

宏观利率

2023年8月PMI点评兼论利率影响

经济复苏曲折，债市尚不逆风

2023年8月31日

宏观利率/事件点评

分析师：

郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

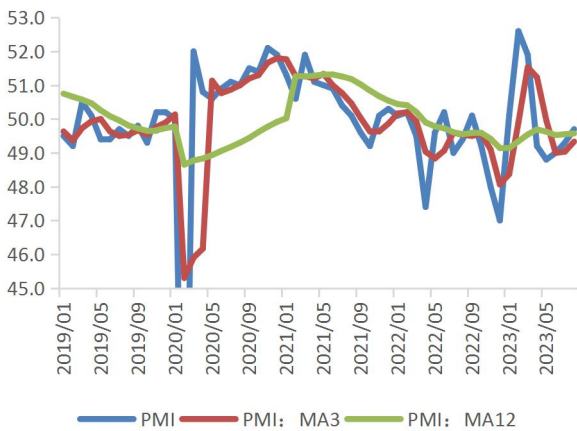
邮箱：guorui@sxzq.com

核心观点：

- **市场启示：经济复苏曲折，“政策底”需进一步夯实，债市尚不逆风。**8月PMI显示经济持续弱复苏，但产成品库存偏高、就业偏弱、需求不足、预期偏弱等问题没有明显改善。8月下旬以来国内“政策底”进一步夯实，叠加资金面扰动、利率债供给增加等短期因素，10年国债收益率略有回升。当前经济基本面弱势，8月降息后降准预期加大，货币政策下半年稳中偏松，存款利率下调短期有利于债市资金面，判断收益率反弹空间有限。而收益率历史底部区域叠加“政策底”，短期内不具备再度下行动力。
- **制造业景气度收缩放缓，非制造业景气度扩张放缓，建筑业景气度反弹。**8月制造业PMI为49.7%（前值49.3%），在枯荣线以下连续3个月回暖。8月非制造业商务活动PMI为51.0%（前值51.5%），在枯荣线以上连续5个月回落，其中服务业PMI为50.5%（前值51.5%），建筑业在逆周期稳增长下，PMI反弹至53.8%（前值51.2%）。
- **需求边际弱复苏、生产加快。**8月生产指数为51.9%（前值50.2%），边际改善。在手订单指数为45.9%（前值45.4%）。生产边际上好于在手订单，生产和在手订单之差回升至6.0%（前值4.8%）。新订单指数为50.2%（前值49.5%），和产成品库存指数之差回落至3.0%（前值3.2%），新出口订单缓慢恢复至46.7%（前值46.3%）。8月需求弱复苏，出口弱势，生产加快是制造业景气度反弹的主要动力。
- **因生产快于需求，产成品库存较上月攀升。**8月产成品库存指数47.2%（前值46.3%），整体库存水平（MA12）偏高；统计局公布的7月工业企业名义产成品存货增速为1.6%（前值2.2%），剔除价格因素，实际产成品库存增速为6.3%（前值8.0%）。产成品存货的名义增速和实际增速分位数分别处于2016年以来的17.0%、64.6%，因此当前工业实际库存水平仍偏高。
- **价格水平抬升，中期内或仍波动。**2023年6月以来多数大类商品延续涨价趋势，受原材料涨价的滞后影响，8月国内价格指数有所回升，主要原材料购进价格指数回升至56.5%（前值52.4%），出厂价格指数回升至52.0%（前值48.6%）。然而8月原材料价格走势分化，CRB现货指数环比转为下跌0.92%，同比降幅扩大，因此中期内工业品价格回升大概率不会一帆风顺。8月出厂和购进价格差进一步负向扩大至-4.5%（前值-3.8%），中游企业盈利能力面临短期波动。
- **制造业活动预期指数回升，采购相对稳定。**8月制造业、建筑业、服务业生产经营活动预期指数分别为55.6%（前值55.1%）、60.3%（前值60.5%）、57.8%（前值58.7%）。制造业采购量指数边际回升至50.0%（前值49.5%）。采购相对于生产有所回落，相对于原材料库存略有回升。
- **就业情况仍不佳。**8月制造业、建筑业就业情况延续回落，服务业就业情况有所改善。
- **风险提示：**国内稳增长政策超预期；外需大幅回落；地缘政治风险。

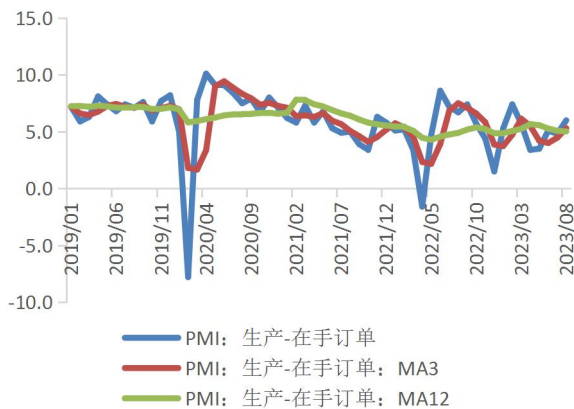


图 1：制造业 PMI (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：PMI：生产-在手订单 (%)



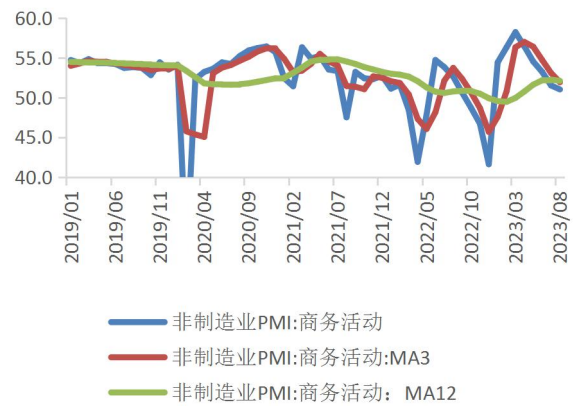
资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：CRB 现货指数领先 PMI 出厂价格指数 (%)



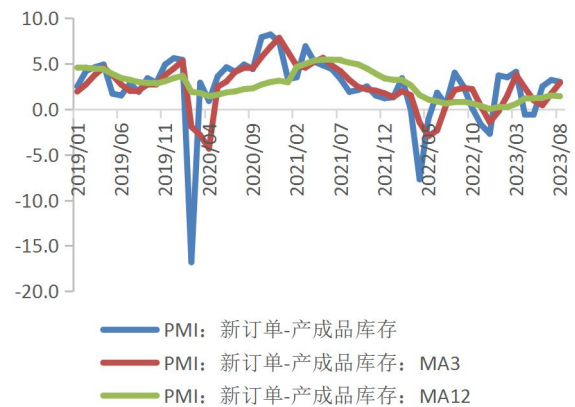
资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：非制造业 PMI:商务活动 (%)



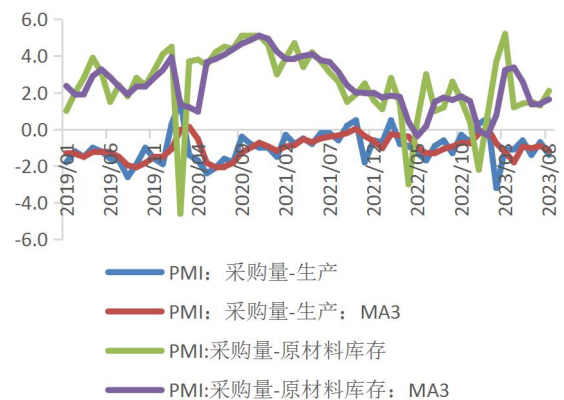
资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：PMI：新订单-产成品库存 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：PMI：采购量-生产、采购量-原材料库存 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

分析师承诺:

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师,本人承诺,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责,保证信息来源合法合规,研究方法专业审慎,分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

