

作者：李彦儒 胡云瀚

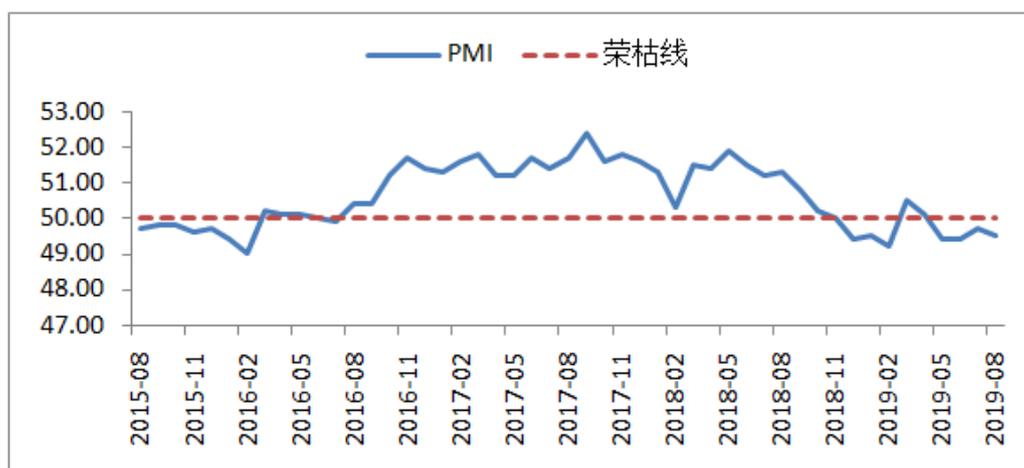
供需两端持续走弱，基建投资有望回暖 ——八月 PMI 数据点评

摘要:

8月制造业 PMI 为 49.5%，前值 49.7%，连续四个月位于荣枯线以下，绝大多数分项均呈下滑走势；8月非制造业 PMI 为 53.8%，前值 53.7%。国内方面，受需求下降与库存积压的影响，企业的生产意愿开始下滑，大、中型企业 PMI 有所回落，小型企业 PMI 受国家扶持民营企业政策影响略微回升。国际方面，8月份中美贸易摩擦再度升级，抢出口现象叠加人民币大幅度贬值，导致出口指数上行以及进口指数下行。预计未来贸易摩擦仍有反复，出口指数的短暂上行趋势难以维持，而随着去库存周期的进展带来的内需下降，进出口指数大概率将维持“衰退式顺差”。

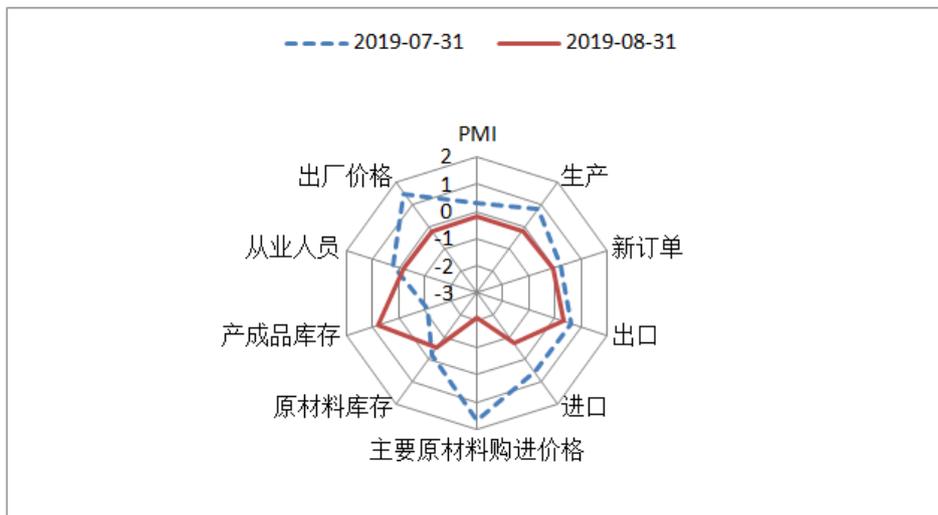
政策方面，房地产融资渠道持续收紧，8月份 LPR 改制强调房贷利率不会下降，均说明国家不走“以地产刺激经济增长”老路的决心不会改变。在8月底的金融委会议与9月初的国务院常务会议中，政府连续两次强调推进地方专项债的发行工作，并指出专项债应集中使用于基础设施建设以及高新技术发展，不得用于土地储备及房地产投资。债市方面，受国内经济下行压力及海外收益率走低影响，10年国债收益率一度跌至 3%。若经济数据持续维持下行走势，货币政策放松的空间将会逐渐打开，预计未来债券收益率将会随之下行。

图 1: PMI 综合指数 (%) 连续四个月位于荣枯线以下



请务必仔细阅读本文尾部的免责声明

图 2：除产成品库存外，各主要分项环比变动（%）较上月均有下滑



数据来源：Wind，杭银研究

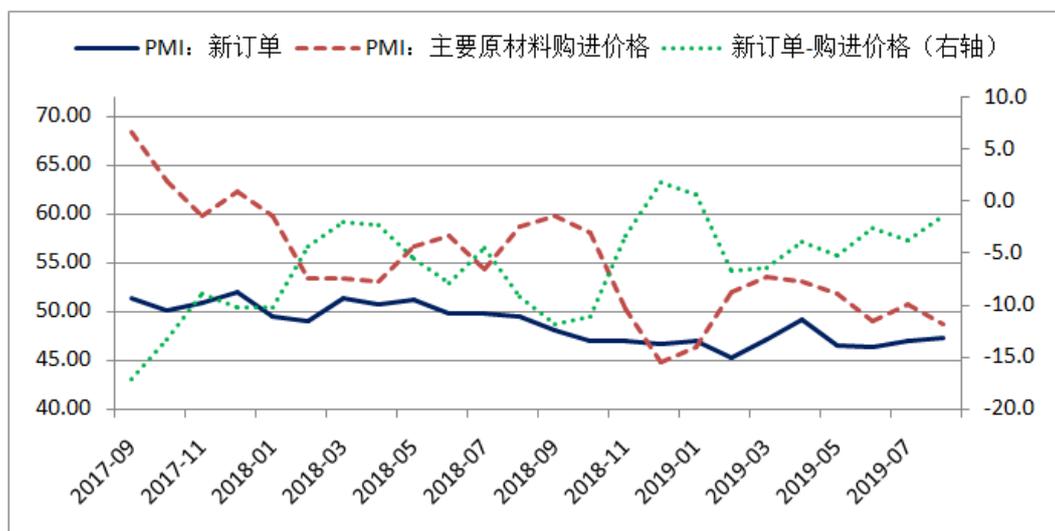
➤ 供给需求共同走弱，去库存进程有待加强

供需方面，8月生产指数51.9%，降0.2个百分点；新订单指数49.7%，降0.1个百分点，供需两端同时走弱。国内方面的地产政策收紧、基建投资乏力以及国际方面的贸易摩擦升级均对内需下行起到拉动作用，进而影响企业的生产意愿。8月主要原材料购进价格指数48.6%，降2.1个百分点，下滑剧烈；出厂价格指数46.7%，降0.2个百分点。材料购进价格相对于出厂价格大幅走弱，意味着企业获取利润的能力会相应提高，这是对于企业来说的一个利好现象。

从库存上来看，8月原材料库存47.5%，降0.5个百分点；产成品库存47.8%，升0.8个百分点。受到年初以来供给侧放松带来的强势工业生产影响，原材料库存下降的势头8月份还在继续。而由于内需收缩、产成品库存积累较多，另一方面供给侧收紧的趋势已在7月政治局会议上释放出信号，因此，原材料厂商备货意愿不强，导致近几个月来原材料库存指数持续下降。8月从业人员指数46.9%，降0.2个百分点。从居民部

门来看，劳动者对就业的信心下滑导致消费紧缩，去杠杆趋势明显，也是内需持续低迷的一个主要原因。

图 3：制造业 PMI 利润趋势指标 (%)



数据来源：Wind，杭银研究

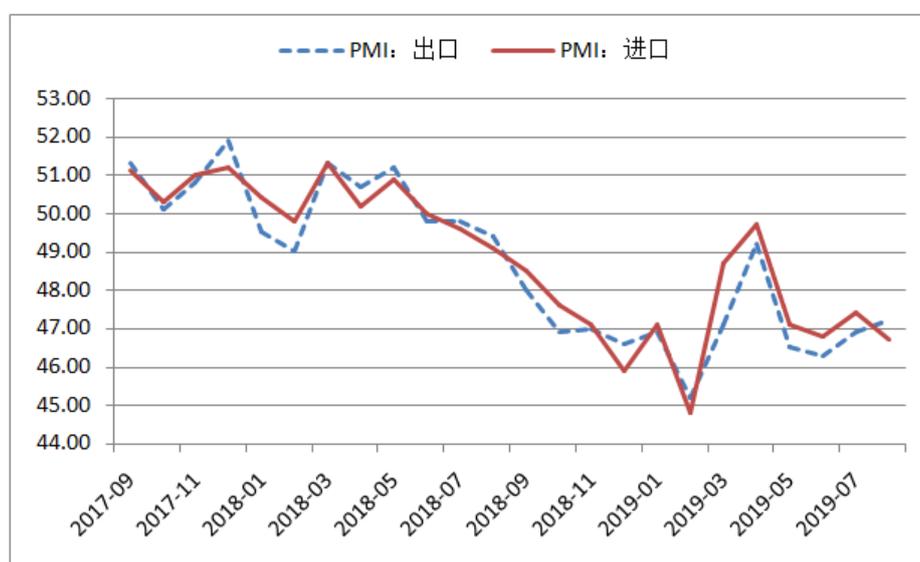
➤ 贸易摩擦加剧暂时性促进出口，人民币贬值叠加内需走弱拉低进口

进出口方面，8月出口指数47.2%，升0.3个百分点；进口指数46.7%，降0.7个百分点。8月初，特朗普宣布自9月1日起对3000亿美元中国进口商品加征10%关税，并在23日中国进行相应反制之后，提升包括之前2500亿美元商品在内的5500亿美元商品进口关税分别至30%与15%，中美贸易摩擦继续升级。因此，在8月份一个月的时间内，中国对美出口商品的抢下单、抢出口行为成为了推升出口指数上升的主要原因。与此同时，美元兑人民币汇率中间价由月初的6.89上涨至月末的7.08，贬值迅速，也一定程度上对出口指数的上升起到推动作用。另一方面，人民币的贬值叠加国内居民消费内需走弱，导致进口指数发生较大幅度的下降。

长久来看，本月出口指数的上涨因素不具有持久性，随着中美双方的持续博弈，双

方相互关税水平自去年 7 月份开始一路直线上涨。从海外市场来看，发达国家经济走势大多不及预期。8 月 29 日，美国商务部宣布下修第二季度 GDP 增速，环比折年增速 2%，低于第一季度的 3.1%；8 月 27 日，德国公布第二季度 GDP 同比增速 0%，进出口环比双双萎缩。受中美贸易摩擦的持续加剧以及海外市场需求的萎缩影响，预计未来进出口指数均将下滑。

图 4：进出口指数（%）8 月出现分化



数据来源：Wind，杭银研究

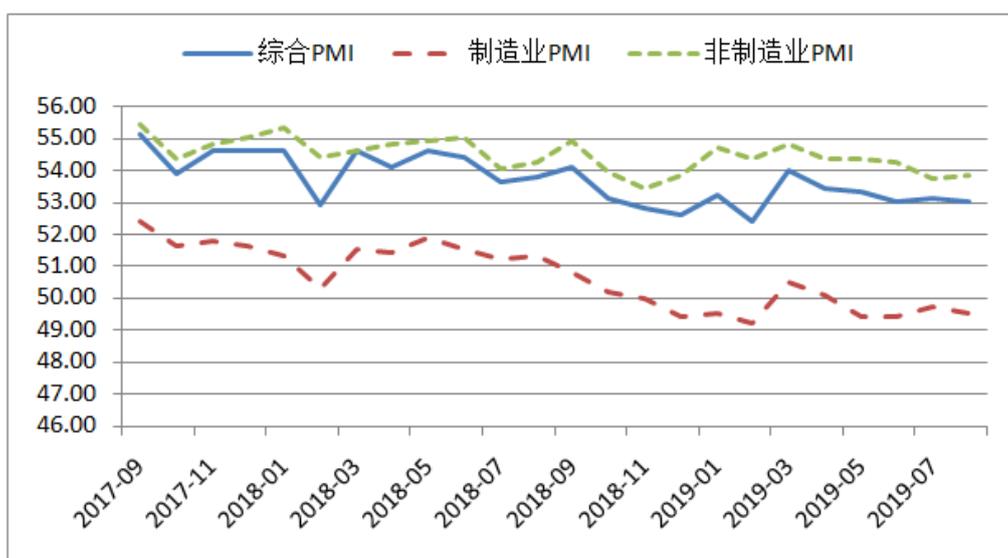
► 建筑业 PMI 涨势强劲，基建投资有望回暖

8 月非制造业 PMI 为 53.8%，升 0.1 个百分点，结束了连续五个月的下降趋势。建筑业 PMI 为 61.2%，升 3 个百分点，涨幅明显；服务业 PMI 为 52.5%，降 0.4 个百分点。由于地产政策仍在持续缩紧，在短期内不会存在房地产投资方面的强势上行消息，因此，建筑业 PMI 的走强或意味着基建投资的回暖。截至今年上半年，专项债募集到的资金中仅有 10.3%投入于基础设施的建设中，占比远小于城镇棚改（44.3%）与

土地储备（40.2%）。而随着6、7月份专项债募集的进一步加强，以及7月份政治局会议中国家对于基建的重视，这一比例在未来存在提升的空间。

具体来看，6月份，中办、国办印发通知，明确专项债券可作为国家重点支持的铁路、国家高速公路等重大基建项目的项目资本金，同时允许金融机构提供配套融资，做到“债（专项债）贷（贷款）结合”；8月底，刘鹤副总理在国务院金融稳定发展委员会会议上指出，金融部门应继续做好支持地方政府专项债发行相关工作，高度重视基础设施、高新技术等领域的发展，并鼓励银行利用更多创新型工具补充资本；9月4日，李克强总理在国务院常务会议中提出，本年度限额地方债要确保9月底前发行完毕，10月底前全部拨付到项目，且适用范围应重点应用于基础设施建设与民生建设，不得用于土地储备及房地产。因此，通过一系列的会议决策与“加大逆周期改革”的政策导向，可以预见到未来几个月基建投资或将回暖，而房地产投资情况则大概率进一步走弱。

图 5：制造业 PMI、非制造业 PMI、综合 PMI 产出指数（%）



数据来源：Wind，杭银研究

免责声明:

本报告中的信息均来自于公开资料及合法获得的相关内、外部资料，我们对来源的相关信息的准确性和完整性不作任何保证，我们的观点和建议仅供投资机构或者个人参考。任何时候任何情况下，本报告观点并不构成对任何机构或者个人的投资建议，对因本报告任何内容引起的任何损失，我们不承担任何责任。