



李奇霖：PMI 跌破 50 之谜



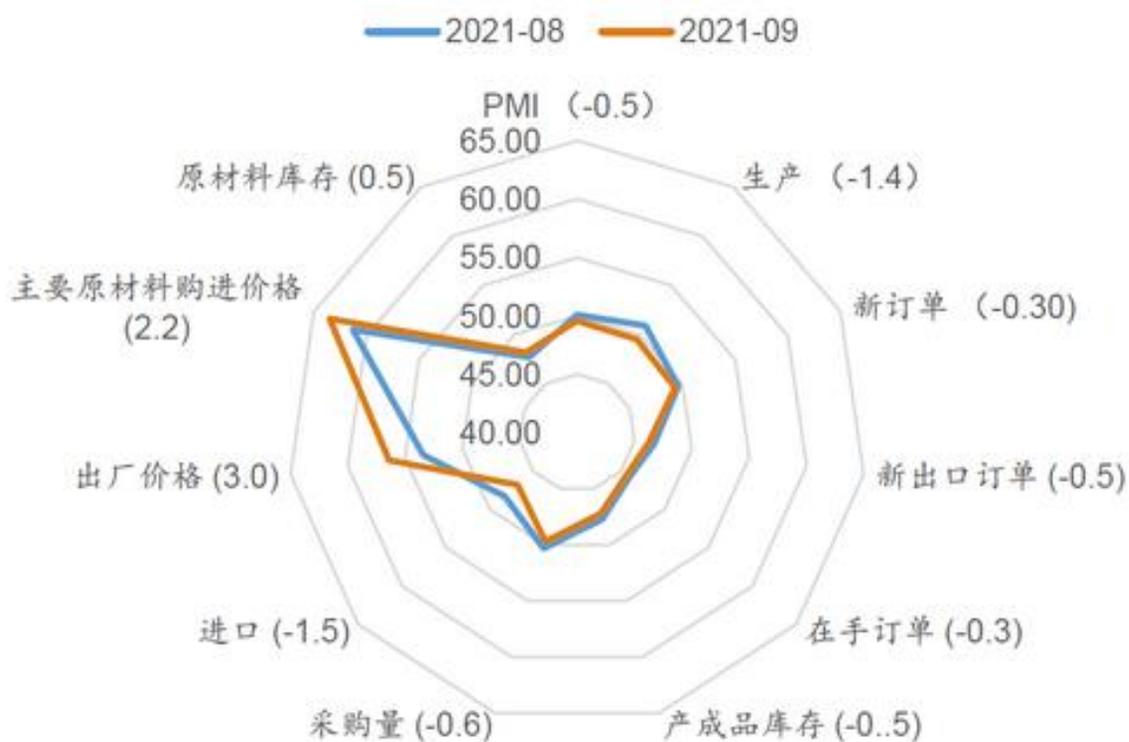
文/新浪财经意见领袖专栏作家 李奇霖 孙永乐

9月制造业PMI为49.6%，环比回落了0.5个百分点，这也是自2020年3月以来，制造业PMI首次跌破荣枯线水平。非制造业的PMI为53.2%，环比回升5.7个百分点，不过非制造业的回升主要是因为8月受疫情等因素影响，基数偏低。



那么制造业PMI为什么会向下跌破荣枯线水平？PMI分项数据又透露出什么信号呢？

图 1. PMI 分项变动



资料来源：wind，红塔证券

总的来说，9月 PMI 跌破荣枯线主要是受生产端的拖累。

讨论 9 月份的经济数据，避不过去的一点是“能耗双控”。因为前期能耗超标，9 月以来多地加强了对高能耗企业的调控力度。

比如浙江绍兴对加大了对印染、化纤行业的治理力度，这也就导致了江浙织机 PTA 产业链负荷率在 9 月大幅下滑。同时，江苏、广东等地也加大了对水泥、钢铁、化工等等“两高”行业的整治力度，所以我们也能看到近期水泥等相关商品的价格明显上扬。

对生产端的调控也就使得生产指数成为 9 月 PMI 数据的主要拖累项。

9月PMI生产指数回落1.4个百分点为49.5%，创下了近10年来的同期最低。

同时，生产端减速也使得国内进口需求与采购需求回落，PMI进口指数回落1.5个百分点，为46.8%；采购量指数回落0.6个百分点，为49.7%。

图 2. 多项商品的开工率偏低



资料来源：wind，红塔证券

另外，生产端的走弱也进一步推高了原材料价格，使得9月PPI可能再创新高。此前，上游因为供给弹性低（比如国内限产、进口受限），所以PPI持续上行。同时，受消费恢复进度缓慢的影响，上游价格向下游传导并不顺利，CPI位于低位，国内结构性通胀压力较大。

现在随着多地开始限产限电，相关大宗商品的产能再度被动压缩，而需求的回落又慢于供给的回落。供需错位下，水泥、动力煤等大宗商品价

格持续上涨。

体现在数据上就是，9月PMI主要原材料购进价格指数上涨了2.2个百分点为63.5%，出厂价格指数上涨了3个百分点为56.4%，涨幅明显。考虑到这两个指数与PPI环比走势是正相关的，我们预计9月PPI会再度上行。

而从消费数据来看，9月部分地区疫情零星反复对居民消费造成的负面影响依旧存在，主要城市地铁出行人数在9月尚未恢复到疫情前水平，同时电影票房、乘用车销售量（汽车缺芯）等数据也显示国内消费在9月依旧比较疲软。考虑到猪肉价格继续下跌，预计9月CPI依旧偏弱，国内结构性通胀短期内很难缓解。

图 3. PMI 价格指数预示着 PPI 可能会进一步上行



资料来源：wind，红塔证券

而结构性通胀对中小企业的影​​响无疑更为明显，9 月大、中、小型企业原材料购进价格指数分别上涨了 1.8、2.7 和 2.4 个百分点，出厂价格指数则分别上涨了 3.6、2.1 和 3 个百分点。所以我们能够看到 9 月中、小型企业的 PMI 分别回落了 1.5 和 0.7 个百分点。

除了供给走弱之外，9 月 PMI 数据显示国内需求也偏弱。9 月 PMI 新订单数据和出口新订单数据双双走弱，新订单下滑 0.3 个百分点至 49.3%，出口新订单下滑 0.5 个百分点至 46.2%。

出口新订单的下滑一方面是受美联储 taper 渐行渐近、美国财政补贴政策退出（8 月美国居民可支配收入不变价下滑）以及服务消费取代商品消费等因素的影响，海外需求开始回落。

另一方面则可能是因为国内出口企业接单意愿走弱。在原材料成本以及货运成本持续上行的时候，出口企业成本端的压力比较大，增收不增利的现象并没有得到明显的改善。

而且上半年因为出口旺盛等原因，广州、江苏、浙江等出口大省的能耗双控都没有达标，这也意味这些省份面临着较大的节能减排压力。在这样的情况下，当地的出口企业也会被动停止接单。

图 4. 出口运价再创新高



资料来源：wind，红塔证券

关于出口, 另外需要关注的一点是, 近几个月来, 中国出口数据与 PMI 出口订单数据出现了明显的背离, 在出口新订单指数持续下滑的时候, 出口依旧维持韧性。我们认为这种现象的出现主要有这么几个原因:

一是统计口径的偏差, 出口商品行业分化明显, 计算机通信、电气机械等商品出口占比较高, 而 PMI 数据是按照分层抽样的方式计算得到, 并

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_27385

