

## 需求回落，库存上升

数据：8月31日统计局公布的中采制造业PMI为50.1（前值50.4），非制造业PMI为47.5（前值53.3），综合PMI指数为48.9（前值52.4）。

### 一、8月制造业PMI大幅低于预期

(1) 从企业规模来看，中小企业PMI回升，但是大型企业PMI大幅回落。一方面，小型企业PMI依然处于收缩区间表明经营压力依然较大；另一方面随着部分上游商品涨价回落叠加总量需求的放缓，大型企业的PMI景气程度明显回落。

(2) 8月供需持续走弱，需求回落至收缩区间内。从供给端来看，中下游行业的生产指数依然维持在较高的景气区间内运行，但是上游行业受制于限产高压政策延续，叠加洪水灾害和疫情防控导致物流受阻，生产放缓。从需求端来看，石油煤炭及其他燃料加工和化学纤维及橡胶塑料制品等行业新订单指数低于临界点以下，表明上游的需求有所放缓。下游行业在原材料高价的压制下，企业的盈利难以恢复，导致有效需求走弱。另外，由于疫情和洪水灾害影响，原料运输和产品配送所需时间延长，带动新订单指数回落。

(3) 新出口订单和进口均回落。首先，欧美需求虽然处于高景气，但是制造业PMI均出现不同程度放缓。欧美制造业外贸需求放缓对我国出口的正面影响减弱。其次，7月出口回落和新出口订单走势逐步恢复一致，预计后续新出口订单的回落对出口的下行压力仍存。

(4) 产成品库存回升，原材料库存持平于前值，采购量进一步回落。从7月的工业企业利润数据来看，企业在需求走弱的情况下，利润进一步回落，但是产成品库存仍然上行，虽然不同行业的补库存意愿分化，但是整体企业大概率已经进入了被动补库存阶段，和本月PMI数据结构表现相一致。

(5) 原材料价格回落，出厂价格-原材料价格持续回升。从主要原材料购进价格指数看，虽然调查的21个行业均高于临界点，但是石油煤炭及其他燃料加工和黑色金属冶炼及压延加工等行业指数回落明显，继而带动出厂价格也出现一定程度的回调，在此基础上，我们预计8月PPI环比在0.4%-0.5%之间波动。

二、非制造业：建筑业PMI大幅回升，服务业PMI跌入收缩区间。本月建筑业PMI表现较好。一方面，上个月受到洪涝灾害严重阻碍的部分项目施工在本月进展加快；另一方面，地产竣工加快对建筑业形成部分支撑。服务业PMI新订单指数回落，进入到收缩区间。局部地区的疫情抑制了服务行业的需求，航空运输、餐饮和住宿等商业活动指数均低于临界点以下，对服务业PMI形成较大的拖累。

三、新订单指数跌入收缩区间、企业进入被动补库存，降准可期。8月制造业PMI表现围绕着：1) 总量需求放缓；2) 企业进入被动补库存周期；3) 服务业受疫情扰动大幅放缓。首先，需求不足。一方面，大型企业制造业PMI出现较大程度回落，说明总量需求放缓的趋势比较确定；另一方面，虽然部分大宗商品高位回落，但是原材料的购进价格连续10个月在60%以上，对下游企业的成本压力逐渐凸显，调查中有三分之一以上企业反映需求不足，对本月的制造业PMI形成主要拖累。其次，采购量回落，新订单-产成品库存之差收窄，企业投资者信心回落。数据显示，采购量从今年5月以来持续回落，新订单-产成品回落至1.9%，为去年5月以来最低值。第三，服务业受疫情扰动影响较大，导致非制造业商务活动大幅回落。后续随着中秋和国庆节节假日的到来，若疫情不发生反复，服务业有望有所修复。但从长期来看，在居民杠杆率较高的背景下，消费短期难以恢复至疫情前的水平，对服务业的正面影响亦有限。最后，制造业PMI表现远低于预期，且新订单指数已经跌入收缩区间，降准可期。8月26日晚，央行提出“运用再贷款再贴现、存款准备金率等货币政策工具”，预计在需求大幅放缓、MLF大量到期以及9月专项债发行加速，9月底定向降准的概率加大。

风险提示：财政宽松力度不足、需求回落超预期、信用进一步收缩等。

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001  
(8621)61038260  
duanxiaole@gjzq.com.cn

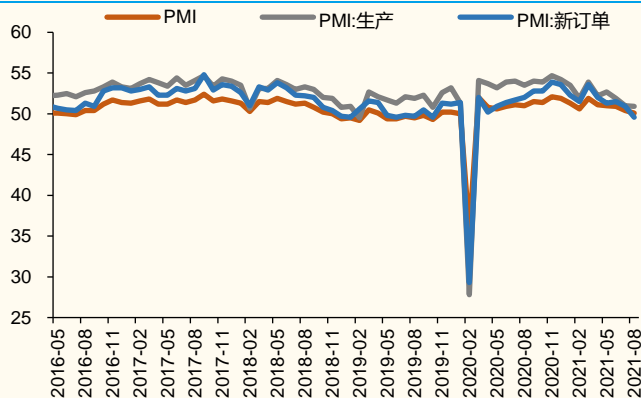
杨一凡 联系人  
yangyifan@gjzq.com.cn

数据：8月中采制造业PMI为50.1（前值50.4），非制造业PMI为47.5（前值53.3），综合PMI指数为48.9（前值52.4）。

### 一、8月制造业PMI大幅低于预期

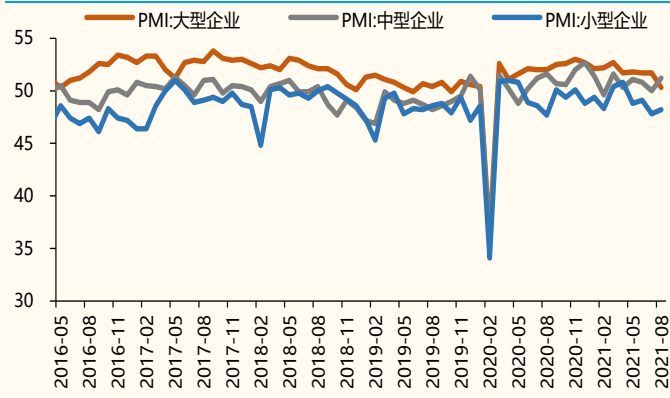
8月制造业PMI录得50.1%，较前值回落0.3个百分点，虽然仍位于荣枯线以上，但已经接近临界点。在调查的21个行业中，有10个行业PMI位于景气区间，较上月减少3个。从企业规模来看，中小企业PMI回升，但是大型企业PMI大幅回落。数据显示，大型企业PMI为50.3%，比上月回落了1.4个百分点；中型企业PMI为51.2%，较前值回升1.2个百分点；小型企业PMI收缩区间内好转，回升至本月的48.2%。一方面小型企业PMI依然处于收缩区间表明经营压力依然较大，另一方面随着部分上游商品涨价回落叠加总量需求的放缓，大型企业的PMI景气程度明显回落。

图表1：8月PMI进一步回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表2：8月大型企业制造业PMI回落



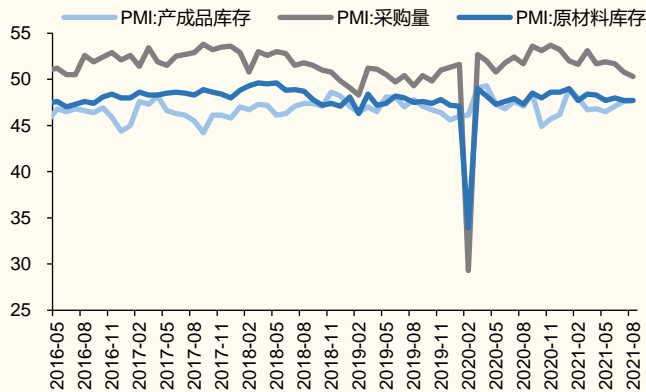
来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

8月供需持续走弱，需求回落至收缩区间内。8月生产指数50.9%，较前值回落0.1个百分点，环比季节性弱于往年。从供给端来看，中下游行业的生产指数依然维持在较高的景气区间内运行，但是上游行业受制于限产高压政策延续，叠加洪水灾害和疫情防控导致物流受阻，生产放缓。从需求端来看，新订单指数为49.6%，回落1.3个百分点。从行业来看，石油煤炭及其他燃料加工和化学纤维及橡胶塑料制品等行业新订单指数低于临界点以下，表明上游的需求有所放缓。下游行业在原材料高价的压制下，企业的盈利难以恢复，推动有效需求走弱。另外，由于疫情和洪水灾害影响，原料运输和产品配送所需时间延长，带动新订单指数回落。

新出口订单和进口均回落。8月新出口订单指数46.7%，回落1个百分点，连续五个月回落；进口回落1.1个百分点至48.3%，收缩区间内放缓。欧美需求虽然处于高景气，但是制造业PMI均出现不同程度放缓。数据显示，美国8月Markit制造业PMI初值为61.2，低于预期62.5和前值63.4，中断了连续上行趋势。与此同时，欧元区8月Markit制造业PMI为61.5，低于前值的62.8，均指向欧美制造业外贸需求放缓对我国出口的正向影响减弱。其次，7月的出口回落和新出口订单走势逐步恢复一致，预计后续新出口订单的回落对出口的下行压力仍存。

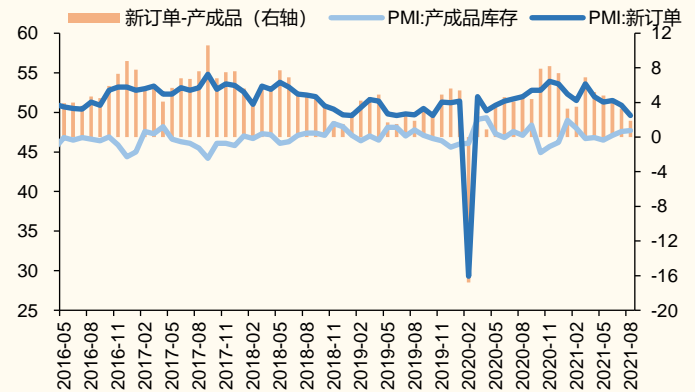
产成品库存回升，原材料库存持平于前值，采购量进一步回落。数据显示，原材料库存指数持平于前值为47.7%，产成品库存回升0.1个百分点至47.7%，采购量回落0.5个百分点至50.3%。从7月的工业企业利润数据来看，企业在需求走弱的情况下，利润进一步回落，但是产成品库存仍然上行，虽然不同行业的补库存意愿分化，但是整体企业大概率已经进入到被动补库存阶段，和本月PMI数据结构表现相一致。

图表3：产成品库存回升，采购量进一步回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

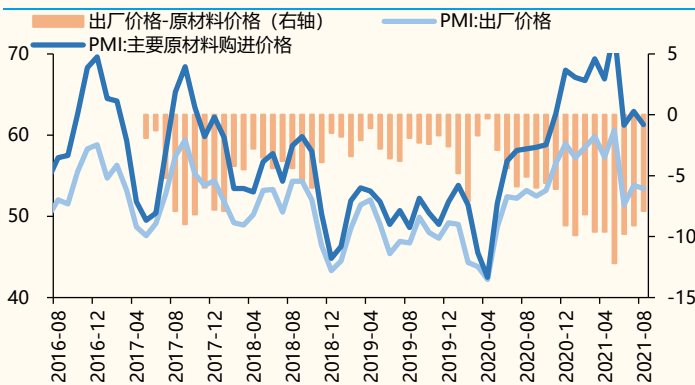
图表4：新订单-产成品收窄



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

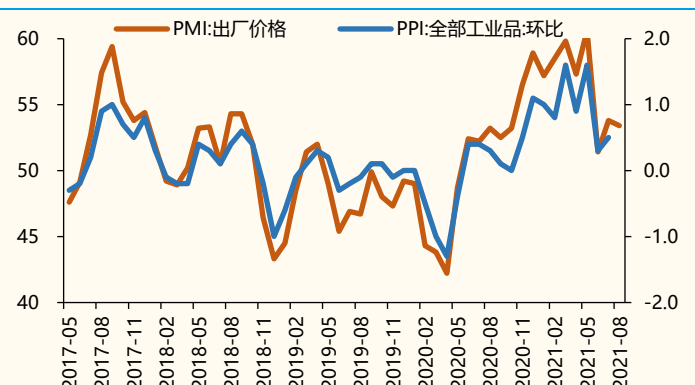
原材料价格回落，出厂价格-原材料价格持续回升。8月原材料购进价格指数61.3%，较前值回落1.6个百分点；出厂价格指数回落0.4个百分点，至53.4%，出厂价格与原材料购进价格之间的差值从前值的-9.1小幅回升至-7.9。从主要原材料购进价格指数看，虽然调查的21个行业均高于临界点，但是石油煤炭及其他燃料加工和黑色金属冶炼及压延加工等行业指数回落明显，继而带动出厂价格也出现一定程度的回调，在此基础上，我们预计8月PPI环比在0.4%-0.5%之间波动。

图表5：出厂价格-原材料价格回升



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表6：预计8月PPI环比在0.4%-0.5%之间



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

## 二、非制造业：建筑业PMI大幅回升，服务业PMI跌入收缩区间

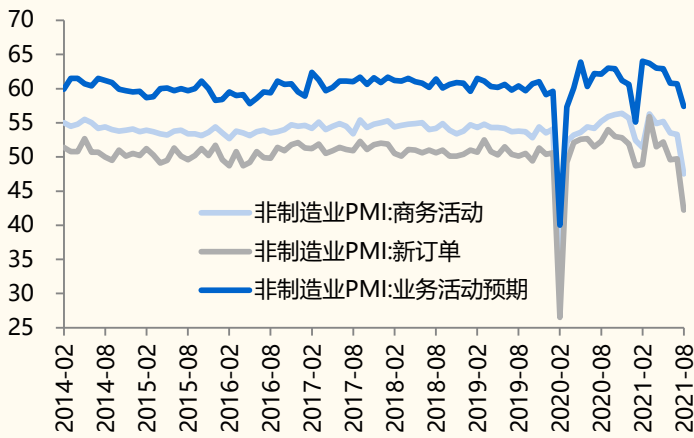
非制造业PMI跌入收缩区间，建筑业PMI大幅回升，服务业PMI进入收缩区间。数据显示8月非制造业商务活动指数47.5%，较前值回落5.8个百分点，其中服

务业商务活动指数较上月回落7.3个百分点至45.2%；建筑业商务活动指数回升至60.5%，高于上月3.0个百分点。

本月建筑业PMI表现较好。数据显示，新订单指数从前值的50%回升至51.4%，业务预期指数从前值的64%回落了5.6个百分点至58.4%，从业人员从前值的52.1%回落至50.6%。一方面，上个月受到洪涝灾害严重阻碍的部分项目施工可能在本月进展加快，另一方面地产竣工较好对建筑业形成一定支撑。

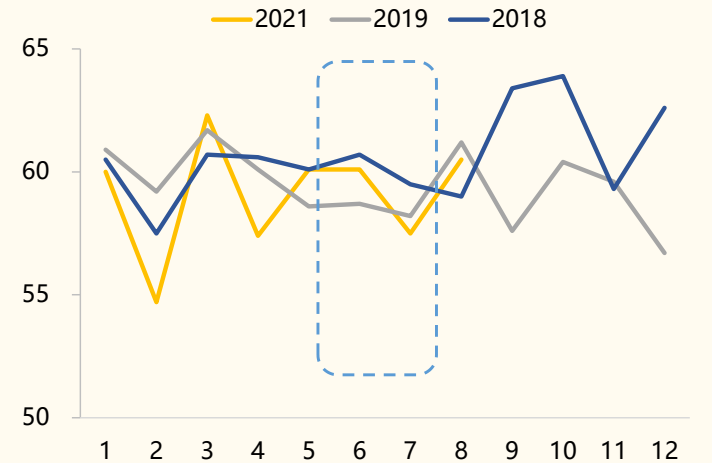
服务业PMI新订单指数回落，进入到收缩区间。数据显示，8月新订单指数收缩区间内大幅回落，从前值49.7%回落至40.5%，且销售价格也从前值的51.1%回落至48.5%。8月局部地区的疫情抑制了服务行业的需求，航空运输、餐饮和住宿等商业活动指数均低于临界点以下，对服务业PMI形成较大的拖累。

图表7：8月非制造业商务活动指数回落



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

图表8：建筑业PMI在8月表现较强劲



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

### 三、新订单指数跌入收缩区间、企业进入被动补库存、降准可期

8月制造业PMI表现围绕着：1) 总量需求放缓；2) 企业进入被动补库存周期；3) 服务业受疫情扰动大幅放缓。首先，需求不足。一方面，大型企业制造业PMI出现较大程度回落，说明总量需求放缓的趋势比较确定；另一方面，虽然部分大宗商品高位回落，但是原材料的购进价格连续10个月在60%以上，对下游企业的成本压力逐渐凸显，调查中有三分之一以上企业反映需求不足，对本月的制造业PMI形成主要拖累。其次，采购量回落，新订单-产成品库存之差收窄，企业投资者信心回落。数据显示，采购量从今年5月以来持续回落，新订单-产成品回落至1.9%，为去年5月以来最低值。第三，服务业受疫情扰动影响较大，导致非制造业商务活动大幅回落。后续随着中秋和国庆节节假日的到来，若疫情不发生反复，服务业有望有所修复。但从长期来看，在居民杠杆率较高的背景下，消费短期难以恢复至疫情前的水平，对服务业的正面影响亦有限。最后，制造业PMI表现远低于预期，且新订单指数已经跌入收缩区间，降准可期。8月26日晚，央行提出“运用再贷款再贴现、存款准备金率等货币政策工具”，预计在需求大幅放缓、MLF大量到期以及9月专项债发行加速，9月底定向降准的概率加大。

风险提示：1. 财政宽松力度不足；2. 需求回落超预期；3. 信用进一步收缩。

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\\_25891](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25891)

