

内需稳健外需下滑 商品面临上涨压力金融资产短期承压



寇宁

宏观经济分析师
宏观战略研究中心
一德研究院

邮箱: kouning@ydqh.com.cn

电话: (022) 28130235

网址: www.ydqh.com.cn

地址: 天津市和平区解放北路

188 号信达广场 16 层

邮编: 300042

核心观点及内容摘要

- 8 月, 中国官方制造业 PMI 环比小幅回升 0.1%至 51.3%, 好于 51 的市场预期, 财新制造业 PMI 环比下降 0.2%至 50.6%, 为 2017 年 7 月以来新低, 不及 50.7% 的市场预期, 连续第三个月环比下降。
- 8 月, 国内制造业产出扩张明显加速, 是制造业 PMI 环比回升的主因。但新订单指数环比小幅下降, 新出口订单指数加速收缩, 显示外需对国内需求的影响程度有所加大, 而内需增长较为稳健。
- 进口指数跌至 2016 年以来低点, 一方面受到人民币持续贬值的影响, 另一方面也显示出贸易摩擦对我国总体外贸环境产生不利影响。同时, 8 月, 财新制造业新订单指数跌至 2017 年 5 月以来最低, 是导致财新制造业与官方制造业指数分化的主因, 这与官方制造业中型企业新出口订单指数下降一致, 进一步验证外需下降对制造业需求的影响。
- 不同规模企业中, 中小型企业景气回升明显, 而大型企业延续 6 月以来的下滑走势。表明中小企业的供求的全面改善主要受到 8 月以来政府加大对中小企业扶持力度的影响, 在政策的扶持下, 预计国内制造业投资将维持稳定增长。
- 8 月, 制造业 PMI 价格指数出现显著的反弹, 表明随着内需的企稳恢复, 需求对经济的冲击有所缓解, 8 月 PPI 环比增长或有所加快。
- 7 月 23 日国务院常务会议以来, 基建投资审批及地方债发行加速, 7 月企业中长期贷款反季节回升, 也表明宽松政策逐步向实体需求端传导, 随着国内需求预期逐步企稳回升, 国内工业品价格总体将延续回升。但在重化工业产能出清, 总体维持区间震荡的条件下, 工业品价格的反弹高度预期有限, 而随着部分工业品价格突破新高, 工业品期货后市上涨压力恐将加大。
- 8 月金融期货呈现股债双杀的走势, 显示市场对流动性环境的预期依旧偏紧, 这或与二季度以来人民币的持续贬值有关, 而在人民币汇率尚未完全企稳的情况下, 预计短期金融市场总体仍将承压, 但随着央行对外汇市场干预的加大, 人民币走势的企稳将逐步修复市场的风险偏好, 金融资产价格后期走势依旧向好, 其中, 受流动性改善的推动, 更具成长性的中证 500 指数估值恢复力度将好于沪深 300 及上证 50 指数。

1. 制造业 PMI 走势分化

8月，中国官方制造业 PMI（中采制造业 PMI）环比小幅回升 0.1%至 51.3%，好于 51 的市场预期（见图 1），财新制造业 PMI 环比下降 0.2%至 50.6%，为 2017 年 7 月以来新低，不及 50.7%的市场预期，连续第三个月环比下降（见图 2）。

图 1：中采制造业 PMI



资料来源：wind

图 2：中国财新制造业 PMI

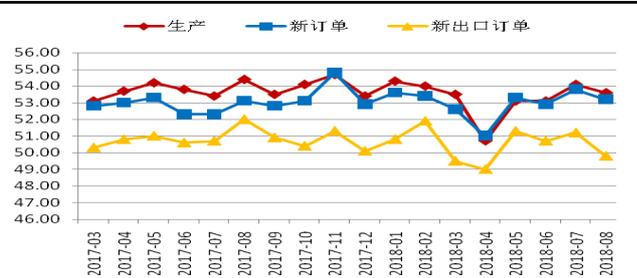


资料来源：wind

2. 内需增长稳健 外需影响加大

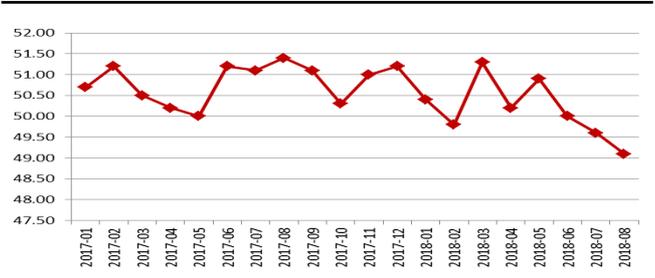
8月，国内制造业产出扩张明显加速，制造业生产指数由 7 月的 53%上升至 53.3%，是制造业 PMI 环比回升的主因。但同时，新订单指数 8 月环比小幅下降 0.1%至 52.2%，其中，新出口订单指数由 7 月的 49.8%进一步降至 49.4%（见图 3），显示外需对国内需求的影响程度有所加大，而内需增长较为稳健，表明 7 月下旬以来政策回暖对国内经济形成支撑。在制造业生产扩张的同时，进口指数跌至 49.1%的 2016 年以来低点（见图 4），一方面受到人民币持续贬值的影响，另一方面也显示出贸易摩擦对我国总体外贸环境产生不利影响。与此同时，8 月，财新制造业 PMI 环比回落，走势与官方 PMI 出现分化，其中，新订单指数跌至 2017 年 5 月以来最低，是导致财新制造业与官方制造业指数分化的主因，由于财新制造业 PMI 样本偏重中小企业，8 月财新新订单指数的下跌与官方制造业中型企业新出口订单指数下降一致，进一步验证外需下降对制造业需求的影响。8 月，中型企业新出口订单指数由 7 月的 50.5%跌至 48%的年内次低点，出口订单由涨转跌。

图 3：中采制造业 PMI 生产及订单指数



资料来源：wind

图 4：中采制造业 PMI 进口指数

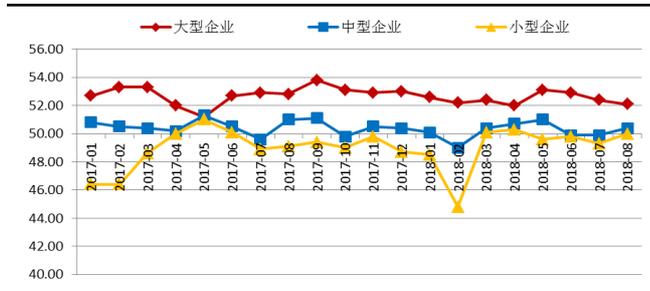


资料来源：wind

不同规模企业中，中小型企业景气回升明显，其中，中型企业制造业 PMI 由 7 月的 49.9%上涨至 50.4%，制造业由跌转涨；小型企业制造业 PMI 由 7 月的 49.3%升至 50%，制造业止跌；而大型企业制造业 PMI 环比下降 0.3%至 52.1%，延续 6 个月以来的下滑走势（见图 5）。同时，中小企业产出及新订单指数均出现改善，

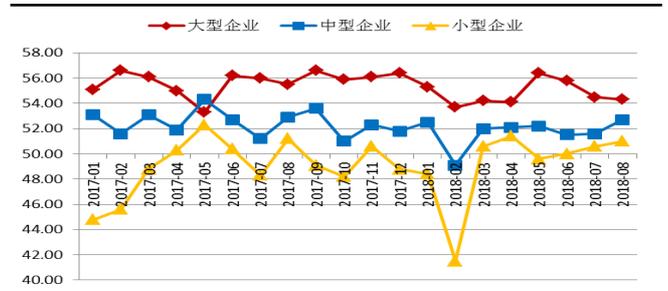
其中，中型、小型企业生产指数 8 月环比分别上涨 1.1%、0.4%至 52.7%、51%，为连续第二个月加速扩张，而大型企业生产指数环比下滑 0.2%至 54.3%（见图 6）。新订单指数方面，8 月，大型企业新订单指数由 7 月的 54.3%降至 53%，而中型企业则由 50.2%升至 51.4%。中小企业的供求的全面改善主要受到 8 月以来政府加大对中小企业扶持力度的影响，在政策的扶持下，预计国内制造业投资将维持稳定增长。

图 5：大、中型企业制造业 PMI 指数



资料来源：wind

图 6：大、中型企业制造业 PMI 生产指数



资料来源：wind

8 月，制造业 PMI 价格指数出现显著的反弹，其中，原材料购进价格指数环比上涨 4.4%至 58.7%，为年内次高，出厂价格指数环比上涨 43.8%至 54.3%，为年内新高。在生产加速扩张的情况下，制造业价格指数出现大幅反弹，表明随着内需的企稳恢复，需求对经济的冲击有所缓解，8 月 PPI 环比增长或有所加快。

3. 工业品上涨压力加大 金融资产短期承压

7 月 23 日国务院常务会议要求财政政策更加积极以来，基建投资审批及地方债发行加速，7 月企业中长期贷款反季节回升，也表明宽松政策逐步向实体需求端传导，随着国内需求预期逐步企稳回升，国内工业品价格总体将延续回升。但在重化工业产能出清，总体维持区间震荡的条件下，工业品价格的反弹高度预期有限，而下半年以来，以锡、镍为代表的有色金属价格率先突破 2017 年高点而回落后，8 月前期涨势强劲的螺纹、焦炭期价创下 2017 年以来的新高，甲醇、PTA 等化工品种也先后突破前期高点，随着部分工业品价格突破新高，工业品期货后市上涨压力恐将加大。

对金融市场而言，宽松政策预期的兑现及信贷的恢复总体利好资金价格，但 8 月金融期货呈现股债双杀的走势，显示市场对流动性环境的预期依旧偏紧，这或与二季度以来人民币的持续贬值有关，而在人民币汇率尚未完全企稳的情况下，预计短期金融市场总体仍将承压，但随着央行对外汇市场干预的加大，人民币走势的企稳将逐步修复市场的风险偏好，金融资产价格后期走势依旧向好，其中，受流动性改善的推动，更具成长性的中证 500 指数估值恢复力度将好于沪深 300 及上证 50 指数。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称一德期货）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。
- 本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。
- 本研究报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的一德期货网站以外的地址或超级链接，一德期货不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的仅是便于服务对象使用，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，服务对象需自行承担浏览这些网站的费用或风险。
- 除非另有说明，所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记均为一德期货的商标、服务标识及标记，所有本报告中的材料的版权均属于一德期货。
- 一德期货有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。
- 一德期货版权所有，并保留一切权利。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088
一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号物贸中心大厦1604-1608 室
Tel：021-6257 3180
一德期货有限公司 天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206
一德期货有限公司 天津滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932
一德期货有限公司 大连营业部 116023
辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座
大连期货大厦2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079
一德期货有限公司 淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新区A座806、
807房间
Tel：0533-3586 709
一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915
一德期货有限公司 唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-5785 511
一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501、502、503室
Tel：0535-2163353/2169678