

基建一枝独秀，但独木难支

报告日期: 2022-08-31

分析师: 何宁

执业证书号: S0010521100001

电话: 15900918091

邮箱: hening@hazq.com

相关报告

- 1.《华安证券_宏观研究_宏观点评_疫情能多大程度定价7月PMI?》2022-08-01
- 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

主要观点:

● **事件:** 8月官方制造业PMI 49.4%，预期49.2%，前值49.0%；8月官方非制造业PMI 52.6%，预期52.3%，前值53.8%。中国企业经营状况指数(BCI)为46.1%，前值44.3%。

● **一、制造业: 8月制造业景气度小幅回升但处荣枯线以下，呈现“需求景气度弱于供给、产品去库、成本小幅回落”的特征，提示“二季度疫情封控下物流供给主导物流指标”的逻辑可能生变；结构上，中游制造和下游消费供需恢复更好，大型、小型企业分化严重。后续政策还需在产需端持续发力，巩固经济修复趋势。**

1、8月制造业景气度小幅回升但处荣枯线以下，需求弱修复、景气度不及供给。8月制造业PMI为49.4%，较前值改善了0.4个百分点但仍处于荣枯线以下；供给端看，PMI生产为49.8%、持平上月；需求端看，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别回升了0.7、0.7、0.9个百分点至49.2%、48.1%、47.5%。

生产方面，高频数据显示，受制于疫情反复、高温限电限产，8月生产出现边际改善但幅度有限。其中8月PTA开工率为71.3%、较6月回升2.0个百分点；汽车全钢胎开工率总体持平上月；秦皇岛港煤炭库存去化显著；政策面压降产能和行业自发性减产下，螺纹钢周均产量仍处于较低水平；水泥价格自7月筑底以来稳步小幅回升，考虑到各地积极申报重大项目、抢抓三季度施工旺季尽快形成实物工作量，基建确定性高增将对水泥价格构成一定支撑，但幅度预计有限。

出口方面，高频指标走弱叠加高基数影响，出口增速可能韧性回落。其中8月波罗的海干散货指数(BDI)大幅回落46%，系铁矿石需求不振、好望角型货轮运费暴跌三成所致；中国出口集装箱运价指数(CCFI)环比下行8.9%，叠加8月出口高基数(2021年8月出口同比两年复合增速为17%、前值为13%)，截至8月20日我国八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量同比明显下滑，**预计8月中国出口增速可能出现一定程度的回落。**

2、物流指标或不再受物流供给主导，产成品延续去库。8月PMI供货商配送时间较前值回落0.6个百分点至49.5%，百城拥堵指数持平前值。供货商配送时间衡量了物流供给和物流需求的关系，自疫情以来市场普遍认为疫情管控下物流供为主导因素，不过考虑到当下疫情管控程度远不及二季度，供货商配送时间或许已同时受物流需求和物流供给影响。8月PMI原材料库存为48.0%、基本持平上月，产成品库存回落0.5个百分点至47.1%，去库特征与工业企业利润数据相互印证。1-7月工业企业产成品存货累计同比16.8%、较前值的18.9%下行2.1个百分点，营收与产成品存货剪刀差连续3个月收窄，指向以企业让利为代价开启“主动去库存”的库存周期新阶段。新阶段是否稳固，仍需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、成本小幅回落，PPI同比延续下行。8月PMI原材料购进价格、出厂价格分别为44.3%、44.5%，自上月原材料购进价格年内首次回归收缩区间，8月“表示原材料成本高”的企业占比为48.4%、较上月下降2.4个百分点。结合高频数据来看，截至8月19日的生产资料价格指数环比回落1.8%，8月南华工业品指数和CRB工业原料现货指数分别环比回升4%和1.5%，综合来看，预计8月PPI环比可能在-0.1%左右，同比回落至3.4%左右。此外，PMI出厂价格减去PMI原材料购进价格为0.2%（前值-0.3%），负缺口首次转正。需要指出的是，尽管中下游行业成本压力减轻，但利润传导进程本质上对应经济下行周期，即工业企业利润在总量上呈下行态势。

4、利润稳步传导，中游制造和下游消费供需恢复更好。根据统计局数据，8月非金属矿物制品、化学原料及化学制品、纺织等行业产需指数均低于45.0%，农副食品加工、食品及酒饮料精制茶等行业的产需指数均升至55.0%以上较高景气区间，“上游弱、下游强”的特征一方面在于利润传导延续3个月、中下游行业受益于成本回落，另一方面或与中秋临近提振饮食需求有关。

5、大型、小型企业分化严重。8月PMI大型企业、中型企业、小型企业分别变化0.7、0.4、-0.3个百分点至50.5%、48.9%、47.6%。8月中国企业经营状况指数(BCI)较前值回升1.8个百分点至46.1%，仍大幅低于疫情前水平。不过，企业销售前瞻指数较前值回升了3.3个百分点至52.3%，企业对需求的预期有明显

改善。

- **二、非制造业：服务业修复斜率进一步放缓，央地多措并举推进“保交楼”促地产销售企稳，进入金九银十重要观察期；资金、项目、开工三要素共振下，基建确定性高增支撑建筑业高景气。**

1、服务业：修复斜率进一步放缓。8月非制造业PMI商务活动指数较前值下行了1.2个百分点至52.6%，连续3个月高于荣枯线。其中服务业PMI回落0.9个百分点至51.9%。表征需求的PMI服务业新订单指数回落0.3个百分点至49.2%，表征预期的服务业业务活动预期指数回落1.2个百分点至57.6%，表明服务业需求有所走弱但预期仍向好。分行业来看，根据统计局数据，8月住宿、餐饮、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数均高于55.0%，但地产相关行业（房地产、租赁及商务服务）继续位于收缩区间。8月30个大中城市商品房成交面积同比下滑22%（5月、6月和7月分别同比下滑46%、15%、28%）。保交楼为近期地产宽松政策的一大旋律，8月以来超过10城陆续出台措施，8月19日住建部、财政部、央行出台措施，通过政策性银行专项借款促进保交楼，预计后续仍将继续推进。供给端未有大规模实质性政策出台，多数房企疲于应对现金流保卫战，今年能否兑现往日的“金九银十”行情仍有待观察，不过我们测算8月高能级+省会宽松比例达到42.4%、为年内高点，需求端宽松已在贯彻落实728政治局会议、央行Q2货币政策执行报告、8月25日国常会的相应要求，各地因城施策逐步放开。

2、建筑业：新增政策性金融工具+5000亿专项债限额接力，基建确定性高增支撑建筑业高景气。8月建筑业PMI为56.5%、较前值下行了2.7个百分点，投入品价格上涨是主要拖累项，其余5个分项指标均向好，其中新订单指数和建筑业业务活动预期指数分别为53.4%、62.9%，指向基建预期与现实共振向上。

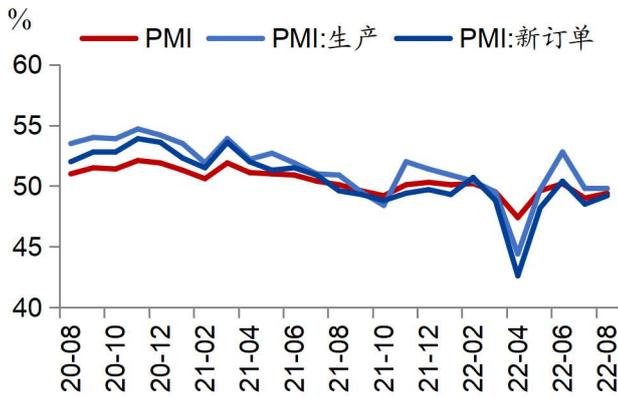
目前基建上承6月专项债持续形成的实物工作量，向后看新增政策性金融工具+5000亿专项债限额空间予以接力。两者的区别在于：a) 杠杆不同，“政策性金融债不得超过全部资本金的50%”，因而杠杆乘数会更高，农发行900亿已全部发行、杠杆约11倍，我们预计国开行2100亿杠杆可以达到5-10倍；b) 资金去向不同，政策性金融债的新增资本金和资本金撬动的部分可能计入政策性信贷、国内贷款、专项债、PPP、其他自筹。6000亿政金债若分别按5倍、7倍、10倍杠杆测算，同时考虑到基建平均三年的工期，则年内开工基建投资增量为1.0、1.4、2.0万亿，拉动基建增速5.2、7.3、10.4个百分点，全年基建增速或达14%、16%、19%，拉动名义GDP 0.7、1.0、1.4个百分点。

开工端，8月末水泥发运率为47.1%、水泥磨机运转率为43.3%，我们观察到水泥指标在本月第三周和第四周显著回落，一方面与四川等地限电限产有关，另一方面高温天气制约水泥制品的生产以及混凝土的施工作业；石油沥青装置开工率小幅改善至38.9%，其中建筑沥青好于交通道路沥青；7月主要企业挖掘机销量为3.4%、自2021年4月以来首次转正，挖掘机开工小时数同比-5.4%、较前值大幅改善了8.2个百分点。向后看，高温天气陆续退场，各地抢抓三季度施工旺季，基建高景气料将延续。

- **风险提示**

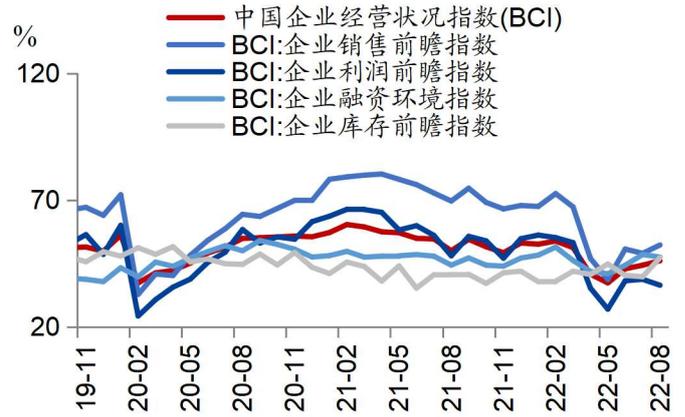
疫情演化超预期，基建投资不及预期，政策实施力度不及预期。

图表 1 制造业景气度小幅回升



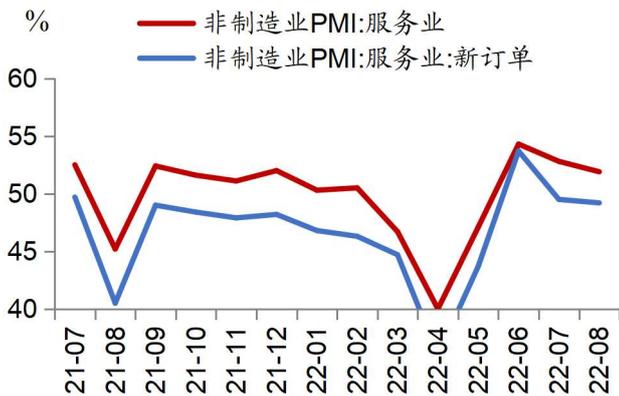
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 民营中小企业景气度见底后连续 2 个月回升



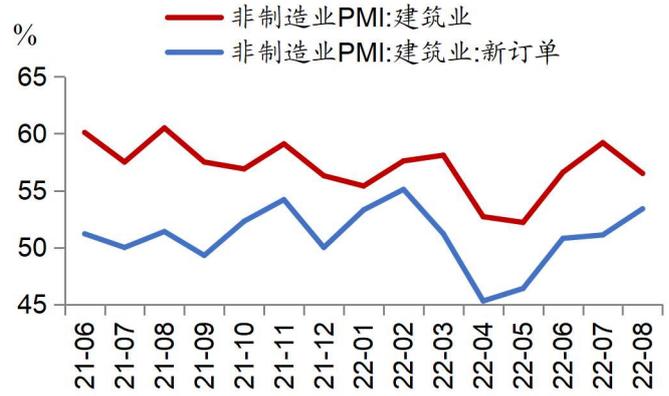
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 服务业景气度小幅回落



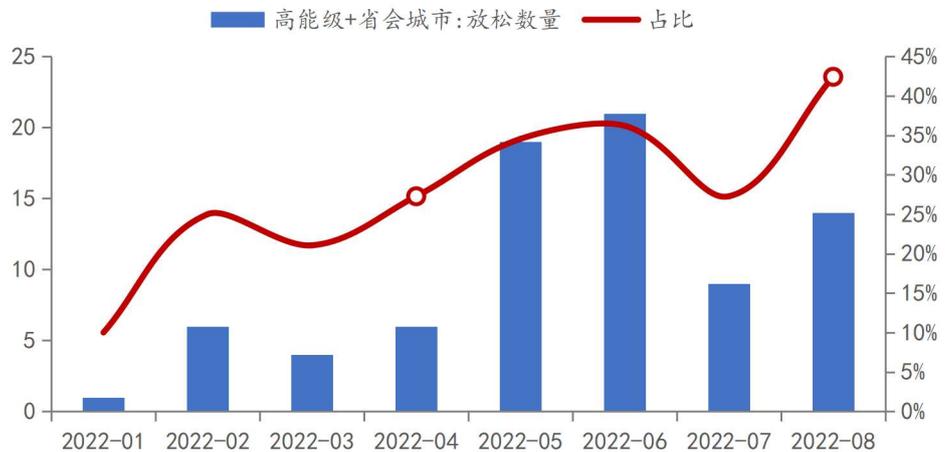
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 建筑业延续高景气



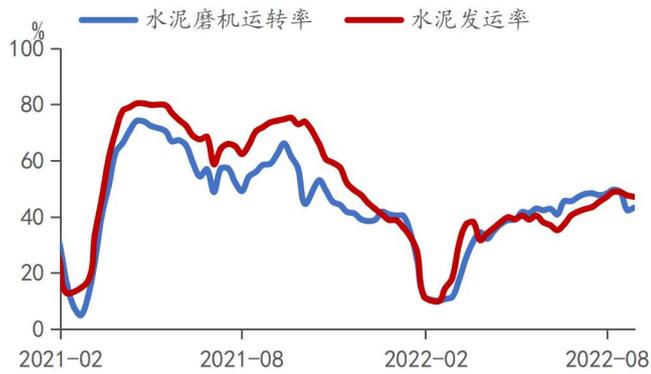
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 高能级城市放松比例 8 月快速抬升



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 高温+限电限产，水泥行业承压



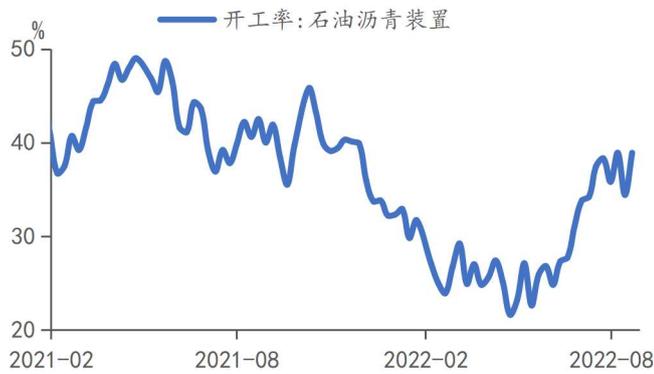
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 挖掘机指标持续改善



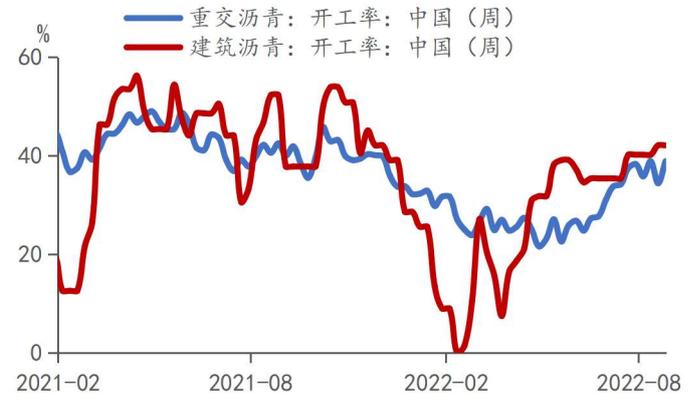
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 8 石油沥青开工率持平 7 月



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 9 建筑沥青好于重交通道路沥青



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。