

PMI 回升下的“经济下行压力加大”

——评 2019 年 7 月 PMI 数据

摘要

一方面，制造业 PMI 回升似乎表明经济有见底企稳迹象；另一方面中央政治局会议对下半年经济判断“经济下行压力加大”，如何理解数据与中央政治局表述的背离？

第一，与我们预期一致，随着中美经贸谈判重启，新出口订单回升带动新订单回升，进而拉动整体制造业 PMI 回升 0.06 个百分点。需要注意的是，尽管中美贸易谈判重启，但尚未达成任何协议，中美贸易摩擦未有实质性改善，未来出现反复的概率极大。对此，中央政治局会议强调“有效应对经贸摩擦，全面做好‘六稳’工作”。

第二，尽管制造业 PMI 回升，但分企业观察只有大型企业回升至荣枯线上，而中小企业仍在荣枯线下挣扎。某银行接管事件以来，民营企业信用利差持续走扩，折射民营企业融资困融资难问题仍在反复，拖累制造业投资活动。对此，中央政治局会议强调“推进金融供给侧结构性改革，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资…”。

第三，尽管 PMI 就业人员有所回升，但仍处历史低位，折射未来消费增长基础不稳。2019 年 1-6 月，全部社会消费品零售总额同比较第一季度小幅增长，但乡村消费却小幅下行。对此，中央政治局会议强调“…深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求，有效启动农村市场…”

关键词：PMI

宏观研究部

蒋冬英

分析师

电话：021_22852639

邮箱：880208@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

事件:

2019 年 6 月中国官方制造业 PMI 为 49.7%，前值 49.4%，市场预期 49.6%，我们的预期为 49.5%。官方非制造业 PMI 为 53.7%，前值 54.2%。综合 PMI 53.1%，前值 53.0%。

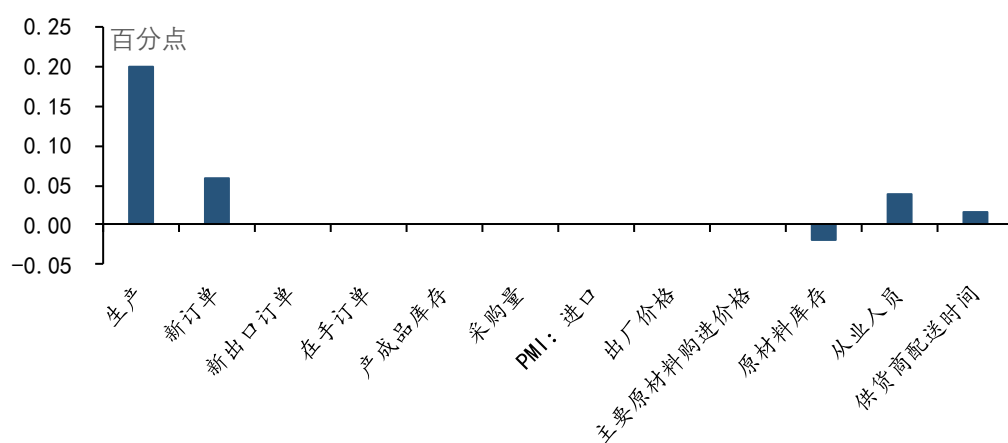
评论:

正如我们 6 月 30 日发布的报告《会晤将带来哪些变化——评 6 月 PMI 数据》指出，从 PMI 数据观察，中美两国元首会晤将带新出口订单止跌回稳、企业生产经营预期改善及生产指标在需求和预期改善共同作用下止跌回稳。7 月制造业 PMI 数据一一验证了我们前期的猜想，生产、新出口订单及生产经营预期均改善，带动整体制造业 PMI 较前月回升 0.3 个百分点至 49.7%。需要注意的是：一方面，7 月制造业 PMI 折射经济回升；另一方面，7 月 30 日召开的中央政治局会议指出，“…国内经济下行压力加大…”。那么，我们应如何理解制造业 PMI 企稳回升背景下中央政治局会议提出“国内经济下行压力加大”？我们认为，这或需从当前经济的几个反复说起。

反复一：贸易摩擦

根据制造业 PMI=新订单*30%+生产*25%+从业人员*20%+(100-供应商配送)*15%+原材料库存*10%这一公式，我们可计算本月指标回升主要来源项。不难发现，生产及新订单回升为本月制造业 PMI 回升的主要动力，参见图表 1。其中，新出口订单为新订单子项，尽管新出口订单所占的比重并不可知，但我们通过二者的线性回归发现，新出口订单的变动对新订单的变动解释力度高达 0.966。由此，我们可近似将新订单的拉动等视于新出口订单的拉动。

图表 1 分项指标对整体制造业 PMI 的拉动



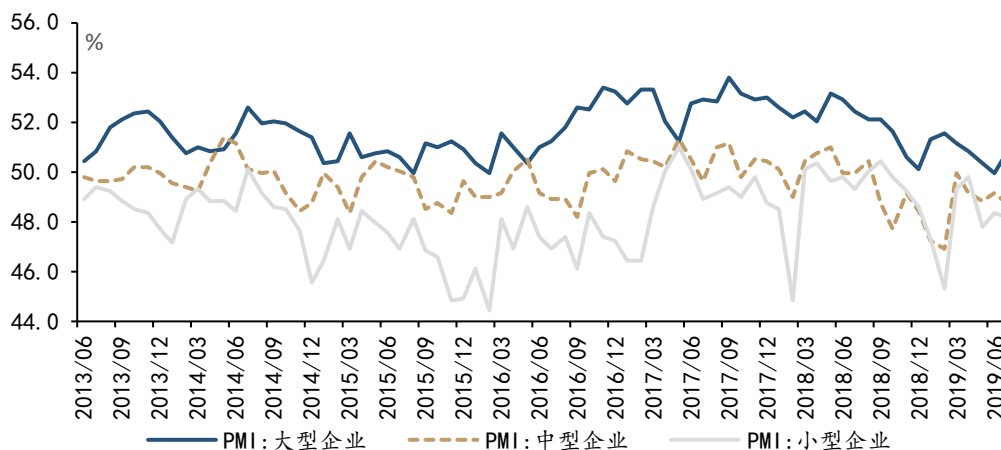
资料来源：WIND，兴业研究

6 月底中美两国元首会晤确认经贸磋商重启，7 月底第十二轮中美高级别经贸磋商于上海举行。表面上，中美经贸摩擦缓和提振市场信心，改善新出口订单；本质上，中美经贸磋商前途漫漫，难以在短期内达成协议以从根本上缓和我国外部风险。从历史经验看，每一轮中美经贸冲突升级均伴随新出口订单下滑。因此，在外部风险影响之下下半年 PMI 仍有反复的可能。

反复二：民营企业融资难融资困

分企业主体观察，7 月大型企业和中小企业进一步分化。其中，大型企业制造业 PMI 较前月回升 0.8 个百分点至 50.7%，重新回到荣枯线上；而中型企业和小型企业制造业 PMI 却分别较前月下降 0.4 和 0.1 个百分点，仍处于荣枯线下，参见图表 2。

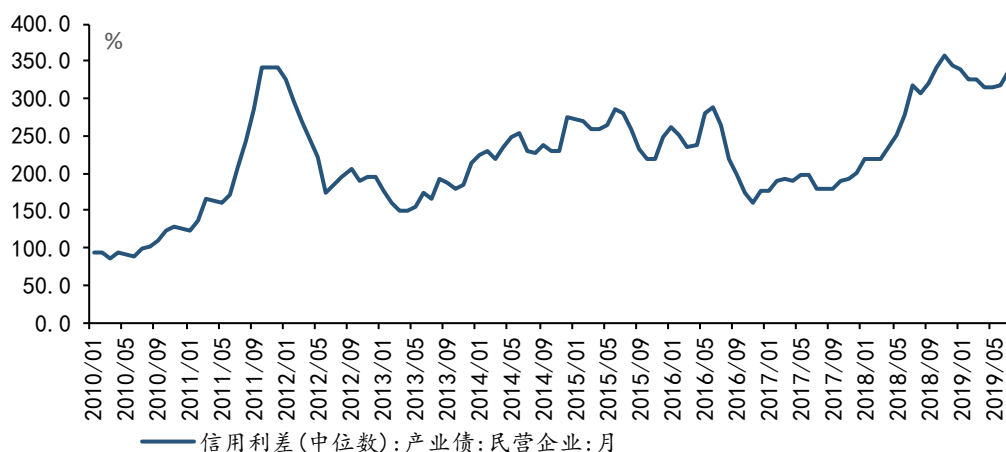
图表 2 大型、中型和小型企业 PMI



资料来源：WIND，兴业研究

中小企业发展受困将直接表现在制造业投资方面，2019 年 1-6 月我国制造业投资增速仅为 3%，较 2018 年全年下滑 6.5 个百分点。这一方面受需求下滑影响，同时也受资金约束，尤其是伴随某银行接管事件以来，民营企业信用利差走扩，或表明民营企业融资难融资贵问题仍有反复，将阻碍后续制造业投资活动回升，参见图表 3。由此，中央政治局会议强调“推进金融供给侧结构性改革，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，把握好风险处置节奏和力度，压实金融机构、地方政府、金融监管部门责任。”

图表 3 民营企业产业债信用利差

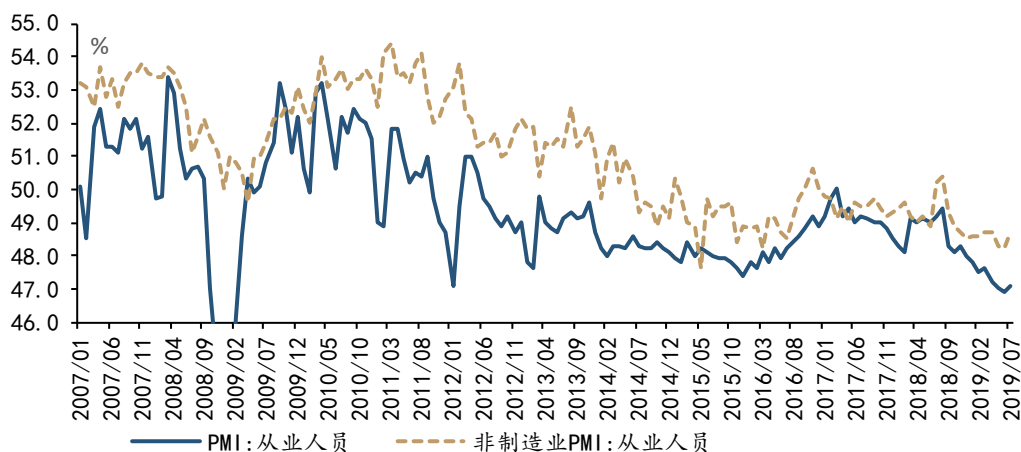


资料来源: WIND, 兴业研究

反复三: 就业困难

就业为收入之源, 而居民收入增长又为消费增长之基。2018 年 7 月以来无论是制造业还是非制造业, 其从业人员均持续下滑, 折射就业形势不容乐观, 参见图表 4。在此背景之下, 城镇居民收入难见起色, 进而抑制其消费增长。2019 年 1-6 月城镇居民累计增长 8.0%, 较第一季度回升 0.1 个百分点, 与之对应, 社会消费品零售总额同比增长 8.4%, 增速较第一季度回升 0.1 个百分点。

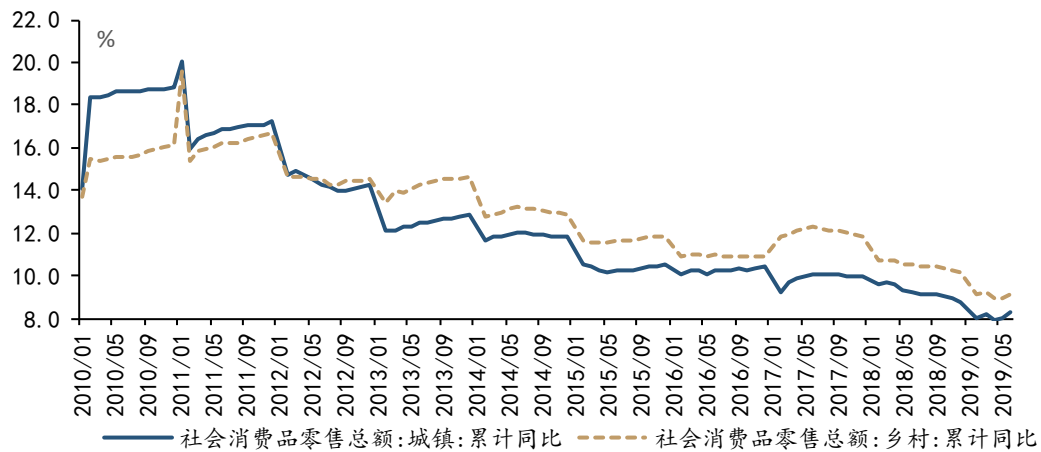
图表 4 制造业 PMI 与非制造业 PMI 从业人员



资料来源: WIND, 兴业研究

中央政治局会议提出“深挖国内需求潜力, 拓展扩大最终需求, 有效启动农村市场, 多用改革办法扩大消费”。从农村居民消费看, 1-6 月乡村消费品零售总额累计增长 9.1%, 增速较第一季度下滑 0.1 个百分点, 走势与全部社会消费品零售总额背离, 折射当前乡村居民消费不足, 参见图表 5。

图表 5 城镇与乡村社会消费品零售总额



资料来源: WIND, 兴业研究

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_11028

