

# 经济恢复面临挑战，利率仍存下行空间

## ——8月 PMI 数据点评 20220831

报告日期：2022-08-31

首席分析师：颜子琦

执业证书号：S0010522030002

电话：13127532070

邮箱：yanzq@hazq.com

研究助理：杨佩霖

执业证书号：S0010122040030

电话：17861391391

邮箱：yangpl@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 事件：

8月31日，统计局公布2022年8月PMI数据。8月，中国制造业采购经理指数（PMI）为49.4%，比上月回升0.4个百分点；非制造业商务活动指数为52.6%，比上月回落1.2个百分点。

#### ● 经济恢复面临挑战，利率仍存下行空间

整体来看，8月PMI数据表明当前经济运行仍面临挑战，本月经济运行特征包括：供需弱恢复、主动去库存、价格持续回落、预期边际改善。具体来看，本月制造业供需两侧呈现弱恢复态势，同时在需求侧未有明显好转迹象的情况下，价格指数持续走低或表明当前主动去库现象仍相对明显，企业对未来经营预期继续保持谨慎。非制造业方面，受高温及疫情因素影响，建筑业与服务业商务活动指数双双走弱，其中建筑业需求侧在政策持续加码下继续呈现恢复态势。

债市观点方面，本月经济运行遭受疫情反复及高温等多重挑战，供需两侧呈现弱恢复态势，基本面方面不会对债市形成明显利空，而资金面方面虽有短期承压，但中期维度来看或仍有财政驱动因素支撑，因此整体来看，我们认为债市未来将保持低位震荡，不建议追涨超长端，建议保持杠杆、做低曲线凸点、并实施“类利率波段策略”以增厚策略收益。

#### ◆ 需求端边际改善，产成品库存大幅走低。

8月制造业新订单指数录得49.2%，环比上行0.7pct，较过去5年同期均值低出2.1pct，继续位于临界值以下，市场需求仍略显不足，但呈现出边际改善迹象。外需方面，本月新出口订单指数录得48.1%，同样较前值回升0.7pct，但也同样仍处于收缩区间，考虑到俄乌地缘冲突以及主要国家采取紧缩政策等因素，预计外需后续仍存在下行风险。

8月生产指数录得49.8%，较前值持平，略低于临界值，较过去5年同期均值低出2.9pct。在手订单与产成品库存分别较前月回升0.5pct与回落2.8pct，“新订单-产成品库存”构建的生产动能指数较前月大幅提升

3.5pct，当月录得 4.0%，为近一年以来的最高点，表明当前企业生产意愿明显提升。

整体来看，在国内局部地区出现疫情反复，以及高温限电等因素的影响下，8 月供需两侧仍相对较弱，边际改善有限，考虑到价格指数尽管有所回升但仍明显低于荣枯线，因此产成品库存的大幅减少或仍是企业的主动去库存行为。

◆ 价格指数边际回升，预计 8 月 PPI 或在 2.7%左右。

8 月出厂价格指数与原材料购进价格指数录得 44.5%与 44.3%，分别较前值回升 4.4pct 与 3.9pct，均显著低于历史正常水平。

具体来看，本月国内猪肉价格窄幅震荡，焦煤、焦炭及钢铁等黑色系商品在地产端弱景气的影响下价格仍表现偏弱，与此同时，在全球经济悲观预期影响下，石油价格再度回落，化工原料等产品价格同样有所下行。根据两大价格指数与 PPI 环比的相关性，我们对 8 月 PPI 进行测算，预计 8 月 PPI 环比降幅较 7 月有所收窄，PPI 同比涨幅或在 2.7%左右。

◆ 企业预期边际回暖，用工及备料提速。

8 月制造业企业经营预期较前值小幅回升 0.3pct 至 52.3%，较去年同期下降 5.2pct，较过去 5 年同期均值下降 4.9pct，表明在供需两侧弱恢复的作用下，企业对于未来的经营预期仍保持谨慎，当前距离正常区间仍存在较大恢复空间。

企业用工及备料边际改善，但仍处于收缩区间。8 月，制造业采购与进口指数分别录得 49.2%与 47.8%，分别较前月回升 0.3pct 与 0.9pct，原材料库存指数小幅回升 0.1pct 至 48.0%，从业人员指数回升 0.3pct 至 48.9%。整体来看，受预期边际改善影响，企业用工及备料有所提速，但仍处于收缩区间。

◆ 大型企业 PMI 回归荣枯线上，小型企业景气度再度回落。

8 月大中小型制造业企业 PMI 分别录得 50.5%、48.9%与 47.6%，分别较前值回升 0.7pct、回升 0.4pct 与回落 0.3pct。具体来看，大型企业景气度结束连续两个月的回落，当前回归至荣枯线上，中型企业景气度同样边际改善，但改善幅度不及大型企业，当前仍处于收缩区间，而小型企业则继续低位运行，景气度再度出现回落。

整体而言，各类型企业景气度仍呈现明显分化，小型企业景气度长期低于大中型企业，其中成本压力随着原材料价格的回落而有所减轻，后续

应当继续关注需求侧的回暖对中小企业景气度的边际贡献。

◆ **建筑业与服务业景气度双双回落。**

非制造业方面，8月非制造业商务活动指数录得**52.6%**，较上月小幅回落**1.2pct**。其他主要分类指标多数边际回升，其中新订单指数小幅回升**0.1pct**至**49.8%**，投入品价格回升**1.4pct**至**50.0%**全面下行回升，销售价格指数边际回升**0.2pct**至**47.6%**，从业人员指数边际回升**0.1pct**至**46.8%**，业务活动预期指数则边际回落**0.7pct**至**58.4%**。

分行业来看，服务业商务活动指数下行**0.9pct**至**51.9%**，整体恢复速度有所放缓，但仍保持相对景气，主要原因在于高温天气及疫情反复等因素，对接触性服务产生不利影响。**建筑业商务活动指数回落2.7pct至56.5%**，其中新订单指数为**53.4%**，比上月上升**2.3**个百分点，业务活动预期指数为**62.9%**，比上月上升**1.9**个百分点。整体来看，服务业景气度再度小幅回落，恢复速度有所放缓，而建筑业则在政策支持加码的作用下，需求侧与企业预期均有良好表现，但在高温及疫情影响下，服务业与建筑业商务活动指数均有所放缓。

● **投资策略：保持杠杆、做低曲线凸点、“类利率波段策略”**

从PMI表现来看，8月经济恢复速度有所放缓，供需两侧呈现弱恢复态势，同时在需求侧未有明显好转迹象的情况下，企业对未来经营预期仍保持谨慎，主动去库现象相对明显。后续来看，8月31日，国务院总理主持召开国务院常务会议，提出要用“放管服”改革办法再推进稳经济一揽子政策发挥效能，接续政策细则9月上旬应出尽出，着力扩大有效需求，巩固经济恢复基础，再度强调对投资消费的支持力度，在政策面继续维持利好。

**整体而言，从基本面来看，当前经济运行现状对债市仍不构成显著利空，考虑到近期我国局部地区再度出现疫情反复，因此后续经济恢复能否提速，仍取决于疫情防控情况，以及增量政策能否引导需求侧实现回暖。**

资金面方面，受跨月季节性因素，以及大行主动减少资金融出等因素影响，近期资金面存在短期波动。后续来看，跨月影响基本结束，短期内财政净投放仍有余量，同时专项债结存发行规模有限，预计短期内财政因素或仍驱动资金面维持宽松，流动性尚未见到拐点。

**债市观点方面，本月经运行遭受疫情反复及高温等多重挑战，供需两侧呈现弱恢复态势，基本面方面不会对债市形成明显利空，而资金面方面虽有短期承压，但中期维度来看或仍有财政驱动因素支撑，因此整体来看，我们认为债市未来将保持低位震荡，不建议追涨超长端，建议保**

持杠杆、做低曲线凸点、并实施“类利率波段策略”以增厚策略收益。

● 风险提示

人民币可能出现进一步贬值；疫情反复具有不确定性。

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\\_45681](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45681)

