出口回升支持 PMI 全面改善

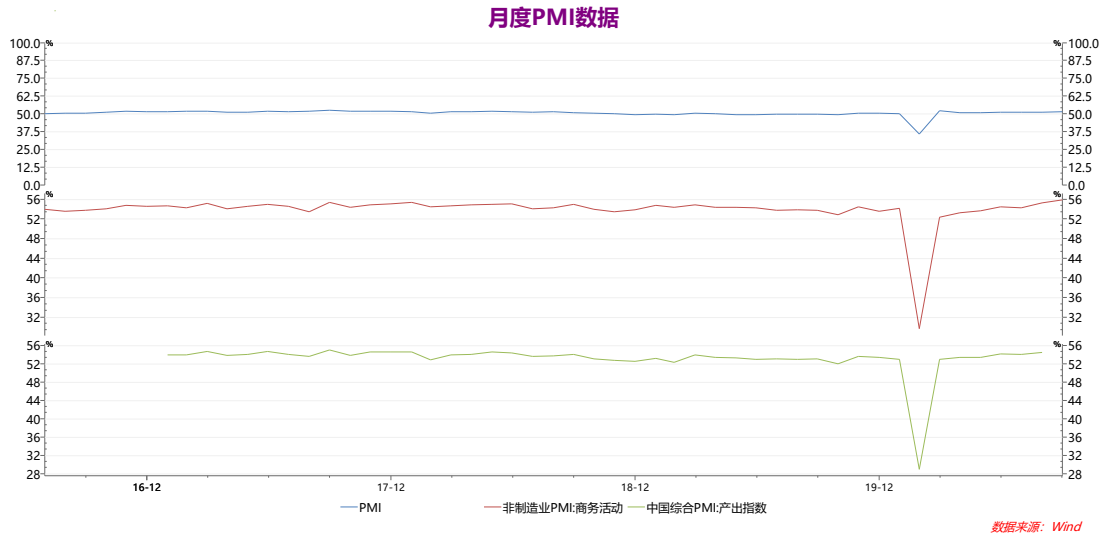
——9 月 PMI 数据分析

内容提要：

从 9 月 PMI 的数据看，PMI 出现了明显的回升，其最主要的因素在于新订单 PMI 的回升，而新订单 PMI 的回升则主要得益于出口新订单 PMI 的回升。新订单 PMI 的回升促进了生产 PMI、原材料库存 PMI 和就业人数 PMI 的回升。9 月 PMI 比较可喜的是在结构性宏观政策的支持下，小型企业情况有所改善，尽管改善的基础可能还不十分稳固，我们看到中型企业 PMI 有所回落，结构性的宏观政策依旧有必要继续发挥效应。而另一方面，产成品库存的增加，产成品价格的回落显示出内需不足，可能会对 PMI 的持续回升产生一定的制约性因素，从这个意义上讲，供给侧改革还将继续深入。而通过收入分配政策等改善收入预期是提升内需的关键。就业改善依旧缓慢，因此，保持战略定力，继续实行“两个更加”的货币政策和财政政策具有一定的必要性。从国际环境看，也有所改善，但是最近疫情再度在印度、欧洲蔓延，因此，中国的出口依旧将维持一定增长，支持国内的经济复苏与回升。

国家统计局今天公布了 9 月 PMI 数据，数据显示，继续全面回升，制造业 PMI 报 51.5%，前值为 51%；非制造业 PMI 报 55.9%，前值为 55.2%；综合产出 PMI 报 55.1%，前值为 54.5%。

图 1：月度 PMI 数据

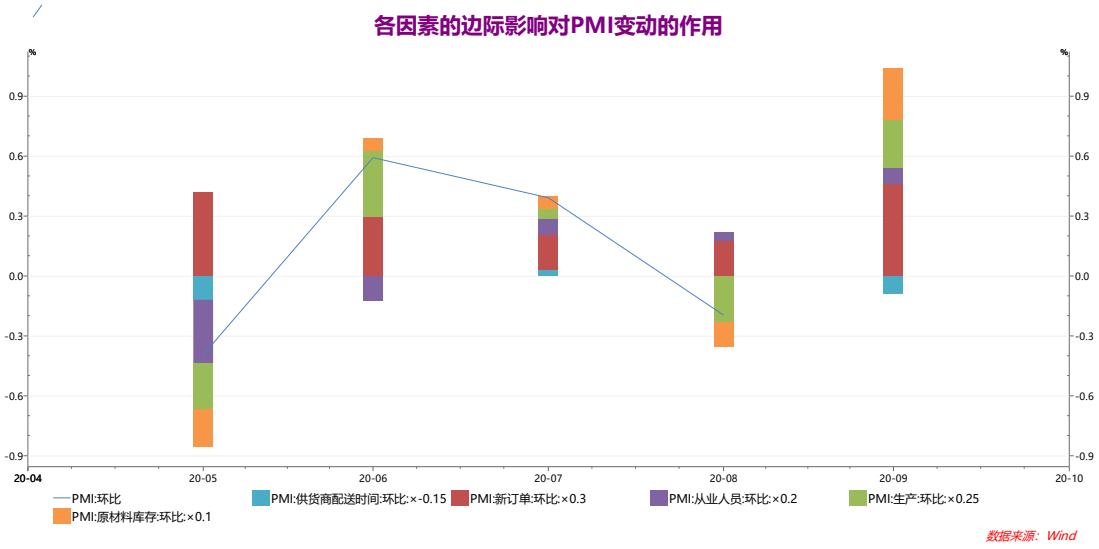


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

一． 制造业 PMI 数据分析

制造业 PMI 数据环比出现回落，分析和分解其各项对 PMI 环比回升的影响看，新订单贡献最大，达到 46%。其次为原材料库存 PMI 与生产 PMI，就业人数 PMI 贡献相对较小，配送时间作为负向指标也有一定的正贡献。这一情况和 8 月构成了明显的对比。

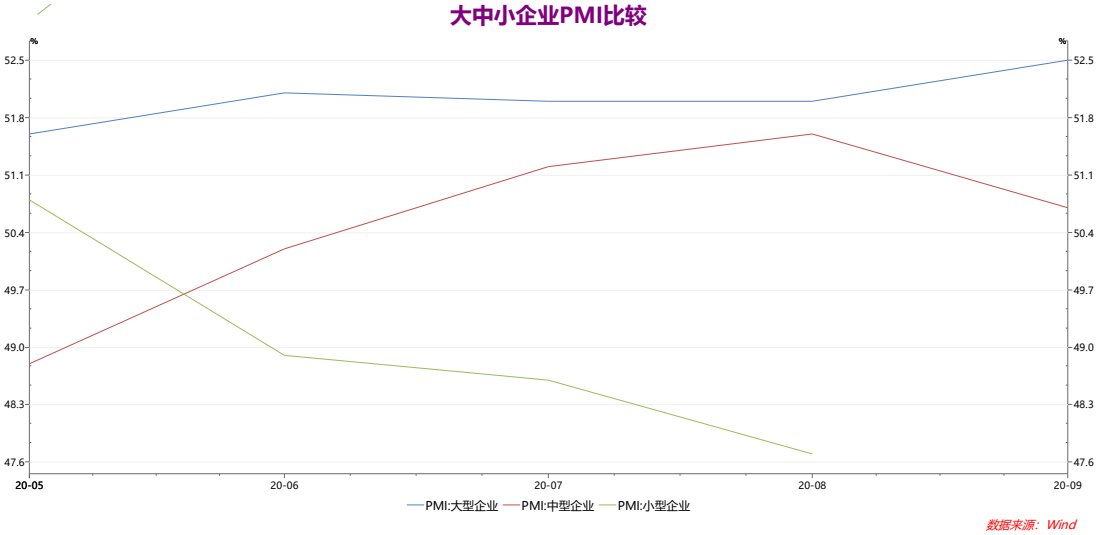
图 2：各因素的边际影响对 PMI 变动的作用



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从大中小企业看，大型企业 PMI 平稳回升，小型企业 PMI 大幅反弹跨入扩张区，报 50.1%，前值为 47.7%。但中型企业有所回落，但依旧在扩张区。报 59.7%，前值为 51.6%。大型企业在扩张区与前期持平，报 52。5%，前值为 52%。

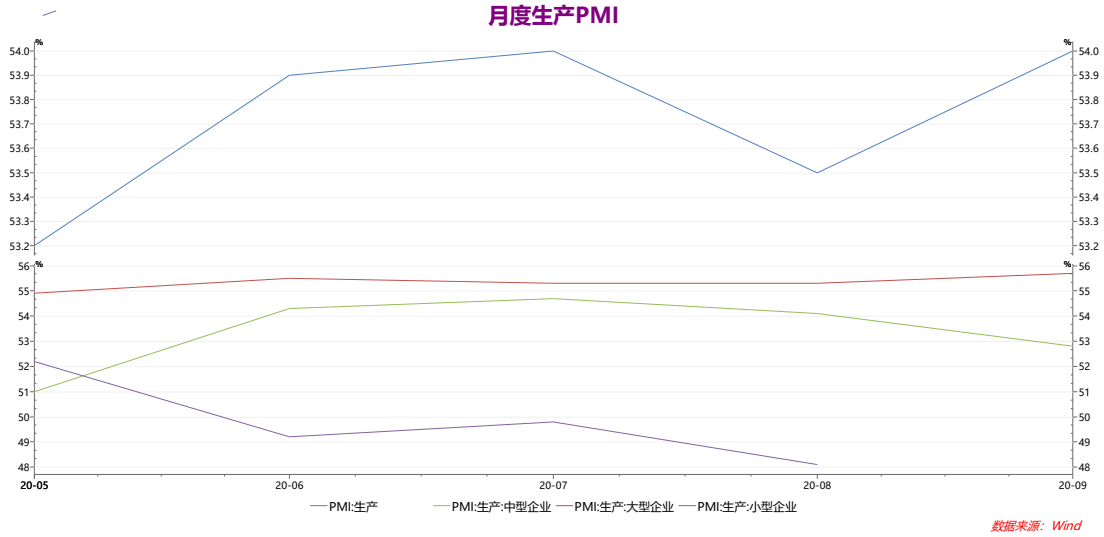
图 3：大中小企业 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

9 月生产 PMI 报 54%，前值为 53.5%，出现回升。其中，小型企业回升显著，跨入扩张区，报 51.6%，前值为 48.1%，大中企业的生产 PMI 也有显著回升，但大型企业 PMI 回升相对缓慢，中小企业生产 PMI 强劲回升。

图 4：生产 PMI

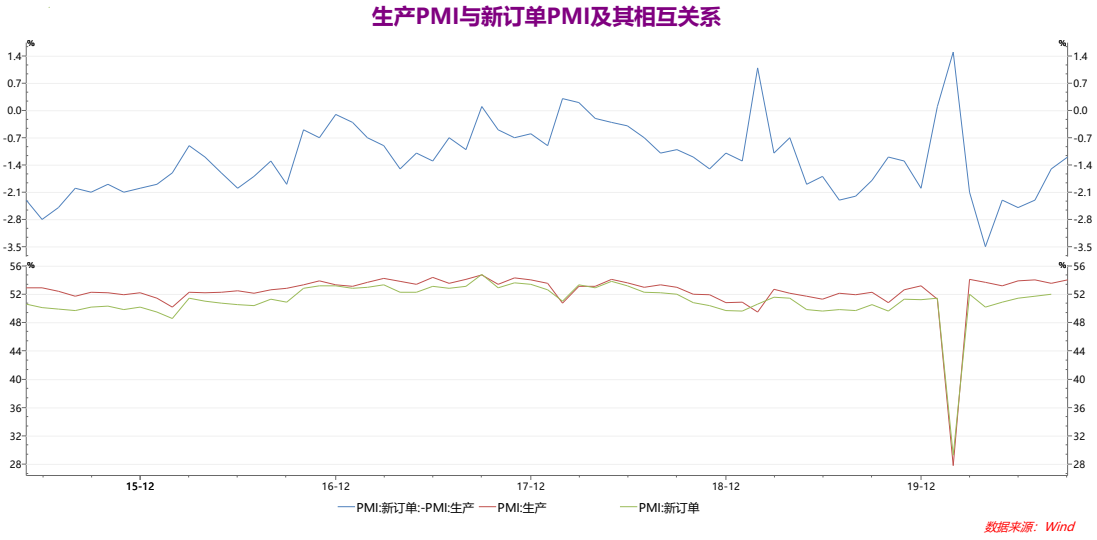


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

但高频数据显示高炉开工率在 9 月出现了回落，而 30 大中城市房地产成交面积 9 月环比回升，可能室因为 8 月房地产成交面积回落有一定的季节性因素。

新订单 PMI 从 52%回升到 52.8%。从生产 PMI 和新订单 PMI 的关系看，但其差值从 1.5 缩小到 1.2%,即供求情况有所改善。在手订单 PMI 从 46%回升到 46.1%，对今后生产 PMI 构成支持。

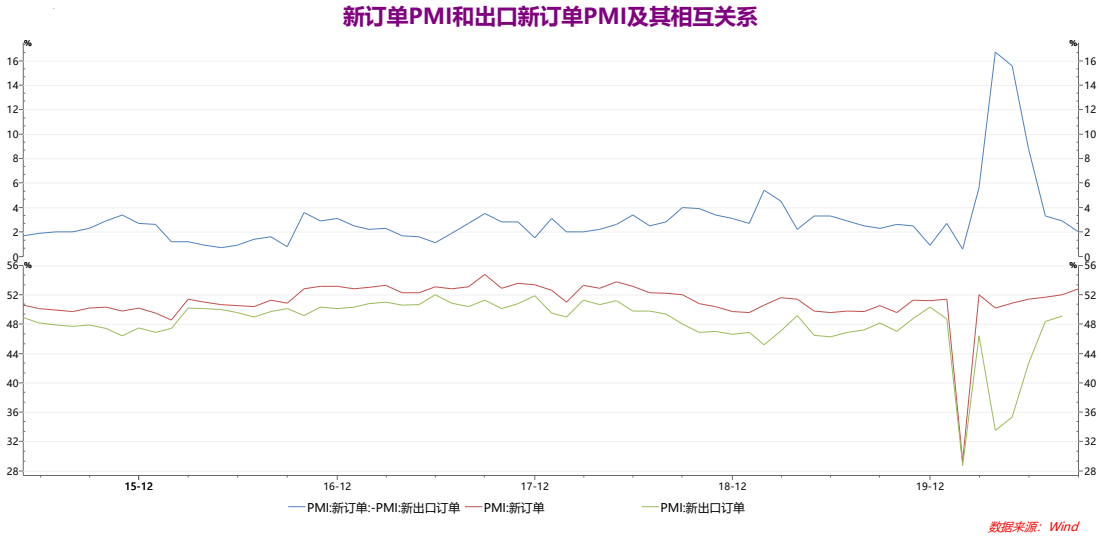
图 5：生产 PMI 与新订单 PMI 及其相互关系



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从新订单 PMI 和出口新订单的关系看，出口新订单 PMI 回升继续强劲，从前值的 49.1%回升到 50.8%，跨入了收缩区，新订单 PMI 和出口新订单 PMI 的差值从 2.9%继续回落到 2%，显示出 9 月出口新订单的回升对新订单的回升继续起到了积极作用，境外需求有所改善，也显示出新订单 PMI 的改善主要来源于出口新订单的改善。疫情在境外失控而在境内得到有效控制估计是新出口订单回升的原因，特别是医用物资的出口。

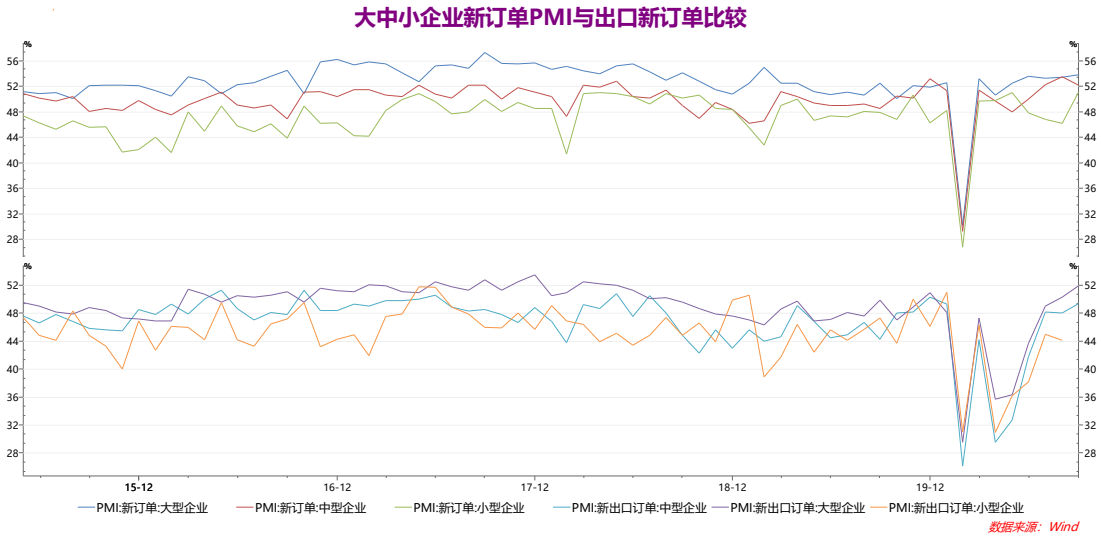
图 6：新订单 PMI 和出口新订单 PMI 及其相互关系



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从大中小企业看，出口新订单 PMI 方面，改善主要来自于小型企业，小型企业新订单 PMI 跨入了扩张区，中型企业有所回落，大型企业小幅改善。而在新订单 PMI 方面，小型企业尽管在收缩区，但回升强劲，报 47.6%，前值为 41.7%。大中型企业也有一定改善。

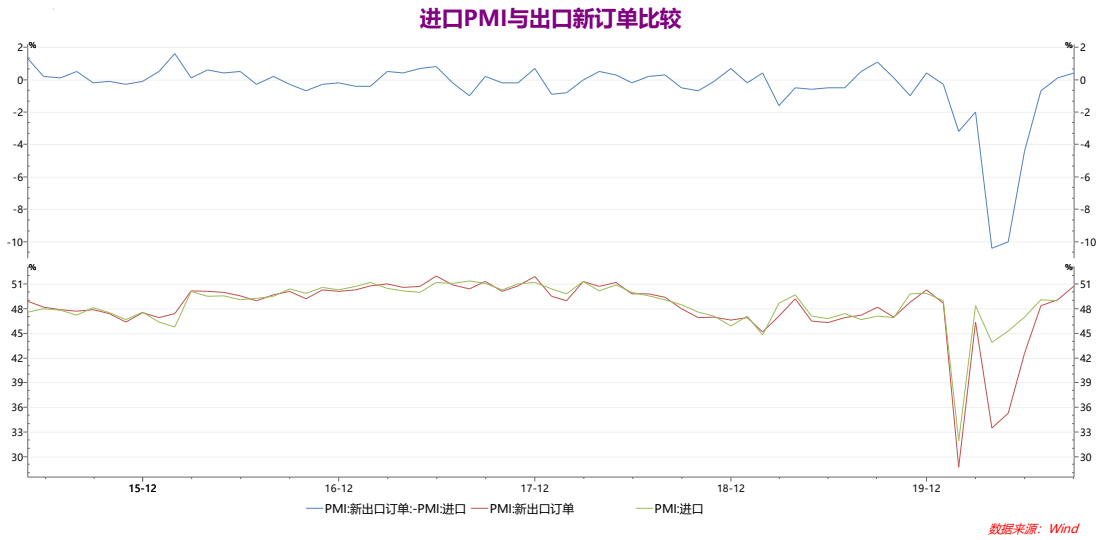
图 7：大中小企业新订单 PMI 与出口新订单比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从出口新订单 PMI 和进口 PMI 的关系看，其差值继续从 0.1%回升到 0.4%。进口 PMI 也从 49%回升到 50.4%，新订单 PMI 和进口 PMI 差值的继续回升。意味着在货物贸易上依旧呈现较大顺差。

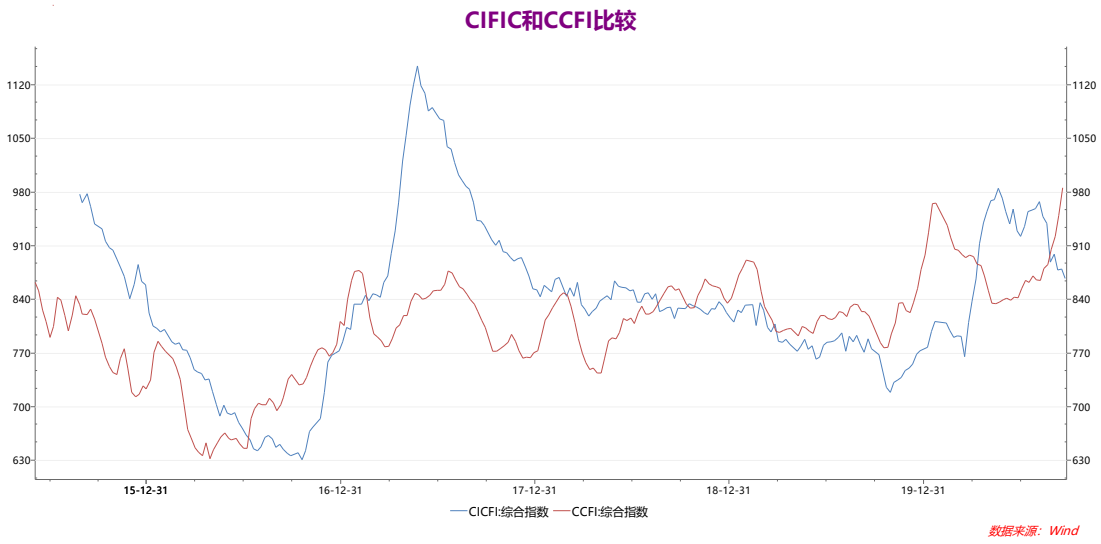
图 8：进口 PMI 与出口新订单比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

而从高频数据——中国集装箱进口指数（CICFI）和出口指数（CCFI）看，出口回升明显，但进口继续回落。

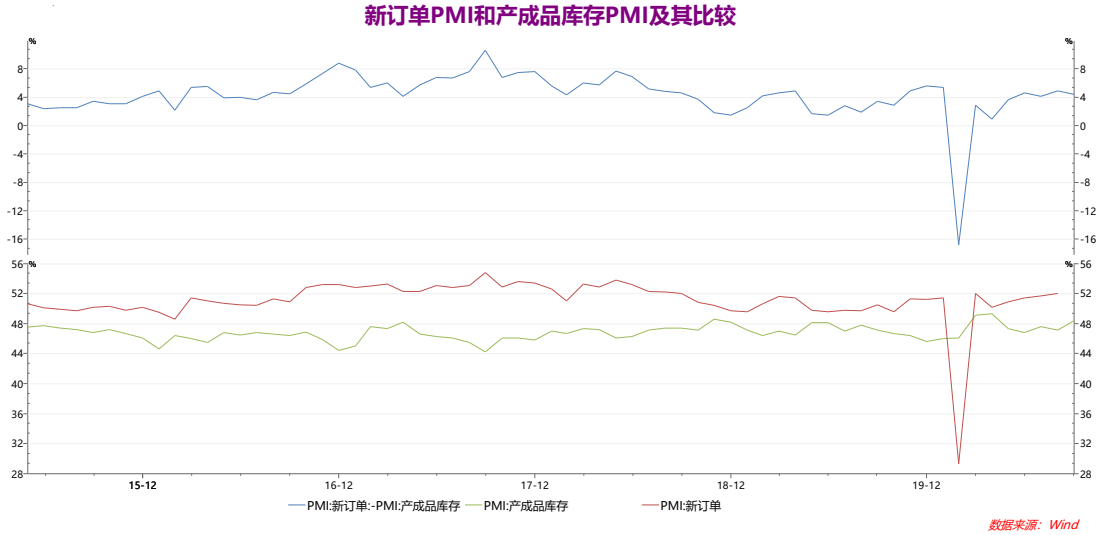
图 9：CIFIC 和 CCFI 比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

从新订单 PMI 和产成品库存 PMI 关系看， 因产品库存 PMI 从 47.1%回升到 48.4%。 9 月产成品库存 PMI 依旧历史数据高位。与此同时，新订单和产成品库存 PMI 的差值从 4.9%扩大到 4.4%。

图 10：新订单 PMI 和产成品库存 PMI 及其比较



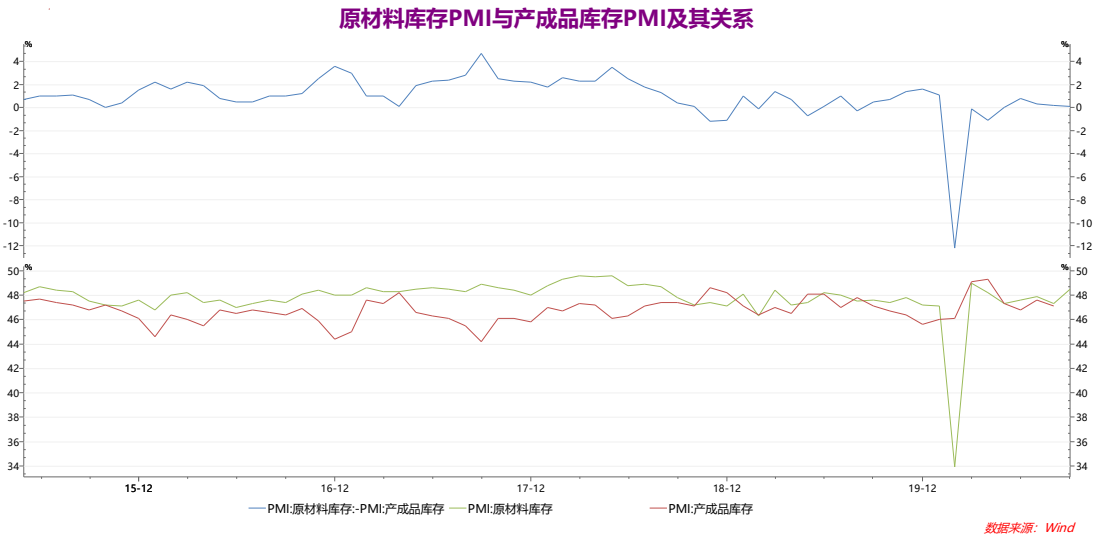
资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

9月27日国家统计局公布的前8月工业企业产成品库存累计同比达到7.9%，较前值7.4%有所回升，大大高于去年同期的2.2%。库存的回升，内需的下降可能继续构成对生产d额制约因素。

而从原材料库存PMI和采购量PMI看，原材料库存PMI从47.3%回升到48.5%，采购量PMI从51.7%大幅继续回升到53.6%。但原材料购进价格PMI依旧回升，从前值的58.3%继续回升到58.5%。即价格回升，原材料采购量回升，库存增加。显示生产回升后，对上游投资的增加。

从原材料库存PMI和产成品库存PMI关系看。两者差值从0.2继续缩小到0.1%，显示出上游投资回升，但是下游去库存缓慢。

图11：原材料库存PMI与产成品库存PMI及其关系

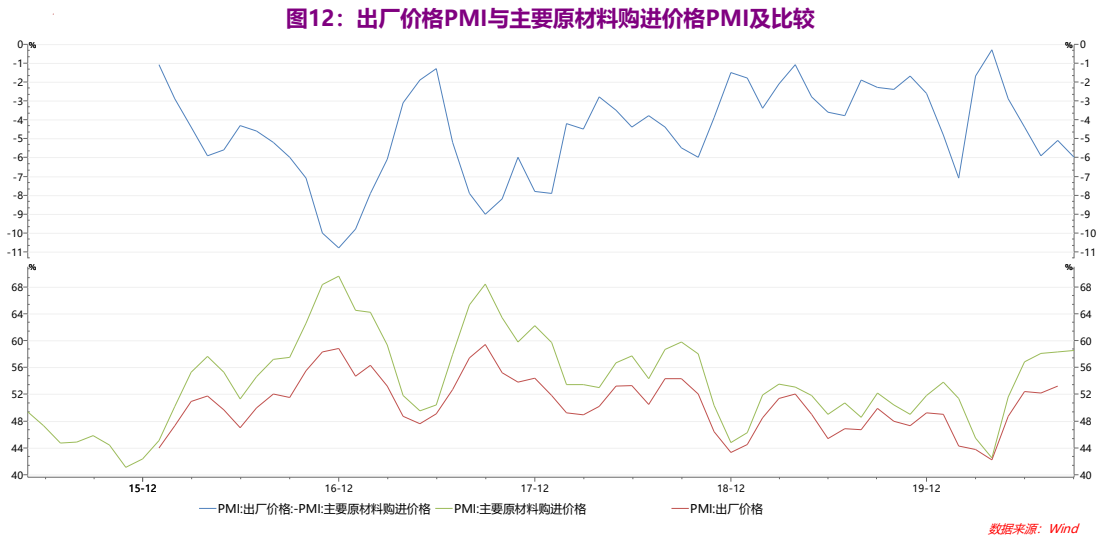


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

价格方面，出厂价格PMI回落，原材料购进价格PMI回升，两者之差从—5.1%

扩大到-6%。原材料购进价格的回升，预示着 9 月 PPI 环比可能反弹。8 月 PPI 环比为 0.3%，低于前值 0.2%的水平，同比跌幅也缩小，报－2%。

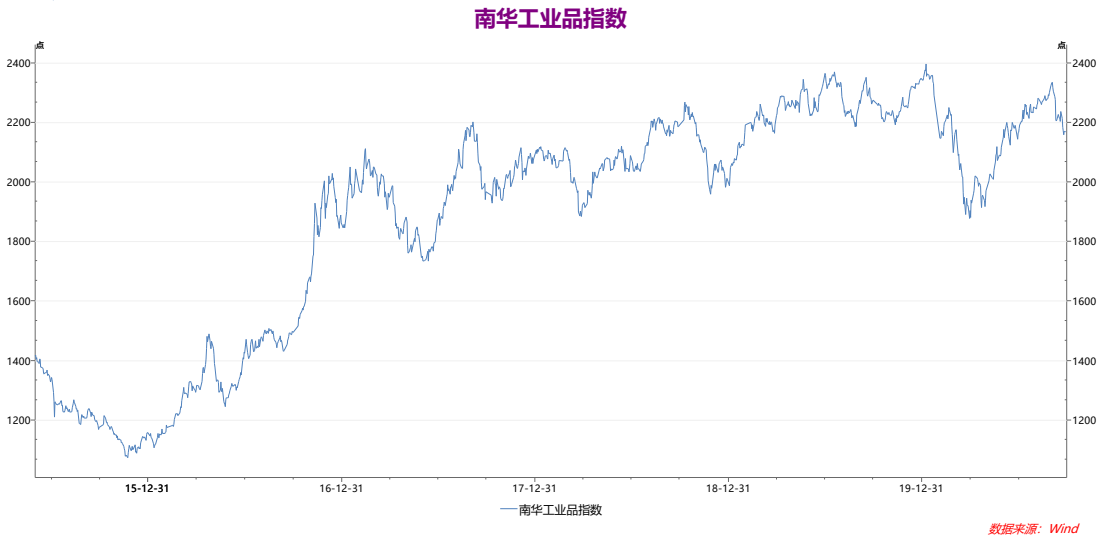
图 12：出厂价格 PMI 与主要原材料购进价格 PMI 及比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

高频数据南华工业品指数显示，9 月该指数出现了明显的回落。

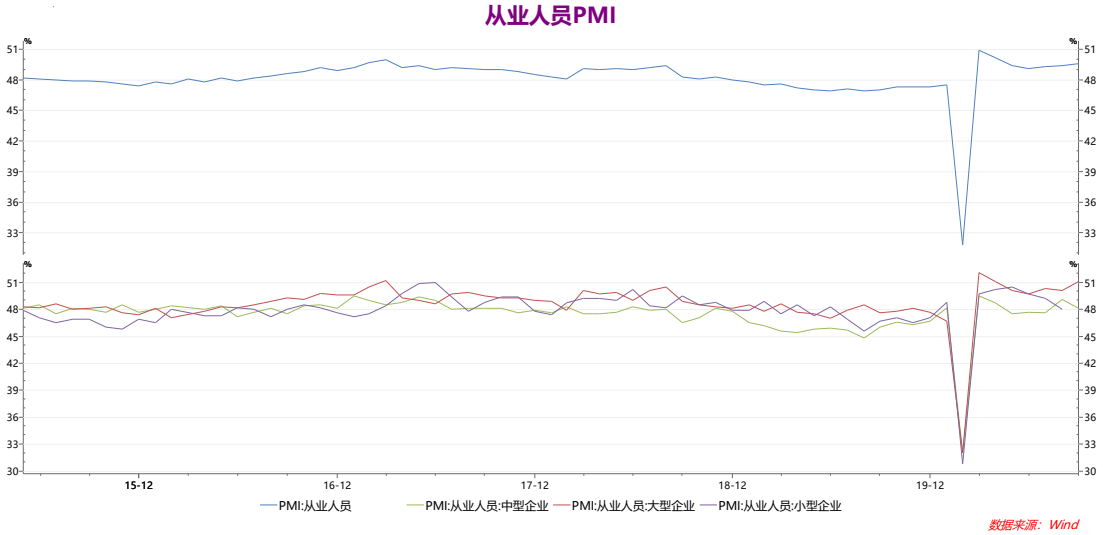
图 13：南华工业品指数



资料来源：银河期货研究所 WIND

9 月从业人数 PMI 在收缩区出现回升，从 49.4%回落到 49.6%。但从大中小企业看，中型企业和小型企业依旧在收缩区，小型企业小幅回升，而中型企业小幅回落。大型企业扩张区内改善，报 51.1%，前值为 50.1%。

图 14：从业人员 PMI

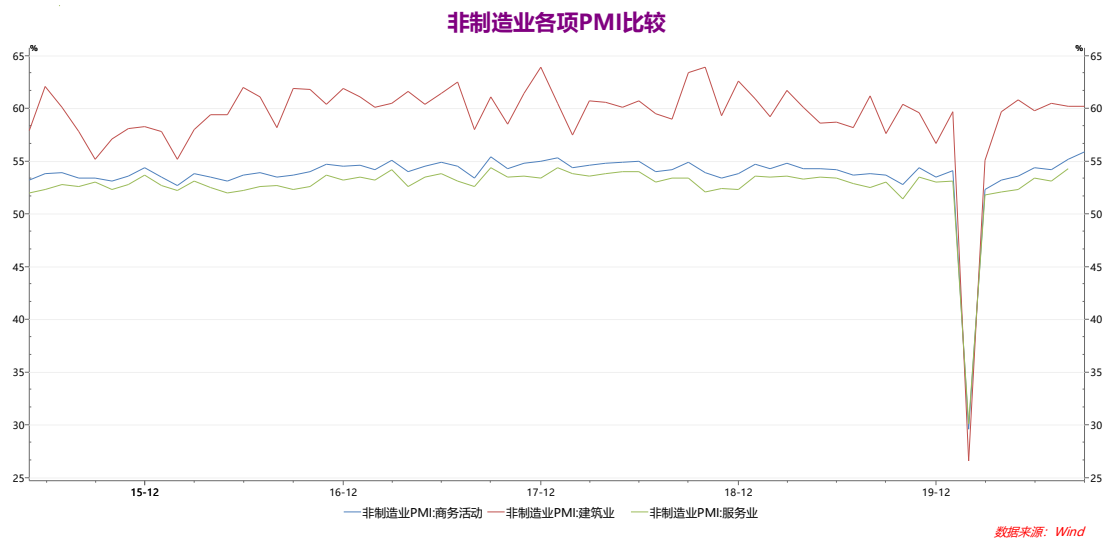


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

二．非制造业 PMI 分析

9 月，在非制造业方面，建筑业 PMI 高位持平，表现依旧最为强劲，报 60.2%。商务活动、服务业 PMI 在扩张区全面回升。

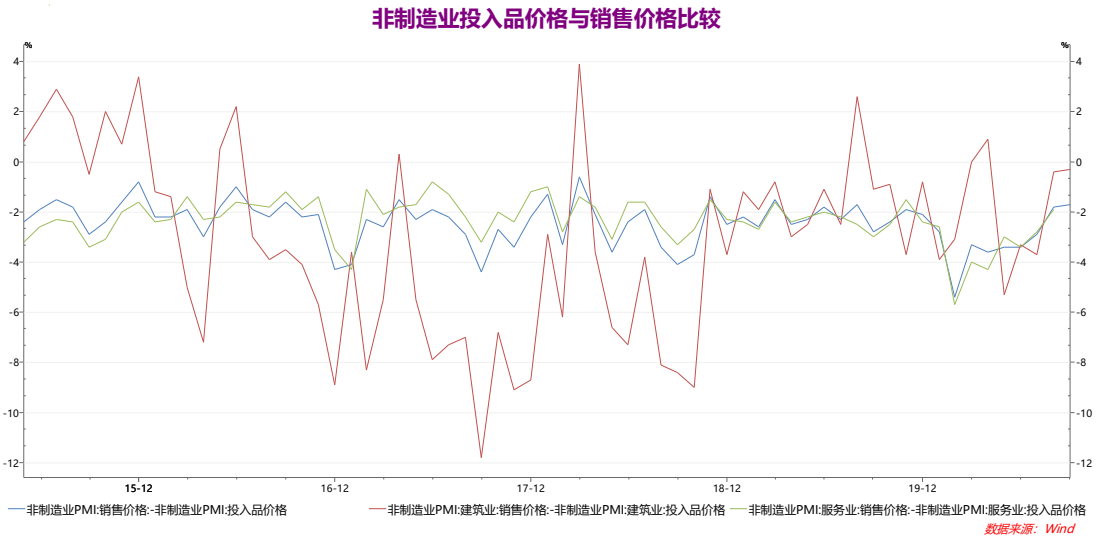
图 15：非制造业各项 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

在价格方面，9 月投入品价格和销售价格之差继续全面倒挂，但除了服务业外，倒挂幅度均有所缩小。

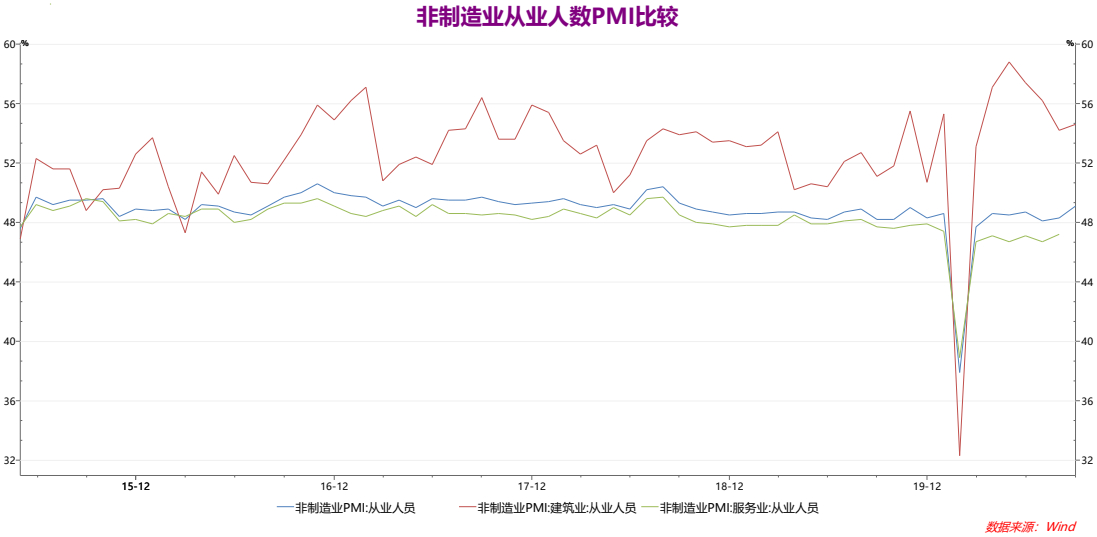
图 16：非制造业投入品价格与销售价格比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

在从业人员 PMI 上，9 月非制造业从业人数 PMI 除了建筑业依旧处于收缩区，但较 8 月有所改善。相对而言，服务业较弱。

图 17：非制造业从业人数 PMI 比较

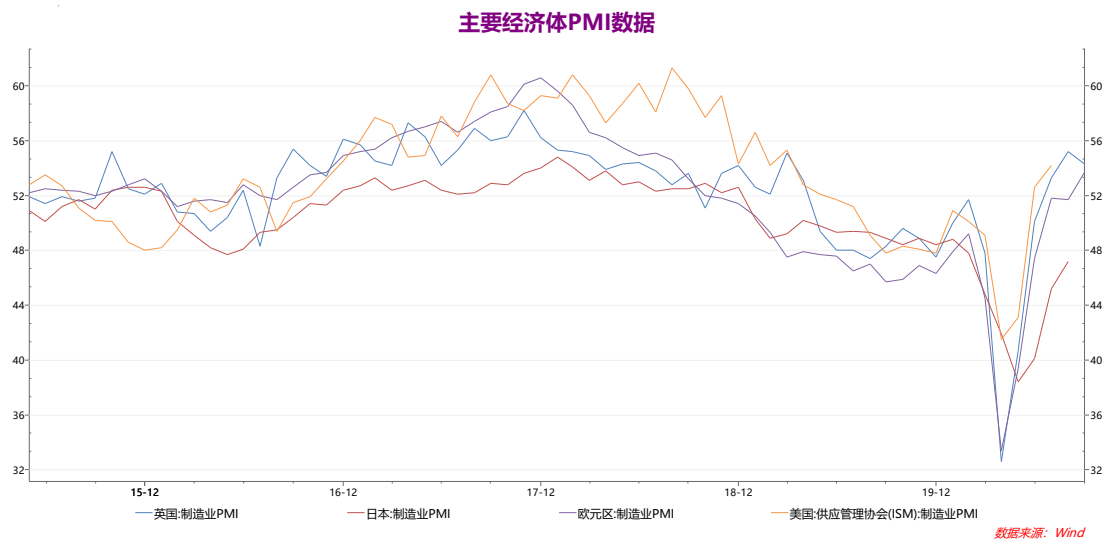


料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

三．PMI 国际比较

从主要经济体看，主要经济体除了英国外，均有所改善但除了日本外，均在扩张区。日本 8 月的 PMI 数据继续在收缩区，报 47.2%。8 月的美欧 PMI 差值从 2%提升到 4.3%，支持美元指数回升。

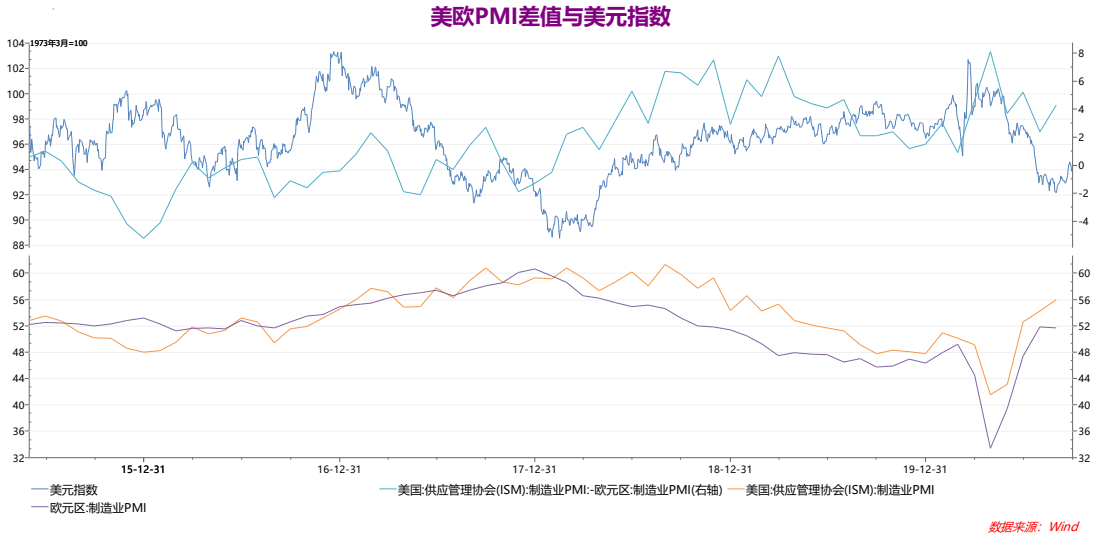
图 18：主要经济体 PMI 数据



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从美欧 PMI 差值看，其差值从 7 月的 2.4%回升到 8 月的 4。3%，支持美元指数回升。

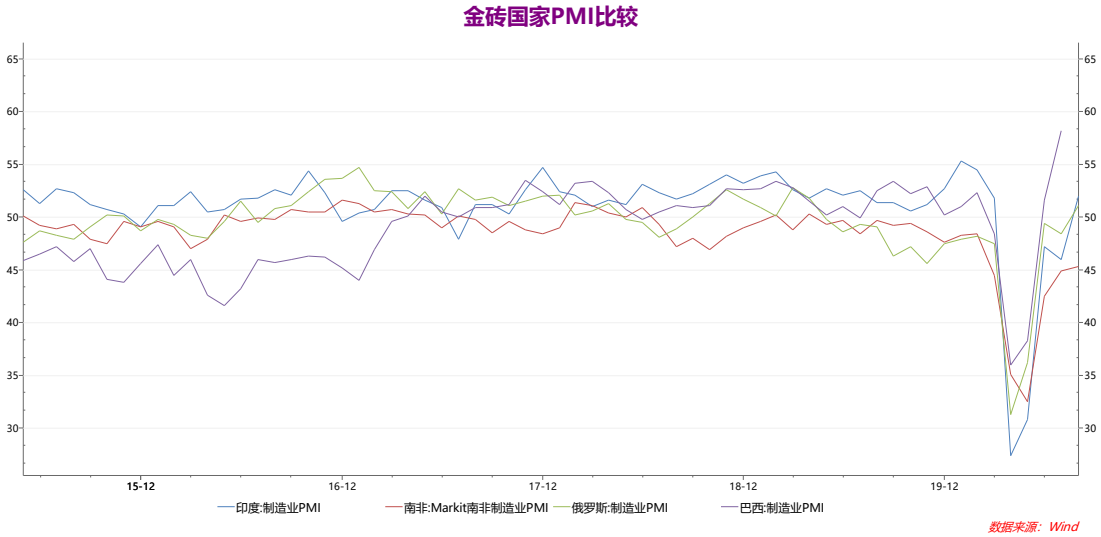
图 19：美欧 PMI 差值与美元指数



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

在金砖国家方面，8 月 PMI 数据也出现改善，其中，巴西进入扩张区后继续大幅反弹。南非依旧在收缩区。俄罗斯和印度跨入了扩张区。

图 20：金砖国家 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

四．我们的看法

从 9 月 PMI 的数据看，PMI 出现了明显的回升，其最主要的因素在于新订单 PMI 的回升，而新订单 PMI 的回升则主要得益于出口新订单 PMI 的回升。新订单 PMI 的回升促进了生产 PMI、原材料库存 PMI 和就业人数 PMI 的回升。9 月 PMI 比较可喜的是在结构性宏观政策的支持下，小型企业情况有所改善，尽管改善的基础可能还不十分稳固，我们看到中型企业 PMI 有所回落，结构性的宏观政策依旧有必要继续发挥效应。而另一方面，产成品库存的增加，产成品价格的回落显示出内需不足，可能会对 PMI 的持续回升产生一定的制约性因素，从这个意义上讲，供给侧改革还将继续深入。而通过收入分配政策等改善收入预期是提升内需的关键。就业改善依旧缓慢，因此，保持战略定力，继续实行“两个更加”的货币政策和财政政策具有一定的必要性。从国际环境看，也有所改善，但是最近疫情再度在印度、欧洲蔓延，因此，中国的出口依旧将维持一定增长，支持国内的经济复苏与回升。

（银河期货研究所 20200930）

免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。

本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与银河期货有限公司及本报告作者无关。

若有任何疑问，欢迎咨询!

联系人:万一菁 投资咨询从业证书号:Z0014329 E-mail:wanyijing_qh@chinastock.com.cn