

美国 PMI 数据的异常

美国经济景气指数的梳理和 PMI 的比较

美国 PMI 数据的异常不改变美国经济处于下行周期的事实，仍需关注风险资产回落的风险。

- 美国经济景气指数梳理：常用的美国经济景气指数包括地区性联储公布的制造业/经济活动指数、三个不同来源的 PMI 以及 NFIB 中小企业乐观指数。不同景气指数之间存在较好的正关联度。
- 美国 PMI 数据的“异常”之一：标准普尔 MARKIT PMI 与 ISM PMI 分歧。参考历史数据范围，近期 Markit PMI 以及 ISM PMI 之间的差异并不显著；调查样本的差异可能部分解释了两个 PMI 数值的差异。美国经济活动或仍处于放缓的过程中，并带动 Markit 以及 ISM PMI 持续回落。
- 美国 PMI 数据的“异常”之二：服务业 PMI 和制造业 PMI 的分歧。历史数据显示，经济下行时期，中美欧日 PMI 数据均呈现出服务业 PMI 较制造业 PMI 更有韧性的现象。服务业 PMI 或将逐步朝着处于收缩区间的制造业 PMI“回归”。
- 美国经济周期仍处下行区间并可能对风险资产造成冲击。
- 风险提示：经济实际运行情况偏离预期，预测模型失效以及黑天鹅事件。

相关研究报告

《大类资产交易深度报告：基于经济周期的大类资产价格趋势研究》20221207

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：周亚齐

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

目录

1.常用的美国经济景气指数梳理.....	5
2.美国 PMI 数据的“异常”之一：标准普尔 Markit PMI 与 ISM PMI 分歧.....	8
3.美国 PMI 数据的“异常”之二：服务业 PMI 和制造业 PMI 的分歧.....	12
4.美国经济周期仍处下行区间并可能对风险资产造成冲击.....	15
风险提示.....	18

图表目录

图表 1. 常用美国景气指数及其主要特征.....	5
图表 2. ISM、MNI、Markit PMI 制造业 Z-score	6
图表 3. 地区性联储制造业活动指数 Z-score	6
图表 4. ISM、Markit PMI 服务业 Z-score.....	6
图表 5. 地区性联储服务业活动指数 Z-score	6
图表 6. 制造业景气指数 Z-SCORE 关联度	7
图表 7. 服务业景气指数 Z-SCORE 关联度	7
图表 8. 制造业 PMI: ISM vs. Markit.....	8
图表 9. 服务业 PMI: ISM vs. Markit.....	9
图表 10. 制造业 PMI 滚动 12 个月标准差: ISM vs. Markit	9
图表 11. 服务业 PMI 滚动 12 个月标准差: ISM vs. Markit.....	10
图表 12. 制造业 PMI 的区别: Markit vs ISM.....	10
图表 13. 服务业 PMI 的区别: Markit vs ISM.....	11
图表 14. ISM 制造业 PMI 同服务业 PMI 的差值 vs 美国经济周期	12
图表 15. Markit 制造业 PMI 同服务业 PMI 的差值 vs 美国经济周期	13
图表 16. 中美欧日服务业和制造业 PMI 走势	13
图表 17. 中美欧日制造业 PMI 同服务业 PMI 的差值 vs 全球经济周期.....	14
图表 18. Markit PMI 趋势变动 (12 个月移动均值)	15
图表 19. ISM PMI 趋势变动 (12 个月移动均值)	16
图表 20. 中美经济周期历史和预期走势	16
图表 21. 美国经济周期 vs. 纳斯达克指数同步变动	17
图表 22. 基于经济周期模型的纳斯达克未来走势预测.....	17
图表 23. 全球经济政策不确定性指数自 2007 年之后趋势性走高并呈现出一定的周期波动规律	19

研究和判断美国经济走势离不开对于包括采购经理指数(Purchasing Managers' Index, 后文简称为 PMI)在内的美国经济景气指数的分析。相较传统的 GDP、失业率、消费、投资等实际经济数据, 景气指数在经济数据动态上往往具有领先性, 对于大类资产价格的变动也具有更及时的指示意义。实际上, 在我们构建的基于经济周期的大类资产价格走势判断的框架中, 我们是以经济体的制造业 PMI 趋势性变动来定义经济周期的, 而这一经济周期不管是从逻辑上还是历史数据上同大类资产都有着较好的关联度。因此, 分析和预测包括 PMI 在内的美国经济景气指数对于理解美国经济周期以及大类资产走势有着重要意义。

近期, 我们注意到不同来源的美国 PMI 数据之间出现不一致的情形。另外, 同一个来源的制造业 PMI 和服务业 PMI 走势也出现了一定的偏离。在本报告中, 我们梳理了市场中常用的包括 PMI 在内的美国经济景气指数, 并计算了它们彼此之间的关联度。我们也尝试回答不同来源的美国 PMI 数据之间的不一致的原因。我们同时回顾了历史上制造业和服务业 PMI 走势的异同, 并基于此来理解当下的二者的偏离。最后, 从景气指数的趋势性变动来看, 美国经济周期仍处于下行周期并可能仍会对风险资产形成压制。

1.常用的美国经济景气指数梳理

基于彭博的数据，现有的研究文献和市场观察，我们找到市场重点关注的美国经济景气指数包括：地区性联储公布的制造业/经济活动指数（费城联储，堪萨斯城联储，里士满联储，纽约联储，达拉斯联储，芝加哥联储），三个不同来源的 PMI（供应管理协会，标准普尔，供应管理协会芝加哥分会）以及 NFIB 中小企业乐观指数（全美独立企业联盟）。这些指数中既有美国区域性的经济景气指数，也有全国性的经济景气指数。

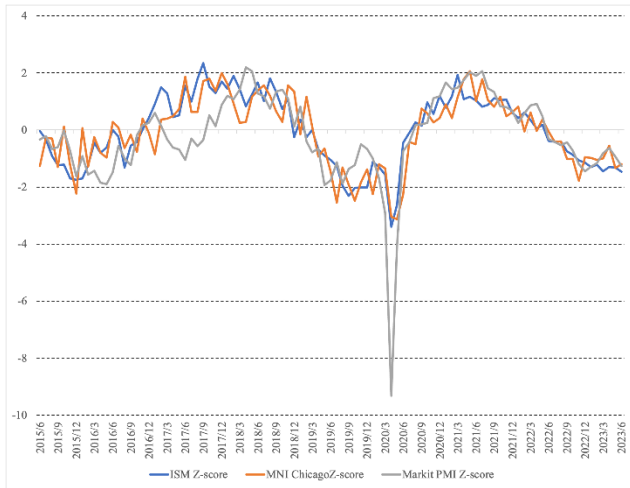
常用美国经济景气指数简介。PMI (Purchasing Managers' Index) 购买经理人指数是经济指标的一种，由 Markit 集团和 ISM (美国供应管理协会) 等机构发布。它通过对企业采购经理的调查，了解企业的生产活动、新订单、库存水平、供应商的交货时间和就业状况等，进而对企业经济活动的健康状况进行评估。由于 PMI 数据比官方经济数据更早发布，所以在经济预测和商业分析方面都有重要的意义。除此之外，12 家联邦储备银行中有 5 家管理月度制造业调查，其中 3 家是全区调查，2 家是州级调查。全区范围的制造业调查有里士满联储，费城联储和堪萨斯城联储；针对各州的制造业调查是纽约联储和达拉斯联储。联储制造业指数是美联储发布的一个反映制造业表现的重要经济指标，这项调查不仅提供了美国地区商业周期波动的宝贵信息，而且也有利于理解全美经济体活动的边际变动。在制造业景气活动指数之外，ISM 和 Markit 也发布非制造业/服务业 PMI。前述的 5 家联储也发布服务部门的活动调查。这些报告可以提供关于服务业、农业、采矿、公用事业、建筑服务、批发/零售贸易和公共管理等行业的经济活动信息。除了上述制造业和服务业的相关景气指数之外，市场时常关注的景气指数还包括：1) NFIB (美国全国独立商业联盟) 小企业乐观指数。该指数汇总了小企业经济趋势数据。2) 芝加哥全国活动指数(CFNAI)。该指数是芝加哥联储发布的一个综合性经济指标，综合反映了美国整体经济活动的变化，为美国整体经济活动和通货膨胀提供了一个有价值的衡量标准。

图表 1. 常用美国景气指数及其主要特征

常用美国景气指数及其主要特征							
中文名	英文名	涉及行业	更新时间	调查方式	调查区域	样本大小	样本特征
标普Markit采购经理指数 (PMI)	S&P Markit PMI- US	制造业与服务	初稿：当月的第四个星期 终稿：制造业PMI:次月的第一个工作日 服务业PMI:次月的第三个工作日	调查问卷	美国	制造业约800 (80% 回复) 服务业约400 (85% 回复)	涵盖了各种规模的企业
ISM制造业采购经理指数 (PMI) 和服务业采购经理指数 (PMI)	ISM Report On Business-Manufacturing (PMI) and Services (PMI)	制造业与服务	制造业ISM商业报告于次月第一个工作日发布 服务业ISM商业报告于次月第三个工作日发布	调查问卷	美国	制造业约350 服务业约800	仅ISM会员 (大的跨国公司)
芝加哥采购经理指数 (PMI)	Chicago Business Barometer	制造业和非制造业	当月最后一个工作日发布	在线调查问卷	芝加哥地区	N/A	ISM-Chicago会员
费城联储制造业和非制造业指数	Manufacturing Business Outlook Survey (MBOS) and Nonmanufacturing Business Outlook Survey	制造业和非制造业	制造业：当月的第三个星期四发布 服务业：当月的第四个星期二发布	调查问卷	费城联储储备银行辖区	N/A	N/A
堪萨斯城联储制造业和服务业指数	Kansas City Fed Manufacturing Survey and Services Survey	制造业和服务业	制造业：当月的最后一个星期四发布 (11月为第三周的星期四) 服务业：当月的最后一个星期五发布 (11月为第三周的星期五)	网页调查问卷	堪萨斯城联储储备银行辖区	N/A	N/A
里士满联储制造业和服务业指数	Fifth District Survey of Manufacturing Activity and Fifth District Survey of Service Sector Activity	制造业和服务业	制造业和服务业：当月的第四个星期二发布	电子邮件调查问卷	里士满联储储备银行辖区	制造业约200 服务业约400	涵盖了各种规模的企业
纽约联储制造业和服务业指数	Empire State Manufacturing Survey and Business Leaders Survey	制造业和服务业	制造业：当月的15/16/17发布 服务业：当月的16/17/18发布	调查问卷	纽约州 (服务业指数还包含了新泽西州北部和康涅狄格州西南部)	制造业约200 (约100回复) 服务业约150 (100回复)	N/A
达拉斯联储德州制造业和服务业指数	Texas Manufacturing Outlook Survey (TMOS) and Texas Service Sector Outlook Survey	制造业和服务业	制造业：当月的最后一个星期一或星期二发布 服务业：当月的最后一个星期二或星期三发布	电子邮件调查问卷	得克萨斯州	制造业约100 服务业约230	员工超过100人的公司
芝加哥联储全国活动指数	Chicago Fed National Activity Index (CFNAI)	整体经济	次月第四个星期发布	N/A	美国	N/A	N/A
NFIB中小企业乐观指数	NFIB Small Business Optimism Index	整体经济	当月第二个周二	调查问卷	美国	N/A	来自NFIB的会员

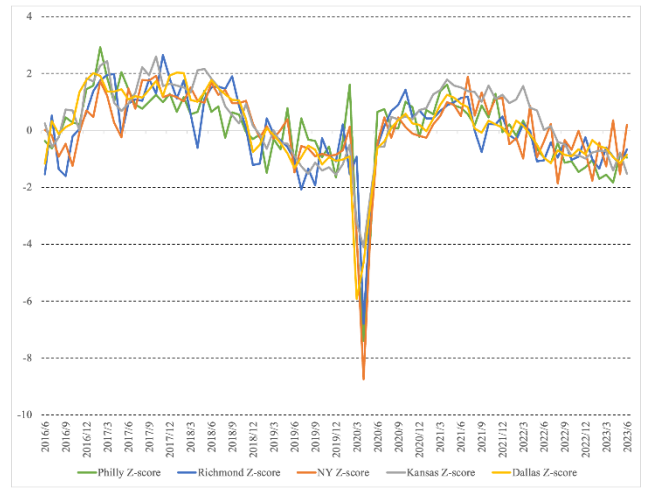
资料来源：S&P Global, ISM, 芝加哥联储，费城联储，里士满联储，纽约联储，堪萨斯联储，达拉斯联储，NFIB，中银证券

图表 2. ISM、MNI、Markit PMI 制造业 Z-score



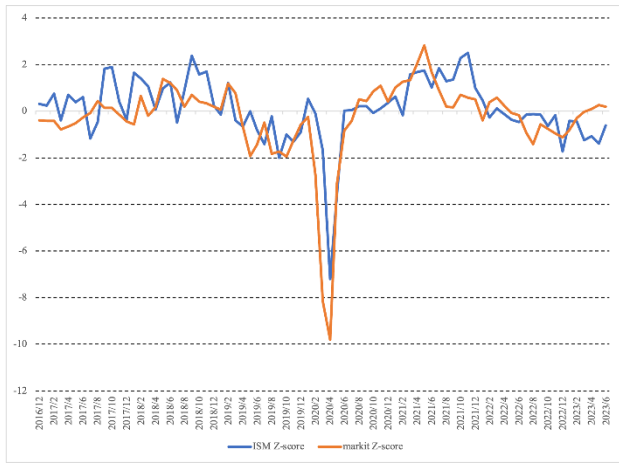
资料来源: Ifind, 中银证券

图表 3. 地区性联储制造业活动指数 Z-score



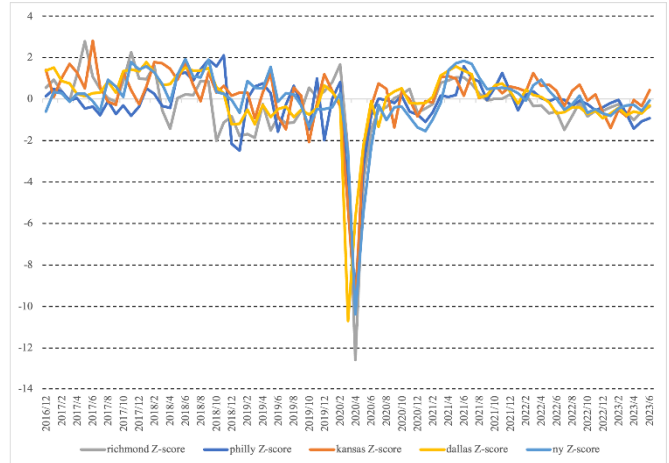
资料来源: Ifind, 中银证券

图表 4. ISM、Markit PMI 服务业 Z-score



资料来源: Ifind, 中银证券

图表 5. 地区性联储服务业活动指数 Z-score



资料来源: Ifind, 中银证券

不同景气指数之间存在较好的正关联度。地区性联储制造业指数（费城联储，堪萨斯城联储，里士满联储，纽约联储和达拉斯联储）与 PMI（ISM，MNI Chicago PMI 和 S&P Markit PMI）的变化呈正相关。这是因为 PMI 指数和地区性联储的调查都是通过询问企业来了解订单，库存，生产，就业和其他业务活动的情况，因此它们往往会显示出一致的趋势。有研究报告表明费城联邦（Philly Fed）和里士满联邦（Richmond Fed）调查与 ISM 结果密切相关¹，但两者捕获的信息不同。当这些调查结合起来时，提供了特别好的 ISM 变化信号。目前美国各地区性联储银行发布的制造业指数调查结果均在 MNI Chicago PMI, ISM 以及 S&P Markit PMI 报告之前发布。因此，这些地区联储的报告经常被用作 ISM 和 Markit PMI 数据的领先指标，同时它们也是衡量区域经济活动的良好指标。另一方面，NFIB 中小企业乐观指数与芝加哥联储全国活动指数(CFNAI)也与制造业指数的变化密切相关。CFNAI 是一个综合指数，它结合了 85 个经济指标，包括上述的 PMI 数据和其他数据。因此，当 CFNAI 上升时，其他的经济指数（如 PMI 和 NFIB 中小企业乐观指数）可能也会显示出积极的趋势，反之亦然。类似于制造业景气指数的情况，美国不同服务业景气指数之间也存在着较强的关联度。

¹ Harris, Matthew, Raymond E. Owens, and Pierre-Daniel G. Sarte. "Using manufacturing surveys to assess economic conditions." FRB Richmond Economic Quarterly 90.4 (2004): 65-92

图表 6. 制造业景气指数 Z-SCORE 关联度

Variables	ISM制造业PMI	芝加哥PMI	Markit制造业PMI	芝加哥联储全国活动指数	NFIB中小企业乐观指数	费城联储制造业指数	里士满联储制造业指数	纽约联储制造业指数	堪萨斯城联储制造业指数	达拉斯联储德州制造业指数
ISM制造业PMI	1									
芝加哥PMI	0.869	1								
Markit制造业PMI	0.748	0.701	1							
芝加哥联储全国活动指数	0.419	0.347	0.643	1						
NFIB中小企业乐观指数	0.478	0.361	0.345	0.36	1					
费城联储制造业指数	0.731	0.6	0.723	0.684	0.646	1				
里士满联储制造业指数	0.81	0.703	0.732	0.556	0.591	0.741	1			
纽约联储制造业指数	0.766	0.699	0.802	0.73	0.584	0.825	0.805	1		
堪萨斯城联储制造业指数	0.903	0.807	0.77	0.547	0.536	0.813	0.762	0.792	1	
达拉斯联储德州制造业指数	0.799	0.707	0.716	0.643	0.701	0.831	0.793	0.804	0.867	1

资料来源: Ifind, 中银证券

图表 7. 服务业景气指数 Z-SCORE 关联度

Variables	ISM服务业	Markit服务业	里士满联储服务业指数	费城联储服务业指数	堪萨斯城联储服务业指数	达拉斯联储服务业指数	纽约联储服务业指数
ISM服务业	1						
Markit服务业	0.721	1					
里士满联储服务业指数	0.693	0.667	1				
费城联储服务业指数	0.745	0.736	0.727	1			
堪萨斯城联储服务业指数	0.725	0.774	0.768	0.771	1		
达拉斯联储服务业指数	0.618	0.805	0.641	0.708	0.746	1	
纽约联储服务业指数	0.776	0.727	0.807	0.837	0.794	0.65	1

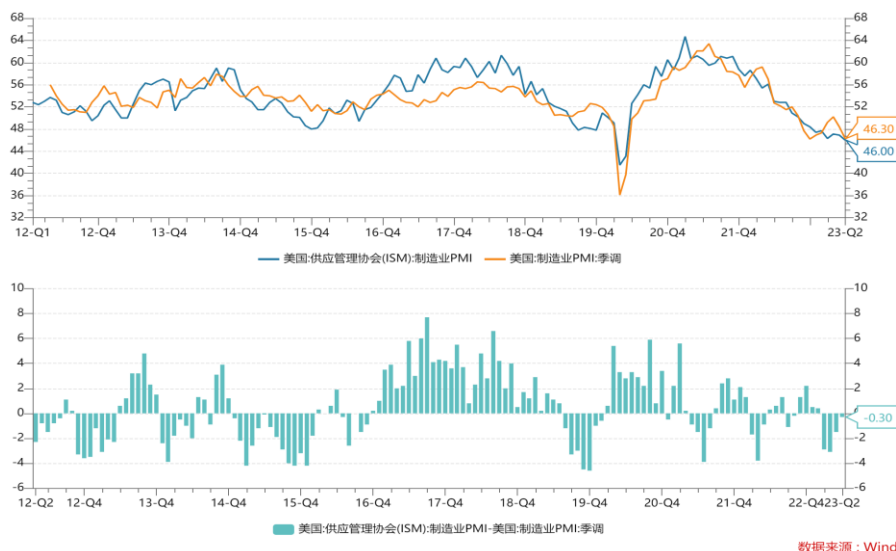
资料来源: Ifind, 中银证券

2.美国 PMI 数据的“异常”之一：标准普尔 MARKIT PMI 与 ISM PMI 分歧

在前述的一系列经济景气数据中，市场关注度和影响力最大的是标准普尔公布的 PMI(标准普尔 Markit PMI，后文简称 Markit PMI)以及美国供应管理协会公布的 PMI(后文简称 ISM PMI)。从发布时间上看，尽管 Markit PMI 与 ISM 发布终值的时间几乎一致（都在次月的第一个工作日），但是 Markit PMI 在当月月末会提供 1 个初步估算的 PMI 数值。从数据可得性角度来看，市场常用的第三方数据终端万得和彭博提供了 ISM 制造业 PMI 自 1948 年以来的月度数据，而在不额外缴纳数据费用的情况下，Markit 制造业 PMI 仅有自 2012 年以来的历史数据。因此，相较 Markit PMI，ISM PMI 是研究美国历史经济发展规律的更方便的景气数据。近期，我们注意到无论是在服务业还是制造业 PMI 中，ISM PMI 以及 Markit PMI 都出现了数据分歧的情况，并且 Markit PMI 数值持续高于 ISM PMI 数值。因此，我们简单统计了 ISM PMI 和 Markit PMI 的历史数据特征及其两者数据分歧的可能原因。

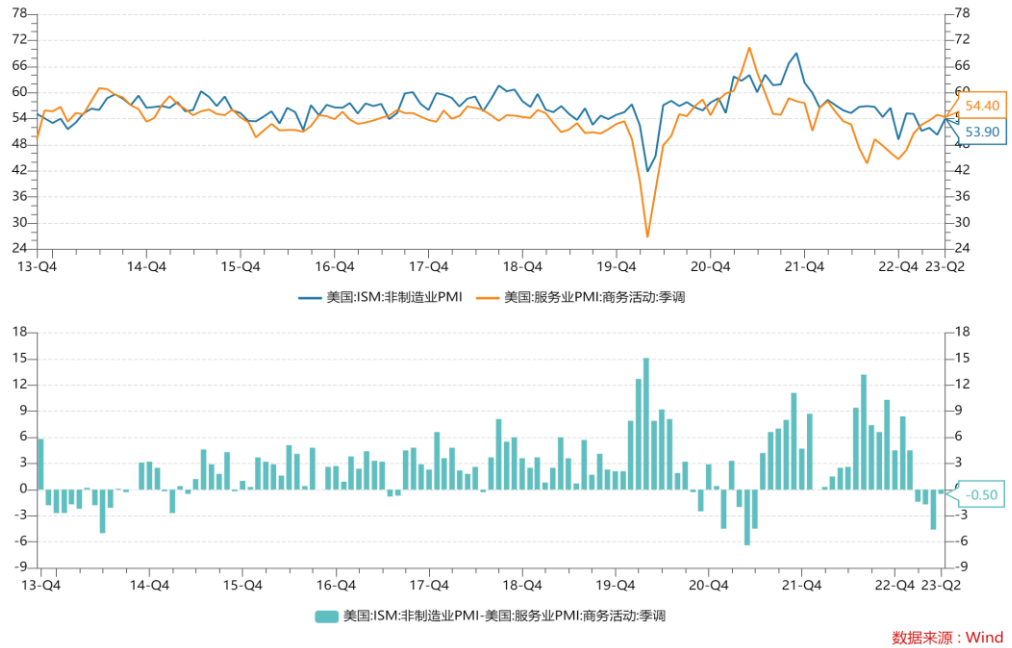
ISM vs. Markit 历史数据特征：数值水平，波动性以及历史背离情况。从制造业 PMI 数值的水平来看，2015 年 ISM 制造业 PMI 持续低于 Markit 制造业 PMI，而在 2017、2018、2020 年 ISM 制造业 PMI 则持续高于 Markit 制造业 PMI，其余时间两个制造业 PMI 水平的差异则缺乏持续特征。从服务业 PMI 数值的水平来看，ISM 服务业 PMI 则持续好于 Markit 服务业 PMI，但是自 2023 年 3 月以来，这一情况则出现了逆转：ISM 的数值更弱，而 Markit 的数值则更强。从制造业 PMI 数值的波动性来看，2013 年至疫情前，ISM 制造业 PMI 的波动性持续高于 Markit 制造业 PMI 的波动性，但是疫情之后这一情况出现了逆转。服务业 PMI 的波动性也是类似的情况：2016 年至疫情前，ISM 服务业 PMI 的波动性持续高于 Markit 服务业 PMI 的波动性，但是疫情之后这一情况也出现了逆转。尽管从历史趋势来看（例如 12 个月移动均值），ISM 和 Markit PMI 数据的关联度是非常高的，但是从月度数据来看，两者仍时常出现背离的情况（指同一月中，ISM 数值的环比变动同 Markit 数值的环比变动相反，例如 ISM 数值环比走高而 Markit 环比走低）。从历史数据来看，无论是服务业还是制造业 PMI，两者背离的时长一般不超过 3 个月，历史上最长的持续背离时期均为 7 个月。

图表 8. 制造业 PMI: ISM vs. Markit



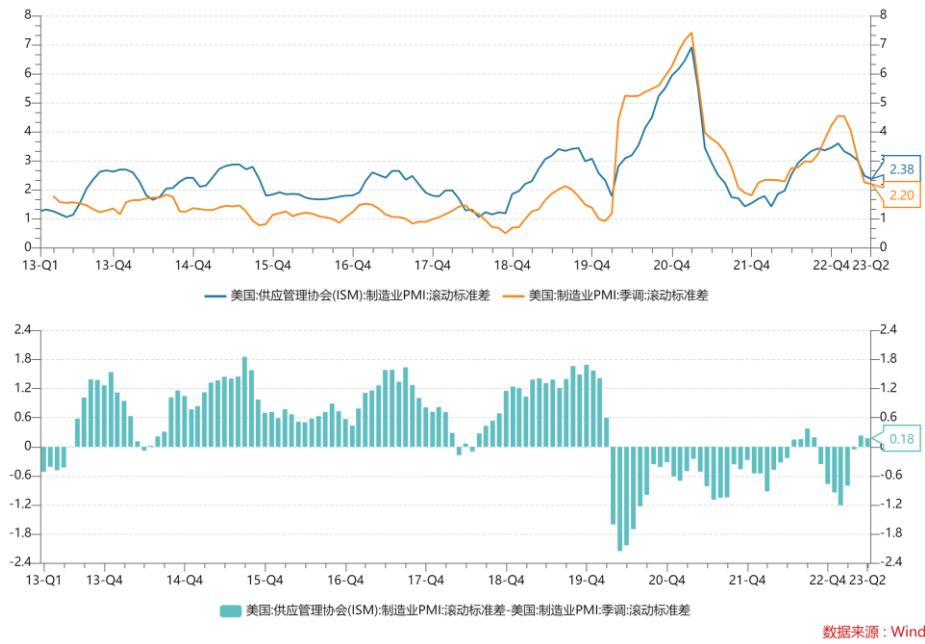
资料来源：万得，中银证券

图表 9. 服务业 PMI: ISM vs. Markit



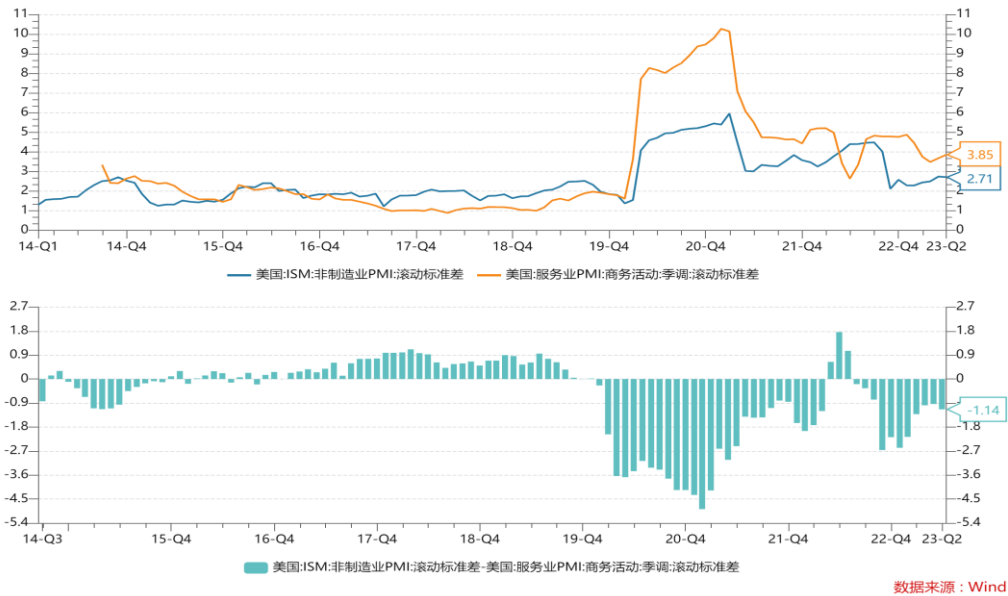
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 制造业 PMI 滚动 12 个月标准差: ISM vs. Markit



资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 服务业 PMI 滚动 12 个月标准差: ISM vs. Markit



资料来源: 万得, 中银证券

制造业 PMI 的统计方式和统计样本的差异: ISM vs. Markit. 从样本数量上看, Markit 调查了美国约 800 家 (亦有报告指约 400 家) 公司的高级主管², 相较之下, ISM 样本更小, 调查了约 350 家制造业机构。从样本构成上看, 标普的报告指出³, ISM 调查小组排除了规模较小的公司, 仅反映大的跨国公司的业务状况, 而 Markit 的调查对象则涵盖了各种规模的企业, 这可能使得 ISM 数据比 Markit 数据更易受全球经济增长和外国收入变动的影 响。从统计方式来看, ISM PMI 使用其五个分项指数 (与产出、新订单、就业、库存和供应商交货时间相关的 5 个单项调查问题) 的直接平均值, 而 Markit PMI 的分项指数则使用一种权重系统, 使“新订单”和“产出”项目的权重更高。

图表 12. 制造业 PMI 的区别: Markit vs ISM

	ISM 制造业	Markit 制造业
整体 PMI 数据	基于五个分项指数 (新订单、产出、就业、供应商交货时间和库存) 相等权重的综合指数	基于五个分项指数 (新订单 30%、产出 25%、就业 20%、供应商交货时间 15% 和库存 10%) 不等权重的综合指数
覆盖行业	制造业	制造业
调查样本大小	约 350 人	约 800 人 (回复率 80%)
公司规模	大型跨国公司	各种规模
被调查个人	采购经理	高级采购主管

资料来源: SP&ISM 官网, 中银证券

² 根据不同信息来源, SP 官网提供数据为约 800 家制造业公司 (回复率为 80%):

<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/mi/research-analysis/explaining-us-manufacturing-pmi-survey-divergences-Oct19.html>

SP 官网提供的另一个数据为每个国家约 400 家公司:

<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/mi/products/pmi.html>

³

<https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/mi/research-analysis/investigating-pmi-and-ism-divergences-230119.html>

服务业 PMI 的统计方式和统计样本的差异：ISM vs. Markit。从样本数量上看，Markit PMI 调查了约 400 家公司（回复率约 85%），相较之下，ISM 样本更大，调查了 800 家（亦有报告指约 350 家）服务业机构⁴。从样本构成上看，MNI 的报告⁵指出 ISM PMI 涵盖了制造业以外的任何活动（包括农业、采矿、公用事业、建筑服务、批发/零售贸易和公共管理），而 Markit 仅包含美国私人服务业，这可能使 ISM PMI 更具有弹性，并且能提供一个更全面的经济增长衡量标准，但是 Markit 可能更直观地反映出消费者在服务业支出和消费者信心水平方面的变化。另外，Markit 和 ISM 的报告都包含大中小企业，但 ISM 的报告中大企业所占份额更大。从统计方式来看，Markit 是一个单独的商业活动（产出）指数，而 ISM 采用了加权方法，给予 4 个分项（商业活动、新订单、就业和供应商交货）相同的权重。

图表 13. 服务业 PMI 的区别：Markit vs ISM

	ISM 服务业	Markit 服务业
整体 PMI 数据	基于各指数（商业活动、新订单、就业和供应商交货）相等权重的综合指数	商业活动指数（总产值）
覆盖行业	制造业以外的任何活动：包括农业、采矿、公用事业、建筑服务、批发/零售贸易和公共管理	只有美国私人服务业
调查样本大小	约 800 人（回应率未知）	约 400 人（回应率 85%）
公司规模	各种规模（大企业占比高）	各种规模
被调查个人	采购经理	各种职位

资料来源：SP&ISM 官网，中银证券

参考历史数据范围，近期 Markit PMI 以及 ISM PMI 之间的差异并不显著；调查样本的差异可能部分解释了两个 PMI 数值的差异。从制造业 PMI 看，近期 Markit PMI 反弹后重新回落而 ISM PMI 则持续处于震荡回落之中；从服务业 PMI 看，近期 Markit PMI 有所回暖而 ISM PMI 则持续回落。从历史数据范围来看，近期 Markit PMI 以及 ISM PMI 之间的差异并不显著。这意味着这些差异并不足以说明美国经济周期“这一次不一样”。因此，我们在相关专题报告中提到的基于长期历史数据的理解和预测美国经济周期的框架仍然具有一定的指导意义。另外，整体来看，无论是服务业还是制造业，相较 Markit 的调查样本，ISM 的调查样本都更倾向于大型的跨国企业。与此同时，在服务行业中，Markit 的调查样本仅包含美国私人服务业，而 ISM 的调查样本则也包括了农业、采矿、建筑、政府服务等更广泛的领域。上述差异可能导致了近期两个 PMI 数值的差异。

美国经济活动或仍处于放缓的过程中，并带动 Markit 以及 ISM PMI 持续回落。考虑到美国紧缩的货币政策影响将持续展现以及部分经济活动已然降温的现实，我们预期未来数月美国经济活动整体看仍大概率处于放缓的过程当中。从经济逻辑上看，尽管不同行业/不同企业的运营现实不同，但是彼此之间都是相互联系的。因此，尽管不同行业/不同企业反应经济周期的程度和先后顺序可能有所差异，但是完全免受经济周期的影响应该是小概率事件。我们因此预期 Markit 以及 ISM 制造业 PMI 未来数月仍将可能继续下探，而 Markit 服务业 PMI 则可能重新回落，并向 ISM 服务业 PMI“回归”。

⁴ 根据不同信息来源，MNI 提供数据为约 800 家公司；

<https://roar-assets-auto.rbl.ms/documents/20048/MNI%20ISM%20vs%20S&P%20Services%20PMI%20Anaysis%2021103.pdf> Richmond Fed 提供数据为约 350 家公司；

https://www.richmondfed.org/publications/research/economic_brief/2014/eb_14-03

⁵

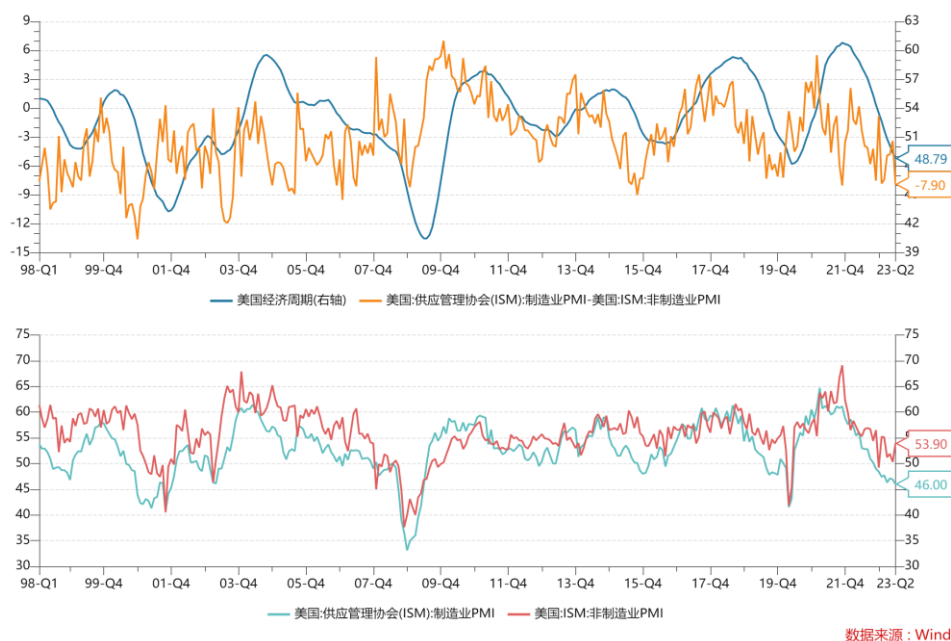
<https://roar-assets-auto.rbl.ms/documents/20048/MNI%20ISM%20vs%20S&P%20Services%20PMI%20Anaysis%2021103.pdf>

3.美国 PMI 数据的“异常”之二：服务业 PMI 和制造业 PMI 的分歧

在前文中，我们谈到了不同调查来源的（ISM vs. Markit）PMI 的分歧。另一方面，在同一个调查来源中，近期也存在着制造业 PMI 和服务业 PMI 走势分歧的现象。具体来看，在 ISM PMI 数据中，2023 年以来服务业 PMI 尽管有所回落，但持续处于扩张区间，而制造业 PMI 则已经连续 7 个月趋势性下行并且持续处于收缩区间。而在 Markit PMI 数据中，2023 年以来服务业 PMI 持续回升，并且持续 4 个月处于扩张区间，而制造业 PMI 自 2022 年末以来大部分时间都处于收缩区间。Markit PMI 数据中的制造业和服务业 PMI 的差值已经接近 2014 年以来的历史最低水平。

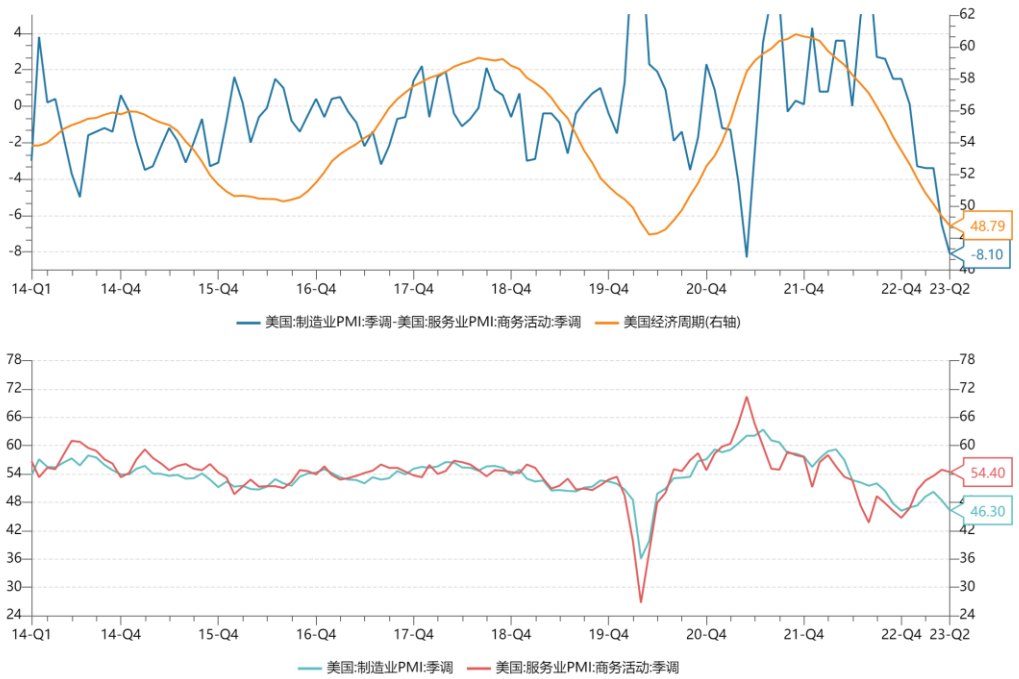
历史数据显示，经济下行时期，中美欧日 PMI 数据均呈现出服务业 PMI 较制造业 PMI 更有韧性的现象。从 ISM 自 1998 年以来的数据来看，我们注意到制造业 PMI 同服务业 PMI 的差值（制造业 PMI 减去 服务业 PMI）倾向于在美国经济周期下行时进一步变负。相反的，在经济触底以及上行周期时，这种情况会逐步得到修复乃至逆转。这一特征在金融危机之后更为明显。从 Markit 自 2014 年的数据来看，类似的情况也是存在的，但不如 ISM 的数据显著。实际上，类似的观察也发生在日本，欧元区以及中国。从跨经济体的角度来看，在全球经济下行时期，中美欧日的 PMI 数据都呈现出服务业 PMI 相较制造业 PMI 更有韧性的特征。从目前的情况来看，随着过去一段时间全球疫情防控政策逐步放松，民众消费也逐步从商品转向服务，而疫情冲击之后的劳动力市场所呈现出来的结构性劳动力短缺问题，则进一步助推了服务业的供需失衡现象。这些因素可能部分解释了近期主要经济体所展现出来的服务业 PMI 较制造业 PMI 更强的情况。不过，正如前文所述，服务业 PMI 的韧性不仅仅发生在疫后恢复的时期，也普遍发生在前几轮全球经济下行时期。我们因此认为近期服务业 PMI 相对更强的背后可能也有更具普遍规律的周期性因素，而不仅仅是由于疫情防控相关的扰动造成的。

图表 14. ISM 制造业 PMI 同服务业 PMI 的差值 vs 美国经济周期



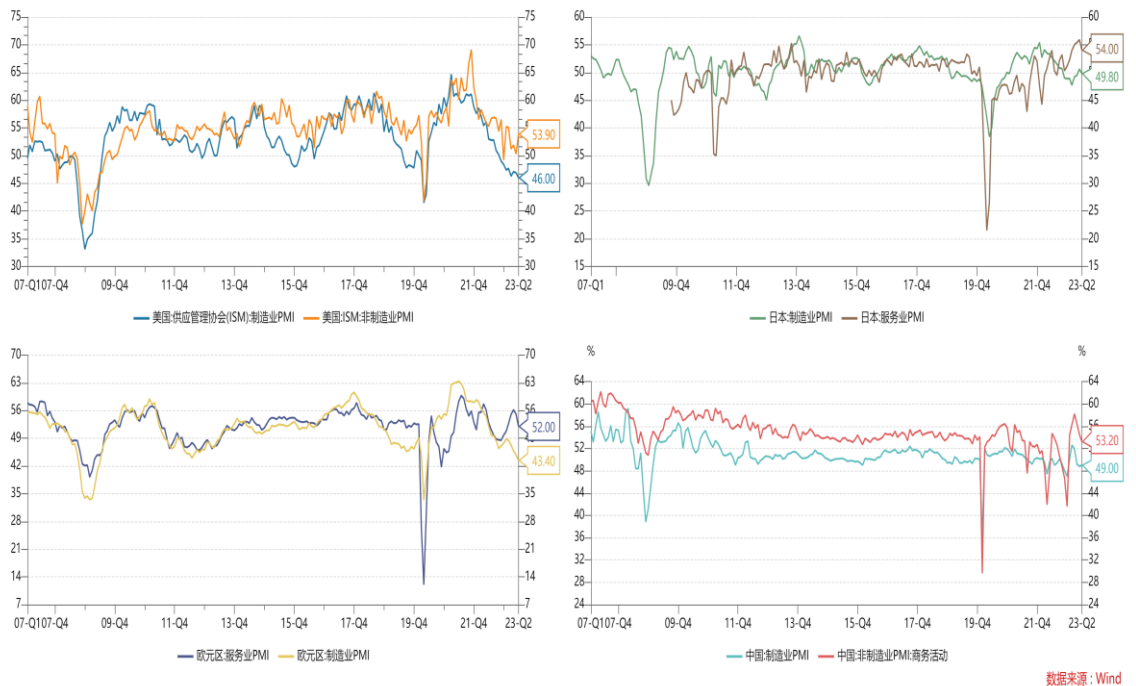
资料来源：万得，中银证券

图表 15. Markit 制造业 PMI 同服务业 PMI 的差值 vs 美国经济周期



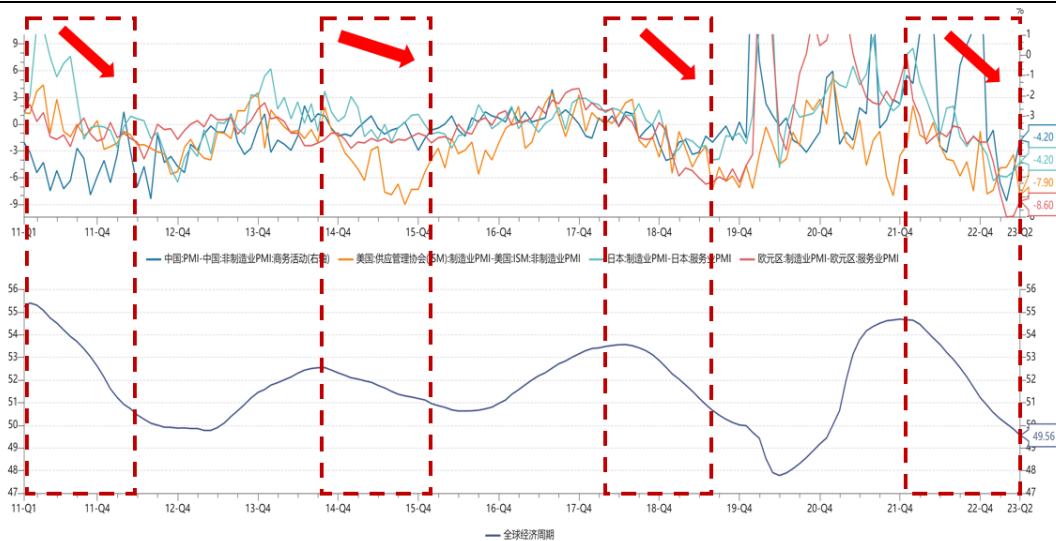
资料来源：万得，中银证券

图表 16. 中美欧日服务业和制造业 PMI 走势



资料来源：万得，中银证券

图表 17. 中美欧日制造业 PMI 同服务业 PMI 的差值 vs 全球经济周期



数据来源: Wind

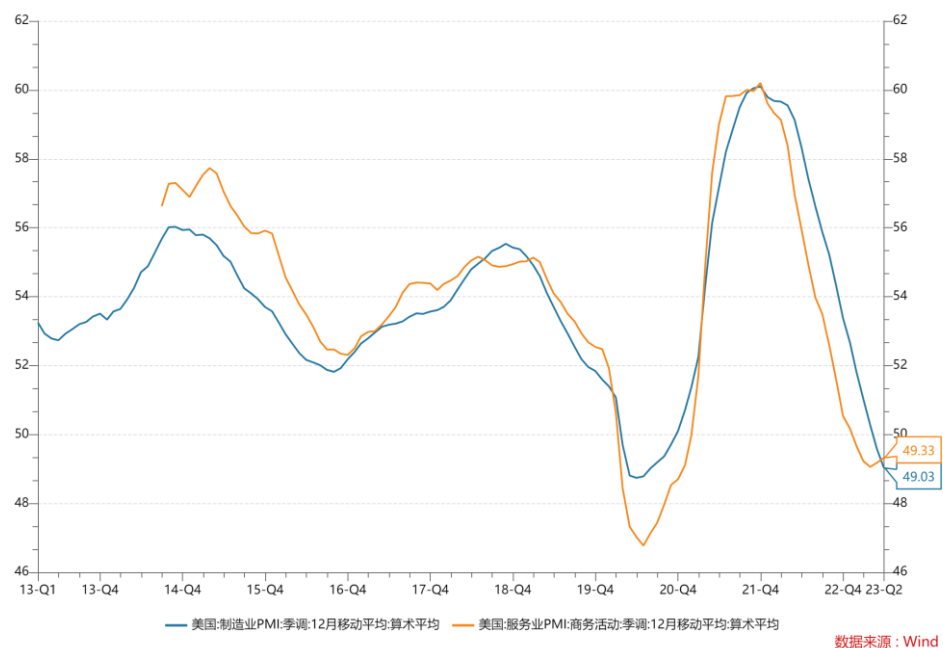
资料来源: 万得, 中银证券

服务业 PMI 或将逐步朝着处于收缩区间的制造业 PMI“回归”。参考历史数据范围, 目前 Markit 以及 ISM 制造业 PMI 同服务业 PMI 的差值(制造业 PMI 减去 服务业 PMI)已经处于历史较低水平。考虑到美国紧缩的货币政策影响仍将持续展现以及部分经济活动已然降温的现实, 我们预期未来数月美国经济活动整体看仍大概率处于放缓的过程当中, 而这意味制造业 PMI 或仍将继续回落或者在目前的较低水平盘整。综上考虑, 我们预期未来数月美国服务业 PMI 将逐步回落, 朝处于收缩区间的制造业 PMI“回归”, 从而减少服务业 PMI 和制造业 PMI 之间的差值。

4. 美国经济周期仍处下行区间并可能对风险资产造成冲击

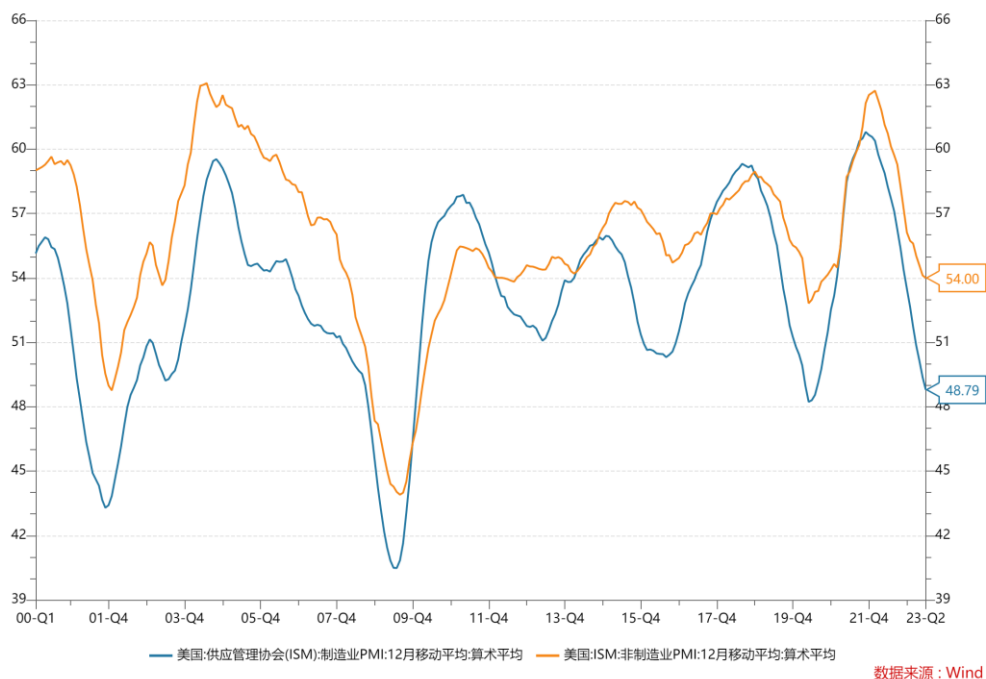
正如前文所述，我们观察到近期美国关键 PMI 数据中，Markit 制造业和服务业 PMI 持续高于 ISM 制造业和服务业 PMI。另一方面，无论是 PMI 还是 Markit，美国服务业的韧性都强于制造业。并且这一观察也不仅仅局限于美国，在欧元区，日本和中国，服务业 PMI 强于制造业 PMI 的情况也是存在的。从历史来看，上述情况并非是特例，反而是屡屡发生。从理解大类资产价格走势的角度，我们认为更重要的是观察和理解 PMI（尤其是制造业 PMI）趋势变动所代表的经济周期的运行方向（具体分析请参考 2022 年 12 月 7 日发布的《大类资产交易深度报告：基于经济周期的大类资产价格趋势研究》），而不是几个 PMI 数据的“异常”。未来数月，我们预期美国经济仍面临持续放缓的风险，并可能对包括美股在内的风险资产造成一定的冲击。（具体分析请参考 2023 年 6 月 8 日《2023 年下半年宏观经济与大类资产配置展望》以及我们定期发布的周报）

图表 18. Markit PMI 趋势变动（12 个月移动均值）



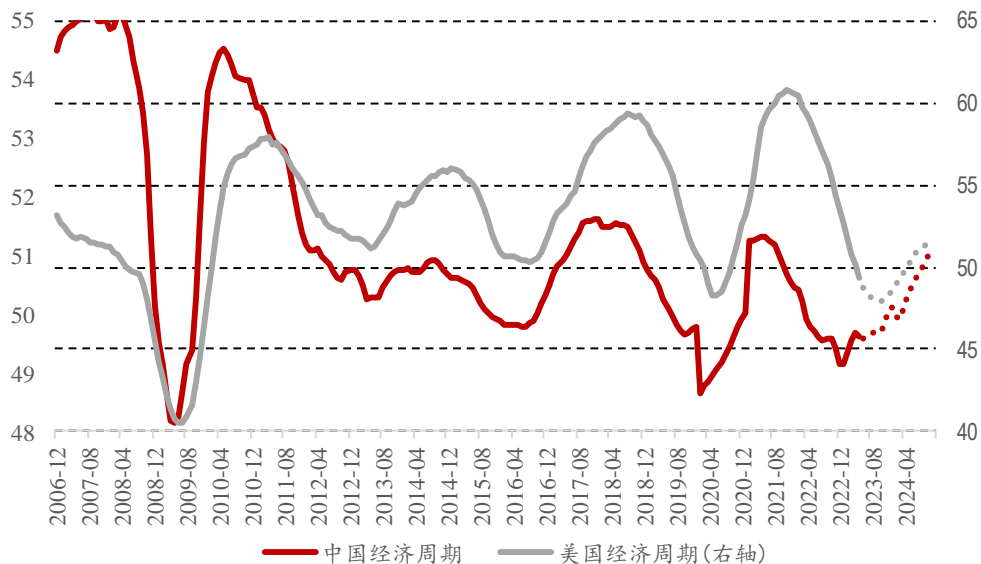
资料来源：万得，中银证券

图表 19. ISM PMI 趋势变动 (12 个月移动均值)



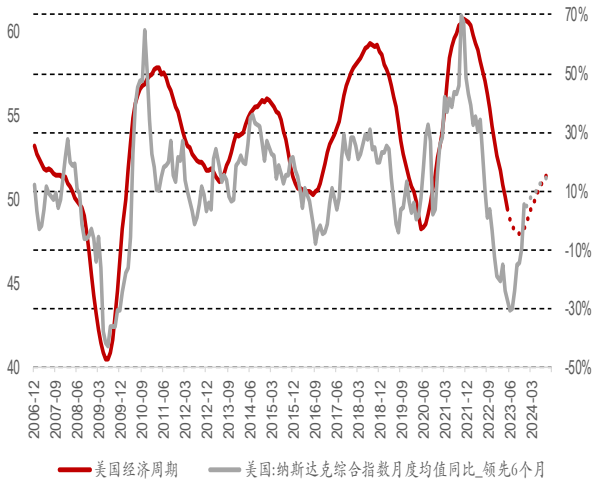
资料来源: 万得, 中银证券

图表 20. 中美经济周期历史和预期走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 21. 美国经济周期 vs. 纳斯达克指数同步变动



资料来源: 万得, 中银证券

图表 22. 基于经济周期模型的纳斯达克未来走势预测



资料来源: 万得, 中银证券

风险提示

我们未来市场交易主题的判断面临着经济实际运行情况偏离预期，预测模型失效以及黑天鹅事件冲击这三个层面的风险。

经济基本面和风险资产表现好于我们的预期：“软着陆交易”取代“衰退交易”。从宏观数据来看，更弱的“衰退交易”/更早更强的“复苏交易”可能意味着美国乃至全球经济成功实现“软着陆”。这一情况指向的宏观现象包括：美国通胀（尤其是同劳动力市场紧密相关的非房租服务业通胀）快速下行并且美联储相信这一趋势是可持续的，从而使得美联储能够在 PCE Headline 尚未彻底回到 2% 以内的情况下选择政策转向，同时美国失业率并未显著上升。从交易层面来看，“软着陆”的交易可能会出现股债组合是：债券曲线下移且关键曲线倒挂显著改善（牛平）& 标普 500 持续快速上行并升破关键点位（例如 2022 年 7 月左右形成的前高 4300），以显示市场对于在美联储政策转向下对未来经济增速预期快速改善。

经济基本面和风险资产表现弱于我们的预期：1) “紧缩交易”延长。从宏观数据来看，更持久的“紧缩交易”可能意味着美国乃至全球经济陷入“滞涨”的时长超过预期。这一情况指向的宏观现象包括：美国通胀（尤其是同劳动力市场紧密相关的非房租服务业通胀）下行节奏显著弱于市场预期，甚至出现持续的反弹，美联储被迫在终点利率维持更长的时间甚至采取更为鹰派的紧缩路径。从交易层面来看，“紧缩交易”延长可能意味着更高的市场对于终点利率的预期，而类似于 2022 年 8 月和 9 月出现的“美元涨 & 其它所有资产普跌”可能会卷土重来，以显示市场计价更鹰派的美联储对于全球经济进一步的负面冲击。

经济基本面和风险资产表现弱于我们的预期：2) “衰退交易”深度更大。从宏观数据来看，更深的“衰退交易”可能意味着美国乃至全球经济衰退深度超出市场预期。这一情况指向的宏观现象包括：美国通胀（尤其是同劳动力市场紧密相关的非房租服务业通胀）下行节奏基本符合/超出市场预期，同时美国乃至全球经济快速下行，并甚至伴随金融风险事件开始零星爆发。美联储政策边际鸽派的空间显著提高，但是暂时不再是市场关注的核心。市场开始意识到即便是美联储政策边际转向也并不足够逆转经济下行的势头。从交易层面来看，上述情况可能意味着包括股票和商品在内的风险资产的快速抛售和无风险利率资产价格的反弹，以显示市场对于未来经济活动的悲观预期。

以经济周期和资产价格趋势变动的历史关联度为基础的预测模型失效。具体分析请参考 2022 年 12 月 8 日的《大类资产交易深度报告：基于经济周期的大类资产价格趋势研究》。

全球经济政策不确定性指数似乎仍处于长期上升趋势，黑天鹅事件仍可能带来新的扰动。尽管 2022 年的俄乌危机和台海危机等地缘政治事件目前已经被市场充分交易，并且目前看起来相关风险并未重新快速上升。但是黑天鹅事件的定义就是不可预测，我们因此提醒投资人对尾部风险保持警惕，并用与黑天鹅事件有一定关联度的全球经济政策不确定性指数来尝试对于黑天鹅事件可能的规律进行初步的观察。观察全球经济政策不确定性指数，我们发现几个有意思的特征：1) 2007 年之后该指数趋持续势性上升 2) 大致上呈现出三年左右一个“周期”，每年都有“小高潮” 3) 我们目前处于 2022 年年初开始的“周期”的上行阶段。我们认为上述观察可能反映了金融危机之后全球经济政治发展出现的新特征。

图表 23. 全球经济政策不确定性指数自 2007 年之后趋势性走高并呈现出一定的周期波动规律



资料来源: 万得, 中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371