

数据再度不一致，如何看待中采 PMI 下行

摘要

统计局公布的中采 PMI 显示企业景气度再度下滑，低于市场与我们预期。但中采制造业 PMI 下滑与高频数据表现出来的供需平稳并不一致，同时近几个月中采制造业 PMI 与财新制造业 PMI 走势也不一致。中采制造业 PMI 下滑并非经济下行压力上升，而可能主要是工业品价格下滑的结果。从近年数据来看，制造业 PMI，包括其中生产分项与 PPI 环比相关性更高，而与生产面实际指标工业增加值相关性则较弱，背后原因是 PPI 环比决定企业盈利，进而影响企业预期。而 10 月由于供给较需求更快速度增长，导致工业品价格小幅下滑，带动中采制造业 PMI 下行。

近期信贷社融连续超预期，结合中观行业数据情况，我们认为经济或许并不弱。随着房地产继续强韧以及基建增速回升，需求将保持平稳状况，经济将逐步进入企稳阶段。同时叠加通胀回升，债券市场短期可能依然将延续弱势。

风险提示：经济放缓超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 关注信贷继续超预期的风险——2019 年 4 季度银行信贷经理调研 (2019-10-28)
2. 企业盈利再度走弱，但无需过度悲观 (2019-10-27)
3. 砾中拾金：从宏观基本面寻找 A 股长期投资机会——基本面看股市系列（二） (2019-10-21)
4. 金融危机以来 A 股表现弱于海外的宏观解释——基本面看股市系列（一） (2019-10-20)
5. 地产销售有韧性，经济保持弱平稳 (2019-10-20)
6. 新分歧：经济会企稳还是继续放缓 (2019-10-18)
7. 负利率时代资产配置选择--欧日经验 (2019-10-16)
8. 信贷社融连续超预期后重新审视基建融资状况 (2019-10-16)
9. 3%的通胀与 6%的 GDP，央行会更关注哪个？ (2019-10-15)
10. 全球经济放缓外需走弱，经济平稳更需内需改善 (2019-10-14)

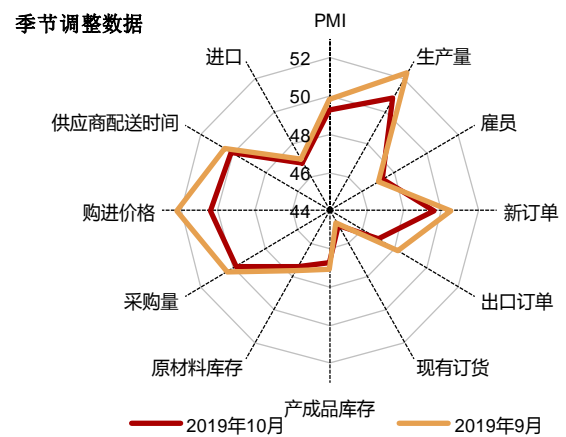
统计局公布数据显示企业景气度再度下滑。数据显示 10 月中采制造业 PMI 再度下滑，较上月下降 0.5 个百分点至 49.3%，低于市场预期。制造业 PMI 分项普遍有所下行，其中产出指数下降 1.5 个百分点至 50.8%，新订单指数下降 0.9 个百分点至 49.6%，其中新出口订单指数下降 1.2 个百分点至 47.0%，预示出口增速将继续放缓。而原材料购进价格指数较上月下滑 1.8 个百分点至 50.4%，叠加高基数效应，预示 10 月 PPI 同比增速将继续下滑。

图 1：企业景气度再度放缓



数据来源：wind、西南证券整理

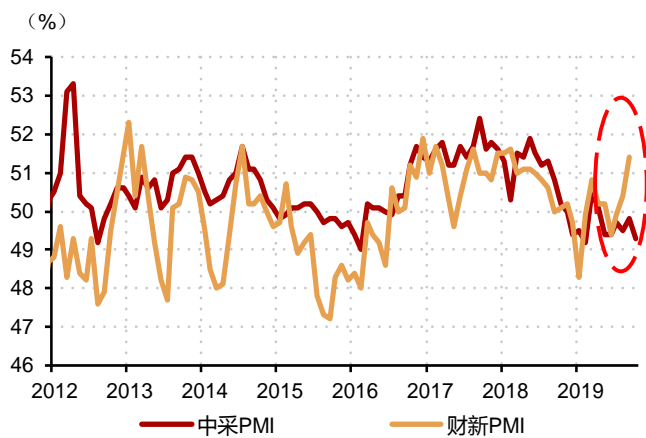
图 2：制造业 PMI 各分项普遍有所回升



数据来源：wind、西南证券整理

但事实上各个数据表现并不一致，数据分歧再现。虽然统计局公布中采 PMI 再度下行，但这并不意味着企业景气度就一定在放缓，因为数据之间存在分歧。首先，中采制造业 PMI 与财新制造业 PMI 近几个月表现并不一致，财新 PMI 近几个月快速回升，从 6 月的 49.4% 回升至 9 月的 51.4%，显著回升 2.0 个百分点。而同期中采 PMI 仅从 49.4% 回升至 49.8%，10 月再度下滑至 49.4%。其次，高频数据并未呈现出经济放缓，六大发电集团耗煤量同比增速在 10 月继续回升，而 30 个大中城市商品房销售面积同样保持平稳，高频数据并未呈现出供需放缓的状况。数据之间出现较为明显的不一致，因而中采 PMI 有所下滑并不意味着经济下行压力就一定上升。

图 3：近几个月中采和财新制造业 PMI 出现分化



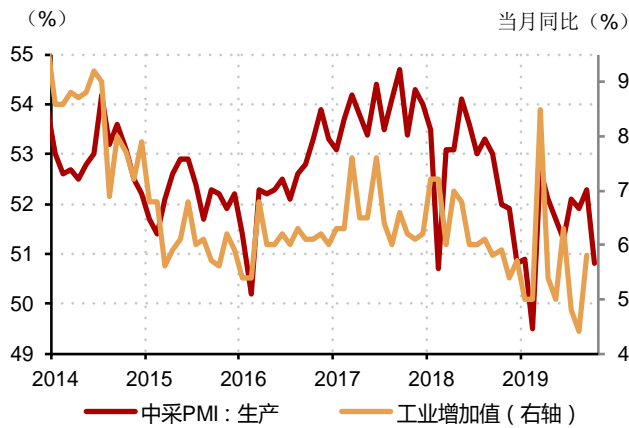
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：制造业 PMI 各分项普遍有所回升

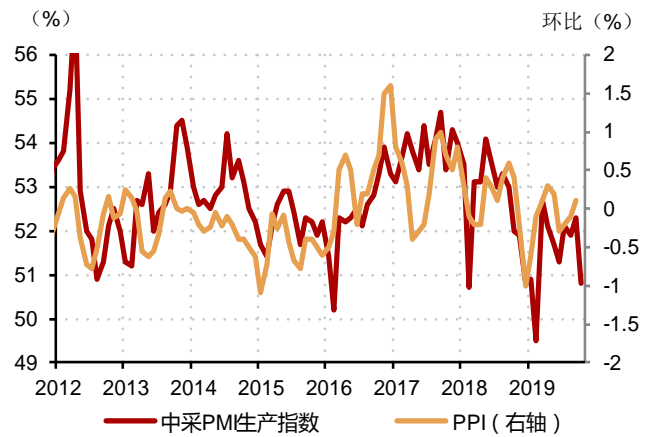


数据来源：wind、西南证券整理

为何高频数据企稳的同时中采 PMI 会继续放缓，可能与工业品价格下滑压制企业景气预期相关。从近几年情况来看，与制造业 PMI 相关性更好的并非工业增加值、投资等实体经济供需指标，而是工业品价格。例如，对于本月制造业 PMI 分项中下行幅度最大的生产指数来看，从过去几年经验数据来看，与工业增加值相关性并不高，反而与 PPI 环比相关性很高。这是因为 PMI 是调查指数，很大程度上受企业预期决定。而工业品价格是对企业盈利影响最直接的指标，而盈利将直接对企业预期产生影响。因而，10 月工业品价格走弱带动制造业 PMI 下行。

图 5：PMI 生产指数与工业增加值相关性并不高


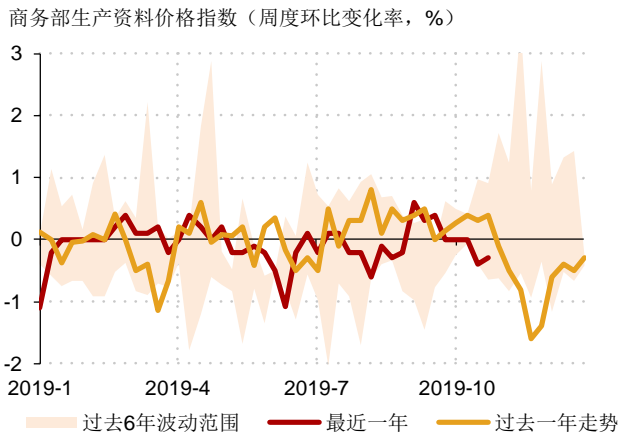
数据来源：wind、西南证券整理

图 6：但 PMI 生产指数与 PPI 环比相关性很高


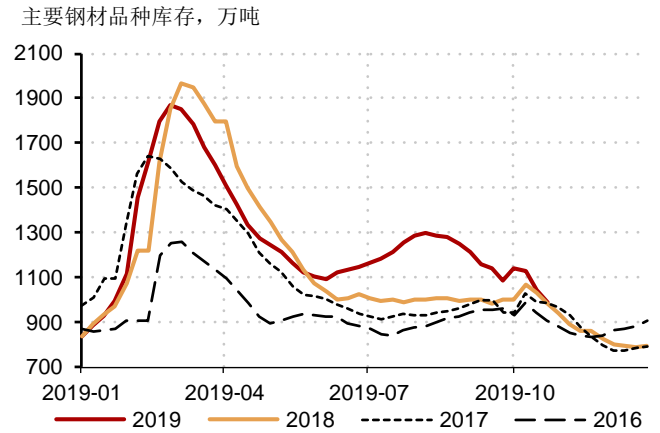
数据来源：wind、西南证券整理

10 月工业品价格下跌并非需求走弱，而是供给更快速度增长的结果，随着需求持续平稳，工业品价格将企稳回升。高频数据显示 10 月工业品价格有所下跌，一定程度上导致企业盈利预期走弱，进而带动企业景气度下降。但 10 月工业品价格下跌并非需求走弱的结果，而是供给更快速度下降的结果。我们可以看到，10 月六大发电集团耗煤量等高频数据显示生产面在提升，同时，钢铁、煤炭等库存有所下降，显示生产以及库存去化形成的总供给在快速增加，供给的增速超过需求，导致价格环比回落。

但随着需求持续企稳，工业品价格将企稳回升，因而制造业 PMI 或随之改善。在房地产市场强韧以及基建相关融资回升推动下，信贷社融同比改善，将推动需求持续企稳。10 月建筑业 PMI 较上月回升 2.8 个百分点至 60.4%，显示基建驱动的建筑活动在加速，这将对工业品需求形成支撑。而另一方面，目前工业品库存处于低位，在这种情况下，需求企稳将对工业品价格产生更明显的推升作用。而工业品价格回升将改善企业盈利预期，进而改善企业预期，带动制造业 PMI 回升。因而 10 月中采制造业 PMI 回落或难以持续，未来几个月或逐步进入回升态势。

图 7：10 月工业品价格环比小幅下跌


数据来源：wind、西南证券整理

图 8：部分商品库存已经下降至低位


数据来源：wind、西南证券整理

数据表现不一致，经济状况或许并不弱。10 月中采 PMI 与高频数据并不一致，同时近几个月中采 PMI 和财新 PMI 表现也不一致。但结合信贷社融连续超预期，以及中观行业数据情况，我们认为经济或许并不弱。随着房地产继续强韧以及基建增速回升，需求将保持平稳状况。同时如果 4 季度地方债额度提前下发并发行，信贷社融可能获得更大支撑，经济将逐步进入企稳阶段。同时叠加通胀回升，债券市场短期可能依然将延续弱势。

表 1：PMI 情况

指标	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	2018-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10
中采制造业 PMI																
PMI 总指数	51.2	51.3	50.8	50.2	50.0	49.4	49.5	49.2	50.5	50.1	49.4	49.4	49.7	49.5	49.8	49.3
生产量	53.0	53.3	53.0	52.0	51.9	50.8	50.9	49.5	52.7	52.1	51.7	51.3	52.1	51.9	52.3	50.8
雇员	49.2	49.4	48.3	48.1	48.3	48.0	47.8	47.5	47.6	47.2	47.0	46.9	47.1	46.9	47.0	47.3
新订单	52.3	52.2	52.0	50.8	50.4	49.7	49.6	50.6	51.6	51.4	49.8	49.6	49.8	49.7	50.5	49.6
出口订单	49.8	49.4	48.0	46.9	47.0	46.6	46.9	45.2	47.1	49.2	46.5	46.3	46.9	47.2	48.2	47.0
现有订货	45.7	46.7	45.2	44.3	44.3	44.1	43.7	43.6	46.4	44.0	44.3	44.5	44.7	44.8	44.7	44.9
产成品库存	47.1	47.4	47.4	47.1	48.6	48.2	47.1	46.4	47.0	46.5	48.1	48.1	47.0	47.8	47.1	46.7
原材料库存	48.9	48.7	47.8	47.2	47.4	47.1	48.1	46.3	48.4	47.2	47.4	48.2	48.0	47.5	47.6	47.4
采购量	51.5	51.8	51.5	51.0	50.8	49.8	49.1	48.3	51.2	51.1	50.5	49.7	50.4	49.3	50.4	49.8
购进价格	54.3	58.7	59.8	58.0	50.3	44.8	46.3	51.9	53.5	53.1	51.8	49.0	50.7	48.6	52.2	50.4
供应商配送时间	50.0	49.6	49.7	49.5	50.3	50.4	50.1	49.8	50.2	49.9	50.9	50.2	50.1	50.3	50.5	50.1
进口	49.6	49.1	48.5	47.6	47.1	45.9	47.1	44.8	48.7	49.7	47.1	46.8	47.4	46.7	47.1	46.9
中采服务业 PMI	53.0	53.4	53.4	52.1	52.4	52.3	53.6	53.5	53.6	53.3	53.5	53.4	52.9	52.5	53.0	51.4
中采建筑业 PMI	59.5	59.0	63.4	63.9	59.3	62.6	60.9	59.2	61.7	60.1	58.6	58.7	58.2	61.2	57.6	60.4
综合 PMI 产出指数	53.6	53.8	54.1	53.1	52.8	52.6	53.2	52.4	54.0	53.4	53.3	53.0	53.1	53.0	53.1	52.0
非制造业商务活动指数	54.0	54.2	54.9	53.9	53.4	53.8	54.7	54.3	54.8	54.3	54.3	54.2	53.7	53.8	53.7	52.8
财新制造业 PMI	50.8	50.6	50.0	50.1	50.2	49.7	48.3	49.9	50.8	50.2	50.2	49.4	49.9	50.4	51.4	

数据来源：Wind，西南证券整理

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

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_9293

