

总量研究

价格环境正在改善

——2021年8月PMI数据点评及债市观点

要点

事件

2021年8月31日，国家统计局和中国物流与采购联合会发布了8月中采PMI指数。8月份中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数、综合PMI产出指数分别为50.1%、47.5%和48.9%，比7月回落0.3、5.8和3.5个百分点。

点评

制造业PMI连续5个月下降，在结构上呈现生产回落减缓、需求持续走弱、价格环境改善等特点。8月份制造业PMI为50.1%，比7月回落0.3个百分点，连续5个月回落，回落幅度稍有减小。生产指数回落速度减缓。需求指数继续走弱，内需较弱，外需指数则连续5个月回落。两项价格指数均现下降，企业所处的价格环境正在变好。两项库存指数现“一平一升”组合，企业被动补库存的迹象日益清晰。小型企业制造业PMI连续4个月处于荣枯线以下。

非制造业商务活动指数明显下降，主要原因是多点疫情反复给接触型密集型服务业带来的冲击。8月非制造业商务活动指数为47.5%，较7月回落5.8个百分点，连续3个月下降，且回落的速度明显加大。8月非制造业商务活动下降明显的主要原因是服务业。8月建筑业生产活动有所加快，商务活动指数为60.5%，比7月高3个百分点，重返高位景气区间；服务业商务活动指数为45.2%，比7月低7.3个百分点，年内首次降至临界点以下。疫情主要是抑制了接触型聚集型服务行业的需求，而非接触型服务行业则明显向好，指数均高于54.0%。

债市观点

建议投资者对基本面和宏观政策保持理性预期，继续保持均值回复的思维。虽然近期10Y国债收益率低位运行（1Y国债收益率则持续向上），但从中长期看，国债收益率取决于经济基本面的大逻辑没有变化。我国经济长期向好的基本面并没有变，很难给收益率的下行提供充足的动力，10Y国债收益率重回3%以上是大概率事件。

风险提示

近期疫情有所反复，全球经济复苏的不确定因素仍存，国内经济仍处于恢复进程中，后续仍有不少不确定性。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-56513035
zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001
010-56513081
weiwx@ebsecn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-56513038
lishuchuan@ebsecn.com

联系人：方钰涵

010-56513071
fangyuhuan@ebsecn.com

联系人：毛振强

010-56513030
maozhenqiang@ebsecn.com

相关研报

制造业向下，服务业向上——2021年7月PMI数据点评及债市观点（2021-07-31）

制造业需求内外有别，服务业恢复速度减慢——2021年6月PMI数据点评及债市观点（2021-06-30）

内外需均现连续回落，价格指数传递不畅——2021年5月PMI数据点评及债市观点（2021-05-31）

通胀压力减小，进一步验证主动补库存进入下半场——2021年4月PMI数据点评及债市观点（2021-04-30）

符合历史规律，未必构成趋势——2021年3月PMI数据点评及债市观点（2021-03-31）

需求指数继续回落——2021年2月PMI数据点评及债市观点（2021-02-28）

外需回落致需求减弱，小企业情况在改善——2021年1月PMI数据点评及债市观点（2021-01-31）

1、事件

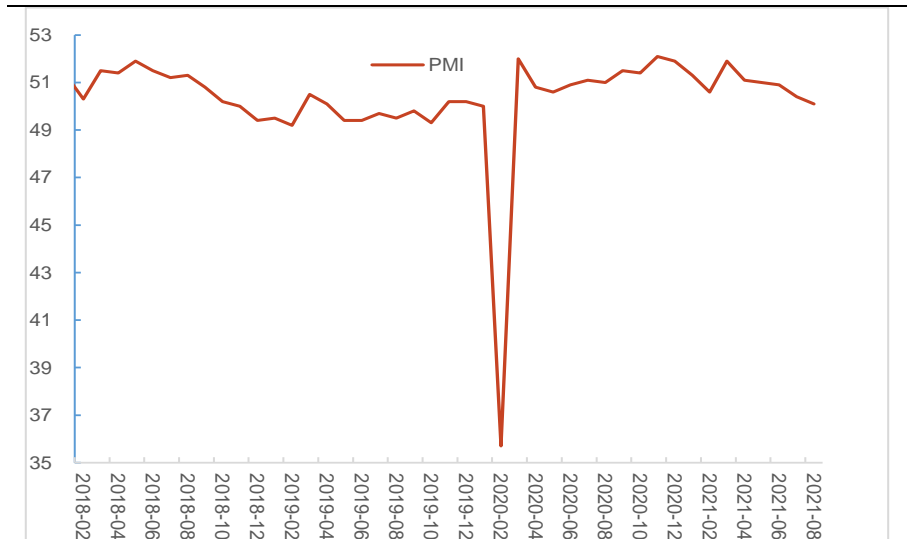
2021年8月31日，国家统计局和中国物流与采购联合会发布了8月中采PMI指数。8月份中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数、综合PMI产出指数分别为50.1%、47.5%和48.9%，比7月回落0.3、5.8和3.5个百分点。

2、点评

制造业 PMI 连续 5 个月下降，在结构上呈现生产回落减缓、需求持续走弱、价格环境改善等特点

8月份中国制造业采购经理指数为50.1%，比7月回落0.3个百分点，连续5个月回落，回落幅度稍有减小（7月比6月回落0.5个百分点）。2016年以来，制造业PMI第一次出现连续5个月回落的情况，且离荣枯线只有一步之遥，说明制造业整体处于相对较弱态势。

图表 1：4月至8月制造业 PMI 连续 5 个月出现回落



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

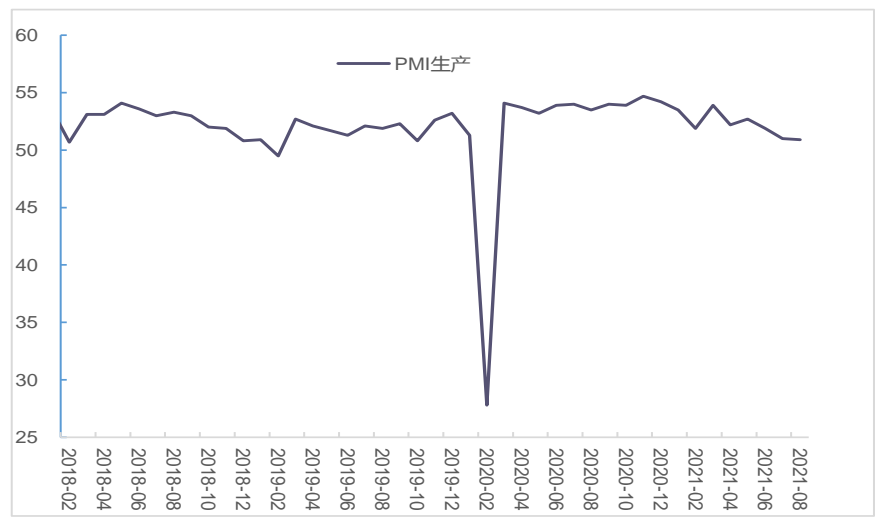
从分项的表现来看，8月制造业PMI整体呈现生产稍微回落、需求持续走弱、价格环境改善等特点。

生产指数回落速度减缓。8月PMI生产指数为50.9%，比7月稍微回落0.1个百分点，PMI生产指数连续两个月大幅回落（6月、7月）的情况稍有改善。从历史数据来看，生产指数的频繁上下波动是常态，这其实是经济整体总需求不足、供给相对过剩，因此生产更易上下波动的反映。目前，生产指数尚处于荣枯线以上，表明制造业生产扩张总体平稳。

需求指数继续走弱，内需较弱，外需指数则连续5个月回落。8月新订单指数为49.6%，比7月下降1.3个百分点。4、5月新订单指数连续2个月回落，6月稍有上升，但7月、8月再次下降，且回落的速度有所加快，反映内需整体较弱。8月新出口订单指数为46.7%，比7月回落1个百分点，连续5个月下降，且是连续4个月处于荣枯线以下。出口新订单指数是出口的先行指标（一般领先一个季度左右），而8月进口指数仍然较高（为48.3%，高于2019、2020年全年48%、47.2%的均值）。结合进出口两项指数表现来看，一方面，我国进口走势跟随全球经济的恢复维持在较高水平，但是出口则在其他国家供给恢复、疫

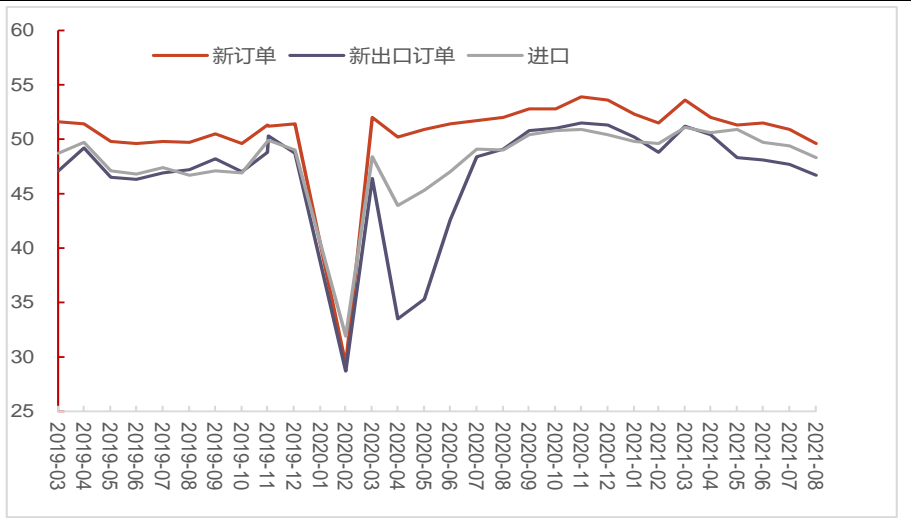
情再次扩散等因素影响下，我国供给优势持续减弱，后续出口走势并不乐观，经济需要更多从国内需求方面寻找动力。

图表 2：8 月制造业生产指数回落速度减缓



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴：%

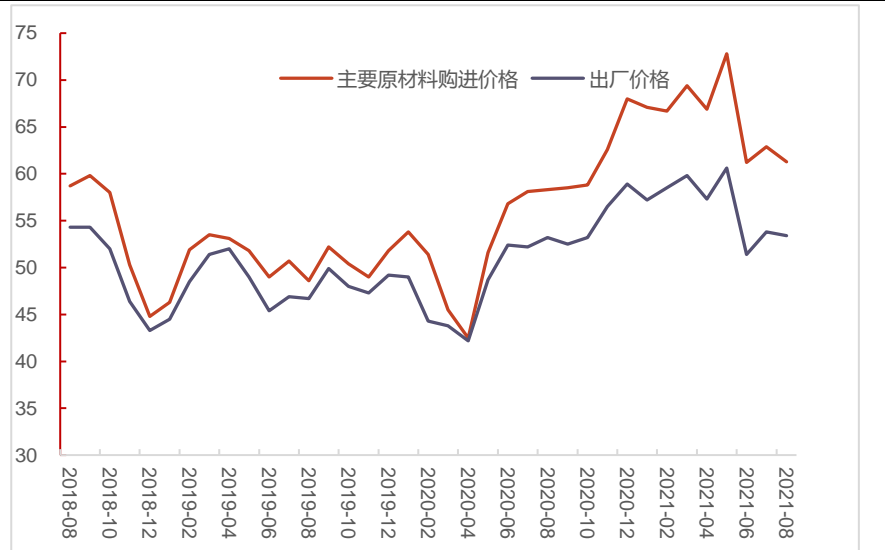
图表 3：8 月两项需求指数均现连续回落，进口景气仍维持较高水平



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

两项价格指数均现下降，企业所处的价格环境正在变好。回顾前几个月价格指数走势，5月原材料购进价格和出厂价格指数均创近年高点，中下游企业的利润被挤占明显，因此决策层出台了一系列“保供稳价”政策。6月两项价格指数均有所下降但差值仍维持在9.8个百分点的高水平。7月原材料购进价格和出厂价格指数分别比6月上升了1.7和2.4个百分点，再次出现上升情况。8月原材料购进价格和出厂价格指数分别为61.3%、53.4%，比7月分别下降了1.6和0.4个百分点，成本端下降的速度更快，预示企业利润情况后续应有所改善。整体来看，企业目前面对的价格环境正在变好，但也不易过于乐观，“保供稳价”尚处于半途。

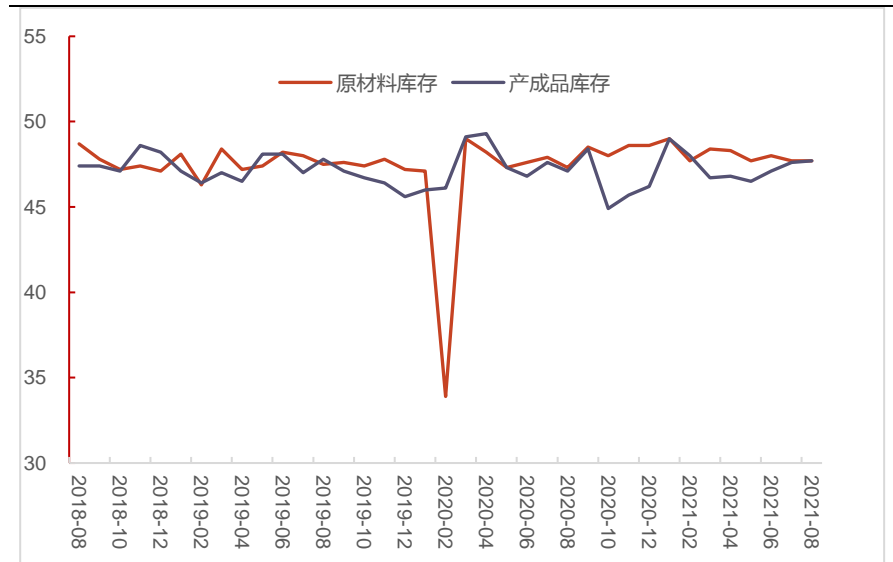
图表 4：8 月两项价格指数均现下降，但出厂价格下降幅度更小



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

两项库存指数现“一平一升”组合，企业被动补库存的迹象日益清晰。6月原材料库存指数、产成品库存指数分别较5月上升0.3、0.6个百分点，7月较6月则分别变动了-0.3、0.5个百分点，8月较7月则分别变动了0、0.1个百分点。8月制造业PMI两项库存指数，原材料库存指数与7月相比大体变化不大，我们认为高价格环境的改善使得企业囤积原材料的情况减轻，但成品端库存的上升，则反映需求的下降。整体来看，企业被动补库存的迹象日益清晰。

图表 5：8 月原材料库存和产成品库存指数现“一平一升”组合

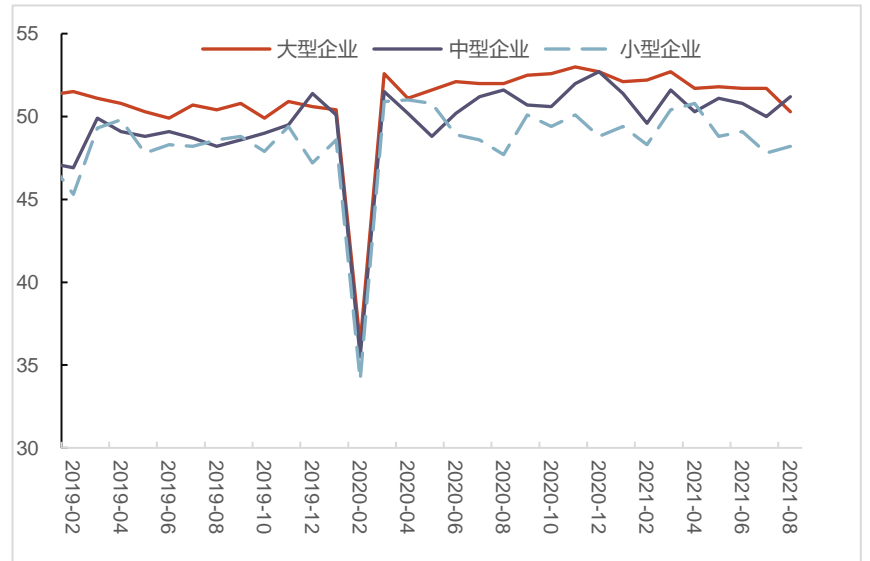


资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

小型企业制造业 PMI 连续 4 个月处于荣枯线以下。从企业规模看，8月大型企业 PMI 为 50.3%，比7月回落 1.4 个百分点，但仍高于荣枯线；中型企业 PMI 为 51.2%，比7月上升 1.2 个百分点，位于荣枯线以上；小型企业 PMI 为 48.2%，比7月上升 0.4 个百分点，持续处于荣枯线以下。大中小企业的分化，刚好与7月相反。尽管如此，但大中型企业 PMI 指数均在荣枯线以上，而小企业则持续处于荣枯线以下（连续 4 个月）。一直以来，我们强调，小企业、个体户等经营情况是经济能够恢复到何种水平的关键。对照 8 月制造业 PMI 数据，我们也更

容易理解 7 月 30 日政治局会议为何要重点强调“**稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复**”。

图表 6：截至 8 月，小型企业制造业 PMI 连续 4 个月位于荣枯线以下



资料来源：Wind，光大证券研究所 纵轴单位为%

非制造业商务活动指数明显下降，主要原因是多点疫情反复给接触型密集型服务业带来的冲击

8 月非制造业商务活动指数为 47.5%，较 7 月回落 5.8 个百分点，连续 3 个月下降，且回落的速度明显加大。梳理今年以来非制造业景气情况，今年 1、2 月非制造业商务活动指数出现连续下降，3 月因春节后产需加快释放，重新转升，4 月有所下降，5 月则重新出现回升，6 月则是加速下降，非制造业商务活动指数一直维持在高景气区间，但波动明显；7 月略低于 6 月 0.2 个百分点，但高于临界点，表明非制造业总体保持平稳扩张。

我们在 5 月 PMI 数据点评中指出，建筑业指数的波动是 1-5 月非制造业商务活动指数波动的主因，6 月建筑业商务活动相对平稳，但 7 月则再次驱动非制造业商务活动下降。

8 月非制造业商务活动下降明显的主要原因是服务业。8 月建筑业生产活动有所加快，商务活动指数为 60.5%，比 7 月高 3 个百分点，重返高位景气区间；服

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_25885

