



## 宏观点评

# 两大结构亮点延续，制造业新动能和出口 ——2024年8月PMI数据点评

### 证券分析师

张浩

资格编号：S0120524070001

邮箱：zhanghao3@tebon.com.cn

### 相关研究

### 投资要点：

- 核心观点：**8月PMI产需回落，生产指数除春节因素的2月外年内首次跌入荣枯线下。受近期高温多雨、部分行业生产淡季等因素影响，供给端生产指数环比走弱，需求端新出口订单指数继续回升，新订单指数继续下降。供给强于需求的格局持续。当前经济运行面临“去地产化”及所谓的“去中国化”的内外部挑战，政策战略定力较强，核心在于通过“制造立国”战略加以应对。一方面促进已有政策落地，强化政策协同及取向一致，另一方面要求及早储备并适时推出一批增量政策，我们认为准财政工具推出概率较高，增发国债或也是可用选项。未来，预计当外部大国博弈及内部风险释放进一步加剧，可能促使逆周期政策加码。当前来看更多依赖改革破局，重点关注高水平市场体系建设、深化供给侧结构性改革、推进全面创新机制等。以“制造立国”应对“去地产化”和所谓的“去中国化”依旧是宏观数据的主线逻辑。
- 产需：**生产指数落入荣枯线下。8月制造业PMI为49.1%，环比下降0.3个百分点，环比变化弱于季节性，连续四个月处于收缩区间。生产指数和新订单指数分别为49.8%和48.9%，分别较前月回落0.3和0.4个百分点。从PMI指数编制来看，8月制造业PMI构成分项中生产、新订单、从业人员、原材料库存分项均有回落，作为逆指数的供应商配送时间则有所回升，所有分项边际变化均指向PMI回落，因此8月制造业PMI环比弱于季节性。8月制造业PMI指数继续呈现生产端景气度高于需求端的特征，虽然8月生产指数边际落入荣枯线下，但一定程度上受到近期高温多雨、部分行业生产淡季等因素的影响，预计后续难以大幅下滑，或仍是以窄幅波动为主。新订单指数延续4月以来的回落态势，需求端仍然较弱，仍需等待已有政策效能释放和增量政策逐步落地显现。
- 进一步来看，8月新出口订单指数为48.7%，较7月上升0.2个百分点，虽然继续处于收缩区间但连续两个月低位回升。8月在手订单指数为44.7%，较前月回落0.6个百分点。从新订单指数环比回落、新出口订单指数环比回升、在手订单指数环比回落来看，新订单中外需订单可能更多，同时在手订单低位运行可能导致微观主体体感和预期不佳。“制造立国”战略下，经济结构转型继续推进，制造业投资保持较高增速，新动能行业景气水平较好，高技术制造业和装备制造业PMI在8月重回扩张区间，新动能行业或持续成为制造业投资增长的驱动力；而高耗能行业景气水平偏弱且降幅较大，是本月制造业PMI回落的主要原因之一。
- 价格：**大宗商品价格回落带动原材料价格指数继续下行并传导至出厂价格下行。8月PMI原材料价格指数为43.2%，较前月下降6.7个百分点；PMI产成品价格指数为42.0%，较前月下降4.3个百分点。价格指数环比回落主要受需求不足以及原油、煤炭、铁矿石等大宗商品价格波动等因素影响，8月主要大宗商品价格下行为主，布油跌超5%，螺纹钢跌3.1%，铁矿石、焦炭也下跌2%左右，相应

导致 PMI 原材料价格指数大幅回落至较低水平，从行业看，石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等行业的主要原材料购进价格指数和出厂价格指数回落幅度较大，相关行业市场价格总体水平下降。原材料价格指数已从 5 月 56.9% 的高位快速下行至 8 月 43.2% 的低位，原材料跌价也传导至出厂价格，8 月产成品价格指数也大幅下行，指向 8 月 PPI 可能依然有压力。

- **库存：弱补库或持续。**8 月原材料库存指数为 47.6%，较前月回落 0.2 个百分点，产成品库存指数为 48.5%，较前月回升 0.7 个百分点，两个库存指数均仍处收缩区间。从库存周期的运行来看，去年下半年以来，名义库存增速和实际库存增速均在触底后低位波动，回升幅度较小，并没有形成一轮显著的补库周期。企业补库主要受对需求端的预期影响，从需求端看，经济结构转型的过程中需求端会经历部分旧需求下滑、新需求兴起的变化，这会增加企业预期需求变化的难度，随着“去地产化”持续进行，传统的地产上下游需求的稳态中枢或将有所下降，可能导致相关行业体感需求增长缓慢，补库意愿不高。向前看，在经济结构转型过程中的消费业态变革完成前，弱补库的现象可能持续。而短期来看，受益于出口走势积极，外向型行业补库动力可能更强。
- **结构：大中小企业景气仍分化。**8 月大型企业 PMI 为 50.4%，较前月回落 0.1 个百分点；中型企业 PMI 为 48.7%，较前月下降 0.7 个百分点；小型企业 PMI 为 46.4%，较前月下降 0.3 个百分点，大中小企业 PMI 均回落，但大型企业仍处景气扩张区间，中小企业则在收缩区间，指向大中小企业景气分化仍然比较明显。由于对设备更新贷款的财政贴息范围规定在央行再贷款覆盖项目中，以大型企业为主的国央企的设备更新需求可能更大，在推进设备更新改造投资方面可能更易于获得贴息支持，生产扩张力度可能更大。
- **非制造业：暑期消费带动服务业 PMI 改善。**8 月服务业商务活动指数为 50.2%，较前月回升 0.2 个百分点，环比变化强于季节性。从行业看，暑期消费带动作用显著，铁路运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、文化体育娱乐等行业商务活动指数均位于 55.0% 以上较高景气区间；资本市场服务、房地产、居民服务等行业商务活动指数继续位于收缩区间，市场活跃度偏弱。8 月建筑业商务活动指数为 50.6%，较前月下降 0.6 个百分点，受高温多雨天气等不利因素影响，建筑业生产施工扩张放缓。8 月新增专项债发行明显加速，单月发行近 8000 亿，后续实物工作量形成或加速，有望带动年内建筑业 PMI 回升。
- **预期：新增专项债加速发行，项目安排增加带动建筑业预期较好。**8 月制造业生产经营活动预期指数为 52.0%，较前月回落 1.1 个百分点；建筑业业务活动预期指数为 54.7%，较前月回升 1.8 个百分点；服务业业务活动预期指数为 55.4%，较前月回落 1.2 个百分点，三者均继续处于较高景气区间，制造业投资有望继续保持较高增速，建筑业预期改善或是由于 8 月新增专项债加速发行，项目安排有所增加，服务业预期高位回落或是暑期过后的季节性因素。
- **展望：供给端或继续平稳，需求端有待已有政策效能释放和增量政策逐步落地。**8 月 PMI 产需回落，向前看，供给端预计仍将保持平稳，虽然 8 月生产指数边缘落入荣枯线下但预计后续难以大幅下滑，或在荣枯线附近窄幅波动；需求端仍需

等待已有政策效能释放和增量政策逐步落地。随着新增专项债发行加速，实物工作量逐步形成有望提振建筑业景气和三到四季度经济增长。

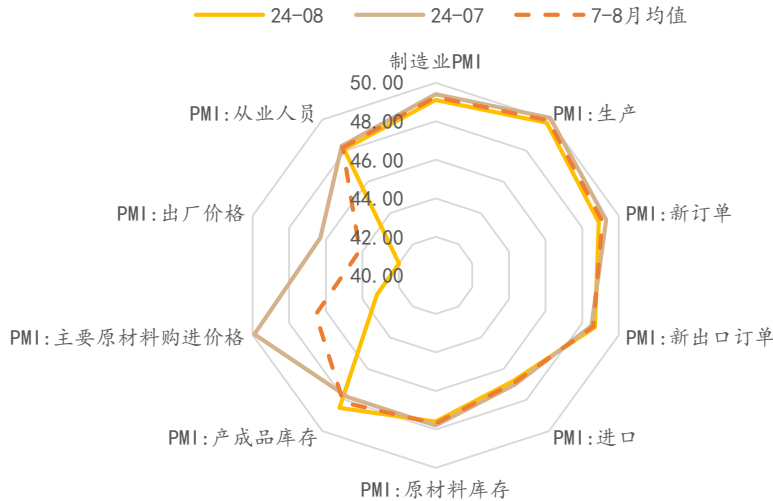
- **风险提示：**（1）宏观政策力度不及预期；（2）海外货币政策导致外需超预期变化；（3）国际地缘政治风险影响全球供应链稳定。

表 1: 2024 年 8 月 PMI 数据概览

单位: %		24-08	相对上月变化	荣枯线上下	相对19-23 五年同期 均值变化	24-07	24-06	24-05	24-04	24-03	24-02
制造业PMI及分项	制造业PMI	49.1	-0.3	↓	-1.0	49.4	49.5	49.5	50.4	50.8	49.1
	新订单	48.9	-0.4	↓	1.3	49.3	49.5	49.6	51.1	53.0	49.0
	新出口订单	48.7	0.2	↓	-2.9	48.5	48.3	48.3	50.6	51.3	46.3
	生产	49.8	-0.3	↓	2.0	50.1	50.6	50.8	52.9	52.2	49.8
	原材料库存	47.6	-0.2	↓	0.6	47.8	47.6	47.8	48.1	48.1	47.4
	产成品库存	48.5	0.7	↓	-1.5	47.8	48.3	46.5	47.3	48.9	47.9
	供货商配送时间	49.6	0.3	↓	-4.2	49.3	49.5	50.1	50.4	50.6	48.8
	主要原材料购进价格	43.2	-6.7	↓	-6.8	49.9	51.7	56.9	54.0	50.5	50.1
	出厂价格	42.0	-4.3	↓	-6.6	46.3	47.9	50.4	49.1	47.4	48.1
	从业人员	48.1	-0.2	↓	3.0	48.3	48.1	48.1	48.0	48.1	47.5
	在手订单	44.7	-0.6	↓	-5.5	45.3	45.0	45.3	45.6	47.6	43.5
	采购量	47.8	-1.0	↓	-0.3	48.8	48.1	49.3	50.5	52.7	48.0
	进口	46.8	-0.2	↓	-8.7	47.0	46.9	46.8	48.1	50.4	46.4
	生产经营活动预期	52.0	-1.1	↑	1.2	53.1	54.4	54.3	55.2	55.6	54.2
按企业类型划分	大型企业	50.4	-0.1	↑	0.5	50.5	50.1	50.7	50.3	51.1	50.4
	中型企业	48.7	-0.7	↓	0.7	49.4	49.8	49.4	50.7	50.6	49.1
	小型企业	46.4	-0.3	↓	-12.0	46.7	47.4	46.7	50.3	50.3	46.4
非制造业商务活动指数及分项	商务活动	50.3	0.1	↑	2.7	50.2	50.5	51.1	51.2	53.0	51.4
	建筑业	50.6	-0.6	↑	-7.8	51.2	52.3	54.4	56.3	56.2	53.5
	服务业	50.2	0.2	↑	-0.7	50.0	50.2	50.5	50.3	52.4	51.0
趋势性变化	动能: 新订单-生产	-0.9	-0.1	-	-0.7	-0.8	-1.1	-1.2	-1.8	0.8	-0.8
	内需: 新订单-新出口订单	0.2	-0.6	-	4.2	0.8	1.2	1.3	0.5	1.7	2.7
	库存: 原材料库存+产成品库存	96.1	0.5	-	-0.9	95.6	95.9	94.3	95.4	97.0	95.3
	价差: 出厂价格-原材料购进价格	-1.2	2.4	-	0.2	-3.6	-3.8	-6.5	-4.9	-3.1	-2.0

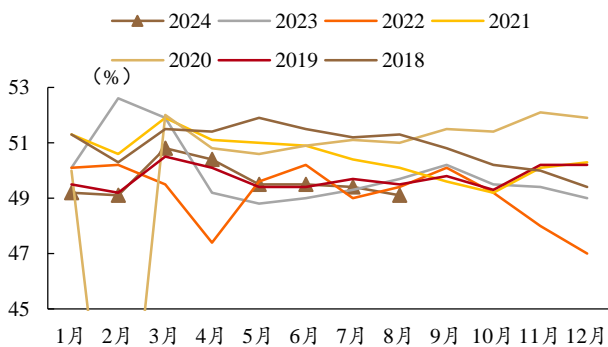
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 1: 制造业 PMI 主要分项指标 (%)



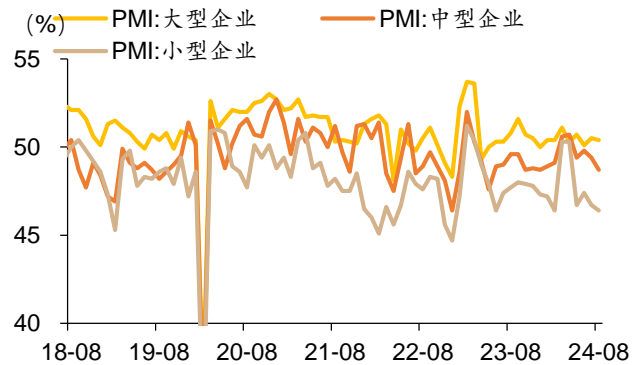
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 1-8 月制造业 PMI 季节性特征类似 2018-2019 年



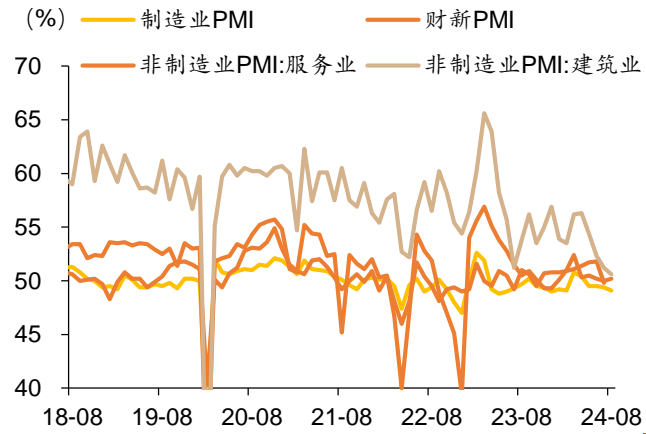
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: 8 月大中小型企业 PMI 均回落



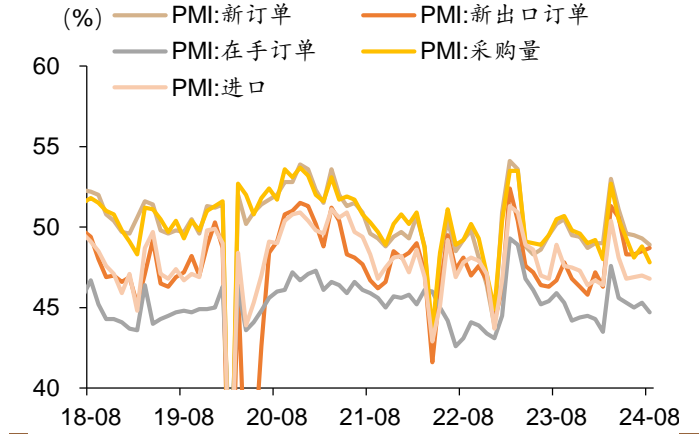
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4：制造业、服务业、建筑业与财新 PMI



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：制造业 PMI 主要分项



资料来源：Wind，德邦研究所

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

张浩，硕士，德邦证券研究所宏观组组长。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。