

旬度经济观察

——欧美 PMI 大跌，全球延续调整

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019 年 10 月 10 日

内容提要

2019 年以来 PMI 相对平稳，与工增背离明显；我们猜测这可能与供给侧改革导致的幸存者偏差问题有关。

PMI 的新出口订单指数连续三个月回升，可能是超跌反弹。在全球经济依然不振的大背景下，出口反弹的力度有限。

9 月欧美 PMI 大跌，资本市场延续调整。最近资本市场的表现显示，市场对正在进行的中美谈判并不十分乐观。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

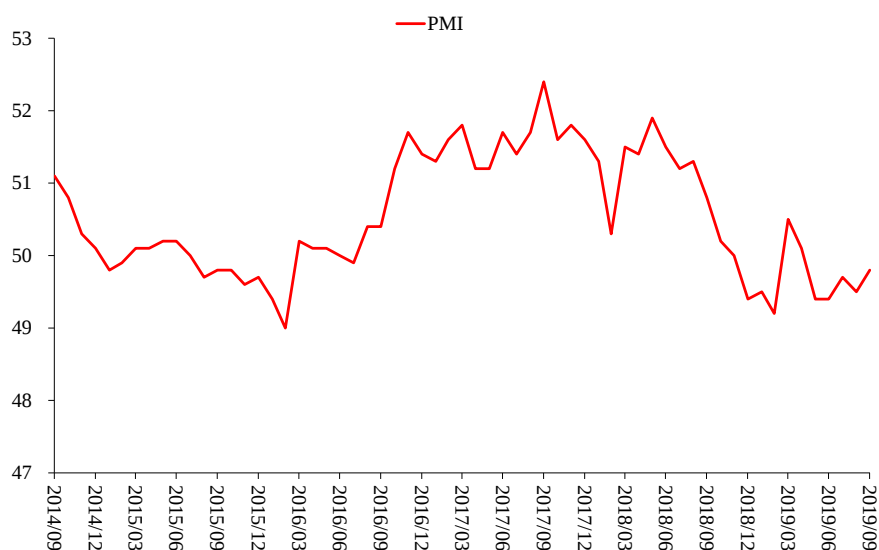
1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、关于 9 月 PMI 的几点探讨

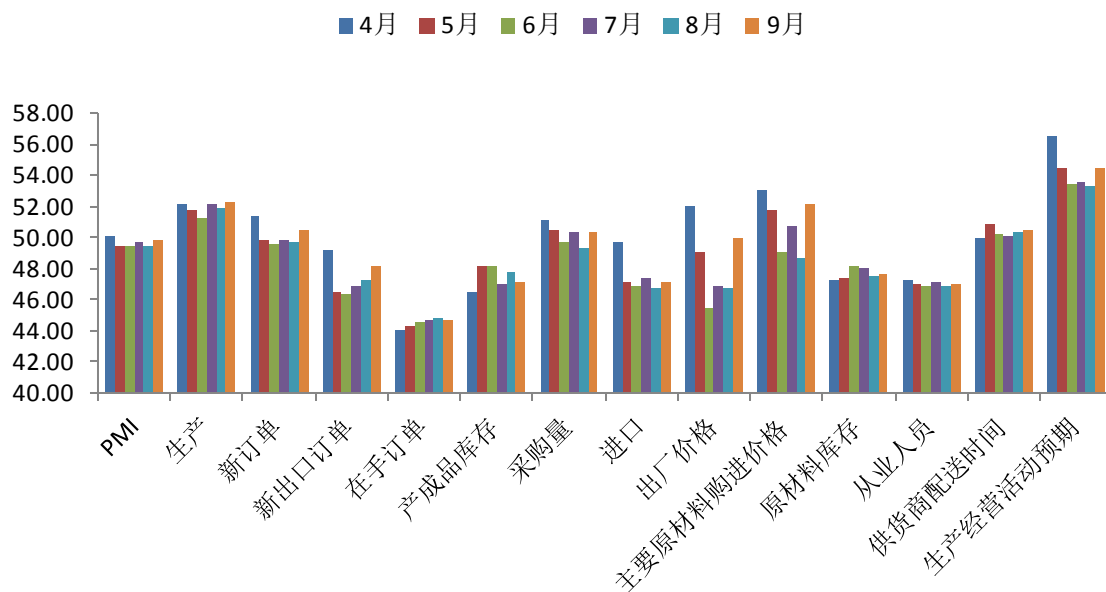
9 月中采 PMI 读数为 49.8，不但相比 8 月的 49.5 略有回升，而且是今年 5 月以来的高点。2019 年以来 PMI 读数尽管在低位，但相对平稳；然而，同期工业增加值增速则明显下行，一再创历史新低。我们该如何看待两者之间的背离呢？另外，从 PMI 的分项来看，绝大多数分项相比 8 月有所上升，值得关注的是其中两个分项的情况：出口新订单指数已经连续三个月回升，原材料购进价格指数在 9 月明显反弹，这该如何解释呢？就这三个问题，我们试图做一些探讨和分析。

图 1: %



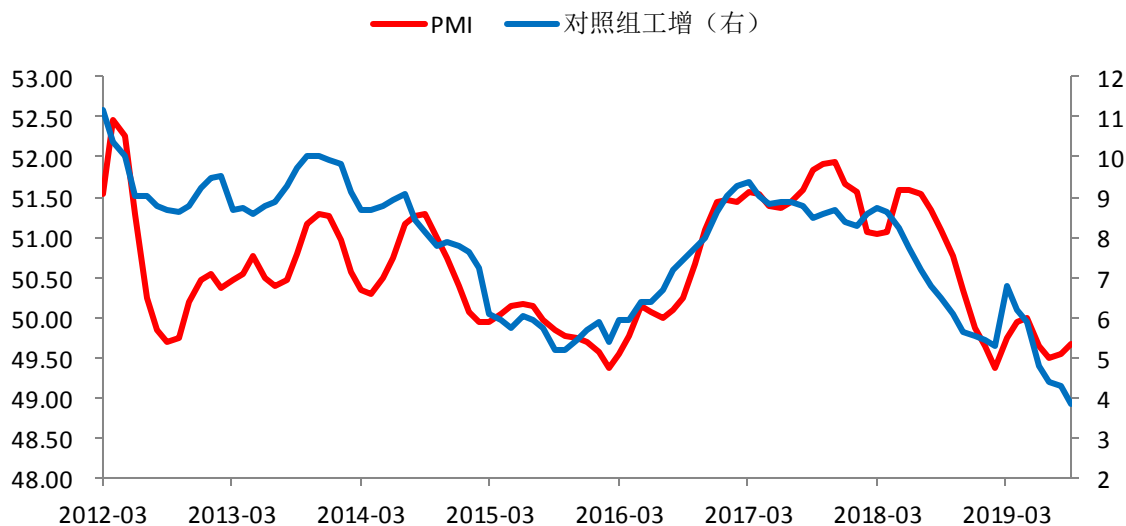
数据来源：Wind，安信证券

图2: %



数据来源：Wind，安信证券

图3: %



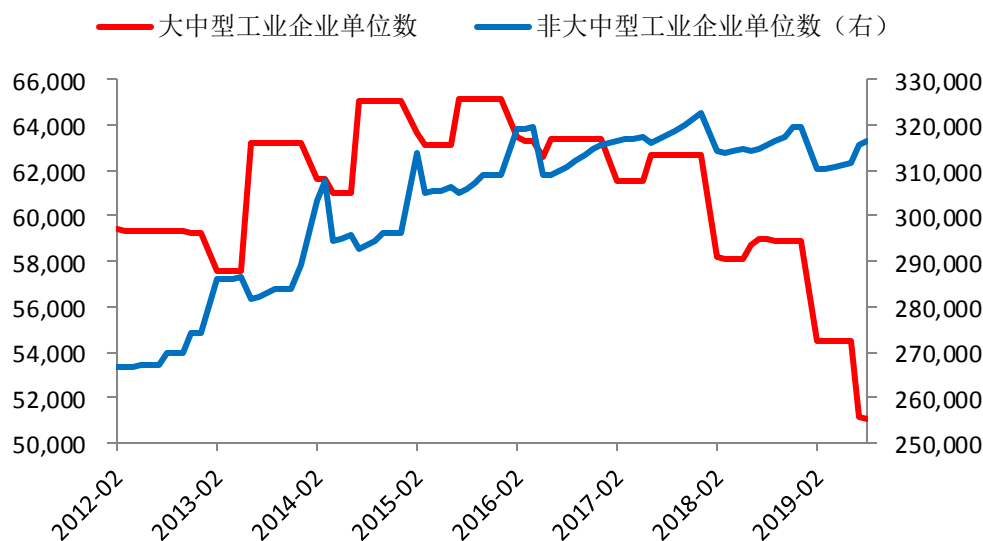
数据来源：Wind，安信证券

2016年以来的供给侧改革导致了供改行业的工业增加值增速受到了较为明显的扰动。因此，我们将非供改行业（对照组）的工业增速与PMI进行比照。我们发现，这两个指标的走势还是基本吻合的，但在最近两年出现了较为明显的背离。

2018 上半年和 2019 年二三季度，非供改行业的工业增加值增速明显下行，但 PMI 读数基本平稳。

我们认为，这可能和幸存者偏差问题有关。2018 年之后，统计局公布的企业单位数发生了明显的变化。大中型工业企业的单位数急剧下降，两年内减少了接近 20%。非大中型工业企业的单位数也结束了上升的势头，转为下降；如果用按照之前的趋势线性外推得到的单位数作为参照，非大中型工业企业的数量减少也接近 10%。如果减少的企业是相对较差的企业，那么就会产生幸存者偏差的问题，导致 PMI 被高估，而工业增加值则影响不大。

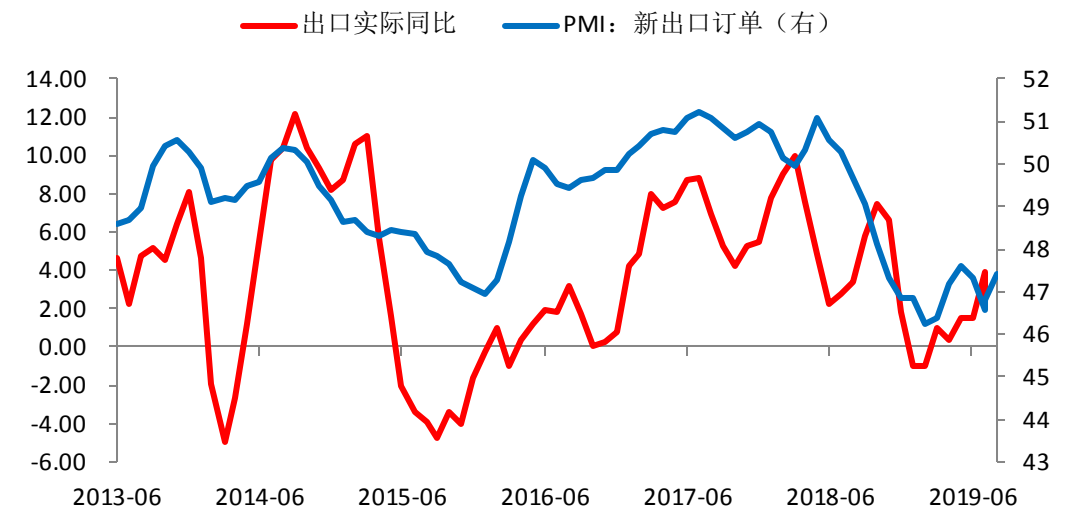
图4：个



数据来源：Wind，安信证券

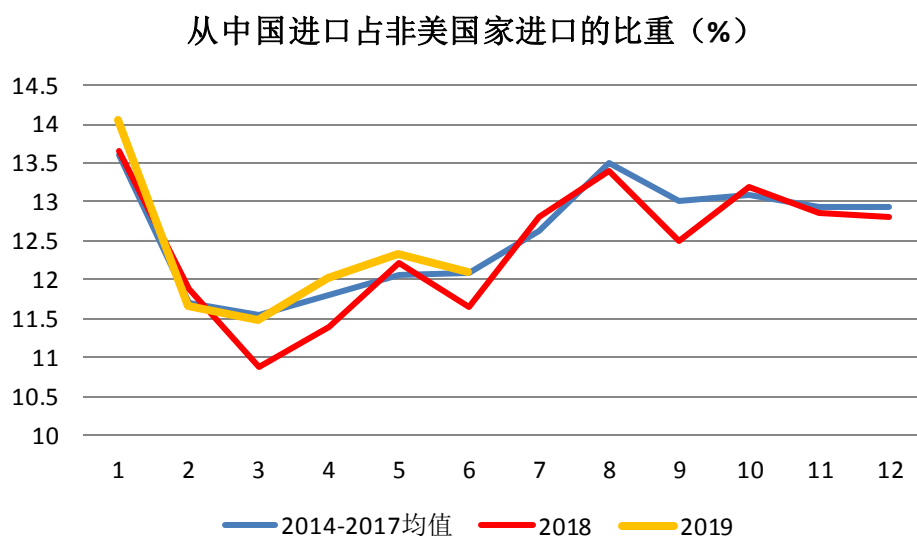
在贸易摩擦和全球经济走弱的压力之下，PMI 的新出口订单指数却连续三个月回升，这是市场的一个关注点和困惑之处。首先，我们把新出口订单和剔除价格后的实际出口同比进行对照，发现两者在 2019 年都是企稳并略有回升的，说明出口可能确实比预期要略强。

图5: %



数据来源: Wind, 安信证券

图6: %

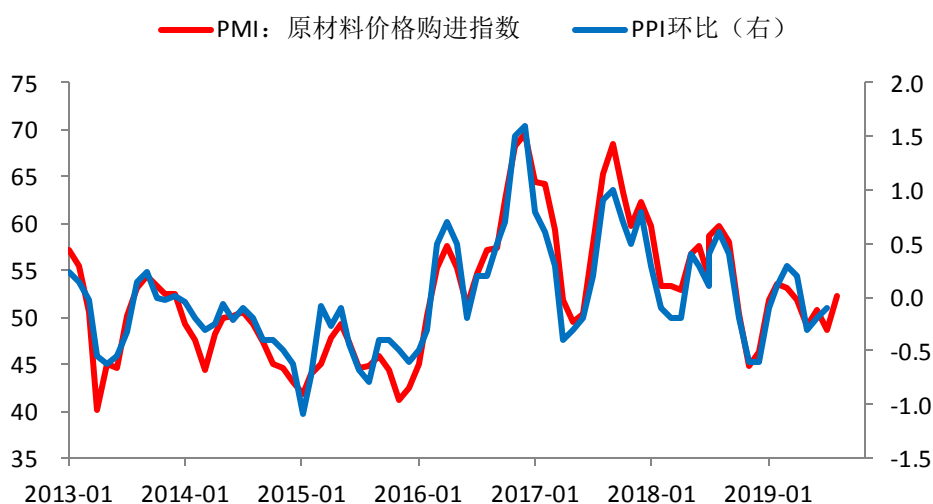


数据来源: Wind, 安信证券

我们猜测，这可能是超跌反弹，背后的原因可能和中国出口企业积极开拓非美国市场有关。2018年6月中美贸易摩擦爆发之后的半年内，包括中国在内的全球市场预期比较悲观，出口增速快速下行；中国企业在短期内用抢出口来应对，

出现了短期的反弹，但抢出口结束之后出口增速跌到谷底。但从中长期的角度来看，中国企业在减少对美出口的同时，增加了对其他经济体的出口。这在抢出口结束后的 2019 年上半年表现的较为明显，从中国进口占非美国国家进口的比例相比 2018 年明显上升。这可能与中国出口企业在逐步拓展美国的替代市场有关。然而，因为出口整体上还是取决于外需，因此在全球经济依然不振的大背景下出口反弹的力度有限。

图7: %



数据来源: Wind, 安信证券

9 月 PMI 的价格分项反弹明显。具体来看，除了石油产业链的价格上涨可能和沙特油田遇袭有关之外，黑色、有色包括水泥价格都出现了一定的上行。国庆期间的限产可能对国内的商品价格有影响，但全球范围内的商品价格都有一定的回升，说明需求方面也有一定的影响。具体的，5-8 月贸易摩擦升级导致的悲观预期在 9 月可能有一定的修复，在存货上有一定的体现。从小周期的角度来看，这可能是新一轮 PPI 周期的开始，但上一轮的 PPI 小周期下行幅度有限，可能意味

着这一次的 PPI 上行的幅度也比较有限。从最新的数据上看，不少商品价格已经出现了明显的回落。

图8: 点

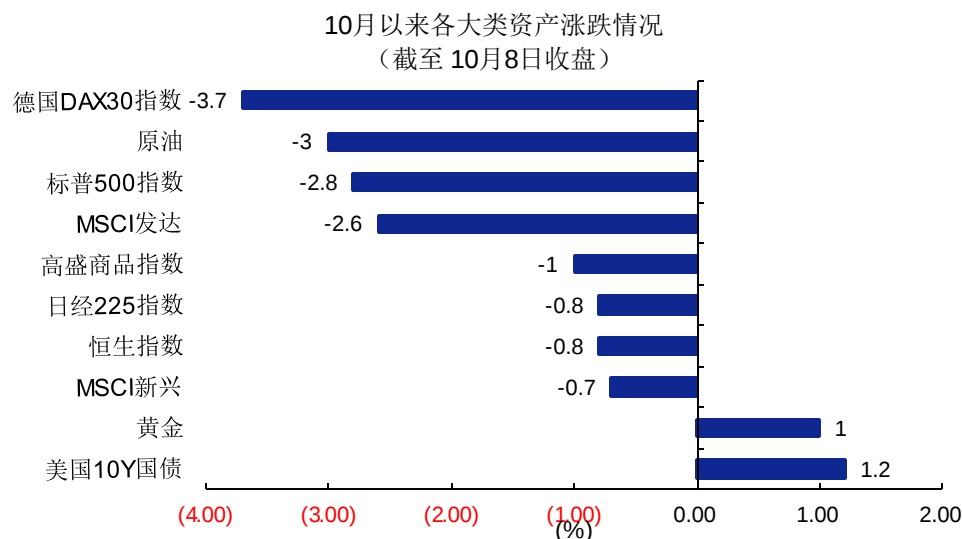


数据来源: Wind, 安信证券

二、欧美 PMI 大跌，全球延续调整

9月初开始，全球大类资产出现了明显的“Risk On”模式，标普 500 指数基本修复至 8 月初的水平，美国十年期国债收益率从 1.5% 快速反弹至 1.9%，大部分商品期货明显上涨，黄金价格大跌。但从 9 月中旬开始，各项大类资产又明显出现了转折，转向“Risk Off”模式。这一模式延续至国庆期间，股票、商品价格均下跌，债券和黄金价格明显上涨。

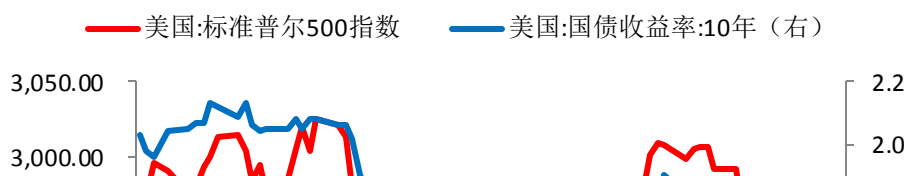
图9: %



数据来源: Wind, 安信证券

从标杆性的美股和美债来看, 9月初开始的这一轮风险资产的修复大部分被抹平。美股基本回到了8月的中枢水平, 美债几乎回到了前期的低点附近。

图10: %



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_9749

