

2022年08月31日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

重回弱复苏：需求好于生产，内需仍需发力

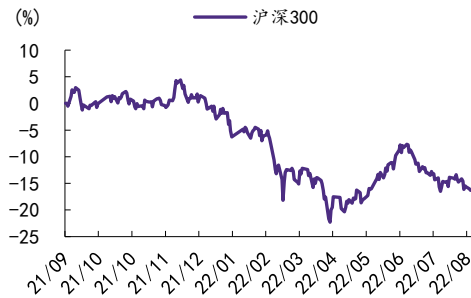
—宏观点评报告

事件

分析师：谭倩 S1050521120005
tanqian@cfsc.com.cn
分析师：朱珠 S1050521110001
zhuzhu@cfsc.com.cn
联系人：杨芹芹 S1050121110002
yangqq@cfsc.com.cn

8月31日，国家统计局公布PMI数据，制造业PMI为49.4%，较上月回升0.4个百分点；非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为52.6%和51.7%，比上月下降1.2和0.8个百分点，但仍在扩张区间。

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

投资要点

制造业PMI有何变化？

总体来看，PMI环比回升，经济边际回暖。分项来看，受高温和疫情影响，需求修复好于生产。海外经济增速放缓，能源风险凸显，外需表现不及内需。限电影响企业生产，库存加速去化，产成品库存和原材料库存差值走阔。出厂价格与原材料价格差首度走负，下游盈利空间逐渐打开。企业分化加剧，大型企业重回荣枯线之上，中型小幅回升，但小型企业还在下探。

非制造业PMI表现如何？

非制造业PMI继续下行，且内部分化明显。地产还在探底过程中，对建筑业形成拖累，基建在增量资金的助力下继续发力，预期重新回升，新订单指数连续四个月上行。服务业受疫情冲击犹存，服务业新订单指数连续回落，已在荣枯线下方运行2个月。

弱复苏格局下，关注内需和外需的转换

7月经济回落，8月小幅修复，随着824国常会稳大盘2.0政策推出后，政策性金融工具再度发力，年内弱复苏可期，但要关注内外需求转换。之前国内经济下行压力集中在疫情和地产，疫情影响减弱，地产正在出清，整体风险可控。海外衰退风险显现，外需开始下行，之后应多警惕出口回落风险。因此需要进一步通过保民生稳就业和保交楼稳地产来推动内需的修复，对冲外需下行压力。

风险提示

- (1) 政策实施不及预期
- (2) 海外衰退加速实现
- (3) 俄乌冲突再次升级

相关研究

- 1、《工业利润再承压，新旧能源成亮点》2022-08-29
- 2、《9月加息50BP还是75BP？》2022-08-27
- 3、《反向非对称降息，意在稳地产》2022-08-22

正文目录

事件:	3
评论:	3
1、需求边际回暖, 外需拉动减弱	3
2、限电扰动生产, 库存加速去化	4
3、上游挤压缓和, 盈利空间改善	5
4、企业分化明显, 大型重回景气	5
5、建筑业持续景气, 开工旺季可期	6
6、疫情扰动仍在, 服务业修复放缓	6
7、内外需交接棒, 保民生保交楼仍需发力	6
8、风险提示	8

图表目录

图表 1: 新订单和出口订单同步恢复	3
图表 3: 企业生产受高温限电影响并未上行	4
图表 4: 生产受限企业释放现货	4
图表 5: 价格差首次转负, 企业盈利空间改善	5
图表 1: 小型企业 PMI 继续下行	5
图表 6: 建筑业和服务业新订单出现分化	6
图表 7: 8 月份 PMI 数据一览	7

事件：

8月31日，国家统计局公布PMI数据，制造业PMI为49.4%，比上月上升0.4个百分点；非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为52.6%和51.7%，比上月下降1.2和0.8个百分点，继续位于扩张区间。

评论：

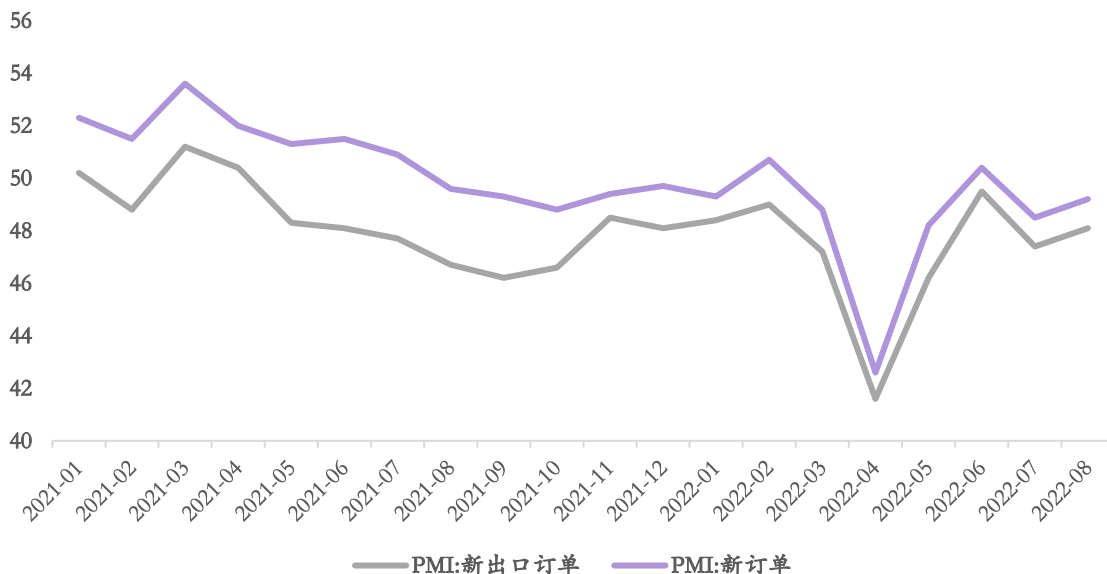
总体来看，8月份的PMI从7月份的底部回暖，上行0.4个百分点，但仍处在荣枯线之下。需求也开始从短期风险暴露中修复，新订单指数上行0.7个百分点。企业在高温限电的影响下出现生产受限产成品释放的情况，生产指数与上月持平而产成品库存继续下行。非制造业PMI虽然仍处在景气区间，但出现一定的分化：建筑业新订单指数上行至53.4%，而服务业新订单指数下行至49.2%。

8月份的PMI数据显示，外需拉动边际减弱，下半年海外需求在加息和能源危机的挤压下将进一步收缩，出口回落风险值得警惕，仍需继续保民生和稳地产工作来推动企业和居民需求稳步恢复。

1、需求边际回暖，外需拉动减弱

需求较7月份有一定的回暖，8月份PMI新订单和出口订单指数均较上月上行了0.7个百分点，分别来到49.2%和48.1%的位置。7月份外需回落超过内需，8月份的恢复却同步，表明外需强于内需的局面已经出现了一定的转变。后续来看，下半年国外需求面对能源危机与加息抗通胀的共同挤压下将会进一步放缓，内需将是下半年的主要推动力。

图表1：新订单和出口订单同步恢复

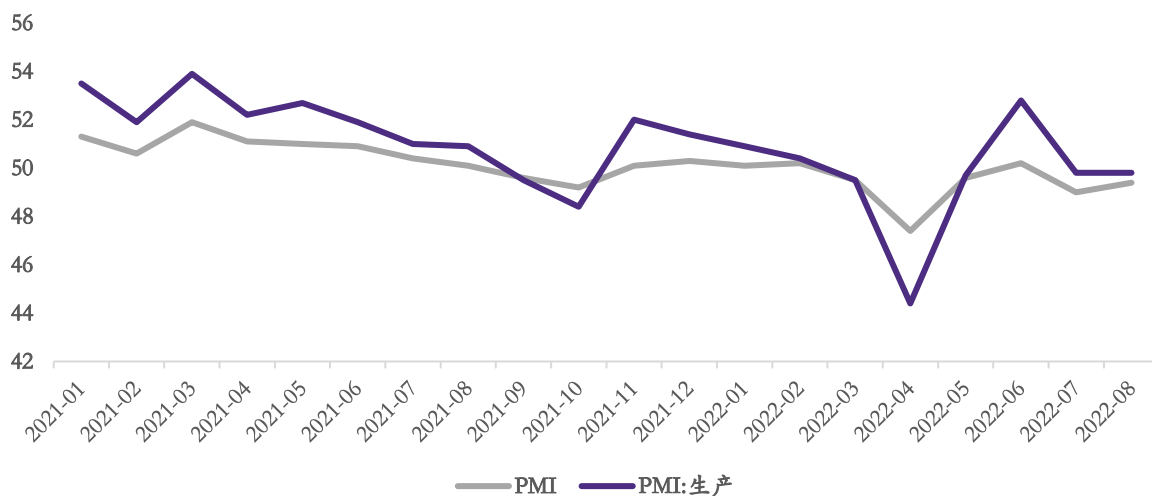


资料来源：wind，华鑫证券研究

2、限电扰动生产，库存加速去化

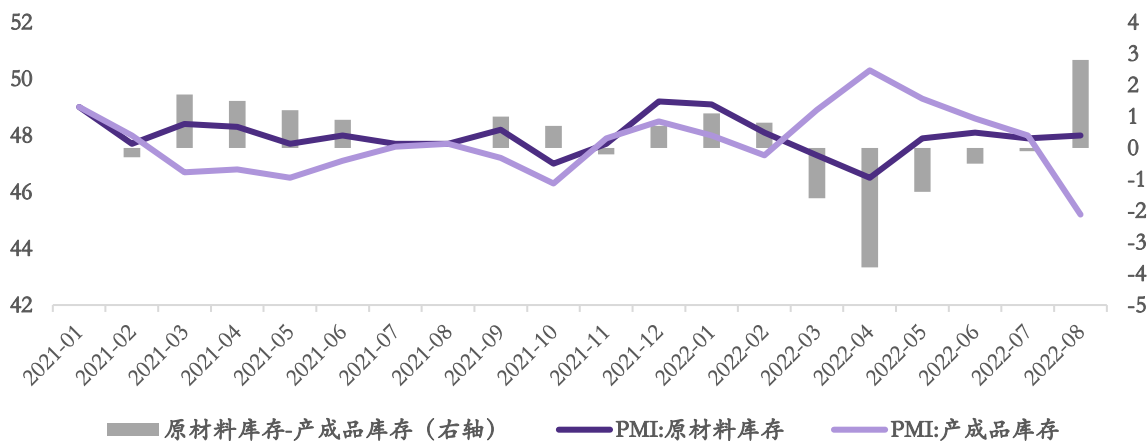
高温限电则是给企业生产带来一定的干扰，主要在两方面有所体现，一是 8 月份的生产 PMI 并没有与制造业 PMI 出现同步上行，而是与上月持平。二是原材料库存的积累和产成品库存的释放并存，8 月份企业原材料库存和产成品库存的差值 2.8%，是 2020 年 12 月份以来的最大值，原材料库存上行和产成品库存下行体现企业在生产受限的情况下对于现货库存的释放。

图表 2：企业生产受高温限电影响并未上行



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 3：生产受限企业释放现货

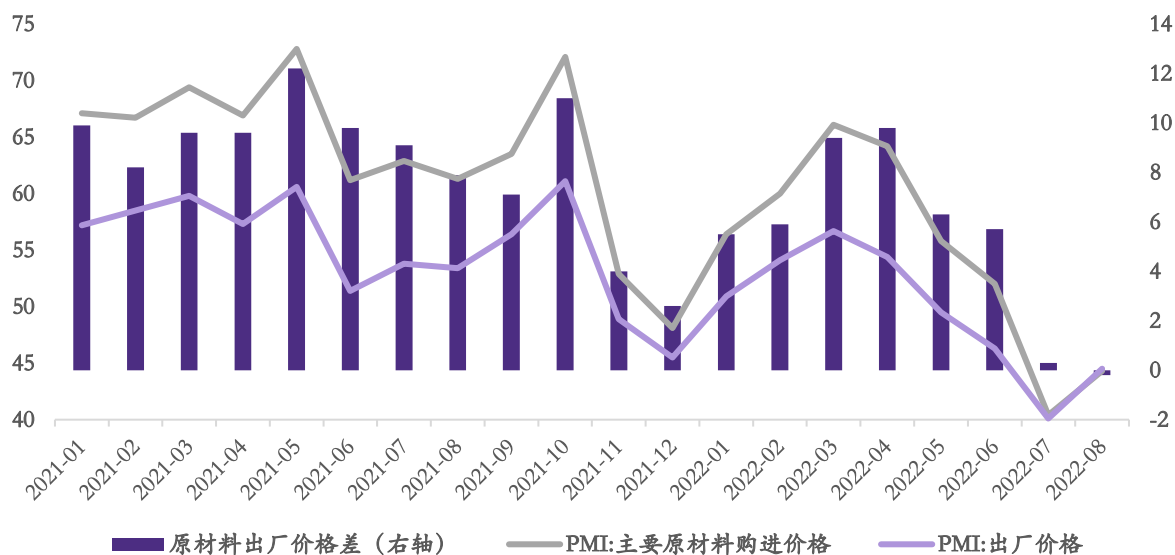


资料来源：wind，华鑫证券研究

3、上游挤压缓和，盈利空间改善

原材料价格和出厂价格剪刀差首度转负，下游企业盈利空间改善。8月份国际大宗商品价格呈现出高位震荡的局面，带动原材料价格从7月份的40.4%上行至44.3%。出厂价格指数也在需求的推动下恢复至44.5%。出厂价格和原材料差值进一步缩小至-0.3%，是有数据以来的首次转负，企业盈利空间有所改善。

图表4：价格差首次转负，企业盈利空间改善

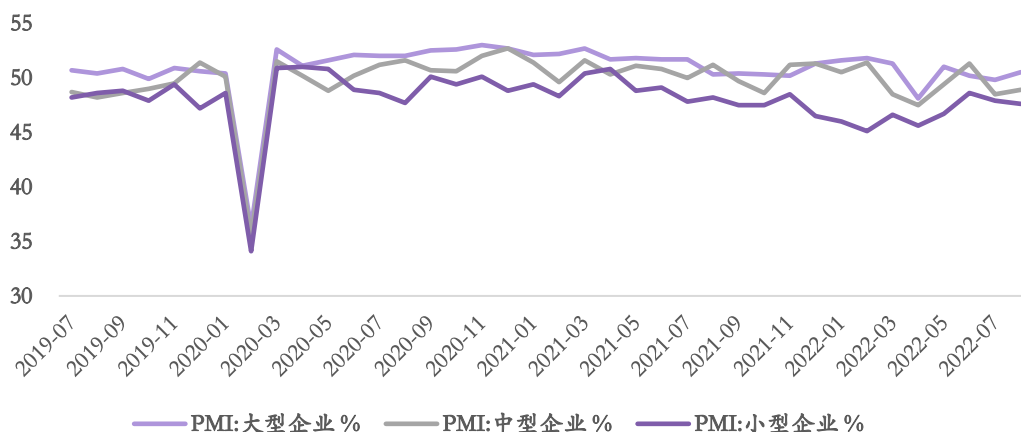


资料来源：wind，华鑫证券研究

4、企业分化明显，大型重回景气

8月份的制造业PMI出现了一定的修复，但从企业的层面来看依然存在着不小的分化，大型企业修复速度最快且已经位于荣枯线之上，为50.5%，环比增速0.7%；中型企业有所修复，为48.9%，环比上升0.4个百分点，但仍处在收缩区间；小型企业PMI仅为47.6%，且还在继续下行，较上月下降0.3%。

图表5：小型企业PMI继续下行



资料来源：wind，华鑫证券研究

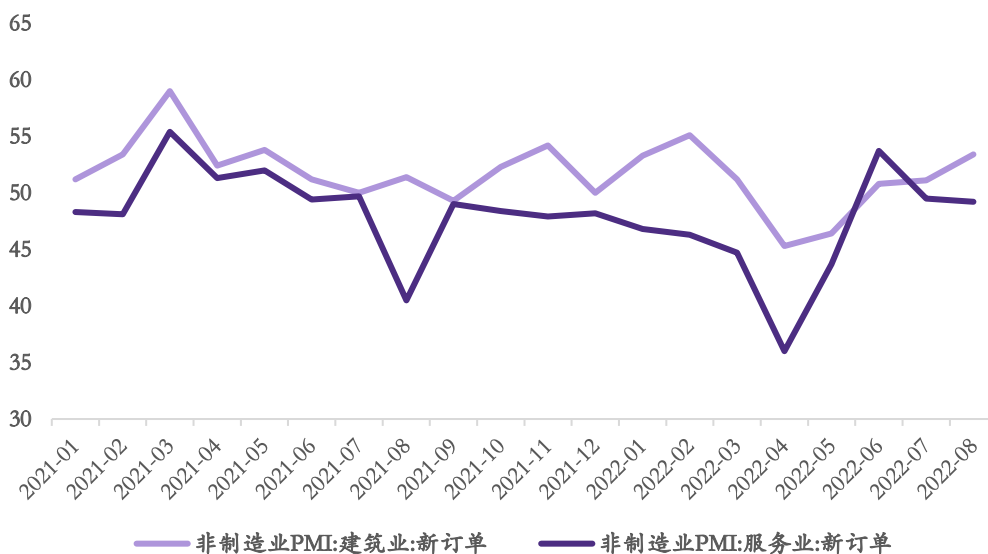
5、建筑业持续景气，开工旺季可期

8 月份非制造业 PMI 较上月下降 1.2 个百分点来到 52.6%，仍处在景气度区间。分行业来看，建筑业商务活动指数 56.5%，较上月下行 2.7 个百分点。新订单指数上行至 53.4%，连续四个月上行。国常会提及要再增加 3000 亿元以上的政策性开发性金融工具，预计 3000 亿基金约可撬动近 3 万亿美元的总投资规模，将有效保障了国家重大基础设施建设资本金需求，加快项目开工建设进度。

6、疫情扰动仍在，服务业修复放缓

服务业虽然仍处在将景气区间内，但是在短期疫情的干扰下，修复速度进一步放缓。服务业商务活动指数较上月下行 0.9 个百分点来到 51.9%，主要是高温限电以及疫情反复带来的扰动。服务业新订单指数进一步下滑至 49.2%，连续三个月下滑。疫情仍是服务业修复的最大干扰项。本是暑期旺季，但多地疫情反复，8 月份执飞航班环比减少 33.8%，同比回落 19.8%，已回落至 6 月初水平，疫情再度影响居民跨省出行活动。

图表 6：建筑业和服务业新订单出现分化



资料来源：wind，华鑫证券研究

7、内外需交接棒，保民生保交楼仍需发力

海内外经济货币周期进一步分化，8 月份国内央行进行了非对称降息，一年期 LPR 下调 5BP，五年期 LPR 下调 15BP，而海外却在加速紧缩，鲍威尔在杰克逊霍尔会议发言暗示当前货币紧缩并不会很快转向，加息顶点可能在 3.75-4%，最多还有 150BP 的加息空间。货币周

期背离的背后是经济周期背离，海内外需求开始转换。海外需求在加息和衰退的影响下进一步收缩，美国零售数据环比增速仅 0.03%，是 2022 年以来的最低值。外需的减弱直接对出口产生影响，我们测算下半年（8-12 月）出口的平均增速将会降低到 6%左右（2021 年同期平均同比增速 24.5%），出口将替代地产成为下半年经济拖累项，出口回落的风险值得警惕。因此内需的修复将是决定下半年制造业能否有支撑的关键。

但同时我们可以看到内需的修复动能仍不稳定。需求的修复从居民和企业的角度出发：居民需求修复主要受就业和疫情影响。从 PMI 数据来看，从业人员 PMI 近上月上升 0.3%来到 48.9%，但就业形势仍较为严峻，保民生稳就业工作仍需发力；企业需求修复首先要从房地产出发，通过企稳房地产带动上下游产业链的修复，目前来说虽然 8 月份调降了五年期 LPR，但是从最新的周度地产交易数据来看，并没有出现明显的改善，仅调降贷款利率对于提振地产市场信心还不够，仍需多部门协同“保交楼”，缓解地产市场信用风险，扭转悲观预期。

图表 7：8 月份 PMI 数据一览

	较上期变动	2022年8月	2022年7月	2022年6月
制造业PMI	▲	49.4	49	50.2
生产	—	49.8	49.8	52.8
新订单	▲	49.2	48.5	50.4
新出口订单	▲	48.1	47.4	49.5
主要原材料购进价格	▲	44.3	40.4	52
出厂价格	▲	44.5	40.1	46.3
原材料库存	▲	48	47.9	48.1
产成品库存	▼	45.2	48	48.6
从业人员	▲	48.9	48.6	48.7
供货商配送时间	▼	49.5	50.1	51.3
生产经营活动预期	▲	52.3	52	55.2
大型企业	▲	50.5	49.8	50.2
中型企业	▲	48.9	48.5	51.3
小型企业	▼	47.6	47.9	48.6
高技术制造业	—	—	51.5	52.8
装备制造业	—	—	51.2	52.2
消费品行业	—	—	—	50.9
基础原材料行业	—	—	—	—
非制造业PMI	▼	52.6	53.8	54.7
服务业	▼	51.9	52.8	54.3
建筑业	▼	56.5	59.2	56.6
综合PMI:产出指数	▼	51.7	52.5	54.1

资料来源：wind资讯，华鑫证券研究

资料来源：wind，华鑫证券研究

8、风险提示

- (1) 政策实施不及预期
- (2) 海外衰退加速实现
- (3) 俄乌冲突再次升级

■ 宏观策略组介绍

谭倩：11 年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，7 年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置（宏观）、产业政策与行业配置（中观）、全球资金流动追踪与市场风格判断（微观），全方位挖掘市场机会。

朱珠：会计学士、商科硕士，拥有实业经验，wind 第八届金牌分析师，2021 年 11 月加盟华鑫证券研究所。

周灏：金融学硕士，2022 年 7 月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

李刘魁：金融学硕士，2021 年 11 月加盟华鑫研究所，从事中观行业研究和微观流动性追踪。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。