

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号：S1500521040002

联系电话：010-83326858

邮箱：xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师

执业编号：S1500524070002

邮箱：mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅

大厦B座

邮编：100031

8月PMI的四重矛盾信号

2024年9月1日

- 过去经济运行中出现许多矛盾现象交织，截至目前，经济仍存在结构性问题。8月PMI呈现四重矛盾信号：
- **一是制造业景气度回落，非制造业景气度回升。**8月制造业PMI不及市场预期，也低于7月和去年同期的水平，而8月非制造业景气度较7月回升。近一年里，制造业景气度徘徊在收缩区间，而服务业景气度则处于扩张区间。针对8月制造业景气度下滑，统计局指出主要是受近期高温多雨、部分行业生产淡季等因素影响。
- **二是基础原材料行业景气度弱，装备和高技术制造业行业景气度向好。**具体行业来看，高技术制造业和装备制造业景气度重回扩张区间。相比之下，高耗能行业景气度比7月下降2.2个百分点。高耗能行业景气度偏弱，且降幅比较大，是8月制造业PMI继续回落的重要原因之一。
- **三是新订单放缓，新出口订单缓慢上升。**分项来看，8月制造业的生产端和新订单端都有放缓，尤其是生产端已经跌破荣枯线，结束了连续5个月处于扩张区间的趋势。尽管新订单下降，但是需求端的积极因素是制造业的新出口订单还在缓慢上升。
- **四是服务业景气度改善，建筑业景气度下滑。**非制造业景气度略有上升，但内部存在结构性表现，服务业回升而建筑业下降。自今年4月以来，除7月外，装备制造强于消费制造，消费制造强于基础原材料的局面一直存在；不仅如此，服务业景气度在扩张区间、制造业景气度在收缩区间的现象也仍存在，这些结构性问题短期内可能还会继续存在。
- **风险因素：**消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

目录

一、经济仍存在多重结构性问题.....	3
二、制造业价格信号值得关注.....	5
三、建筑业活动后续或仍有支撑.....	7
风险因素	8

图目录

图 1: 制造业景气度回落, 非制造业景气度回升.....	3
图 2: 8月高技术制造业和装备制造业明显回升.....	4
图 3: 8月服务业景气度出现回升.....	4
图 4: 8月生产再次跌入收缩区间.....	5
图 5: 8月制造业新出口订单略有上升.....	5
图 6: 8月价格端 PMI 明显走弱.....	6
图 7: 8月南华工业品指数继续加速下滑.....	6
图 8: 8月建筑业新订单表现改善.....	7

一、经济仍存在多重结构性问题

经济运行中出现许多矛盾现象交织，截至目前，经济仍存在多重结构性问题。

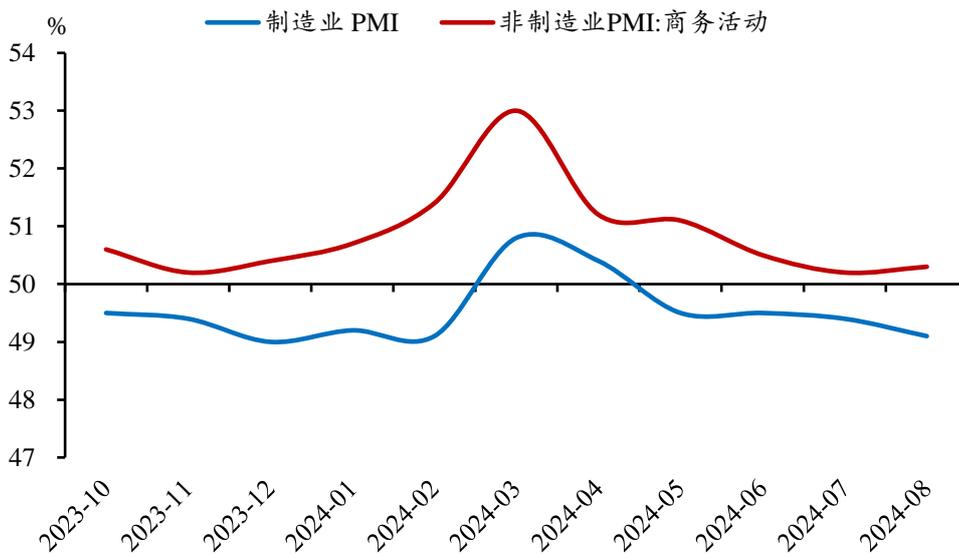
一是制造业景气度回落，非制造业景气度回升。8月制造业PMI不及市场预期，也低于7月和去年同期的水平。而8月非制造业景气度较7月回升0.1个百分点，上升至50.3%。近一年里，制造业景气度徘徊在收缩区间，而服务业则处于扩张区间。针对8月制造业景气度下滑，统计局指出主要是受近期高温多雨、部分行业生产淡季等因素影响。

二是基础原材料行业景气度弱，装备和高技术制造业行业景气度向好。具体行业来看，高技术制造业和装备制造业PMI分别较7月上升2.3和1.7个百分点，录得51.7%和51.2%，高技术制造业和装备制造业重回扩张区间，新动能向好。相比之下，高耗能行业（即基础原材料行业）PMI比7月下降2.2个百分点，录得46.4%。高耗能行业景气度偏弱，且降幅比较大，是8月制造业PMI继续回落的重要原因之一（图2）。

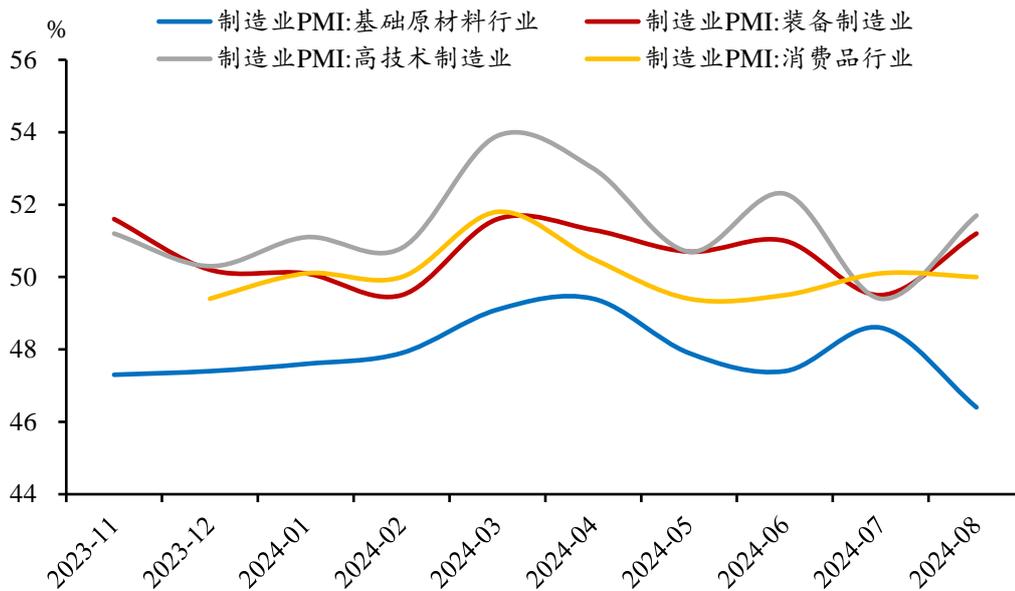
三是新订单放缓，新出口订单缓慢上升。从制造业PMI的具体分项来看，8月制造业的生产端和新订单端都有放缓，尤其是生产端已经跌破荣枯线，结束了连续5个月处于扩张区间的趋势（图4）。尽管新订单下降，但是需求端的积极因素是制造业的新出口订单还在缓慢上升。

四是服务业景气度改善，建筑业景气度下滑。非制造业景气度略有上升，但内部存在结构性表现，服务业回升而建筑业下降。8月服务业商务活动指数录得50.2%，比7月上升0.2个百分点。8月建筑业商务活动指数由51.2%进一步下降至50.6%。

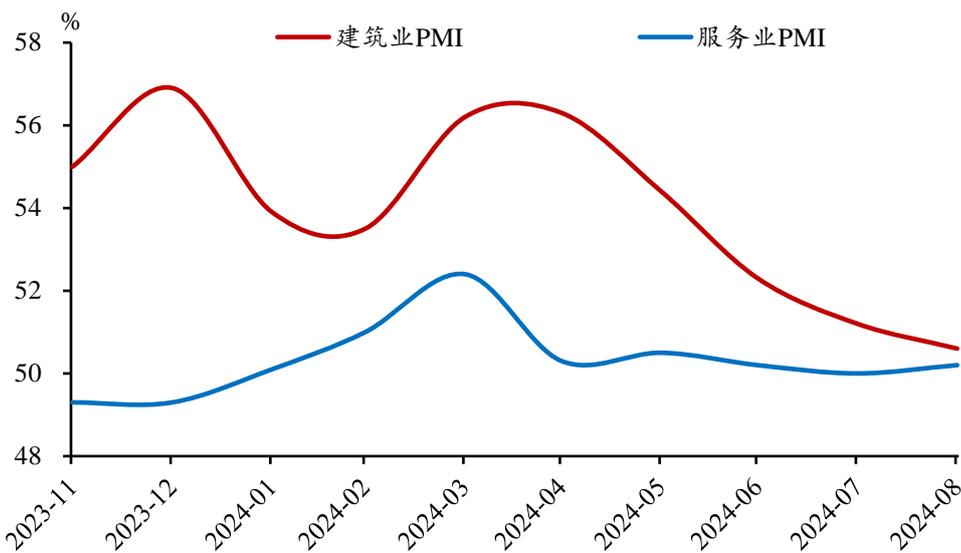
图 1：制造业景气度回落，非制造业景气度回升



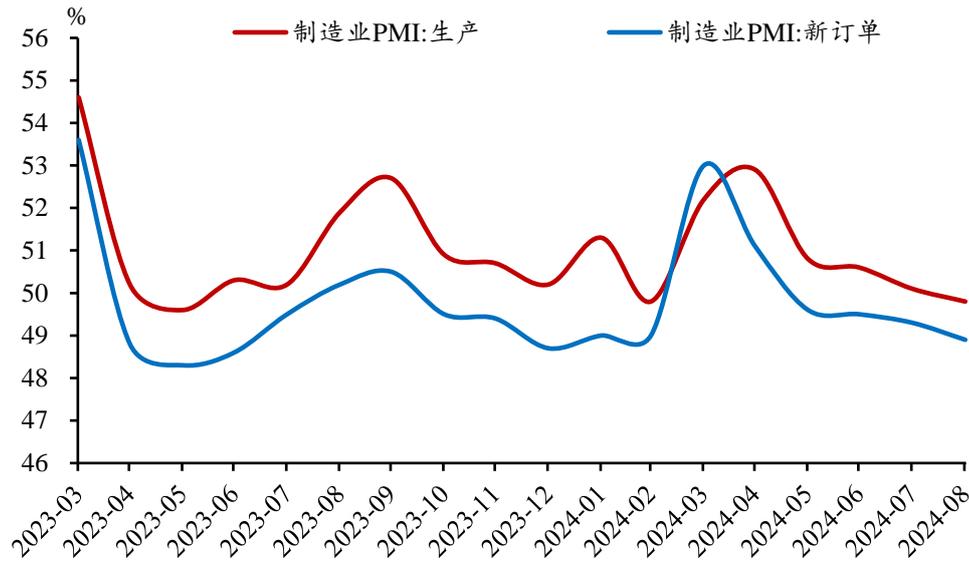
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：8 月高技术制造业和装备制造业明显回升


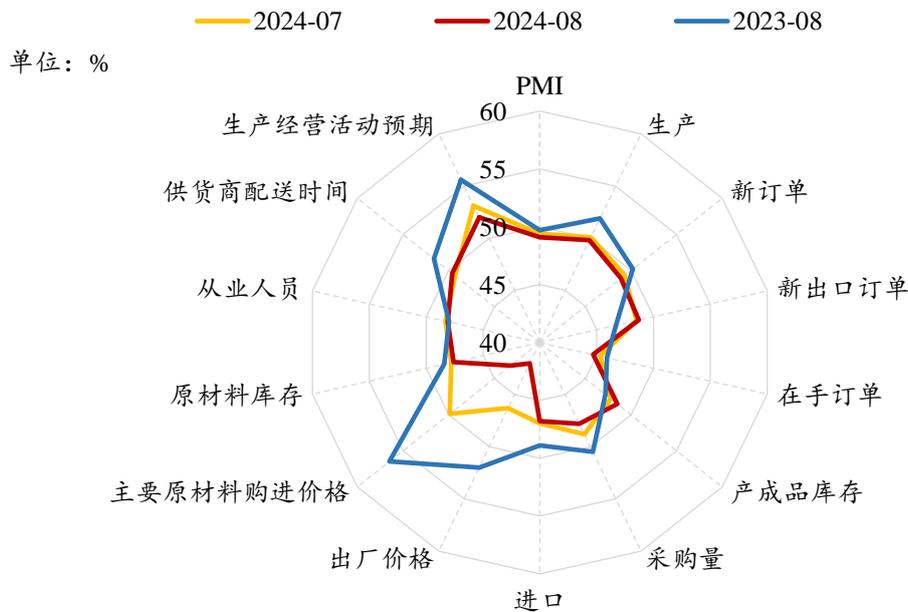
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 3：8 月服务业景气度出现回升


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 4：8 月生产再次跌入收缩区间


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图 5：8 月制造业新出口订单略有上升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、制造业价格信号值得关注

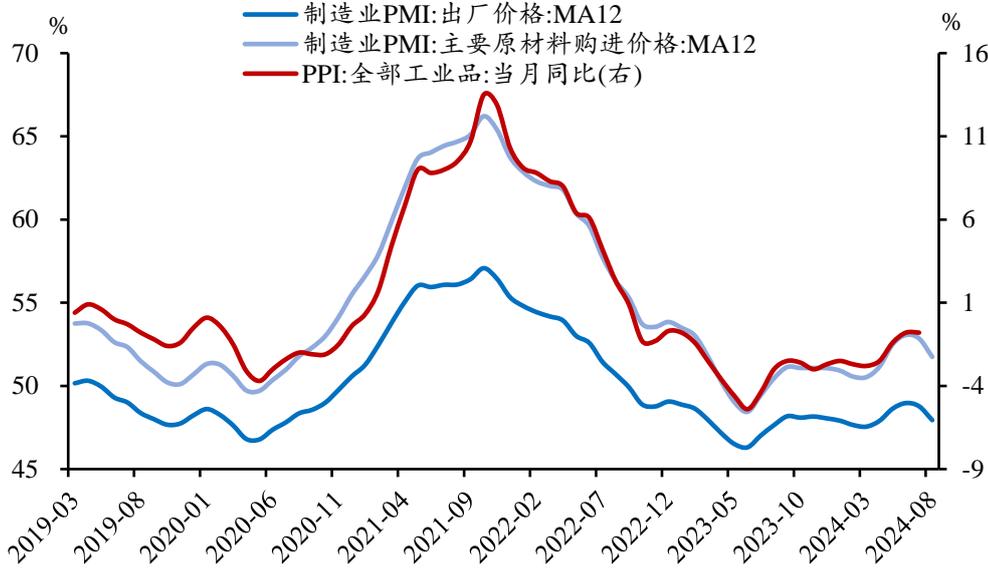
自今年 4 月以来,除 7 月外,装备制造强于消费制造,消费制造强于基础原材料的局面一直存在;不仅如此,服务业景气度在扩张区间、制造业景气度在收缩区间的现象也仍存在,这些结构性问题短期内可能还会继续存在,而 8 月值得关注的是制造业的价格信号。

市场价格回落,制造业企业的成本压力有所缓解。在制造业分项中,价格端表现的下降最为明显,主要原材料购进价格指数下降 6.7 个百分点至 43.2%,出厂价格指数下降 4.3 个百分点至 42% (图 5),二者都较 7 月出现明

显下降，和南华工业品价格指数的表现相一致，这显示出企业的成本压力有所减轻。根据企业调查，反映原材料成本高的制造业企业比重为 40.4%，较 7 月下降 3.1 个百分点，反映物流成本高和劳动力成本高的制造业企业比重分别为 26.7%和 29.8%，也较 7 月下降 1.1 个和 0.9 个百分点。

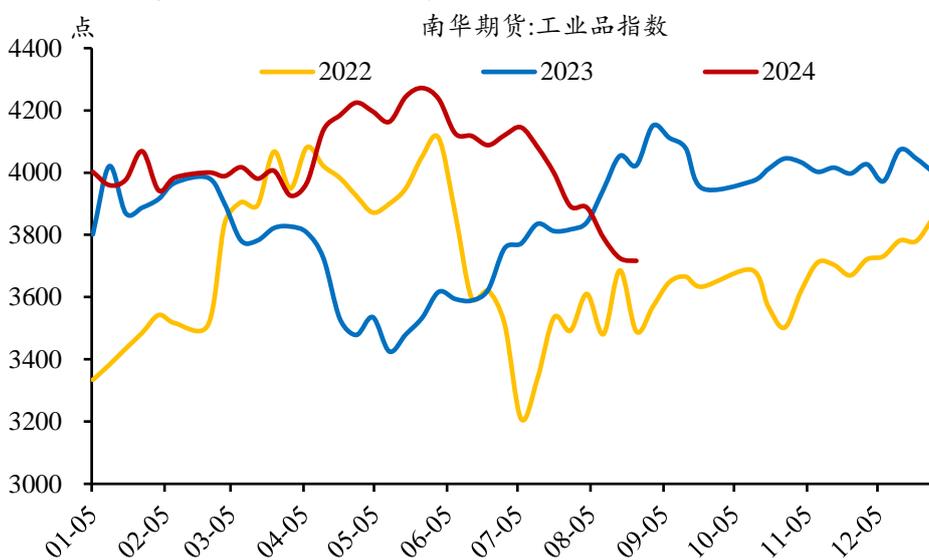
8 月市场价格指数整体下行，指向当月 PPI 的新涨价因素偏弱，我们认为 8 月 PPI 可能出现回落。

图 6：8 月价格端 PMI 明显走弱



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：8 月南华工业品指数继续加速下滑



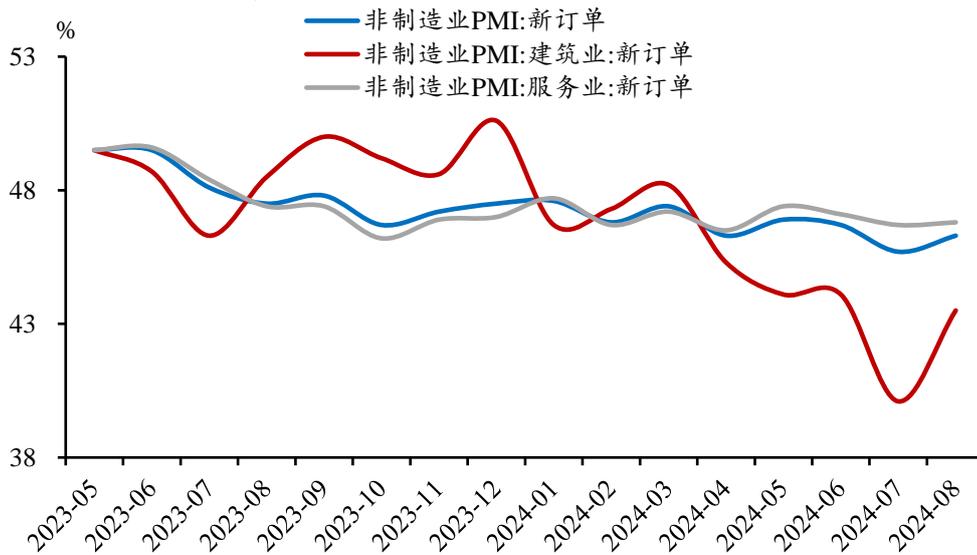
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

三、建筑业活动后续或仍有支撑

受暑期消费拉动，服务业景气度回升至扩张区间。服务业景气度回升主要是受到暑期消费的拉动，体现在8月铁路运输、航空运输、文化体育娱乐等行业的商务活动指数都处在比较高的景气区间（高于55.0%）。而服务业整体景气度之所以扩张幅度有限，是因为资本市场服务、房地产和居民服务等行业商务活动指数还继续处于收缩区间，其市场活跃度偏弱。

建筑业施工活动受到极端天气的影响。建筑业商务活动指数下降，建筑业生产施工活动扩张放缓，主要是受高温多雨天气的不利影响。从新订单上去看，8月建筑业新订单相比7月有明显改善，建筑业企业的活动预期也有明显上升。我们认为，待极端天气消退后，专项债发行对后续建筑业活动景气度或仍有支撑。

图 8：8月建筑业新订单表现改善



资料来源：Wind，信达证券研发中心

风险因素

消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。