

疫情能多大程度定价 7 月 PMI?

报告日期: 2022-08-01

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

主要观点:

- **事件:** 7 月官方制造业 PMI 49.0%，预期 50.2%，前值 50.2%；7 月官方非制造业 PMI 53.8%，前值 54.7%。中国企业经营状况指数(BCI)为 44.3%，前值 42.9%。
- **一、制造业:** 7 月制造业景气度有所下行，结构上呈现“供需双弱、物流改善幅度收窄、产品去库、成本下降”的特征。被俄乌冲突中断的利润传导进程重启。除疫情反复外，7 月 PMI 回落与上游原材料加工制造业收缩亦有关。后续政策还需在产需端持续发力，巩固经济修复趋势。

1、7 月制造业景气度小幅下行，供给景气走弱幅度大于需求，内需弱于外需。 7 月制造业 PMI 回落 1.2 个百分点至 49.0%，6 月重回荣枯线上仅持续 1 个月；供给端看，PMI 生产回落 3.0 个百分点至 49.8%；需求端看，PMI 新订单、PMI 新出口订单、PMI 进口回落 1.9、2.1、2.3 个百分点至 48.5%、47.4%、46.9%。出口方面，上海、深圳等重要港口疫情反弹扩散，阻滞了 6 月出口订单稳步回升的向好态势，7 月中国出口集装箱运价指数(CCFI)环比回落 1.7%，截至 7 月 20 日我国八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比为 7.5%，较前值的 13.8% 有所回落，7 月我国出口增速小幅承压。

2、物流改善幅度收窄，产成品延续去库。 7 月 PMI 供货商配送时间较前值回落 1.2 个百分点至 52.0%，百城拥堵指数较 6 月下行了 0.3 个百分点。供货商配送时间衡量了物流供给和物流需求的关系，通常来说供货商配送时间变长（指数低于 50%）代表需求较为旺盛，即该指数和实体经济需求呈负相关，但疫情期间运力不足，指数和实体经济需求均向下行，因此我们更倾向于将此次理解为防控收紧对物流配送产生了一定的负面影响，但整体仍处于修复进程中。7 月 PMI 原材料库存回落 0.2 个百分点至 47.9%，产成品库存回落 0.6 个百分点至 48.0%。同时，我们观察到 1-6 月工业企业营收与存货剪刀差为 -9.8%，已连续 2 个月回升。2021 年 3 月至疫情期间工业企业处于“被动补库存”，而近两个月营收与库存剪刀差收窄，似乎指向库存周期正步入新阶段。有待后续经济向疫情前常态回归，进一步观察存货水平的变化趋势。

3、成本延续回落。 受石油、煤炭、铁矿石等国际大宗商品价格波动等因素影响，7 月 PMI 原材料购进价格、出厂价格分别较前值回落 11.6、6.2 个百分点至 40.4%、40.1%，原材料购进价格年内首次回归收缩区间。结合高频数据来看，截至 7 月 22 日的生产资料价格指数环比回落 5.4%，7 月南华工业品指数和 CRB 工业原料现货指数分别环比大幅回落 10.7% 和 6.8%，预计 7 月 PPI 环比可能在 -1.5% 左右，同比回落至 4% 左右。此外，PMI 出厂价格减去 PMI 原材料购进价格为 -0.3%（前值 -5.7%），负缺口出现明显收窄，说明中下游行业成本压力减轻。印证了 5 月 PMI 点评《我们与经济“合理区间”的距离》的观点，即“由 CPI-PPI，以及下游行业价格传导指数上行表征的利润传导进程再度开启”。

3、利润传导重启，中游制造和下游消费产需恢复更好。 根据统计局数据，7 月调查的 21 个行业中，有 10 个行业 PMI 位于扩张区间，体现为上游原材料加工制造收缩，中游设备制造和下游消费制造扩张，指向被俄乌冲突中断的利润传导进程重启。其中，“农副食品加工、食品及酒饮料精制茶、专用设备、汽车、铁路船舶航空航天设备等行业 PMI 高于 52.0%，连续两个月保持扩张；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”，受益于大宗商品通胀的上游行业在二季度持续高景气后开始进入下行通道、进而大幅拖累 PMI，即 7 月 PMI 回落，除疫情拖累之外，应还有上游行业景气回落的因素。由此，继续提示下半年回归 CPI-PPI 的利润传导主线。

4、不同类型企业均走弱，但中型企业相对更差。 7 月 PMI 大型企业、中型企业、小型企业分别变化 -0.4、-2.8、-0.7 个百分点至 49.8%、48.5%、47.9%，中型企业景气度下行幅度较大，但小型企业总体更承压，与 BCI 指数反映的情况较为一致。7 月中国企业经营状况指数(BCI)较前值回升 1.4 个百分点至 44.3%，修复速率有所放缓，仍大幅低于疫情前水平。其中，值得关注的是企业融资环境指数较前值回升了 4.2 个百分点至 48.5%，指向宽信用工具对中小企业的结构性支持正在发挥作用。

7 月制造业景气度有所下行，结构上呈现“供需双弱、物流改善幅度收窄、产

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_四个乐观的理由——兼评 6 月 PMI 和 629 国常会》2022-07-01
- 2.《华安证券_宏观研究_宏观点评_再问经济合理增速区间》2022-07-15
- 3.《华安证券_宏观研究_宏观点评_四个乐观的理由——兼评 6 月 PMI 和 629 国常会》2022-07-01
- 4.《华安证券_宏观研究_宏观点评_成本压力结构性缓解，利好哪些中下游？——兼评 5 月企业利润》2022-06-28
- 5.《华安证券_宏观研究_宏观点评_雨疏霞光现——5 月经济数据点评》2022-06-16
- 6.《华安证券_宏观研究_宏观专题_破局之路，妙手何方？——2022 中期宏观展望》2022-06-14
- 7.《华安证券_宏观研究_宏观点评_我们距离 5.5%，还有多远的路要走？》2022-05-17
- 8.《华安证券_宏观研究_宏观点评_内外冲击下企业利润结构更趋分化》2022-04-28
- 9.《华安证券_宏观研究_宏观点评_一季度经济数据的喜和忧》2022-04-19

品去库、成本下降”的特征。7月属于传统生产淡季，但本次PMI表现较历史季节性（指2016-2019均值）仍有一定差距，包括表征供需的制造业PMI、PMI生产、PMI新订单、PMI进口仍低于季节性，偏离度在2-3个百分点之间；在经历6月较快水平的修复后，本月上游走弱叠加疫情反复，经济再度回落，后续政策还需在产需端持续发力，巩固经济修复趋势。

● **二、非制造业：服务业修复斜率放缓，暑期出行相关消费景气度较高，地产有所回落；基建提速推动建筑业持续向好，预计三季度仍有支撑。**

1、服务业：修复斜率放缓，暑期出行相关消费景气度较高。7月非制造业PMI商务活动指数较前值下行了0.99个百分点至53.8%，连续2个月高于荣枯线。其中服务业PMI回落1.6个百分点至52.5%。表征需求的PMI服务业新订单指数回落4.2个百分点至49.5%，表征预期的服务业业务活动预期指数回落2.2个百分点至58.8%，表明服务业需求有所走弱但预期仍向好。行业层面，根据统计局数据，76.2%的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%，暑期出行相关消费景气较高，同时全部行业业务活动预期指数均连续两个月位于临界点以上，指向服务业企业信心普遍回升。此外，受地产风险事件等因素影响，本月地产景气度有所回落，7月30个大中城市商品房成交面积同比下滑35%（4月、5月和6月分别同比下滑52%、45%、7%）。除上述事件外，疫情反复、防控升级亦影响地产销售，我们以地铁客运量作为居民生活和消费半径的衡量指标，该指标领先30城商品房成交面积约3周，在7月初小幅下行已预示本月地产销售将下行。

2、建筑业：基建提速支撑6-8月建筑业景气上行。7月建筑业PMI为59.2%，其中新订单指数和建筑业业务活动预期指数分别为51.1%、61.0%，预期与现实双双向好。7月建筑业持续向好主要受益于基建提速。6月发行新增专项债约1.36万亿元，其中新增专项债投向基建比例为69.2%，高于3月、4月、5月的58.9%、61.2%和60.7%。由于财政部要求8月底基本使用完毕，因此预计基建在6-8月将持续形成实物工作量，对建筑业景气度构成支撑。往后看，三季度基建仍有望持续发力助力稳增长，但四季度可能有所回落。

● **三、如何理解本轮疫情的冲击？**

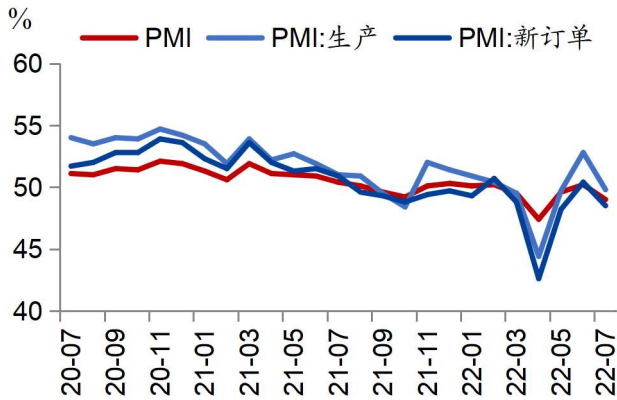
7月以来多地疫情出现反复，包括上海、江苏、广东、四川等地，但我们认为除了疫情冲击，上游价格回落和行业自发减产亦对7月PMI下行构成拖累，中游、下游表现较好指向市场对本轮疫情冲击的定价可能过度，对PMI数据的回落尚且不必过度悲观。

权益方面，除了我们在《如何理解“最好结果”？——7月政治局会议点评》提到的三大关注点：1) 政策落实落细、稳增长、促消费下的基建、汽车、地产等领域；2) 新能源；3) 衰退预期升温，成本回落提升中下游行业利润弹性，关注建筑建材、汽车、家电等。补充建议关注暑期出行消费板块。我们跟踪了3月以来中央和地方的消费政策和消费券投放情况，截至7月30日中央和地方投放超过26亿和65亿元，此前投向集中于汽车、家电等大宗消费，但7月以来消费券集中于暑期消费，包括台州和金华各自发放1亿元暑期消费券、湖北发放8000万元文旅出行消费券等，叠加7月PMI数据折射的航空、住宿、餐饮行业景气向好，暑期出行相关消费板块可能是三季度值得关注的点。

● **风险提示**

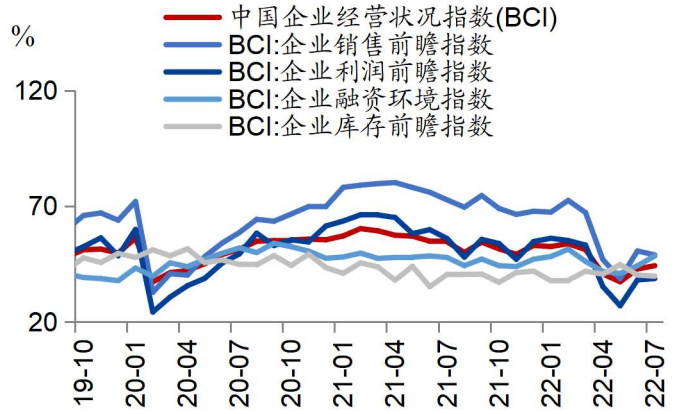
疫情演化超预期，基建投资不及预期，政策实施力度不及预期。

图表 1 制造业景气度下行



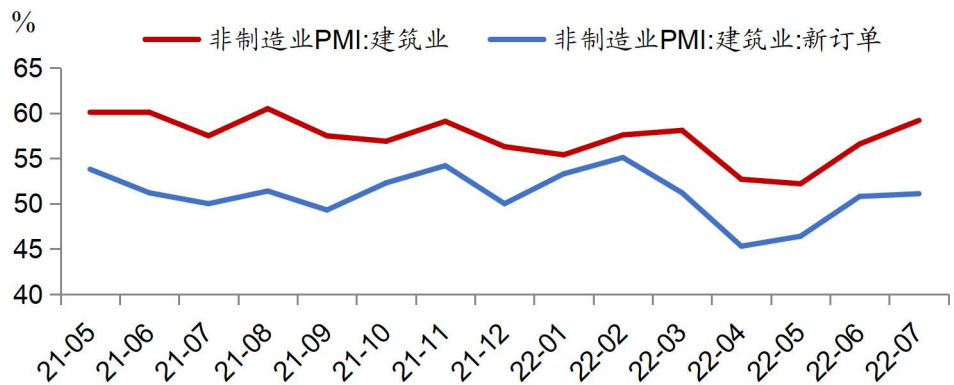
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 民营中小企业景气度见底后连续 2 个月回升



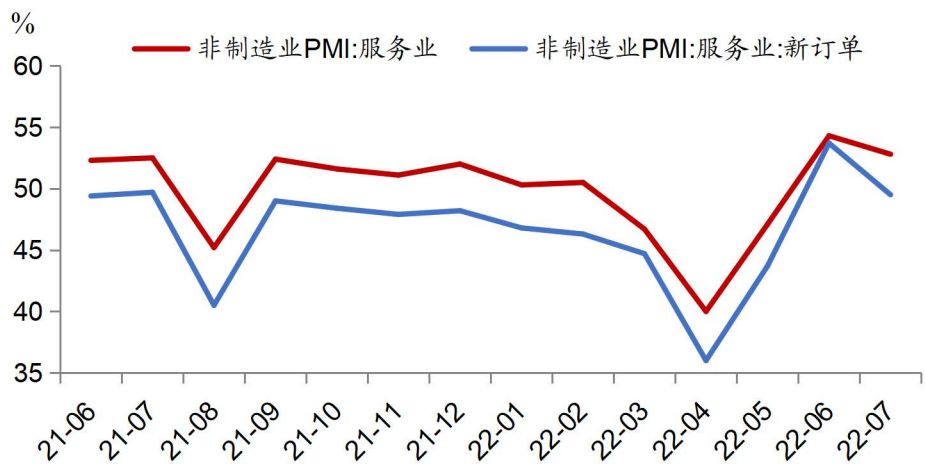
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 建筑业景气度持续回升



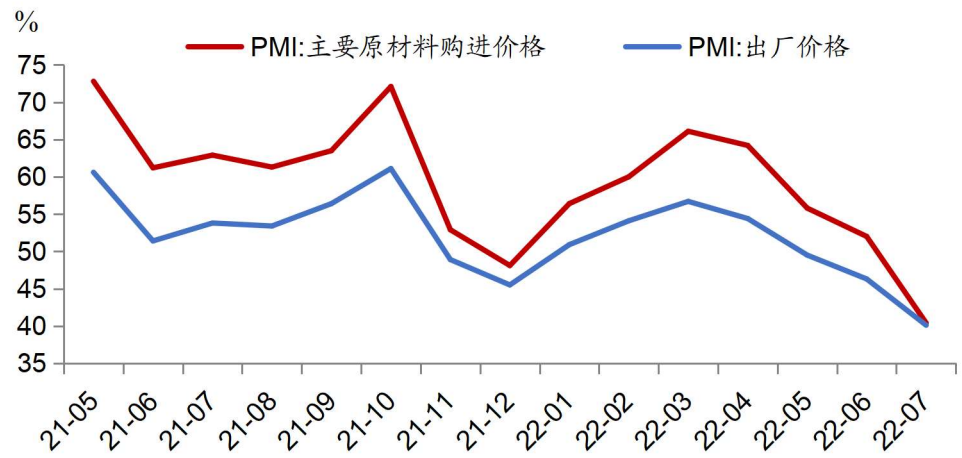
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4 服务业景气度小幅走弱



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 价格指数持续下降



资料来源: Wind, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 何宁, 华安证券宏观首席分析师, 中国社会科学院经济学博士(定向在读), 华东师范大学经济学硕士。2018-2021年就职于国盛证券研究所宏观团队, 2019年新财富入围(第六), 2020年、2021年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A股以沪深300指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上;
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%;
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%;
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。