

美国经济

PMI超预期回升显示经济韧性

1月服务业PMI大幅反弹至53.4，高于市场预期。就业指数大幅回升，受建筑、餐饮和公共服务三大行业就业扩张带动，其他行业就业持平或有所降温。制造业PMI继续小幅回升但仍处于收缩区间，新订单指数自2022年8月以来重回扩张。受红海危机影响，制造业价格指数与交付时间有所增加。PMI超预期回升显示美国经济仍有韧性。但随着实际利率高企和货币政策紧缩效应显现，经济活动将逐步放缓。我们维持美联储可能从5月开始降息、全年降息1.5个百分点的预测。美联储可能在3月给出是否放缓QT指引。由于1Q24美国经济尚未显著冷却，10年国债收益率仍有波动。预计美国潜在名义GDP增速4.2%左右是10年国债收益率的上限，2024年末10年国债收益率可能降至3.75%。预计美国GDP增速将从2023年的2.5%降至2024年的1.2%，总需求放缓和供应链恢复将推动PCE通胀从2023年的3.7%降至2024年的2.5%，名义GDP增速从2023年的6.3%降至2024年的3.7%。

■ **服务业PMI超预期反弹，受益于就业和新订单指数回升。**ISM服务业PMI从12月的50.6反弹至53.4，高于市场预期的52，连续13个月在扩张区间。其中商业活动指数保持在55.8。就业指数从12月的43.3大幅反弹至1月的50.5，重返扩张区间，近期节假日等因素导致季节调整后就业数据波动较大。就业指数反弹主要受建筑、餐饮和公共服务三大行业就业扩张带动，其他行业就业持平或有所降温。新订单指数从52.8回升至55，显示服务业需求旺盛。库存指数从49.6继续下降至49.1，显示企业去库存速度加快。物价指数从57.4大幅上升至64，显示服务通胀压力上升，有企业表示红海危机导致了更长的海运时间和更高的成本。供应商交付指数从49.5上升至52.4，交付时间延长。新出口订单指数从50.4升至56.1，进口指数从57下降至54.5。分行业来看，医疗卫生与社会救助、农林牧渔、专业、科学与技术服务、政府服务、公用事业和餐饮住宿等十个行业PMI显著扩张。对利率较为敏感的行业如房地产、租赁、建筑业和金融与保险以及信息技术和零售等行业则在收缩。根据历史经验，服务业PMI超过49%预示经济扩张。1月53.4的服务业PMI对应年化GDP增速约为1.5%。

■ **制造业PMI小幅回升但仍在收缩区间。**制造业PMI从12月的47.1反弹至1月的49.1，连续15个月处于收缩区间。在17个主要行业中，13个行业进一步收缩，包括木制品、机械、橡胶与塑料制品、非金属矿物产品和家具等。服装、纺织、运输设备和化工产品行业报告扩张。制造业产出和新订单指数从12月的49.9和47升至50.4和52.5，显示生产活动与需求有所恢复，新订单指数自2022年8月以来首次扩张。受益于此，库存指数也从43.9升至46.2，显示企业去库存速度放缓。受红海危机影响，制造业价格指数从12月的45.2大幅上升至52.9，8个月以来重回扩张区间，预示1月原材料价格有所反弹，PPI降幅或将缩窄。供应商交付指数从12月的47升至1月的49.1，交付时间缩短。制造业就业指数从12月的47.5降至47.1，出口订单下降至45.2，进口订单上升至50.1，预示贸易赤字将有所扩大。基于历史经验，制造业PMI低于50显示制造业收缩，低于42.5往往表明整体经济收缩，49.1的制造业PMI值对应的GDP增速约为1.9%。

■ **经济表现持续超预期，美联储可能在5月开始降息。**PMI数据显示美国经济仍有韧性，就业市场虽有放缓迹象，但放缓速度仍慢于市场预期。目前实际利率已升至历史高位，货币政策紧缩对经济的抑制将逐步显现，尤其是资本密集行业和企业投资将继续受高利率和信贷条件收紧的影响。随着就业市场降温、收入放缓和消费信贷收紧，家庭消费可能逐步放缓。美联储可能在5月开始降息，全年降息1.5个百分点。在降息之后，实际利率依然较高，货币政策仍处于紧缩性状态。同时BTFP将在3月停止，银行体系将重新面临流动性压力，美联储可能会在3月开始给出是否缩减QT规模指引。由于1Q24美国经济尚未显著冷却，10年国债收益率仍有波动。预计美国潜在名义GDP增速4.2%左右是10年国债收益率的上限，2024年末10年国债收益率可能降至3.75%。

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

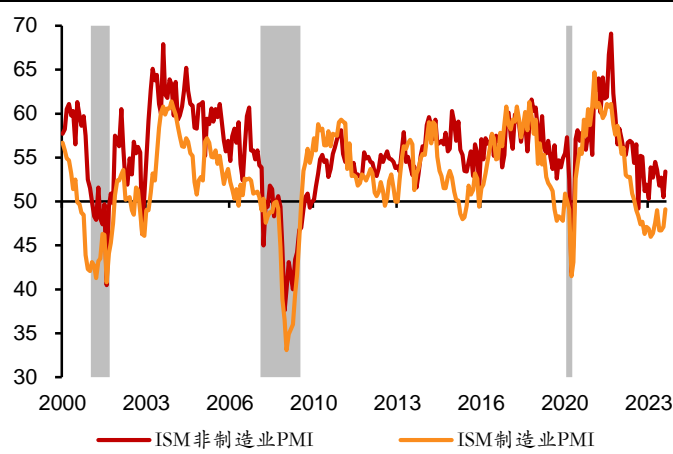
yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

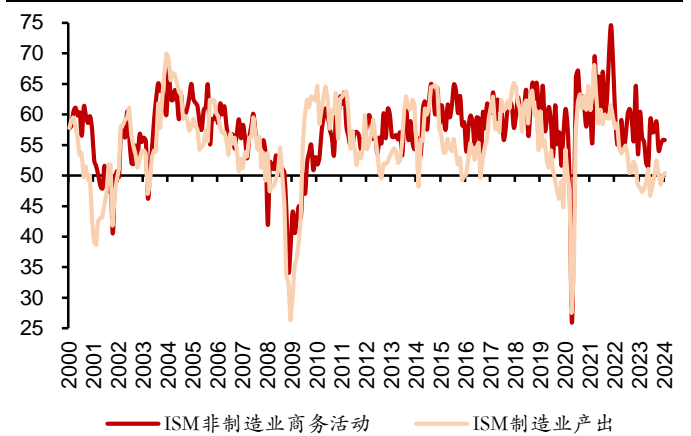
frankliu@cmbi.com.hk

图 1: 非制造业与制造业 PMI



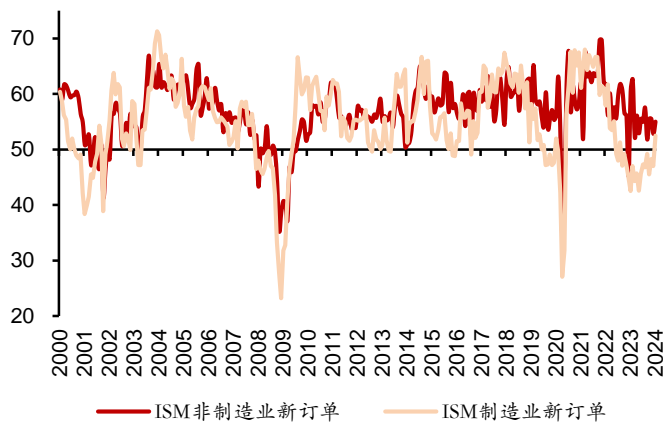
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 产出指数



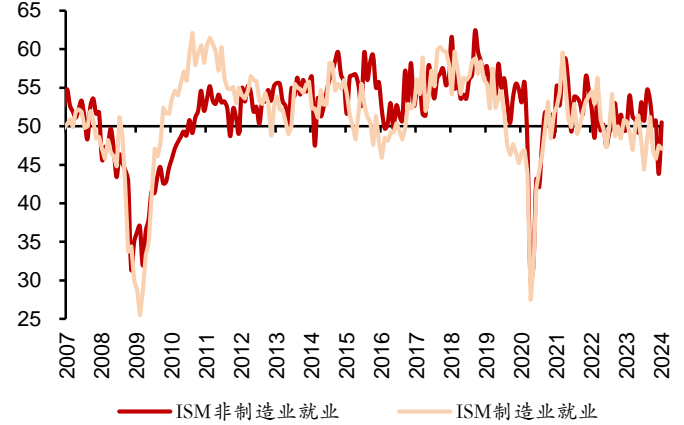
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 新订单指数



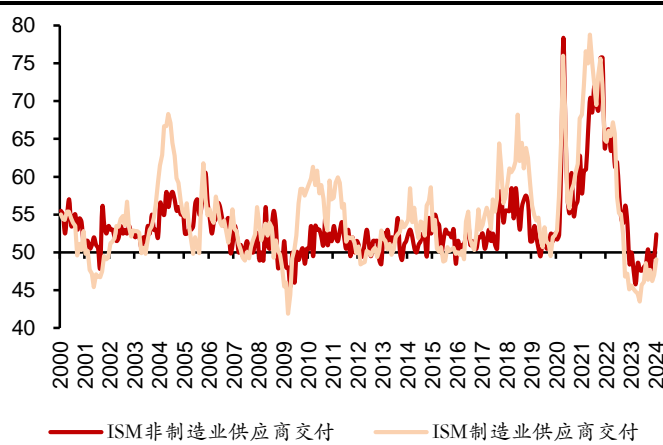
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 就业指数



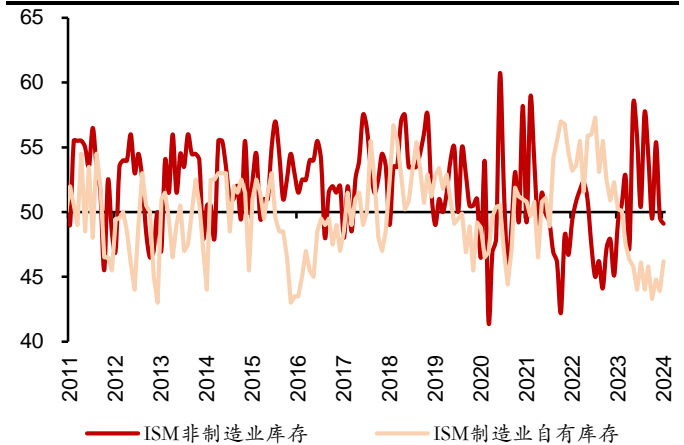
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 供应商交付指数



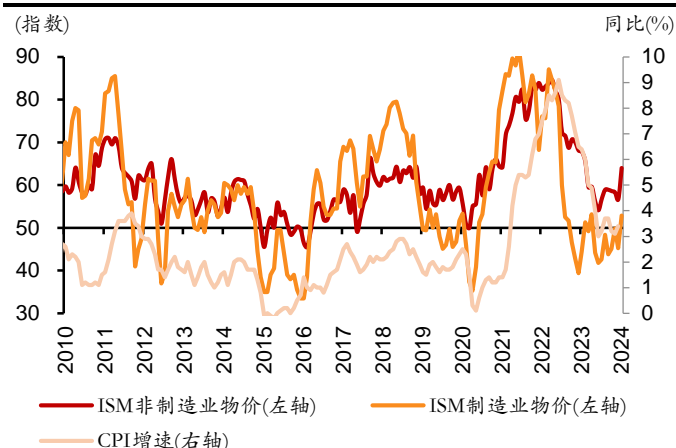
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 库存指数



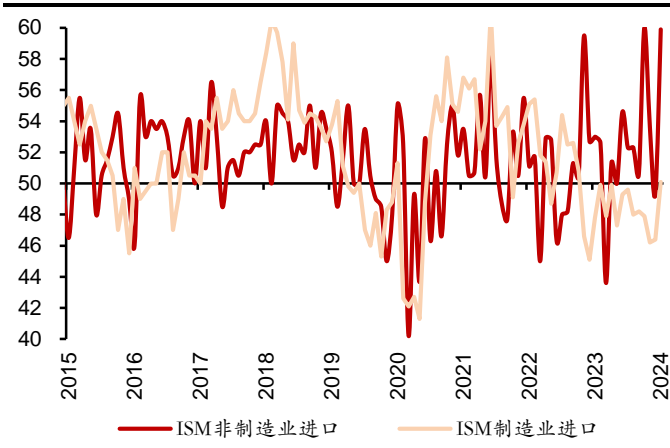
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 物价指数与 CPI 增速



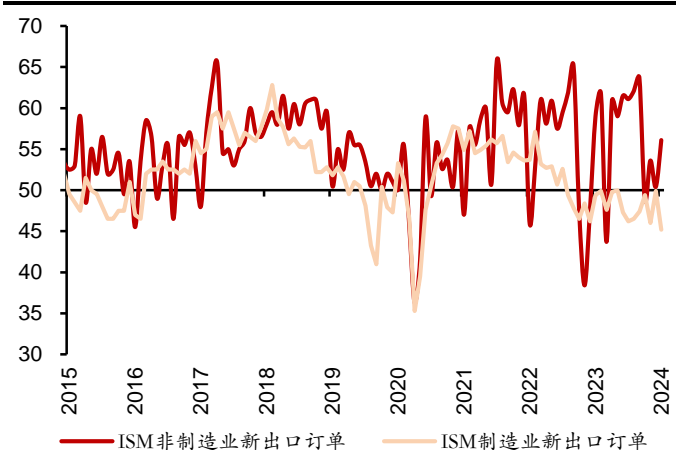
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 进口指数



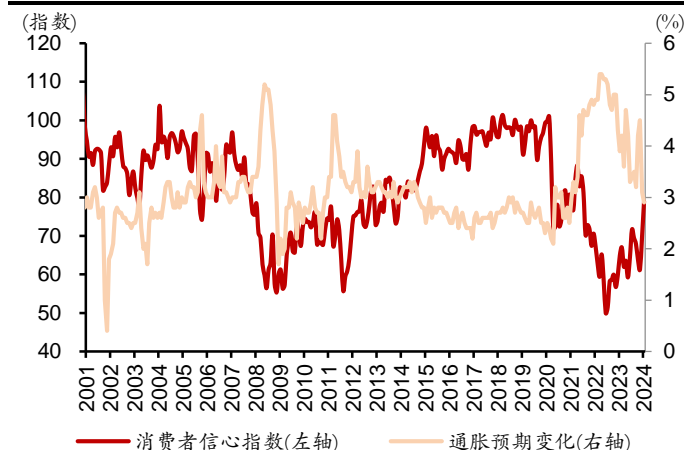
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 新出口订单指数



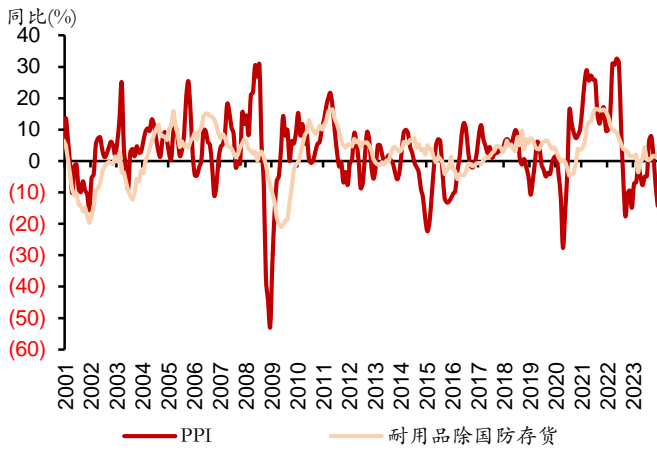
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 消费者信心和通胀预期



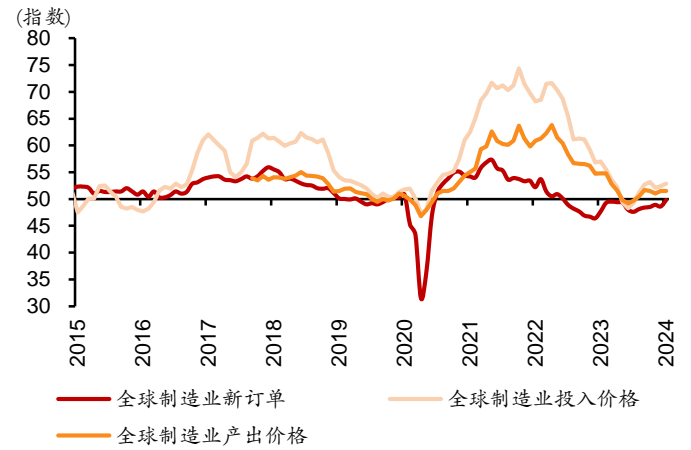
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: PPI 与耐用品存货增速



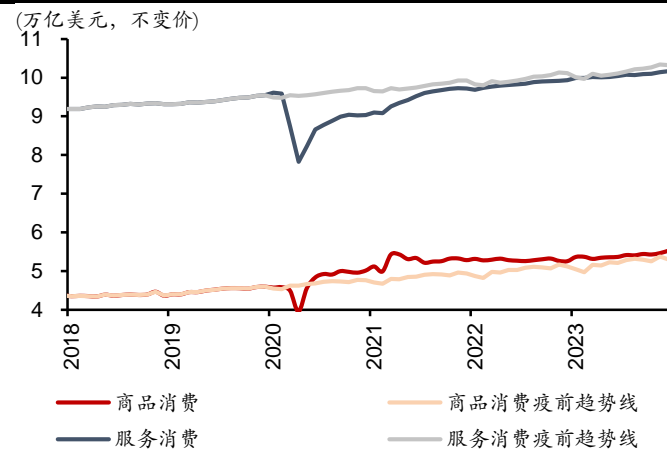
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 全球制造业 PMI



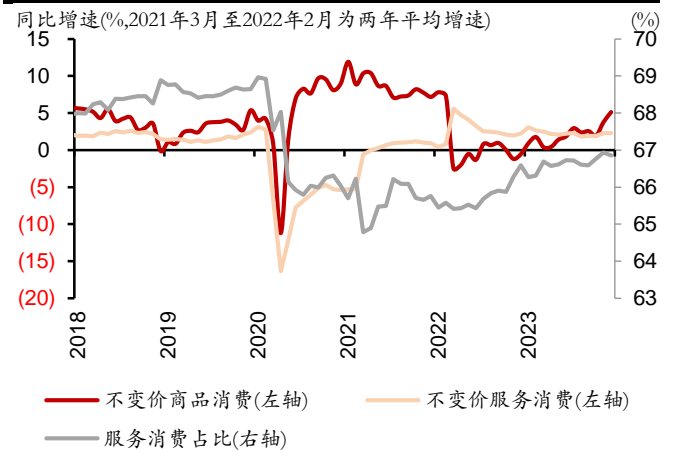
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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: 不变价消费增速与服务消费占比



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 个月的潜在变幅在-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	: 招银国际证券并未给予投资评级

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定。

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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。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国投资者

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。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。