

2023年09月04日

新一轮经济周期的开启

固定收益研究团队

——2023年8月PMI数据点评

陈曦（分析师）

chenxi2@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

张鑫楠（联系人）

zhangxinnan@kysec.cn

证书编号：S0790122030068

● 核心观点

1. 8月，制造业PMI为49.7%（前值49.3%，下同）。非制造业PMI为51.0%（51.5%），建筑业PMI为53.8%（51.2%），服务业PMI为50.5%（51.5%）。
2. 制造业PMI已经连续三个月出现回升，进一步验证了经济的低点或许是在5月和6月，并且经济最弱的时候或许已经过去。如果拉长时间来看，PMI的读数显示经济正处在三年性大周期的一个拐点，相对应的，前几次经济周期的底部分别出现在2020年一季度和2016年一季度。
3. 另外一个验证经济回升的线索是PMI出厂价格，PMI出厂价格历来对PPI的趋势有一个较好的指示作用。PPI和PMI出厂价格同时在7月出现拐点，呈现上行趋势，而8月的PMI出厂价格的进一步上行或许意味着PPI的进一步上行。PPI的历次低点分别在2016年一季度和2020年疫情期间，相对来说和经济周期存在着一个较好的对应关系。而本轮PPI的触底回升无论是在时间跨度还是下跌深度来看，都和历次价格底部回升非常相似。
4. 第三个线索是库存周期，我们认为长期的名义库存周期实际上就是价格周期，名义库存的回升和价格的回升是同步的。而实际库存周期并不存在明显的周期性，比如将PMI产成品库存拉长来看，并没有较好的周期性。但是短端的以PMI新订单和产成品库存表征的月度企业行为变化来看，新订单数量也就是需求正在回升，同时库存数量也在回升，月度企业行为或许正在从被动去库向主动补库的进程转化。
5. 经济历次在底部复苏由于信心预期、政策落地等原因都是会存在波动的，比如2016年二季度，还有本次政策层面的表态“疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程。”但一个主要的观察点是政策层面的带动，当下民间投资较为低迷，但基建投资起到了逆周期调控的作用，8月建筑业PMI指数再次回升，据国家统计局“从行业看，土木工程建筑业商务活动指数为58.6%，高于7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，土木工程建筑业市场需求改善”，随着专项债发行进度加快，基建投资正起到带动作用。另外，在政治局会议后的一系列政策正在落地，比如调整优化房地产政策、民营企业支持力度加大、降息等。
6. 服务业PMI回落1个百分点，或由于服务业在前期恢复较好，高基数导致了读数的持续收窄。但是从统计局新增服务业零售额指数、服务业零售额增速高于商品零售额来看，服务性消费已经成为了拉动我国消费的一个主要方向。由于暑假等原因，出行相关行业景气度一直较高。据国家统计局“从行业看，8月暑期消费对服务业增长的拉动作用依然较为明显，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。”
7. 建筑业PMI指数出现回升，随着前期高温极端天气过去，施工进度开始恢复，另外，随着专项债发行进度加快叠加储备项目释放，开工和施工方面有所支撑。
8. 随着PMI的连续回升，我们认为经济周期的拐点或许已经出现，经济正处在从底部复苏的阶段。而历次的经济从底部复苏都伴随着股市和债市收益率的上行，比如2016年、2020年一季度等，我们认为本轮也不会出现例外。随着经济的上行，叠加政策的出台支撑，我们提示警惕债市的调整风险。

● **风险提示：**政策变化超预期；经济变化超预期。

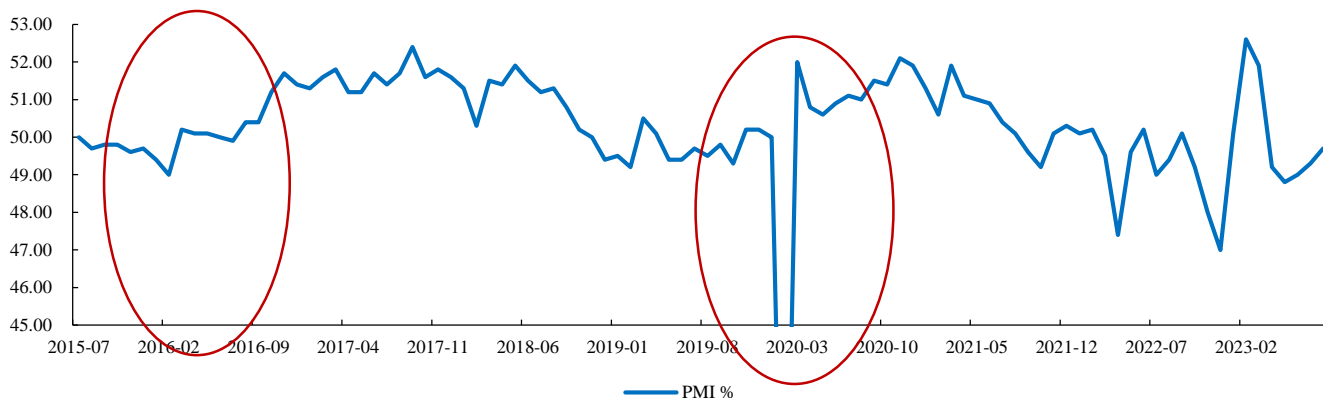
相关研究报告

《债市杠杆率回落—2023年7月债市托管数据点评》-2023.9.3

《市场情绪修复—可转债周报》-2023.9.3

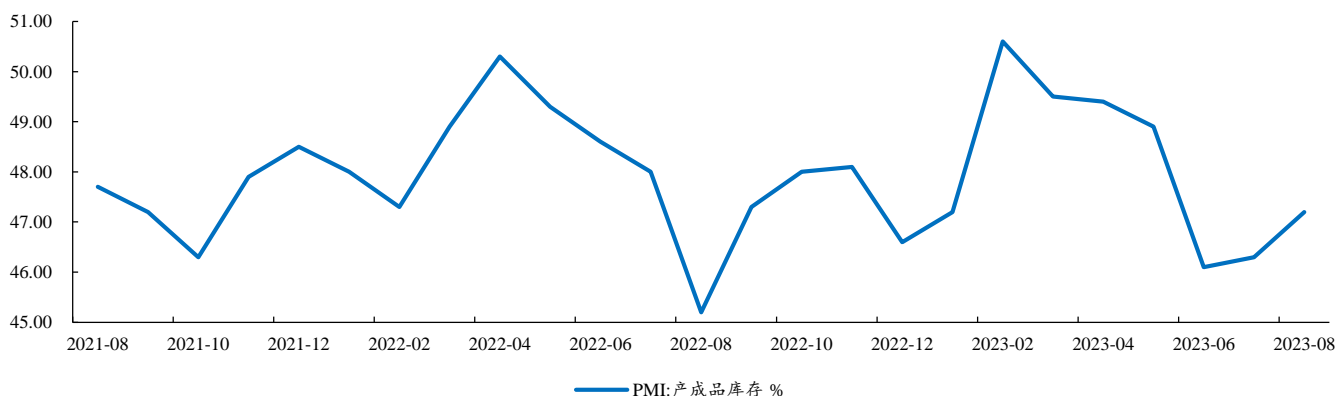
《8月制造业PMI边际回暖，宽地产政策密集落地—利率债周报》-2023.9.3

附图 1: PMI 正在从底部回升



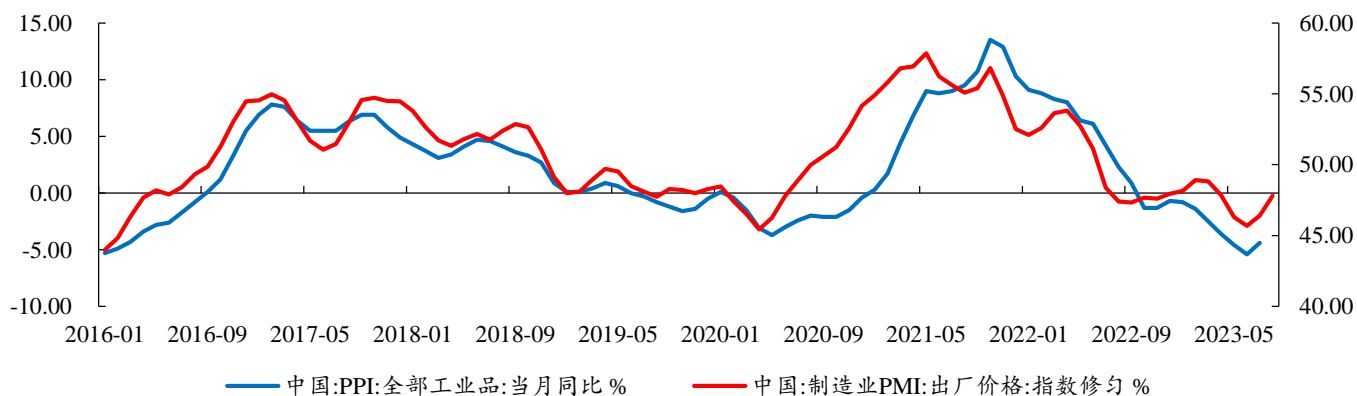
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 2: 企业库存读数上升



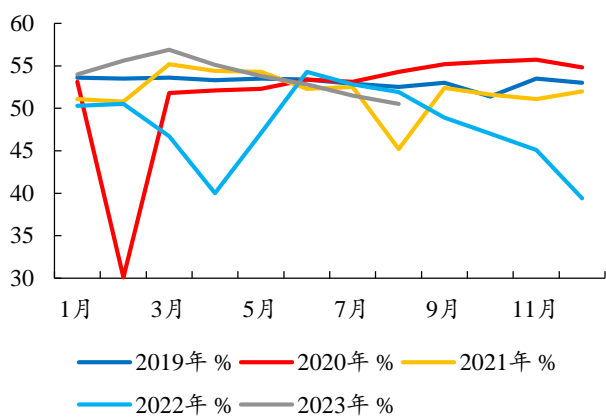
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 3: PMI 出厂价格与 PPI 相关性较强



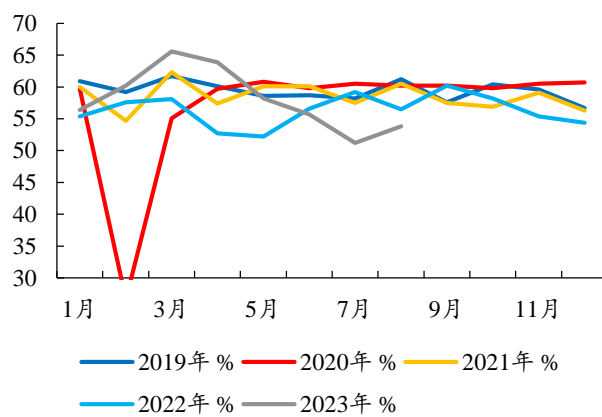
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图 4：服务业 PMI 出现回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 5：建筑业 PMI 出现回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn