

8月PMI数据解读

产需内生性“筑底”

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师： 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
联系人： 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn

事项：

8月31日，8月中国采购经理人指数（PMI）公布，其中制造业PMI为49.7（环比+0.4pct），非制造业为51.0（环比-0.5pct）。

评论：

图1：中国PMI主要数据一览

	PMI	企业规模			生产	需求		库存		价格		配送	就业	预期	
		大型	中型	小型		新订单	新出口	原材料	产成品	投入	产出				
制造	2023-08	49.70	50.80	49.60	47.70	51.90	50.20	46.70	48.40	47.20	56.50	52.00	51.60	48.00	55.60
	2023-07	49.30	50.30	49.00	47.40	50.20	49.50	46.30	48.20	46.30	52.40	48.60	50.50	48.10	55.10
	2023-06	49.00	50.30	48.90	46.40	50.30	48.60	46.40	47.40	46.10	45.00	43.90	50.40	48.20	53.40
	2023-05	48.80	50.00	47.60	47.90	49.60	48.30	47.20	47.60	48.90	40.80	41.60	50.50	48.40	54.10
	2023-04	49.20	49.30	49.20	49.00	50.20	48.80	47.60	47.90	49.40	46.40	44.90	50.30	48.80	54.70
	2023-03	51.90	53.60	50.30	50.40	54.60	53.60	50.40	48.30	49.50	50.90	48.60	50.80	49.70	55.50
	较上月	0.40	0.50	0.60	0.30	1.70	0.70	0.40	0.20	0.90	4.10	3.40	1.10	-0.10	0.50
非制造	2023-08	51.00	55.00	46.80	52.10	-	47.50	47.90	-	46.20	51.70	50.00	52.00	46.80	58.20
	2023-07	51.50	56.70	47.10	51.50	-	48.10	47.70	-	45.90	50.80	49.70	51.40	46.60	59.00
	2023-06	53.20	55.10	50.00	55.90	-	49.50	49.00	-	47.10	49.00	47.80	51.90	46.80	60.30
	2023-05	54.50	57.20	54.60	52.80	-	49.50	49.70	-	47.10	47.40	47.60	51.90	48.40	60.40
	2023-04	56.40	62.00	53.40	54.60	-	56.00	52.10	-	47.20	51.10	50.30	52.40	48.30	62.50
	2023-03	58.20	61.70	54.50	59.70	-	57.30	48.10	-	47.00	50.30	47.80	52.40	49.20	63.30
	较上月	-0.50	-1.70	-0.30	0.60	-	-0.60	0.20	-	0.30	0.90	0.30	0.60	0.20	-0.80

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

结论：8月PMI数据呈现出四点特征：

一是产需同时改善（均修复至扩张区间），但“产需差”扩大。8月PMI环比上升主要由生产和新订单驱动（新出口订单和在手订单也有改善），但生产修复幅度（+1.7pct）大于需求（+0.7pct），“产需差”有所扩大。

二是制造企业去库周期接近尾声，但需警惕利润挤压。库存方面，本月延续了7月以来的修复态势，原材料库存温和修复（+0.2pct），指向企业备料与开工同步推进；产成品库存则在生产持续改善和“产需差”拉大的基础上，大幅反弹（+0.9pct）。库存企稳对应的是价格修复。原材料（+4.1pct至56.5）与出厂价格（+3.4pct至52）指数均大幅上行，且位于扩张区间。需要提示的是，投入品价格领先产成品价格改善，制造业利润可能受到挤压。

三是非制造业走弱主要受生产性服务业拖累。8月非制造业PMI继续下降0.5pct，已连续第五个月下降，但降幅有所减弱。从结构看，建筑业逆势修复，拖累主要来自于服务业。服务业内部出现显著分化，此前表现较好的生产性服务业大幅下滑（-2.9pct），而消费性服务业有所改善（+0.5pct）。建筑业PMI超季节性上升2.6pct至53.8（过去3年同期平均变化为0），主要受建筑安装和土木工程支撑。

四是修复具有一定内生性基础，制造业与非制造业小企业景气均出现改善。制造业中，小企业景气度上行（+0.3pct）受新订单支撑（+1.7pct），需求改善明显强于中型和大型企业。非制造业中，在消费性服务业更为集中的小企业景气度逆势修复（+0.6pct），同样与需求回暖（+0.6pct）有一定关系，并带动非制造业就业整体企稳（+0.2pct）。

◆ 制造业

8月制造业 PMI 再度小幅回升 0.4pct 至 49.7，已连续 3 个月修复。**分贡献因素看，主要拉动来自生产和新订单**，分别贡献 0.43pct 和 0.21pct，配送时间和雇员指标构成拖累。

从产需的力量对比观察，尽管两者同时修复，但产需缺口进一步拉大。从相对变化看，本月 PMI “产需差”显著扩大：一方面生产大幅改善（+1.7pct 至 51.9），另一方面尽管新订单终于回升至扩张区间（+0.7pct 至 50.2），但“产需差”进一步扩大 1.0pct 至 1.7pct。从绝对水平看，生产指数在扩张区间进一步巩固（51.9），三大需求指标尽管有所改善，依旧处于偏弱位置：新订单、新出口订单和在手订单分别为 50.2、46.7（+0.4pct）和 45.9（+0.5pct）。

库存与价格指标进一步指向企业去库周期接近尾声。库存方面，去年底开始去库以来，7月在方向上首次触底回升，本月延续了修复态势。一方面，原材料库存环比温和修复（+0.2pct 至 48.4），指向企业备料与开工同步推进。另一方面，在生产的显著改善和“产需差”拉大的情况下，产成品库存大幅反弹 0.9pct 至 47.2。与库存企稳对应的是价格修复。原材料与出厂价格指数均延续 6 月以来的修复态势，环比大幅上升，均位于扩张区间。具体来看，原材料价格上升 4.1pct 至 56.5，而出厂价格也上升 3.4pct 至 52，一举进入扩张区间。需要提示的是，投入品价格领先产成品价格改善，可能压制中下游企业利润，对产能修复速度构成一定约束。供应链方面，尽管生产明显回暖，但配送时间显著下降（+1.1pct），指向生产-批发-零售的传导仍位于初期阶段。

与此同时，制造业预期继续改善，但就业持续恶化，指向修复初期企业以提升既有产能利用率为主。就业方面，从业人员指数连续 6 个月回落，但回落幅度持续收敛（本月-0.1pct，此前 4 个月为-0.9pct，-0.4pct，-0.2pct 和-0.1pct），目前位于 48，仍高于（位于 59 分位）过去三年的中位数水平。预期方面，制造业预期指数环比继续改善（+0.5pct 至 55.6），恢复至今年 1 月水平。此外，大小企业感受差异依然明显，三种规模企业中，只有大企业处于扩张区间，但本月所有规模企业 PMI 均出现修复。“大小企业差”小幅扩张 0.2pct 至 3.1pct。**从新订单指标变化看，各规模企业均出现上升，其中小企业修复程度（+1.7pct）强于中企业（+0.9pct），更强于大企业（+0.2pct），指向修复具有一定内生性特征。**

◆ 非制造业

8月非制造业 PMI 继续下降 0.5pct 至 51，已连续第五个月下降，但幅度有所减弱。从结构上看，建筑业逆势修复，拖累主要来自于服务业，但其仍位于扩张区间。

服务业 PMI 环比下降 1pct 至 50.5。**需要注意的是，服务业内部出现显著分化，此前表现较好的生产性服务业景气度大幅下滑（-2.9pct），而消费性服务业有所改善（+0.5pct）。**

建筑业 PMI 环比超季节性改善，当月环比上升 2.6pct 至 53.8，而过去 3 年同期平均保持不变。具体来看，一方面建筑安装装饰及其它建筑业环比跳升 12.8pct 至 59.7，土木工程建筑业也大幅上升 4.6pct 至 58.6，是建筑业 PMI 的主要支撑；另一方面房屋建筑业继续下降 1.9pct 至 48.5，回落至收缩区间，低于过去 3 年同期均值 9.9pct。

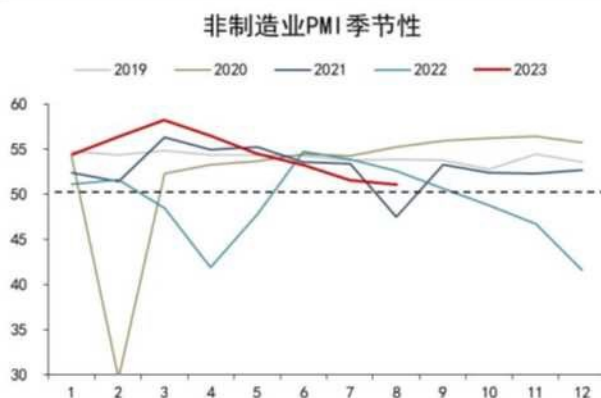
从分项表现看，有两方面值得关注：**一是小型企业景气度逆势修复。**当月小型非制造业企业 PMI 环比回升 0.6pct 至 52.1，而大中企业同时回落（-1.7pct 与-0.3pct）。小企业感受改善背后的主要原因在于需求回暖，其新订单指数回升 0.6 至 48.3。**二是非制造业新订单和企业利润出现下滑，但就业有所企稳。**当月非制造业新订单下降 0.6pct 至 47.5，与此同时，价格指数回升且收费价格-投入价格指数倒挂幅度扩大（-0.6pct），导致企业利润下滑。在需求和利润双双下降的情况下，非制造业用人意愿的改善（+0.2pct）主要来自于小企业，这与小企业在表现较好的消费性服务业更为集中也有一定关系。

图2: 制造业 PMI 的季节性



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 非制造业 PMI 的季节性



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 主要经济体制造业 PMI



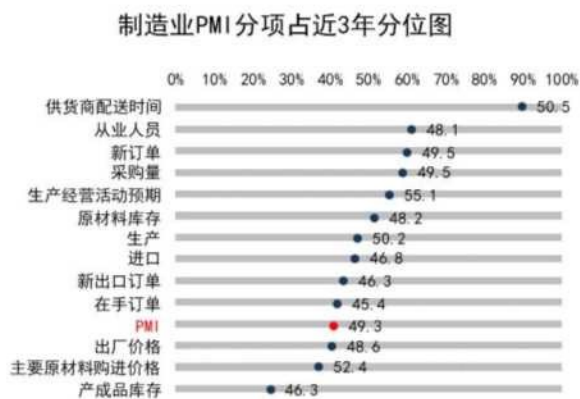
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 制造业 PMI 贡献分解



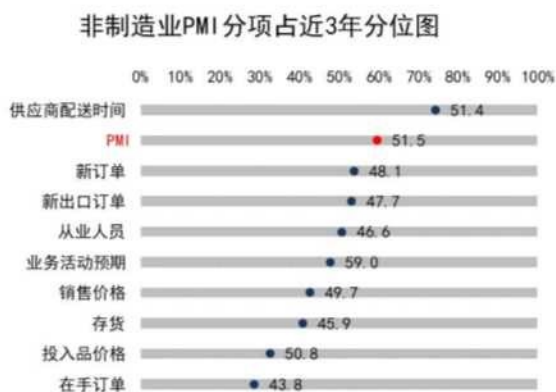
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 制造业主要指标历史分位数



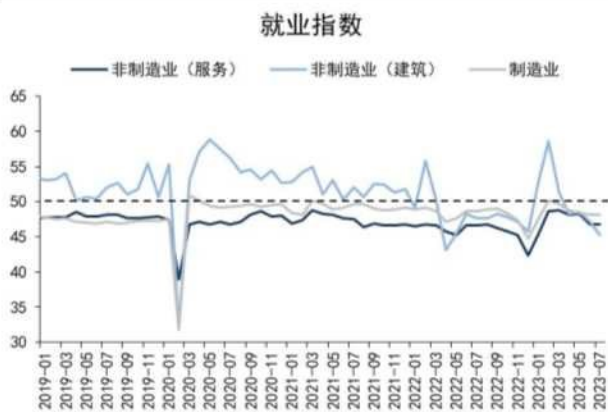
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 非制造业主要指标历史分位数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 服务业就业边际企稳



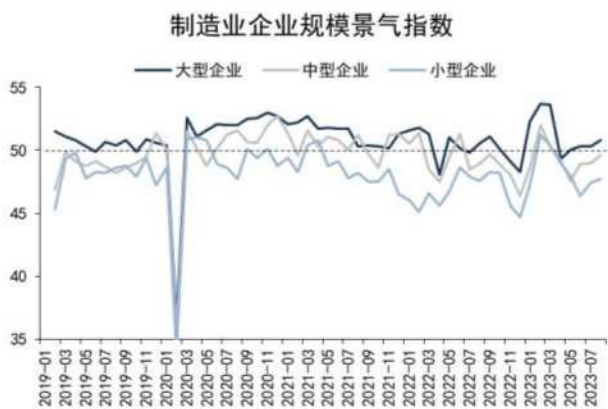
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 制造业预期有所修复



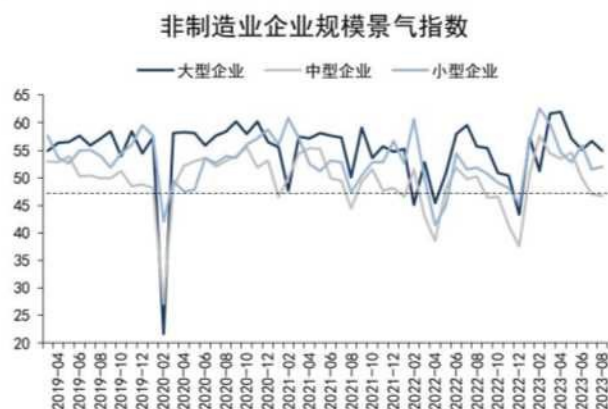
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 制造业企业景气度全面改善



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 非制造业小企业景气度回暖



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 各制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采咨询, 国信证券经济研究所整理

图13: 各非制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采咨询, 国信证券经济研究所整理

相关研究报告：

- 《印花税下调及资本市场一揽子政策解读：-多措并举活跃资本市场》 ——2023-08-28
- 《2023年7月财政数据快评-收支仍然偏弱 支出或将提速》 ——2023-08-24
- 《央行公开市场操作利率下调解读-二度降息加码稳增长，经济平稳可期》 ——2023-08-15
- 《宏观经济数据前瞻-2023年7月宏观经济指标预期一览》 ——2023-08-01
- 《7月PMI数据解读-小企业带动制造业景气度回升》 ——2023-08-01

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032