

宏观利率

2022年8月PMI数据点评

经济恢复偏慢，库存去化仍需时日

2022年8月31日

宏观利率/定期报告

分析师：

姓名：郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com**核心观点：经济内生动力弱，政策空间仍存，收益率或将温和式下行**

- **8月制造业景气度恢复缓慢，建筑业保持较快扩张，服务业恢复放缓。**疫情、高温、需求偏弱等因素叠加企业进入主动去库存阶段，8月制造业PMI微幅回升至49.4%（前值49.0%），恢复缓慢但略超wind一致预期的49.0%。非制造业商务活动PMI回落至52.6%（前值53.8%）。其中建筑业指数56.5%（前值59.2%），建筑业新订单指数和业务活动预期指数分别升至55.5%和64.1%；服务业指数回落至51.9%（前值52.8%），房地产、租赁及商务服务、居民服务等行业继续位于收缩区间。
- **需求恢复不足，生产活动及预期维持低位。**8月制造业新订单指数49.2%（前值48.5%），新出口订单指数48.1%（前值47.4%），2016年以来分位数分别为8.8%、34.1%，外需好于内需。7月以来，新订单指数和生产指数剪刀差低位回升，并非需求端恢复有多强，而是企业信心不足、生产放缓，主动去库存所致。8月生产指数为49.8%，持平于7月。生产经营活动预期指数52.3%（前值52.0%），分位数处于2016年以来的3.7%。
- **企业产成品库存去化加速，采购积极性低。**8月制造业产成品库存指数45.2%（前值48.0%），处于2016年来6.3%分位（前值79.4%），库存去化加速。但趋势上看，工业企业库存还维持在高位，8月工业企业产成品存货同比高增16.8%，未来主动去库存仍将延续。由于生产信心仍未恢复，企业采购量指数仅回升至49.2%，2016年以来分位数为12.6%，原材料库存指数为48.0%（前值47.9%），2016年以来分位数为44.3%。
- **制造业价差边际恢复至2016年来高位。**8月PMI制造业出厂价格44.5%（前值40.1%），主要原材料购进价格44.3%（前值40.4%），价差恢复至0.2%，边际上达到了2016年以来的最高值，有利于中下游企业经营状况边际改善。但近12个月平均价差处于2016年以来中等水平，盈利层面还难以推动企业信心恢复。
- **就业缓慢恢复，小型企业生产经营压力大。**8月制造业、建筑业、服务业从业人员指数分别为48.9%（前值48.6%）、47.7%（前值47.7%）、46.7%（前值46.6%）。7月以来小型企业经营景气度持续下降，不利于就业的吸纳。
- **市场启示：经济内生动力弱，政策空间仍存，收益率或将温和式下行。**当前内需不足，工业主动去库存，价差有所恢复但企业盈利改善较慢，就业恢复缓慢，政策仍需进一步加码。8月收益率台阶式下行主要归因于经济弱势和意外降息，货币政策空间打开，资金利率向政策利率靠拢过程缓慢等因素。9月至10月，新一轮稳增长举措、二十大盛会、LPR调降效应显现、获利止盈、美联储加息预期上升等带来扰动，但经济偏弱是现实，19项接续政策效果仍待观察，8月降息使得货币政策“克制”预期逐渐向对债市有利的方向转化。相较于8月的台阶式下行，收益率未来更可能以温和的方式下行。
- **风险提示：**8月社融表现超预期；稳楼市获得实质性进展；二十大政策



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



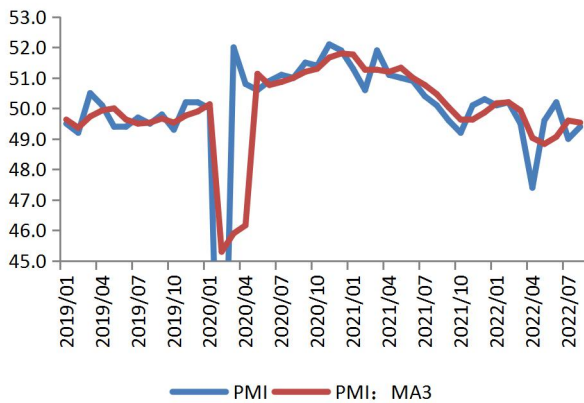


布局超预期。

图表目录

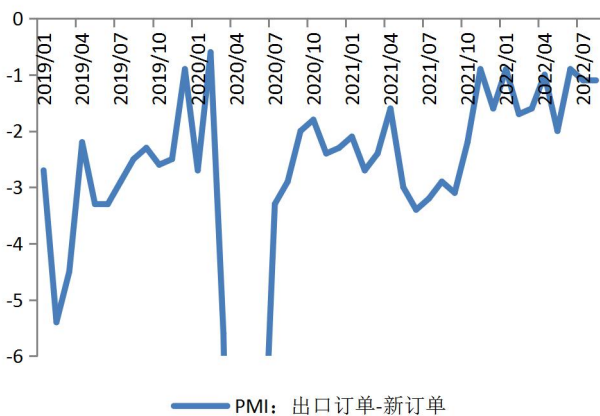
图 1: 制造业 PMI (%)	3
图 2: 非制造业 PMI:商务活动 (%)	3
图 3: PMI: 新出口订单-新订单 (%)	3
图 4: PMI: 出厂价-购进价 (%)	3
图 5: 采购量及原材料库存 PMI (%)	3
图 6: 不同规模企业 PMI (%)	3

图 1：制造业 PMI (%)



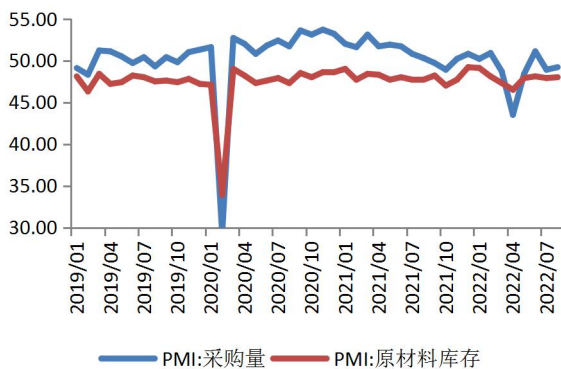
资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：PMI：新出口订单-新订单 (%)



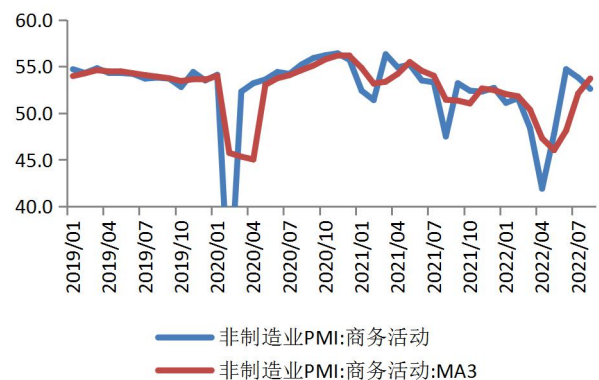
资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：采购量及原材料库存 PMI (%)



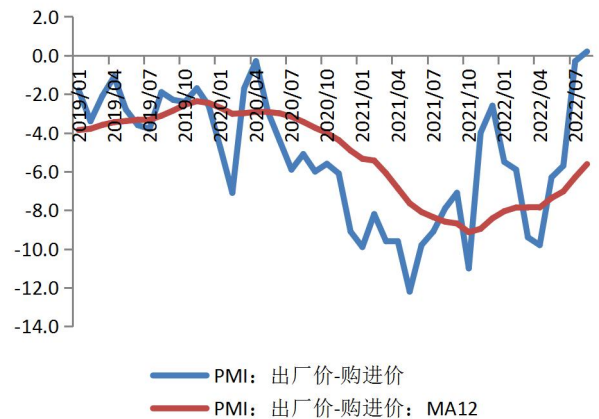
资料来源：wind，山西证券研究所

图 2：非制造业 PMI:商务活动 (%)



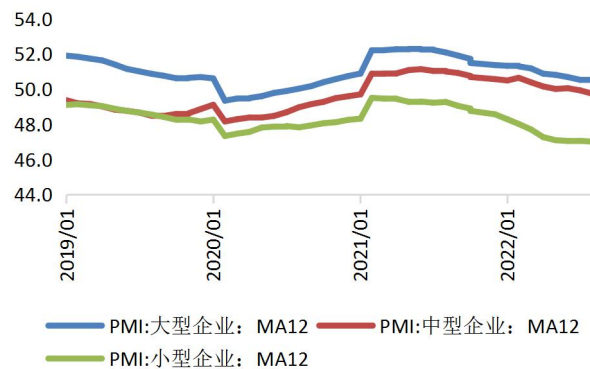
资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：PMI：出厂价-购进价 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：不同规模企业 PMI (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，本报告的任一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

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

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

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

电话：010-83496336