

PMI 点评（2023.8）

投资要点

- ◆ **需求温和改善、生产短期跳升，助推制造业 PMI 连续第 3 个月有所回升。**8 月制造业 PMI 上行 0.4 至 49.7，连续第 3 个月低位稳步回升，仍稍低于荣枯线。生产和新订单分别提升 1.7、0.7 至 51.9、50.2，是主要的改善来源。新订单时隔 4 个月首次回升至稍高于 50 的水平，总体改善幅度大于新出口订单，后者 8 月微升 0.4 至 46.7，仍大幅低于荣枯线，显示出口企业当前感受到的外需订单仍然处于底部，在美国“脱钩断链”产业政策导向的影响下，出口趋势拐点尚需观察；内需本月的改善大于外需，统计局解读称农副食品加工、化学原料及制品、汽车等行业供需两端都高于 53，其中前两个行业与食品、日用品等必需品关联度更高，而汽车的强劲信心则与今年以来全球汽车需求持续较为旺盛的释放有关，并可能也指向 7 月低于预期之后，8 月内需或环比阶段性有所恢复。
- ◆ **暑期旅游相关服务业维持高景气，基建相关建筑业预期重新走强。**8 月服务业 PMI 小幅下行 1.0 至 50.5，自疫情缓和以来连续第 8 个月维持在 50 以上，呈现出较为稳定的服务业长尾改善特征。8 月延续了 7 月的暑期消费拉动为主的结构特点，铁路、航空、住宿餐饮、文娱等相关产业连续两个月位于 55.0 以上的高景气区间，随着 9 月大中小学开学，服务业景气度可能小幅回落。在经历 7 月全国普遍极端高温天气之后，8 月与基建实物工作量密切相关的土木工程建筑业 PMI 大幅上行 4.6 至 58.6，带动建筑业 PMI 从上月低点反弹 2.6 至 53.8，今年以来建筑业 PMI 延续了基建驱动的势头，房地产投资仍然低迷。
- ◆ **快速去库存阶段中，单月生产反弹大于新订单的格局可持续性不强。**关注到 8 月 PMI 中生产端的改善幅度超出新订单达 1.0，生产端单月改善幅度较大导致产成品库存指数在 6 月以来已经建立起来的快速去库存趋势中逆势上行 0.9 至 47.2。在房地产市场价量探底、居民财富效应预期较为一般的阶段，我国消费和投资总体内需仍显不足，去年年初开始一年半左右的库存积累令未来数月制造业企业可能更倾向于一定程度上压缩生产、去化库存，单月生产反弹大于新订单的格局预计可持续性不强，从而年底之前 PMI 可能围绕在 50 左右窄幅波动，需求一般叠加去库存的阶段生产端出现大幅改善的概率相对不大。
- ◆ **近期地产需求政策结构性放松延伸至一线城市，预计有助于国内消费投资需求企稳，但趋势性的需求拐点则仍需等待国内国际供需双循环的进一步畅通，在明显的积极迹象出现前，预计仍将维持中性偏松的货币政策基调，以对先进制造业投资、拉动中低收入人群就业的有效基建投资形成中长期的信用投放保障，年底前降准降息可期。维持 9 月、12 月分别降准 50BP、25BP，年底前 1Y LPR/MLF 利率再下调 15BP 左右，5Y LPR 再降 5-10BP，7 天逆回购利率下行空间 0-10BP 的预测不变，向 1 年期倾斜的降息有助于同时保障实体经济融资能力和商业银行可持续的信用投放能力。国内金融市场、银行间和实体经济流动性均有望维持合理充裕，1Y 左右的短端无风险利率还有一定的下行空间。**
- ◆ **风险提示：稳增长政策力度不及预期风险。**

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001
zhangzhongjie@huajinsec.cn

相关报告

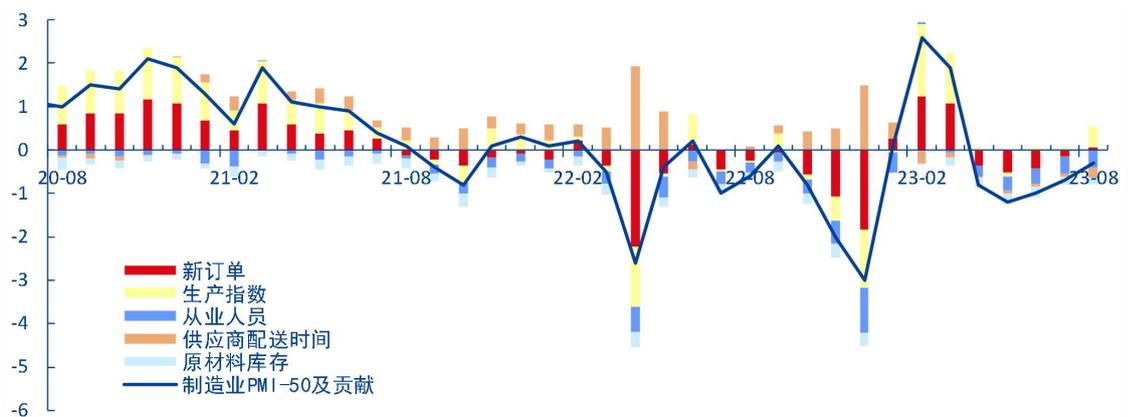
- 工业企业利润点评（2023.7）-利润跌幅缓慢收窄，去库存周期正式启动 2023.8.28
- 深度专题暨双循环周报（第 23 期）-辨析 Jackson Hole 鹰声、“认房不认贷”的深层逻辑 2023.8.26
- LPR 点评（23.8）-向 1 年期倾斜的 LPR 降息说明三个问题 2023.8.21
- 汇率专题·暨双循环周报（第 22 期）-美元与人民币汇率背离：原因与展望 2023.8.19
- 货币政策执行报告（23Q2）点评-央行决心加大调控力度、防范汇率超调风险 2023.8.17



一、需求温和改善、生产短期跳升，助推制造业 PMI 连续第 3 个月有所回升。

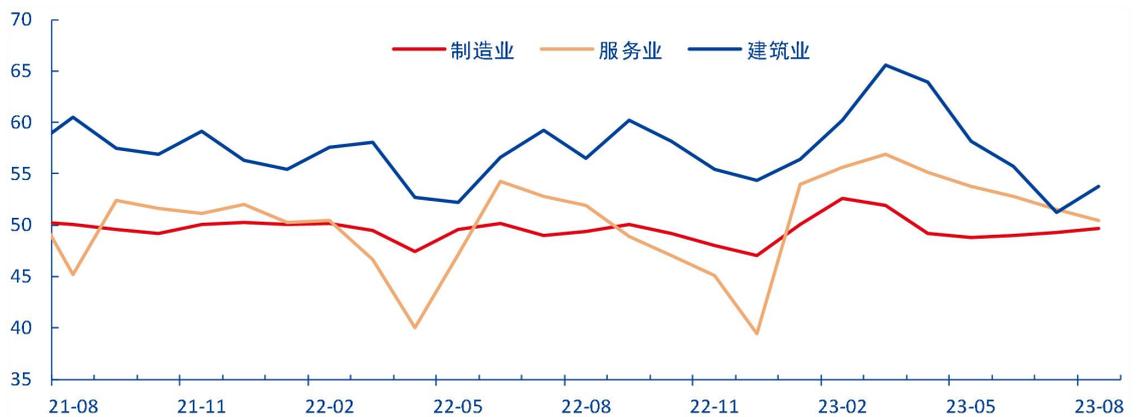
8 月制造业 PMI 上行 0.4 至 49.7，连续第 3 个月低位稳步回升，仍稍低于荣枯线。生产和新订单分别提升 1.7、0.7 至 51.9、50.2，是主要的改善来源。新订单时隔 4 个月首次回升至稍高于 50 的水平，总体改善幅度大于新出口订单，后者 8 月微升 0.4 至 46.7，仍大幅低于荣枯线，显示出企业当前感受到的外需订单仍然处于底部，在美国“脱钩断链”产业政策导向的影响下，出口趋势拐点尚需观察；内需本月的改善大于外需，统计局解读称农副食品加工、化学原料及制品、汽车等行业产需两端都高于 53，其中前两个行业与食品、日用品等必需品关联度更高，而汽车的强劲信心则与今年以来全球汽车需求持续较为旺盛的释放有关，并可能也指向 7 月低于预期之后，8 月内需或环比阶段性有所恢复。

图 1：制造业 PMI 较荣枯线之差与贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：制造业、建筑业、服务业 PMI（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

二、暑期旅游相关服务业维持高景气，基建相关建筑业预期重新走强。

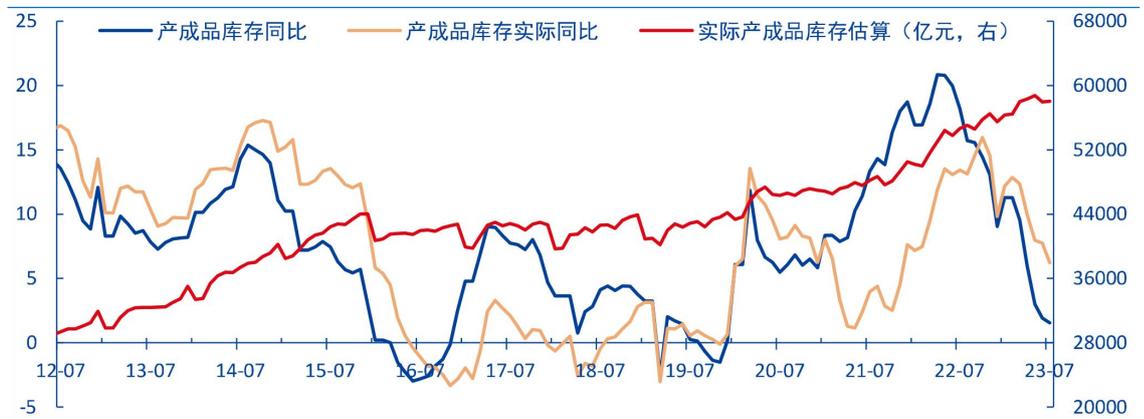
8 月服务业 PMI 小幅下行 1.0 至 50.5，自疫情缓和以来连续第 8 个月维持在 50 以上，呈现出较为稳定的服务业长尾改善特征。8 月延续了 7 月的暑期消费拉动为主的结构特点，铁路、航空、住宿餐饮、文娱等相关产业连续两个月位于 55.0 以上的高景气区间，随着 9 月大中小学

开学，服务业景气度可能小幅回落。在经历7月全国普遍极端高温天气之后，8月与基建实物工作量密切相关的土木工程建筑业 PMI 大幅上行 4.6 至 58.6，带动建筑业 PMI 从上月低点反弹 2.6 至 53.8，今年以来建筑业 PMI 延续了基建驱动的势头，房地产投资仍然低迷。

三、快速去库存阶段中，单月生产反弹大于新订单的格局可持续性不强。

关注到 8 月 PMI 中生产端的改善幅度超出新订单达 1.0，生产端单月改善幅度较大导致产成品库存指数在 6 月以来已经建立起来的快速去库存趋势中逆势上行 0.9 至 47.2。在房地产市场价量探底、居民财富效应预期较为一般的阶段，我国消费和投资总体内需仍显不足，去年年初开始一年半左右的库存积累令未来数月制造业企业可能更倾向于一定程度上压缩生产、去化库存，单月生产反弹大于新订单的格局预计可持续性不强，从而年底之前 PMI 可能围绕在 50 左右窄幅波动，需求一般叠加去库存的阶段生产端出现大幅改善的概率相对不大。

图 3：产成品库存、实际库存同比（%）及实际产成品库存规模估算（亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

近期地产需求政策结构性放松延伸至一线城市，预计有助于国内消费投资需求企稳，但趋势性的需求拐点则仍需等待国内国际供需双循环的进一步畅通，在明显的积极迹象出现前，预计仍将维持中性偏松的货币政策基调，以对先进制造业投资、拉动中低收入人群就业的有效基建投资形成中长期的信用投放保障，年底前降准降息可期。维持 9 月、12 月分别降准 50BP、25BP，年底前 1Y LPR/MLF 利率再下调 15BP 左右，5Y LPR 再降 5-10BP，7 天逆回购利率下行空间 0-10BP 的预测不变，向 1 年期倾斜的降息有助于同时保障实体经济融资能力和商业银行可持续的信用投放能力。国内金融市场、银行间和实体经济流动性均有望维持合理充裕，1Y 左右的短端无风险利率还有一定的下行空间。

风险提示：稳增长政策力度不及预期风险。

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com