

[www.shanjinqh.com](http://www.shanjinqh.com)

宏观与策略

作者：曹有明

从业资格证号：F3038998

交易咨询资格证号：Z0013162

电话：021-20627258

邮箱：caoyouming@sd-gold.com

审核：林振龙

从业资格证号：F03107169

交易咨询资格证号：Z0018476

电话：021-20627529

邮箱：linzhenlong@sd-gold.com

复核：刘书语

从业资格证号：F03107583

电话：021-20627217

邮箱：liushuyu@sd-gold.com

山金期货官微：



专题报告

往期相关报告回顾：

《近期市场关注焦点以及行情展望》-20240129

《美欧日央行货币政策走向跟踪》-20240310

《2024年下半年国内宏观分析报告》-20240721

# 8月PMI全面走弱， 风险资产的机会仍需要耐心等待

## ——8月PMI解读

### 报告导读

#### 1. PMI数据解读

(1) 过去两个月，市场整体处于主动去库的过程。从历史数据看，9月生产、需求等进入旺季，制造业PMI大概率环比将有所回升，而且一般在主动去库之后，会进入被动去库阶段，也即价格逐步企稳，但库存仍在下降的阶段。但是，在目前指标上完全没有看到任何被动补库的迹象。所以，除非未来一段时间政策面出现重大变化，否则大宗商品类资产不宜过早介入。

(2) 制造业PMI分项中的新订单、新出口订单以及在手订单三个指标环比均走弱，显示未来需求情况仍不容乐观。财新制造业PMI指数环比虽然有所改善，但财新官方的信息显示，当月出口订单疲软，并且在今年以来首次出现轻微收缩，企业反映外部环境恶化。

(3) 建筑业新订单继续萎缩，钢铁流通业经历了近9年来最差的8月。中期来看，最新公布的房价、新房销售、土地成交等数据均环比转弱，说明建筑业以及钢铁流通业下行的压力依然存在。

#### 2. 大类资产配置策略

整体来看，近期：债券》股票》商品；中期：股票》债券》商品。不过，即使股票市场存在机会，也只能当成大的熊市中的中线反弹行情来看待。在股市反弹的带动下，商品也有做多机会，但反弹的力度可能相对偏弱

**风险提示：**1) 由于稳增长的需要，在今年剩余的四个月中，可能会有多个重磅利多政策出台，从而提振市场情绪

## 一、8月制造业 PMI 超预期回落，市场处于主动去库进程中

### 1.1 制造业 PMI 继续回落，连续四个月处于荣枯线下方

8月31日国家统计局发布数据显示，8月份制造业 PMI 为 49.1%，比上月下降 0.3 个百分点，制造业景气度小幅回落，已经连续四个月处于荣枯线下方，显示制造业面临较为严峻的形式。非制造业 PMI 商务活动指数为 50.3%，比上月上升 0.1 个百分点；综合 PMI 产出指数为 50.1%，比上月略降 0.1 个百分点。从综合 PMI 指数看，我国经济景气水平总体有所回落。

图 1：近五年官方 PMI 走势



数据来源：iFind, 山金期货

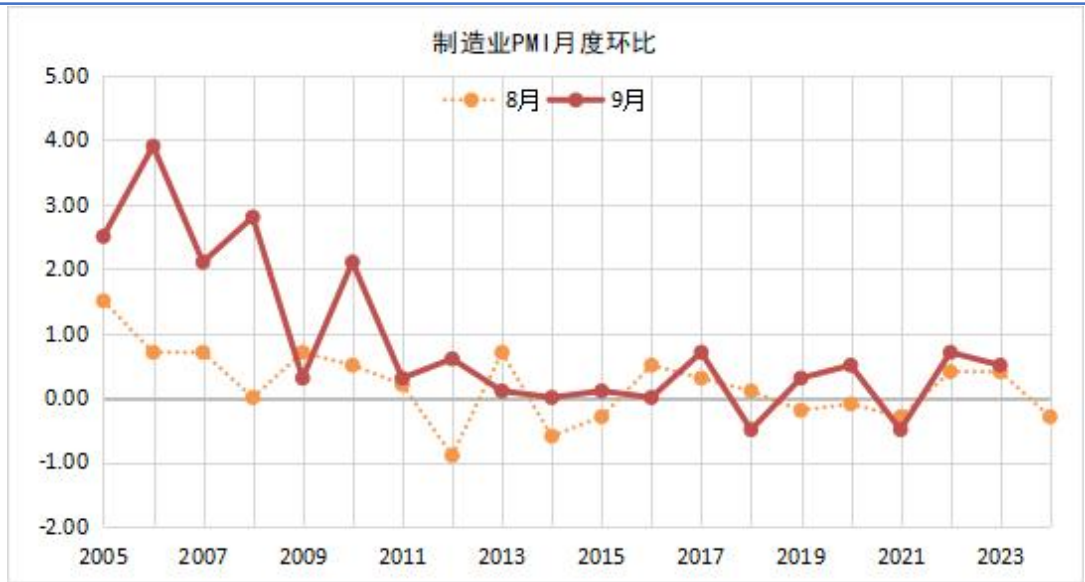
### 1.2 8月制造业 PMI 环比处于近 10 年纪录低位，9 月或有改善空间

8月份，官方制造业 PMI 环比 7 月下降了 0.3 个百分点，平了近 10 年该月环比纪录，显示制造业下行压力较大。2013 年之前以及新冠疫情的三年时间，由于制造业 PMI 波动剧烈，8 月份的制造业 PMI 环比波动也明显偏高。从图 2 可以看到，除了 2013 年之前以及 2020-2022 年三年疫情期间的数据，今年 8 月制造业 PMI 环比与 2015 年同期相同，高于 2014 年 8 月的环比数据。2014 以及 2015 年经济下行压力非常明显，且经历了一轮非常大的商品熊市，商品价格的下跌一直持续到 2015 年的 12 月。

对于 8 月制造业 PMI 的超预期下跌，官方给出的解释是，受近期高温多雨、部分行业生产淡季等因素影响。从过去历史月度环比看，9 月一般都会出现明显的改善。在过去 19 个年度

中，只有 2008 年和 2021 年的 9 月制造业 PMI 环比出现负值。预计随着天气影响的消退，9 月的制造业 PMI 数据将从荣枯线下方有所反弹。

图 2：8 月制造业 PMI 环比处于近 10 年纪录低位，9 月环比改善概率大



数据来源：iFind, 山金期货

### 1.3 中小型制造业企业承受更大的压力

8 月份，大型企业 PMI 为 50.4%，比上月略降 0.1 个百分点，今年以来始终位于临界点以上，持续发挥支撑引领作用。中、小型企业 PMI 分别为 48.7%和 46.4%，比上月下降 0.7 和 0.3 个百分点，中小型企业生产经营压力有所加大。

图 3：不同规模制造业企业 PMI 数据显示小型企业仍承受较大压力

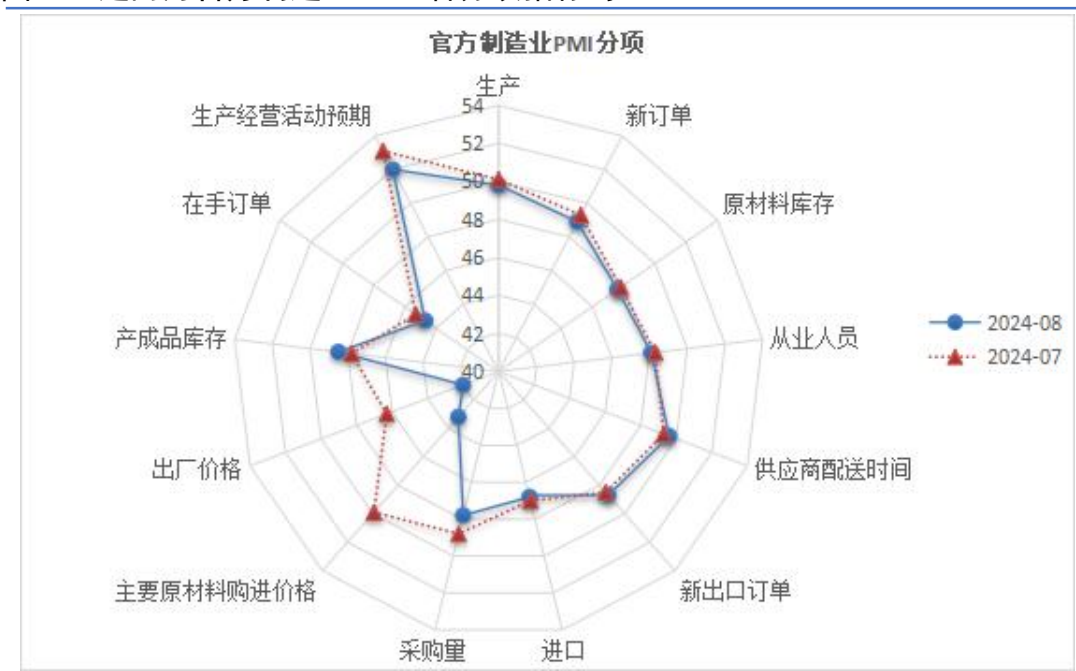


数据来源：iFind, 山金期货

### 1.4 生产转弱、产成品库存上升伴随着价格的坍塌

和7月份的数据相比，8月份的制造业PMI各分项显示的情况是，生产转弱、新订单与在手订单下降、采购量收缩、主要原料购进价格以及出厂价格坍塌、产成品库存上升、生产经营活动预期趋弱。其中，主要原料购进价格以及出厂价格的下跌尤为明显。虽然新出口订单分项数据基本保持不变，但新订单以及在手订单两个分项数据均出现出现较为明显的回落，显示下游需求转弱压力加大。

图 4：近两月官方制造业 PMI 各分项指标对比



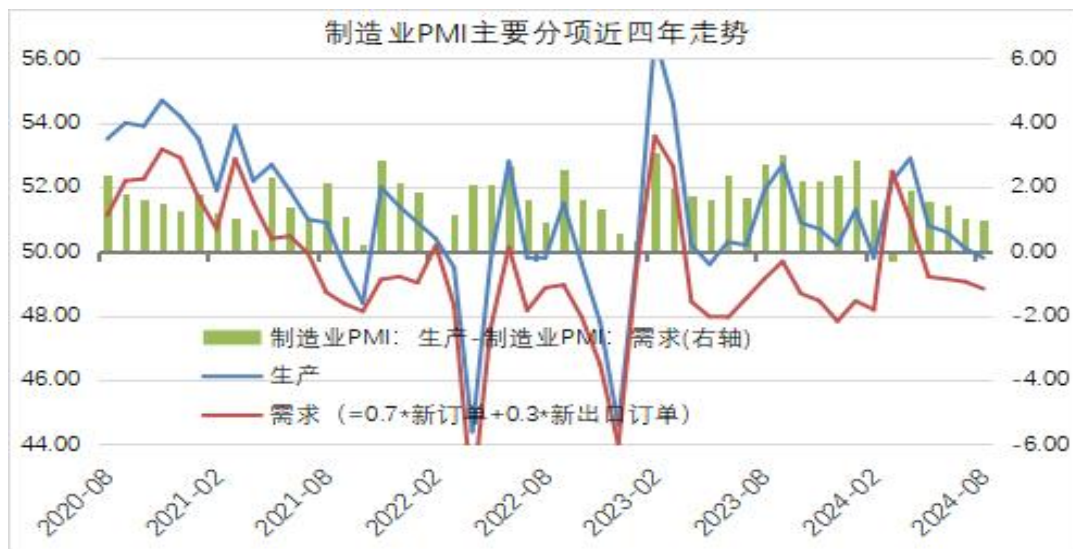
数据来源：iFind, 山金期货

### 1.5 供应过剩局面有所缓解，但未来仍有加剧可能

最近半年左右时间，需求先走弱，随后是供应。从图 5 可以看到，制造业 PMI：生产-制造业 PMI：需求自 4 月创阶段性高点后，即不断回落，说明在经历了一轮主动去库之后，供应过剩的局面有所缓解。

纵观制造业 PMI：生产-制造业 PMI：需求的数据，可以发现目前该数据处于 1 附近，处于近几年同期相对偏低的位置。随着 9 月份产销旺季的到来，生产和需求方面的数据有望同步改善，但供需的缺口大概率将走阔，也即供应过剩局面将再次有恶化可能，这也意味着供需的改善对大宗商品等的支撑作用没有那么明显。

图 5：弱生产与弱需求下供应过剩局面缓解



数据来源：iFind, 山金期货

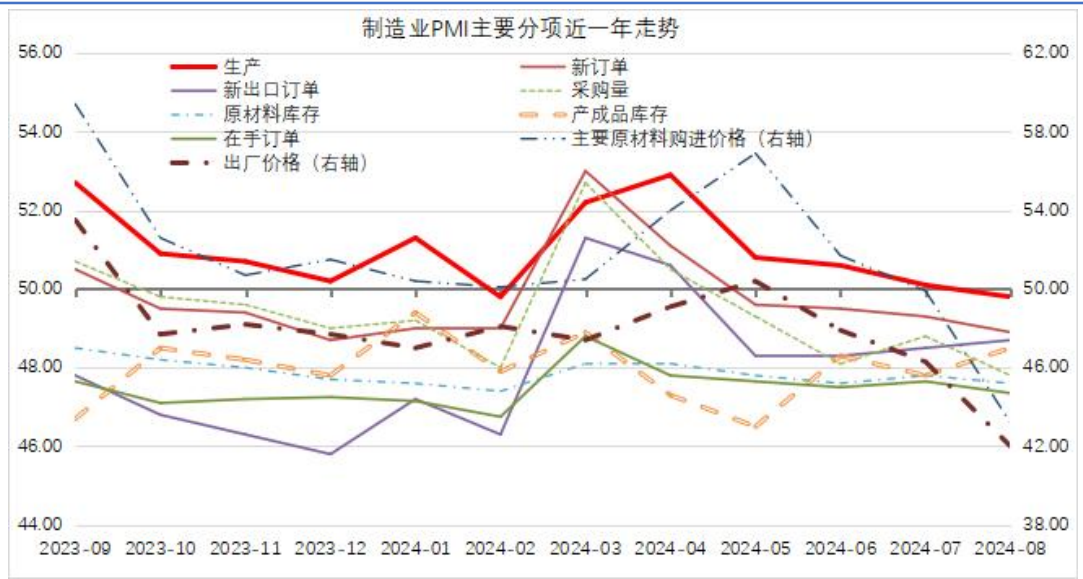
（备注：制造业PMI：需求以  $0.7 \times \text{新订单} + 0.3 \times \text{新出口订单}$  来拟合）

## 1.6 市场经历了一轮剧烈的主动去库过程

纵观近一年的制造业PMI主要分项指标的走势，自3月份出现了一轮明显的修复之后，除了主要原材料购进价格以及出厂价格出现了一轮明显的上涨之外，其他各项指标均一路下滑，特别是在手订单以及出厂价格基本都是在荣枯线下方运行。至8月份，9个主要分项指标均跌入荣枯线下方，主要原材料购进价格以及出厂价格更是加速回落。另外，近期产成品库存指数以及原材料库存指数均处于荣枯线下方，但是，产成品库存指数略高于原材料库存指数，显示企业在主动压低原材料库存和产成品库存，只是产成品库存下降更平缓。

所以，最近几个月，市场经历了一轮明显的主动去库过程。虽然从历史数据看，9月生产、需求等进入旺季，而且一般在主动去库之后，会进入被动去库阶段。但是，什么时候能有效开启被动去库的过程，从指标上完全没有看到任何迹象。一般情况下，被动补库也仅能带来大宗商品的企稳，趋势性的上涨行情一般在主动补库过程中才会出现。所以，除非未来一段时间政策面出现重大变化，否则对大宗商品不宜过早介入。

图 6：制造业 PMI 主要分项近一年走势对比

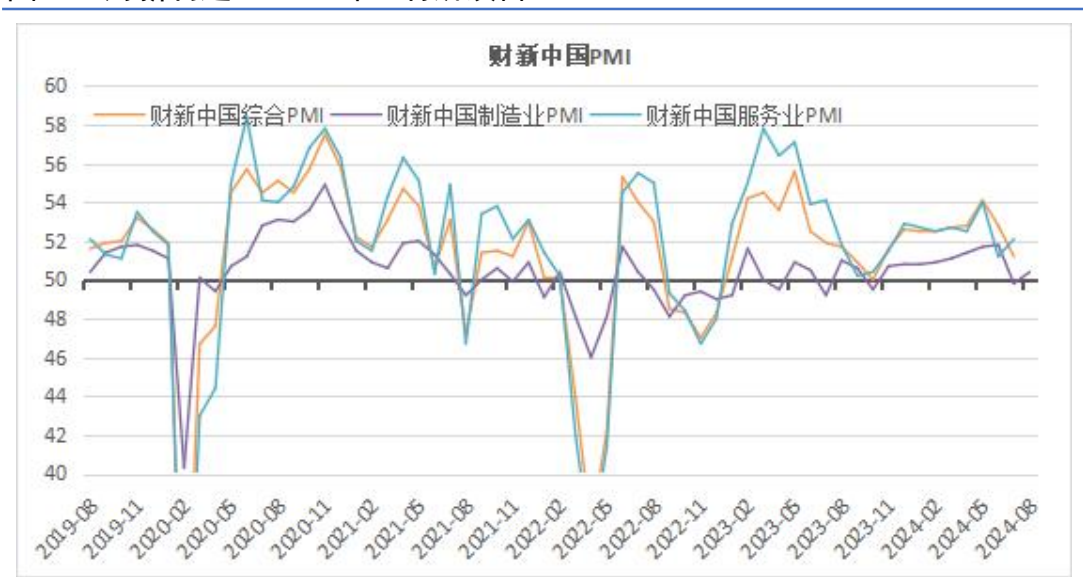


数据来源：iFind, 山金期货

## 二、财新制造业 PMI 有所反弹，但企业反映当月出口订单疲弱

8月财新制造业 PMI 为 50.4%，比上月增加了 0.6 个百分点，再次站上荣枯线上方，但仍为 2023 年 11 月以来次低。财新制造业 PMI 仅能代表东南沿海一带以出口为导向的中小民营企业的情况。据财新官方，当月出口订单疲软，并且在今年以来首次出现轻微收缩，企业反映外部环境恶化。因此，综合来看，虽然财新制造业 PMI 环比有所改善，但未来出口需求下行压力依然较大，这点和官方制造业 PMI 分项新出口订单指数持续处于荣枯线下方可以形成印证。

图 7：财新制造业 PMI 环比有所改善



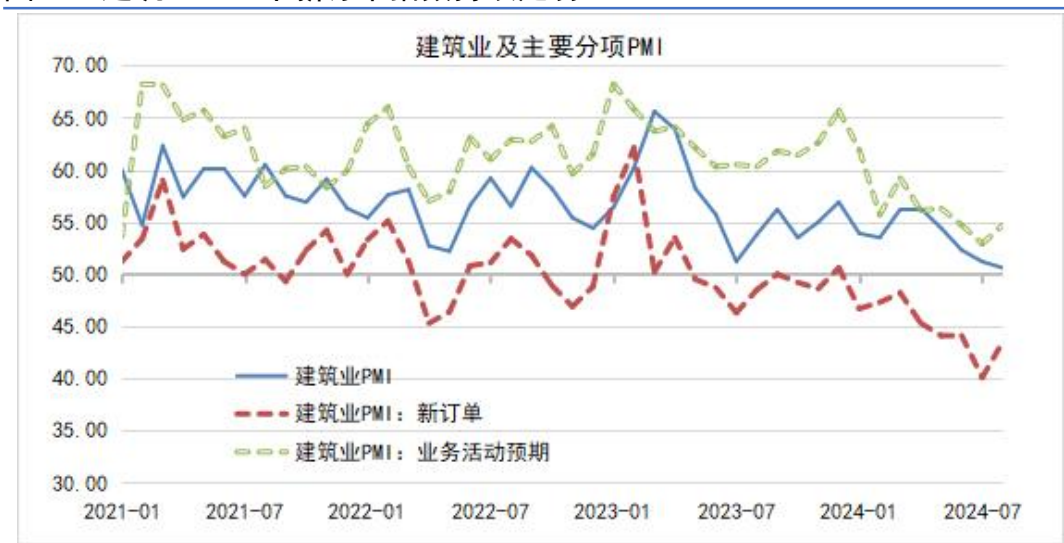
数据来源：iFind, 山金期货

### 三、建筑业的新订单下滑势头略有放缓，钢铁流通业经历九年来最差 8 月

#### 3.1 建筑业 PMI 指数持续下跌，新订单严重不足

8 月份，建筑业的 PMI 指数继续下跌，虽然目前该指数仍处于荣枯线上方，但建筑业 PMI 分项指标-新订单指数已经在荣枯线下方持续震荡下行了超过一年时间。该数据在 8 月份有所反弹，但也仅说明建筑业新订单持续下行的趋势放缓，而趋势本身并没有扭转。

图 7：建筑业 PMI 中新订单指数持续走弱



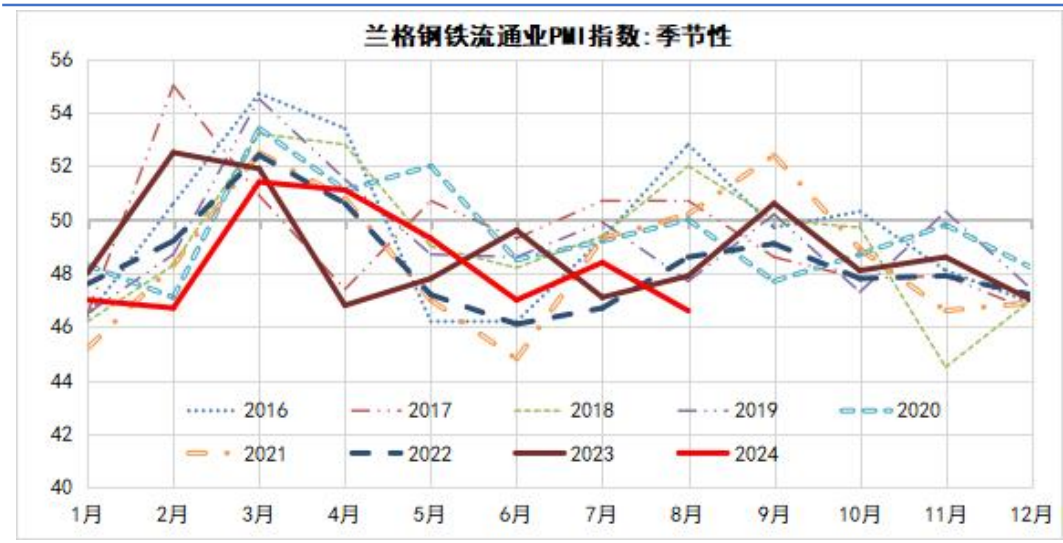
数据来源：iFind, 山金期货

由于 8 月份新房、二手房以及百强房企销售数据等都出现了环比走弱的态势，且土地供应环比也出现了下降，说明建筑业未来的需求情况仍不容乐观，建筑业 PMI 仍存在继续下行的压力，这将压制黑色和建材板块商品的终端需求。

#### 3.2 兰格钢铁流通业 PMI 指数超预期下跌

受推行螺纹新国标事件的影响，8 月份在螺纹产业链主动去库的带动下，钢铁以及原材料价格均出现了一轮明显的下跌。从图 8 可以看到，8 月兰格钢铁流通业 PMI 指数创近 9 年来纪录低位。如果从该数据发布时算起，则今年 8 月份的数据仅比 2012 年 8 月的数据略好，属于近十几年来第二差的数据。

图 8：兰格钢铁流通业 PMI 指数创近 9 年来纪录低位



数据来源：iFind, 山金期货

一般情况下，进入 8 月份之后，包含钢铁行业在内的大部分行业均进入了产销的旺季。从图 8 可以看到，8 月份该数据一般环比均呈现上升的走势。但今年 8 月，该数据在上月基数比较低的基础上继续下跌，显示近期钢铁流通业面临的下行压力巨大。进入 9、10 月份，市场处于下半年的消费高峰期，预计该指数在低基数的基础上将有所反弹，但大概率上将很难跨过荣枯线。

## 四、总结

### 4.1 结论

在上文中我们对不同机构最新公布的 PMI 数据进行了全面的分析，以下几点结论需重视：

(1) 过去两个月，市场整体处于主动去库的过程中。从历史数据看，9 月生产、需求等进入旺季，制造业 PMI 大概率环比将有所回升，而且一般在主动去库之后，会进入被动去库阶段，也即价格逐步企稳，但库存仍在下降的阶段。但是，从目前指标上完全没有看到任何被动补库的迹象。所以，除非未来一段时间政策面出现重大变化，否则大宗商品类资产不宜过早介入。

(2) 制造业 PMI 分项中的新订单、新出口订单以及在手订单三个指标环比均走弱，显示未来需求情况仍不容乐观。财新制造业 PMI 指数虽然环比有所改善，但财新官方的信息显示，当月出口订单疲软，并且在今年以来首次出现轻微收缩，企业反映外部环境恶化。



(3) 建筑业新订单继续萎缩，只是萎缩的速度有所放缓。钢铁流通业经历了近 9 年来最差的 8 月。中期来看，最新公布的房价、新房销售、土地成交等数据均环比转差，说明建筑业以及钢铁流通业下行的压力依然存在。

## 4.2 大类资产配置策略

由于美联储大概率将于 9 月降息，且近期人民币出现较大幅度的升值，8 月中国央行通过“买短卖长”操作净购入 1000 亿元国债，未来中国央行仍有望继续降息，将资金利率在较长时期维持在低位。而目前市场整体的风险偏好依然很低。因此，未来一段时间，债券收益率仍有继续下降的空间，债券的表现仍将占优。

对于商品，由于目前市场仍处于供需双弱的状态，且此种情形短期仍将持续，商品大概率仍处于熊市之中。从商品的技术面看，多个品种短暂出现企稳信号，但这仅是中线强势下跌行情结束的信号，未来仍需要时间来完成中线级别的震荡筑底。

股票市场信心疲弱，成交低迷，资金不断流出，存量博弈特征明显，在持续下跌了超过 4 个月时间之后，继续下跌的空间比较有限，有望逐步震荡筑底，板块轮动决定了将有若干板块表现较好。

整体来看，近期：债券》股票》商品；中期：股票》债券》商品。不过，即使股票市场存在机会，也只能当成大的熊市中的中线反弹行情来看待。在股市反弹的带动下，商品也有做多机会，但反弹的力度可能相对偏弱。

**风险提示：**1) 由于稳增长的需要，在今年剩余的四个月中，可能会有多个重磅利多政策出台，从而提振市场情绪

## 免责声明

本报告由山金期货交易咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。