

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

对9月的预期可以乐观一点

2022年9月1日

- **稳增长政策托住产需变化。**制造业 PMI 较 7 月有所回升, 可关注三个层面: 第一, 8 月制造业产需两端景气度“一平一升”, 背后主要体现了疫情影响及政策对冲效应。1) 生产端: 生产 PMI 读数与 7 月持平在于两大制约。一是疫情升温导致部分地区防控力度加大, 这对制造业生产造成一定扰动。二是与当月川渝等部分省区高温限电有关。全国多个地区决定采取工业用电企业生产暂停或错峰用电的方式以应对高温挑战。2) 需求端: 新订单指数显示出需求有回升迹象。我们认为, 8 月新订单指数回升, 主要受到新一轮支持经济增长政策驱动。第二, 在价格端, 8 月出厂价格和原材料购进价格双升, 上游企业的成本压力有所缓解。第三, 分规模看, 大、中型企业 PMI 有所回升, 小企业经营压力较大。
- **地产风险和疫情掣肘非制造业。**受地产风险和疫情的影响, 8 月非制造业商务活动 PMI 继续下降。分行业来看, 服务业、建筑业的商务活动指数均出现回调。1) 建筑业商务活动景气度扩张幅度放缓, 主要是受到地产风险的拖累。7 月建筑业商务活动指数已经重回往年正常区间, 但 8 月建筑业急转直下, 为近五年内的同期低值。我们认为建筑业表现不好, 一是因为 8 月地产风险尚存, 拖累整体投资进度。根据国家统计局公布, 房地产、租赁及商务服务、居民服务等行业商务活动指数低于临界点。二是建筑业开工还可能受到高温天气的影响。房屋建筑业和土木工程建筑业商务活动指数较 7 月均有不同程度下降。2) 多地疫情拖累服务业 PMI。服务业商务活动 PMI 指数较 7 月继续扩张, 但受到疫情压制的影响, 8 月服务业 PMI 回落。根据中国物流与采购联合会数据, 在服务业的 18 个行业中, 有 13 个行业的商务活动指数较 7 月出现下降, 可见多地疫情反复对餐饮业、航空运输等接触型服务业的影响较为明显。
- **对 9 月的预期可以乐观一点。**8 月 PMI 数据释放了两个信号: 第一, 8 月 PPI 水平大概率会继续回落, 这意味着企业的成本端压力或有缓和。第二, 8 月整体进口需求可能略微高于 7 月水平。展望 9 月, 我们认为 8 月制造业 PMI 放缓的因素有望得到改善, 原因有二: 一是海南疫情已经出现明显好转。二是 8 月中旬以来, 一系列稳增长政策陆续出台。展望 9 月, 我们认为在多项政策托底和疫情好转下, 对 9 月的预期或可以乐观一点。
- **风险因素:** 国内疫情再度反弹, 房地产行业复苏不及预期等。

目录

一、稳增长政策托住产需变化.....	3
二、地产风险和疫情掣肘非制造业.....	6
三、对 9 月的预期可以乐观一点.....	7
风险因素	8

图目录

图 1: 8 月制造业产需指数一平一升.....	3
图 2: 8 月有三分之一省份新增确诊病例继续增加	4
图 3: 生产和新订单指数均为近五年内同期最低值	4
图 4: CRB 工业价格指数小幅回暖带动原材料购进价格指数上升.....	5
图 5: 出厂价格与购进价格指数之差由负转正.....	5
图 6: 供应商配送时间指数下降, 原材料库存和从业人员指数上升	6
图 7: 8 月建筑业 PMI 为近五年低值.....	7
图 8: 服务业 PMI 业务活动预期与建筑业有分化	7
图 9: 海南疫情已出现明显好转.....	8

一、稳增长政策托住产需变化

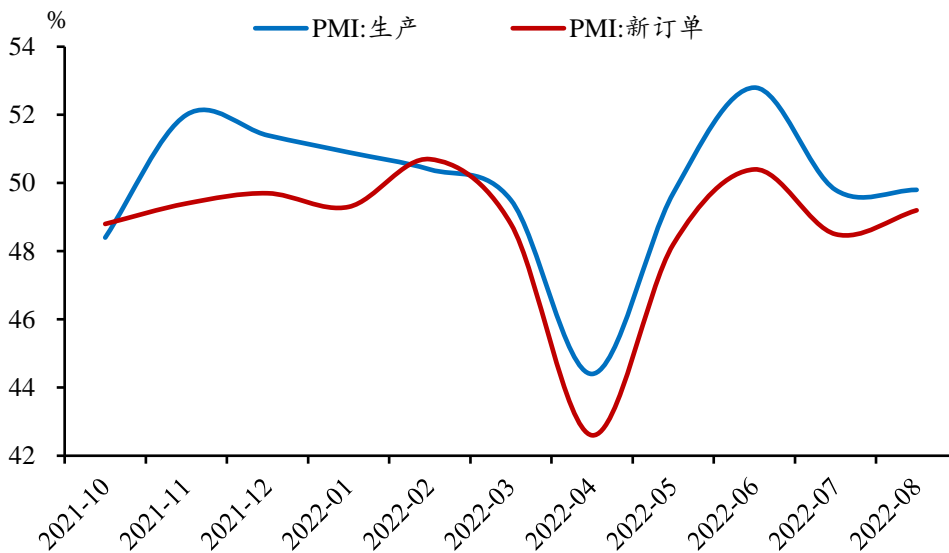
根据国家统计局数据，2022年8月中国制造业采购经理指数（PMI）为49.4%，高于7月的49.0%，继续处于收缩区间。其中，制造业PMI变化可关注三个层面：

第一，8月制造业产需两端景气度“一平一升”，背后主要体现了疫情影响及政策对冲效应。制造业PMI的产、需指数仍在收缩区间，其中制造业生产PMI读数与7月持平，为49.80%；而制造业新订单指数小幅回升至49.20%。

1) 生产端：生产PMI读数与7月持平在于两大制约。生产指数继续处于收缩区间，主要与8月的两大制约有关。一是疫情升温导致部分地区防控力度加大，这对制造业生产造成一定扰动。7月新增确诊病例0.39万，8月新增确诊病例为1.3万，增加了234.17%。其中，海南8月新增确诊为0.84万，占全国确诊的64.19%。若不考虑海南岛的疫情形势，8月新增确诊的病例仅比7月增了20.66%。二是与当月川渝等部分省区高温限电有关。全国多个地区决定采取工业用电企业生产暂停或错峰用电的方式以应对高温挑战。

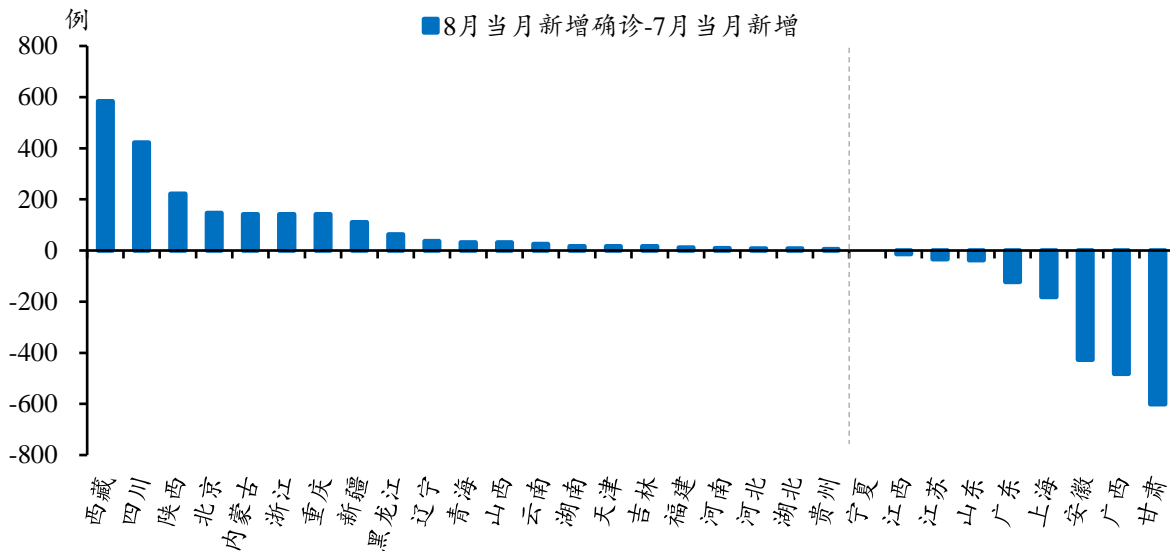
2) 需求端：新订单指数显示出需求有回升迹象。新订单指数同样处于收缩区间，但较7月小幅回升了0.7个百分点。根据国家统计局数据，新订单PMI和新出口订单PMI都回升了相同幅度。我们认为，8月新订单指数回升，主要受到新一轮支持经济增长政策的驱动。在7月PMI表现不佳的情况下，国家政策加大了对制造业复苏的推进力度。一是在7月28日的政治局会议强调“宏观政策要在扩大需求上积极作为”、“财政货币政策要有效弥补社会需求不足”；二是7月29日的国务院常务会议部署进一步扩需求举措，推动有效投资和增加消费。

图 1：8月制造业产需指数一平一升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

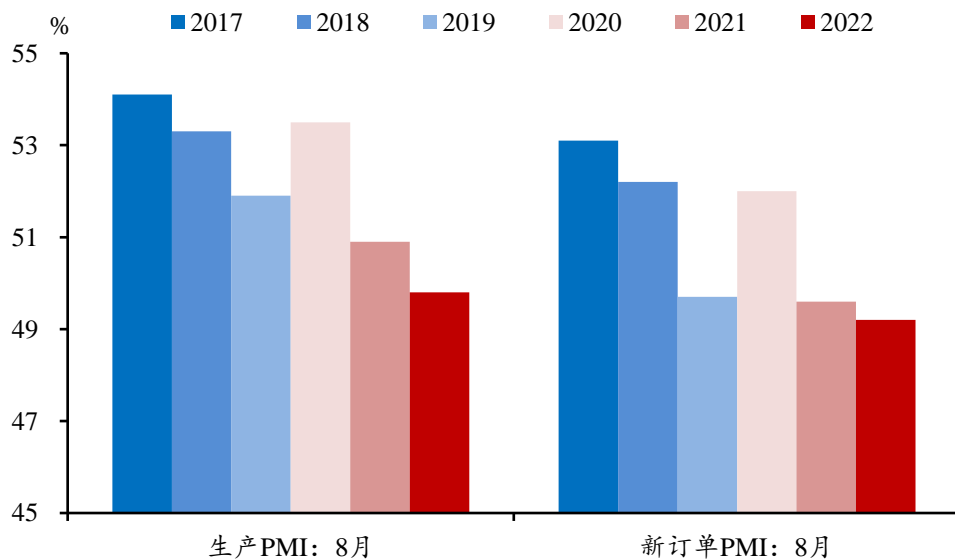
图 2：8 月有三分之一省份新增确诊病例继续增加



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 30 个省, 不含海南省数据在内

图 3：生产和新订单指数均为近五年内同期最低值

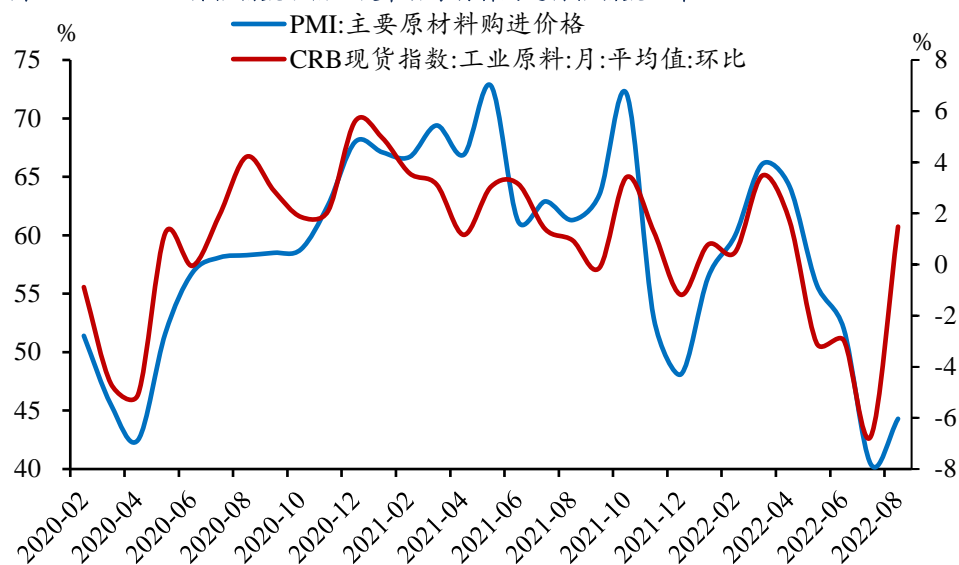


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二，在价格端，8 月出厂价格和原材料购进价格双升，上游企业的成本压力有所缓解。统计局公布结果显示，本月反映原材料成本高的企业占比为 48.4%，比 7 月下降 2.4 个百分点，年内首次低于 50.0%，企业成本压力有所缓解。出厂价格指数与购进价格指数之差年内首次进入正区间。

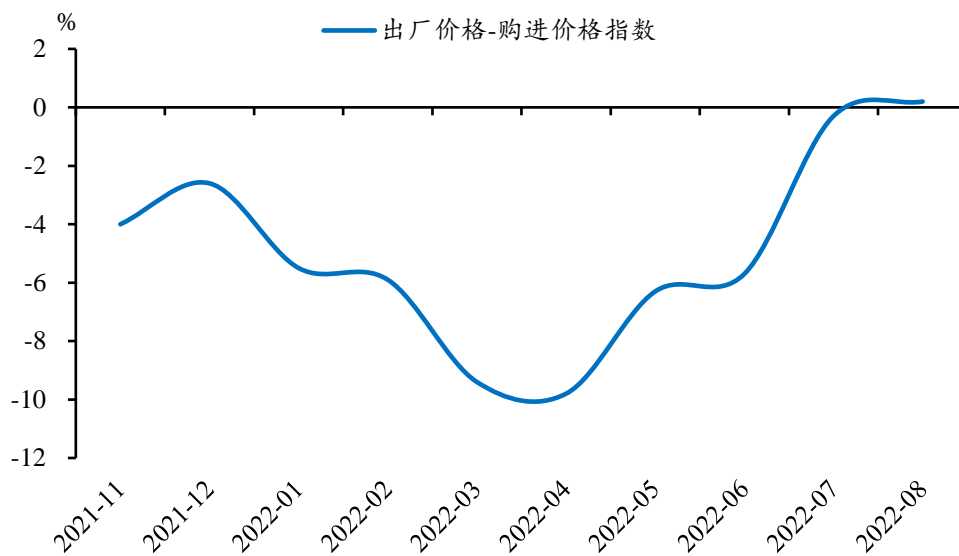
第三，分规模看，大、中型企业 PMI 有所回升，小企业经营压力较大。大型企业 PMI 为 50.5%，比 7 月上升 0.7 个百分点，升至扩张区间。中型企业 PMI 为 48.9%，比 7 月上升 0.4 个百分点，景气水平有所改善。小型企业 PMI 为 47.6%，比 7 月下降 0.3 个百分点，景气水平继续下降，小型企业生产经营压力较大。具体而言，还体现在两个方面，一是小型企业从业人员指数自 7 月的 48.10% 回落至 8 月的 47.60%，二是小型企业新出口订单指数也从 7 月的 46.10% 回落至 42.4%，降幅近 4 个百分点。

图 4：CRB 工业价格指数小幅回暖带动原材料购进价格指数上升



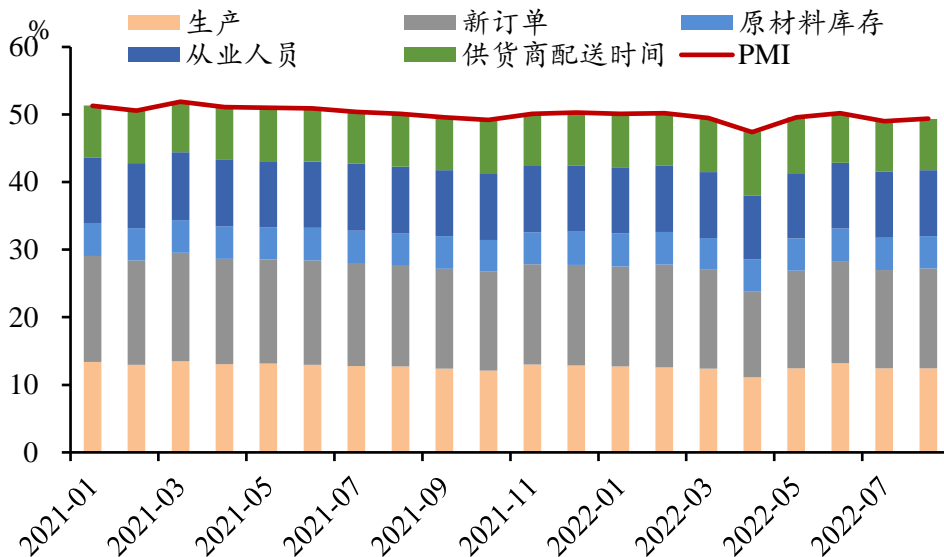
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：出厂价格与购进价格指数之差由负转正



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：供应商配送时间指数下降，原材料库存和从业人员指数上升



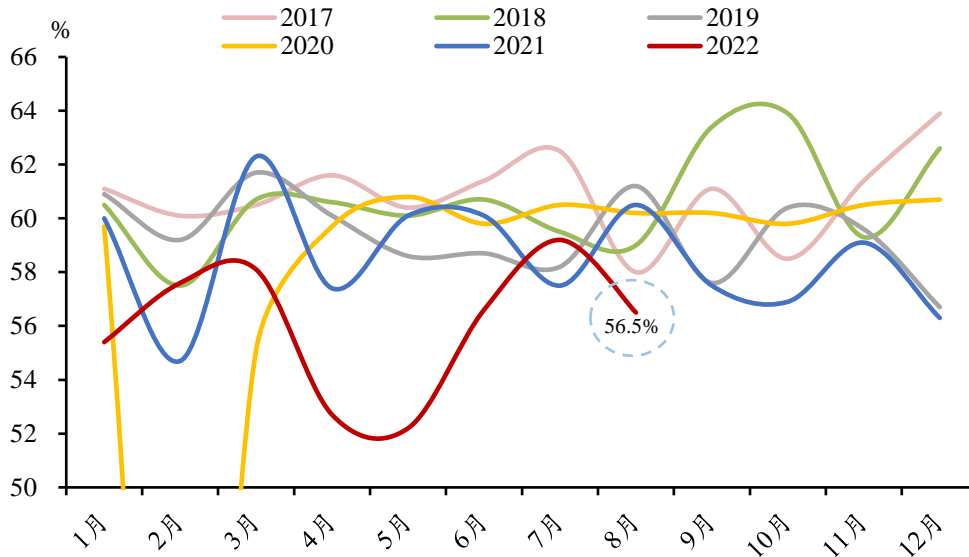
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、地产风险和疫情掣肘非制造业

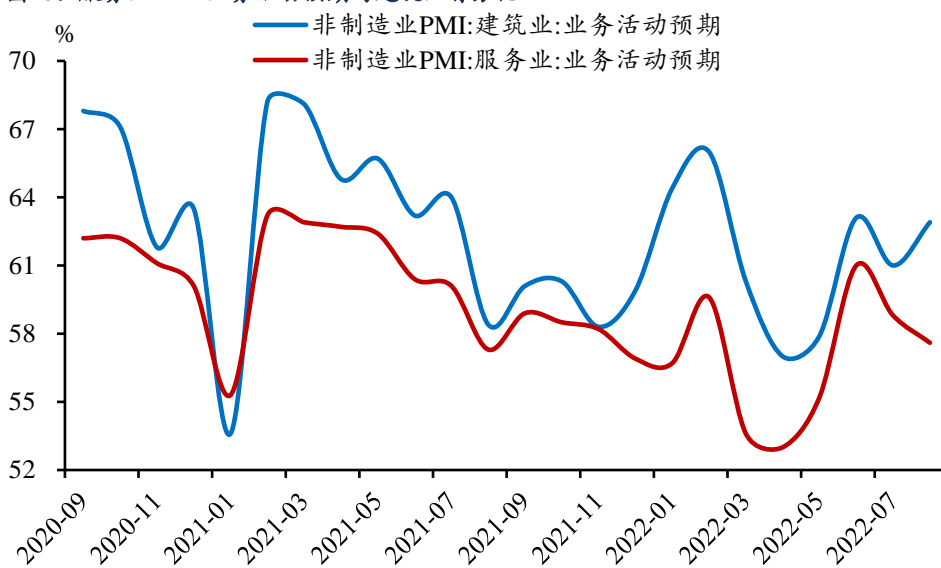
受地产风险和疫情的影响，8月非制造业商务活动PMI继续下降。非制造业商务活动PMI为52.6%，连续三个月处于扩张区间，但较7月回落1.2个百分点，显示出非制造业商务活动的扩张势头有所放缓。其中，分行业来看，服务业、建筑业的商务活动指数均出现回调，分别为51.9%、56.5%，比7月回落0.9个、2.7个百分点。

建筑业PMI扩张幅度放缓，主要是受到地产风险的拖累。7月建筑业PMI已经重回往年正常区间，但8月建筑业急转直下，下降2.7个百分点回落至56.5%，为近五年内的同期低值。我们认为建筑业表现不好，一是因为8月地产风险尚存，拖累整体投资进度。根据国家统计局公布，房地产、租赁及商务服务、居民服务等行业商务活动指数低于临界点。二是建筑业开工还可能受到高温天气的影响。分项来看，房屋建筑业和土木工程建筑业商务活动指数较7月均有不同程度下降。其中，与基建更相关的土木工程建筑业PMI降至57.1。建筑业新订单指数和土木工程建筑业新订单指数上升，表明需求有望继续释放。

多地疫情拖累服务业PMI，其业务活动预期也与建筑业有分化。服务业商务活动PMI指数较7月继续扩张，但受到疫情压制的影响，8月服务业PMI回落至51.9%，扩张幅度有所下降。根据中国物流与采购联合会数据，在服务业的18个行业中，有13个行业的商务活动指数较7月出现下降，可见多地疫情反复对餐饮业、航空运输等接触型服务业的影响较为明显。从业务活动预期来看，8月非制造业业务活动预期指数为58.4%，较7月下降0.7个百分点。分行业看，在建筑业需求持续向好的带动下，建筑业企业预期有所升温，其业务活动预期指数为62.9%，较7月上升1.9个百分点。在疫情反复的影响下，服务业业务活动预期指数下降1.2个百分点，为57.6%。

图 7：8 月建筑业 PMI 为近五年低值


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：服务业 PMI 业务活动预期与建筑业有分化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、对 9 月的预期可以乐观一点

8 月 PMI 数据释放了两个信号：

第一，8 月 PPI 水平大概率会继续回落。原材料购进价格指数仍处于荣枯线以下，表明上游 PPI 价格将环比下行。购进价格指数收缩势头正趋缓，这显示出 PPI 环比下降幅度也将有所缓和。出厂价格指数回升幅度略高于原材料购进价格指数，或意味着企业的成本端压力稍有缓和。

第二，8 月进口需求可能略微高于 7 月水平。8 月代表制造业需求的新订单指数回升，表明制造业需求收缩的速度正在放缓，经济正在复苏，因此 8 月的进口需求可能略微高于 7 月水平。

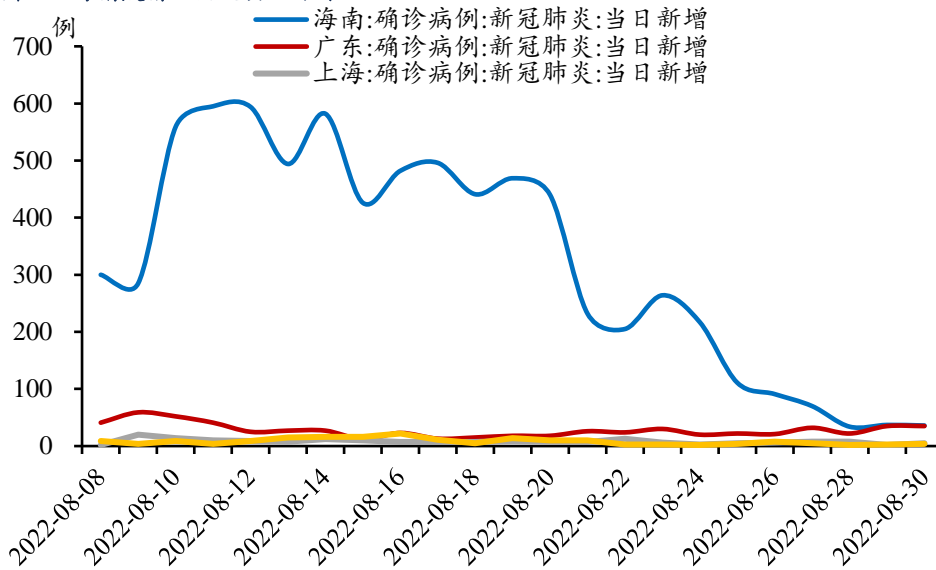
展望9月，我们认为8月制造业PMI放缓的因素有望得到改善，原因有二：

一是海南疫情已经出现明显好转。目前严峻的海南疫情已经有所缓和，当日新增确诊病例已经明显变少。随着后续疫情防控的逐步精准，海南疫情的波及规模将会越来越小，可控程度会越来越高。

二是8月中旬以来，一系列稳增长政策陆续出台。货币政策方面，央行下调了政策利率，随后又引导LPR下调，其中5年期LPR下调15个基点，对房地产按揭等中长期贷款的支持力度加大。财政政策方面，8月24日国常会宣布要依法用好5000多亿元专项债地方结存限额，10月底前发行完毕。这既可增加有效投资带消费，又有利于应对贷款需求不足。政策托底对于稳定房地产市场具有积极意义，9月份房地产行业的消极影响有望进一步消退。

展望9月，我们认为在多项政策托底和疫情好转下，对9月的预期或可以乐观一点。

图9：海南疫情已出现明显好转



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

风险因素

国内疫情再度反弹，房地产行业复苏不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达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，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。