

2021年8月PMI数据点评

“类滞胀”风险上升

■ 核心摘要

事件：8月官方制造业 PMI 50.1，非制造业商务活动指数 47.5，综合 PMI 产出指数 48.9，和前值相比分别回落 0.3、5.8 和 3.5。

8月 PMI 数据印证经济持续走弱，经济步入“被动补库存”阶段。上游商品保供稳价力度不及预期，工业品价格居高不下，中下游企业面临需求和成本的双重冲击。不及预期的7月经济数据公布当天，国常会就强调“各地区各部门要密切跟踪经济走势变化，优化政策组合”，央行提前召开 2021 年货币信贷形势分析座谈会要求“保持信贷总量增长的稳定性”。稳增长政策根据新变化开始发力，建筑业 PMI 供需两端同时回升，或表明已在加码基建投资。我们认为，债券市场将受益于经济走弱与货币宽松（包括年内可能还有第二次降准）的形势，不过需要关注财政政策发力的效果，以及银行理财新规会否落地，这两个因素是限制债市进一步上涨的风险所在。此外，在保供稳价不及预期的情况下，周期龙头也有望受益于稳增长加码。

以下几点值得关注：

第一，需求下滑是制造业 PMI 回落的主要拖累。制造业 PMI 环比回落 0.3，其中新订单指数拖累 0.39。新出口订单指数也环比下降，内外需同步走弱，除疫情、汛情的短期冲击外，针对房企和城投的结构性紧信用、出口订单转移，对经济的负面影响开始明显体现。

第二，经济进入“被动补库存”阶段。内外需同步回落后，企业减少采购，原材料库存继续处于低位，生产也有所减弱，但由于需求下滑更快，导致产成品累库、产品降价，具备典型的“被动补库存”特征。

第三，保供稳价政策实际执行力度并不大。制造业 PMI 主要原材料购进价格指数和出厂价格指数，虽然回落但仍处高位，测算得 8 月 PPI 同比为 9.3%，突破前期高点。除价格指数外，还有几个指标印证 7 月政治局会议后，并没有大范围保供稳价。一是 8 月黑色金属冶炼及压延加工业的生产指数低于荣枯线，生产环比减少。二是在调查的 21 个行业中只有 2 个行业的 8 月生产经营活动预期指数低于荣枯线，黑色金属冶炼及压延加工业是其中之一，主要原因是限产。三是大型制造业企业 PMI 生产指数 8 月环比下降，而中型和小型的环比增加，处于中上游的大型企业生产谨慎扩张。

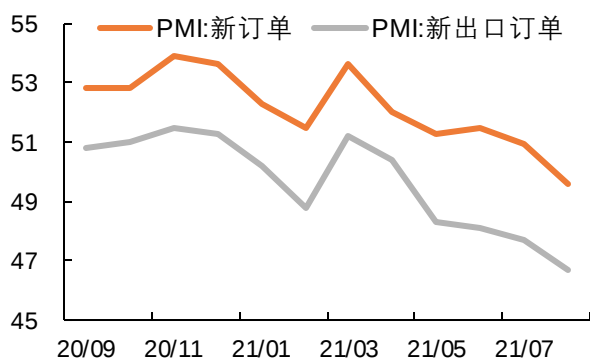
第四，国内疫情多点扩散，拖累 8 月非制造业 PMI 降到一年半低点。8 月非制造业 PMI 商务活动指数是 2020 年 3 月以来最低值，主要是服务业在拖累。7 月底国内疫情开始多点扩散，接触型聚集型服务行业需求受抑制。不过服务业 PMI 业务活动预期指数虽回落但仍然处于较高景气区间，表明随着国内疫情得到有效控制，以及中秋、国庆假日临近，企业对近期服务业恢复持乐观态度。建筑业的商务活动指数和新订单指数环比回升，不过业务活动预期指数和从业人员指数都明显放缓，在隐性债务监管没有放松、缺少收益率匹配项目的情况下，专项债发行提速能否有效带动基建投资形成实物工作量，还需要观察。

8月官方制造业 PMI 50.1, 非制造业商务活动指数 47.5, 综合 PMI 产出指数 48.9, 和前值相比分别回落 0.3、5.8 和 3.5。具体来看, 有以下几点值得关注:

第一, 需求下滑是制造业 PMI 回落的主要拖累。制造业 PMI 环比回落 0.3, 按权重加权可算得, 新订单指数拖累 0.39, 生产指数拖累 0.03, 供应商配送时间指数正向贡献 0.14, 可见内需放缓对 8 月制造业 PMI 下滑贡献最大。新出口订单指数也环比下降, 连续 5 个月走低, 从两年平均的出口同比、工业企业出口交货值同比看, 出口已步入下行阶段。内外需同步走弱, 除疫情、汛情的短期冲击外, 针对房企和城投的结构性紧信用、出口订单转移, 对经济的负面影响也开始明显体现。

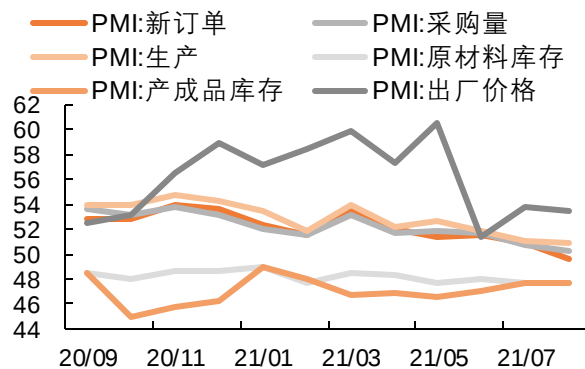
第二, 经济处于“被动补库存”阶段。7 月工业企业利润数据显示, “被动补库存”阶段初现, 8 月制造业 PMI 分项指数表明这一趋势延续。内外需同步回落后, 企业减少了采购 (采购量指数从 50.8 下降到 50.3), 原材料库存继续处于低位 (原材料库存指数持平于 47.7), 生产也有所减弱 (生产指数从 51.0 小幅下降到 50.9), 但由于需求下滑更快 (新订单指数从 50.9 下降到 49.6, 新出口订单指数从 47.7 下降到 46.7), 导致产成品库存累积 (产成品库存指数从 47.6 上升到 47.7)、产品降价 (出厂价格指数从 53.8 下降到 53.4), 具备典型的“被动补库存”特征。

图表1 8月制造业 PMI 显示内外需同步走弱



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 从分项指数看, 当前处于“被动补库存”阶段

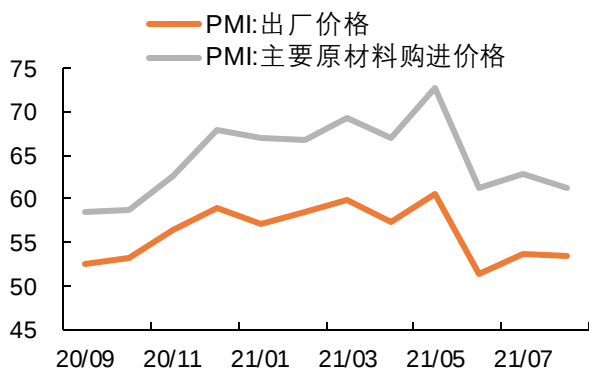


资料来源:wind, 平安证券研究所

第三, 保供稳价政策实际执行力度并不大。制造业 PMI 主要原材料购进价格指数从 62.9 小幅下降到 61.3, 但仍处于高位。制造业 PMI 出厂价格指数也只是小幅下滑, 根据它和 PPI 环比的相关性, 可估算得 8 月 PPI 同比为 9.2%, 突破前期高点。

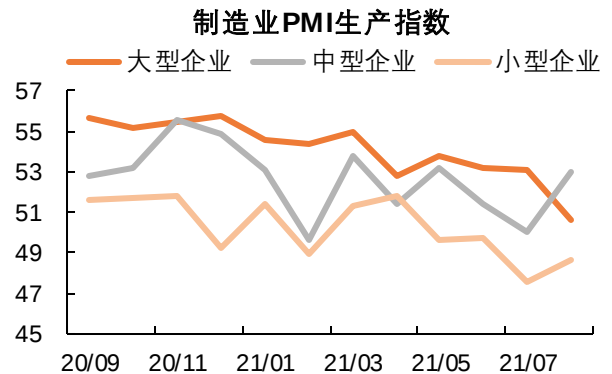
除两个价格指数外, 还有几个指标印证 7 月 30 日中央政治局会议要求纠正运动式“减碳”后, 并没有大范围放松限产政策、执行保供稳价。一是 8 月黑色金属冶炼及压延加工业的生产指数低于荣枯线, 钢铁行业生产环比减弱。二是在调查的 21 个行业中, 只有纺织业和黑色金属冶炼及压延加工业的生产经营活动预期指数低于荣枯线, 前者预期差主要是需求弱, 而后者在 8 月铁矿石大跌的情况下预期仍然悲观, 主要原因是限产。三是大型制造业企业 PMI 生产指数 8 月环比下降 2.5, 而中型和小型的环比增加 3.0 和 1.0, 对比可看出处于中上游的大型企业生产谨慎扩张。

图表3 8月制造业PMI物价指标仍处高位



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 大型和中小型企业制造业PMI生产指数分化

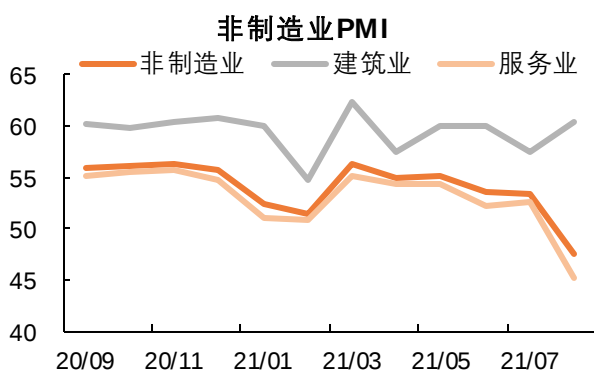


资料来源:wind, 平安证券研究所

第四, 国内疫情多点扩散, 拖累 8 月非制造业 PMI 降到一年半低点。8 月非制造业 PMI 商务活动指数 47.5, 和上月相比下降 5.8, 是 2020 年 3 月以来的最低值。主要是服务业在拖累, 服务业 PMI 从 52.5 下降到 45.2, 年内首次降到荣枯线之下。服务业 PMI 从业人员指数也从 46.5 下降到 46.4, 是 2020 年 3 月以来新低, 8 月城镇调查失业率仍有提高压力。服务业景气度大幅下降, 主要源于 7 月底国内疫情开始多点扩散, 接触型聚集型服务行业需求受抑制, 道路运输、航空运输、住宿、餐饮、文化体育娱乐等行业的商务活动指数都降到荣枯线以下。不过服务业 PMI 业务活动预期指数虽从 60.1 下降到 57.3, 但仍然处于较高景气区间, 表明国内疫情得到有效控制, 以及中秋、国庆假日临近, 企业对近期服务业恢复持乐观态度。

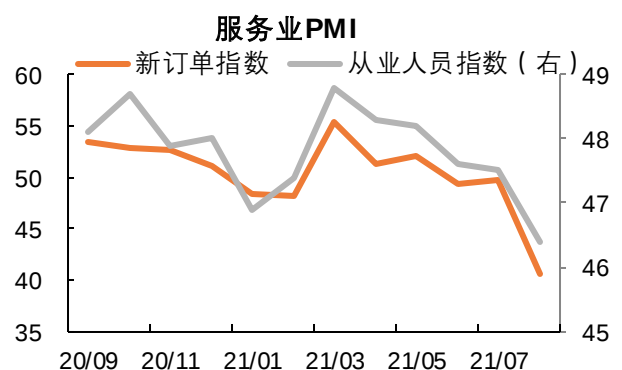
建筑业有所恢复。建筑业商务活动指数从 57.5 提高到 60.1, 重回高景气区间。它的新订单指数也从 50.0 提高到 51.4, 建筑业新签订合同有所增加, 或表明基建投资开始发力。但业务活动预期指数和从业人员指数都明显回落, 在隐性债务监管没有放松、缺少收益率匹配项目的情况下, 专项债发行提速能否有效带动基建投资, 还需要观察。

图表5 8月非制造业PMI回落主要受服务业拖累



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 服务业PMI新订单和从业人员指数都明显回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

总的来说, 经济“类滞胀”风险在上升。8 月 PMI 数据印证经济持续走弱, 经济步入“被动补库存”阶段。上游商品保供稳价力度不及预期, 工业品价格居高不下, 中下游企业面临需求和成本的双重冲击。不及预期的 7 月经济数据公布当天, 国常会就强调“各地区各部门要密切跟踪经济走势变化, 优化政策组合”, 央行货币信贷形势分析座谈会指出要“保持信贷总量增长的稳定性”。宏观政策在继续做好跨周期调节的同时, 稳增长也根据新变化开始发力。其中财政政策是

主要抓手，8月专项债已加速发行，预计后面将在项目储备和推动储备项目开工方面着力，确保在今年底明年初，甚至是更早的时间形成实物工作量。我们认为，债券市场将受益于经济走弱与货币宽松（包括年内可能还有第二次降准）的形势，不过需要关注财政政策发力的效果，以及银行理财新规会否落地，这两个因素是限制债市进一步上涨的风险所在。此外，在保供稳价不及预期的情况下，周期龙头也有望受益于稳增长加码。

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_25667

