

美国经济

零售超预期缓解衰退担忧

7月零售环比增速大幅反弹并超预期，首次领取失业金人数降至7月以来低位，某零售超市龙头公司上调全年业绩指引，显示美国消费和就业仍有韧性。市场对美国衰退风险担忧大幅缓解，美债收益率、美元指数和美股均显著回升。美国经济从过去两年过热状态逐步放缓，但仍稳健扩张，上半年经济增速趋近潜在增速，非农就业稳步增长，通胀大幅下降但仍高于目标水平，尤其是服务通胀仍超过4%。考虑到实际利率升至历史高位、失业率升至自然均衡水平和货币政策时滞，美联储将很快在9月开启降息。但由于经济和通胀仍未大幅冷却，我们认为美联储实施非常规紧急降息或大幅降息的可能性较小。我们维持今年两次降息合计50个基点和明年4次降息合计100个基点的预测。

■ **零售增速大超预期，汽车销售低位反弹。**7月零售和食品服务销售季调后环比增速从6月的-0.2%反弹至1%，大幅超出市场预期的0.4%。6月环比增速从初值的0%下调至-0.2%，连续2月初值下修。分品类来看，汽车及零部件销售从6月的-3.4%大幅反弹至7月的3.6%，可能有6月部分汽车经销商电脑系统受到黑客攻击而陷入瘫痪的扰动。6-7月合计汽车及零部件销售较去年同期下滑1.3%，1-7月同比仅增长0.4%，汽车零售仍较疲软。除汽车外零售增长0.4%，高出市场预期的0.1%。油价低位企稳，加油站零售环比增速从-1.8%反弹至7月的0.1%。高频数据显示8月初汽油价格重回跌势，加油站零售增速可能再次下降。家具家装店和电子家电店零售增速分别从0.2%和-1.1%反弹至0.5%和1.6%，建筑材料及园林设备则从1.5%放缓至0.9%。非店铺零售（网购）环比增速在大量促销活动结束后从6月的2.2%回落至0.2%。必选消费如保健及个人护理店、日用品商场、食品及饮料店环比增速分别从0.4%、0.2%和0.2%升至0.8%、0.5%和0.9%。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0.1%反弹至0.3%。零售数据显示美国消费仍有韧性。展望未来，随着薪资增速放缓、实际利率居高和信贷增速处于低位，中低收入家庭财务压力在不断增加，零售增速可能低位增长。

■ **首次领取失业金人数下降。**8月第二周首次申请失业金人数下降0.7万人至22.7万人，低于市场预期的23.5万人。过去四周平均值在连升4周后首次下降，美国裁员水平未继续提高。8月第一周持续领取失业金人数环比减少7千人至186.4万人，过去四周平均数据较7月初小幅增长。企业裁员保持较低水平但招聘需求有所降温，失业者重新找到工作的难度加大。

■ **工业产出下滑。**7月工业生产环比下降0.6%，6月环比增速从0.6%下修至0.3%，同比增速从6月1.1%降至7月-0.2%。采矿业产出环比持平，制造业产出环比从0%下降至-0.3%，公用事业环比下降-3.7%。除飓风拖累制造业环比增速0.3个百分点以外，汽车产出环比也大幅下降7.8%，可能受夏季工厂停产和需求不振影响。AI相关行业的半导体、计算机和通信设备的生产环比小幅反弹，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转跌。

■ **衰退担忧缓解，美联储将在9月开始降息。**7月零售数据和8月上旬首次领取失业金人数好于预期，缓解市场对美国衰退风险的担忧，美债收益率、美元指数和美股均显著回升，美联储9月降息25个基点而非50个基点的概率上升，我们维持美联储9月开始降息、今年降息两次和明年降息4次的预

叶丙南, Ph.D

(852) 3761 8967

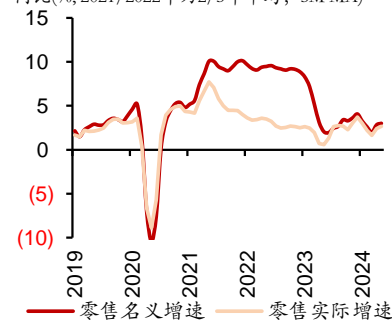
yebingnan@cmbi.com.hk

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

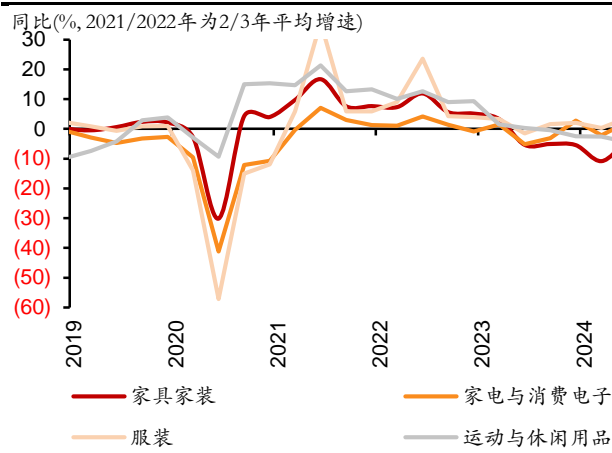
测。美国经济从过去两年过热状态逐步放缓，但仍稳健扩张，今年上半年GDP 环比年化增速平均为 2.1%，接近潜在增速和疫情前 5 年平均增速。失业率有所上升，已略高于美联储估计的自然均衡水平，但来自移民流入增加劳工供应的贡献超过劳工需求放缓的影响，7 月非农就业同比增长 1.6%，接近疫情前 5 年平均增速。通胀大幅回落，但仍高于美联储 2% 目标，尤其是核心通胀仍超过 3%，超级核心通胀仍超过 4%。传统教科书对美国经济衰退的定义是 GDP 环比连续两个季度负增长，现在一般由美国国家经济研究局（NBER）判定，其依据是个人不变价自有收入（扣除政府转移支付）、非农就业、个人不变价消费、不变价批发零售和工业产出连续数月负增长，其中最看重的指标是个人不变价自有收入和非农就业。目前除工业产出在部分月份出现负增长外，其他指标仍延续扩张，经济尚未呈现临近衰退迹象。展望未来，随着工资增速放缓、实际利率居高和消费贷款增速处于低位，中低收入家庭财务压力不断增加，经济和通胀或延续放缓，但不一定会进入衰退。

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	3Q2	4Q23	1Q24	2Q23	5月	6月	7月
总计	100.0	0.5	0.5	0.5	0.6	0.1	0.0	(0.0)	0.2	(0.2)	1.0
机动车辆及零部件店	18.8	0.1	0.8	1.1	0.1	(0.0)	(0.1)	(1.1)	1.1	(3.4)	3.6
加油站	7.4	0.5	(0.5)	(1.7)	2.7	(2.0)	0.4	(0.8)	(2.2)	(1.8)	0.1
建筑材料、园林设备及物料店	5.8	0.2	(0.2)	0.2	(0.1)	(0.1)	(0.6)	0.5	(0.5)	1.5	0.9
食品服务和餐吧	13.3	1.1	0.9	0.9	0.8	0.6	(0.3)	0.3	0.1	0.1	0.3
家具家装店	1.6	0.0	(0.1)	(0.6)	(0.8)	(0.4)	(1.4)	1.0	0.9	0.2	0.5
电子家电店	1.1	(0.3)	0.4	(0.1)	(0.2)	(1.5)	1.1	1.0	1.6	(1.1)	1.6
食品和饮料店	11.8	0.5	0.1	(0.1)	0.4	0.0	0.0	0.3	(0.1)	0.2	0.9
保健和个人护理店	5.2	0.2	0.8	0.6	0.4	0.1	(0.5)	0.6	1.5	0.4	0.8
运动商品、业余爱好物品、书及音乐商店	1.2	0.3	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.5)	(0.2)	(0.4)	1.2	(0.0)	(0.7)
服装及服装配饰店	3.7	0.1	0.4	(0.1)	0.4	0.7	(1.1)	1.2	1.3	0.1	(0.1)
日用品商场	10.7	0.6	0.2	0.6	0.3	0.3	0.5	(0.2)	0.1	0.2	0.5
杂货店	2.1	(0.1)	0.6	1.3	(0.1)	0.3	1.6	(0.5)	(1.4)	1.7	(2.5)
非店铺零售(包括网购)	17.3	0.8	1.0	1.1	1.1	0.9	0.4	0.5	0.5	2.2	0.2
不包括加油站	92.6	0.5	0.5	0.7	0.4	0.3	(0.0)	0.0	0.4	(0.1)	1.0
不包括机动车辆及零部件	81.2	0.5	0.4	0.3	0.7	0.1	0.0	0.2	0.0	0.5	0.4
不包括机动车辆及零部件和加油站	73.8	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.0	0.3	0.3	0.8	0.4

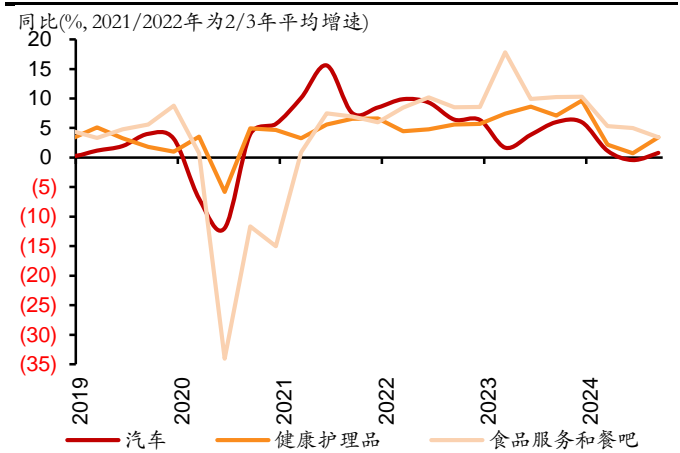
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 2: 家具、家电、服装与运动用品零售额增速



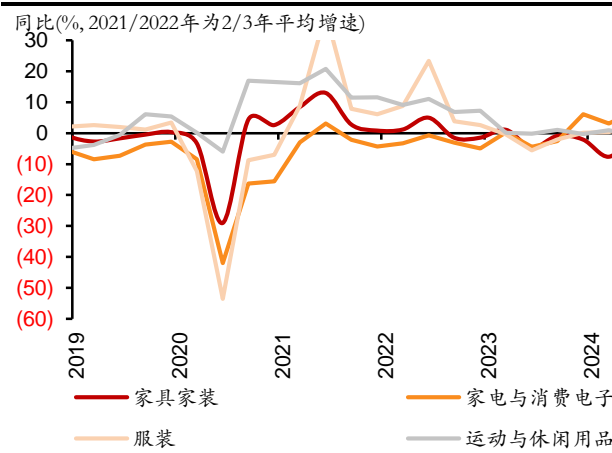
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 3: 汽车、护理品与餐饮零售额增速



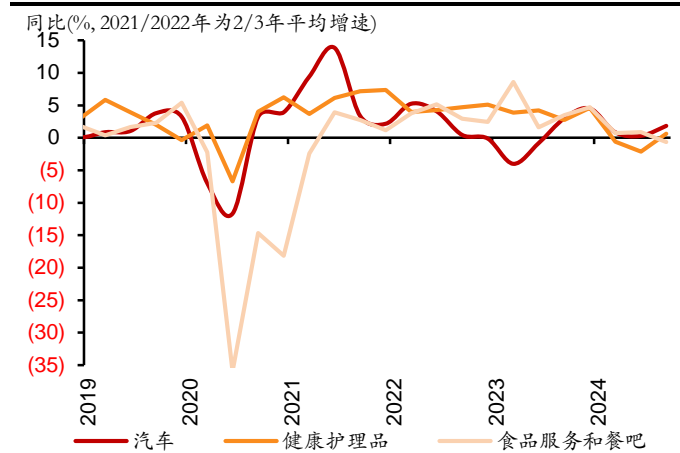
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 4: 家具、家电、服装与运动用品零售额不变价增速



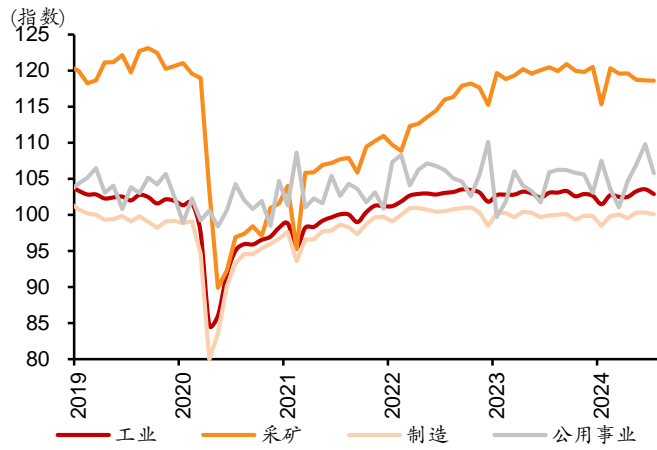
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 5: 汽车、护理品与餐饮零售额不变价增速



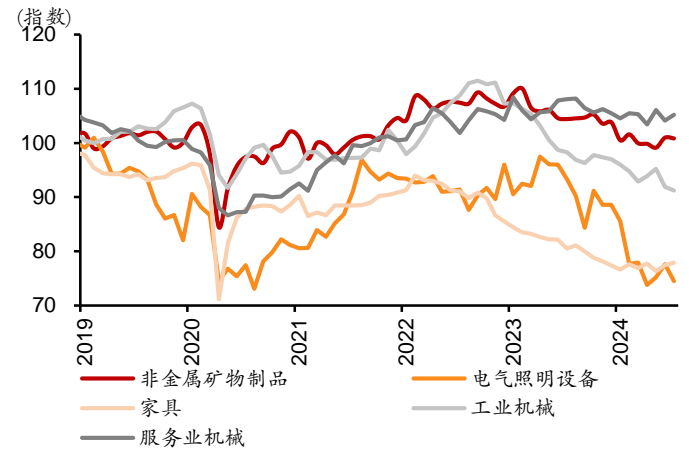
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 6: 工业生产指数



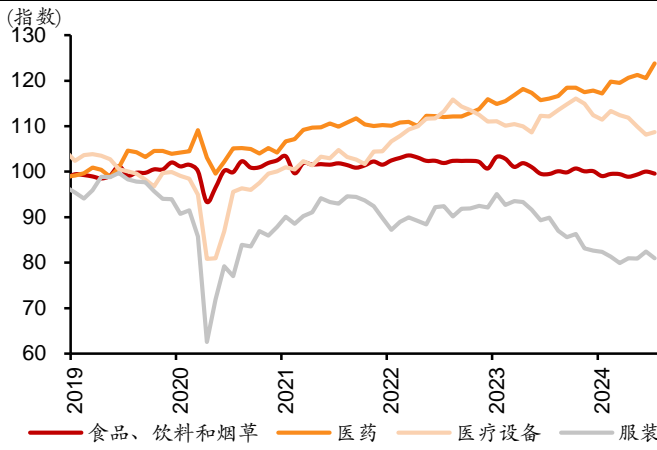
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 7: 地产相关行业和工业服务业机械生产指数



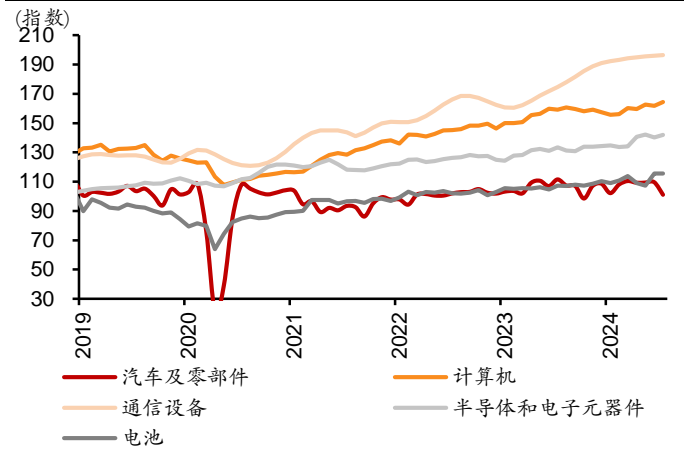
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 8: 必选消费品和服装行业生产指数



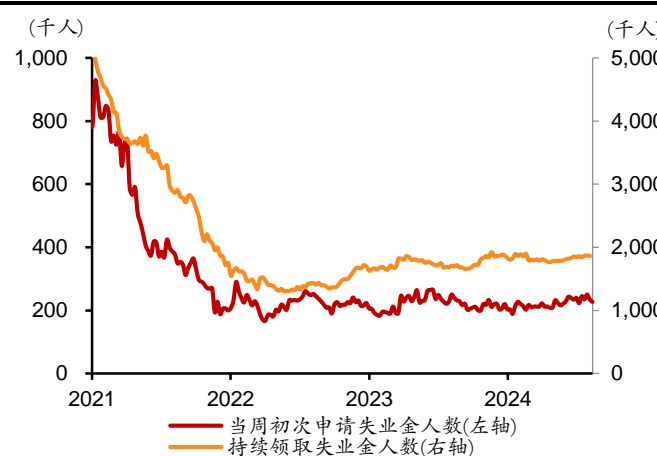
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 汽车、计算机、通信设备与电子行业生产指数



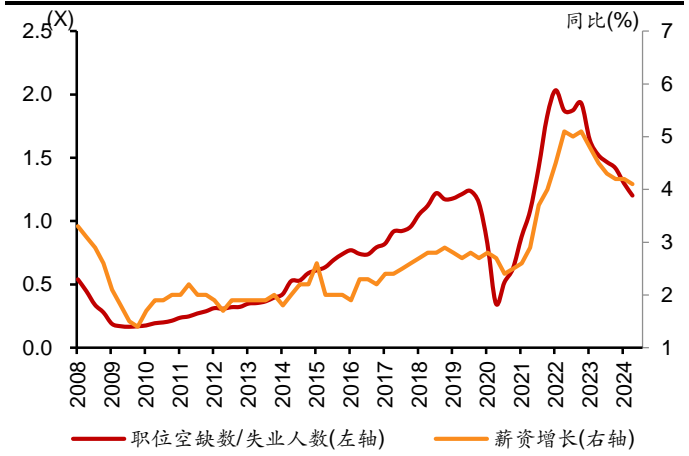
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 10: 申请失业金人数



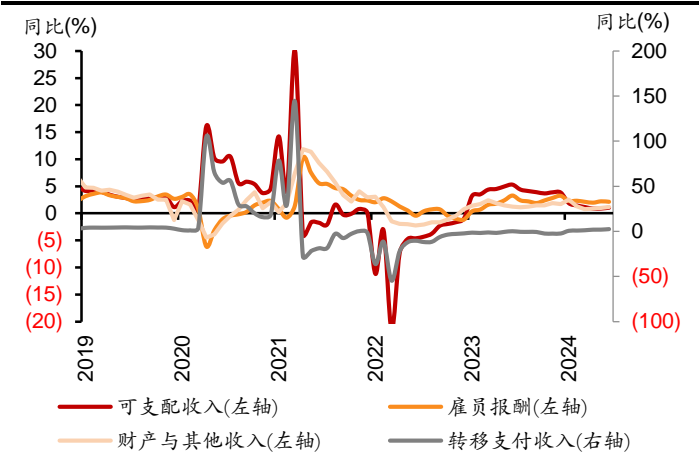
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 11: 就业市场紧缺程度与薪资增长



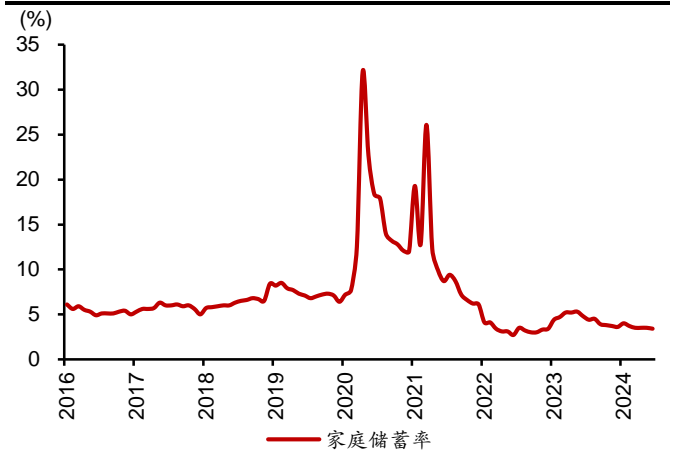
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 12: 收入同比增速



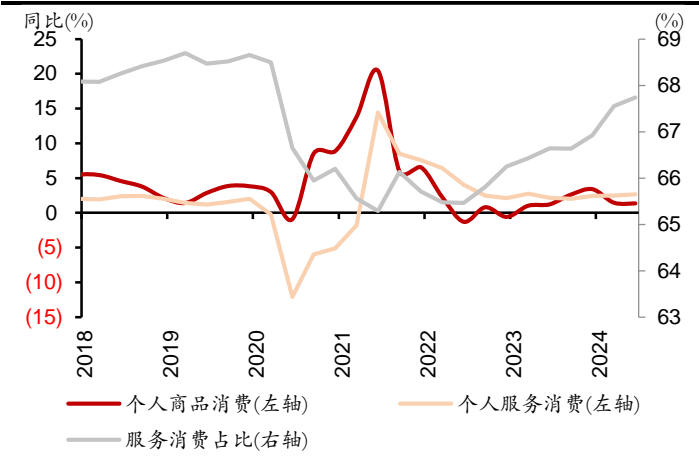
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 13: 家庭储蓄率



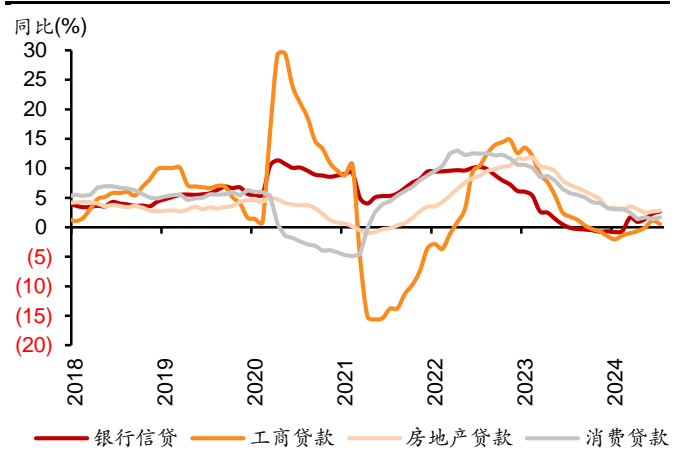
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

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。