首创证券 Capital Securities

证券研究报告·宏观研究报告

2019 年 10 月 8 日

首创宏观“茶”：制造业 PMI 可能没有想象中的那么乐观

——9 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：

- 9 月制造业 PMI 为 49.8，预期值 49.5，前值 49.5；9 月非制造业 PMI 为 53.7，预期值 54.0，前值 53.8；9 月综合 PMI 为 53.1，前值 53.0。我们点评如下：

- 制造业 PMI 是宏观经济的“领先指标”。9 月制造业 PMI 较前值上行，究竟是“反弹”还是“反转”意义重大，将影响到金融市场投资的宏观逻辑，因此有必要进一步研判其走势。我们的观点是，制造业 PMI 可能没有想象中的那么乐观，“反弹”概率大于“反转”概率，并坚持 7 月 PMI 数据点评中的观点：短期之内制造业 PMI 大幅上行概率较低。这一研判的依据有以下 3 个层面。

- **第一个层面：PMI 数据自身并不乐观；**

- **第二个层面：全球经济增速放缓；**

- **第三个层面：国内经济下行压力加大。**

目录

第一个层面：PMI 数据自身并不乐观 5
第二个层面：全球经济增速放缓 7
第三个层面：国内经济下行压力加大 8

图表目录

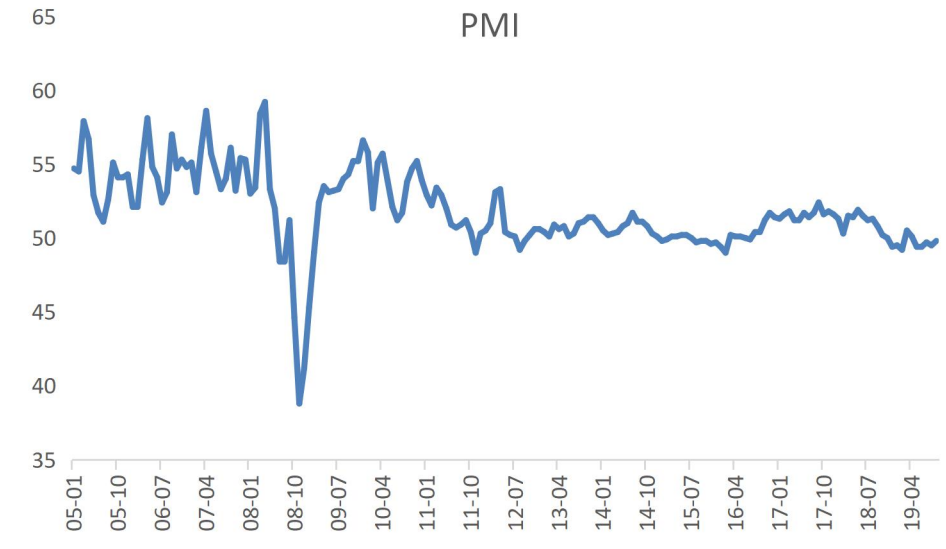
图 1：9 月制造业 PMI 录创近 5 个月新高，且逼近荣枯线（%）.....4
图 2：五个主要分项环比悉数上行（%）.....5
图 3：制造业 PMI 已经连续 5 个月位于荣枯线之下（%）.....6
图 4：9 月制造业 PMI 并不乐观（%）.....6
图 5：美国制造业 PMI 接连下滑，对中国以及德国制造业 PMI 形成压制（%）.....7
图 6：美国制造业 PMI 的下行，进一步拉动美国非制造业 PMI 的下行（%）.....8
图 7：民间制造业投资出现较大幅度的下滑（%）.....9
图 8：新订单上行幅度小于新出口订单上行幅度（%；百分点）.....10
图 9：工业企业依旧处于去库存阶段（%；%）.....11

事件：9月制造业PMI为49.8，预期值49.5，前值49.5；9月非制造业PMI为53.7，预期值54.0，前值53.8；9月综合PMI为53.1，前值53.0。

点评：

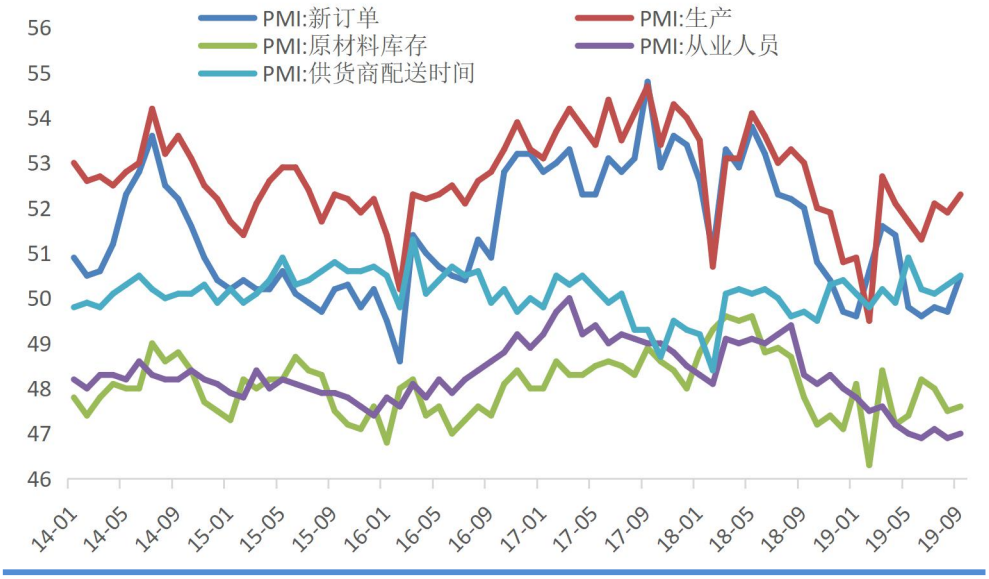
9月制造业PMI录得49.8，超出市场预期0.3个百分点，较前值上行0.3个百分点。具体看，9月制造业PMI数据“亮点”颇多：从总体数据来看，9月制造业PMI录创近5个月新高，且逼近荣枯线，对市场信心起到一定提振作用；从各个分项来看，五个主要分项环比悉数上行，新订单、生产、从业人员、供货商配送时间与原材料库存指数分别为50.50、52.30、47.00、50.50、47.60，分别较前值上行0.80、0.40、0.10、0.20、0.10个百分点；从重点分项看，作为“先行指标”的“先行指标”，新订单指数录得50.5，较前值上行0.8个百分点，重返荣枯线之上，这一点是市场乐观情绪的最主要支撑，而生产指数录得52.3，较前值上行0.4个百分点，创近6个月新高，如果剔除掉2019年3月的52.7，则为2018年10月以来新高；从进出口分项看，新出口订单与进口指数分别为48.2、47.1，分别较前值上行1.0、0.4个百分点，其中，新出口订单录得近5个月新高；从价格指标看，主要原材料购进价格指数为52.20，较前值上行3.60个百分点，重返荣枯线之上，而出厂价格指数49.90，较前值上行3.20个百分点。

图 1：9 月制造业 PMI 录创近 5 个月新高，且逼近荣枯线（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

图 2：五个主要分项环比悉数上行（%）



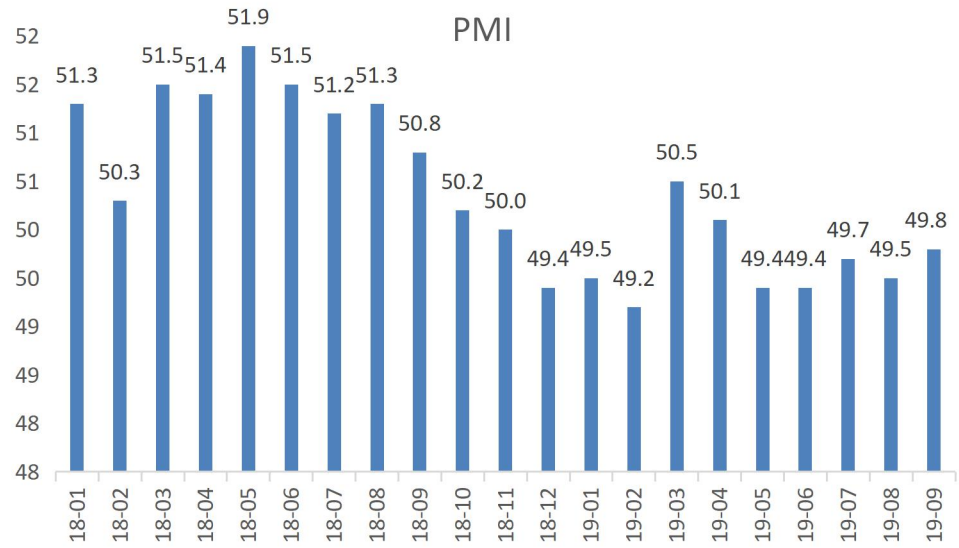
资料来源：wind，首创证券研发部

制造业PMI是宏观经济的“领先指标”。9月制造业PMI较前值上行，究竟是“反弹”还是“反转”意义重大，将影响到金融市场投资的宏观逻辑，因此有必要进一步研判其走势。**我们的观点是，制造业PMI可能没有想象中的那么乐观，“反弹”概率大于“反转”概率，并坚持7月PMI数据点评中的观点：短期之内制造业PMI大幅上行概率较低。**这一研判的依据有以下3个层面。

第一个层面：PMI 数据自身并不乐观

1、9月制造业PMI录得49.8，单就具体数值而言依旧位于荣枯线之下，预示目前我国制造业尚处于收缩状态，较8月环比上行仅仅表明制造业收缩程度放缓，并不意味着制造业进入扩张区间。此外，截至9月，制造业PMI已经连续5个月位于荣枯线之下，表明制造业进入收缩状态已经得到反复确认。

图 3：制造业 PMI 已经连续 5 个月位于荣枯线之下（%）

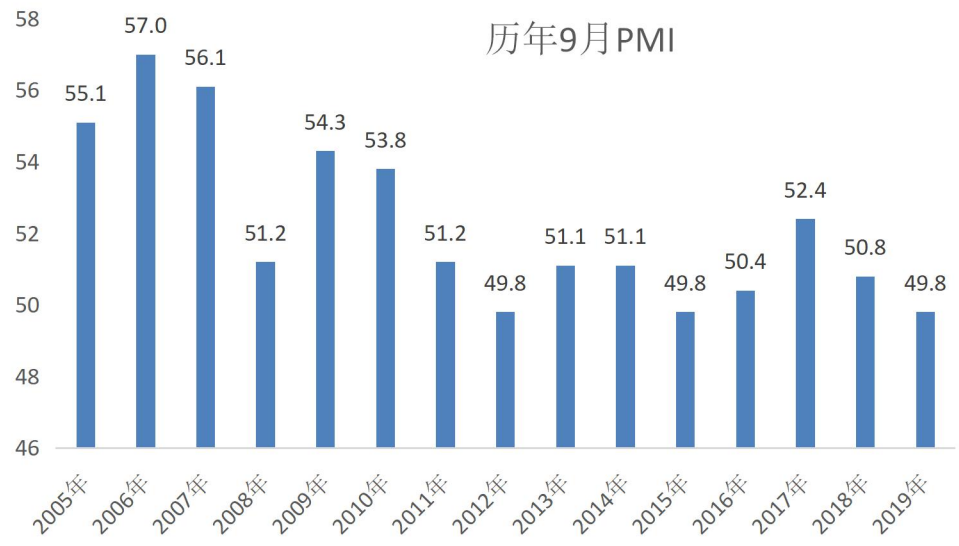


资料来源：wind，首创证券研发部

2、从环比的角度看，2005年至2019年的15年中，9月PMI较8月环比上行的有12年，持平的有2年，下行的只有1年，表明9月较8月环比上行是一个普遍现象，具有较强的季节性。进一步看，过往15年9月PMI环比上行的均值是1.02个百分点，而2019年9月环比仅上行0.30个百分点，弱于季节性。

3、从同比的角度看，9月制造业PMI低于2018年同期1.0个百分点。进一步看，在过往15年里的9月PMI中，2019年与2012年、2015年并列倒数第1，与历年同期相比处于低位，因此，从同比的角度看，9月制造业PMI并不乐观，反而是悲观成分占比较大。

图 4：9 月制造业 PMI 并不乐观（%）

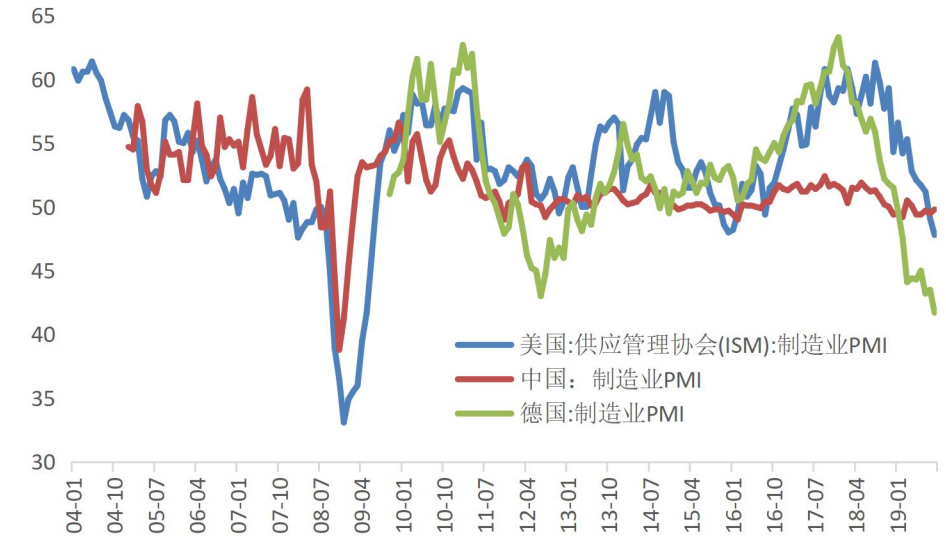


资料来源：wind，首创证券研发部

第二个层面：全球经济增速放缓

1、在全球经济一体化的背景下，全球制造业PMI具有较强的联动性，尤其是主要经济之间。8月美国ISM制造业PMI录得49.1，时隔36个月再次跌破荣枯线，9月再次下行1.30个百分点至47.80，且创2009年7月以来新低，被市场称为“黑天鹅”。根据历史经验，作为核心消费国，美国制造业PMI接连下滑，将在很大程度上对出口导向的中国以及德国的制造业PMI形成压制。

图 5：美国制造业 PMI 接连下滑，对中国以及德国制造业 PMI 形成压制（%）

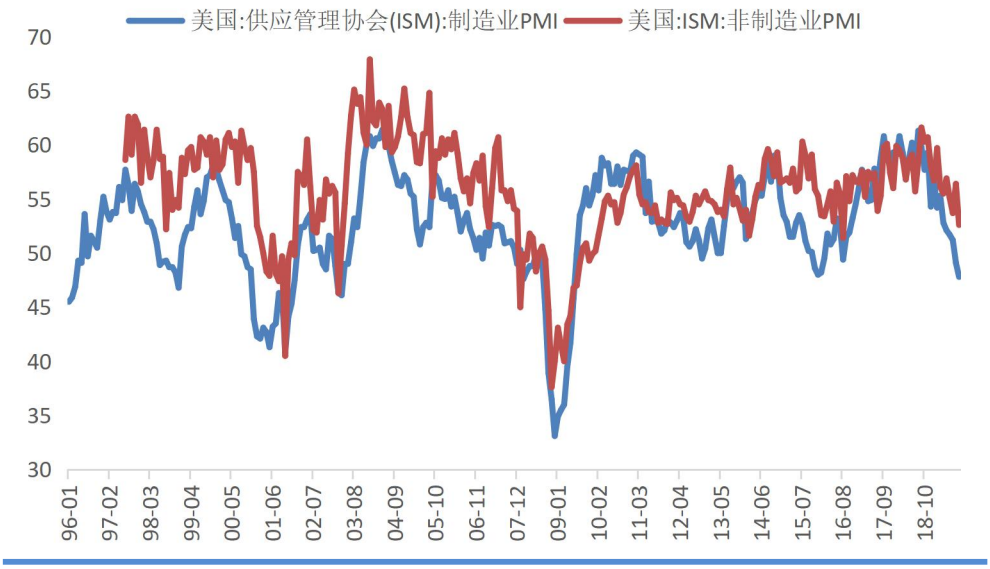


资料来源：wind，首创证券研发部

2、全球贸易摩擦短期之内获得实质性解决的概率较低，不排除“愈演愈烈”的可能。首先，国庆期间香港特区再次发生众所周知的事件，表明美国大有寻求在贸易摩擦之外寻找新的施压途径的动机，反过来说明在中美贸易摩擦这个问题上，美国不大可能让步；其次，10月2日，世界贸易组织裁决美国有权每年对约75亿美元欧盟输美商品和服务采取加征关税等措施，美国立即表示计划对一系列欧盟输美产品加征关税，而欧盟则迅速表示对美国采取报复措施；再次，9月17日，韩国贸易、工业与能源部声明称，正式公布实施《战略货品进出口告示修订案》，将日本移出出口白名单，此前韩国就日本限贸向WTO申诉，而日本首相安倍晋三则称，针对韩国的贸易措施没有违反世贸组织规定，日韩贸易摩擦大概率继续升级。

3、新出口订单是9月新订单重返荣枯线之上的重要支撑项，但是预计年内新出口订单持续改善的概率较低：一是9月美国、欧元区、日本三个主要经济体的制造业PMI均在荣枯线之下继续下探；二是根据历史经验，美国制造业PMI的下行，进一步拉动美国非制造业PMI的下行。这将对我国的出口需求，进而对新出口订单形成较强压制，进而使得新订单的上行不具备可持续性。

图 6：美国制造业 PMI 的下行，进一步拉动美国非制造业 PMI 的下行（%）



资料来源：wind，首创证券研发部

第三个层面：国内经济下行压力加大

1、在对经济走势的研判上看，与2季度例会相比，9月25日央行货币政策委员会3季度例会对宏观经济的看法趋于谨慎：一是将“当前我国经济呈现健康发展”，替换为“当前我国主要宏观经济指标保持在合理区间”；二是将“增长动力加快转换”替换为“增长动力持续转换”。3季度例会明确提出“经济下行压力加大”。此外，3季度例会指出“保持物价水平总体稳定”，这是

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_9787