

美国经济

经济韧性支持渐进降息

美国 9 月零售增速超预期，非耐用品和服务消费表现亮眼，显示消费韧性仍强。首次领取失业金人数在 10 月初受飓风影响大增后开始回落，好于预期，显示就业仍然稳健。美国经济从过去两年过热逐步放缓，但仍稳健扩张，我们预计美联储在首次大幅降息后，短期将转为小幅渐进降息模式，推动政策利率逐渐趋近中性。我们维持 11 月和 12 月各降息 25 个基点、明年进一步降息 100 个基点的预测。近期美国就业、零售和通胀均超预期，增强市场对美国经济信心，利好美股与美元，利空美债与新兴市场货币，相对利好金融、可选消费与科技等板块，相对利空必选消费、公用事业和医疗保健等防御性板块。中期内，我们预计美国经济和通胀将温和放缓，美债收益率和美元指数可能小幅回落。

■ **零售增速延续超预期，非耐用品消费表现强劲。**零售和食品服务销售季调后环比增速从 8 月的 0.1% 反弹至 9 月的 0.4%，高于市场预期的 0.3%，季度平均增速从 2 季度的 -0.1% 增至 3 季度的 0.6%。分品类来看，耐用品消费表现不佳，汽车及零部件销售环比零增长，建筑材料及园林设备、家居家装和电子家电零售环比分别下降 1.6%、1.4% 和 3.3%，跌幅比 8 月扩大。油价延续下跌，加油站零售环比跌幅从 8 月的 1.2% 扩大至 9 月的 1.6%。非耐用品消费表现抢眼，除机动车及零部件和加油站外，零售增速从 8 月的 0.3% 增至 0.7%，大超市预期的 0.3%。服装、日用品商场和杂货店零售环比增速分别从 -0.8%、-0.4% 和 0.3% 升至 9 月的 1.5%、0.5% 和 4%。作为零售数据中唯一服务业销售，食品服务和餐吧环比增速从 0.5% 反弹至 9 月的 1%，可能是受近期薪资增速回升推动。零售数据尤其是个人护理、日用品和杂货等超预期，可能与飓风前提囤货因素有关，但受益于家庭资产负债表和就业市场稳健，美国消费需求仍有韧性。

■ **首次领取失业金人数小幅回落。**10 月第二周首次申请失业金人数下降 1.9 万人至 24.1 万人，低于市场预期的 25.9 万人。由于飓风影响，过去四周平均值在 10 月保持高位，特别是南部数州有明显升高。9 月第一周持续领取失业金人数环比增加 9 千人至 186.7 万人，过去四周平均数据较 9 月初持平。就业市场保持稳健，并呈现企业裁员和招聘水平保持双低的特点。

■ **工业产出延续下滑。**9 月工业生产同比增速从 8 月的 -0.2% 降至 -0.6%，环比则下降 0.3%。8 月环比增速从 0.8% 下修至 0.3%。采矿和制造业产出环比分别从 0.7% 和 0.5% 下降至 9 月的 -0.6% 和 -0.4%，公用事业从 -1.3% 反弹至 0.7%。分行业看，AI 相关行业的半导体、计算机和通信设备的生产保持强劲，但服装和汽车产出环比下降，房地产相关行业的电气照明设备、家具和非金属矿物制品的生产环比跌幅扩大。航空航天产品受罢工影响环比大幅下跌 10.6%。

■ **短期经济韧性支持美联储小幅渐进降息。**9 月以来美国经济数据不断好于预期，显示短期经济仍有韧性。美联储在首次大幅降息后，短期将转向小幅渐进式降息，推动政策利率逐渐趋近中性。我们维持 11 月和 12 月各降息 25 个基点、明年进一步降息 100 个基点的预测。随着投资者对美国经济信心增强，美股和美元指数走强，美债收益率回升，新兴市场货币承压，新兴市场股票再度跑输美股，金融、可选消费和科技股再度跑赢防御性板块。中期内，我们预计美国经济和通胀将温和放缓，美债收益率和美元指数可能小幅回落。

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

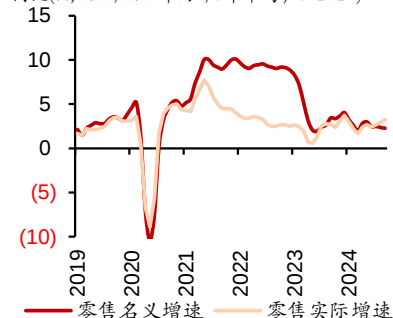
yebingnan@cmbi.com.hk

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

同比(%), 2021/2022年为2/3年平均, 3M MA



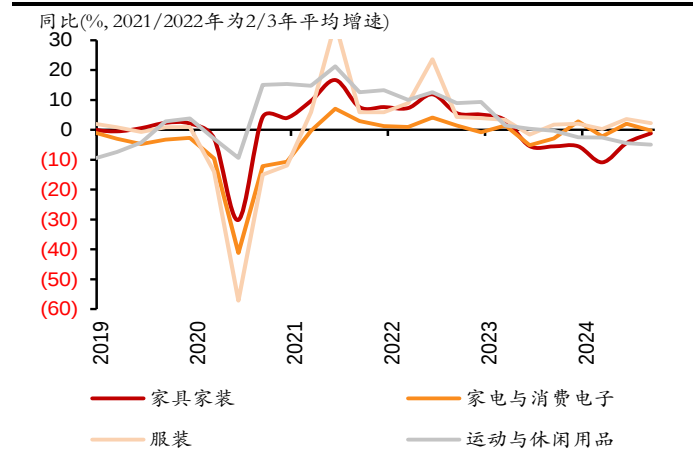
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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年	2023年	2Q23	3Q3	4Q23	1Q24	2Q23	3Q23	8月	9月
总计	100.0	0.5	0.5	0.5	0.6	0.1	0.0	(0.1)	0.6	0.1	0.4
机动车辆及零部件店	18.7	0.1	0.8	1.1	0.2	(0.1)	(0.1)	(1.2)	1.3	(0.4)	0.0
加油站	7.2	0.5	(0.5)	(1.7)	3.2	(2.5)	0.4	(0.9)	(0.8)	(1.2)	(1.6)
建筑材料、园林设备及物料店	5.8	0.2	(0.2)	0.2	(0.1)	(0.0)	(0.6)	0.5	0.4	(0.0)	0.2
食品服务和餐吧	13.5	1.1	0.9	0.9	0.8	0.6	(0.3)	0.2	0.7	0.5	1.0
家具家装店	1.5	0.0	(0.1)	(0.6)	(0.8)	(0.3)	(1.4)	1.1	(0.1)	(0.4)	(1.4)
电子家电店	1.0	(0.3)	0.4	(0.1)	0.2	(1.9)	1.1	0.9	(1.6)	(1.7)	(3.3)
食品和饮料店	11.8	0.5	0.1	(0.1)	0.3	0.1	0.0	0.3	0.5	(0.5)	1.0
保健和个人护理店	5.4	0.2	0.8	0.6	0.2	0.2	(0.5)	0.7	1.2	0.6	1.1
运动商品、业余爱好物品、书及音乐商店	1.1	0.3	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.2)	(0.4)	(0.2)	0.1	0.3
服装及服装配饰店	3.7	0.1	0.4	(0.1)	0.4	0.7	(1.1)	1.2	0.3	(0.8)	1.5
日用品商场	10.6	0.6	0.2	0.6	0.3	0.3	0.5	(0.3)	0.3	(0.4)	0.5
杂货店	2.2	(0.1)	0.6	1.3	(0.1)	0.3	1.6	(0.5)	1.2	0.3	4.0
非店铺零售(包括网购)	17.4	0.8	1.0	1.1	1.1	0.9	0.4	0.5	0.6	1.6	0.4
不包括加油站	92.8	0.5	0.5	0.7	0.4	0.3	(0.0)	0.0	0.7	0.2	0.6
不包括机动车辆及零部件	81.3	0.5	0.4	0.3	0.7	0.1	0.0	0.2	0.4	0.2	0.5
不包括机动车辆及零部件和加油站	74.1	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.0	0.3	0.5	0.3	0.7

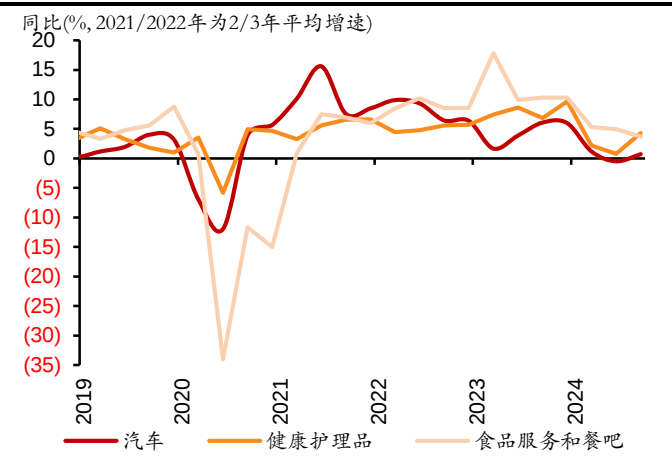
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 家具、家电、服装与运动用品零售额增速



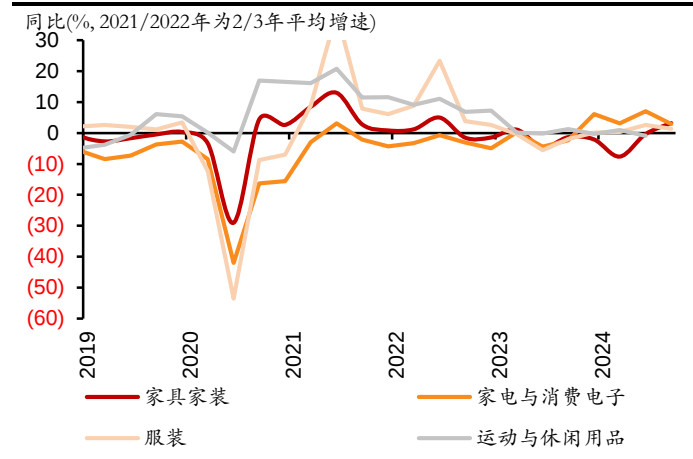
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 汽车、护理品与餐饮零售额增速



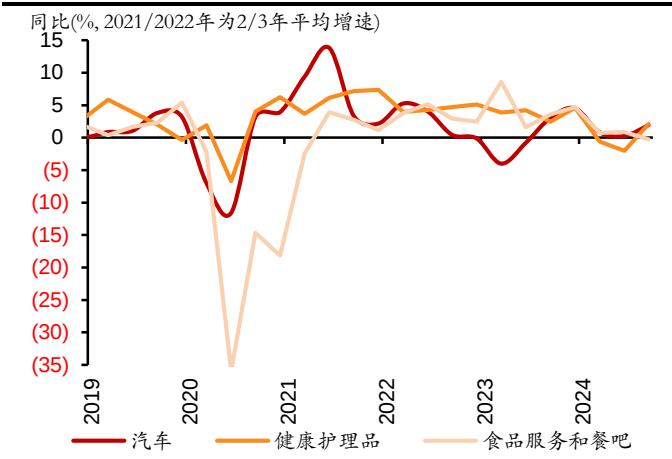
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 家具、家电、服装与运动用品零售额不变价增速



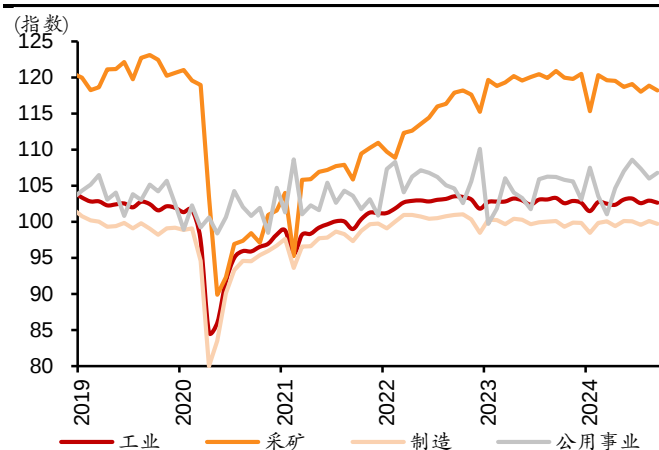
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 汽车、护理品与餐饮零售额不变价增速



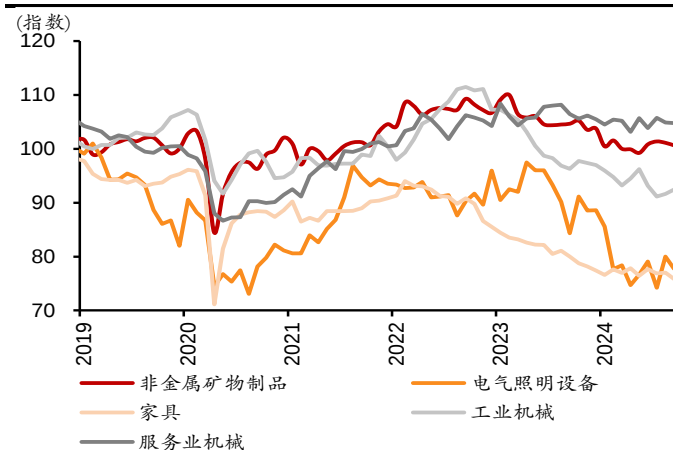
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 工业生产指数



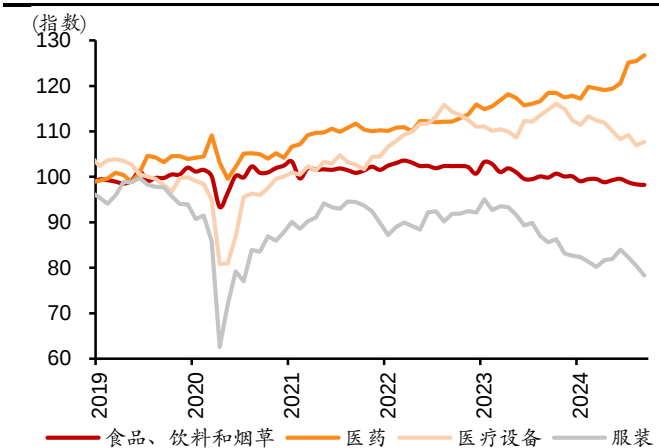
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 地产相关行业和工业服务业机械生产指数



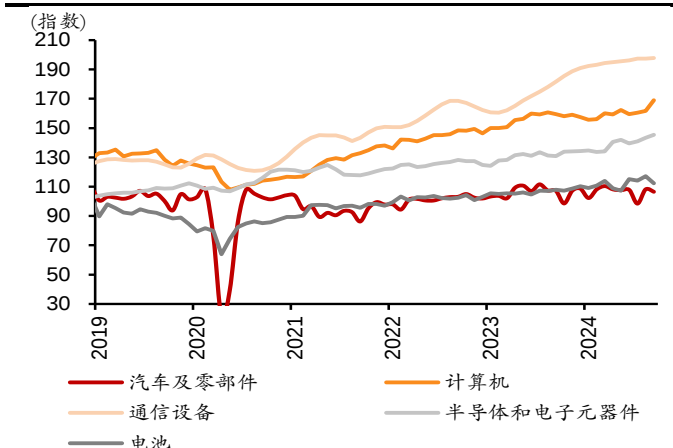
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 必选消费品和服装行业生产指数



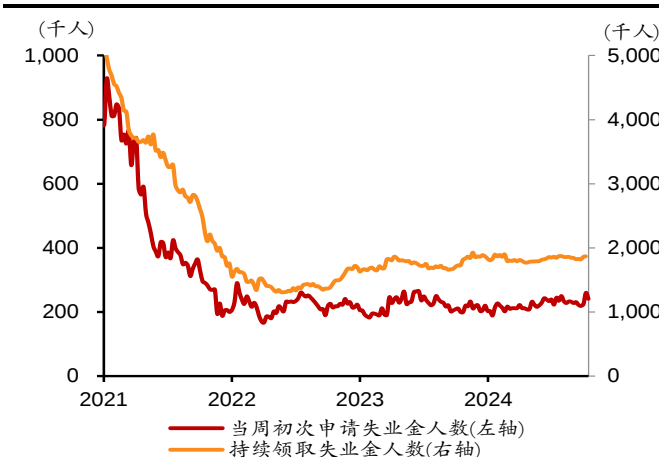
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 汽车、计算机、通信设备与电子行业生产指数



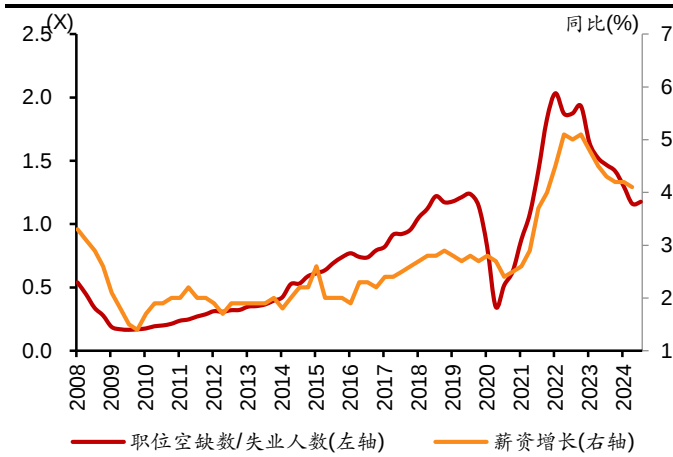
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 申请失业金人数



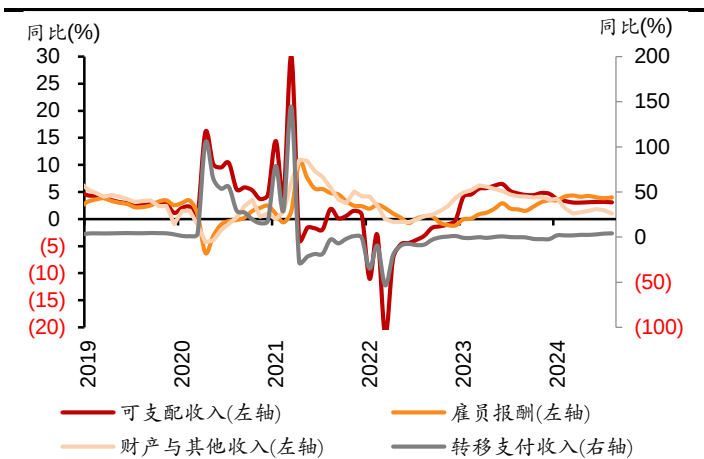
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 就业市场紧缺程度与薪资增长



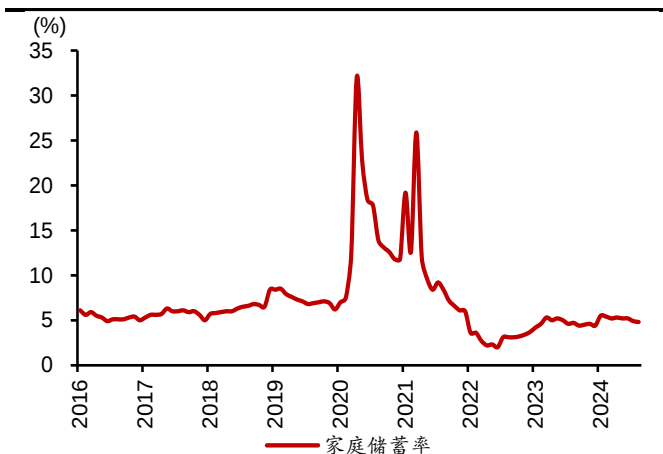
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 收入同比增速



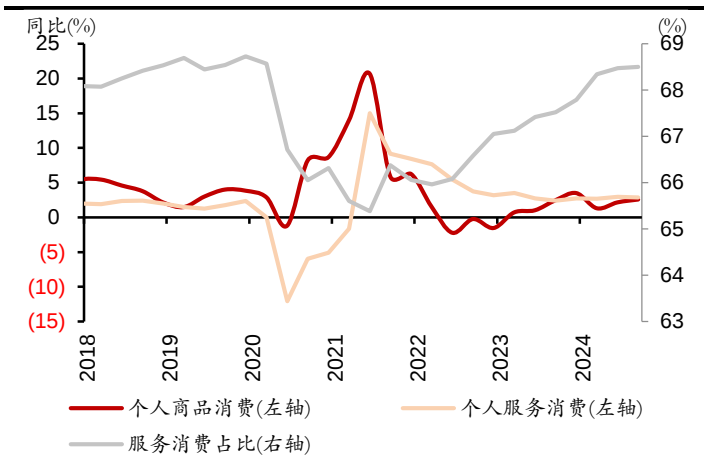
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 家庭储蓄率



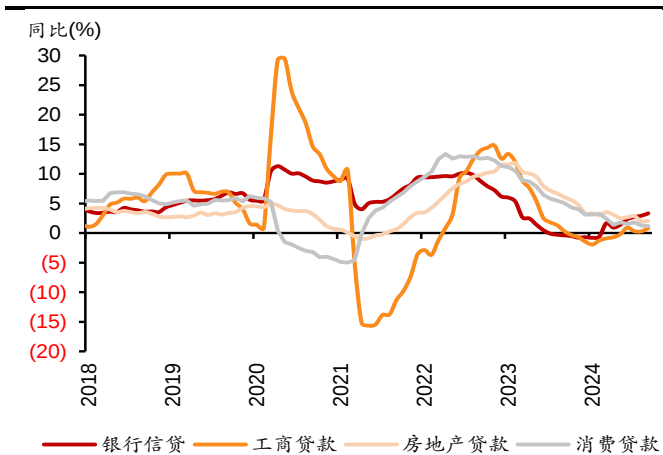
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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作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上责任。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撰写的报告。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。