

短期内需求弱于生产的局面仍将延续

——点评8月PMI数据

宏观数据点评

2019年9月2日

报告摘要：

8月制造业PMI超预期回落，我们“工业需求仍将弱于供给”的判断再获精准命中。

- **制造业PMI超预期回落，需求仍然弱于生产。**

8月制造业PMI为49.5%，较上月回落0.2个百分点，连续4个月位于荣枯线下方。主要分项指数大多回落。值得注意的是，从“生产指数-新订单指数”的差值来看，尽管8月较上月收窄0.1个百分点，但仍高达2.2个百分点，处于过去四年来高位，显示需求仍然弱于生产。我们研究发现，中国工业产出缺口已连续12个月处于负区间，短期内难以扭转，意味着工业需求弱于生产的局面仍将延续。

- **价差被动收窄，库存周期不容乐观。**

8月制造业PMI主要原材料购进价格指数和出厂价格指数之间差值收窄，主因是购进价格大幅回落。购进价格、采购量和企业预期同时回落，反映了下游需求不足和企业缺乏生产扩张意愿。8月原材料库存指数和产成品库存指数出现分化，产成品库存被动积压，库存周期面临恶化风险。库存周期本质上是一个全球变量，反映的是经济中可贸易部门的情况。结合全球贸易景气来看，本轮库存周期可能会被拉长，短期内难以触底企稳。

- **经济下行压力大于预期，小型企业为最大亮点。**

从“新订单-产成品库存”衡量的动能来看，8月较上月回落0.9个百分点至1.9%，显示内生增长动能较上月放缓。考虑到美国、欧洲、新兴经济体经济均隐患重重，必须警惕海外风险对中国的传导影响。中期来看，中国制造业和出口将继续承压，下行压力仍然需要高度关注。可喜的是小型企业多项指标均有改善，显示支持小微企业的政策初见成效，这将是中国经济未来的希望所在。基于对全球经济和中国经济的判断，我们继续维持“抓手黄金、牵手利率债、垂手股市”的配置策略，战略性看多黄金、利率债等避险资产。

- **风险提示：全球经济前景进一步恶化，经济动能未能平稳接力。**

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

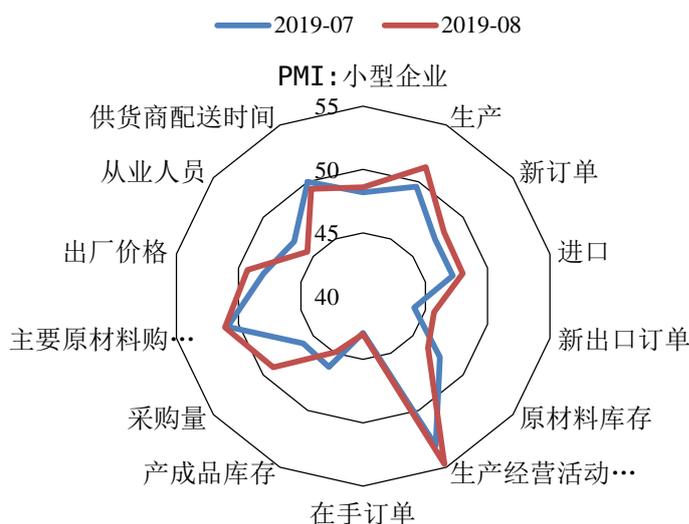
中国 8 月官方制造业 PMI 49.5%，前值 49.7%。

中国 8 月官方非制造业 PMI 53.8%，前值 53.7%。

一、8 月制造业 PMI 显示需求弱于生产的局面仍在延续

制造业 PMI 小幅回落。8 月制造业 PMI 指数为 49.5%，较上月回落 0.2 个百分点，连续 4 个月处于荣枯线下方。其中，大型企业和中型企业分别为 50.4% 和 48.2%，较上月分别回落 0.3 和 0.5 个百分点；唯有小型企业回升 0.4 个百分点至 48.6%。从小型企业 PMI 分项数据看，主要指标均有一定程度的修复，生产指数为 51.3%，自 5 月份以来首次扩张，新订单、新出口订单、进口、采购量、出厂价格、购进价格和预期均较上月存在不同程度的回升（图 1）。但是，从整体制造业 PMI 分项指标看，除新出口订单以外，上述各项指标均有回落，反映经济下行压力依旧不小。

图 1：8 月小型企业 PMI 各项指标均有修复



资料来源：Wind，民生证券研究院

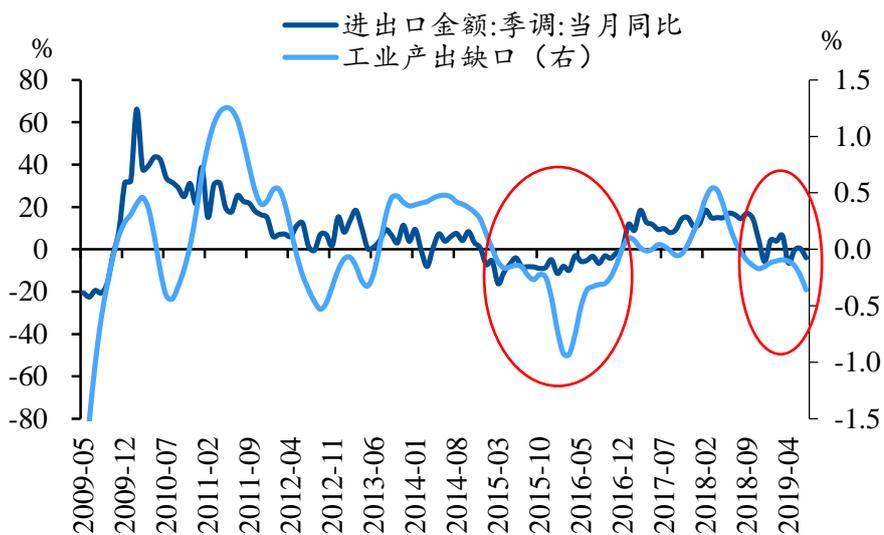
需求弱于生产的局面仍在延续。8 月生产指数为 51.9%，较上月回落 0.2 个百分点。内需方面，8 月 PMI 新订单指数回落 0.1 个百分点；外需方面，8 月新出口订单回升 0.3 个百分点，初步判断可能与 9 月、10 月和 12 月加征关税落地使得 8 月抢出口再次出现有关。值得注意的是，从“生产指数-新订单指数”的差值来看，尽管 8 月较上月收窄 0.1 个百分点，但仍高达 2.2 个百分点，处于过去四年来高位，显示需求仍然弱于生产（图 2）。在近期工业生产专题中，我们研究发现，中国工业产出缺口已连续 12 个月处于负区间，短期内难以扭转，意味着工业需求弱于生产的局面仍将延续（图 3）。贸易谈判进展缓慢的原因有两点：一是美方要价过高，双方依旧存在明显分歧；二是美国国内选举压力，美国公众在特朗普造势下可能难以接受“折中”协议。在外需承压下，提振内需尤为重要。

图 2：供需不平衡，差值依旧处于高位



资料来源：Wind，民生证券研究院

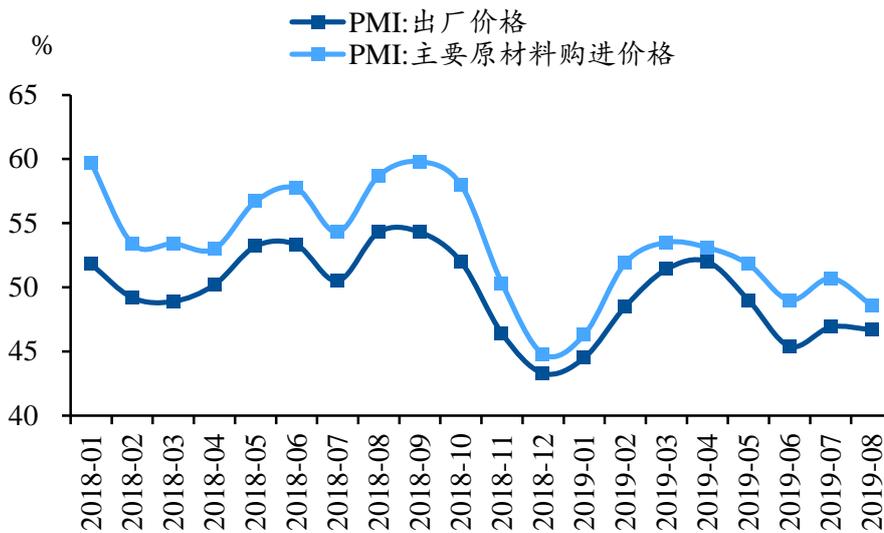
图 3：工业产出缺口持续处于负区间，贸易压力不减



资料来源：Wind，民生证券研究院

价差被动收窄，库存周期不容乐观。8月PMI出厂价格与主要原材料购进价格之间的差值收窄至-1.9个百分点，主要原因是原材料价格大幅回落2.1个百分点（图4）。虽然价差收窄可以改善企业的盈利状况，但是原材料价格、采购量（PMI采购量下滑1.1个百分点，落入不景气区间）和活动预期均有下滑，反映了下游需求不足和企业生产扩张意愿偏弱。8月原材料库存指数和产成品库存指数出现分化，前者较上月回落0.5个百分点至47.5%，后者较上月回升0.8个百分点至47.8%。库存周期本质上是一个全球变量，反映的是经济中可贸易部门的情况。结合全球贸易景气来看，本轮库存周期将被拉长，短期内难以触底企稳。结合PMI需求弱于生产、出厂价格回落等情况来看，本次两大库存指数分化的背后，实则是产成品库存被动积压，库存周期面临恶化风险。

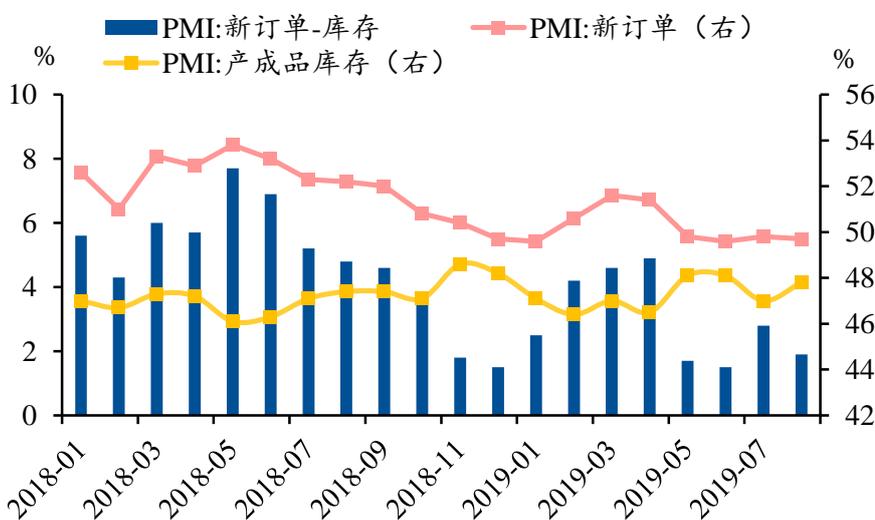
图 4：价差收窄，原材料购进价格大幅回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

经济下行压力大于市场预期。从“新订单-产成品库存”衡量的动能来看，8月较上月回落0.9个百分点至1.9%，显示内生增长动能较上月放缓（图5）。我们多次强调，考虑到美国、欧洲、新兴经济体经济均隐患重重，中期内中国制造业和出口将继续承压，中国经济的下行压力仍然需要高度关注。不论是政策应对，亦或是资产配置，都必须警惕海外风险对中国的传导影响。当然也要看到，本次小型企业 PMI 以及生产、新订单等主要分项指数均有改善，显示支持小微企业的政策初见成效，这将是中国经济未来的希望所在。基于对全球经济和中国经济的判断，我们继续维持“抓手黄金、牵手利率债、垂手股市”的配置策略，战略性看多黄金、利率债等避险资产。在达到 1900 美元/盎司之前，黄金价格调整即是买入机会。3%并不构成 10 年期国债收益率的有效阻力位，中期内利率债空间仍然值得期待。

图 5：内生动能放缓，库存周期难言见底

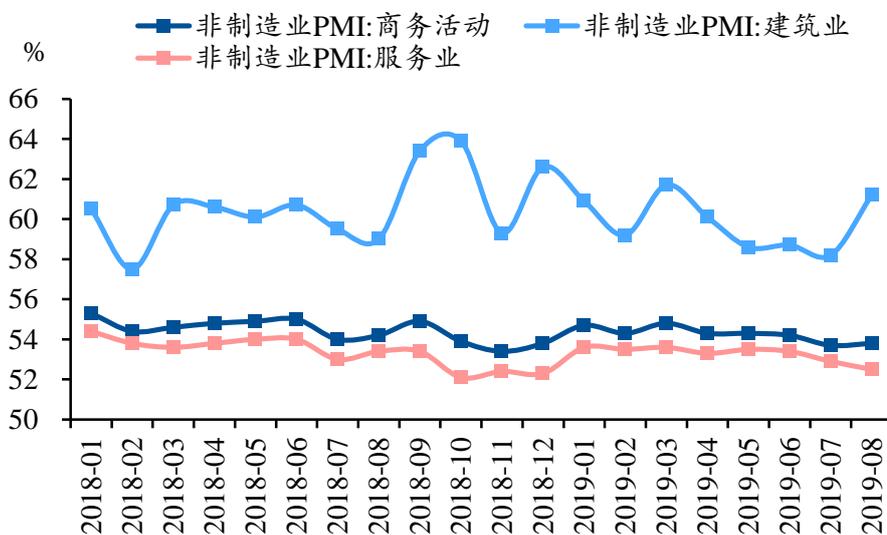


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、非制造业 PMI 总体保持平稳

非制造业保持平稳，房地产业处于收缩区间。8月非制造业商务活动指数为53.8%，较上月回升0.1个百分点，显示非制造业总体保持扩张势头，增速略有加快。服务业扩张速度有所放缓，较上月回落0.4个百分点，主要是受道路运输业、其他金融业和房地产业等影响。在坚定“房住不炒”和“因城施策”原则下，融资端显著趋紧。继房地产信托收紧后，银行开房贷也将对房地产业“不友好”。8月房地产业商务活动指数处于收缩区间。建筑业指数大幅上升3个百分点至61.2，建筑业景气上升（图6）。

图6：非制造业 PMI 总体运行平稳，建筑业景气显著回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示

全球经济前景进一步恶化，经济动能未能平稳接力。

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_10398

