

美国经济

零售超预期，乐观降息预期略有降温

美国零售增速超预期，因汽车、网购和服装等假期消费强劲。美联储褐皮书显示消费依然稳健，就业市场和通胀有所降温。消费韧性支撑经济延续增长，抵消了制造业和房地产的疲软。零售数据公布后，货币市场对美联储3月降息概率的预期从63%下降至54%。一季度，美国经济可能继续降温，但尚未完全冷却，各类经济数据可能冷热不一，市场对降息路径的预期可能仍有波动。预计美联储在5月开启降息周期，首次降息25个基点，第二次或第三次降息幅度可能扩大至50个基点，确认经济显著冷却和去通胀基本胜利。随着下半年PCE通胀可能降至2.5%以下，预计全年降息幅度150个基点左右，联邦基金利率年底降至3.8%左右。美联储可能放缓QT速度。预计美国名义GDP增速从2023年的6.3%降至2024年的3.5%（市场中值预测3.8%），2024-2025年潜在名义GDP增速为4%-4.3%，10年国债收益率可能在3.5%-4%的中枢区间，预计2024年末在3.75%左右。

- 零售数据超预期。**12月零售和食品服务销售环比增长0.55%，超出市场预期，主要因机动车及零部件环比大增1.1%。除机动车、零部件及加油站外的零售环比增长0.4%。核心零售环比增长0.8%，主要因网购等非店铺零售强劲增长1.55%。受油价下降影响，加油站销售额环比下降1.28%，较11月降幅有所收窄。食品服务和餐吧零售环比增速从11月的1.68%降至12月的0.03%，季环比增速从第三季度的1.06%降至0.68%，显示服务消费可能有所放缓，有利于核心通胀回落。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，数据有下行风险。12月零售数据特别是核心零售超预期增长，显示经济降温依然平缓，美联储降息时点可能比市场预期更晚，10年国债收益率在数据公布后一度创1个月新高至4.1%。
- 美联储褐皮书显示消费依然稳健，就业市场和通胀有所降温。**美联储褐皮书显示，相比于去年11月初的调查结果，1月8日前美国整体经济活动没有太大变化，消费者支出依然较强，多数企业对未来感到乐观，但劳动力市场和通胀有所降温。12个地区中有8个地区表示经济活动几乎没有变化，3个地区报告了温和增长，堪萨斯州报告了温和下降。消费方面，大多数地区消费者支出达到预期，其中包括纽约等三个地区的假日消费表现超预期强劲，特别是在服装、玩具、体育用品和假日出行等消费上。就业方面，几乎所有地区都提到劳动力市场有所降温的迹象，包括更多的职位申请人、更加谨慎的雇佣新员工、更低的离职率和有所缓解的薪资增长压力。超过一半地区表示就业规模没有变化。通胀方面，下游消费者对价格敏感度有所提高，零售商被迫缩小利润率并抵挡上游供货商继续涨价的尝试。企业调查方面，多数企业继续表示限制性利率加剧融资困难，汽车与房地产等行业继续承压。但是由于降息预期，企业对未来预期感到乐观。
- 美联储已转向鸽派，预计全年降息150个基点左右。**随着经济降温、通胀下降、实际利率高企和政府再融资成本居高，美联储近期已从鹰派转鸽，市场对降息路径预期已比较乐观。由于美国经济降温速度平缓，一季度各类经济数据可能冷热不一，市场对降息路径的预期可能仍有波动。二季度后，经济和通胀进一步冷却，美联储将更加坚定开启降息周期。我们预计，在基准情境下，美联储将在5月开始降息，首次降息25个基点，第二次或第三次降息幅度扩大至50个基点，全年累计降息150个基点，联邦基金利率年底降至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3.5%（市场中值预测3.8%），2024-2025年美国潜在名义GDP增速为4%-4.3%，10年国债收益率可能在3.5%-4%的中枢区间，预计2024年末在3.75%左右。下半年通胀可能降至2.5%以下，年底实际利率仍可能超过1.3%，货币政策仍在偏紧状态。目前国债收益率曲线严重倒挂已持续超过1年，只有在美联储大幅降息之后，国债收益率曲线才会趋近正常化。

叶丙南, Ph.D

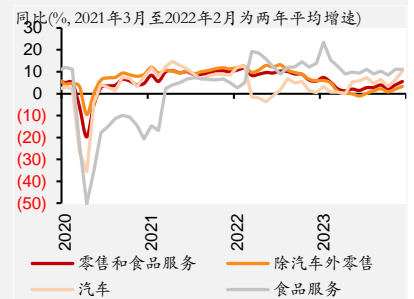
(852) 6989 5170

yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk



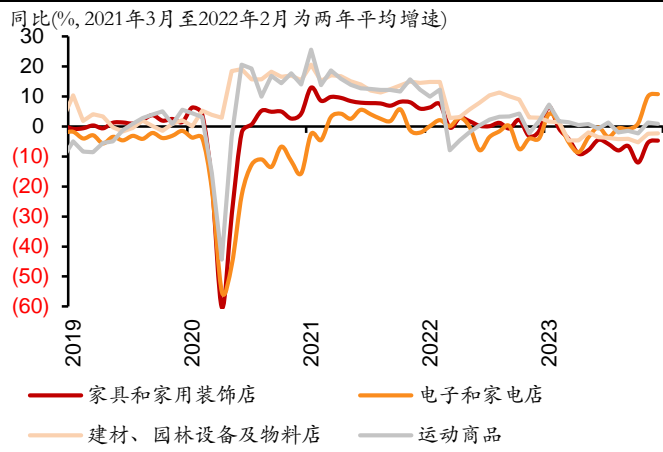
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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(月环比,%) | | | | | | | | |
|--------------------|-------------|-------------------|--------|--------|------------|------------|---------|------------|------------|--|
| | | 2022年月均 | 1Q23月均 | 2Q23月均 | 3Q23月均 | 4Q23月均 | 2023年月均 | 11月 | 12月 | |
| 总计 | 100.0 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.7 | 0.2 | 0.5 | 0.3 | 0.6 | |
| 机动车辆及零部件店 | 19.2 | 0.1 | 1.7 | 1.0 | 0.4 | 0.3 | 0.8 | 0.8 | 1.1 | |
| 加油站 | 7.5 | 0.6 | (1.2) | (1.5) | 2.7 | (2.1) | (0.5) | (3.4) | (1.3) | |
| 建筑材料、园林设备及物料店 | 5.9 | 0.2 | (1.0) | 0.0 | 0.1 | 0.1 | (0.2) | (0.1) | 0.4 | |
| 食品服务和餐吧 | 13.3 | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 1.1 | 0.7 | 0.9 | 1.7 | 0.0 | |
| 核心零售销售 | 54.1 | | | | 0.5 | 0.5 | | 0.5 | 0.8 | |
| 家具和家用装饰店 | 1.5 | (0.1) | 0.6 | (0.5) | (1.1) | (0.3) | (0.3) | 2.4 | (1.0) | |
| 电子和家用电器店 | 1.1 | (0.3) | 3.7 | 0.3 | 0.2 | (0.5) | 0.9 | (1.8) | (0.3) | |
| 食品和饮料店 | 11.7 | 0.5 | (0.1) | (0.2) | 0.5 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.2 | |
| 保健和个人护理店 | 5.2 | 0.1 | 2.0 | 0.7 | 0.8 | (0.1) | 0.9 | (0.2) | (1.4) | |
| 运动商品、业余爱好物品、书及音乐商店 | 1.2 | 0.2 | 0.0 | (0.3) | 0.0 | 0.6 | 0.1 | 1.4 | 0.3 | |
| 服装及服装配饰店 | 3.7 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.3 | 0.8 | 0.4 | 1.0 | 1.5 | |
| 日用品商场 | 10.4 | 0.5 | 0.0 | 0.4 | 0.3 | 0.4 | 0.3 | (0.2) | 1.3 | |
| 杂货店 | 2.2 | 0.3 | 1.2 | 0.5 | 0.1 | 0.4 | 0.6 | (0.3) | 0.7 | |
| 非店铺零售(包括网购) | 17.0 | 0.9 | 0.3 | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.8 | 1.2 | 1.5 | |
| 不包括机动车辆及零部件 | 80.8 | 0.6 | 0.2 | 0.3 | 0.8 | 0.2 | 0.4 | 0.2 | 0.4 | |
| 不包括机动车辆及零部件和加油站 | 73.3 | 0.6 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | |

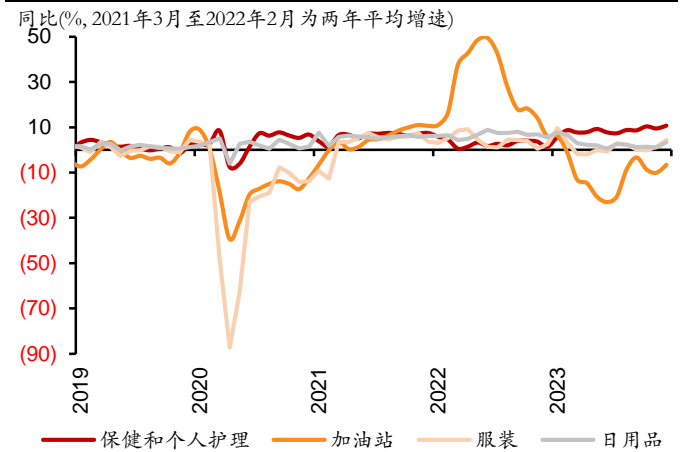
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 耐用品零售额同比增长



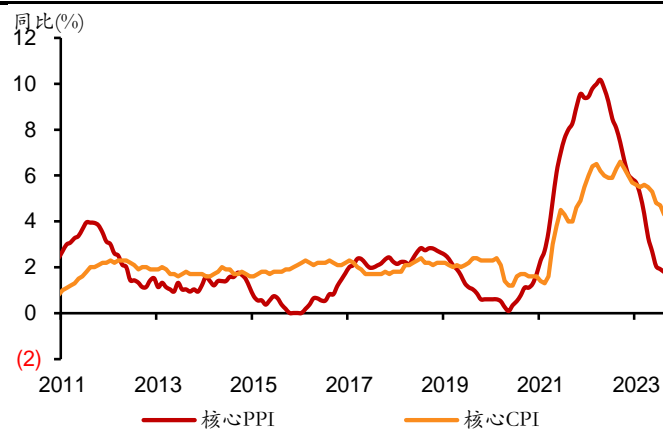
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 非耐用品零售额同比增长



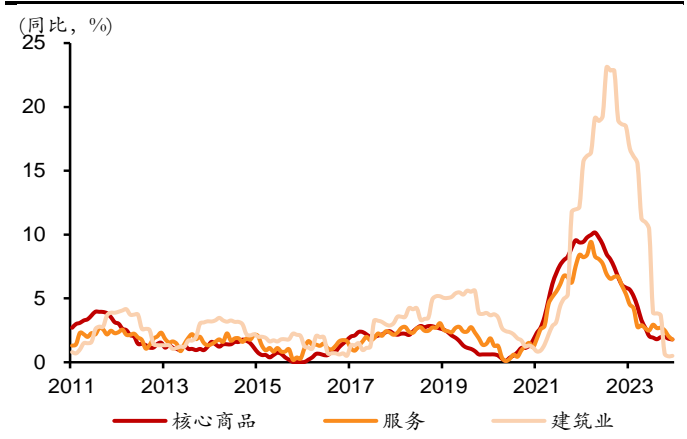
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: PPI 与核心 PPI 增速



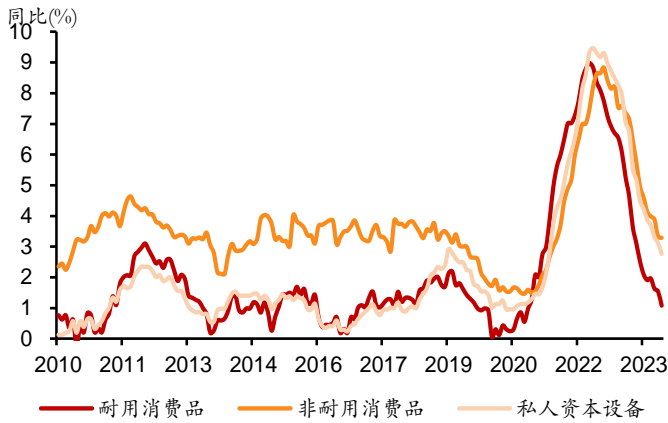
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: PPI 主要分项



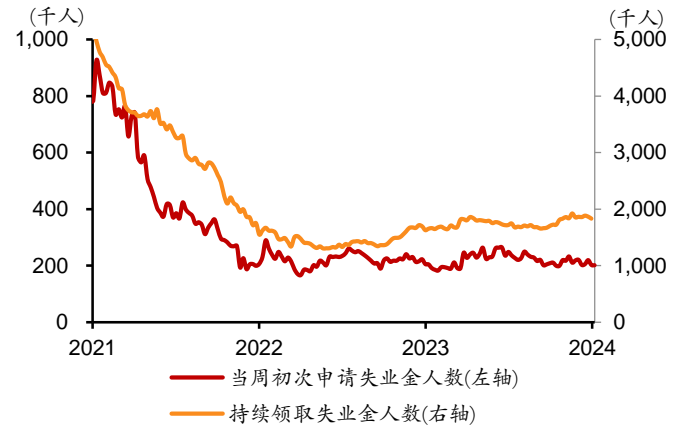
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: PPI 核心商品增速



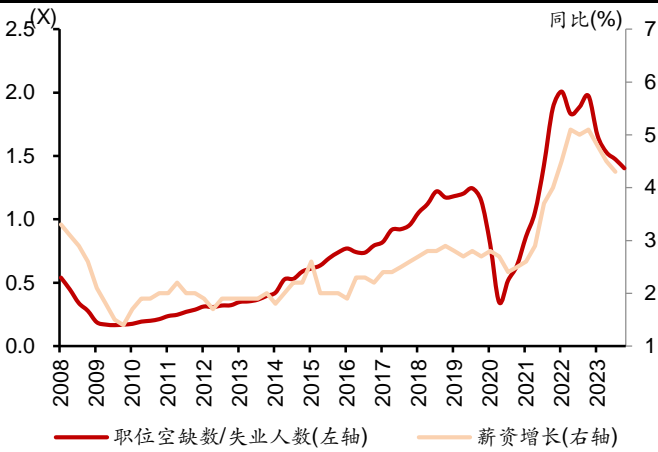
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 申请失业金人数



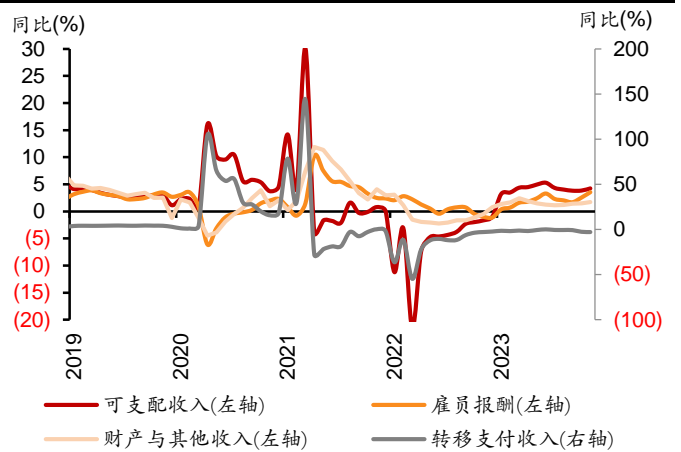
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 就业市场紧俏程度



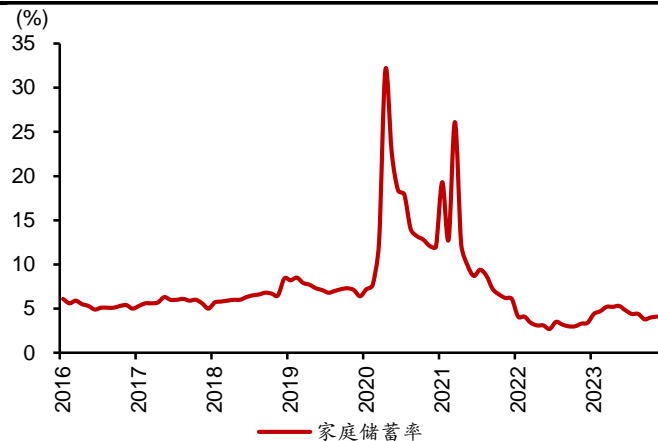
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 收入同比增速



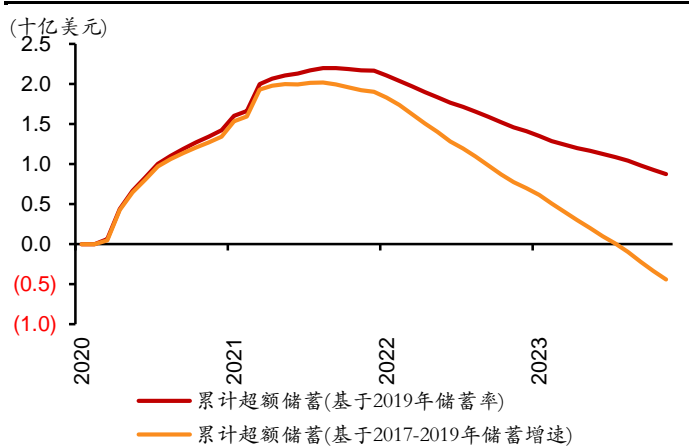
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 家庭储蓄率



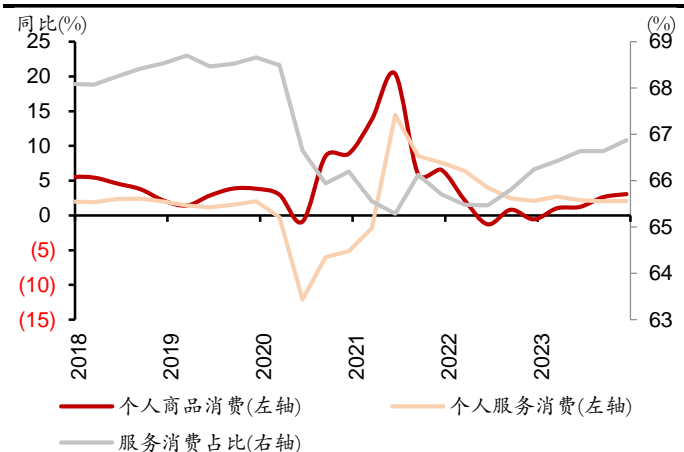
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 累计超额储蓄



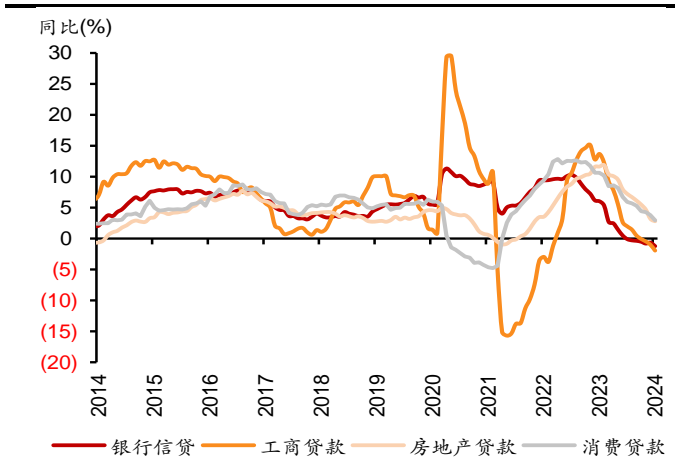
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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属制的报告。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。