

怎么看美国 ISM 和 Markit 制造业 PMI 的背离？

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第 93 期 (2019.12.02-2019.12.06)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 刘娟秀 (分析师)

证书编号: 010-83561312

S0280517100001 liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人)

18046221202

xingshuguang@xsdzq.cn 证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

钟奕昕 (联系人)

18070182515

证书编号: S0280118040021

证书编号: S0280118060007

● 怎么看美国 ISM 和 Markit 制造业 PMI 的背离？

美国 11 月 ISM 制造业 PMI 超预期回落至 48.1%，连续 4 个月位于荣枯线以下；Markit 制造业 PMI 终值则表现强劲，超预期回升至 52.6%。那么美国 ISM 和 Markit 制造业 PMI 数据为什么出现背离？背离时更应关注哪个？

自 2012 年以来，两种 PMI 指标的走势大体一致。但 ISM 制造业 PMI 的波动幅度和区间较 Markit 更大。目前 Markit 制造业 PMI 高于 ISM 制造业 PMI，是有记录以来的最高水平。两者之间的差异主要是由于样本选择和调查统计方式上的差异。

在样本选取上，ISM 调查规模较大的跨国公司，而 IHS Markit 调查的是不同公司规模的代表性组合。ISM 根据对 400 多家企业的采购主管进行商业调查来编制，偏主观；而 Markit 则根据对美国 800 多家企业的实际业务状况调查结果来编制，偏客观。今年以来，在全球经济增速放缓、贸易局势不确定的背景下，市场对于经济前景的主观情绪是担忧的，ISM 通过对企业采购主管调查得出的主观结果偏弱；然而美国经济基本面数据表现相对稳健，Markit 通过实际业务操作状态得出的调查结果则更加平稳。

在指数统计编制方式上，两个指标构建的组成部分相同，即包括制造业产出、新订单、制造业就业、库存以及供应商交货时间。但 ISM 给这 5 个组成部分赋予相同权重；而 Markit 则给前瞻性组成部分赋予更高的权重，即新订单（30%）、制造业产出（25%）、制造业就业（20%）、供应商交货（15%）、库存（10%）。

尽管美国 11 月 Markit 制造业 PMI 展现的信息更为乐观，但数据公布当日美股出现大幅下跌，表明美国市场对 ISM 制造业 PMI 的关注度更高。一部分原因是由于 ISM 数据存在的时间更长，美国市场对 ISM 数据更加熟悉、更为依赖。并且有一些美国经济学家倾向于认为 ISM PMI 和其他制造业指标关系更密切，那么事实是否真的如此？

根据我们对 ISM 和 Markit 的制造业 PMI 与美国各项工业生产指标之间的交叉相关系数的检验结果，ISM 制造业 PMI 与此次检验的各项指标的相关性比 Markit 的相关性更强。并且 ISM 制造业 PMI 领先于工业总体产出指数同比、工业总产值同比以及产能利用率，而制造业 PMI 相对于制造业新订单同比和耐用品新增订单同比则是滞后变量。

美国 11 月制造业新增就业 5.4 万人，但 ISM 制造业就业指数却回落至 46.6%。美国 11 月制造业就业人数回升，主要是由于此前罢工的通用汽车工人在 10 月底复工。而 ISM 对 18 个行业的 400 多家企业的采购主管进行调查，且不是针对就业人数的调查，只是询问就业人数较上月是否变化。因此，制造业新增就业人数和 ISM 制造业就业指数背离，只能说明通用汽车就业较上月增加，但是更多的制造业企业就业人数较上月减少，而由于通用汽车新增就业人数较大，导致整体制造业的就业人数在上升。

ISM 制造业 PMI 具有一定的前瞻性，而且虽然美国制造业增加值占 GDP 比重不大，但是很有代表性。目前 ISM 制造业 PMI 指数自 2018 年 9 月开始下降，而且目前已连续四个月低于荣枯线，这也和美国生产指数增速从 2018 年四季度开始下滑、2019 年 9 月以来为负，以及产能利用率自 2018 年末开始下相符合，这意味着美国经济周期确实存在向下调整的风险。不过，美国劳动力市场韧性仍存，薪资增速稳健增长，将有助于拉动消费增长，未来消费支出仍将是美国经济的重要支撑，加上降息的刺激作用，美国经济或不至于陷入严重衰退。

● 美国 11 月非农就业报告表现超预期向好

美国 11 月非农就业人口超预期增加 26.6 万人。其中制造业新增就业大幅回升 5.4 万人，反映了罢工工人的回归。此外，美国 11 月失业率降至 3.5%，每小时工资同比涨幅 3.1%，劳动参与率小幅回落至 63.2%。

● 商品指数全面上涨

上周前半周受全球避险情绪升温，ISM 制造业 PMI 连续超预期下滑导致市场对美国经济前景担忧，美股大跌，支撑贵金属价格走高。之后基本面情绪有所好转，11 月非农就业数据超预期向好，利空贵金属价格。钢材库存及高炉开工率回升，利空钢价。美国原油库存超预期减少，中美贸易局势有所好转，OPEC+ 同意加大减产力度，原油价格回升。

● 风险提示：美联储货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品：美联储降息预期降温

2019-11-24

国际经济及大宗商品：美国 10 月零售销售超预期

2019-11-17

国际经济及大宗商品：近期人民币升值的原因

2019-11-10

国际经济及大宗商品：非农就业超预期增长，美国经济展示韧性

2019-11-03

国际经济及大宗商品：美国货币政策泰勒规则失效了吗

2019-10-27

国际经济及大宗商品：IMF 下调世界经济增速预期

2019-10-20

国际经济及大宗商品：美联储宣布重新扩表，可以实现“一石多鸟”

2019-10-13

国际经济及大宗商品：美国新增就业放缓，10 月降息概率仍较大

2019-10-07

国际经济及大宗商品：欧洲经济怎么看

2019-09-29

国际经济及大宗商品：自愿准备金目标框架

2019-09-22

国际经济及大宗商品：重启 QE 并降息，欧央行超预期货币宽松

2019-09-15

国际经济及大宗商品：美国新增非农就业人数放缓，但鲍威尔仍比较乐观

2019-09-08

国际经济及大宗商品：英国“无协议脱欧”风险加剧

2019-09-01

国际经济及大宗商品：美联储将采取适当行动，维持美国经济扩张

2019-08-25

目 录

1、 怎么看美国 ISM 和 Markit 制造业 PMI 的背离？	4
2、 国外经济形势一周综述	6
3、 汇率走势一周综述	8
4、 商品价格走势一周综述	9
4.1、 商品指数悉数上行	9
4.2、 国际黄金价格走低	10
4.3、 金属价格涨跌互现	10
4.4、 能源化工产品价格涨跌不一	12
4.5、 农产品价格多数上行	14

图表目录

图 1: 美国制造业 PMI 背离 (%)	4
图 2: 美国新增非农就业人口 (千人)	6
图 3: 美国失业率 (%)	6
图 4: 美国劳动参与率 (%)	7
图 5: 美国薪资环比增速 (%)	7
图 6: 美国耐用品订单环比增速 (%)	7
图 7: 欧元区 Markit 制造业 PMI (%)	7
图 8: 欧元区 GDP (%)	7
图 9: 欧元区零售销售 (%)	7
图 10: 南华商品指数周度涨跌幅	9
图 11: 上周黄金价格走势	10
图 12: 美元指数走势	10
图 13: 高炉开工率 (%)	11
图 14: 当周螺纹钢库存 (万吨)	11
图 15: 全国主要钢材品种库存 (万吨)	11
图 16: 铁矿石港口库存 (万吨)	11
图 17: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨)	11
图 18: 上期所阴极铜库存(吨)	11
图 19: 焦化企业开工率 (%)	12
图 20: 独立焦化企业焦炭总库存 (万吨)	12
图 21: 港口焦炭库存 (万吨)	13
图 22: 国内样本钢厂焦炭库存(万吨)	13
图 23: 下游发电集团煤炭库存 (万吨)	13
图 24: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨)	13
图 25: 6 大发电厂煤炭库存可用天数	13
图 26: 港口煤炭库存 (万吨)	13
图 27: 国际原油期货价格走势 (美元/桶)	14
图 28: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶)	14
表 1: ISM 与 Markit 制造业 PMI 与美国各项工业生产指标相关系数	5
表 2: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.12.02-2019.12.06)	8
表 3: 商品指数总览 (2019.12.02-2019.12.06)	9
表 4: 国际黄金价格走低 (2019.12.02-2019.12.06)	10

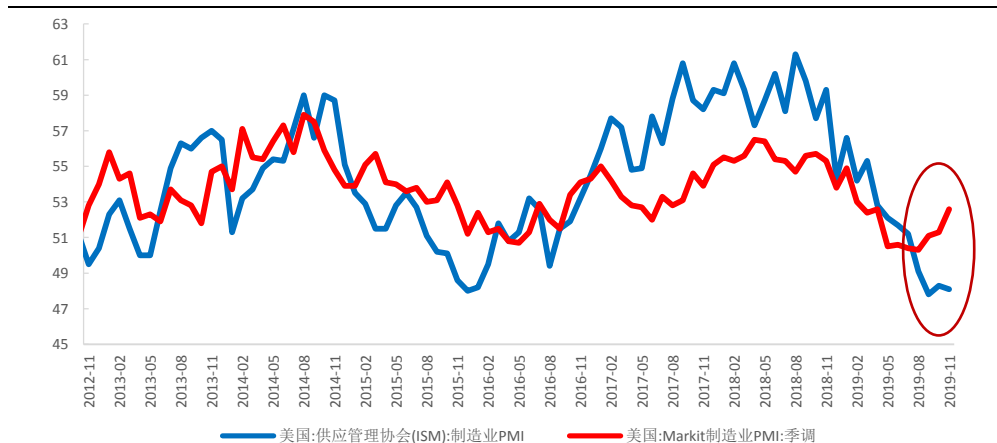
表 5: 金属价格涨跌互现 (2019.12.02-2019.12.06)	10
表 6: 能源化工产品价格涨跌不一 (2019.12.02-2019.12.06)	12
表 7: 农产品价格多数上行 (2019.12.02-2019.12.06)	14

1、怎么看美国 ISM 和 Markit 制造业 PMI 的背离？

12月3日，美国11月ISM和Markit制造业PMI数据相继公布。数据显示，美国11月ISM制造业PMI超预期回落至48.1%，连续4个月位于荣枯线以下，不及前值48.3%和预期49.2%。反观Markit制造业PMI终值则表现强劲，超预期回升至52.6%，高于预期和前值的52.2%。那么美国ISM和Markit制造业PMI数据为什么出现背离？背离时更应关注哪个？

从2012年以来的总体走势来看，两种PMI指标的走势大体一致。但很明显能看出，ISM制造业PMI的波动幅度和区间较Markit制造业PMI更大。在2017年和2018年，ISM指数明显高于Markit指数，而从2019年年中开始，美国ISM和Markit的制造业PMI数据就出现了趋势上的背离，ISM指数走低而Markit指数回升。目前Markit制造业PMI高于ISM制造业PMI，是有记录以来的最高水平。两者之间的差异主要是由于样本选择和调查统计方式上的差异。

图1：美国制造业PMI背离（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

在样本选择方面，两者在样本选取和覆盖范围上有区别。总体来看，ISM样本范围较小，结果更偏主观；而Markit样本范围较大，结果更偏客观。在样本选取上，ISM数据关注的是规模较大的跨国公司（larger multinationals），而IHS Markit调查的是不同公司规模的代表性组合（representative mix of company size），且仅限于美国当地工厂。ISM更能反映较大公司的业务状况，而中小企业的代表比例较低；相比之下，Markit的调查则包含各种规模公司的适当组合。这意味着2019年年中以来，以美国为中心的中小企业的表现要优于大型国际企业。

两者覆盖的样本范围和调查对象也不同。ISM根据对400多家企业的**采购主管**进行商业调查来编制，而Markit则根据对美国800多家企业的**实际业务状况(factual information)**调查结果来编制，Markit的样本量几乎是ISM的两倍。此外，ISM是对于意见或期望的调查，其调查结果更偏主观；而Markit只询问事实信息，其调查结果与经济的官方结构密切相关。采购主管对于经济变化的感知更为灵敏，甚至领先于实际数据，这也在一定程度上解释了两个PMI指数为什么背离。今年以来，在全球经济增速放缓、贸易局势不确定的背景下，市场对于经济前景的主观情绪是担忧的，ISM通过对企业采购主管调查得出的主观结果偏弱；然而美国经济基本面数据表现相对稳健，Markit通过实际业务操作状态得出的调查结果则更加平稳。

在指数统计编制方式上，两个指标构建的组成部分相同，但对于每个部分赋予的权重不同。两项调查都使用了扩散指数的计算方式，即50%（荣枯线）表示与前

一个月相比没有变化。两者构建的 PMI 指标源自 5 个独立调查问题，包括制造业产出、新订单、制造业就业、库存以及供应商交货时间。但需要注意的是，ISM 使用的是这 5 个组成部分的平均值，即给每个部分赋予的权重相同；而 Markit 则给前瞻性组成部分赋予更高的权重，即新订单（30%）、制造业产出（25%）、制造业就业（20%）、供应商交货（15%）、库存（10%）。这些权重的区别可能是导致两个 PMI 之间差异的原因之一。此外，Markit 指数编制还使用了特定的季节性调整，每月计算一次，使其数据更为平滑。

此外，尽管美国 11 月 Markit 制造业 PMI 展现的信息更为乐观，但数据公布当日美股出现大幅下跌，市场做出了更为悲观的解读，表明美国市场对 ISM 制造业 PMI 的关注度更高。一部分原因是由于 ISM 数据存在的时间更长，美国市场对 ISM 数据更加熟悉、更为依赖。并且有一些美国经济学家倾向于认为 ISM PMI 和其他制造业指标关系更密切，那么事实是否真的如此？

我们分别计算了 ISM 和 Markit 的制造业 PMI 与美国各项工业生产指标之间的交叉相关系数，来验证两种制造业 PMI 与工业生产指标之间的相关性差异。检验结果（表 1）表明，ISM 制造业 PMI 与此次检验的各项指标的相关性比 Markit 制造业 PMI 的相关性更强。并且 ISM 制造业 PMI 领先于工业总体产出指数同比、工业总产值同比以及产能利用率，而制造业 PMI 相对于制造业新订单同比和耐用品新增订单同比则是滞后变量。

表1： ISM 与 Markit 制造业 PMI 与美国各项工业生产指标相关系数

	新增制造业 就业人数	工业总体产 出指数同比	工业总产 值同比	工业产能 利用率	制造业新增 订单同比	耐用品新增 订单同比	核心资本品 新增订单环 比
ISM 制造业 PMI	0.6089	0.6999 (+1)	0.5671 (+1)	0.6729 (+4)	0.6692 (-1)	0.5821 (-1)	0.6590
Markit 制造 业 PMI	0.5265	0.5241 (+1)	0.3979 (-1)	0.633 (+3)	0.4471 (-1)	0.4311 (-1)	0.3394

资料来源：Wind，新时代证券研究所 注：+1/-1 表示 PMI 指数领先/滞后于相关检验指标，选取 2012 年 4 月至 2019 年 10 月区间的数据。

相较于 11 月 ISM 制造业 PMI 分项中新订单和新出口订单均较 10 月显著回落，Markit 公布的报告相对乐观，Markit 调查得出的产出和新订单指数升至近 10 个月的高点，反映国内外客户的需求都在增强。而美国制造业新订单、耐用品新订单和核心资本品新订单同比均下滑，表明需求仍未显著回升，这与 ISM 对订单的描述相一致。Markit 数据虽表现较好，但其也在报告中警告称，商业信心仍旧低迷，全球贸易局势和美国政治的不确定性可能导致美国经济（制造业）放缓，生产者和消费者都可能推迟企业投资和支出，进而导致私人资本支出和消费者支出减弱，令美国经济承压。

美国 11 月新增非农就业人数超预期向好，制造业新增就业 5.4 万人，但 ISM 制造业就业指数却回落至 46.6%，位于收缩区间。但这两个看似矛盾的数据其实并不明显背离。美国 11 月制造业就业人数回升，主要是由于此前罢工的通用汽车工人在 10 月底复工，拉动汽车及零部件行业就业人数大幅回升 4.1 万人。而 ISM 对覆盖 18 个行业的 400 多家企业的采购主管进行调查，且不是针对就业人数的调查，只是询问就业人数较上月是否变化。因此，制造业新增就业人数和 ISM 制造业就业指数背离，只能说明通用汽车就业较上月增加，但是更多的制造业企业就业人数较上月减少，但由于通用汽车新增就业人数较大，导致整体制造业的就业人数在上升。

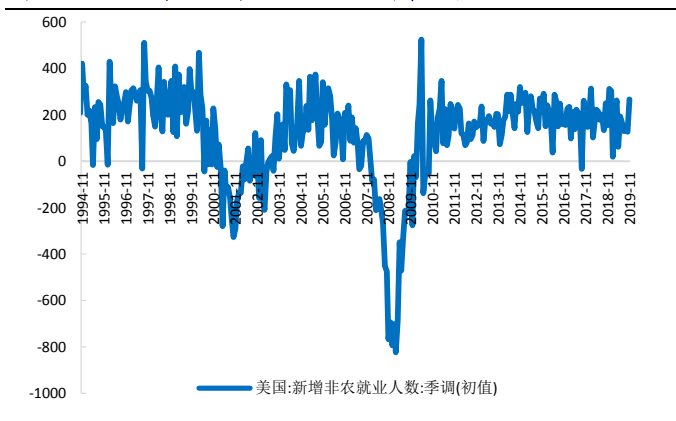
ISM 制造业 PMI 具有一定的前瞻性，而且虽然美国制造业增加值占 GDP 比重不大，但是很有代表性。目前 ISM 制造业 PMI 指数自 2018 年 9 月开始下降，而且目前已连续四个月低于荣枯线，这也和美国生产指数增速从 2018 年四季度开始下滑、2019 年 9 月以来为负，以及产能利用率自 2018 年末开始下相符合，这意味着美国经济周期确实存在向下调整的风险。不过，美国劳动力市场韧性仍存，薪资增速稳健增长，将有助于拉动消费增长，未来消费支出仍将是美国经济的重要支撑，加上降息的刺激作用，美国经济或不至于陷入严重衰退。

2、国外经济形势一周综述

美国 11 月非农就业报告表现超预期向好，表明美国就业市场依旧强劲。美国 11 月非农就业人口超预期增加 26.6 万人，10 月和 9 月的数据分别上修至 15.6 万人和 19.3 万人，共计上修 4.1 万人，修正后近三个月平均每月新增就业人口 20.1 万人，为近十个月以来的新高。分行业来看，制造业新增就业大幅回升 5.4 万人，扭转此前的负增长，反映了罢工工人的回归，其他行业中卫生保健 (+4.5 万)、休闲娱乐 (+4.5 万) 和专业技术服务 (+3.1 万) 的就业机会显著增加，而采矿业就业机会则减少 7000。此外，美国 11 月失业率降至 3.5%，略低于预期和前值的 3.6%；每小时工资同比涨幅 3.1%，略高于市场 3.0% 的预期；劳动参与率小幅回落至 63.2%。

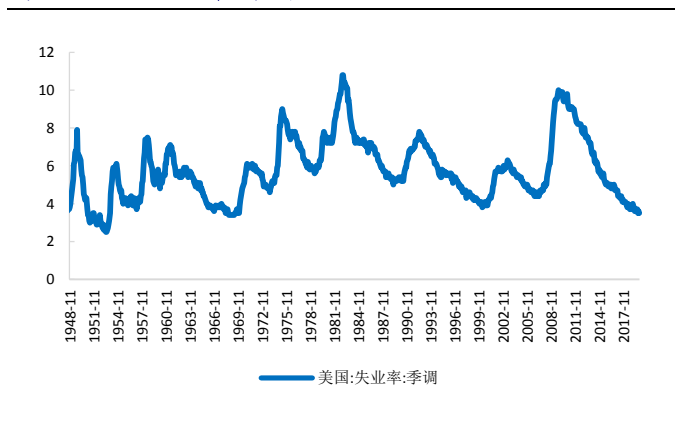
欧元区三季度 GDP 年率以及就业人数修正值与预期相符，但 10 月零售销售月率超预期下行。在欧元区面临全球贸易局势趋紧、英国脱欧不确定性的情况下，欧元区经济前景仍不乐观。欧元区三季度 GDP 年率修正值录得 1.2%，持平前值和预期。欧元区 10 月零售销售环比下行 0.6%，远不及前值 0.1% 和预期 -0.3%，创 2019 年以来的最大降幅。其中，家庭支出对欧元区经济的贡献最大，政府支出和资本投资都带来正向贡献，而贸易和库存变动则是负贡献。此外，欧元区制造业小幅回暖，欧元区 11 月制造业 PMI 小幅升至 46.9%，高于预期的 46.6%，但仍处于收缩区间，主要受信心改善并且新订单下滑放缓的提振。

图2： 美国新增非农就业人口（千人）



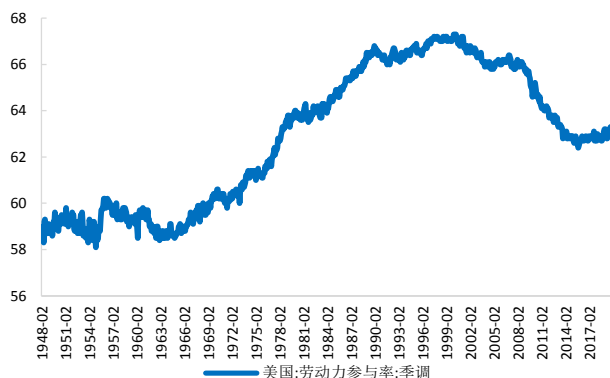
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 美国失业率（%）



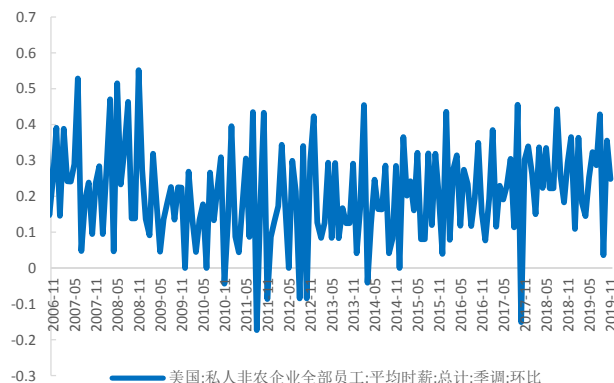
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4: 美国劳动参与率 (%)



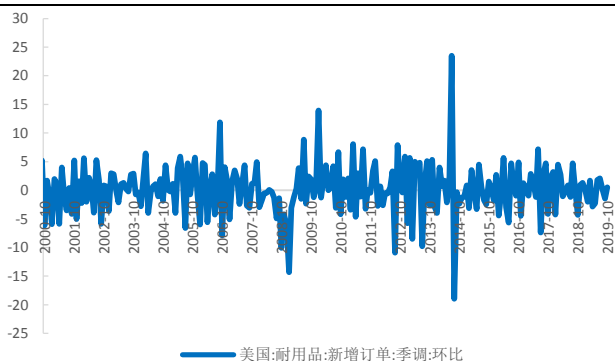
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图5: 美国薪资环比增速 (%)



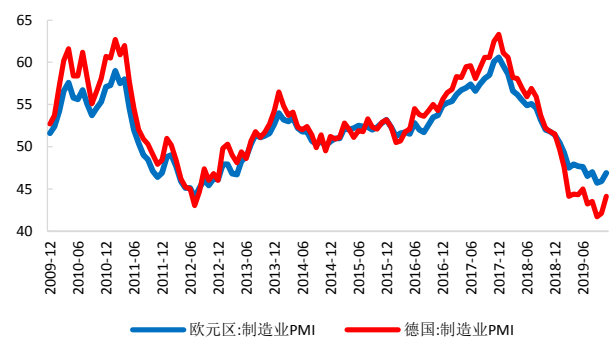
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图6: 美国耐用品订单环比增速 (%)



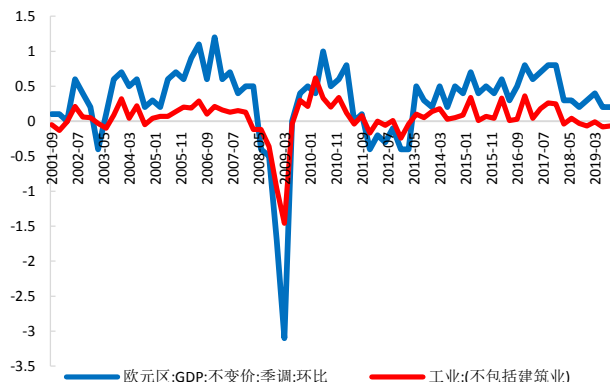
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图7: 欧元区 Market 制造业 PMI (%)



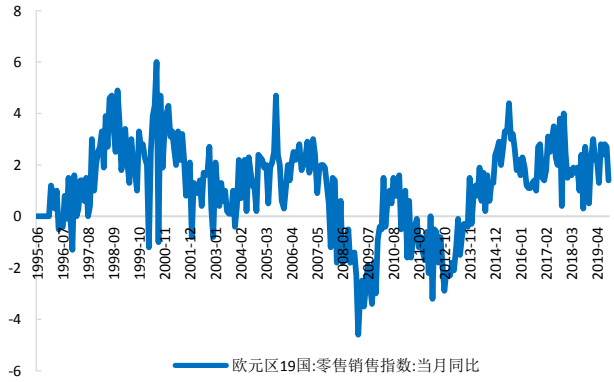
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图8: 欧元区 GDP (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图9: 欧元区零售销售 (%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3、汇率走势一周综述

表2：主要汇率及汇率指数一周概览（2019.12.02-2019.12.06）

名称	上周收盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
美元兑人民币中间价	7.0298	7.0521	7.0223	7.0383	0.1209	↑
美元兑离岸人民币	7.0324	7.0833	7.02	7.024	-0.1194	↓
美元兑日元	109.51	109.74	108.425	108.59	-0.8401	↓
欧元兑美元	1.1019	1.1115	1.1002	1.1059	0.3630	↑
英镑兑美元	1.2932	1.3168	1.2896	1.314	1.6084	↑
美元指数	98.2804	98.3875	97.3534	97.6866	-0.6042	↓
CFETS 人民币汇率指数	91.56			91.84	0.3058	↑
人民币汇率指数(SDR 货币篮子)	91.6			91.84	0.2620	↑
人民币汇率指数(BIS 货币篮子)	95.32			95.65	0.3462	↑

资料来源: Wind, 新时代证券研究所 注: 人民币汇率指数时间区间为 11 月 22 日-11 月 29 日。

美元指数上周下行 0.6042% 收至 97.6866。特朗普弹劾案持续发酵，美国 11 月 ISM 制造业 PMI 和非制造业 PMI 超预期回落、11 月 ADP 就业人数表现疲软，令美元指数承压回落。上周欧元兑美元上行 0.3630%，收报 1.1059；英镑兑美元上行 1.6084%，收报 1.314。

美元指数回落，人民币兑美元升值。截至 12 月 6 日，美元兑人民币即期汇率收至 7.0340，一周下行 109BP；美元兑人民币汇率中间价收至 7.0383，较前一周上行 85BP；美元兑离岸人民币汇率收至 7.024，较前一周下行 84BP；12 个月期美元兑人民币 NDF 收至 7.1168，较前一周下行 4BP。

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_8591

