

需求明显回落，拖累来自于服务业

2021年8月PMI数据点评

证券研究报告

2021年08月31日

● 核心结论

最新公布的8月中国制造业PMI为50.1%，较前值下降0.3个百分点。具体来看：

需求明显回落，新订单指数去年3月以来首次跌破50%。1) 供给方面，生产和进口指数分别为50.9%和48.3%，较上月下降0.1个百分点和1.1个百分点。2) 需求方面，新订单指数为49.6%，较上月下降1.3个百分点。出口订单指数为46.7%，下降1个百分点。3) 预期方面，企业生产经营活动预期指数为57.5%，较上月回落0.3个百分点。4) 价格方面，高位回落。原材料价格和出厂价格指数分别为61.3%和53.4%，较上月上下下降1.6个百分点和0.4个百分点。5) 企业方面，小型企业PMI指数继续处于荣枯分水线之下为48.2%。

8月经济释放的两个信号。第一是服务业极度脆弱。8月PMI新订单指数创下2020年3月以来的最低值，并且低于荣枯分水线。从两大国内主要终端需求来看，服务业的拖累非常显著，服务业PMI仅为45.2%，较前值下降7.3个百分点，创下除疫情以来的新低。原因我们认为，1) 疫情的影响。8月份以来国内多地爆发疫情并且采取非常严格的防控措施，制约消费意愿。2) 企业向居民收入的传导路径不通畅。今年以来企业因原材料供给瓶颈导致成本高企和信用环境收缩再融资能力下降，服务业疫后复苏幅度不断放缓。**第二海外需求结构的跷跷板效应和阶段性疫情反复制约出口。**5月开始新出口订单指数不断回落，分为2个阶段，5-6月是海外消费结构的跷跷板效应。7-8月是变异病毒突破疫苗防御系统，英国、美国、法国和德国每日新增病例人数接力反复向上，对消费形成主观的制约。

跨周期调节必要性提升，等待信用的拐点。8月份的经济动能明显走弱除外生性的疫情影响以外，内生性因素的影响也不容小觑。展望接下来的几个月，首先，疫情的影响还未结束，9月中旬可能阶段性缓解，国内需求有所改善，但改善的幅度仍然会受到内生性因素的影响较为有限。其次，随着海外疫苗加强针的注射，消费复苏的持续性仍然存在，但结构也不会是耐用品，出口订单难有实质性反弹。最后，虽目前专项债发行的情况来看，虽有放量但幅度不足。因此，经济后续仍有下行压力，跨周期调节的必要性在不断提升，发力点为继续加大专项债对基建投资的支持，等待目前“宽货币，紧信用”的市场环境向“宽货币，宽信用”切换。我们预计社融增速有望在9-10月触底，但Q4仍有望出现“两下一上”基本面组合进而对市场形成阶段性掣肘。

风险提示：国内疫情再次失控，海外货币政策收紧

分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

联系人



潘越



panyue@research.xbmail.com.cn

相关研究

需求明显回落，拖累来自于服务业

最新公布的8月中国制造业PMI为50.1%，较前值下降0.3个百分点。具体来看：

一、需求明显回落，新订单指数去年3月以来首次跌破50%

1) 供给方面，生产和进口指数分别为50.9%和48.3%，较上月下降0.1个百分点和1.1个百分点。

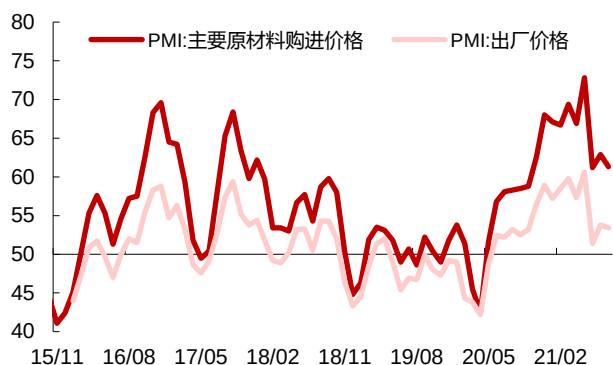
2) 需求方面，新订单指数为49.6%，较上月下降1.3个百分点，自2020年3月以来，首次处于荣枯分水线之下。出口订单指数为46.7%，下降1个百分点。

3) 价格方面，高位回落。原材料价格和出厂价格指数分别为61.3%和53.4%，较上月上下下降1.6个百分点和0.4个百分点。

4) 企业方面，中小型企业PMI指数均较上月小幅上升，大型企业较上月下降。但小型企业景气度依然处于荣枯分水线之下，为48.2%。

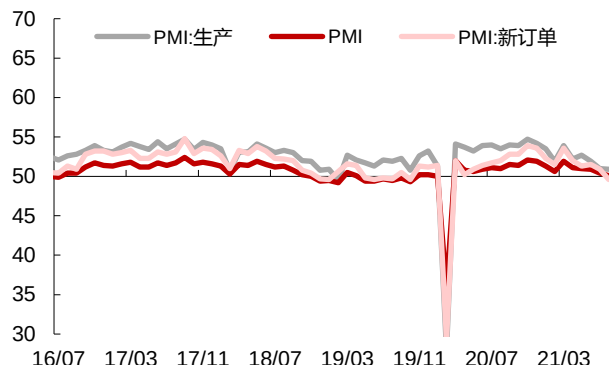
5) 预期方面，企业生产经营活动预期指数为57.5%，较上月回落0.3个百分点。

图 1：工业品价格高位回落（%）



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 2：新订单指数去年 4 月以来首次跌破 50%（%）

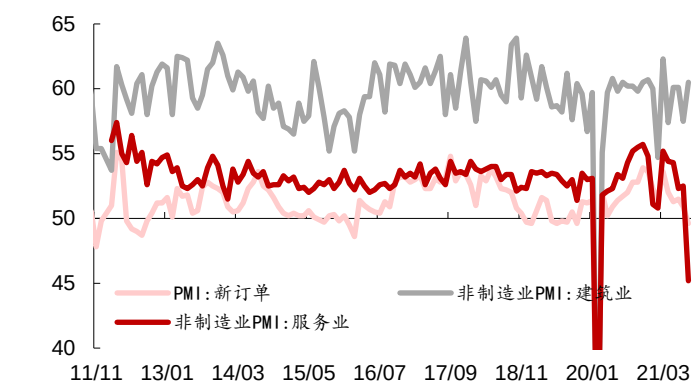


资料来源：WIND，西部证券研发中心

二、8月经济释放的两个信号

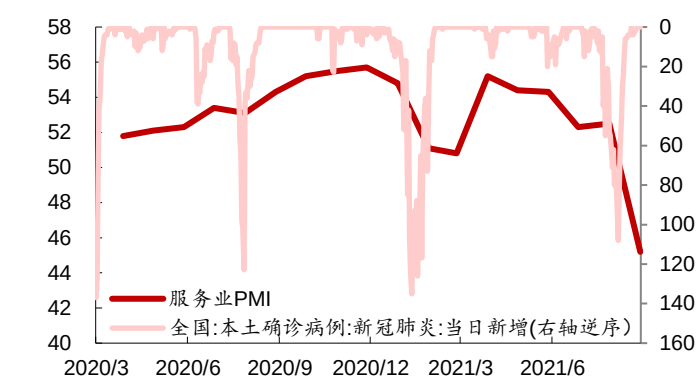
1) **服务业极度脆弱。**8月PMI新订单指数创下2020年3月以来的最低值，并且低于荣枯分水线。从两大国内主要终端需求来看，服务业的拖累非常显著，服务业PMI仅为45.2%，较前值下降7.3个百分点，创下除疫情以来的新低。而建筑业边际回暖，景气度继续维持高位。**服务业的脆弱，疫情是一部分影响。**8月份以来国内多地爆发疫情并且采取非常严格的防控措施，截至8月31日，全国本土比例仅连续三天实现零增长，据调研部分地区仍然未放松防控，因此服务业的复苏仍需时日。但需要注意的是，自今年3月份以来，疫情的干扰虽偶有发生，对消费疫情形成抑制，但每次疫情结束后的服务业复苏幅度都极为有限，这说明国内内生性消费能力较疲软。我们认为这与企业向居民收入的传导路径不通畅有关，核心在于企业因原材料供给瓶颈导致成本高企和信用环境收缩再融资能力下降。

图 3：服务业极度脆弱（%）



资料来源：WIND，西部证券研发中心

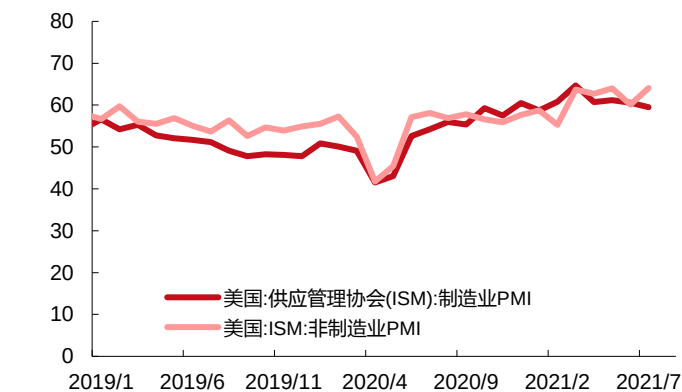
图 4：疫情对服务业的制约始终存在



资料来源：WIND，西部证券研发中心

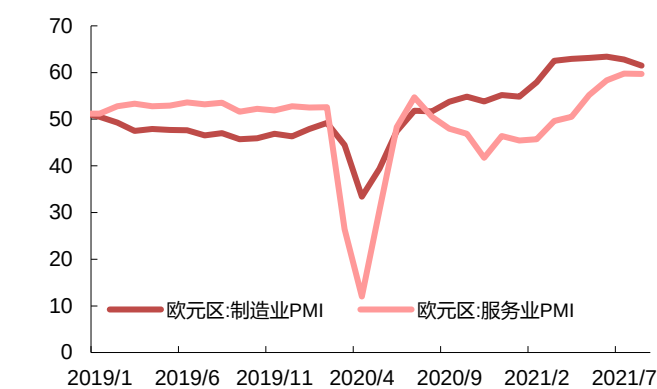
2) 海外需求结构的跷跷板效应和阶段性疫情反复制约出口。5 月开始新出口订单指数不断回落，分为 2 个阶段来看，5-6 月客观原因是海外消费结构的跷跷板效应。即疫情约束解除和财政转移支付边际走弱下，服务消费对耐用品消费的替代。体现在美国和欧元区的制造业 PMI 高位回落，但服务业 PMI 趋势保持向上。但 7 月份以来，因新冠病毒的变异突破疫苗防御，英国、美国、法国和德国每日新增病例人数再次反复向上，对消费形成主观的制约，体现在美国消费者信心指数明显回落，8 月份仅有 70.3，较 7 月份下滑 10.9 个百分点，创下近年来新低。

图 5：美国服务业 PMI 强于制造业



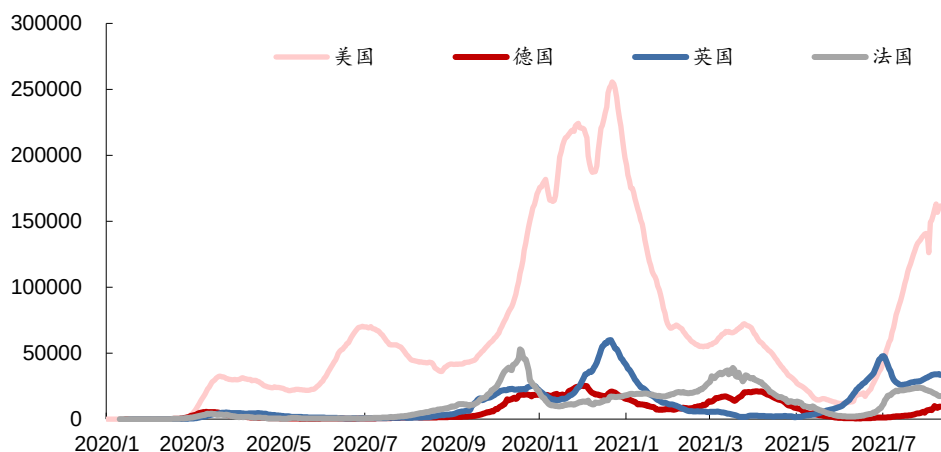
资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 6：欧元区服务业 PMI 强于制造业



资料来源：WIND，西部证券研发中心

图 7：海外主要需求国每日新冠病例新增人数（人）



资料来源：WIND,西部证券研发中心

三、跨周期调节必要性提升，等待信用的拐点

总结而言，8月份的经济动能明显走弱除外生性的疫情影响以外，内生性因素的影响也不容小觑。展望接下来的几个月，我们需要清晰的认识到的，首先，疫情的影响还未结束，9月中旬可能阶段性缓解，国内需求有所改善，但改善的幅度仍然会受到内生性因素（原材料成本高企和信贷环境收缩）的影响较为有限。其次，随着海外疫苗加强针的注射，消费复苏的持续性仍然存在，但结构也不会是耐用品，出口订单难有实质性反弹。最后，虽然在730政治会议上明确提出要采取积极的财政政策，在月底或明年初形成实质工作量，但从目前专项债发行的情况来看，虽有放量但幅度不足。因此，经济后续仍有下行压力，跨周期调节的必要性在不断提升，发力点为继续加大专项债对基建投资的支持。等待目前“宽货币，紧信用”的市场环境向“宽货币，宽信用”切换，我们预计社融增速有望在9-10月触底，但Q4仍有望出现“两下一上”基本面组合进而对市场形成阶段性掣肘，具体分析请参见报告《宏观视角下：A股因何抱团？风格何时切换？》。

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_26017

