



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: (010) 63197789

邮箱: lihuaijun@fcsc.com

从 9 月 PMI 看中美两国制造业的分化表现

2019 年 10 月 8 日

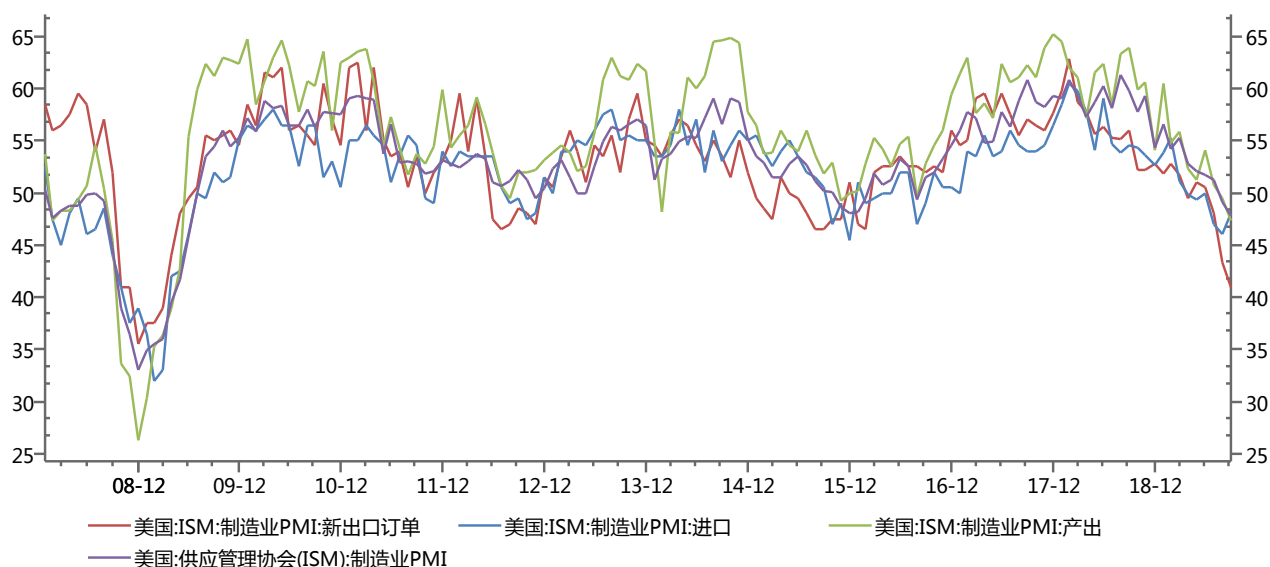
摘要:

- 美国 9 月 PMI 为 47.8%，较 10 月的 49.1% 下降 1.3 个百分点，连续两个月在 50% 荣枯线之下，并创出 09 年 6 月以来的新低。与次贷危机时的 PMI 相比较，我们发现目前美国 PMI 的下滑主要是受新出口订单的影响，进而影响到生产和进口，而其它分项指数的下滑趋势并不明显。从这一角度看，贸易摩擦正加快美国制造业走向衰退的步伐。
- 相反，中国 PMI 反而表现在较高的韧性，9 月中国 PMI 指数为 49.8%，较 8 月上升 0.3 个百分点，是今年 5 月以来的新高。虽然 PMI 指数还在 50% 的警戒线以下，但生产指数高达 52.3%，而美国仅为 47.3%；新出口订单为 48.2%，而美国仅为 41%。这显示出中国受贸易摩擦的影响远小于美国，工业生产的景气状况也好于美国。
- 如果以 PMI 中的新订单来代表需求，以产成品库存来代表供给，中国需求的上升明显，而美国不明显；从库存上看，中国去库存不明显，而美国去库存力度远高于中国。这说明，中国的库存周期要领先于美国，正在从主动去库存阶段进入被动去库存阶段，而美国仍处于主动去库存的过程中。
- 除库存周期外，汇率变化也是影响中美制造业景气指数的关键因素。以前人民币也采取盯住美元的策略，但近几个月以来，受贸易战的影响中美两国的汇率分化走势逐渐显现，美元走强的同时人民币却在走弱，这有助于改善中国的出口，使中国能够增强对中美贸易战的免疫力，但也增加了 CPI 同比的上涨压力。

一、9月中美两国 PMI 指数的表现迥异

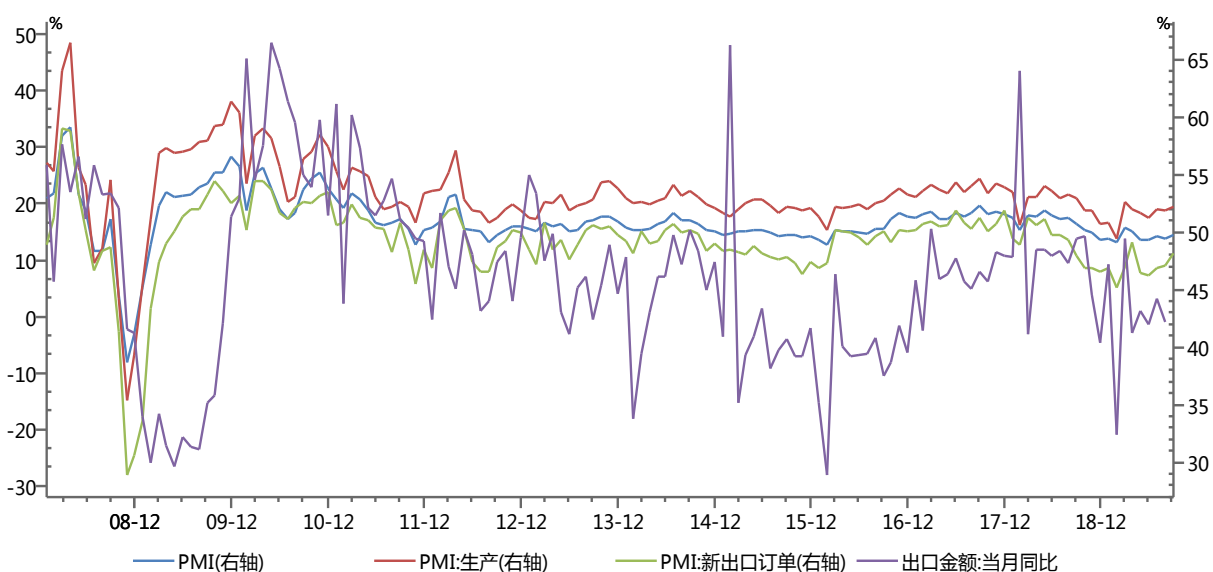
美国 9 月 PMI 为 47.8%，较 10 月的 49.1% 下降 1.3 个百分点，连续两个月在 50% 荣枯线之下，并创出 09 年 6 月以来的新低。与次贷危机时的 PMI 相比较，我们发现目前美国 PMI 的下滑主要是受新出口订单的影响，其次是生产，最后是进口，而其它分项指数的下滑趋势并不明显。这反映出美国制造业景气指数的下滑，受其自身不断扩大的贸易摩擦的影响较大（图 1 所示）。

图 1 美国 PMI 指数反映受贸易摩擦影响制造业景气度不断下滑



数据来源：Wind

图 2 中国 PMI 指数显示出较强韧性受贸易摩擦的影响不大



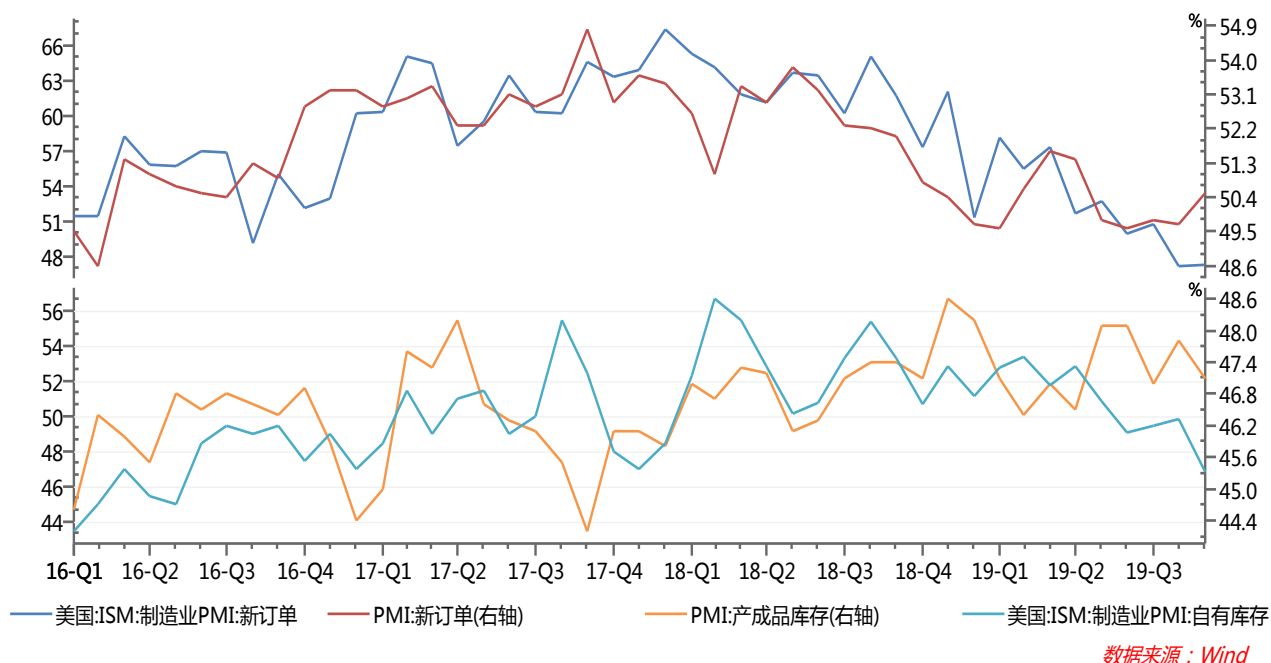
数据来源：Wind

资料来源：WIND 第一创业整理

相反，中国 PMI 反而表现在较高的韧性（图 2 所示），9 月中国 PMI 指数为 49.8%，较 8 月上升 0.3 个百分点，是今年 5 月以来的新高。虽然 PMI 指数还在 50% 的警戒线以下，但生产指数高达 52.3%，而美国仅为 47.3%；新出口订单为 48.2%，而美国仅为 41%。与表面上的感觉不同，这显示出在制造业领域，中国受贸易摩擦的影响远小于美国，工业生产的景气状况也好于美国。

一个完整的库存周期，以新订单代表需求、以自有库存代表供给，往往会包括四个阶段：被动去库存阶段需求上升中、库存下降，主动补库存阶段需求上升、库存上升，被动补库存阶段需求下降、库存上升以及主动去库存阶段需求下降、库存下降。图 3 显示，中国 PMI 中 9 月新订单为 50.5%，较 8 月 49.7% 上升 0.8 个百分点，并自今年 5 月以来再次上升至 50% 的荣枯线之上；相反，美国 9 月新订单为 47.3%，仅较 8 月上升 0.1 个百分点，连续两个月跌至 50% 之下。从产成品库存看，中国 9 月产成品库存为 47.1%，较上月下滑 0.7 个百分点；而美国 PMI 自有库存 9 月为 46.9%，较上月下滑 3 个百分点。也就是说，中国需求的上升明显，而美国不明显；从库存上看，中国去库存不明显，而美国去库存力度远高于中国。这一方面说明，中国的库存周期要领先于美国，正在从主动去库存阶段进入被动去库存阶段，而美国仍处于主动去库存的过程中；如果以新订单减产成品库存来代表供求关系，9 月中国这一数据为 3.4%，而美国为 0.4%，中国也远好于美国。这从另一个侧面证明，中国目前的库存周期已接近走出底部区域，供求关系正在好转，将进入需求增加、供给减少的被动去库存阶段。

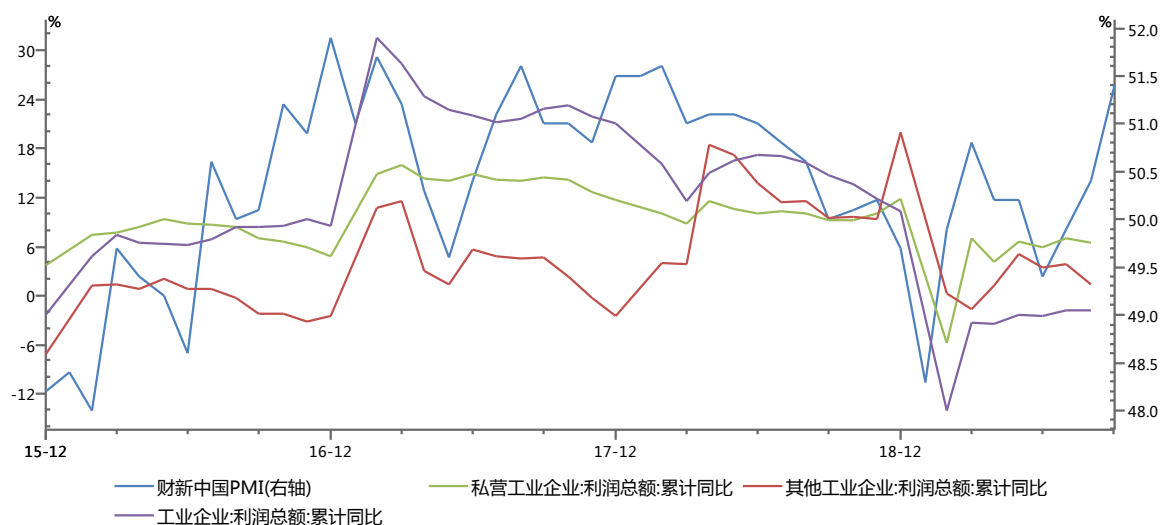
图 3 以 PMI 表现的中美两国库存周期的对比



资料来源：WIND 第一创业整理

从反映中小企业景气指数的财新 PMI 看，9 月为 51.4%，较 8 月上升 1 个百分点，已连续 2 个月位于 50% 的荣枯线之上，这表明中小企业和私营企业的经营状况的改善更为明显。从图 4 中，我们也可以看出，1-8 月私营企业利润同比增速为 6.5%，其它工业企业利润同比增速为 1.4%，均高于 -1.7% 的全部工业企业的利润同比增速。

图4 从财新 PMI 中看中小企业和私营企业利润改善更为明显



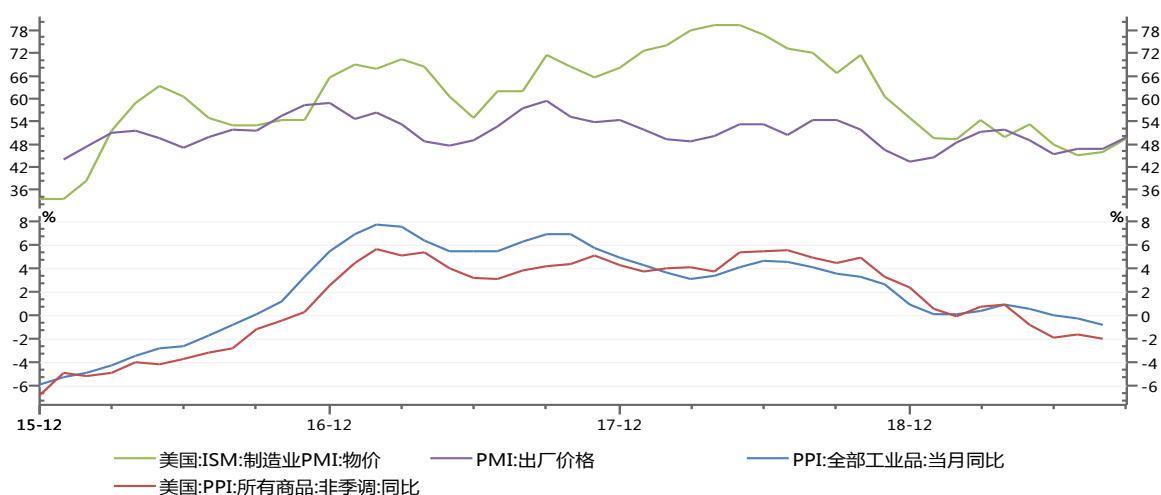
数据来源: Wind

资料来源: WIND 第一创业整理

二、从价格指数看中美贸易条件和汇率的变化

如果以 PMI 指数中的价格指数和 PPI 同比指数看, 中美两国制造业出厂价格的相关性很高, 基本上是同步波动, 这反映出作为世界前两大经济体, 中美两国的制造业关联度很大(图 5 显示), 中美两国制造业具有明显的上下游协作关系, 要想脱钩是不可想象的。

图5 从 PMI 中的价格指数和 PPI 指数看中美制造业相关性很高



数据来源: Wind

资料来源: WIND 第一创业整理

由于美元指数是用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度。它通过计算美元和对选定的一揽子货币的综合的变化率, 来衡量美元的强弱程度, 从而间接反映美国的出口竞争能力和进口成本的变动

情况。美元指数上涨，说明美元与其他货币的比价上涨也就是说美元升值，那么国际上主要的商品都是以美元计价，那么所对应的商品价格应该下跌的。美元升值对本国的整个经济有好处，提升本国货币的价值，增加购买力。但对一些行业也有冲击，比如说，出口行业，货币升值会提高出口商品的价格，因此对一些公司的出口商品有影响。但从贸易条件上看，美元升值有利于贸易条件改善，而贬值将恶化贸易条件，因而图 6 看，美元指数与贸易条件是正相关的。

而图 6 也显示出在大部分时期，人民币汇率竟然也与贸易条件正相关，这是因为中美虽互为重要贸易伙伴，但美元指数的构成中并无人民币，而人民币也采取盯住美元的策略，因而人民币的强弱能与美元相一致。但近几个月以来，受贸易战的影响中美两国的汇率分化走势逐渐显现，美元走强的同时人民币却在走弱，这虽然有助于中国出口状况的改善，使中国能够增强对中美贸易战的免疫力。但从另一方面看，也会造成进口价格的上升，特别是对进口依赖程度较大的原油和食品价格。我们从中美 CPI 同比的分化中就可以看出这一点：即中国 CPI 同比远高于美国，而扣除食品和能源价格的核心 CPI 却远低于美国（图 7 所示）。

图 6 人民币与美元的走势近期出现分化

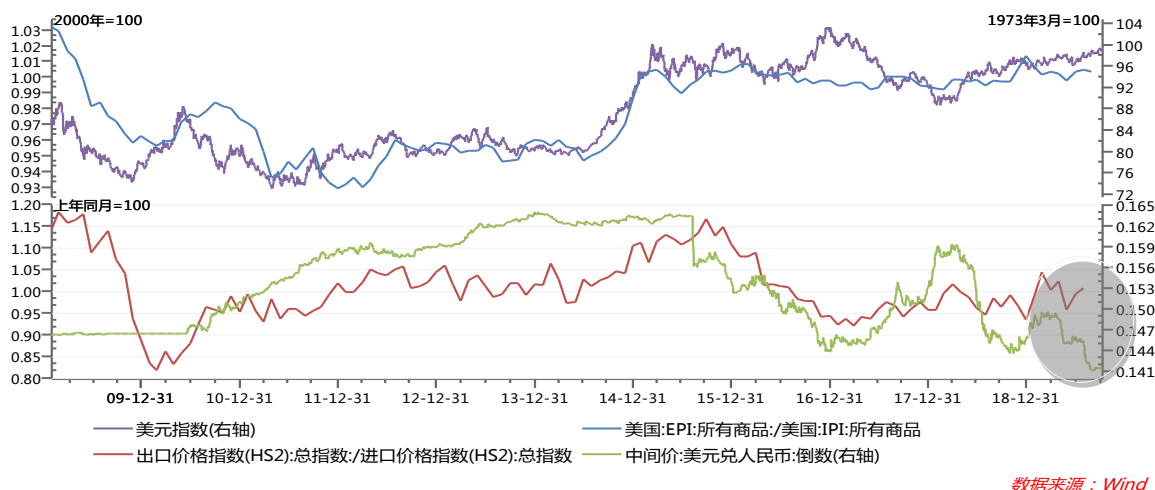


图 7 中美两国 CPI 和核心 CPI 走势也出现分化



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_9780

