

我国7月制造业 PMI 读数 49，服务业 PMI 读数 52.8，分别较上月回落 1.2 和 1.5 个点。建筑业 PMI 为 59.2，高于上月 2.6 个点。

➤ **7月 PMI 录得历史极低读数，7月景气度弱于市场预期**

7月制造业 PMI 读数仅高于 2020 年 2 月和今年 4 月。我们知道 2020 年 2 月和 4 月遭遇极强的疫情冲击。以此为参照，7 月经济景气度很弱。

服务业 PMI 比制造业 PMI 回落更多。7 月服务业 PMI 环比下降 1.5 个点，降幅远超季节性（2015—2019 年 7 月平均环比回落 0.3 个点），也超过制造业。

➤ **7月经济景气度弱，疫情是因素，但不是最核心因素**

7 月景气度转弱，一个显性因素在于疫情影响。7 月新增确诊人数较 6 月走高。7 月疫情反复，不足以解释 7 月 PMI 下滑幅度。7 月新冠新增确诊病例仅为 3 月的 1/10。然而 7 月制造业 PMI 环比降幅（1.2 个点）超过 3 月（0.7 个点）。

➤ **7月制造业 PMI 下滑超预期，关键是生产指数下滑幅度过大**

PMI 五个分项指标中，原材料库存和从业人员指数相对平稳。7 月从业指数较上月回落 0.1 个点，下滑幅度相对温和。

生产和新订单下滑幅度超过其他三个指标。即便如此，新订单下滑幅度与今年 3 月相当，远不及今年 4 月。新订单反应 7 月经济并没有那么糟糕。

本月 PMI 偏弱，主要受生产分项指数拖累。本月生产指数表现较差，回落幅度超过季节性（超过往年均值 3 个点），下拉 PMI 下滑 0.75 个点。剔除生产指数异动之后，7 月制造业 PMI 有小幅下滑，表现总体正常。

➤ **7月制造业生产 PMI 异常羸弱，不能简单归因为经济需求动能走弱**

7 月 PMI 似乎指向当前经济疲软，市场悲观预期再起，担心经济陷入衰退。如果经济需求驱动力真在走弱，则应看到订单走弱，进一步传导至生产走弱，最后联动从业走弱。即订单、生产、从业都同频走弱。

事实上 7 月订单、生产和从业人员景气变化不一。新订单 PMI 小幅走弱（与 7 月疫情影响幅度一致），从业人员 PMI 较稳健，生产 PMI 景气度下滑异常。

订单更灵敏度量需求，从业反应真实增长动能，7 月生产环节超预期走弱，指向生产环节有额外扰动因素，不仅仅简单来自需求走软。

➤ **7月制造业 PMI 超常异动，疫情、高温、地产等多重因素共振所致**

7 月经济景气度超预期下滑，可归因如下三个因素共振。

- 第一，疫情反复。这一点在服务业 PMI、制造业订单等多重指标有反应。
- 第二，高温及伴随的限电和停产。今年 7 月气温明显高于往年同期，用电紧张。7 月，纺织、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 明显低于制造业整体。

第三，中上游企业缩减生产。7 月地产预期快速降温，叠加海外大宗价格下行，最终中上游利润承压，企业减产。

疫情影响整个产业景气度，高温和上游减产更多影响制造业供给生产，最终表现出制造业生产环节下滑幅度显著超预期。

➤ **勿夸大 7 月景气下滑，我们预计 8 月经济景气回温**

三点原因看好 8 月经济景气回温：第一，7 月底疫情有改善迹象。第二，高温消退，企业复工。第三，地产预期改善，大宗价格企稳回升，上游企业利润改善。

上半年经济韧性主要来自出口、基建和制造业投资，下半年经济主线延续。预计下半年宏观组合，政策求稳，风险可控，增长平缓，流动性偏宽。

➤ **风险提示：**地产政策效果不及预期；房企信用风险超预期；疫情发展超预期。



分析师 周君芝
 执业证书：S0100521100008
 电话：15601683648
 邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

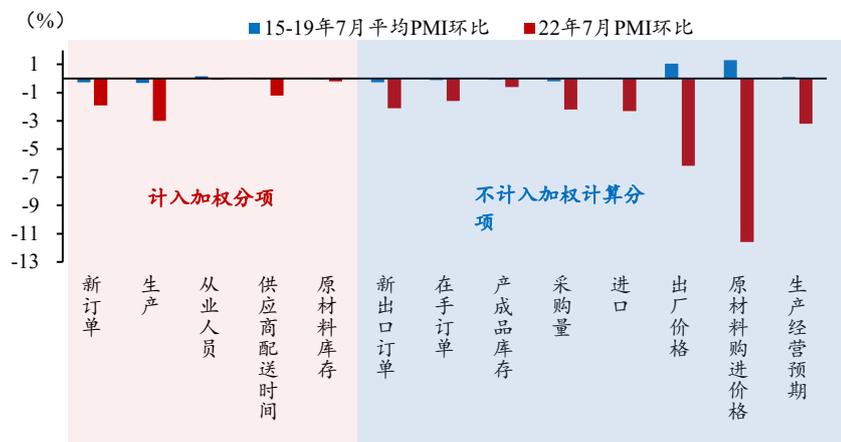
相关研究

1. 政治局会议点评：政治局会议的四个求稳信号-2022/07/29
2. 经济的上限和下限？——6 月经济数据点评-2022/07/16

目录

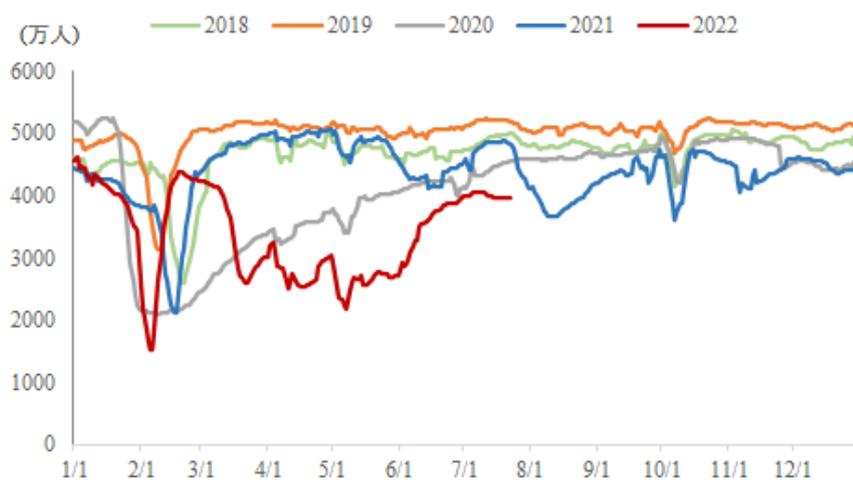
1 风险提示 5

图1：7月制造业PMI各分项回落幅度（单位：%）



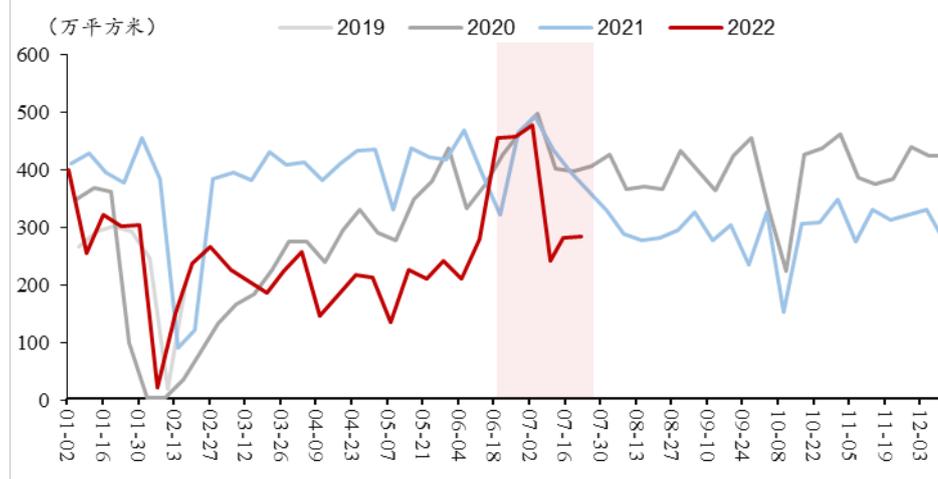
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：7月9大城市地铁客运量走弱（单位：万人）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图3：7月地产销售表现显著弱于往年季节性（单位：万平方米）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图4：7月下旬国内疫情已呈好转趋势（单位：例）



资料来源：Wind，民生证券研究院

1 风险提示

- 1) **地产政策效果不及预期。**居民收入预期降低,前期需求政策效果不及预期。
- 2) **房企信用风险超预期。**三季度地产债务到期规模较大,若在此期间房企出现信用风险事件,后续商品房销售表现或不及预期。
- 3) **疫情发展超预期。**三季度疫情发展超预期,房企开工、居民购房首先,地产投资、销售增速不及预期。

插图目录

图 1: 7 月制造业 PMI 各分项回落幅度 (单位: %)	3
图 2: 7 月 9 大城市地铁客运量走弱 (单位: 万人)	3
图 3: 7 月地产销售表现显著弱于往年季节性 (单位: 万平米)	4
图 4: 7 月下旬国内疫情已呈好转趋势 (单位: 例)	4

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026