

# PMI 并不差，唯一需要担心的是出口

证券研究报告

2022 年 08 月 02 日

## 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**林彦** 联系人  
linyanyan@tfzq.com

## 相关报告

- 1 《宏观报告：美联储下一个可能的错判 - 美联储下一个可能的错判》 2022-07-29
- 2 《宏观报告：经济是首要目标——7 月政治局会议的四个要点》 2022-07-29
- 3 《宏观报告：风险定价-衰退交易可能到本月末基本定价-7 月第 5 周资产配置报告》 2022-07-26

总体来看，我们认为 7 月 PMI 数据传递的经济信号整体并不差。

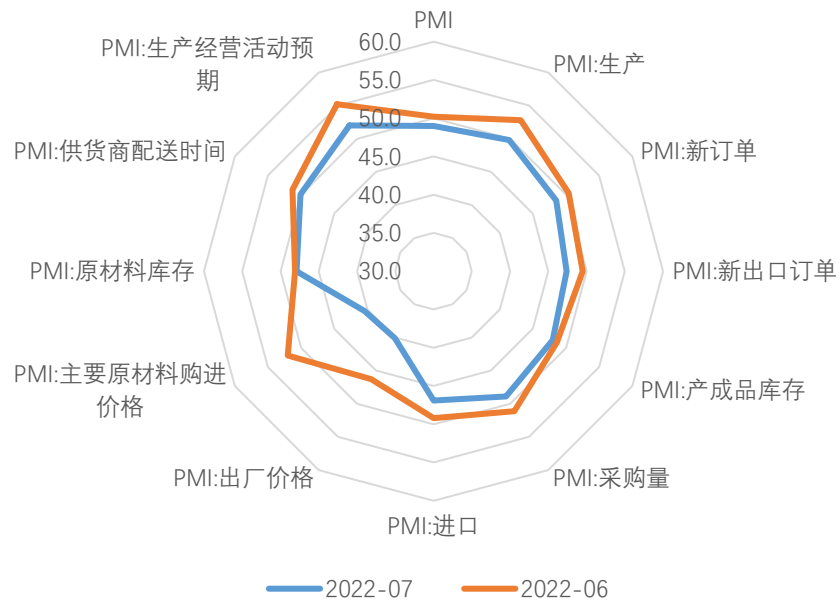
季节性因素和报复性反弹之后的补偿性回落等短期因素后续会逐渐弱化。同时，内需的底部正在形成。内需企稳的同时，生产修复的速度偏慢，尤其是上游受到了高库存和海外大宗价格回落的影响，正处于主动去库存阶段，但对中下游来说是个改善的机会。

唯一需要担忧的是出口。2 季度美国耐用品消费增速明显下滑，我们认为，未来压力可能还会进一步增强。从短期的高频数据来看，出口的韧性仍在，对于后续出口的判断还需要更多证据支撑。

**风险提示：疫情再次出现反弹；经济增速复苏不及预期；海外货币政策超预期加码**

6月以来，随着疫后经济环比修复动能的确认，市场开始关注国内经济能否走出去年下半年以来的下行期。在这样的情况下，7月作为疫后第2个月，成为了观察经济修复动能的重要窗口期。然而7月制造业PMI 49.0%，比上月下降了1.2个百分点，生产、需求等关键指标均有所回落，与市场预期有一定落差。7月PMI能否代表经济修复已经结束？我们认为从几个方面来看，实际情况并不差。

图 1：7月制造业 PMI 分项明显收缩



资料来源：Wind，天风证券研究所

### PMI 的亮点：非制造业持续复苏，基建高歌猛进，服务业高位企稳。

尽管在多因素共同作用下，7月制造业PMI回落到50以下，但是建筑业PMI高歌猛进、服务业PMI高位企稳。

服务业PMI商务活动指数6月冲高之后，7月略有回落至52.8%，比上月下降1.5个百分点，但依旧位于较高水平，延续修复。服务业企业的预期也维持高位，7月服务业业务活动预期指数为58.8%。服务业持续好转的主要原因是疫情对经济活动的影响持续减弱。中国进入常态化精准防控阶段，虽各地仍陆续出现散点疫情，但并未影响经济平稳运转，线下消费场景逐渐修复，疫情影响减弱，服务业指数维持高位，继续支撑经济恢复。

建筑业PMI指数在高位进一步走高，7月建筑业PMI指数为59.2%，高于上月2.6个百分点。从行业情况看，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为58.1%、51.8%和51.9%，比上月上升0.2、1.6和1.0个百分点，体现了稳增长政策加快形成实物工作量，基建投资有望成为三季度经济增长中最具确定性的动力。

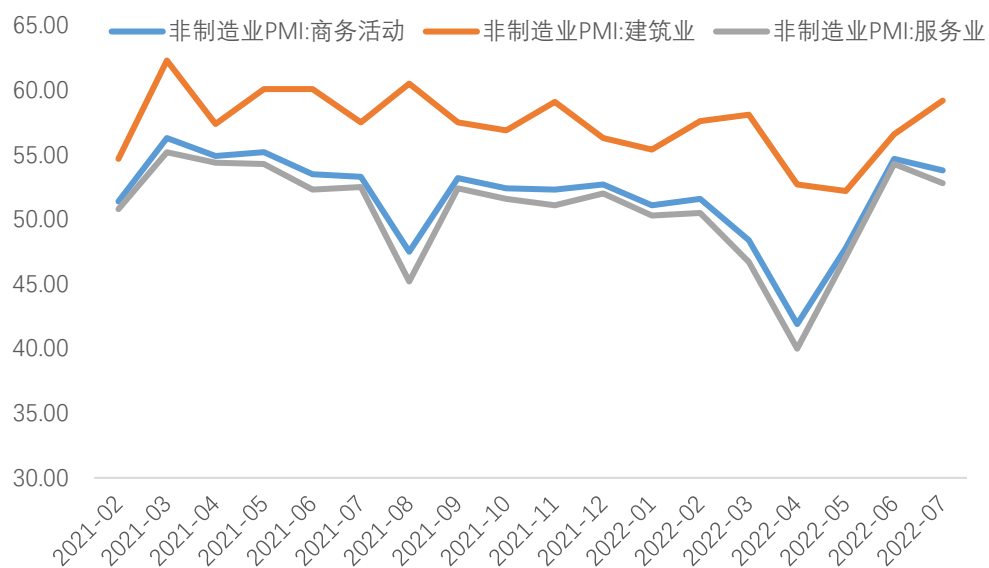
基建的确定性主要来自于这么几点：第一是资金，专项债以及“准财政”资金的逐步下发，给基建提供了充足资金支持。在8月专项债资金基本使用完毕的政策导向下，此前募集的超万亿专项债资金会在7、8月份集中落实到项目上，叠加8000亿政策信贷资金和3000亿可以用作资本金的政策资金，3季度基建投资并不缺钱。另外7月政治局会议也提出“支持地方政府用足用好专项债务限额”，目前专项债务限额和余额之间还有1.5万亿的差值，这部分资金可能在9月开始为基建提供持续的支撑。

第二是意愿。地方党委陆续完成换届，人事格局的确定将有助于地方政府将工作重心进一步转到经济领域上，加快稳增长政策的执行力度。7月政治局会议表示“要充分调动各方面积极性，各地区各部门要担负起稳定宏观经济责任”，并给经济强省明确了相关的任务和目标，进一步压实了地方政策的稳增长责任。

第三是能力。疫情影响逐渐减弱，物流畅通和复工复产推动基建项目施工进一步加快。上游原材料价格的下滑也在推动基建投资的成本下行，可以看到建筑业投入品价格

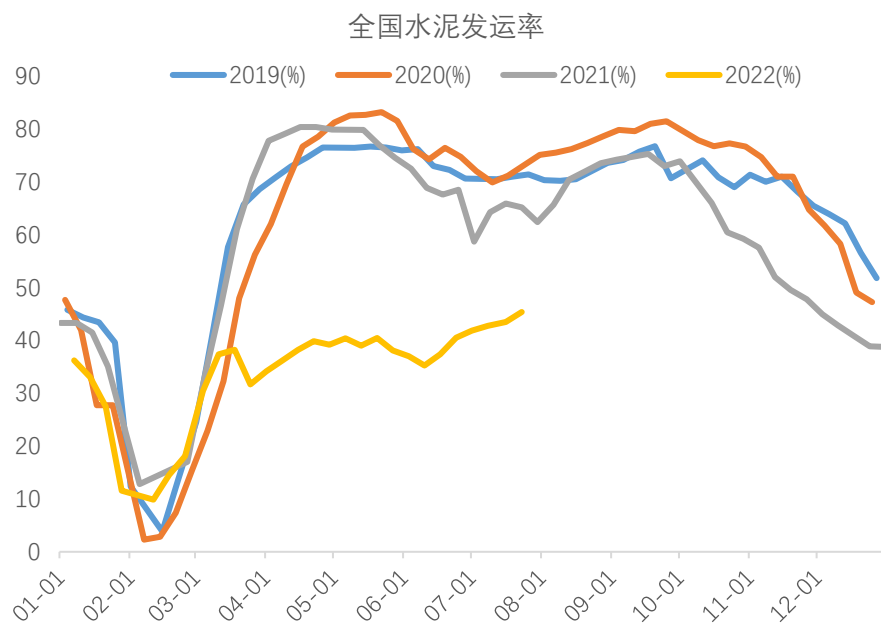
从 48.7%进一步回落到 45%。

图 2：建筑业 PMI 继续冲高



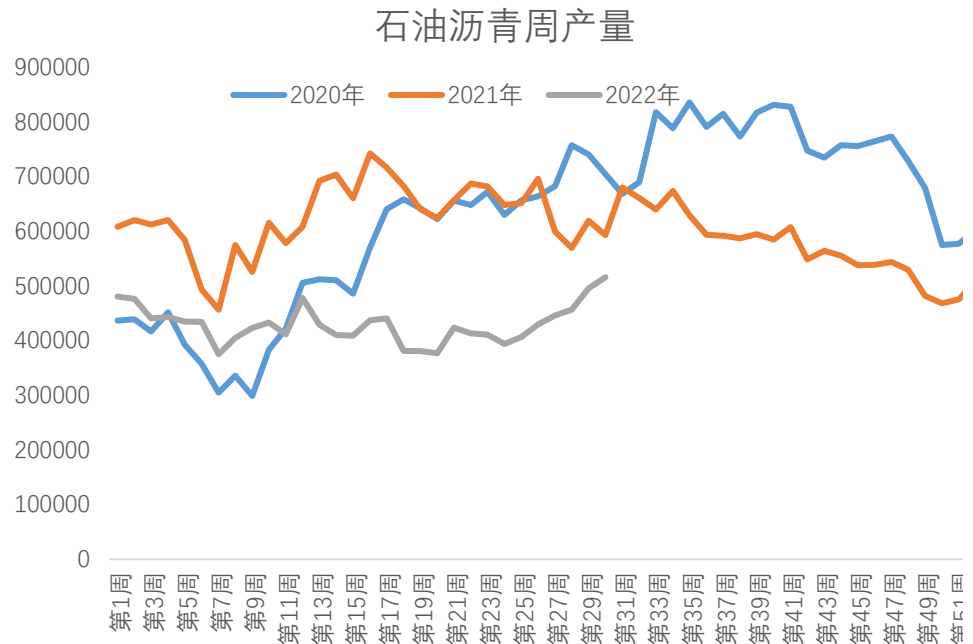
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：7 月以来水泥发运率明显好转



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：石油沥青产量明显回升（单位：吨）



资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

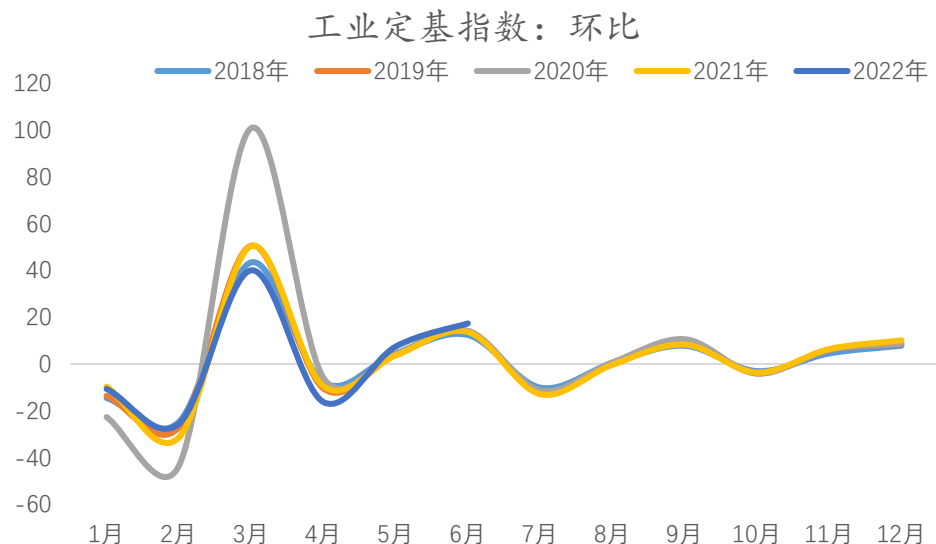
### 短期因素：报复性反弹回落和需求季节性走弱，影响会逐渐弱化

第一个短期因素是报复性反弹之后的补偿性回落，类似 20 年 3-4 月。作为一个环比、定性的指标，PMI 除了季节性因素、趋势性因素之外，还受到前一个月的影响。6 月 PMI 受疫情结束后，生产需求集中性释放，叠加 5 月的低谷效应，6 月 PMI 全面冲高。如果去掉供应商配送时间（逆指数），其余四项带动制造业 PMI 上行 1.68 个百分点（实际仅上行 0.6 个百分点）。

6 月 PMI 的暂时性冲高会造成 7 月 PMI 的环比下滑，2020 年也出现过类似的情况。2020 年 3 月 PMI 从 35.7 冲高至 52.0 之后，4 月 PMI 下滑了 1.2 个百分点，其中生产和新订单分别回落 0.4 和 1.8 个百分点，而当时国内经济整体在稳步修复。今年房地产销售走势也和 PMI 类似，6 月 30 大中城市商品房成交面积冲高之后，7 月也明显回落。

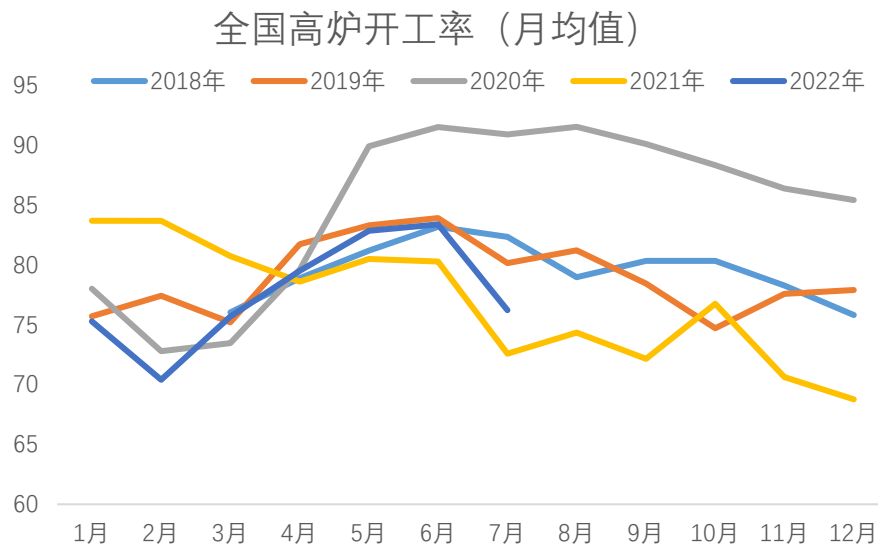
第二个短期因素是季节性。7 月历来是生产和需求的淡季，在过去 5 年里，制造业 PMI 平均回落 0.12 个百分点，生产指数和新订单指数则平均回落 0.3 个百分点和 0.26 个百分点。

图 5：工业定基指数在 7 月环比会明显回落（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：高炉开工率也会有季节性下滑（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

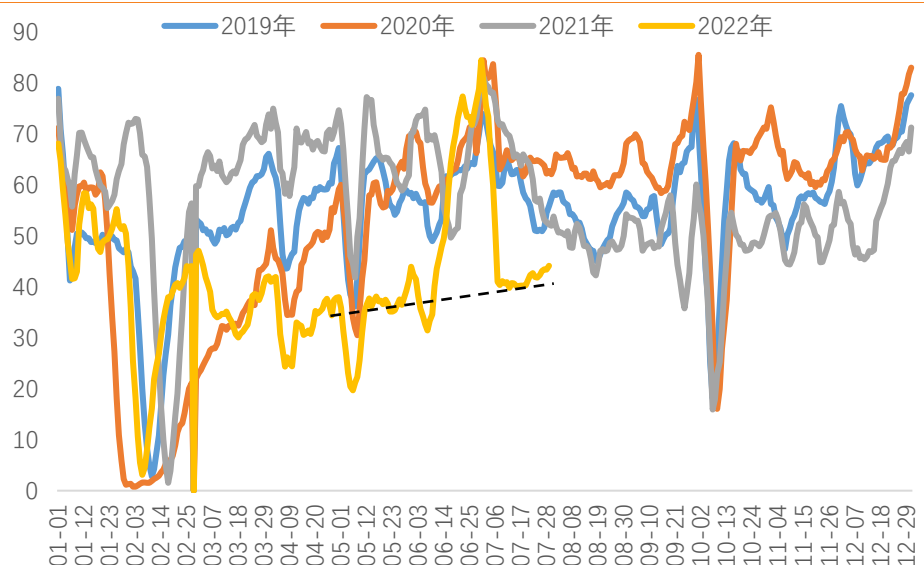
### 相对持续的影响因素是外需

7月需求疲软，新订单指数和新出口订单指数分别回落1.9个和2.1个百分点，除季节性外，也是内外因素共同作用的结果。

国内需求不佳的主要是房地产对经济的拖累还在继续，比如7月黑色金属冶炼及压延加工行业PMI继续位于收缩区间，明显低于制造业总体水平。但是房地产销售已经低位弱企稳，后续房地产对经济的拖累将逐渐减轻。7月房地产销售逐步回暖，与2021年同期的差值相比于6月之前（不包括6月的短期冲高）逐步收窄。

另外地产信用风险释放以来，近期政策积极主动释放稳地产的信号。7月政治局会议将“稳定房地产市场”放在“房住不炒”之前，强调“压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。近期也能看到部分城市出台相关政策，比如郑州召开会议对部分项目给予了棚改统贷统还、收并购、破产重组、保障房租赁等多种模式的退出方式支持。我们预计，未来应有专项再贷款等资金安排，支持地方政府与银行、房企、建筑企业等各方形成合力，共同解决期房交付等问题。

图 7：房地产销售低位企稳（单位：万平方米）

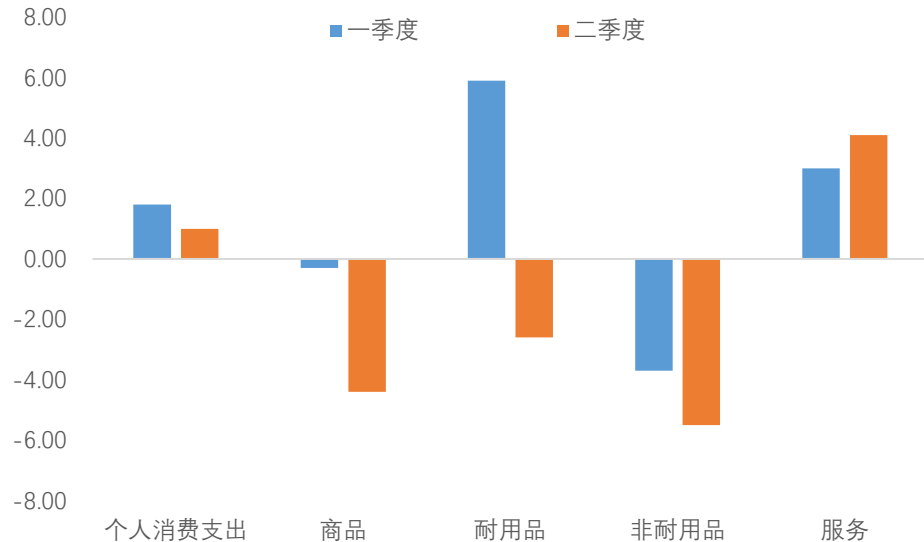


资料来源：Wind，天风证券研究所

更需要关注的是外需走弱趋势。美国二季度不变价个人消费支出环比折年率为1%，

前值为 1.8%，其中商品消费从 -0.3% 进一步下滑至 -4.4%，耐用品消费从 5.9% 下滑至 -2.6%。对应 7 月 PMI 新出口订单回落 2.1 个百分点，为 49.5%。美国二季度实际 GDP 环比折年率为 -0.9%，连续两个季度的负增长也意味着美国进入了“技术性衰退”。随着美国等海外主要消费国的经济下行压力逐渐增强，PMI 出口新订单指数的走弱可能会持续，会成为拖累 PMI 生产、就业、库存等相关指标的持续因素。

图 8：美国耐用品消费明显回落（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

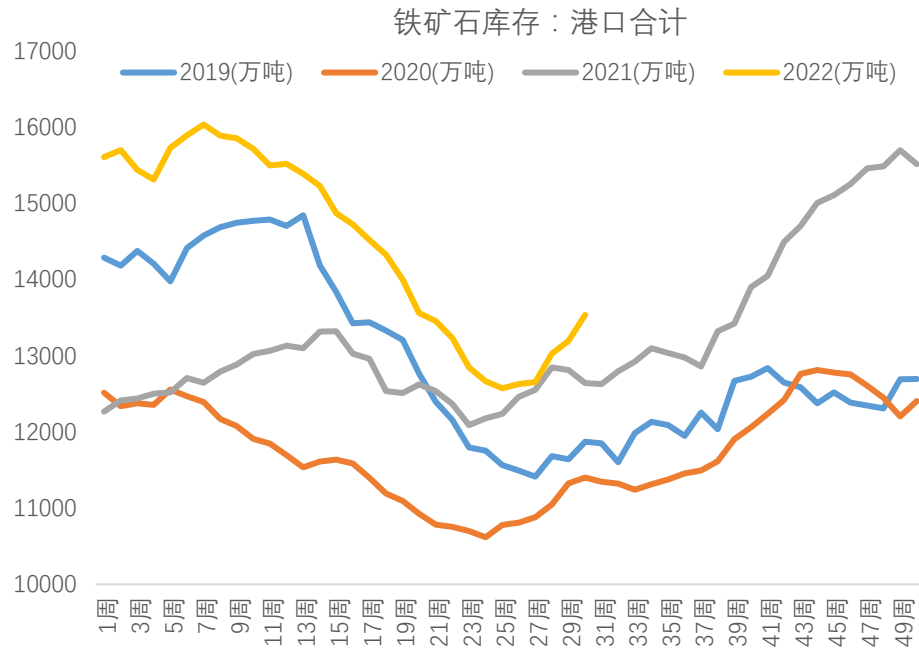
但需要注意的是，PMI 出口指标和海关出口数据之间的相关性并不高。PMI 是按照工业增加值占比来划分行业选取数据，并且是体现企业好转数量的定性指标。而外贸出口和工业增加值的行业结构并不一致，企业规模也不一致（PMI 不考虑企业规模），使得统计局公布的 PMI 出口新订单指数与海关公布的出口金额数据之间的相关性并不高。2014 年至今，PMI 出口新订单指数与出口金额同比增速的相关性仅有 0.23%，与出口环比的相关性仅有 0.19%，两者经常会有背离。因此，对于出口韧性以及后续增速下台阶的时点判断，主要参考海关公布的出口数据。

### 生产：回落大于需求，生产经过补偿性开工后，先降价去库存、再修复。

工业生产经过报复性补偿性开工后，仍然处于主动去库存的阶段，生产指数的回落幅度大于需求指数。7 月原材料库存为 47.9%，比上月下降 0.2 个百分点。同时，7 月产成品库存指数从 48.6% 下滑至 48%，上周公布的工业企业利润数据，6 月产成品库存同比从 19.7% 回落至 18.9%。高库存下，国内工业品价格显著回落，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%，比上月下降 11.6 和 6.2 个百分点，其中黑色金属冶炼及压延加工业两个价格指数在调查行业中最低。原材料购进价格和出厂价格与 PPI 环比走势之间具有明显的正相关关系，意味着 7 月 PPI 会进一步走低。

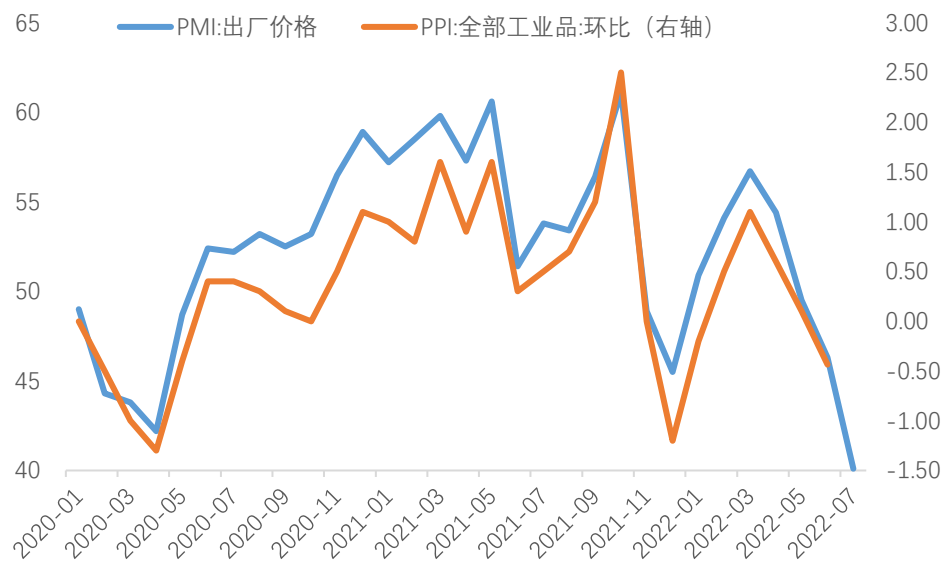
导致国内工业品价格回落的因素不只有国内需求，还受到美元走强和全球大宗商品价格走势的影响。7 月石油、有色、铁矿石等海外大宗商品价格持续回落。上游价格回落，对于中下游制造是明显的利好，成本压力缓解后，中下游企业的利润空间打开。6 月工业企业利润数据也显示中下游的利润占比已经开始回升，利润分配格局改善。

图 9：铁矿石库存偏高



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：价格指数预示 PPI 后续会进一步走低



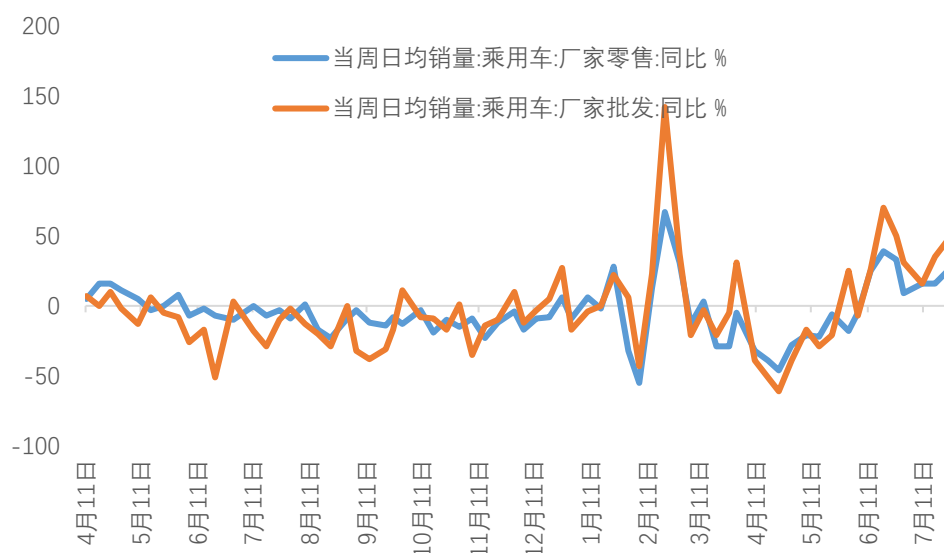
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 高频数据并不差

居民的终端需求有望进一步回暖。针对汽车消费的政策层出不穷，比如国会再次强调限购地区要增加汽车指标数量、放宽购车资格限制，延续免征新能源汽车购置税政策等。7 月国内汽车零售批发市场增速继续回升，乘联会口径的乘用车零售和批发数据持续位于高景气度。

出口高频数据依旧维持较高水平。7 月八大枢纽港口外贸集装箱上旬和中旬的吞吐量同比分别是 7.6%和 7.3%，增速不低，另外越南和韩国前 20 日的出口同比增速相对也较高，出口至少在短期内仍会有一定韧性。

图 11：汽车销售市场维持高景气度



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## PMI 反映的整体经济信号并不差

总体来看, 我们认为 7 月 PMI 数据传递的经济信号整体并不差。

季节性因素和报复性反弹之后的补偿性回落等短期因素后续会逐渐弱化。同时, 内需的底部正在形成。疫情对经济的扰动不断减弱, 消费和服务的高频数据也继续支撑消费服务的改善; 资金、意愿、能力等约束基建落地的障碍逐一扫除, 确定了基建投资短期向上的方向; 房地产销售弱企稳态度基本明确, 保交房政策继续出台, 逐渐减弱房地产对经济的拖累。

内需企稳的同时, 生产修复的速度偏慢, 尤其是上游受到了高库存和海外大宗价格回落的影响, 正处于主动去库存阶段, 但对中下游来说是个改善的机会。

唯一需要担忧的是出口。2 季度美国耐用品消费增速明显下滑, 我们认为, 未来压力可能还会进一步增强。从短期的高频数据来看, 出口的韧性仍在, 疫情打乱了以往全球同步复苏的关系和结构, 疫后全球经济的需求结构和供给特征都出现了新变化。另外正如前文提及的, PMI 出口新订单对于海外出口数据的预测性较低, 对于后续出口的判断还需要更多证据支撑。



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com