

经济动能放缓，供需缺口仍处高位，看好债牛格局

——8月PMI数据点评

债券点评报告

2019年9月2日

事件概述：

国家统计局发布8月PMI数据，制造业PMI数据录得49.5%，环比回落0.2个pct，连续四月处于荣枯线下方；非制造业PMI数据录得53.8%，环比提升0.1个pct。

● 需求持续收缩，供给扩张放缓，库存压力有所增加

需求连续四月处于收缩态势，收缩速度有所加快。三项订单指数仍在荣枯线下方，但内部结构发生分化，新订单指数回落0.2pct的同时，新出口订单、在手订单则持续回暖，环比分别上升0.9、0.1pct，内需疲软成为拖累需求复苏的主要因素。受需求拖累影响，生产数据全线回落。生产指数回落0.2pct至51.9%，采购量指数录得49.3%，大幅回落1.1pct重回收缩区间；生产经营活动预期指数录得53.3%小幅回落0.3pct。与7月产需背离态势相反，下游需求持续疲软拖累厂商预期，生产虽仍处于扩张区间，但方向上已经呈现出与需求同步放缓的趋势。

库存指数发生背离，去化压力再度增加。产成品和原材料库存指数继续处于收缩区间，但边际变化发生背离。产成品库存指数环比上升0.8pct，原材料库存环比下降0.5pct，结合产需指数双双回落的表现，进一步印证了当前厂商去化压力有所增加，重回主动去库存阶段。从价格方面看，出厂价格呈现加速下滑趋势，原材料价格指数回落2.1pct跌回临界点下方，下游需求的疲软或将继续沿产业链向上传导，上游原材料供应商将进一步承压，警惕PPI数据再度下滑的风险。

● 经济动能放缓，供需缺口小幅收窄但仍处高位

与7月份供需失衡但去化加速的背离格局不同，8月数据重新回到了供过于求从而引发去化放缓的逻辑上。从“新订单-生产”构造的产需缺口指数看，该缺口指标8月录得-2.2%，较上月收窄0.1pct。虽然生产扩张有所放缓，但对需求下滑的对冲作用有限，产需缺口仍处于16年以来的次高水平，预计将进一步增加去化难度。从“新订单-产成品库存”构造的经济动能指标看，该缺口指标8月录得1.9%，较上月减少0.9pct，潜在生产空间由上月的扩张重新回到收缩状态，后续经济增长动力有所减弱。

● 大中型企业数据回落，小型企业回升，宽信用效果显现但仍需进一步观察

分结构看，大型企业PMI指数回落0.3pct至50.4%，仍保持在扩张区间；而中型企业PMI指数继续回落，下降0.5pct至48.2%。小型企业PMI虽仍处于收缩区间，但边际回升0.4pct。小型企业数据逆势回暖，表明前期持续加码的“宽信用”政策效果有所显现，但当前国内外不确定性因素较多，中小企业融资状况是否发生逆转仍需进一步观察。

● 非制造业继续向好，扩张速度有所提升

8月官方非制造业指数录得53.8%，较上月小幅提升0.1pct。分结构看，建筑业商务活动指数大幅提升3pct至61.2%，呈现加速扩张态势，或与前期专项债发行放量有关，预计基建投资增速将继续回升，基建有望发挥托底经济的作用；服务业商务活动指数回落0.4pct至52.5%，保持扩张的同时增速有所放缓。

● 债市投资策略

8月PMI数据表明下游需求仍然在拖累整个制造业产业链，且内需不振的影响大

民生证券研究院

分析师：樊信江

执业证号：S0100519070002

电话：010-85124733

邮箱：fanxinjiang@mszq.com

研究助理：颜子琦

执业证号：S0100117120035

电话：021-58768652

邮箱：yanziqu@mszq.com

研究助理：孙嘉伦

执业证号：S0100118100014

邮箱：sunjialun@mszq.com

研究助理：张伟

执业证号：S0100119070052

邮箱：zhangwei_yj@mszq.com

于外需的短期回暖。考虑到中美贸易摩擦前景仍不明朗，存在反复和加剧的可能性，后续需求端或将面临更大的挑战。库存周期受产需影响进入更加艰难的阶段，去化压力有所增加，PPI 和生产或将面临更大的压力，从而拖累制造业投资。基本面下行压力仍然存在，支持“债牛”格局延续，我们继续看好利率债的投资机会，10 年期国债到期收益率低点或在 2.85%左右。

风险提示：外部风险加剧

分析师与研究助理简介

樊信江，固收方向负责人，清华大学工程管理硕士。3年央企海外燃煤、燃机电站工程总承包开发及执行经验，2年国内基础设施融资租赁和PPP投资经验，2017年加入民生证券。

颜子琦，固收方向研究助理，新加坡南洋理工大学金融工程硕士，2017年加入民生证券，主要参与利率债与城投债研究。

孙嘉伦，固收方向研究助理，约翰霍普金斯大学金融硕士，2018年加入民生证券，主要参与地方政府债与产业债研究。

张伟，固收方向研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，2019年加入民生证券，主要参与可转债研究。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10421

