美国经济

零售和工业走弱，联储将保持观望

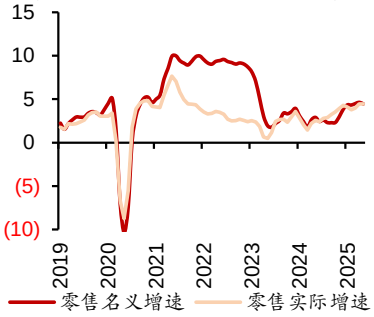
刘泽晖
(852) 3761 8957
frankliu@cmbi.com.hk

叶丙南, Ph.D
(852) 3761 8967
yebingnan@cmbi.com.hk

美国 5 月零售超预期下跌，汽车、建筑材料、电子、家电等耐用品零售和餐饮服务消费明显放缓，运动休闲商品、服装、日用品和网购等有所回升。工业产出延续放缓，公用事业增速高位回落，制造业小幅反弹。由于中东冲突推升油价和关税影响部分商品价格，第三季度美国通胀可能反弹，但经济可能延续放缓，美联储面临去通胀和保就业的两难，预计 6 月和 7 月将保持利率不变。第三季度后，美国通胀可能见顶回落，就业市场走弱，美联储可能在 9 月降息一次，11 月或 12 月再降息一次。

- **零售增速大幅放缓，耐用品和服务消费转冷。**5 月零售和食品服务销售季调后环比下降 0.9%，低于市场预期的-0.6%，主要是汽车及零部件消费下滑拖累。在汽车关税导致的提前消费退潮后，汽车消费从 3 月的 5.3%持续降至 4 月的-0.6%和 5 月的-3.5%。汽车及零部件零售增速 25 年 1-5 月平均每月环比下降 0.74%，较 24 年月均 0.66%增速大幅下降，显示耐用品的消费需求大幅走弱。因油价下跌，加油站零售环比下降 2%。除机动车及零部件和加油站外，零售增速从 0.1%下降至-0.1%。分品类来看，耐用品消费的建筑材料&园林设备和电子家电均环比转跌，分别从 0.3%和 0.1%降至-2.7%和-0.6%。家具家装店则从 0.7%升至 1.2%。非耐用品消费普遍反弹，服装、日用品商场、杂货店和网购环比增速分别从 0%，-0.1%，-3.7%和 0.4%升至 0.8%，0.1%，2.9%和 0.9%。作为零售数据中唯一服务业销售，食品服务和餐吧销售环比增速从 4 月的 0%放缓至-0.7%。由于关税将推升消费品价格并削弱消费者信心，预计零售增速可能延续放缓。
- **公用事业拖累工业产出延续放缓。**5 月工业生产环比下跌 0.2%，低于市场预期的 0%。其中公用事业环比大幅下跌 2.9%，从 4 月的环比 4.9%回落。采矿环比上涨 0.1%。占工业产出四分之三的制造业环比增速从 4 月的-0.5%回升至 0.1%，其中电气照明设备、汽车和家电分别环比大幅上涨 5.9%，4.9%和 4.3%，非金属矿物制品、工业机械和电池分别下跌 1.6%，1.2%和 0.5%。PMI 制造业与联储地方制造业调查均指向制造业的收缩趋势，预计在关税压力下制造业产出将保持低迷。
- **美联储短期将保持利率不变，9-12 月或降息两次。**近期美国通胀下行主要是油价下跌和消费走弱贡献。随着中东冲突推升油价和关税对部分商品价格传导显现，第三季度美国通胀可能反弹。同时，经济将延续放缓，新增非农就业人数保持下降趋势，失业率微幅抬升。美联储面临去通胀和保就业的两难，预计 6-7 月将保持观望态度，继续暂停降息。9 月之后随着经济更加明显放缓和通胀可能见顶回落，美联储可能在 9 月降息一次，11 月或 12 月再降息一次。

同比(%, 2021/2022年为2/3年平均，3M MA)



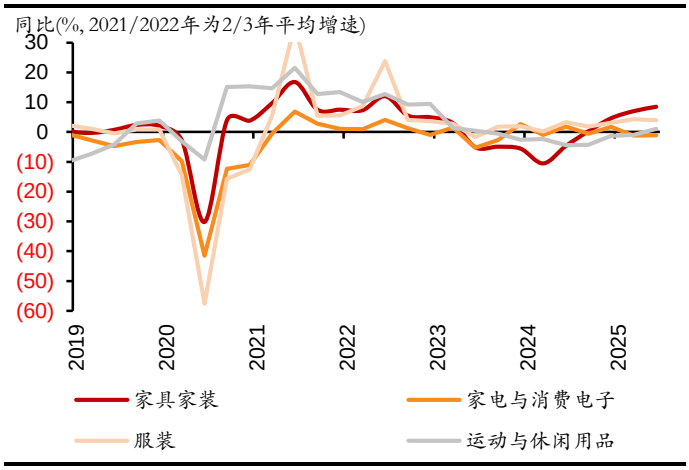
资料来源 :Wind，招银国际环球市场

图 1: 零售和食品服务销售额环比增速

	占比(%)	零售和食品服务销售额(季调月环比,%)									
		2022	2023	2024	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	3月	4月	5月
总计	***100.0***	**0.5**	**0.4**	**0.4**	**0.1**	**0.6**	**0.7**	**0.2**	**1.5**	**(0.1)**	**(0.9)**
机动车辆及零部件店	19.0	0.1	0.8	0.7	(0.7)	1.3	2.1	0.2	5.3	(0.6)	(3.5)
加油站	7.0	0.5	(0.5)	(0.1)	(0.9)	(0.6)	0.7	(0.8)	(2.8)	(0.7)	(2.0)
建筑材料、园林设备及物料店	5.5	0.2	(0.2)	0.0	0.2	0.6	(0.4)	(0.0)	2.0	0.3	(2.7)
食品服务和餐吧	13.6	1.1	0.9	0.3	0.4	0.6	0.3	0.8	2.5	0.8	(0.9)
家具家装店	1.6	0.0	(0.2)	0.7	1.0	0.9	1.1	(0.2)	0.1	0.7	1.2
电子家电店	1.1	(0.3)	0.4	0.5	0.9	(1.6)	1.1	0.5	1.4	0.1	(0.6)
食品和饮料店	11.7	0.5	0.1	0.3	0.2	0.5	0.3	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.7)
保健和个人护理店	5.4	0.2	0.8	0.4	0.4	2.2	(0.6)	1.0	1.1	(0.3)	(0.1)
运动商品、业余爱好物品、书及音乐商店	1.1	0.3	(0.4)	0.2	0.1	0.2	0.7	0.1	3.8	(3.0)	1.3
服装及服装配饰店	3.7	0.1	0.4	0.2	1.5	0.1	0.6	0.2	1.1	0.0	0.8
日用品商场	10.7	0.6	0.2	0.2	0.1	0.4	0.3	0.1	0.0	(0.1)	0.1
杂货店	2.0	(0.1)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	1.3	1.3	(3.7)	2.9
非店铺零售(包括网购)	17.5	0.8	1.0	0.6	0.9	0.3	0.7	0.3	0.5	0.4	0.9
不包括加油站	**93.0**	**0.5**	**0.5**	**0.4**	**0.2**	**0.7**	**0.7**	**0.3**	**1.9**	**(0.0)**	**(0.8)**
不包括机动车辆及零部件	**81.0**	**0.5**	**0.4**	**0.3**	**0.4**	**0.4**	**0.3**	**0.3**	**0.6**	**0.0**	**(0.3)**
不包括机动车辆及零部件和加油站	**74.1**	**0.6**	**0.5**	**0.3**	**0.5**	**0.5**	**0.3**	**0.4**	**1.0**	**0.1**	**(0.1)**

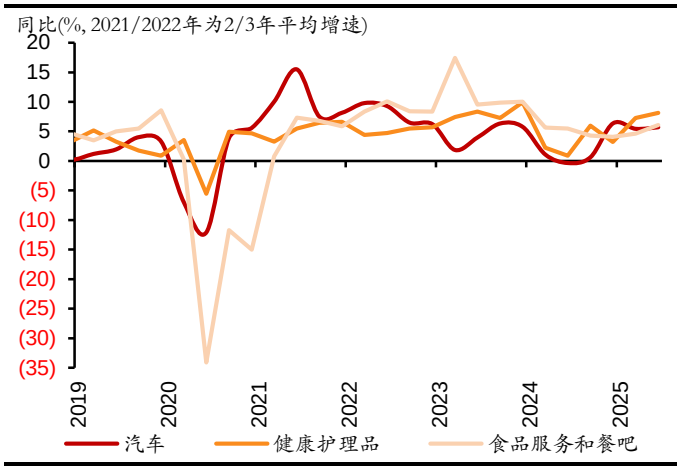
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 2: 家具、家电、服装与运动用品零售额增速



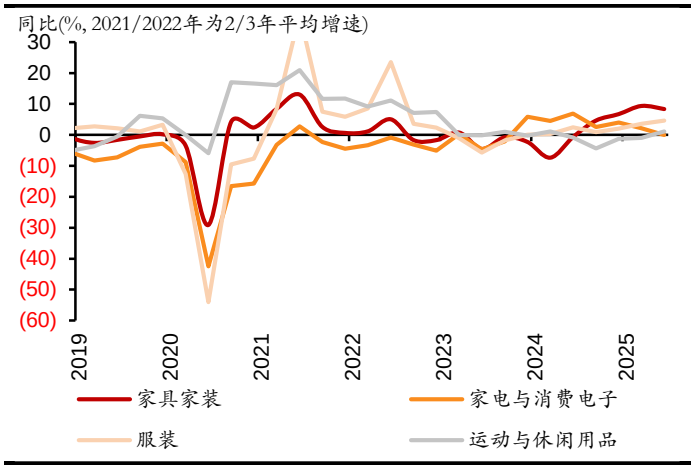
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 3: 汽车、护理品与餐饮零售额增速



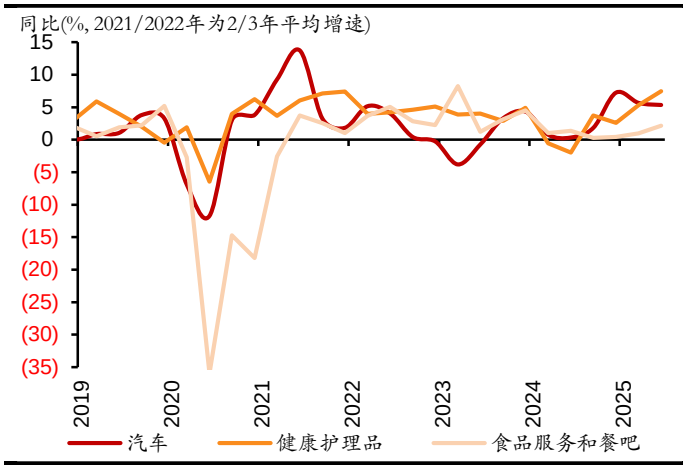
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 4: 家具、家电、服装与运动用品零售额不变价增速



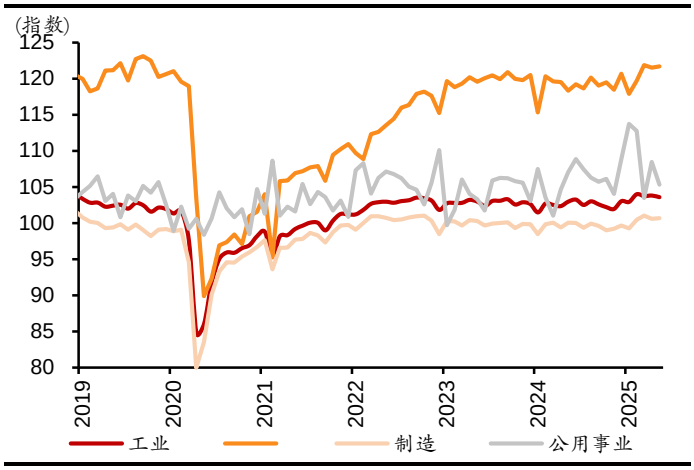
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 5: 汽车、护理品与餐饮零售额不变价增速



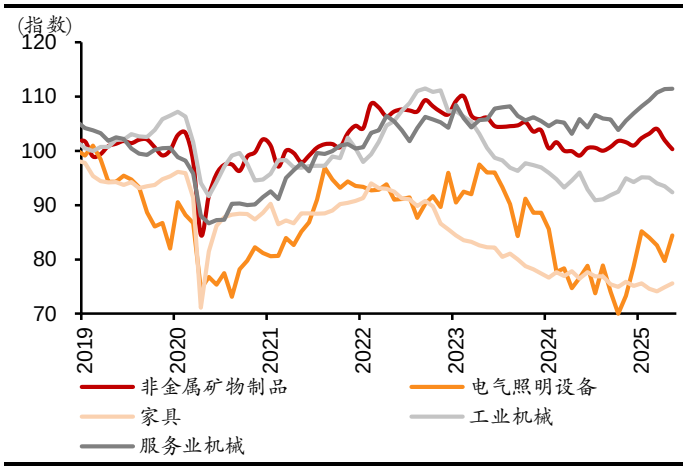
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 6: 工业生产指数



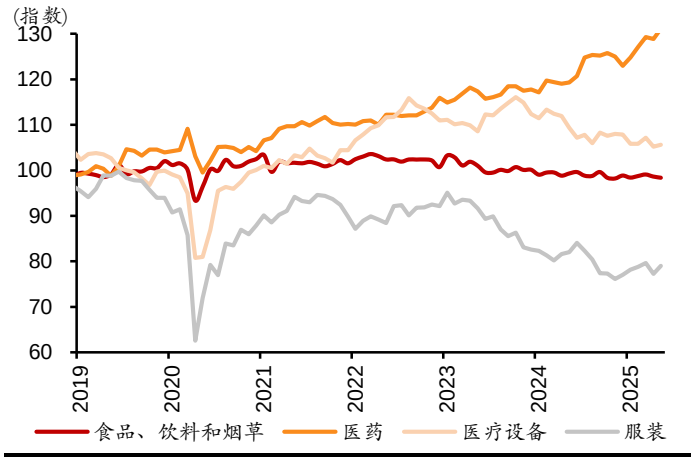
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 7: 地产相关行业和工业服务业机械生产指数



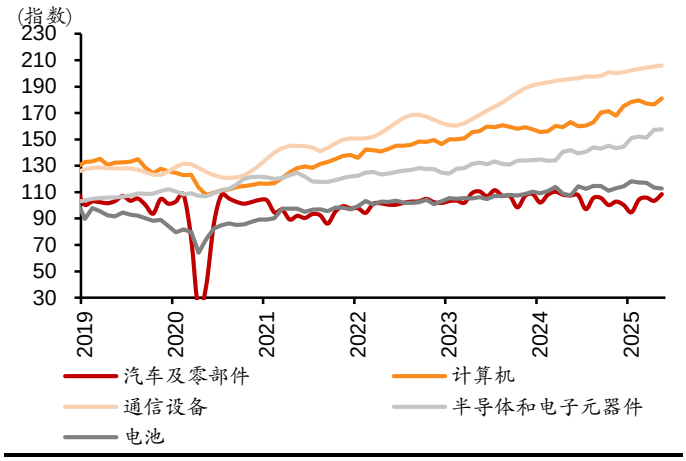
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 8: 必选消费品和服装行业生产指数



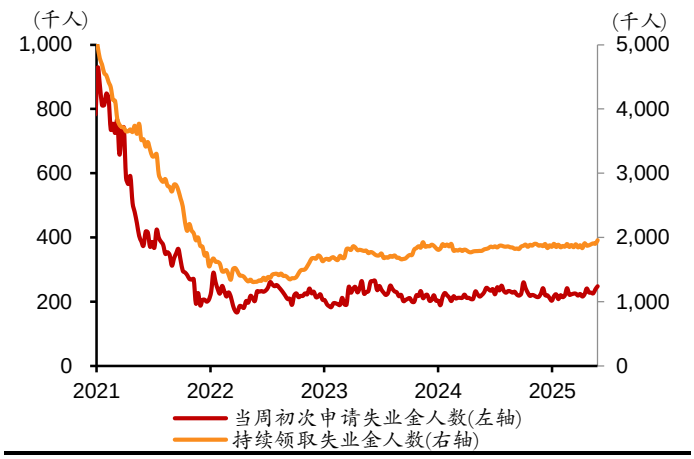
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 9: 汽车、计算机、通信设备与电子行业生产指数



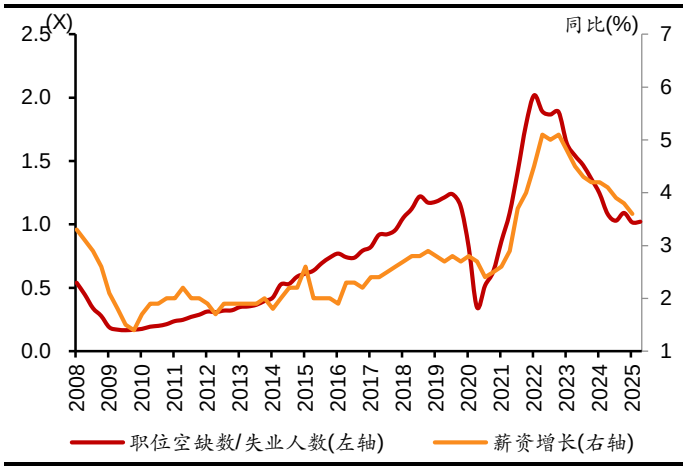
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 10: 申请失业金人数



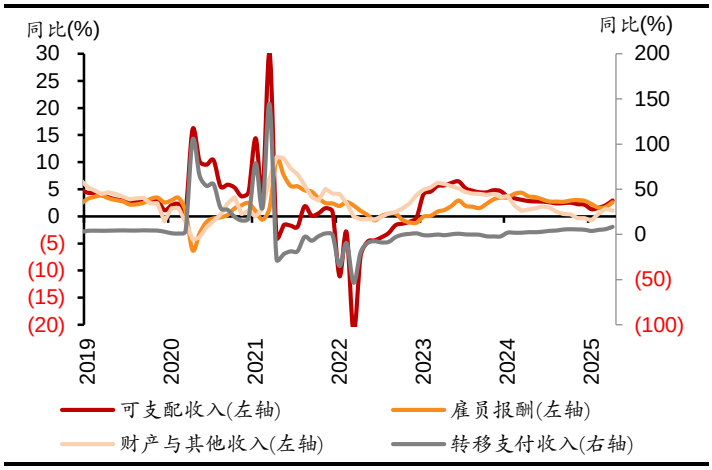
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 11: 就业市场紧缺程度与薪资增长



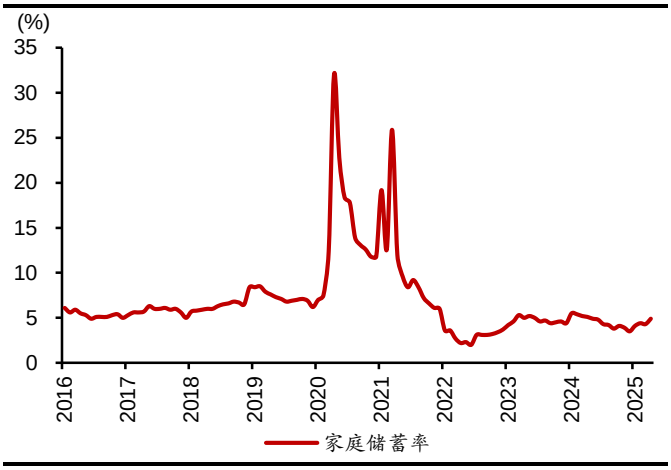
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 12: 收入同比增速



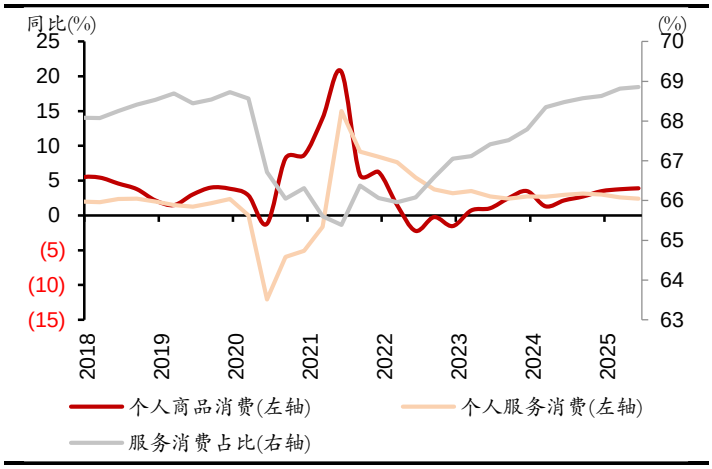
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 13: 家庭储蓄率



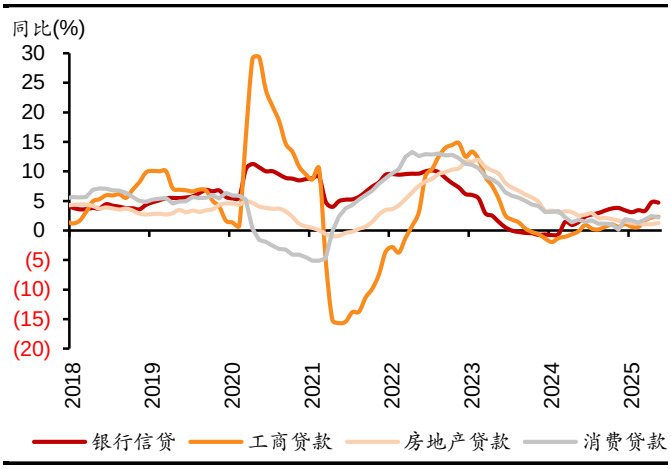
资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 14: 家庭商品与服务消费不变价增速



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 15: 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之分析员，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错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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着区别，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，请与我们联络。

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之分析员，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篇制的报告。 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。