



**上海证券**  
SHANGHAI SECURITIES

## 短期因素扰动 需求明显收缩

——2021年8月制造业PMI指数点评

日期： 2021年09月01日

分析师： 陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告:

### ■ 主要观点

#### 疫情汛情扰动，制造业放缓显著

8月份PMI为50.1%，低于上月0.3个百分点，远低于历史同期水平，受疫情和汛情影响显著。生产基本稳定但需求明显走弱。生产指数波动较小，但也属近年同期的新低。但是新订单指数为49.6%，环比下降1.3个百分点，成为19年以来的次低点（最低点为去年疫情最严重的2月）。其中，本月高耗能行业新订单指数回落较大，对制造业拖累明显，或受到减碳目标的影响。另外部分地区受汛情的影响，原材料供应及产品交付不畅，生产周期延长，也使得新接订单因此减少。其次，外贸景气度也进一步回落，同时新出口订单指数进一步回落，也印证了我们观点——海外供需缺口改善之下，出口高点已过。价格指数继续下滑。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别低于上月1.6和0.4个百分点，且两个价格指数差值连续3个月缩小，说明了原材料涨价势头趋缓，带来的成本压力也将有一定程度下降。最后，一向表现稳健本月大型企业PMI下滑较多，反而是中小型企业趋于改善，值得进一步关注。

非制造业方面受到疫情影响更加显著。其中，服务业尤其是接触型聚集型服务行业受疫情冲击明显，商务活动指数大幅下滑7.3个百分点至45.2%，突破临界点。另一方面，建筑业升至高位景气区间，其中，土木工程建筑业商务活动指数为60.8%，大幅上升6.4个百分点，表明基建活动有所加快。

#### 通胀回落将带来市场回暖趋势

经济偏弱或加速中国H2的通胀拐点到来。2021年H2通胀回落主要指PPI的回落，CPI受基数效应影响，或有波动中小幅上扬态势，工业品和消费品价格间的剪刀差将缩小，两者将相向而行。基于经济和金融形势的变化，市场通胀回落预期将逐渐成主流，而货币平稳格局不变；2021年中国货币已转向内生，市场利率下降空间已打开。资本市场在经历短期波动性上升后，股债都将延续上台阶后的缓慢再攀升态势，货币内生已开启了中国资本市场长期向上的超级长慢牛周期。

#### 降息仍可期待

财政和货币政策的效应都趋弱化，政策中性场景概率上升。中国基础货币增长能力不足，是中国货币体系的基础问题，“降准”实际上是中国货币当局为维持货币平稳，而必不可少的选择，每年必选！不过，在降准和降息的交谊舞步上，下一拍显然是降息！从实体经济角度，进一步降低融资成本的需求正在上行；从金融部门角度，货币内生下金融体系要保持信用扩张水准，在实体部门自然利率下降趋势下，也要求前端货币市场利率有较大幅度下降。

### ■ 风险提示

通胀过快上行；货币政策超预期改变；疫情影响扩大。

## 目 录

<b>事件：8月官方制造业 PMI 数据公布</b> .....	3
<b>事件解析：数据特征和变动原因</b> .....	3
1. 企业生产经营呈现分化.....	4
2. 生产基本稳定但需求明显减弱.....	5
3. 采购回落，企业被动补库.....	6
4. 价格指数回落，市场信心稳定.....	7
<b>事件影响：对经济和市场</b> .....	7
5. 疫情汛情干扰较多，经济整体平稳.....	7
6. 通胀回落将带来市场回暖趋势.....	8
<b>事件预测：趋势判断</b> .....	8
7. 降息仍可期待.....	8

## 图

图 1 官方制造业 PMI 和财新制造业 PMI (%).....	4
图 2 大中小型企业 PMI (%).....	5
图 3 新订单及生产指数 (%).....	6
图 4 库存及采购量指数 (%).....	6
图 5 购进价格、从业人员及经营活动指数指数 (%).....	7

## 事件： 8 月官方制造业 PMI 数据公布

8 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.1%，继续位于临界点以上，低于上月 0.3 个百分点，制造业扩张力度有所减弱。从企业规模看，大型企业 PMI 为 50.3%，比上月回落 1.4 个百分点，继续高于临界点；中型企业 PMI 为 51.2%，比上月上升 1.2 个百分点，高于临界点；小型企业 PMI 为 48.2%，比上月回升 0.4 个百分点，低于临界点。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数高于临界点，新订单指数、原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均低于临界点。8 月份，综合 PMI 产出指数为 48.9%，比上月回落 3.5 个百分点，表明我国企业生产经营活动较上月明显放缓。

## 事件解析：数据特征和变动原因

8 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.1%，继续位于临界点以上，低于上月 0.3 个百分点。受疫情和汛情影响，制造业景气度进一步下降，远低于历史同期水平，仅高于 2019 年。

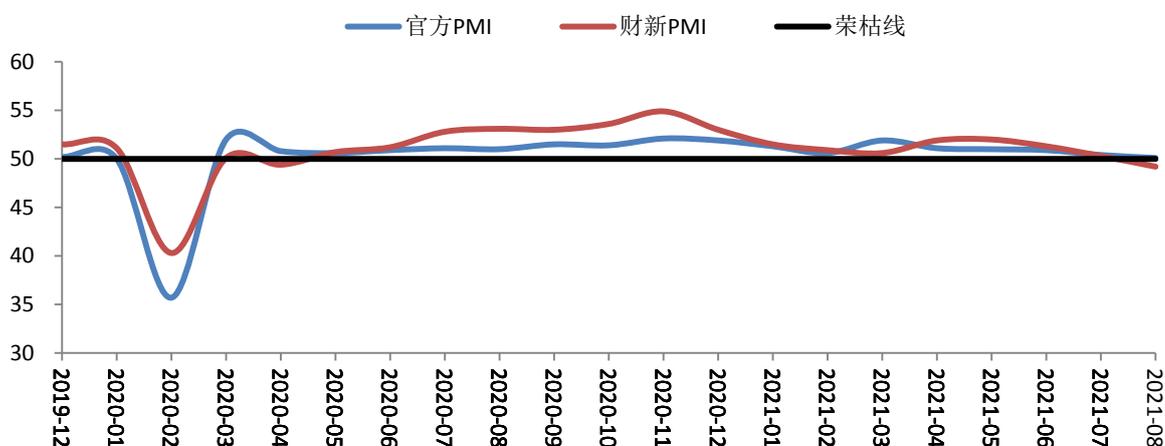
**首先，制造业生产基本稳定但需求明显走弱。**生产指数为 50.9%，比上月微落 0.1 个百分点，指数波动较小，但也属近年同期的新低。但是新订单指数为 49.6%，环比下降 1.3 个百分点，成为 19 年以来的次低点（最低点为去年疫情最严重的 2 月）。其中，本月高耗能行业新订单指数回落较大，对制造业拖累明显，或受到减碳目标的影响。另外部分地区受汛情的影响，原材料供应及产品交付不畅，生产周期延长，也使得新接订单因此减少。**其次，外贸景气度也进一步回落，**同时新出口订单指数为 46.7%，比上月下降 1.0 个百分点，内外需同时放缓，也印证了我们观点——海外供需缺口改善之下，出口高点已过；并且进口指数分别为 48.3%，环比下降 1.1 个百分点。**价格指数继续下滑。**主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 61.3%和 53.4%，低于上月 1.6 和 0.4 个百分点，且两个价格指数差值连续 3 个月缩小，从 5 月份的 12.2 个百分点降至 7.9 个百分点。差值的缩小也说明了原材料涨价势头趋缓，带来的成本压力也将有一定程度下降。**最后，本月大型企业 PMI 下滑较多，反而是中小型企业趋于稳定，**值得进一步关注。

**非制造业方面受到疫情影响更加显著。**近期受多省多点疫情等因素影响，8 月份非制造业商务活动指数为 47.5%，低于上月 5.8 个百分点，降至临界点以下。其中，服务业尤其是接触型聚集型服务

行业受疫情冲击明显，商务活动指数较上月大幅下滑 7.3 个百分点至 45.2%，突破临界点。另一方面，建筑业升至高位景气区间，建筑业生产活动有所加快，活动指数升至 60.5%，环比提高 3.0 个百分点。其中，土木工程建筑业商务活动指数为 60.8%，较上月大幅上升 6.4 个百分点，表明基建活动有所加快

8 月份，综合 PMI 产出指数为 48.9%，低于上月 3.5 个百分点，自去年 2 月后再次跌破临界点。表明我国企业生产经营活动较上月明显放缓。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 50.9% 和 47.5%，受非制造业影响较大。

图 1 官方制造业 PMI 和财新制造业 PMI (%)

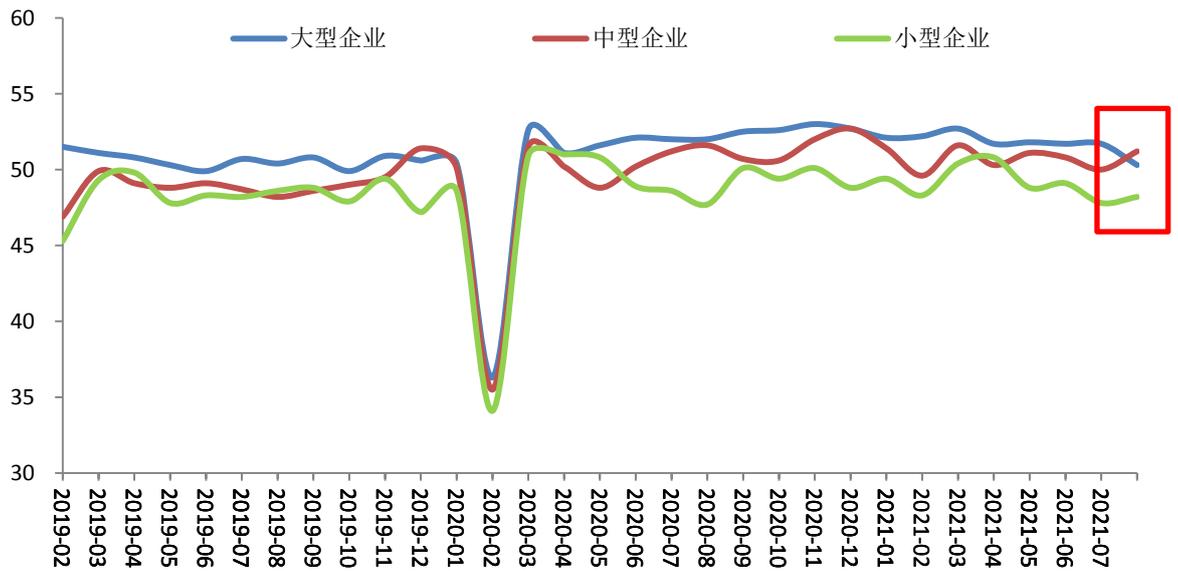


数据来源：Wind，上海证券研究所

### 1. 企业生产经营呈现分化

大、中型企业 PMI 位于扩张区间，其分别为 50.3% 和 51.2%。大型企业 PMI 一向表现相对稳定，但本月下滑较多，反而中小型企业有所回升。小型企业 PMI 为 48.2%，虽然连续 4 个月低于临界点但边际出现改善，生产经营压力仍存。

图 2 大中小型企业 PMI (%)

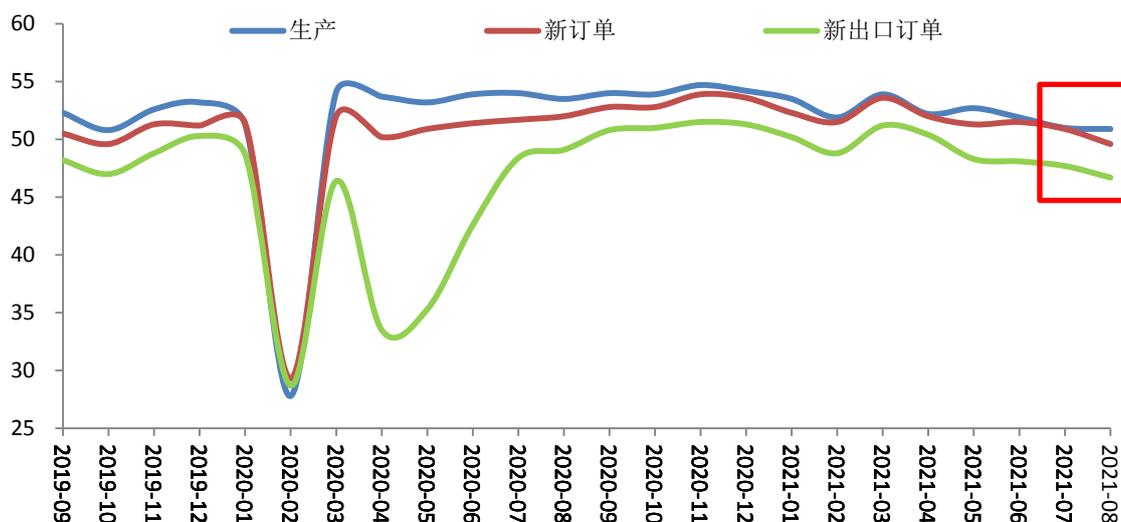


数据来源: Wind, 上海证券研究所

## 2. 生产基本稳定但需求明显减弱

生产指数为 50.9%，比上月微落 0.1 个百分点，指数波动较小，制造业生产保持平稳扩张。从行业情况看，农副食品加工、造纸印刷及文教体美娱用品、铁路船舶航空航天设备等行业生产指数均位于 55.0% 以上较高景气区间，生产增长加快；石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、汽车等行业生产指数低于临界点，生产环比减少，显示出减碳以及“缺芯”对于不同行业的影响。另一方面，新订单指数为 49.6%，低于上月 1.3 个百分点，降至临界点以下。用电高增长结束，本月高耗能行业新订单指数回落较大，对制造业总体负向拉动明显，其中石油煤炭及其他燃料加工、化学纤维及橡胶塑料制品等行业新订单指数连续 3 个月位于临界点以下，反映市场需求持续回落。此外，新出口订单指数为 46.7%，比上月下降 1.0 个百分点，内外需同时放缓；并且进口指数分别为 48.3%，环比下降 1.1 个百分点，外贸景气度继续回落。

图 3 新订单及生产指数 (%)

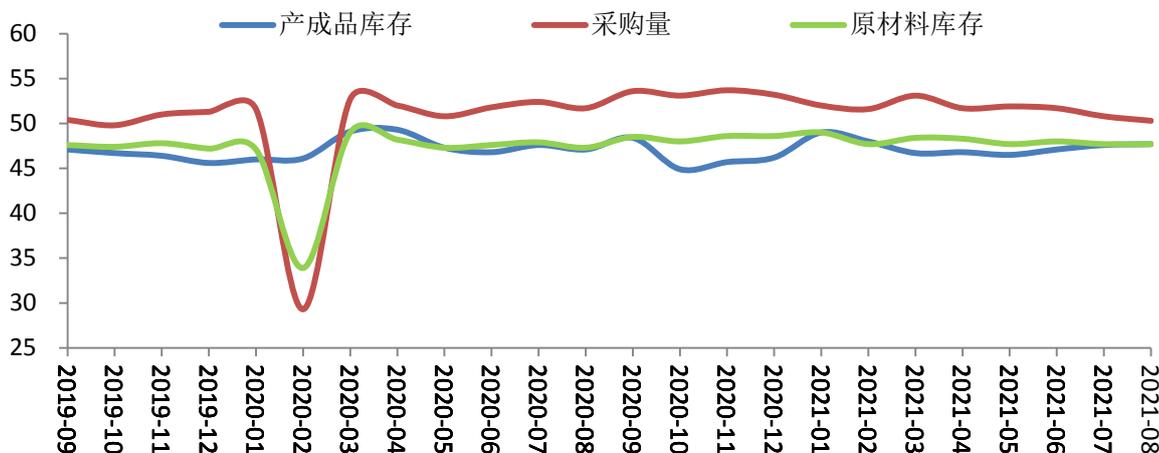


数据来源: Wind, 上海证券研究所

### 3. 采购回落, 企业被动补库

由于本月生产需求的走弱, 采购需求也持续下降, 原材料库存保持稳定, 产成品库存小幅回升, 企业被动补库。如果需求还难以改善, 新订单持续下滑, 在手订单也进一步消耗, 库存的回升会进一步抑制企业的采购需求, 又会造成上游行业的订单减少的连锁反应。8月, 原材料库存指数 47.7%, 较上月持平。产成品库存指数为 47.7%, 微涨升 0.1 个百分点。采购量指数为 50.3%, 低于上月 0.5 个百分点。

图 4 库存及采购量指数 (%)

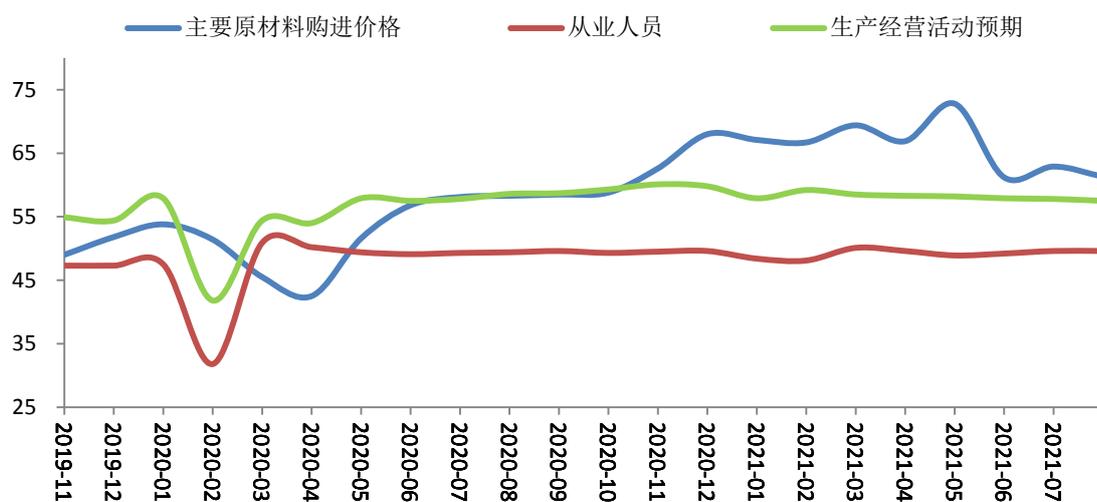


数据来源: Wind, 上海证券研究所

#### 4. 价格指数回落，市场信心稳定

价格指数双回落。主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 61.3%和 53.4%，低于上月 1.6 和 0.4 个百分点，且两个价格指数差值连续 3 个月缩小，从 5 月份的 12.2 个百分点降至 7.9 个百分点。从主要原材料购进价格指数看，调查的 21 个行业均高于临界点，其中石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等行业指数回落明显，但纺织、化学原料及化学制品、非金属矿物制品等行业仍高于 65.0%，相关企业采购成本压力依然较大。从出厂价格指数看，石油煤炭及其他燃料加工、化学纤维及橡胶塑料制品等行业回落幅度均在 12.0 个百分点及以上，5 月份以来首次降至临界点以下。此外，企业对市场发展信心稳定。生产经营活动预期指数为 57.5%，持续位于较高景气区间，调查的 21 个行业中，除纺织业和黑色金属冶炼及压延加工业外，其他行业均高于临界点。调查中部分企业反映随着疫情汛情影响逐步消退，生产经营将很快恢复常态，企业对未来发展预期仍保持乐观。

图 5 购进价格、从业人员及经营活动指数指数 (%)



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\\_25876](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25876)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn