

3月美国 PMI 点评

宏观经济点评(简报)

证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)
zhaow@gjzq.com.cn

分析师: 陈达飞 (执业 S1130522120002)
chendafei@gjzq.com.cn

分析师: 赵宇 (执业 S1130523020002)
zhaoyu2@gjzq.com.cn

重启“衰退交易”？——美国3月制造业 PMI 点评

事件:

北京时间4月3日晚22:00, 美国ISM发布3月制造业PMI数据。

总体表现: 3月美国制造业 PMI 继续下滑, 银行业冲击尚未明显波及实体经济

美国制造业 PMI 延续弱势, 显著低于预期, 多数分项指标均有不同程度的回落。3月美国制造业 PMI 录得 46.3%, 预期 47.5%, 前值 47.7%, 连续 5 个月低于枯荣线。新订单、出口订单、就业、进口降幅均超两个百分点。从季节性来看, 3月 PMI 回落 1.4 个点, 处于近五年同期较差水平。

银行风险事件是否已体现在 3 月 PMI 数据中? 高频数据显示, 实体经济或尚未兑现银行冲击。硅谷银行事件前后, 纽约联储 WEI 指数波动均较低; 工业生产活动受影响较小, 美国粗钢产量及产能在硅谷银行事件前后无明显波动; 消费、出行活动波动较低, 美国 3 月地铁、航班出行等活动继续修复。

如何看待 3 月 ISM 制造业 PMI 与 Markit 制造业 PMI 的背离? 3 月 ISM 制造 PMI 下降至 46.3%, Markit 制造业 PMI 回升至 49.2%, 二者走势有所背离。首先, 两者长期走势基本一致, 背离具有短期性, 两者均与美国官方工业生产、制造业订单等统计指标均有较好的相关性, 但 ISM 制造业 PMI 的相关性更高、预测能力更强; 其次, Markit 调查对象是 600 余家私营制造企业, ISM 调查对象侧重于大型企业, 故后者参考价值更高。

结构特征: 内外需均承压、价格回落, 就业转弱, 客户库存积压

内需和外需均有压力。3 月, 美国新订单和新出口订单分别回落 2.7 和 2.3 个百分点至 44.3% 和 47.6%, 进口指数回落 2 个百分点至 47.9%。显示美国内需和外需均较弱。高频数据显示, 全球需求拖累仍未在持续, 韩国 3 月前 20 日出口增速回落, 美国进口增速处于回落趋势中, CCFI 指数延续低迷, BDI 指数回落。

价格放缓, 就业转弱。3 月 PMI 物价及就业分项均下滑至荣枯线以下, 分别录得 49.2% 和 46.9%, 前值 51.3% 及 49.1%, 显示经济和通胀的韧性有所减弱, 我们在《美国劳动力市场“转弱”的条件与信号》中指出多个周期敏感性指标和综合指标已反映美国劳动力市场的紧张状态正在边际放缓, “临时帮助服务”就业人员 3 个月环比已经连续 4 个月下降, 领先指标显示就业还将继续放缓, 美国经济的韧性可能正在瓦解。

自有库存回落, 客户库存积压。3 月自有库存指数录得 47.5%, 较前值 50.2% 回落 2.6 个百分点; 3 月客户库存提高 2 个百分点至 48.9%, 显示客户需求端存在库存积压, 新需求释放受抑制, 去库存压力较大。供应商交付指数录得 44.8%, 前值 45.2%, 连续第六个月低于 50%, 表明供应链交付速度继续加快, 供应链状况仍在持续修复。

市场反应: 衰退交易升温, PMI 未来回落压力仍然较大

PMI 低于预期, 市场衰退交易升温, 美元汇率和美债收益率明显下行。PMI 数据公布后, 现货黄金短线快速走高, 美元汇率及 10 年期美债收益率下跌, 10 年期美债收益率跌至 3.4%, 美元指数跌至 102。美股先涨后跌, 纳斯达克下跌 -0.3%, 标普 500 受能源股拉动, 收盘上涨 0.4%。

PMI 未来怎么走? 从金融环境与实体需求来看, 美国 PMI 回落的压力仍然较大。美国银行业冲击使得信贷环境收缩, 芝加哥联储金融条件 3 月转向收紧, 未来可能持续抑制美国 PMI 的修复; PMI 的领先指标销售-库存比仍然处于下跌趋势, 反映实体经济需求较弱, 库存积压未明显改善, 制造业 PMI 仍然倾向于回落。

重申观点: 这一次, 美国经济或不具备软着陆的条件, 美国劳动力市场“转弱”的信号正在显现, 货币政策紧缩不足与紧缩过度的“天平”正转向后者。不容忽视劳动力边际转弱的信号, 总量上的拐点总是先从结构上的脆弱环节开始。多个周期敏感性指标和综合指标已经反映美国劳动力市场的紧张状态正在边际放缓。美联储已行至“三岔路口”, 未来需要在通胀、就业和风险三重目标间取得平衡。

风险提示

俄乌冲突再起波澜; 大宗商品价格反弹; 工资增速放缓不达预期

内容目录

一、总体表现：美国制造业 PMI 下滑，主要分项不同程度走弱	3
二、结构特征：内外需求均承压，价格回落，就业放缓	4
三、市场反应：衰退交易升温，PMI 未来回落压力仍然较大	6
风险提示	7

图表目录

图表 1：3 月美国 PMI 录得 46.3%，延续走弱	3
图表 2：美国 3 月 PMI 季节性表现较差	3
图表 3：美国制造业 PMI 分项，多数分项走弱，各分项均低于 50%	3
图表 4：3 月 SVB 事件后，纽约 WEI 指数波动较低	4
图表 5：美国银行业冲击对美国粗钢生产影响较低	4
图表 6：美国 ISM 与 Markit 制造业 PMI 有所背离	4
图表 7：美国 ISM 与 Markit 制造业 PMI 的统计特征	4
图表 8：美国 PMI 内、外需求均走弱	5
图表 9：CCFI 指数走弱，贸易增速未明显改善	5
图表 10：PMI 就业和物价指数 3 月均回落	5
图表 11：美国 3 月新增职位数量减少	5
图表 12：美国 PMI 自由库存回落，客户库存积压	6
图表 13：美国制造、零售、批发环节处于去库存周期中	6
图表 14：PMI 公布后，美股先涨后跌	6
图表 15：PMI 公布后，美元、美债下跌	6
图表 16：销售-库存比领先美国制造业 PMI	7
图表 17：3 月美国金融条件有所收紧	7

一、总体表现：美国制造业 PMI 下滑，主要分项不同程度走弱

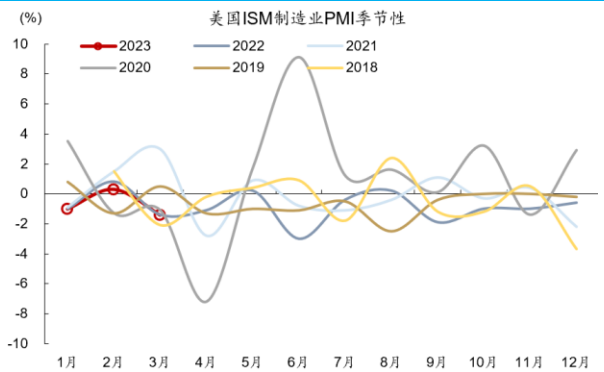
美国制造业 PMI 延续走弱。3 月，美国制造业 PMI 录得 46.3%，低于市场预期值 47.5%，前值 47.7%，连续第五个月萎缩。3 月 PMI 大部分指标不同程度回落，各分项均低于荣枯线，新订单、出口订单、就业、进口降幅均超两个点，指向经济活动持续走弱。从季节性来看，3 月 PMI 回落 1.4 个点，处于近五年同期较差水平。

图表 1：3 月美国 PMI 录得 46.3%，延续走弱



来源：WIND、国金证券研究所

图表 2：美国 3 月 PMI 季节性表现较差



来源：Wind、国金证券研究所

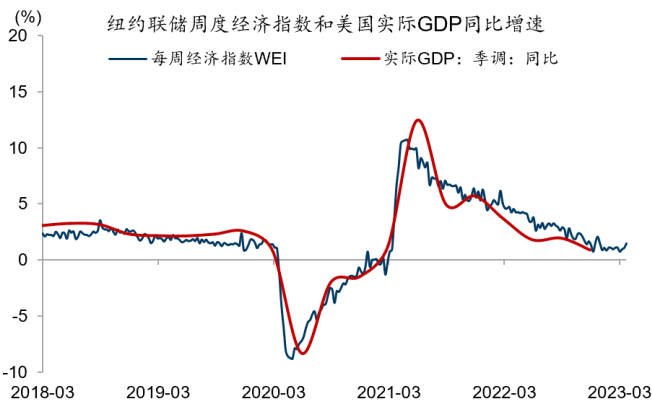
图表 3：美国制造业 PMI 分项，多数分项走弱，各分项均低于 50%

PMI 项目	月度变化	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05	22-04	22-03
ISM: 制造业 PMI	↓ -1.4	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.0	51.0	52.9	52.7	53.1	56.1	55.9	57.0
新订单	↓ -2.7	44.3	47.0	42.5	45.1	46.8	48.2	47.3	50.4	48.6	50.0	54.9	53.8	54.3
新出口订单	↓ -2.3	47.6	49.9	49.4	46.2	48.4	46.5	47.8	49.4	52.6	50.7	52.9	52.7	53.2
库存订单	↓ -1.2	43.9	45.1	43.4	41.4	40.0	45.3	50.9	53.0	51.3	53.2	58.7	56.0	60.0
生产	↑ 0.5	47.8	47.3	48.0	48.6	50.9	51.9	51.0	51.1	53.3	54.4	54.7	54.4	55.1
就业	↓ -2.2	46.9	49.1	50.6	50.8	48.9	49.9	49.3	54.2	49.8	48.1	50.2	51.2	55.3
供应商交付	↓ -0.4	44.8	45.2	45.6	45.1	47.2	46.8	52.4	55.1	55.2	57.3	65.7	67.2	65.4
自有库存	↓ -2.6	47.5	50.1	50.2	52.3	51.1	53.0	55.1	53.8	56.6	55.7	55.0	52.7	54.8
客户库存	↑ 2.0	48.9	46.9	47.4	48.2	48.7	41.6	41.6	38.9	39.5	35.2	32.7	37.1	34.1
物价	↓ -2.1	49.2	51.3	44.5	39.4	43.0	46.6	51.7	52.5	60.0	78.5	82.2	84.6	87.1
进口	↓ -2.0	47.9	49.9	47.8	45.1	46.6	50.8	52.6	52.5	54.4	50.7	48.7	51.4	51.8

来源：WIND、国金证券研究所

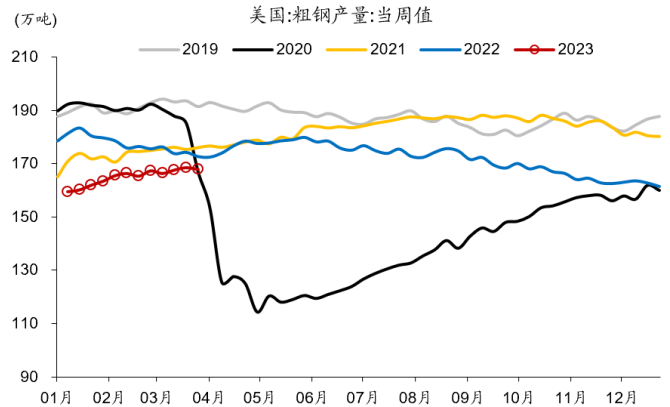
美国银行业冲击如何影响 PMI？当前主要表现为银行信贷收紧，实体经济尚未明显受波及。从 3 月美国高频数据看，美国金融条件有所收紧，美国银行信贷投放意愿降低；总体经济活动继续放缓，但硅谷银行事件前后，纽约 WEI 指数波动均较低；工业生产活动受影响较小，美国粗钢产量及产能在硅谷银行事件前后无明显波动。消费、出行活动波动较低，美国 3 月地铁、航班出行等活动继续修复。

图表4: 3月SVB事件后, 纽约WEI指数波动较低



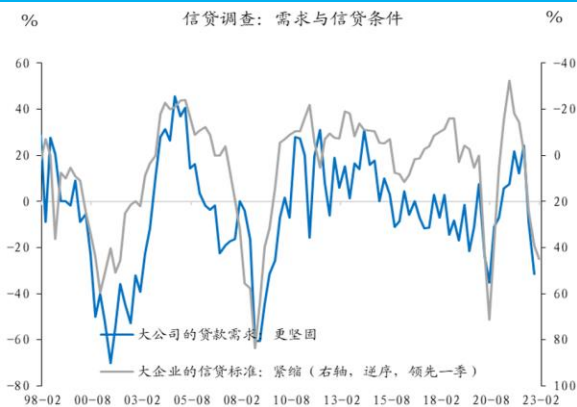
来源: WIND、国金证券研究所

图表5: 美国银行业冲击对美国粗钢生产影响较低



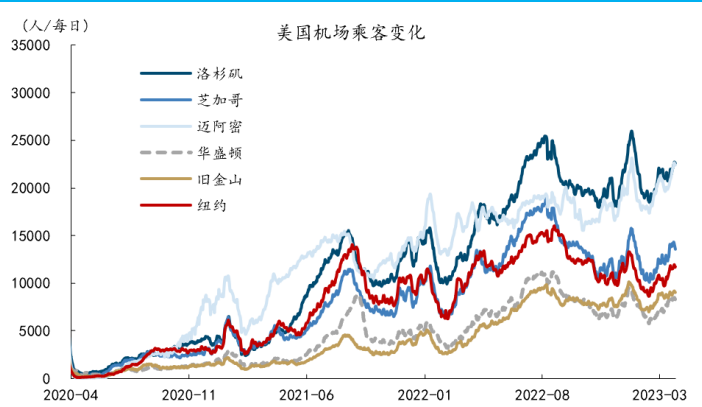
来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 美国银行业信贷环境延续收紧



来源: WIND、国金证券研究所

图表7: 美国银行业冲击对出行影响较低



来源: Wind、国金证券研究所

如何看待 ISM 制造业 PMI 与 Markit 制造业 PMI 背离? ISM 数据参考价值更高。3 月 ISM 制造 PMI 下降至 46.3%，Markit 制造业 PMI 回升至 49.2%，二者走势有所背离。从历史上看，两者走势基本一致，背离情况具有短期性；Markit 制造业 PMI 调查对象是 600 余家私营制造企业，ISM 调查对象侧重于大型企业；ISM 时间序列更长，起始于 1948 年，Markit 序列更短，起始于 2012 年；统计特征上，二者与美国官方的工业生产、制造业订单等统计指标均有较好的相关性，但 ISM 的相关性更高、预测能力更强。

图表8: 美国 ISM 与 Markit 制造业 PMI 有所背离



来源: WIND、国金证券研究所

图表9: 美国 ISM 与 Markit 制造业 PMI 的统计特征

	Markit PMI	ISM PMI
美国工业生产指数制造业NAICS季调环比3MMA		
相关系数	0.510***	0.532***
调整R2	25.4%	28.0%
美国全部制造业新增订单季调环比3MMA		
相关系数	0.431***	0.515***
调整R2	18.0%	26.3%
美国非农就业人数总计季调环比3MMA		
相关系数	0.537***	0.372***
调整R2	28.3%	13.5%
美国耐用品新增订单季调环比3MMA		
相关系数	0.322***	0.419***
调整R2	9.7%	17.2%

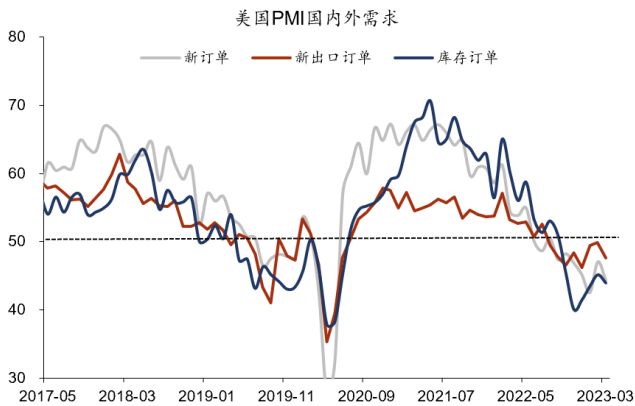
来源: Wind、国金证券研究所

二、结构特征：内外需求均承压，价格回落，就业放缓

美国内、外需均承压。3 月，美国新订单和新出口订单分别回落 2.7 和 2.3 个百分点至

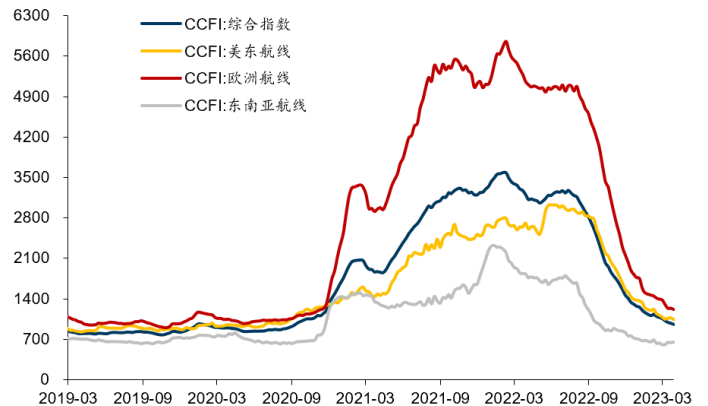
44.3%和 47.6%，进口指数回落 2 个百分点至 47.9%。显示美国内需和外需均较弱。高频数据显示，全球需求拖累仍在持续，韩国 3 月前 20 日出口增速回落，美国进口增速处于回落趋势中，CCFI 指数延续低迷，BDI 指数回落。

图表 10: 美国 PMI 内、外需求均走弱



来源: WIND、国金证券研究所

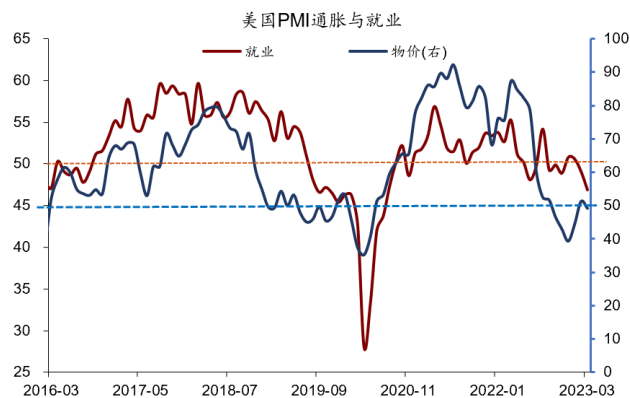
图表 11: CCFI 指数走弱, 贸易增速未明显改善



来源: Wind、国金证券研究所

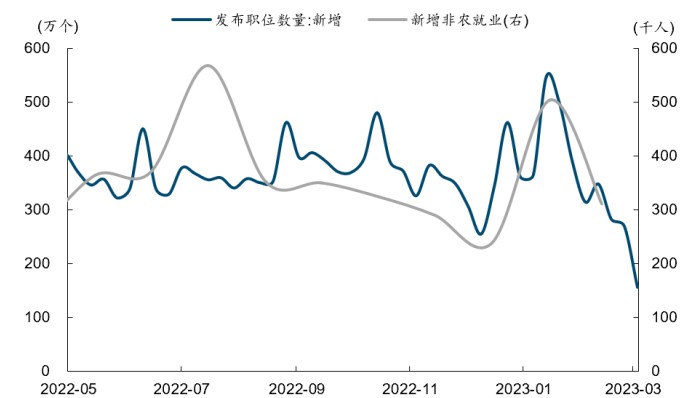
价格放缓，就业转弱。3 月 PMI 物价及就业指数均下滑至荣枯线以下，分别录得 49.2%和 46.9%，前值 51.3%及 49.1%，显示经济和通胀的韧性有所减弱，我们在《美国劳动力市场“转弱”的条件与信号》中指出多个周期敏感性指标和综合指标已经反映美国劳动力市场的紧张状态正在边际放缓，“临时帮助服务”就业人员 3 个月环比已经连续 4 个月下降，领先指标显示就业还将继续放缓，美国经济的韧性可能正在瓦解。

图表 12: PMI 就业和物价指数 3 月均回落



来源: WIND、国金证券研究所

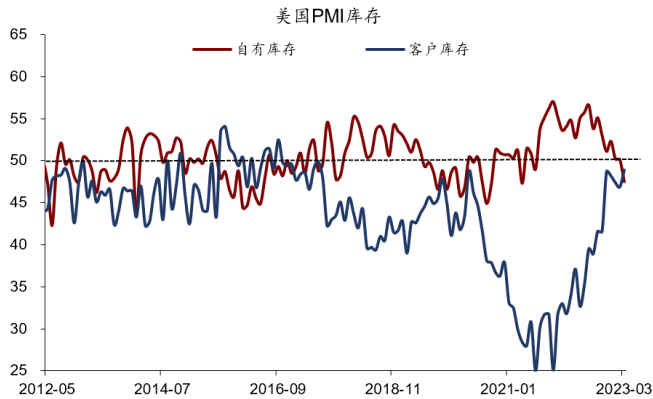
图表 13: 美国 3 月新增职位数量减少



来源: Wind、国金证券研究所

自有库存回落，客户库存积压。3 月自有库存指数录得 47.5%，较前值 50.2%回落 2.6 个百分点；3 月客户库存提高 2 个百分点至 48.9%，显示客户需求端存在库存积压，新需求释放受抑制，去库存压力较大。供应商交付指数录得 44.8%，前值 45.2%，连续第六个月低于 50%，表明供应链交付速度继续加快，供应链状况仍在持续修复。

图表 14: 美国 PMI 自由库存回落, 客户库存积压



来源: WIND、国金证券研究所

图表 15: 美国制造、零售、批发环节处于去库存周期中

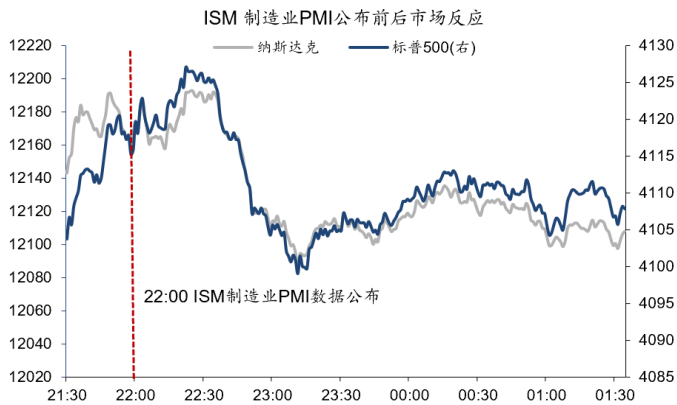


来源: Wind、国金证券研究所

三、市场反应: 衰退交易升温, PMI 未来回落压力仍然较大

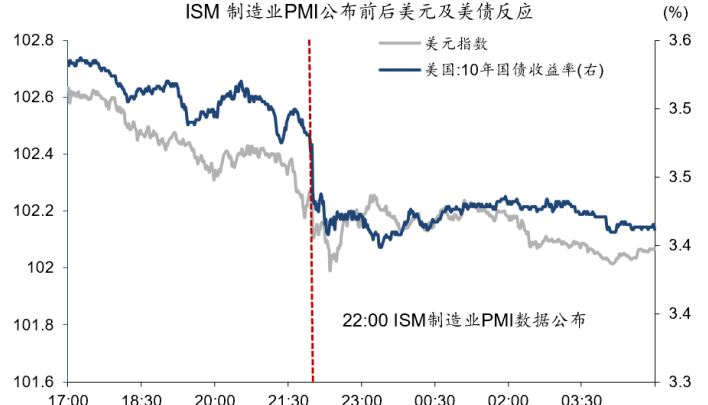
PMI 低于预期, 市场衰退交易升温, 美元汇率和美债收益率明显下行。PMI 数据公布后, 现货黄金短线快速走高, 美元及 10 年期美债收益率下跌, 10 年期美债收益率跌至 3.4%, 美元指数跌至 102。美股先涨后跌, 纳指下跌-0.3%, 标普 500 受能源股拉动上涨 0.4%。

图表 16: PMI 公布后, 美股先涨后跌



来源: Bloomberg、国金证券研究所

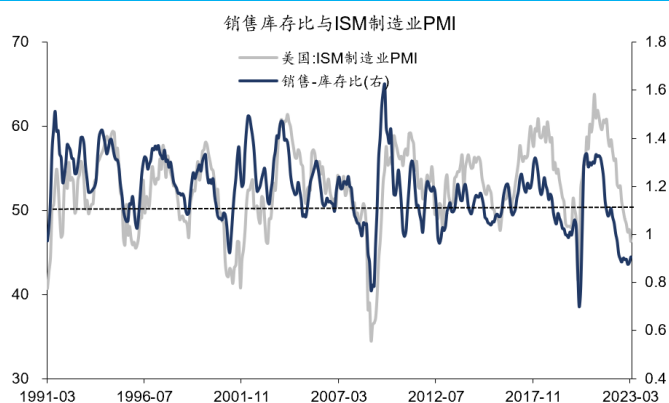
图表 17: PMI 公布后, 美元、美债下跌



来源: Bloomberg、国金证券研究所

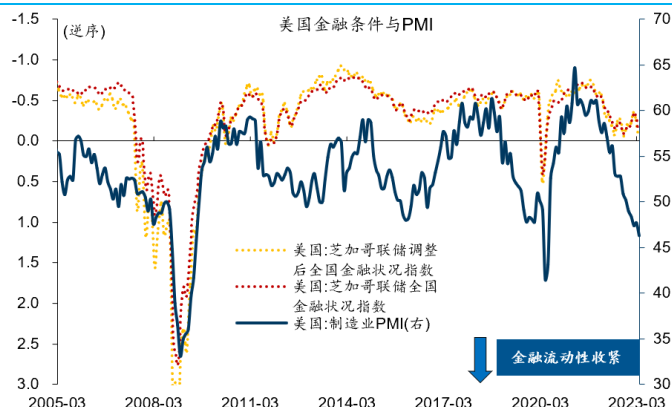
PMI 未来怎么走? 从金融环境与实体需求来看, 美国 PMI 回落的压力仍然较大。美国银行业冲击使得信贷环境收缩, 芝加哥联储金融条件 3 月转向收紧, 未来可能持续抑制美国 PMI 的修复; 美国 PMI 的领先指标销售-库存比仍然处于下跌趋势, 反映实体经济需求较弱, 库存积压未明显改善, 制造业 PMI 仍然倾向于回落。

图表18: 销售-库存比领先美国制造业PMI



来源: WIND、国金证券研究所

图表19: 3月美国金融条件有所收紧



来源: Wind、国金证券研究所

重申观点: 这一次, 美国经济或不具备软着陆的条件, 美国劳动力市场“转弱”的信号正在显现, 货币政策紧缩不足与紧缩过度的“天平”正转向后者。不容忽视劳动力边际转弱的信号, 总量上的拐点总是先从结构上的脆弱环节开始。多个周期敏感性指标和综合指标已经反映美国劳动力市场的紧张状态正在边际放缓。美联储已行至“三岔路口”, 未来需要在通胀、就业和风险三重目标间取得平衡。

风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜: 2023年1月, 美德继续向乌克兰提供军事装备, 俄罗斯称, 视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来, 海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期: 与2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%, 在全球性劳动短缺的情况下, 美欧2023年仍面临超额工资通胀压力。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402