



2026年3月5日

首席经济学家：郑后成

执业证书编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

邮箱：houchengzheng@163.com

相关报告

1. 英大证券宏观评论：英大证券宏观评论：2026年人民币汇率大概率稳步升值（20251224）

2. 英大证券宏观评论：生产力与生产关系视角下的2025年中央经济工作会议八项重点任务（20251216）

3. 英大证券宏观评论：2026年我国将继续在国际经贸斗争中“占优”，“绿色”主题排序“跨越式”上升（20251212）

4. 英大证券宏观评论：2026年A股大盘或面临支撑，年内高点大概率位于下半年（20251205）

5. 英大证券宏观评论：2026年我国CPI同比大概率高于2025年（20251124）

6. 英大证券宏观评论：2026年我国外汇储备大概率在3.3万亿美元基础上稳步上行（20251110）

7. 英大证券宏观评论：高水平科技引领发展新质生产力，明后两年我国GDP增速预期目标或均为“5.0%左右”（20251030）

8. 英大证券宏观评论：“适时加力”落在4季度概率大于3季度，中期我国资本市场还将保持“回稳向好”势头（20250807）

9. 英大证券宏观评论：“猪油”共振向下是5月CPI当月同比承压主因，6月我国PPI当月同比大概率还将低位徘徊（20250619）

10. 英大证券宏观评论：汽车类消费增速领先石油及制品类，尚需进一步推出提振房地产投资增速的政策（20250528）

11. 英大证券宏观评论：4月我国PPI同比与美国CPI同比大概率双双下行，美联储降息时点或在6月左右（20250414）

1月美国ISM制造业PMI远超预期，后期走势有待进一步观察

——美国经济观察

- 在1月美国宏观经济指标中，最超预期的是美国ISM制造业PMI：1月美国ISM制造业PMI录得52.60，较前值上行4.70个百分点，时隔10个月重返荣枯线之上，创近41个月新高，表明美国制造业处于扩张区间。
- 如果美国ISM制造业PMI的上行具有持续性，则预示美国宏观经济走势向好，则美联储大概率在中短期暂停降息，这对全球资本市场具有较大的影响，具有很强的“风向标”作用。我们从多个维度对美国ISM制造业PMI的走势进行研判。
- 风险提示：1. 关税对我国出口的影响超预期；2. 美联储降息力度低于预期。
- 注：本文所有数据，均来自WIND资讯，经英大证券研究所整理。

正文目录

第一个维度是美国 ISM 制造业 PMI 的内部结构	3
第二个维度是与美国 ISM 制造业 PMI 相配套的美国 ISM 服务业 PMI	4
第三个维度是实体经济指标	4
第四个维度是美联储货币政策维度	6

在 1 月美国宏观经济指标中，最超预期的是美国 ISM 制造业 PMI：1 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 52.60，较前值上行 4.70 个百分点，时隔 10 个月重返荣枯线之上，创近 41 个月新高，表明美国制造业处于扩张区间。

图 1：1 月美国 ISM 制造业 PMI 时隔 10 个月重返荣枯线之上，创近 41 个月新高（%）



数据来源：WIND

如果美国 ISM 制造业 PMI 的上行具有持续性，则预示美国宏观经济走势向好，则美联储大概率在中短期暂停降息，这对全球资本市场具有较大的影响，具有很强的“风向标”作用。我们从多个维度对美国 ISM 制造业 PMI 的走势进行研判。

第一个维度是美国 ISM 制造业 PMI 的内部结构。

与 1 月美国 ISM 制造业 PMI 时隔 10 个月重返荣枯线之上相对应，美国 ISM 制造业 PMI 的五个分项均较前值大幅上行，预示 1 月美国 ISM 制造业 PMI 大幅上行，有较为坚实的基础。具体看：1 月新订单录得 57.10，较前值大幅上行 9.40 个百分点，创 2022 年 3 月以来新高；1 月产出录得 55.90，较前值大幅上行 4.90 个百分点，创 2022 年 3 月以来新高；1 月就业录得 48.10，较前值大幅上行 3.20 个百分点，创 2025 年 2 月以来新高；1 月供应商交付录得 54.40，较前值大幅上行 3.60 个百分点，创近 8 个月新高；1 月自有库存录得 47.60，较前值大幅上行 2.40 个百分点。**从这个维度看**，短期之内美国 ISM 制造业 PMI 还具有一定韧性。

图 2：1 月美国 ISM 制造业 PMI 的新订单与产出均创 2022 年 3 月以来新高（%）

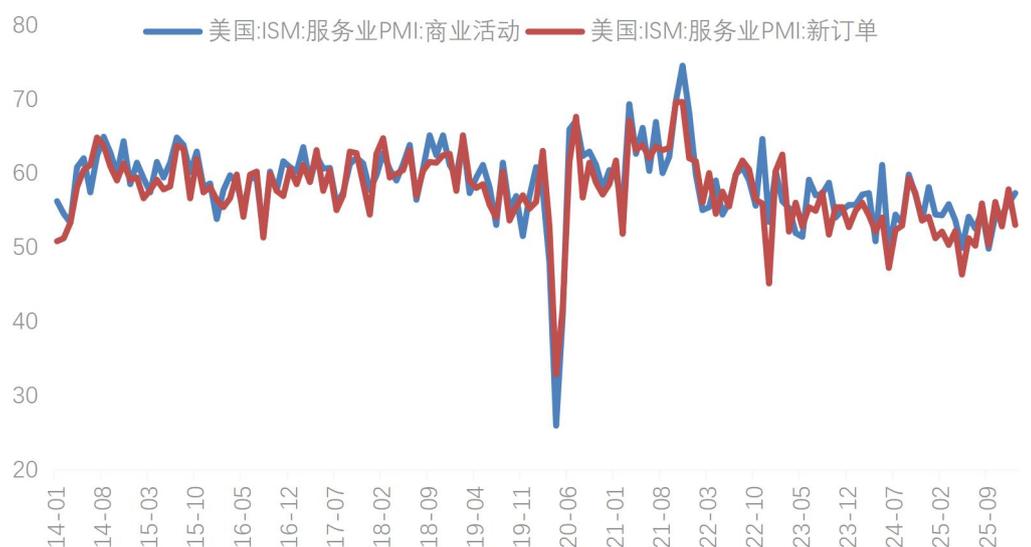


数据来源：WIND

第二个维度是与美国 ISM 制造业 PMI 相配套的美国 ISM 服务业 PMI。

与 1 月美国 ISM 制造业 PMI 的强劲走势相反，1 月美国 ISM 服务业 PMI 的走势较为弱势：1 月美国 ISM 服务业 PMI 录得 53.80，较前值下行 0.60 个百分点，为 2025 年 1 月以来次高值。与之相对应的是，美国 ISM 服务业 PMI 的五个分项大部分较前值下行。具体看：1 月商业活动录得 57.40，较前值上行 1.40 个百分点，创 2025 年 1 月以来新高；1 月新订单录得 53.10，较前值下行 4.80 个百分点；1 月就业录得 50.30，较前值下行 1.70 个百分点，为 2025 年 6 月以来次高值；1 月供应商交付录得 54.20，较前值上行 2.40 个百分点，创 2024 年 11 月以来新高；1 月库存录得 45.10，较前值大幅下行 9.10 个百分点，创 2024 年 7 月以来新低。**从这个维度看**，短期之内美国 ISM 制造业 PMI 的上行面临一定牵制。

图 3：1 月美国 ISM 服务业 PMI 新订单录得 53.10，较前值下行 4.80 个百分点（%）



数据来源：WIND

第三个维度是实体经济指标。

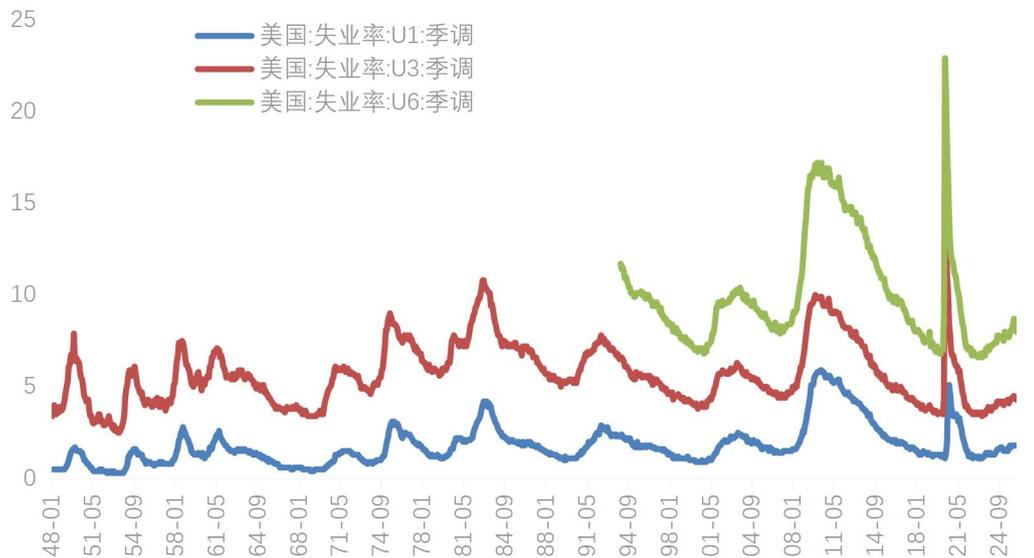
第一个实体经济指标是美国失业率。1 月美国失业率录得 4.30%，较前值下

行 0.10 个百分点，创近 4 个月新低。我们通常所说的美国失业率，指的是美国 U3 失业率：U3 是官方公布的失业率并包含国际劳工组织 (ILO) 的定义，即无工作者但于过去 4 周内积极寻找工作。**从这个维度看**，1 月美国失业率下行，与美国 ISM 制造业 PMI 上行形成呼应。

实际上，美国失业率分为六个层面，分别是：**U-1** 指失业 15 周或更长时间的人占劳动力总数的百分比；**U-2** 指失业人数和完成临时工作的人数占劳动力总数的百分比；**U-3** 是官方失业率，指总失业人数占劳动力总数的百分比，是最常被引用和讨论的失业率指标；**U-4** 指失业人数加上灰心丧气工人，占劳动力加上灰心丧气工人的百分比；**U-5** 指失业人数，加上灰心丧气工人，加上所有边缘就业人数，占劳动力加上边缘就业人数的百分比；**U-6** 指失业人数，加上所有边缘就业人数，加上因经济原因兼职人数，占劳动力加上边缘就业人数的百分比。其中，**灰心丧气**指的是劳动力市场上处于“边缘就业”状态，但在过去四周内没有积极寻找工作的人。不寻找工作的原因可能是“认为没有可用岗位”，“无法找到合适岗位”，“缺乏学历或培训”，“雇主认为太年轻或太老”以及其他类型歧视。**边缘就业**指劳动力市场上处于非劳动力人口状态，但愿意并可以工作，并且在过去 12 个月内(或自上一份工作结束之日起不超过 12 个月)寻找过工作，但因为在调查前 4 周没有寻找工作而未被视为失业的情况。

1 月美国 U1、U2、U3、U4、U5、U6 失业率分别录得 1.80%、2.00%、4.30%、4.50%、5.20%、8.00%，分别较前值下行 0、0、0.10、0.10、0.10、0.40 个百分点。可以看出两个规律：**一是**从 U1 至 U6，失业率绝对读数逐步走高；**二是**从 U1 至 U6，失业率相对变动幅度稳步增大。

图 4：从 U1 至 U6，失业率绝对读数逐步走高，失业率相对变动幅度稳步增大（%）

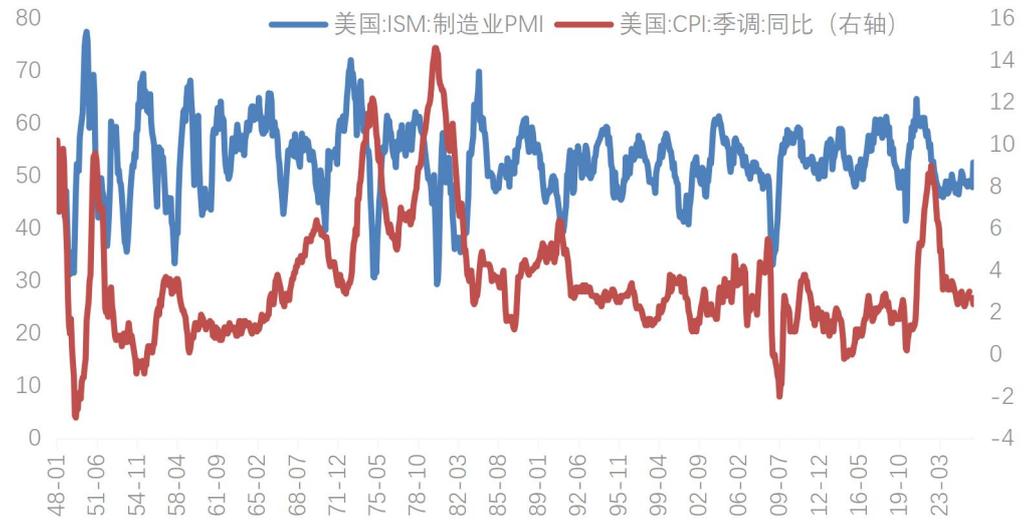


数据来源：WIND

第二个实体经济指标是美国 CPI 同比。1 月美国 CPI 同比录得 2.40%，较前值下行 0.30 个百分点，创近 7 个月新低，表明美国宏观经济或承受一定压力。值得指出的是，与 1 月美国 CPI 同比差不多时间公布的 12 月美国 PCE 同比录得 2.90%，较前值上行 0.08 个百分点，创 2024 年 4 月以来新高，预示美国宏观经济向好。但是值得指出的是，如我们往期所述，美国 CPI 同比与美国 PCE 同比的走势基本一致。在 1 月美国 CPI 同比下行的背景下，1 月美国 PCE 同比大概率在 12 月的基础上下行。因此，我们不必对滞后发布的美

国 PCE 同比给与过多的关注度,而应该对美国 CPI 同比赋予更大的权重。**从这个维度看**,1 月美国 CPI 同比下行,不支持短期之内美国 ISM 制造业 PMI 大幅上行。

图 5: 1 月美国 CPI 同比下行, 不支持短期之内美国 ISM 制造业 PMI 大幅上行 (%; %)



数据来源: WIND

第四个维度是美联储货币政策维度。

在 1 月 28 日结束的货币政策会议上,10 名联邦公开市场委员会成员支持维持利率不变,2 名成员投出反对票,主张降息 25 个基点。会议纪要显示,部分与会官员认为,如果通胀如预期回落,进一步下调联邦基金利率目标区间具备合理性;另有部分官员提出,需结合后续最新经济数据全面评估,短期内应维持利率稳定,等待通胀回落趋势明确后再调整政策方向;还有部分官员支持在利率前瞻指引中加入“双向”描述,以此体现若通胀持续高于 2% 目标水平,不排除启动加息的可能性。可以肯定的一点是,一旦美联储启动加息进程,美国 ISM 制造业 PMI 必将重新跌至荣枯线之下。退一步看,如果美联储暂停降息,美国 ISM 制造业 PMI 将不具备大幅上行基础。**从这个维度看**,美联储降息利多美国 ISM 制造业 PMI,美联储暂停降息利空美国 ISM 制造业 PMI,而美联储加息将直接打压美国 ISM 制造业 PMI。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表英大证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“英大证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

本报告版权归“英大证券有限责任公司”所有，未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

资质声明：

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。