

美日欧8月制造业PMI点评

美欧复苏强度或逆转

摘要

- 8月美国ISM制造业PMI为56，相比前值54.2大增1.8，自5月份以来连续四个月录得增长。分项指标中除了存货指数与客户存货指数，其他均呈较大幅度增长，存货指数降低主要因为交付时间延长及配送人员缺乏，客户存货指数降低则有助于刺激需求。18个行业中，交通设备业与机械设备行业的PMI录得增长，但是采购经理访谈中表达了潜在风险，即企业不能判断需求的复苏是短期还是长期，对于资本投入较为谨慎。
- 8月份日本制造业PMI终值，终值录得47.2%，高于前值45.2，且高于初值46.6。尽管日本8月份制造业PMI仍处于下降区间，但已经连续三个月上升，说明日本制造业正在缓慢恢复，景气度逐渐稳定。得益于新冠疫情各国限制的放松而带来的需求反弹，新订单指数和产出指数是支撑日本制造业PMI的两大支柱。同时，日本的制造业PMI在疫情前便呈现下降趋势，且自2019年4月以来便一直处于收缩区间，因此我们认为即使疫情过去，也很难指望制造业PMI可以稳定在50以上。
- 欧元区制造业PMI终值录得51.7，略低于前值51.8，与初值51.7持平。新订单与产出是制造业PMI扩张的主要动力，其中消费品的增长最为可观，中间品与资本品（investment goods，厂房设备等）增速相对平缓。欧元区原料库存指数下降至1月以来最低位，产出价格指数与就业指数均连续超过一年下降，总的来说，下游需求比中上游旺盛，结合企业削减人力资源、设备采购放缓以及原料补库缓慢等行为，企业或对中长期的需求信心不足。
- 疫情尚未结束，美日欧共同风险均为企业对未来需求的不确定性。不见好转。我们参考芝加哥商品交易所相关文章，用新冠肺炎的致死率解释疫情对于经济基本面的影响。结论为：1. 美国第二波已经稳定并开始下降，结合8月制造业PMI数据的环比多增，8月份其他相关经济数据可以有比较乐观的期待；2. 日本第二波疫情目前为止还没看到有稳定的迹象，应该密切关注新冠数据的边际变化。
- 欧元区存在失业率及通胀指标与PMI复苏趋势背离现象，且或有通缩风险。欧洲统计局对于8月份欧元区HICP同比增速的预估值为-0.2%，环比预估-0.4%，且7月份HICP环比增速已经为-0.4%，欧央行一直对利率刺激持较谨慎态度，通缩风险下或可期待更宽松的政策出台。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵

8610-66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

美国 8 月 ISM 制造业 PMI 惊艳

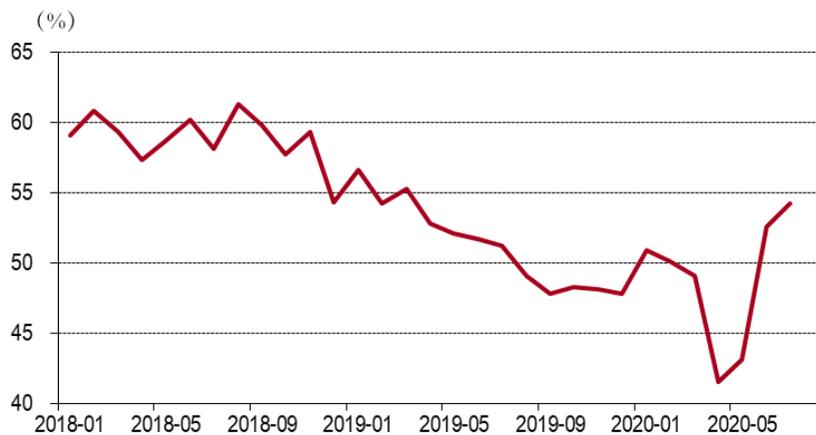
8 月美国 ISM 制造业 PMI 为 56，相比前值 54.2 大增 1.8，自 5 月份以来连续四个月录得增长，而在疫情前（2020 年 3 月份以前）到金融危机复苏开始（2009 年 7 月以后）的 127 个月中，ISM 制造业 PMI 有 116 个月处于扩张区间。

图表 1. 美国 8 月 ISM 制造业 PMI 各分项对比

指标	今值	前值	变动幅度
ISM 制造业 PMI	56	54.2	↑ 1.8
新订单指数	67.6	61.5	↑ 6.1
产出指数	63.3	62.1	↑ 1.2
在手订单指数	54.6	51.8	↑ 2.8
就业指数	46.4	44.3	↑ 2.1
供应商交付指数	58.2	55.8	↑ 2.4
存货指数	44.4	47	↓ -2.6
客户存货指数	38.1	41.6	↓ -3.5
价格指数	59.5	53.2	↑ 6.3
新出口订单指数	53.3	50.4	↑ 2.9
进口指数	55.6	53.1	↑ 2.5

资料来源：ISM，中银证券

图表 2. 美国 ISM 制造业 PMI 连续四月增长



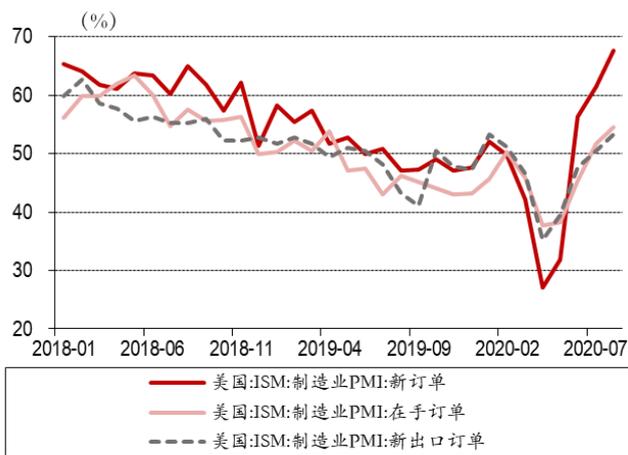
— 美国:供应管理协会(ISM):制造业PMI

资料来源：ISM，万得，中银证券

从需求端看，新订单指数当期**为 67.6**，较 7 月份的 61.5 增长了 6.1，其中 18 个调查行业中有 15 个行业新订单指数呈现增长，只有 1 个行业处于收缩，为印刷及相关支持行业；**新出口订单指数 53.3**，较 7 月份数据 50.4 上升了 2.9，对于新订单的大增有一定的支撑，其中 9 个行业报告新出口订单有所增长；**客户存货指数为 38.1**，较前值下降 3.5，录得 2010 年 6 月以来最低值，尽管数据处于收缩区间，但是紧缺的客户存货对于刺激需求有一定作用，从而增加产出水平，只有 2 个行业表示客户存货有所增加，分别是非金属矿物产品行业与其他制造（医用设备、珠宝、运动用品、玩具和办公室用品等）；在手订单指数为 54.6，较前值 51.8 增长 2.8，9 个行业表示在手订单有所增加。

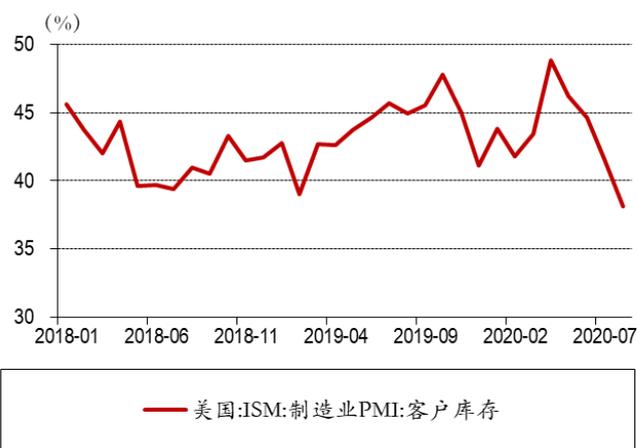
新订单指数与美国耐用品新增订单同样是显示美国制造业需求的指标，由于耐用品新增订单环比增速变动较为剧烈，我们取其三月移动平均并发现新订单指数对耐用品新增订单环比增速的三月移动平均有较好的预测效果，因此我们推测美国8月份耐用品新增订单将继续环比多增。

图表 3. 需求端 PMI 均较大幅度增长



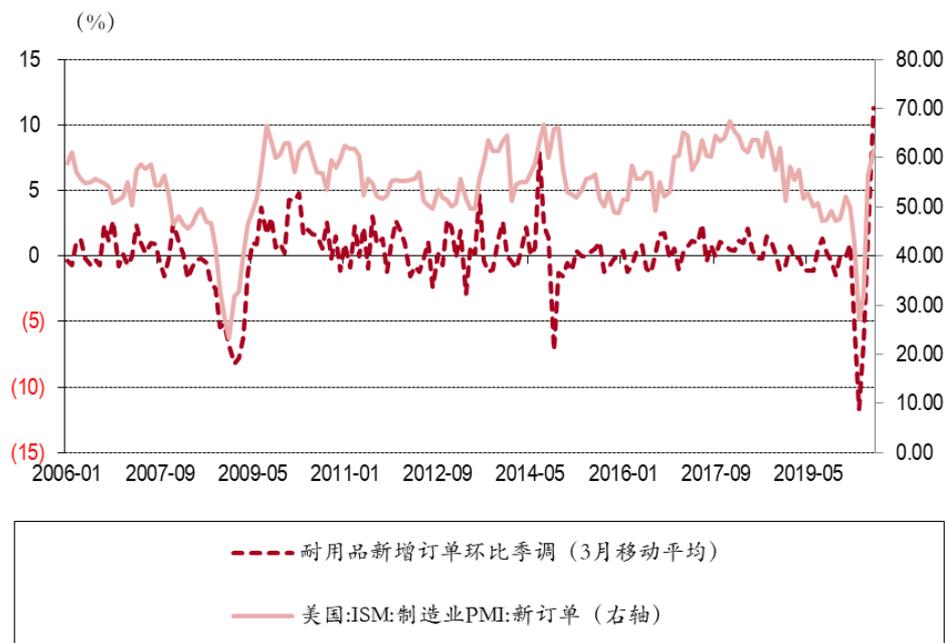
资料来源: ISM, 万得, 中银证券

图表 4. 客户库存连续四个月回落



资料来源: ISM, 万得, 中银证券

图表 5. 新订单指数与耐用品新增订单环比增速走势较吻合



资料来源: ISM, 万得, 中银证券

从产出水平看，产出指数当期**为 63.3**，较 7 月份的**62.1** 增长了**1.2**，其中 18 个调查行业中有 15 个行业新订单指数呈现增长，只有 1 个行业处于收缩，为印刷及相关支持行业，与新订单指数高度一致，暗示本次复苏主要由需求端驱动。就业指数 8 月份**为 46.4**，较前值**44.3** 增长了**2.1**，其中 8 个行业录得就业增长，虽然就业指数处于收缩区间，但从 5 月份以来就业指数已经连续 4 个月增长，说明在长期需求未知的情况下，短期内美国就业状况或有好转。

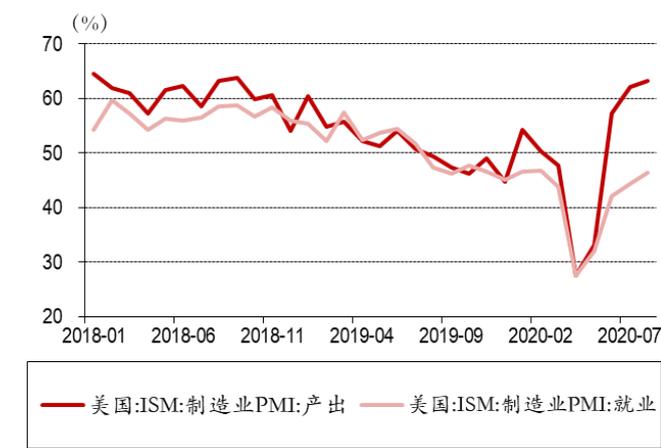
从生产过程看，供应商交付指数当期**为 58.2**，较 7 月份的**55.8**上升了**2.4**，其中 18 个行业中有 11 个行业供应商交付时间延长，疫情带来的交通限制以及配送人员不足是相关原因，由此带来的供应不足将制约产出与存货的增长；相应地，**存货指数当期**为 44.4****，较前值**47**下降了**2.6**，创下 2014 年 1 月以来最低，只有两个行业表示存货有所增加，分别是服装行业以及是塑料、塑胶制品行业。

进口指数当期为 55.6****，较 7 月份**53.1**增加了**2.5**，其中 14 个行业显示进口有所增长，只有一个行业进口减少，为基本金属行业，进口的增长表示制造业本身需求的扩张；**价格指数 8 月份**为 59.5****，较前值**53.2**大增**6.3**，17 个行业录得原料价格增长，没有行业的原料价格显示下降，价格指数的大增主要和大宗商品近期的强势表现相关，而价格指数的多增或表示 8 月份 PPI 环比增速将较高。

18 个行业中，有两个行业的 PMI 录得增长，但是采购经理访谈中表达了潜在风险，分别是**交通设备行业与机械设备行业**。交通设备行业经理表示行业需求仍然承压，而机械设备行业经理则提到下游客户仍处于观望状态，在第四季度才能作出订单承诺。实际上两个行业困境均指向一个现象，即企业不能判断需求的复苏是短期还是长期，因而对于资本投入较为谨慎。

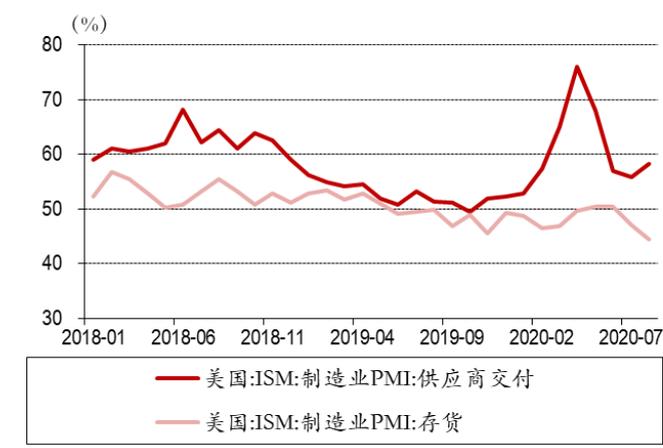
求长期复苏最大的潜在风险仍然是疫情，最近芝加哥商品交易所一篇研究报告中提到用新冠肺炎的**致死率能够更好地解释疫情对于经济基本面的影响¹**。我们采用类似的策略，测算新冠每十万人致死人数的两周滚动数据，与每日新增数据从 3 月到 6 月均反复震荡相比，致死率数据明确指出美国第一波疫情的拐点为 4 月 20 日左右，这与美国 5 月份宏观数据均较大幅度复苏相符合；而现在我们比较关心的第二波疫情对美国的影响，可以看到**致死率数据在 8 月初已经稳定并开始下降**，结合 8 月制造业 PMI 数据的环比多增，我们对其他相关经济数据可以有比较乐观的期待。

图表 6. 就业指数连续四月上升，但仍处收缩区间



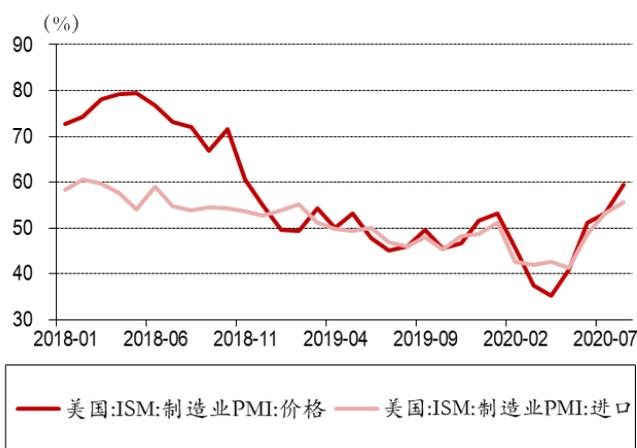
资料来源：ISM, 万得，中银证券

图表 7. 供应商交付时间延长对存货指数有反向影响



资料来源：ISM, 万得，中银证券

图表 8. 价格指数与进口指数均上升势头良好



资料来源: ISM, 万得, 中银证券

图表 9. 美国新冠致死率与每日新增数据



资料来源: 万得, 中银证券 (疫情数据截至 8 月 31 日)

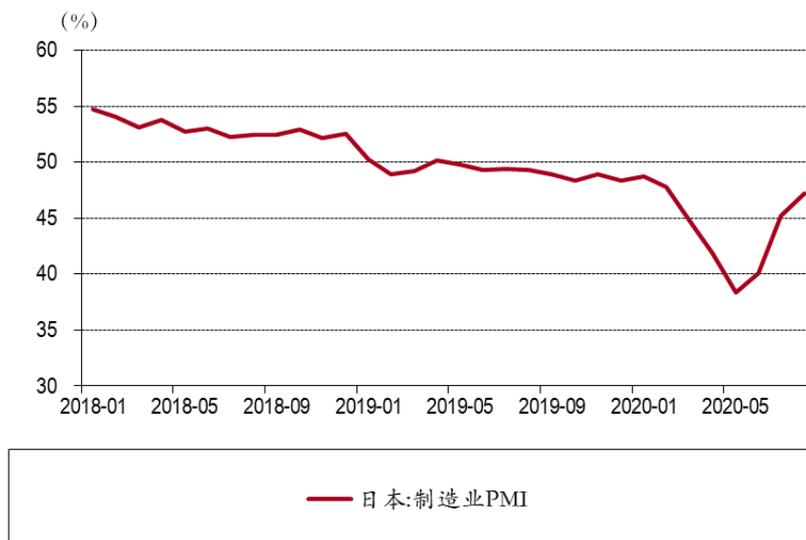
日本 8 月制造业 PMI 边际改善但仍处收缩区间

北京时间 9 月 1 日上午 IHS Markit 公布了 8 月份日本制造业 PMI 终值, 终值录得 47.2%, 高于前值 45.2, 且高于初值 46.6。尽管日本 8 月份制造业 PMI 仍处于下降区间, 但已经连续三个月上升, 说明日本制造业正在缓慢恢复, 景气度逐渐稳定。

虽然制造业 PMI 各分项均持平或下降, 我们通过对 IHS Markit 在 8 月 22 日发布的初值报告与 9 月 1 日发布的终值报告, 发现新订单和产出表现相对乐观 (超预期)。终值报告中提到新订单与产出项目是支撑本期制造业 PMI 的两大支柱, 其中新订单的下降幅度为 1 月以来最小, 且海外需求亦有所恢复, 海外订单指数下降幅度为 2 月以来最小; 产出的下降幅度也是自 2 月以来最低水平, 新订单与产出的相对复苏主要是受益于新冠疫情各国限制的放松而带来的需求反弹, 因此制造业 PMI 能否进一步回升很大程度上取决于疫情的发展。

在其他分项方面, 就业继续走弱, 不过岗位流失率为近三个月最低; 在手订单有较大幅度的下降, 显示或有产能过剩的风险; 原材料需求走势持平, 但在疫情冲击下交付时间有一定延长; 库存方面, 原料库存较 7 月份微降, 而产成品库存有显著下降, 主要是企业需求承压而采取库存精简策略所致; 价格方面, 企业纷纷以价换量带来产出价格的下降, 而原料价格稍增。

图表 10. 近年日本制造业 PMI 走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 11. 制造业 PMI 权重分项在初值报告与终值报告中相关表述对比

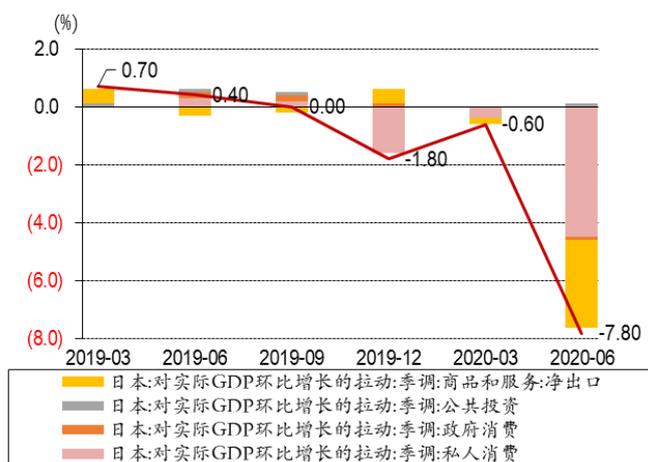
指标	相比前值	初值
制造业 PMI	47.2 (45.2)	46.6
新订单	下降幅度自1月以来最小，海外订单下降幅度自2月以来最小	陡峭下跌，较7月幅度稍低
产出	下降幅度自2月以来最小	陡峭下跌，较7月幅度稍低
就业	下降幅度近三月最低	就业继续流失，较7月幅度稍低
交付时间（反向指标）	受疫情影响继续延长	
库存	原料库存较7月微幅下降，因需求承压企业实施精简库存管理，产成品库存下降显著	

资料来源：IHS Markit，中银证券

我们应该注意到，日本的制造业 PMI 在疫情前便呈现下降趋势，且自 2019 年 4 月以来便一直处于收缩区间，因此我们认为即使疫情过去，也很难指望制造业 PMI 可以稳定在 50 以上。不过对于日本经济的考量更多需要考虑的是消费与出口。在出口方面，中国因较早从疫情中恢复的原因，已经超过美国成为日本的第一大出口国，而美国对于疫情的控制实际上也进入了稳中向好的阶段，因此从短中期看日本出口的复苏可以持续；而日本零售额同比增速从 6 月份以来便进入了正区间，在 6、7 月份分别录得 9.5% 和 9.1% 的同比增速，复苏势头尚可。

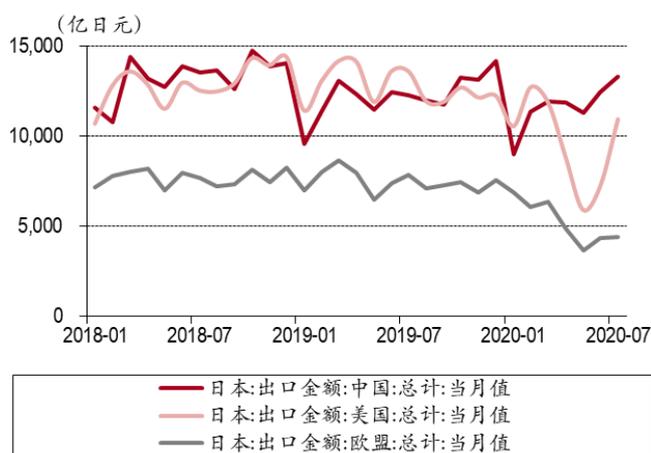
不过日本经济复苏的风险还是在第二波疫情的控制上，虽然新冠单日新增数已经处于下降通道，但可以看到日本新冠肺炎每 10 万人口的致死数自 7 月底开始反弹，到目前为止还没看到有稳定的迹象，而第一波疫情中该数据在五月初见顶，之后带来了 6 月份以来的较强劲复苏。我们认为日本在 9 月份以及以后的经济数据最大的风险尚在于疫情，应该密切关注疫情数据的边际变化。

图表 12. 消费与净出口对日本 GDP 贡献较大



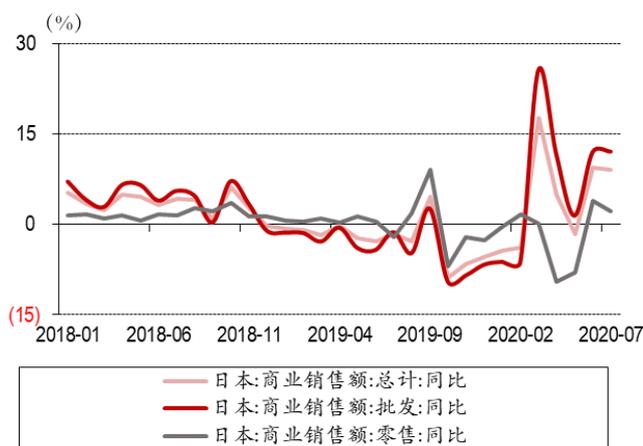
资料来源：万得，中银证券

图表 13. 日本对前三大出口国的经济数据均回升



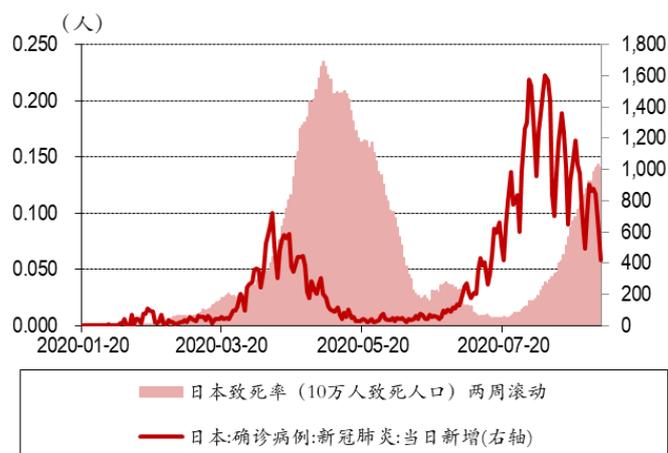
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 日本零售数据 6 月份开始复苏



资料来源: 万得, 中银证券

图表 15. 日本第二波疫情仍是经济最大风险



资料来源: 万得, 中银证券 (疫情数据截至 8 月 31 日)

欧元区 8 月制造业 PMI 符合预期，复苏后劲存疑

北京时间 9 月 1 日下午 IHS Markit 公布了 8 月份欧元区制造业 PMI，终值录得 51.7，略低于于前值 51.8，与初值 51.7 持平。欧元区主要国家中，德国制造业 PMI 终值为 52.2，高于前值 51，低于初值 53；法国制造业 PMI 终值为 49.8，低于前值 52.4，高于初值 49；意大利制造业 PMI 终值为 53.1，高于前值 51.9，高于初值 52，领跑欧元区；西班牙制造业 PMI 终值为 49.9，低于前值 53.5。整体来说，欧元区制造业处于扩张区间，8 月扩张幅度较 7 月份有所回落；新订单与产出是制造业 PMI 扩张的主要动力，其中消费品的增长最为可观，中间品与资本品 (investment goods, 厂房设备等) 增速相对平缓。需要注意的是，PMI 是一个环比概念，例如尽管西班牙 8 月制造业 PMI 为 49.9，低于 7 月的 53.5，但只是较大幅扩张的七月持平，因而 8 月实际上景气度尚可。

国家层面上，不同国家的 PMI 表现相差较大，其中意大利表现最佳，制造业 PMI 为近两年峰值，德国与荷兰制造业 PMI 均为近 22 个月峰值；法国与西班牙的 PMI 显示制造业表现相对停滞，而希腊则连续 6 个月恶化 (8 月制造业 PMI 终值 49.4)。

从分项上看，产出延续了 7 月的增长，并达到了近两年的峰值。其中德国、意大利和爱尔兰领跑产出水平；新订单较 7 月水平有所回落，但仍在扩张区间，需求端主要由国内市场驱动，出口需求尽管继续扩张，但幅度较 7 月亦回落；库存方面，制造企业继续增加对存量原料的利用，原料库存下降至 1 月以来最低位，这也与交付时间增加有关 (连续七个月延长)，而产成品库存则因需求大增跌至 2010 以来的最低位，在手订单则录得两年来首增；价格方面，产出价格已经连续 14 个月下降，这与竞争加剧有关；就业延续了猛烈的萎缩趋势，且已经连续 16 个月下降，其中以德国为甚。

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_2825

