

美国经济

零售数据呈现消费放缓迹象

美国1月零售数据环比下降0.8%，不及市场预期。如我们在上月报告中指出（[链接](#)），12月季节性因素调整成为1月零售环比增速不及预期的重要原因，同时天气过冷也有影响。美国消费正在放缓，信用卡与汽车贷款违约率不断攀升，持续领取失业金人数持续增加，但首次领取失业金人数仍处于历史低位。招工节奏放缓将逐渐传导为更高的裁员水平，就业市场将有所放缓。但经济显著降温仍需时间，美联储需要更多数据确信通胀将趋近2%的目标。长时间限制性利率将拖累远期经济前景，美联储将从“更高更久”的加息周期转为“更迟更快”的降息周期。我们预计美联储可能在5月启动降息周期，首次降息25个基点左右，6月第二次降息幅度扩大至50个基点，因确认美国经济和通胀显著下降，全年降息幅度150个基点，联邦基金利率年底在3.8%左右。我们预计美国名义GDP增速将从2023年的6.3%降至2024年的3.7%，2024-2025年潜在名义GDP增速为4.2%，预计10年国债收益率从2023年末的3.9%降至2024年末的3.75%。

- 零售数据表现不及预期。**美国12月零售和食品服务销售季调环比下降0.8%，低于市场预期，主要由于机动车及零部件和加油站均环比下降1.7%。除机动车、零部件及加油站外的零售环比下跌0.5%。核心零售环比下降0.4%，主因网购等非店铺零售下跌0.8%。零售数据中大多数项目均有所走弱，食品服务和餐吧以及家具和家用装饰是为数不多的亮点，环比分别增长0.7%和1.5%。如我们在上月报告中指出，12月零售超预期受到统计中季节性因素向下调整变小的影响，1月数据季节性上调幅度缩小。除季节性因素调整外，1月过低的气温也是导致零售数据走弱的重要原因。总体来看，零售数据显示出美国消费放缓迹象，消费信贷增速不断放缓，信用卡与汽车贷款违约率持续上升。
- 持续领取失业金人数不断上升。**2月第一周的持续领取失业金人数环比增加3万人至189.5万人，过去四周平均数据为2021年底以来最高，显示美国企业招工节奏正在放缓，未来失业率将有所回升。2月第二周的首次申请失业金人数则小幅下降0.8万人至21.2万人，过去四周平均仍处于历史低点，显示美国就业市场依然较强。总体来看，美国就业市场正在放缓，但依然较强，预计未来随着经济进一步降温，招工节奏可能逐步放缓，导致更高的裁员水平，薪资增速将逐渐回落。
- 经济将逐步降温，但冷却仍需时间。**2023年第4季度以来，美国消费者信心和房价有所反弹，显示经济仍有韧性。支撑美国经济的主要因素包括：一是就业市场依然较强，空缺职位数/失业人数仍显著高于疫情前，薪资增速虽然放缓，但仍然超过4%，支撑家庭可支配收入增长和消费信心居高。二是房价和股价高企，家庭净资产创历史新高，通过财富效应和信心渠道刺激消费增长。三是剧烈加息周期对家庭偿债负担的传导比较滞后，因家庭长期存量贷款以固定利率贷款为主，偿债负担率在此轮加息周期中上升缓慢。但经济韧性将延长高利率持续时间，进而对远期经济产生抑制作用。随着实际利率高企，经济活动可能逐步放缓，2Q24可能是经济显著放缓的转折点。我们预计美联储可能在5月启动降息周期，首次降息25个基点左右，6月第二次降息幅度扩大至50个基点，因确认美国经济和通胀显著下降，全年降息幅度150个基点，联邦基金利率年底在3.8%左右。我们预计美国名义GDP增速将从2023年的6.3%降至2024年的3.7%，2024-2025年潜在名义GDP增速为4.2%，预计10年国债收益率将从2023年末的3.9%降至2024年末的3.75%。

叶丙南, Ph.D

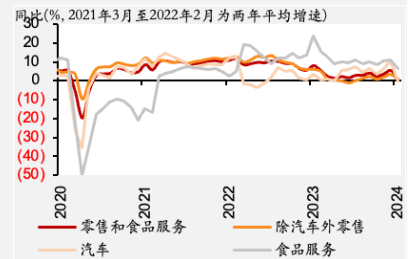
(852) 6989 5170

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk



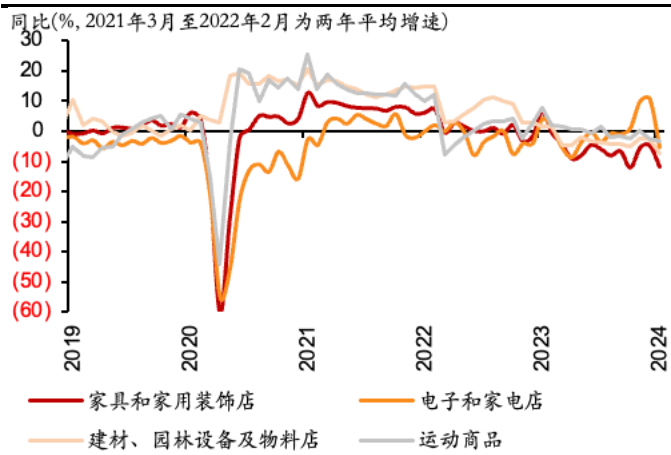
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 1: 零售和食品销售额环比增长

	占比(%)	零售和食品服务销售额(季调月环比,%)								
		2022年月均	1Q23月均	2Q23月均	3Q23月均	4Q23月均	2023年月均	12月	24年1月	
总计	100.0	0.5	0.6	0.4	0.7	0.0	0.4	0.4	(0.8)	
机动车辆及零部件店	18.9	0.1	1.7	1.0	0.4	0.3	0.8	1.1	(3.0)	
加油站	7.5	0.6	(1.0)	(1.5)	2.7	(2.1)	(0.5)	(0.8)	(1.7)	
建筑材料、园林设备及物料店	5.7	0.2	(1.0)	0.0	0.1	0.1	(0.2)	0.4	(4.8)	
食品服务和餐吧	13.6	1.1	1.0	0.9	1.1	0.6	0.9	0.2	0.7	
核心零售销售	54.4				0.5	0.3		0.6	(0.4)	
家具和家用装饰店	1.6	(0.1)	0.6	(0.5)	(1.1)	(0.3)	(0.3)	(1.0)	2.7	
电子和家用电器店	1.0	(0.3)	3.7	0.3	0.2	(0.5)	0.9	(0.3)	(4.5)	
食品和饮料店	11.9	0.5	(0.1)	(0.2)	0.5	0.2	0.1	0.2	0.1	
保健和个人护理店	5.2	0.1	2.1	0.7	0.8	(0.0)	0.9	(1.6)	(1.1)	
运动商品、业余爱好物品、书及音乐商店	1.2	0.3	(0.4)	(0.3)	0.0	(0.2)	(0.2)	(0.7)	(0.2)	
服装及服装配饰店	3.8	0.2	0.4	0.2	0.3	0.8	0.4	1.3	(0.2)	
日用品商场	10.6	0.4	0.1	0.4	0.3	0.3	0.3	1.2	0.0	
杂货店	2.2	0.3	1.1	0.5	0.1	0.2	0.5	(0.3)	(3.0)	
非店铺零售(包括网购)	16.9	0.9	0.6	1.1	0.9	0.5	0.8	1.4	(0.8)	
不包括机动车辆及零部件	81.1	0.6	0.2	0.3	0.8	0.2	0.4	0.5	(0.9)	
不包括机动车辆及零部件和加油站	73.6	0.6	0.4	0.5	0.6	0.3	0.5	0.6	(0.5)	

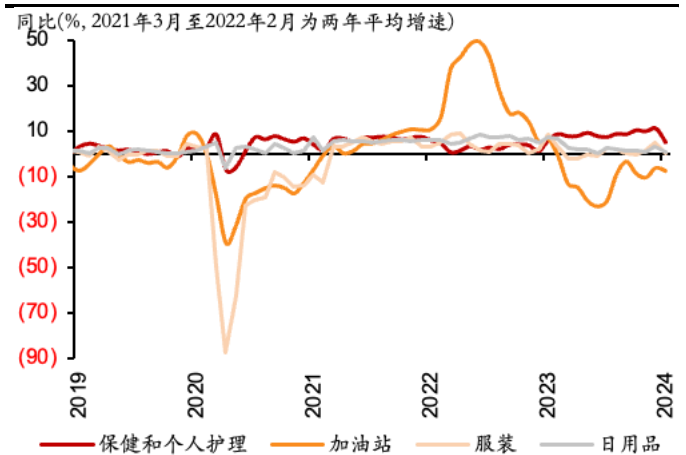
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 耐用品零售额同比增长



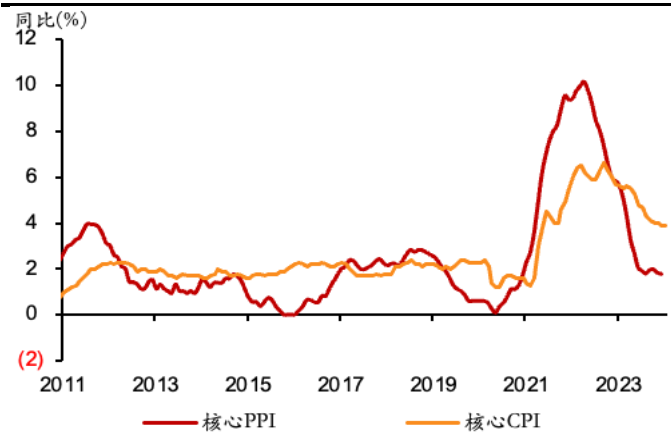
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 非耐用品零售额同比增长



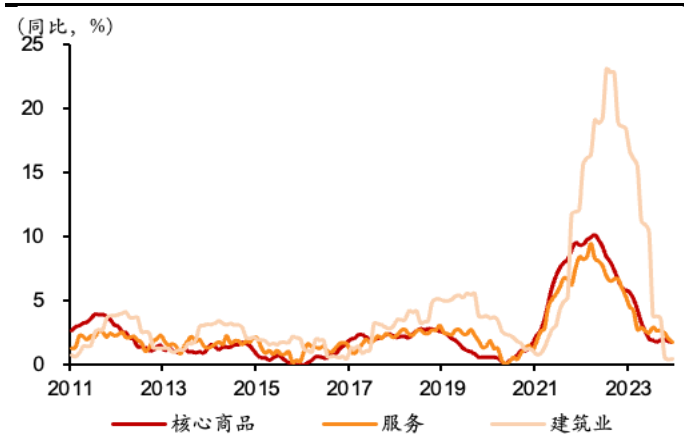
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: PPI 与核心 PPI 增速



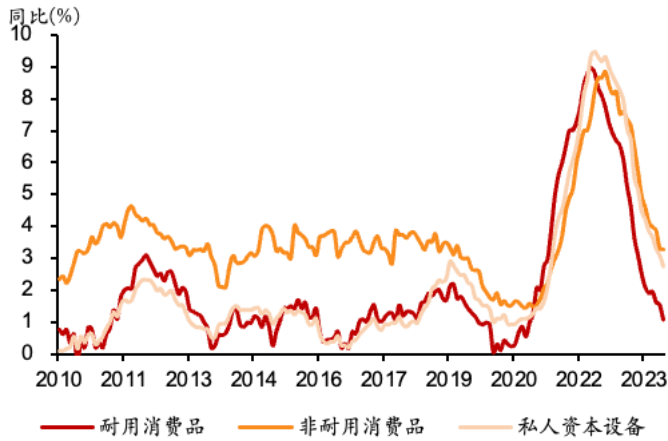
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: PPI 主要分项



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: PPI 核心商品增速



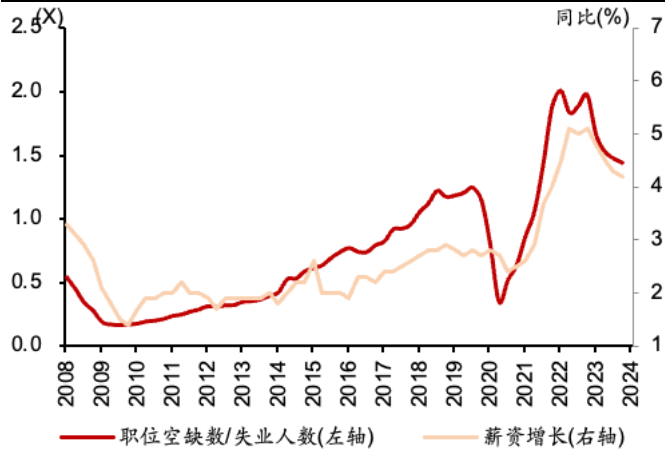
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 申请失业金人数



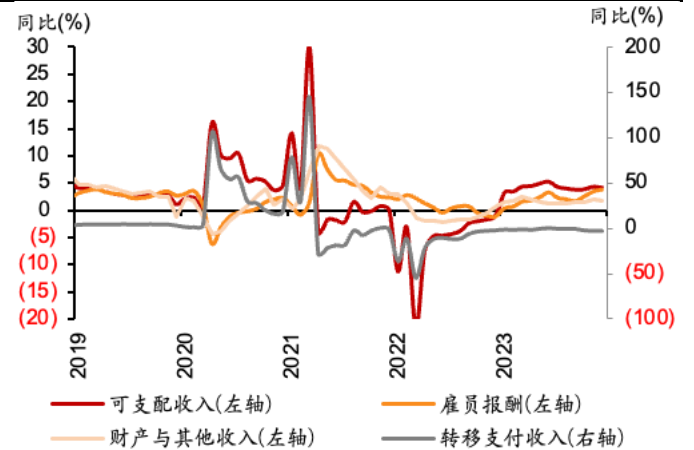
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 就业市场紧俏程度



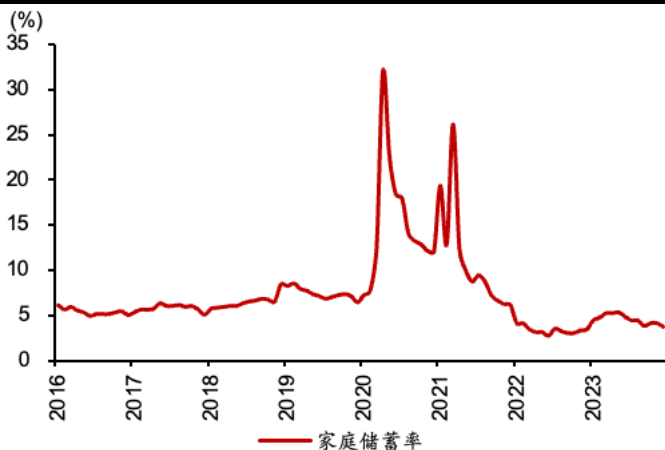
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 收入同比增速



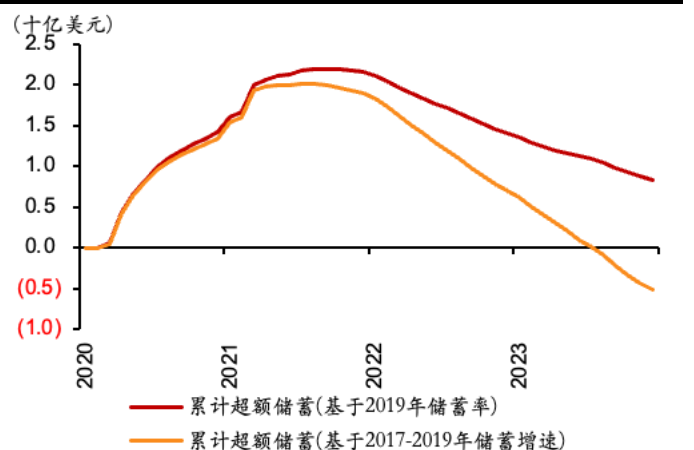
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 家庭储蓄率



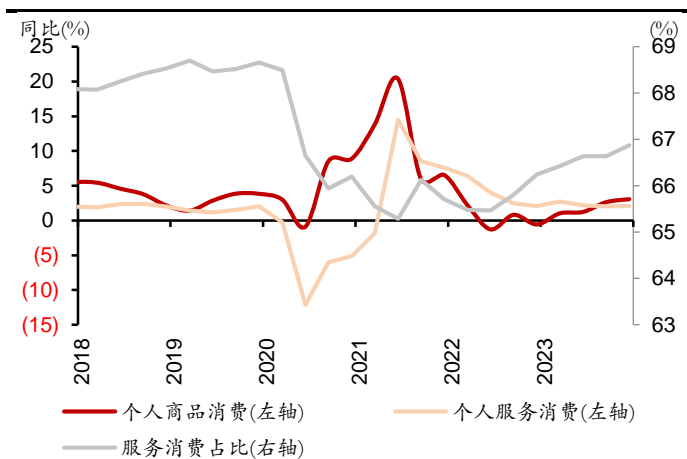
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 累计超额储蓄



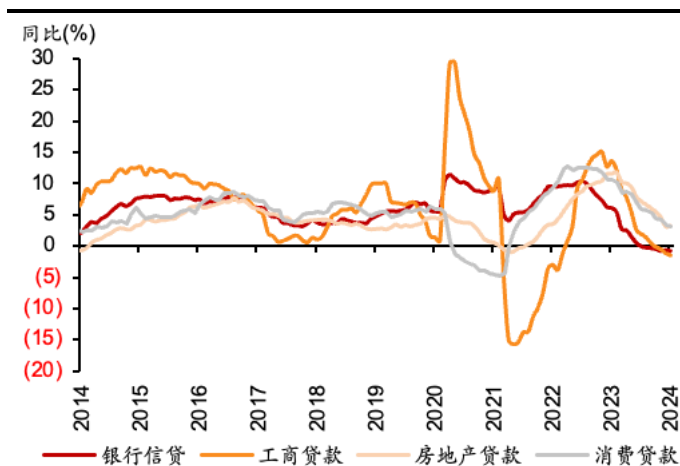
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 不变价个人消费支出增速



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 银行信贷增速



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、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。