

关税影响加剧，PMI 跌破枯荣线

——2019 年 8 月美国制造业 PMI 点评

宏观简报

美国 8 月 ISM 制造业 PMI 跌至 49.1，为 2016 年以来首次跌破枯荣线，超出市场预期。从分项看，几乎所有指标都陷入萎缩，其中出口下滑的幅度最大，表明贸易因素的影响加剧。历史经验显示，ISM PMI 跌破 50 会增加美联储降息的概率，但不一定意味着经济衰退。当前美国劳动力市场和消费数据也尚未恶化。联储内部对降息分歧严重，**疲弱的 PMI 或令鸽派观点变得更有说服力，增强货币宽松预期。**对资本市场而言，制造业超预期放缓增添担忧，令美股承压，美债、黄金等避险资产受益。

分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)

021-52523808

zhangwenlang@ebsecn.com

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)

021-52523806

liuzn@ebsecn.com

美国 8 月 ISM 制造业 PMI 跌至 49.1 (前值 51.2)，为 2016 年以来首次跌破 50 的枯荣线。对此我们点评如下：

第一，**这份数据超出市场预期**。尽管市场对贸易摩擦升级、美国制造业难以幸免已早有预期，但此次 PMI 下跌幅度之大，且直接跌破枯荣线，令市场感到意外。早前公布的 8 月 Markit PMI 终值由 49.9 修正为 50.3，地方联储的制造业指标有好有坏，均未显示出大幅恶化的趋势。正因此，ISM PMI 的跳水属于超预期事件。

第二，**从分项来看，几乎所有指标都陷入萎缩，其中出口降幅最大**。新订单、产出、就业指数纷纷降至 50 以下，均为 2016 年来首次。出口订单下滑最多，从 48.1 降至 43.3，进口指数也从 47 下滑至 46。这表明全球贸易萎缩、关税升级对美国企业的影响越来越大 (表 1)。

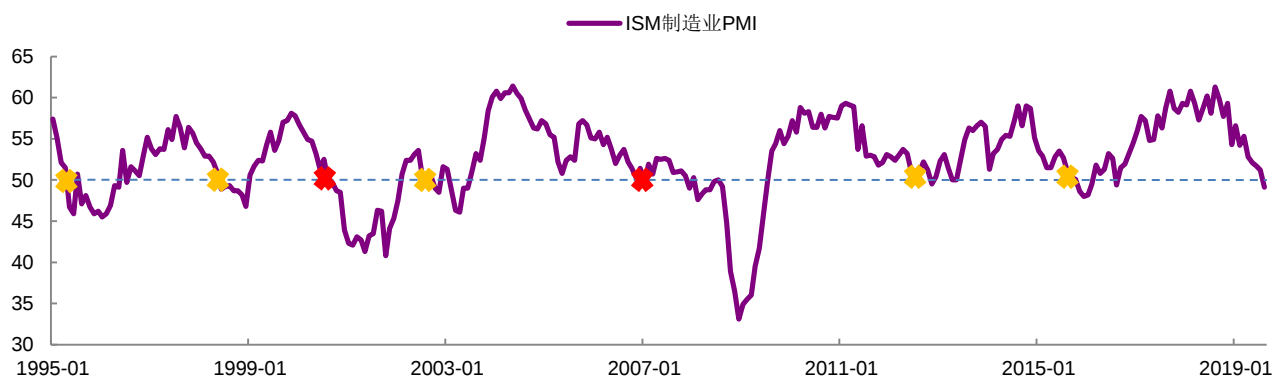
表 1：美国 8 月 ISM 制造业 PMI 主要分项数据

指标	8 月数据	7 月数据	变化方向
PMI	49.1	51.2	萎缩
新订单	47.2	50.8	萎缩
产出	49.5	50.8	萎缩
就业	47.4	51.7	萎缩
供应商交货	51.4	53.3	放缓
库存	49.9	49.5	较低
物价	46.0	45.1	下降
出口订单	43.3	48.1	萎缩
进口	46.0	47.0	萎缩

资料来源：Wind

第三，**从历史经验看，ISM PMI 跌破 50 会增加美联储降息的概率，但不一定意味着经济衰退**。1995 年以来，ISM PMI 共有 7 次跌破 50 (不包括这一次)，其中 6 次美联储都转向宽松的货币政策 (降息、推出 QE、或者推迟加息)，但只有 2 次美国经济陷入了衰退 (图 3)。当前的情况是，美国生产和投资指标不断走弱，但劳动力市场和消费数据尚未恶化。

图 3：美国 ISM 制造业 PMI 走势



资料来源：Wind。注：图中红色标记代表 PMI 下滑后经济最终走向衰退，黄色标记代表 PMI 下滑后经济只是走弱，并无衰退。时间截止 2019 年 8 月。

对美联储而言，**PMI 疲弱会令内部的鸽派声音变得更具有说服力**。我们在之前的报告中指出，当前美联储内部分歧严重，FOMC 票委中既有赞成降息者，也有极力反对者，而 PMI 走弱会让赞成降息的观点占据上风，增强货币宽松的预期。

对资本市场而言，**放缓的 PMI 增添市场的担忧，加重避险情绪**。尽管一个月的数据可能存在波动，但当前美国市场情绪较为低落，任何负面消息都会令风险资产承压。PMI 公布后，美股下跌，10 年期美债收益率重挫，美油跳水，黄金跳涨，市场避险情绪浓厚。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益

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_10351

