



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

制造业需求不足突出

——2022年7月PMI数据点评

日期：2022年08月02日

分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 编号: S0870510120021

分析师：陈彦利

Tel: 021-53686170

E-mail: chenyanli@shzq.com

SAC 编号: S0870517070002

相关报告：

《经济修复加速，稳增长仍将继续》

——2022年07月18日

《出口恢复较快，进口弱复苏》

——2022年07月15日

《CPI回升加快，通胀回落趋势不变》

——2022年07月12日

■ 主要观点

制造业需求不足突出

7月PMI跌落临界点，呈现淡季回落，但回落幅度超越季节性，主要构成指数中仅供应商配送时间指数高于临界点。生产需求两端双双回落，需求不足问题突出。价格指数波动较大，降至低点，也导致了企业观望情绪加重，呈现库存持续消耗，但企业采购意愿不强的情况。而企业的前景预期也在下降。行业中，高能耗行业的表现不佳也是拖累PMI的重要因素。非制造业方面恢复放缓，服务业表现分化，但建筑业维持高景气度，尤其是土木工程行业各项指数回升，表明基建活动在持续加快。整体来看，经过上月制造业的快速恢复，本月各项数据的回落，也表明当前经济恢复的势头仍需加强巩固。

市场徘徊待扬

中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，政策预期平稳，在疫情延续、地缘政治事件和楼市违约风险等综合扰动的影响已过去，资本市场已重新步入回暖进程，市场将逐渐走出“抑”的阶段，“扬”的阶段正缓缓到来。

扩大需求发力，巩固经济向好趋势

7月制造业景气度的下降，以及反映出的需求不足的问题，也更加印证了7月政治局会议的判断。会议中对于稳增长的目标要求有所弱化，反而注重巩固经济回升向好趋势，力争实现最好结果。并且对于政策方面，也是要求要在扩大需求上发力。经济增长的第一动力是投资，在疫情冲击下，投资也挑起了大梁，尤其是基建投资。而从当前建筑业的持续高景气度来看，基建投资也在持续发力，配合政治局会议中展现出的加强基础设施建设的政策支持方向，经济增长仍有支撑。

■ 风险提示

通胀继续上行；疫情反复变化再度超出预期；政策超预期改变。

目 录

1 事件：7月官方制造业 PMI 数据公布3

2 事件解析：数据特征和变动原因3

 2.1 制造业超季节性回落3

 2.2 供需双双回落4

 2.3 价格指数降至低点4

 2.4 各类型企业均位于收缩区间5

 2.5 库存消耗，企业补库意愿下降6

 2.6 物流改善，企业预期下降6

3 事件影响：对经济和市场7

 3.1 制造业需求不足突出7

 3.2 市场徘徊待扬7

4 事件预测：趋势判断8

 4.1 扩大需求发力，巩固经济向好趋势8

5 风险提示：8

图

图 1 官方制造业 PMI (%)4

图 2 新订单及生产指数 (%)4

图 3 价格指数 (%)5

图 4 大中小型企业 PMI (%)6

图 5 库存及采购量指数 (%)6

图 6 从业人员及经营活动指数 (%)7

1 事件：7月官方制造业 PMI 数据公布

7 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.0%，比上月下降 1.2 个百分点，位于临界点以下，制造业景气水平有所回落。

7 月份，非制造业商务活动指数为 53.8%，比上月下降 0.9 个百分点，仍位于扩张区间，非制造业连续两个月恢复性增长。

7 月份，综合 PMI 产出指数为 52.5%，比上月下降 1.6 个百分点，仍高于临界点，表明我国企业生产经营总体继续恢复性扩张。

2 事件解析：数据特征和变动原因

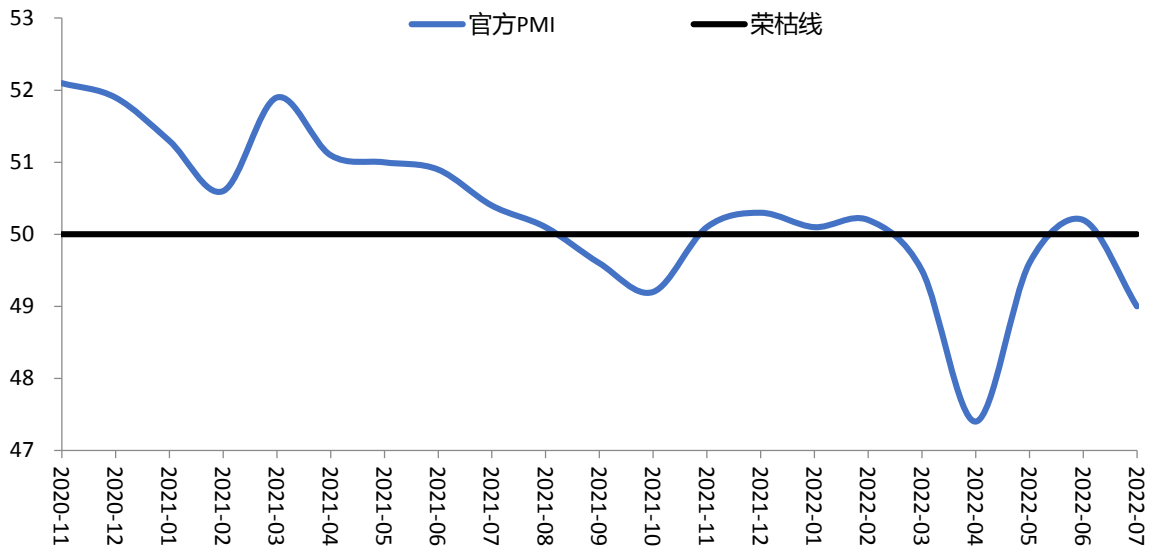
2.1 制造业超季节性回落

7 月 PMI 再度回落至临界点以下，较上月下降 1.2 个百分点。7 月作为制造业传统生产淡季，均呈现季节性回落的特征，但今年下降的幅度还是超过往年水平。在调查的 21 个行业中，有 10 个行业 PMI 位于扩张区间，较上月有所下降。主要行业表现分化，食品饮料、专用设备、汽车、航天设备维持扩张，持续恢复。纺织、石油煤炭、黑色金属冶炼等高能耗行业则继续位于临界点以下，成为拖累 PMI 回落的主要因素。在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，除供应商配送时间指数均高于临界点外，其余均低于临界点。

非制造业的恢复也有所放缓，但仍位于扩张区间。7 月份，非制造业商务活动指数为 53.8%，比上月下降 0.9 个百分点。服务业商务活动指数为 52.8%，比上月回落 1.5 个百分点，服务业的表现有所分化，其中航空、住宿、餐饮位于 60 以上的高景气区间，在促消费政策的刺激下需求持续释放；同时保险、租赁、居民服务等景气度则偏弱。而建筑业继续保持高景气，较上月回升 2.6 个百分点。尤其是土木工程建筑业各项指数均有所回升，表明当前基建活动持续加快，印证了基建投资的发力。

7 月份，综合 PMI 产出指数为 52.5%，低于上月 1.6 个百分点。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 49.8% 和 53.8%，均有所回落。

图1 官方制造业 PMI (%)

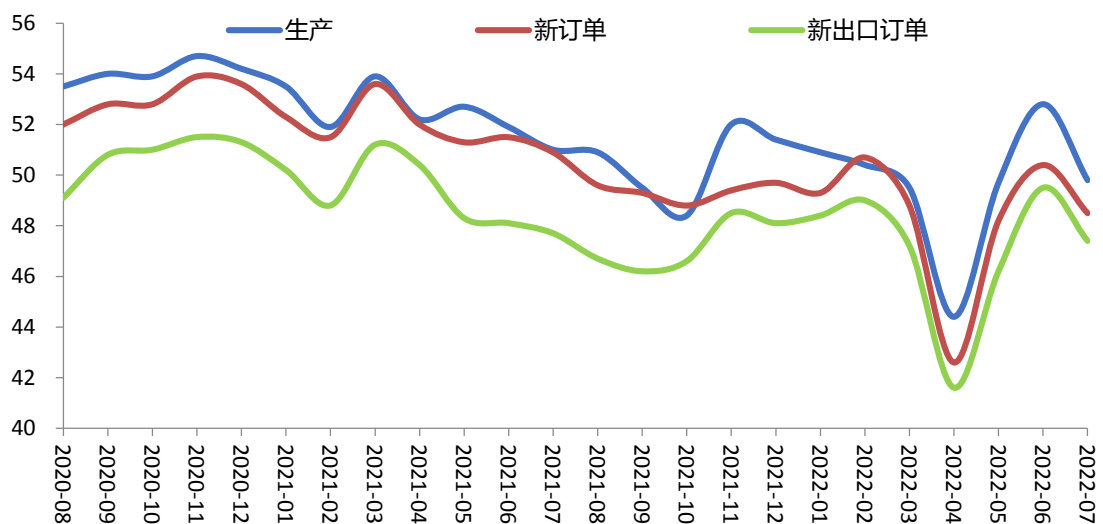


资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.2 供需双双回落

在经历6月的快速改善后,本月供需两端双双回落。生产指数和新订单指数分别为49.8%和48.5%,比上月下降3.0和1.9个百分点,且均位于临界点以下。进出口指数也同步回落,均持续位于收缩区间。另外反映市场需求不足的企业占比连续4个月上升,本月超过五成,说明当前市场需求不足的问题突出,也是影响制造业景气度的重要因素。

图2 新订单及生产指数 (%)

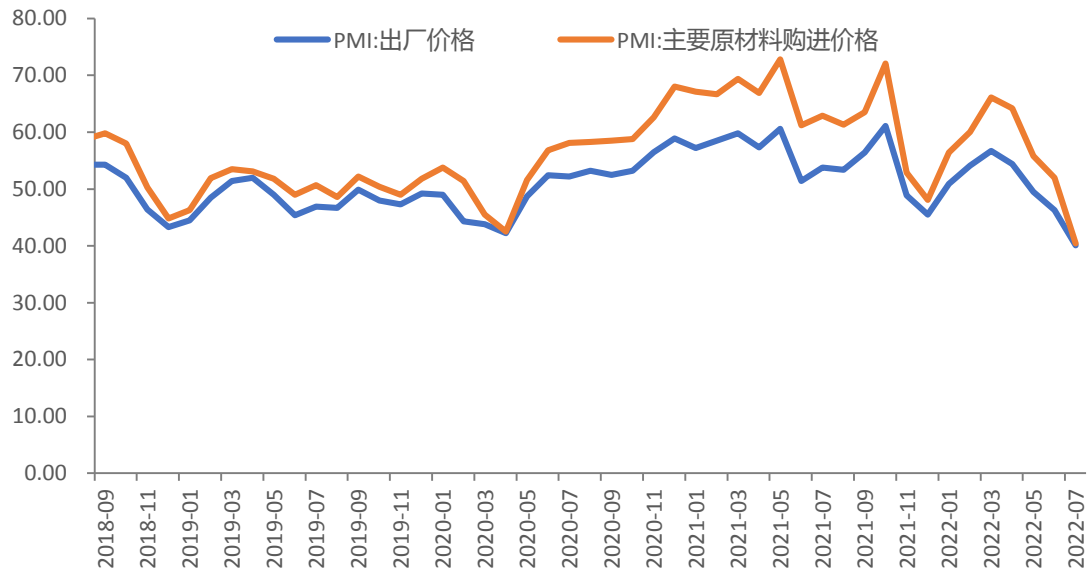


资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.3 价格指数降至低点

受主要大宗商品价格回落的影响，价格指数下降较多，且差值收窄。主要原材料购进价格指数为 40.1%，低于上月 6.2 个百分点，制造业原材料采购价格降至近几年低点。原材料价格回落有助于缓解企业成本压力，但出厂价格指数也进一步下滑至 40.4%，低于上月 11.6 个百分点，出厂价格持续位于收缩区间，同样创下近几年新低，两个价格指数间的差值大幅收窄。

图 3 价格指数 (%)

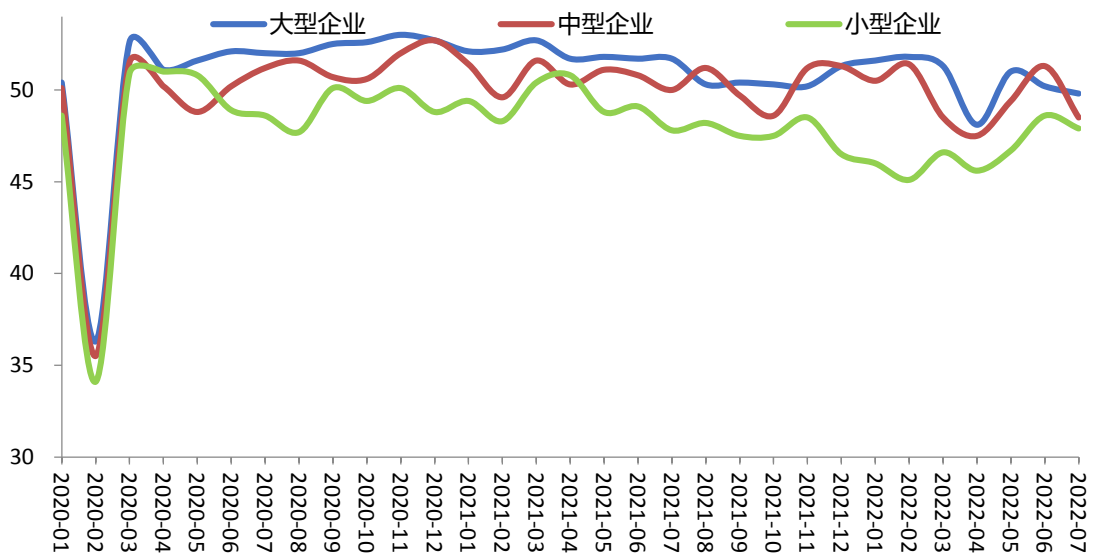


资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.4 各类型企业均位于收缩区间

本月各类型企业均位于收缩区间，其中中大型企业由上月的扩张区间下降至收缩区间，且中型企业回落较多，小型企业持续位于收缩区间，各类型企业景气度均有下降。大型企业 PMI 为 49.8%，下降 0.4 个百分点；中型企业 PMI 为 48.5%，低于上月 2.8 个百分点；小型企业 PMI 为 47.9%，低于上月 0.7 个百分点，

图 4 大中小型企业 PMI (%)

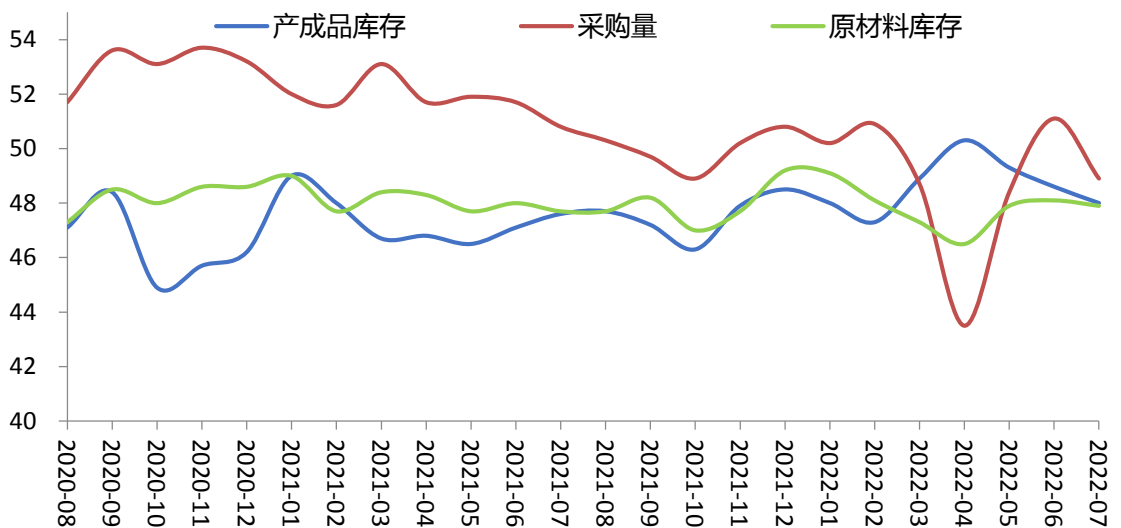


资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.5 库存消耗, 企业补库意愿下降

由于需求偏弱, 生产放缓以及价格的大幅波动, 企业采购意愿明显下降, 采购指数由 51.1% 下降至 48.9%。企业库存持续消耗, 原材料库存指数由 48.1% 下降至 47.9%, 产成品库存指数由 48.6% 下降至 48%。企业补库意愿不强, 也说明了当前企业观望情绪加重。

图 5 库存及采购量指数 (%)

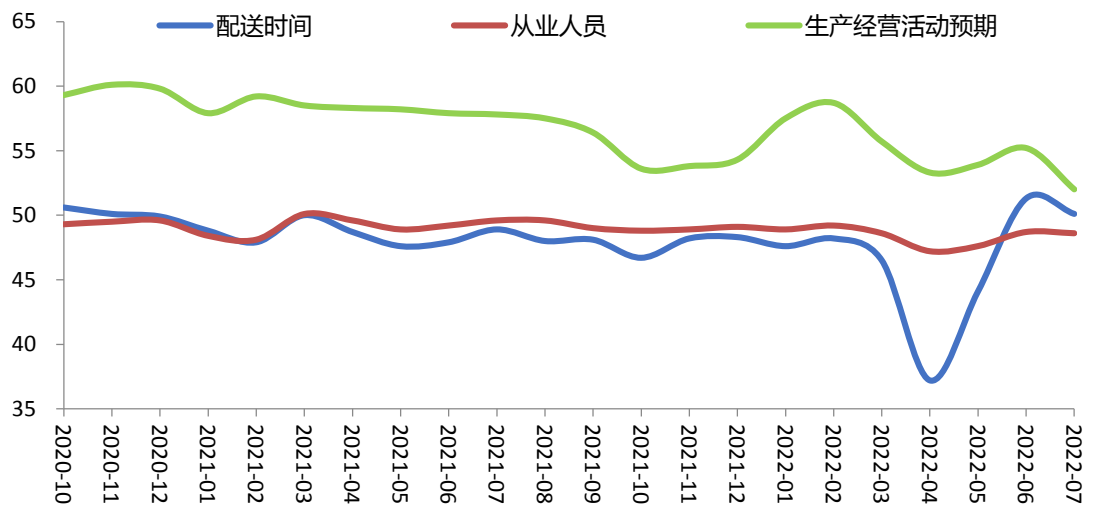


资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.6 物流改善, 企业预期下降

从业人员指数为 48.6%，微降 0.1 个百分点，表明制造业企业用工景气略有下降。前期由于疫情防控措施的影响，造成物流以及供应链运转不畅，供应商配送时间指数一度降至 37.2% 的低位，6 月快速回升后本月下降 1.2 个百分点，但仍位于扩张区间，也是本期 PMI 主要构成指数中唯一位于 50% 以上的指数，表明制造业物流运转仍在改善。生产经营活动预期指数为 52%，下降 3.2 个百分点，企业预期前景有所下降。

图 6 从业人员及经营活动指数指数 (%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

3 事件影响：对经济和市场

3.1 制造业需求不足突出

7 月 PMI 跌落临界点，呈现淡季回落，但回落幅度超越季节性，主要构成指数中仅供应商配送时间指数高于临界点。生产需求两端双双回落，需求不足问题突出。价格指数波动较大，降至低点，也导致了企业观望情绪加重，呈现库存持续消耗，但企业采购意愿不强的情况。而企业的前景预期也在下降。行业中，高能耗行业的表现不佳也是拖累 PMI 的重要因素。非制造业方面恢复放缓，服务业表现分化，但建筑业维持高景气度，尤其是土木工程行业各项指数回升，表明基建活动在持续加快。整体来看，经过上月制造业的快速恢复，本月各项数据的回落，也表明当前经济恢复的势头仍需加强巩固。

3.2 市场徘徊待扬

中国经济仍处在“底部徘徊”阶段，政策预期平稳，在疫情延续、地缘政治事件和楼市违约风险等综合扰动的影响已过去，

资本市场已重新步入回暖进程，市场将逐渐走出“抑”的阶段，“扬”的阶段正缓缓到来。

4 事件预测：趋势判断

4.1 扩大需求发力，巩固经济向好趋势

7月制造业景气度的下降，以及反映出的需求不足的问题，也更加印证了7月政治局会议的判断。会议中对于稳增长的目标要求有所弱化，反而注重巩固经济回升向好趋势，力争实现最好结果。并且对于政策方面，也是要求要在扩大需求上发力。经济增长的第一动力是投资，在疫情冲击下，投资也挑起了大梁，尤其是基建投资。而从当前建筑业的持续高景气度来看，基建投资也在持续发力，配合政治局会议中展现出的加强基础设施建设的政策支持方向，经济增长仍有支撑。

5 风险提示：

通胀继续上行：疫情反复导致的全球供应链短缺问题迟迟难以缓解，俄乌冲突扩大化以及西方的连锁制裁引致国际大宗商品市场动荡，通胀或继续上行。

疫情反复变化再度超出预期：对于企业经营生产、全球供应链、经济增长的影响进一步加大。

政策超预期改变：大宗商品高位，疫情反复，经济的不确定性增加，政策或出现超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。