

# 美国经济

## 服务业 PMI 加速扩张，市场对通胀担忧上升

12月美国服务业 PMI 加速扩张，企业为关税提前做准备带动商业活动大幅增加。物价指数反弹至 2024 年 1 月以来新高，可能是由于年末的价格暂时性波动。制造业 PMI 延续收缩但保持改善趋势，生产和需求均有所改善。制造业就业仍然疲软，企业延续去库存周期。11 月职位空缺数意外上升，聘用率和主动离职率下降，裁员率保持历史低位。由于服务业 PMI 中价格指数大幅上涨，市场担忧通胀重新反弹，投资者预期联储降息空间缩小，美国 10 年期国债收益率升至 4.68%，创近一年新高，美股和黄金价格走弱。我们认为通胀上半年可能温和下降，因为同比基数较高、二手车与能源价格下跌和房租通胀补跌，但特朗普政策可能推升中期通胀不确定性。通胀不确定性推升美债收益率，令估值处于高位的美股承压。我们预计联邦基金利率目标将从 2024 年底的 4.25%-4.5% 下降 50 个基点至 2025 年底的 3.75%-4.0%。美联储可能在 1 月暂停降息，3 月或 5 月降息 1 次 25 个基点，9 月再降息 1 次 25 个基点。

- 商业活动推动服务业扩张速度加快。** ISM 服务业 PMI 从 11 月的 52.1 升至 12 月的 54.1，高于市场预期的 53.5。根据历史经验，服务业 PMI 超过 49 预示经济扩张，本月服务业 PMI 对应年化 GDP 增速为 1.7%。商业活动指数从 11 月的 53.7 大幅升至 58.2，受访者提到为关税提前做准备而增加了商业活动。服务业需求延续改善，从 53.7 小幅升至 54.2。物价指数从 58.2 反弹至 64.4，为 2024 年 1 月以来最高，可能是因为年末的价格波动，需要继续观察。分行业来看，金融保险、艺术休闲与娱乐、零售、医疗服务与社会救助、运输与仓储等 9 个行业扩张，较上月大幅减少 5 个行业。房地产、租赁、教育、农林牧渔和专业、科学与技术等 6 个行业则处于收缩状态，较上月增加 3 个。
- 制造业 PMI 延续收缩，但降幅收窄。** 制造业 PMI 从 11 月的 48.4 升至 12 月的 49.3，高于市场预期的 48.2，连续两月回升。制造业 PMI 低于 42.5 往往表明整体经济收缩，本月制造业 PMI 值对应 GDP 增速约为 1.9%。生产和需求均有所改善，产出和新订单指数分别从 46.8 和 50.4 升至 50.3 和 52.5。但就业指数从 48.1 下降至 45.3，连续 7 月收缩，受访者表示正通过裁员和降低雇佣来减少员工人数。制造业库存周期延续疲软，自有库存和客户库存指数保持收缩。价格指数小幅扩张，但仍在疫情前趋势范围内。分行业来看，初级金属、电气设备、电器及部件、木制品、家具和纸制品等 7 个行业扩张，较上月增加 4 个。纺织、金属制品、印刷、机械设备、化学制品和运输设备等 7 个行业则在收缩，较上月减少 4 个。
- 职位空缺数意外上升，雇佣和裁员水平仍在低位。** 11 月职位空缺数上升 25.9 万人至 810 万人，超出市场预期的 774 万人。聘用率下降 0.1 个百分点至 3.3%，已低于疫情前趋势。主动离职率也下降 0.2 个百分点至 1.9%，大幅低于疫情间水平，与 2010 年代一致，显示美国劳动市场已趋近平衡。裁员率保持在历史低位的 1.1%。职位空缺数据因近年调查回复率较低，准确性受到质疑，且较为滞后。本周五晚公布的非农就业与失业率数据将会是评估美国就业市场的更好指标，我们预计新增非农就业将重回温和下降趋势至 130K 左右，失业率保持在 4.2%。
- 对金融市场和货币政策的影响。** 由于服务业价格指数反弹、职位空缺数超预期和近期油价回升，投资者担忧美国通胀反弹风险，美债和美股承压，美元和黄金走强。市场预期美联储降息时点推迟至 7 月，全年降息幅度预期降至 50 个基点以下。美国 10 年期国债收益率趋近 4.7% 创 4 月以来最高，10 年国

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

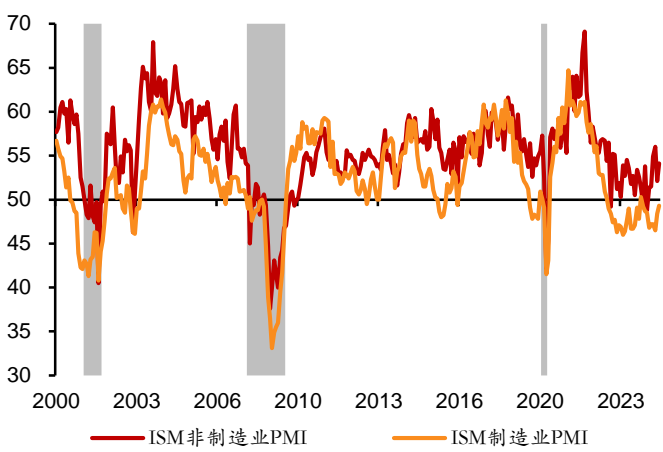
刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

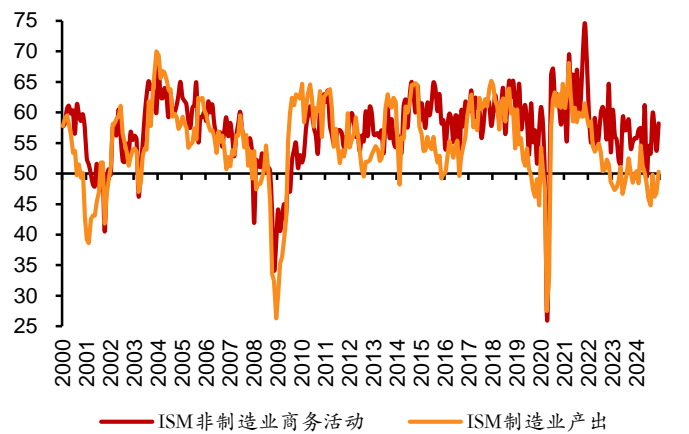
债拍卖中标收益率创 17 年最高。美股估值处于高位，波动性将明显上升。标普 500 市盈率处于过去 20 年 80% 历史分位值附近，盈利收益率（PE 倒数）3.7%，显著低于 BBB 级企业债收益率 5.6%，而股票比高收益债风险更大，且高收益债估值也不便宜，相比国债息差处于历史低位。我们认为，由于基数效应、前期二手车与能源价格走低和房租通胀补跌，上半年美国通胀可能小幅回落，实际利率可能上升。但由于特朗普政策扰动，下半年和明年上半年通胀可能面临反弹风险。高利率、强美元和高估值可能引发金融市场波动上升，美联储可能选择在 3 月或 5 月降息 1 次。随着通胀降至更低水平，三季度特朗普可能开启贸易战或引发金融市场震荡，美联储可能在 9 月再降息 1 次，全年降息 2 次共 50 个基点。此外，当前每月 250 亿美元的国债和长期债券缩表计划可能在 2025 年第三季度结束，因为银行准备金将从目前的过度充裕降至届时的合理水平，美联储需要保持充足流动性以防止货币市场发生混乱。

图 1: PMI



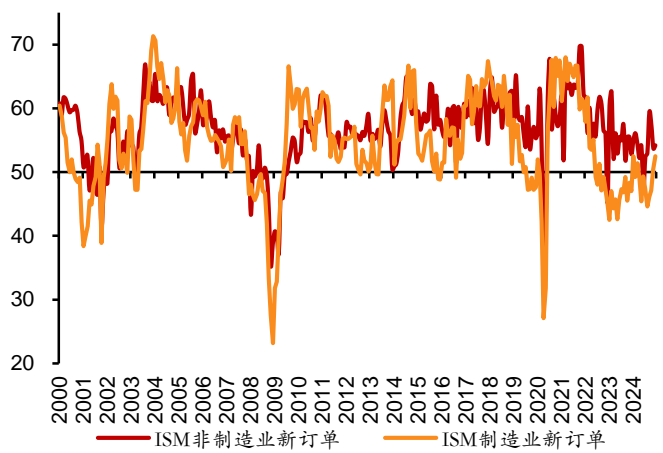
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 产出指数



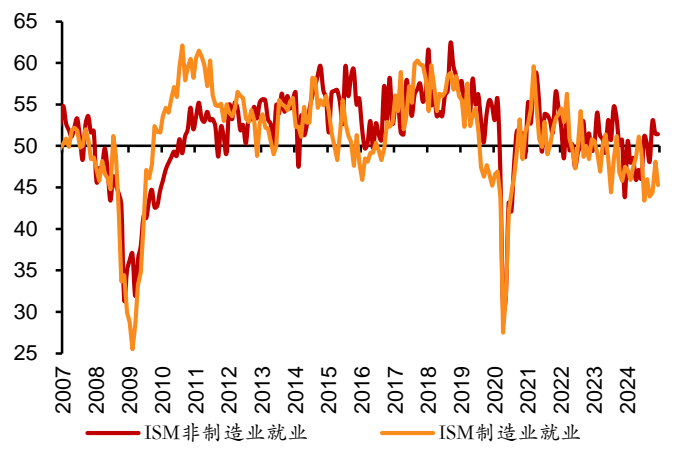
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 新订单指数



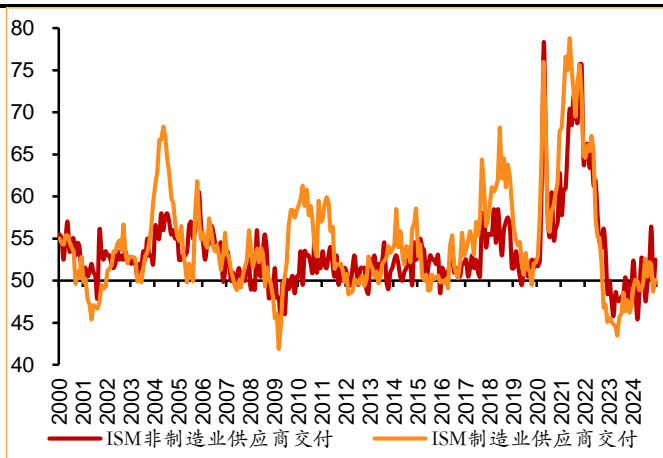
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 就业指数



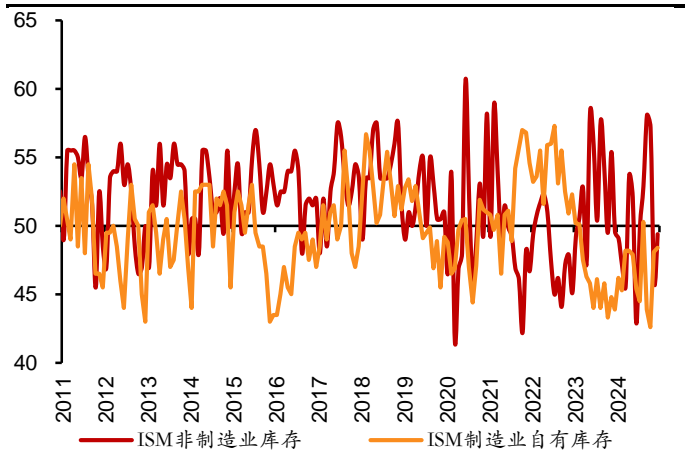
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 供应商交付指数



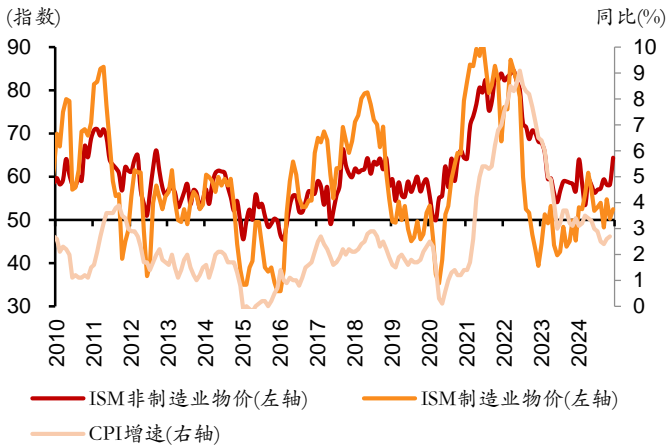
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 库存指数



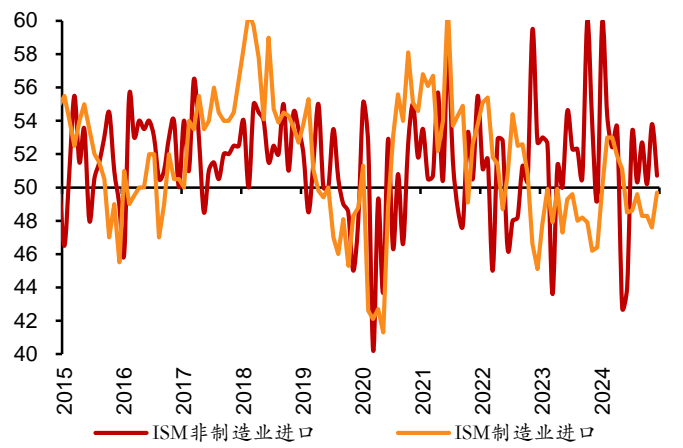
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 物价指数



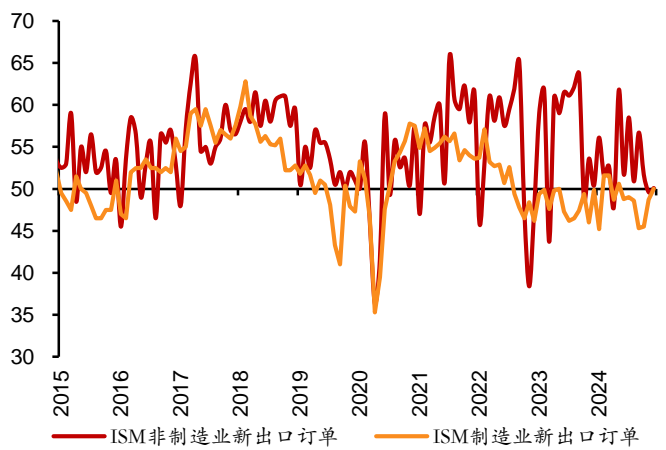
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 进口指数



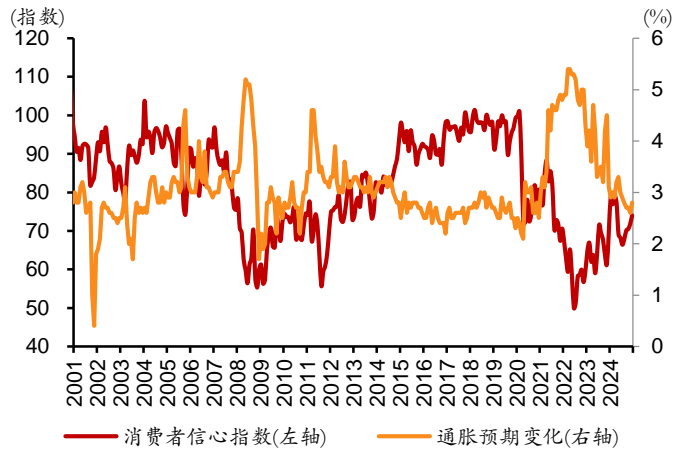
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 新出口订单指数



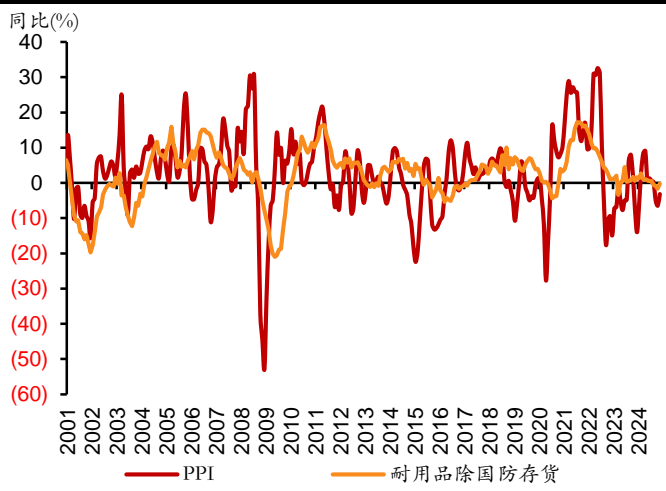
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 消费者信心与通胀预期



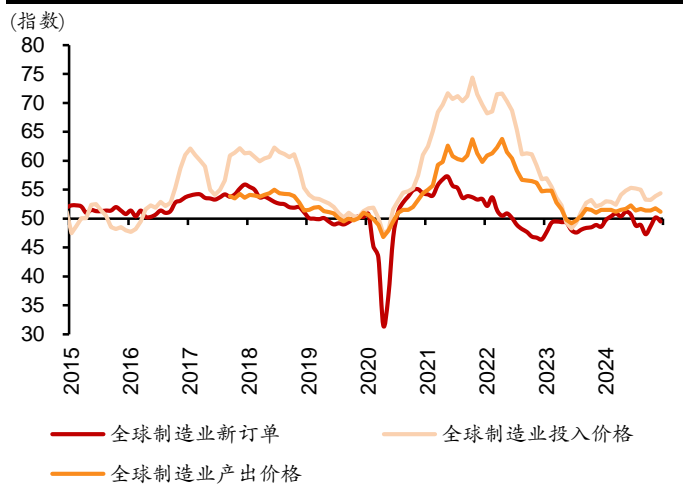
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: PPI 与耐用品存货



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 全球制造业订单与价格指数



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 美国商品与服务消费

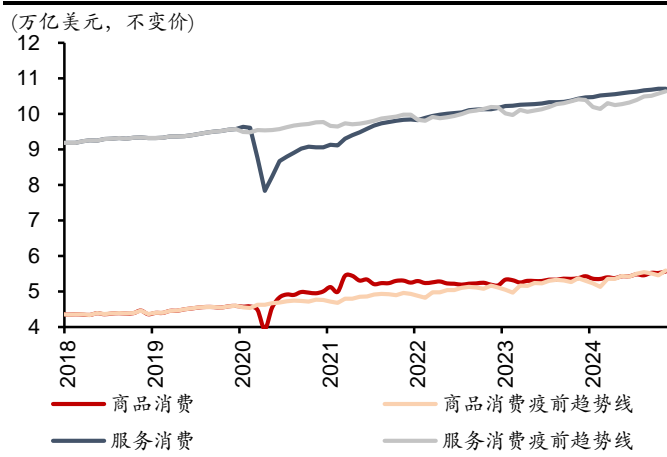
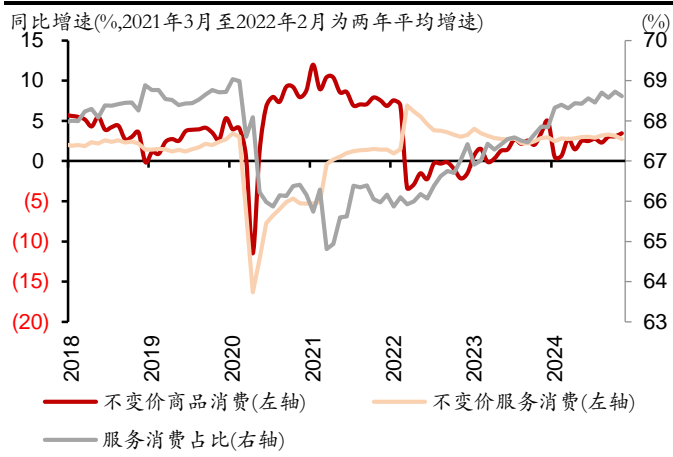


图 14: 美国商品与服务消费增速



## 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。