

信义山证 汇通天下

证券研究报告

宏观利率

2022 年 8 月 PMI 数据点评

经济恢复偏慢，库存去化仍需时日

2022 年 8 月 31 日

宏观利率/定期报告

分析师：

姓名：郭瑞

执业登记编码：S0760514050002

邮箱：guorui@sxzq.com**核心观点：经济内生动力弱，政策空间仍存，收益率或将温和式下行**

- **8 月制造业景气度恢复缓慢，建筑业保持较快扩张，服务业恢复放缓。**疫情、高温、需求偏弱等因素叠加企业进入主动去库存阶段，8 月制造业 PMI 微幅回升至 49.4%（前值 49.0%），恢复缓慢但略超 wind 一致预期的 49.0%。非制造业商务活动 PMI 回落至 52.6%（前值 53.8%）。其中建筑业指数 56.5%（前值 59.2%），建筑业新订单指数和业务活动预期指数分别升至 55.5% 和 64.1%；服务业指数回落至 51.9%（前值 52.8%），房地产、租赁及商务服务、居民服务等行业继续位于收缩区间。
- **需求恢复不足，生产活动及预期维持低位。**8 月制造业新订单指数 49.2%（前值 48.5%），新出口订单指数 48.1%（前值 47.4%），2016 年以来分位数分别为 8.8%、34.1%，外需好于内需。7 月以来，新订单指数和生产指数剪刀差低位回升，并非需求端恢复有多强，而是企业信心不足、生产放缓，主动去库存所致。8 月生产指数为 49.8%，持平于 7 月。生产经营活动预期指数 52.3%（前值 52.0%），分位数处于 2016 年以来的 3.7%。
- **企业产成品库存去化加速，采购积极性低。**8 月制造业产成品库存指数 45.2%（前值 48.0%），处于 2016 年来 6.3% 分位（前值 79.4%），库存去化加速。但趋势上看，工业企业库存还维持在高位，8 月工业企业产成品存货同比高增 16.8%，未来主动去库存仍将延续。由于生产信心仍未恢复，企业采购量指数仅回升至 49.2%，2016 年以来分位数为 12.6%，原材料库存指数为 48.0%（前值 47.9%），2016 年以来分位数为 44.3%。
- **制造业价差边际恢复至 2016 年来高位。**8 月 PMI 制造业出厂价格 44.5%（前值 40.1%），主要原材料购进价格 44.3%（前值 40.4%），价差恢复至 0.2%，边际上达到了 2016 年以来的最高值，有利于中下游企业经营状况边际改善。但近 12 个月平均价差处于 2016 年以来中等水平，盈利层面还难以推动企业信心恢复。
- **就业缓慢恢复，小型企业生产经营压力大。**8 月制造业、建筑业、服务业从业人员指数分别为 48.9%（前值 48.6%）、47.7%（前值 47.7%）、46.7%（前值 46.6%）。7 月以来小型企业经营景气度持续下降，不利于就业的吸纳。
- **市场启示：经济内生动力弱，政策空间仍存，收益率或将温和式下行。**当前内需不足，工业主动去库存，价差有所恢复但企业盈利改善较慢，就业恢复缓慢，政策仍需进一步加码。8 月收益率台阶式下行主要归因于经济弱势和意外降息，货币政策空间打开，资金利率向政策利率靠拢过程缓慢等因素。9 月至 10 月，新一轮稳增长举措、二十大盛会、LPR 调降效应显现、获利止盈、美联储加息预期上升等带来扰动，但经济偏弱是现实，19 项接续政策效果仍待观察，8 月降息使得货币政策“克制”预期逐渐向对债市有利的方向转化。相较于 8 月的台阶式下行，收益率未来更可能以温和的方式下行。
- **风险提示：**8 月社融表现超预期；稳楼市获得实质性进展；二十大政策



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

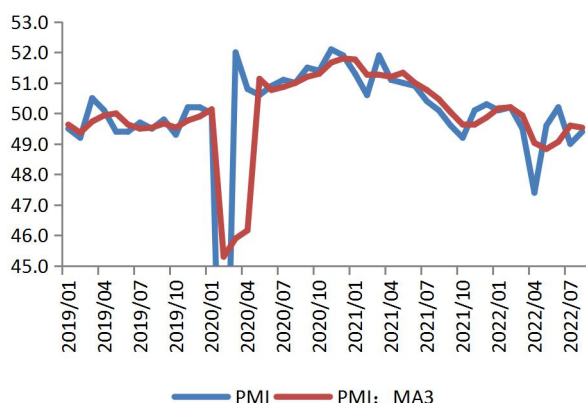


布局超预期。

图表目录

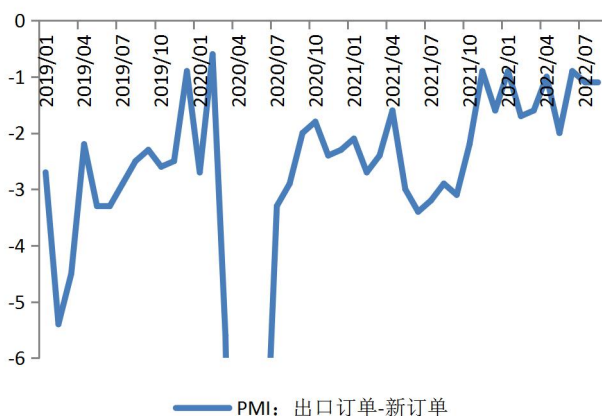
图 1: 制造业 PMI (%)	3
图 2: 非制造业 PMI:商务活动 (%)	3
图 3: PMI: 新出口订单-新订单 (%)	3
图 4: PMI: 出厂价-购进价 (%)	3
图 5: 采购量及原材料库存 PMI (%)	3
图 6: 不同规模企业 PMI (%)	3

图 1：制造业 PMI (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 3：PMI：新出口订单-新订单 (%)

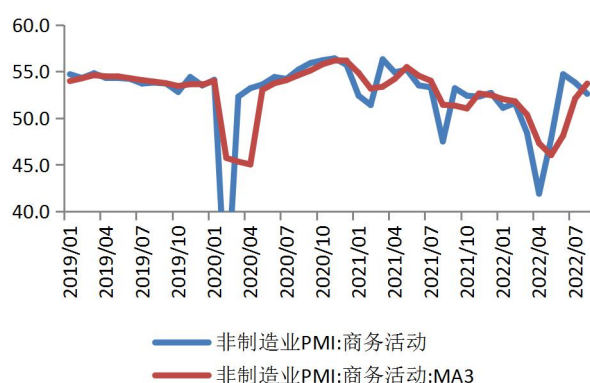


资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：采购量及原材料库存 PMI (%)

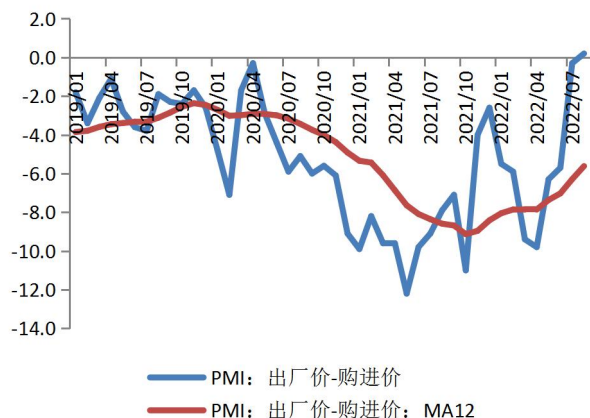


图 2：非制造业 PMI:商务活动 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 4：PMI：出厂价-购进价 (%)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：不同规模企业 PMI (%)



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_45694

