

美日欧 8 月制造业 PMI 点评

美欧复苏强度或逆转

摘要

- **8 月美国 ISM 制造业 PMI 为 56，相比前值 54.2 大增 1.8，自 5 月份以来连续四个月录得增长。**分项指标中**除了存货指数与客户存货指数，其他均呈较大幅度增长，**存货指数降低主要原因为交付时间延长及配送人员缺乏，客户存货指数降低则有助于刺激需求。18 个行业中，交通设备业与机械设备行业的 PMI 录得增长，但是采购经理访谈中表达了潜在风险，即**企业不能判断需求的复苏是短期还是长期，对于资本投入较为谨慎。**
- **8 月份日本制造业 PMI 终值，终值录得 47.2%，高于前值 45.2，且高于初值 46.6。**尽管日本 8 月份制造业 PMI 仍处于下降区间，但已经连续三个月上升，说明日本制造业正在缓慢恢复，景气度逐渐稳定。收益于新冠疫情各国限制的放松而带来的需求反弹，**新订单指数和产出指数是支撑日本制造业 PMI 的两大支柱。**同时，日本的制造业 PMI 在疫情前便呈现下降趋势，且自 2019 年 4 月以来便一直处于收缩区间，**因此我们认为即使疫情过去，也很难指望制造业 PMI 可以稳定在 50 以上。**
- **欧元区制造业 PMI 终值录得 51.7，略低于于前值 51.8，与初值 51.7 持平。**新订单与产出是制造业 PMI 扩张的主要动力，其中消费品的增长最为可观，中间品与资本品（investment goods，厂房设备等）增速相对平缓。欧元区原料库存指数下降至 1 月以来最低位，产出价格指数与就业指数均连续超过一年下降，**总的来说，下游需求比中上游旺盛，结合企业削减人力资源、设备采购放缓以及原料补库缓慢等行为，企业或对中长期的需求信心不足。**
- **疫情尚未结束，美日欧共同风险均为企业对未来需求的不确定性。**不见好转。我们参考芝加哥商品交易所相关文章，用新冠肺炎的致死率解释疫情对于经济基本面的影响。**结论为：1. 美国第二波已经稳定并开始下降，结合 8 月制造业 PMI 数据的环比多增，8 月份其他相关经济数据可以有比较乐观的期待；2. 日本第二波疫情目前为止还没看到有稳定的迹象，应该密切关注新冠数据的边际变化。**
- **欧元区存在失业率及通胀指标与 PMI 复苏趋势背离现象，且或有通缩风险。**欧洲统计局对于 8 月份欧元区 HICP 同比增速的预估值为-0.2%，环比预估-0.4%，且 7 月份 HICP 环比增速已经为-0.4%，欧央行一直对利率刺激持较谨慎态度，通缩风险下或可期待更宽松的政策出台。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师： 朱启兵
8610-66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

美国 8 月 ISM 制造业 PMI 惊艳

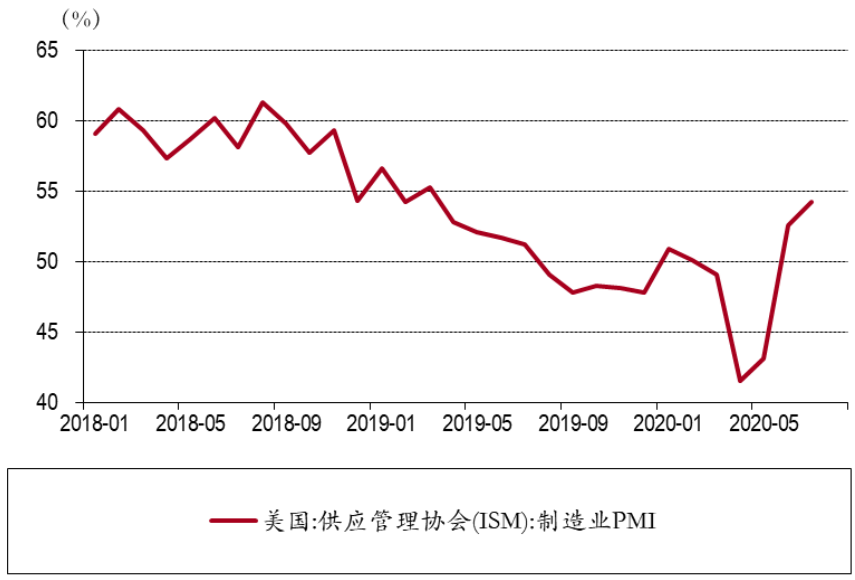
8 月美国 ISM 制造业 PMI 为 56，相比前值 54.2 大增 1.8，自 5 月份以来连续四个月录得增长，而在疫情前（2020 年 3 月份以前）到金融危机复苏开始（2009 年 7 月以后）的 127 个月中，ISM 制造业 PMI 有 116 个月处于扩张区间。

图表 1. 美国 8 月 ISM 制造业 PMI 各分项对比

指标	今值	前值	变动幅度
ISM制造业PMI	56	54.2	1.8
新订单指数	67.6	61.5	6.1
产出指数	63.3	62.1	1.2
在手订单指数	54.6	51.8	2.8
就业指数	**46.4**	**44.3**	**2.1**
供应商交付指数	58.2	55.8	2.4
存货指数	**44.4**	**47**	**-2.6**
客户存货指数	**38.1**	**41.6**	**-3.5**
价格指数	59.5	53.2	6.3
新出口订单指数	53.3	50.4	2.9
进口指数	55.6	53.1	2.5

资料来源：ISM，中银证券

图表 2. 美国 ISM 制造业 PMI 连续四月增长

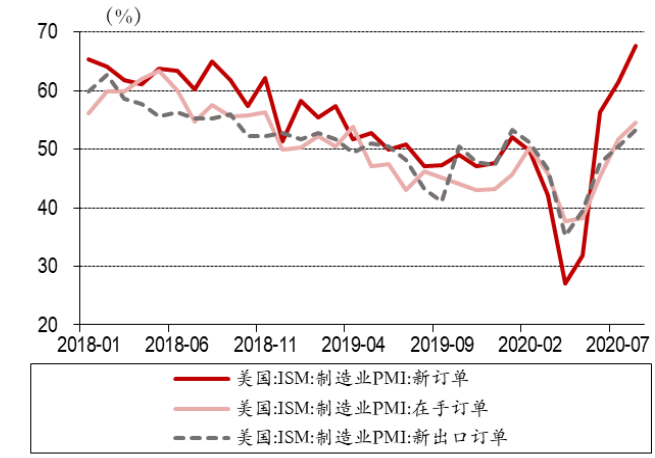


资料来源：ISM, 万得，中银证券

从需求端看，新订单指数当期为 67.6，较 7 月份的 61.5 增长了 6.1，其中 18 个调查行业中有 15 个行业新订单指数呈现增长，只有 1 个行业处于收缩，为印刷及相关支持行业；**新出口订单指数 53.3，较 7 月份数据 50.4 上升了 2.9，**对于新订单的大增有一定的支撑，其中 9 个行业报告新出口订单有所增长；**客户存货指数为 38.1，较前值下降 3.5，**录得 2010 年 6 月以来最低值，尽管数据处于收缩区间，但是紧缺的客户存货对于刺激需求有一定作用，从而增加产出水平，只有 2 个行业表示客户存货有所增加，分别是非金属矿物产品行业与其他制造（医用设备、珠宝、运动用品、玩具和办公室用品等）；在手订单指数为 54.6，较前值 51.8 增长 2.8，9 个行业表示在手订单有所增加。

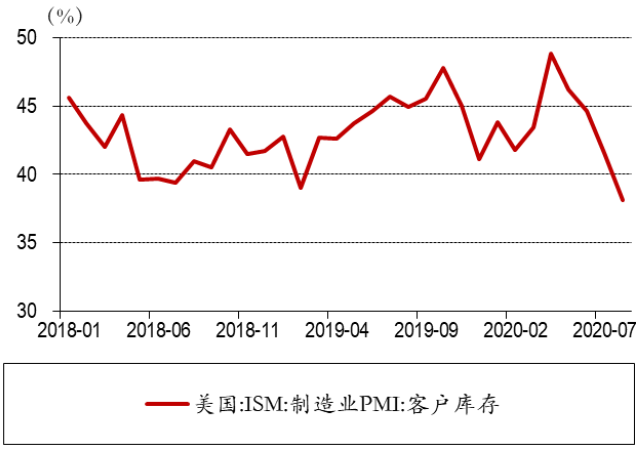
新订单指数与美国耐用品新增订单同样是显示美国制造业需求的指标，由于耐用品新增订单环比增速变动较为剧烈，我们取其三月移动平均并发现新订单指数对耐用品新增订单环比增速的三月移动平均有较好的预测效果，因此我们推测美国 8 月份的耐用品新增订单将继续环比多增。

图表 3. 需求端 PMI 均较大幅度增长



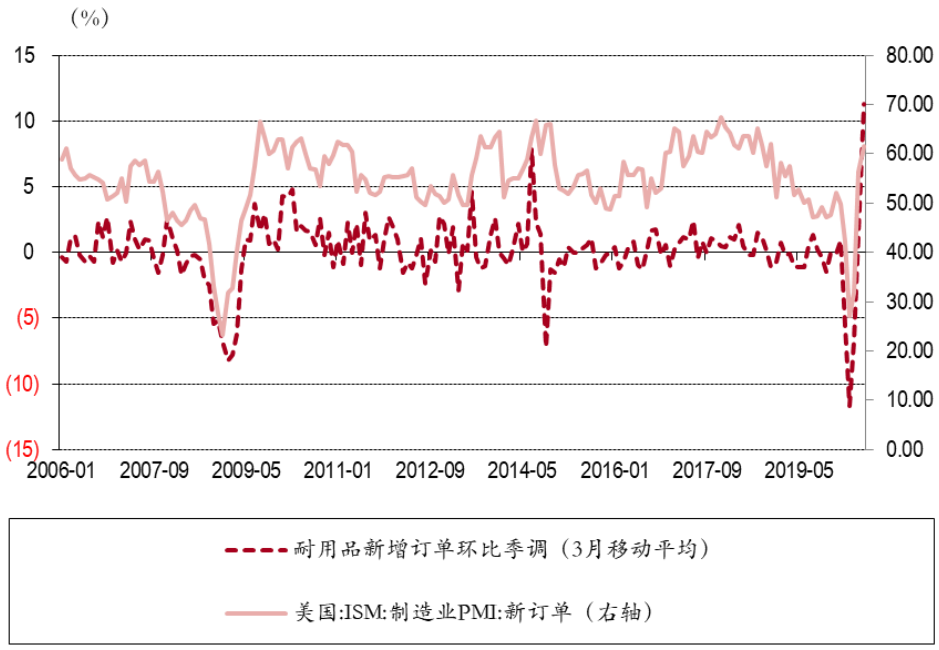
资料来源：ISM, 万得，中银证券

图表 4. 客户库存连续四个月回落



资料来源：ISM, 万得，中银证券

图表 5. 新订单指数与耐用品新增订单环比增速走势较吻合



资料来源：ISM, 万得，中银证券

从产出水平看，产出指数当期为 63.3，较 7 月份的 62.1 增长了 1.2，其中 18 个调查行业中有 15 个行业新订单指数呈现增长，只有 1 个行业处于收缩，为印刷及相关支持行业，与新订单指数高度一致，暗示本次复苏主要由需求端驱动。**就业指数 8 月份为 46.4，较前值 44.3 增长了 2.1，**其中 8 个行业录得就业增长，虽然就业指数处于收缩区间，但从 5 月份以来就业指数已经连续 4 个月增长，说明在长期需求未知的情况下，短期内美国就业状况或有好转。

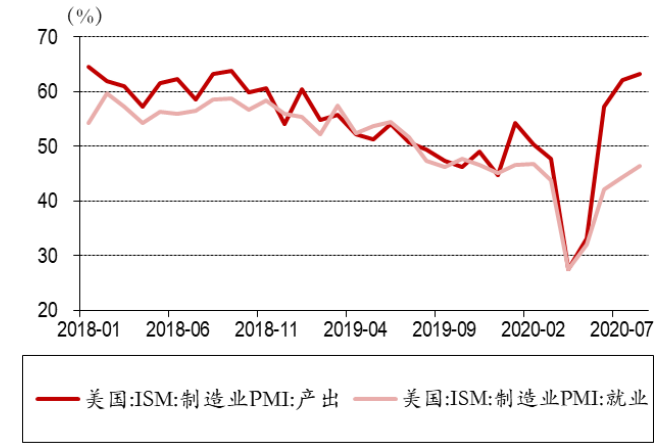
从生产过程看，供应商交付指数当期为 58.2，较 7 月份的 55.8 上升了 2.4，其中 18 个行业中有 11 个行业供应商交付时间延长，疫情带来的交通限制以及配送人员不足是相关原因，由此带来的供应不足将制约产出与存货的增长；**相应地，存货指数当期为 44.4，较前值 47 下降了 2.6，**创下 2014 年 1 月以来最低，只有两个行业表示存货有所增加，分别是服装行业以及是塑料、塑胶制品行业。

进口指数当期为 55.6，较 7 月份 53.1 增加了 2.5，其中 14 个行业显示进口有所增长，只有一个行业进口减少，为基本金属行业，进口的增长表示制造业本身需求的扩张；**价格指数 8 月份为 59.5，较前值 53.2 大增 6.3，**17 个行业录得原料价格增长，没有行业的原料价格显示下降，价格指数的大增主要和大宗商品近期的强势表现相关，而价格指数的多增或表示 8 月份 PPI 环比增速将较高。

18 个行业中，有两个行业的 PMI 录得增长，但是采购经理访谈中表达了潜在风险，分别是交通设备业与机械设备行业。交通设备行业经理表示行业需求仍然承压，而机械设备行业经理则提到下游客户仍处于观望状态，在第四季度才能作出订单承诺。实际上两个行业困境均指向一个现象，即企业不能判断需求的复苏是短期还是长期，因而对于资本投入较为谨慎。

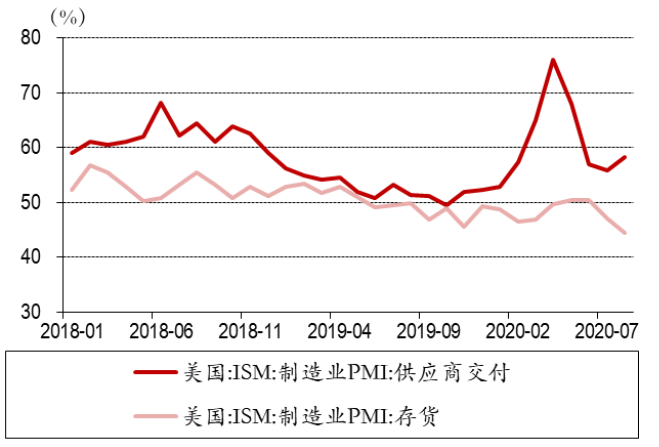
求长期复苏最大的潜在风险仍然是疫情，最近芝加哥商品交易所一篇研究报告中提到**用新冠肺炎的致死率能够更好地解释疫情对于经济基本面的影响[1]。**我们采用类似的策略，测算新冠每十万人致死人数的两周滚动数据，与每日新增数据从 3 月到 6 月均反复震荡相比，致死率数据明确指出美国第一波疫情的拐点为 4 月 20 日左右，这与美国 5 月份宏观数据均较大幅度复苏相符合；而现在我们比较关心的第二波疫情对美国经济的影响，**可以看到致死率数据在 8 月初已经稳定并开始下降，结合 8 月制造业 PMI 数据的环比多增，我们对其他相关经济数据可以有比较乐观的期待。**

图表 6. 就业指数连续四月上升，但仍处收缩区间



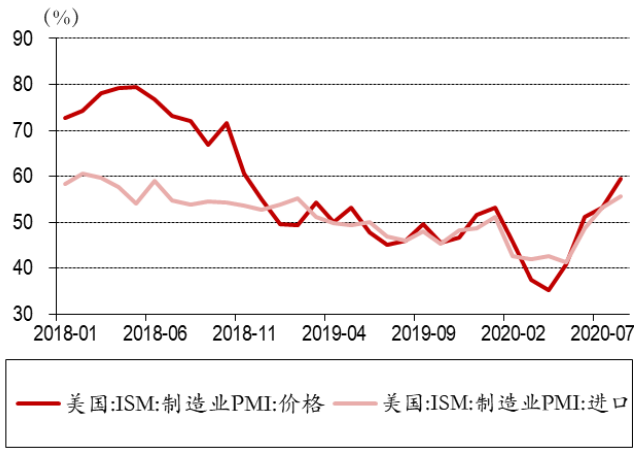
资料来源：ISM, 万得，中银证券

图表 7. 供应商交付时间延长对存货指数有反向影响



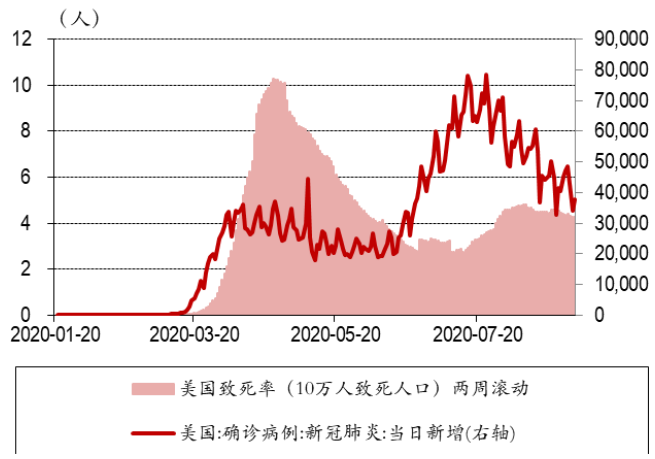
资料来源：ISM, 万得，中银证券

图表 8. 价格指数与进口指数均上升势头良好



资料来源：ISM, 万得，中银证券

图表 9. 美国新冠致死率与每日新增数据



资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 8 月 31 日）

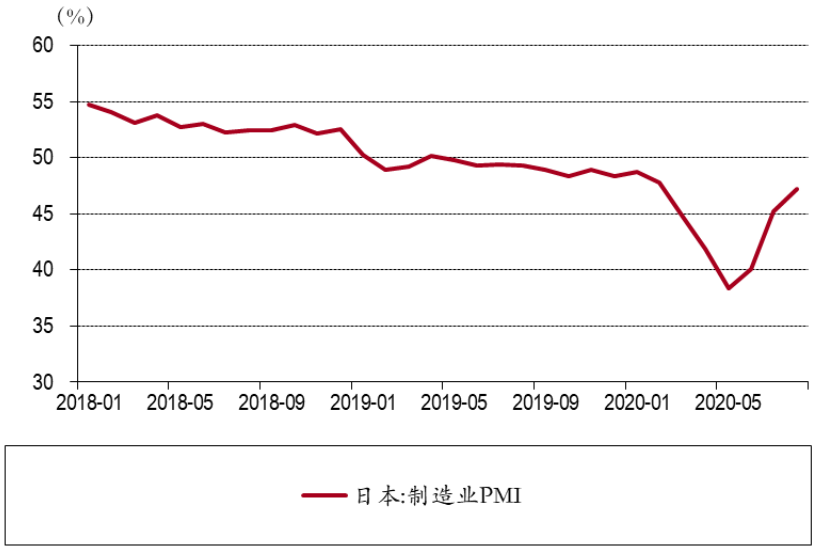
日本 8 月制造业 PMI 边际改善但仍处收缩区间

北京时间 9 月 1 日上午 IHS Markit 公布**了 8 月份日本制造业 PMI 终值，终值录得 47.2%，高于前值 45.2，且高于初值 46.6。**尽管日本 8 月份制造业 PMI 仍处于下降区间，但已经连续三个月上升，说明日本制造业正在缓慢恢复，景气度逐渐稳定。

虽然制造业 PMI 各分项均持平或下降，我们通过对比 IHI Markit 在 8 月 22 日发布的初值报告与 9 月 1 日发布的终值报告，**发现新订单和产出表现相对乐观（超预期）。**终值报告中提到新订单与产出项目是支撑本期制造业 PMI 的两大支柱，其中新订单的下降幅度为 1 月以来最小，且海外需求亦有所恢复，海外订单指数下降幅度为 2 月以来最小；产出的下降幅度也是自 2 月以来最低水平，**新订单与产出的相对复苏主要是收益于新冠疫情各国限制的放松而带来的需求反弹，因此制造业 PMI 能否进一步回升很大程度上取悦于疫情的发展。**

在其他分项方面，**就业继续走弱，**不过岗位流失率为近三个月最低；**在手订单有较大幅度的下降，**显示或有产能过剩的风险；**原材料需求走势持平，**但在疫情冲击下**交付时间有一定延长**；库存方面，**原料库存较 7 月份微降，而产成品库存有显著下降，**主要是企业需求承压而采取库存精简策略所致；价格方面，企业纷纷以价换量带来**产出价格的下降，而原料价格稍增。**

图表 10. 近年日本制造业 PMI 走势



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 制造业 PMI 权重分项在初值报告与终值报告中相关表述对比

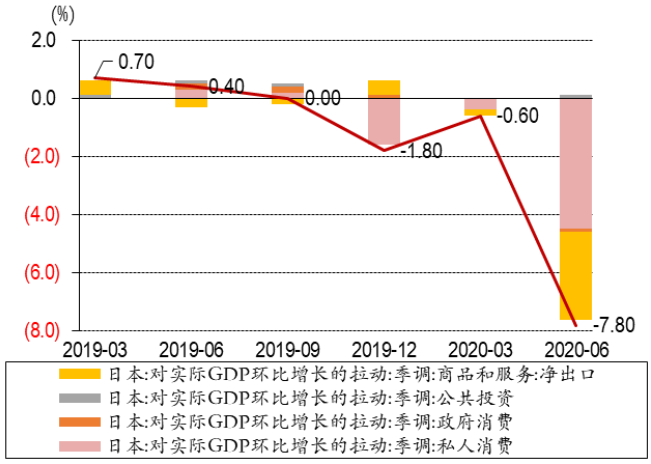
指标	相比前值	初值
制造业PMI	**47.2 (45.2)**	**46.6**
新订单	下降幅度自1月来最小，海外订单下降幅度自2月来最小	陡峭下跌，较7月幅度稍低
产出	下降幅度自2月来最小	陡峭下跌，较7月幅度稍低
就业	下降幅度近三月最低	就业继续流失，较7月幅度稍低
交付时间（反向指标）	受疫情影响继续延长	
库存	原料库存较7月微幅下降，因需求承压企业实施精简库存管理，产成品库存下降显著	

资料来源：IHS Markit，中银证券

我们应该注意到，日本的制造业 PMI 在疫情前便呈现下降趋势，且自 2019 年 4 月以来便一直处于收缩区间，因此我们认为即使疫情过去，也很难指望制造业 PMI 可以稳定在 50 以上。不过对于日本经济的考量更多需要考虑的是消费与出口。在出口方面，中国因较早从疫情中恢复的原因，已经超过美国成为日本的第一大出口国，而美国对于疫情的控制实际上也进入了稳中向好的阶段，因此从短中期看日本出口的复苏可以持续；而日本零售额同比增速从 6 月份以来便进入了正区间，在 6、7 月份分别录得 9.5%和 9.1%的同比增速，复苏势头尚可。

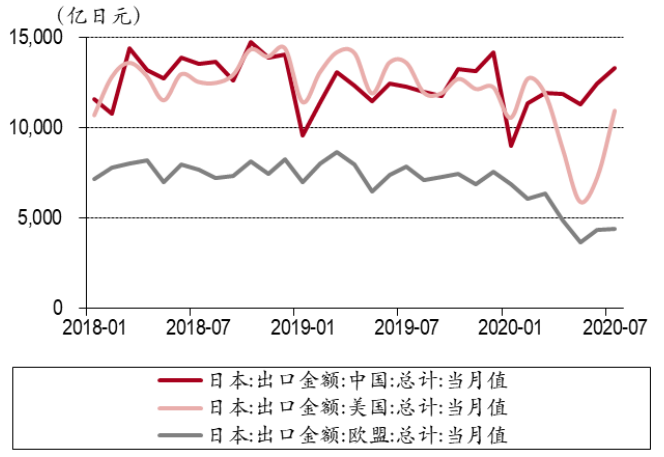
不过日本经济复苏的风险还是在第二波疫情的控制上，虽然新冠单日新增数已经处于下降通道，但可以看到日本新冠肺炎每 10 万人口的致死数自 7 月底开始反弹，到目前为止还没看到有稳定的迹象，而第一波疫情中该数据在五月初见顶，之后带来了 6 月份以来的较强劲复苏。**我们认为日本在 9 月份以及以后的经济数据最大的风险尚在于疫情，应该密切关注疫情数据的边际变化。**

图表 12. 消费与净出口对日本 GDP 贡献较大



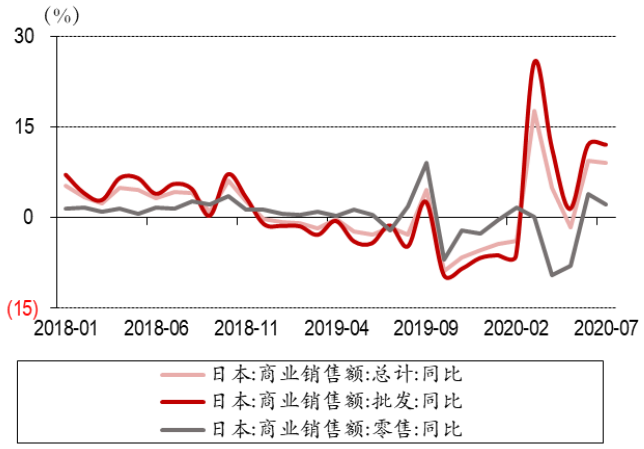
资料来源：万得，中银证券

图表 13. 日本对前三大出口国的经济数据均回升



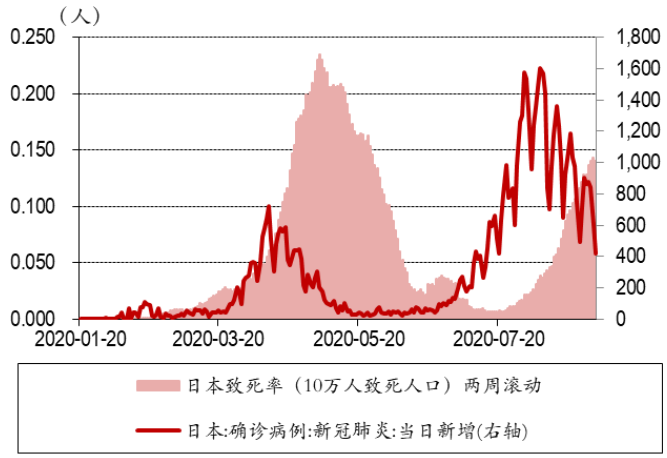
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 日本零售数据 6 月份开始复苏



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 日本第二波疫情仍是经济最大风险



资料来源：万得，中银证券（疫情数据截至 8 月 31 日）

欧元区 8 月制造业 PMI 符合预期，复苏后劲存疑

北京时间 9 月 1 日下午 IHS Markit 公布了 8 月份**欧元区制造业 PMI，终值录得 51.7，略低于于前值 51.8，与初值 51.7 持平。**欧元区主要国家中，德国制造业 PMI 终值为 52.2，高于前值 51，低于初值 53；法国制造业 PMI 终值为 49.8，低于前值 52.4，高于初值 49；意大利制造业 PMI 终值为 53.1，高于前值 51.9，高于初值 52，领跑欧元区；西班牙制造业 PMI 终值为 49.9，低于前值 53.5。整体来说，欧元区制造业处于扩张区间，8 月扩张幅度较 7 月份有所回落；**新订单与产出是制造业 PMI 扩张的主要动力，其中消费品的增长最为可观，中间品与资本品（investment goods，厂房设备等）增速相对平缓。**需要注意的是，PMI 是一个环比概念，例如尽管西班牙 8 月制造业 PMI 为 49.9，低于 7 月的 53.5，但只是较大幅扩张的七月持平，因而 8 月实际上景气度尚可。

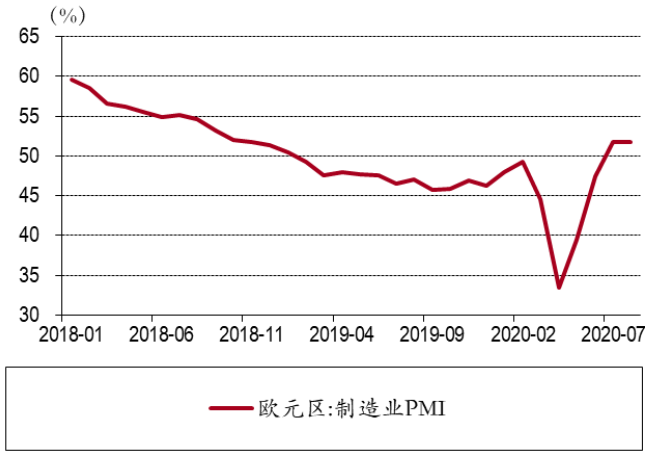
国家层面上，不同国家的 PMI 表现相差较大，其中意大利表现最佳，制造业 PMI 为近两年峰值，德国与荷兰制造业 PMI 均为近 22 个月峰值；法国与西班牙的 PMI 显示制造业表现相对停滞，而希腊则连续 6 个月恶化（8 月制造业 PMI 终值 49.4）。

从分项上看，**产出延续了 7 月的增长，并达到了近两年的峰值。**其中德国、意大利和爱尔兰领跑产出水平；**新订单较 7 月水平有所回落，但仍在扩张区间，**需求端主要由国内市场驱动，出口需求尽管继续扩张，但幅度较 7 月亦回落；**库存方面，**制造企业继续增加对存量原料的利用，原料库存下降至 1 月以来最低位，这也与交付时间增加有关（连续七个月延长），而产成品库存则因需求大增跌至 2010 以来的最低位，在手订单则录得两年来首增；**价格方面，产出价格已经连续 14 个月下降，**这或与竞争加剧有关；**就业延续了猛烈的萎缩趋势，**且已经连续 16 个月下降，其中以德国为甚。

总的来说，下游需求比中上游旺盛，结合企业削减人力资源、设备采购放缓以及原料补库缓慢等行为，企业或对中长期的需求信心不足。目前欧洲的复苏仍是疫情积压的需求引起的，产业链能否 risk-on 将是复苏能否持续的关键。但与日本类似，欧元区制造业 PMI 自 2019 年 2 月开始便跌破 50%进入收缩区间，疫情解除后欧洲的景气度依然存疑，且与 PMI 复苏趋势背离的失业率也为短期需求的可持续性打了一个问号。

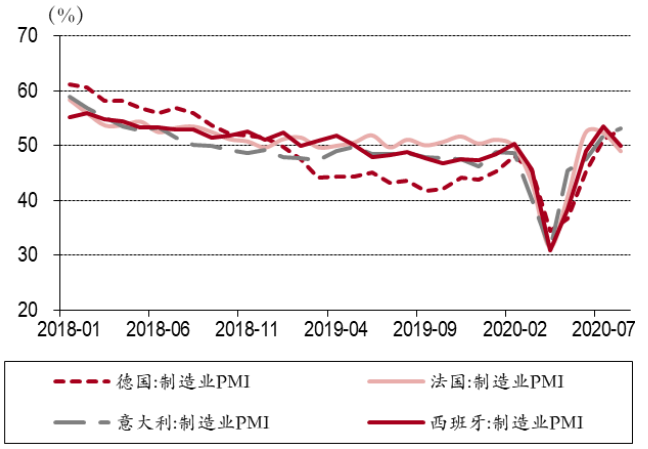
同时，北京时间 9 月 1 日欧洲统计局对于 8 月份欧元区 HICP 同比增速的预估值为-0.2%，环比预估-0.4%，且 7 月份 HICP 环比增速已经为-0.4%。将年度 HICP 同比增速维持在 2%以下是欧央行的政策目标之一，但温和的通胀不代表通缩，一旦人们产生了通缩预期，对经济的损害是极大的。尽管疫情以来欧央行保持有为，资产负债表从疫情前的 47000 亿欧元扩张到现在的 64000 亿欧元；但是利率方面保持克制，自从 2019 年 9 月将隔夜存款利率调整到-0.5%水平后，便没有进一步的降息。在通涨水平与失业率均与复苏势头背离甚至有通缩可能的时候，我们可以期待欧央行更宽松的政策出台。

图表 16. 欧元区 7 月以来处扩张区间，本月扩张幅度略缓



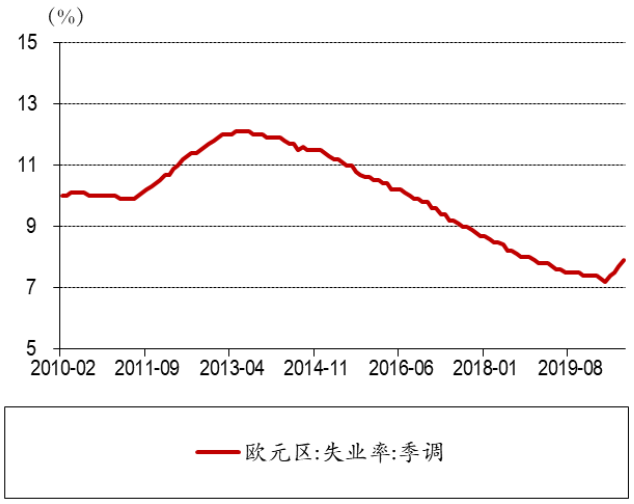
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 欧元区主要国家制造业 PMI 表现较分化



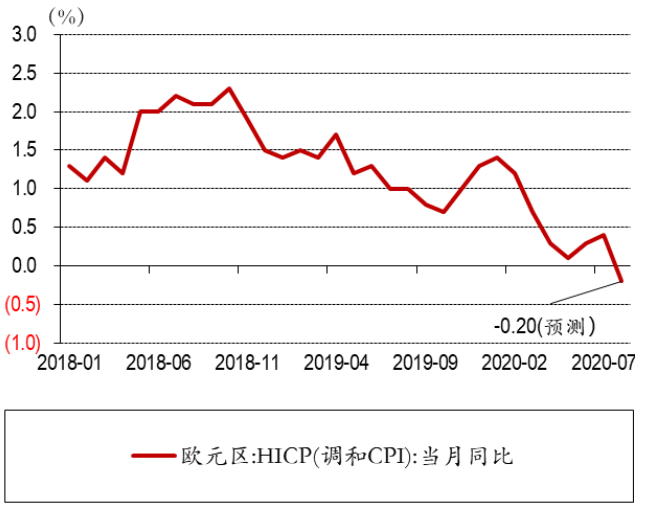
资料来源：万得，中银证券

图表 18. 欧元区失业率与制造业 PMI 的复苏背离



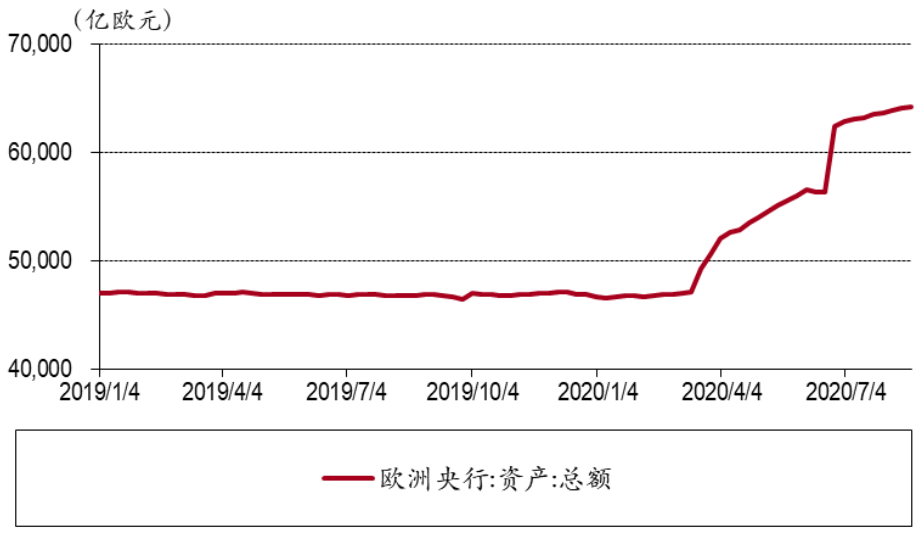
资料来源：万得，中银证券

图表 19. 欧元区 HICP8 月预计录得负值



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 疫情以来欧央行快速扩表



资料来源：万得，中银证券

[1]: https://www.cmegroup.com/education/featured-reports/euro-surges-against-us-dollar-despite-negative-rates.html

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371