

美国 PMI 上冲为何令降息预期推迟？薪资！

事件点评

投资要点

- ◆ **美国 3 月制造业 PMI 超预期大幅上行，推动美元指数时隔近百日再度突破 105。**
 当地时间 4 月 1 日公布的美国 3 月 ISM 制造业 PMI 数据报 50.3，较 2 月大幅上行 2.5 个百分点，大幅超出市场此前预期。当前美国制造业 PMI 领先制造业生产同比约 3-4 个月，这一数据可能意味着美国工业生产直至二季度都趋于上行，令市场当即推迟美联储首次降息时点预期，美元指数时隔近百日一度再度突破 105 的高位。
- ◆ **考虑到近两年 ISM 制造业 PMI 表现转为系统性低于工业生产，时隔 17 个月再次大幅上冲至 50 以上的 3 月读数很可能意味着美国工业生产更大幅度的改善，由此推升美国经济增长前景展望，但单看一个指标对通胀的直接指引是模糊的。**2022 年以来，美国 ISM 制造业 PMI 和制造业生产指数之间的关系发生两大重大变化：一，两者从疫情期间的阶段性同步关系重新回到 PMI 领先制造业生产约 3-4 个月的传统关联之中；二，12 个月平均的 PMI 由疫情前与工业生产同比波动幅度基本一致变为低于后者，如 2023 年美国制造业生产同比均值为-0.5%，较 2019 年高 1.4 个百分点，但制造业 PMI 月均只有 49.1，反而较 2019 年低 6.2。新的关系意味着 3 月大幅上冲并创出 18 个月新高的制造业 PMI 很可能意味着美国工业生产逐步改善的趋势未来数月有望延续并加速。事实上美国制造业生产同比跌幅在 2 月已经收窄 0.5 个百分点至-0.4%，其中汽车及零部件生产的拉动作用较 1 月提升了 0.2 个百分点。考虑到疫情以来，美国商品消费需求激增，需求大于供给的缺口显著拉大，这意味着即便美国零售增速年初稍显放缓的增长趋势有所延续，在美国政府持续强化的对华先进产业链“脱钩断链”保护主义投资和贸易政策导向的持续影响下，美国本土汽车、半导体电子等先进制造业生产都可能延续强劲增长的态势，有望推升美国经济增长展望。但另一方面，如果需求增速放缓而供给改善加快，通胀是有可能反而有所降温的，PMI 突升导致美联储降息预期降温并非如此简单的逻辑。
- ◆ **那么 PMI 上冲为何令市场对美联储降息的预期明显推迟呢？关键中间变量在于反映劳动力市场紧张情况的薪资增速可能上行，并通过薪资通胀螺旋延后地抬升消费需求并导致“二次通胀”风险大幅提升。**事实上，PMI 传导到美联储决策的路径更长、更迂回、更持久。工业生产的潜在改善会即时反映为劳动力市场需求的明显增加。此时如果劳动力潜在供给无法对应出现大幅增加，那么劳动力市场紧张程度会有所加大，美国汽车工人罢工以来工人薪资高增的舆论压力大概率将得到强化，制造业薪资增速的提升又很可能外溢至服务业，并通过居民收入增速的支撑，传递至消费需求，最终仍将反映为核心通胀二次反弹的风险增加、以及更大的高位黏性。而这一过程或将持续长达数月，从而单月的 PMI 大幅上冲对市场降息时点预期的影响就可能形成“过冲”。而反映劳动力市场潜在供给的美国劳动参与率已经从几个月前的疫情以来复苏高点回落并停滞，这意味着美联储一度寄予厚望的“劳动力供给增加——薪资增速回落——通胀回落加速”的逻辑实现概率持续下降。随着 PMI 上冲隐含的工业生产展望上修，美国薪资增速可能再度不降反升，加之供给改善本身就对失业率形成更大幅度的压制，美联储降息的必要性是大幅下降的。我们建议密切关注将于北京时间本周五晚间公布的美国 3 月劳动参与率的表现。
- ◆ **美国工业生产、薪资增速和二次通胀风险的集中上修，与欧元区日益令人担忧的经济低迷和不断提升的“滞胀”迅速转为“通缩”风险的积累形成鲜明对比。我们重申预计美联储首次降息的最早时点是今年 9 月而非 6 月。而同时我们进一步将欧央行首次降息时点预期提早至 6 月或之前。维持全年美元指数中枢 105 高位的预测不变，海外“鹰鸽背离”时点可能通过人民币被动贬值压力对我国央行宽松操作形成掣肘。财政政策走向国内宏观经济政策组合前台是更接近内外均衡的选择。**
- ◆ **风险提示：**美联储紧缩程度超预期风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

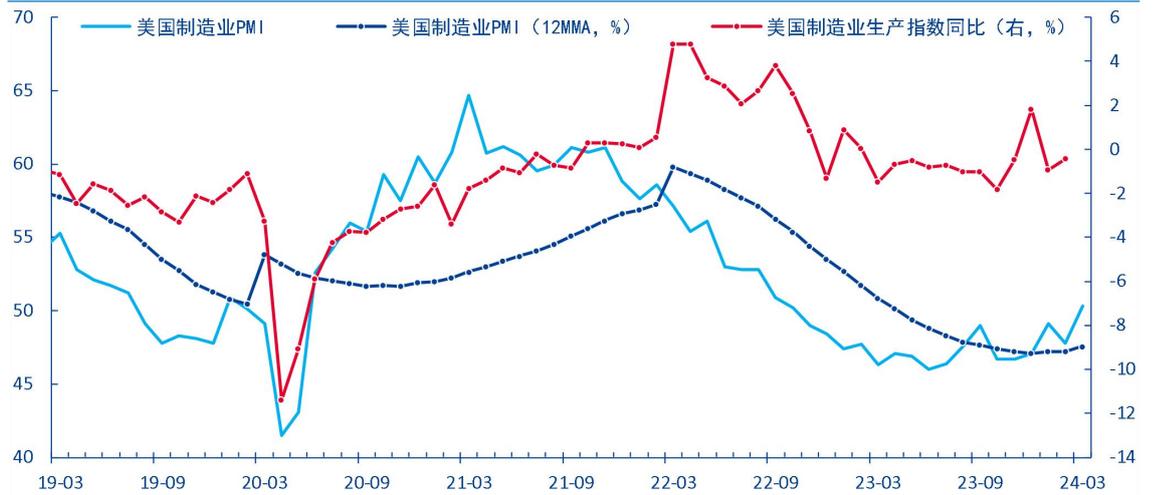
zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

- PMI 为何突升？能否持续？——PMI 点评（24.3） 2024.3.31
- 美 GDP 上修欧日放鸽，地产边际放松仍看需求——华金宏观·双循环周报（第 51 期） 2024.3.30
- 闰年叠加低基数，利润增速仍放缓——工业企业利润点评（2024.1-2） 2024.3.27
- CNH 突发贬值：成因、脉络与走向——汇率专题报告暨双循环周报（第 50 期） 2024.3.23
- 利刃出鞘 暂藏锋芒——FOMC 会议点评（2024.3） 2024.3.21



图 1: 美国 3 月制造业 PMI 超预期大幅上行 (%)



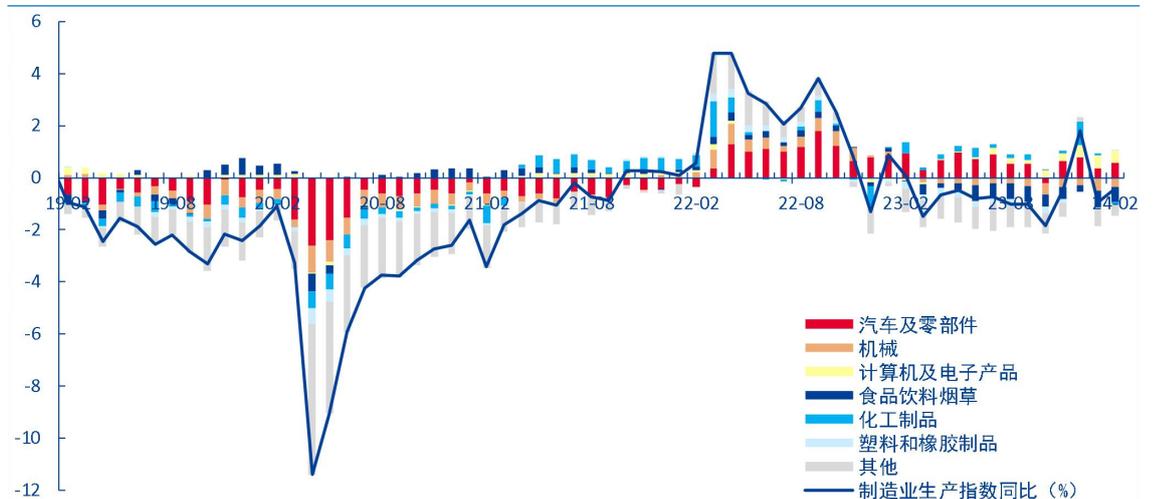
资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 2020.2-2021.3 年为两年平均增速

图 2: Fedwatch 美联储 6 月、12 月会后联邦基金利率目标预期 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 3: 美国制造业生产指数同比及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 2020.2-2021.3 年为两年平均增速

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn