

美国经济

服务业重回扩张，衰退担忧降温

7 月服务业 PMI 大幅反弹，主要分项指数均显著改善，占美国 GDP 近一半的服务业消费重回扩张使市场对经济衰退担忧有所降温。商业活动、新订单和就业均重回扩张区间，服务价格指数小幅反弹。制造业 PMI 收缩幅度创近一年最大，主要指数大幅走弱。需求继续恶化，新订单与订单库存收缩幅度加大，采购活动、自有库存和客户库存也因需求预期恶化而下降。受南部飓风等因素影响，生产指数创造 20 年 5 月以来最大收缩，供应商交付速度也大幅变慢。受益于疫情期间积累的财富效应和对比历史仍然较低的失业率使总需求仍在健康区间，美国经济仍有韧性。尽管本轮从历史低位上升的失业率主要是受移民流入使劳动力人口增加导致，市场仍然担忧在触发了萨姆法则后失业率加速上升。展望未来，由于通胀下降快于还未调整的名义利率，实际利率将升至高位，政策紧缩效应将进一步显现。同时连续放缓的就业市场也可能轻微拖累总体需求，通胀和经济将进一步降温，美联储的注意力将从抗通胀为主转向对稳定物价和最大化就业双重目标的平衡。我们认为美联储可能在 9 月开始降息，12 月再次降息，全年降息 50 个基点，明年进一步降息 100 个基点。美国 GDP 增速可能从去年的 2.5% 降至今年的 2.2% 和明年的 1.8%。美国长期国债收益率可能温和降至今年末的 4% 和明年末的 3.9%，美元指数可能温和降至今年末的 102 和明年末的 100，美股或先抑后扬，新兴市场汇率和股票均将受益于美元降息和美元指数回落。

■ **服务业 PMI 反弹至扩张区间，主要分项均大幅改善。**7 月 ISM 服务业 PMI 从 48.8 反弹至 51.4，重回扩张区间，高于市场预期的 51。主要分项均大幅改善，商业活动指数从 49.6 反弹至 54.5。新订单指数也从 47.3 强劲反弹至 52.4，显示服务业需求仍有韧性。就业指数也从 46.1 上升至 51.1，服务业就业重回扩张。库存指数从 42.9 反弹至 49.8，收缩幅度趋缓。物价指数从 56.3 小幅反弹至 57，仍在疫情前正常区间内。供应商交付指数从 52.7 降至 47.6，交付时间减少。新出口订单和进口指数均大幅反弹，分别从 51.7 和 44 升至 58.5 和 53.3。分行业来看，艺术、娱乐与休闲，住宿餐饮，采矿建筑，以及企业管理与支持等 10 个行业有所扩张，较上月增加 2 个。农林牧渔、房地产租赁、批发和零售等 8 个行业则在收缩，与上月持平。根据历史经验，服务业 PMI 超过 49 预示经济扩张，6 月服务业 PMI 值对应年化 GDP 增速约为 0.8。服务业 PMI 指数重返扩张区间使市场对衰退的担忧有所降温，作为占美国 GDP 近一半的服务业消费若延续温和扩张将成为经济保持韧性的最大支撑。

■ **制造业 PMI 收缩幅度创近一年最大，主要指数大幅走弱。**7 月制造业 PMI 从 48.5 大幅下降至 46.8，显著低于市场预期的 48.8。制造业 PMI 已连续收缩 4 个月，并在过去 21 个月中收缩 20 个月。印刷、石油和煤炭、其他制造、家具、非金属矿物制品等 5 个行业有所扩张，较上月减少 3 个；初级金属、橡胶塑料、纺织厂、机械设备、电气设备、电器等 11 个行业报告收缩，较上月增加 2 个。需求收缩幅度扩大，新订单指数从 49.3 降至 47.4。订单库存继续保持在 41.7。生产活动受南部飓风等因素影响大幅收缩，产出指数创造 20 年 5 月以来最大收缩，从 48.5 大幅下降至 7 月的 45.9，同时交付速度也大幅变慢，供应商交付指数从 49.8 升至 52.6。就业指数也创 20 年 6 月以来最低，从 49.3 大幅下跌至 7 月的 43.4。需求预期恶化令采购活动、客户

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

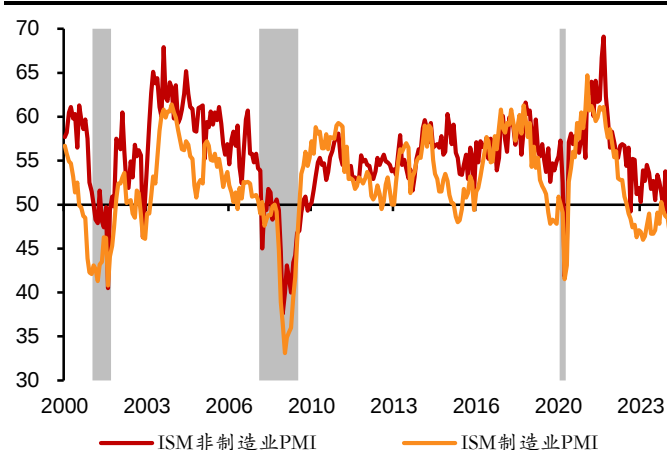
(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

库存和自有库存均显著下降，自有库存指数从 45.4 进一步降至 44.5，客户库存也从 47.4 降至 45.8。价格指数从 52.1 小幅反弹至 7 月的 52.9。出口订单和进口订单分别升至 49 和 48.6，收缩程度小幅放缓。受商品需求疲软和高利率环境影响，制造业延续疲软，主要 PMI 指数如新订单、生产和就业均大幅恶化。制造业 PMI 低于 50 显示收缩，低于 42.5 往往表明整体经济收缩，6 月制造业 PMI 值对应 GDP 增速约为 1.2%。

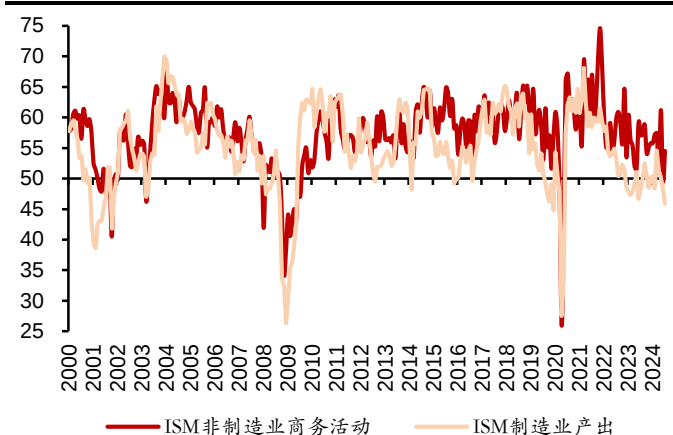
- **美国经济仍有韧性，维持美联储将在 9 月降息的判断。** 尽管美国制造业已持续低迷近两年，但重回扩张的服务业 PMI 指数显示美国经济整体仍然稳健。受益于疫情期间积累的财富效应和对比历史仍然较低的失业率，总体需求保持在健康区间，未见根本性走弱迹象。尽管本轮上升的失业率主要是受移民流入使劳动力人口增加导致，市场仍然担忧在触发了萨姆法则后失业率加速上升。展望未来，由于通胀下降快于还未调整的名义利率，实际利率将升至高位，政策紧缩效应将进一步显现。同时连续放缓的就业市场也可能拖累总体需求，通胀和经济将进一步放缓，美联储的注意力从抗通胀为主转向对稳定物价和最大化就业双重目标的平衡。我们认为美联储可能在 9 月开始降息，12 月再次降息，全年降息 50 个基点，明年进一步降息 100 个基点。美国 GDP 增速可能从去年的 2.5% 降至今年的 2.2% 和明年的 1.8%。

图 1: 非制造业与制造业 PMI



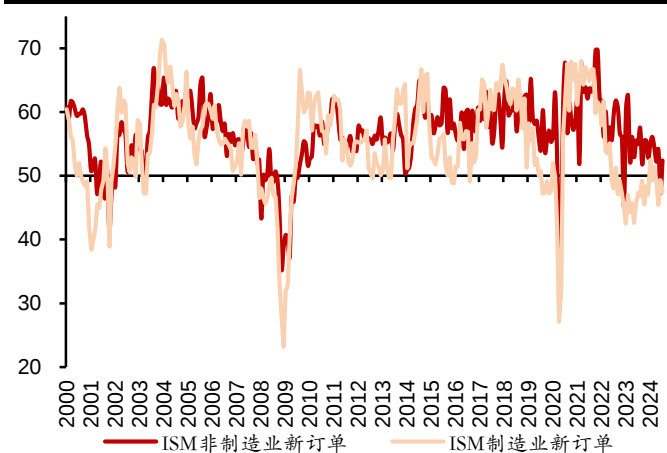
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 产出指数



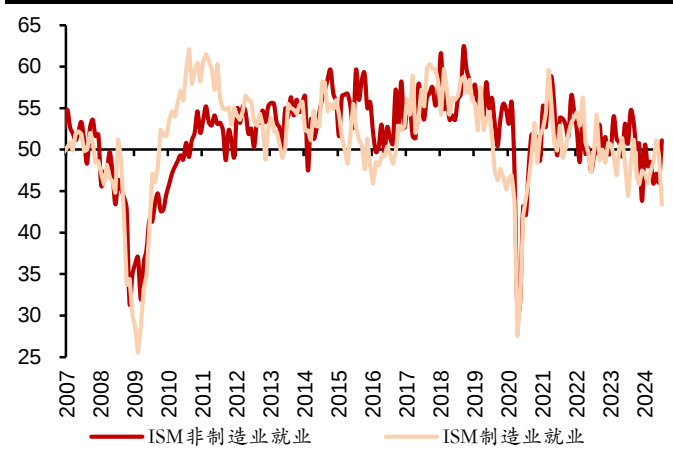
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 新订单指数



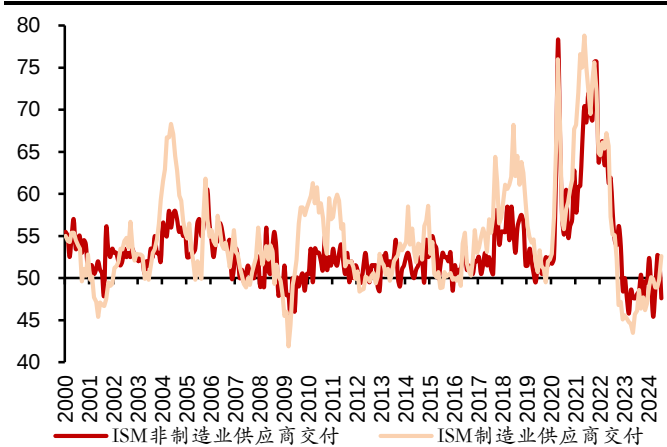
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 就业指数



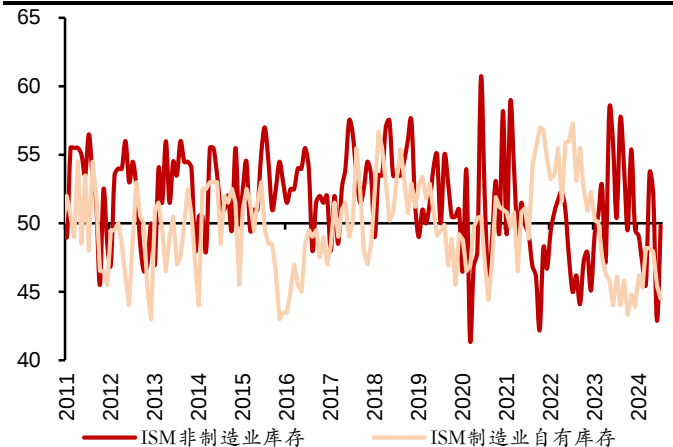
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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

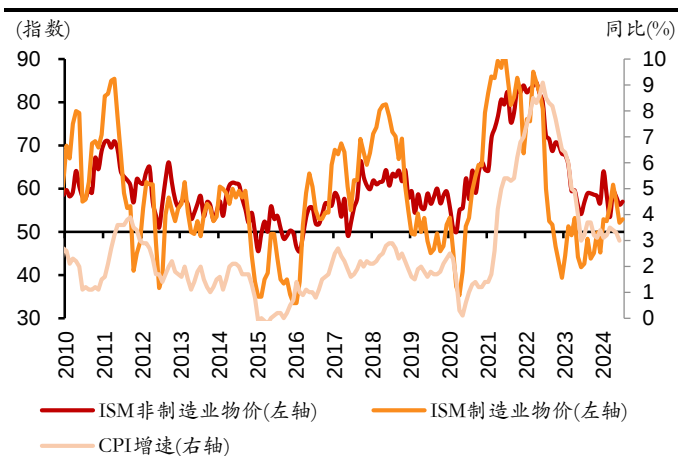


图 8: 进口指数

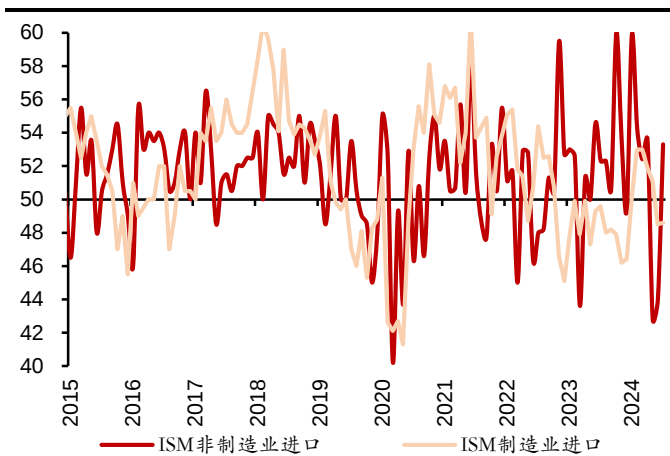


图 9: 新出口订单指数

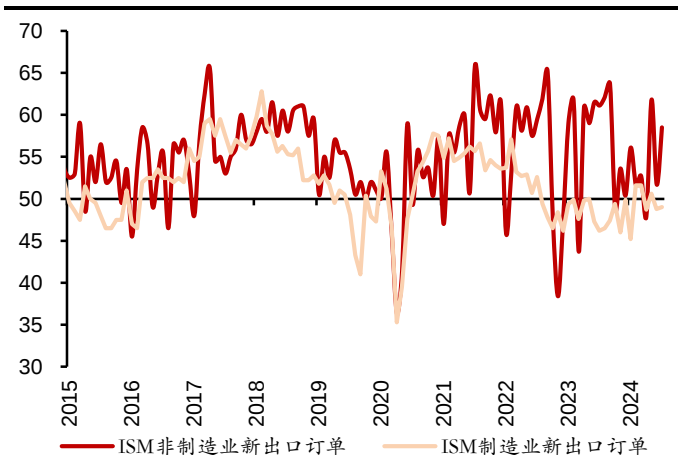


图 10: 消费者信心和通胀预期

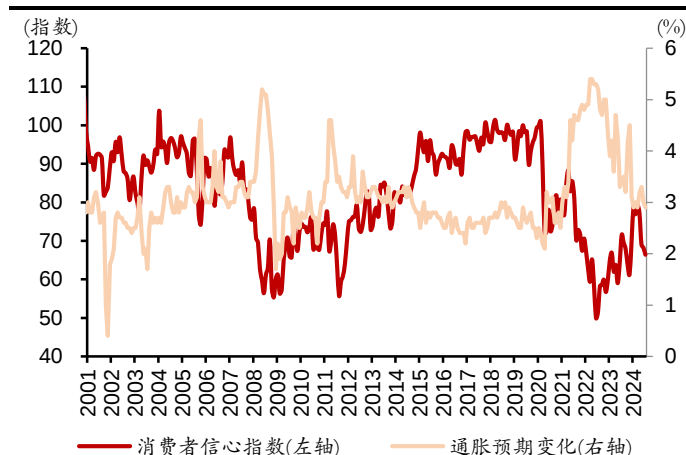


图 11: PPI 与耐用品存货增速

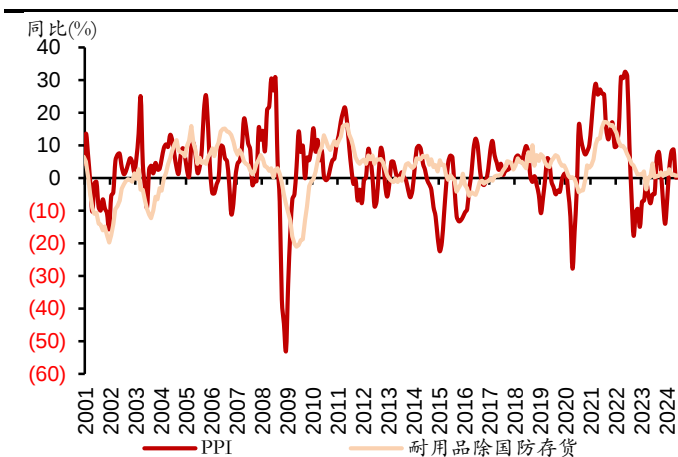


图 12: 全球制造业 PMI

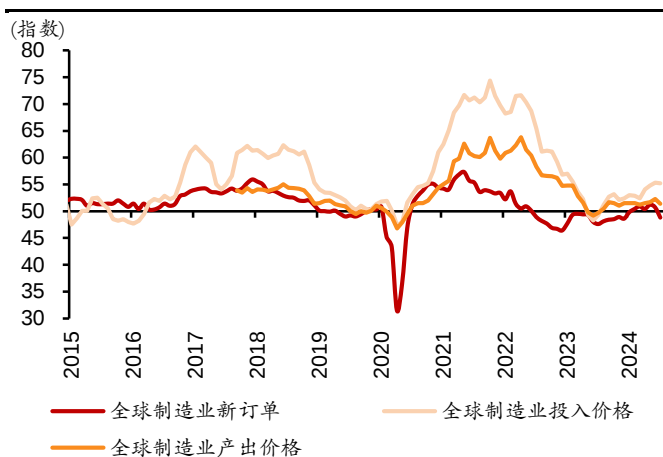
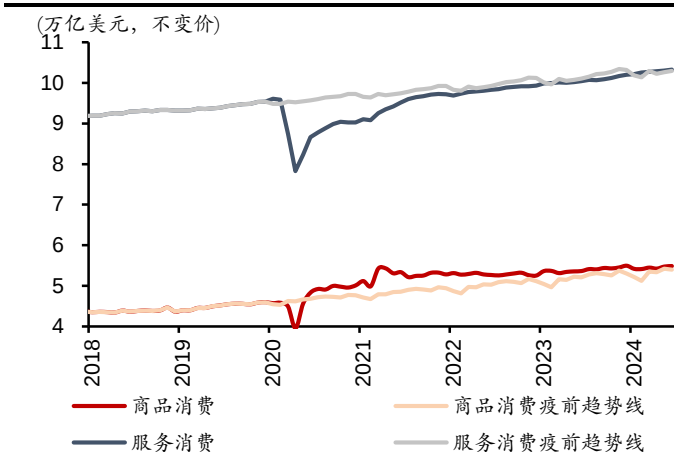
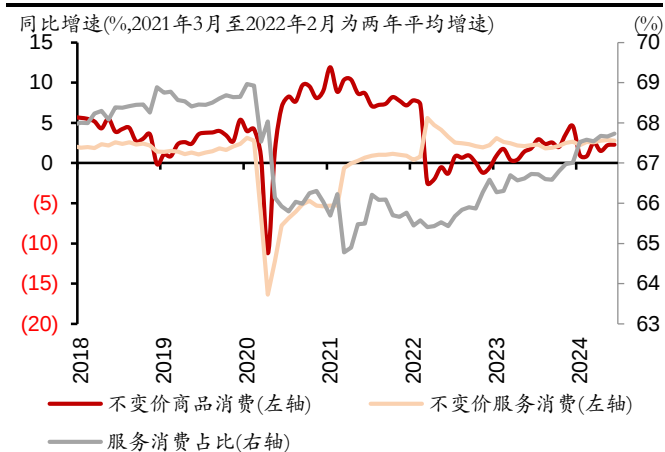


图 13: 美国商品与服务消费复苏进度



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 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。