

2021年8月31日

【华西固收研究】基建反弹启动，关注信用政策边际变化

——8月PMI数据点评 20210831

事件概述：

国家统计局发布8月PMI数据，制造业PMI数据录得50.1%，环比回落0.3pct，非制造业PMI数据录得47.5%，环比回落5.8pct，综合PMI产出指数录得48.9%，环比回落3.5pct。

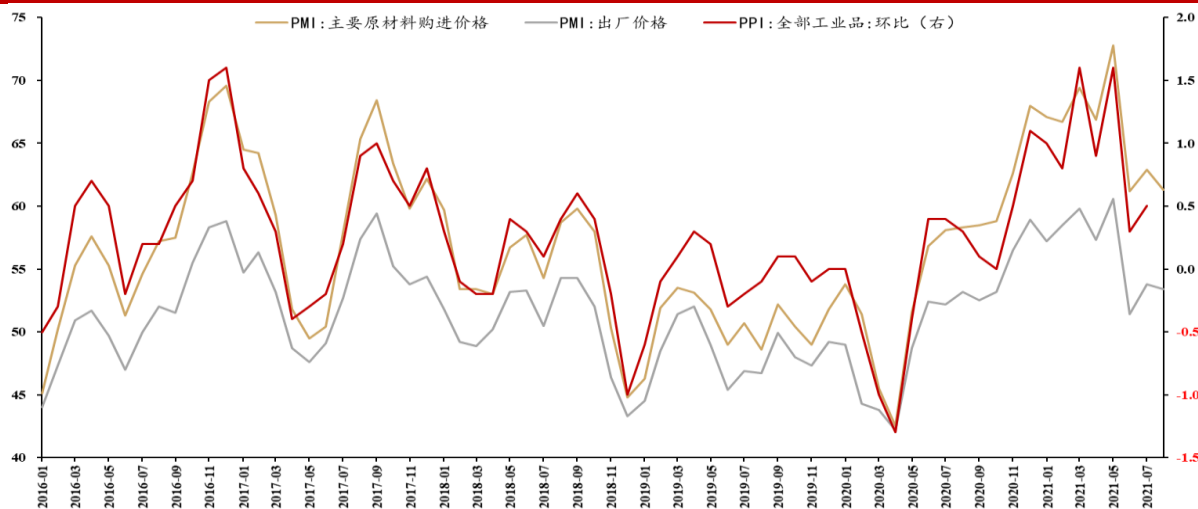
分析与判断：

► 制造业：新订单指数跌破荣枯线，价格指数双双回落

需求收缩明显，产需缺口拉大。本月，制造业PMI生产指数较上月仅回落0.1pct，录得50.9%，但需求端则出现明显回落。新订单指数录得49.6%，回落1.3pct，制造业需求由扩张转入收缩区间。新出口订单也由47.7%回落至46.7%，外需连续4个月呈现收缩态势。以“新订单-生产”构建的产需缺口来看，需求的快速回落明显拉大了缺口，由上月的-0.1%扩大至-1.3%，需求或将对生产的扩张形成一定的制约。除了内需本身的不景气以及外需的持续下行外，本月需求端还存在疫情的扰动。本次国内疫情与此前反复不同的是，本次呈现多省多点式爆发、传播扩散速度较快，对需求的影响更为明显。因此，就目前而言，暂时无法完全说明需求端趋势性回落的压力出现了明显的加大，仍然有待观察疫情结束后的表现。

价格方面，本月价格指数双双回落。出厂价格指数、主要原材料购进价格指数分别录得53.4%、61.3%，分别较上月回落0.4、1.6pct。根据统计局披露，主要原材料购进价格中，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回落明显，纺织、化学原料及化学制品、非金属矿物制品等行业则仍然保持在较高的位置。而出厂价格方面，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在12.0pct及以上，5月份以来首次降至临界点以下。考虑到两个价格指数同时回落，因此预计8月PPI环比增速大概率将较7月有所下降，同时8月PPI翘尾因素较7月低约0.3pct，综合来看8月PPI同比或将下行。

图1：制造业PMI价格指数回落反映8月PPI环比增速存在回落可能（单位：%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

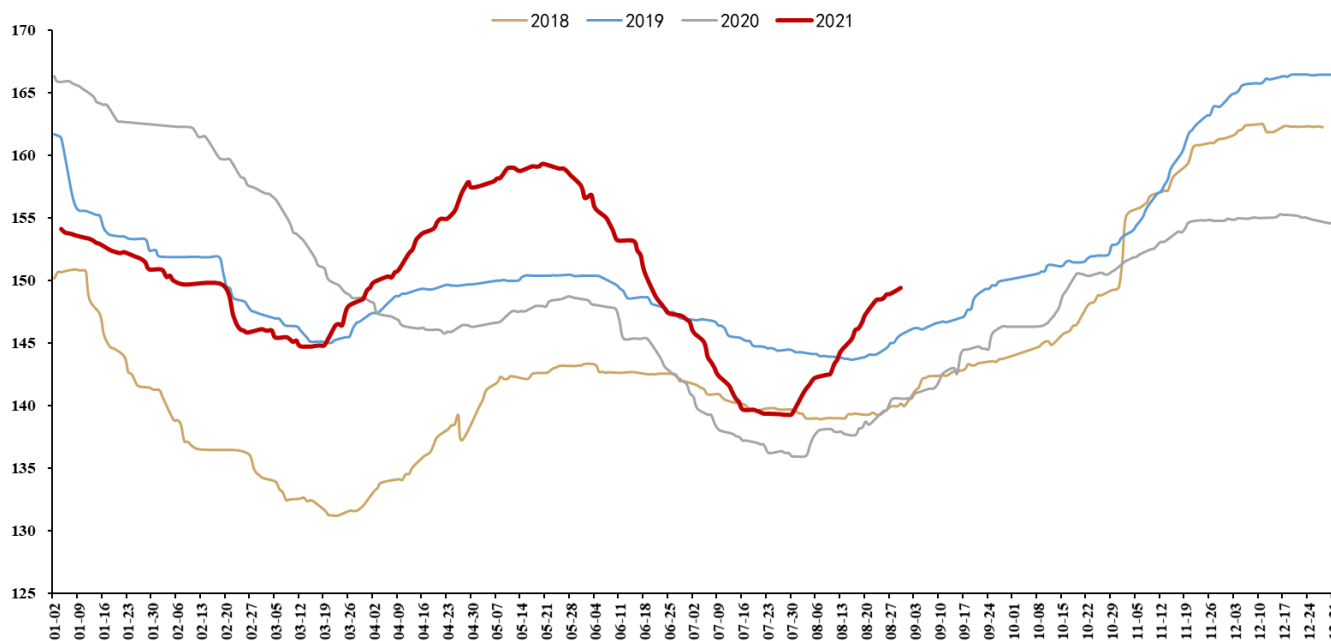
制造业库存方面本月变化较小。原材料库存指数与上月持平，仍然为 47.4%；产成品库存指数小幅回升 0.1pct 至 47.7%。在需求回落的情况下，去库速度未出现明显变化，表明企业后续生产的意愿可能会有所弱化，本月采购量指数回落 0.5pct 也可以印证这一点。

► 非制造业：建筑业回暖改善反映基建改善，服务业落入收缩区间

非制造业方面，商务活动指数大幅回落 5.8pct 至 47.5%，在去年疫情爆发后首次进入收缩区间。从分项来看，主要是受到服务业拖累明显，而建筑业景气度则出现了较为可观的改善。

本月，建筑业商务活动指数录得 60.5%，较大幅上月提升 3.0pct，再度进入高景气度区间。需求方面，建筑业新订单指数回升 1.4pct 至 51.4%，说明建筑业的上游需求出现了较明显的改善。8 月以来，中国水泥网公布的水泥价格指数累计上涨 7.2%，上涨幅度明显超出了季节性规律。我们认为，考虑到地产融资政策尚未出现放松，因此本轮建筑业景气度的回升可能主要源自于财政发力对基建的支撑。730 政治局会议提出“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”后，8 月专项债发行较此前有所提速，当月共发行新增专项债 4,884 亿元，为到目前为止全年单月最大发行规模，环比 7 月增加 44%。我们预计 9 月专项债发行进度将进一步提升，新增专项债发行规模或在 6,000 亿元左右，基建投资有望进一步反弹。

图 2：今年 8 月以来水泥价格指数上涨幅度明显超出季节性规律



资料来源：Wind，华西证券研究所

而服务业方面，本月受到疫情反复的影响较大。8 月由于存在暑假的因素，通常是服务业消费的大月，而本次疫情在多地同时出现点状反复，对餐饮、旅游、住宿、航空等行业可能会带来较大的冲击，从而影响了整个服务业景气度。目前看，本轮疫情反复已经基本得到控制，服务业需求有望得到边际改善。

投资建议：基建边际发力，信用政策是下阶段债市胜负手

由于存在疫情反复的扰动，因此 8 月 PMI 数据并不能完全反映经济中真实的趋势性变化。但是，剔除掉受疫情扰动的因素后，至少可以得到两个信息：一是需求短期承压的情况下，库存指数并未明显走高，采购指数也在回落，说明企业备货意愿有所减弱，需要关注后续制造业投资的动能；二是建筑业景气度改善、水泥价格超季节性上涨，说明财政发力对基建投资的拉动逐步显现。

对下阶段债市而言，由于市场对财政政策方面的预期差基本抹平，对货币政策的预期也正在由分化趋于收敛，因此这两个变量对利率的影响或将有所减弱。而更加关键的是，仅仅依靠财政及地方债发力，可能并不能完全扼制当前需求、信用收缩的趋势，前期收紧的地产、城投信用政策存在边际放松的必要，但放松程度和效果仍然有待观察。

具体而言，短期内由于地产融资政策未见放松，城投融资政策虽有所修正但幅度有限，宽信用并不会一蹴而就，利率反弹的风险并不算高，但接下来需要重点关注信用政策的调整情况。

风险提示

疫情出现反复。

分析师：樊信江

邮箱：fanxj@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100006

联系电话：010-51662928

分析师：颜子琦

邮箱：yanzq@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520010001

联系电话：021-20227900

分析师：孙嘉伦

邮箱：sunjl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520120001

联系电话：010-59775371

分析师：张伟

邮箱：zhangwei1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521080001

联系电话：010-59775334

【华西固收研究】2021年7月PMI数据一览

联系人：樊信江/张伟

图1：制造业PMI回落0.5pct，非制造业PMI回落0.2pct

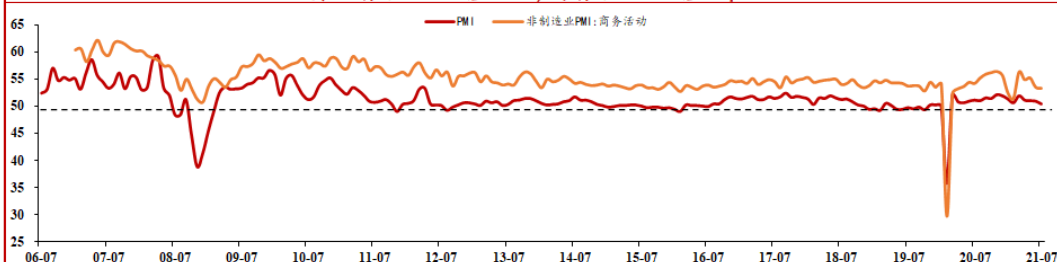


图2：制造业PMI——较上月回落0.5pct，录得50.4%

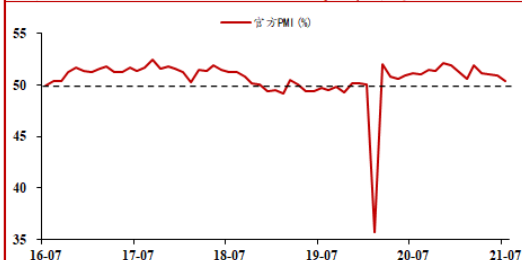


图3：非制造业PMI——较上月回落0.2pct，录得53.3%

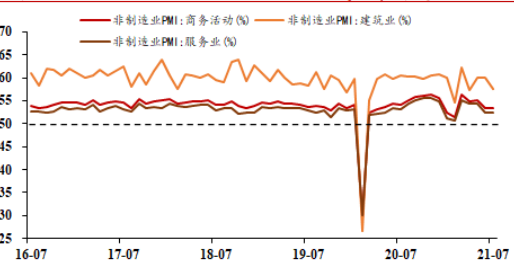


图4：制造业PMI——出厂价格有所回升

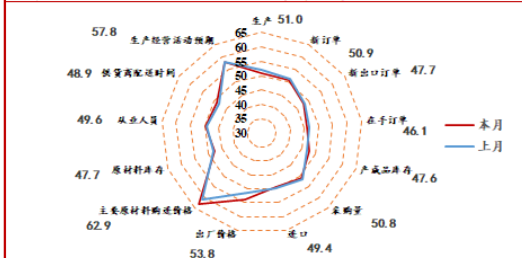


图5：非制造业PMI——新出口订单有所回升

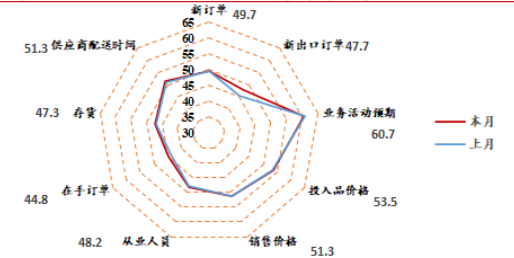


图6：制造业PMI——产需缺口收窄，生产动能回落

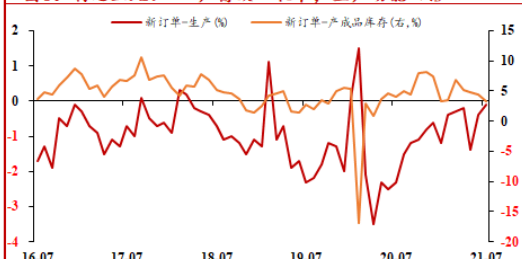


图7：制造业PMI——产成品去库放缓、原材料去库加速

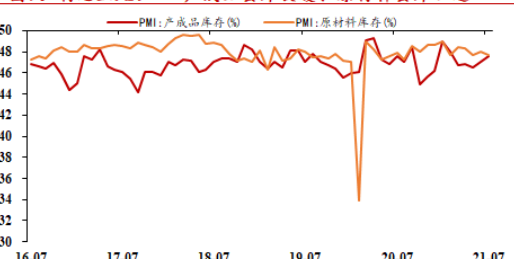


图8：制造业PMI——小型企业景气度明显回落

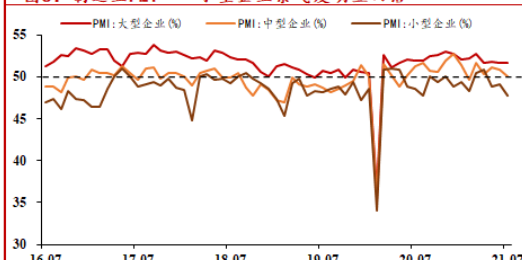


图9：制造业PMI——生产预期指数继续回落

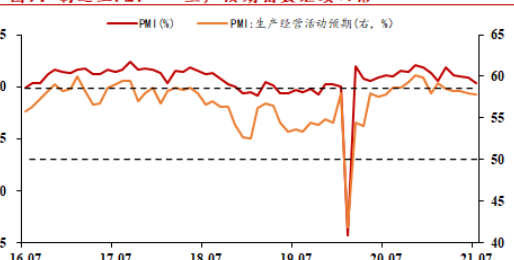


图10：制造业PMI——从业人员指数回升0.4pct

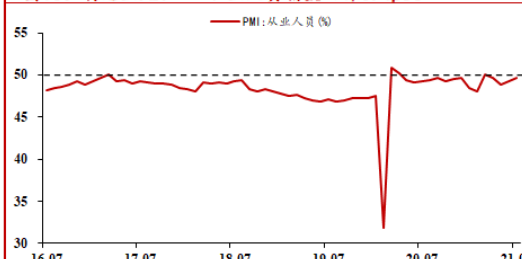
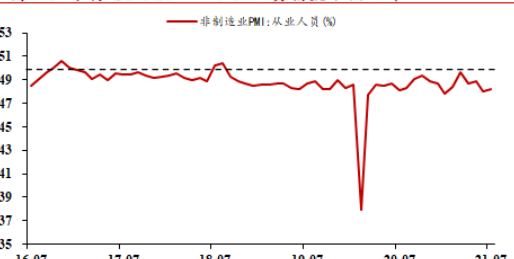


图11：非制造业PMI——从业人员指数小幅回升



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

免责声明：本信息为公开信息收集整理所得，仅面向华西证券的专业投资机构客户，仅供在媒体背景下研究观点的及时交流。在任何情况下，本信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因使用本信息所引致的任何损失负任何责任。本信息内容的版权归华西证券所有，华西证券对本信息保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分析师与研究助理简介

樊信江，固定收益方向首席分析师，CFA，清华大学工程管理硕士。4年证券研究经验，3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验；曾任职于民生证券研究院，2019年加入华西证券。

颜子琦，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，曾任卡耐基梅隆大学助理研究员。2019年加入华西证券研究所，主要从事债券交易、利率债、城投债、非标资产研究。

孙嘉伦，约翰霍普金斯大学金融硕士。2019年加入华西证券研究所，主要参与产业债、境外债与地方政府债研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

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_26031

