

美国制造业 PMI 和薪资升幅为何背离？

主要结论：

一、美国制造业 PMI 和薪资升幅为何背离？

- **2007 年至今美国 ISM 制造业 PMI 与美国薪资同比升幅出现过 3 次背离：**从历史数据来看，两者的背离出现的频率较高，在 2007-2009 年、2014-2015 年也曾出现过背离。
- **ISM 制造业 PMI 领先薪资增幅大概 1 年时间。**从逻辑层面思考，由于制造业 PMI 一般代表经济增长动能，当动能出现走弱（尤其从扩张转向收缩）时，经济增长才会减速。而当经济减速到一定阶段时，劳动力市场可能才会出现走弱，薪资增长减速、失业率上升。
- **新订单分项收缩程度加剧，预示 ISM 制造业 PMI 下行幅度将加深。**当前密歇根大学消费者信心指数、国债收益率曲线倒挂、工业产能利用率、扣除交通运输的耐用品订单等等均显示出经济增长动能减弱的信号，恐慌情绪的蔓延可能会加剧经济脆弱的那一面，从而蔓延到消费以及就业。
- **滞后性和结构性失业因素导致制造业 PMI 与薪资增幅的背离被放大。**就业分项与制造业薪资增幅的相关性并不高，原因可能包括两点：一是劳动力市场的薪资对就业的影响存在滞后性，二是当前美国的劳动力市场可能结构性失业因素较高。
- **当前薪资增幅疲软已初现端倪。**目前虽然工资水平高于通货膨胀水平，但工资增长仍然停滞不前，因此实际薪水平均增长在 6 个月的滚动平均值中其实呈下行走势。

二、美国 JOLTs 低于预期，通胀以及消费高于预期

1. **美国 7 月 JOLTs 职位空缺数低于预期：**批发贸易和联邦政府为主要拖累。
2. **美国 8 月 PPI 同比高于预期：**服务价格上行抵消了大部分商品价格的下滑。
3. **美国 8 月核心 CPI 同比好于预期：**医疗保健成本大幅上升为主要提振。
4. **美国 8 月零售销售超预期：**主要受到机动车及其零部件的销售提振。
5. **美国 9 月密歇根大学消费者信心指数高于预期：**消费者信心指数从 8 月份的大幅下滑中小幅反弹，为特朗普当选以来的第三个最低水平。

三、本周重点关注 FOMC 会议、联储制造业指数和房地产数据

- **财经事件：**美联储公布利率决议，同时公布经济预期和加息点阵图、日本央行公布利率决议、召开发布会和英国央行公布利率决议及会议纪要。
- **财经数据：**美国 9 月纽约联储、费城联储制造业指数、美国 8 月工业产出月率、美国 8 月营建许可月率、美国 8 月成屋销售年化总数。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

风险提示：

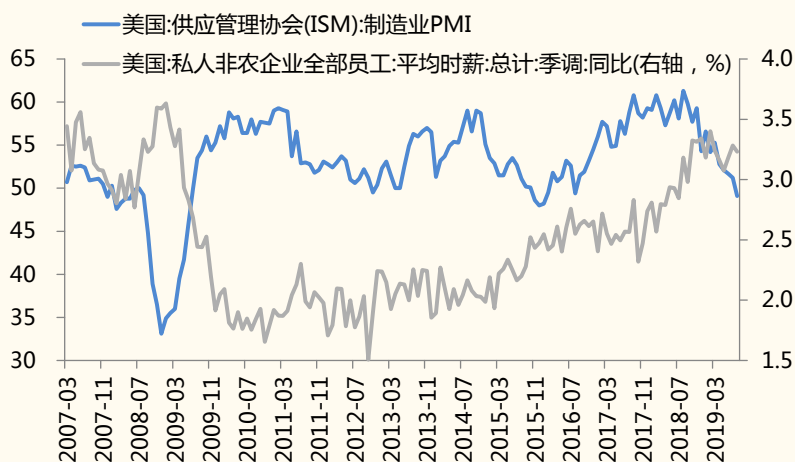
- 美联储货币宽松力度不及预期，导致经济向下压力的累积。
- 中美贸易摩擦升温，导致全球经济受到负面影响较大。
- 新兴市场动荡拖累全球经济进一步走弱。

正文如下：

一、美国制造业 PMI 和薪资升幅为何背离？

2007 年至今美国 ISM 制造业 PMI 与美国薪资同比升幅出现过 3 次背离。美国供应管理协会 9 月 3 日晚间公布的数据显示，美国 8 月 ISM 制造业 PMI 为 49.1，自 2016 年 8 月以来首次跌破 50 的荣枯线。同时，9 月 6 日美国劳工部公布数据显示，美国 8 月份薪资同比升幅为 3.23%，仍处于近几年的高位。一方面，美国制造业 PMI 已经陷入收缩区间；另一方面，薪资增速仍处于相对高位；两者出现一定程度的背离。从历史数据来看，两者的背离出现的频率较高，在 2007-2009 年、2014-2015 年也曾出现过背离。

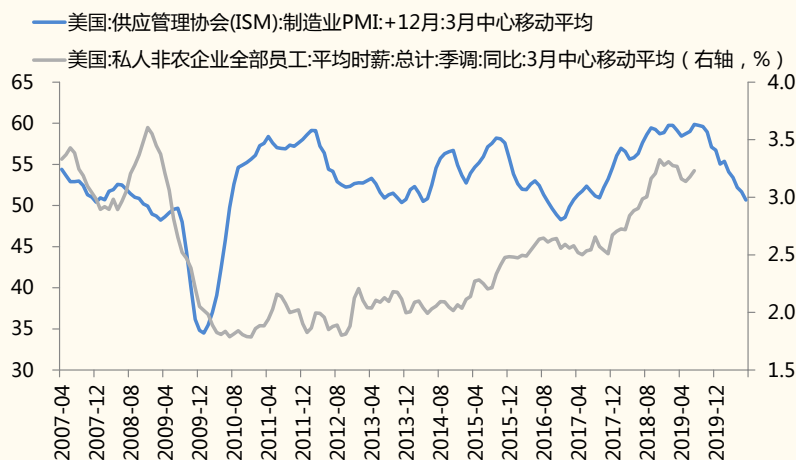
图表 1：当前美国 ISM 制造业 PMI 与薪资同比升幅出现背离



来源：Wind，国金证券研究所

ISM 制造业 PMI 领先薪资增幅大概 1 年时间。将 ISM 制造业 PMI 后置 1 年，并做平滑处理后，发现其与薪资增幅的数据契合度有所提高，两者大概存在 1 年左右的时滞。从逻辑层面思考，由于制造业 PMI 一般代表经济增长动能，当动能出现走弱（尤其从扩张转向收缩）时，经济增长才会减速。而当经济减速到一定阶段时，劳动力市场可能才会出现走弱，薪资增长减速、失业率上升。

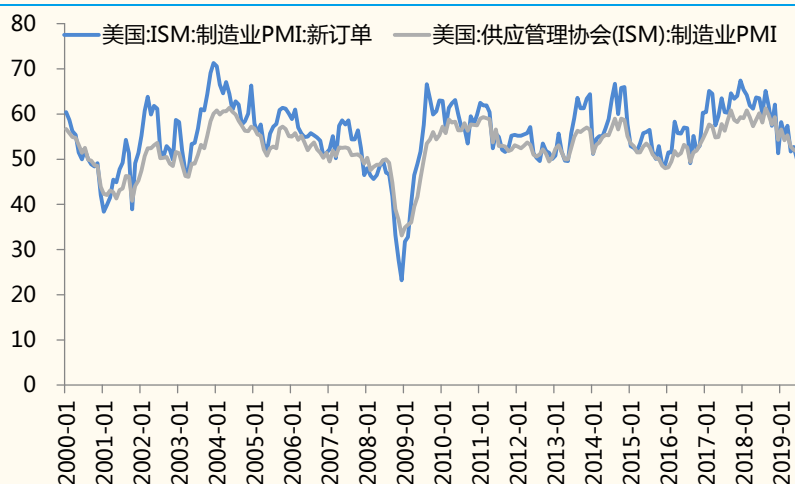
图表 2：将 ISM 制造业 PMI 后置平滑处理后，发现其领先薪资增幅 1 年左右



来源：Wind，国金证券研究所

新订单分项收缩程度加剧，预示 ISM 制造业 PMI 下行幅度将加深。最新公布的美国 8 月 ISM 制造业 PMI 中，新订单分项从上月的 50.8 跌至 47.2，收缩程度明显加剧，这势必对下一期的制造业 PMI 数据中的产出、交付、库存等数据形成负向影响，从而导致 ISM 制造业 PMI 进一步下行。此外，当前密歇根大学消费者信心指数、国债收益率曲线倒挂、工业产能利用率、扣除交通运输的耐用品订单等等均显示出经济增长动能减弱的信号，恐慌情绪的蔓延可能会加剧经济脆弱的那一面，从而蔓延到消费以及就业。

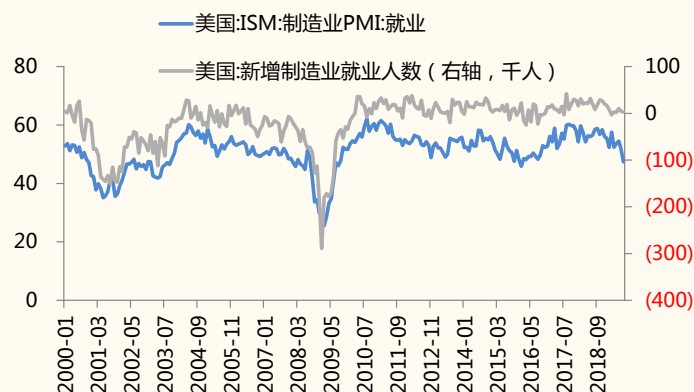
图表 3：新订单分项收缩程度加剧，预示 ISM 制造业 PMI 下行幅度将加深



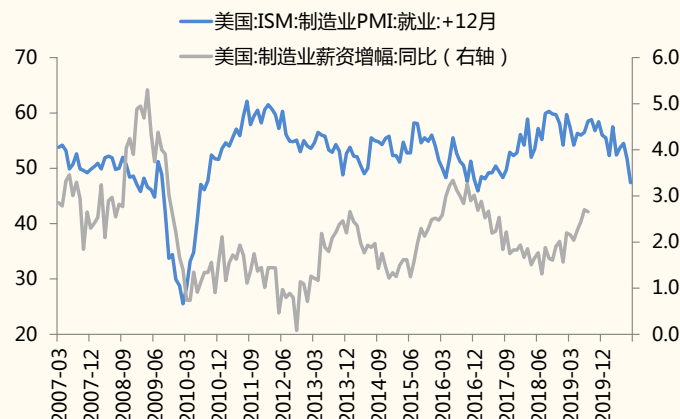
来源：Wind，国金证券研究所

滞后性和结构性失业因素导致制造业 PMI 与薪资增幅的背离被放大。ISM 制造业 PMI 中的就业分项与非农就业报告中的新增制造业就业人数相关性较高，但与薪资增幅的相关性并不高。ISM 制造业 PMI 中的就业调查数据，与非农就业报告的新增制造业就业人数相关性较高，两者走势较为一致。但是，就业分项与制造业薪资增幅的相关性并不高，原因可能包括两点：一是劳动力市场的薪资对就业的影响存在滞后性，二是当前美国的劳动力市场可能结构性失业因素较高。这背后的逻辑是新增劳动力向生产率和工资水平较低的行业聚集，金融危机之后服务生产部门的就业人数占比逐年提升，导致的结果是薪资增幅一直都处于停滞不前或者是缓慢增长的情况，而当前虽然制造业表现疲软，但是服务业仍然保持良好，导致进一步对薪资有一定的支撑。

图表 4：PMI 中的就业分项与非农新增制造业就业人数相关性较高



图表 5：就业分项与薪资增幅的相关性并不高



来源: Wind, 国金证券研究所

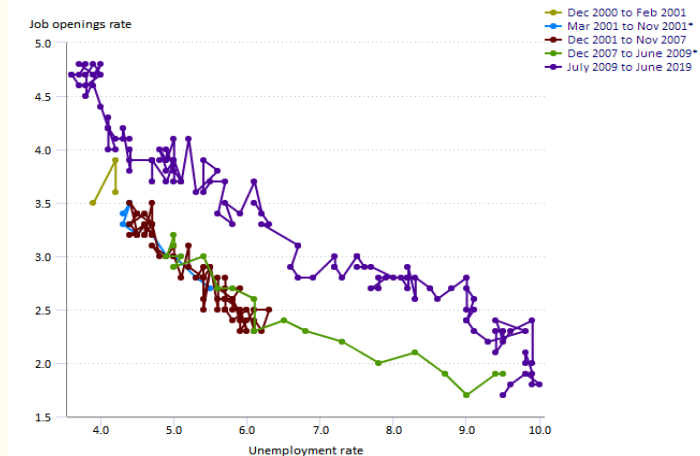
图表 6: 制造业职位空缺率处于历史高位



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

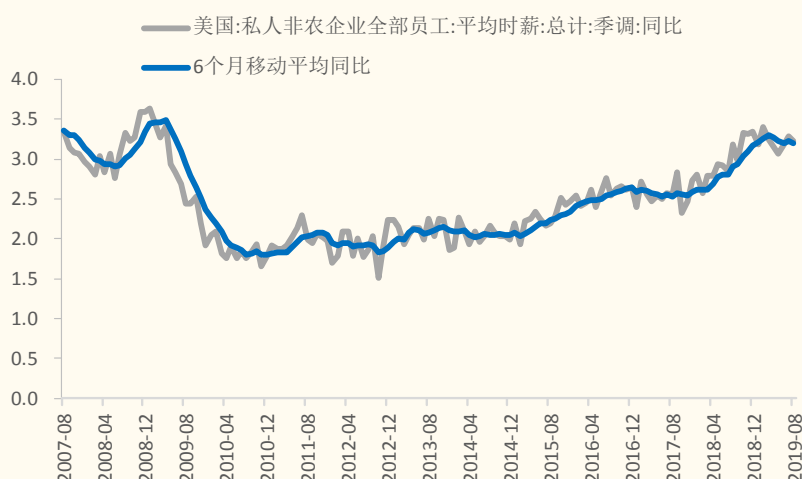
图表 7: 贝弗里奇曲线显示美国劳动力市场存在结构性失业



来源: Wind, 国金证券研究所

当前薪资增幅疲软已显。8 月非农就业人数增加了 13 万, 失业率维持在 3.7%, 接近 50 年来的最低水平, 与过去 3 个月持平。尽管如此, 就业增长正在降温, 工资增长也停留在最近几个月的水平, 并且有一些证据表明贸易战正在对工厂工作造成影响。数据显示, 美国私人非农企业全部员工平均每周工时同比增速为-0.3%, 其中制造业每周工时同比增速为-1.0%。目前虽然工资水平高于通货膨胀水平, 但工资增长仍然停滞不前, 实际薪资 6 个月的滚动平均值已拐头向下。

图表 8: 美国私人非农企业全部员工平均时薪 6 个月移动均值同比已经回落



来源: Wind, 国金证券研究所

二、美国 JOLTs 低于预期, 通胀以及消费高于预期

1、美国 7 月 JOLTs 职位空缺数低于预期

美国劳工部周二公布的数据显示，美国 7 月 JOLTS 职位空缺 721.7 万人，低于预期的 733.1 万人，并低于前值 734.8 万人。美国 7 月职位空缺连续第二个月下降。

批发贸易和联邦政府部门为主要拖累。从分类行业来看，批发贸易的职位空缺数量减少了 5.5 万个，而联邦政府的职位空缺水平下降 1.1 万个，教育和健康服务职位空缺数增加了 1.6 万人；休闲娱乐职位空缺数增加了 2.9 万人；信息行业的职位空缺数量增加了 4.2 万个；采矿和伐木行业新增职位空缺 1.1 万个；建筑业职位空缺数增加了 4.2 万。从主动离职方面来看，7 月主动离职数量上升至 360 万，较 6 月增长 13 万。其中，私人部门新增主动离职数量增长 12.7 万，而政府部门基本维持不变。

2、8 月 PPI 同比高于预期

9 月 11 日晚间美国劳工部公布数据显示，美国 8 月 PPI 同比 1.8%，高于预期 1.7%，并高于前值 1.7%。美国 8 月 PPI 环比 0.1%，高于预期 0%，但低于前值 0.2%；美国 8 月核心 PPI 同比 2.3%，高于预期 2.2%，并高于前值 2.1%。美国 8 月核心 PPI 环比 0.3%，高于预期 0.2%，并高于前值 -0.1%。

8 月环比 PPI 上涨主要受益于服务价格上行抵消了大部分商品价格的下滑。8 月服务价格上涨 0.3%，其中客房住宿费激增 6.4%，为 2009 年 4 月以来最大增幅。8 月医疗保障服务价格环比上涨 0.2%，高于前值 0.1%，8 月批发能源价格在前一个月反弹 2.3% 后下跌 2.5%，批发食品价格在上个月上涨 0.2% 后下跌 0.6%。金融市场完全定价于美国央行 9 月 17 日至 18 日政策会议的降息，其背景是美国和中国之间的贸易紧张局势酝酿，这已经削弱了商业信心，并使美国 and 全球制造业陷入衰退。

3、美国 8 月核心 CPI 同比好于预期

9 月 12 日晚间美国劳工部公布数据显示 8 月美国 CPI 环比上涨 0.1%，持平于预期，但低于前值的 0.3%，美国 8 月核心 CPI 环比上涨 0.3%，与前值持平且高于预期的 0.2%；8 月核心 CPI 同比上涨 2.4%，高于预期的 2.3% 和前值 2.2%，并创 2018 年 7 月以来最大同比涨幅。

医疗保健成本大幅上升为主要提振。分类数据显示，8 月医疗保健指数环比上涨 0.7%，为 2016 年以来最大月度涨幅，其中，医疗保险价格环比上涨 1.9%，同比上涨 18.6%，同比涨幅创 2005 年有纪录以来最高。8 月美国二手车价格环比上涨 1.1%，但美国新车价格下降 0.1%，为连续两个月下降；租房成本环比上涨 0.2%，美国服装价格也环比上涨 0.2%；8 月娱乐指数上涨 0.5%；8 月美国能源价格环比下跌 1.9%，其中汽油价格环比下跌 3.5%。

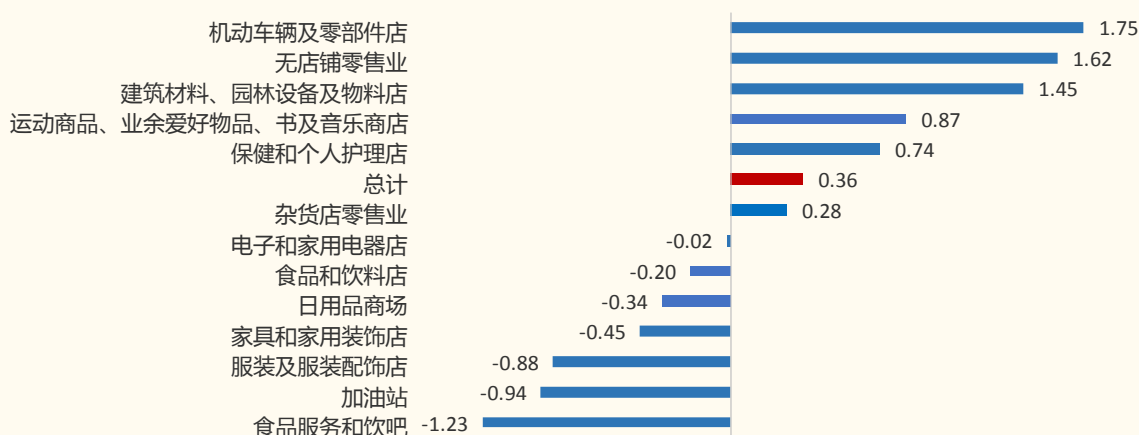
4、美国 8 月零售销售环比高于预期

9 月 13 日晚间美国商务部公布数据显示美国 8 月零售销售月率为 0.4%，高于预期的 0.2%，但低于前值 0.8%；美国 8 月核心零售销售月率为 0.0%，低于预期

的 0.1%和前值 1%。

8 月零售销售超预期主要受到机动车及其零部件的销售提振。分类数据显示，机动车及零件销售环比增加 1.8%，高于前值 0.1%；建筑材料、园林设备及物料店销售环比上升 1.45%，高于前值 1.0%；无店铺零售业销售环比增长 1.6%，略低于前值 1.7%；家具店销售环比下滑 0.5%，低于前值 0.0%；食品与饮料商店跌 0.2%，低于前值增加的 1.4%；加油站销售环比下跌 0.9%，低于前值增加的 1.4%；服装店销售环比下跌 0.9%，低于前值上升的 1.3%。由于零售销售占据美国经济比重 2/3，当前消费者支出可能会持续对经济起到支撑作用，但需要注意的是在贸易和全球经济增速疲软的外部压力下，消费存在进一步回落的可能。

图表 9：8 月零售销售环比分项



来源：Wind，国金证券研究所

5、美国 9 月密歇根大学消费者信心指数高于预期

9 月 13 日晚间公布的美国 9 月密歇根大学消费者信心指数初值为 92，高于预期 90.8 并高于前值 89.8；美国 9 月密歇根大学预期指数初值为 82.4，低于预期的 85.2，但高于前值 79.9；美国 9 月密歇根大学现况指数初值为 106.9，低于预期的 107.8，但高于前值 105.3。美国 9 月密歇根大学 1 年期通胀率预期初值为 2.8%，高于前值 2.7%；美国 9 月密歇根大学 5-10 年期通胀率预期初值为 2.3%，低于前值 2.6%。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10078

