

美国宏观周报

经济数据超预期强劲，市场担忧加息风险

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

美国5月PMI和非农就业均强于预期，显示制造业周期性改善、服务需求韧性和AI资本开支仍对经济形成支撑。但就业改善存在行业集中和季节性扰动，工资增速延续放缓，企业招聘意愿仍偏谨慎，就业市场并未过热。能源价格冲击和供应链扰动将使通胀保持高位，我们预计5月CPI同比增速将升至4.2%和2.8%。就业数据公布后，市场对全年加息概率升至70%，风险资产估值因长端利率上行而承压，成为上周五（6月5日）美股被抛售的主要原因。但我们认为市场过度反应，年内加息概率仍较低：1) 本轮通胀反弹主要由能源供给冲击驱动，单独的货币政策作用有限。2) 6月初下跌的汽油价格预示通胀将在5月见顶后开始回落，同时长期通胀预期仍保持稳定。联储有机会将通胀反弹视为油价的一次性冲击。3) 与2022年不同，就业市场并未过热，工资增速延续放缓，并未形成对通胀的传导压力。我们预计联储年内将维持利率水平不变，但会持续释放鹰派信号。若后续就业数据转弱，年内政策预期仍有重新转向宽松的空间。

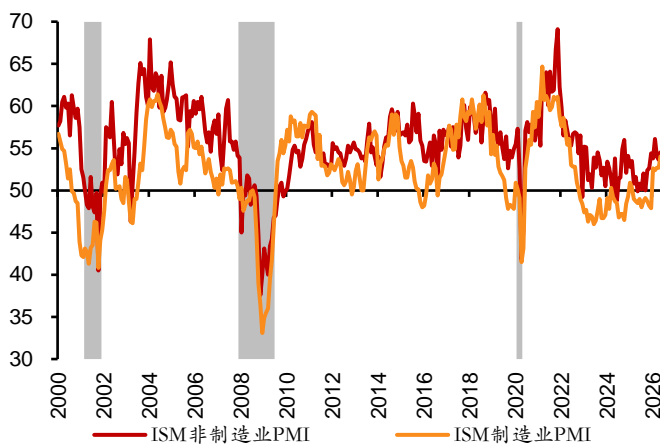
■ **PMI数据偏强，经济仍在稳健扩张。**5月制造业由52.7升至54.0，高于市场预期的53.0，ISM服务业指数由53.6升至54.5，高于市场预期的53.8。制造业方面，新订单由54.1升至5月的56.8，生产由53.4升至54.3，反映制造业活动延续过去6-12个月的修复趋势，AI基建投资和税收激励可能仍是重要支撑。但就业分项仍低于荣枯线，企业招聘仍偏谨慎，同时供应商交付指数维持在60.6，可能部分受到供应链扰动而非纯需求强劲驱动；服务业方面，商业活动由55.9升至5月的57.7、新订单由53.5升至57.3，显示服务需求仍具韧性；但就业指数维持在47.9，连续处于收缩区间，说明企业在需求尚可的情况下仍不愿明显扩张招聘；价格方面，制造业价格指数从84.6回落至5月的82.1但仍保持高企，服务业价格指数小幅升至71.3。能源成本导致通胀压力仍在，但目前尚未看到明显向核心通胀全面传导。

■ **就业显著强于预期，但劳动力市场并未过热。**5月非农新增就业17.2万人，显著高于市场预期的约8.8万人，前两个月数据合计上修9.3万人。私人部门新增12.0万人，政府部门新增5.2万人。从结构看，就业增长主要集中在休闲酒店业、地方政府和教育医疗，可能受到世界杯前期招聘和季节性因素影响，因此强劲非农不宜完全线性外推。工资方面，平均时薪环比增长0.32%，同比由3.6%放缓至3.4%，每周工作小时仍在34.3的低位。5月失业率维持在4.3%，但从4.34%小幅降至4.30%。综合来看，数据显示就业市场短期偏强，支持联储在通胀仍高的背景下，更有理由维持偏鹰立场而保持观望。但工资增速放缓，每周工作时长仍在低位，显示劳动力市场并未过热，就业增速虽超预期，但未形成工资对通胀的传导压力。

■ **强劲经济数据导致市场担忧加息风险，但我们认为市场反应过度。**美国经济活动仍保持强劲，AI景气提振企业资本开支和稳健工资增长及财产性汇报支撑消费韧性，对增长形成支撑。但能源价格、供应链扰动和关税不确定性使通胀回落路径更加曲折，预计石油价格将导致5月CPI与核心CPI环比增速分别为0.5%和0.2%左右，对应同比增速分别为4.2%和2.8%，短期内联储将继续对外释放鹰派信号。就业数

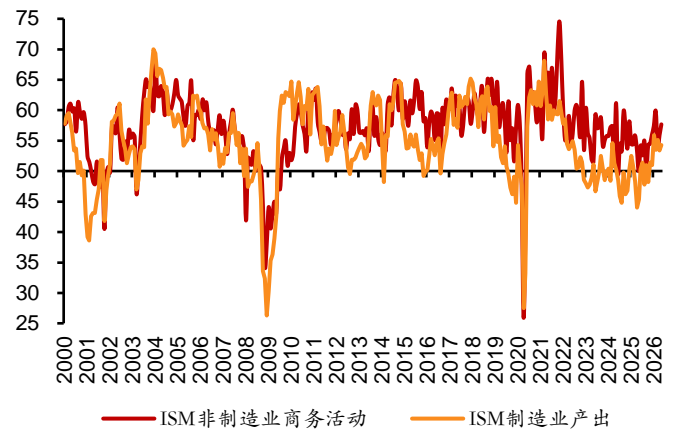
据公布后，市场对全年货币政策预期从 15.5 个基点上升至 20.5 个基点，对全年加息概率从 50% 上升至 70%。货币政策预期收紧，推动美债收益率上行并压缩风险资产估值，成为上周五股票市场被抛售的主要原因。但我们认为市场过度反应，年内加息概率仍较低：1) 本轮通胀反弹主要由能源供给冲击驱动，单独的货币政策作用较为有限。2) 6 月初下跌的汽油价格预示通胀将在 5 月见顶后开始回落，同时长期通胀预期仍保持稳定。联储有机会将通胀反弹视为油价的一次性冲击。3) 与 2022 年不同，就业市场并未过热，工资增速延续放缓，并未形成对通胀的传导压力。我们对年内货币政策的基准预期变为按兵不动，但仍认为有降息可能：1) 就业市场可能与近年趋势一致，在 3 季度开始季节性转弱。首次失业金人数抬升和因 AI 影响导致 5 月裁员人数创近 6 年同期新高也显示就业市场仍有隐忧。一旦就业市场转弱，美联储可能将政策重心迅速转向就业市场。2) 新任联储主席更偏好截尾平均通胀率 (Trimmed Mean Inflation) 和认为 AI 科技将导致通缩趋势等观点显示其明显偏宽松的政策立场，更利于未来联储的政策立场快速转向。

图 1: PMI



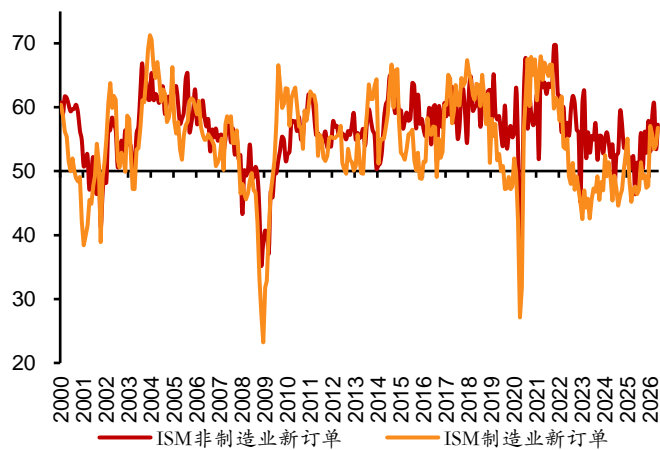
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 产出指数



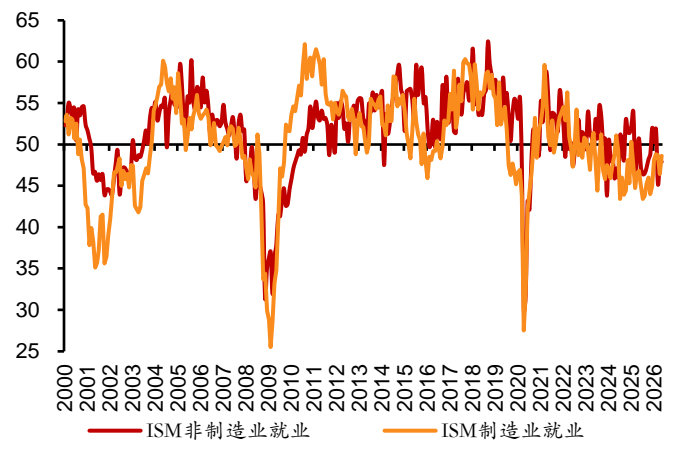
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 新订单指数



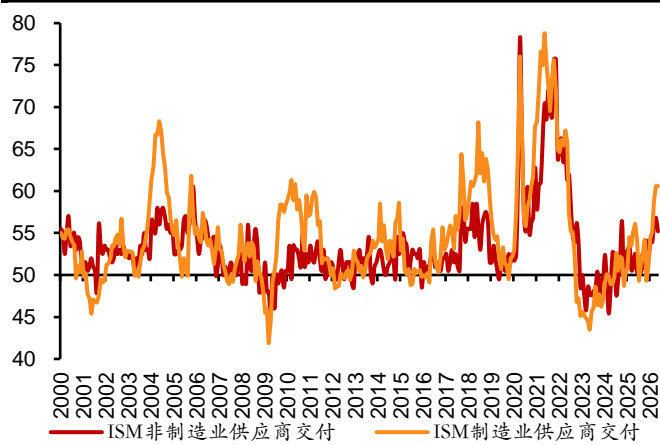
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 就业指数



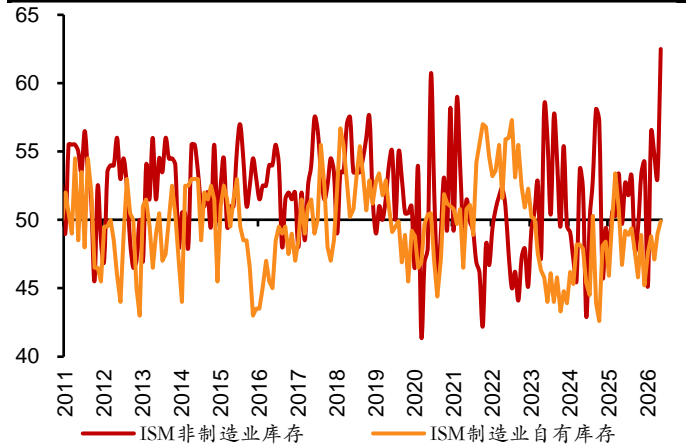
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 供应商交付指数



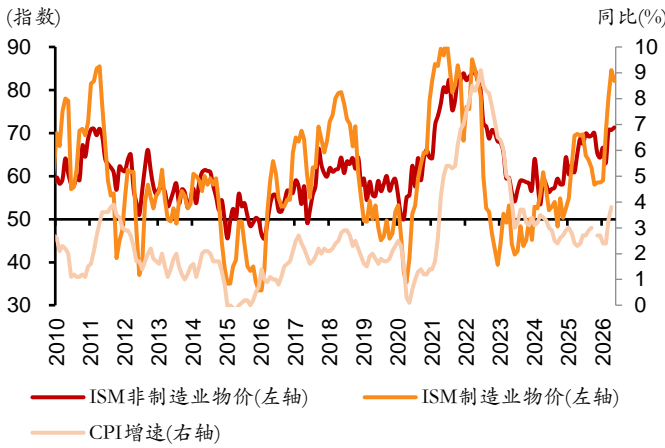
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 库存指数



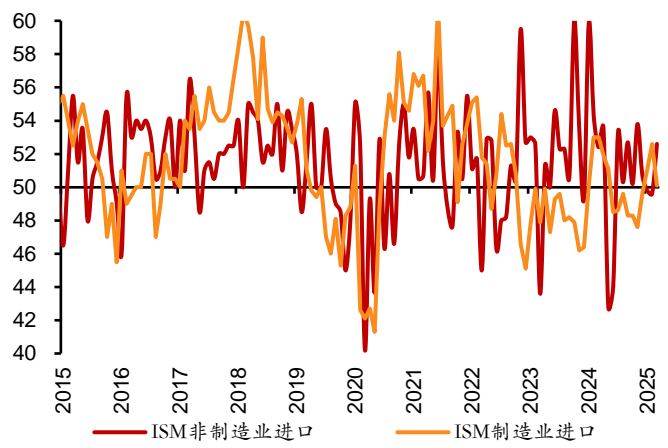
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 物价指数



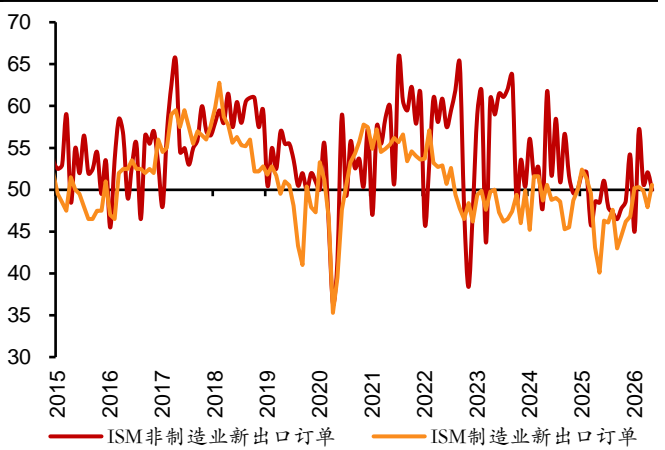
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 进口指数



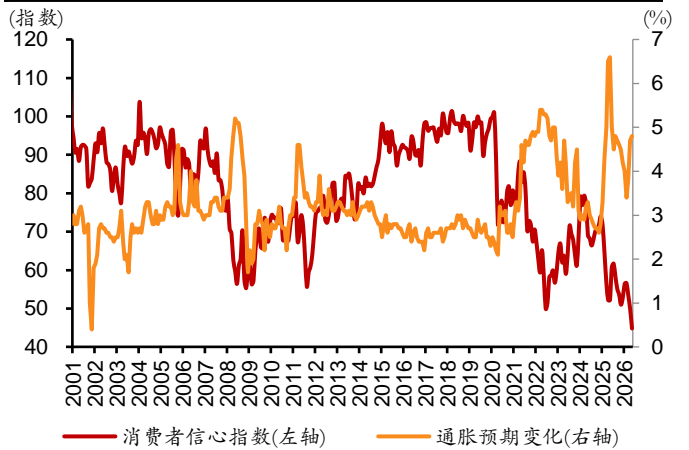
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 新出口订单指数



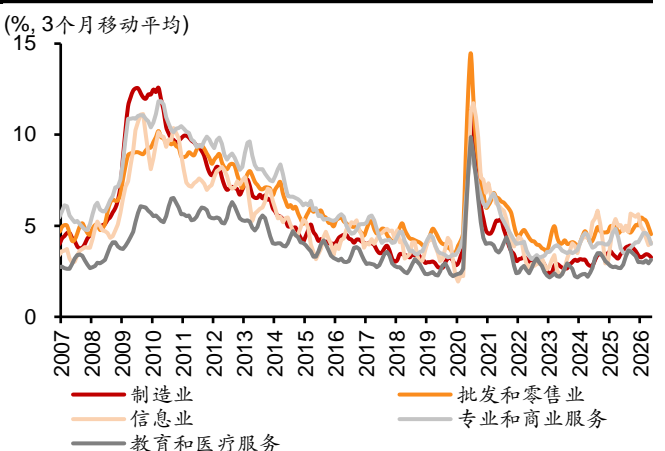
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 消费者信心与通胀预期



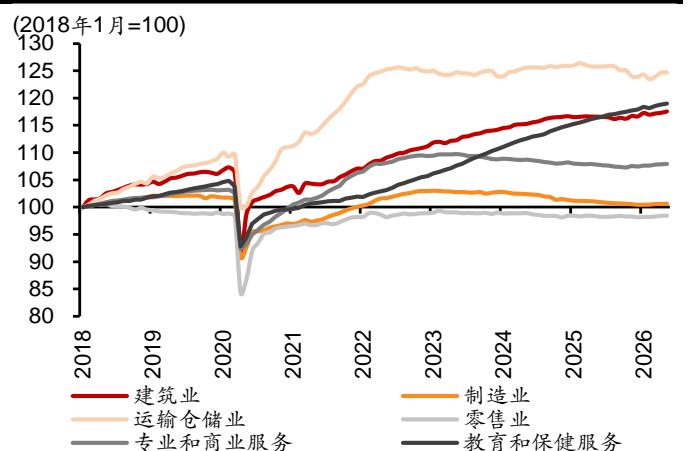
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 各行业失业率



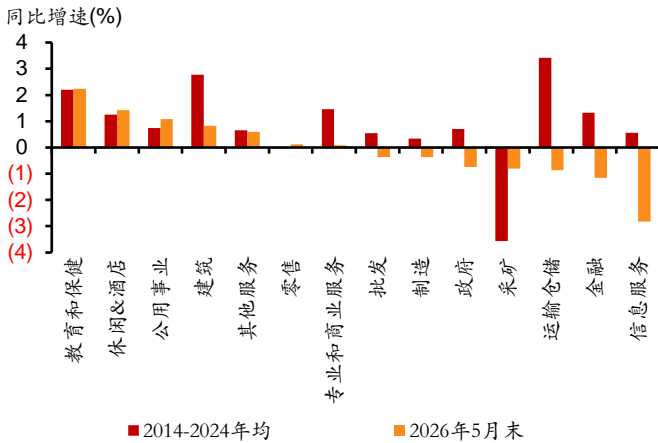
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 各行业就业人数指数



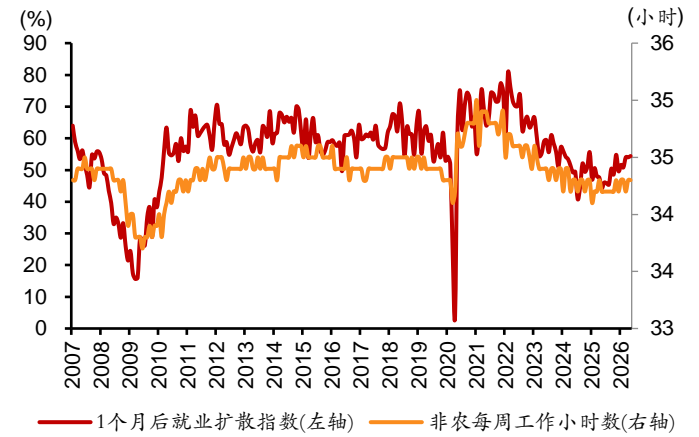
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 部分行业就业人数增速



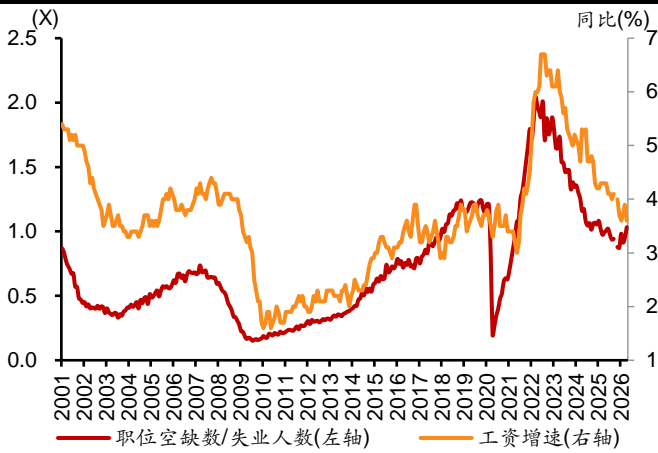
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 14: 就业扩散指数与每周工作小时数



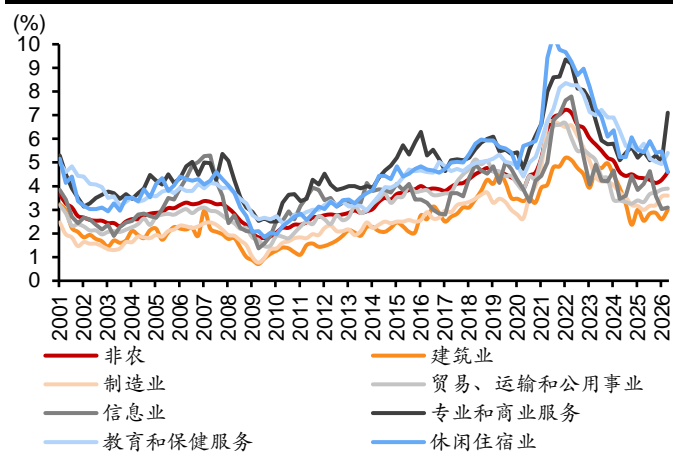
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 15: 职位空缺数/失业人数比与工资增速



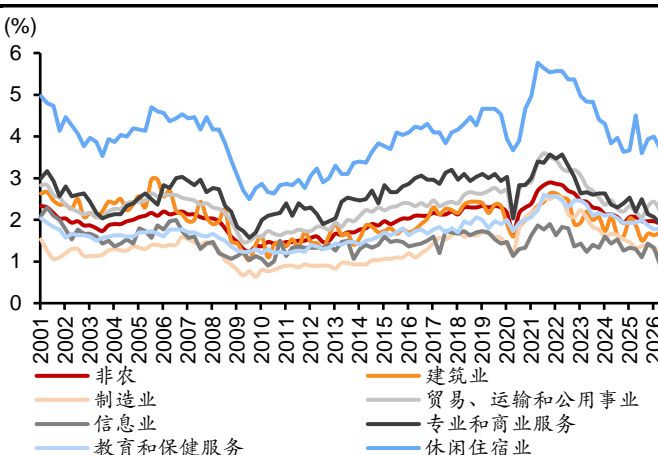
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 16: 各行业职位空缺率



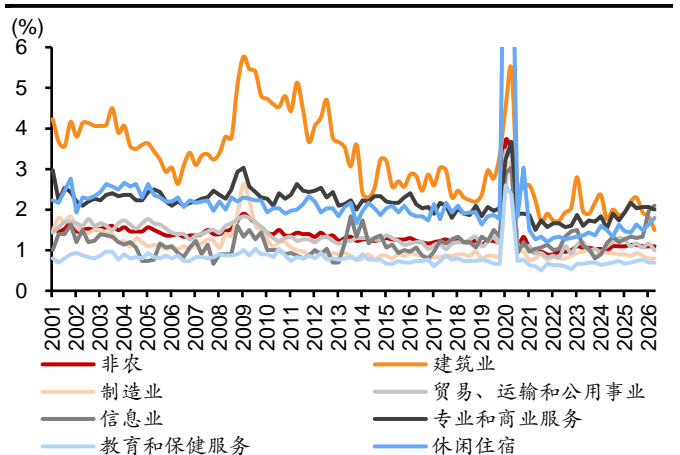
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 17: 各行业辞职率



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 18: 各行业裁员率



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。