

去杠杆深水区，投资再抑 PMI，政策如何应对？

事件点评

PMI 点评（2024.8）

投资要点

- ◆ **制造业 PMI 连续第四个月下探并触及年内新低，地方政府去杠杆投资需求降温以及高温极端天气的影响或是主要原因。**8月制造业 PMI 再度下行 0.3 个百分点至 49.1，触及年内最低水平，供需同步偏弱形成连续拖累。本月需求侧的主要拖累或来自投资，新订单指数再度下行 0.4 至 48.9 的年内新低，统计局解读指出“化学纤维及橡胶塑料制品、黑色金属冶炼及压延加工、专用设备等行业生产指数和新订单指数连续两个月低于临界点，供需两端偏弱”，这些行业与投资的相关度更高；同时高技术、装备制造业 PMI 反弹，消费品 PMI 基本持平，高耗能制造业 PMI 却下滑明显，也指向地方政府去杠杆力度加大令基建投资增长受到一定抑制。生产指数在极端高温雨水天气和需求偏弱的共同拖累下也再度下行 0.3 至 49.8 的年内最低水平。新出口订单尽管再度小幅回升 0.2 至 48.7，但仍徘徊于低位区间，美欧近期针对我国新能源汽车产业链施加新一轮贸易壁垒持续影响出口企业信心。
- ◆ **产成品库存指数尽管有所反弹但仍在低位波动，去杠杆深水区的补库存周期右侧斜率持续较为平缓。**8月产成品库存指数低位大幅回升 0.7 至 48.5，达到 4 月以来最高水平，考虑到地产基建去杠杆进入深水区，企业补库存信心的部分改善或显示 7 月底开始推出的新一轮财政加力补贴对消费需求可能形成一定拉动。但当前产成品库存指数尚在低位徘徊，并未迎来大幅改善，加之此前公布的 7 月工业企业产成品库存数据也显示实际同比增速上行斜率罕见地呈现持续平坦化的特征，都指向消费和投资内需相对偏弱背景下本轮补库存周期右侧大概率将呈现“L”型而非“V”型。未来补库存力度能否继续稳定提升仍取决于消费和投资需求拐点何时出现。
- ◆ **服务业 PMI 维持在稳定扩张区间；建筑业 PMI 受地方债务风险加速化解和极端天气共同影响大幅回落至新低。**8月服务业 PMI 小幅回升 0.2 至 50.2，显示居民服务消费需求稳定增长。建筑业 PMI 再度大幅下行 0.6 至 50.6，为有数据以来除 2020 年 2 月因大流行冲击造成的极端低位数据外的最低水平。除 8 月极端高温雨水天气造成建筑业施工停滞以外，当前地方债务风险加速化解、经济结构转型升级加快的背景下专项债和特别国债对项目盈利能力的高要求持续对基建投资形成短期约束。加之当前房地产市场需求并未呈现趋势性改善迹象，开发商的拿地需求仍然谨慎、房地产开发投资探底，预计后续建筑业 PMI 可能将在较长时间内维持低位徘徊的趋势。
- ◆ **外部贸易环境持续恶化、内部消费投资需求改善动能偏弱，加大财政融资和支出力度对居民消费形成有效保障才是推升 PMI 的关键举措。**在经济转型升级、地方债务风险加速化解、房地产市场持续探底的大背景下，企业和居民资产负债表都出现了不同程度的收缩，以基建投资为代表的国内投资需求预计短时间内将很难迎来改善，并持续对企业生产形成拖累，货币宽松能够对信用需求起到的边际改善作用也日益减少，接下来改善内需的重要抓手势必为通过财政刺激居民消费。7 月底宣布的统筹安排 3000 亿左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新预计将拉动下半年限额以上商品零售额外增长 1.2%。但年初以来一般公共预算持续歉收，昨日财政部公布的 2024 年上半年中国财政政策执行情况报告明确指出，扣除去年同期缓税到期造成的高基数等影响后，上半年全国财政收入可比增长 1.5% 左右，距两会提出的 3.3% 的增长目标仍有较大差距。为保障一般公共预算支出力度，我们预计下半年仍有概率扩张一般公共预算内财政赤字及增发国债，如中央财政支出力度加大，有望对 PMI 改善形成有效呵护。
- ◆ **风险提示：**消费需求促进效果低于预期风险。

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

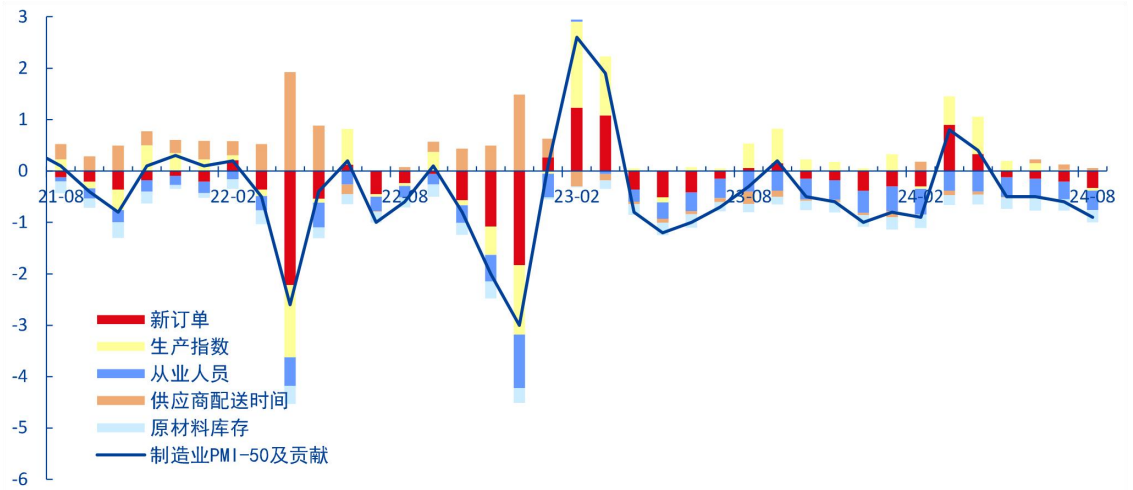
zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

- 人民币升值趋势能否延续？——华金宏观·双循环周报（第 73 期） 2024.8.30
- 买卖国债置换 MLF “一石三鸟”——人民银行启动国债买卖操作点评 2024.8.30
- 费用成本消长，“节流”不如“开源”——工业企业利润点评（2024.7） 2024.8.27
- 歉收同时支出加速，国债融资还需加力——财政数据点评（2024.7） 2024.8.26
- Jackson Hole 会后，美联储年内降息 100BP？ 2024.8.24

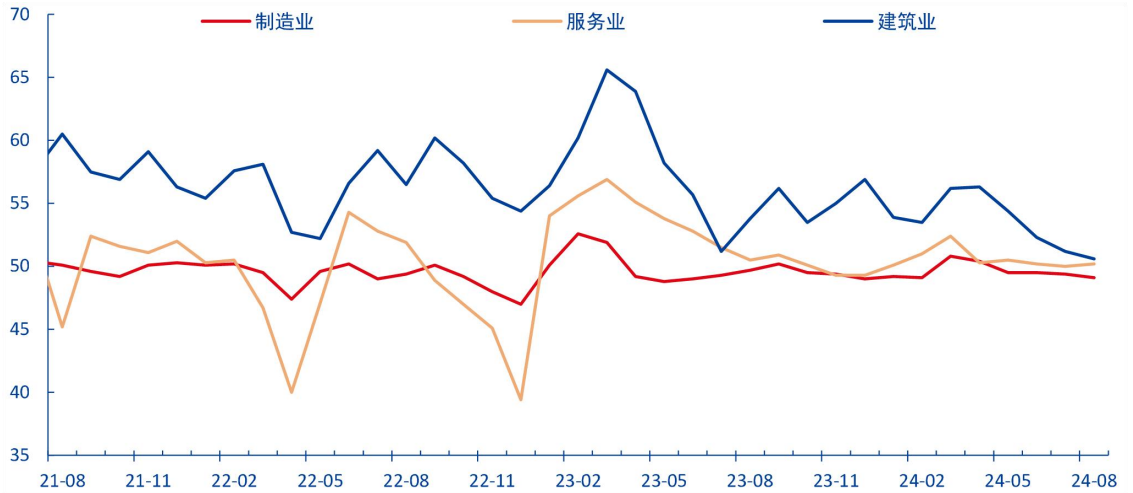


图 1：制造业 PMI 较荣枯线之差与贡献结构（%）



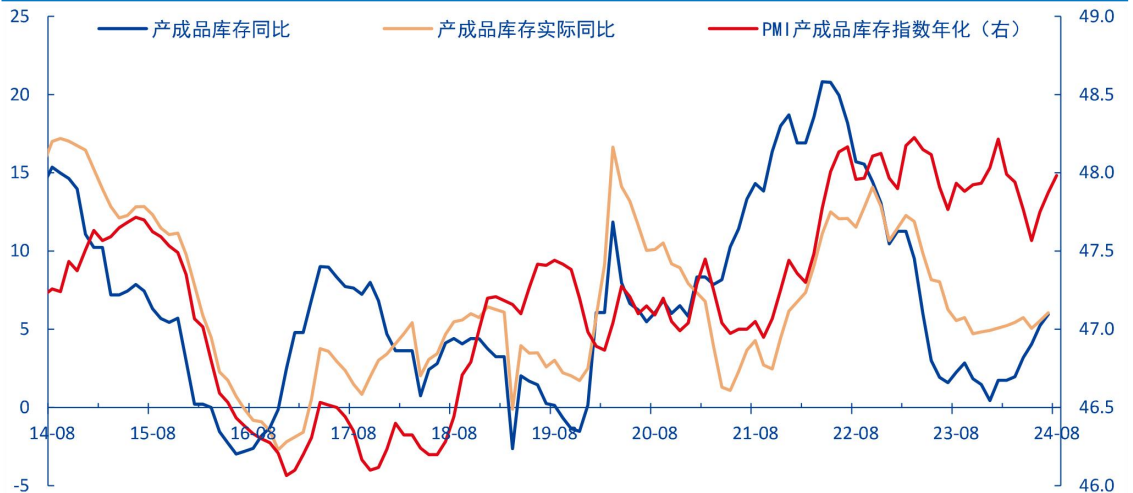
资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：制造业、建筑业、服务业 PMI（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 3：产成品库存、实际库存同比与产成品库存指数（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn