



证券研究报告·宏观研究报告

2019年9月5日

# 首创宏观“茶”： 制造业 PMI 再次承压，小型企业是稳就业的“主要阵地”

——8月 PMI 数据点评

## 研究发展部宏观策略组

王剑辉  
宏观策略分析师  
电话：010-56511920  
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn  
执业证书：S0110512070001

### 主要观点：

- 8月制造业 PMI 49.5，预期值 49.7，前值 49.7；8月非制造业 PMI 53.8，预期值 53.7，前值 53.7；8月综合 PMI 53.0，前值 53.1。我们点评如下：
  - 一、制造业 PMI 再次承压，非制造业 PMI 小幅反弹；
  - 二、新订单中枢下移预示制造业 PMI 大概率还将继续承压；
  - 三、外需短暂反弹，而内需则进一步承压；
  - 四、生产扩张速度放缓，生产经营活动预期面临一定压力；
  - 五、主要原材料购进价格与出厂价格双双下行，但是二者的剪刀差收窄；
  - 六、制造业中的小型企业是稳就业的“主要阵地”。

## 目录

一、制造业 PMI 再次承压，非制造业 PMI 小幅反弹.....	4
二、新订单中枢下移预示制造业 PMI 大概率还将继续承压.....	5
三、外需短暂反弹，而内需则进一步承压.....	6
四、生产扩张速度放缓，生产经营活动预期面临一定压力.....	8
五、主要原材料购进价格与出厂价格双双下行，但是二者的剪刀差收窄.....	9
六、制造业中的小型企业是稳就业的“主要阵地” .....	10

## 图表目录

图 1：制造业 PMI 再次承压，非制造业 PMI 小幅反弹（%） .....	4
图 2：建筑业 PMI 重返 60 以上的高位区间（%） .....	5
图 3：新订单中枢下移预示制造业 PMI 大概率还将继续承压（%） .....	6
图 4：新出口订单边际改善幅度较大（%） .....	7
图 5：8 月进口指数创近 6 个月新低（%） .....	8
图 6：生产扩张速度放缓，生产经营活动预期面临一定压力（%） .....	9
图 7：主要原材料购进价格与出厂价格双双下行，但是二者的剪刀差收窄（%） .....	10
图 8：制造业中的小型企业是稳就业的“主战场”（%） .....	11

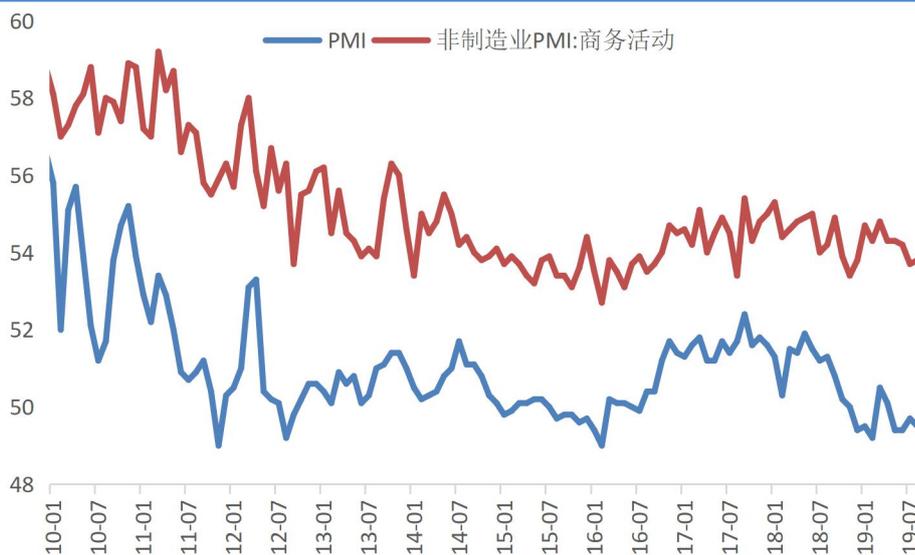
**事件：**8月制造业PMI49.5，预期值49.7，前值49.7；8月非制造业PMI53.8，预期值53.7，前值53.7；8月综合PMI53.0，前值53.1。

**点评：**

### 一、制造业 PMI 再次承压，非制造业 PMI 小幅反弹

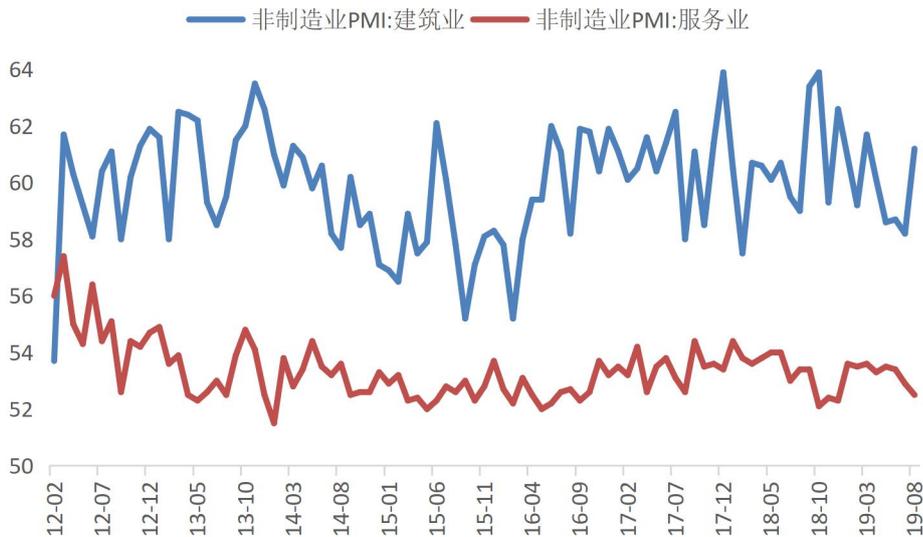
8月制造业PMI为49.5，低于预期0.2个百分点，低于前值0.2个百分点，连续四个月运行在荣枯线之下，制造业收缩态势进一步得到确认。对于制造业PMI的走势，我们在8月1日点评中的判断是，短期之内制造业PMI大幅回升概率较低。在8月22日路透社问卷调查中我们给出的8月制造业PMI的预测值是49.6，目前看方向符合预期，幅度基本符合预期。8月制造业PMI低于去年同期1.8个百分点，在过往15年里的8月制造业PMI中，2019年位列倒数第3，仅高于2008年与2012年。值得注意的是，2008年8月制造业PMI处于低位是因为爆发美国次贷危机，而2012年8月制造业PMI处于低位是因为当年我国GDP增速破“8”。非制造业PMI连续4个月下行之后在8月出现小幅反弹。具体看，8月非制造业PMI为53.80，高于预期0.10个百分点，较前值上行0.10个百分点，低于去年同期0.40个百分点。在过往的13年里，2019年8月非制造业PMI位列倒数第5。其中，建筑业PMI为61.20，较前值上行3.0个百分点，重返60以上的高位区间；服务业PMI为52.50，较前值下行0.40个百分点，连续3个月累计下行1.0个百分点。

图 1：制造业 PMI 再次承压，非制造业 PMI 小幅反弹（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

图 2：建筑业 PMI 重返 60 以上的高位区间 (%)

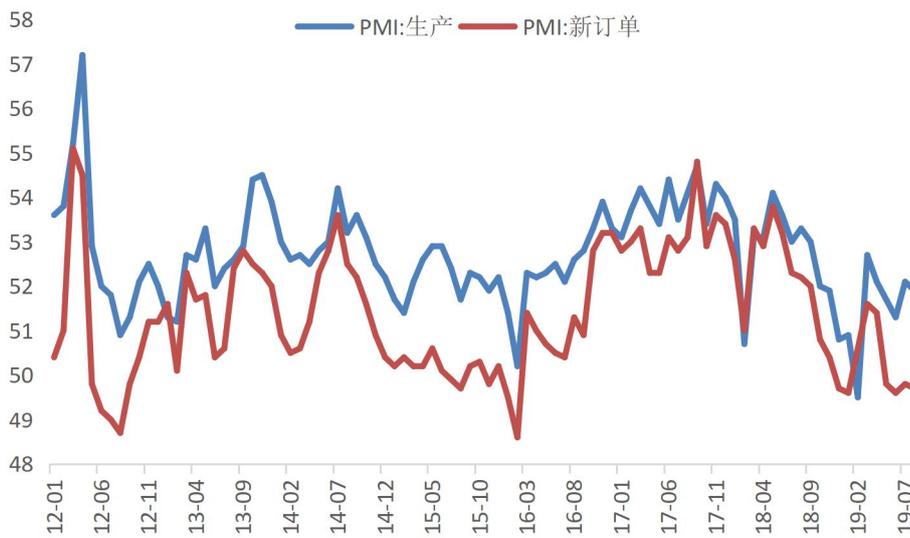


资料来源：wind，首创证券研发部

## 二、新订单中枢下移预示制造业 PMI 大概率还将继续承压

制造业PMI的5个分项中，新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别为49.70、51.90、46.90、50.30、47.50，分别较前值上行-0.10、-0.20、-0.20、0.20、-0.50个百分点。五个分项与前值相比4降1升，尤其是新订单与生产均较前值下行，表明宏观经济压力尚存。2019年以来新订单指数中枢下移，1-8月的均值为50.26，低于2018年同期2.4个百分点。作为先行指标中的“先行指标”，新订单指数中枢下移，意味着制造业PMI大概率还将继续承压。分企业规模看，大型、中型、小型企业的PMI分别为50.40、48.20、48.60，分别较前值上行-0.30、-0.50、0.40个百分点。其中，大型企业PMI虽然较前值下行，但是韧性犹存，依旧位于荣枯线之上；中型企业PMI延续下行趋势，目前在三大类型企业中垫底；小型企业虽然位于荣枯线之下，但是受益于减税降费等支持政策，反弹力度较大，与大型企业的走势出现收敛。

图 3：新订单中枢下移预示制造业 PMI 大概率还将继续承压（%）



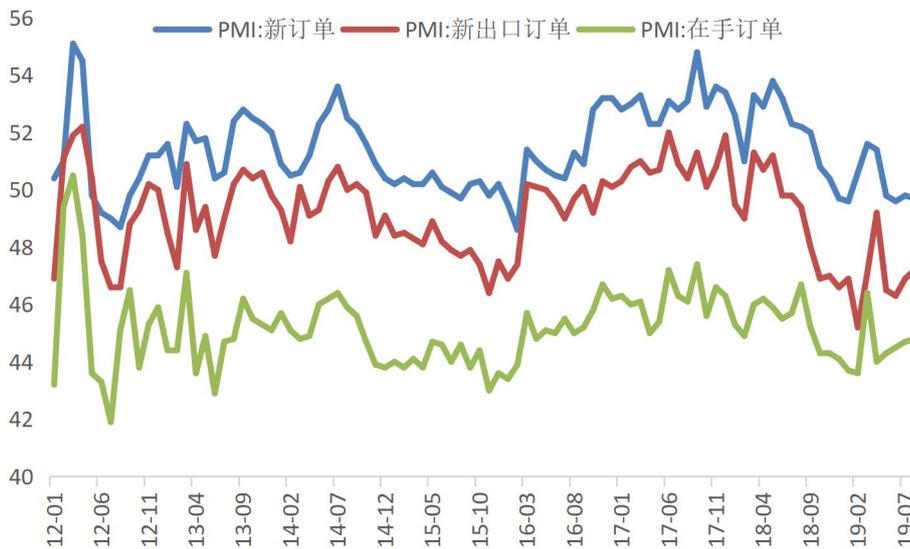
资料来源：wind，首创证券研发部

### 三、外需短暂反弹，而内需则进一步承压

新订单、新出口订单与在手订单分别为49.70、47.20、44.80，分别较前值上行-0.10、0.30、0.10个百分点。8月新出口订单边际改善幅度较大，可能的原因有以下三点：一是8月5日离岸与在岸人民币汇率双双破“7”，人民币汇率贬值利多出口；二是8月初特朗普宣布对我国3000亿美元商品加征关税，使得8月存在一定的抢出口效应；三是8月欧元区与日本制造业PMI初值出现反弹，分别较前值上行0.50、0.10个百分点至47.00、49.50。对于后期新出口订单的走势，我们认为利空大于利多：一方面，人民币汇率贬值效应将在较长时间内推升出口，而西方国家节假日集中在下半年也利多出口；另一方面，抢出口效应不具备持续性，而8月欧元区与日本制造业PMI较前值上行，大概率仅是反弹而不是反转，叠加考虑8月美国Markit制造业PMI初值跌破荣枯线录得49.9，ISM制造业PMI大幅下行2.1个百分点，跌破荣枯线仅录得49.1，全球经济依旧承压。

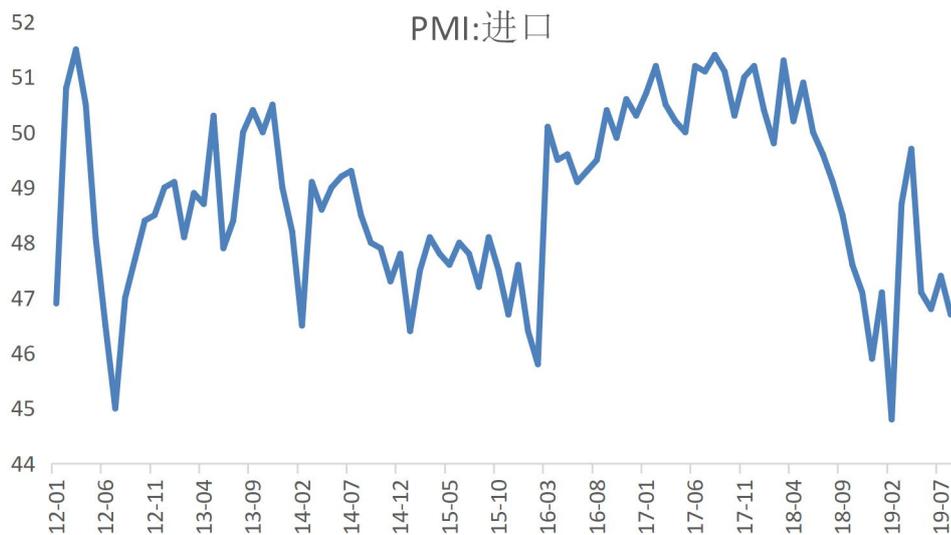
内需方面，8月进口指数为46.70，较前值下行0.70个百分点，创近6个月新低，预示内需依旧乏力。与之相印证的是，在8月新出口订单反弹的情况下，新订单指数却边际下行，“新订单-新出口订单”这一复合指标录得2.5%，剔除掉2019年4月的2.2%以外，为2018年5月以来的最低值。进口指数与“新订单-新出口订单”双双下行，共同指向我国内需不容乐观：7月城镇调查失业率录得5.2%的高位，对消费增速形成一定压制；在“不将房地产作为短期刺激经济的手段”思想的指引下，近期房地产调控出现趋严现象，如房地产开发贷出现收紧等；地方政府责任约束利空基建投资增速，一定程度上牵制了基建投资增速。应该注意到，9月4日国务院常务会议部署精准施策加大力度做好“六稳”工作，着眼补短板、惠民生、增后劲，进一步扩大有效投资，预计对内需会起到一定的提振作用。

图 4：新出口订单边际改善幅度较大（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

图 5：8月进口指数创近6个月新低（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

#### 四、生产扩张速度放缓，生产经营活动预期面临一定压力

8月生产指数为51.90，较前值下行0.2个百分点，但依旧处于扩张区间。分企业规模看，大中小型企业生产PMI分别为53.20、49.90、51.30，分别较前值上行-0.30、-1.20、1.70个百分点。其中，中型企业PMI下行较大幅度，时隔6个月再次跌落荣枯线之下，而小型企业生产PMI上行较大幅度，跃至荣枯线之上。此外，生产经营活动预期指数为53.30，较前值下行0.30个百分点，较前期高点累计下行3.5个百分点，虽然位于荣枯线之上，但是从走势上看面临较大压力。分企业规模看，大型、中型、小型企业的生产经营活动预期指数分别为53.70、51.60、54.70，分别较前值上行-0.90、-0.40、1.60个百分点。8月小型企业的生产经营活动预期指数与大中型企业的生产经营活动预期指数发生背离，表明市场对减税降费政策继续推出预期较高。目前不论在工业增加值方面，还是在工业企业利润增速方面，私营企业的表现要优于

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\\_10328](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10328)

