



Research and
Development Center

**疫情频发，加工业减产，还未到担心经济过
热的时候**

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

王誓贤 宏观研究助理
邮箱: wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

疫情频发，加工业减产，还未到担心经济过热的时候

2022年7月31日

摘要：7月我国制造业PMI为49%，没能延续6月的扩张势头，企业库存周期被打乱，经济复苏遇阻力。

- **7月制造业PMI为49%，低于上月1.2个百分点，产需指数均下滑。**新订单指数和生产订单指数分别降至48.5%和49.8%。从业人员指数降至48.6%。制造业景气水平在疫情多点频发和大宗原材料价格下行的背景下遭遇极大考验。我们认为新冠疫情持续不断，导致防疫政策不敢松懈，进而内需恢复受阻，生产动能不足叠加上游加工业在出厂价格处于低位时消极减产是7月PMI下降的两个主要原因。
- **制造业库存周期重回年初状态，未能实现从被动去库存到主动补库存的跨越。**7月产成品库存指数比上月下降0.6个百分点，原材料库存指数比上月下降了0.2个百分点，制造业企业从6月份的被动去库存进入到了7月的主动去库存。这主要还是疫情和上游加工业减弱原材料采购力度导致的，即内需不足和出厂价格指数过低削弱了制造业企业原材料的采购意愿。
- **建筑业势头强劲，服务业扛住压力，仍处于扩张区间。**7月建筑业PMI为59.2%，高于上月2.6个百分点。受益于6月发行的近1.4万亿新增专项债提供的超过9000亿基建资金，基建加快推进，建筑业扩张加快。而服务业新订单指数在7月降至收缩区间，行业PMI录得52.8%，环比下降了1.5个百分点，扛住了需求下滑的压力，只是扩张脚步缓慢了。
- **7月PMI的数据表明进入三季度后，尚不需担心我国经济过热的风险，下半年仍有实行增量政策的必要。**新冠疫情、俄乌冲突、美联储加息还在持续，佩洛西访台消息又为中美关系蒙上一层不确定性的阴影。内外部负面因素有的是可控的，有的是难以控制的，三季度经济基本面仍面临极大的挑战。重磅增量政策仍有实施的必要。依据《专项债还是特别国债？——下半年增量政策再推演》和近日政治局会议的内容，提前使用明年专项债仍是最有可能性的增量政策。
- **风险因素：疫情反复持续，中美关系阴晴不定。**

目 录

一、疫情反复，大宗原材料价格下行.....	3
1.1 疫情多点频发，内需修复动力不足.....	3
1.2 上游原材料价格下行，加工业观望减产.....	4
二、制造业企业库存周期被严重干扰.....	6
三、建筑业加快扩张，服务业景气度下滑.....	7
风险因素.....	9

图 目 录

图 1：今年 1-7 月制造业 PMI 的走势与疫情形势息息相关.....	3
图 2：生产、新订单和从业人员和供货商配送指数都出现下降.....	4
图 3：7 月生产动能回落.....	4
图 4：价格指数大幅下降.....	5
图 5：铁矿石价格大幅下滑传导至出厂价格.....	5
图 6：7 月大中小型企业都处于收缩区间.....	6
图 7：7 月制造业企业进入主动去库存.....	6
图 8：建筑业延续强劲扩张势头，服务业景气水平下降.....	7
图 9：6 月专项债为 7 月基建提供大量资金.....	7
图 10：我国综合 PMI 产出指数保持在扩张区间.....	8

一、疫情反复，大宗原材料价格下行

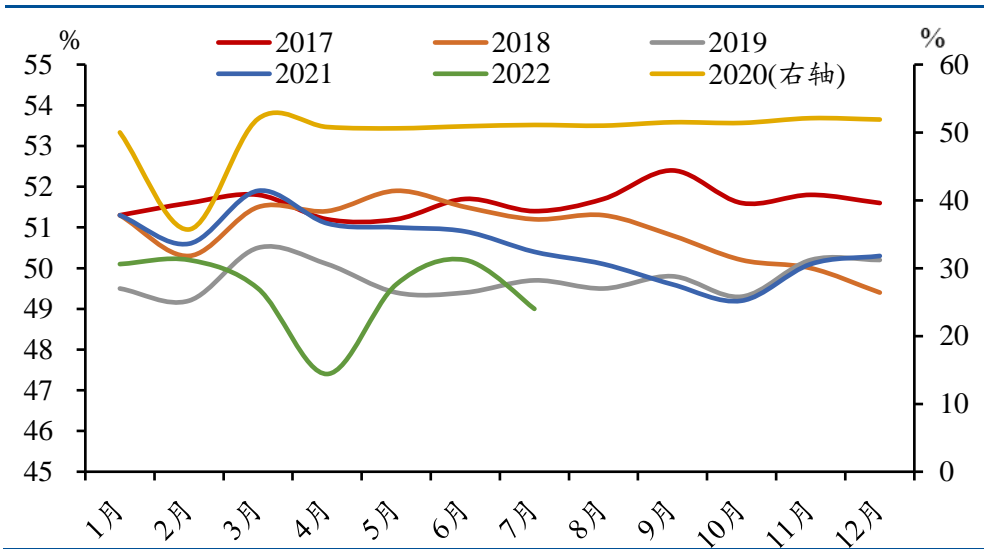
1.1 疫情多点频发，内需修复动力不足

7月制造业PMI为49%，低于6月份的50.2%，降至收缩区间。5月之后的景气恢复局面在7月被打破，我们认为这固然有季节性因素在，但中下游企业盈利承压和7月疫情多点频发是最主要的两个原因。在分析PMI之前，且先看看7月的疫情：

7月1日至30日，全国新冠肺炎本土确诊2551例，而6月为836例；全国本土无症状感染者12548例，而6月为1457例。

再看今年制造业PMI的走势，和疫情形势可谓息息相关。制造业PMI从1-2月的扩张到3-5月的收缩到6月的重回扩张再到7月的收缩，分别对应1-2月疫情的稳定，3-5月疫情的爆发和持续，6月疫情形势好转和7月疫情的反复。换句话说，疫情形势主导了制造业的景气度。

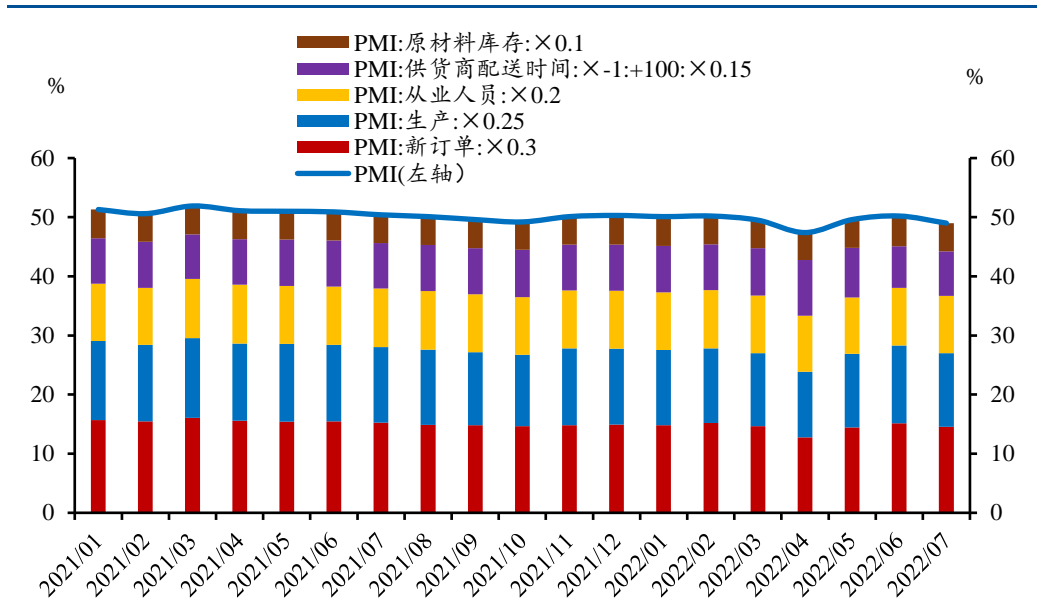
图1：今年1-7月制造业PMI的走势与疫情形势息息相关



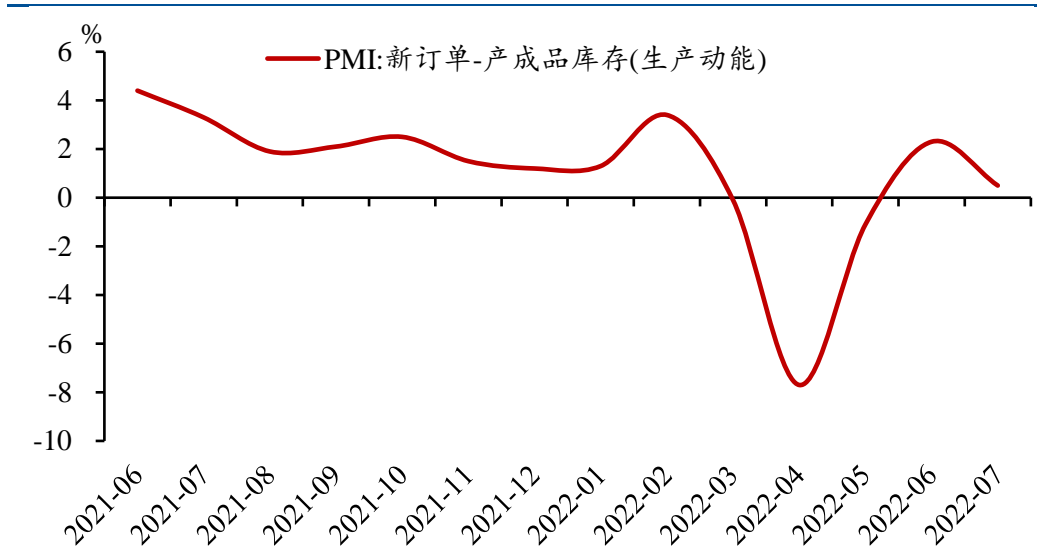
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

继续看7月制造业PMI的几个分项指数，新订单指数、生产指数、从业人员指数、供应商配送时间指数分别为48.5%、49.8%、48.6%、50.1%，分别低于上月1.9、3、0.1和1.2个百分点。其中新订单和生产两个指数降至收缩区间。市场需求不足，生产动能也不足。新订单消化产成品库存的能力减弱。物流运输效率下降。就业持续不景气。

各个分项的全面下滑表明整体经济的修复动能不足。此前的一揽子稳增长政策措施在6月显现一定效能后，到7月的效能出现了边际衰减。比如留抵退税、专项债、政策行贷款等集中在上半年发力。7月28日中央政治局会议可能受到前期市场对下半年经济过热舆论的影响提出“要保持战略定力”，《重提“保持战略定力”的政策含义——逐句解读7.28政治局会议通稿》提出这可能意味着下半年政策力度减弱。但新冠疫情、俄乌冲突、美联储加息、房地产市场停工烂尾等带来的负面冲击在7月并没有消失，7月PMI下降也印证了经济基本面还存在很多不足，还没到考虑经济是否过热的时候。

图 2：生产、新订单和从业人员和供货商配送指数都出现下降


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 供货商配送时间指数为逆指数, 下降后占比上升

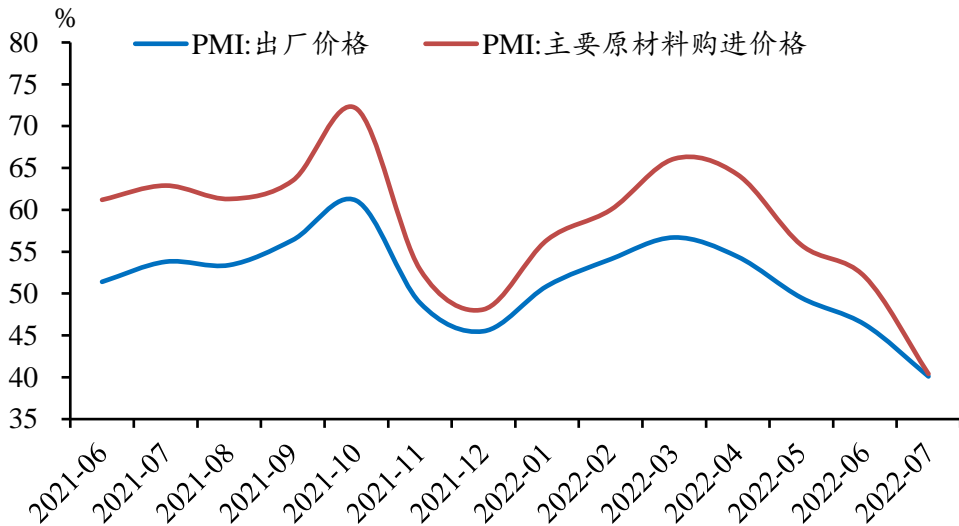
图 3：7 月生产动能回落


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 上游原材料价格下行，加工业观望减产

7 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 40.4% 和 40.1%，低于上月 11.6 和 6.2 个百分点，这与大宗原材料价格下行和保供政策效果显现有关。由于铁矿石价格的下降，统计局指出黑色金属（铁是典型的黑色金属）冶炼和压延加工业两个行业的价格指数是调查行业中最底的。统计局还提到“由于价格水平大幅波动，部分企业观望情绪加重，采购意愿减弱”，“石油煤炭及其他燃料加工、黑色金属冶炼及压延加工等高耗能行业 PMI 继续位于收缩区间，明显低于制造业总体水平”。

这说明黑色金属冶炼等加工型企业面对上游原材料价格的大幅回落，采取了消极减产的态度，毕竟出厂价格也很低。如果采购大量原材料来生产，也不会有多少利润可赚。不如等到原材料价格继续下行，而出厂价格回升，企业利润空间打开后再加大生产。

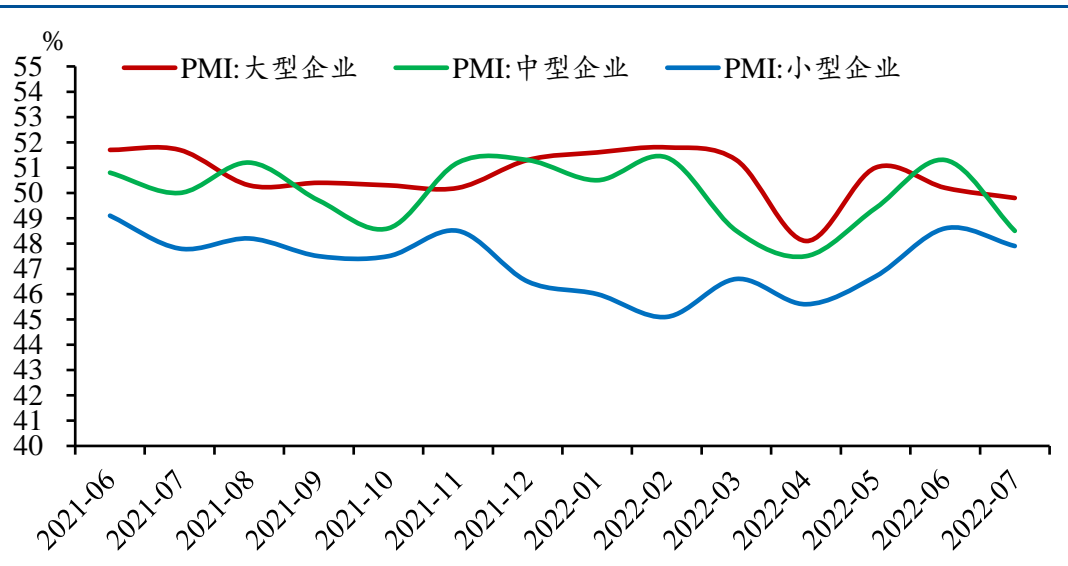
图 4：价格指数大幅下降


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：铁矿石价格大幅下滑传导至出厂价格


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

大中小型企业景气度全面下滑。7月大型企业 PMI 为 49.8%，低于上月 0.4 个百分点；中型企业景气度回落更多，低于上月 2.8 个百分点，为 48.5%；小型企业则延续景气收缩状态，且景气水平进一步下降至 47.9%。这其中大型企业的新订单和生产指数分别为 50%和 50.9%，但主要原材料购进价格指数和出厂价格指数下降至 38.7%和 37.8%，推测是大型企业中的高耗能行业企业 PMI 拉低了大型企业的 PMI。

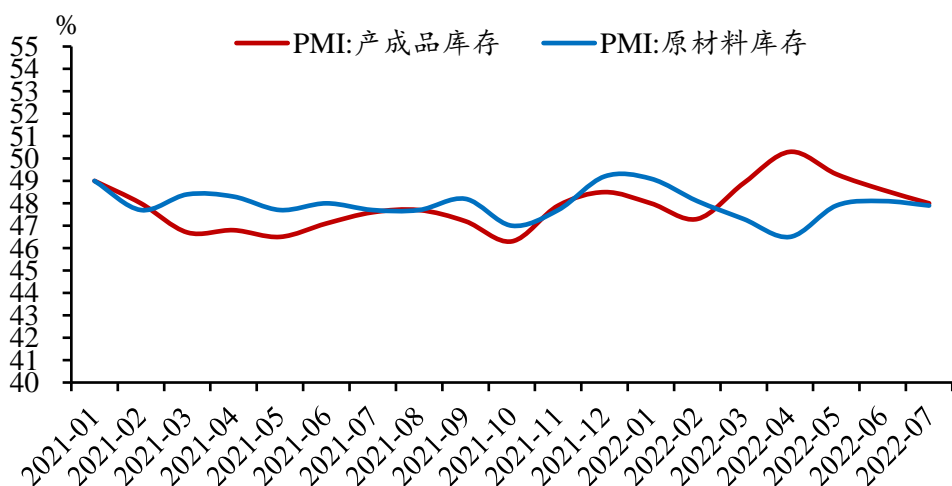
图 6：7 月大中小型企业都处于收缩区间


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、制造业企业库存周期被严重干扰

7 月产成品库存指数为 48%，低于上月 0.6 个百分点；原材料库存指数为 47.9%，低于上月 0.2 个百分点，对应的阶段为主动去库存，对应了需求下降。本来我们在《经济重回扩张，下一步政策核心将是稳就业—6 月 PMI 点评》中提到在 6 月被动去库存（代表需求改善）后大概率能在三季度迎来企业的主动补库存（代表需求旺盛），但我们也明确提示了风险因素之一是疫情反复出现。而上游加工业减弱原材料采购力度，也是整体制造业原材料库存指数下降的原因之一。这两个方面导致了企业从被动去库存到主动补库存的周期进程被打乱，反而回到了 1-2 月的主动去库存周期。

从时间线上看，今年制造业经历了 1-2 月的主动去库存到 3-4 月的被动补库存再到 5-6 月的被动去库存，按照正常的库存周期，需求也应是从改善发展到旺盛，三季度本应是延续一段被动去库存后发展到主动补库存，但疫情和大宗原材料又致使库存周期回到了年初状态。

图 7：7 月制造业企业进入主动去库存


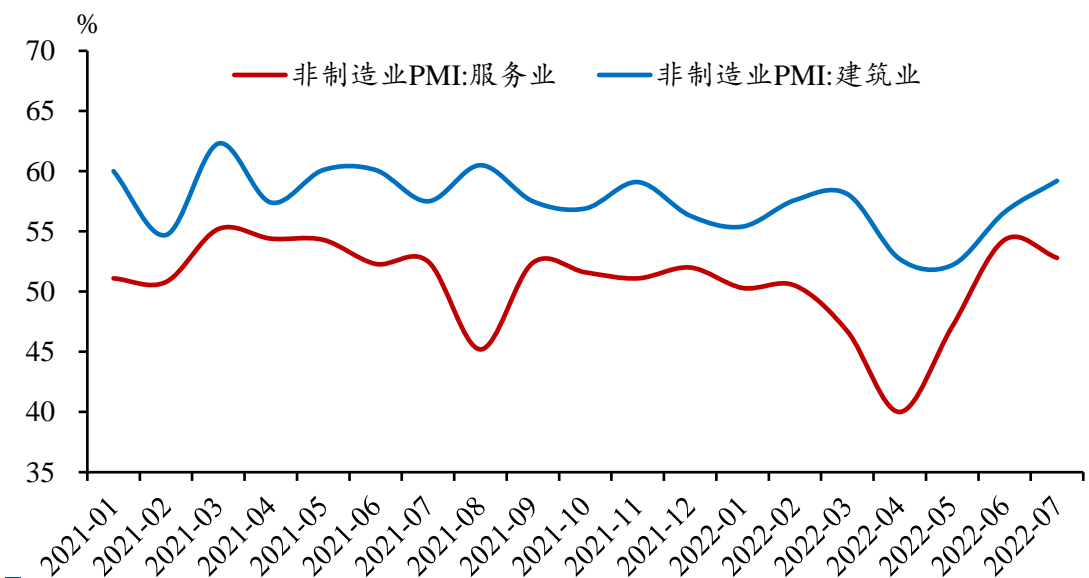
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、建筑业加快扩张，服务业景气度下滑

7月非制造业商务活动指数为53.8%，低于6月0.9个百分点，仍处扩张区间。其中建筑业商务活动指数为59.2%，高于上月2.6个百分点。服务业商务活动指数为52.8%，低于上月1.5个百分点，继续保持在扩张区间。所以我国非制造业整体上恢复不错，特别是服务业没有因为7月的多点疫情回落至收缩区间。但服务业新订单指数却也降至49.5%，低于6月4.2个百分点，说明7月内需下滑普遍影响了制造业和服务业。

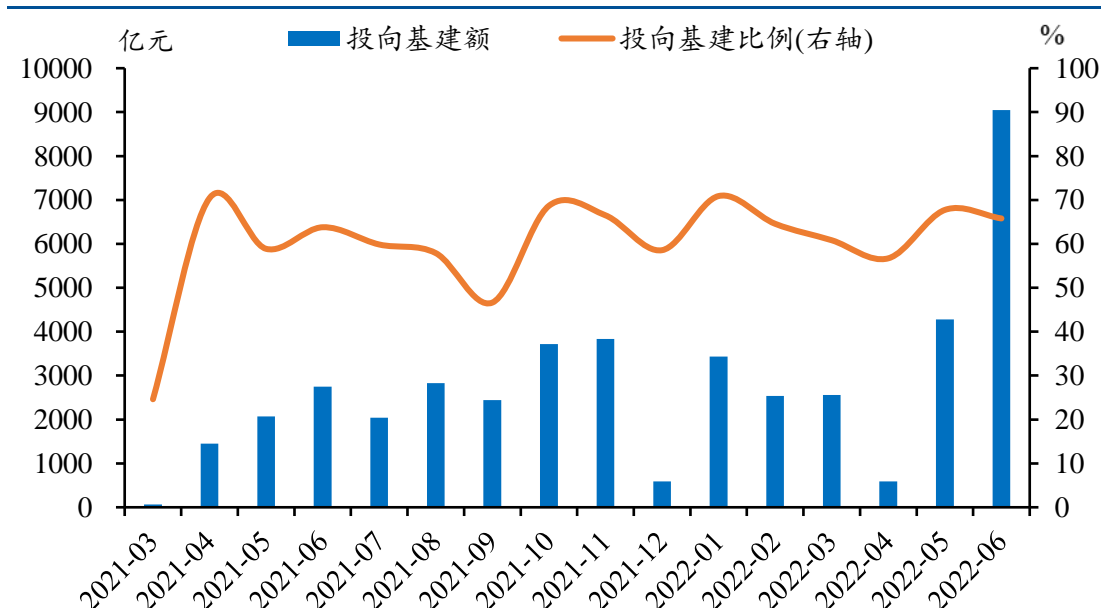
建筑业的强势和基建节奏加快密不可分，我们在《专项债还是特别国债？——下半年增量政策再推演》的前半部分详细介绍了6月份的专项债发行情况，虽然7月仅发行了约613亿元的新增专项债，但6月份发行筹集的大部分资金会在7月份密集使用，而65%以上投向基建的资金比例会提供超过9000亿的专项债基建资金。

图8：建筑业延续强劲扩张势头，服务业景气水平下降



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

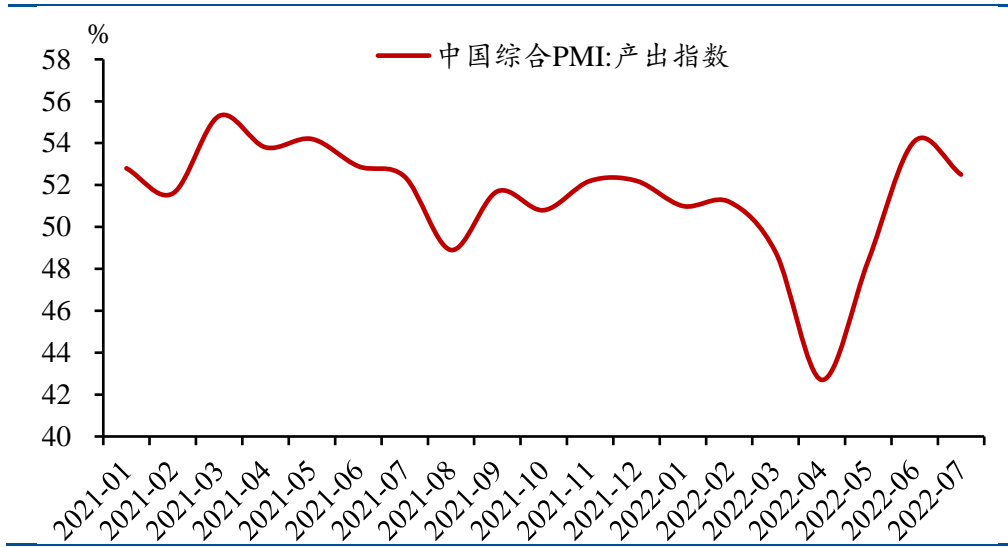
图9：6月专项债为7月基建提供大量资金



资料来源: 中国债券信息网, 信达证券研发中心

7月综合PMI产出指数为52.5%，低于上月1.6个百分点，仍在荣枯线以上，说明我国经济总体上还是扩张的，只是节奏上有所放缓。

图 10：我国综合 PMI 产出指数保持在扩张区间



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

疫情反复持续，中美关系阴晴不定

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。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。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

王誓贤，信达证券宏观研究助理。澳大利亚国立大学国际经济与发展经济学硕士，南开大学经济学学士。2022年2月加入信达证券研究开发中心，侧重于研究财政政策。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

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20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	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。