

弱势反弹或难持续

——8月PMI数据点评

核心观点：

国家统计局8月31日公布8月制造业PMI为49.4，较上个月略有回升，但仍显著低于50的平衡线；8月高频数据也分化比较明显。我们认为8月中国制造业环比增长或略有改善，但是整体仍相当疲弱。展望未来，疫情、地产和出口仍是经济的主要拖累项，基建投资虽持续受到政策支持，但是独木难支。如果经济持续低于预期或信用事件爆发，未来仍有进一步降息的可能。

点评要点：

➤ 8月PMI略有反弹，高频数据分化

8月PMI综合指数49.4较上个月（49.0）略有改善，经季调以后也是如此。从其主要的子指数新订单、新出口订单、生产、进口和就业来看，都有一定的改善，当然也都没有超过荣枯平衡线。高频数据分化明显，沥青开工等代表基建的指标继续改善，二手房销售也有回升，但是出口和一手房相关的指标比较低迷。总体而言，我们倾向于认为8月制造业乃至整体经济的环比增长可能略有反弹，但是整体仍然相当疲软。

➤ 经济下行隐忧犹存

我们认为疫情、地产、出口仍是未来拖累经济的隐忧。8月全国平均每日新增病例继续较7月上升，一些城市再度出现“静默管理”，可能持续影响经济。地产的“保交楼”目前看仍然难以取得决定性进展：虽然根据决策层最新的部署，政策性银行已经安排2000亿专项资金，以政府债务的形式提供给地方政府，并可能以“共益债”方式推动“保交楼”，但是谈判可能仍然耗费时日，而且强制执行的障碍也不少。这意味着一手房的销售短期也难以迅速回升，地产产业链以及相关信用风险可能仍是经济的拖累项。此外，微观出口企业对订单的反馈也并不乐观。

➤ 进一步降息的可能性不能排除

财政和准财政对于基建的支持已经很强，但是单靠基建投资仍有独木难支之势。如果经济持续低于预期，或者出现城投违约等信用事件，不能排除货币市场短端利率乃至政策利率进一步下行的可能性。人民币汇率或持续承压。

风险提示：经济、政策与预期不一致，国内外疫情恶化超预期、中美关系恶化超预期

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 电话：15221881900
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《LPR下降着眼于地产》2022.08.23
- 2、《如何理解“盘活专项债债务限额空间”？》2022.08.21
- 3、《保交楼的代价》2022.07.27

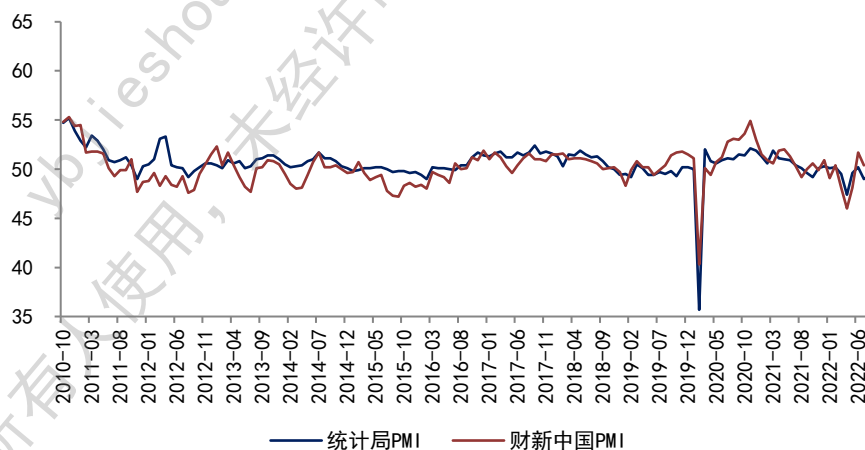
1 8月 PMI 弱势反弹

8月 PMI 综合指数较7月略有反弹，一些主要子指数也较前月略有改善，但是仍然处于50的荣枯平衡线以下。

1.1 7月 PMI 下滑超预期

7月 PMI 综合指数 49.4 较前一个月的 49.0 略有回升。经过季节调整，PMI 综合指数反弹的程度略有上升，但是改善仍然非常有限且继续低于50的荣枯平衡线。这可能意味着中国制造业在8月的环比增长可能略有改善，但是仍然比较疲软。

图表 1：中国 PMI 综合指数



来源：Wind，国联证券研究所

1.2 主要子指数也略有反弹

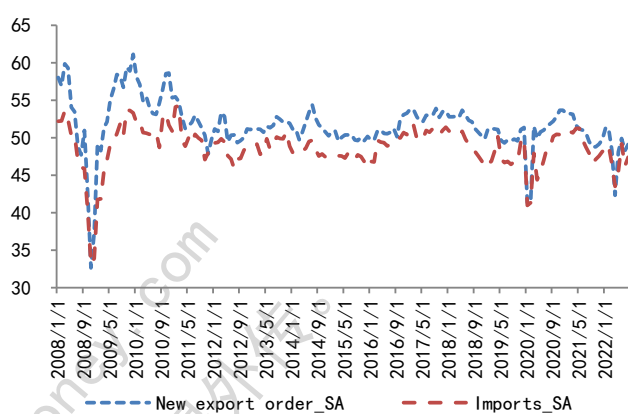
从经过季调 PMI 系列数据中与需求和产出有关的子指数来看，大部分在8月份也略有反弹。其中，新订单子指数较7月的水平反弹接近1个百分点，生产子指数轻微反弹 0.2%；出口订单、进口子指数的反弹相对明显一些。但是，上述子指数经过季调也都没有超过50。

图表 2: PMI 新订单和生产品子指数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 3: PMI 新出口订单和进口子指数



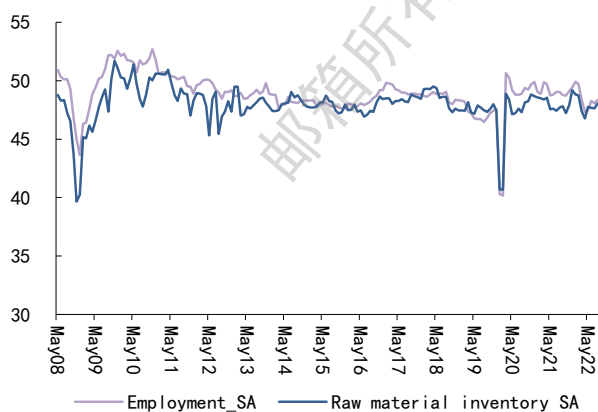
来源: Wind, 国联证券研究所

此外,经过季节调整以后的 PMI 就业子指数 8 月也略有反弹,可能意味着制造业就业的环比略有改善。

与美国经济的一些指标超预期、市场高估美国经济衰退风险等因素有关,国际大宗商品价格近期出现反弹,也导致 8 月的 PMI 原材料购进价格以及出厂价格子指数有所反弹。

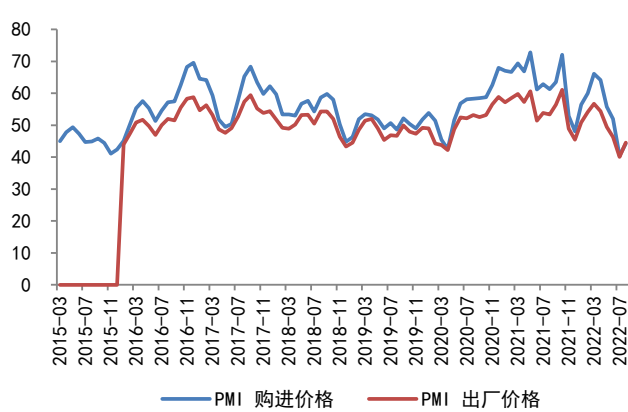
然而,季调后 7 月 PMI 企业预期指数仍略有恶化。

图表 4: PMI 就业及原材料库存子指数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 5: PMI 原材料购进价格及出厂价格子指数



来源: Wind, 国联证券研究所

2 8 月高频数据结构分化

8 月以来发电高频数据整体结构分化。地产成交继续低迷,出口的高频数据表现欠佳,但是沥青开工率等代表基建的指标有所改善。

最能代表总量的电力、钢铁高频数据来看,有所改善,但是对经济的指向性不强。

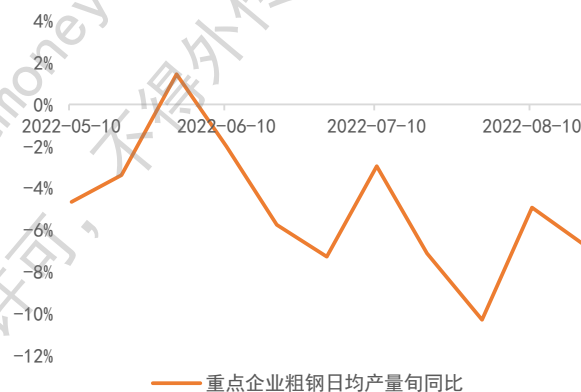
受到高温等方面因素的影响，沿海8省发电耗煤的高频数据8月份同比持续回升，并且出现正增长。不过如果考虑到这个数据的同比和全国发电量同比数据的相关性不算很高，且内地一些省份出现限电，我们并不认为8月全国发电量同比可能明显改善。此外，从重点企业粗钢产量的旬同比来看，8月份前两旬的平均水平较7月略有回升，但是程度非常有限。

图表6：沿海8省发电耗煤日均同比



来源：Wind，国联证券研究所

图表7：重点企业粗钢产量旬同比

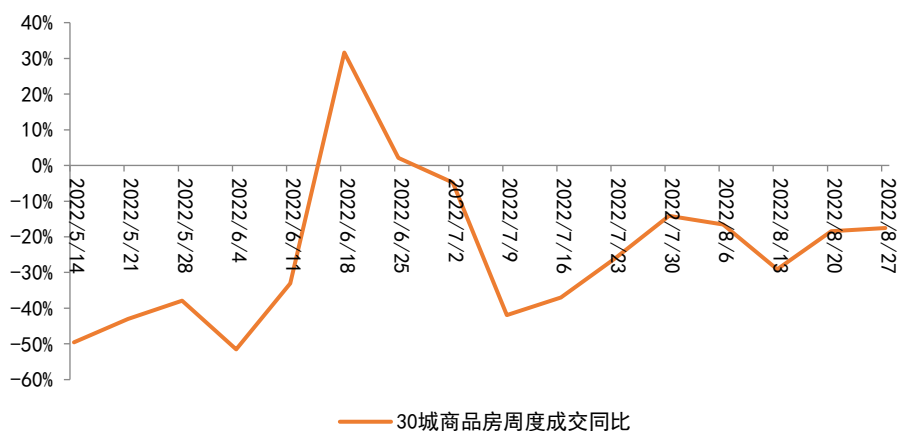


来源：Wind，国联证券研究所

8月以来一手房销售的高频数据继续表现欠佳。虽然从同比的数据来看，似乎略有改善，但是我们注意到去年同期地产销售的基数明显较低，这意味着一手房的绝对销售水平仍处于非常差的水平。

但是，一些二手房的高频数据已经有所改善，显示需求端的刺激可能已经在发挥作用，但是地产公司的信用问题仍在影响购房者对于一手房的信心。

图表8：30城地产销售面积同比



来源：Wind，国联证券研究所

出口部门的高频数据表现不好。8大港口外贸集装箱吞吐同比增速明显滑落，且航运价格指数也明显滑落，可能意味着出口的拐点正在逼近。

从汽车的半钢胎、全钢胎的开工率同比较 7 月略有下滑，但是表现尚可；沥青装置开工率等代表基建的高频指标 8 月也有明显提升。螺纹钢和铁矿石的价格都在低位震荡。

当然，从票据融资利率近期回升来看，8 月社融可能有所改善——可能受到基建相关融资集中发放的拉动（媒体报道 3000 亿政策性银行金融工具近期已经全面完成发放），但是社融改善的持续性存疑。

3 经济下行隐忧犹存

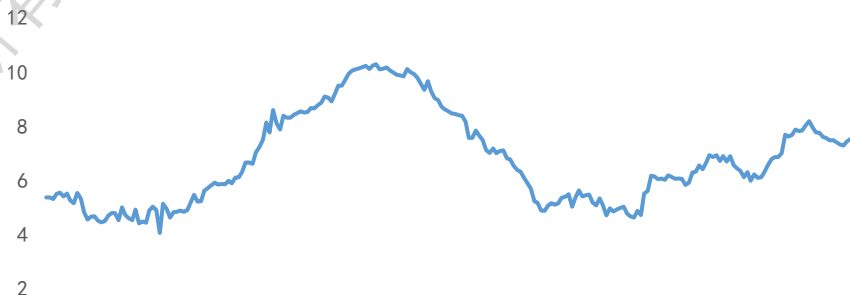
我们认为疫情的扰动、地产产业链的恶化以及出口的下行可能仍是未来数月经济可能超预期下滑的主要风险点；当然，基建投资会发挥稳定经济的作用，但是目前看起来仍然独木难支。

政策方面，要密切关注二十大以后潜在的政策调整；此外，如果经济持续低于预期，进一步的降准降息仍然可期。

3.1 疫情、地产与出口

如我们此前所料（《7 月 PMI 点评》），疫情反复仍会持续冲击下半年经济。7 月以来，多地疫情再度爆发，一些城市重新进入静默管理状态，对于生产和消费都构成了明显的影响。

图表 9：对数化之后全国单日新增新冠肺炎人数（含无症状感染）



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_45688

