

## 宏观点评 20230831

# 8月 PMI: 凭什么顶住宏观的“逆风”?

2023年08月31日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ **8月商品市场的表现令人意外, 同样超预期的是 PMI 的表现。**8月经济和市场“逆风”主要来自两个方面: 一是政策推进的速度偏慢; 二是台风、洪水等极端天气的冲击。8月上证指数累计下跌了5.2%, 但令人意外的是南华商品指数反而上涨了3.9%, 今天公布的8月PMI同样超预期上涨至49.7%, 而且其中最主要的拉动来自于生产。商品上涨的背后透露的是低库存和供给的故事, 而对于工业制造业而言, 我们认为库存周期的影响依旧存在, 尽管去库存的尾声不一定意味着反弹, 但是至少底部应该不远了。

■ **极端天气的“阴霾”似乎散去。**8月制造业PMI录得49.7%(环比+0.4pct), 暗示着工业似乎走出了极端天气带来的“阴霾”。通过细项数据来看, 之前表现不佳的PMI新订单指数、PMI新出口订单指数、PMI生产指数等均呈现出不同程度的好转, **我们认为数据“惊喜”的背后与高温多雨天气过后经济回归正常运行息息相关:**单从全国重点城市平均最高气温来看, 7月气温还是比8月“更胜一筹”。**不过制造业PMI连续三个月的平稳上升趋势也暗示着制造业依旧存在内生修复的动力。**

■ **最大“彩蛋”莫过于供需两侧的同步好转。**需求端, 8月代表内需的PMI新订单指数录得50.2%(环比+0.7pct), 时隔五个月再次回归荣枯线之上; 代表外需的PMI新出口订单指数录得46.7%(环比+0.4pct), 为六个月以来首次表现为环比正增长。供给端, PMI生产指数的“反弹”最亮眼, 8月取得51.9%(环比+1.7pct)的好成绩; 同时重回荣枯线以上的PMI采购量也意味着制造业厂商的生产意愿也在进一步修复中。后续政策端的进一步“加码”或许还有积极的信号值得期待。

■ **市场价格联动上升, 企业利润将进一步好转。**8月PMI两大价格指数继续保持之前的大幅上升趋势: PMI主要原材料购进价格指数为56.5%(环比+4.1pct), 出厂价格指数为52.0%(环比+3.4pct)。我们分析是因为8月企业采购意愿的增强对PMI购进价格指数起到一定的支撑作用, 从而进一步带动产品销售价格趋稳回升, 实现了产业链价格的联动上升, 也在一定程度上改善了企业的利润情况。与此对应的是生产商也反映资金状况有所改善: 企业调查显示, 8月反映资金紧张的企业比重创今年以来新低。正如我们之前的报告所说, 价格对制造业企业的拖累已经收尾, 企业利润的负增趋势也将继续收窄。

■ **开启新一轮被动去库周期。**历史上主动去库周期平均维持时间约为11个月。在经历了为期13个月的主动去库后, 现需求端的企稳终于使库存周期进入到被动去库时代。不过我们认为目前需求端的复苏尚不坚固, 亟待政策端的进一步发力为其“保驾护航”。

■ **不同企业类型均在好转。**8月大、中、小型企业PMI分别为50.8%(环比+0.5pct)、49.6%(环比+0.6pct)、47.7%(环比+0.3pct), 不同企业类型协同向好运行, 市场主体活力持续释放。在壮大民营经济、纾困中小企业的各项政策支持下, 中小企业的运行正在好转。同时制造业民间投资相对整体投资同比增速的表现有所上升的“苗头”已初步显现。7月政治局对“提振投资者信心”的提及、此前汇率的贬值以及支持民企政策的陆续出台有望为小型企业的平稳运行“保驾护航”。

■ **非制造业的遇冷仍需警惕。**同样随着极端天气所致影响的逐步消散, 8月建筑业PMI较前值有所回升, 录得53.8%(环比+2.6pct), 但仍未走出历史同期最低的“泥潭”。同时服务业PMI还处于下滑通道(8月环比-1.0pct), 从3月起就持续下滑。制造业好转的同时却又遇到了非制造业萎缩, “顾此失彼”的困境仍需政策来破局。

■ **风险提示:** 政策定力超预期; 欧美经济韧性超预期, 资金大幅流向海外; 出口超预期萎缩。

### 相关研究

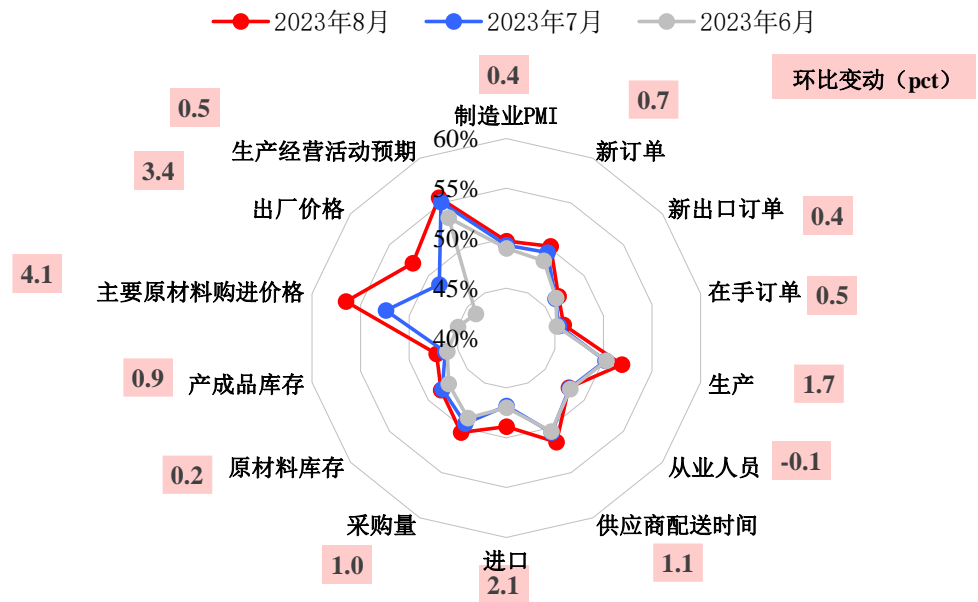
《地产松绑: 广州的“第一枪”, 谁来接棒?》

2023-08-30

《下调印花税率: 秤砣虽小, 是否能压千斤?》

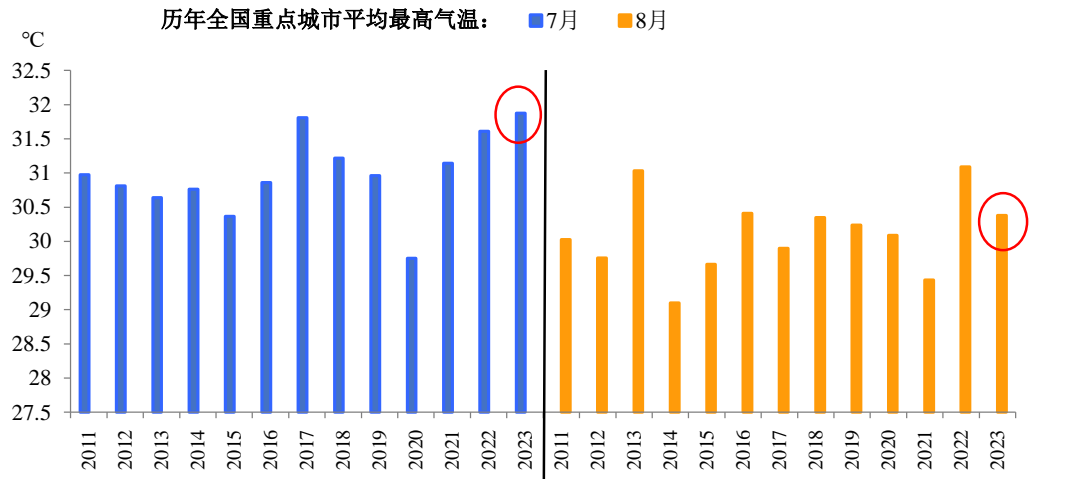
2023-08-28

图1: 8月制造业 PMI 分项数据表现



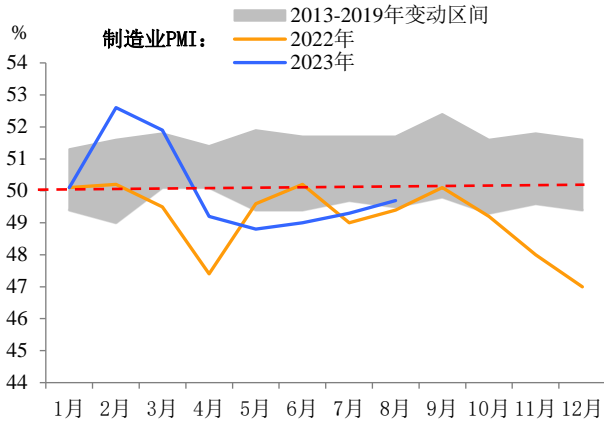
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 7月热度比8月“更胜一筹”



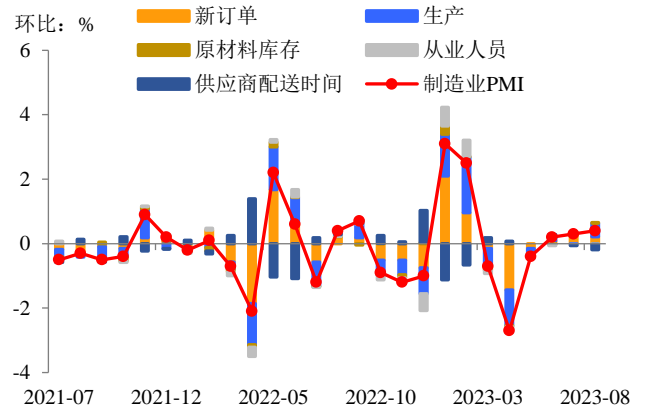
数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图3: 制造业 PMI 已连续三个月上升



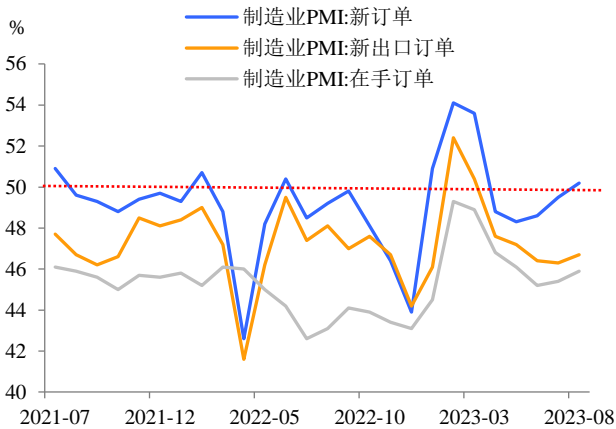
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 供需两端不再构成拖累



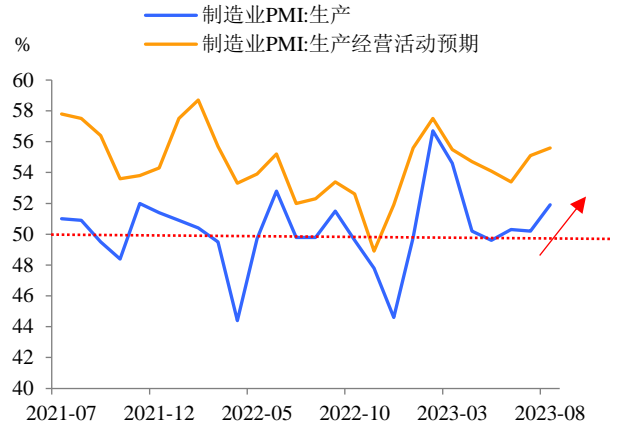
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 内外需均呈现出不同程度的好转



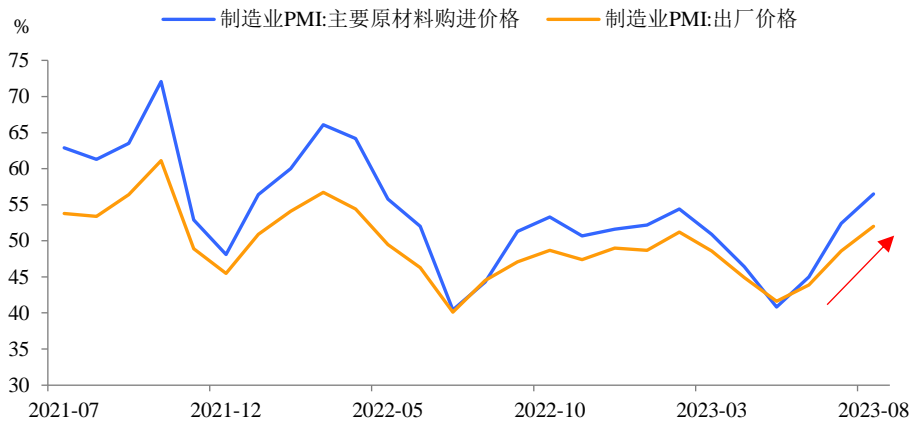
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 供给端的修复也来得比较“强势”



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: PMI 两大价格指数仍在上行通道



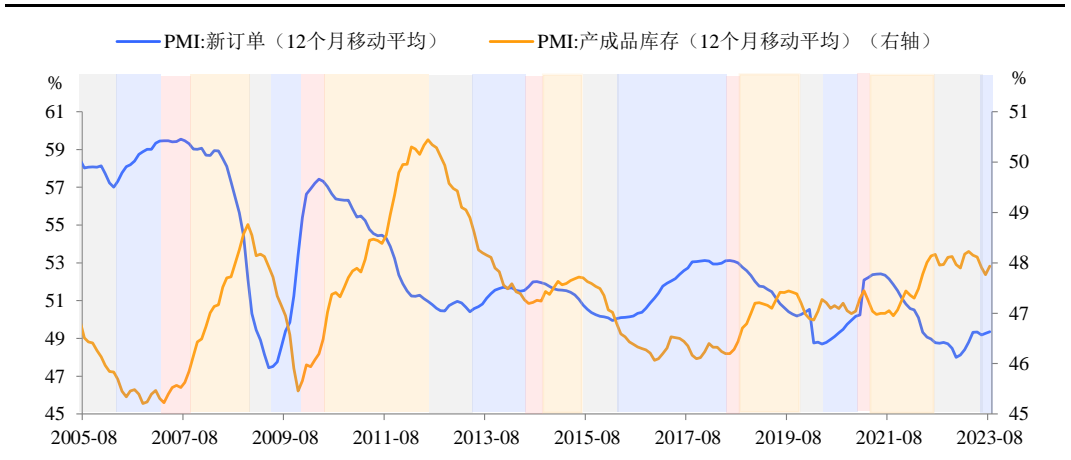
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8：2000年以来历次去库周期转变的时间梳理

背景	库存周期	时间段	持续时间
加入WTO及市场化改革的推动	主动去库	2001年8月-2002年2月	6个月
	被动去库	2002年3月-2002年10月	7个月
享受开放的“双顺差”红利	主动去库	2004年12月-2006年2月	14个月
	被动去库	2006年3月-2006年5月	2个月
金融危机下的“火力全开”	主动去库	2008年8月-2009年2月	6个月
	被动去库	2009年3月-2009年8月	5个月
欧债危机下的适度刺激	主动去库	2011年8月-2012年8月	12个月
	被动去库	2012年9月-2013年8月	11个月
供给侧结构性改革加快出清	主动去库	2014年10月-2015年11月	13个月
	被动去库	2015年12月-2016年7月	7个月
疫情冲击下的“重生”	主动去库	2018年11月-2020年2月	15个月
	被动去库	2020年3月-2021年2月	11个月
后疫情时代的开启	主动去库	2022年6月-2023年7月	13个月
	被动去库	2023年8月-?	?

数据来源：Wind，中国政府网，新华社，东吴证券研究所

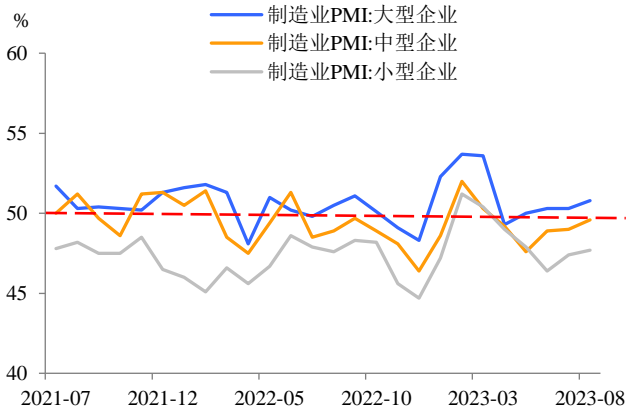
图9：新一轮被动去库时代已开启



注：红色阴影表示“主动补库存”，橙色阴影表示“被动补库存”，灰色阴影表示“主动去库存”，蓝色阴影表示“被动去库存”。

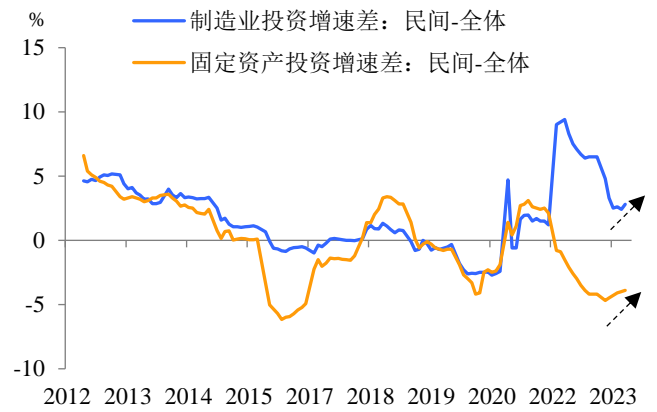
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 大、中、小型企业 PMI 均有好转



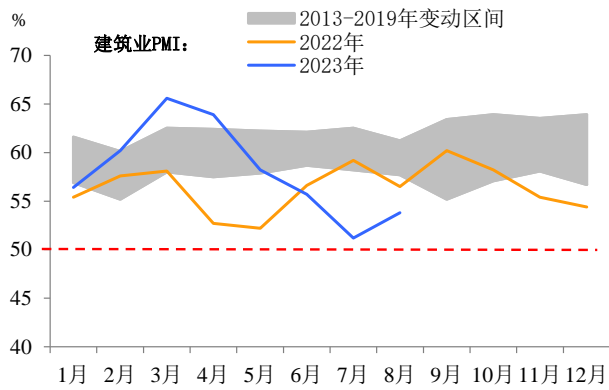
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 制造业民间投资或开始企稳



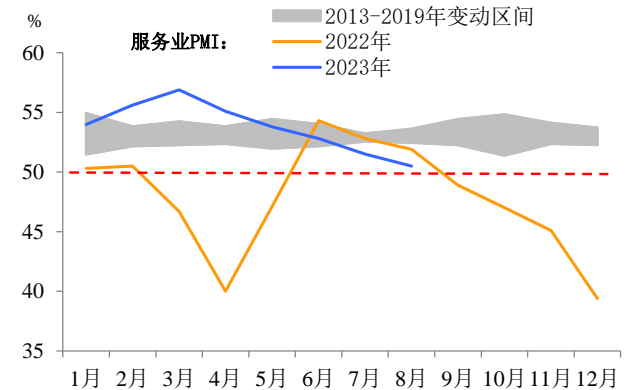
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 8月建筑业 PMI 虽有回升,但仍为历史同期最低



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 服务业 PMI 已连续五个月下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>