

宏观动态报告

2023年08月31日

制造业恢复但服务业回落

——2023年8月PMI分析

核心内容：

事件：8月31日国家统计局发布，8月中国制造业PMI为49.7%（前值49.3%），自4月以来持续运行在临界值以下，但5月以来持续边际改善。

分析：8月制造业PMI有三项关键指标回归临界值以上，分别是新订单、出厂价、采购量，分别预示需求改善、盈利改善、初步补库存。但问题在于，制造业新出口订单、中小企业指数、从业人员指数仍恢复不足；服务业新订单指数进一步收缩，建筑业新订单指数持续位于临界值以下。总体呈现出制造业开始边际修复，但服务业和建筑业可能回落的局面。

1. 2023年5月以来中采（官方）PMI和财新（非官方）PMI出现背离，或与出口预期变化有关。从中国出口、美国PMI也可以得到印证。

2. 新订单指数回归临界值以上，生产指数进一步加速，供需缺口进一步收窄。8月生产指数51.9%（前值50.2%），新订单恢复至50.2%（前值49.5%）。新出口订单指数和进口指数小幅回升但仍在临界值以下。

3. 出厂价指数回归临界值以上。8月出厂价指数升至52.0%（前值48.6%），回归临界值以上。原材料购进价指数升至56.5%（前值52.4%），自7月回归临界值以上之后进一步加速。

4. 采购量指数回归临界值以上，出现补库存行动迹象。8月采购量指数升至50.5%（前值49.5%），回归临界值以上，这是一个补库存的初步迹象，但产成品库存和原材料库存指数分别为47.2%和48.4%。

5. 中小企业指数在临界值以下继续恢复，但从业人员指数仍未出现改善。8月中小型企业指数分别为49.6%、47.7%。制造业从业人员指数回落至48.0%，建筑和服务业从业人员指数分别为44.7%、47.2%。

6. 服务业PMI持续下降，尤其是新订单指数在临界值以下进一步下行。8月服务业PMI降至50.5%（前值51.5%），自3月以来持续下行。其中新订单指数降至47.4%（前值48.4%），销售价格指数仍在临界值以下。

7. 建筑业PMI虽然反弹，但新订单指数仍在临界值以下。8月建筑业PMI回升至53.8%（前值51.2%），其中新订单指数为48.5%（前值46.3%）。

展望未来，当前政策组合正在陆续出台，预计经济景气度将进一步恢复。货币政策方面，6月、8月利率调降，贷款加权平均利率也再次降至历史低位。财政政策方面，专项债9月底发行完毕、10月底力争使用完毕、并研究扩大投向和用作资本金的范围。资本市场方面，证券交易印花税减半、优化IPO与再融资机制、限制减持、调降融资保证金；并明确了上市房企再融资不受破发、破净和亏损限制。地产方面，“认房不认贷”，存量房贷利率调降；及保障房建设、城中村改革也正推进。在政策持续落地并逐渐形成合力的情况下，经济景气度将持续提升。

分析师

高明

☎：18510969619

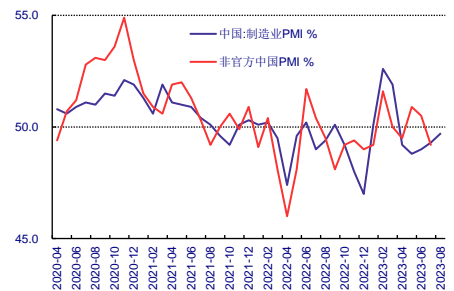
✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

风险提示：

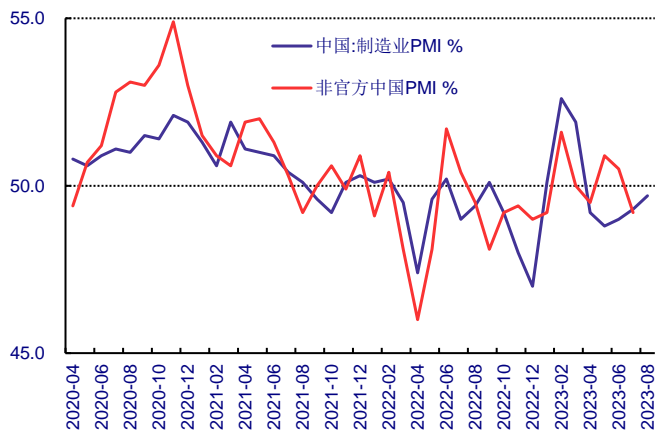
1. 政策时滞的风险
2. 持续通缩的风险

图：中采PMI与财新PMI出现背离



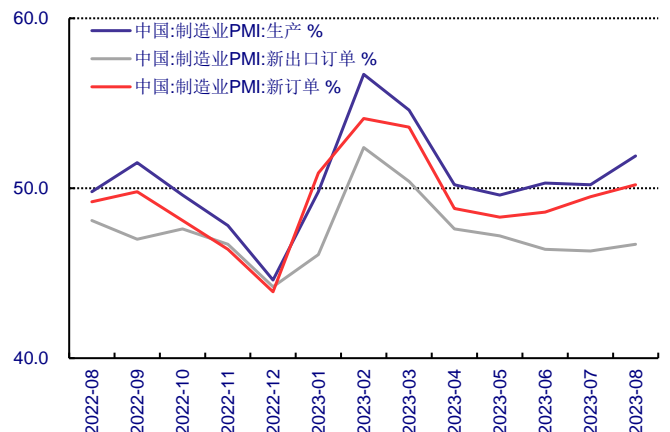
2023年5月以来中采（官方）PMI和财新（非官方）PMI出现背离，或与出口预期有关。中采制造业PMI在4月降至50以下，5月到达年内低点48.8%，随后逐渐回升但截止7月知道49.7%，仍在临界值以下。但财新PMI在5月、6月出现了50.9%、50.5%两次临界值以上的较高值，7月又降至49.2%。究其原因，可能与财新PMI调查对象主要是私营企业尤其是出口型企业更多有关。从中国出口增速和美国PMI来看，确实也都是在4月至5月相对较好，或与此后财新PMI的向好有关。

图 1. 5月以来官方PMI与非官方PMI出现了背离



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

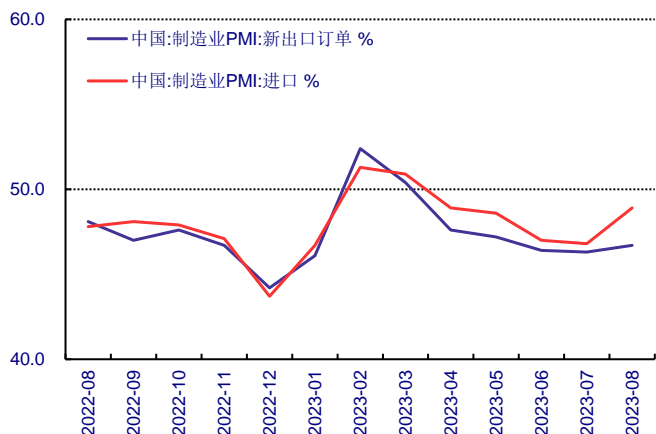
图 2. 2023年8月新订单指数回归临界值以上



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

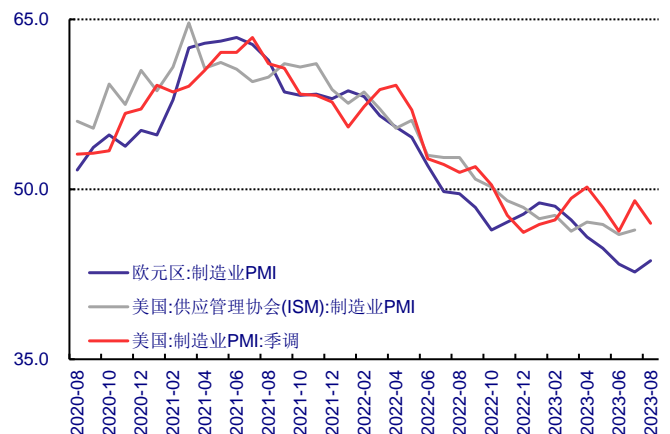
分生产和需求来看，8月制造业新订单指数回归临界值以上，生产指数进一步加速，供需缺口进一步收窄。8月生产指数51.9%（前值50.2%），新订单恢复至50.2%（前值49.5%），回归临界值以上。新出口订单指数和进口指数小幅回升但仍在临界值以下，分别为46.7%和48.9%（前值46.3%，46.8%），其中进口恢复幅度更大。出口方面，本轮美国库存周期的下行时点始于2022Q3，滞后美联储2022年3月加息之后一个季度左右，与美国制造业PMI、中国出口的下行时点基本一致，目前仍未结束下行。当前美国制造业PMI已开始企稳并向临界值回归，未来随着美联储完全停止加息（预计2023Q4），可能对中国出口会有进一步促进作用。

图 3. 8月出口新订单指数和进口指数都在临界值，但有所改善



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

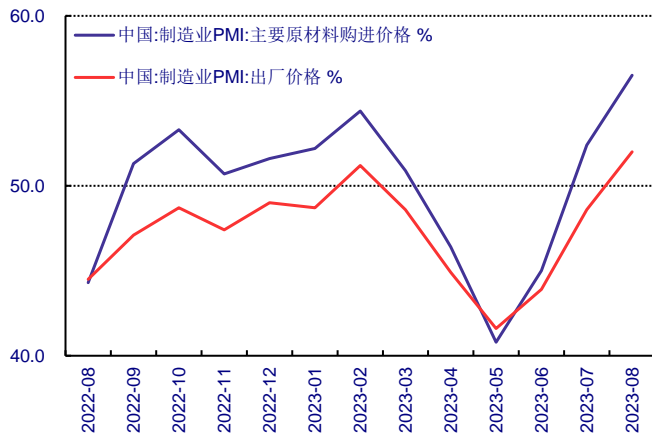
图 4. 8月美国与欧元区制造业PMI也都还处于临界值以下



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

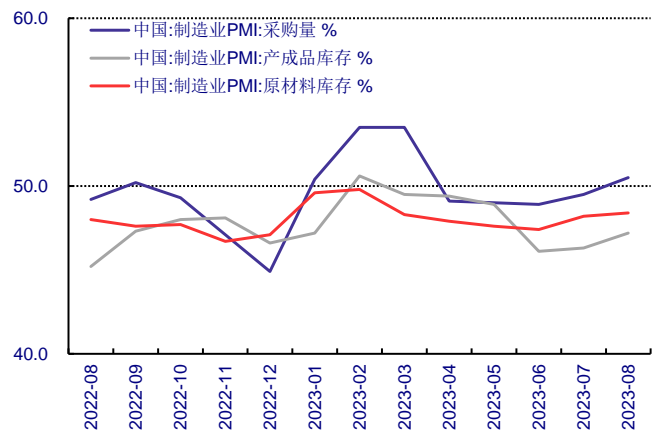
从价格来看，制造业出厂价指数回归临界值以上，有利于制造业盈利的恢复。8月出厂价指数升至52.0%（前值48.6%），回归临界值以上。原材料购进价指数升至56.5%（前值52.4%），自7月回归临界值以上之后进一步加速。从PPI走势来看，虽然7月（-4.4%）相比6月（-5.4%）已开始收窄降幅，但主要是基数因素所致，7月环比仍为负值（-0.2%）。未来需要观察到PPI环比连续转正，同比连续收窄降幅，工业企业利润增速才会更进一步恢复（1-7月同比-15.5%）。

图 5. 6月出厂价和购进价指数开始恢复，8月都回归 50%以上



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

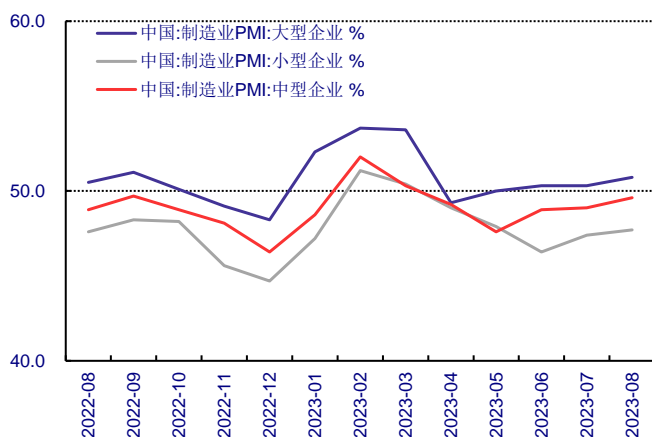
图 6. 8月制造业采购量指数上升至 50%以上



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

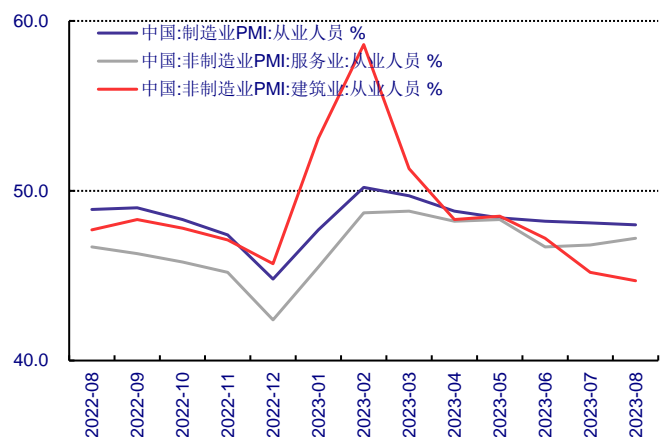
采购量指数回归临界值以上，出现补库存行动迹象。8月采购量指数升至50.5%（前值49.5%），回归临界值以上，这是一个补库存的初步迹象。产成品库存和原材料库存指数分别为47.2%和48.4%（前值分别为46.3%和48.2%）。尽管当前中国库存周期已接近见底，但内需与外需同时低迷，7月24日中央政治局会议已经部署了逆周期政策，货币政策、房地产政策等已经有所行动，但市场主体仍在期待更多的政策和更长期的改革方案。美国当前经济韧性、通胀粘性，指向美联储转向的时点进一步延后至2024Q2，同时美联储缩表计划也在持续推进，形成需求收缩效应。综上，预测库存周期见底但回升斜率不足的状态可能还要持续2个季度。

图 7. 中、小型企业景气度仍在临界值以下



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8. 制造业、服务业、建筑业从业人员指数都持续低迷



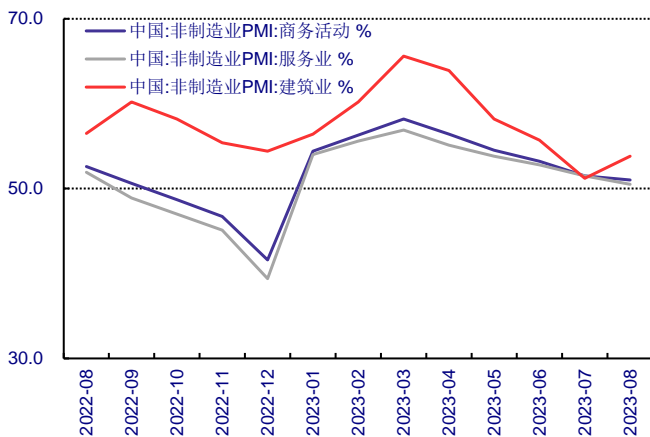
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

中小企业指数在临界值以下继续恢复，但从业人员指数仍未出现改善。8月中、小型企业指数分别为49.6%、47.7%（前值分别为49.0%、47.4%）；大型企业指数升至50.8%（前值50.3%）。制造业从业人员指数回落至48.0%（前值48.1%），建筑和服务业从业人员指数分别为44.7%（前值45.2%）、47.2%（46.8%），并没有改善。

服务业PMI持续下降，尤其是新订单指数在临界值以下进一步下行。8月，服务业PMI降至50.5%（前值51.5%），自3月以来持续下行。其中新订单指数降至47.4%（前值48.4%），投入价格和销售价格分别为52.3%和49.9%（前值为50.8%和49.3%），特别是销售价格指数仍在临界值以下，这也决定了盈利能力进而吸收就业能力。

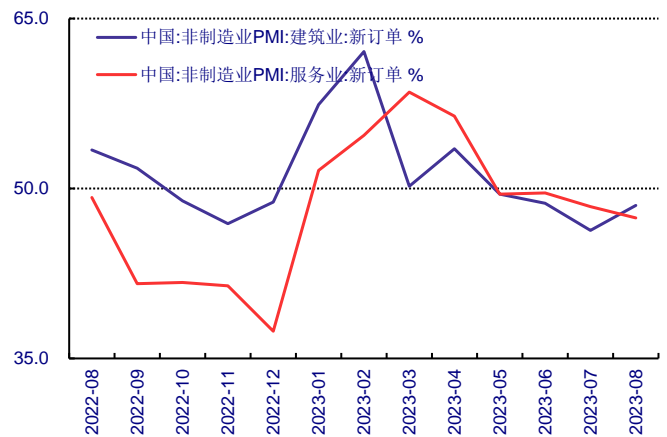
建筑业PMI虽然反弹，但新订单指数仍在临界值以下。8月，建筑业PMI回升至53.8%（前值51.2%），但其中新订单指数为48.5%（前值46.3%）。

图9. 建筑业PMI有所反弹，但服务业PMI持续下行至50.5%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10. 服务业与建筑业新订单指数都持续位于临界值以下



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

总体而言，8月制造业PMI有三项关键指标回归临界值以上，分别是新订单、出厂价、采购量，分别预示需求改善、盈利改善、初步补库存。但问题在于，制造业新出口订单、中小企业指数、从业人员指数仍恢复不足；服务业新订单指数进一步收缩，建筑业新订单指数持续位于临界值以下。总体呈现出制造业开始边际修复，但服务业和建筑业可能回落的局面。

图表目录

图 1. 5 月以来官方 PMI 与非官方 PMI 出现了背离.....	2
图 2. 2023 年 8 月新订单指数回归临界值以上.....	2
图 3. 8 月出口新订单指数和进口指数都在临界值，但有所改善.....	2
图 4. 8 月美国与欧元区制造业 PMI 也都还处于临界值以下.....	2
图 5. 6 月出厂价和购进价指数开始恢复，8 月都回归 50% 以上.....	3
图 6. 8 月制造业采购量指数上升至 50% 以上.....	3
图 7. 中、小型企业景气度仍在临界值以下.....	3
图 8. 制造业、服务业、建筑业从业人员指数都持续低迷.....	3
图 9. 建筑业 PMI 有所反弹，但服务业 PMI 持续下行至 50.5%.....	4
图 10. 服务业与建筑业新订单指数都持续位于临界值以下.....	4

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。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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，并不构成对客户的具体投资建议，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

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

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

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn