

8月PMI数据解读：库存周期拐点或已出现



左景冉 分析师
Email: zuojingran@lczq.com
证书: S1320523020001

投资要点:

8月中国制造业PMI录得49.7，前值49.3，连续3个月小幅回暖，是中美欧日韩中唯一制造业PMI持续边际改善的经济体。其中，生产、新订单、供货商配送时间、主要原材料购进价格、产成品价格是8月景气度升温的主要贡献项，且均已进入扩张区间。我们分析，国内新订单刺激下的生产修复、原材料和产成品价格上涨是8月制造业景气升温的主因，整体景气改善情况已持平往年同期。因此，短期看，内需仍是驱动我国制造业复苏的主线，出口因欧美日韩制造业持续走低，修复尚需时间。

8月服务业PMI录得50.5，较前值降1.0，但仍处在扩张区间；建筑业PMI录得53.8，较前值升2.6。具体看，服务业新订单回落是服务业PMI下行的主因，但各分项与往年均值基本持平，可能与暑期旅游消费旺季结束有关；建筑业各分项都低于往年均值，相比7月份仅建筑新订单一项边际改善，或与近期“城中村改造”、“认房不认贷”等政策改善行业预期有关。

我们判断内需驱动占比是未来寻找高景气行业的主线。服务和消费端，我们建议关注猪周期和眼科医疗服务；制造业端，我们建议关注补库存期拐点的原材料行业。一方面，国内订单是近期驱动制造业PMI景气升温的主因；另一方面，统计局公布的当前主要高景气行业几乎都是内需服务业。猪周期方面，生猪几乎是纯内需消费，近几年年消费量维持在5500万吨左右，我们认为新一轮猪周期或已启动，需密切关注能繁母猪去库情况；眼科医疗服务端，眼科医疗服务是少数纯内需、长期业绩增长稳健的行业；补库存期的大宗原材料生产行业。

我们预计产成品库存（名义库存）同比在8月份触底。我国历次去库存—补库存的拐点分三个阶段：工业企业利润总额见底→PPI同比见底→实际库存见底，即盈利信号→原材料价格信号→库存信号。其中企业盈利拐点、PPI同比拐点分别于今年2月份、6月份出现，而且两大拐点位置仅略高于2008年金融危机、2020年疫情初期，因此我们判断8月份名义库存触底，届时大宗类原材料有多头机会。

风险提示：制造业恢复不及预期、外需持续走弱、地缘政治风险。

相关报告

美国居民超储耗尽、学贷重启是否意味着弱消费在即？

2023.09.05

7月财政数据解读：收支偏慢，财政仍有发力空间

2023.08.24

7月经济数据解读：复苏放缓，经济弱势运行

2023.08.18

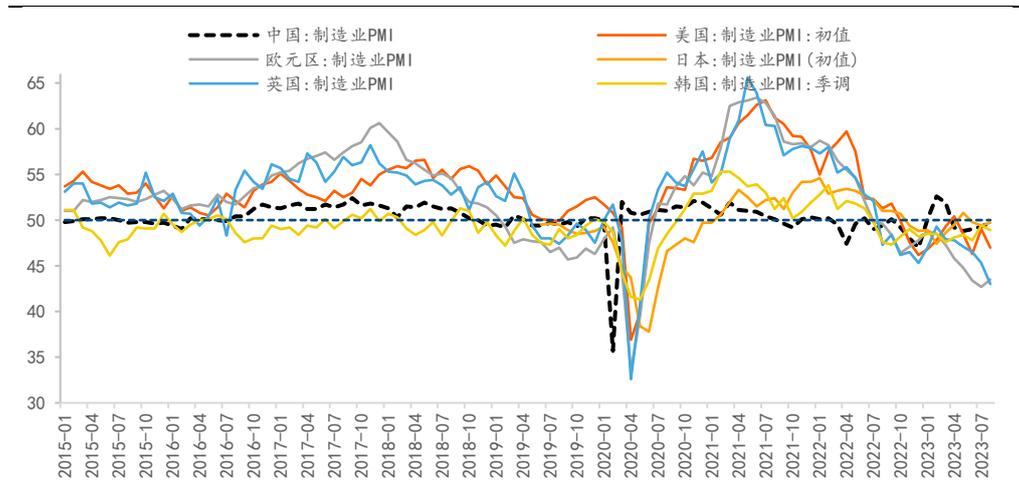
目 录

1. 内需拉动制造业 PMI 改善，8 月整体持平往年同期.....	3
2. 服务业 PMI 继续走弱，建筑业 PMI 止跌回升.....	4
3. 制造业 PMI 看库存周期，预计 8 月份产成品库存拐点.....	5
3.1 盈利信号、价格信号已传导至库存端.....	6
3.2 PMI 价格分项、采购量分项印证补库预期.....	7
4. 内需驱动仍是三季度高景气行业的主线.....	7
5. 风险提示.....	8
图 1 全球制造业 PMI 对比.....	3
图 2 8 月制造业 PMI 构成项高于往年同期.....	3
图 3 8 月制造业 PMI 构成项较前月大幅回暖.....	3
图 4 8 月制造业 PMI 其他分项与往年持平.....	4
图 5 8 月制造业 PMI 其他分项中价格景气持续改善.....	4
图 6 服务业 PMI 连续 4 个月走弱，但仍在扩张区间，建筑业 PMI 止跌回升.....	4
图 7 8 月服务业 PMI 各分项基本持平往年.....	5
图 8 新订单是 8 月服务业 PMI 下滑的主因.....	5
图 9 8 月建筑业 PMI 各分项显著低于往年均值.....	5
图 10 8 月建筑业 PMI 分项中仅新订单一项较前月改善.....	5
图 11 2005 年以来我国 4 轮库存周期.....	6
图 12 企业盈利信号领先价格信号约 4-6 个月.....	6
图 13 2002-2019 年价格信号领先库存拐点约 1-2 个月.....	6
图 14 大中小型企业 PMI 主要原材料购进价格.....	7
图 15 大中小型企业 PMI 出厂价格.....	7
图 16 大中小型企业 PMI 采购量.....	7
图 17 大中小型企业 PMI 产成品库存.....	7
图 18 猪周期与猪粮比强正相关，与能繁母猪存栏同比（滞后 5 个月）强负相关.....	8

1. 内需拉动制造业 PMI 改善，8 月整体持平往年同期

8 月中国制造业 PMI 录得 49.7，前值 49.3，连续 3 个月小幅回暖，是全球主要经济体中唯一制造业 PMI 持续边际改善的经济体。具体看，8 月份中、美、欧、日、英、韩的 PMI 分别为 49.70、47.00、43.50、49.70、43.00、48.90。其中，只有中国和日本近月制造业 PMI 在荣枯线附近，而连续 3 个月边际改善的只有中国。美国和欧洲地区制造业景气度下行，下行幅度仅次于 2020 年疫情初期，短期恢复可能性低。

图1 全球制造业 PMI 对比

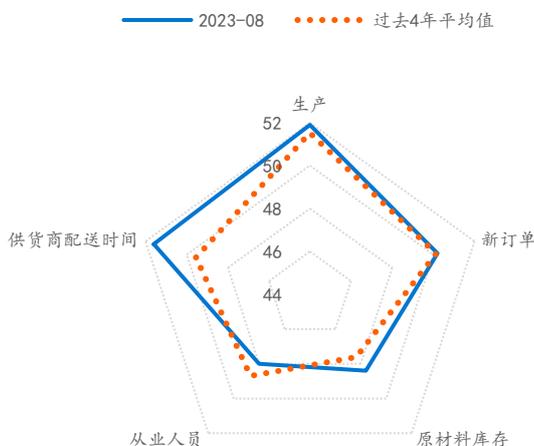


资料来源：Wind，联储证券研究院

从制造 PMI 五大构成项看，我国制造业复苏迹象更明显，生产、新订单、供货商配送时间进入景气度扩张区间，从业人员成拖累项。

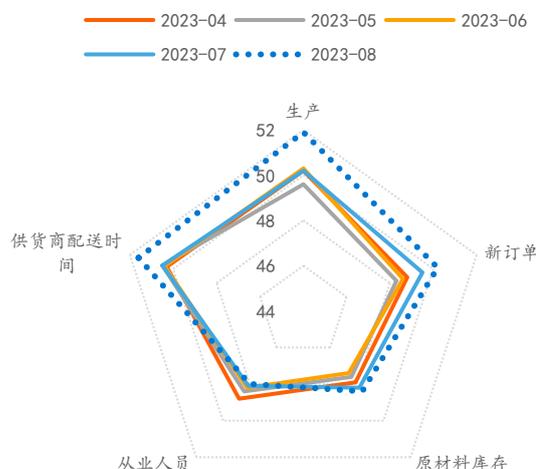
对比 4 年平均值，8 月 PMI 供货商配送时间、原材料库存分别高 2.05、0.78；生产和新订单基本持平；从业人员低 0.7。对比 2023 年上半年看，仅从业人员下降 0.1，生产、新订单、原材料库存、供货商配送时间分别较前值上升 1.70、0.70、0.20、1.10。考虑到就业指标是经济增长的滞后指标，在生产、订单修复阶段，从业人员景气度下降也在合理预期中。

图2 8 月制造业 PMI 构成项高于往年同期



资料来源：Wind，联储证券研究院

图3 8 月制造业 PMI 构成项较前月大幅回暖



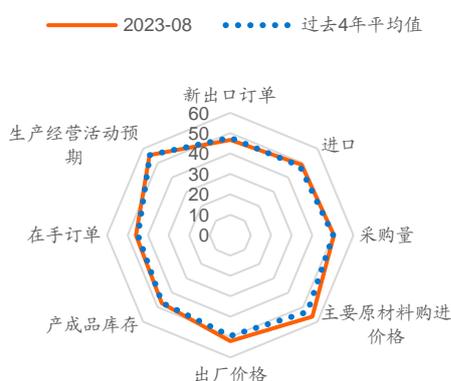
资料来源：Wind，联储证券研究院

从制造业 PMI 其他分项看，价格是 8 月景气度主要改善项，主要原材料购进价格、产成品价格双双进入扩张区间；新出口订单、进口量仍在收缩，但速度放缓。

对比 4 年平均值，各分项整体持平往年，价格端扩张程度略有不及。对比 2023 年上半年看，8 月景气度改善从高到低依次是主要原材料购进价格、出厂价格、进口、采购量、产成品库存、在手订单、生产经营活动预期和新出口订单，分别较前值上升 4.10、3.40、2.10、1.00、0.90、0.50、0.50、0.40。价格端是主要改善项，新出口订单复苏迹象偏弱。

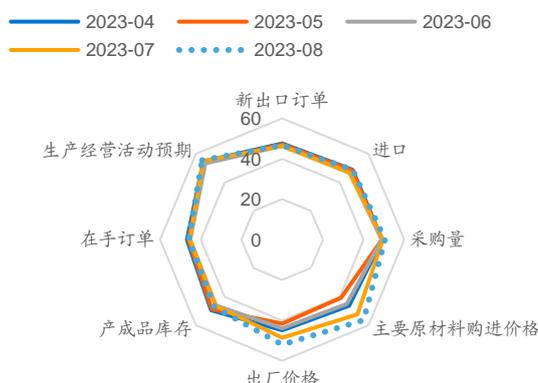
综合看 PMI 各分项，国内新订单刺激下的生产修复、原材料和产成品价格上涨是 8 月制造业景气升温的主因，整体景气改善情况已持平往年同期。短期看，内需仍是驱动我国制造业复苏的主线，出口因欧美日韩制造业持续走低，修复尚需时间。

图4 8月制造业 PMI 其他分项与往年持平



资料来源：Wind，联储证券研究院

图5 8月制造业 PMI 其他分项中价格景气持续改善

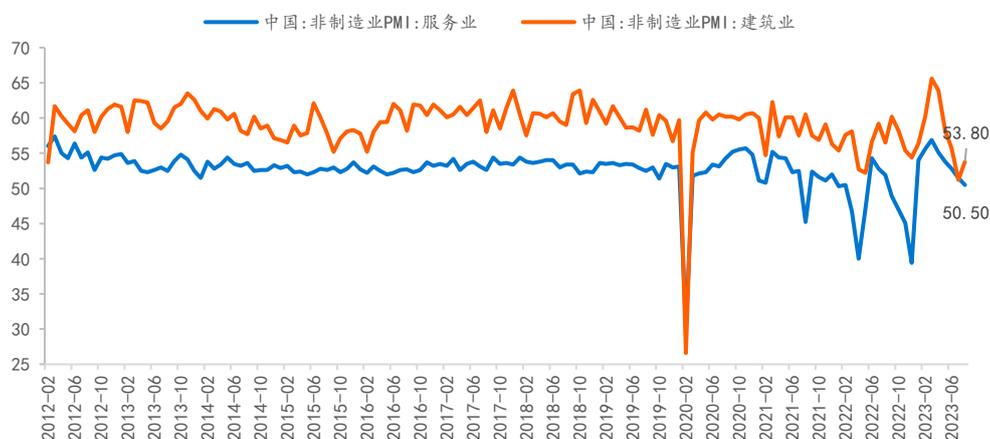


资料来源：Wind，联储证券研究院

2. 服务业 PMI 继续走弱，建筑业 PMI 止跌回升

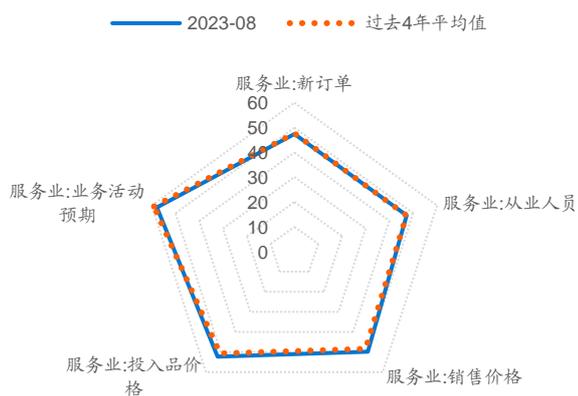
8 月服务业 PMI 录得 50.5，较前值降 1.0，但仍处在扩张区间；建筑业 PMI 录得 53.8，较前值升 2.6。具体看，服务业新订单回落是服务业 PMI 下行的主因，但各分项与往年均值基本持平，可能与暑期旅游旺季结束有关；建筑业各分项都低于往年均值，相比 7 月份仅建筑新订单一项边际改善，或与近期“城中村改造”“认房不认贷”等政策改善行业预期有关。

图6 服务业 PMI 连续 4 个月走弱，但仍在扩张区间，建筑业 PMI 止跌回升



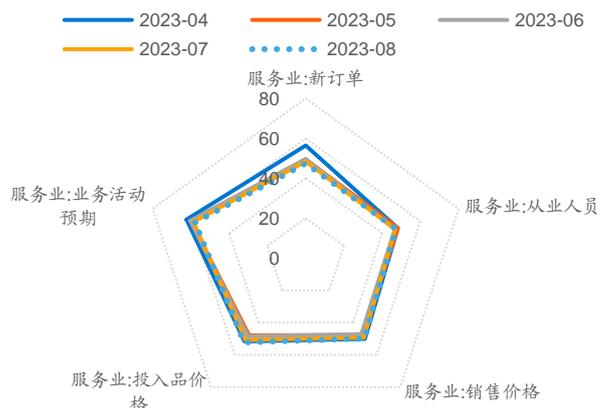
资料来源：Wind，联储证券研究院

图7 8月服务业PMI各分项基本持平往年



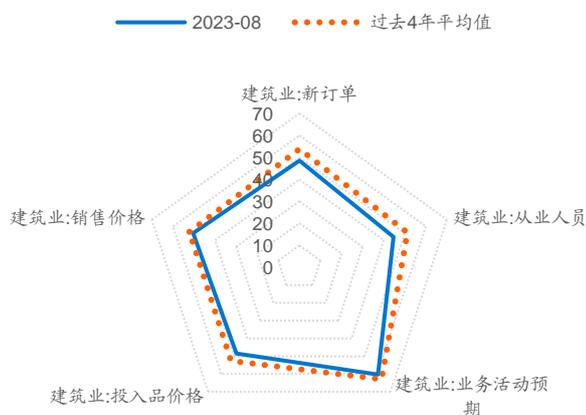
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图8 新订单是8月服务业PMI下滑的主因



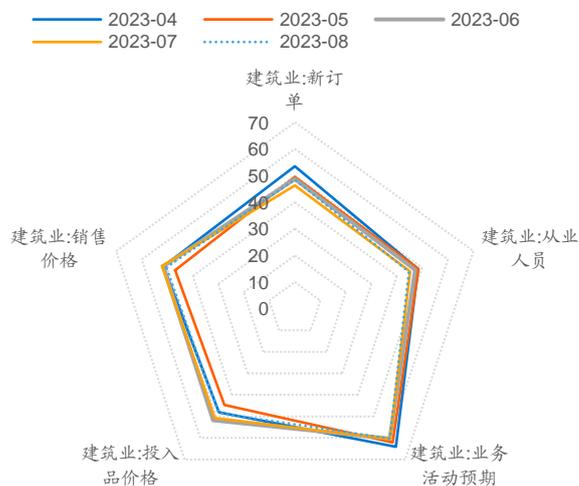
资料来源: Wind, 联储证券研究院

图9 8月建筑业PMI各分项显著低于往年均值



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图10 8月建筑业PMI分项中仅新订单一项较前月改善

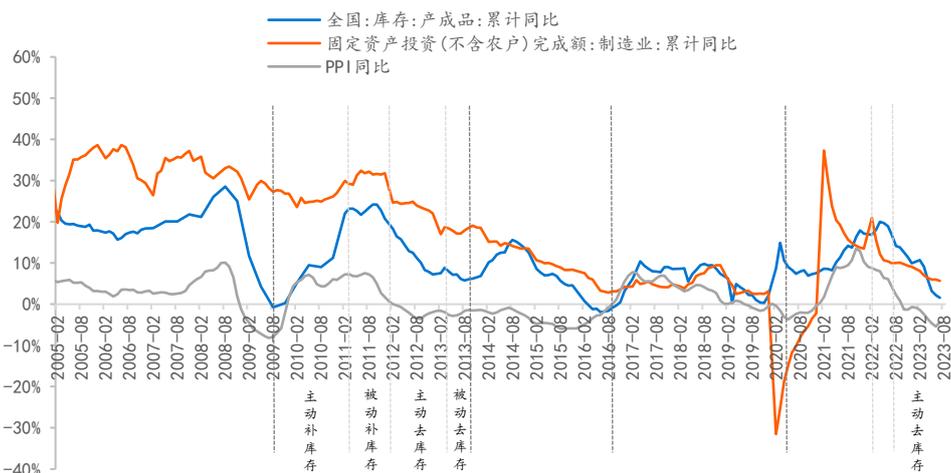


资料来源: Wind, 联储证券研究院

3. 制造业 PMI 看库存周期，预计 8 月份产成品库存拐点

我们 7 月份 PMI 解读报告中提出“本轮去库存持续超 9 个月，库存周期拐点临近”的观点，本月数据进一步印证。

图11 2005 年以来我国 4 轮库存周期



资料来源: Wind, 联储证券研究院

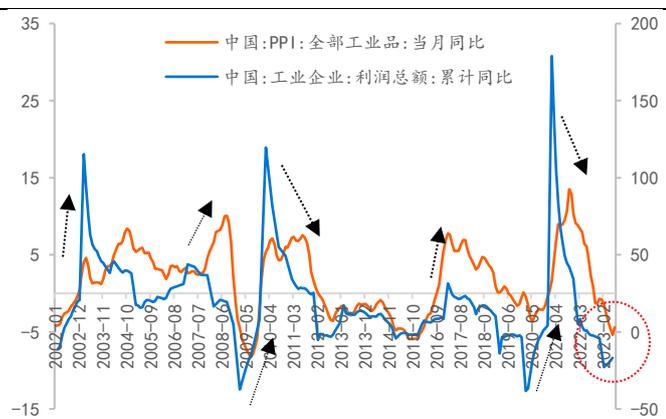
3.1 盈利信号、价格信号已传导至库存端

回溯历史,我国历次去库存—补库存的拐点分三个阶段:工业企业利润总额见底→PPI 同比见底→实际库存¹见底。工业企业盈利改善,产生补库存预期,原材料补库带动价格上涨,PPI 同比、产成品库存拐点向上,也就是盈利信号→原材料价格信号→库存信号。其中工业企业盈利拐点是库存周期由“去库存”转向“补库存”的领先指标。

具体看,企业盈利拐点、PPI 同比拐点分别于今年 2 月份、6 月份出现,我们预计产成品库存(名义库存)拐点在 8 月份。2002 年以来,企业盈利领先 PPI 同比约 4-6 个月;PPI 同比增速领先产成品库存同比,在疫情前领先约 1-2 个月,疫情期间扩大至约 6 个月,可能与疫情风控影响物流效率有关。本轮工业企业盈利拐点、PPI 同比拐点分别出现在 2023 年 2 月和 6 月,按照历史经验,我们预计产成品库存在 8 月份触底。

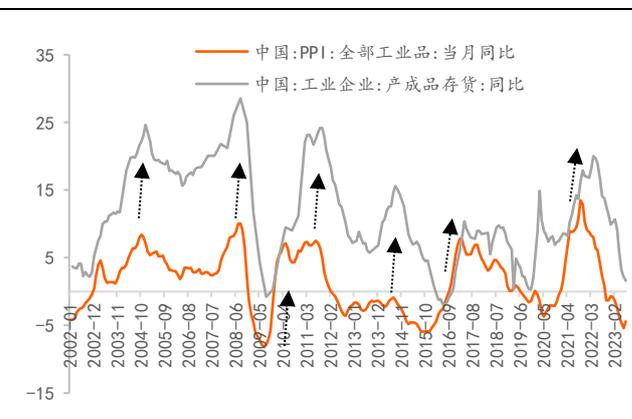
此外,今年 2 月的工业盈利增速水平、6 月份的 PPI 同比水平均处于历史底部,仅略高于 2008 年金融危机、2020 年疫情初期。同时,产成品库存同比也接近历史底部,因此底部反转迹象明确,侧面说明库存周期拐点近在眼前。

图12 企业盈利信号领先价格信号约 4-6 个月



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图13 2002-2019 年价格信号领先库存拐点约 1-2 个月



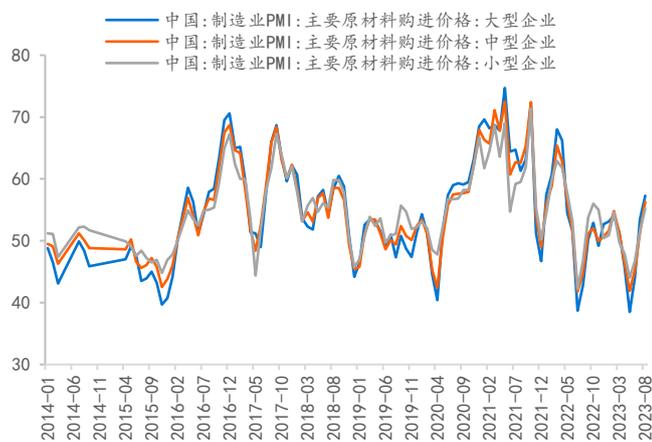
资料来源: Wind, 联储证券研究院

¹ 产成品库存又称为名义库存,包含价格上涨因素、库存数量上涨因素两方面,即实际库存同比≈产成品库存同比-PPI 同比
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

3.2 PMI 价格分项、采购量分项印证补库预期

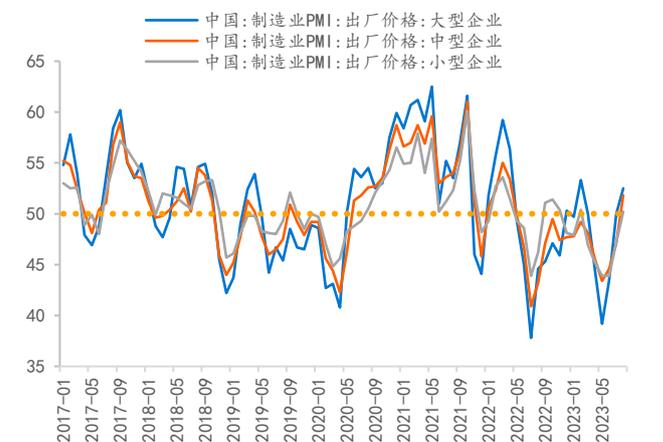
从 PMI 分项看，价格信号、大型企业采购量稳步进入扩张区间，中小型企业补库预期明确。原材料购进价格、出厂价格 5 月触底，现已进入扩张区间；大中小型企业采购量分别在 4 月、5 月、6 月触底，大型企业采购量进入扩张区间。

图14 大中小型企业 PMI 主要原材料购进价格



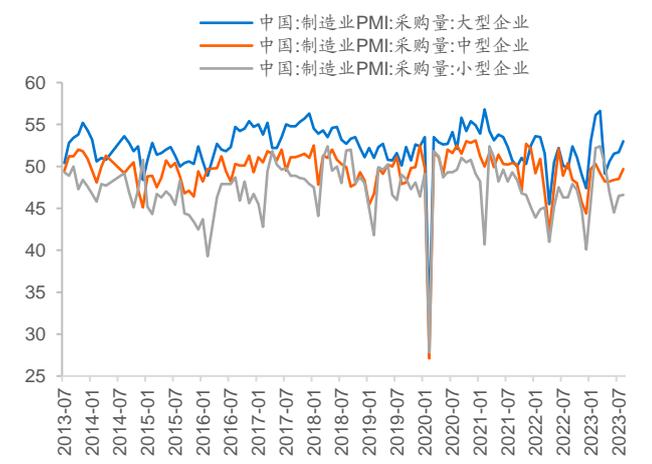
资料来源：Wind，联储证券研究院

图15 大中小型企业 PMI 出厂价格



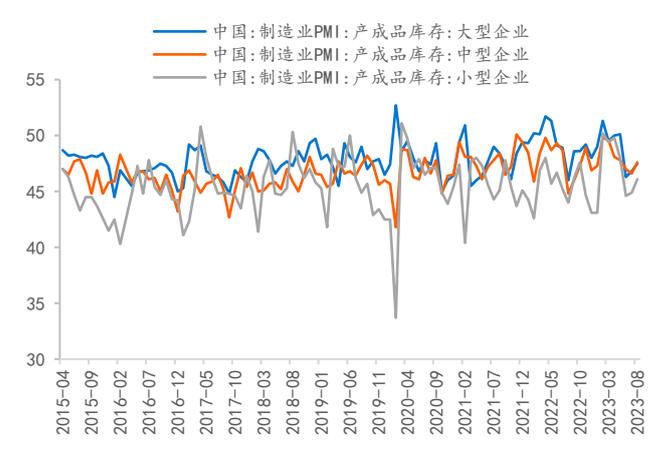
资料来源：Wind，联储证券研究院

图16 大中小型企业 PMI 采购量



资料来源：Wind，联储证券研究院

图17 大中小型企业 PMI 产成品库存



资料来源：Wind，联储证券研究院

4. 内需驱动仍是三季度高景气行业的主线

我们判断内需驱动是未来寻找高景气行业的主线。一方面，国内订单是近期驱动制造业 PMI 景气升温的主因（参考第 1 章）；另一方面，统计局公布的当前主要高景气行业几乎都是内需服务业。8 月统计局公告²，“从行业看，铁路运输、航空运输、住宿、餐饮、电信广播电视及卫星传输服务、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位于 55.0% 以上较高景气区间。”上述高景气行业以内需型服务业为主，可能原因有二：一是纯内需行业受海外需求减弱影响小；二是政策制定和落实的效率更高。

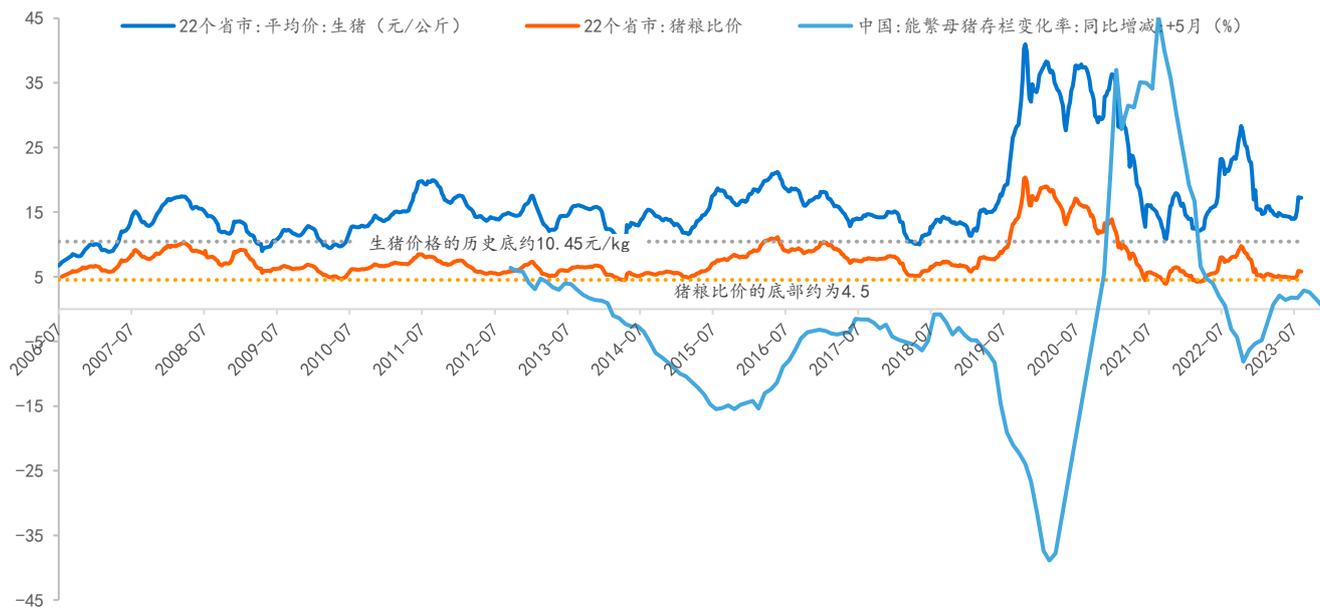
服务和消费端，建议关注猪周期和眼科医疗服务；制造业端，建议关注库存周期拐

²http://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202308/t20230831_1942429.html

点的行业。眼科医疗服务机会请参考报告《东方风来满“眼”春，潮起正是扬帆时》。

新一轮猪周期或已启动，需密切关注能繁母猪去库情况。生猪几乎是纯内需消费，近几年年消费量维持在 5500 万吨左右，近期有两方面变化：一方面，猪粮比在 4.5 的历史低位徘徊数月，能繁母猪、生猪去化较多，低价暑期餐饮消费旺季，短期生猪价格抬升；另一方面，能繁母猪存栏同比（滞后 5 个月）是生猪价格的强负相关指标，能繁母猪数量直接影响生猪存栏量，进而影响生猪价格，若能繁母猪同比继续走低，叠加年底猪肉消费旺季来临，生猪价格仍有上涨空间。

图18 猪周期与猪粮比强正相关，与能繁母猪存栏同比（滞后 5 个月）强负相关



资料来源: Wind, 联储证券研究院

5. 风险提示

制造业恢复不及预期、外需持续走弱、地缘政治风险。

免责声明

联储证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1366 号富士康大厦 9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000