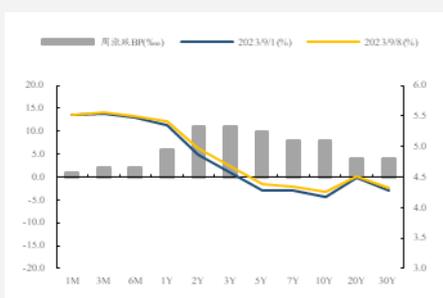




国际数据跟踪（9.4-9.10）：美国服务业 PMI 超预期回升

美债期限结构



关键期限国债利率（9月8日）

UST 3M	5.471%
UST 2Y	4.989%
UST 10Y	4.260%
UST 30Y	4.334%

研究员	徐静雅
投资咨询证书号	S0620518010002
联系方式	025-58519178
邮箱	jyxu@njzq.com.cn
研究助理	曹世祺
联系方式	025-58519166
邮箱	sqcao@njzq.com.cn

● 摘要

- **美国 PMI 增长：**8月美国 ISM 的制造业 PMI 录得 47.6%，显示制造业继续修复，服务业 PMI 录得 54.5%，实现超预期回升。从细分项看：1) 物价继续反弹，预示 8 月 CPI 和 PPI 继续回升。2) 就业转而升温，但不应过分乐观。3) 需求结构分化：第一，制造业内需修复速度减缓，外需微幅回升。第二，服务业整体需求景气度依然高于制造业，服务业订单增长但需求的实际提升有待进一步观察。4) 供给持续扩张。5) 库存景气回升。8 月 Markit 统计的 PMI 数据走势与供应管理协会（ISM）形成分化，Markit 调查结果显示 PMI 各项的初值和终值均出现同步收缩。
- **美债整体上行：**本周美债收益率整体上行，其中中短端利率呈先上后下再上的走势，长端利率先上后下。美国供应管理协会（ISM）周三披露的 8 月服务业 PMI 超预期增长，受此影响美债收益率上行。周四美联储官员暗示 9 月将保持利率不变的消息对债市形成利好，10 年国债小幅下行。周五公布的美国批发销售率上升，批发库存回落，显示经济动能回升，美元指数收涨，美债收益率上行。虽然通胀反弹趋势显著，但市场预期美联储加息的概率并未发生较大变化。根据 CME 公布的 FedWatch Tool 显示，9 月 FOMC 跳过加息的概率在 90% 以上的预期未变，11 月和 12 月不加息的概率也均超 50%。一方面，金融压力指数的抬升抵消了进一步加息的必要性，另一方面，紧缩货币政策的传导效应也在逐渐显现。
- **风险提示：**美联储超预期加息，美国通胀超预期反弹，美国经济韧性超预期。



报告目录

1	国际数据跟踪.....	- 3 -
1.1	美国景气度-PMI 数据	- 3 -
1.2	美债行情梳理.....	- 7 -



1 国际数据跟踪

1.1 美国景气度-PMI 数据

美国 ISM 公布的 PMI 数据显示制造业继续修复，服务业景气度超预期增长。

美国 8 月 ISM 制造业 PMI 继续改善，录得 47.6%，环比上升 1.2pct，即将逼近 2019 年水平，但仍处于历史同期低位。服务业 PMI 录得 54.5%，超过预期的 52.5%，环比增加 1.8pct，还是低于季节性水平。该指标年初以来的波动性极强，在经历震荡下行之后，现在重又回升到年初 55% 左右的位置。此次的超预期增长引发美债收益率和美元指数的上行。

从 ISM 公布的 PMI 各细分项来看，**1) 物价继续反弹，预示 8 月 CPI 和 PPI 继续回升。**制造业 PMI 物价继上月小幅反弹之后，开始大幅上涨，达到 5.8pct。服务业 PMI 物价连续 2 个月回升，涨幅均超 2pct。此项预示着 9 月中上旬即将公布的 8 月 CPI 和 PPI 数据可能会继续反弹。**2) 就业转而升温，但不应过分乐观：**就业继上月下降之后转而开始升温，制造业和服务业就业指标均上行 4pct，与 8 月非农的超预期增长相一致。最新一周（2023/8/25-2023/9/1）初请失业金人数也是大幅下降 1.3 万人，达到 3 月 3 日以来新低。但就业市场数据喜忧参半，分化严重。上周非农数据前值的大幅下调、ADP 新增就业下滑、失业率上行以及空缺职位数下降都形成就业升温的反向论据，因此需要更加谨慎对待就业仍旧保持过热的论述，等待数据的进一步验证。**3) 需求结构分化：第一，制造业内需修复速度减缓，外需微幅回升。**该特征与上月刚好相反，暴露了制造业内需走弱的趋势。制造业的新订单和进口指标分别下行了 0.5pct 和 1.6pct 至 46.8% 和 48%。新出口订单增长了 0.3pct 至 46.5%。**第二，服务业订单增长但需求的实际提升有待进一步观察。**与上月特征相同的是，服务业整体需求景气度依然高于制造业。服务业 PMI 继上月的同步小幅放缓之后，重又获得显著提升。服务业的新订单和新出口订单分别增加 2.5pct 和 1pct 至 57.5% 和 62.1%，而服务业出口保持在 52.3% 较高的水平上未变。**4) 供给持续扩张：**制造业产出指标上升 1.7pct 至 50%，年初以来第 2 次达到分界线水平，显示制造业供给稳步持续的边际修复。**5) 库存景气回升：**在制造业新出口订单的相对支撑下，订单库存回升，自有库存回落。客户库存维持不变。服务业库存和库存景气指标均上升，但订单库存指标大幅回落超 10pct，说明即使服务业订单有小幅跟进，但实际交付可能并没有订单预定显示的情况



那么好。

8月Markit统计的PMI数据走势与供应管理协会（ISM）形成分化，Markit调查结果显示PMI各项的初值和终值均出现同步收缩，与7月相比，综合PMI初值和终值分别下行1.6pct和1.8pct至50.4%和50.2%，制造业PMI初值和终值分别下行2pct和1.1pct至47%和47.9%，服务业PMI初值和终值分别下行1.4pct和1.8pct至51%和50.5%。从环比变化来看，制造业PMI继7月反弹回升一波之后又一次跌至荣枯分界线以下，服务业PMI则已经持续3个月下滑，贴近景气度下行的边缘。

从两大指数的编制差异来看，Markit公布的PMI数据更能体现经济趋势变化，根据其8月数据，当前美国经济整体是趋缓的。ISM公布的PMI更能体现边际变化，8月ISM的PMI呈回升趋势，说明目前依然存在着一些支撑经济好转的信号。

在物价反弹的背景下，美国8月消费者信心指数继上月的大幅提升后开始大幅回落，密歇根大学消费者信心指数和世界大型企业联合会的消费者信心指数分别回落2.1pct和7.9pct至69.5%和106.1%，消费者信心现况指数和消费者信心预期指数均下滑8pct左右。而9月美国Sentix投资信心指数也出现了明显走弱趋势，包括机构和个人的现况和预期指数均同步下行，其中机构投资预期下滑比例最大，达到6pct。

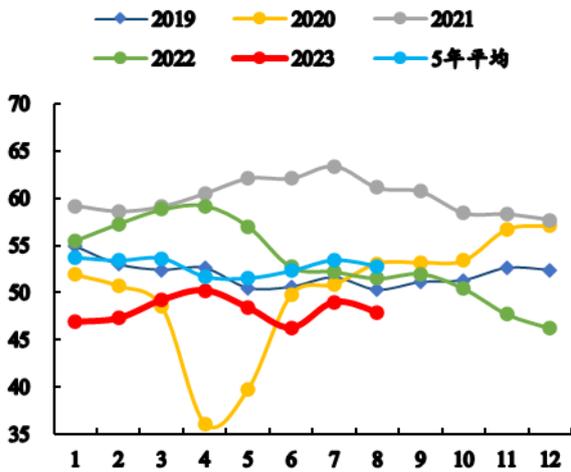
图表 1：美国 Markit 公布的 8 月 PMI

美国Markit	综合PMI(初值)	综合PMI	制造业PMI(初值)	制造业PMI(终值)	服务业PMI:商业活动(初值)	服务业PMI:商业活动(终值)
2023-08	50.40	50.20	47.00	47.90	51.00	50.50
2023-07	52.00	52.00	49.00	49.00	52.40	52.30
2023-06	53.00	53.20	46.30	46.30	54.10	54.40
2022-08	45.00	44.60	51.30	51.50	44.10	43.70
8月环比变化	-1.60	-1.80	-2.00	-1.10	-1.40	-1.80
7月环比变化	-1.00	-1.20	2.70	2.70	-1.70	-2.10

资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

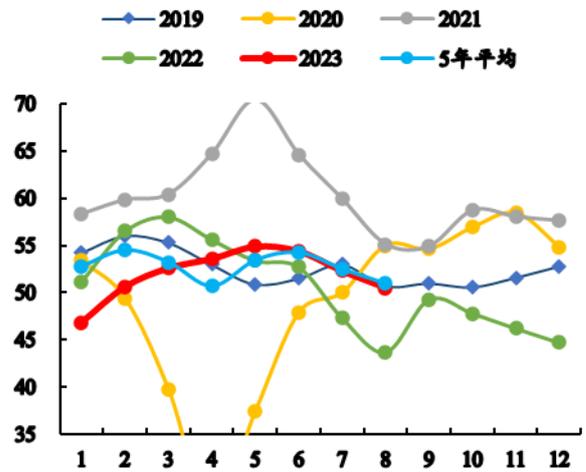


图表2：美国Markit的制造业PMI



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表3：美国Markit的服务业PMI



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

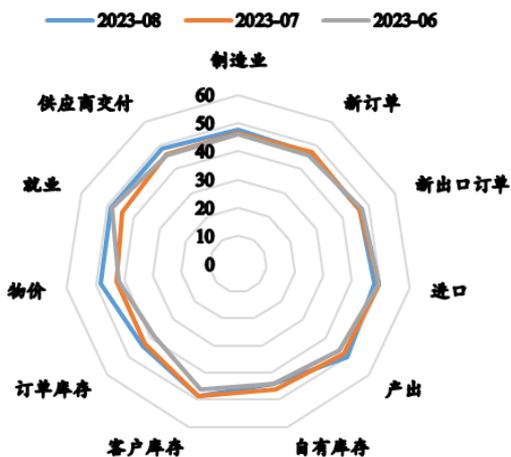
图表4：美国ISM公布的8月PMI

美国ISM	制造业	新订单	新出口订单	进口	产出	自有库存	客户库存	订单库存	物价	就业	供应商交付
2023-08	47.60	46.80	46.50	48.00	50.00	44.00	48.70	44.10	48.40	48.50	48.60
2023-07	46.40	47.30	46.20	49.60	48.30	46.10	48.70	42.80	42.60	44.40	46.10
2023-06	46.00	45.60	47.30	49.30	46.70	44.00	46.20	38.70	41.80	48.10	45.70
2022-08	52.80	51.30	49.40	52.50	50.40	53.10	38.90	53.00	52.50	54.20	55.10
8月环比变化	1.20	-0.50	0.30	-1.60	1.70	-2.10	0.00	1.30	5.80	4.10	2.50
7月环比变化	0.40	1.70	-1.10	0.30	1.60	2.10	2.50	4.10	0.80	-3.70	0.40

美国ISM	服务业	商业活动	新订单	新出口订单	进口	库存	订单库存	库存景气	物价	就业	供应商交付
2023-08	54.50	57.30	57.50	62.10	52.30	57.70	41.80	61.50	58.90	54.70	48.50
2023-07	52.70	57.10	55.00	61.10	52.30	50.40	52.10	56.60	56.80	50.70	48.10
2023-06	53.90	59.20	55.50	61.50	54.60	55.90	43.90	54.00	54.10	53.10	47.60
2022-08	56.90	60.90	61.80	61.90	48.20	46.20	53.90	47.10	71.50	50.20	54.50
8月环比变化	1.80	0.20	2.50	1.00	0.00	7.30	-10.30	4.90	2.10	4.00	0.40
7月环比变化	-1.20	-2.10	-0.50	-0.40	-2.30	-5.50	8.20	2.60	2.70	-2.40	0.50

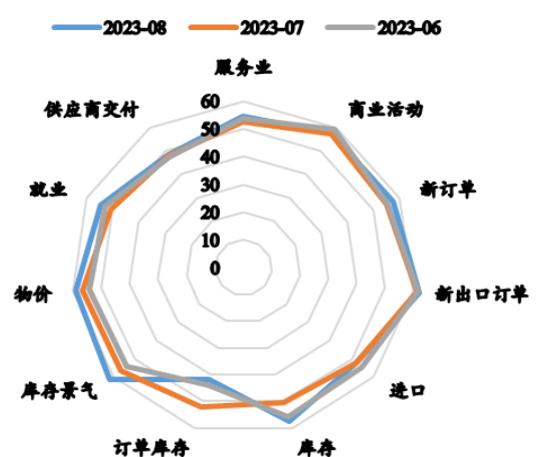
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表5：美国ISM的制造业PMI



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

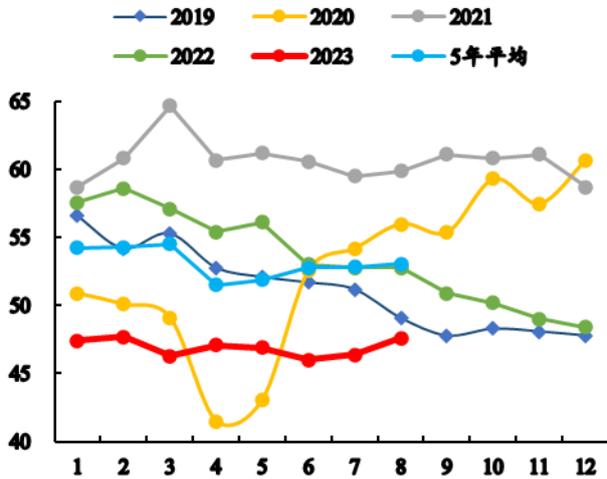
图表6：美国ISM的服务业PMI



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

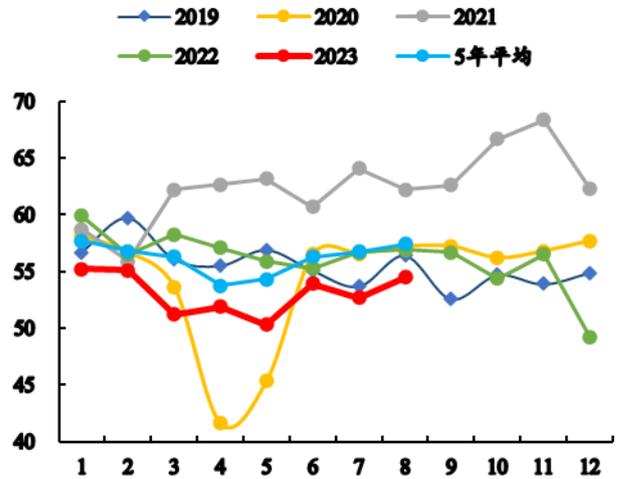


图表7：美国ISM的制造业PMI



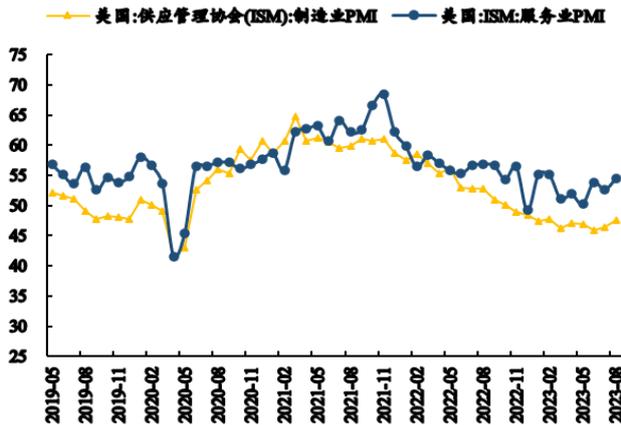
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表8：美国ISM的服务业PMI



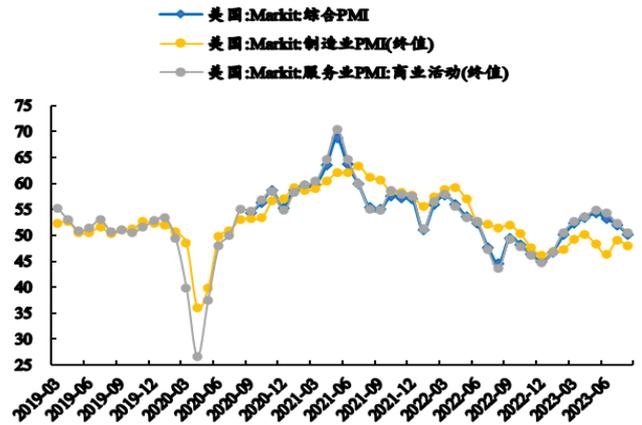
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表9：美国ISM的PMI数据



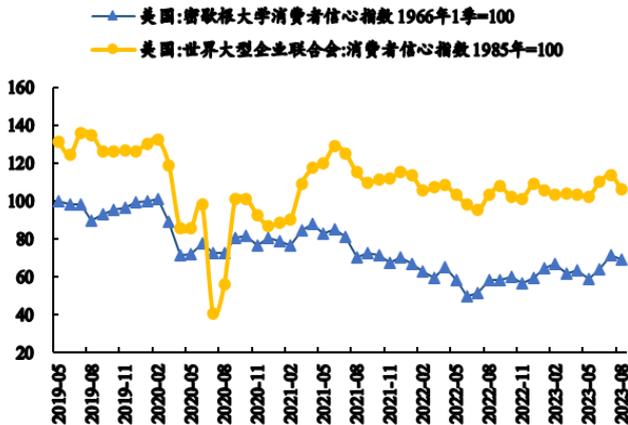
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表10：美国Markit的PMI数据



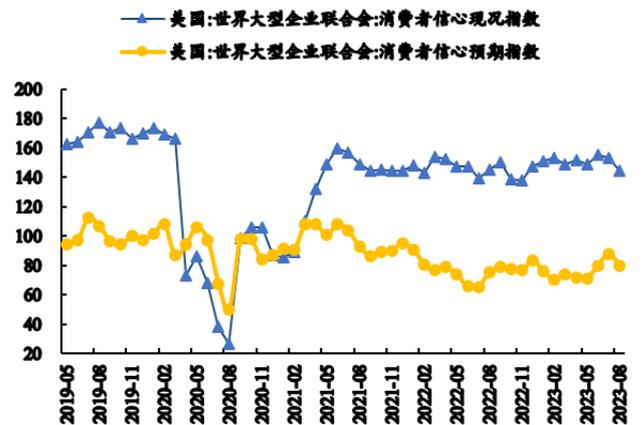
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表11：美国消费者信心指数



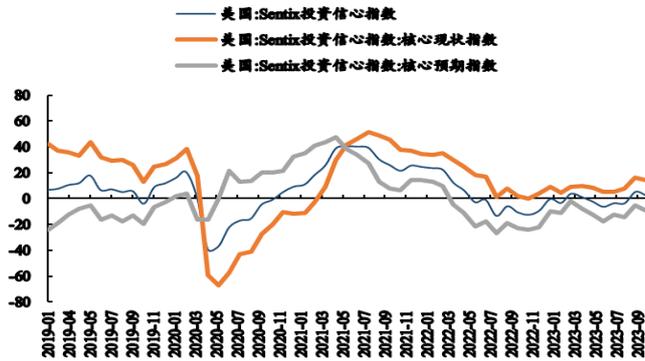
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表12：美国消费者信心现况和预期指数



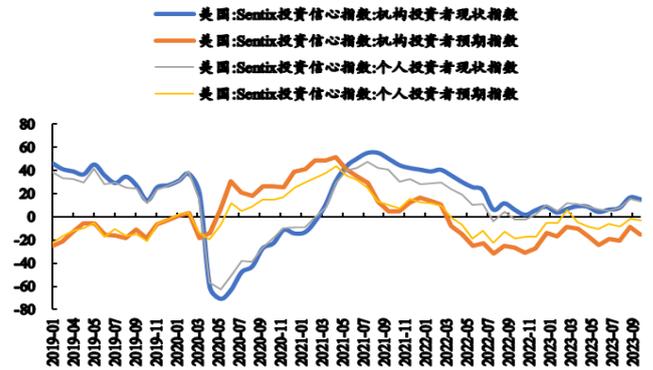
资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表13: 美国Sentix投资信心指数



资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表14: 美国Sentix投资信心的现况和预期指数



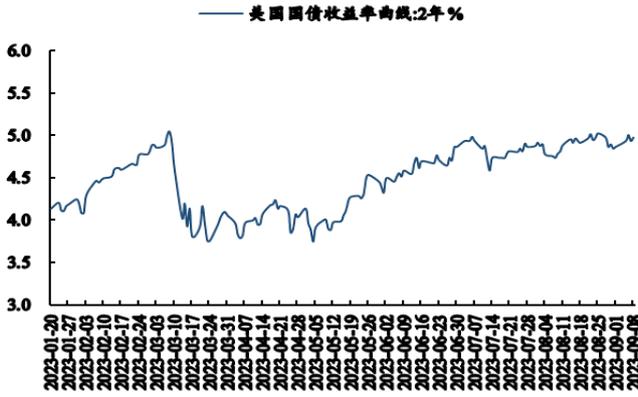
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

1.2 美债行情梳理

美国供应管理协会 (ISM) 周三披露的 8 月服务业 PMI 实现超预期增长, 受此影响, 美债收益率上行。周四美联储官员暗示 9 月将保持利率不变的消息对债市形成利好, 10 年国债小幅下行。周五公布的美国批发销售率上升, 批发库存回落, 显示经济动能回升, 美元指数收涨, 美债收益率上行。截至 9 月 8 日收盘, 2Y 国债上行 11bp, 收于 4.98%; 10Y 国债上行 8bp, 收于 4.26%。

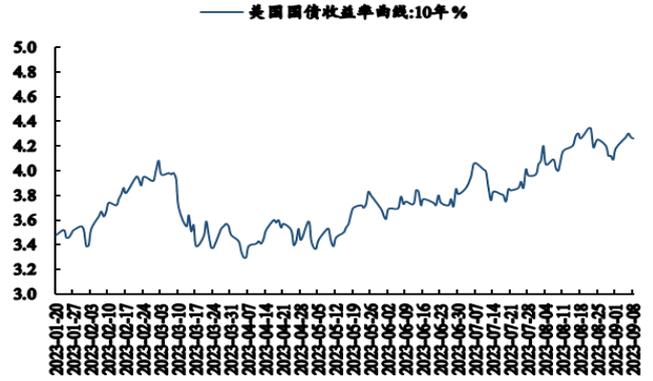
虽然通胀反弹趋势显著, 但市场预期美联储加息的概率并未发生较大变化。根据 CME 公布的 FedWatch Tool 显示, 9 月 FOMC 跳过加息的概率在 90% 以上的预期未变, 11 月和 12 月不加息的概率也均超 50%。一方面, 金融环境的收紧和金融压力指数的抬升抵消了进一步加息的必要性, 美联储加息措施变得更为谨慎, 另一方面, 紧缩货币政策的传导效应逐渐显现, 如十年期国债推动抵押贷款利率升至历史高位, 达到显著的抑制购房需求的作用。

图表15: 美债收益率2Y



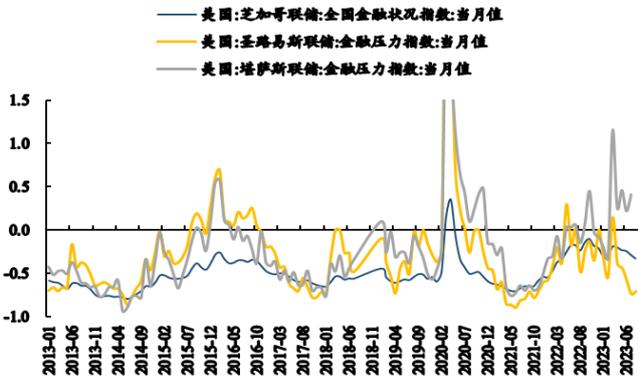
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表16: 美债收益率10Y



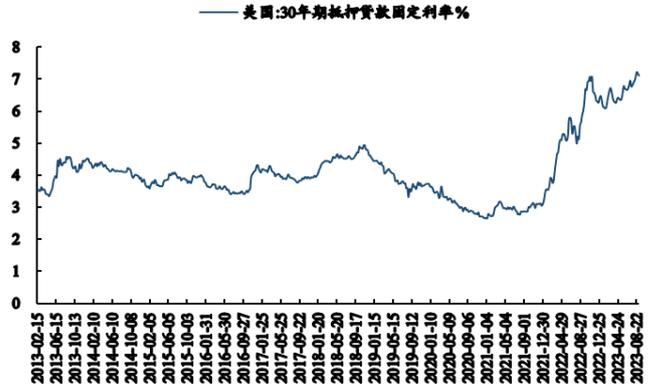
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表17: 美国金融压力指数



资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表18: 美国抵押贷款利率



资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表19: 芝交所FedWatch Tool加息概率图

MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/9/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	93.0%	7.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	57.3%	40.0%	2.7%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.3%	56.6%	38.6%	2.6%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	10.1%	54.0%	33.4%	2.2%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.5%	24.2%	47.4%	23.4%	1.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	12.0%	33.8%	37.4%	14.3%	0.9%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	7.3%	23.9%	35.8%	24.8%	7.0%	0.4%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	4.7%	17.4%	31.1%	29.1%	13.9%	3.0%	0.2%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	3.6%	13.9%	27.3%	29.7%	18.2%	6.0%	0.9%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.2%	2.3%	9.9%	22.1%	28.8%	22.6%	10.7%	2.9%	0.4%	0.0%
2024/12/18	0.2%	1.8%	8.1%	19.3%	27.2%	24.1%	13.5%	4.7%	1.0%	0.1%	0.0%

资料来源: CME, 南京证券研究所



本周美债收益率整体上行。其中，中短端利率呈先上后下再上的走势，长端利率先上后下。上行幅度上，中端高于长端高于短端。截至9月8日收盘，国债1M、3M、6M、1Y、2Y、3Y、5Y、7Y、10Y、20Y、30Y收益率较上周分别上行1bp、2bp、2bp、6bp、11bp、11bp、10bp、8bp、8bp、4bp、4bp。期限利差倒挂程度和上周相比有所加深。截至9月8日，国债10Y-7Y期限利差倒挂程度不变，仍为-9bp。国债10Y-1Y期限利差倒挂程度缓和了2bp，国债5Y-3Y、10Y-2Y、10Y-3Y、10Y-5Y、期限利差倒挂程度分别加深1bp、3bp、3bp、2bp，国债30Y-10Y利差收窄4bp至7bp。本周中美10Y国债收益率利差倒挂程度有所加深，中美10Y国债利差为-162.65bp，与上周五-159.5bp相比倒挂程度加深了2.75bp。

图表 20：本周二级市场美国国债收益率及周涨跌

美国国债收益率			
期限	2023/9/1(%)	2023/9/8(%)	周涨跌BP(‰)
1M	5.51	5.52	1
3M	5.53	5.55	2
6M	5.47	5.49	2
1Y	5.36	5.42	6
2Y	4.87	4.98	11
3Y	4.57	4.68	11
5Y	4.29	4.39	10
7Y	4.27	4.35	8
10Y	4.18	4.26	8
20Y	4.48	4.52	4
30Y	4.29	4.33	4

资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

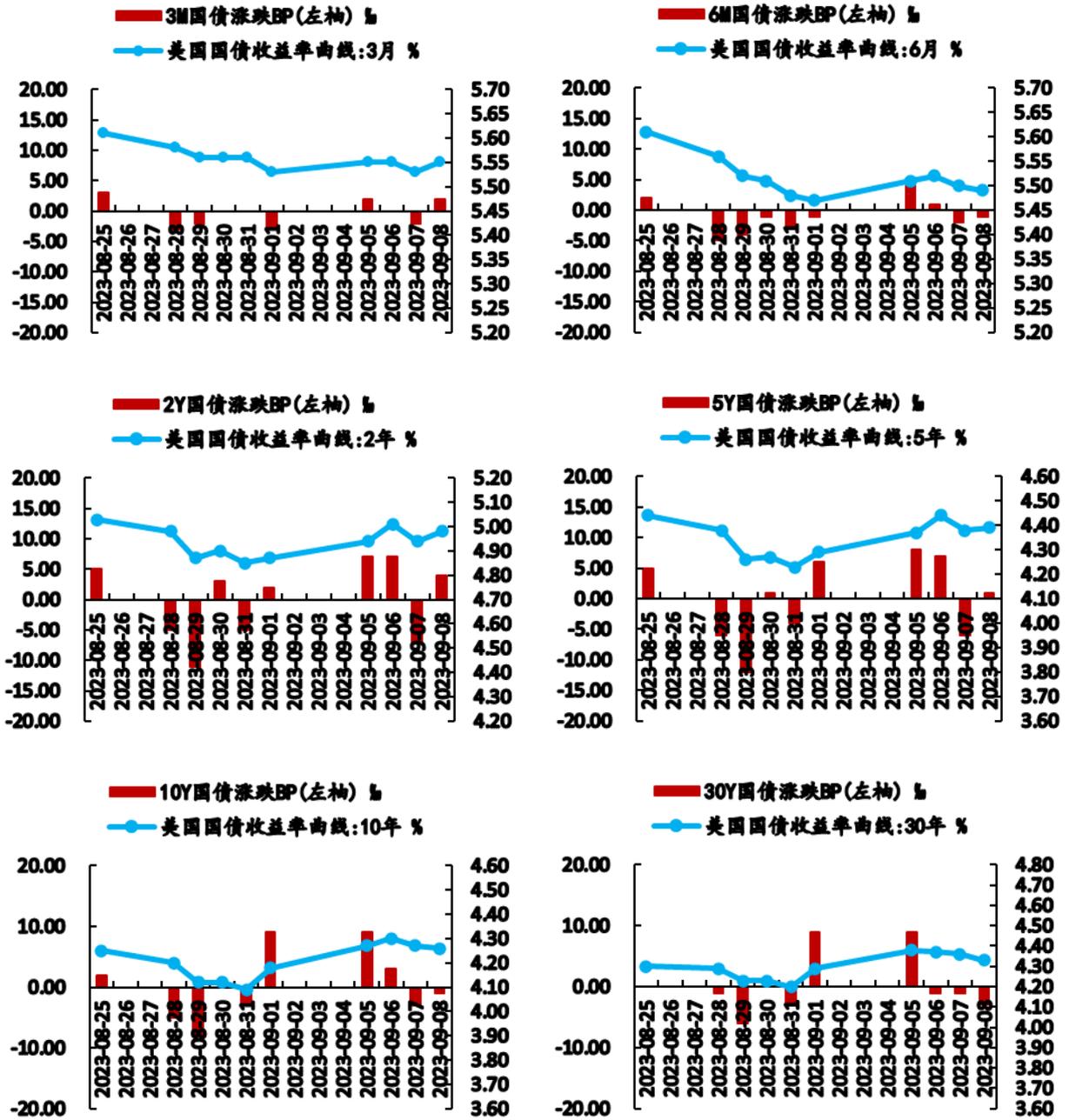
图表 21：本周二级市场美国国债收益率期限利差及周涨跌

美国国债期限利差(‰)			
期限差	2023/9/1(‰)	2023/9/8(‰)	周涨跌BP(‰)
5Y-3Y	-28	-29	-1
10Y-1Y	-118	-116	2
10Y-2Y	-69	-72	-3
10Y-3Y	-39	-42	-3
10Y-5Y	-11	-13	-2
10Y-7Y	-9	-9	0
30Y-10Y	11	7	-4

资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所



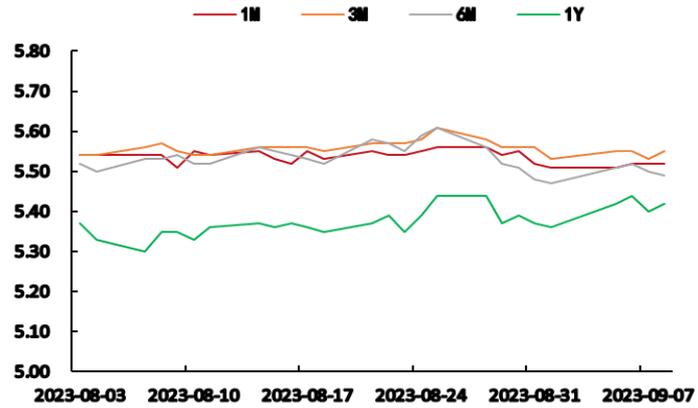
图表22：美国国债收益率周变化



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

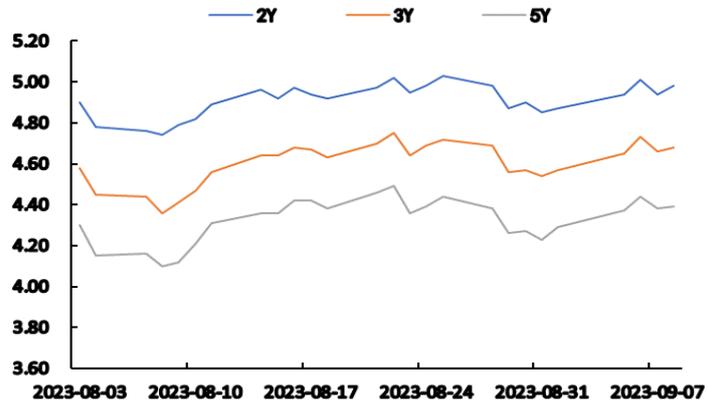


图表 23: 短端利率 (%)



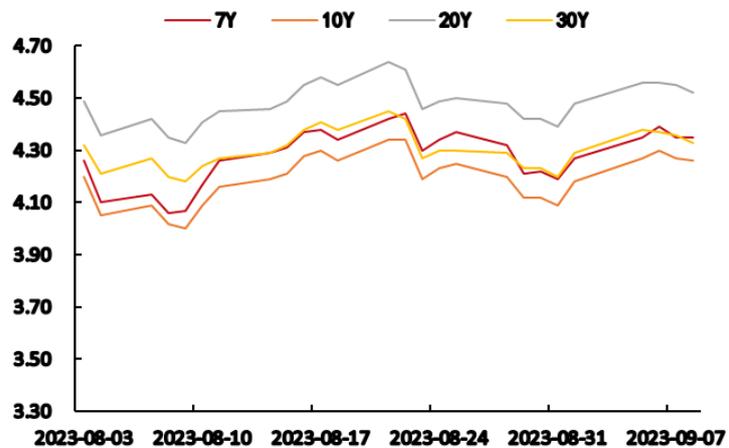
资料来源: 同花顺 iFinD, 南京证券研究所

图表 24: 中端利率 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 南京证券研究所

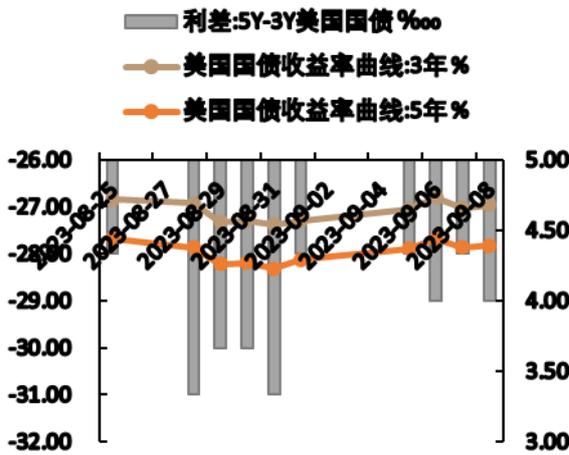
图表 25: 长端利率 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 南京证券研究所

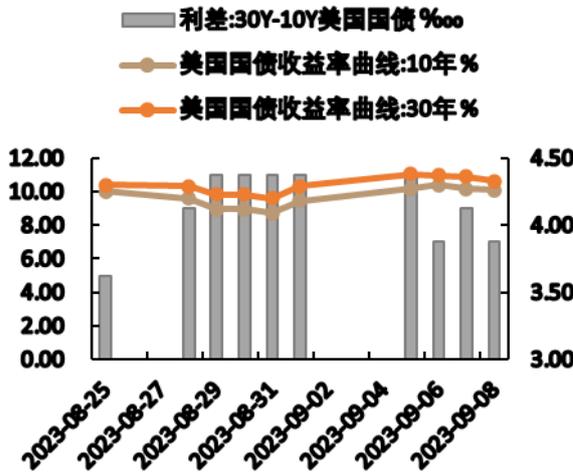


图表26: 5Y-3Y期限利差周变化



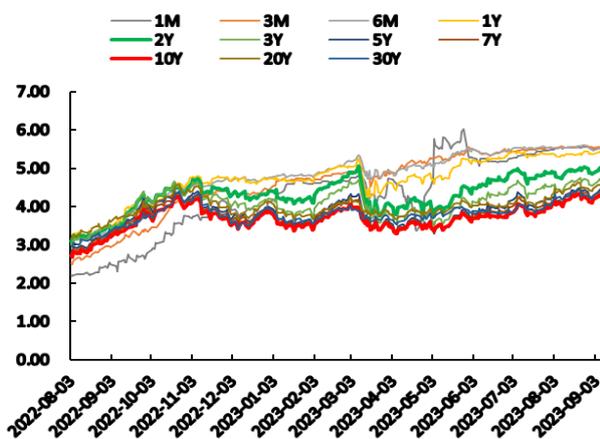
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表28: 30Y-10Y期限利差周变化



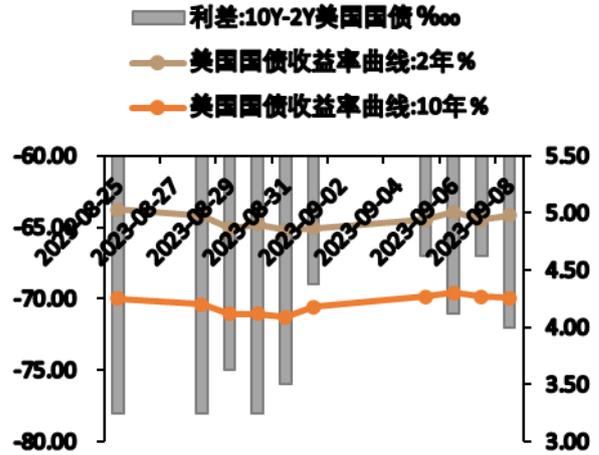
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表30: 美国国债各期限收益率



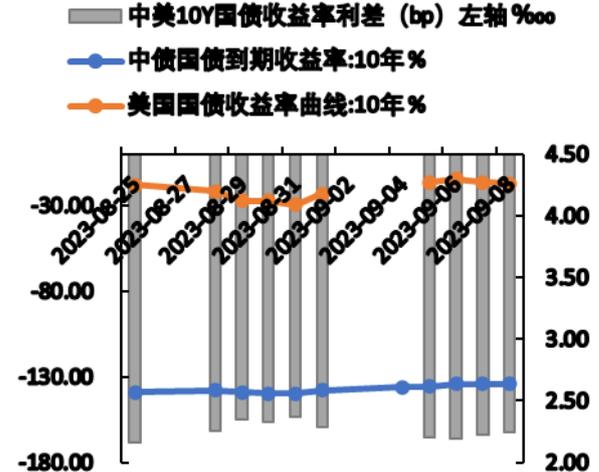
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表27: 10Y-2Y期限利差周变化



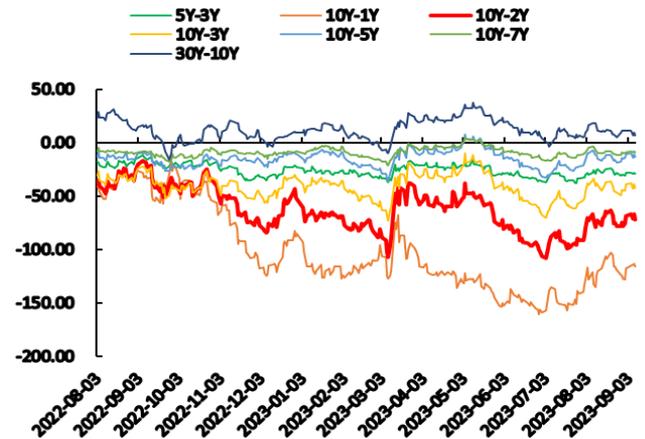
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表29: 中美10Y国债利差



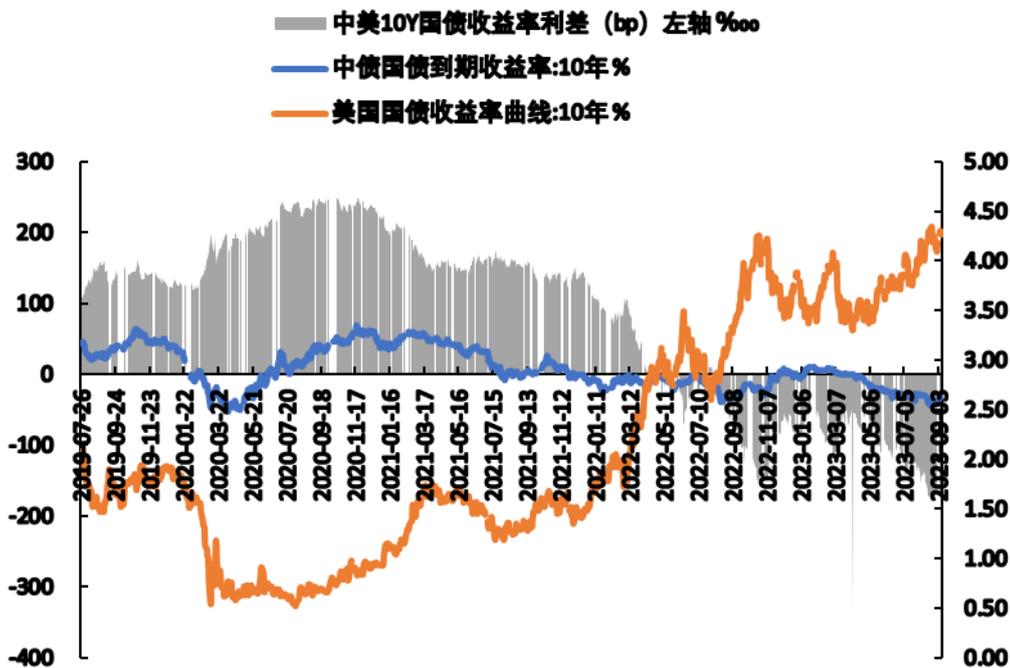
资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表31: 美国国债收益率期限利差



资料来源: 同花顺iFinD, 南京证券研究所

图表 32：中美 10Y 国债收益率利差



资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

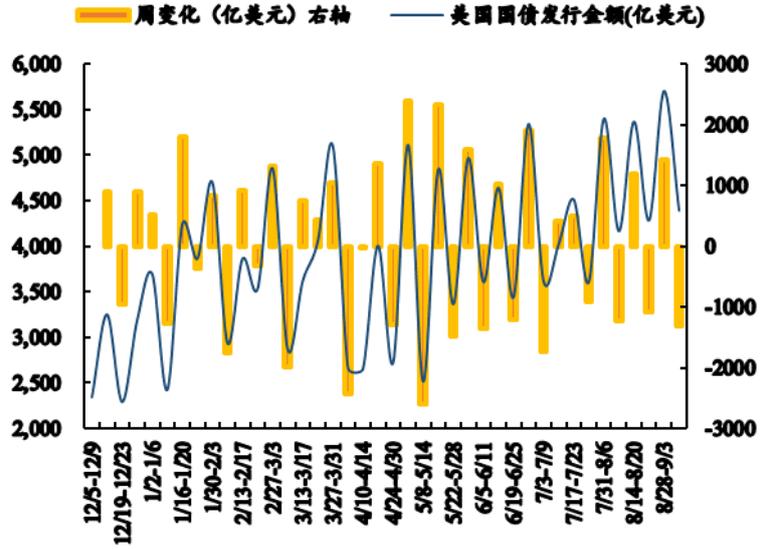
本周（2023/9/4-2023/9/10）美国国债发行金额达 4389.12 亿美元，与上周相比 +355.23 亿美元，环比+8.81%。均为短期债券。下周预计至少发行 4913.41 亿美元的美国国债，其中短期债券发行额 3923.41 亿美元，中期债券发行额 790 亿美元，长期债券发行额 200 亿美元。截至 2023 年 9 月 7 日，美国国债总额已达 32.94 万亿美元，周环比+0.25%，其中公众持有的政府债务为 26.11 万亿美元，占比 79.27%，周环比+0.49%；政府持有的政府债务为 6.83 万亿美元，占比 20.73%，周环比-0.65%。截至 2023 年 9 月 5 日，CBOT 美国国债期货持仓量 134.31 万张，环比上周+0.28%；ICE 美元指数期货持仓量 3.66 万张，环比上周-0.42%。

图表 33：美国各期限国债新增发行量（亿美元）

期限	8/28-9/3	9/4-9/10	周变化	周环比	下周预计发行
Bill	4033.89	4389.12	355.23	8.81%	3923.41
Note	1401.95	-	-	-	790.00
Bond	264.93	-	-	-	200.00
国债汇总	5700.77	4389.12	-1311.65	-23.01%	4913.41

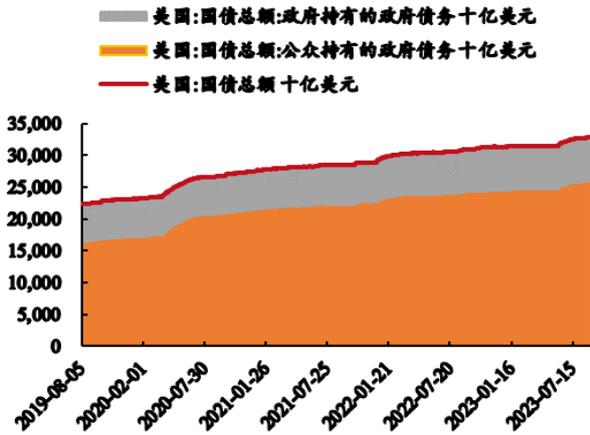
资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

图表 34：美国国债新增发行金额



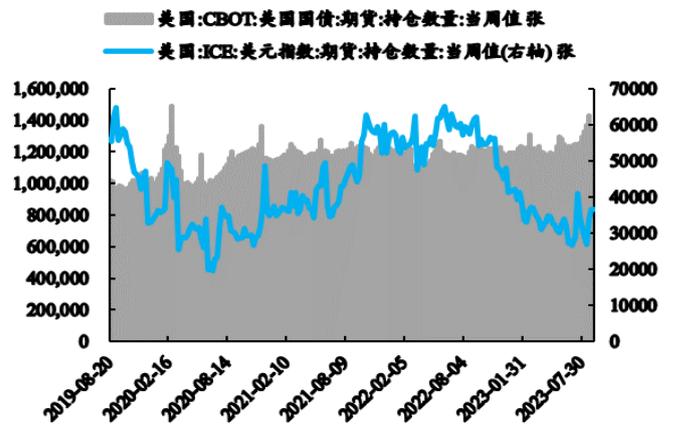
资料来源：同花顺 iFinD，南京证券研究所

图表35：美国国债总额



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

图表36：美国国债期货和美元指数期货持仓量



资料来源：同花顺iFinD，南京证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。