



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com
研究助理:魏冉
SAC 登记编号:S1340123020012
Email:weiran@cnpsec.com

近期研究报告

《美联储保留加息选项，利率限制性高位将延长》 - 2023.08.27

宏观研究

经济景气温和抬升，开学季有望持续上行 ——8月 PMI 点评

● 核心观点

制造业 PMI 持续回升但仍在收缩区间，虽然从新订单指数来看产需两端同步回升，企业对市场发展信心进一步增强，但需求不足仍是问题。8月中旬以来，市场对于政策力度的预期明显回摆，央行超预期降息，可能打开了储备政策逐步落地的窗口为市场注入一定的信心。

● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

8月制造业供需两端抬升。8月制造业PMI为49.7%，较上月回升0.4个百分点，2019年-2022年同期分别为49.5%、51%、50.1%、49.4%，虽然今年8月仍未到达扩张区间，但连续3个月持续回升反映了制造业景气水平的持续改善。

8月新订单指数50.2%，连续3个月回升，为今年3月份之后首次站在50%的荣枯线之上，2019年-2022年同期分别为49.7%、52%、49.6%、49.2%。生产指数为51.9%，环比上升1.7个百分点，连续3个月在扩张区间，可以看出目前供需两端同步回升。从行业看，农副食品加工、化学原料及化学制品、汽车等行业生产指数和新订单指数均高于53.0%，供需两端较为活跃。与原材料和产成品补库存的需求有关，6月以来产成品库存连续提高1.1个百分点，原材料库存也提高0.2个百分点，但仍在收缩区间，不构成高库存压力。企业信心有所增强，生产经营活动预期指数为55.6%，比上月上升0.5个百分点，连续两个月位于较高景气区间，表明随着近期一系列宏观调控政策措施密集出台，企业对市场发展信心进一步增强。

但是需求不足仍是当前企业面临的主要问题，制造业恢复发展基础尚需进一步巩固。反映市场需求不足的企业占比仍达59%以上，需求收缩对企业生产活动的制约还十分突出。除了内需，全球主要经济体PMI全线走低，贸易摩擦等原因使外需持续低迷。

代表外需的新出口订单环比上升0.4个百分点，5个月来均处于荣枯线以下，显示外需虽然小幅回升，仍然低迷。8月欧美各主要经济体的PMI依然保持在低位运行，经济增长前景不容乐观。欧元区8月综合PMI、服务业PMI和制造业PMI初值全部低于荣枯线，分别为47、48.3和43.7。其中欧元区综合PMI和服务业PMI为连续五个月下降，而欧元区制造业PMI则在此前连续七个月的下滑之后首次触底反弹。欧元区的经济火车头德国的情况尤为不容乐观，德国8月的综合PMI、服务业PMI和制造业PMI分别为44.7、47.3和39.1。以制造业为经济支柱的德国在俄乌冲突引发的能源危机大背景下，其制造业过去一年半里始终面临着去工业化等一系列挑战，制造业PMI已经连续14个月低于荣枯线。即便是美国，8月的综合PMI、服务业PMI和制造业PMI初值也同样不及预期，分别为50.4、51和47，较7月前值均出现较大幅度下滑。作为全球最大的出口国之一，韩国出口是衡量全球经济健康状况的一个有用指标之一，8月前20天，韩国日均出

口同比下降 10.7%，整体出口下降 16.5%。美国经济降温、全球贸易摩擦对外需影响较大，数据表明，美国等西方国家拉拢其盟友不仅频繁适用进出口限制、制裁等措施，对先进技术、涉所谓“强迫劳动”产品等实施限制，还配合进出口关税和贸易救济等传统政策工具制造涉华经贸摩擦。分领域看，上半年电子、机械设备、轻工行业的全球经贸摩擦指数和涉华经贸摩擦指数有 6 个月均处高位，表明相关行业是全球及涉华经贸摩擦的主要冲突领域。当前，全球及涉华经贸摩擦从传统劳动密集型行业到先进技术领域实现了全覆盖。

原材料价格上涨，各类型企业景气同步改善。价格指数持续上升。主要原材料购进价格指数为 56.5%，是去年 5 月以来的最高值；出厂价格指数 52%，重返扩张区间，是去年 4 月以来的最高值。从行业看，农副食品加工、石油煤炭及其他燃料加工等行业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数处于 60.0% 以上高位，环比上升均超过 7.0 个百分点。8 月中旬以来，市场对于政策力度的预期明显回摆，央行超预期降息，可能打开了储备政策逐步落地的窗口为市场注入一定的信心，下游需求回暖，使原材料价格回升。

大中小型企业 PMI 均有所回升。大型企业 PMI 为 50.8%，比上月上升 0.5 个百分点，连续三个月位于扩张区间，大型企业景气水平稳中有升。中、小型企业 PMI 分别为 49.6% 和 47.7%，比上月上升 0.6 和 0.3 个百分点，景气水平继续改善。从产需看，中型企业新订单增长最快，今年五月以来上升 4 个百分点，5 个月来首次回到扩张区间，产需两端同步增长。

暑期消费持续拉动服务业，基建加快施工。8 月非制造业商务活动指数为 51.0%，比上月下降 0.5 个百分点，非制造业保持扩张态势。服务业商务活动指数为 50.5%，比上月下降 1.0 个百分点，2019 年-2022 年同期服务业商务活动指数分别为 52.5%、54.3%、45.2%、51.9%，本月虽继续保持扩张，但对比 5 年内历史同期（剔除 2021 年）仍略显疲态。

从行业看，本月暑期消费对服务业增长的拉动作用依然较为明显，各项消费数据印证消费动能持续释放，由出游、看演出、观影组成的暑期三大热门消费场景热度仍在持续。目前，2023 暑期档电影总票房已达 187 亿，演出市场票房已超

过 33 亿。2023 年暑期旅游等服务消费明显回暖，对消费扩大作用明显。铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理、文化体育娱乐等行业商务活动指数连续两个月位于 55.0% 以上较高景气区间，业务总量继续较快增长。但随着暑期的结束，服务业景气度或将季节性放缓，可以期待 9 月底中秋节带来的回升。

从市场预期看，业务活动预期指数为 57.8%，继续保持在较高景气区间，多数服务业企业对未来行业发展较为乐观，其中零售、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业业务活动预期指数位于 60.0% 以上高位景气区间，企业对近期市场发展信心较强。

建筑业商务活动指数为 53.8%，比上月上升 2.6 个百分点，2019 年-2022 年同期分别为 61.2%、60.2%、60.5%、56.5%，虽然建筑业逐步回升，但与前四年同期差距仍然较大。

土木工程建筑业商务活动指数为 58.6%，高于上月 4.6 个百分点；新订单指数为 52.6%，升至扩张区间，表明基础设施项目建设施工进度加快。进入 8 月份，新增专项债发行明显提速，多地重大项目也呈现集中开工态势。Wind 数据显示，8 月份以来，新增专项债发行 174 只，发行额达 4767.38 亿元，已是 7 月份整月规模（1962.90 亿元）的两倍多。作为新基建主要资金渠道的地方专项债发债进度也在三季度按下“快进键”。按照中央政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”的要求，今年 3.8 亿元的新增地方专项债额度预计将在 9 月底前发行完毕。从目前已披露第三季度发行计划的省市来看，三季度将成为地方债发行的高峰期。基础设施项目建设施工进度加快，专项债提速发行，建筑业景气度加速回升。

综上，制造业 PMI 持续回升但仍在收缩区间，虽然从新订单指数来看供需两端同步回升，企业对市场发展信心进一步增强，但需求不足仍是问题。8 月中旬以来，市场对于政策力度的预期明显回摆，央行超预期降息，可能打开了储备政策逐步落地的窗口为市场注入一定的信心。可以期待 9 月底中秋假期探亲流及旅游客流高度叠加带来的服务业回升，以及积极财政政策加力提效下，9 月底前预计发行完毕的新增地方专项债对建筑业景气度的提升。

风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

电话：18717767929
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

电话：15800181922
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048