

修复较弱 基建托底

8月PMI点评

核心内容:

- **制造业需求弱恢复，生产仍受压制** 8月份制造业PMI仍然处于荣枯线以下，需求从低位小幅回升，生产暂无改善，库存整体仍在去化。PMI的边际上行主要与低基数下的环比修复、大宗价格企稳和政策支持下基建项目的持续落地相关，而外需的韧性叠加人民币汇率贬值对需求也有拉动。7月大宗调整后，去库存明显的上游行业的原材料库存和出厂价格均有所上行。整体上，8月份制造业仍然面临疫情反复和高温的影响，需求弱势但出现了修复，9月PMI可能继续小幅改善。
- **去库存仍在进行** 产成品库存继续下行，原材料库存略有上升。8月产成品库存下降2.8达到45.2，原材料指数升高0.1至48.0。7月份大宗商品价格大跌之下，原材料和能源类主动减产去库存，而本月大宗商品企稳后，非金属制品、化学原料和有色金属库存都出现回升，但黑色系库存仍在下滑。景气度较好的通用设备和计算机通信库存出现上行，但PMI整体还是反映了制造业整体仍在需求偏弱下主动去库存。
- **服务业修复放缓** 8月份服务业仍处于景气区间，但修复在疫情扰动下进一步放缓，全国经营活动状况下行1.2至52.6。生产性服务业回落最明显的是交通运输业(-6.3)，其中航空和水上运输大幅下滑：在疫情影响的基础上，航空的环比下行主要由于上个月基数过高，而水运则可能受到高热的影响。消费性服务中景气度最高的依然是住宿餐饮，而生态环境保护和公共设施管理业次之，零售小幅回落但依然不弱。服务业的利润在上两个月恢复后再次出现下行，中间投入价格却出现上升，给服务业改善造成压力。疫情威胁仍在的情况下，服务业需求弱恢复的状态可能延续。
- **基建托底建筑业** 8月份建筑业经营活动状况下行2.7至56.5，土木工程建筑业下行1.0至57.1，高热天气依然不利于开工，但包括新订单、价格和预期等数据均有改善，一定程度上体现扩大有效投资（基建）的作用，这也利于在农民工占比大的建筑业以工代赈，进一步缓解就业压力。而房地产依然处于下滑中，其经营活动下行0.8个点至44.9，新订单继续下滑至39.6，预期同样下行。
- **8月在上月的“小坑”后企稳** 综合来看，8月PMI的弱恢复主要受到基建托底、外需上行、大宗商品价格企稳的支持，但高温的季节性影响、疫情的压制和房地产业的疲弱对需求的压制依然十分明显。在基建继续发力、高温消退、外需短期韧性和政策关注房地产业的情况下，9月PMI很可能继续边际修复，疫情还是严重的限制因素。尽管短期边际改善可期，但经济恢复还处于观察期，我国对当下经济问题在中长期的应对以及结构调整还有待明确。

核心风险：疫情变化、房地产业下行与海外经济衰退超预期

分析师

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码: S0130515030003

特别感谢: 于金潼

2022年8月份中采制造业PMI指数49.4，比7月份上行0.4，低于近年均值0.8。服务业PMI录得52.6，比7月份下行1.2，高于近年均值0.4；建筑业PMI录得56.5，比上个月回落2.7，低于近年均值4.1。中采先进制造业EPMI录得48.5，比上月上行0.3，低于近年均值2.1。

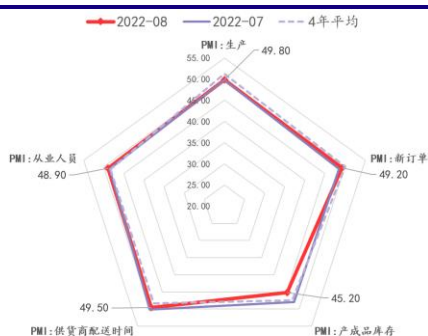
一、制造业需求弱恢复，生产仍受压制

8月份制造业PMI仍然处于荣枯线以下，需求从低位小幅回升，生产暂无改善，库存整体仍在去化。PMI的边际上行主要与低基数下的环比修复、大宗价格企稳和政策支持下基建项目的持续落地相关，而外需的韧性叠加人民币汇率贬值对需求也有拉动。7月大宗调整后，去库存明显的上游行业的原材料库存和出厂价格均有所上行。整体上，8月份制造业仍然面临疫情反复和高温的影响，需求弱势但出现了修复，9月PMI可能继续小幅改善。

8月份制造业生产保持49.8(+0.0)，新出口订单上行至48.1(+0.7)，产成品库存下行至45.2(-2.8)。8月份订单上行幅度高于生产(+0.7)，内在基建支持下出现改善，但仍然偏弱。虽然海外处于紧缩周期，但消费显现出相当韧性，外需表现不差，8月出口订单48.1(+0.7)也对需求回升做出贡献；美联储和欧央行保持紧缩的态度相当明确，外需未来仍然承压，但美国耐用品消费近期的反弹暗示着外需短期还有粘性。本月炎热的天气导致四川生产因电力问题受到掣肘、累计新增感染比6、7月份大幅上升都对产需形成压制，也反映经济恢复基础不牢；考虑到生产淡季将要过去，产成品库存偏低，在基建托底内需的同时，节日订单和海外消费韧性对外需短期有支撑，9月产需有望继续改善。

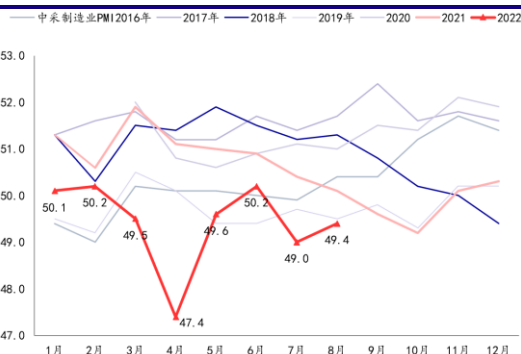
8月份生产环比没有变化，仍然低于景气区间和均值，但在新订单和出口订单双双上升以及产成品库存低位之下，未来供给扩张还有空间。7月份工业增加值环比增速放缓、工业利润出现降幅，反映出产需受到疫情、生产淡季、高温和地产疲弱的影响，而这些因素在8月没有明显改善，继续限制生产和内需恢复。在7月大宗商品价格大跌和房地产拖累带动上游减产去库存后，8月上游生产在价格回升和上月低基数的背景下环比出现从底部的改善，也侧面显示了基建发力的效果。包括高炉开工率和钢铁价格在内的数据都有上行，印证了黑色系的恢复，而基建拉动也使非金属矿物制品业生产上升。除了上游生产的整体改善，设备类表现同样较好，其中受内外需提振的通用设备扩张明显，受益于外需的计算机通信和电器机械也有进步，汽车稍有下滑但仍处于扩张区间。

图 1：中采制造业 PMI 变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2：PMI 季节性表现 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

新订单和新出口订单指数上升。全国订单指数上行0.7至49.2，仍低于近年均值0.8，出口订单上行0.7至48.1，高于均值0.4。内需依然受到疫情和房地产业不景气的拖累，但基建相关需求起到了

一定对冲作用，订单从底部恢复。外需方面，虽然美联储正致力于通过紧缩打击总需求，但其7月份商品消费数据展现了相当的韧性，耐用品和服装鞋帽环比增速加快，这对外需短期有利；但是需要注意到美国通胀控制主要通过削弱消费进行，而欧洲也大概率跟随美国保持严厉紧缩，外需中期依然不乐观。内需景气度居前的有通用设备、有色金属、电器机械、专用设备和汽车；外需方面，纺织服装、有色金属、专用设备景气度较高，汽车订单出现回落。

8月配送时间指标下滑0.6至49.5,再次下行且略低于均值,其作为逆向指标的下行对PMI约有0.09个百分点的抬升，形成干扰。疫情导致的严格防控再次对物流形成阻力，导致配送时间延长，未来制造业的修复仍需要物流好转的支持。

产成品库存继续下行，原材料库存略有上升。8月产成品库存下降2.8达到45.2，原材料指数升高0.1至48.0。7月份大宗商品价格大跌之下，原材料和能源类主动减产去库存，而本月非金属制品、化学原料和有色金属库存都出现回升，但黑色系库存仍在下滑。景气度较好的通用设备和计算机通信库存也出现上行，但PMI整体还是反映了制造业整体仍在需求偏弱下主动去库存。

8月份购进价格和出厂价格都有回升，购进价格44.3(+2.9)，出厂价格44.5(+4.4)，但仍然处于历史低位。8月大宗商品在大跌后出现回升，原油价格企稳，但在伊核谈判和沙特考虑减产仍处于预期博弈之中，但主要央行坚持紧缩和内需不振可能会继续打击大宗商品价格。PPI的同比回落确定性较大，随着PPI-CPI剪刀差收敛，工业利润可能继续承压。

图 3：各行业生产 (%)

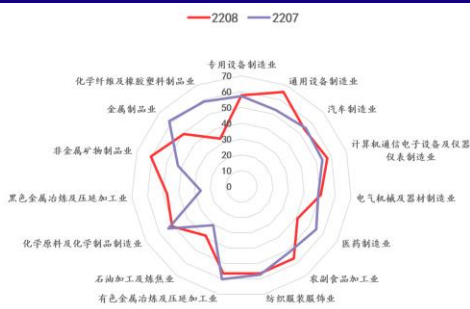


图 4：各行业新订单 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

8月大型企业PMI上行0.7至50.5，中型企业上行0.4至48.9，小型企业继续回落0.3至47.6。大企业重回景气区间与上游价格恢复相关，而中型企业的回升主要是受到了出口订单回暖的提振，同时大中企业的雇员有上升，就业整体较为平稳。而小企业受到持续的压力，雇员继续下行，出口订单也大幅下滑，受到疫情和高热等因素的冲击可能更加明显，也反映弱需求挤压其生存空间。

图 5：疫情对PMI拖累依然明显

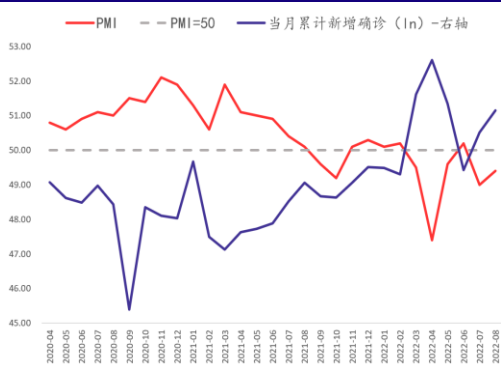
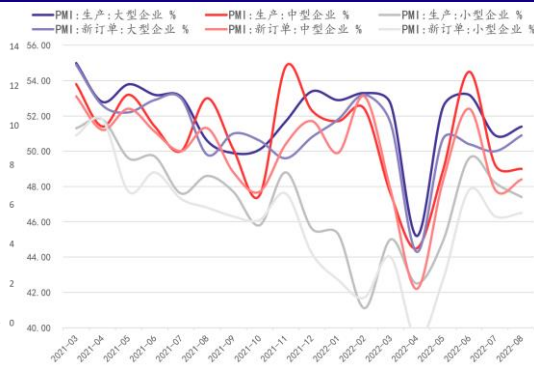


图 6：大中小企业景气度变化 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、服务业修复放缓，建筑业仍有基建托底

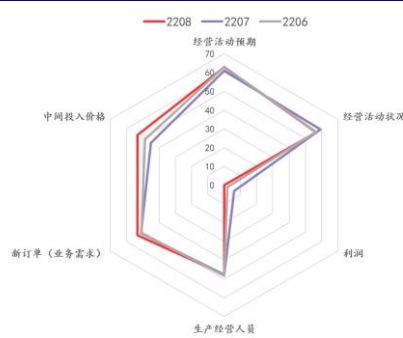
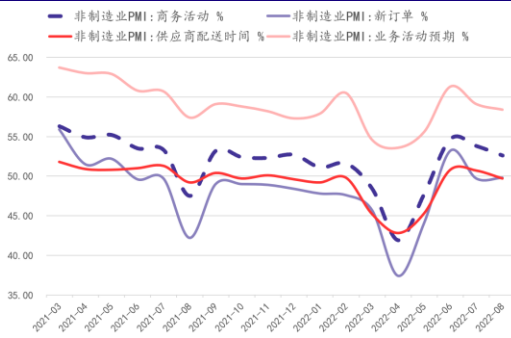
8月份服务业仍处于景气区间,但修复在疫情扰动下进一步放缓,全国经营活动状况下行1.2至52.6,略高于近年平均水平。服务业新订单下行0.3至49.2,反映需求受到限制;尽管高热影响了建筑业开工,房地产继续不振,但政策对基建的支持带动建筑业新订单自6月以来连续三个月上升。

生产性服务业整体回落,但批发业和信息服务业情况仍然较好,回落最明显的是交通运输业(-6.3),其中航空和水上运输大幅下滑;在疫情影响的基础上,航空的环比下行主要由于上个月基数过高,而水运则可能受到高热的影响。消费性服务中景气度最高的依然是住宿餐饮,而生态环境保护和公共设施管理业次之,零售小幅回落但依然不弱。服务业的利润在上两个月恢复后再次出现下行,中间投入价格却出现上升,给服务业改善造成压力;库存继续下降;经营活动预期下滑1.2至57.6,但仍然向好。疫情威胁仍在的情况下,服务业需求弱恢复的状态可能延续。

8月份建筑业经营活动状况下行2.7至56.5,土木工程建筑业下行1.0至57.1,高热天气依然不利于开工,但包括新订单、价格和预期等数据均有改善,一定程度上体现扩大有效投资(基建)的作用,这也有利于在农民工占比大的建筑业以工代赈,进一步缓解就业压力。而房地产依然处于下滑中,其经营活动下行0.8个百分点至44.9,新订单继续下滑至39.6,预期同样下行。8月24日国常会再次释放3000亿元以上政策性开发性金融工具额度以支持重点项目,6月以来新增政策性银行金融支持基建的信贷额度累计不低于1.4万亿元,和专项债配合可撬动更大资金量。因此建筑方面虽然受到地产拖累,但影响被基建部分对冲。地产虽然继续下行,但8月对5年期LPR的降调以及住建部等部门通过“政策性银行专项借款方式”作为保交楼后盾都显示了政策的关注和加码,未来企稳可能加大。

图 7: 非制造业 PMI 回落 (%)

图 8: 建筑业 PMI (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、行业情况

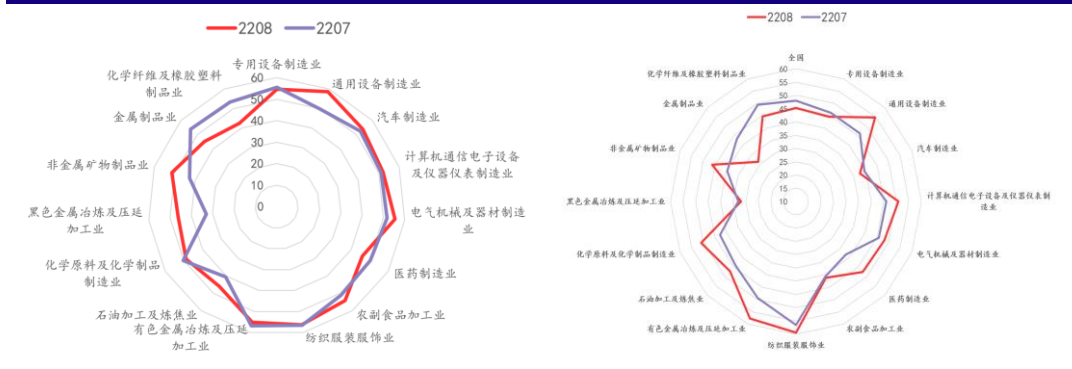
8月各行业 PMI 景气度居前的有通用设备制造、纺织服装服饰、电器机械及器材制造、有色金属冶炼及延展加工;而表现较差的有化纤及橡胶塑料制品、金属制品、石油加工及炼焦和医药制造。

通用设备本月亮眼的表现除了上月基数较低外更是收到了基建需求和外需同时改善的利好，近期设备类整体表现较好。而纺织服装业维持高景气也是收到了内外需的共同拉动，其中外需虽然中期看仍处于下滑通道，但短期韧性略超预期。有色金属受到国内新能源和汽车等产业与消费政策的支持，在原材料类中受海外周期下行定价的影响近期一直较小。而汽车虽然生产量下滑 0.1，但在政策对需求的鼓励下依然处于景气区间，生产经营活动预期继续改善。

从 PMI 环比改善的幅度看，原材料行业的修复较为明显，黑色金属在钢厂迅速去库存以及价格企稳后新订单和价格都有大幅改善，而库存依然处于低位，在基建托底叠加政策关注房地产业的情况下，短期难再出现 7 月的大跌，预计缓慢修复；而非金属矿物制品业景气改善的逻辑也大致相同。石油加工及炼焦业回升源于国际油价的企稳，原油供需预期的博弈可能导致油价短期维持现状，但还需关注伊核协定进展和 OPEC+考虑减产的情况。机械设备类的改善受到基建和出口的提振。

图 9：各行业 PMI 变化 (%)

图 10：各行业产成品库存变化 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、8 月在上月的“小坑”后企稳

综合来看，8 月 PMI 的弱恢复主要受到基建托底、外需上行、大宗商品价格企稳的支持，但高温的季节性影响、疫情的压制和房地产业的疲弱对需求的压制依然十分明显。在基建继续发力、高温消退、外需短期韧性和政策关注房地产业的情况下，9 月 PMI 很可能继续边际修复，但疫情还是严重的限制性因素。

内需方面，19 条稳经济政策的补充带动专项债和政策性银行信贷额度支持基建，对房地产的继续下滑形成对冲，导致设备、黑色系和非金属制品的明显恢复，也缓解了就业压力。疫情对运输的扰动仍在干扰制造业的产需改善，而消费性服务业也持续受到打击，需求的边际改善正在弱化；防疫进一步精准化和科学化对经济改善有重要意义。海外紧缩确定性较高，虽然短期美欧消费仍支撑外需，但未来的下行恐难以避免，因此对内需的提振对经济的持续修复更加重要。尽管短期边际改善可期，但经济恢复还处于观察期，我国对当下经济问题在中长期的应对以及结构调整还有待明确。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，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而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn