

美国经济

PMI 回升超预期，政策紧缩预期升温

8 月服务业和制造业 PMI 均显著回升且超出预期，显示美国经济仍具韧性。受益于就业和薪资持续增长、超额储蓄仍有残余以及服务消费模式回归，占 GDP 约 70% 的服务业平稳扩张，成为美国经济超预期的主要原因。制造业降幅收窄，延续去库存，仍对经济增长构成拖累。服务通胀压力回升，市场对政策紧缩预期升温。美联储尽管 9 月可能暂停加息，但不会很快转向鸽派，经济韧性和通胀反弹可能延长货币政策紧缩周期持续时间。

■ **服务业扩张超预期，新订单和就业强劲，服务通胀压力回升。**非制造业 PMI 从 7 月的 52.5 大幅升至 8 月的 54.5，创今年 2 月以来最高，显示服务业加速扩张。商业活动指数从 57.1 小幅升至 57.3，新订单指数从 55 跳升至 57.5，预示服务业需求进一步走强。就业指数大涨至 54.7，创 2021 年 11 月以来最高，显示服务业劳工需求强劲。物价指数连升三个月，从 7 月的 56.8 升至 58.9，服务通胀压力上升，增加去通胀之路的波折与难度。新出口订单指数连续三个月超过 61 处于高景气度区间，说明服务出口强劲。供应商交付指数从 7 月的 48.1 升至 48.5，表示交货速度加快，但加快幅度下降。库存指数上升 7.3 个点至 57.7，连续四个月扩张，显示在需求旺盛和预期更加乐观后企业普遍大幅增加库存。基于历史经验，服务业 PMI 高于 50 显示服务业扩张，高于 49.9 往往表明整体经济在扩张，8 月服务业 PMI 为 54.5 对应 GDP 年化增长 1.6% 左右，说明服务业是美国经济增长主要支撑。分行业来看，8 月住宿餐饮、房地产与租赁、零售、文艺娱乐、教育等行业新订单在显著扩张，农林牧渔、建筑和医疗卫生及社会救助等行业新订单在收缩。

■ **制造业降幅收窄，去库存延续，贸易和价格降幅趋缓。**制造业 PMI 从 7 月的 46.4 升至 8 月的 47.6，显示制造业仍在收缩，但降幅收窄。制造业产出指数从 7 月的 48.3 大幅升至 8 月的 50，生产活动结束收缩，对制造业 PMI 回升拉动最大。但新订单指数从 7 月的 47.3 进一步降至 8 月的 46.8，预示新增需求加速走弱，为未来制造业活动蒙上阴影。价格指数从 7 月的 42.6 大幅上升至 48.4，预示 PPI 降幅缩窄。新出口订单和进口指数均上升 0.3 点至 46.5 和 49.6，预示商品出口和进口延续下降，但降幅收窄。供应商交付指数从 7 月的 46.1 升至 8 月的 48.6，表示交货速度加快，但加快幅度变小。自有库存指数从 7 月的 46.1 降至 44，客户库存保持 48.7，显示制造业延续去库存或低库存趋势。就业指数大幅上升 4.1 点至 48.5，说明制造业就业仍在下降，但降幅显著收窄。基于历史经验，制造业 PMI 低于 50 显示制造业收缩，低于 48.7 往往表明整体经济在收缩，8 月制造业 PMI 为 47.6 对应 GDP 年化下降 0.4%，说明制造业仍在拖累美国经济增长。分行业来看，非金属矿物制品、纺织、纸制品和交通运输设备业新订单在扩张，但电气设备与家电、家具、石油煤炭制品、金属制品、计算机与电子产品等行业新订单在收缩。

■ **短期经济仍具韧性，通胀将有反弹，政策紧缩预期升温。**美国制造业自 2022 年下半年以来一直处于收缩区间，但占经济 70% 的服务业延续扩张，支撑美国经济超预期表现。劳工需求有所放缓，劳工供给缺口收窄但仍存在，薪资增速回落但相对平缓，通胀下降更快，实际工资增速回升和家庭消费信心回升，服务消费延续扩张，汽车等部分商品消费反弹。超额储蓄持续释放但仍有残余，对近期消费表现构成另一支撑。此外，美国政府支出重启扩张，联邦政府赤字从 2022 年的 1 万亿美元增加至 2023 财年预期 2 万亿美元左右，政府不变价消费和投资环比增速从去年上半年的 -0.5% 回升至下半年的 0.9% 和今年上半年的 1%，同期同比增速从 -1.4% 回升至 0.3% 和 3.3%。因需求韧性、大宗商品反弹和基数效应，CPI 同比增速可能从 7 月的 3.2% 回升至 8、9 月的 3.5%，4Q 稳定在 3.3% 左右，为去通胀增添波折与难度。服务业需求更具韧性，服务业更加劳动密集，对劳工需求提振更大，对劳工成本更加敏感，服务通胀也更具粘性。近期原油和铁矿石价格显著反弹，预示在美国经济仍具韧性和中国政策转向强宽松背景下，美联储去通胀下半场将充满挑战。美联储 9 月可能暂停加息，但不会很快转向鸽派，将努力管理市场预期，淡化市场对加息见顶乃至降息的押注。

叶丙南, Ph.D

(852) 6989 5170

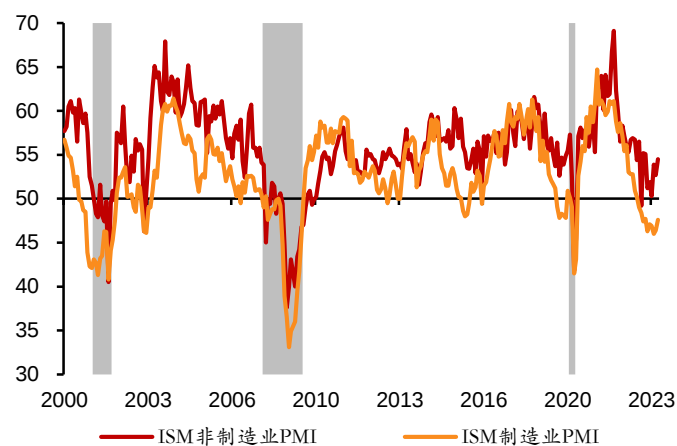
yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

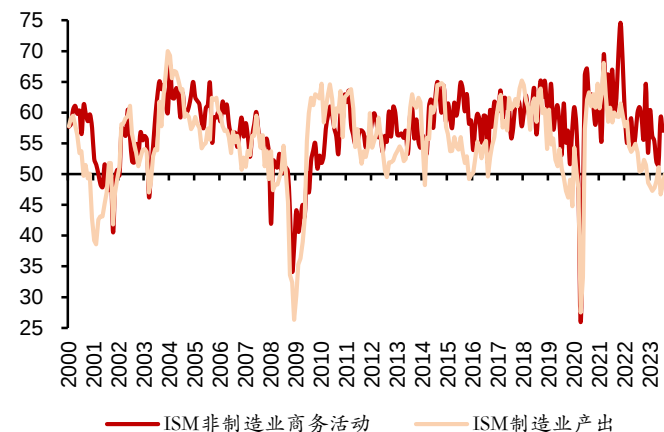
frankliu@cmbi.com.hk

图 1: 非制造业与制造业 PMI



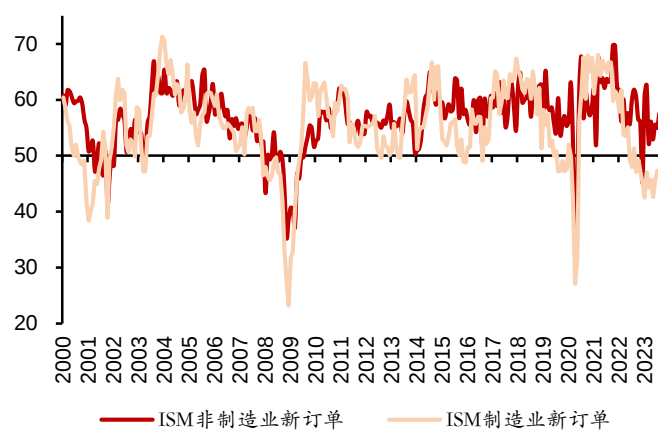
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 产出指数



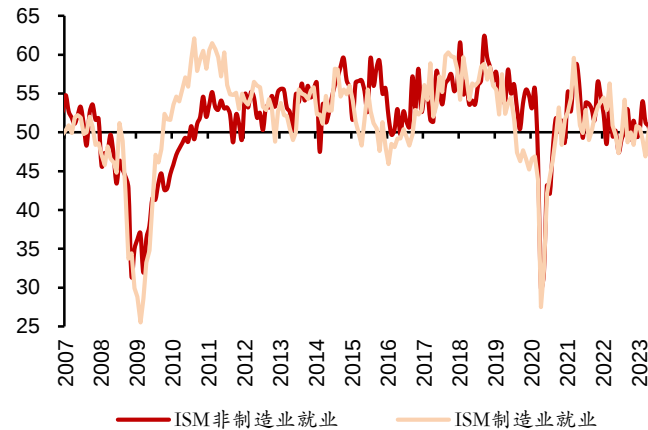
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 新订单指数



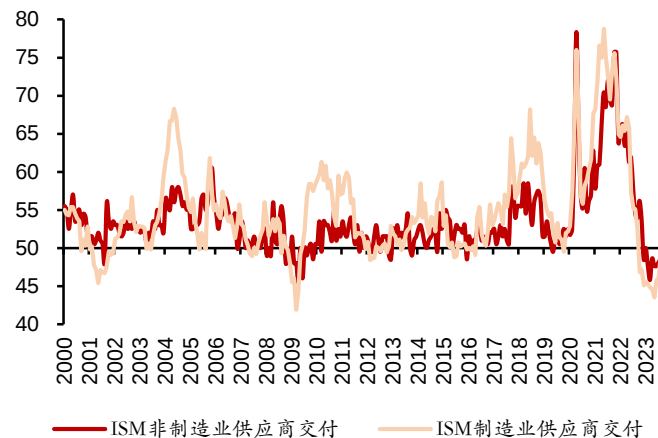
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 就业指数



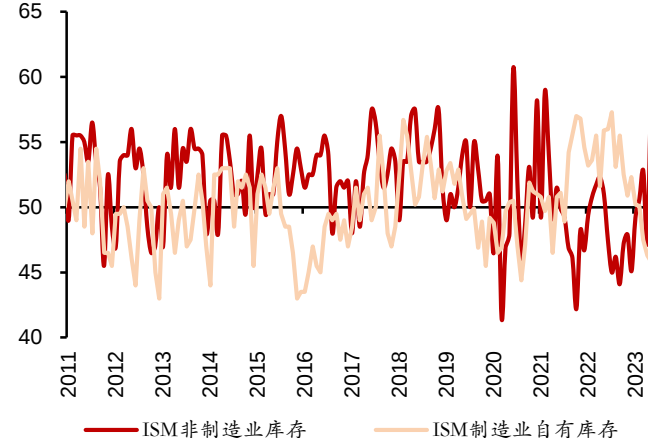
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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

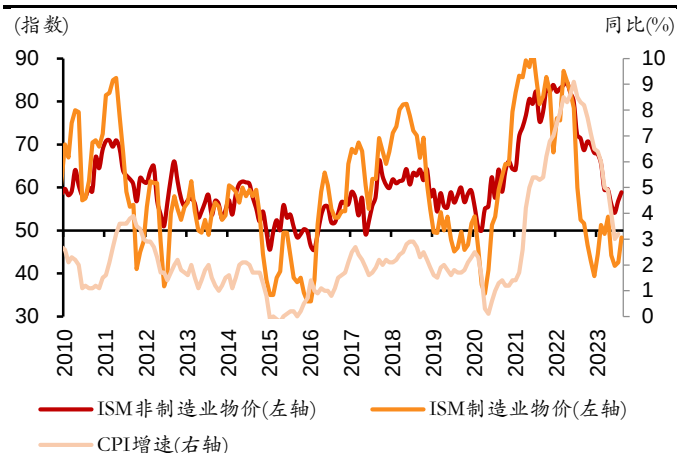


图 8: 进口指数

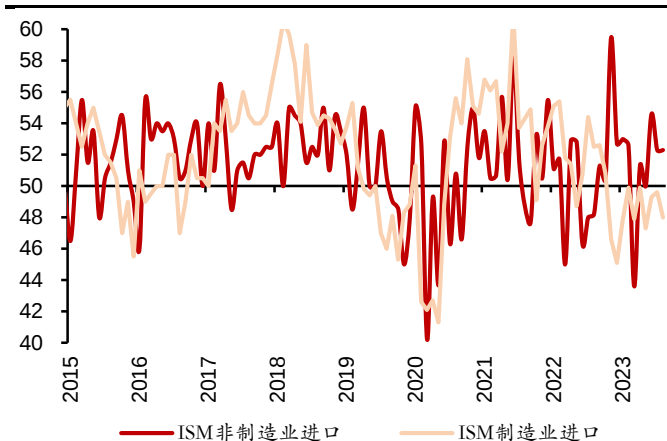


图 9: 新出口订单指数

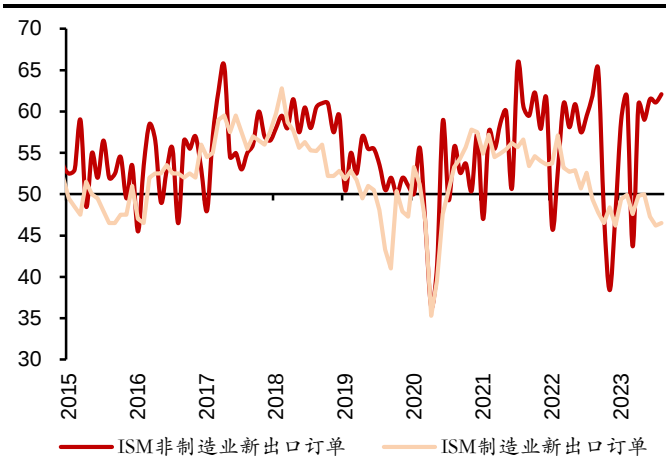


图 10: 消费者信心和通胀预期

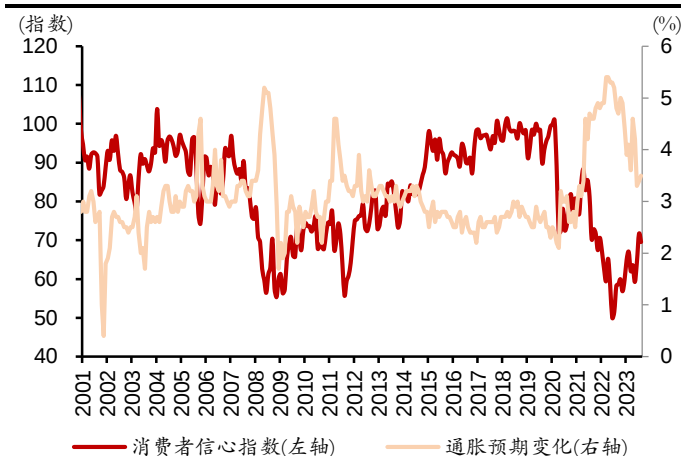


图 11: PPI 与耐用品存货增速

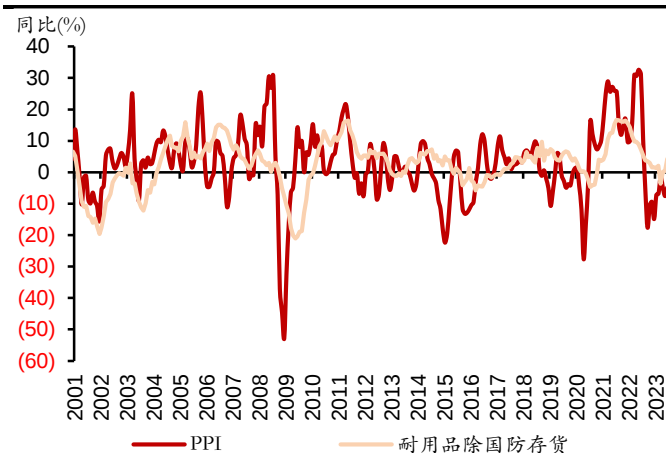


图 12: 全球制造业 PMI

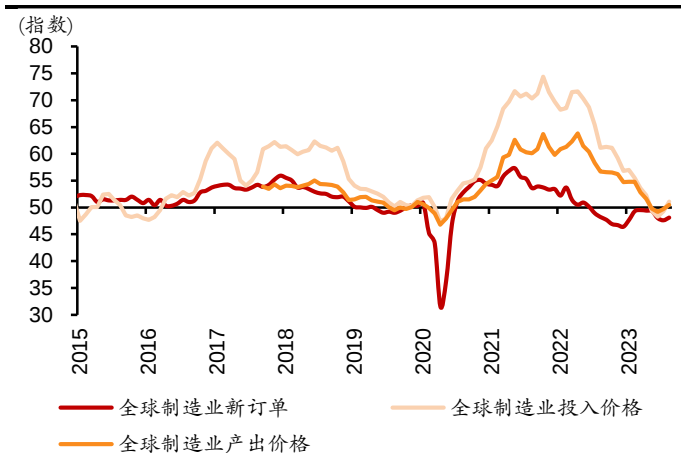
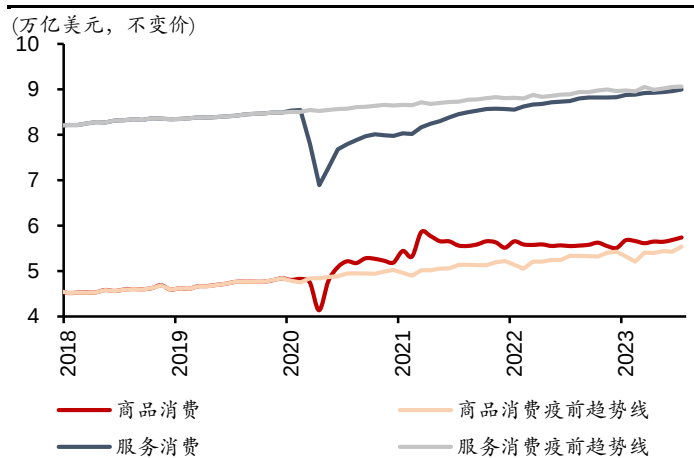
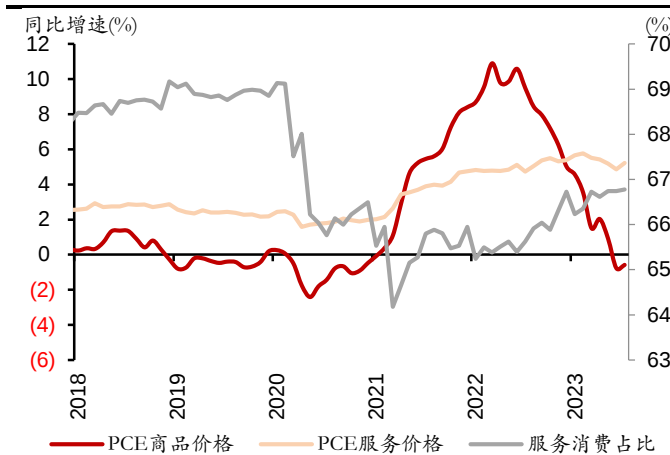


图 13: 美国商品与服务消费复苏进度



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: PCE 通胀与服务消费占比



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	：招银国际环球市场并未给予投资评级

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策。

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风险。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关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。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

2023 年 9 月 7 日

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。