



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

研究助理：钟渝梅

执业证号：S0100124080017

邮箱：zhongyumei@mszq.com

➤ **事件：**8月31日，国家统计局公布了8月制造业采购经理指数（PMI）。8月制造业PMI为49.1%，比上月下降0.3个百分点，制造业景气度小幅回落。

➤ **8月制造业PMI回落的背后，既有暂时性因素、又有结构性因素。**今年7月政治局会议对产业政策的部署几乎“面面俱到”，但8月制造业PMI身上似乎并没有体现出“政策效应”。**如何理解8月PMI的不寻常？PMI边际下降的背后，其实隐含着种种来自于极端天气（多地8月高温日数创历史新高）和自然灾害（暴雨洪涝、台风等自然灾害频发）的负面影响，这些特殊因素放大了PMI的下滑幅度。**不过剔除掉这些短期因素，经济分化的态势仍在延续，逐渐赶超PMI新订单指数的PMI新出口订单指数，印证了当前“内需淡、外需强”的局势。鉴于当前距离需求的完全复苏尚有距离，**我们认为9月或是政策宽松的一个时点，不过政策的到来可能偏“渐进式”。**

➤ **以政策叙事：7月政治局会议为8月PMI带来的“政策效应”。**以史为鉴，7月政治局会议在产业政策上“说得越多”，政策对于产业的重视将更利好8月PMI的反弹——7月政治局会议越强调工业制造业的重要性，那么8月PMI的反弹空间将会越大。而今年7月政治局会议，从“新质生产力”、到“新兴产业和未来产业”、再到“行业自律”等等，对产业政策的布局几乎“面面俱到”。但是今年7月政治局会议对实体经济的重视，并未成功带动8月PMI的反弹。

➤ **究其原因，今年夏季极端天气和自然灾害的存在，导致政策刺激对PMI的传导路径并非完全“一帆风顺”。**我们认为对于8月边际下滑的制造业PMI，背后受极端天气和自然灾害的影响颇多——以极端天气来说，历年夏季，PMI与全国平均气温多呈负相关关系，背后的原因可能系高温环境会影响工业正常开工进度，从而压低PMI景气度。不过8月通常会进入夏天的“尾巴”，也为PMI的抬升打开空间。然而今年8月气温却“一反常态”，8月不降反升的气温意味着高温“持久战”将压制PMI的上升。

以自然灾害来说，暴雨洪涝、台风等自然灾害也会扰乱全国工业制造业正常进度。以2021年夏季为例，在当年8月高温影响逐步散去的情况下，PMI却继续下滑的原因在于当年自然灾害频发（包括郑州特大暴雨）。而今年夏季自然灾害受灾人数以及直接经济损失均明显超过过去两年，难免会对PMI造成负面影响。**因此，在极端天气和自然灾害的影响下，8月PMI想要“逆转翻盘”并非易事。**

➤ **“内需淡、外需强”的局势延续，政策宽松时点到来。**8月PMI数据显示内需和外需再度“撇叉”，代表内需的PMI新订单指数降、而代表外需的PMI新出口订单指数升，说明相对不足的内需仍有待进一步提振。**以史为鉴，通常制造业PMI与2个月后的政策出台数量呈负相关关系。这也就意味着PMI越低，可能未来2个月内政策出台的速度会加快。**我们认为9月或是政策宽松的一个时点，不过政策的到来可能偏“渐进式”——先从货币政策开始放松，财政政策可能更偏储备、但也会择机出台。

➤ **生产商生产动能略有降温。**8月PMI生产指数从50.1%降至49.8%（环比-0.3pct），同时PMI生产经营活动预期指数也从53.1%降至52.0%（环比-

相关研究

- 1.人民币汇率点评：股债未动，汇率先行？-2024/08/30
- 2.2024年7月工业企业利润点评：利润答卷中的“新质”含量-2024/08/27
- 3.2024年7月财政数据点评：税收与非税收入的“跷跷板”效应-2024/08/26
- 4.宏观专题研究：债市的脆弱点在哪？-2024/08/25
- 5.本周经济热点：热点 Q&A：中美迎来宽松共振？-2024/08/25

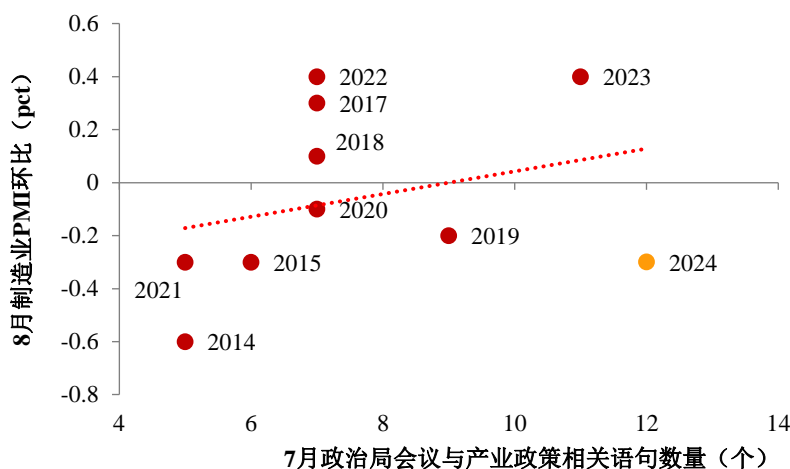
1.1pct)。结合二季度工业产能利用率仍低于过去四年的产能利用率均值的情况来看，说明当前工业存在供强需弱的问题，这会在一定程度上抑制厂商的生产动能。已连续4个月呈现下降趋势的PMI生产指数说明了很有必要改善工业端“生产持续强于需求”的局面。

➤ **8月数据再证明“弱补库”思路。**从PMI新订单指数和PMI产成品库存指数的12个月移动平均走势来看，呈现上升趋势的PMI产成品库存指数说明新一轮补库周期已全然开启，但呈现下降趋势的PMI新订单指数说明重新进货或许更偏被动。在需求相对偏弱的情况下，进入补库或许更多依靠的是已有库存的消耗。

➤ **非制造业中，服务业景气度更多靠假期出行热度支撑。**8月建筑业PMI为50.6%（环比-0.6pct），建筑业PMI已连续4个月下降，说明今年以来基建发力稍弱以及房地产并未完全恢复的现象延续，后期可关注超长期特别国债对经济的撬动作用、以及房地产政策是否会进一步加码。8月服务业PMI为50.2%（环比+0.2pct），小幅提升的主因在于暑假出行热度成功拉动服务业需求上行。

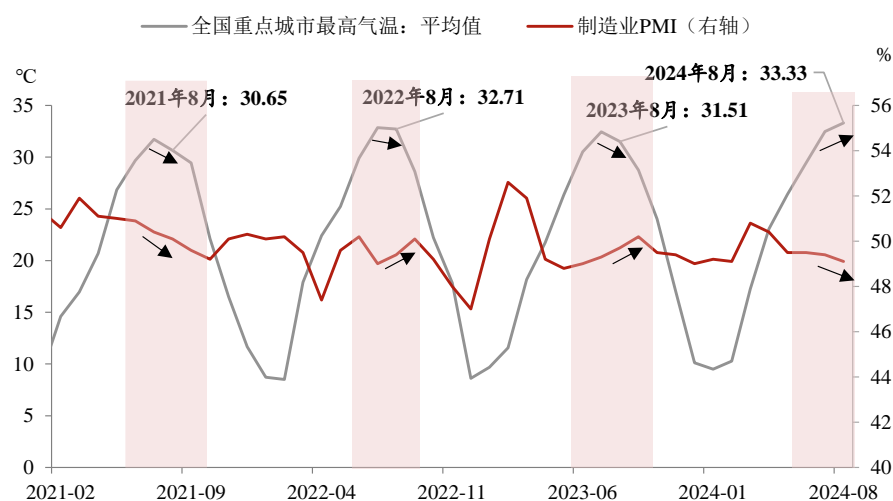
➤ **风险提示：**未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：今年7月政治局会议对实体经济的重视，并未带动8月PMI的反弹



资料来源：Wind、中国政府网，民生证券研究院

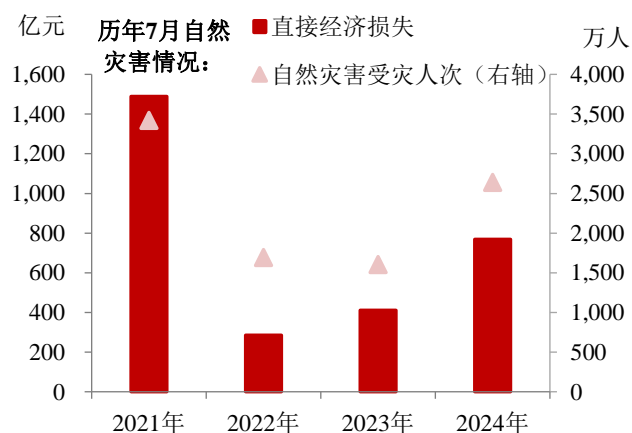
图2：今年高温“持久战”对PMI影响不容低估



资料来源：Wind，民生证券研究院

注：红色阴影部分表示历年夏季。

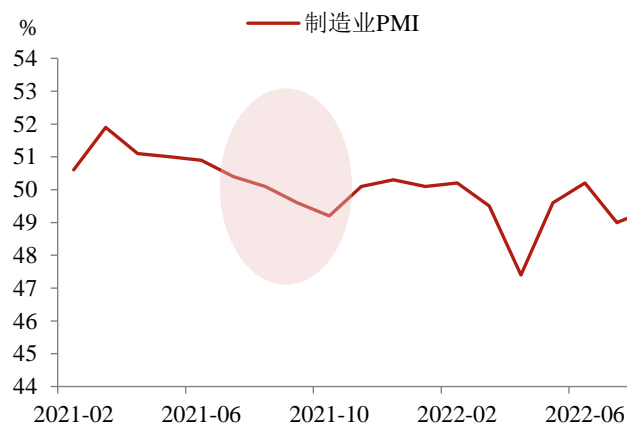
图3：2021年夏季自然灾害频发



资料来源：应急管理部，民生证券研究院

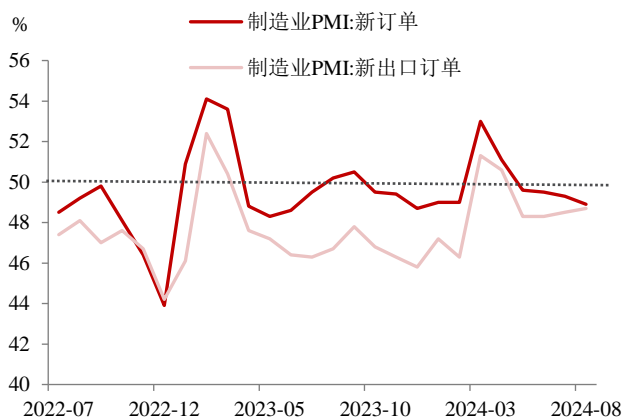
注：2024年8月数据暂未公布，因此选用历年7月数据来评估今年自然灾害的相对情况。

图4：2021年夏天 PMI 持续下滑的背后受自然灾害影响颇大



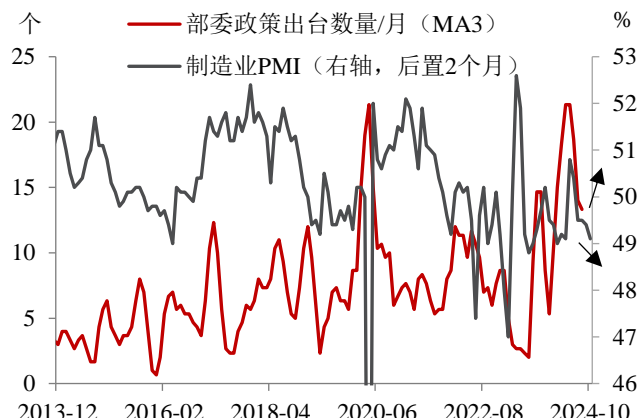
资料来源：Wind，民生证券研究院

图5: PMI 新出口订单指数赶超 PMI 新订单指数



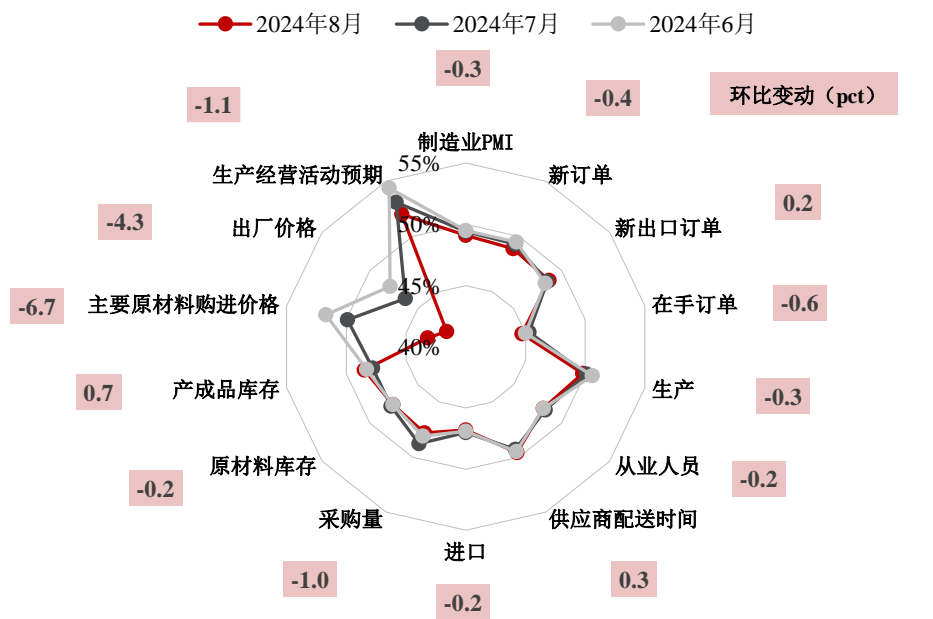
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图6: 制造业 PMI 与 2 个月后的政策出台数量呈负相关



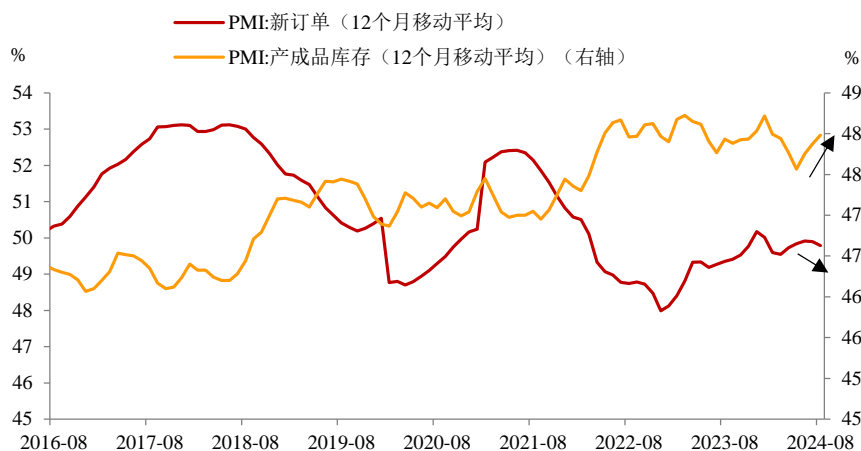
资料来源: Wind、中国政府网、各部委官网, 民生证券研究院

图7: 8月制造业 PMI 各分项指标变动情况



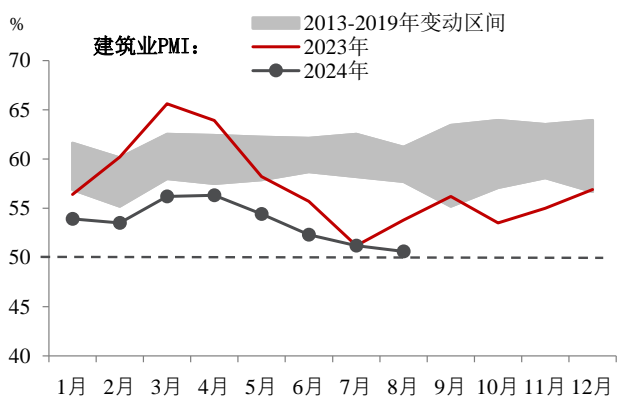
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图8：补库周期的开启并非完全靠需求



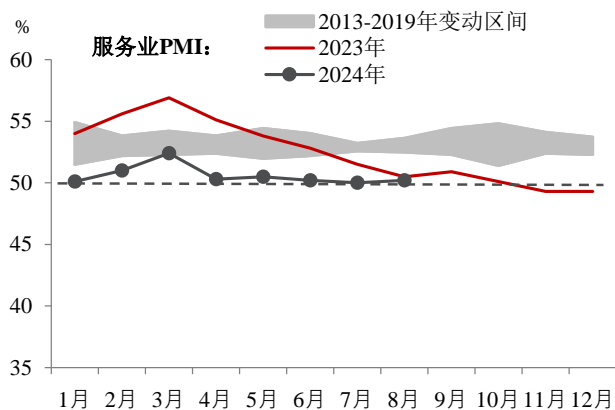
资料来源：Wind，民生证券研究院

图9：建筑业PMI已连续4个月下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

图10：8月服务业PMI小幅提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026