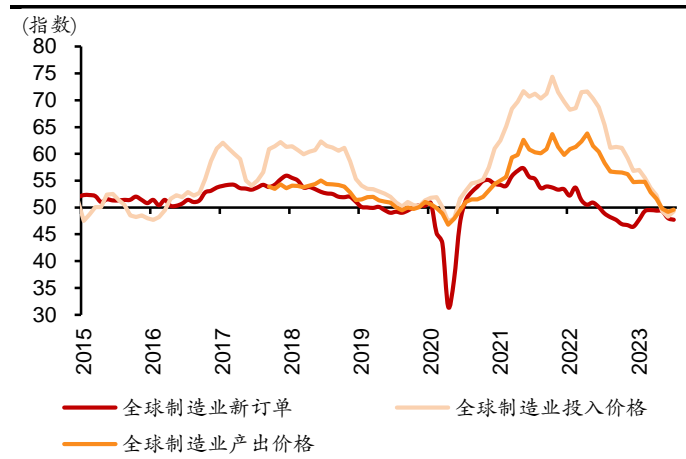
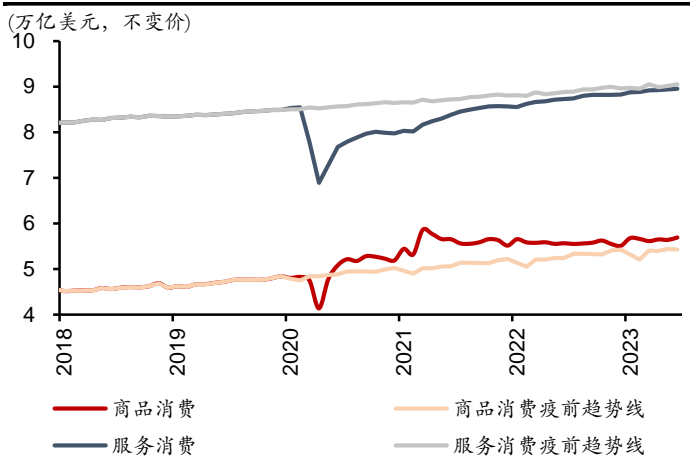
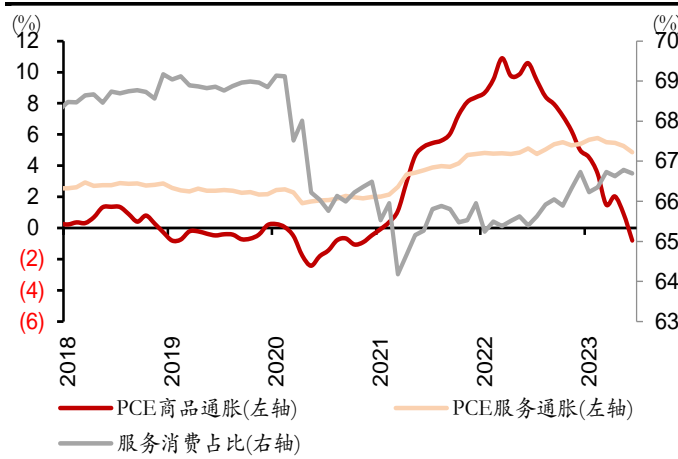


图 13: 美国商品与服务消费复苏进度



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: PCE 通胀与服务消费占比



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际环球市场并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。