

美国经济

关税短期升成本作用超过降需求效应

美国 4 月服务业 PMI 超预期回升，商业活动延续扩张，需求小幅改善，关税冲击尚未带来需求紧缩效应，反而通过刺激抢购囤货而带动零售、物流、仓储和贸易活动；物价指数大幅反弹，与关税推升消费者通胀预期相一致。制造业 PMI 收缩幅度扩大，生产指数大幅降至 2020 年 5 月以来新低；关税扰动供应链导致交付时间变长，价格指数创近 3 年新高，企业库存下降。数据公布后，美国 10 年国债利率上升 4bp 至 4.36%，市场对全年降息幅度预期下降 3bp 至 76bp。短期内，关税推升成本作用超过降低需求效应，通胀反弹风险大于失业上升风险，美联储在 5、6 月份可能保持政策利率不变。下半年，随着需求收缩效应超过成本上升作用，就业市场可能明显放缓，通胀可能见顶回落，美联储可能在 7 月或 9 月降息一次，11 月或 12 月再降一次。

- **服务业 PMI 扩张速度加快，价格指数升至近 2 年新高。** ISM 服务业 PMI 从 3 月的 50.8 反弹至 4 月的 51.6，超出市场预期的 50.2，服务业扩张速度加快。根据历史经验，服务业 PMI 超过 48.6 预示经济扩张，本月服务业 PMI 对应年化 GDP 增速为 1%。商业活动指数保持扩张，新订单指数从 50.4 升至 52.3，需求有所改善。物价指数从 60.8 升至 65.1，扩张速度创 22 年末以来新高。就业指数延续收缩，但幅度趋缓。分行业来看，餐饮住宿、批发业、采矿业、房地产租赁和零售业等 11 个行业扩张，较上月减少 3 个。农林牧渔、专业和科学技术服务、金融&保险等 6 个行业则处于收缩状态，较上月增加 3 个。多数受访者提到关税对商业活动特别是中小企业带来冲击，以及政府支出的缩减对医疗、公用事业和运输仓储等行业带来负面影响。
- **制造业 PMI 加速萎缩，但价格指数大幅上升。** 制造业 PMI 从 3 月的 49 降至 4 月的 48.7，但好于市场预期的 47.9。制造业 PMI 高于 42.3 预示经济扩张，本月制造业 PMI 值对应 GDP 增速约为 1.8%。特朗普关税政策首先冲击制造业，几乎所有受访者都表示关税对供应链和生产活动造成极大扰乱，对华关税难以承担。产出指数从 48.3 大幅收缩至 44，为 20 年 5 月以来新低。新订单指数从 45.2 升至 4 月的 47.2，收缩幅度稍缓。价格指数从 69.4 升至 69.8。交付时间指数升至 55.2，显示关税扰动供应链导致交付时间变长。就业延续收缩，自有库存与客户库存双双下降。分行业来看，服装、石油煤炭、橡胶与塑料、电气设备和纺织等 11 个行业扩张，较上月增加 1 个。木制品、家具、纸制品、食品饮料和运输设备等 6 个行业则在收缩，较上月增加 1 个。
- **关税短期成本推升作用超过需求紧缩效应。** 关税冲击对制造业的影响首当其冲，但对服务业影响相对较小。近期内，关税阻断供应链，推升进口价格，成本推升作用超过需求紧缩效应，通胀先反弹；远期内，价格上升和信心冲击将降低总需求，需求紧缩效应超过成本推升作用，通胀再下降。我们预计关税冲击对未来两个季度美国 PCE 通胀的推升幅度最大，可能达到 0.6 个百分点。短期内，通胀反弹风险超过失业上升风险，美联储可能在 5、6 月份保持政策利率不变。下半年，随着需求收缩效应超过成本上升作用，就业明显放缓，通胀可能见顶回落，美联储可能在 7 月或 9 月降息一次，11 月或 12 月再降一次。

刘泽晖

(852) 3761 8957

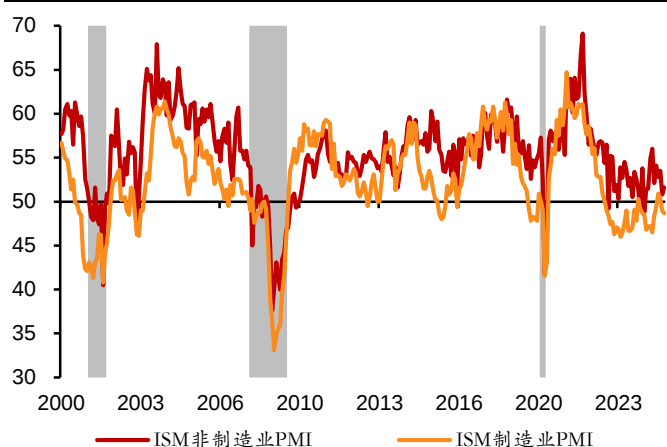
frankliu@cmbi.com.hk

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

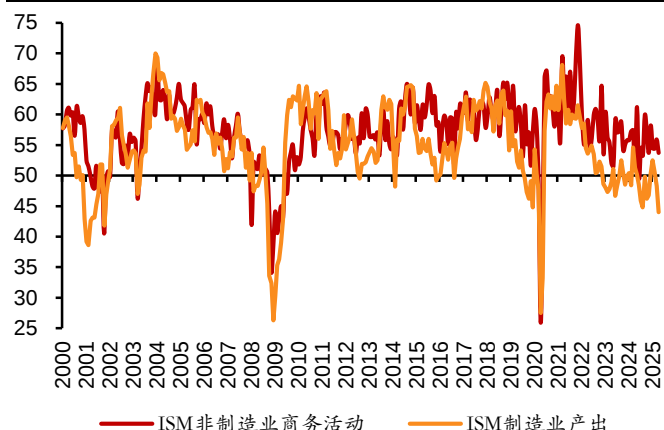
yebingnan@cmbi.com.hk

图 1: PMI



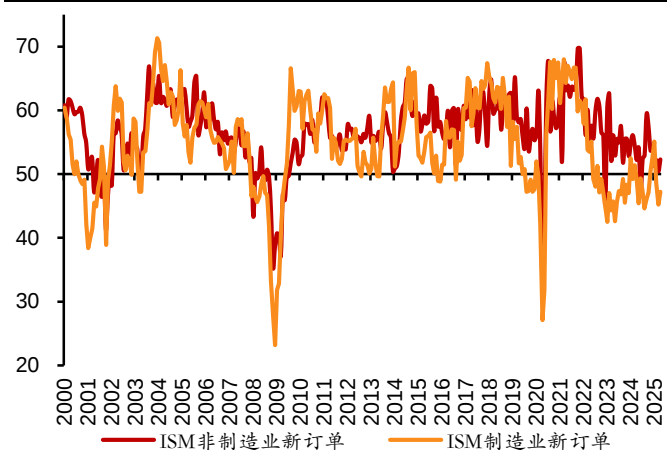
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 产出指数



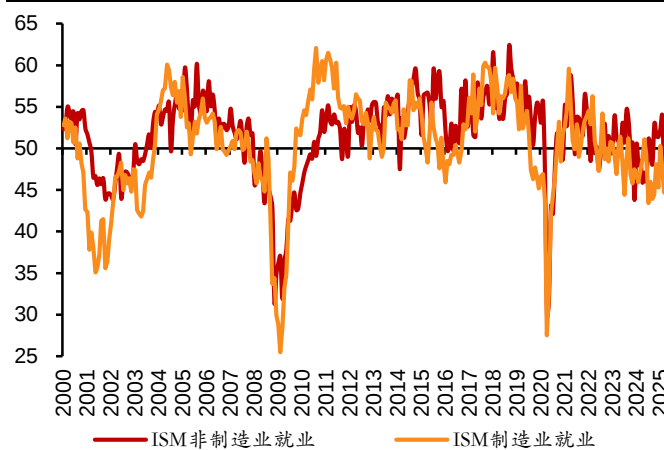
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 新订单指数



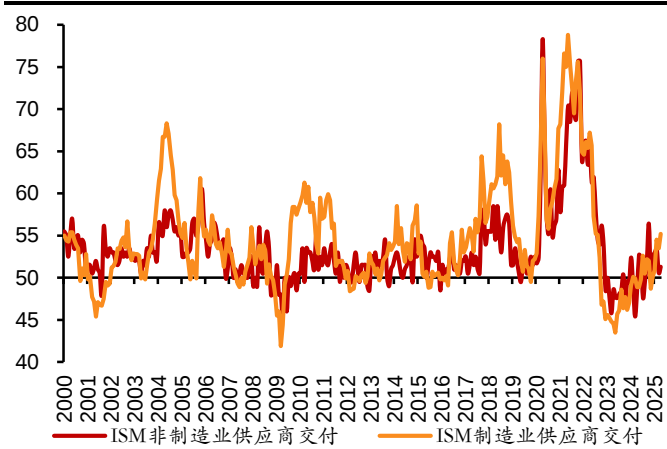
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 就业指数



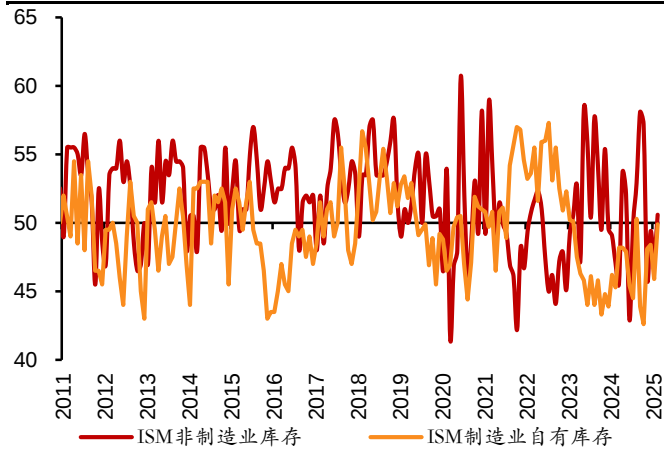
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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

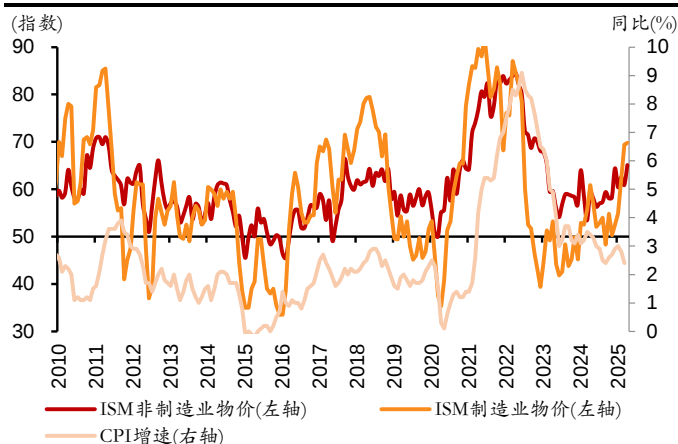


图 8: 进口指数

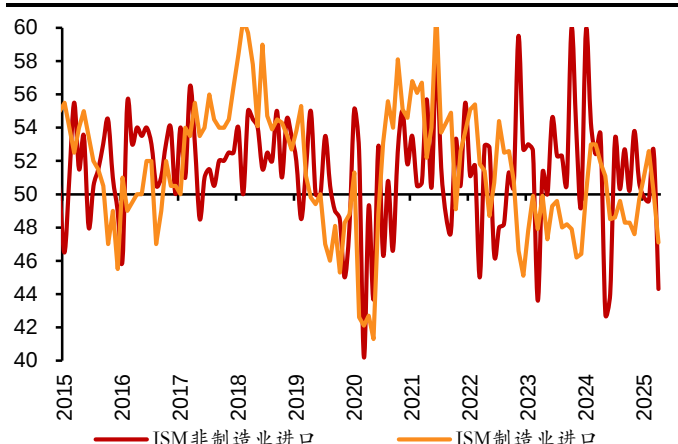


图 9: 新出口订单指数

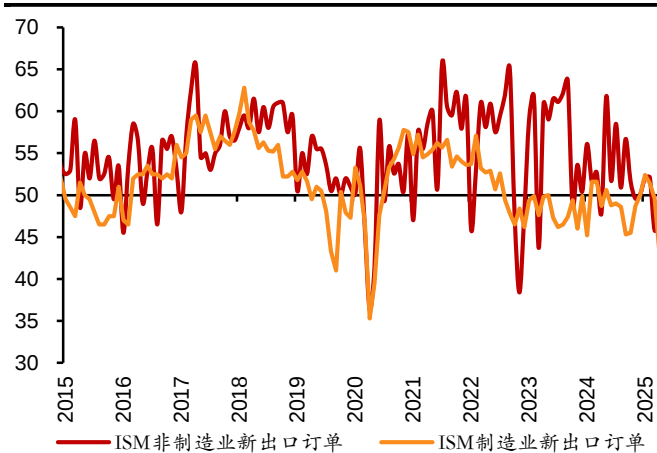


图 10: 消费者信心与通胀预期

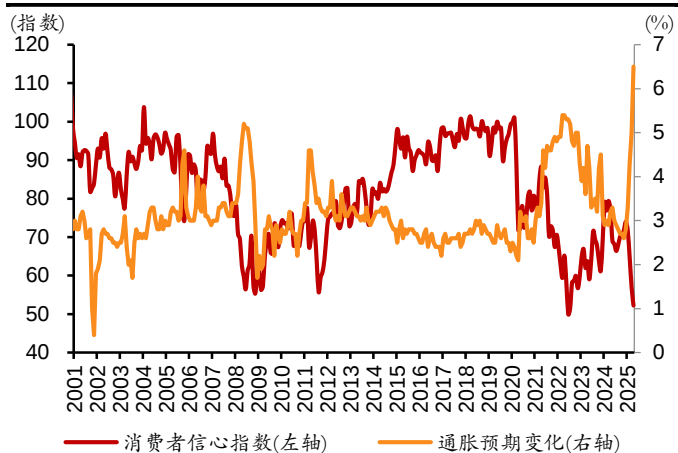


图 11: PPI 与耐用品存货

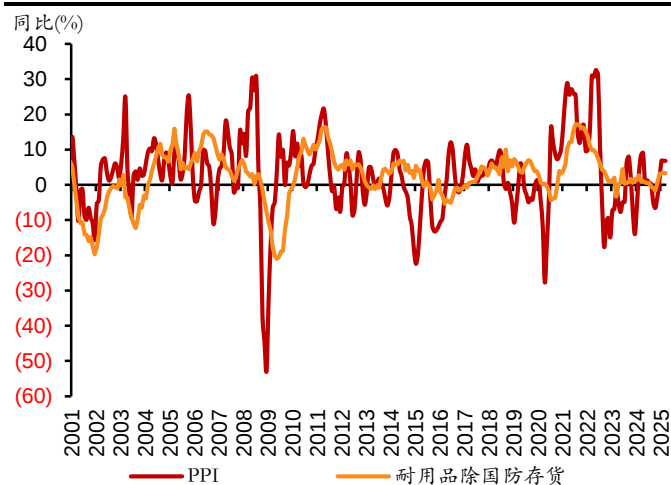


图 12: 全球制造业订单与价格指数

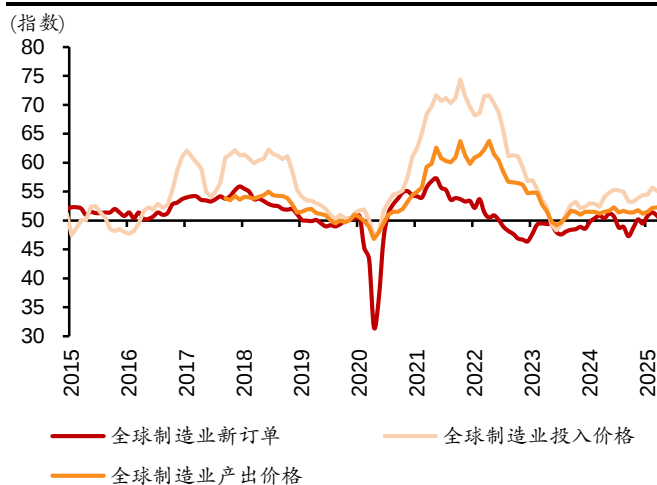
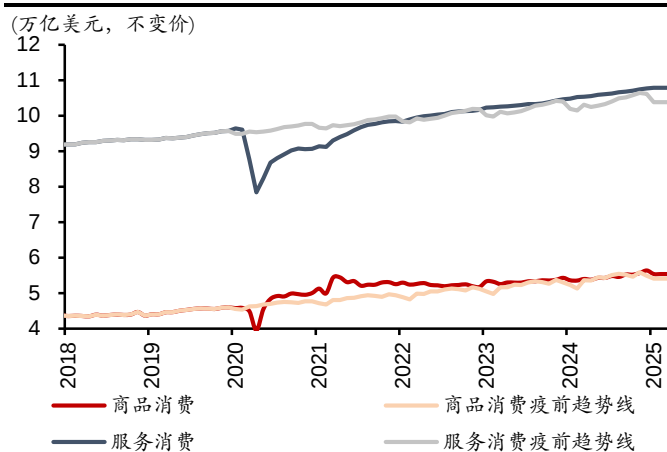
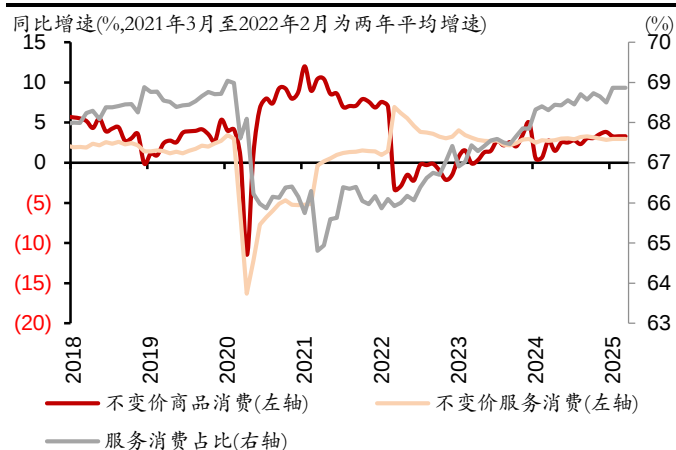


图 13: 美国商品与服务消费



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 美国商品与服务消费增速



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商投资者

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。