



美国 6 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

美国制造业企稳仍需“耐心”——美国 6 月制造业 PMI 点评

事件:

北京时间 7 月 3 日晚 22:00, 美国 ISM 发布 6 月制造业 PMI 数据。

美国 6 月制造业 PMI 下滑, 连续第八个月处于收缩区间

美国 6 月 ISM 制造业 PMI 录得 46%, 低于预期值 47%, 前值 46.9%, 回落 0.9 个点, 连续第八个月萎缩。Markit 制造业 PMI 同样回落, 6 月 Markit 制造业 PMI 终值 46.3%, 前值 48.4.2%, 回落 2.1 个点。6 月, ISM 制造业 PMI 的五个子项均低于荣枯线, 新订单和供应商交付上升, 生产、就业和自有库存回落, 制造业总体走弱的特征依然较明显。

如何看待美国制造业 PMI 与服务业 PMI 的分化? 一是周期的错位, 疫情后服务业的修复进度慢于制造业, 美国服务业消费仍未弥补缺口, 但商品消费已进入下行周期。二是服务业对加息的敏感性低于制造业, 美国近两次加息周期里, 服务消费的回落程度均低于制造业。三是服务业受劳动力供应节奏影响更大, 服务业作为场景消费替代渠道更少。

从 PMI 分项看, 下半年商品通胀反弹风险如何? 6 月 PMI 物价分项录得 41.8%, 前值 44.2%, 回落 2.4 个点。5 月核心商品 CPI 同比 2%, 服务业 CPI 同比 6.6%。可见, 商品“去通胀”已基本完成。一方面, PMI 物价分项领先 CPI 增速 6-12 个月, 另一方面, 新订单、出口订单等需求仍较弱。下半年商品通胀大幅反弹的风险或相对较低。

新订单边际修复但需求仍较差, 供给侧明显走弱, 自有及客户库存均回落

新订单回升, 但总需求仍较差, 内需、外需均处于收缩区间。6 月, 新订单回升 3 个百分点至 45.6%, 新出口订单回落 2.7 个百分点至 47.3%, 低于荣枯线。外需方面, 美国出口增速仍回落, 商品出口同比 4 月降至 -6.8%。内需方面, PMI 新订单分项回升幅度较大, 主要受耐用品新订单增速拉动, 但近期制造业整体新增订单增速仍下滑, 4 月降至 -1.1%。

供给端生产、就业、供应商交付均走弱。6 月 PMI 生产分项录得 46.7%, 前值 51.1%, 回落 4.4 个点。就业分项 48.1%, 前值 51.4%, 回落 3.3 个点。6 月制造业活跃职位数量同样明显下降, 截至 6 月底已降至 191 万个。供应商交付上升至 45.7%, 前值 43.5%, 表明交付速度放缓。供给侧不同环节均走弱, 显示美国供给修复的空间可能已有限。

自有库存与客户库存均回落。6 月自有库存指数 44%, 较前值回落 1.8 个百分点, 6 月客户库存降低 5.2 个百分点至 46.2%。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订单将可能减弱。二者共同回落往往出现在衰退阶段, 反映经济下行压力仍较大。

供给侧修复空间有限, 需求延续走弱, 制造业 PMI 仍可能承压

PMI 公布后, 低于预期的读数使美股上涨, 美元及美债收益率回落。美股先下跌后上涨, 道琼斯指数收盘上涨 0.03%; 标普 500 上涨 0.12%; 纳斯达克收涨 0.21%。10 年期美债收益率日内下跌后上涨, 至美股收盘下跌 1.4 个 BP 至 3.86%, 相比 6 月初的 3.69% 已回升 20bp。美元指数开盘后走弱, 收至 103, 相比 6 月初 (104) 下跌超 1%。

PMI 数据公布后, OIS 隐含加息预期相比前一交易日变动不大, 终点利率预期为 5.4%。芝商所 Fed Watch 显示 7 月美联储加息概率持平前一交易日 (6 月 30) 的 87%, 7 月不加息的概率仅为 10%, 降息的时间点已由上个月 PMI 公布时的 12 月推迟到了明年 5 月。市场已开始预计今年全年不降息, 年末利率维持在 5.25%-5.5% 区间。

制造业 PMI 仍可能承压, 企稳仍需“耐心”。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、美国 6 月制造业 PMI 下滑，连续第八个月处于收缩区间	3
二、新订单边际修复但总需求仍较差，供给侧明显走弱，库存回落	5
三、供给侧修复空间有限，需求延续走弱，制造业 PMI 仍可能承压	7
风险提示	9

图表目录

图表 1: 6 月美国制造业 PMI 录得 46%，延续走弱	3
图表 2: 6 月 ISM 与 Markit 制造业 PMI 均走弱	3
图表 3: 美国制造业 PMI 分项，需求处于收缩区间，供给侧明显回落	3
图表 4: 美国服务业 PMI 明显好于制造业 PMI	4
图表 5: 美国服务业修复周期慢于制造业	4
图表 6: 服务业对加息敏感性低于制造业	4
图表 7: 服务业劳动力供应受限程度更高	4
图表 8: PMI 物价分项明显回落	5
图表 9: 美国商品去通胀目标基本完成	5
图表 10: 美国 PMI 新订单回升，但总体需求较差	5
图表 11: 美国出口回落，仅汽车及零部件出口增速较高	5
图表 12: 美国耐用品新订单增速回升，整体订单回落	6
图表 13: 耐用品新订单中，交通运输设备订单回升较高	6
图表 14: 制造业 PMI 生产与就业分项 6 月均下滑	6
图表 15: 美国 5 月制造业新增就业低于其他行业	6
图表 16: 美国 6 月制造业活跃职位数量回落	7
图表 17: PMI 显示美国 6 月供应交付速度变慢	7
图表 18: 美国 PMI 自有库存、客户库存均回落	7
图表 19: 客户库存上升可能抑制需求的释放	7
图表 20: PMI 公布后，美股先跌后涨	8
图表 21: PMI 公布后，美元、美债短暂回落	8
图表 22: PMI 公布后，OIS 隐含加息预期略抬升	8
图表 23: 下半年高利率持续时间可能更长	8
图表 24: 美国供给侧修复的空间不断缩窄	9

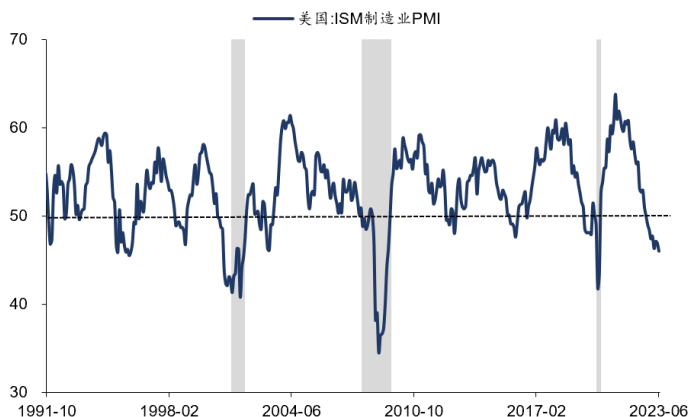


事件:7月3日,美国 ISM 发布 6 月制造业 PMI 数据。6 月制造业 PMI 录得 46, 前值 46.9。

一、美国 6 月制造业 PMI 下滑, 连续第八个月处于收缩区间

6 月, 美国 ISM 制造业 PMI 录得 46%, 低于市场预期值 47%, 前值 46.9%, 回落 0.9 个点, 连续第八个月萎缩。Markit 制造业 PMI 同样回落, 6 月 Markit 制造业 PMI 终值 46.3%, 前值 48.4%, 回落 2.1 个点。6 月, ISM 制造业 PMI 的五个子项均低于荣枯线, 新订单和供应商交付上升, 生产、就业和自有库存回落, 制造业总体走弱的特征依然较明显。

图表 1: 6 月美国制造业 PMI 录得 46%, 延续走弱



来源: WIND、国金证券研究所

图表 2: 6 月 ISM 与 Markit 制造业 PMI 均走弱



来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 美国制造业 PMI 分项, 需求处于收缩区间, 供给侧明显回落

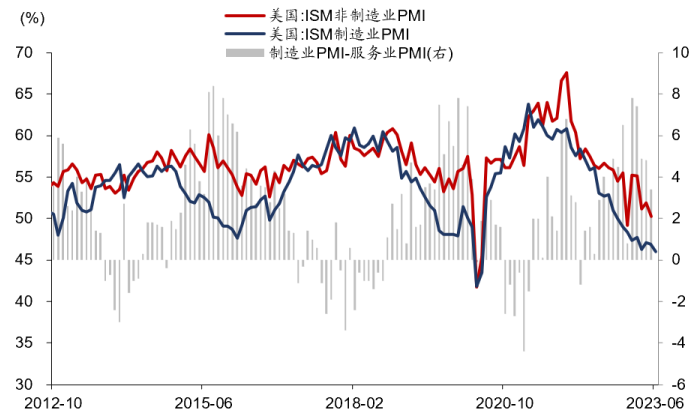
PMI 项目	月度变化	23-06	23-05	23-04	23-03	23-02	23-01	22-12	22-11	22-10	22-09	22-08	22-07	22-06
ISM: 制造业 PMI	↓ -0.9	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4	48.4	49.0	50.0	51.0	52.9	52.7	53.1
新订单	↑ 3.0	45.6	42.6	45.7	44.3	47.0	42.5	45.1	46.8	48.2	47.3	50.4	48.6	50.0
新出口订单	↓ -2.7	47.3	50.0	49.8	47.6	49.9	49.4	46.2	48.4	46.5	47.8	49.4	52.6	50.7
库存订单	↑ 1.2	38.7	37.5	43.1	43.9	45.1	43.4	41.4	40.0	45.3	50.9	53.0	51.3	53.2
生产	↓ -4.4	46.7	51.1	48.9	47.8	47.3	48.0	48.6	50.9	51.9	51.0	51.1	53.3	54.4
就业	↓ -3.3	48.1	51.4	50.2	46.9	49.1	50.6	50.8	48.9	49.9	49.3	54.2	49.8	48.1
供应商交付	↑ 2.2	45.7	43.5	44.6	44.8	45.2	45.6	45.1	47.2	46.8	52.4	55.1	55.2	57.3
自有库存	↓ -1.8	44.0	45.8	46.3	47.5	50.1	50.2	52.3	51.1	53.0	55.1	53.8	56.6	55.7
客户库存	↓ -5.2	46.2	51.4	51.3	48.9	46.9	47.4	48.2	48.7	41.6	41.6	38.9	39.5	35.2
物价	↓ -2.4	41.8	44.2	53.2	49.2	51.3	44.5	39.4	43.0	46.6	51.7	52.5	60.0	78.5
进口	↑ 2.0	49.3	47.3	49.9	47.9	49.9	47.8	45.1	46.6	50.8	52.6	52.5	54.4	50.7

来源: WIND、国金证券研究所

如何看待制造业 PMI 与服务业 PMI 的分化? 今年以来, 美国 ISM 服务业 PMI 始终处于荣枯线以上, 5 月为 50.3%, 制造业则显著偏弱, 二者分化, 原因有几点: 一是周期的错位, 疫情后服务业的修复进度慢于制造业, 美国服务业消费仍未弥补缺口, 但商品消费已进入下行周期。二是服务业对加息的敏感性低于制造业, 美国近两次加息周期里, 服务消费的回落程度均低于制造业。三是服务业受劳动力供应节奏影响更大, 服务业作为场景消费替代渠道更少, 疫情后服务业职位空缺率较制造业扩大, 使得服务业修复慢于制造业。

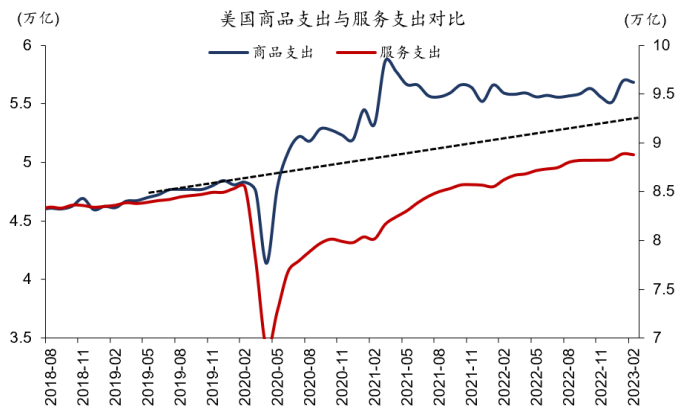


图表4: 美国服务业 PMI 明显好于制造业 PMI



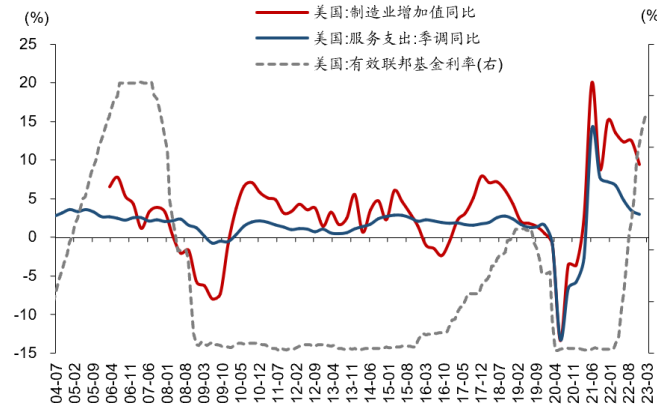
来源: WIND、国金证券研究所

图表5: 美国服务业修复周期慢于制造业



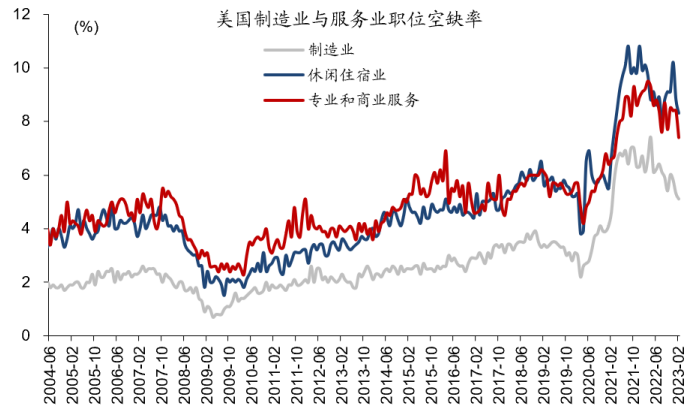
来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 服务业对加息敏感性低于制造业



来源: WIND、国金证券研究所

图表7: 服务业劳动力供应受限程度更高



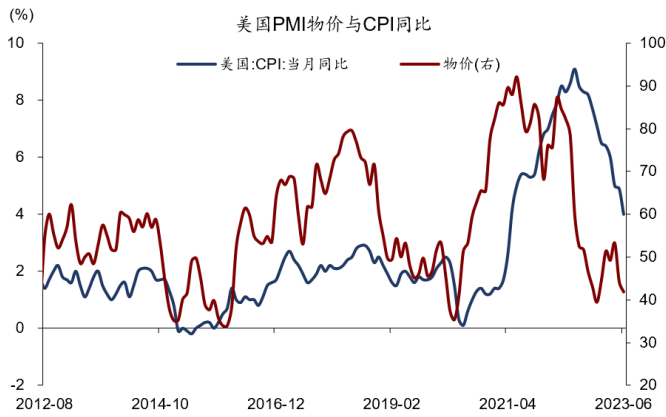
来源: Wind、国金证券研究所

从 PMI 分项看, 下半年商品通胀反弹风险如何? 6 月 PMI 物价分项录得 41.8%, 前值 44.2%, 回落 2.4 个点。年初物价分项短暂反弹后, 当前已重新回落。5 月商品分项 PCE 同比已降至 1.1%, 服务分项 PCE 同比高达 5.3%。5 月核心商品 CPI 同比为 2%, 服务业 CPI 同比仍高达 6.6%。可见, 商品“去通胀”已基本完成。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。下半年美国商品通胀大幅反弹的风险或相对较低。

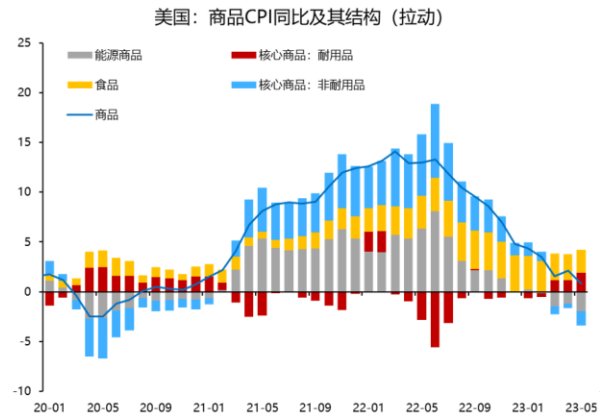


图表8: PMI 物价分项明显回落

图表9: 美国商品去通胀目标基本完成



来源: WIND、国金证券研究所



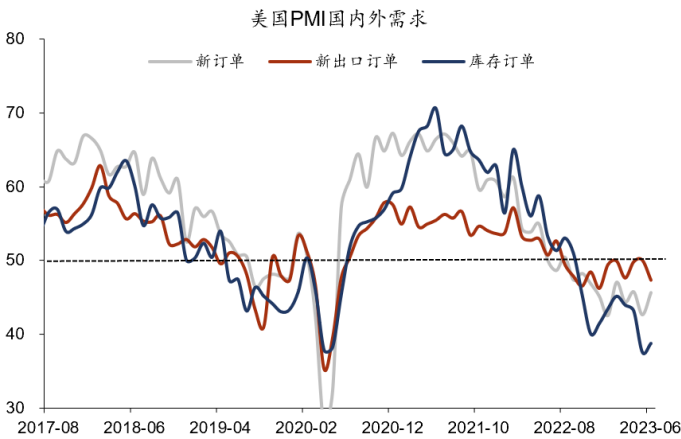
来源: Wind、国金证券研究所

二、新订单边际修复但总需求仍较差，供给侧明显走弱，库存回落

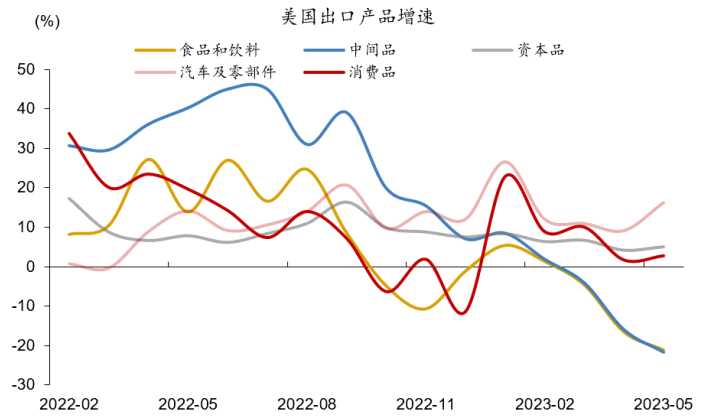
新订单回升，但总需求仍较差，内需、外需均处于收缩区间。6月，新订单回升3个百分点至45.6%，反映美国海外需求的新出口订单回落2.7个百分点至47.3%，低于荣枯线。外需方面，美国出口增速回落，商品出口同比4月降至-6.8%。汽车及零部件出口同比增速较高，5月达16%，前值9%，食品及中间品出口增速较差，5月均低于-20%。内需方面，PMI新订单分项回升幅度较大，主要耐用品新订单增速拉动，耐用品订单增速由2月0.6%提高至5月5.4%，其中交通运输设备订单改善贡献最大，5月升至18%，主因是受飞机、汽车订单回升幅度较大。但制造业整体新增订单增速仍下滑，4月降至-1.1%，

图表10: 美国 PMI 新订单回升，但总体需求较差

图表11: 美国出口回落，仅汽车及零部件出口增速较高



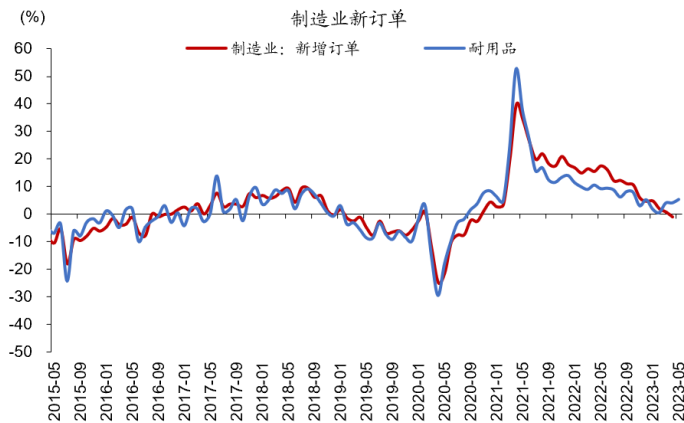
来源: WIND、国金证券研究所



来源: Wind、国金证券研究所

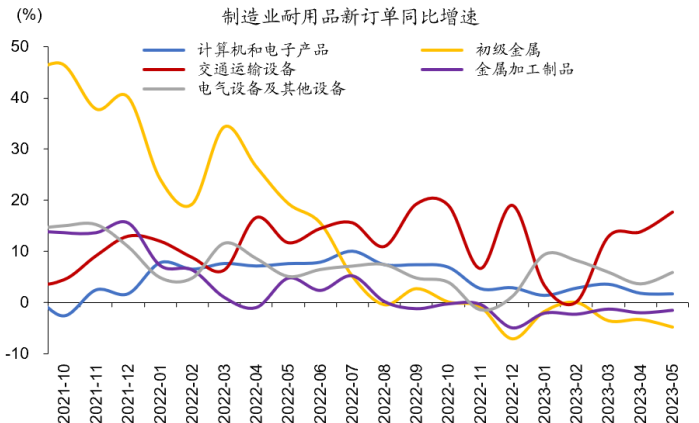


图表 12: 美国耐用品新订单增速回升, 整体订单回落



来源: WIND、国金证券研究所

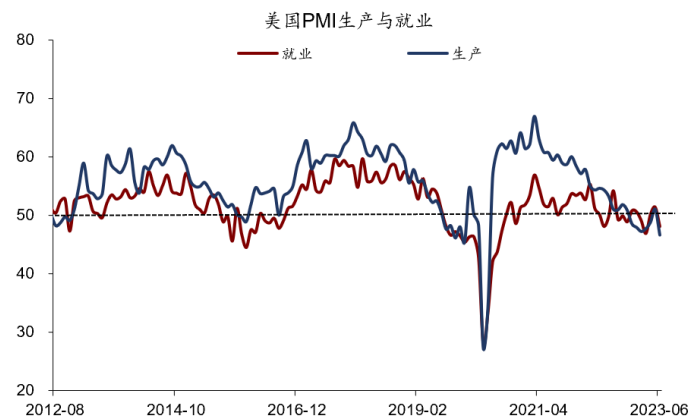
图表 13: 耐用品新订单中, 交通运输设备订单回升较高



来源: Wind、国金证券研究所

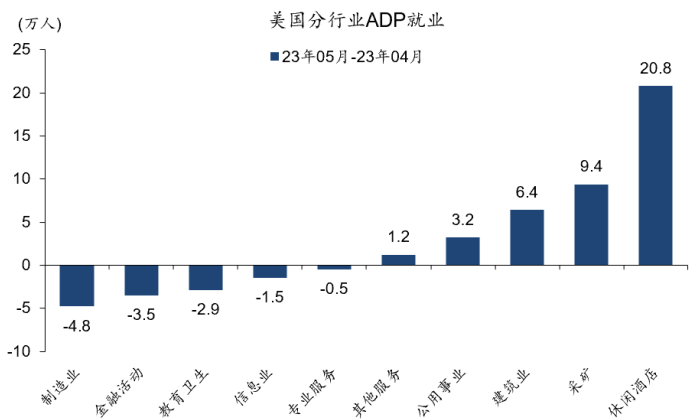
供给端生产、就业、供应商交付均走弱。6月PMI生产分项录得46.7%，前值51.1%，回落4.4个点。就业分项48.1%，前值51.4%，回落3.3个点。美国5月ADP就业中，制造业新增就业环比为-4.8万人，低于其他行业。6月制造业活跃职位数量同样明显下降，截至6月底已降至191万个。供应商交付上升至45.7%，前值43.5%，表明交付速度放缓。供给侧不同环节均走弱，显示美国供给修复的空间可能已有限，而供需均走弱的情形下，制造业新增就业将可能继续承压。

图表 14: 制造业 PMI 生产与就业分项 6 月均下滑



来源: WIND、国金证券研究所

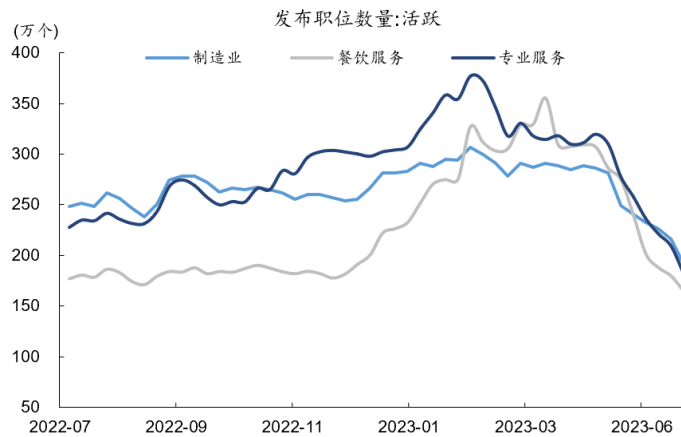
图表 15: 美国 5 月制造业新增就业低于其他行业



来源: Wind、国金证券研究所

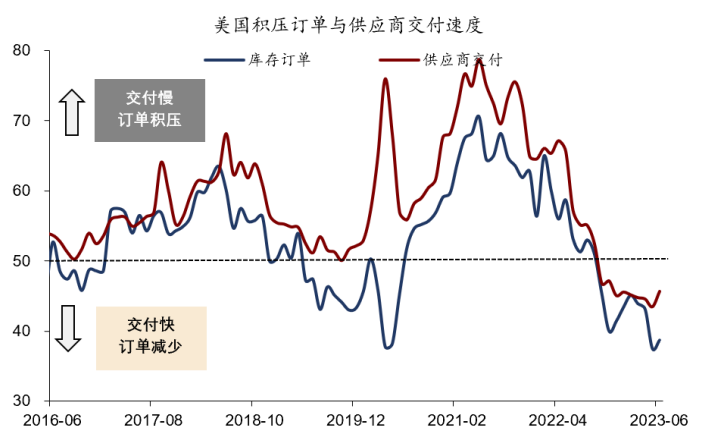


图表16: 美国6月制造业活跃职位数量回落



来源: WIND、国金证券研究所

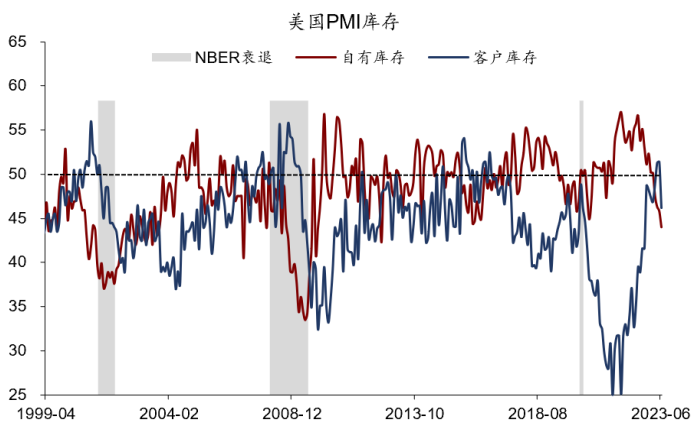
图表17: PMI显示美国6月供应交付速度变慢



来源: Wind、国金证券研究所

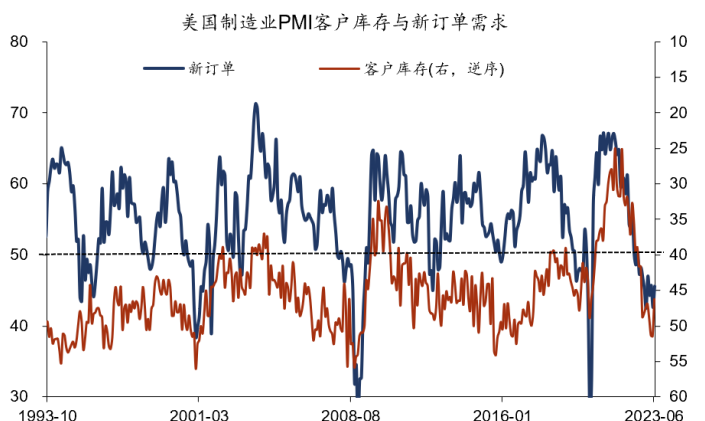
自有库存与客户库存均回落。6月自有库存指数44%，较前值回落1.8个百分点，6月客户库存降低5.2个百分点至46.2%。客户库存与新订单分项呈负相关关系，客户库存反映了制造业厂商对自身下游客户库存情况的判断。如果客户库存偏高，那么制造业未来新订单可能走弱。6月客户库存回落5.2个点，但新订单近提升3个点，反映客户新增需求较弱。另一方面，二者共同回落往往出现在衰退期，反映经济下行压力仍较高。

图表18: 美国PMI自有库存、客户库存均回落



来源: WIND、国金证券研究所

图表19: 客户库存上升可能抑制需求的释放



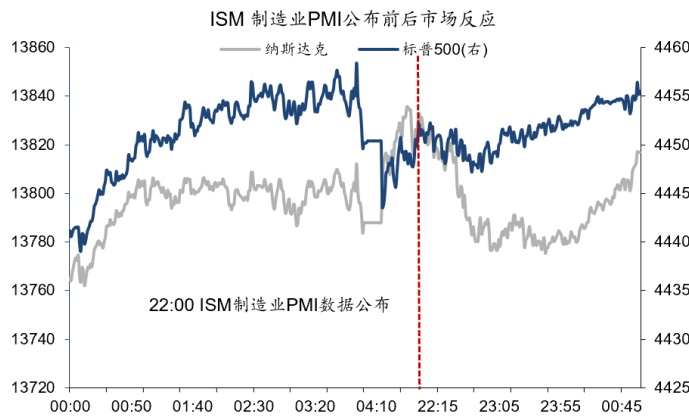
来源: Wind、国金证券研究所

三、供给侧修复空间有限，需求延续走弱，制造业PMI仍可能承压

PMI公布后，低于预期的读数使美股上涨，美元及美债收益率回落。美股先下跌后上涨，道琼斯指数收盘上涨0.03%；标普500上涨0.12%；纳斯达克收涨0.21%。10年期美债收益率日内下跌后上涨，至美股收盘下跌1.4个BP至3.86%，相比6月初的3.69%已回升20bp。美元指数开盘后走弱，收至103，相比6月初（104）下跌超1%。

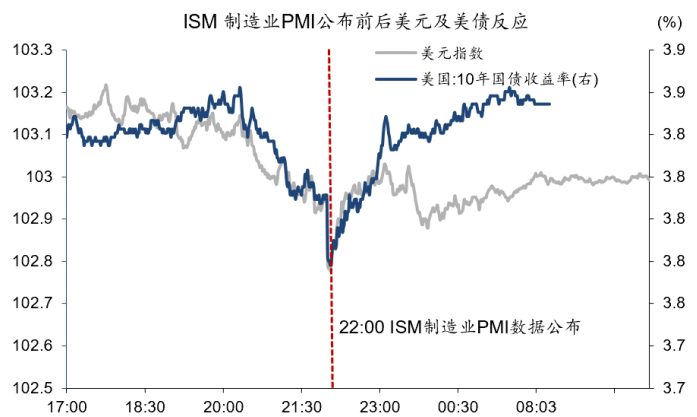


图表20: PMI公布后, 美股先跌后涨



来源: Bloomberg、国金证券研究所

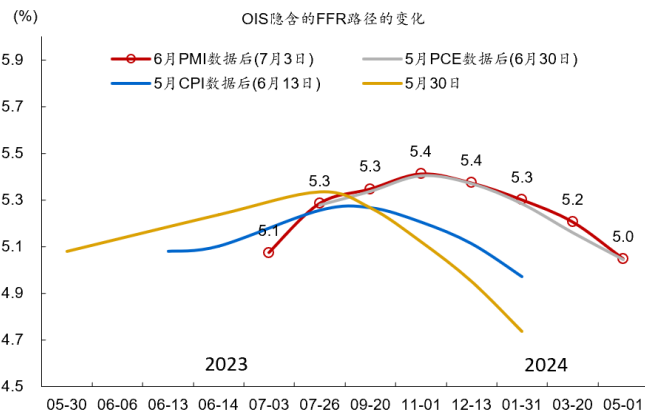
图表21: PMI公布后, 美元、美债短暂回落



来源: Bloomberg、国金证券研究所

PMI 数据公布后, OIS 隐含加息预期相比前一交易日变动不大, 终点利率的预期为 5.4%。数据公布后, 芝商所 Fed Watch 显示 7 月美联储加息概率持平前一交易日 (6 月 30) 的 87%, 7 月美联储不加息的概率仅为 10%, 降息的时间点已由上个月 PMI 公布时的 12 月推迟到了明年 5 月。市场已开始预计今年全年不降息, 年末利率维持在 5.25%-5.5% 区间。

图表22: PMI公布后, OIS 隐含加息预期略抬升



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表23: 下半年高利率持续时间可能更长

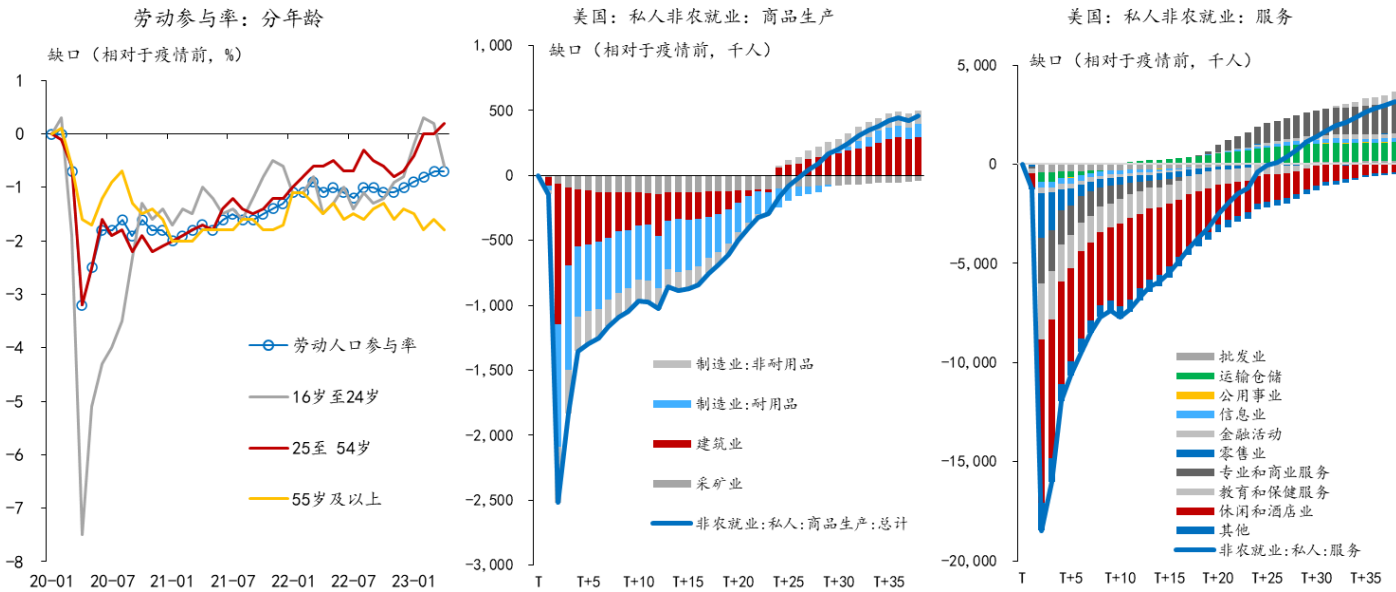
区间/日期	23-02	23-03	23-05	23-06	23-07	23-09	23-11	23-12	24-01	24-03	24-05
575-600	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
550-575	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
525-550	0	0	0	23	90	72	57	54	47	36	19
500-525	0	0	100	77	10	8	6	11	24	34	36
475-500	0	86	0	0	0	0	0	0	4	13	29
450-475	100	14	0	0	0	0	0	0	0	2	10
425-450	0	0	0	0	0	0	0	0	0	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

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。



图表24: 美国供给侧修复的空间不断缩窄



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