

美国 10 月 PMI 数据点评

宏观经济点评(简报)

证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)
zhaow@gjzq.com.cn

分析师: 陈达飞 (执业 S1130522120002)
chendafei@gjzq.com.cn

分析师: 赵宇 (执业 S1130523020002)
zhaoyu2@gjzq.com.cn

美国制造业复苏“一波三折”——10月制造业 PMI 点评

事件:

北京时间 11 月 1 日晚 22:00, 美国 ISM 公布 10 月制造业 PMI 数据。

美国制造业 PMI 修复面临挑战, 生产侧拖累幅度较高

美国制造业 PMI 总体下滑。10 月, 美国 ISM 制造业 PMI 录得 46.7, 低于市场预期值 49, 相较于前值 49, 回落 2.3 个点, 连续第十二个月处于收缩区间, 终止了此前连续三个月回升的趋势。10 月, ISM 制造业 PMI 的五个子项中, 仅生产项高于荣枯线, 新订单、自有库存及就业指数下降, 供应商交付指数上升。

就业及新订单对 PMI 拖累幅度较高。就业分项由上个月的 51.2 下滑 4.4 个点至 46.8, 拖累 PMI 指数 0.88 个点, 为拖累最高的分项, 就业放缓可能反映了美国汽车工人联合会(UAW)针对底特律三大汽车制造商罢工的影响。生产指数由 52.5 下降 2.1 个点至 50.4, 新订单下滑 3.7 个点至 45.5, 反映供给需求两侧仍然偏弱。

服务业 PMI 指数 9 月收缩, 仍好于制造业。9 月, 美国服务业 PMI 为 53.6, 高出制造业 PMI 读数 4.6 个点, 二者分化较六月份有所缩小。但近三个月, 服务业 PMI 主要受库存订单、物价分项拉动, 服务业新订单指数边际收缩, 9 月下滑 5.7 个点至 51.8, 反映美国服务业需求侧存在走弱的可能。

制造业需求低迷, 生产放缓, 就业明显收缩

需求侧新订单、出口订单、库存订单均处于收缩区间。10 月新订单下滑 3.7 个百分点至 45.5, 新出口订单为 49.4, 库存订单为 42.2。美国 9 月耐用品新订单增速回升, 但主要受交通运输设备中的飞机订单拉动, 外溢效应不强。美国出口增速总体仍较低, 9 月商品出口同比-2.2%, 食品、中间品出口增速 9 月有所回升, 但增速仍为负。

生产及就业指数双双下滑, 就业跌至荣枯线以下。10 月生产指数下滑至 50.4, 前值 52.5。就业指数为 46.8, 前值 51.2, 下降 4.4 个点, 再次跌至荣枯线以下。同日公布的美国 10 月 ADP 新增就业 11 万人, 低于预期的 15 万人, 且制造业新增就业仅 0.3 万人, 就业放缓可能反映了工人罢工的影响。

客户库存积压未明显缓解。10 月制造业企业自有库存指数 43.3, 较前值回落 2.5 个百分点, 10 月客户库存指数上升 1.5 个点至 48.6, 反映客户库存积压的情况有所增涨。客户库存与新订单分项呈负相关关系, 客户库存反映了制造业厂商对自身下游客户库存情况的判断。当前客户库存仍处于高位, 制造业企业总需求回升的动能可能偏弱。

物价指数反弹, 但商品通胀压力较低。10 月 PMI 物价分项录得 45.1, 前值 43.8, 回升 1.3 个点。年初物价分项短暂反弹后, 当前已重新回落至 50 以下。7 月美国通胀有所反弹, 整体 CPI 同比 9 月降至 3.7%, 商品分项 9 月同比已反弹至 1.4%, 另一方面, 新订单、出口订单等需求侧仍较弱, 美国商品通胀大幅反弹的风险或相对较低。

股市提振, 美元美债收益率回落, OIS 隐含加息预期下降

股市上涨, 美元美债收益率回落。同日公布的数据里, 美国财政部 11 月发债规模低于预期, ADP 就业数据低于预期, 美联储议息会议偏鸽派, 截至收盘, 美股普遍上涨, 纳斯达克涨 1.6%, 标普 500 涨 1.1%, 道指涨 0.7%, 美元指数跌 0.04% 至 106, 10Y 美债收益率下跌 19BP 至 4.7%, 黄金下跌 0.2% 至 1991 美元/盎司。

期货市场隐含利率下降。PMI 数据低于市场预期, 且随后美联储会议偏鸽派, OIS 隐含的联邦基金利率较上周下降, 预计 2023 年底 FFR 为 5.4%, 隐含利率相比例会前下降 0.5bp。CME FedWatch 数据显示, 市场仍定价 12 月利率维持不变。12 月及明年 1 月不加息的概率分别为 80% 及 72%, 均与上周持平, 市场预计降息时间点为明年 6 月份。

风险提示

地缘政治风险加剧; 大宗商品价格反弹; 工资增速放缓不达预期



内容目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 一、美国制造业 PMI 修复面临曲折，生产侧明显拖累 | 3 |
| 二、制造业需求低迷，生产放缓，就业明显收缩 | 5 |
| 三、股市提振，美元美债收益率回落，OIS 隐含加息预期下降 | 8 |
| 风险提示 | 9 |

图表目录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 图表 1: 10 月美国制造业 PMI 录得 46.7 | 3 |
| 图表 2: 美国制造业 PMI 与工业总产值整体仍处于底部 | 3 |
| 图表 3: 美国制造业 PMI 分项，生产、就业及订单均下滑 | 3 |
| 图表 4: 10 月美国制造业 PMI，新订单、就业回落 | 4 |
| 图表 5: 生产、就业、新订单均拖累制造业 PMI | 4 |
| 图表 6: 美国服务业 PMI 与制造业 PMI 分化缩小 | 4 |
| 图表 7: 美国服务业 PMI 主要受库存订单、物价拉动 | 4 |
| 图表 8: 美国服务业 PMI 及分项 | 5 |
| 图表 9: 美国 PMI 新订单、库存订单均处于收缩区间 | 5 |
| 图表 10: 美国食品、中间品、消费品出口增速回升 | 5 |
| 图表 11: 美国 9 月耐用品新订单增速回升 | 6 |
| 图表 12: 耐用品订单中，交通运输设备订单回升较快 | 6 |
| 图表 13: 美国 PMI 自有库存回落、客户库存处于高位 | 6 |
| 图表 14: 客户库存上升可能抑制需求的释放 | 6 |
| 图表 15: 制造业 PMI 就业、生产分项 10 月下降 | 7 |
| 图表 16: 美国 10 月 AD 就业回升但不及预期 | 7 |
| 图表 17: PMI 就业指数与非农就业均处于底部 | 7 |
| 图表 18: 美国 10 月供应交付速度边际放缓 | 7 |
| 图表 19: 2023 年 1-8 月美国罢工情况概览 | 8 |
| 图表 20: 2023 年 1-8 月美国罢工参与人数 | 8 |
| 图表 21: 10 月 PMI 物价分项底部波动 | 8 |
| 图表 22: 9 月美国 CPI 商品项同比已降至-0.4% | 8 |
| 图表 23: PMI 公布后，美股上涨 | 9 |
| 图表 24: PMI 公布后，美元、美债收益率下降 | 9 |
| 图表 25: PMI 公布后，OIS 隐含加息预期回落 | 9 |
| 图表 26: 12 月继续加息概率较低 | 9 |



事件：11月1日，美国 ISM 公布 10 月制造业 PMI 数据。10 月制造业 PMI 录得 46.7，前值 46.4。

一、美国制造业 PMI 修复面临曲折，生产侧明显拖累

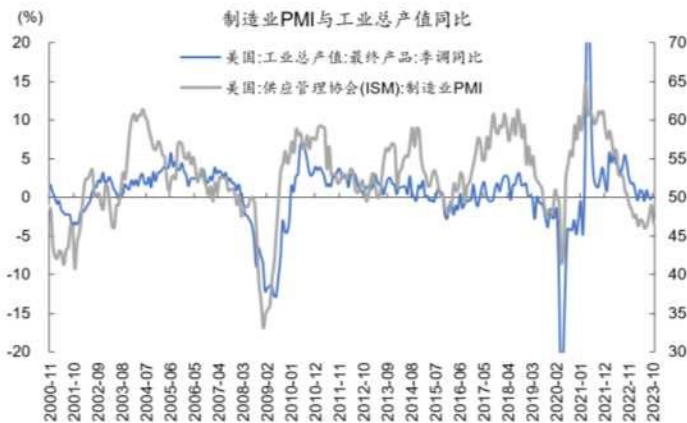
美国制造业 PMI 总体下滑。10 月，美国 ISM 制造业 PMI 录得 46.7，低于市场预期值 49，相较于前值 49，回落 2.3 个点，连续第十二个月处于收缩区间，终止了此前连续三个月回升的趋势。10 月，ISM 制造业 PMI 的五个子项中，仅生产项高于荣枯线，新订单、自有库存及就业指数下降，供应商交付指数上升。

图表 1：10 月美国制造业 PMI 录得 46.7



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：美国制造业 PMI 与工业总产值整体仍处于底部



来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：美国制造业 PMI 分项，生产、就业及订单均下滑

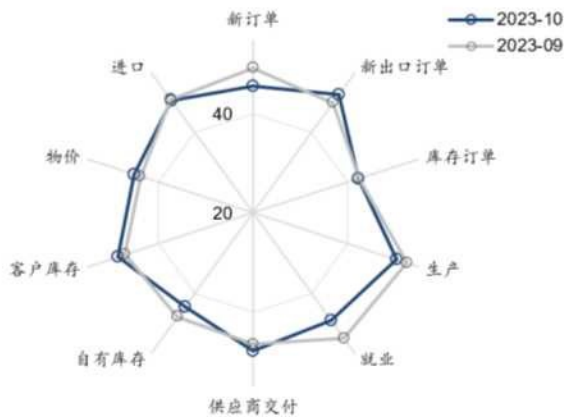
| PMI 项目 | 月度变化 | 23-10 | 23-09 | 23-08 | 23-07 | 23-06 | 23-05 | 23-04 | 23-03 | 23-02 | 23-01 | 22-12 | 22-11 | 22-10 |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ISM:制造业 PMI | ↓ -2.3 | 46.7 | 49.0 | 47.6 | 46.4 | 46.0 | 46.9 | 47.1 | 46.3 | 47.7 | 47.4 | 48.4 | 49.0 | 50.0 |
| 新订单 | ↓ -3.7 | 45.5 | 49.2 | 46.8 | 47.3 | 45.6 | 42.6 | 45.7 | 44.3 | 47.0 | 42.5 | 45.1 | 46.8 | 48.2 |
| 新出口订单 | ↑ 2.0 | 49.4 | 47.4 | 46.5 | 46.2 | 47.3 | 50.0 | 49.8 | 47.6 | 49.9 | 49.4 | 46.2 | 48.4 | 46.5 |
| 库存订单 | ↓ -0.2 | 42.2 | 42.4 | 44.1 | 42.8 | 38.7 | 37.5 | 43.1 | 43.9 | 45.1 | 43.4 | 41.4 | 40.0 | 45.3 |
| 生产 | ↓ -2.1 | 50.4 | 52.5 | 50.0 | 48.3 | 46.7 | 51.1 | 48.9 | 47.8 | 47.3 | 48.0 | 48.6 | 50.9 | 51.9 |
| 就业 | ↓ -4.4 | 46.8 | 51.2 | 48.5 | 44.4 | 48.1 | 51.4 | 50.2 | 46.9 | 49.1 | 50.6 | 50.8 | 48.9 | 49.9 |
| 供应商交付 | ↑ 1.3 | 47.7 | 46.4 | 48.6 | 46.1 | 45.7 | 43.5 | 44.6 | 44.8 | 45.2 | 45.6 | 45.1 | 47.2 | 46.8 |
| 自有库存 | ↓ -2.5 | 43.3 | 45.8 | 44.0 | 46.1 | 44.0 | 45.8 | 46.3 | 47.5 | 50.1 | 50.2 | 52.3 | 51.1 | 53.0 |
| 客户库存 | ↑ 1.5 | 48.6 | 47.1 | 48.7 | 48.7 | 46.2 | 51.4 | 51.3 | 48.9 | 46.9 | 47.4 | 48.2 | 48.7 | 41.6 |
| 物价 | ↑ 1.3 | 45.1 | 43.8 | 48.4 | 42.6 | 41.8 | 44.2 | 53.2 | 49.2 | 51.3 | 44.5 | 39.4 | 43.0 | 46.6 |
| 进口 | ↓ -0.3 | 47.9 | 48.2 | 48.0 | 49.6 | 49.3 | 47.3 | 49.9 | 47.9 | 49.9 | 47.8 | 45.1 | 46.6 | 50.8 |

来源：Wind、国金证券研究所

就业及新订单对 PMI 拖累幅度较高。拖累项方面，就业分项由上个月的 51.2 下滑 4.4 个点至 46.8，拖累 PMI 指数 0.88 个点，为拖累最高的分项，就业放缓可能反映了美国汽车工人联合会(UAW)针对底特律三大汽车制造商罢工的影响。生产指数由 52.5 下降 2.1 个点至 50.4，新订单下滑 3.7 个点至 45.5，自有库存下滑 2.5 个点至 43.3，反映供给需求两侧仍然偏弱。拉动项方面，供应商交付指数回升 1.3 个点至 47.7，拉动 PMI 回升。

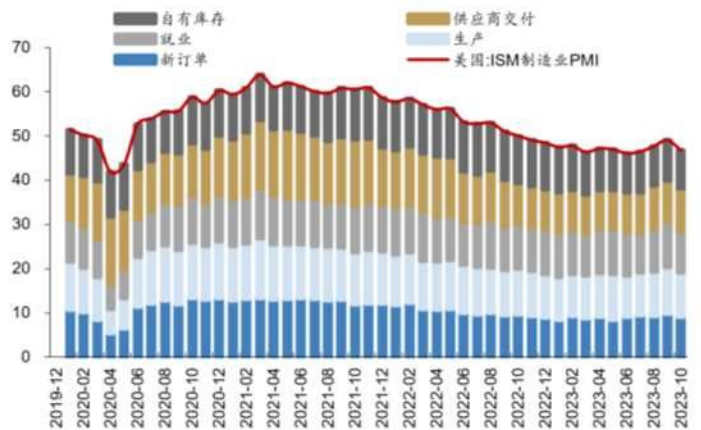


图表4: 10月美国制造业PMI, 新订单、就业回落



来源: Wind、国金证券研究所

图表5: 生产、就业、新订单均拖累制造业PMI



来源: Wind、国金证券研究所

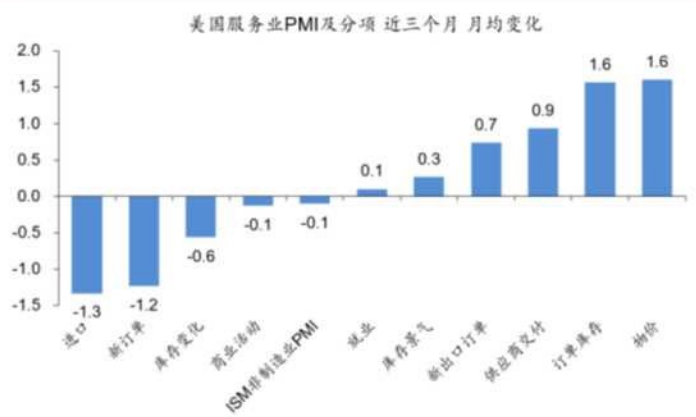
服务业 PMI 指数 9 月收缩, 仍好于制造业。9 月, 美国服务业 PMI 为 53.6, 高出制造业 PMI 读数 4.6 个点, 二者分化较六月份有所缩小。但近三个月, 服务业 PMI 主要受库存订单、物价分项拉动, 服务业新订单指数边际收缩, 9 月下滑 5.7 个点至 51.8, 反映美国服务业需求侧存在走弱的可能。服务物价指数今年 6 月之后加速上升, 9 月达到 58.9, 反映服务业通胀降幅或放缓。

图表6: 美国服务业 PMI 与制造业 PMI 分化缩小



来源: Wind、国金证券研究所

图表7: 美国服务业 PMI 主要受库存订单、物价拉动



来源: Wind、国金证券研究所



图表8: 美国服务业PMI及分项

| PMI项目 | 月度变化 | 23-09 | 23-08 | 23-07 | 23-06 | 23-05 | 23-04 | 23-03 | 23-02 | 23-01 | 22-12 | 22-11 | 22-10 | 22-09 |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 美国: ISM非制造业PMI | ↓ -0.9 | 53.6 | 54.5 | 52.7 | 53.9 | 50.3 | 51.9 | 51.2 | 55.1 | 55.2 | 49.2 | 55.5 | 54.5 | 55.9 |
| 商业活动 | ↑ 1.5 | 58.8 | 57.3 | 57.1 | 59.2 | 51.5 | 52.0 | 55.4 | 56.3 | 60.4 | 53.5 | 61.6 | 55.6 | 59.1 |
| 新订单 | ↓ -5.7 | 51.8 | 57.5 | 55.0 | 55.5 | 52.9 | 56.1 | 52.2 | 62.6 | 60.4 | 45.2 | 55.8 | 56.8 | 60.6 |
| 订单库存 | ↑ 6.8 | 48.6 | 41.8 | 52.1 | 43.9 | 40.9 | 49.7 | 48.5 | 52.8 | 52.9 | 51.5 | 51.8 | 52.2 | 52.5 |
| 供应商交付 | ↑ 1.9 | 50.4 | 48.5 | 48.1 | 47.6 | 47.7 | 48.6 | 45.8 | 47.6 | 50.0 | 48.5 | 53.8 | 56.2 | 53.9 |
| 新出口订单 | ↑ 1.6 | 63.7 | 62.1 | 61.1 | 61.5 | 59.0 | 60.9 | 43.7 | 61.7 | 59.0 | 47.7 | 38.4 | 47.7 | 65.1 |
| 进口 | ↓ -1.7 | 50.6 | 52.3 | 52.3 | 54.6 | 50.0 | 51.3 | 43.6 | 52.6 | 53.0 | 52.7 | 59.5 | 50.4 | 51.3 |
| 库存变化 | ↓ -3.5 | 54.2 | 57.7 | 50.4 | 55.9 | 58.3 | 47.2 | 52.8 | 50.6 | 49.2 | 45.1 | 47.9 | 47.2 | 44.1 |
| 库存景气 | ↓ -6.7 | 54.8 | 61.5 | 56.6 | 54.0 | 61.0 | 48.9 | 57.9 | 55.3 | 55.8 | 55.9 | 44.2 | 46.4 | 47.2 |
| 物价 | ↓ 0.0 | 58.9 | 58.9 | 56.8 | 54.1 | 56.2 | 59.6 | 59.5 | 65.6 | 67.8 | 68.1 | 70.1 | 70.9 | 68.7 |
| 就业 | ↓ -1.3 | 53.4 | 54.7 | 50.7 | 53.1 | 49.2 | 50.8 | 51.3 | 54.0 | 50.0 | 49.4 | 50.6 | 49.2 | 53.0 |

来源: Wind、国金证券研究所

二、制造业需求低迷，生产放缓，就业明显收缩

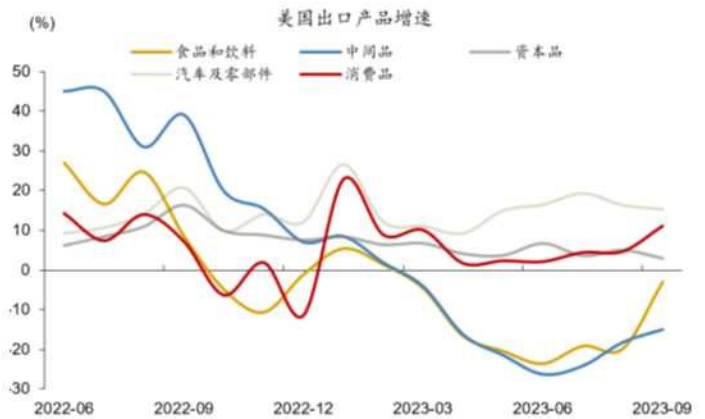
需求侧新订单、出口订单、库存订单均处于收缩区间。10月新订单下滑3.7个百分点至45.5，新出口订单为49.4，库存订单为42.2。内需方面，美国9月耐用品新订单增速回升，但主要受交通运输设备中的飞机订单拉动，外溢效应不强。制造业整体订单增速仍处于低位。外需方面，美国出口增速总体仍较低，9月商品出口同比-2.2%，但汽车及零部件出口同比增速较高，9月达15%，前值16%。消费品出口增速回升，9月为11%，前值4.6%。食品、中间品出口增速9月有所回升，但增速仍为负。

图表9: 美国PMI新订单、库存订单均处于收缩区间



来源: WIND、国金证券研究所

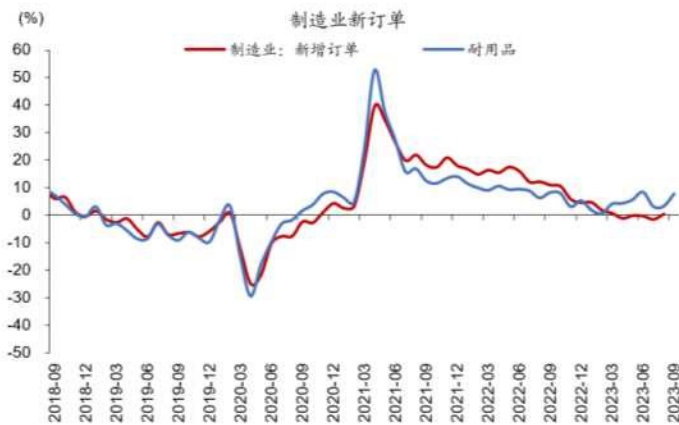
图表10: 美国食品、中间品、消费品出口增速回升



来源: Wind、国金证券研究所

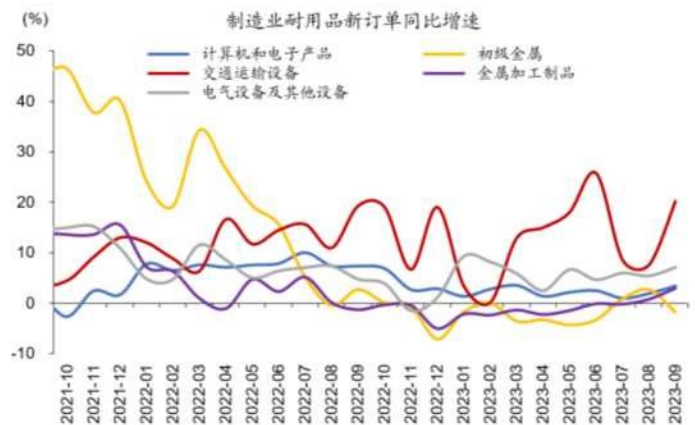


图表11: 美国9月耐用品新订单增速回升



来源: WIND、国金证券研究所

图表12: 耐用品订单中, 交通运输设备订单回升较快



来源: Wind、国金证券研究所

客户库存积压未明显缓解。10月制造业企业自有库存指数43.3, 较前值回落2.5个百分点, 10月客户库存指数上升1.5个点至48.6, 反映客户库存积压情况增加。客户库存与新订单分项呈负相关关系, 客户库存反映了制造业厂商对自身下游客户库存情况的判断。如果客户库存偏高, 制造业新订单可能会受抑制。当前客户库存仍处于高位, 总需求回升的动能可能偏弱。

图表13: 美国PMI自有库存回落、客户库存处于高位



来源: WIND、国金证券研究所

图表14: 客户库存上升可能抑制需求的释放



来源: Wind、国金证券研究所

生产及就业指数双双下滑, 就业跌至荣枯线以下。10月生产指数下滑至50.4, 前值52.5。就业指数为46.8, 前值51.2, 下降4.4个点, 再次跌至荣枯线以下。同日公布的美国10月ADP新增就业11万人, 低于预期的15万人, 且制造业新增就业仅0.3万人, 就业放缓可能反映了美国汽车工人联合会(UAW)针对底特律三大汽车制造商罢工的影响。供应商交付指数上升至47.7, 前值46.4, 表明交付速度较快, 但速度放缓。

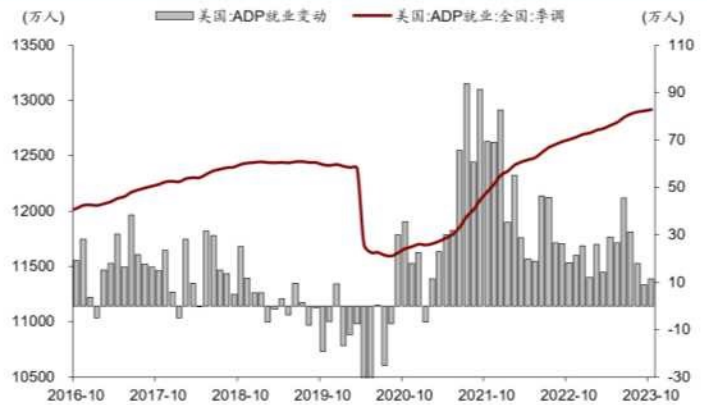


图表15: 制造业 PMI 就业、生产分项 10 月下降



来源: WIND、国金证券研究所

图表16: 美国 10 月 ADP 就业回升但不及预期



来源: Wind、国金证券研究所

图表17: PMI 就业指数与非农就业均处于底部



来源: WIND、国金证券研究所

图表18: 美国 10 月供应交付速度边际放缓



来源: Wind、国金证券研究所

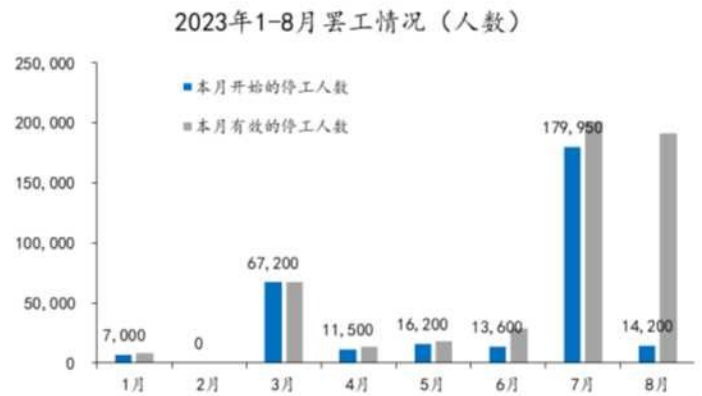
2022 年初疫情管控措施放开以来,美国罢工 (Work Stoppages) 活动层出不穷,似有“罢工潮”之势。截止到 8 月底,美国参与人数超过 1,000 人的罢工次数已经达到 19 次,累计参与人数和有效停工人数分别为 31 万和 52 万,损失工作天数占比达到 0.21%。从月度变化情况看,3 季度以来似有加速态势。年度比较看,2020-2023 年(1-8 月)罢工次数和参与人数均在上行。其中,2023 年 1-8 月罢工人数和损失工作天数已经超过 2022 年全年。



图表19: 2023年1-8月美国罢工情况概览

| 月份 | 本月开始的停工次数 | 本月有效的停工数量 | 本月开始的停工人数 | 本月有效的停工人数 | 本月开始的停工天数 | 本月有效的停工天数 | 空闲天数占总工作时间的百分比 |
|----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------------|
| 1月 | 1 | 2 | 7,000 | 8,000 | 21,000 | 34,000 | |
| 2月 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 3月 | 2 | 2 | 67,200 | 67,200 | 199,400 | 199,400 | 0.01% |
| 4月 | 3 | 4 | 11,500 | 13,700 | 52,700 | 96,700 | |
| 5月 | 3 | 4 | 16,200 | 18,400 | 271,000 | 319,400 | 0.01% |
| 6月 | 5 | 8 | 13,600 | 29,000 | 71,800 | 376,500 | 0.01% |
| 7月 | 2 | 6 | 179,950 | 201,100 | 1,965,000 | 2,273,000 | 0.07% |
| 8月 | 3 | 8 | 14,200 | 191,100 | 48,000 | 4,107,900 | 0.11% |
| 总计 | 19 | 34 | 309,650 | 528,500 | 2,628,900 | 7,406,900 | 0.21% |

图表20: 2023年1-8月美国罢工参与人数



来源: BLS、国金证券研究所。说明: 罢工人数和累计天数均四舍五入到最接近的百位数。

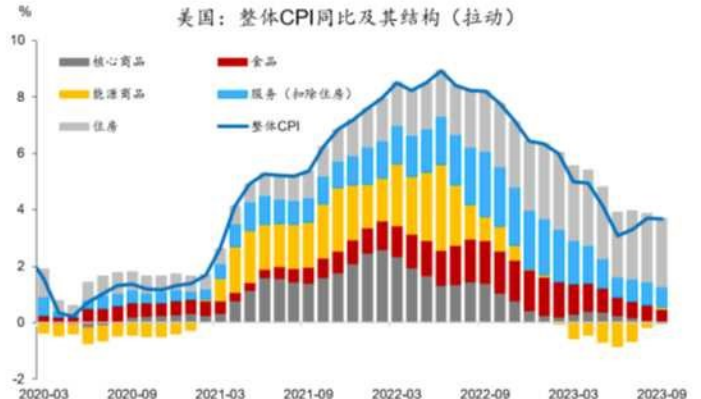
物价指数反弹, 但商品通胀压力较低。10月PMI物价分项录得45.1, 前值43.8, 回升1.3个点。年初物价分项短暂反弹后, 当前已重新回落至50以下。7月美国通胀有所反弹, 整体CPI同比9月降至3.7%, 商品分项9月同比已反弹至1.4%, 另一方面, 新订单、出口订单等需求侧仍较弱, 美国商品通胀大幅反弹的风险或相对较低。

图表21: 10月PMI物价分项底部波动



来源: WIND、国金证券研究所

图表22: 9月美国CPI商品项同比已降至-0.4%



来源: Wind、国金证券研究所

三、股市提振, 美元指数和美债收益率回落, OIS 隐含加息预期下降

股市上涨, 美元美债收益率回落。11月1日同日, 美国财政部11月发债规模低于预期, ADP就业数据低于预期, 美联储议息会议偏鸽派, 带动股市上涨, 美元及美债收益率下降。截至收盘, 美股普遍上涨, 纳斯达克涨1.6%, 标普500涨1.1%, 道指涨0.7%, 美元指数跌0.04%至106, 10Y美债收益率下跌19BP至4.7%, 黄金下跌0.2%至1991美元/盎司, WTI原油下跌1.7%至81美元。



图表23: PMI公布后, 美股上涨



来源: Bloomberg、国金证券研究所

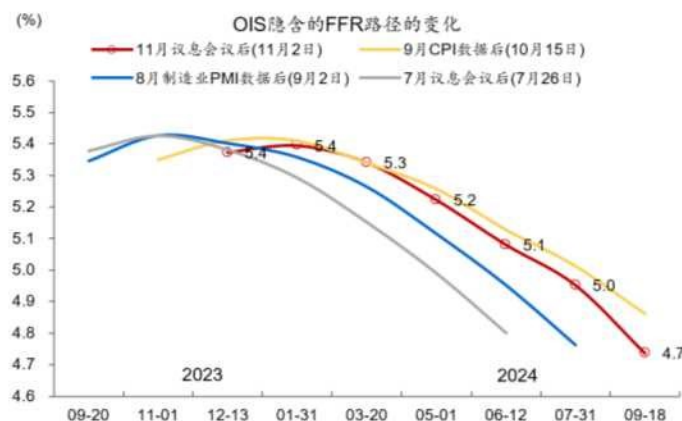
图表24: PMI公布后, 美元、美债收益率下降



来源: Bloomberg、国金证券研究所

期货市场隐含利率下降。PMI 数据低于市场预期, 且随后的美联储会议偏鸽派, OIS 隐含的联邦基金利率较上周下降, 预计 2023 年底 FFR 为 5.4%, 隐含利率相比比例会前下降 0.5bp。CME FedWatch 数据显示, 市场仍定价 12 月利率维持不变。12 月及明年 1 月不加息的概率分别为 80%及 72%, 均与上周持平, 市场预计降息时间点为明年 6 月份。

图表25: PMI公布后, OIS 隐含加息预期回落



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表26: 12月继续加息概率较低

| 区间/日期 | 23-09 | 23-11 | 23-12 | 24-01 | 24-03 | 24-05 | 24-06 | 24-07 | 24-09 | 24-11 | 24-12 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 575-600 | 0 | 0 | 0 | 2 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 550-575 | 2 | 0 | 20 | 26 | 22 | 12 | 6 | 2 | 1 | 1 | 0 |
| 525-550 | 98 | 100 | 80 | 72 | 63 | 43 | 26 | 13 | 7 | 3 | 2 |
| 500-525 | 0 | 0 | 0 | 0 | 14 | 38 | 41 | 31 | 20 | 13 | 7 |
| 475-500 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 7 | 24 | 34 | 33 | 26 | 18 |
| 450-475 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 16 | 28 | 30 | 27 |
| 425-450 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2 | 11 | 20 | 26 |
| 400-425 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 7 | 15 |
| 375-400 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 5 |
| 350-375 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 325-350 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 300-325 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 275-300 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

来源: Bloomberg、国金证券研究所

风险提示

1. 地缘政治风险加剧: 俄乌冲突尚未结束, 巴以冲突增添新的不确定性。美国拜登政府正计划增加 1,000 亿美元军费开支, 其中 600 亿支持乌克兰, 400 亿支持以色列。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来, 海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期: 与 2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%, 在全球性劳动短缺的情况下, 美欧 2023 年仍面临超额工资通胀压力。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|----------------------------|----------------------------|----------------------------|
| 电话: 021-60753903 | 电话: 010-85950438 | 电话: 0755-83831378 |
| 传真: 021-61038200 | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 传真: 0755-83830558 |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn | 邮编: 100005 | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204 | 地址: 北京市东城区建内大街 26 号 | 邮编: 518000 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 | 新闻大厦 8 层南侧 | 地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 |
| 紫竹国际大厦 7 楼 | | 18 楼 1806 |



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究