

美国经济

制造业重回扩张，服务业小幅放缓

3月制造业PMI经历16个月收缩后重回扩张，超出市场预期，显示商品需求小幅反弹。服务业PMI仍在扩张区间但小幅回落，显示服务经济温和放缓。服务业与制造业就业指数均连续两个月收缩，显示就业市场降温。制造业价格指数大幅上升，但服务业价格指数回落，预示商品通胀可能反弹，但核心通胀或继续放缓。制造业和服务业PMI数据对10年期国债收益率产生相反作用。由于今年以来经济超预期和通胀反弹，美联储正在引导市场调整之前对降息路径过度乐观的预期。市场对年内降息次数预期可能从之前的3次降至1-2次。在经济和通胀温和放缓的基准情景下，为降低中小银行压力和避免政策在临近大选时急剧转向，美联储可能选择在6月首次降息。我们仍维持全年可能降息100个基点的预测，但由于经济和通胀韧性，高利率持续时间比预期更长。回顾政策利率调整历史，我们发现低利率持续过久预示未来加息更陡，而高利率持续过久意味着未来降息可能更陡。如果未来2-3年美国潜在名义GDP增速逐步回到4%左右，那么中性名义利率水平约为3.5%，这可能是通胀逐步回到目标水平后政策利率的中枢水平。

■ **服务业PMI保持扩张但连续回落，就业持续收缩，物价指数放缓。**3月ISM服务业PMI从2月的52.6小幅回落至51.4，略低市场预期的52.8，连续2个月回落并接近近四年以来低点。新订单指数从56.1下降至54.4，显示服务业需求有所降温。商业活动指数从57.2小幅上升至57.4。就业指数延续收缩，但从48小幅增加至48.5，近期JOLTS数据显示企业招工率下降，美国就业市场温和放缓。库存指数从47.1继续降至45.6。物价指数从58.6大幅下降至53.4，创疫情后最低，显示服务通胀延续放缓。供应商交付指数从48.9降至45.4，交付时间继续缩短。新出口订单指数从51.6升至52.7，进口指数从54.3下降至52.4。分行业来看，建筑业、农林牧渔、零售、政府服务、医疗卫生与社会救助、餐饮住宿、专业、科学与技术服务和金融与保险等十二个行业有所扩张。房地产与租赁以及运输和仓储等行业则在收缩。根据历史经验，服务业PMI超过49预示经济扩张，3月服务业PMI值对应年化GDP增速约为0.8%。

■ **制造业PMI在16个月重回扩张，产出指数大幅反弹。**制造业PMI从2月的47.8反弹至3月的50.3，大幅高于市场预期的48.3，连续16个月收缩后重回扩张。在主要行业中，家具、塑料和橡胶、电气设备、机械和电脑和电子产品等6个行业延续收缩，比上个月减少1个行业；纺织、非金属矿物制品、纸制品、石油煤炭和初级金属品等9个行业报告扩张，较上月增加1个。制造业产出和新订单指数分别从2月的48.4和49.2大幅上升至54.6和51.4，显示生产活动与需求有所改善。自有库存指数从45.3升至48.2，显示企业去库存速度放缓。价格指数从52.5升至55.8，制造业出厂价格继续反弹，PPI同比增幅或继续扩大。供应商交付指数从2月的50.1降至49.9，交货速度变快。制造业就业指数从45.9回升至47.4，连续6月收缩，为后疫情以来最长。出口订单和进口订单分别保持在51.6和53。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，3月制造业PMI值对应的GDP增速约为2.2%。

■ **市场正在调整之前对降息路径的过度乐观预期。**今年以来美国经济持续超预期，房价反弹，服务通胀下降趋缓。同时，欧洲和中国经济也好于预期，加上中东冲突风险上升，大宗商品价格明显反弹。因此，美国去通胀明显变缓，美联储开始释放不急于降息的信号，引导市场调整之前对降息路径的过度乐观预期，美债收益率和美元指数再度反弹。随着高利率紧缩效应持续释放，美国经济可能温和放缓。为降低中小银行压力和避免政策在临近大选时急剧转向，美联储可能提前在6月首次降息。我们仍维持全年可能降息100个基点的预测，但由于经济和通胀韧性，高利率持续时间比预期更长。回顾政策利率调整历史可以发现，低利率持续过久预示未来加息更陡，而高利率持续过久意味着未来降息可能更陡。如果未来2-3年美国潜在名义GDP增速逐步回到4%左右，那么中性名义利率水平估计在3.5%左右，这可能是通胀逐步回到目标水平后政策利率的中枢水平。

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

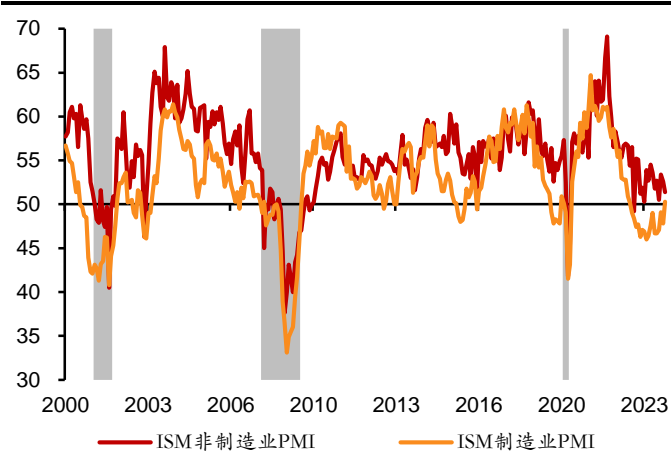
yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

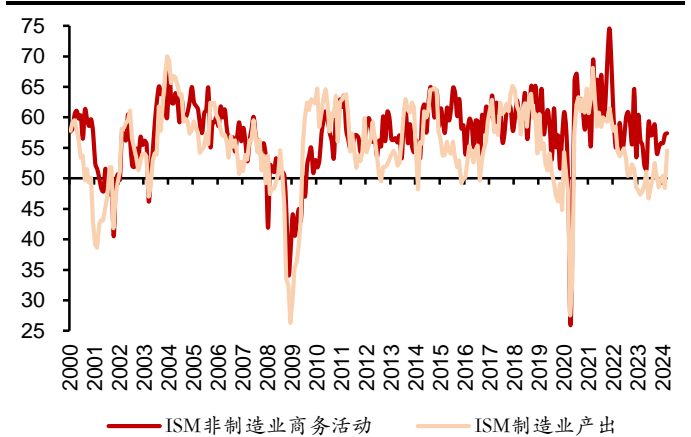
frankliu@cmbi.com.hk

图 1: 非制造业与制造业 PMI



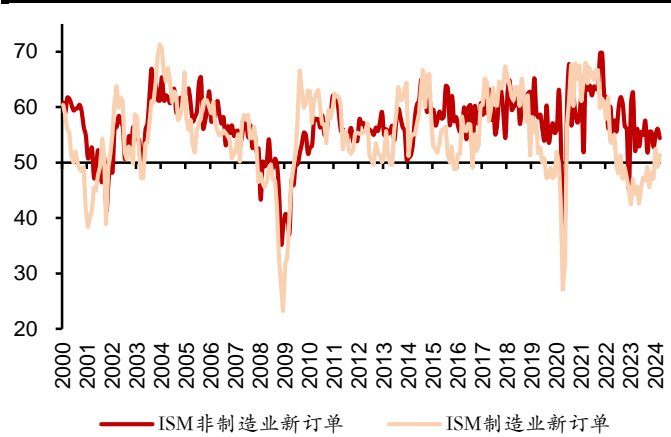
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 产出指数



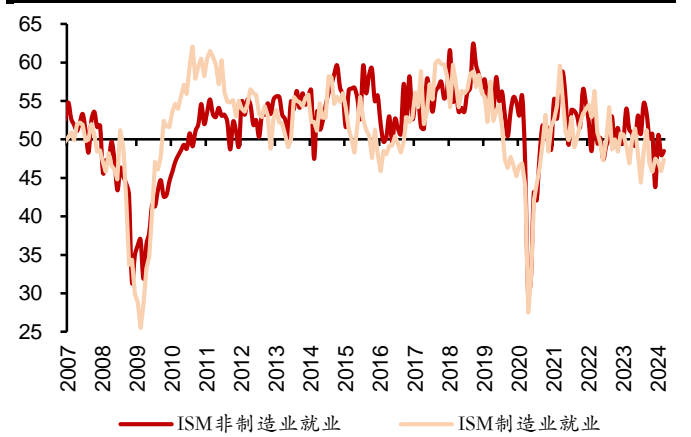
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 新订单指数



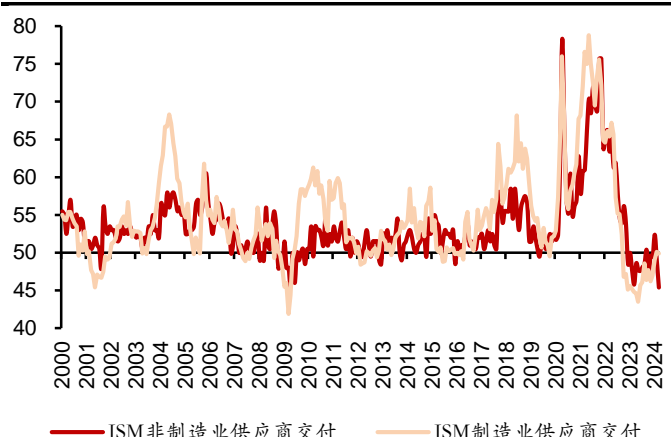
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 就业指数



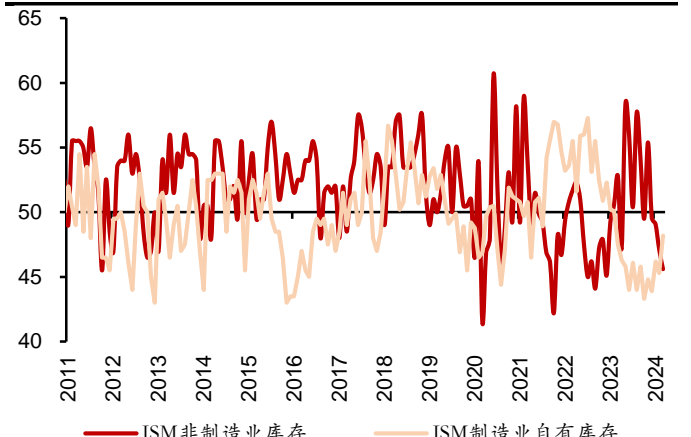
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 供应商交付指数



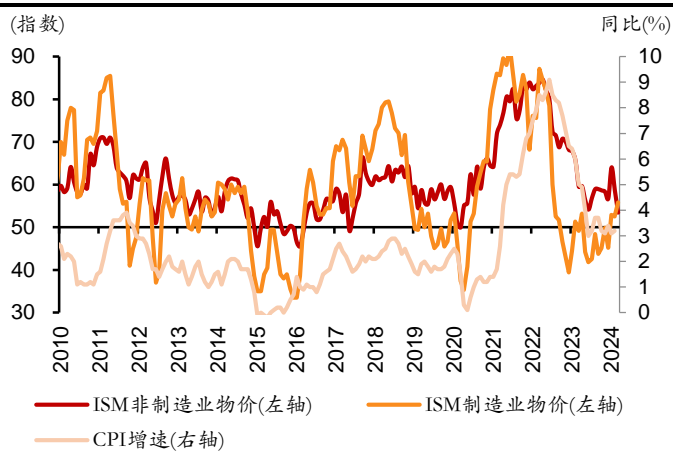
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 库存指数



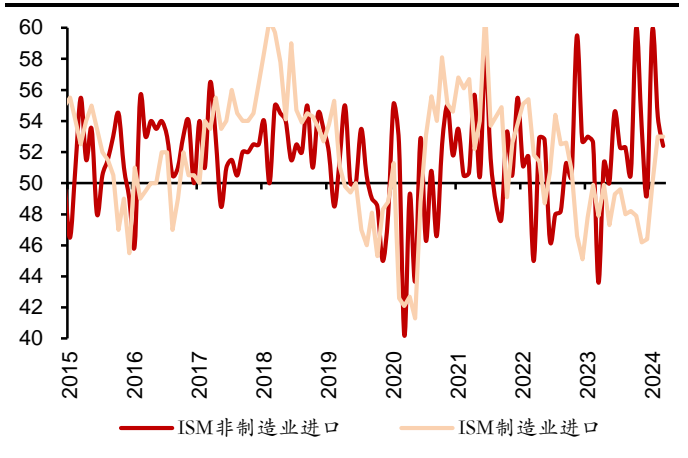
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 物价指数与 CPI 增速



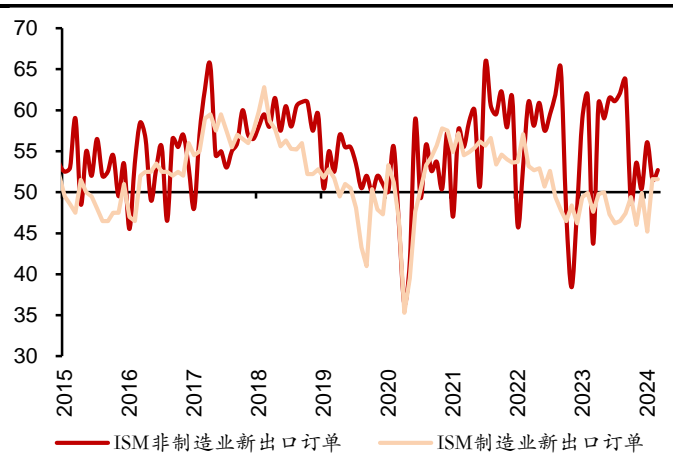
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 进口指数



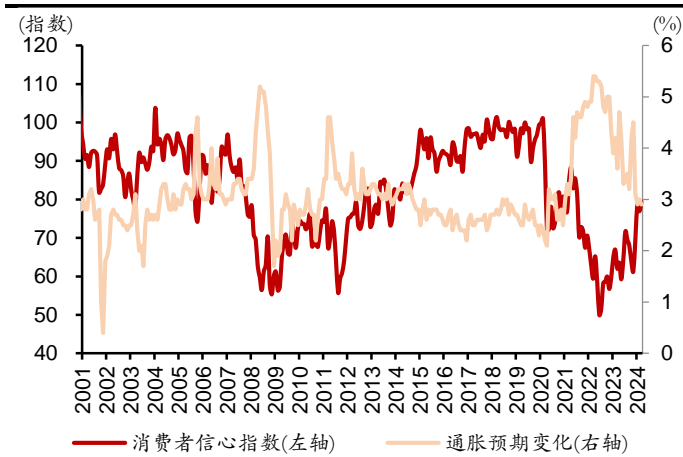
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 新出口订单指数



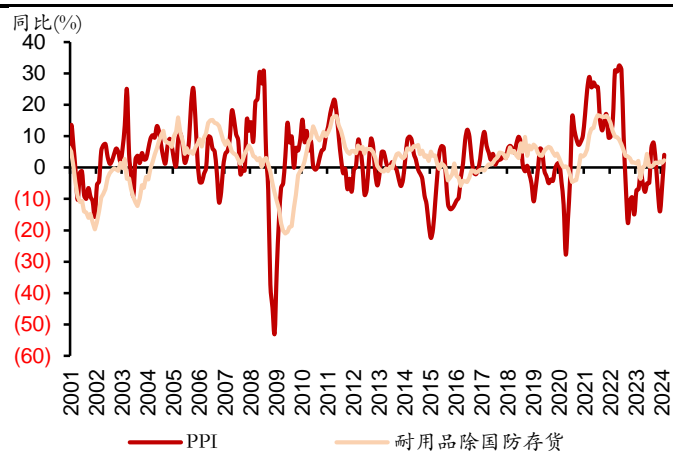
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 消费者信心和通胀预期



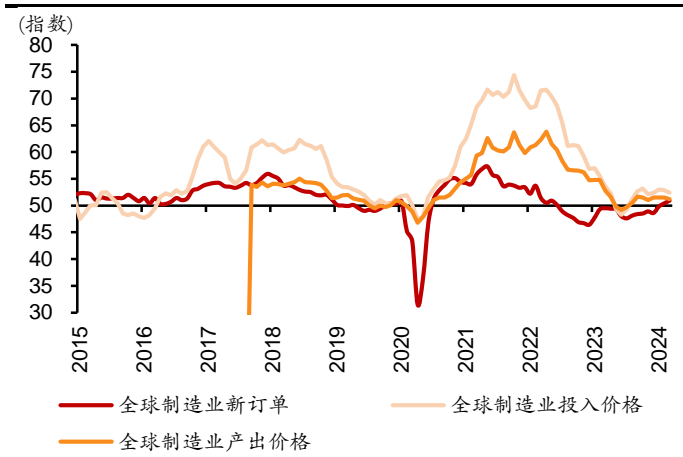
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: PPI 与耐用品除国防存货



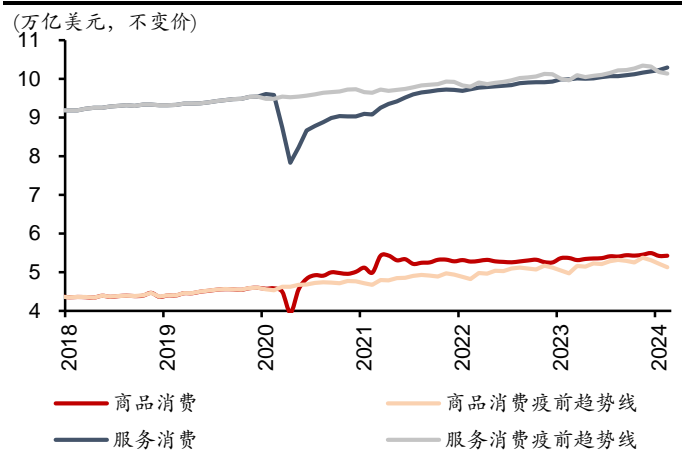
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 全球制造业 PMI



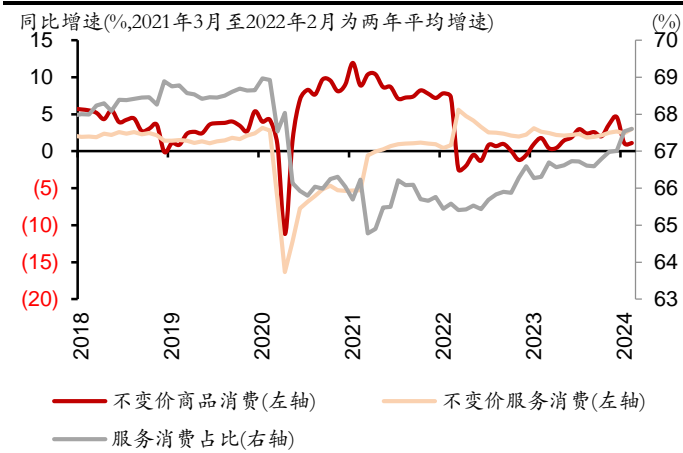
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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错误、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，都应当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撰写的报告。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