

恒大研究院研究报告

宏观研究

点评报告

2019/9/2

首席经济学家：任泽平

研究员：罗志恒

luozhiheng@evergrande.com

研究员：孙婉莹

sunwanying@evergrande.com

事件：中国 8 月官方制造业 PMI 49.5，预期 49.7，前值 49.7。中国 8 月官方非制造业 PMI 53.8，预期 53.7，前值 53.7。

解读：

1、核心观点：制造业 PMI 回落，工业品通缩加剧，贸易摩擦升级企业“抢出口”

1) PMI 回落，连续 4 个月低于荣枯线，供需均收缩，新订单回落。PMI 下滑主要是因为生产、新订单和价格指数分项下滑，其中生产下滑但仍处于扩张区间，略强于需求，源于国庆前企业限产而提前生产。原材料库存指数下降、产成品库存指数上升反映需求较弱，存在被动积压。

2) 新出口订单回升，贸易摩擦升级企业“抢出口”。8 月新出口订单略有上升，但仍低于荣枯线，主因人民币贬值以及在 9 月 1 日新一轮美国加征关税落地预期下，企业短期抢出口。后续受全球经济增长放缓，贸易摩擦升级、产业链加速转移的影响，新出口订单将回落。

3) 价格指数下滑，工业品通缩风险加剧。8 月国际油价下跌，发改委于 8 月 6 日和 24 日两次下调国内油价；南华工业品价格指数回落，出厂价格指数下行，8 月 PPI 大概率继续回落，企业盈利下滑。

4) 中美贸易摩擦升级冲击企业经营预期，采购量和原材料库存指数下滑。8 月 23 日，美方宣布对原加征关税的 2500 亿美元自中国进口商品提高税率至 30%，同时对额外 3000 亿美元商品加征 15% 的关税。贸易摩擦升级冲击企业信心，8 月企业经营预期和采购量分别下滑 0.3 和 1.1 个百分点。

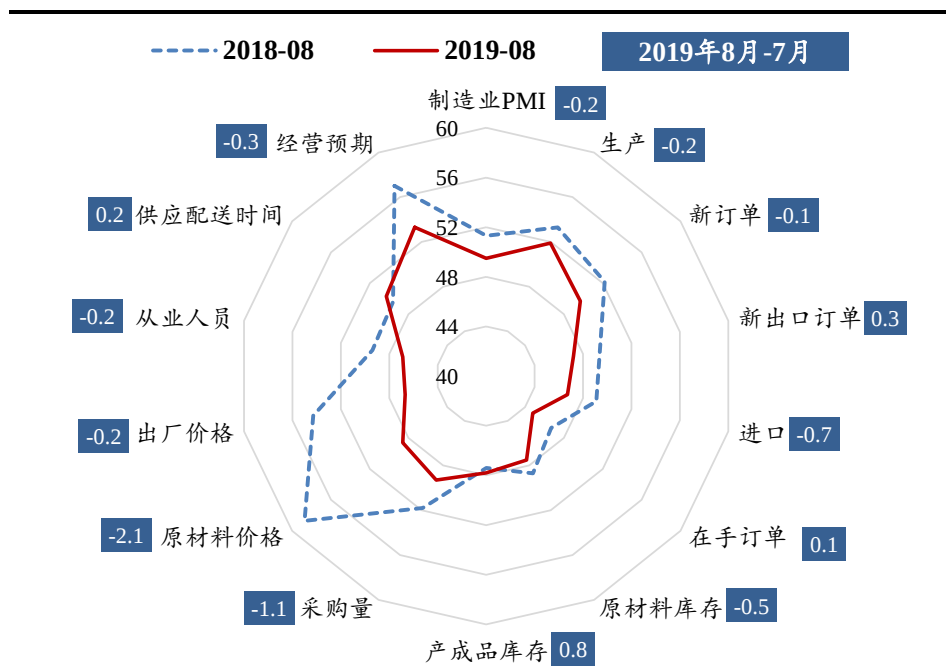
5) 大企业 PMI 有所下滑但仍在荣枯线上方，小企业景气度回升但仍低迷。8 月大型企业生产、新订单和新出口订单指数较上月均下滑，但仍高于荣枯线。小企业景气度回升主要由新出口订单带动，源于民营和出口导向型的中小企业抢出口，但难以持续。同时，小企业的经营预期指数回升 1.6 个百分点，反映出政策发力取得部分成果，但受制于需求和盈利压力并未根本性改善。730 政治局会议强调“有效应对经贸摩擦，全面做好‘六稳’工作”，“引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”。8 月 20 日，人民银行发布新的 LPR（贷款市场报价利率）形成机制，推动降低实体经济融资成本。8 月 27 日，国务院发布“促进消费 20 条”。

6) 制造业从业人员指数再度回落。8 月制造业从业人员指数 46.9%，较上月下滑 0.2 个百分点；非制造业从业人员指数 48.9%，较上月回升 0.2 个百分点，但仍位于十年来的较低水平。7 月全国城镇调查失业率为 5.3%，较 6 月上升 0.2 个百分点，反映高校毕业生、农民工等就业形势严峻。

7) 总体上，8 月 PMI 反映经济下行压力加大，在全球降息潮、汇率破“7”、核心 CPI 保持稳定、PPI 负增长环境下，货币宽松的空间已经打开。

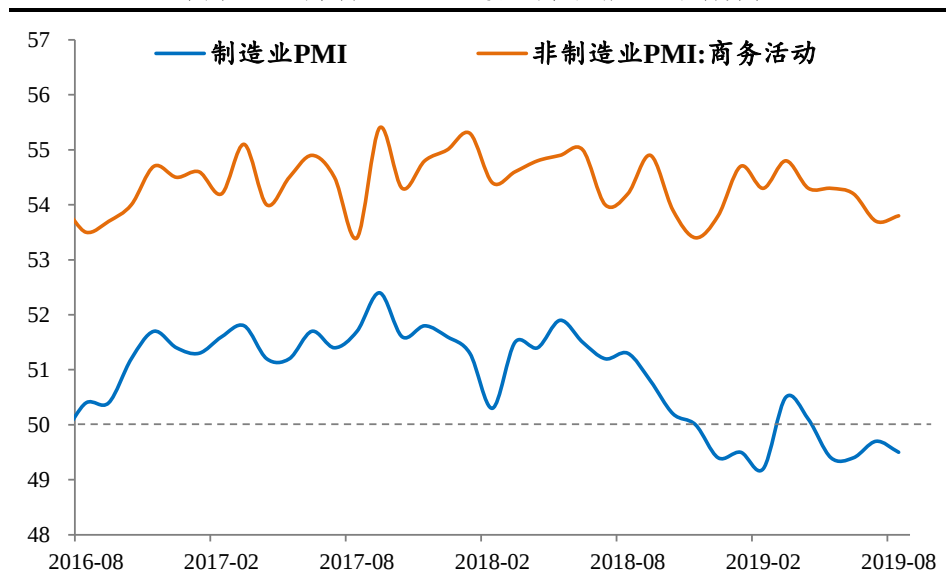
我们建议：强化逆周期调节，当前一方面要防止货币放水刺激房地产泡沫，另一方面也要防止房地产融资过度紧缩主动刺破引发重大金融风险，用时间换空间、寻找新的经济增长点、扩大改革开放、调动地方政府和企业家积极性。

图表1：8月PMI指数分项一览



资料来源：Wind，恒大研究院

图表2：8月制造业PMI较上月下滑0.2个百分点



资料来源：Wind，恒大研究院

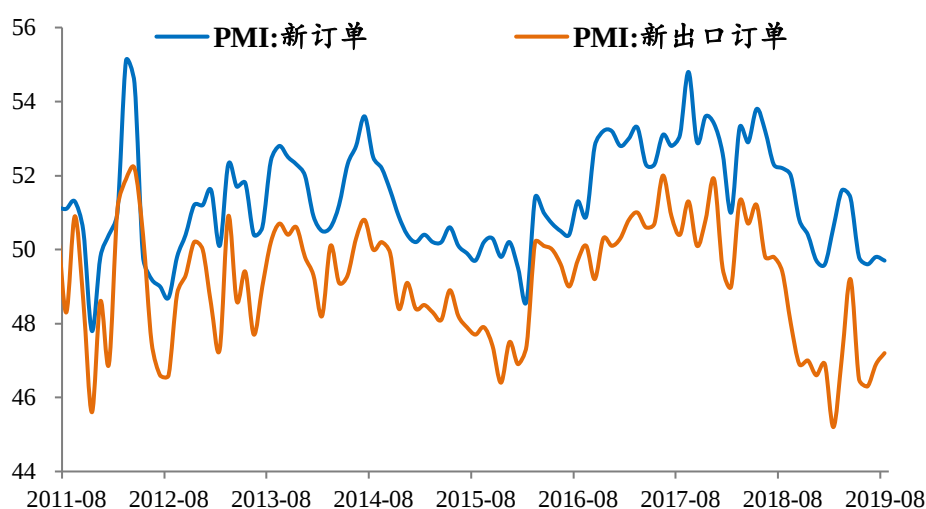
2、供需均回落，新订单下滑但新出口订单略回升主因企业抢出口，难以持续

生产端，8月PMI生产指数为51.9%，较上月下滑0.2个百分点。年初以来整体上生产强于需求，但我们一直指出“生产强于需求难以持续”。7月工业增加值回落，当月同比创5个月的新低，剔除春节因素，创2009年3月以来新低，主因需求不振。本月生产继续回落，但仍强于需求，部分原因是相关环保限产企业预期国庆前后停工，提前生产。

需求端，内需仍总体疲软，主因房地产投资放缓，制造业和基建投资低迷，外需因中美贸易摩擦升级背景下企业抢出口而短期上升，未来不可持续。新订单指数为 49.7%，较上月回落 0.1 个百分点，连续 4 个月低于荣枯线。进口指数 46.7%，较上月回落 0.7 个百分点，主因内需低迷。房地产方面，融资趋紧，销售降温、新开工增速下行，土地购置面积负增长，房地产投资逐步回落。基建方面，受土地财政大幅下降、地方公共财政吃紧和严控隐性债务的制约而低迷。新增专项债难以弥补土地出让收入大幅减少的缺口。仅考虑专项债、土地出让收入，2019 年净减少 4000 亿。8 月地方政府净融资额同比回落，与建筑业新订单下行一致。8 月地方政府债券净发行额为 3486 亿，去年同期为 7655 亿。

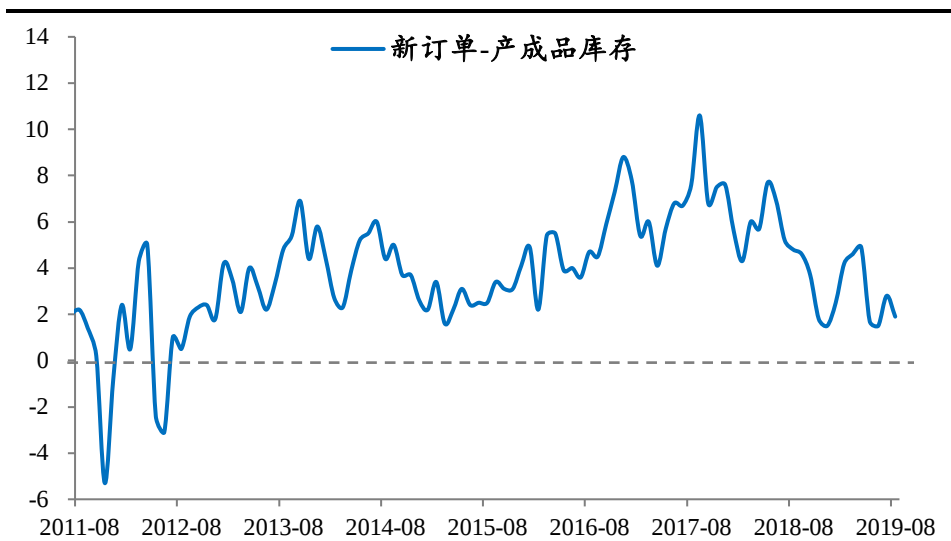
新出口订单有所回升，主因 9 月新一轮美国加征关税落地背景下企业抢出口，但受全球经济增长放缓及贸易摩擦不确定性高的影响，仍低于荣枯线。8 月新出口订单指数为 47.2%，较上月回升 0.3 个百分点，与新一轮美国对华加征关税背景下的抢出口有关。当地时间 8 月 1 日，特朗普宣布 9 月 1 日起将对剩余 3000 亿美元商品加征 10% 关税；8 月 28 日，美方将关税税率由 10% 提高至 15%，分 9 月 1 日和 12 月 15 日两批实施。新出口订单指数仍处于低位的主要原因：一是世界经济继续回落。8 月美国制造业 PMI 为 49.9%，较上月下滑 0.1 个百分点，是十年来首次跌破荣枯线；欧元区 PMI 为 47.0%，较上月回升 0.5 个百分点，连续 7 个月低于荣枯线；其中，欧洲经济火车头德国制造业 PMI 为 43.6%，连续 8 个月低于荣枯线。二是前期美国对华 2000 亿美元加征关税的影响逐步显现。企业面临不确定性的情况，加速转移产业链至越南和中国台湾等地。

图表3：8 月新订单和新出口订单均在荣枯线之下



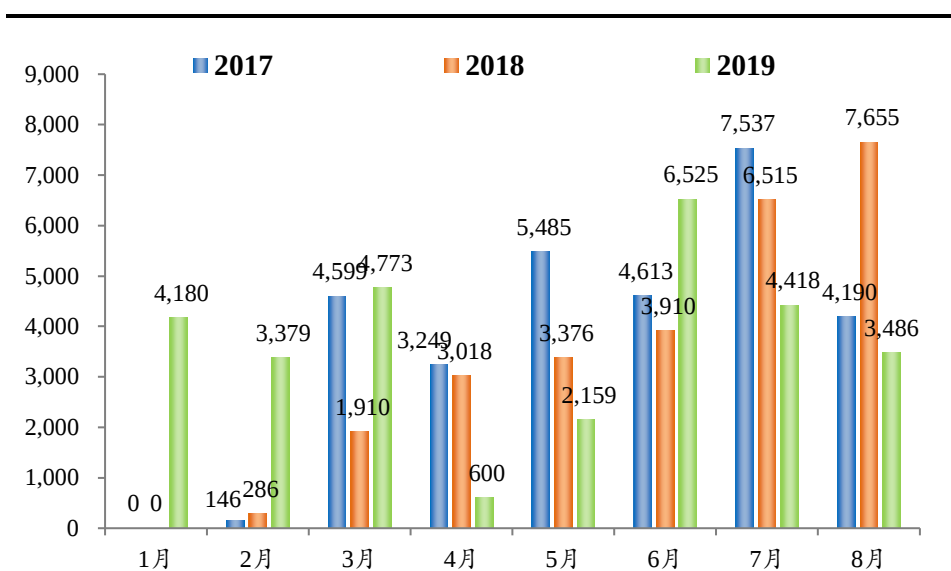
资料来源：Wind，恒大研究院

图表4：经济动能指标（新订单-产成品库存）下滑



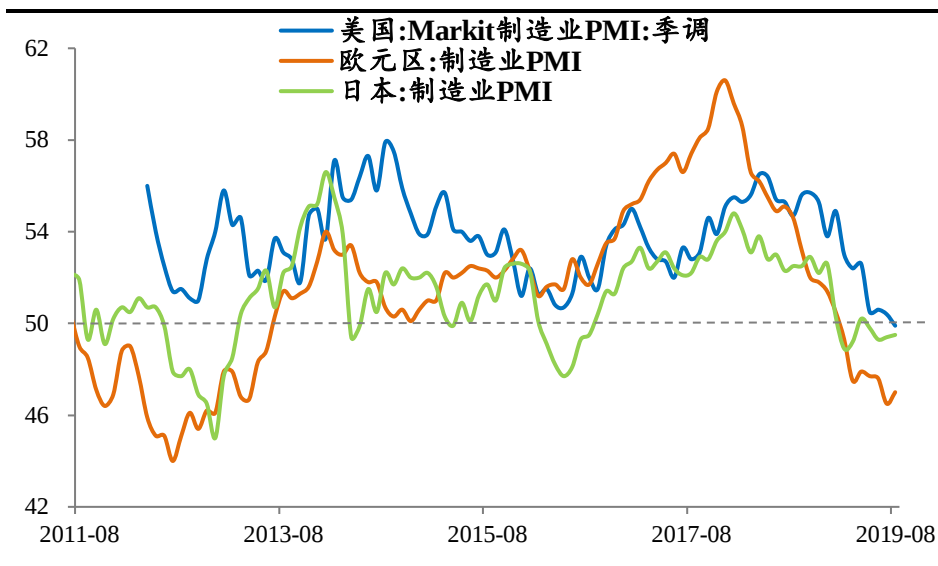
资料来源：Wind，恒大研究院

图表5：地方政府债券8月净融资额同比下滑



资料来源：Wind，恒大研究院

图表6：8月美国制造业 PMI 跌破荣枯线



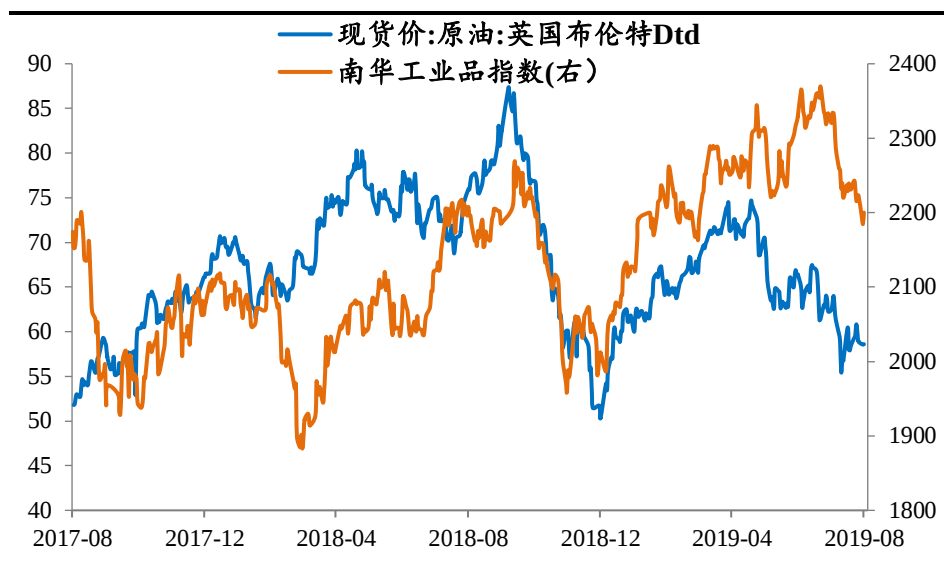
资料来源：Wind，恒大研究院

3、受原油和工业品价格大跌影响，原材料和出厂价格指数回落，工业品通缩加剧，企业利润下滑

8月主要原材料购进价格指数为48.6%，较上月回落2.1个百分点；出厂价格指数为46.7%，较上月回落0.2个百分点，连续4个月低于荣枯线。8月国际油价下跌，布伦特原油价格环比-7.9%，同比-18.6%，发改委于8月6日和24日两次下调国内油价。8月南华工业品价格指数月均环比-4.6%，螺纹钢价格环比-6.9%，8月PPI大概率继续回落，工业品通缩风险加剧，制造业投资仍然受压制。其中，钢铁、化纤、纺织等制造业相关价格指数回落幅度较为明显。由于原材料价格指数的大幅回落，出厂价格和原材料价格指数差值缩小，8月为-1.9%，较上月缩窄1.9个百分点，相关行业企业盈利承压有所减轻。但由于内外需均疲软、新订单下滑，企业经营压力仍大。

减税降费效果继续显现，但需求和价格不振，工业企业利润增长整体乏力。7月工业企业利润同比2.6%，较上月提高5.7个百分点；从累计看，1-7月工业企业利润总额累计同比-1.7%，较1-6月提高0.7个百分点。分行业看，石化、电气机械、汽车是拉动利润增速由负转正的主要行业。7月石油加工行业利润同比-28.1%，较6月回升49.3个百分点，主要受资产处置收益以及原油价格回落影响。电气机械行业利润同30.8%，较上月提高26.6个百分点，主要受销售回暖以及同期基数较低影响。汽车制造业利润同比-9.2%，较上月提高7个百分点，主因基数效应。**减税降费和LPR改革等政策将缓解企业部分盈利压力。**730政治局会议提出“财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策”。8月20日，中国人民银行首次发布新的LPR（贷款市场报价利率）形成机制，推动降低实体经济融资成本。

图表7：原油和工业品价格下行



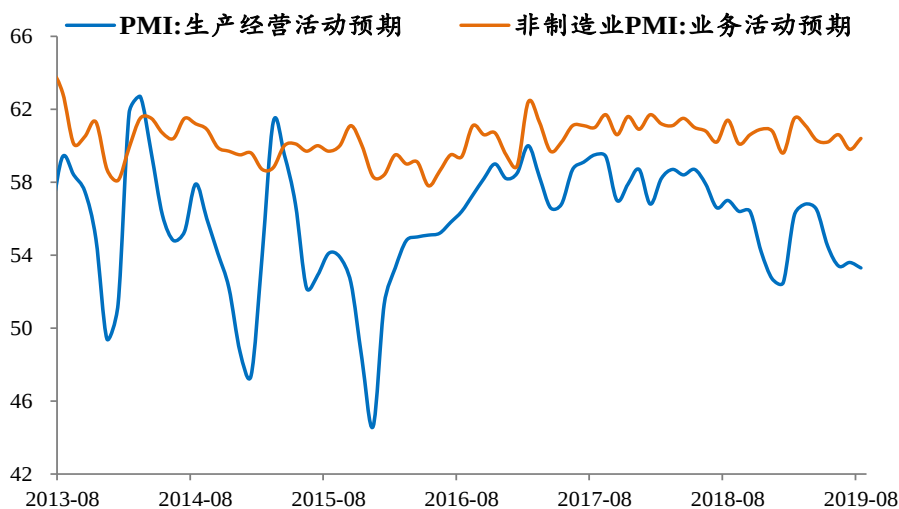
资料来源：Wind，恒大研究院

4、中美贸易摩擦升级打击企业经营预期，采购量和原材料库存指数下滑

经营预期和采购量指数均下滑，主因中美贸易摩擦 8 月以来不断升级。生产经营预期指数为 53.3%，较上月回落 0.3 个百分点。采购量指数为 49.3%，较上月回落 1.1 个百分点，再度跌破荣枯线。企业经营预期再度回落主要原因是 8 月以来的贸易摩擦升级：当地时间 8 月 1 日，特朗普宣布 9 月 1 日起将对剩余 3000 亿美元商品加征 10% 关税。8 月 13 日，USTR 宣布将包括笔记本电脑、手机在内的某些中国商品加征 10% 的关税推迟至 12 月 15 日生效。8 月 23 日，中国宣布对自美国进口的 750 亿美元商品加征关税，恢复对美国汽车和零部件加征关税，这是对美国 8 月 15 日加征关税的反制措施。8 月 28 日，美方宣布对自中国进口的 3000 亿美元商品的关税税率由 10% 提高至 15%，分两批实施，同时对自中国进口的 2500 亿美元商品的关税税率由 25% 提高至 30% 征求公众意见，10 月 1 日生效。

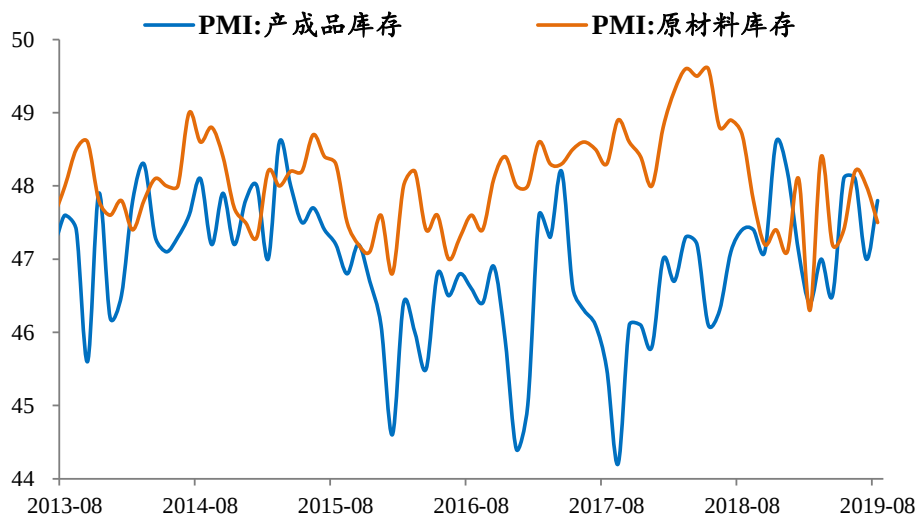
原材料库存指数下降与采购量下行、生产扩张有关，产成品库存指数上升与需求偏弱有关。8 月原材料指数 47.5%，较上月下滑 0.5 个百分点，主因生产扩张、采购量下行。产成品库存指数 47.8%，较上月回升 0.8 个百分点，体现库存被动积压，一是因为部分企业由于国庆前后限产加快生产，二是需求较弱。由于需求不强且价格有回落压力，当前企业主动补库存的动力不足。

图表8：制造业生产经营预期下滑



资料来源：Wind，恒大研究院

图表9：受价格下跌影响，原材料库存加速收缩



资料来源：Wind，恒大研究院

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_10405

