

美国7月PMI数据点评

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

美国制造业企稳的“微光”——7月制造业PMI点评

事件:

北京时间8月1日晚22:00, 美国ISM发布7月制造业PMI数据。

美国制造业PMI总体较弱, 但需关注需求侧的边际改善迹象

美国制造业PMI总体仍较弱。7月ISM制造业PMI录得46.4%, 低于市场预期值46.8%, 前值46%, 连续第九个月处于收缩区间。7月, ISM制造业PMI的五个子项均低于荣枯线, 其中新订单、生产、供应商交付及自有库存边际改善, 就业边际走弱, 制造业PMI所映射的美国工业总产值也处于回落区间。

但从贡献上来看, 需关注制造业需求侧的边际改善迹象。拉动项方面, 新订单回升1.7个点至47.3%, 库存订单回升4.1个点至42.8%, 对PMI贡献较大。从近三个月的趋势来看, 需求侧新订单也有反弹迹象。拖累项方面, 就业项下降3.7个点, 对PMI的拖累较大, 近三个月的趋势上, 就业指数同样明显弱于其他分项。

制造业PMI与服务业PMI的分化仍然较大, 但服务业需求有所走弱。截至6月, 美国服务业PMI读数高于制造业PMI读数7.9个点, 二者分化较五月份进一步扩大。7月Markit服务业PMI也处于52.4%的扩张区间。但近三个月, 服务业库存订单、新订单均下行, 服务业PMI的主要贡献项集中在库存项, 反映美国服务业存在需求侧走弱的风险。

制造业订单回升, 呈现筑底迹象, 供给侧修复空间较为有限

需求侧新订单、库存订单指数边际回升。7月新订单回升1.7个百分点至47.3%, 库存订单回升4.1个点。内需方面, 近期美国耐用品新订单改善明显, 耐用品订单增速由2月0.6%提高至6月8.9%, 主要受飞机、船舶等订单拉动; 外需方面, 美国出口总体延续回落, 但汽车及零部件出口同比增速反弹, 6月升至16%。

供给侧就业项走弱, 非农就业仍可能继续承压。7月就业分项44.4%, 前值48.1%, 回落3.7个点, 就业项走弱幅度较大。美国6月ADP就业中, 制造业新增就业环比为-4.2万人, 低于其他行业。7月制造业活跃职位数量同样明显下降, 截至7月底已降至178万个, 非农新增就业将可能继续回落。

客户库存指数上升, 新订单呈现筑底迹象。7月客户库存上升2.5个百分点至48.7%。客户库存与新订单分项呈负相关关系, 若客户库存偏高, 制造业新订单可能会受抑制。客户库存5月升至51.4后, 当前呈现筑顶回落迹象, 新订单指数则呈现筑底回升迹象, 但需关注总需求回升的持续性。

美国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, 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。

股债汇市场反应幅度较小, 美元美债均上涨

PMI数据对市场影响较弱, 股债汇反应较为平淡。PMI数据公布后, 美债收益率及美元汇率短时间内下跌, 美股小幅上涨后回落。截至收盘, 股市表现涨跌不一, 道琼斯指涨0.2%; 标普500下跌0.27%; 纳斯达克下跌0.43%。10年期美债收益率至美股收盘涨5.6BP至4.0%; 美元指数上涨0.5%至102。

PMI数据对加息预期的影响较弱。PMI数据公布后, OIS隐含加息预期变动不大, 终点利率的预期为5.4%。芝商所FedWatch显示9月美联储加息概率持平前一交易日(7月31日)的82%, 降息的时间点由上个月PMI公布时的明年5月提前到了明年3月。市场预计今年全年不降息, 年末利率维持在5.25%-5.5%区间。

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、美国制造业 PMI 总体较弱，但需关注需求侧的边际改善	3
二、制造业需求侧边际改善，供给侧修复空间有限	5
三、股债汇市场反应幅度较小，美元美债均上涨	8
风险提示	9

图表目录

图表 1: 7 月美国制造业 PMI 录得 46.4%	3
图表 2: 美国制造业 PMI 与工业总产值整体仍回落	3
图表 3: 美国制造业 PMI 分项，供给、需求均较弱	3
图表 4: 7 月美国制造业 PMI，库存订单上升贡献大	4
图表 5: 近三个月 PMI 新订单、库存订单均有改善	4
图表 6: 美国服务业 PMI 明显好于制造业 PMI	4
图表 7: 近三个月，美国服务业 PMI 订单项走弱	4
图表 8: 美国服务业 PMI 及分项	5
图表 9: 美国 PMI 新订单、库存订单回升	5
图表 10: 美国汽车及零部件出口增速较高	5
图表 11: 美国耐用品新订单增速回升	6
图表 12: 耐用品中，交通运输设备订单回升较快	6
图表 13: 美国 PMI 自有库存、客户库存均上升	6
图表 14: 客户库存上升可能抑制需求的释放	6
图表 15: 制造业 PMI 就业分项 7 月下滑	7
图表 16: 美国 6 月制造业新增就业低于其他行业	7
图表 17: PMI 就业指数与非农就业	7
图表 18: 美国 7 月供应交付速度边际放缓	7
图表 19: 7 月 PMI 物价分项小幅度反弹	7
图表 20: 6 月美国 CPI 商品项同比已降至 0 以下	7
图表 21: 美国供给侧修复的空间不断缩窄	8
图表 22: PMI 公布后，美股先涨后跌	8
图表 23: PMI 公布后，美元、美债短暂回落	8
图表 24: PMI 公布后，OIS 隐含加息预期变动较低	9
图表 25: 高利率持续时间可能更长	9

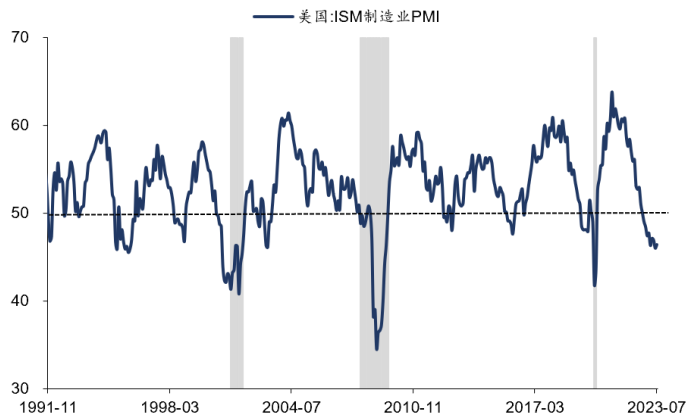


事件：8月1日，美国 ISM 发布 7 月制造业 PMI 数据。7 月制造业 PMI 录得 46.4，前值 46。

一、美国制造业 PMI 总体较弱，但需关注需求侧的边际改善

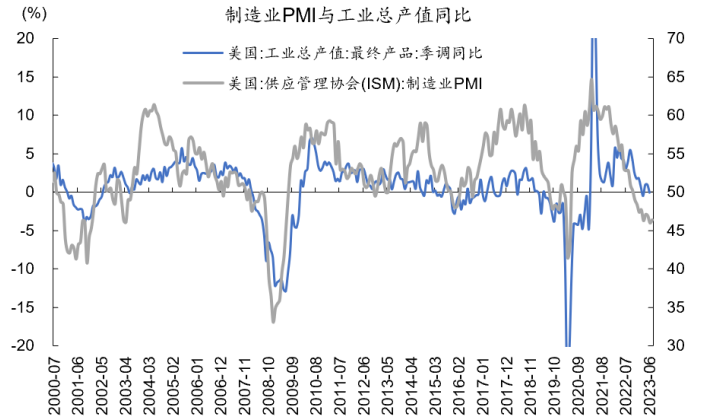
美国制造业 PMI 总体仍较弱。7 月，美国 ISM 制造业 PMI 录得 46.4%，低于市场预期值 46.8%，前值 46%，回升 0.4 个点，连续第九个月萎缩。7 月，ISM 制造业 PMI 的五个子项均低于荣枯线，其中新订单、生产、供应商交付及自有库存上升，就业回落。制造业 PMI 所映射的美国工业总产值企稳迹象同样处于回落区间。

图表 1：7 月美国制造业 PMI 录得 46.4%



来源：WIND、国金证券研究所

图表 2：美国制造业 PMI 与工业总产值整体仍回落



来源：Wind、国金证券研究所

图表 3：美国制造业 PMI 分项，供给、需求均较弱

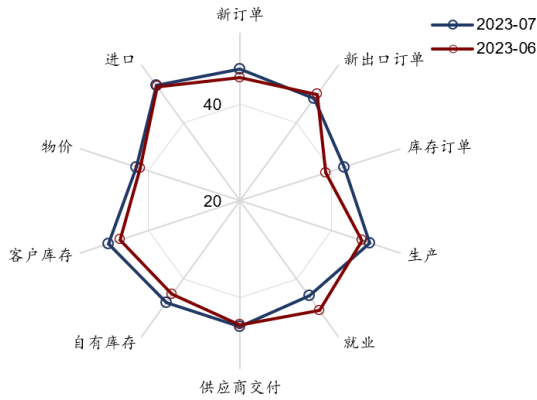
PMI 项目	月度变化	23-07	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07
ISM:制造业 PMI	↑ 0.4	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.0	51.0	52.9	52.7
新订单	↑ 1.7	47.3	45.6	42.6	45.7	44.3	47.0	42.5	45.1	46.8	48.2	47.3	50.4	48.6
新出口订单	↓ -1.1	46.2	47.3	50.0	49.8	47.6	49.9	49.4	46.2	48.4	46.5	47.8	49.4	52.6
库存订单	↑ 4.1	42.8	38.7	37.5	43.1	43.9	45.1	43.4	41.4	40.0	45.3	50.9	53.0	51.3
生产	↑ 1.6	48.3	46.7	51.1	48.9	47.8	47.3	48.0	48.6	50.9	51.9	51.0	51.1	53.3
就业	↓ -3.7	44.4	48.1	51.4	50.2	46.9	49.1	50.6	50.8	48.9	49.9	49.3	54.2	49.8
供应商交付	↑ 0.4	46.1	45.7	43.5	44.6	44.8	45.2	45.6	45.1	47.2	46.8	52.4	55.1	55.2
自有库存	↑ 2.1	46.1	44.0	45.8	46.3	47.5	50.1	50.2	52.3	51.1	53.0	55.1	53.8	56.6
客户库存	↑ 2.5	48.7	46.2	51.4	51.3	48.9	46.9	47.4	48.2	48.7	41.6	41.6	38.9	39.5
物价	↑ 0.8	42.6	41.8	44.2	53.2	49.2	51.3	44.5	39.4	43.0	46.6	51.7	52.5	60.0
进口	↑ 0.3	49.6	49.3	47.3	49.9	47.9	49.9	47.8	45.1	46.6	50.8	52.6	52.5	54.4

来源：WIND、国金证券研究所

但从贡献上来看，需关注制造业需求侧的边际改善迹象。本月库存订单上升对 PMI 的贡献较大，主要拖累项为就业。拉动项方面，库存订单 7 月回升 4.1 个点至 42.8，为提升幅度最高的分项，从近三个月的趋势来看，需求侧新订单也有弱反弹迹象。拖累项方面，受就业走弱，外需疲软的影响，PMI 就业及新出口订单项分别下降 3.7 和 1.1 个点，对 PMI 的拖累较大，近三个月的趋势上，就业指数同样明显弱于其他分项。

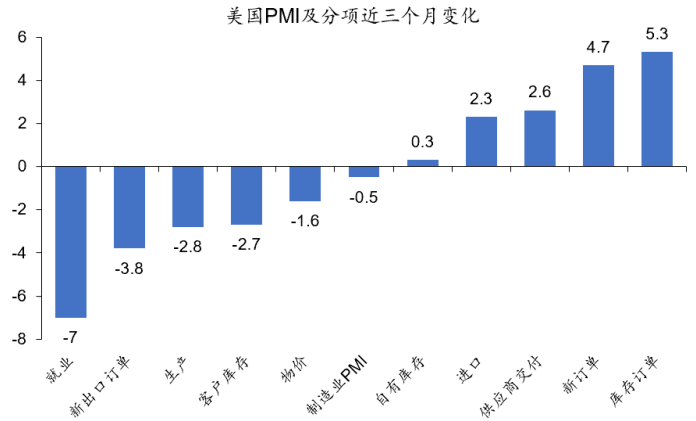


图表4: 7月美国制造业 PMI, 库存订单上升贡献大



来源: WIND、国金证券研究所

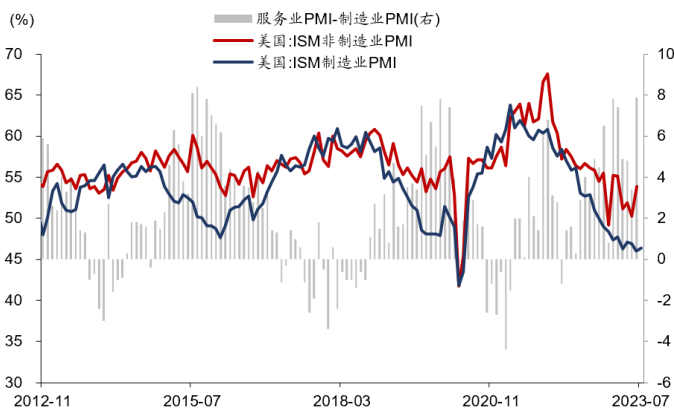
图表5: 近三个月 PMI 新订单、库存订单均有改善



来源: Wind、国金证券研究所

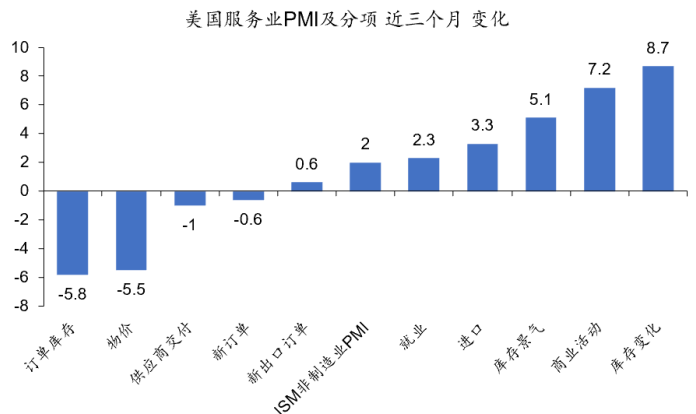
制造业 PMI 与服务业 PMI 的分化仍然较大, 但服务业需求有走弱迹象。截至 6 月, 美国服务业 PMI 读数高于制造业 PMI 读数 7.9 个点, 二者分化较五月份进一步扩大。7 月 Markit 服务业 PMI 也处于 52.4 的扩张区间。但近三个月, 服务业库存订单、新订单均下行, 服务业 PMI 的主要贡献项集中在库存项, 反映美国服务业存在需求侧走弱的风险。

图表6: 美国服务业 PMI 明显好于制造业 PMI



来源: WIND、国金证券研究所

图表7: 近三个月, 美国服务业 PMI 订单项走弱



来源: Wind、国金证券研究所



图表8: 美国服务业PMI及分项

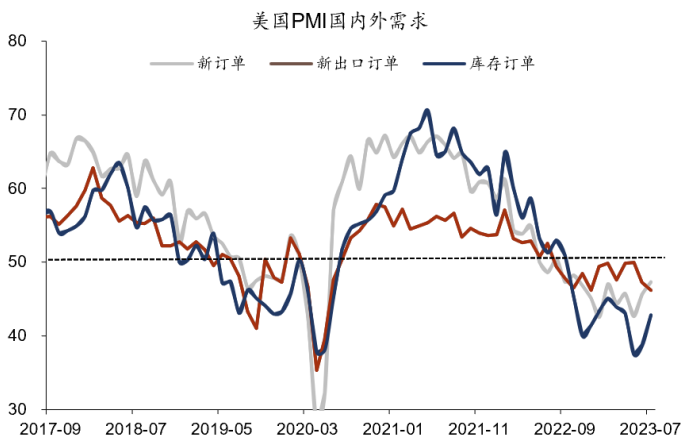
PMI项目	月度变化	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06
美国: ISM非制造业PMI	↑ 3.6	53.9	50.3	51.9	51.2	55.1	55.2	49.2	55.5	54.5	55.9	56.1	56.7	56.0
商业活动	↑ 7.7	59.2	51.5	52.0	55.4	56.3	60.4	53.5	61.6	55.6	59.1	59.3	59.0	57.2
新订单	↑ 2.6	55.5	52.9	56.1	52.2	62.6	60.4	45.2	55.8	56.8	60.6	60.4	59.1	56.2
订单库存	↑ 3.0	43.9	40.9	49.7	48.5	52.8	52.9	51.5	51.8	52.2	52.5	53.9	58.3	60.5
供应商交付	↓ -0.1	47.6	47.7	48.6	45.8	47.6	50.0	48.5	53.8	56.2	53.9	54.5	57.8	61.9
新出口订单	↑ 2.5	61.5	59.0	60.9	43.7	61.7	59.0	47.7	38.4	47.7	65.1	61.9	59.5	57.5
进口	↑ 4.6	54.6	50.0	51.3	43.6	52.6	53.0	52.7	59.5	50.4	51.3	48.2	48.0	46.3
库存变化	↓ -2.4	55.9	58.3	47.2	52.8	50.6	49.2	45.1	47.9	47.2	44.1	46.2	45.0	47.5
库存景气	↓ -7.0	54.0	61.0	48.9	57.9	55.3	55.8	55.9	44.2	46.4	47.2	47.1	50.1	46.2
物价	↓ -2.1	54.1	56.2	59.6	59.5	65.6	67.8	68.1	70.1	70.9	68.7	72.3	73.2	79.1
就业	↑ 3.9	53.1	49.2	50.8	51.3	54.0	50.0	49.4	50.6	49.2	53.0	50.2	49.5	48.7

来源: WIND、国金证券研究所

二、制造业需求侧边际改善，供给侧修复空间有限

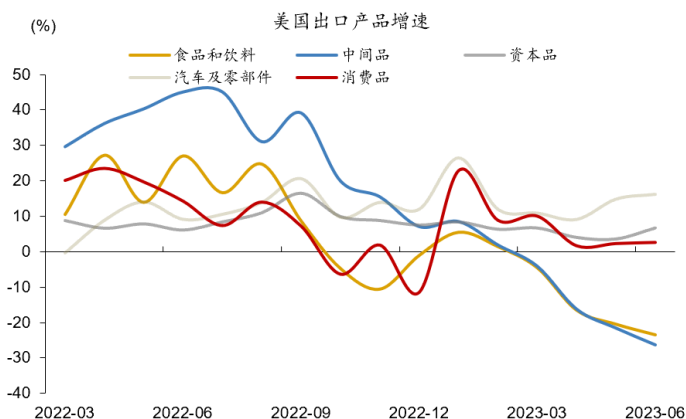
需求侧新订单、库存订单指数边际回升。7月新订单回升1.7个百分点至47.3%，反映海外需求的新出口订单回落1.1个百分点至46.2%。内需方面，近期美国耐用品新订单改善明显，耐用品订单增速由2月0.6%提高至6月8.9%，其中交通运输设备订单改善贡献较大，6月增速升至26%，主因是受飞机、船舶订单回升拉动。但制造业整体新增订单增速仍下滑，5月降至-0.1%。外需方面，美国出口总体延续回落，6月商品出口同比降至-9.3%。但汽车及零部件出口同比增速较高，6月达16%，前值14%，资本品及消费品出口增速温和回升，6月分别为6.7%及2.6%，前值分别为3.7%及2.3%，食品及中间品出口增速较差，6月均低于-20%。

图表9: 美国PMI新订单、库存订单回升



来源: WIND、国金证券研究所

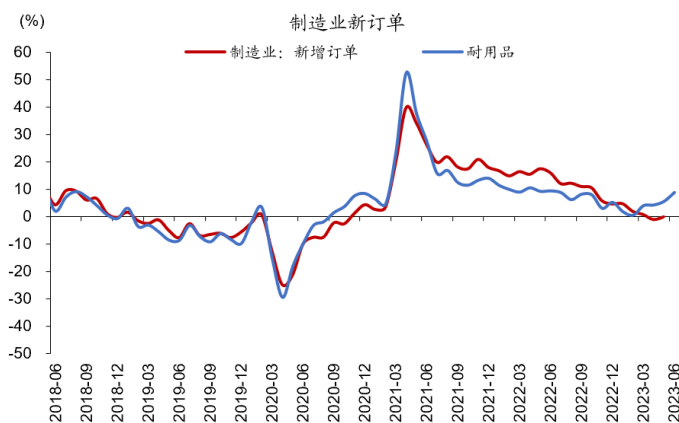
图表10: 美国汽车及零部件出口增速较高



来源: Wind、国金证券研究所

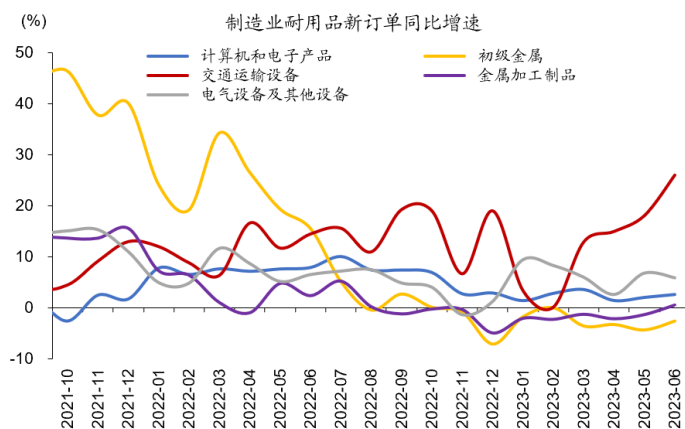


图表11: 美国耐用品新订单增速回升



来源: WIND、国金证券研究所

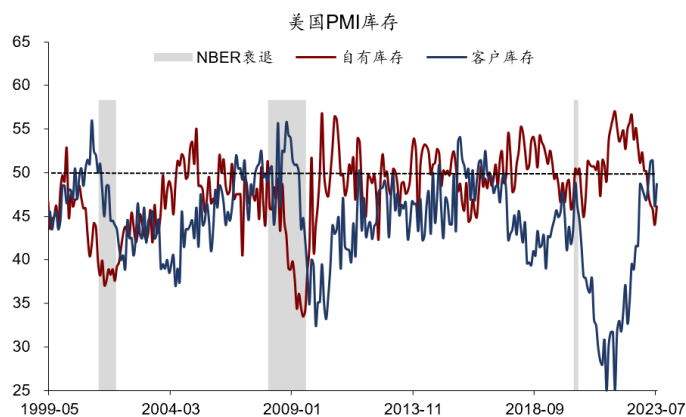
图表12: 耐用品中, 交通运输设备订单回升较快



来源: Wind、国金证券研究所

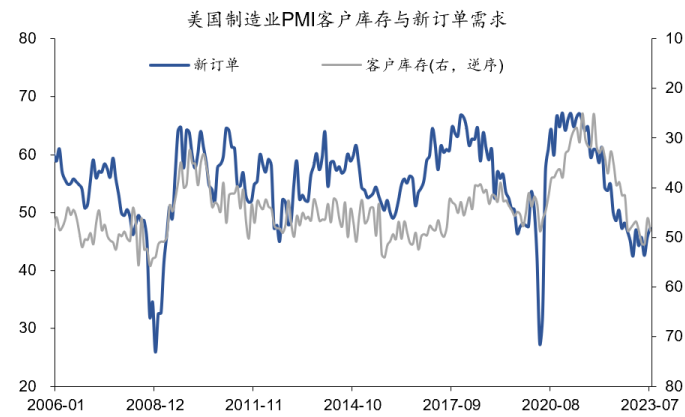
客户库存指数上升, 新订单呈现筑底迹象。7月自有库存指数46.1%, 较前值上升2.1个百分点, 7月客户库存上升2.5个百分点至48.7%。客户库存与新订单分项呈负相关关系, 客户库存反映了制造业厂商对自身下游客户库存情况的判断。如果客户库存偏高, 制造业新订单可能会受抑制。客户库存5月升至51.4后, 当前呈现筑顶回落迹象, 新订单则呈现筑底迹象, 但需关注总需求回升的持续性。

图表13: 美国PMI自有库存、客户库存均上升



来源: WIND、国金证券研究所

图表14: 客户库存上升可能抑制需求的释放

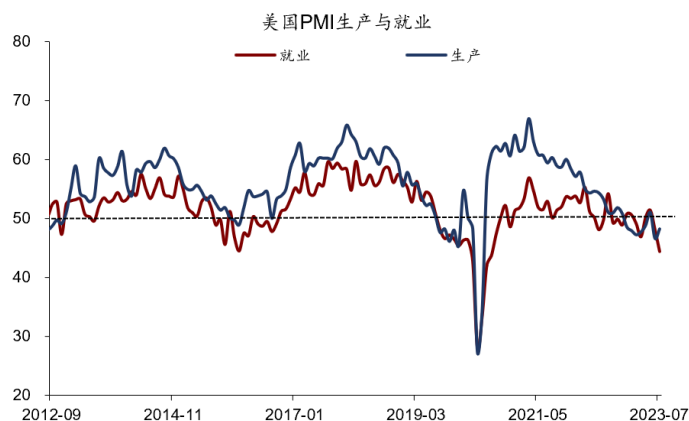


来源: Wind、国金证券研究所

供给侧就业项明显走弱, 非农就业仍可能继续放缓。7月生产指数弱回升, 录得48.3%, 前值46.7%, 回升1.6个点。就业分项44.4%, 前值48.1%, 回落3.7个点, 就业项走弱幅度较大。美国6月ADP就业中, 制造业新增就业环比为-4.2万人, 低于其他行业。7月制造业活跃职位数量同样明显下降, 截至7月底已降至178万个。供应商交付指数上升至46.1%, 前值45.7%, 表明交付速度较快, 但出现放缓。供给侧就业环节走弱, 显示美国供给修复的空间可能已有限, 非农新增就业将可能继续承压。

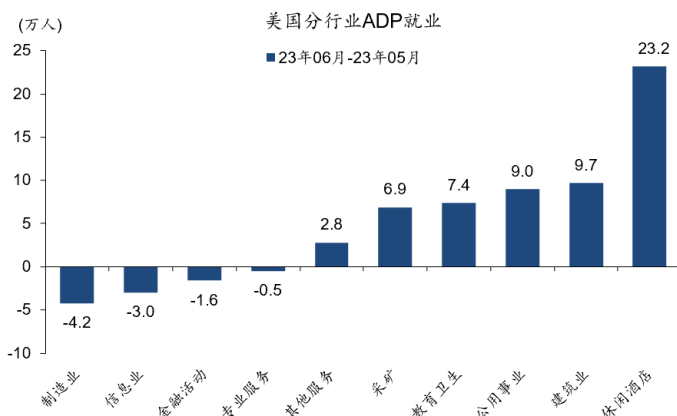


图表15: 制造业 PMI 就业分项 7 月下滑



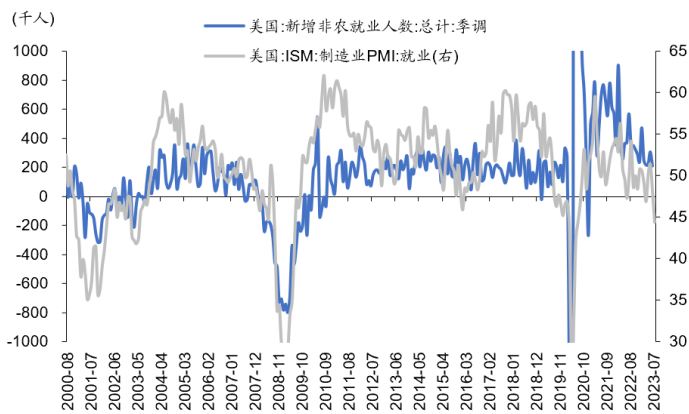
来源: WIND、国金证券研究所

图表16: 美国 6 月制造业新增就业低于其他行业



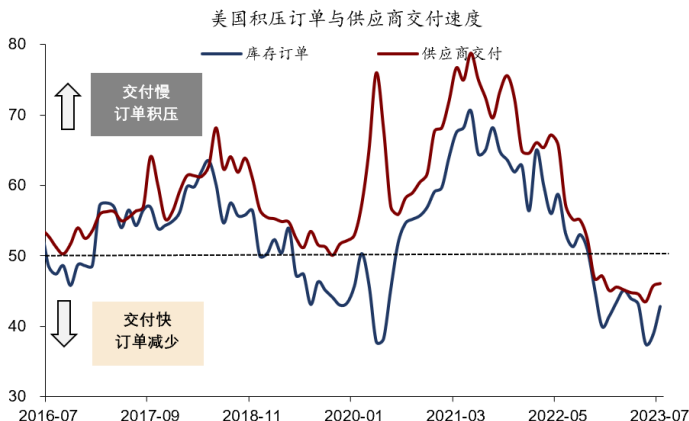
来源: Wind、国金证券研究所

图表17: PMI 就业指数与非农就业



来源: WIND、国金证券研究所

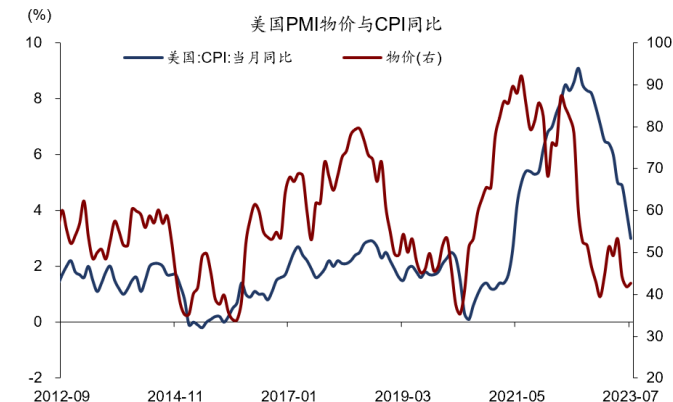
图表18: 美国 7 月供应交付速度边际放缓



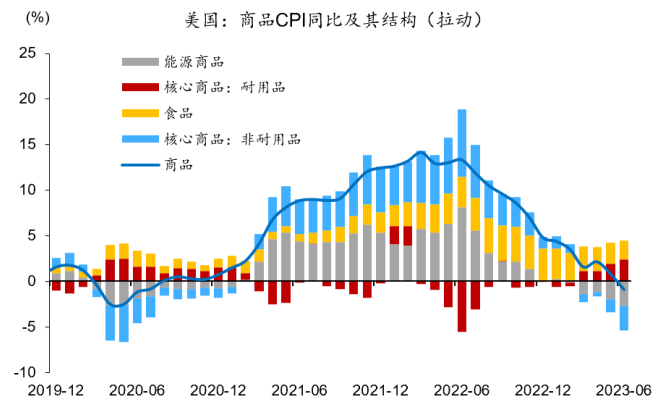
来源: Wind、国金证券研究所

物价指数小幅反弹，但商品通胀压力较低。7 月 PMI 物价分项录得 42.6%，前值 41.8%，回升 0.8 个点。年初物价分项短暂反弹后，当前已重新回落至 50 以下。6 月美国通胀也进一步降温，商品分项 PCE 同比已降至 1.0%，商品“去通胀”进程较为顺利。一方面，PMI 物价分项领先 CPI 增速 6-12 个月，另一方面，新订单、出口订单等需求侧仍较弱，美国商品通胀大幅反弹的风险或相对较低。

图表19: 7 月 PMI 物价分项小幅度反弹



图表20: 6 月美国 CPI 商品项同比已降至 0 以下



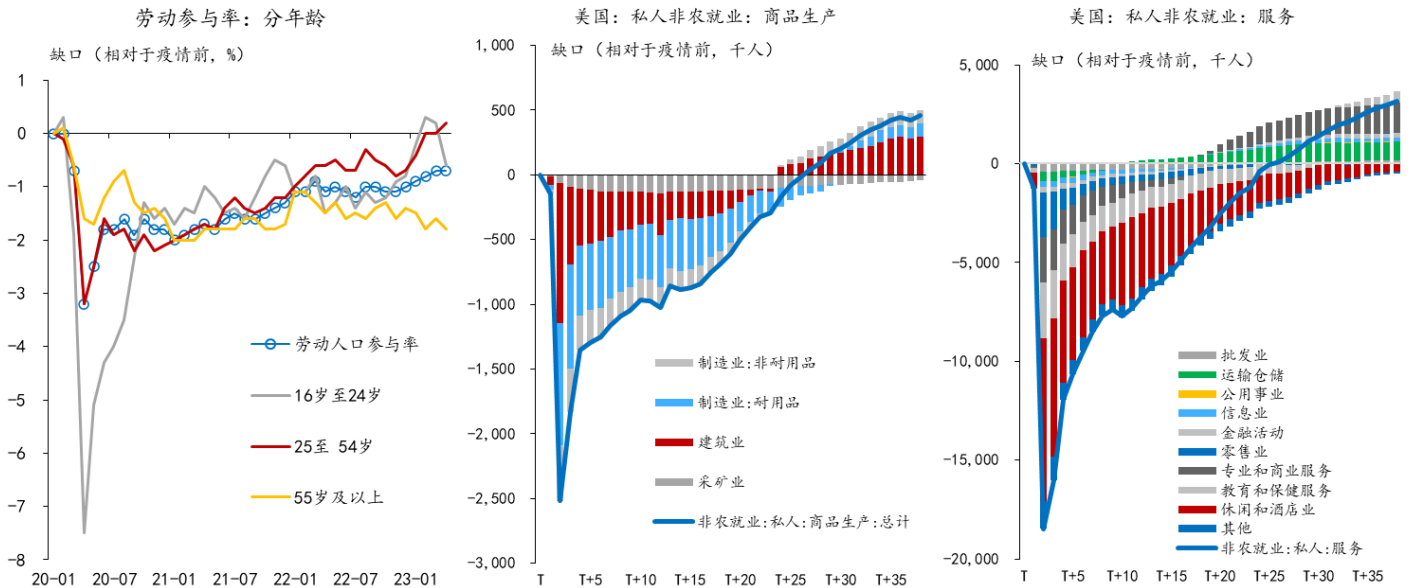


来源: WIND、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

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。

图表21: 美国供给侧修复的空间不断缩窄

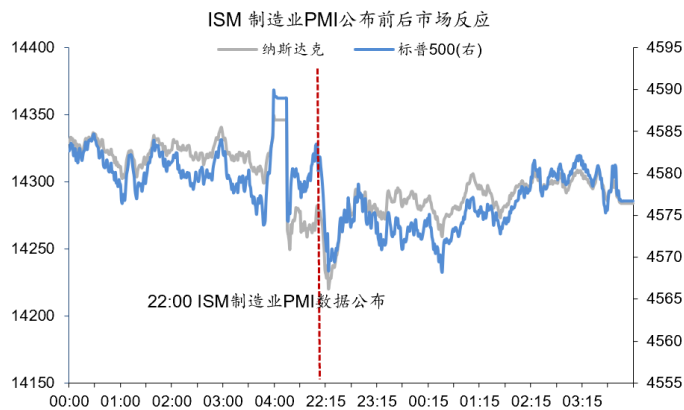


来源: WIND、国金证券研究所

三、股债汇市场反应幅度较小, 美元美债均上涨

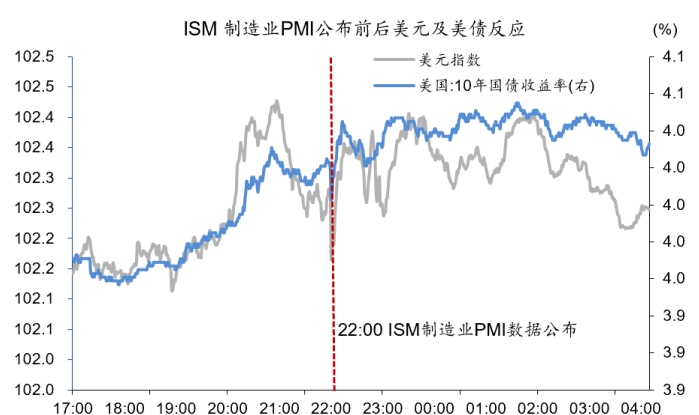
PMI 数据对市场影响较弱, 股债汇反应均较为平淡。PMI 数据公布后, 美债收益率及美元汇率短时间内下跌, 美股小幅上涨后回落。截至收盘, 股市表现涨跌不一, 道琼斯指涨 0.2%; 标普 500 下跌 0.27%; 纳斯达克下跌 0.43%。10 年期美债收益率至美股收盘涨 5.6BP 至 4.0%; 美元指数上涨 0.5%至 102。

图表22: PMI 公布后, 美股先涨后跌



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表23: PMI 公布后, 美元、美债短暂回落

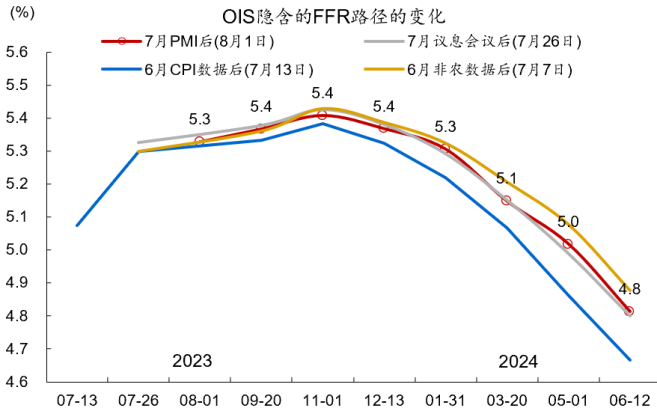


来源: Bloomberg、国金证券研究所



PMI 数据对加息预期的影响较弱。PMI 数据公布后，OIS 隐含加息预期变动不大，终点利率的预期为 5.4%。芝商所 Fed Watch 显示 9 月美联储加息概率持平前一交易日（7 月 31）的 82%，降息的时间点由上个月 PMI 公布时的明年 5 月提前到了明年 3 月。市场预期今年全年不降息，年末利率维持在 5.25%-5.5% 区间。

图表24: PMI 公布后, OIS 隐含加息预期变动较低



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表25: 高利率持续时间可能更长

区间/日期	23-02	23-03	23-05	23-06	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05
575-600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
550-575	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
525-550	0	0	0	23	90	85	71	65	52	35	14
500-525	0	0	100	77	10	0	0	9	28	39	36
475-500	0	86	0	0	0	0	0	3	15	15	34
450-475	100	14	0	0	0	0	0	0	1	1	12
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
400-425	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
375-400	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
350-375	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
325-350	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
300-325	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
275-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

来源: Bloomberg、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: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究