



需求压制生产，价格压力显著

——2024年8月PMI分析

2024年8月31日

事件：国家统计局8月31日发布：制造业PMI为49.1%，环比-0.3pct。建筑业PMI小幅走弱至50.6%（前值51.2%），服务业PMI小幅上行0.2pct至50.2%。

一、供给强度回落，政策驱动走向需求驱动。8月PMI生产指数录得49.8%，再次回落至收缩区间，也是过去15个月当中的最低值。2023年下半年我国采取“工业经济稳增长”的方式进行逆周期调节，工业增长保持韧性，但随着政策淡出，工业生产由政策驱动走向需求驱动，生产强度逐步回归正常化，从7月份工业增加值增速回落中已经有所体现。高频指数上，8月唐山高炉开工率跌破90%、螺纹钢开工率跌破40%，线材开工率跌破50%。8月供货商配送时间指数回升0.2pct至49.6%。

二、需求持续收缩，外需表现整体好于内需。PMI新订单指数从3月份的53%连续回落至8月份的48.9%，需求呈现持续收缩趋势。其中，8月新出口订单指数升0.2pct至48.7%，7、8月份新出口订单指数连续两个月小幅反弹，而进口指数本月录得46.8%，环比降0.2pct，显示出现阶段外需表现相对更好。

三、价格持续低迷，供需格局未出现明显改善。8月PMI出厂价格指数大幅回落4.3pct至42%，主要原材料购进价格指数大幅回落6.7pct至43.2%，工业品价格依然低迷，从CRB指数观测8月也环比降低3.13%，连续三个月负增长。库存指数继续磨底，8月原材料库存指数下降0.2pct至47.6%，产成品库存指数上行0.7pct至48.5%，原材料库存指数连续三个月弱于产成品库存指数，原材料库存-产成品库存差为-0.9，经济新动能指数（新订单-产成品库存）掉至0.4，整体呈现“被动弱补库”的状态。

四、制造业行业分化特征持续，新质生产力相关行业保持扩张。8月高技术制造业和装备制造业PMI分别为51.7%和51.2%，环比上升2.3和1.7pct，高耗能行业PMI为46.4%。分行业来看，8月景气度最高的三个行业仍然是电气机械、计算机电子和专用设备。下游制造业普遍回升，8月消费品行业PMI为50.0%位于临界点，医药制造涨6pct至52.4%回到扩张区间；汽车制造本月环比涨5.8pct至50%，汽车以旧换新政策拉动效果明显。

五、暑期对服务业拉动明显，服务业出行链保持高景气度，房地产、资本市场服务等行业处于收缩区间。8月服务业商务活动指数为50.2%，升至荣枯线以上。其中铁路运输、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。但资本市场服务、房地产、居民服务等行业商务活动指数继续位于收缩区间。

展望后市：8月边际变化较大的是生产和价格指数，需求不足已将生产拖进收缩区间。企业卷价格的情况依旧延续，且随着成本端压力打开，内卷情况愈发严峻。同时外需的潜在下行压力进一步加大了提振内需的重要性。设备更新和以旧换新政策初见效果。下半年逆周期政策有望继续加码，财政政策关注四季度新发国债的可能性；货币政策三季度降准、降息仍有空间。7月政治局会议明确提出“要以提振消费为重点扩大国内需求”，8月28日北京发布《北京市加力支持设备更新和消费品以旧换新实施方案》，补贴范围和力度加大，未来地方加码刺激需求政策可能在更多城市跟进。

分析师

张迪

✉: zhangdi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130524060001

研究助理: 铁伟奥

风险提示

1. 国内政策时滞的风险
2. 海外经济衰退的风险

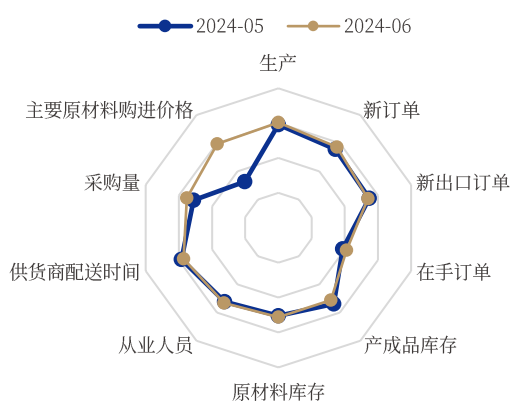
8月制造业PMI录得49.1%，环比下降0.3pct。其中边际变化较大的是生产和价格指数，生产指数结束14个月的扩张掉入收缩区间；而价格指数上，原材料价格和出厂价都大幅下降至44%以下。需求不足的情况仍在持续，并已开始拖累工业生产。

供给强度走弱，政策驱动走向需求驱动。8月PMI生产指数录得49.8%，再次回落至收缩区间，也是过去15个月当中的最低值。2023年下半年我国采取“工业经济稳增长”的方式进行逆周期调节，工业增长保持韧性，但随着政策淡出，工业生产由政策驱动走向需求驱动，生产强度逐步回归正常化，从7月份工业增加值增速回落中已经有所体现。高频指数上看，8月生产情况持续下行，唐山高炉开工率跌破90%、螺纹钢开工率跌破40%，线材开工率跌破50%，钢材开工率全面下行且非季节性原因。化工涨跌不一，石油沥青开工率维持25%低位，但纯碱开工率在8月第二周大幅下降7.62pct，PTA和PVC开工率环比上行。8月供货商配送时间指数回升至49.6%。

需求持续收缩，外需表现整体好于内需。PMI新订单指数从3月份的53%连续回落至8月份的48.9%，需求呈现持续收缩趋势。其中，8月新出口订单指数录得48.7%，环比上升0.2pct。7、8月份新出口订单指数连续两个月小幅反弹，而进口指数本月录得46.8%，环比下行0.2pct，显示出现阶段外需表现相对更好。

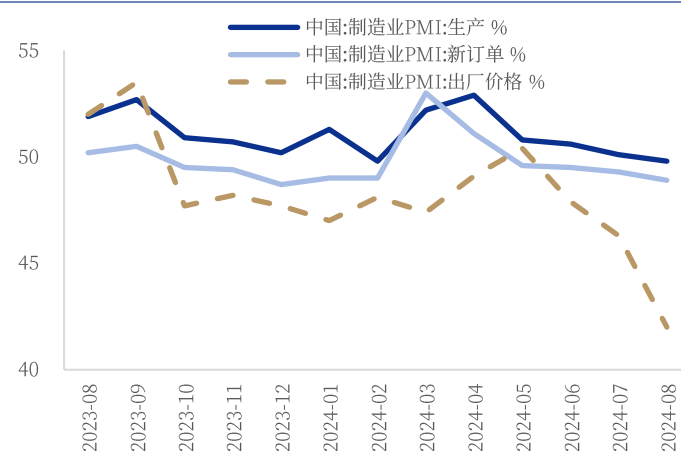
价格持续低迷，供需格局未出现明显改善。8月PMI出厂价格指数大幅回落4.3pct至42%，主要原材料购进价格指数大幅回落6.7pct至43.2%，工业品价格依然低迷，从CRB指数观测8月也环比降低3.13%，连续三个月负增长。库存指数继续磨底，8月原材料库存指数下降0.2pct至47.6%，产成品库存指数上行0.7pct至48.5%，原材料库存指数连续三个月弱于产成品库存指数，原材料库存-产成品库存差为-0.9，经济新动能指数（新订单-产成品库存）掉至0.4，整体呈现“被动弱补库”的状态。

图1：中采制造业PMI



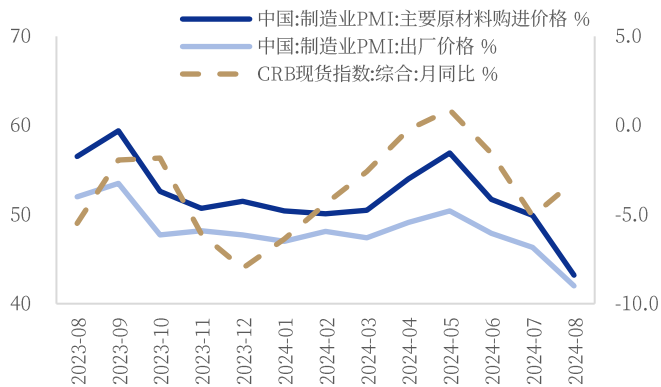
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：供需缺口仍在，出厂价格大幅下行



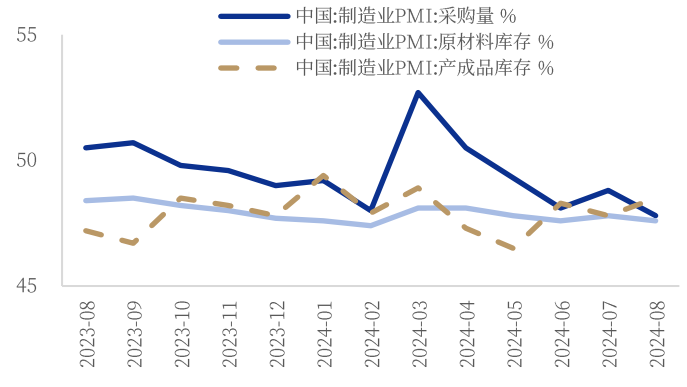
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3: 出厂价和采购价本月大幅下滑



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

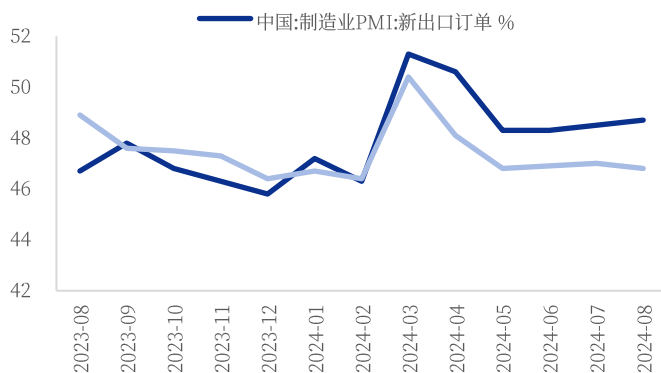
图4: 采购量、产成品库存和原材料库存



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

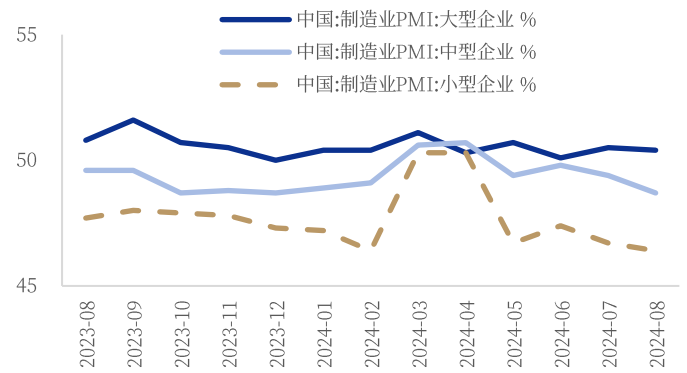
大企业继续保持较高景气, 中小企业景气收缩明显。8月大型企业 PMI 小幅回落 0.1pct 至 50.4%, 但仍然保持在扩张区间, 持续发挥支撑引领作用。而中小企业分别降 0.7pct 和 0.3pct 至 48.7%和 46.4%。大企业和中小企业分化拉大, 需要关注中小企业的生产经营情况。

图5: 制造业进出口 PMI



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 大、中、小型企业景气度

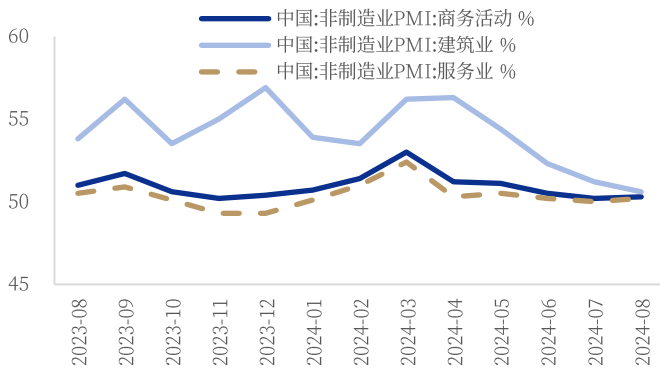


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

制造业行业分化特征显著, 新质生产力相关行业保持扩张。8月高技术制造业和装备制造业 PMI 分别为 51.7%和 51.2%, 比上月上升 2.3 和 1.7 个百分点, 高耗能行业 PMI 为 46.4%, 比上月下降 2.2 个百分点, 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。**具体分行业来看,**8月景气度最高的三个行业仍然是电气机械、计算机电子和专用设备, 分别录得 57.3%、53.5%和 53.3%, 分别环比上行 4.2、0.7 和 3.3pct。**化工本月景气度继续下降, 但石油加工有大幅回升。**化学原料和化纤橡胶塑料制品分别下降 3.3pct 和 0.3pct 至 38.3%和 48.1%, 连续两月下降; 石油加工本月大幅回升 8.8pct 至 52.4%, 重回扩张区间。**金属类制造业普遍从扩张掉入收缩区间。**有色冶炼回升 3.1pct 至 49.8%, 临近 50%, 金属制品大幅回升 13.5pct 至 49%; 但黑色冶炼继续下降 2.1pct 至 40.4%。**下游制造业普遍回升,**8月消费品行业 PMI 为 50.0%, 位于临界点, 其中医药和农副食品加工分别涨 6 和 8.6pct 至 52.4%和 49.6%, 医药制造回到扩张区间; 汽车制造本月环比涨 5.8pct 至 50%, 汽车以旧换新政策拉动效果明显, 8月乘用车销量至 25 日总计 20.4 万辆, 较上月 19.8 万辆有所增加。

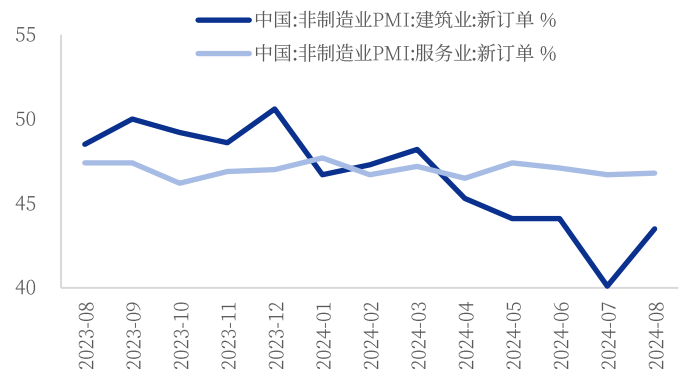
暑期对服务业拉动明显, 服务业出行链保持高景气度, 房地产、资本市场服务等行业处于收缩区间。8月服务业商务活动指数为 50.2%, 比上月上升 0.2 个百分点, 升至荣枯线以上。其中

图10: 非制造业 PMI



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 非制造业 PMI: 新订单指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪：宏观组组长。中国人民大学硕士，CFA。武汉大学高级研究中心计量经济学会永久荣誉会长。2015 年加入国家信息中心，从事宏观经济和产业政策研究。2020 年加入浙商证券，作为团队核心成员，获得 2021 年新财富第三名，2022、2023 年新财富第二名，2023 年上证报第一名等奖项。2024 年加入中国银河证券任宏观团队负责人。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn