

# 5月美国制造业 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

## 美国 PMI 延续收缩，内需弱于外需

### 事件：

北京时间 6 月 1 日晚 22:00，美国 ISM 发布 5 月制造业 PMI 数据。

### 从 PMI 定位美国：非典型的去库存，根源在于紧张的劳动力市场

5 月，美国 ISM 制造业 PMI 录得 46.9%，低于市场预期值 47%，前值 47.1%，回落 0.2 个点，连续第七个月萎缩。Markit 制造业 PMI 同样回落，5 月终值 48.5%，前值 50.2%。5 月，ISM 制造业 PMI 的五个子项中，生产和就业上升且均高于荣枯线，新订单、供应商交付和库存回落，制造业总体走弱的特征依然较明显。

从制造业 PMI 看，当前美国更符合主动去库存的特征，但表现并不典型。一方面，美国制造业 PMI 新订单及自有库存回落，这与主动去库相符；但另一方面是生产端却有改善，就业甚至是读数最高的分项之一。最近六个月里，就业项有五个月高于生产项，也始终高于新订单分项。这种非典型的周期表现与美国就业市场的高度紧张状态相关。

一个似是而非的说法是：紧张的劳动力市场 有助于美国经济“不衰退”。这是倒果为因，也不符合历史经验。美国 1960 年以来的 9 次衰退都出现在劳动力市场紧张状态之后。紧张的劳动力市场反而是衰退的预警指标，其背后的经济解释是：劳动力市场越紧张，工资通胀压力越大，货币政策就越可能收紧，信用周期下行期越长，经济下行压力越大。

### 关注三点新变化：内外需求分化、供需分化、库存分化

美国内、外需求出现分化，内需表现更差。5 月，反映美国内需的新订单项回落 3.1 个百分点至 42.6%，反映美国外需的新出口订单回升 0.2 个百分点至 50%，触及荣枯线。二者之间的分叉自 2 月以来始终在走阔，5 月二者分叉达到 7.4 个点。今年美国外需的主要拉动力量集中在欧洲的英国、荷兰、德国、法国等，美国对荷兰、英国出口增速在 20%-30% 左右，对德国出口增速在 15% 左右；从产品来看，汽车及零部件、资本品、消费品的出口增速较高。

需求走弱，供给端却回升，生产、就业、交付情况均改善。5 月 PMI 生产及就业指数均回升至荣枯线以上，分别录得 51.1% 和 51.4%，前值分别为 48.9% 及 50.2%，交货速度也在加快。在新增需求走弱的情况下，生产的好转可能主要来自对积压订单的消耗，5 月库存订单大幅下滑 5.6 个点，目前积压订单已降至 37.5%，低于疫情期间水平。而随着库存订单的收缩和新订单的匮乏，制造业新增就业未必能持续维持。从数据上看，5 月制造业 ADP 就业数据以及职位活跃数据均已在回落。

自有库存回落，客户库存上升，二者分化加大。5 月自有库存指数 45.8%，较前值 46.3% 回落 0.5 个百分点，5 月客户库存提高 0.1 个百分点至 51.4%，说明制造业下游的库存积压问题仍未改善。客户库存反映了制造业厂商对自身下游客户库存情况的判断。如果客户的库存偏高，那么制造业未来的新增需求将可能减少，因为客户往往需要先消耗过剩库存才能释放新的需求。

### 向后看，供给侧修复空间已较为有限，制造业 PMI 仍可能承压

PMI 与预期基本相符，市场对数据本身反应不强，但受到债务上限风险缓解的影响，股市情绪受到明显提振。PMI 数据公布后，美元及 10 年期美债收益率仅有短暂反应，股市反应则不明显。费城联储主席帕特里克·哈克当天发出鸽派言论，市场交易 6 月不加息，至美股收盘，10Y 美债、美元指数下跌，标普及纳斯达克分别上涨 1% 及 1.3%。

PMI 数据公布后，OIS 隐含加息预期相比一周前降低，终点利率的预期为 5.3%。费城联储主席帕特里克·哈克放出鸽派言论；ISM 与 Markit 两项制造业 PMI 均低于预期，通胀分项也明显走弱，使得加息预期回落。芝商所 Fed Watch 显示 6 月美联储加息概率由 5 月 30 日的 67% 降至 23%，7 月利率维持不变的概率为 47%。

向后看，制造业 PMI 仍可能承压。供给侧修复的空间已经较为有限：(1) 全球供应链修复已经非常充分，继续改善的空间较为有限；(2) 原油价格受到成本和 OPEC+ 联合减产的支撑，下行受阻，国际航运价格及美国国内的物流经理人指数 (LMI) 也基本回到了疫情之前的水平；(3) 劳动参与率提升的空间也越来越有限，相比疫情前仅剩 0.6 个百分点的缺口，而且短期较难回归疫情前；需求侧客户库存的积压抑制新需求的释放，欧洲经济回落带来外需承压；信贷侧，美国银行业信贷环境收缩短期，贷款标准收紧，未来可能持续抑制美国 PMI 的修复。

### 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、从 PMI 定位美国：非典型的去库存周期，根源在于紧张的劳动力市场 .....	3
二、关注新变化：内外需求分化、供需分化、库存分化 .....	4
三、向后看，供给侧修复空间已较为有限，PMI 回落压力仍然较大 .....	6
风险提示 .....	7

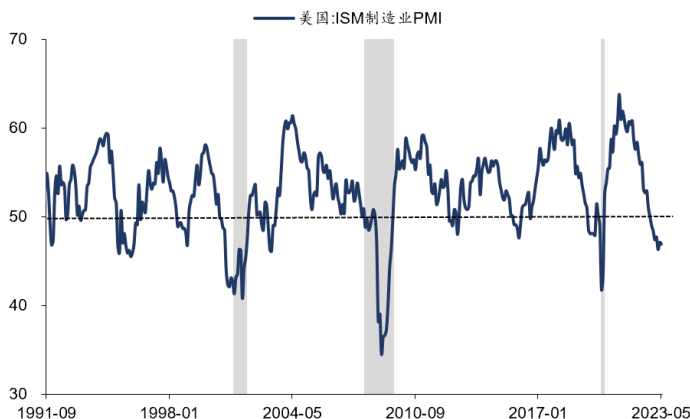
## 图表目录

图表 1： 5 月美国制造业 PMI 录得 46.9%，延续走弱 .....	3
图表 2： ISM 与 Markit 制造业 PMI 均走弱 .....	3
图表 3： 美国制造业 PMI 分项，需求走弱，生产回升 .....	3
图表 4： 经验显示，劳动力市场越紧张，经济越有可能硬着陆 .....	4
图表 5： 美国 PMI 内、外需求走势分化 .....	4
图表 6： 美国资本品、汽车、消费品出口增速较高 .....	4
图表 7： 美国对各国出口同比增速。 .....	5
图表 8： 制造业 PMI 生产与就业分项 5 月均回升 .....	5
图表 9： 美国 5 月制造业新增职位数量减少 .....	5
图表 10： 美国制造业活跃职位数量回落 .....	5
图表 11： 美国 5 月制造业新增职位数量减少 .....	5
图表 12： 美国 PMI 自有库存回落，客户库存积压 .....	6
图表 13： 客户库存上升与抑制需求的释放 .....	6
图表 14： PMI 公布后，美股波动不大 .....	6
图表 15： PMI 公布后，美元、美债短暂回落 .....	6
图表 16： PMI 公布后， .....	7
图表 17： 6 月加息概率降至 23% .....	7
图表 18： 美国供给侧修复的空间不断缩窄 .....	7

## 一、5月PMI整体状况：读数为46.9%，低于预期的47，前值47.1%

5月，美国ISM制造业PMI录得46.9%，低于市场预期值47%，前值47.1%，回落0.2个百分点，连续第七个月萎缩。Markit制造业PMI同样回落，5月终值48.5%，前值50.2%。5月，ISM制造业PMI的五个子项中，生产和就业上升且均高于荣枯线，新订单、供应商交付和库存回落，制造业总体走弱的特征依然较明显。

图表1：5月美国制造业PMI录得46.9%，延续走弱



来源：WIND、国金证券研究所

图表2：ISM与Markit制造业PMI均走弱



来源：Wind、国金证券研究所

从制造业PMI反映的特征看，当前美国的经济状态更符合主动去库存的特征，但表现并不典型。一方面，美国制造业PMI新订单反映的需求端仍然承压，自有库存回落，这与主动去库存相符；但另一方面是生产端却有改善，就业甚至是读数最高的分项之一。最近六个月里，就业项有五个月高于生产项，也始终高于新订单分项。这种非典型周期与美国就业市场的紧张状况相符，美国4月职位空缺达到1010.3万人，用工需求仍然强劲，形成了PMI就业读数的偏高状态。

图表3：美国制造业PMI分项，需求走弱，生产回升

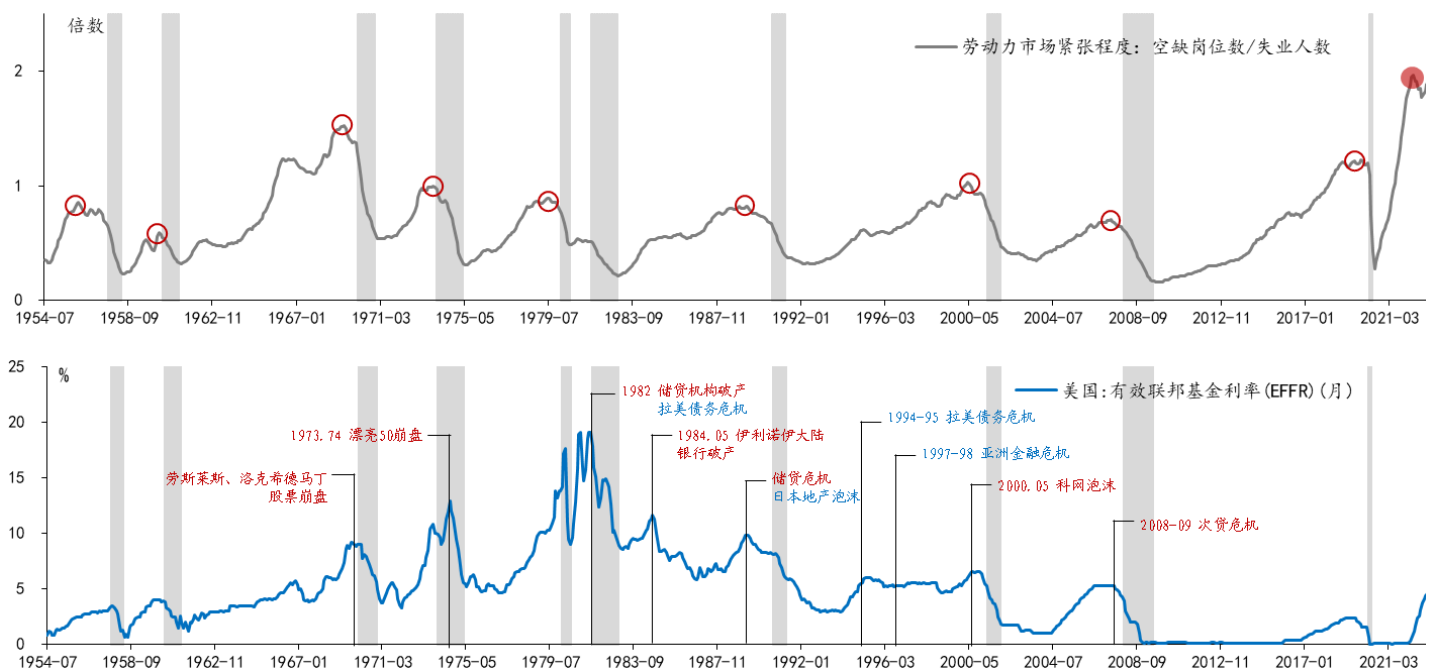
PMI项目	月度变化	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06	22-05
ISM:制造业PMI	↓ -0.2	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.0	51.0	52.9	52.7	53.1	56.1
新订单	↓ -3.1	42.6	45.7	44.3	47.0	42.5	45.1	46.8	48.2	47.3	50.4	48.6	50.0	54.9
新出口订单	↑ 0.2	50.0	49.8	47.6	49.9	49.4	46.2	48.4	46.5	47.8	49.4	52.6	50.7	52.9
库存订单	↓ -5.6	37.5	43.1	43.9	45.1	43.4	41.4	40.0	45.3	50.9	53.0	51.3	53.2	58.7
生产	↑ 2.2	51.1	48.9	47.8	47.3	48.0	48.6	50.9	51.9	51.0	51.1	53.3	54.4	54.7
就业	↑ 1.2	51.4	50.2	46.9	49.1	50.6	50.8	48.9	49.9	49.3	54.2	49.8	48.1	50.2
供应商交付	↓ -1.1	43.5	44.6	44.8	45.2	45.6	45.1	47.2	46.8	52.4	55.1	55.2	57.3	65.7
自有库存	↓ -0.5	45.8	46.3	47.5	50.1	50.2	52.3	51.1	53.0	55.1	53.8	56.6	55.7	55.0
客户库存	↑ 0.1	51.4	51.3	48.9	46.9	47.4	48.2	48.7	41.6	41.6	38.9	39.5	35.2	32.7
物价	↓ -9.0	44.2	53.2	49.2	51.3	44.5	39.4	43.0	46.6	51.7	52.5	60.0	78.5	82.2
进口	↓ -2.6	47.3	49.9	47.9	49.9	47.8	45.1	46.6	50.8	52.6	52.5	54.4	50.7	48.7

来源：WIND、国金证券研究所

本轮加息周期中，关于美国经济可能逃逸衰退的一个似是而非的逻辑是：紧张的劳动力市场有助于美国经济“不衰退”。这是倒果为因，也不符合历史经验。美国1960年以来的9次衰退都出现在劳动力市场紧张状态之后。紧张的劳动力市场反映了过去一段时间美国经济的韧性，但却不是证明未来将继续保持韧性的论据。

紧张的劳动力市场不仅不是软着陆的充分条件，反而是衰退的预警指标。二战结束以来的衰退基本都出现在劳动力市场偏紧时期之后。背后的经济解释是：劳动力市场越紧张，工资通胀压力越大，货币政策就越可能收紧，信用周期下行期越长，经济下行压力越大。在美联储加息的中后期，经常发生某种形式的金融危机（美国或海外），引发信用和经济急剧收缩，迫使货币政策“急刹车”。

图表4: 经验显示, 劳动力市场越紧张, 经济越有可能硬着陆

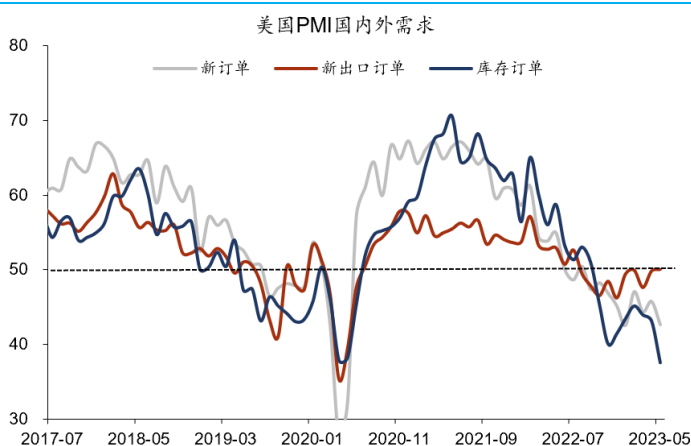


来源: Richter et al., 2023. Job vacancy, unemployment relationship clouds 'soft landing' prospects, Federal Reserve Bank of Dallas 国金证券研究所

## 二、制造业 PMI 的结构变化: 内外需求分化、供需分化、库存分化

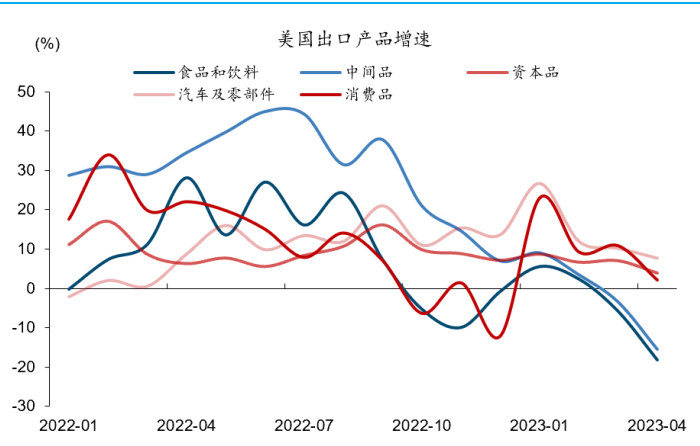
美国内、外需求出现分化, 内需表现更差。5月, 反映美国内需的新订单回落 3.1 个百分点至 42.6%, 反映美国外需的新出口订单回升 0.2 个百分点至 50%, 触及荣枯线。二者之间的分叉自 2 月以来一直在走阔, 5 月二者分叉达到 7.4 个点。结合美国出口情况来看, 今年以来美国外需的主要拉动力量集中在欧洲、英国、荷兰、德国、法国等, 对荷兰、英国出口增速在 20%-30% 左右, 对德国出口增速在 15% 左右; 从产品来看, 汽车及零部件、资本品、消费品的出口增速较高, 近三个月增速在 8%-10% 之间。内需方面, 库存订单降至金融危机以来的最低水平, 客户库存仍在上涨, 反映美国需求仍未好转。

图表5: 美国 PMI 内、外需求走势分化



来源: WIND、国金证券研究所

图表6: 美国资本品、汽车、消费品出口增速较高



来源: Wind、国金证券研究所

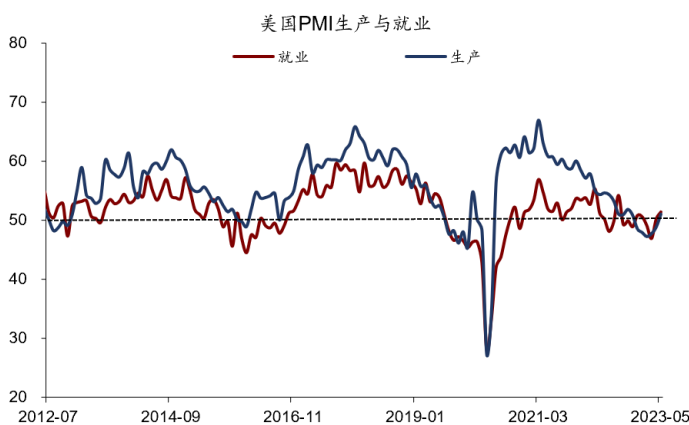
图表7: 美国对各国出口同比增速。美国对英国、荷兰、德国等出口增速较高

国家	占美国对外出口比重 (%)	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05	2022-04
中国	7.5	6.8	5.9	5.2	-1.5	0.2	5.8	9.2	5.1	0.0	-3.5	-0.7	7.9
法国	2.2	8.9	16.1	28.6	35.6	50.6	48.0	59.2	58.8	66.7	62.1	58.4	56.3
德国	3.6	16.6	15.0	15.4	10.2	11.3	11.2	15.0	11.8	11.5	9.5	14.1	11.1
墨西哥	15.7	7.2	7.8	8.3	8.7	14.7	20.6	20.9	19.4	19.9	22.0	23.3	18.3
加拿大	17.2	5.2	6.0	6.6	6.1	13.7	19.3	20.8	20.6	19.2	21.8	19.3	17.5
日本	3.8	-3.9	-1.2	-0.7	-2.6	2.0	11.6	16.3	13.9	8.6	4.1	8.3	14.2
荷兰	3.7	29.6	32.8	38.1	29.6	37.2	47.8	50.5	45.9	43.0	41.0	39.2	35.0
英国	3.8	18.8	30.2	36.0	34.3	34.8	31.1	29.7	18.1	20.1	21.8	24.0	22.6
韩国	3.4	-4.9	-0.1	0.9	13.1	14.4	17.9	11.8	10.5	10.4	3.7	2.9	3.4
巴西	2.5	-4.2	-5.5	-5.0	-4.7	-0.6	-1.4	8.4	15.0	21.9	34.5	36.8	37.6

来源: WIND、国金证券研究所

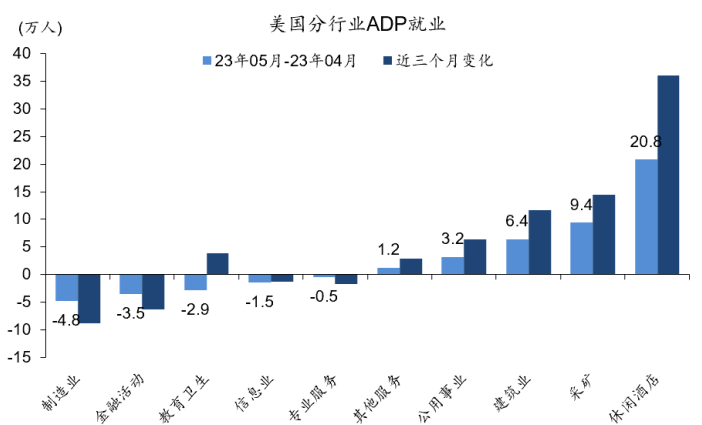
在需求走弱的情况下,供给端表现却较好,生产、就业、交付表现均改善。5月PMI生产及就业指数均回升至荣枯线以上,分别录得51.1%和51.4%,前值分别为48.9%及50.2%,交货速度也在加快,供应商交付分项录得44.8%,前值45.2%,连续第8个月低于50%,表明供应链交付速度继续加快。在新增需求走弱的情况下,生产的好转可能主要来自对积压订单的消耗,5月库存订单大幅下滑5.6个点,目前积压订单已降至37.5%,低于2020疫情期间水平。而随着库存订单的收缩和新订单的缺乏,制造业新增就业未必能持续维持。从数据上看,5月制造业ADP就业数据以及职位活跃数据均已回落。

图表8: 制造业PMI生产与就业分项5月均回升



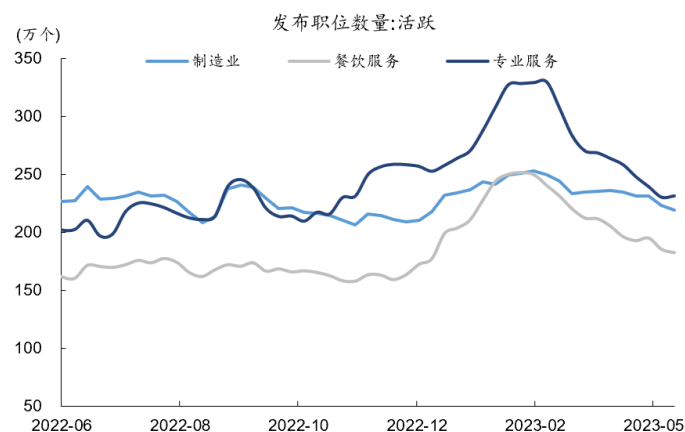
来源: WIND、国金证券研究所

图表9: 美国5月制造业新增职位数量减少



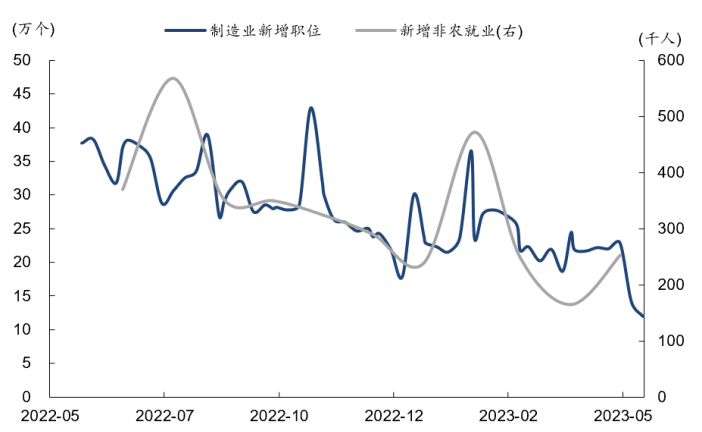
来源: Wind、国金证券研究所

图表10: 美国制造业活跃职位数量回落



来源: WIND、国金证券研究所

图表11: 美国5月制造业新增职位数量减少

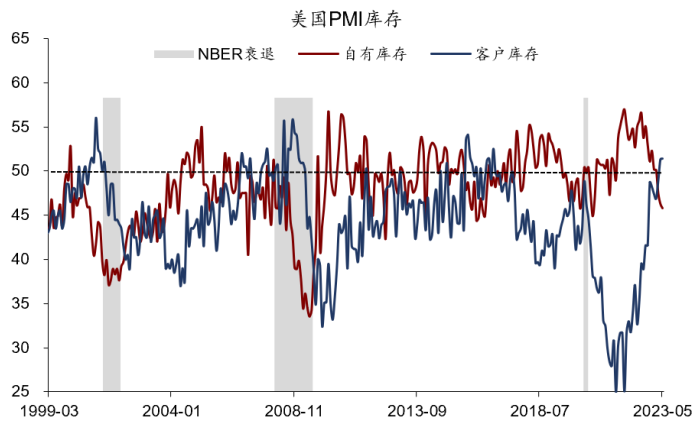


来源: Wind、国金证券研究所

自有库存回落,客户库存攀升,二者分叉加大。5月自有库存指数45.8%,较前值回落0.5

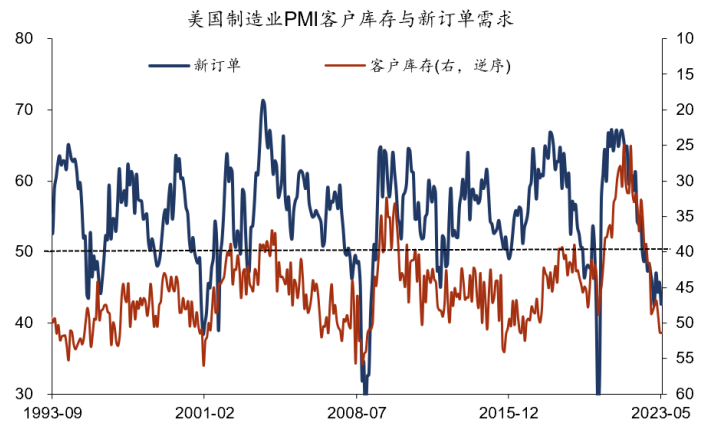
个百分点, 5月客户库存提高0.1个百分点至51.4%, 说明制造业下游的库存积压问题仍未改善。客户库存反映了制造业厂商对自身下游客户库存情况的判断。如果客户的库存偏高, 考虑到需要先消耗过剩库存才能释放新需求, 那么制造业未来的新订单将可能减弱。

图表12: 美国PMI自有库存回落, 客户库存积压



来源: WIND、国金证券研究所

图表13: 客户库存上升可能抑制需求的释放

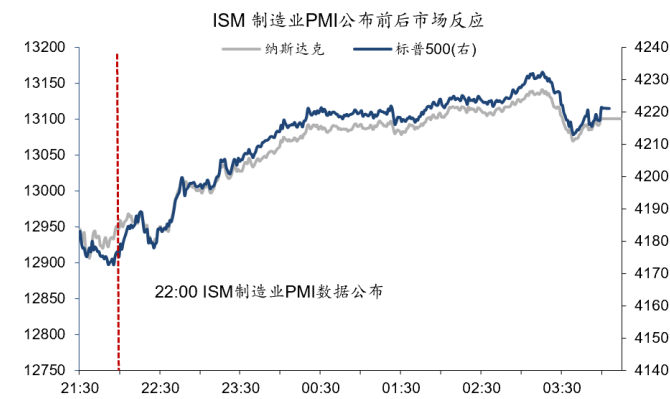


来源: Wind、国金证券研究所

### 三、向后看, 供给侧修复空间已较为有限, 制造业 PMI 仍可能承压

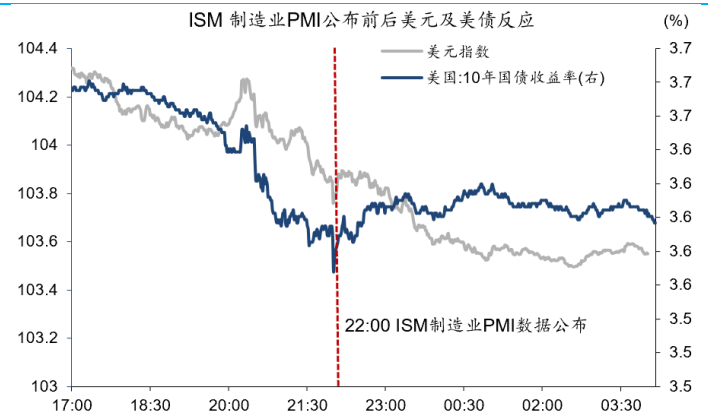
从市场反应看, PMI 与预期基本相符, 市场对数据本身反应不强, 但受债务上限风险缓解影响, 股市情绪受到明显提振。PMI 数据公布后, 美元及 10 年期美债收益率仅有短暂反应, 股市反应则不明显。费城联储主席帕特里克·哈克 (Patrick Harker) 周四表示, 美联储已接近能够停止加息的地步, 市场交易 6 月不加息, 至美股收盘, 10 年期美债收益率下跌 4.3BP 至 3.6%, 美元指数下跌 0.64% 至 104, 标普及纳斯达克分别上涨 1% 及 1.3%。

图表14: PMI 公布后, 美股波动不大



来源: Bloomberg、国金证券研究所

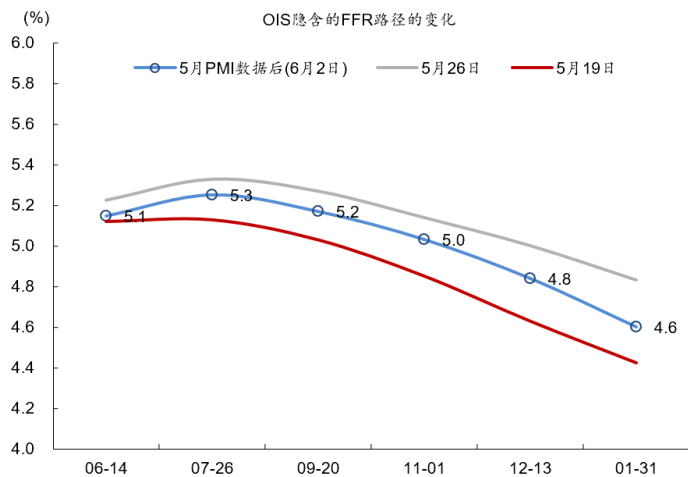
图表15: PMI 公布后, 美元、美债短暂回落



来源: Bloomberg、国金证券研究所

PMI 数据公布后, OIS 隐含加息预期相比一周前降低, 终点利率的预期为 5.3%。PMI 公布的当天, 费城联储主席帕特里克·哈克放出鸽派言论; ISM 与 Markit 两项制造业 PMI 均低于预期, 通胀分项也明显走弱, 使得加息预期回落。芝商所 Fed Watch 显示 6 月美联储加息概率由 5 月 30 日的 67% 降至 23%, 7 月利率维持不变的概率为 47%, 降息可能的时间点由 5 月初的 9 月修正至 12 月, 但降息概率仅为 39%, 全年降息一次, 年末利率维持在 4.75%-5% 区间。

图表16: PMI公布后, OIS隐含加息预期降低



来源: Bloomberg、国金证券研究所

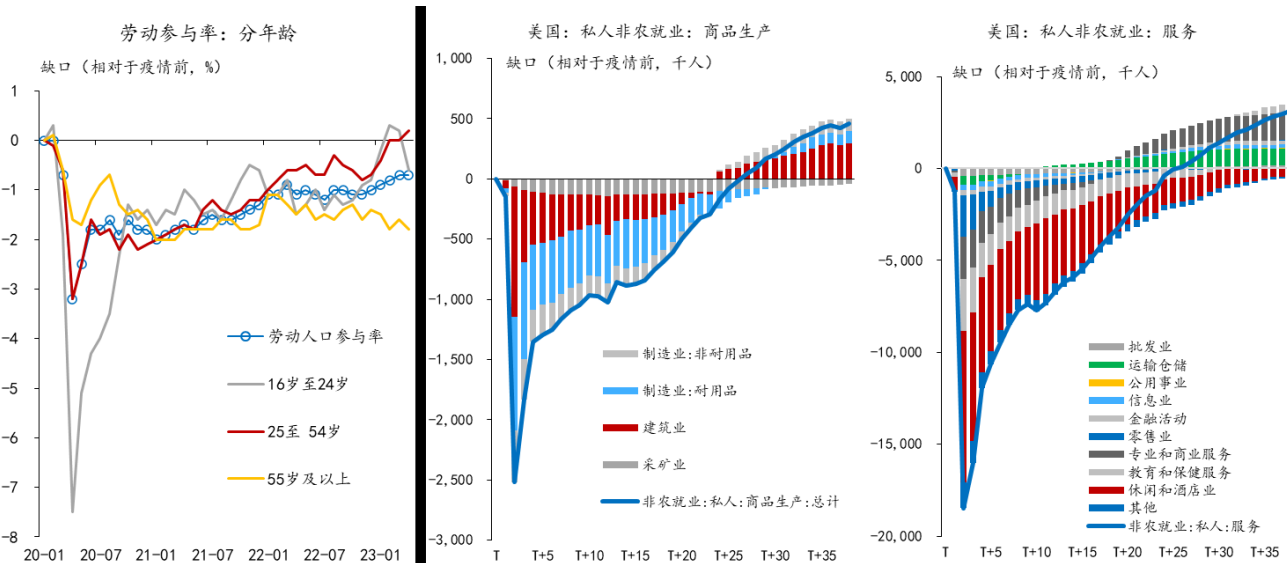
图表17: PMI公布后, 6月加息概率降至23%

区间/日期	23-12	23-02	23-03	23-05	23-06	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01
575-600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
550-575	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
525-550	0	0	0	0	23	44	35	17	8	2
500-525	0	0	0	100	77	47	46	39	25	10
475-500	0	0	86	0	0	0	13	33	37	27
450-475	27	100	14	0	0	0	0	8	24	35
425-450	73	0	0	0	0	0	0	0	5	21
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
300-325	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
275-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
250-275	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

来源: Bloomberg、国金证券研究所

向后看, 制造业 PMI 仍可能承压。供给侧修复的空间已经较为有限: (1) 全球供应链修复已经非常充分, 继续改善的空间较为有限; (2) 原油价格受到成本和 OPEC+联合减产的支撑, 下行受阻, 国际航运价格及美国国内的物流经理人指数 (LMI) 也基本回到了疫情之前的水平; (3) 劳动参与率提升的空间也越来越有限, 相比疫情前仅剩 0.6 个百分点的缺口, 而且短期较难回归疫情前; 需求侧客户库存的积压抑制新需求的释放; 信贷侧, 美国银行业信贷环境收缩短期, 贷款标准收紧, 未来可能持续抑制美国 PMI 的修复。

图表18: 美国供给侧修复的空间不断缩窄



来源: WIND、国金证券研究所

## 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: 北京市东城区建国内大街 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