宏观研究

需求逐渐追上生产，是经济良性复苏的重要特征

——点评 8 月 PMI 数据

宏观数据点评 | 2020 年 9 月 1 日

报告摘要：

8 月 PMI 超预期回落，主因是生产有所回落。不过，需求改善的意义可能更加重要。

- **产需进一步平衡，内外需求双双改善。**

虽然 8 月 PMI 生产有所下滑，但仍旧处于近年来的高位。高频指标显示工业生产并不差。需求改善是最大亮点。新订单指数连续 4 个月上升，产需缺口进一步缩小；外需回升斜率放缓，但仍有两大因素支撑：双循环兼顾海外市场，稳外贸政策尚未到退出时候；海外经济复苏势头仍在，出口重心将从防疫物资逐渐转向低库存商品。需求改善是经济持续复苏的重要特征。

- **出厂价格涨幅年内首次超过购进价格，企业信心向好。**

除了需求向好以外，前期原材料价格涨幅较高，通过成本推动出厂价格上升，但出厂价格涨幅一直相对较低。8 月出厂价格涨幅年内首次超过原材料购进价格，有利于企业利润改善。需求向好和价差改善带动企业经营预期回升，同时体现在用工需求回升上。

- **小型企业 PMI 显著走弱，成为隐忧。**

近三个月来，财政支出政策似乎出现不对称作用，小型企业 PMI 连续下滑，8 月降幅进一步走扩，与中大型企业出现显著分化。考虑到小型企业直接融资的难度更高，后续货币和财政政策的靶向性作用可能将更加突出。

- **需求改善势头仍在，关注疫苗可能引发连锁反应。**

虽然 8 月 PMI 指标超预期回落，需求改善势头仍在。海外政策相继出现变化，重点将逐渐转向解决需求不足的问题。中国和美国对于基建带动经济回升的决心均较为强烈，需求仍有支撑。美联储“平均通胀率目标”的目的是通过容许通胀高位运行来弥补前期通胀疲软的潜在经济损失。中美利差处于高位，提升人民币资产吸引力。疫苗从无到有可能引发投资风格快速转变。而且，信心提升可能会较为显著。

- **风险提示：全球疫情传播进一步恶化，中国逆周期调节不及预期。**

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号： S0100119080008

电话： 010-85127730

邮箱： fuwancong@mszq.com

相关研究

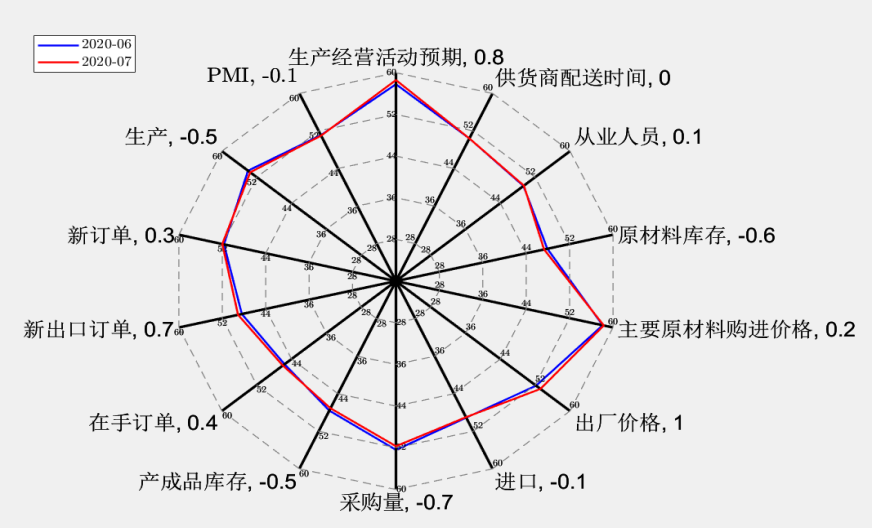
中国 8 月官方制造业 PMI 51.0%，预期 51.5%，前值 51.1%。

中国 8 月官方非制造业 PMI 55.2%，前值 54.2%。

一、制造业需求改善势头仍在，出厂价格涨幅更高

生产回落是制造业 PMI 不及预期的主因。8 月 PMI 指标较上月回落 0.1 个百分点至 51.0%，低于市场预期 51.5%。各项指标涨跌不均。其中，构成 PMI 指数的生产和原材料库存分别回落 0.5 和 0.6 个百分点；新订单和从业人员则分别回升 0.3 和 0.1 个百分点；配送时间与上月持平（图 1）。从高频数据上看，生产回落并非具有确定性。虽然主要钢厂螺纹钢产量环比有所下降，但是高炉开工率和汽车半钢胎开工率仍处年内高位。根据经济参考报报道，8 月单月用电量增速较 7 月有望显著回升。全国用电量逐步回升，用电负荷连创新高，有持续高温晴热天气的影响，但主要原因是复工复产复商复市全面推进、经济总体复苏加快。另外，洪涝灾害可能对上半月生产仍有所影响。据统计局解释，重庆、四川等地部分企业反映受暴雨洪涝灾害影响，原材料采购周期拉长，市场订单减少，企业生产有所回落。因而，8 月采购量有所下降。

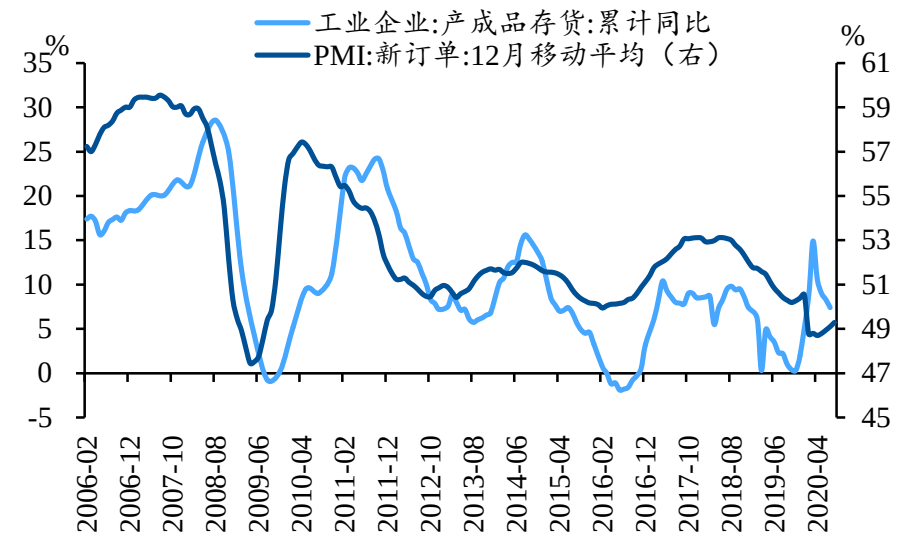
图 1：8 月制造业 PMI 分项互有涨跌，出厂价格和信心改善位居前两位



资料来源：Wind，民生证券研究院

需求改善是最大亮点。PMI 新订单指数连续四个月上升，8 月录得 52%，与 3 月并列年内最高。考虑到 2 月新订单指数的历史低值推动 3 月反弹，8 月 PMI 新订单指数更具有意义。从行业情况看，医药、非金属制品、金属制品、铁路船舶航空航天设备、电气机械器材等制造业新订单指数均高于上月 4.0 个百分点以上。**需求逐渐追上生产，导致产需缺口进一步收窄，是经济良性复苏的重要特征。**另外，这里既有喜也有忧。新订单的拐点对产成品库存具有领先作用，库存可能在年底前迎来拐点。不确定的是由于疫情的特殊性，新订单被砸出一个“大坑”，回升强度也不及 2009 年四万亿元投资的斜率，而且产成品库存的绝对位置仍旧偏高（图 2）。不过，下半年财政支出提速，加速投资落地生效。这一点从企业经营信心有所加强也可看出，8 月生产活动经营预期录得 58.6%，创下 2018 年 5 月以来新高。

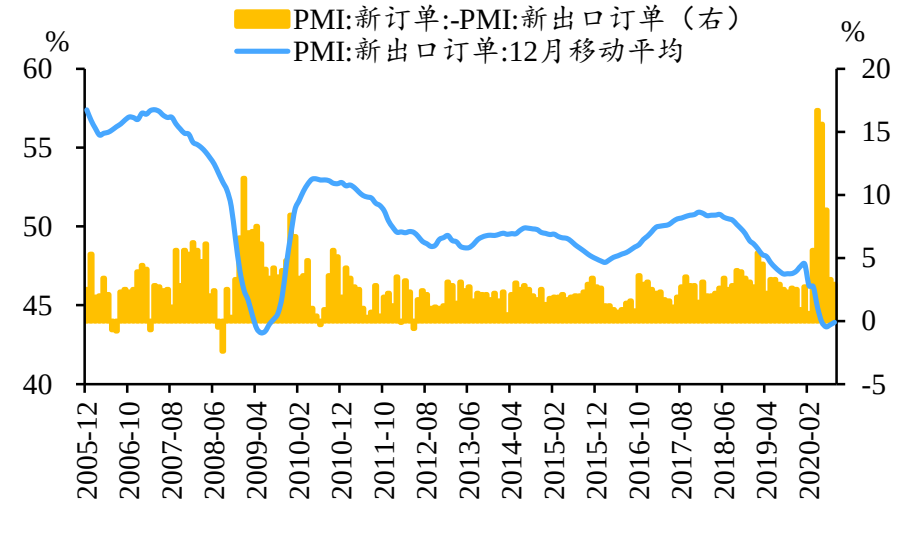
图 2：需求复苏势头仍在，强度不及 2009 年，库存见底仍需等待



资料来源：Wind，民生证券研究院

外需延续改善势头。8 月 PMI 新出口订单回升斜率放缓，较上月回升 0.7 个百分点至 49.1%，与新订单的缺口缩小至 2.9%（图 3）。外需改善体现双循环下兼顾国内国外的战略思想。由于我国制造业与全球产业链嵌入较深，海外市场是“以内为主”的一道保险。疫情以来，稳外贸和稳外资政策效应持续释放，制造业出口进一步改善。其中非金属制品、有色、金属制品等 7 个行业位于临界点以上。另外，虽然海外经济重启的进度有所差异，但是整体复苏势头具有一定的确定性。尤其是美国，在历史级别的财政支出和零利率货币政策的双重影响下，7 月房地产投资和耐用品新订单等经济指标均超预期。未来，出口重心将从防疫物资逐渐转向低库存商品，出口仍有支撑。

图 3：PMI 新出口订单受益于全球经济复苏仍有向上动力，内外需求逐渐平衡

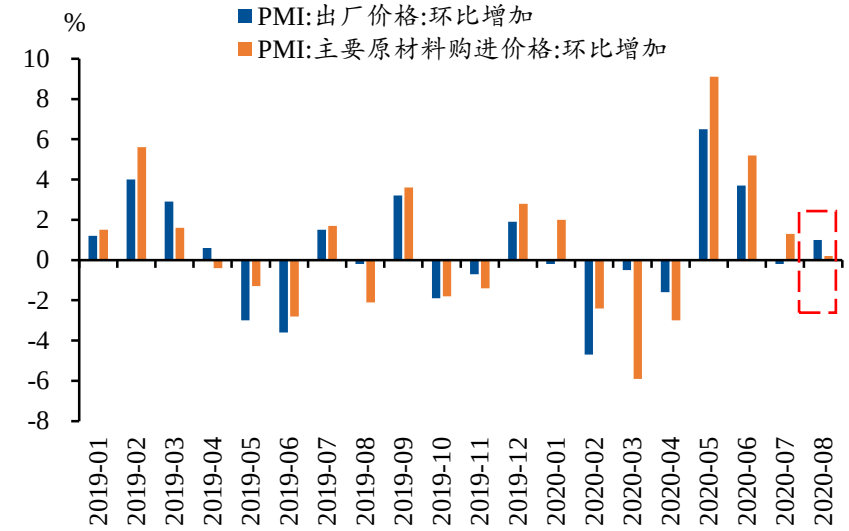


资料来源：Wind，民生证券研究院

出厂价格涨幅年内首次超过原材料价格。8 月出厂价格较上月上升 1 个百分点至

53.2%，连续三个月处于景气区间。同时，8 月原材料购进价格录得 58.3%，涨幅收窄至 0.2%（图 4）。原材料价格的涨幅收窄与上游大宗商品价格的表现相似。价格变化趋势具有两条线索。一是原材料价格涨幅是经济复苏的先行指标之一。PMI 原材料购进价格自 5 月以来连续回升，与全球经济重启和疫情防控的拐点接近。价格反弹斜率的下降也表明经济复苏的最快时期可能已经过去。但是，考虑到大部分国家的 GDP 仍低于潜在产出，所以复苏仍会延续。二是成本推动下出厂价格连续回升，但是前期涨幅均不及原材料价格。8 月两大价格差值改善有利于中下游企业利润改善，对生产和投资也有良性反馈作用。

图 4：PMI 两大价格涨幅放缓，出厂价格涨幅年内首次超过购进价格



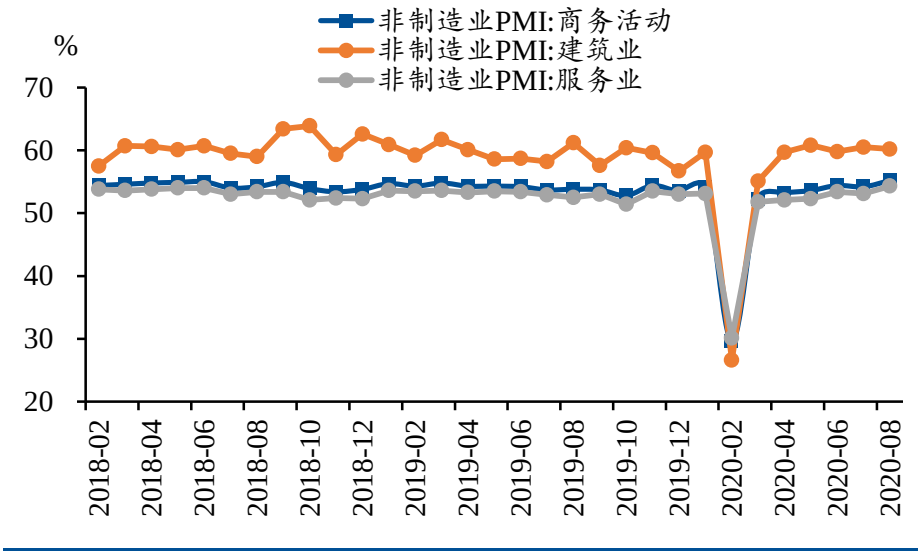
资料来源：Wind，民生证券研究院

小型企业明显走弱，结构性货币政策仍需发力。小型企业制造业 PMI 指数连续四个月下滑，8 月环比下滑有所加剧，仅录得 47.7%，继续处于不景气区间。结构上看，小型企业生产和新订单指数双双下滑，产成品库存有被动挤压的迹象，从业人员和经营预期指数也是双双下滑，仅有进口指数“意外”大幅升至景气区间。目前来看，财政政策和货币政策可能对以国企和上市公司为主的中大型企业更有推动作用，小型企业的改善任重道远。考虑到小型企业直接融资的难度较高，贷款仍是小型企业资金的主要来源，结构性针对政策仍需发力。

二、服务业推动非制造业 PMI 上升

服务业复苏有所加快，建筑业高位小幅回落。8 月非制造业商务活动指数为 55.2%，较上月上升 1 个百分点，涨幅仅次于今年 3 月份“非常规数据”。其中，服务业商务活动指数为 54.3%，比上月上升 1.2 个百分点，构成主要拉动；建筑业商务活动指数为 60.2%，低于上月 0.3 个百分点，但仍处于较高景气区间。从新订单和业务活动预期来看，服务业和建筑业新订单均有所上升，涨幅分别为 0.5 和 1.8 个百分点；服务业企业信心稳定，建筑业业务活动预期指数为 66.6%，连续 4 个月保持在 66.0%以上。随着基础设施建设的稳步推进以及高温降雨天气的减少，近期建筑业有望继续保持较快发展。综合来看，8 月综合 PMI 产出指数为 54.5%，高于上月 0.4 个百分点，我国企业生产经营活动继续恢复向好（图 5）。

图 5：建筑业维持高景气，服务业推动非制造业 PMI 上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、未来展望：需求改善势头仍在，关注疫苗引发连锁反应

需求向好是经济持续复苏的重要特种。8 月制造业 PMI 指标超预期回落，主要是生产可能受洪涝灾害影响而出现回落。但是，需求改善的积极因素并没出现滑坡：内需方面，财政支出有望加速投资落地生效，小型企业仍需央行结构性政策呵护，货币政策的靶向性作用将更加突出；外需方面，特朗普签署行政令提前使用完 CARES 资金，延续财政对消费的扶持力度。尽管美国两党有争议，对基建拉动投资的诉求基本上一致，双方都清楚前期的财政政策并非刺激经济。美联储修改货币政策框架，提高对通胀率的容忍度和运行时长，宣称以此来弥补前期通胀疲软带来的潜在经济损失。在此之前，美联储主席鲍威尔反复强调疫情冲击结束后，超宽松货币政策才会逐渐生效，经济矛盾也将从供给问题转向需求不足的问题，美国经济填坑的路还很长。因而，美联储在中期内难以摆脱零利率下限。中美利差处于高位，进一步提升人民币资产吸引力。不过，最终决定货币政策对需求刺激能否加速的主要变量仍是疫苗。不管效果如何，疫苗从无到有对信心的提振作用可能都会显著，或将引发投资风格大幅转向。

风险提示

全球疫情传播进一步恶化，中国逆周期调节不及预期。

插图目录

图 1：8 月制造业 PMI 分项互有涨跌，出厂价格和信心改善位居前两位 2
图 2：需求复苏势头仍在，强度不及 2009 年，库存见底仍需等待 3
图 3：PMI 新出口订单受益于全球经济复苏仍有向上动力，内外需求逐渐平衡 3
图 4：PMI 两大价格涨幅放缓，出厂价格涨幅年内首次超过购进价格 4
图 5：建筑业维持高景气，服务业推动非制造业 PMI 上升 5

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观固收组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

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。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。