

美国制造业 PMI 深度低于荣枯线 经济衰退担忧再起

作者：宏观金融与航运团队 陈臻

执业编号：Z0018730（投资咨询）

联系方式：chenzhen1@foundersc.com

投资咨询业务资格：京证监许可【2012】75号

成文时间：2024年9月4日

摘要：

8 月 ISM 美国制造业 PMI 录得 47.2，虽高于前值 46.8，但低于预期 47.5，并且连续 4 个月低于荣枯线。

制造业是立国之本。美国制造业深度低于荣枯线，再度引发市场对于美国经济衰退的担忧，恐慌性指标 VIX 大幅攀升，引发股市、债券收益率、大宗商品、美元汇率跳水。

不过，美国 PMI 不及预期对市场并非完全利空。随着经济衰退风险上升，将推动美联储加快货币政策调整的节奏，美联储在 9 月降息 50BP 概率和今年年底前降息 125BP 概率都在提升，部分对冲经济衰退带动的利空效应。



更多精彩内容请关注方正中期官方微信

目 录

一、解读美国 8 月 ISM 制造业 PMI	2
二、PMI 公布后引发资本市场动荡	3
三、美国货币政策推测	4
四、Markit 和 ISM 制造业 PMI 异同点	5

一、解读美国 8 月 ISM 制造业 PMI

8 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 47.2，虽高于前值 46.8，但低于预期 47.5，并且连续 5 个月低于荣枯线。其中重要分项数据如下：

表 1-1 2024 年 1-8 月美国 ISM 制造业 PMI

指标名称	制造业 PMI	新订单	产出	就业	物价	进口	自有库存	订单库存	客户库存	新出口订单
2024-08	47.2	44.6	44.8	46.0	54.0	49.6	50.3	43.6	48.4	48.6
2024-07	46.8	47.4	45.9	43.4	52.9	48.6	44.5	41.7	45.8	49.0
2024-06	48.5	49.3	48.5	49.3	52.1	48.5	45.4	41.7	47.4	48.8
2024-05	48.7	45.4	50.2	51.1	57.0	51.1	47.9	42.4	48.3	50.6
2024-04	49.2	49.1	51.3	48.6	60.9	51.9	48.2	45.4	47.8	48.7
2024-03	50.3	51.4	54.6	47.4	55.8	53.0	48.2	46.3	44.0	51.6
2024-02	47.8	49.2	48.4	45.9	52.5	53.0	45.3	46.3	45.8	51.6
2024-01	49.1	52.5	50.4	47.1	52.9	50.1	46.2	44.7	43.7	45.2

数据来源：iFinD、方正中期期货研究院整理

◎ PMI 产出五连跌：8 月录得 44.8，连续 3 个月处于萎缩区间。俄乌冲突爆发之后，诸多欧洲跨国企业撤离，其中就选择了美国，毕竟美国在能源方面有保障，叠加今年以来补库需求，今年 1-5 月产出维持于扩张区。不过，随着衰退风险加剧，从 6 月起美国工厂开始减产。

◎ PMI 新订单/订单库存比值下降：美国 8 月 PMI 三大库存指标（自有库存、订单库存、客户库存）均高于前值，然而新订单却连续 2 个月下降，导致新订单/订单库存比值连续两个月回调。该比值持续下降反映出美国消费增速乏力，库存难以及时消化，引发上游订单减少。其实，早在今年 4 月美国就显现出库存修补速度快于消费增速的迹象，4 月美国季调零售商库存销售比录得 1.3，高于前值；5-6 月美国季调制造业库存销售比和批发商库存销售比先后出现反弹。

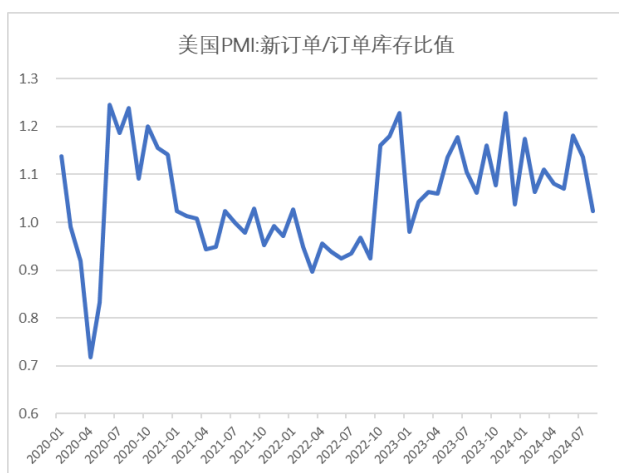


图 1-1：美国 PMI:新订单/订单库存比值

数据来源：iFinD、方正中期期货研究院整理

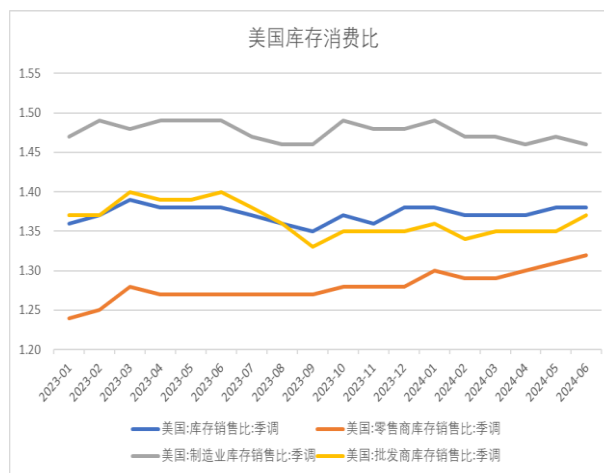


图 1-2：美国库存消费比

数据来源：iFinD、方正中期期货研究院整理

◎ PMI 物价反弹：8 月录得 54，连续 2 个月上涨。在订单萎缩大背景下，制造价格还在攀升，更多是由于成本上涨引发。这将推涨后期美国 PPI，最终传导至终端居民消费价格，引发 CPI 下降放缓甚至阶段性反弹。

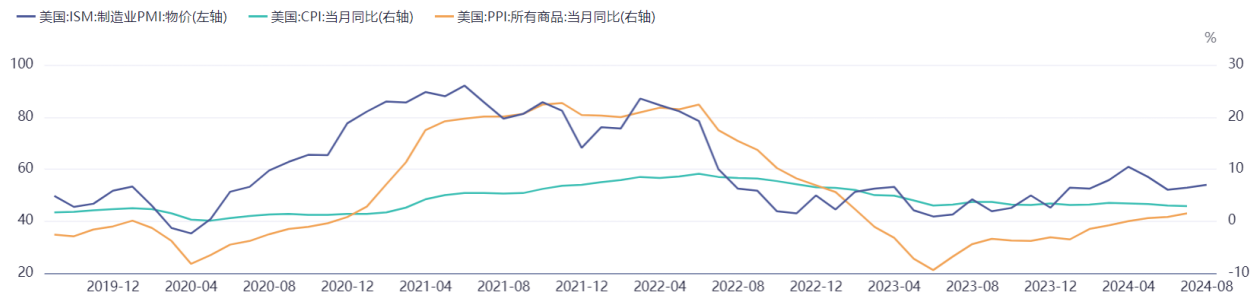


图 1-3: 美国 ISM:制造业 PMI 物价与美国 PPI 和 CPI 对比

数据来源: iFinD、方正中期期货研究院整理

◎ PMI 就业回升: 8 月就业录得 46, 虽高于前值, 但连续 3 个月低于荣枯线, 说明美国制造业用工需求持续萎缩, 导致薪资水平下降。7 月美国私营生产企业平均周薪录得 1418 美元/月, 结束连续两个月上涨趋势。

二、PMI 公布后引发资本市场动荡

制造业是立国之本。美国制造业深度低于荣枯线, 再度引发市场对于美国经济衰退的担忧, 恐慌性指标 VIX 大幅上升至 22%, 引发股市、债券收益率、大宗商品跳水。**股市方面**, 纳斯达克综指日内跌幅达 3.26%, 欧洲三大股指跌幅接近 1%。**大宗商品方面**, 布伦特原油跌幅达 4.9%, LME3 月铜下跌 2.5%。**债市方面**, 2 年期美债收益率下降 8BP, 10 年期国债收益率下降 9BP, 并且 1-10 期国债收益率倒挂幅度从-0.1%提升至-0.14%。**货币方面**, 美元指数 101.96 点跳水至 101.64, 美元兑主要货币均出现贬值。

表 2-1 9 月 3 日大类资产涨跌幅

资产类别	具体市场	9月3日涨跌幅
股市	道琼斯	-1.51%
	纳斯达克	-0.34%
	标普500	-2.12%
	伦敦金融时报100	-0.78%
	巴黎CAC40	-0.93%
	法兰克福DAX	-0.97%
债市	2年期美债收益率	-2.1%
	10年期美债收益率	-2.3%
大宗商品	布伦特原油	-4.9%
	LME3个月铜	-2.5%

数据来源: iFinD、方正中期期货研究院整理



图 2-1：10 年期美国国债收益率

数据来源：Bloomberg、方正中期期货研究院整理



图 2-2：美元指数

数据来源：同花顺期货通、方正中期期货研究院整理

三、美国货币政策推测

美国 PMI 不及预期对市场并非完全利空。随着经济衰退风险上升，将推动美联储加快货币政策调整的节奏，一定程度对冲经济衰退恐慌对于大宗商品利空效应。根据联邦利率期货交易显示，美联储在 9 月降息 50BP 概率从 37.5% 上升至 40.8%，年底前累计降息 125BP 也略有提升。

虽然制造业 PMI 物价反弹且大幅降息将引发通胀，但是两害相权取其轻。美联储可以阶段性容忍温和通胀，但绝对无法承受经济衰退引发的系统性危机。因此，美联储后期将更多考虑就业和经济指标，决定后期降息幅度。

鉴于美联储即将降息以及去年施行的银行破产托底政策，美国经济出现硬着陆的概率并不高，也不可能再现 2008 年次贷危机，未来更有可能出现震荡缓跌磨底的状态。

表 3-1 9 月 4 日美联储利率交易情况

地区: 美国 »		工具: 联邦基金期货 »			
目标利率	5.50	定价日期	09/04/2024		
有效利率	5.33	当前隐含隔夜利率	5.330		
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
09/18/2024	-1.408	-140.8%	-0.352	4.977	0.250
11/07/2024	-2.765	-135.7%	-0.691	4.638	0.250
12/18/2024	-4.122	-135.7%	-1.030	4.299	0.250
01/29/2025	-5.268	-114.6%	-1.317	4.012	0.250
03/19/2025	-6.387	-111.8%	-1.597	3.733	0.250
05/07/2025	-7.143	-75.7%	-1.786	3.544	0.250
06/18/2025	-7.735	-59.2%	-1.934	3.396	0.250
07/30/2025	-8.198	-46.3%	-2.050	3.280	0.250
09/17/2025	-8.564	-36.6%	-2.141	3.189	0.250
10/29/2025	-8.828	-26.4%	-2.207	3.123	0.250
12/10/2025	-9.096	-26.8%	-2.274	3.056	0.250
01/28/2026	-9.098	-0.2%	-2.275	3.055	0.250
03/18/2026	-9.186	-8.8%	-2.297	3.033	0.250
04/29/2026	-9.178	+0.8%	-2.295	3.035	0.250

数据来源: Bloomberg、方正中期期货研究院整理

表 3-2 9 月 3 日美联储利率交易情况

地区: 美国 »		工具: 联邦基金期货 »			
目标利率	5.50	定价日期	09/03/2024		
有效利率	5.33	当前隐含隔夜利率	5.326		
会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率	假定利率变动
09/18/2024	-1.375	-137.5%	-0.344	4.983	0.250
11/07/2024	-2.705	-133.0%	-0.676	4.650	0.250
12/18/2024	-4.095	-138.9%	-1.024	4.303	0.250
01/29/2025	-5.235	-114.0%	-1.309	4.018	0.250
03/19/2025	-6.358	-112.3%	-1.590	3.737	0.250
05/07/2025	-7.107	-74.9%	-1.777	3.549	0.250
06/18/2025	-7.734	-62.7%	-1.933	3.393	0.250
07/30/2025	-8.185	-45.1%	-2.046	3.280	0.250
09/17/2025	-8.557	-37.2%	-2.139	3.187	0.250
10/29/2025	-8.805	-24.8%	-2.201	3.125	0.250
12/10/2025	-8.951	-14.6%	-2.238	3.089	0.250
01/28/2026	-9.085	-13.4%	-2.271	3.055	0.250
03/18/2026	-9.173	-8.8%	-2.293	3.033	0.250
04/29/2026	-9.165	+0.8%	-2.291	3.035	0.250

数据来源: Bloomberg、方正中期期货研究院整理

四、Markit 和 ISM 制造业 PMI 异同点

在 ISM 制造业 PMI 发布的同时，标普也公布了 8 月美国制造业 PMI，录得 47.9。两大指数均反映美国制造业情况，8 月两大综指和分项走势基本一致，不过在历史部分阶段发生多次背离情况，这与两大指数在统计方面存在差异有关。

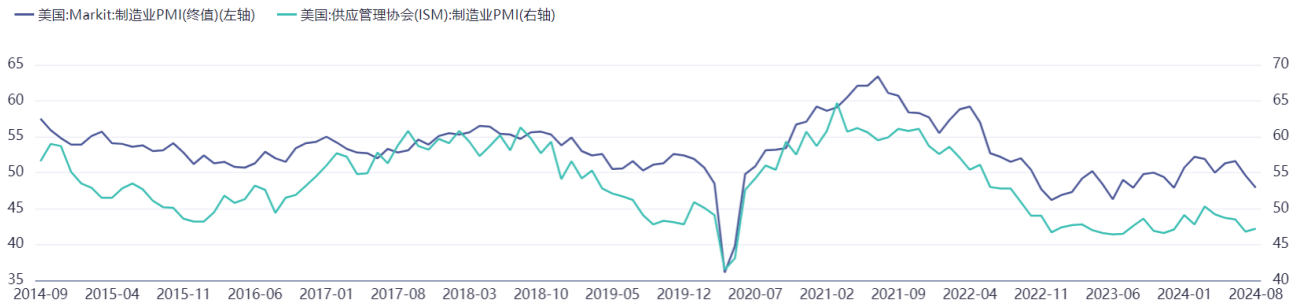


图 4-1：美国 Markit 和 ISM 制造业 PMI 走势
数据来源：iFinD、方正中期期货研究院整理

表 4-1 Markit 和 ISM 制造业 PMI 对比

	Markit PMI	ISM PMI
发布机构	标 普	美国供应管理协会
覆盖范围	业务在美国本土	无限制
数据长度	始于 2012 年 4 月	始于 1948 年 2 月
样本规模	1200 家	700 家
行业覆盖	不包括政府部门	无限制
企业规模	各种类型都有	以大型企业为主
PMI 权重	新订单 30%、产出 25%、 就业 20%、供应商 15%、库存 10%	新订单 20%、产出 20%、 就业 20%、供应商 20%、库存 20%

数据来源：方正中期期货研究院整理

联系我们:

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
交易咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
金融产品部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881295
机构业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区朝阳门南大街10号兆泰国际中心A座16层	010-85881061
北京通县分公司	北京市朝阳区阜通东大街6号院3号楼8层908室	010-62681567
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦716室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号604室	021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市武昌区楚河汉街总部国际F座2309号	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路53号楷林商务中心C座1606、2304、2305、2306房	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
山东分公司	山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号经津塔写字楼2909室	022-23041257
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	西安市高新区唐延南路东侧逸翠园二期（i都会）6幢10101	029-81870836
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号1502D室	021-58991278
上海南汇路营业部	上海市浦东新区南汇路555号1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市鄞州区扬帆路71号扬帆广场2栋西单元5-1	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心1幢1801室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市天元区珠江南路599号神农太阳城商业外圈703号（优托邦第3号写字楼第7层C-704号）	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区南汇路555号陆家嘴金融街区4号楼1105	021-20778818
上海际丰投资管理有限责任公司	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881188

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。