



2021年8月31日

Experts of financial
derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

• 从业资格编号 F3070864

• 投资咨询编号 Z0015179



短扰远忧下的经济动能放缓

——8月PMI数据点评

内容提要

统计局公布2021年8月PMI数据：8月官方制造业PMI 50.1%，回落0.3个百分点，连续第18个月维持在扩张区间，非制造业PMI 47.5%，回落5.8个百分点，降至枯荣线下：

- 制造业动能继续走弱，景气度继续回落并接近临界点，同时受到短期疫情反复和供应端短缺、中期周期性风险、以及监管政策持续释放的冲击，需求端回落快于生产端下供需结构持续走弱，企业“被动补库存”。
- 国内疫情反弹影响下消费和服务业短期冲击较大，接触型聚集型服务行业受损明显。
- 新出口订单荣枯线下方继续收缩，订单回流、运价高企、钢铁进出口关税等政策均有拖累。中期看，出口动能逐渐减弱，四季度下行压力加大。
- 需求回落+价格仍高下经济“类滞胀”仍明显，PPI-CPI剪刀差收敛较慢下制造业成本端压力较大。预计三季度PPI同比仍将高位徘徊，四季度下行加快。
- 8月PMI数据仍体现了经济的短期扰动和中期隐忧，经济复苏仍存在“不稳固、不均衡”，随着短期疫情反复扰动消退后，经济存在一定改善空间，内生需求短期仍有韧性，而四季度和明年初周期性风险加大，经济下行压力决定跨周期调节力度。

风险提示

出口和地产超预期回落，信用收缩节奏超预期，病毒变异影响疫苗有效性

请务必仔细阅读正文之后的声明

统计局公布 2021 年 8 月 PMI 数据： 8 月官方制造业 PMI 50.1%，回落 0.3 个百分点，连续第 18 个月维持在扩张区间，非制造业 PMI 47.5%，回落 5.8 个百分点，降至枯荣线下。

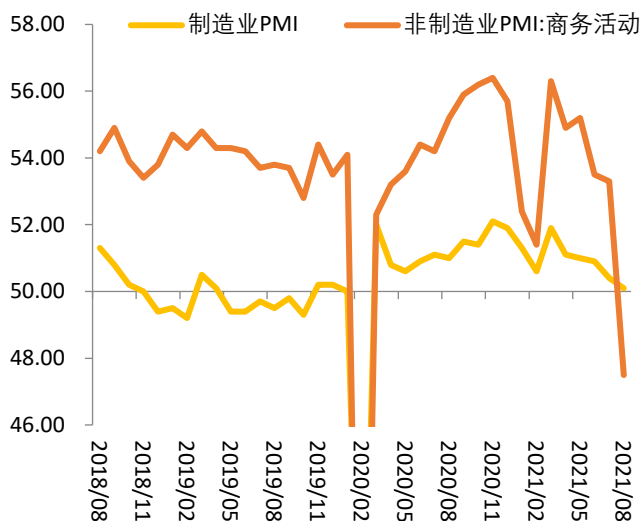
一、国内疫情反复冲击消费和服务业

国内疫情反弹影响下消费和服务业短期冲击较大，接触型聚集型服务行业受损明显。8 月服务业景气指数大幅回落至收缩区间（45.2%），降幅 7.3 个百分点创历史次高，也是年内首次降至临界点以下。7 月下旬以来，国内疫情再度出现反复，并在 8 月扩散至 19 省，本轮疫情影响上仅次于年初，地铁人流量快速回落对此也有所印证。

且本次疫情反弹处于暑假期间，对旅行出游影响较大，接触型聚集型服务行业受损明显，道路运输、航空运输、住宿、餐饮、租赁及商务服务、生态保护及环境治理、文化体育娱乐等行业商务活动指数均降至临界点以下。

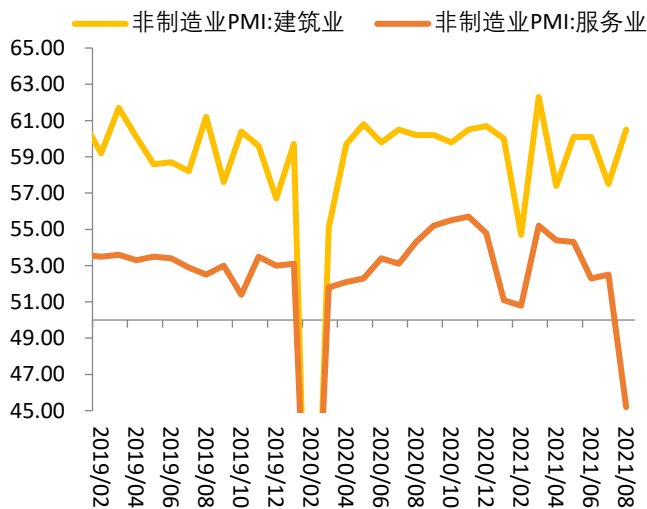
8 月下旬以来疫情基本收敛，各地管控措施放开，地铁客运逐渐恢复，业务活动预期指数也位于 57.3% 的较高景气区间，叠加中秋、国庆假日临近，服务业有望逐步改善。

图 1：PMI 指数



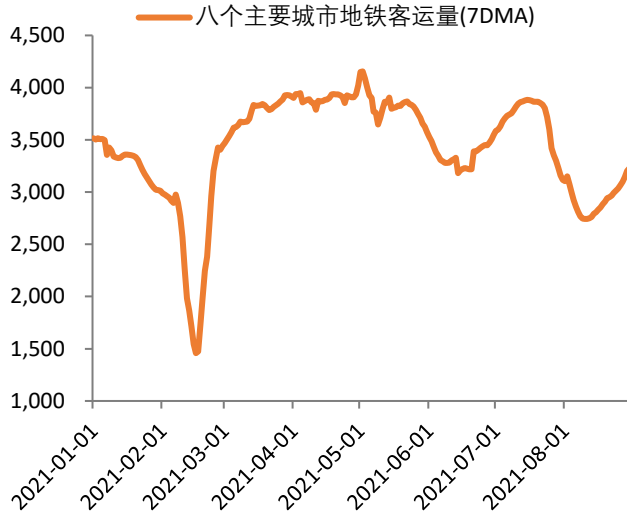
资料来源：Wind，优财研究院

图 2：非制造业 PMI



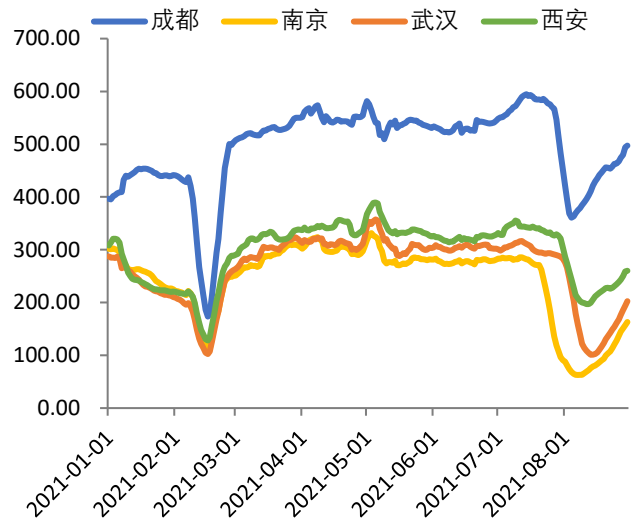
资料来源：Wind，优财研究院

图 3：8 个主要城市地铁客运量(7DMA, 万人次)



资料来源：Wind，优财研究院

图 4：地铁客运量(7DMA, 万人次)



资料来源：Wind，优财研究院

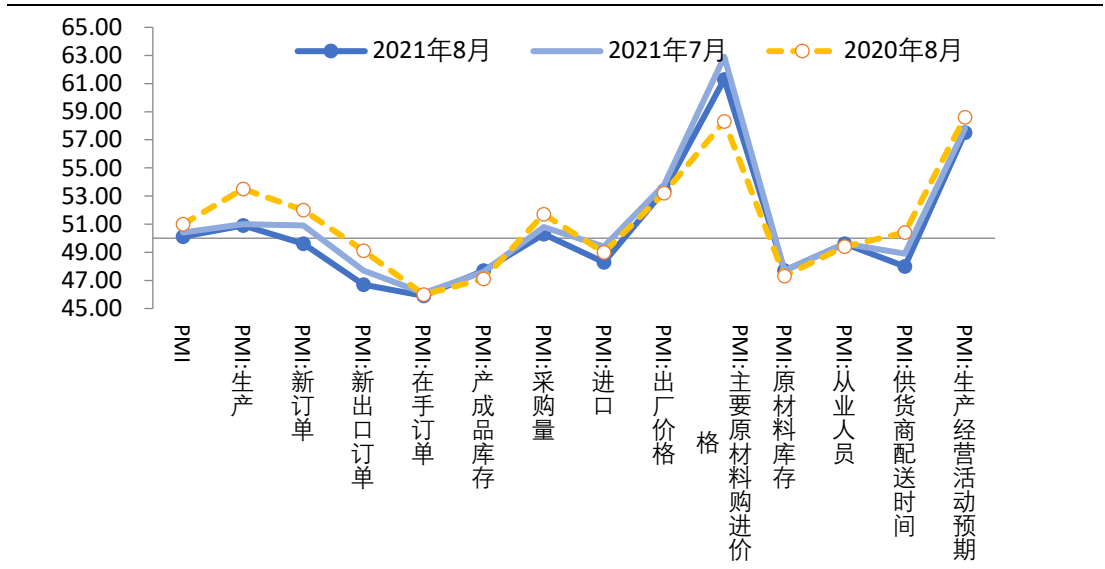
二、制造业动能仍在放缓，供需结构走弱

制造业动能继续走弱，同时受到短期疫情反复和供应端短缺、中期周期性风险、以及监管政策持续释放的冲击，需求端回落快于生产端下供需结构持续走弱，企业“被动补库存”。8月生产指数 50.9%，回落 0.1 个百分点，而需求端回落明显，新订单回落至荣枯线下方，新出口订单收缩区间继续下滑，两者分别回落 1.3 和 1.0 个百分点，供需结构继续走弱。同时“订单-库存”反映的经济动能继续弱化，继续呈现“被动补库存”特征

分行业来看，农副食品加工、造纸印刷及文教体美娱用品、铁路船舶航空航天设备等行业生产指数均位于 55.0%以上较高景气区间，生产增长加快；石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工、汽车等行业生产指数低于临界点，生产环

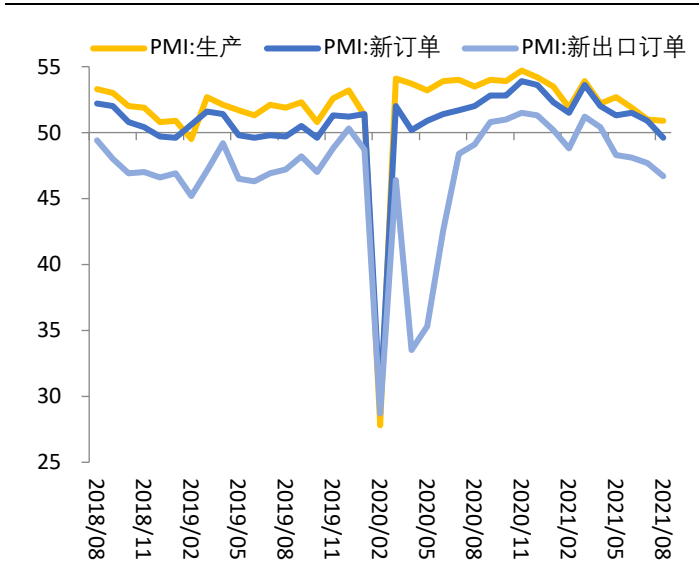
比减少。有调查企业反映受疫情汛情等因素影响，原材料供应及产品交付不畅，生产周期延长，新接订单因此减少。

图 5：官方制造业 PMI 分项



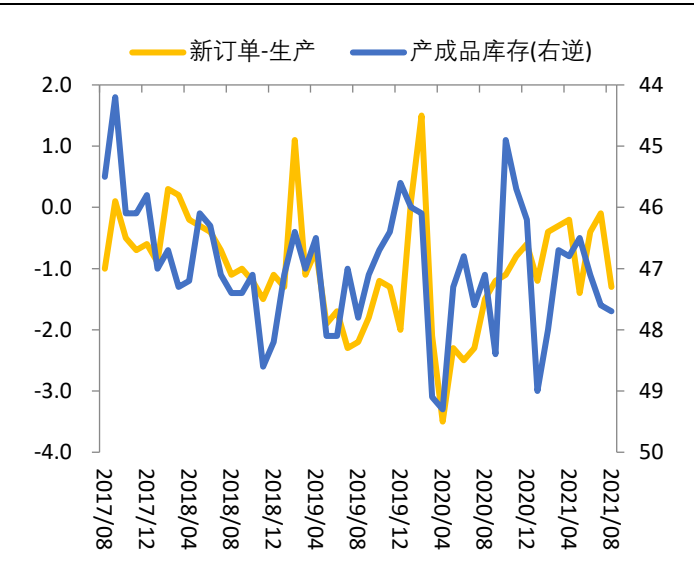
资料来源：Wind，优财研究院

图 6：需求端回落明显



资料来源：Wind，优财研究院

图 7：供需结构走弱，企业“被动补库存”



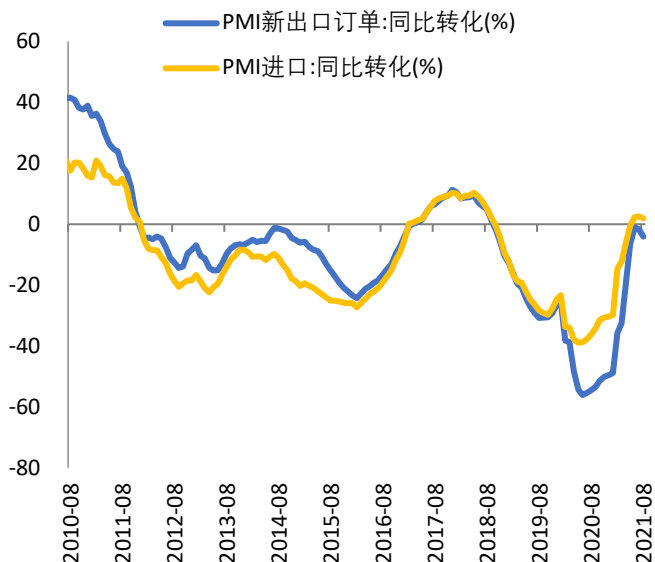
资料来源：Wind，优财研究院

三、出口订单荣枯线下方继续回落

新出口订单荣枯线下方继续收缩，订单回流、运价高企等仍有拖累。8月新出口订单指数46.7%，继续回落1个百分点，并连续4个月处于收缩区间。出口订单持续收缩区间继续下滑，一方面受海外经济生产活动重启后部分订单回流的影响，尽管Delta变异毒株扩散下欧美疫情反弹，但超过50%的完全接种率下疫情并未阻断欧美重启。另一方面，物流运输瓶颈下运价却持续创新高，出口企业接单意愿不足也导致出口订单回落。同时，钢铁进出口关税等政策、或上游供给瓶颈等也可能影响企业出口接单意愿和能力。

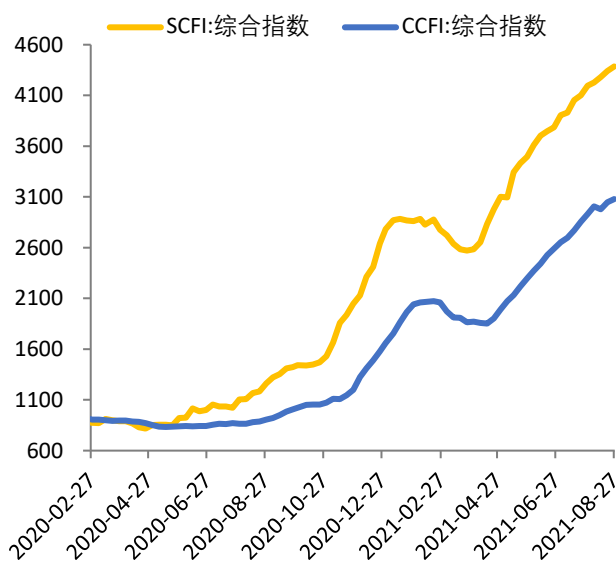
中期看，出口动能逐渐减弱，四季度下行压力加大。一方面，随着后续美国财政补贴退坡下居民收入效应减弱，耐用品需求面临透支压力，商品与服务消费趋势收敛。另一方面，美国群体免疫渐行渐近，外部生产恢复下订单回流或将加速。不过短期内，补库存需求仍然支撑外需，设备类出口也仍有提振，订单回流以及防疫物资出口退坡斜率预计较缓，四季度下行压力加大。

图8：新出口订单和进口指数 PMI 同比转化（%）



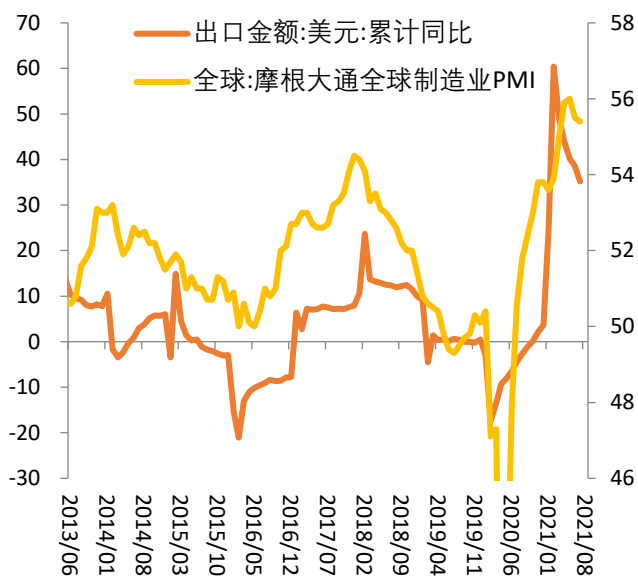
资料来源：Wind，优财研究院

图9：运价指数续创新高



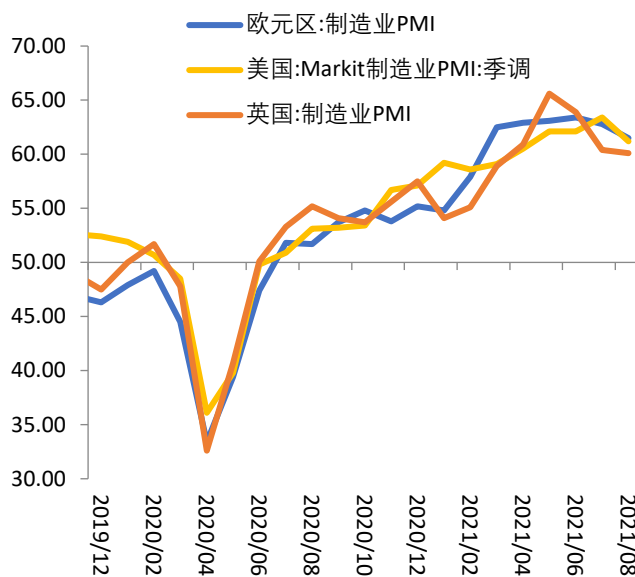
资料来源：Wind，优财研究院

图 10：全球经济复苏趋势支撑国内出口



资料来源：Wind，优财研究院

图 11：欧美制造业景气度仍在高位



资料来源：Wind，优财研究院

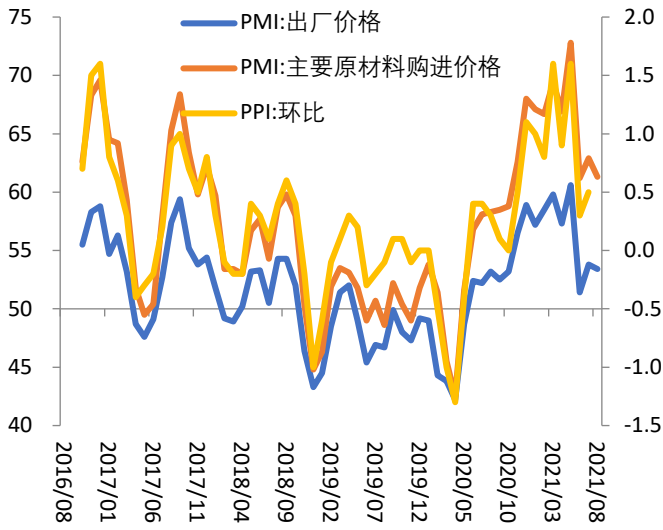
四、价格指数高企，经济仍呈现“类滞胀”特征

需求回落+价格仍高下经济“类滞胀”仍明显。8月大宗商品价格高位震荡，油价回落、黑色偏弱、煤炭偏强，价格指数回落，但绝对值仍高，需求回落+价格仍高下经济“类滞胀”仍明显，PPI-CPI剪刀差收敛较慢下制造业成本端压力较大。预计三季度PPI同比仍将高位徘徊，四季度下行加快。

原材料购进价格和出厂价格8月分别回落1.6和0.4，预计本月PPI环比增速小幅回落，“出厂价-购进价”负值收窄，对中下游部分工业企业利润或存在一定正面改善支撑。

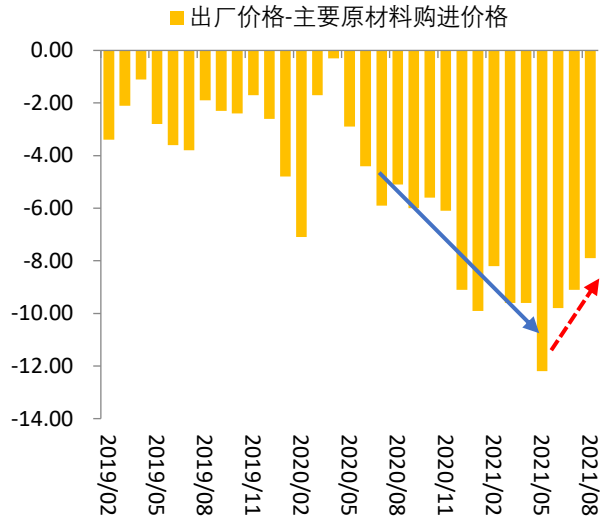
这也与BCI指数给出的信号基本一致。7月BCI中间品价格前瞻指数较6月继续明显回落，反映企业在本轮复苏周期以来首次预期6个月后的原材料价格会明显走低。

图 12: 原材料购进和出厂价格指数



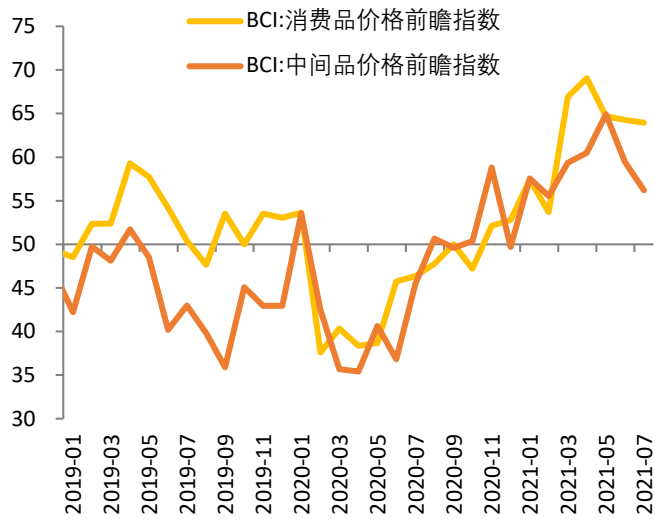
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: “出厂价-购进价”剪刀差



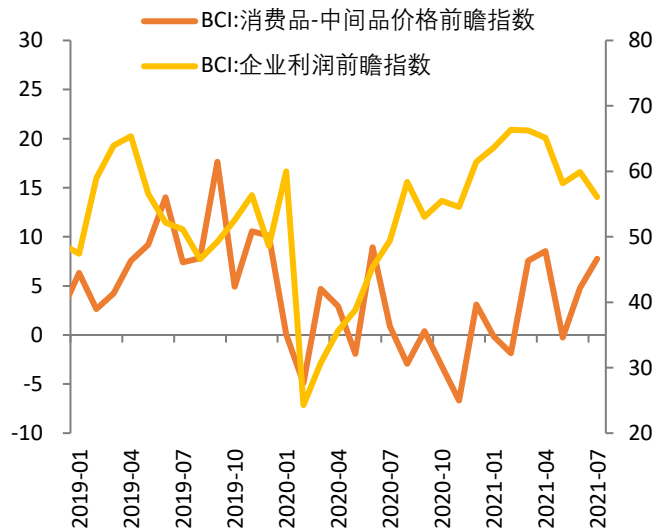
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 中间品价格前瞻指数继续明显回落



资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 企业前瞻指数



资料来源: Wind, 优财研究院

五、风险提示

出口和地产超预期回落, 信用收缩节奏超预期, 病毒变异影响疫苗有效性

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。