PMI 环比回落，结构性问题依旧突出

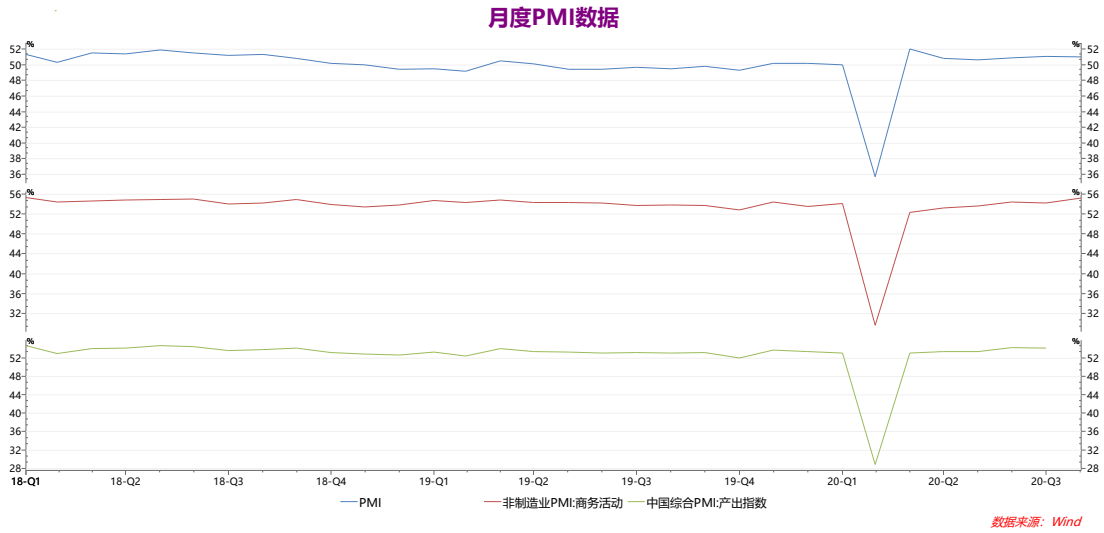
——8 月 PMI 数据分析

内容提要：

从 8 月 PMI 的数据看，PMI 环比出现小幅回落，主要原因在于生产 PMI 和原材料 PMI 的回落。新订单 PMI 继续改善，但其改善的主要因素还是在于出口新订单 PMI 的改善，出口回升而进口回落，可能导致货物贸易等继续呈现衰退性顺差。另一方面，结构性问题依旧比较突出，小型企业相对于大型企业改善继续缓慢，部分项目还有恶化的势头。从生产 PMI 和扣除了出口新订单的新订单 PMI 的关系看，和从产成品库存 PMI 处于高位看，国内的消费问题依旧是个问题，相对于生产的恢复，国内需求的恢复依旧滞后。因此，在这种情况下，保持战略定力，继续实行“两个更加”的货币政策和财政政策具有一定的必要性。通过收入分配政策等改善收入预期是提升内需的关键。

国家统计局今天公布了 8 月 PMI 数据，数据显示，月制造业 PMI 报 51%，前值为 51.1%；非制造业 PMI 报 55.2%，前值为 54.2%；综合产出 PMI 报 54.5%，前值为 54.1%。

图 1：月度 PMI 数据

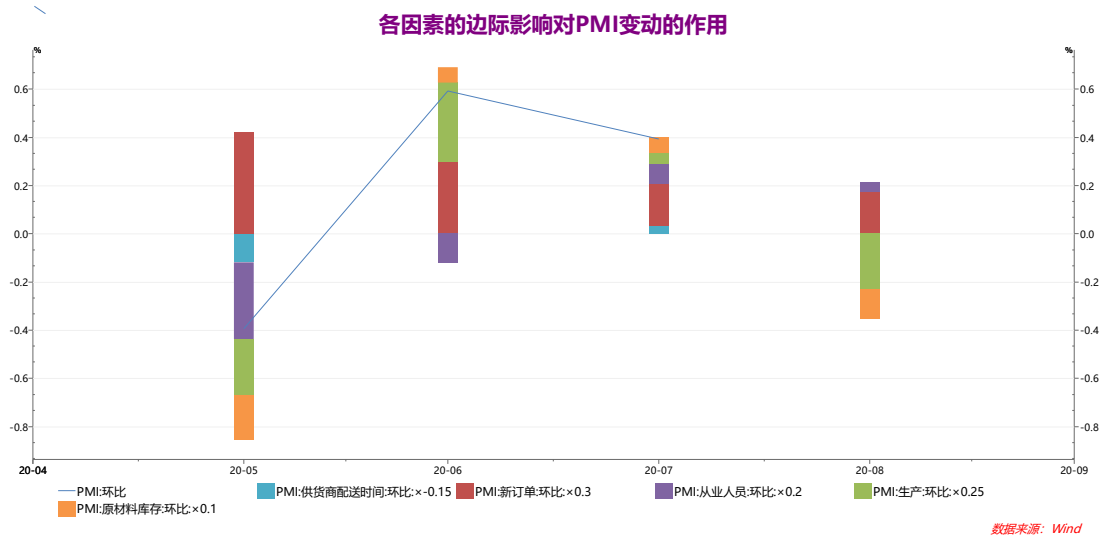


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

一. 制造业 PMI 数据分析

制造业 PMI 数据环比出现回落，分析和分解其各项对 PMI 环比回升的影响看，生产与原材料库存 PMI 构成了主要拖累因素，而新订单和就业人数 PMI 对 8 月 PMI 构成了正贡献。

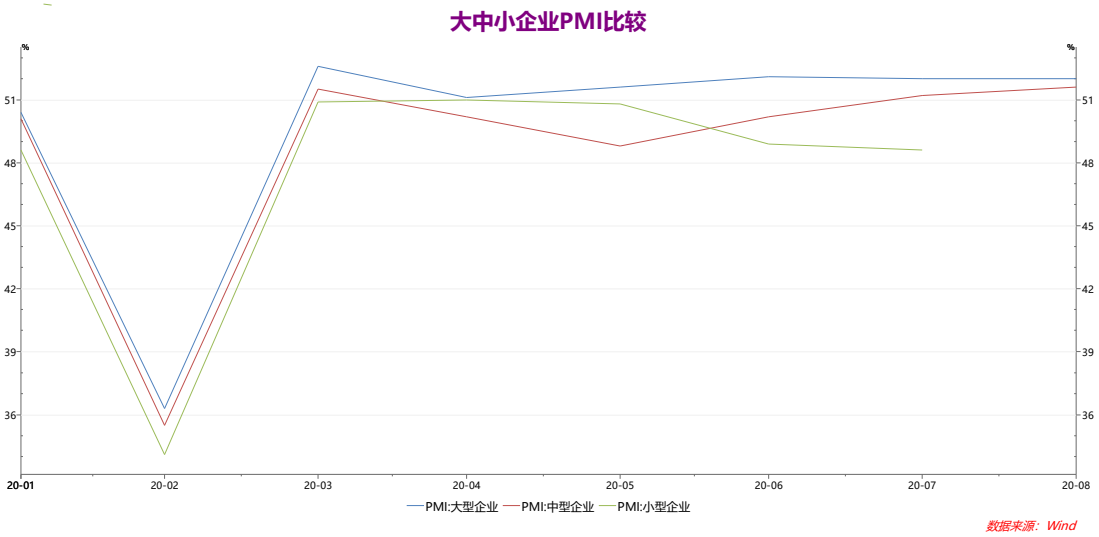
图 2：各因素的边际影响对 PMI 变动的作用



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从大中小企业看，小型企业依旧是个问题，在收缩区继续回落，报 47.7%，前值为 48.6%。大型企业在扩张区与前期持平，报 52%，中型企业在扩张区回升，报 51.6%，前值为 51.2%。

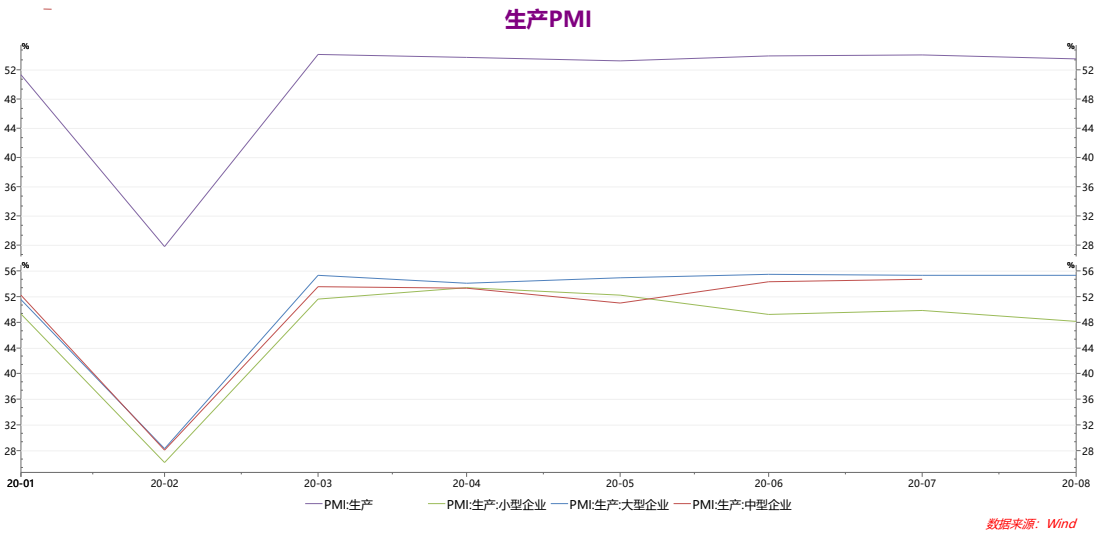
图 3：大中小企业 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

8 月生产 PMI 报 53.5%，前值为 54%，出现回落。主要受到中型企业，特别是小型企业的拖累。从大中小企业的生产 PMI 看，除大型企业 PMI 和前值持平外，中小型企业和小企业 PMI 均出现回落，小型企业更为明显，而且依旧在收缩区。

图 4：生产 PMI

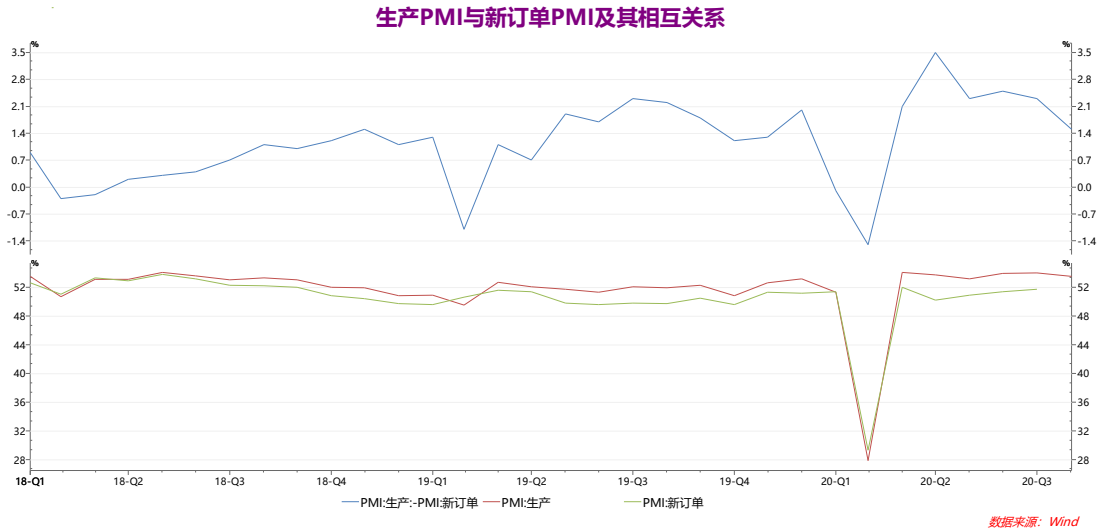


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

高频数据显示继续改善中的高炉开工率继续反弹，但 30 大中城市房地产成交面积 8 月环比出现回落，但 8 月房地产成交面积回落有一定的季节性因素。

新订单 PMI 从 51.7%回升到 52%。从生产 PMI 和新订单 PMI 的关系看，但其差值从 2.3 缩小到 1.5%,即供求情况有所改善。在手订单 PMI 从 45.6%回升到 46%，对今后生产 PMI 构成支持。

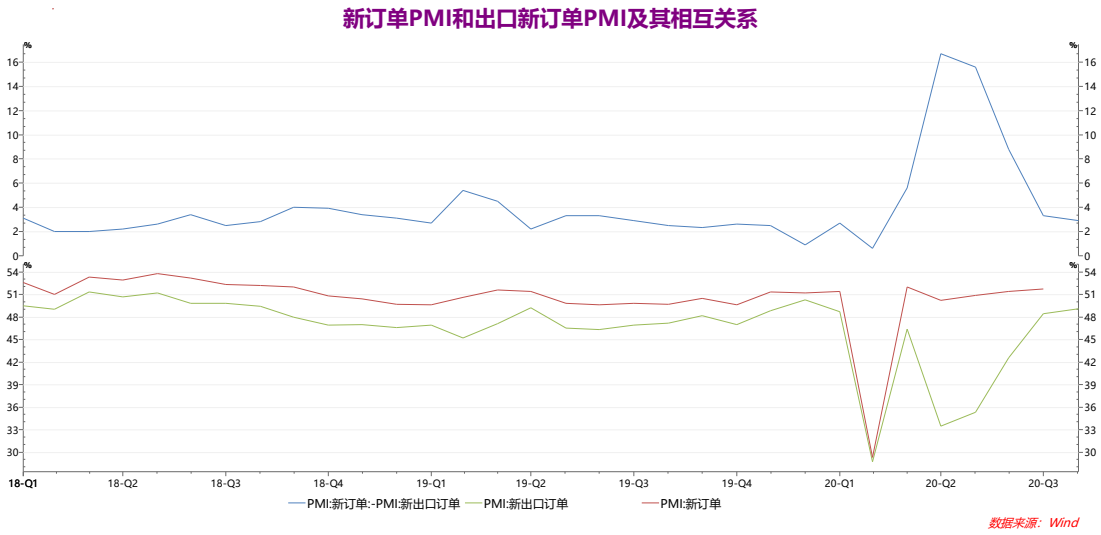
图 5：生产 PMI 与新订单 PMI 及其相互关系



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从新订单 PMI 和出口新订单的关系看，出口新订单 PMI 回升前强劲，从前值的 48.4%回升到 49.1%，新订单 PMI 和出口新订单 PMI 的差值从 3.3%大幅回落到 2.9%，显示出 8 月出口新订单的回升对新订单的回升继续起到了积极作用，境外需求有所改善，也显示出新订单 PMI 的改善主要来源于出口新订单的改善。疫情在境外失控而在境内得到有效控制估计是新出口订单回升的原因，特别是医用物资的出口。但出口新订单依旧处于收缩区，挑战面临依旧。

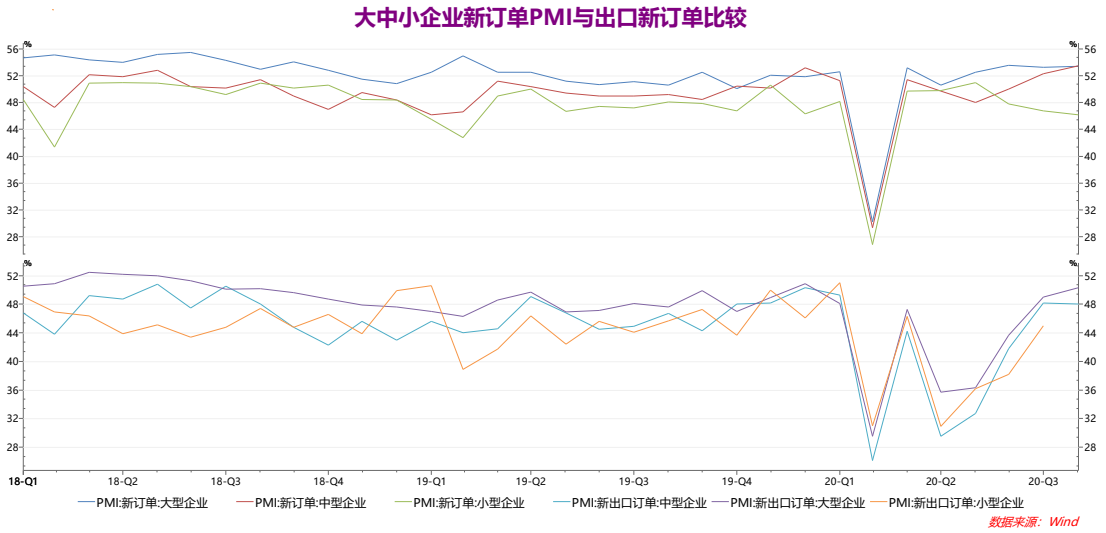
图 6：新订单 PMI 和出口新订单 PMI 及其相互关系



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从大中小企业看，出口新订单 PMI 方面，改善主要来自于大型企业，跨入了扩张区，中小企业继续在收缩区回落。在新订单 PMI 方面，大型和中型企业回升，但小型企业在收缩区持续回落。

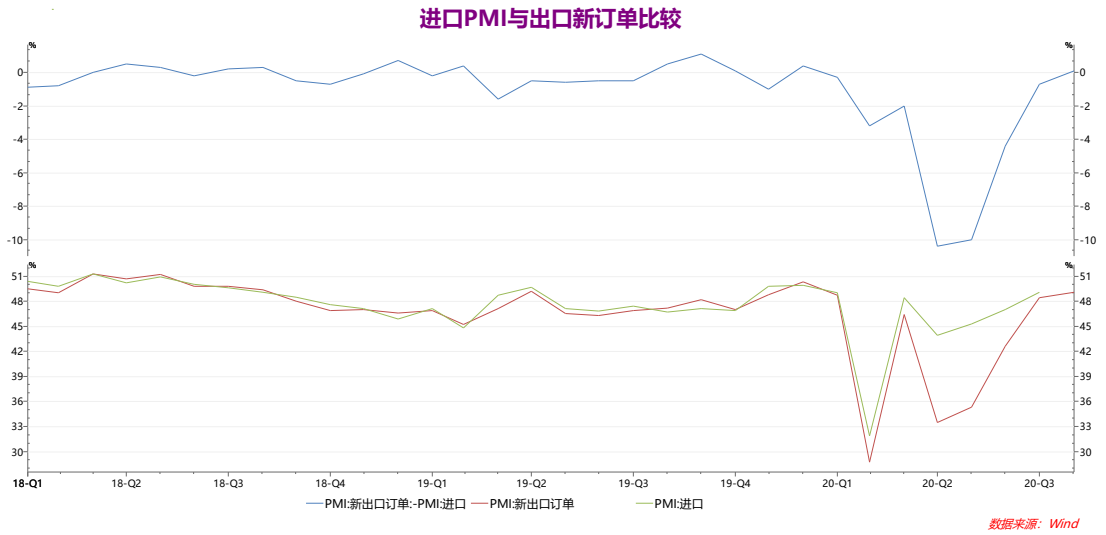
图 7：大中小企业新订单 PMI 与出口新订单比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从出口新订单PMI和进口PMI的关系看，其差值大幅从-0.7%大幅回升到0.1%。进口PMI从49.1%回落到49%，新订单PMI大幅回升。意味着在货物贸易上依旧呈现较大顺差。

图8：进口PMI与出口新订单比较

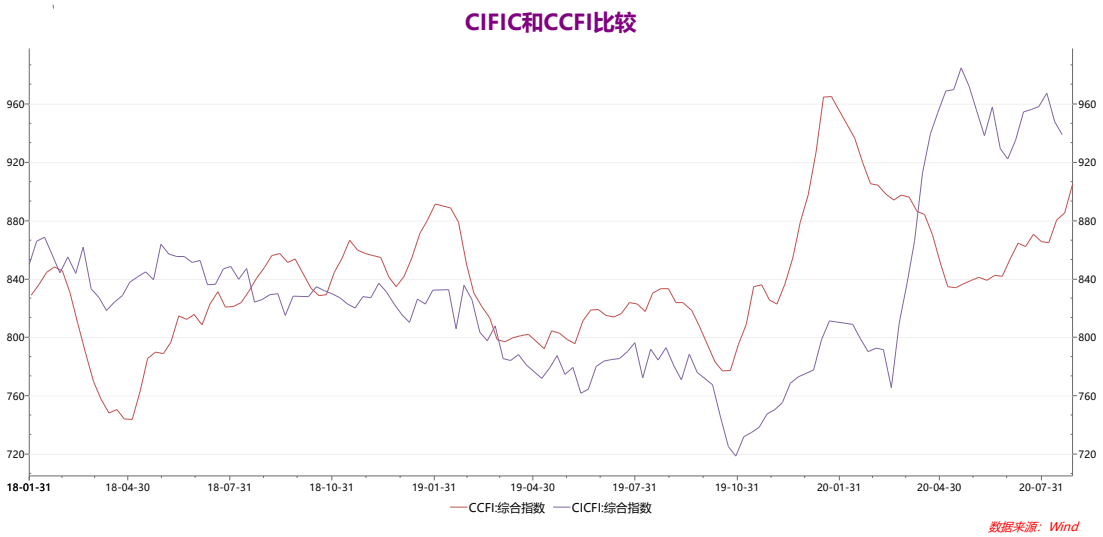


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从高频数据——中国集装箱进口指数（CICFI）和出口指数（CCFI）看，出口

回升明显，而进口回落显著。

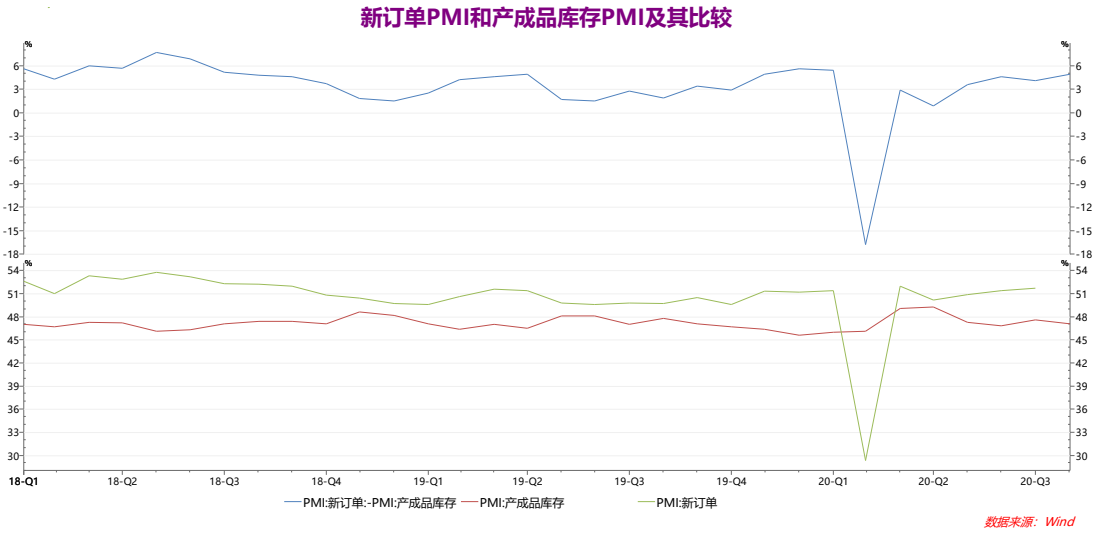
图 9：CIFIC 和 CCFI 比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

从新订单 PMI 和产成品库存 PMI 关系看，因产品库存 PMI 从 47.6%回落到 47.1%。但 8 月产成品库存 PMI 依旧处于历史数据高位。与此同时，新订单和产成品库存 PMI 的差值从 4.1%扩大到 4.9%。

图 10：新订单 PMI 和产成品库存 PMI 及其比较



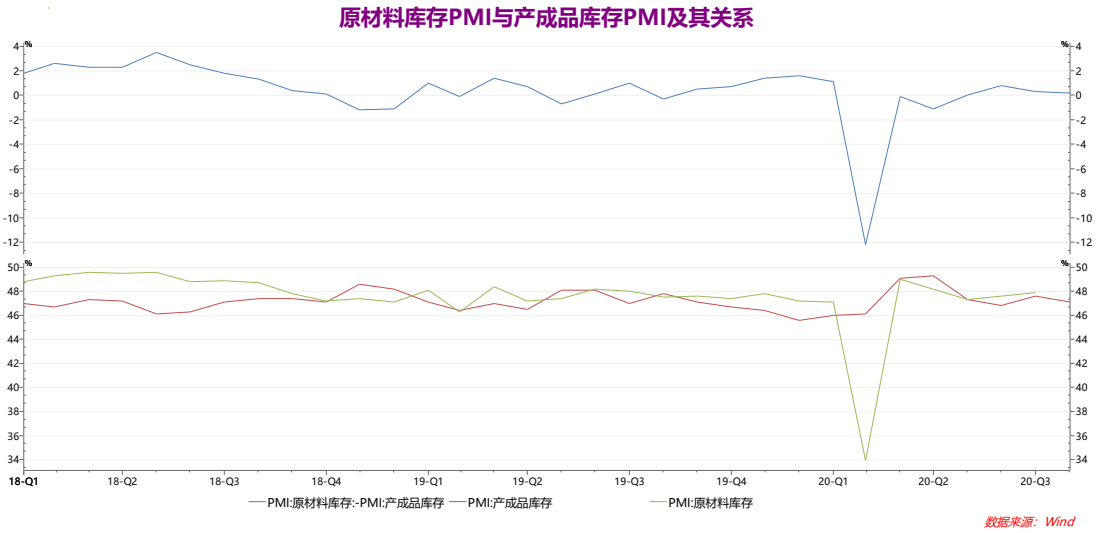
资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

8月27日国家统计局公布的前7月工业企业产成品库存累计同比达到7.4%，较前值8.3%有所回落，但依旧大大高于去年同期的2.3%。

而从原材料库存PMI和采购量PMI看，原材料库存PMI从47.9%回落到47.3%，采购量PMI从52.4%继续回落到51.7%。但原材料购进价格PMI依旧回升，从前值的58.1%继续回升到58.3%。即价格回升，原材料采购量回落，库存回落。

从原材料库存PMI和产成品库存PMI关系看。两者差值从0.3继续大幅缩小到0.2%，显示相对于下游去库存，上游投资有所放慢。

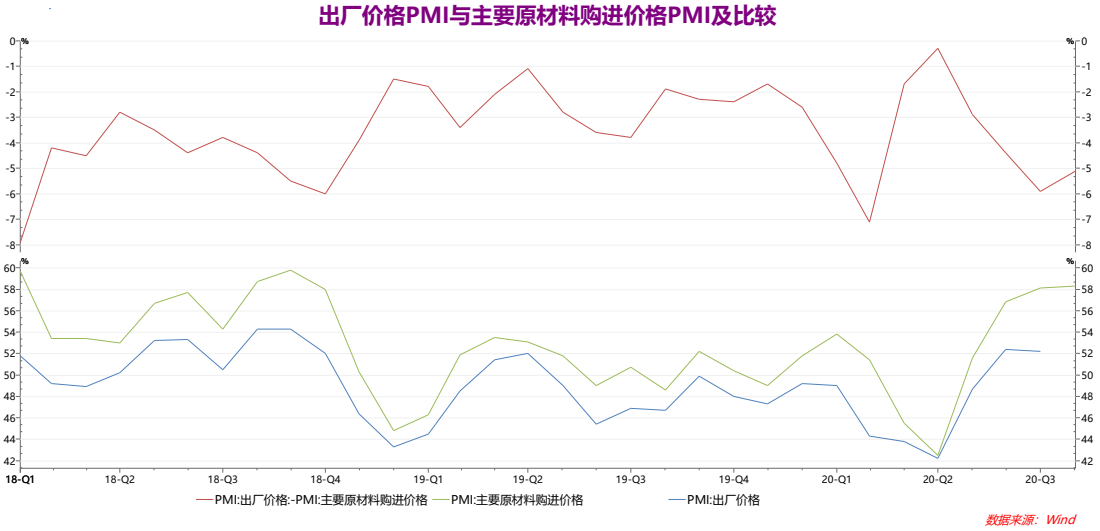
图11：原材料库存PMI与产成品库存PMI及其关系



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

价格方面，出厂价格 PMI 回升，原材料购进价格 PMI 回升，出厂价格 PMI 回升快于原材料购进价格 PMI 的回升，两者之差从—5.9%缩小到-5.1%。原材料购进价格的回升，预示着 8 月 PPI 环比可能反弹。7 月 PPI 环比为 0.4%，与前值持平，同比跌幅也缩小，报—2.4%。

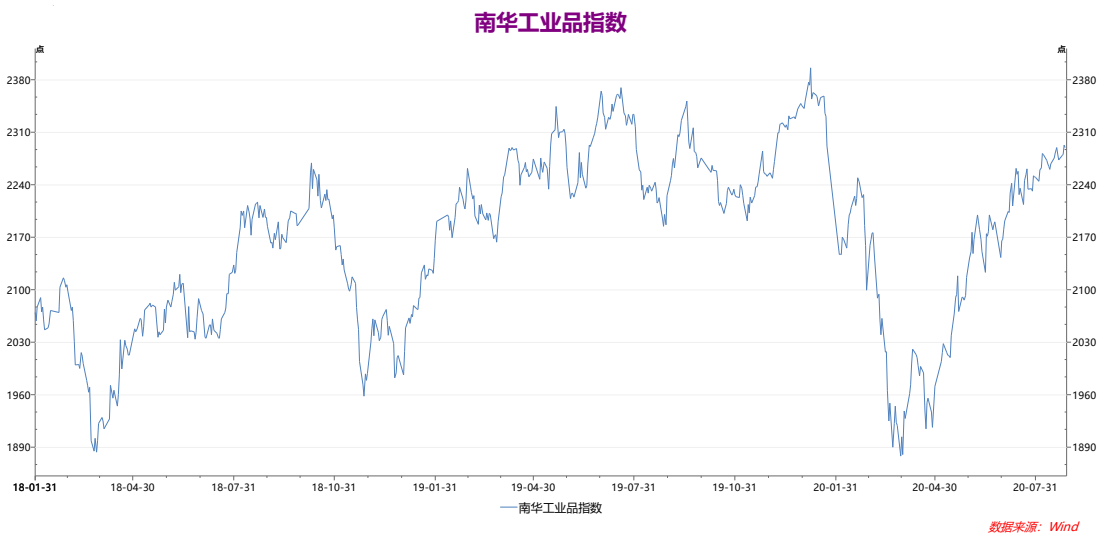
图 12：出厂价格 PMI 与主要原材料购进价格 PMI 及比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

高频数据南华工业品指数显示，8 月该指数总体处于反弹走势。

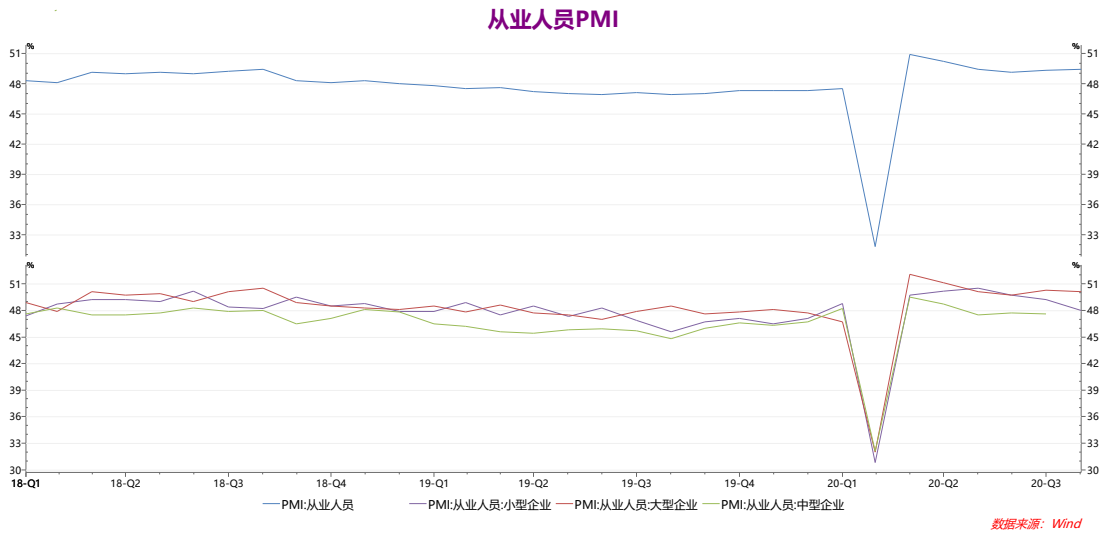
图 13：南华工业品指数



资料来源：银河期货研究所 WIND

8 月从业人数 PMI 在收缩区出现回升，从 49.3%回落到 49.4%。但从大中小企业看，大型企业跨入了扩张区回落，中小型企业在收缩区中稍有改善，而小型企业继续在收缩区回落。

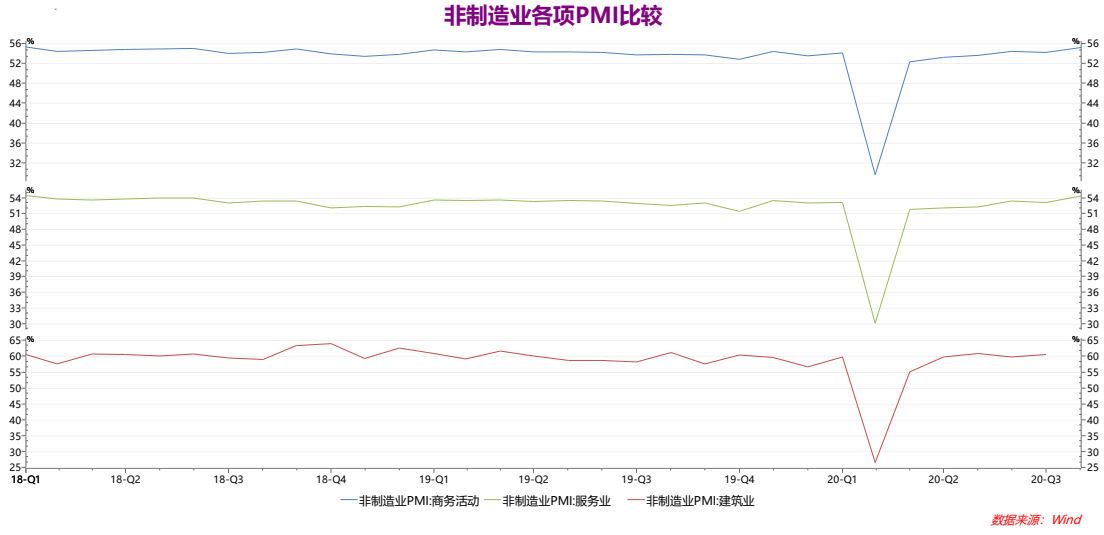
图 14：从业人员 PMI



二．非制造业 PMI 分析

7 月，在非制造业方面，建筑业 PMI 高位回落，表现依旧最为强劲，达到 60.2%，前值为 60.5%。商务活动、服务业 PMI 在扩张区全面回升。

图 15：非制造业各项 PMI 比较

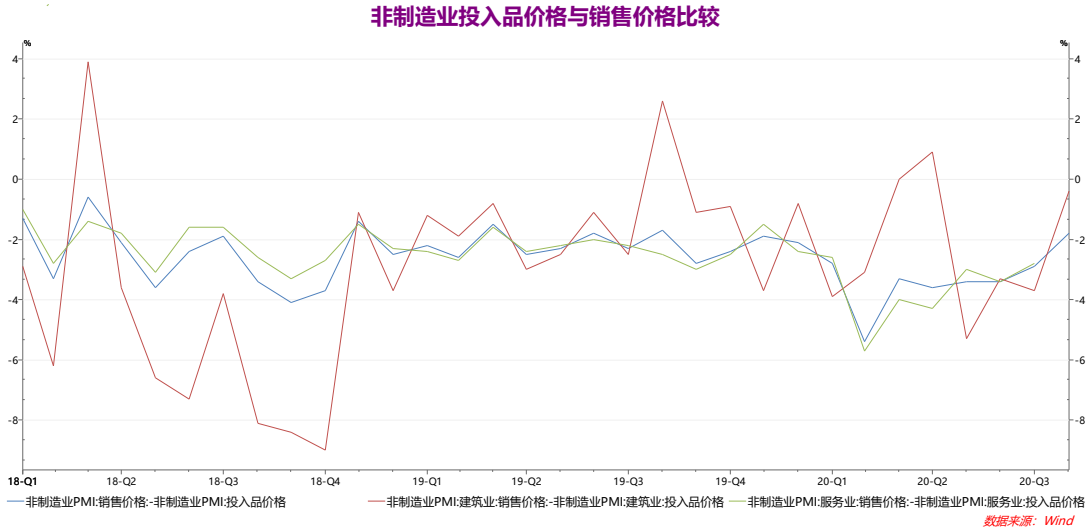


资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

在价格方面，8 月投入品价格和销售价格之差继续全面倒挂，除倒挂幅度均有

所缩小，尤其以建筑业为甚。

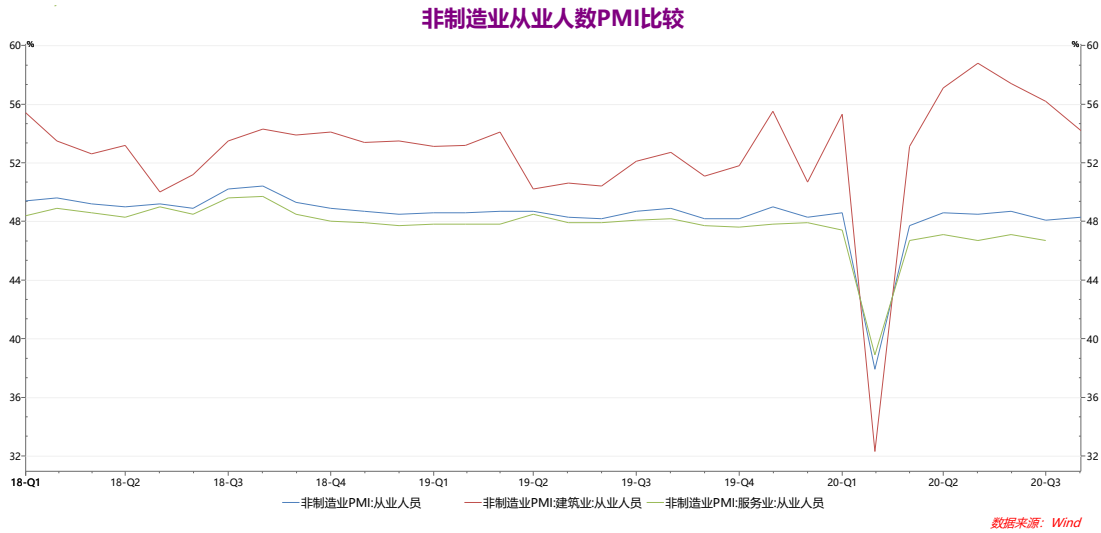
图 16：非制造业投入品价格与销售价格比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

在从业人员 PMI 上，8 月非制造业从业人数 PMI 除了建筑业外均出现了回升，但除建筑业在扩张区外，其余均在收缩区。

图 17：非制造业从业人数 PMI 比较

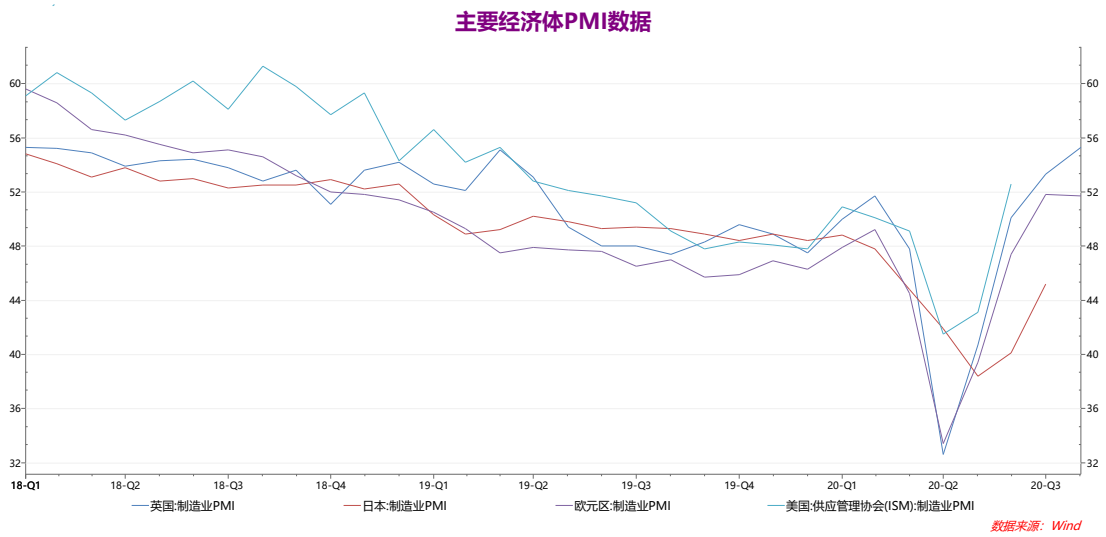


料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

三．PMI 国际比较

从主要经济体看，主要经济体除了欧元区外，均有所改善，其中，英国改善最为明显。和英国 7 月的 PMI 出现改善的势头；美国的 7 月 PMI 数据也有改善，进入了扩张区，日本 7 月的 PMI 数据继续在低位，相对低迷。

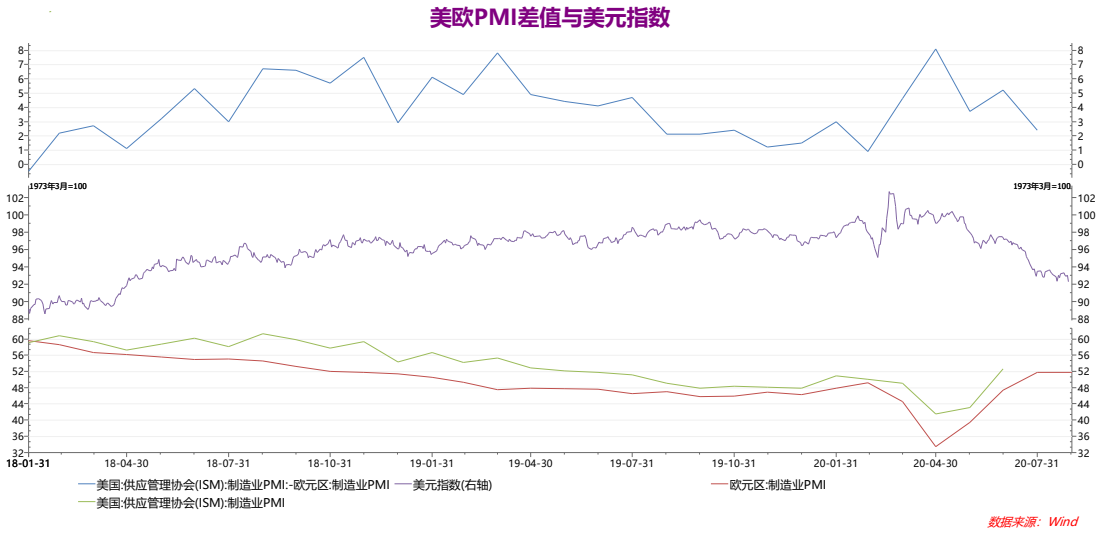
图 18：主要经济体 PMI 数据



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

从美欧 PMI 差值看，其差值从 6 月的 5.2%缩小到 7 月的 2.4%，与此同时，美元指数因美元兑欧元的回落而下滑。

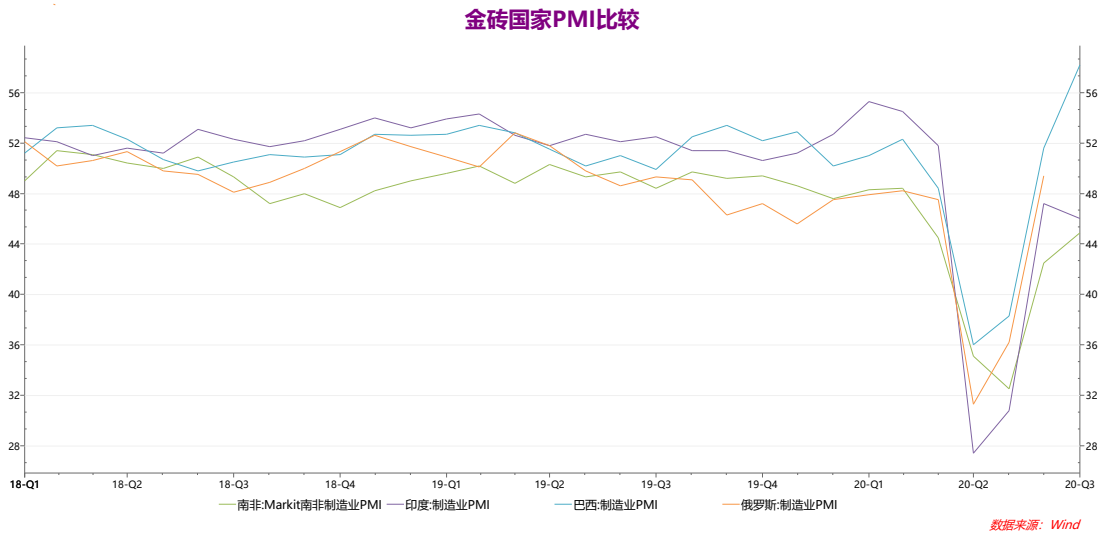
图 19：美欧 PMI 差值与美元指数



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

在金砖国家方面，7 月 PMI 数据也出现改善，其中，巴西进入扩张区后继续大幅反弹。其他三国依旧在收缩区，但南非 PMI 有改善，逼近扩张区，而俄罗斯和印度 PMI 在收缩区出现回落。

图 20：金砖国家 PMI 比较



资料来源：银河期货研究所 国家统计局 WIND

四．我们的看法

从 8 月 PMI 的数据看，PMI 环比出现小幅回落，主要原因在于生产 PMI 和原材料 PMI 的回落。新订单 PMI 继续改善，但其改善的主要因素还是在于出口新订单 PMI 的改善，出口回升而进口回落，可能导致货物贸易等继续呈现衰退性顺差。另一方面，结构性问题依旧比较突出，小型企业相对于大型企业改善继续缓慢，部分项目还有恶化的势头。从生产 PMI 和扣除了出口新订单的新订单 PMI 的关系看，和从产成品库存 PMI 处于高位看，国内的消费问题依旧是个问题，相对于生产的恢复，国内需求的恢复依旧滞后。因此，在这种情况下，保持战略定力，继续实行“两个更加”的货币政策和财政政策具有一定的必要性。通过收入分配政策等改善收入预期是提升内需的关键。

（银河期货研究所 20200831）

免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。

本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用,不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与银河期货有限公司及本报告作者无关。

若有任何疑问，欢迎咨询!

联系人:万一菁 投资咨询从业证书号:Z0014329 E-mail:wanyijing_qh@chinastock.com.cn