

美国经济

延续放缓

6月服务业PMI大幅回落进入收缩区间，制造业PMI收缩幅度扩大，显示经济和通胀延续放缓。服务业商业活动4年来首次收缩，新订单指数1年多以来首次收缩，就业指数连续5个月收缩，价格指数显示服务业通胀回落。制造业新订单延续收缩，生产和就业重回收缩区间。美联储会议纪要显示票委们大部分认同经济正在缓慢降温，但强调需要更多数据来确信去通胀进展，对政策路径仍有分歧。展望下半年，随着实际利率上升、美元强势和外需走弱，美国经济或延续放缓。通胀将温和回落，就业需求降温和移民流入将推动工资增速放缓，核心服务通胀或延续回落，而CPI房租通胀将继续向市场租金通胀靠拢。美联储对去通胀进展信心将不断累积，我们维持9月首次降息、12月再次降息、全年降息50个基点左右的预测，10年国债收益率可能在年末降至4.1%左右。

■ **服务业PMI再次进入收缩，服务业消费降温趋势更加明显。**6月ISM服务业PMI从53.8大幅下降至48.8，在5月短暂扩张后再次收缩，大幅低于市场预期的52.7，创2020年5月以来最低读数。这是3个月以来第2次进入收缩，显示服务业降温态势明显。商业活动指数从61.2大幅降至49.6，2020年4月以来首次收缩，服务业消费在接近疫情前趋势线后补偿效应明显减弱。新订单指数从54.1降至47.3，2022年12月以来首次收缩，服务业需求降温。新出口订单则从61.8下降至51.7。就业指数连续5个月收缩，从47.1降至46.1，就业市场延续降温。库存指数从52.1降至42.9，物价指数从58.1下降至56.3。供应商交付指数小幅下降0.5至52.7，交付时间增加。进口指数从42.8反弹至44。分行业来看，其他服务、企业管理和支持、医疗保健和社会救助、建筑和公共事业等8个行业有所扩张，较上月减少6个。农林牧渔、房地产租赁、采矿和零售等8个行业则在收缩，较上月增加3个。根据历史经验，服务业PMI超过49预示经济扩张，6月服务业PMI值对应年化GDP增速约为0。服务业PMI指数特别是商业活动指数近期月度数据波动较大，可能是有季调因素影响，但整体数据仍指向温和放缓，服务业通胀将逐步回落。

■ **制造业PMI延续收缩，主要指数均走弱。**在3月短暂扩张后，制造业PMI已连续收缩3个月，并在过去20个月中收缩19个月。6月PMI从48.7进一步下降至48.5，低于市场预期的49.1。印刷、石油和煤炭、初级金属、家具、纸制品和化学产品等8个行业有所扩张，较上月增加1个；纺织厂、机械设备、金属制品、木制品和运输设备等9个行业报告收缩，较上月增加2个。需求继续收缩，但幅度有所放缓，新订单指数从45.4反弹至49.3。订单库存也从42.4继续下降至41.7，收缩幅度扩大。生产活动进入收缩，产出指数从50.2下降至5月的48.5。就业指数也重回收缩，从51.1降至49.3。企业去库存周期仍未改善，自有库存指数从47.9进一步降至45.4，客户库存也从48.3降至47.4。价格指数从5月的57大幅下降至52.1，PPI中间品的环比增速或延续放缓。供应商交付速度继续缩短，显示曾因疫情影响的供应链问题正不断恢复。出口订单和进口订单分别下降至48.8和48.5。受商品需求疲软和高利率环境影响，制造业延续疲软，主要PMI指数如新订单、生产和就业均有所恶化。制造业PMI低于50显示收缩，低于42.5往往表明整体经济收缩，6月制造业PMI值对应GDP增速约为1.7%。

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

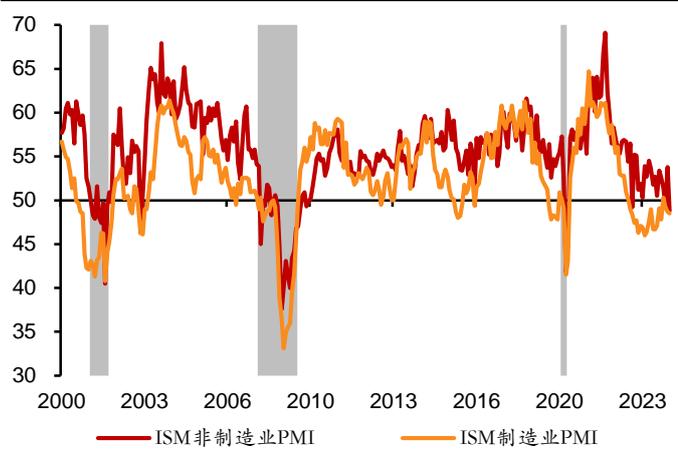
刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

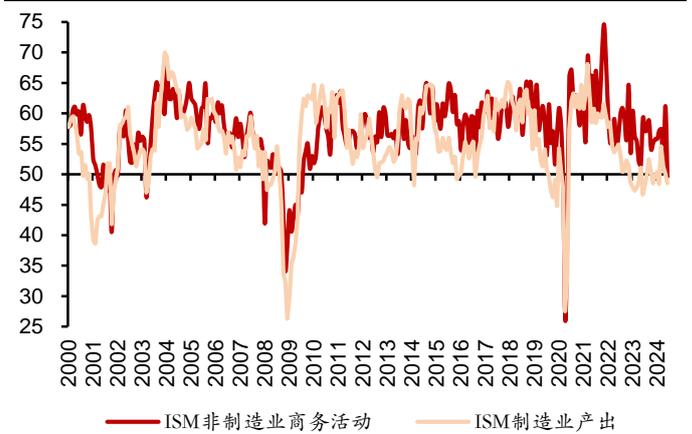
- **首次领取失业金人数延续上升，ADP 新增就业继续下降，职位空缺数小幅反弹。**6月最后一周首次申请失业金人数环比小幅上升0.4万人至23.8万人，稍高于市场预期。过去四周均值逐渐升至23.85万人水平，保持上升趋势，显示裁员活动正在提高。6月第三周持续领取失业金人数环比增加2.6万人至185.8万人，过去四周平均数据较5月末有所上升。6月ADP新增就业人数从5月的15.7万人降至15万人，为近4月最低。其中采矿业减少0.8万人，制造业较少0.5万岗位，建筑业增加2.7万人。服务业增加13.6万人，较5月小幅减少。5月职位空缺数较4月的近三年最低上升22.1万至814万，高于市场预期的795万人，主要受政府类职位推动。美联储衡量就业市场紧俏程度的职位空缺与失业人数比保持1.2，接近2019年水平，显示劳工供求更趋平衡，有利于服务通胀回落。雇佣率小幅上涨至3.6%，离职率保持在2.2%，均在历史低位。
- **美联储会议纪要显示票委仍有分歧，但下半年经济放缓将增加美联储信心和共识。**与降息路径散点图一致，6月美联储会议纪要显示票委们对政策路径仍有分歧，大部分票委认为目前货币政策已在限制性区间，但有少部分仍认为需要再次加息以确保通胀目标实现。票委们的部分注意力也转至就业市场，认为就业可能没有非农数据显示的那样强劲但仍在健康区间。一些鸽派票委认为货币政策需要为未来可能加速放缓的就业市场做足准备。大部分票委认同经济正在重回温和放缓趋势，但强调需要更多数据确信去通胀取得足够进展。会议纪要还提到中低收入家庭在高息环境中的艰难处境，不断增长的信用卡和车贷违约率引起部分票委担忧。我们认为随着货币政策紧缩效应逐步显现，以及美国经济的两大主要支撑-消费和财政同比扩张的幅度持续趋缓，下半年经济将迎来更明显降温。随着已大幅回落的新租约价格不断传导和趋于平衡的就业市场推动薪资增速放缓，CPI中最具粘性的房租项和核心服务通胀会保持回落，联储对去通胀进展的信心将不断累积。我们维持9月首次降息、12月再次降息、全年降息50个基点左右的预测。

图 1: 非制造业与制造业 PMI



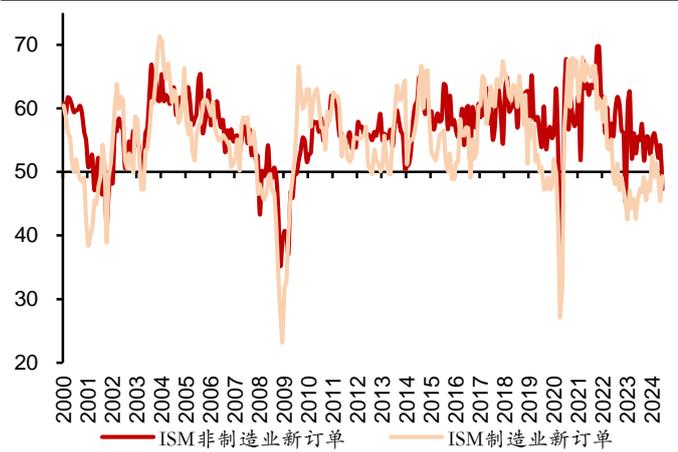
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 产出指数



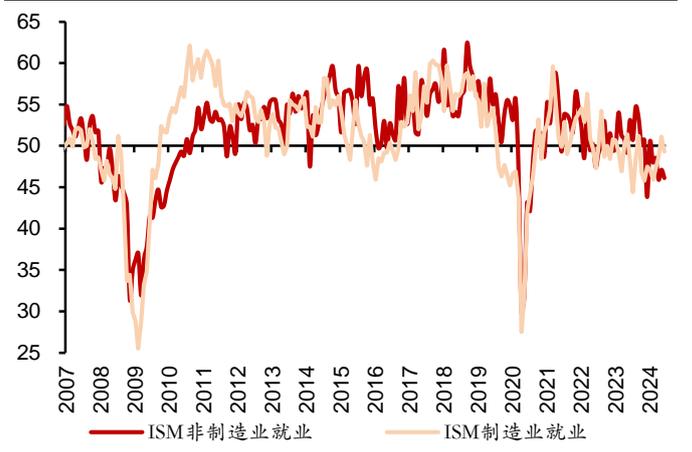
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 新订单指数



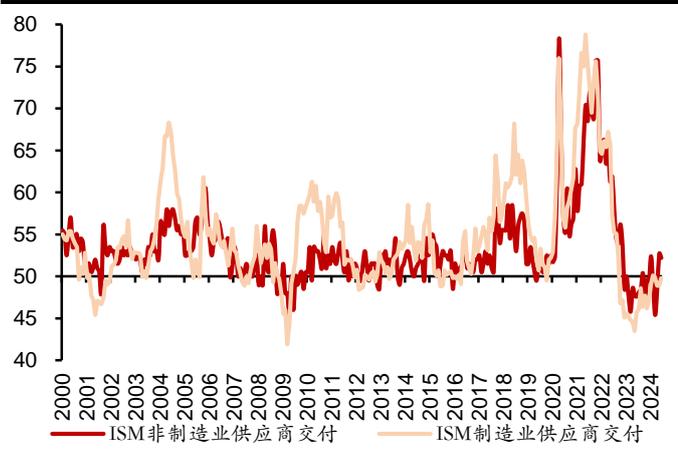
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 就业指数



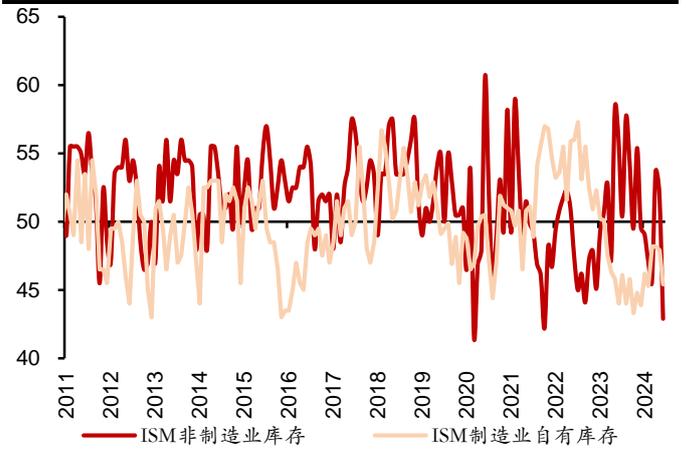
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 供应商交付指数



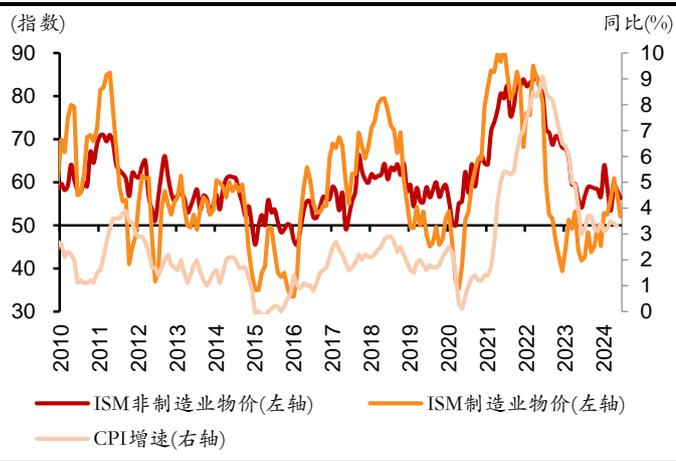
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 库存指数



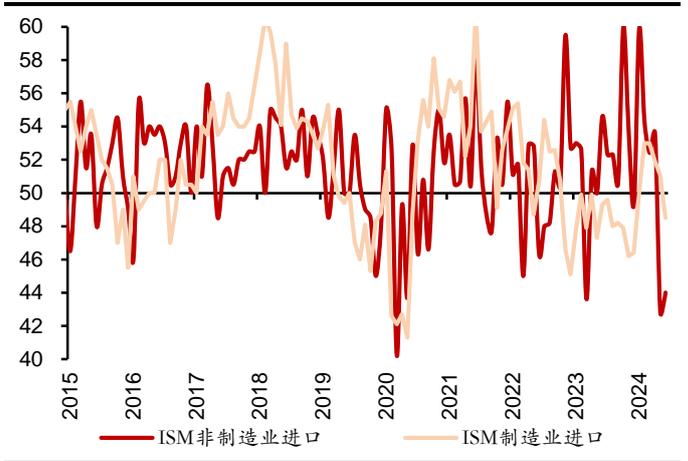
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 物价指数与 CPI 增速



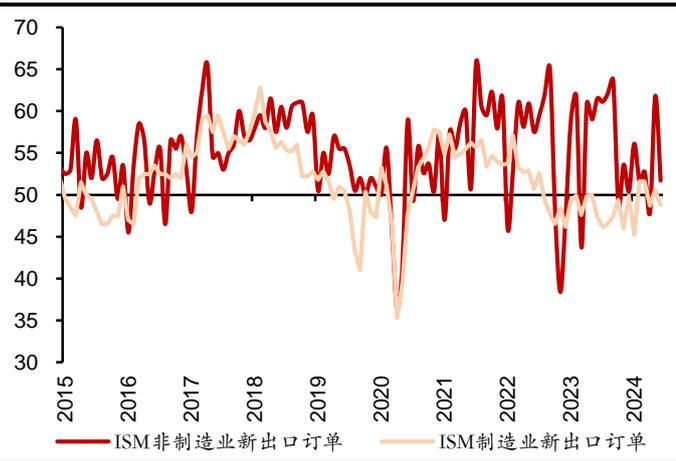
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 进口指数



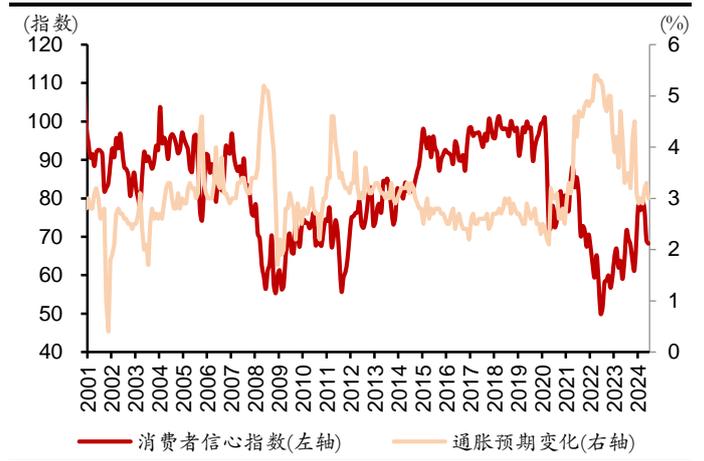
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 新出口订单指数



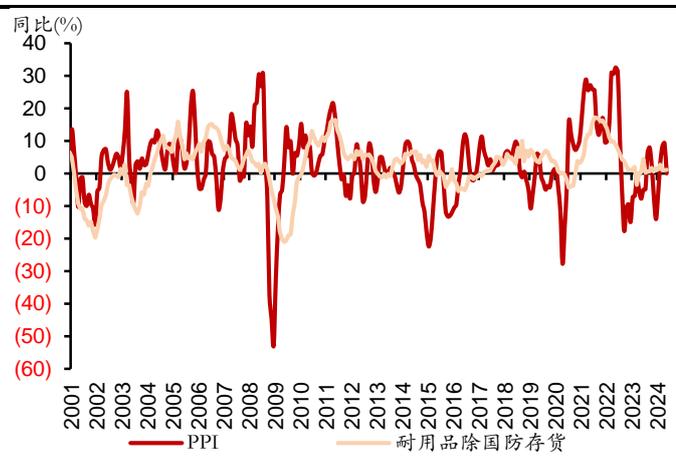
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 消费者信心和通胀预期



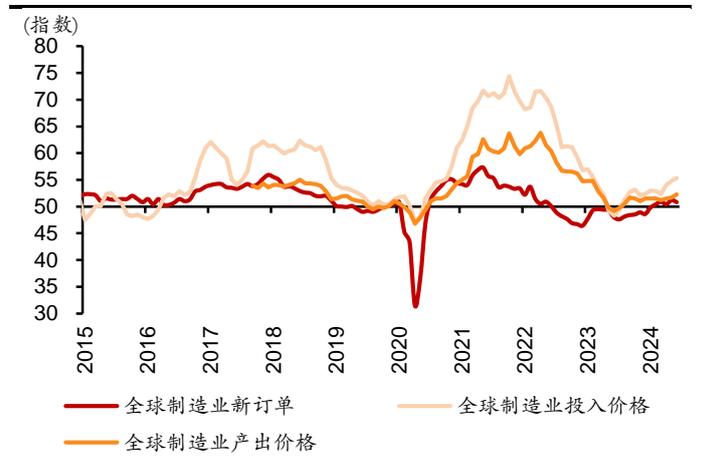
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: PPI 与耐用品除国防存货增速



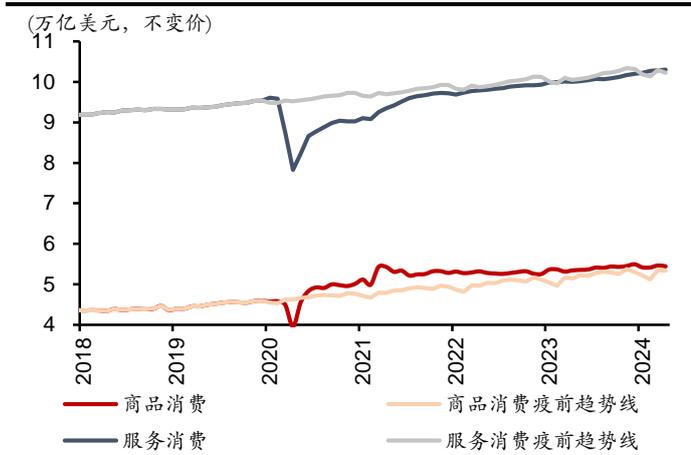
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 全球制造业 PMI



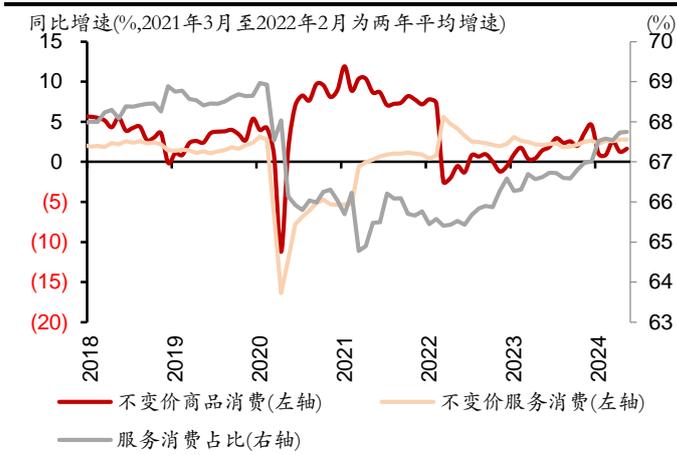
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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。