

需求不足是核心，复苏基础待夯实

事件

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

联系人：纪翔

执业证书编号：S1050521110004

邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

7月31日，国家统计局公布7月份PMI数据，7月制造业PMI为49.0，低于前值的50.2；非制造业PMI为53.8，低于前值的54.7。

投资要点

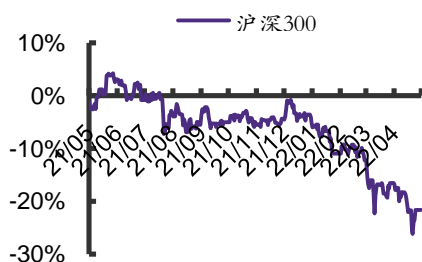
核心观点

1、7月PMI数据如何？7月PMI回落至49，重回荣枯线之下。除建筑业以外，其他主要分项全面回落，生产、需求、价格和库存均有不同幅度的回落。

2、为何会出现数据回踩？每年7月本就是生产淡季，具有季节性效应，但这次PMI降幅较大，需求明显偏弱。需求不足是PMI回落的主因，制造业新订单和出口订单同步下行，内外需求均跌落至收缩区间。另外价格大幅下滑（原材料价格和出厂价格差与2020年4月一致），库存加速去化（企业主动去库存，特别是产成品库存连续3个月回落）。

3、如何看后续经济修复节奏？7月份中美央行开始经历了货币政策重心的转变，美联储在抗通胀的同时关注经济增速放缓，国内央行在稳增长的同时防范风险。所以国内年中政治局会议增量政策不足，经济复苏力度偏弱，且进程较为曲折。后续关注疫情形势变化、存量政策效果、地产风险出清进度、基建稳增长节奏。预计在保民生、保主体、稳地产的共同助力下，居民消费信心和企业生产信心将逐步修复。

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《大消费正当时：四大内外驱动和三大配置主线》20220721

《3.5%是本轮美债利率的顶点吗？》20220623

《拨云见日，W型反转》20220620

风险提示

- (1) 政策实施不及预期
- (2) 海外衰退加速实现
- (3) 俄乌冲突再次升级

7月PMI数据出现了较为明显的回落，各项指数都出现了不同程度的下行，制造业生产指数再次回到收缩区间，非制造业虽然还在50分界线之上，但也较上月下滑了0.9个百分点。经济修复较为曲折，虽有季节性因素，但需求不足是当前国内经济的核心问题。

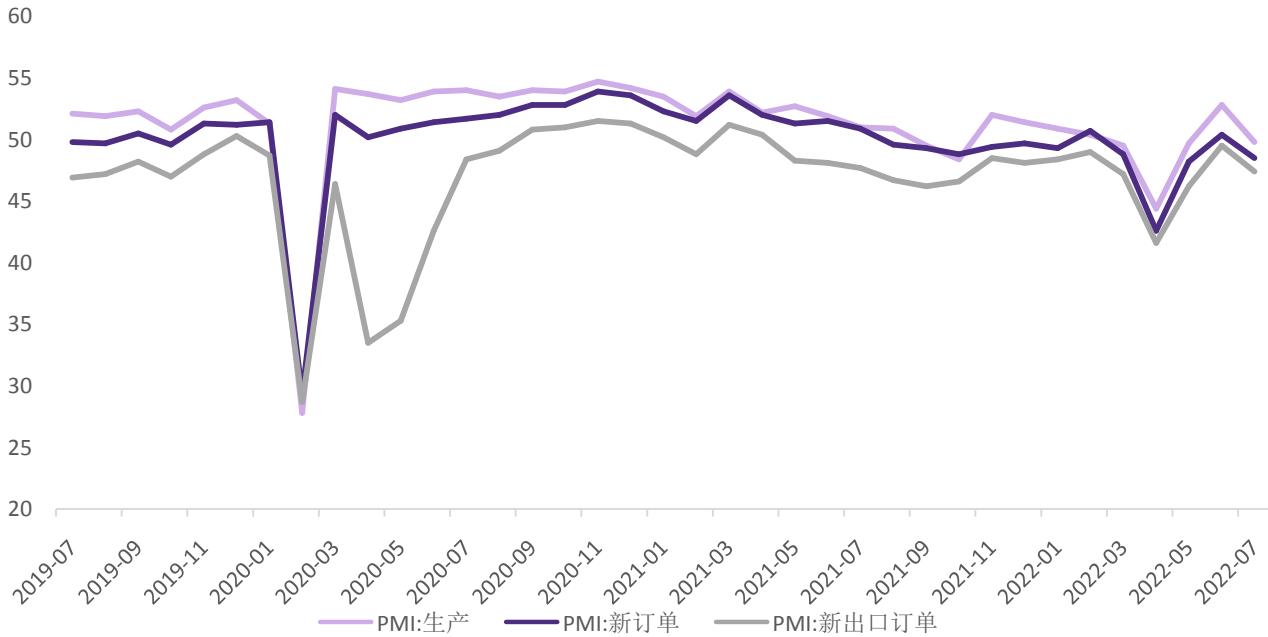
1、制造业：供需同比下滑，需求回暖昙花一现

7月份制造业PMI指数较上月下降1.2个百分点，重新回到荣枯线以下。大中企业生产指数均从景气区间回落，分别较上月下降了0.4和2.8个百分点，大中小企业PMI同时下降到50以下。制造业PMI下降既有季节性设备维护导致生产端减少的原因（综合生产指数下降3个百分点来到49.8%），也有国内外需求下滑的影响（七月份制造业综合生产PMI7月份新订单和新出口订单同步下落，结束了连续四个月的回暖态势）。

当前在美联储以打压通胀为主的货币政策目标和欧盟加息的影响下，预计海外需求会进一步走弱。国内需求也有压力，通过房地产和汽车高频数据观察可知，7月1-29日30大中城市商品房成交面积为1225万平方米，较上月减少了625万平方米，同比少增37%，再度回落；截止到7月24日当周，乘用车日均销售量也较6月份同期环比减少12.8%，销售后劲承压。

6月份居民消费回暖昙花一现说明需求偏弱，仍需政策助力。7月底政治局会议上明确“财政货币政策要有效弥补社会需求不足”、“宏观政策要在扩大需求上积极作为”，表明下半年宏观政策会从需求方面继续发力。这次会议首次提及保交楼，并将责任压实给地方，同时也提出要“妥善化解一些地方村镇银行风险”，意在化解信用风险，带动需求信心修复。

图表 1：7月 PMI 出现了供需双回落



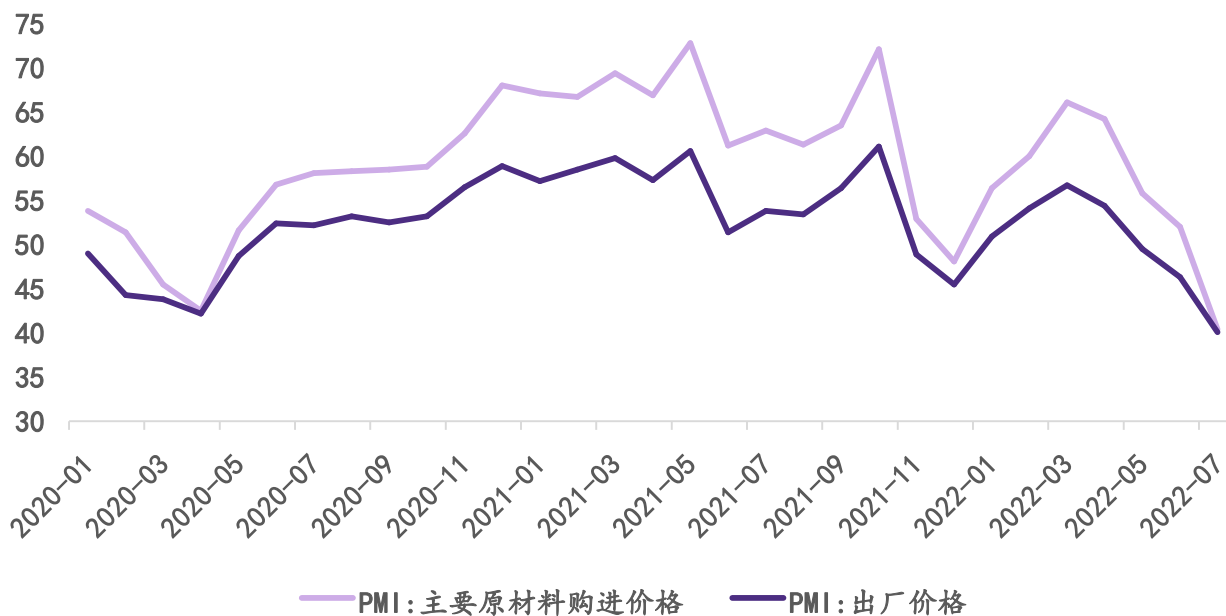
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

2、价格指数：同步下行，企业主动去库存

7月份原材料和出厂价格同步下行，企业出现了一定的主动去库存行为，原材料购进价格指数与出厂价格指数剪刀差大幅收窄。原材料购进价格指数从6月份52%下降11.6个百分点来到40.2%的位置，创了2013年以来的最低值。原材料价格下跌，一方面受海外大宗商品价格下跌影响，7月份主要大宗商品铜、煤、原油均有不同程度的下行。另一方面，也反映出了企业生产意愿和采购意愿的减弱，出现了原材料库存和产成品库存的同降，企业开始主动去库存：7月份原材料库存下降0.2个百分点来到47.9%，产成品库存下降0.6个百分点至48%。

出厂价格同比下降，原材料购进价格指数与出厂价格指数剪刀差大幅收窄至0.3%，除了表明企业成本压力有所缓解外，也代表着生产和需求意愿偏弱，2020年4月疫情期间时也出现了材料和出厂价差缩窄到0.3%的情况。

图表 2: 原材料价格和出产价格同步下滑, 差值缩小



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

3、建筑业：基建继续亮眼，三季度支撑犹存

非制造业商务活动指数比上月下降0.9个百分点录得53.8%，仍处在扩张区间。其中建筑业商务活动指数为59.2%，比上月上升2.6个百分点，是难得的亮点。从分项来看，代表基建的土木工程建筑业商务活动指数、新订单指数和从业人员指数分别较上月上升0.2、1.6和1.0个百分点，基础设施项目建设加快推进。

7月底的政治局会议上提出“财政政策要有效弥补社会需求不足”，当前2022年的专项债已经基本发放完毕，可在三季度形成实物工作量。接下来地方政府要“用好用足专项债限额”，全国剩余约1.55万亿美元的专项债限额会继续进行资金的接力，支撑基建在三季度继续托底经济。

4、服务业：消费需求进一步释放，但疫情影响仍在

虽较上月有所下行，但服务业依然处在景气区间，主要是在6月份的促消费政策下，疫情期间受压抑的服务需求进一步释放。调查的21个行业中，有16个行业商务活动指数位于扩张区间，其中航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业高于60.0%。

但疫情影响犹存，对需求的冲击再度显现，导致服务业PMI较上月下降1.5个百分点

至52.8%。7月份服务业新订单指数较上月下降了4.2个百分点来到了49.5%，显示出疫情常态化的冲击。

疫情防控仍是下半年的政策主基调，疫情冲击不容忽视。同时7月份政治局会议提出了疫情防控要“保证影响经济社会发展的重点功能有序运转，该保的要坚决保住”，预计伴随着防疫政策的优化调整，服务业将延续在防疫常态化下的弱复苏。

5、经济前景：复苏基础偏弱，还需政策呵护

当前海内外均处在了货币政策重心的转换期，美国虽然在7月份仍然超鹰派的加息75BP，但是从鲍威尔的发言可以看出美联储已经开始关注经济衰退的风险，叠加二季度美国GDP走负开始进入到技术性衰退，美联储开始进入到看数说话的模式，重心开始由抗通胀到防衰退转变。

回到国内来说，7月底的政治局会议提出了稳中求进的下半年政策定调，淡化经济增长目标，强调疫情防控和保民生任务。政策重心也出现了从稳增长到防风险的切换。

7月PMI数据回调显示经济动能不稳固、市场需求不足。再加上国内年中政治局会议增量政策不足，经济复苏力度偏弱，且进程较为曲折。后续关注疫情形势变化、存量政策效果、地产风险出清进度、基建稳增长节奏。预计在保民生、保主体、稳地产的共同助力下，结构性货币政策和财政政策双管齐下，居民消费信心和企业生产信心将逐步修复。

图表 3: PMI 数据一览

	较上期变动	2022年7月	2022年6月	2022年5月
制造业PMI	▼	49	50.2	49.6
生产	▼	49.8	52.8	49.7
需求				
新订单	▼	48.5	50.4	48.2
新出口订单	▼	47.4	49.5	46.2
价格				
主要原材料购进价格	▼	40.4	52	55.8
出厂价格	▼	40.1	46.3	49.5
库存				
原材料库存	▼	47.9	48.1	47.9
产成品库存	▼	48	48.6	49.3
从业人员	▼	48.6	48.7	47.6
供货商配送时间	▼	50.1	51.3	44.1
生产经营活动预期	▼	52	55.2	53.9
企业结构				
大型企业	▼	49.8	50.2	51
中型企业	▼	48.5	51.3	49.4
小型企业	▼	47.9	48.6	46.7
产业结构				
高技术制造业	▼	51.5	52.8	50.5
装备制造业	▼	51.2	52.2	48.9
消费品行业	-	-	50.9	50.2
基础原材料行业	-	-	-	-
非制造业PMI	▼	53.8	54.7	47.8
服务业	▼	52.8	54.3	47.1
建筑业	▲	59.2	56.6	52.2
综合PMI:产出指数	▼	52.5	54.1	48.4

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

7、风险提示

- (1) 政策实施不及预期
- (2) 海外衰退加速实现
- (3) 俄乌冲突再次升级

■ 宏观策略组简介

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，2021年11月加盟华鑫证券研究所，对宏观策略和政策研究有长期跟踪经验。

纪翔：中科院大学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，长期从事宏观策略和政策研究。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	<(-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。