

美国经济

PMI 显示经济降温迹象

12月美国服务业 PMI 显著回落至 50.6，更加接近荣枯临界点并低于市场预期，显示经济降温迹象。就业指数降至 43.3，显示大幅收缩，创 20 年 7 月以来最低，对整体指数拖累最大。制造业 PMI 小幅反弹但连续 14 个月处于收缩区间，为近 20 年来最长。季节性因素、利率居高和信贷条件收紧可能导致服务业 PMI 下滑。服务业 PMI 下滑预示美国经济将逐步降温，而制造业临近衰退已持续较长时间。预计美国 GDP 增速将从 2023 年的 2.4% 降至 2024 年的 1%，总需求放缓和供应链恢复将推动 PCE 通胀从 2023 年的 3.8% 降至 2024 年的 2.5%，名义 GDP 增速从 2023 年的 6.3% 降至 2024 年的 3.5%。美联储可能从 5、6 月开始降息，全年降息 1.5 个百分点，降息之后实际利率依然较高，货币政策仍在紧缩性状态。预计美国 10 年国债收益率从 2023 年末的 3.88% 降至 2024 年末的 3.75%，低于美国潜在名义 GDP 增速 4% 左右。

- **服务业 PMI 超预期回落，就业和新订单指数大幅下降。** ISM 服务业 PMI 从 11 月的 52.7 回落至 50.6，连续 12 个月在扩张区间，但更加接近荣枯临界点。其中对整体指数拖累最大的就业指数从 11 月的 50.7 大幅降至 12 月的 43.3，进入大幅收缩区间，创 20 年 7 月美国疫情高峰以来最低，显示服务业就业大幅降温。新订单指数和存货分别从 55.5 和 55.4 下降至 52.8 和 49.6，显示服务业需求扩张速度放缓，企业降低库存水平。物价指数从 58.3 下降至 57.4，商业活动指数从 55.1 增至 56.6。新出口订单指数从 53.6 降至 50.4，显示服务出口增速放缓。供应商交付指数从 49.6 小幅下降至 49.5，显示交货时间正在缩短。分行业来看，农林牧渔、餐饮住宿、医疗卫生和社会救助以及运输和仓储等行业等多个行业显著扩张。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等行业则在收缩。根据历史经验，服务业 PMI 超过 49.9% 预示经济扩张。12 月服务业 PMI 为 50.6，显示经济仍在扩张，但正在降温，对应年化 GDP 增速约为 0.3%。
- **制造业 PMI 小幅回升但仍在收缩区间，去库存延续。** 制造业 PMI 从 11 月的 46.7 反弹至 12 月的 47.4，但连续 14 个月处于收缩区间，为近 20 年来最长。在美国汽车行业罢工结束后，制造业 PMI 仍未见大幅改善，显示制造业需求较弱。在 17 个主要行业中，有 16 个进一步收缩，包括印刷业、服装制造、橡胶与塑料制品、机械、汽车制造、电器设备和石油与煤炭制品等。初级金属是唯一扩张的行业。制造业产出指数从 11 月的 48.5 升至 50.3，显示生产活动有所恢复，但新订单和库存指数分别从 48.3 和 44.8 下降至 47.1 和 44.3，显示需求走弱速度加快，特别是资本密集型行业，企业延续去库存。价格指数从 11 月的 49.9 下降至 45.2，预示原材料价格下跌速度加快，PPI 降幅或将扩大。制造业就业指数有所回升，从 11 月的 45.8 升至 48.1，显示制造业就业收缩放慢。出口订单上升至 49.9，进口订单小幅反弹至 46.4，预示商品进出口延续下降但降幅收窄。供应商交付指数从 9 月的 46.2 升至 47，显示交货速度变慢。基于历史经验，制造业 PMI 低于 50 显示制造业收缩，低于 48.7 往往表明整体经济收缩，47.4 的制造业 PMI 值对应的 GDP 增速约为 -0.5%。
- **经济平缓降温，美联储可能在第二季度开始降息。** PMI 数据显示美国经济正在平缓降温。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逐步显现。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。随着就业放缓、消费信贷收紧和家庭财务压力上升，家庭消费可能逐步放缓。美联储可能在 5、6 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。美联储在 1 月议息会议将继续按兵不动，以实现 2% 的通胀目标并保持金融市场稳定。随着名义 GDP 增速明显下降，10 年国债收益率可能从 2023 年末的 3.88% 降至 2024 年末的 3.75%。

叶丙南, Ph.D

(852) 6989 5170

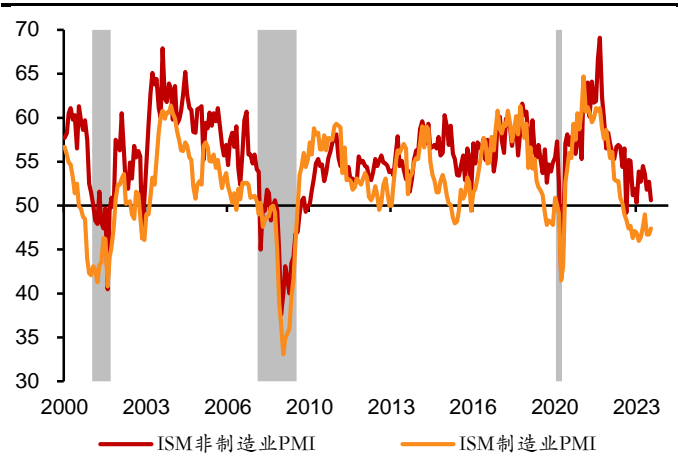
yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

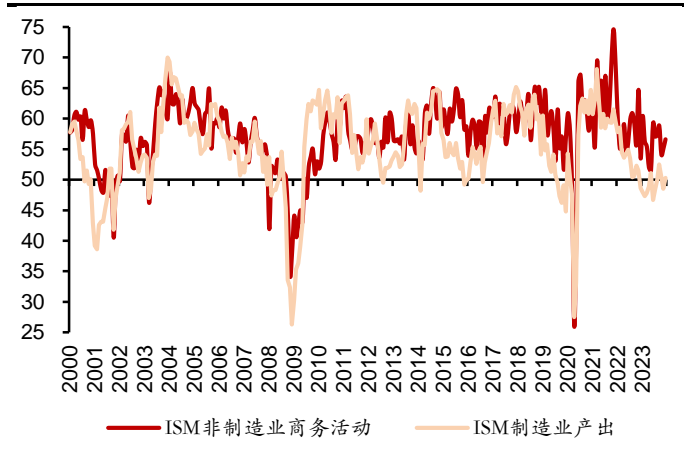
frankliu@cmbi.com.hk

图 1: 非制造业与制造业 PMI



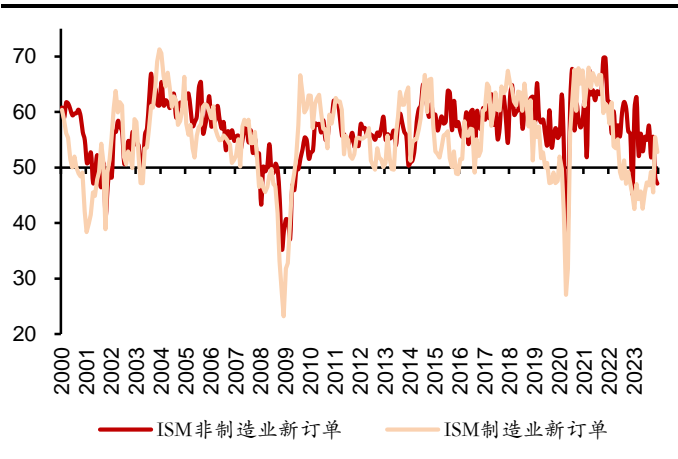
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 产出指数



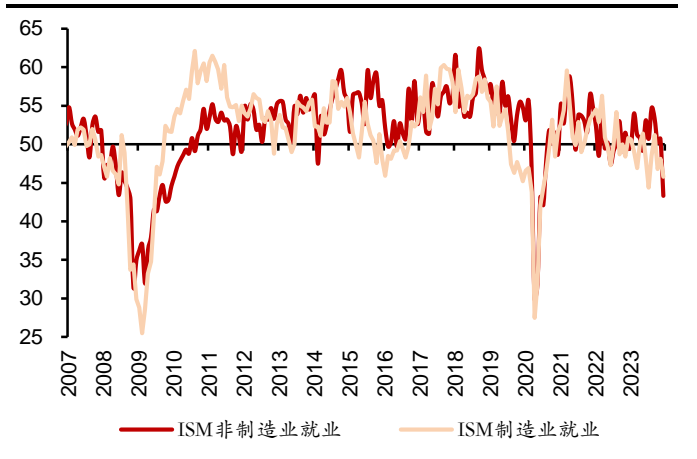
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 新订单指数



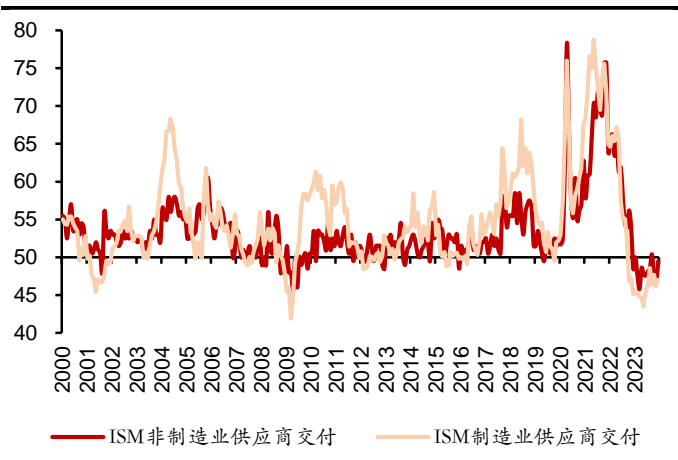
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 就业指数



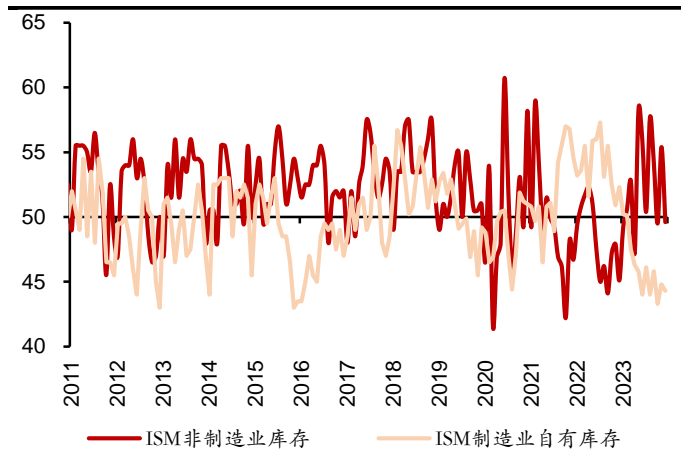
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 供应商交付指数



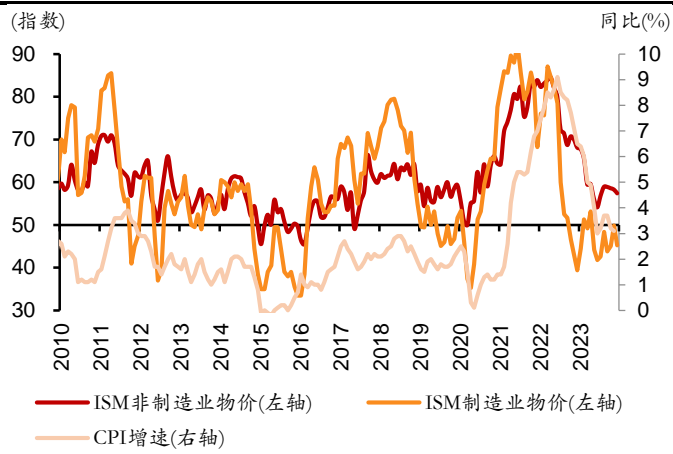
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 库存指数



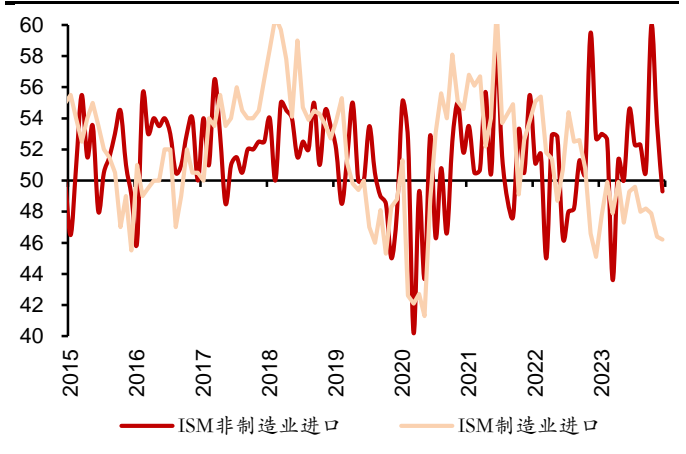
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 物价指数与 CPI 增速



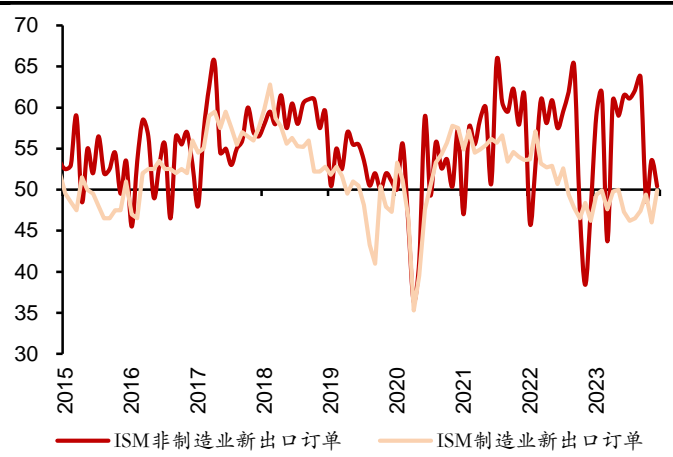
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 进口指数



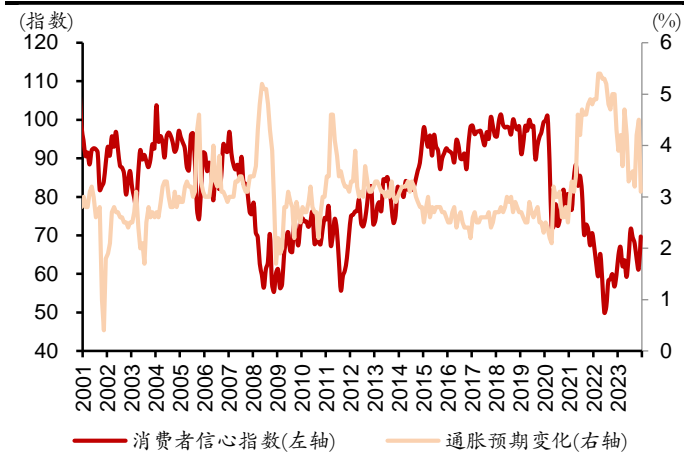
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 新出口订单指数



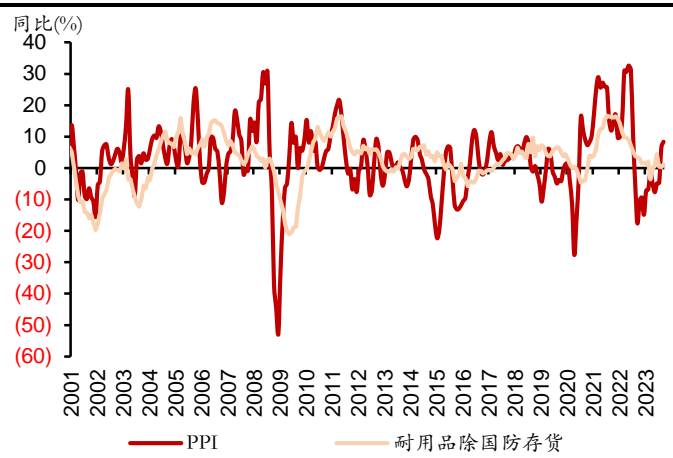
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 消费者信心和通胀预期



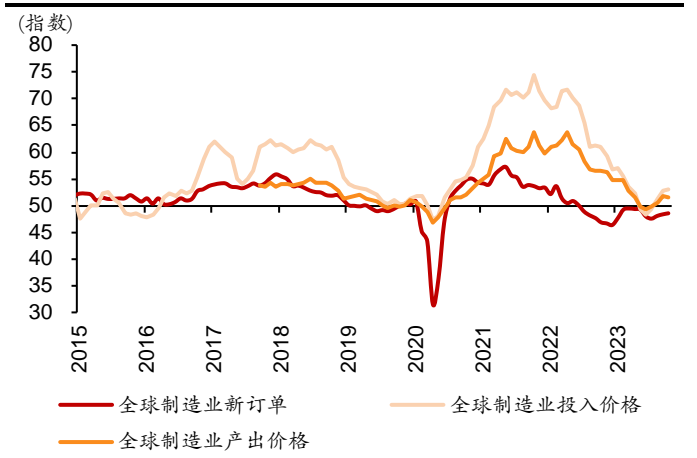
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: PPI 与耐用品除国防存货



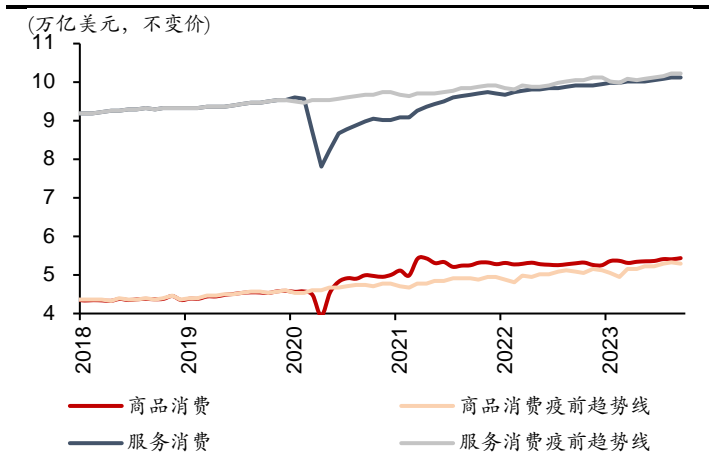
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 全球制造业 PMI



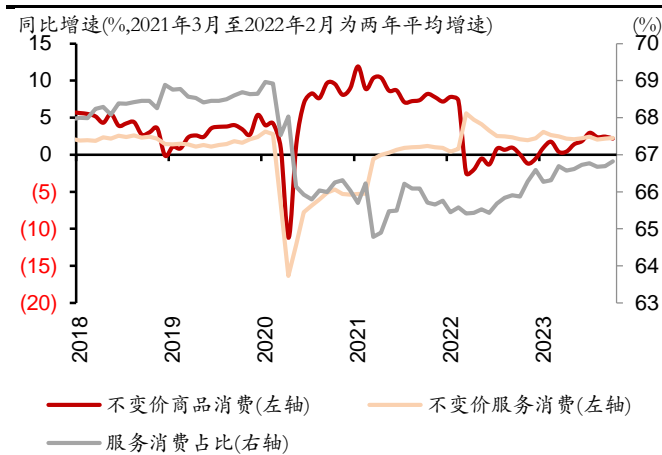
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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。

招銀國際環球市場投資評級

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	: 招銀國際環球市場并未给予投资评级

招銀國際環球市場行業投資評級

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

招銀國際環球市場有限公司

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

招銀國際環球市場有限公司(“招銀國際環球市場”)为招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全資附屬公司)

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。招銀國際環球市場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。招銀國際環球市場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銀國際環球市場编写，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。招銀國際環球市場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，未经招銀國際環球市場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

招銀國際環球市場不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際環球市場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属制的报告。如果报告在新加坡分发非《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。