

# 经济恢复面临挑战，利率仍存下行空间

## ——8月 PMI 数据点评 20220831

报告日期： 2022-08-31

首席分析师： 颜子琦

执业证书号： S0010522030002

电话： 13127532070

邮箱： yanzq@hazq.com

研究助理： 杨佩霖

执业证书号： S0010122040030

电话： 17861391391

邮箱： yangpl@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 事件：

8月31日，统计局公布2022年8月PMI数据。8月，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.4%，比上月回升0.4个百分点；非制造业商务活动指数为52.6%，比上月回落1.2个百分点。

#### ● 经济恢复面临挑战，利率仍存下行空间

整体来看，8月PMI数据表明当前经济运行仍面临挑战，本月经济运行特征包括：供需弱恢复、主动去库存、价格持续回落、预期边际改善。具体来看，本月制造业供需两侧呈现弱恢复态势，同时在需求侧未有明显好转迹象的情况下，价格指数持续走低或表明当前主动去库现象仍相对明显，企业对未来经营预期继续保持谨慎。非制造业方面，受高温及疫情因素影响，建筑业与服务业商务活动指数双双走弱，其中建筑业需求侧在政策持续加码下继续呈现恢复态势。

债市观点方面，本月经济运行遭受疫情反复及高温等多重挑战，供需两侧呈现弱恢复态势，基本面方面不会对债市形成明显利空，而资金面方面虽有短期承压，但中期维度来看或仍有财政驱动因素支撑，因此整体来看，我们认为债市未来将保持低位震荡，不建议追涨超长端，建议保持杠杆、做低曲线凸点、并实施“类利率波段策略”以增厚策略收益。

#### ◆ 需求端边际改善，产成品库存大幅走低。

8月制造业新订单指数录得49.2%，环比上行0.7pct，较过去5年同期均值低出2.1pct，继续位于临界值以下，市场需求仍略显不足，但呈现出边际改善迹象。外需方面，本月新出口订单指数录得48.1%，同样较前值回升0.7pct，但也同样仍处于收缩区间，考虑到俄乌地缘冲突以及主要国家采取紧缩政策等因素，预计外需后续仍存在下行风险。

8月生产指数录得49.8%，较前值持平，略低于临界值，较过去5年同期均值低出2.9pct。在手订单与产成品库存分别较前月回升0.5pct与回落2.8pct，“新订单-产成品库存”构建的生产动能指数较前月大幅提升

3.5pct，当月录得 4.0%，为近一年以来的最高点，表明当前企业生产意愿明显提升。

整体来看，在国内局部地区出现疫情反复，以及高温限电等因素的影响下，8 月供需两侧仍相对较弱，边际改善有限，考虑到价格指数尽管有所回升但仍明显低于荣枯线，因此产成品库存的大幅减少或仍是企业的主动去库存行为。

◆ 价格指数边际回升，预计 8 月 PPI 或在 2.7%左右。

8 月出厂价格指数与原材料购进价格指数录得 44.5%与 44.3%，分别较前值回升 4.4pct 与 3.9pct，均显著低于历史正常水平。

具体来看，本月国内猪肉价格窄幅震荡，焦煤、焦炭及钢铁等黑色系商品在地产端弱景气的影响下价格仍表现偏弱，与此同时，在全球经济悲观预期影响下，石油价格再度回落，化工原料等产品价格同样有所下行。根据两大价格指数与 PPI 环比的相关性，我们对 8 月 PPI 进行测算，预计 8 月 PPI 环比降幅较 7 月有所收窄，PPI 同比涨幅或在 2.7%左右。

◆ 企业预期边际回暖，用工及备料提速。

8 月制造业企业经营预期较前值小幅回升 0.3pct 至 52.3%，较去年同期下降 5.2pct，较过去 5 年同期均值下降 4.9pct，表明在供需两侧弱恢复的作用下，企业对于未来的经营预期仍保持谨慎，当前距离正常区间仍存在较大恢复空间。

企业用工及备料边际改善，但仍处于收缩区间。8 月，制造业采购与进口指数分别录得 49.2%与 47.8%，分别较前月回升 0.3pct 与 0.9pct，原材料库存指数小幅回升 0.1pct 至 48.0%，从业人员指数回升 0.3pct 至 48.9%。整体来看，受预期边际改善影响，企业用工及备料有所提速，但仍处于收缩区间。

◆ 大型企业 PMI 回归荣枯线上，小型企业景气度再度回落。

8 月大中小型制造业企业 PMI 分别录得 50.5%、48.9%与 47.6%，分别较前值回升 0.7pct、回升 0.4pct 与回落 0.3pct。具体来看，大型企业景气度结束连续两个月的回落，当前回归至荣枯线上，中型企业景气度同样边际改善，但改善幅度不及大型企业，当前仍处于收缩区间，而小型企业则继续低位运行，景气度再度出现回落。

整体而言，各类型企业景气度仍呈现明显分化，小型企业景气度长期低于大中型企业，其中成本压力随着原材料价格的回落而有所减轻，后续

应当继续关注需求侧的回暖对中小企业景气度的边际贡献。

#### ◆ 建筑业与服务业景气度双双回落。

非制造业方面，8月非制造业商务活动指数录得52.6%，较上月小幅回落1.2pct。其他主要分类指标多数边际回升，其中新订单指数小幅回升0.1pct至49.8%，投入品价格回升1.4pct至50.0%全面下行回升，销售价格指数边际回升0.2pct至47.6%，从业人员指数边际回升0.1pct至46.8%，业务活动预期指数则边际回落0.7pct至58.4%。

分行业来看，服务业商务活动指数下行0.9pct至51.9%，整体恢复速度有所放缓，但仍保持相对景气，主要原因在于高温天气及疫情反复等因素，对接触性服务产生不利影响。建筑业商务活动指数回落2.7pct至56.5%，其中新订单指数为53.4%，比上月上升2.3个百分点，业务活动预期指数为62.9%，比上月上升1.9个百分点。整体来看，服务业景气度再度小幅回落，恢复速度有所放缓，而建筑业则在政策支持加码的作用下，需求侧与企业预期均有良好表现，但在高温及疫情影响下，服务业与建筑业商务活动指数均有所放缓。

#### ● 投资策略：保持杠杆、做低曲线凸点、“类利率波段策略”

从PMI表现来看，8月经济恢复速度有所放缓，供需两侧呈现弱恢复态势，同时在需求侧未有明显好转迹象的情况下，企业对未来经营预期仍保持谨慎，主动去库现象相对明显。后续来看，8月31日，国务院总理主持召开国务院常务会议，提出要用“放管服”改革办法再推进稳经济一揽子政策发挥效能，接续政策细则9月上旬应出尽出，着力扩大有效需求，巩固经济恢复基础，再度强调对投资消费的支持力度，在政策面继续维持利好。

整体而言，从基本面来看，当前经济运行现状对债市仍不构成显著利空，考虑到近期我国局部地区再度出现疫情反复，因此后续经济恢复能否提速，仍取决于疫情防控情况，以及增量政策能否引导需求侧实现回暖。

资金面方面，受跨月季节性因素，以及大行主动减少资金融出等因素影响，近期资金面存在短期波动。后续来看，跨月影响基本结束，短期内财政净投放仍有余量，同时专项债结存发行规模有限，预计短期内财政因素或仍驱动资金面维持宽松，流动性尚未见到拐点。

债市观点方面，本月经运行受疫情反复及高温等多重挑战，供需两侧呈现弱恢复态势，基本面方面不会对债市形成明显利空，而资金面方面虽有短期承压，但中期维度来看或仍有财政驱动因素支撑，因此整体来看，我们认为债市未来将保持低位震荡，不建议追涨超长端，建议保

持杠杆、做低曲线凸点、并实施“类利率波段策略”以增厚策略收益。

● 风险提示

人民币可能出现进一步贬值；疫情反复具有不确定性。

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**颜子琦，华安固收首席分析师，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，5年卖方固收研究经验，曾供职于民生证券研究院、华西证券研究所。

**研究助理：**杨佩霖，华安固收研究助理，英国布里斯托大学理学硕士，1年卖方固收研究经验，曾供职于德邦证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。