

# 宏观

证券研究报告

2022年09月01日

## 短期扰动不掩经济韧性

8月国内疫情反复、高温限电对正常的生产秩序形成扰动。受此影响，经济修复节奏放缓，8月生产指标持平，制造业PMI仅回升0.4个百分点。但短期扰动不掩其他经济分项的亮眼表现，如上游成本端压力持续缓解、内需外需指标均有所好转、基建带动着建筑业商务活动指数保持在较高景气区间。

往后来看，一是目前高温天气已经逐渐过去，电力供需紧张问题缓解，工业生产、建筑施工等活动有望进一步修复。二是随着上游价格回落，企业的成本压力有所缓解，特别是中外通胀走势分化给中国制造业生产带来强韧性，这会进一步支撑中国后续出口。三是在扫清“资金、项目和意愿”三大障碍后，后续基建预计会进入投资、施工共振走强的阶段。

**风险提示：**关注国内后续疫情演变，关注基建投资的落地进入，关注天气异常变化

### 作者

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

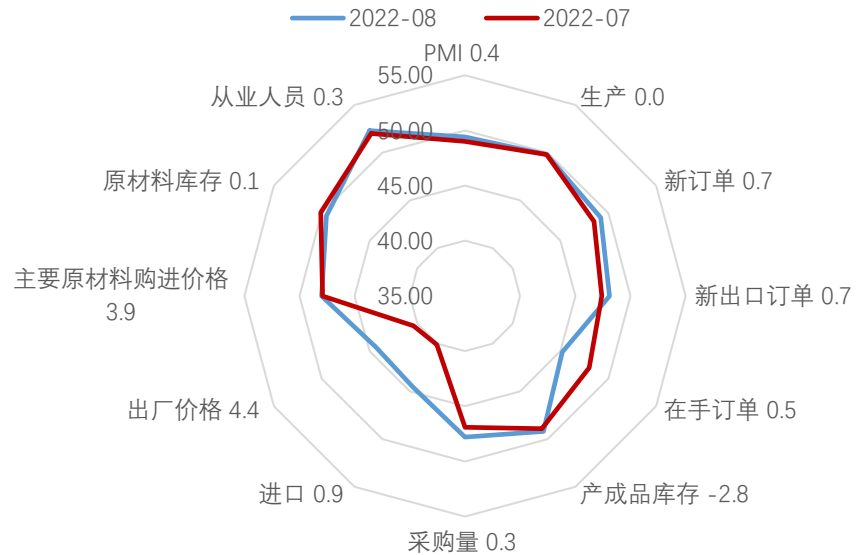
孙永乐 联系人  
sunyongle@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：重视消费和周期低位布局的机会—8月资产配置报告》  
2022-08-31
- 2 《宏观报告：市场在担心什么？》  
2022-08-28
- 3 《宏观报告：杰克逊霍尔鲍威尔讲话点评-杰克逊霍尔鲍威尔讲话点评》  
2022-08-28

8月国内疫情反复、高温限电对正常的生产秩序造成压制。受此影响，经济修复节奏放缓，制造业 PMI 环比仅回升 0.4 个百分点。整体而言 8 月 PMI 数据喜忧参半，一方面在疫情、高温等扰动下，工业生产、建筑施工等均受到拖累；同时在前期被动补库之后，企业正处于加速去库阶段。另一方面，8 月内外需指标均有所好转；上游成本压力继续缓解；基建进一步发力托底经济。

图 1：8 月 PMI 分项一览（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 疫情、高温等短期因素影响逐步减弱

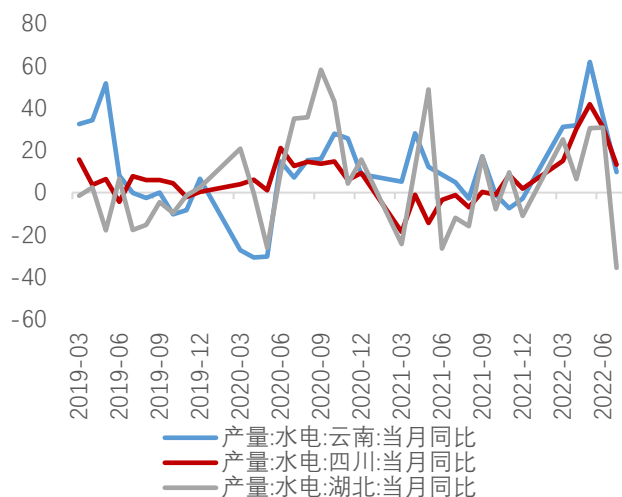
8 月一方面国内疫情再度反复，当日全国新增确诊与无症状人数一度向上突破 3000 人次，涉疫省份一度达到 27 个。另一方面今年国内夏季气温明显偏高，居民用电需求大幅增长。同时，高温少雨天气又使得四川、云南、湖北等传统水电大省的发电量回落。强需求、弱供给局面下，8 月国内多地开始限制工业用电，比如四川首次启动省级突发事件能源供应保障一级应急响应，通过限制工业用电，全力保障民生用电。受此影响，8 月 PMI 生产指标与上月持平。

但目前这两个因素的影响均在减弱。

一来国内高温天气正在加速过去，8 月 29 日，31 个主要城市最高气温均值已经回落至 26.1 摄氏度以下，其中重庆已经回落到 40 摄氏度以下，成都一度回落至 30 摄氏度之下。随着气温回落、降雨增多，四川电力供需矛盾得到缓解，一级应急响应下调至二级应急响应。二来目前国内疫情高峰已经过去，新增人数自 8 月 17 日见顶后开始震荡回落，涉疫省份数量也已经减少。且在目前精准化的防控体系下，疫情对经济秩序、居民出行等的影响弱，如本轮疫情中地铁出行人数并未出现明显下行。

图 2：四川等地的水电产量回落（单位：%）

图 3：国内气温已经开始回落（单位：摄氏度）

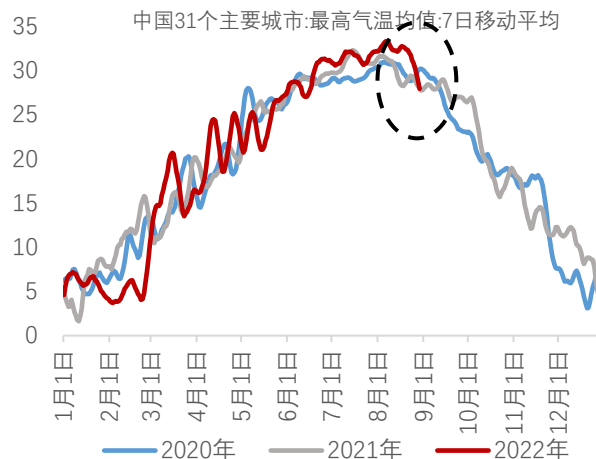


资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 国内疫情高峰已经过去 (单位: 例)



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 地铁出行人数受疫情影响较小 (单位: 万人次)

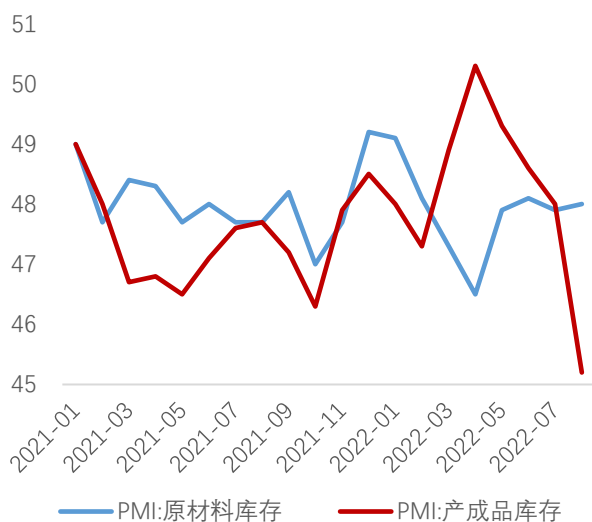


资料来源: wind, 天风证券研究所

## 去库存节奏延续

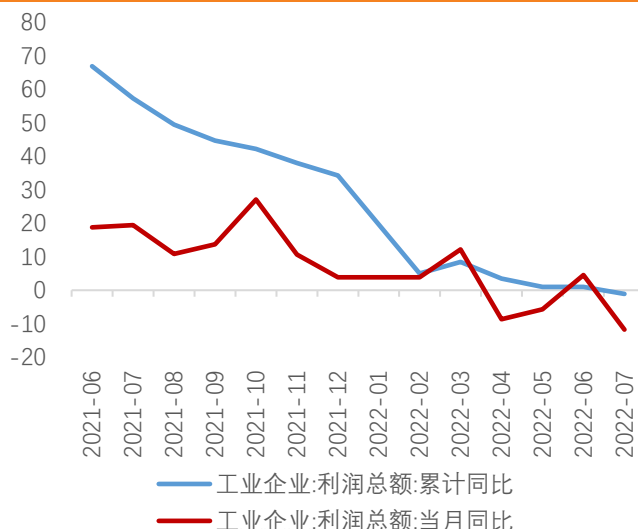
8月产成品库存回落2.8个百分点至45.2%，原材料库存略上行0.1个百分点至48%。年初疫情导致企业产成品被动累库之后，近几个月企业一直处于主动去库存阶段。从实际库存数据上看，工业企业产成品存货同比增速从4月的20%震荡回落至7月的16.8%。在去库的同时，7月工业企业利润数据正式转负，当月同比为-11.8%，累计同比-1.1%，显示工业企业利润端承压。不过随着上游价格回落，目前上中下游企业的利润结构有所改善。目前企业库存规模依旧偏高，后续回落空间依旧较大。按照M1同比增速领先企业库存周期的经验，今年后续几个月国内依旧会处于去库阶段。

图 6：疫情累库之后，产成品正在加速去库（单位：%）



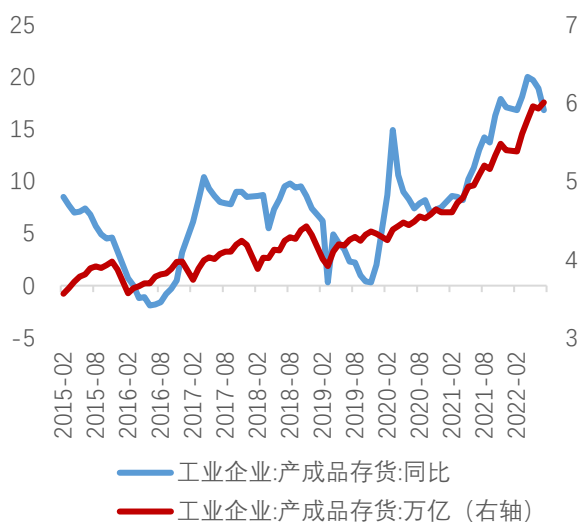
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：工业企业利润承压（单位：%）



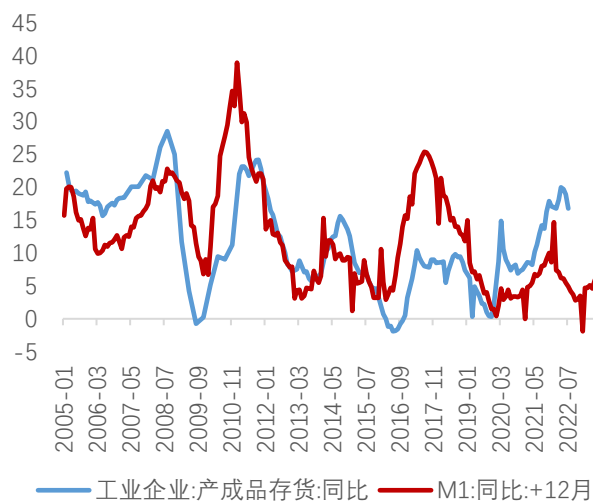
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：工业企业库存依旧位于高位（左轴：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：M1 领先于企业库存走势（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 需求修复在 8 月延续

一方面，体现外需的新出口订单上行 0.7 个百分点，为 48.1%，明显好转。受益于国内产业链韧性、中全球能源体系分化后成本优势显现等，今年以来出口持续超预期，1-7 月出口累计同比继续位于 14.6% 的高位。

从价格优势角度来看，虽然 8 月价值指数低位回升，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 44.3% 和 44.5%，比上月上升 3.9 和 4.4 个百分点，但从高频数据上看，目前国内主要商品价格依旧处于下行区间。基于 8 月公布的价格指数环比，回归数据显示 8 月国内 PPI 数据会进一步下行。同时，统计局指出本月反映原材料成本高的企业占比为 48.4%，比上月下降 2.4 个百分点，年内首次低于 50.0%，企业成本压力有所缓解。

相比于国内成本端压力持续缓解，海外依旧面临严峻的通胀压力，2022 年 7 月德国 PPI 再度跳涨到 37.2%，创近年来新高。受成本价格持续上行影响，德国出口价格指数也水涨船高，7 月上行至 17%。

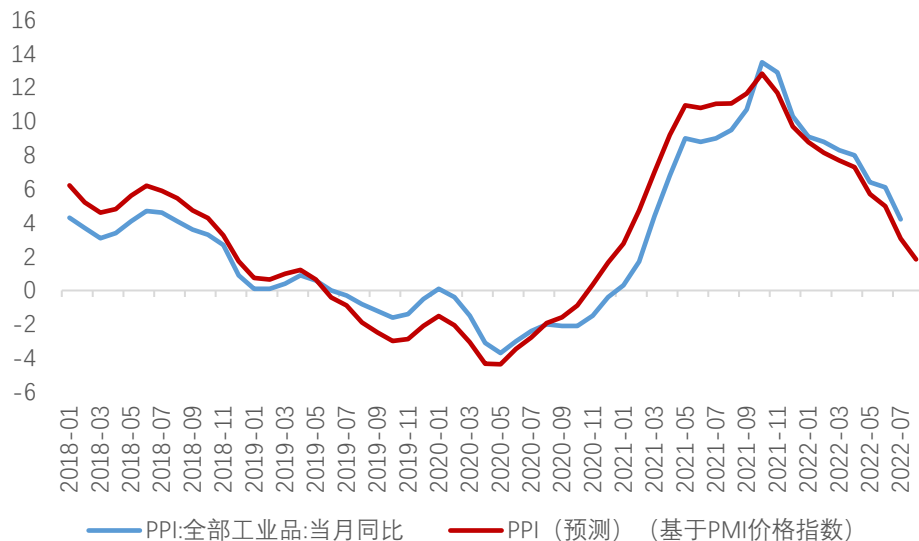
中外通胀周期的分化给中国出口企业带来了持续的成本优势。且在能源体系分化的情况下，这种成本上的优势短期内很难会被扭转，后续可以关注由成本优势带来的中国产业优势。

图 10: 生产资料价格指数



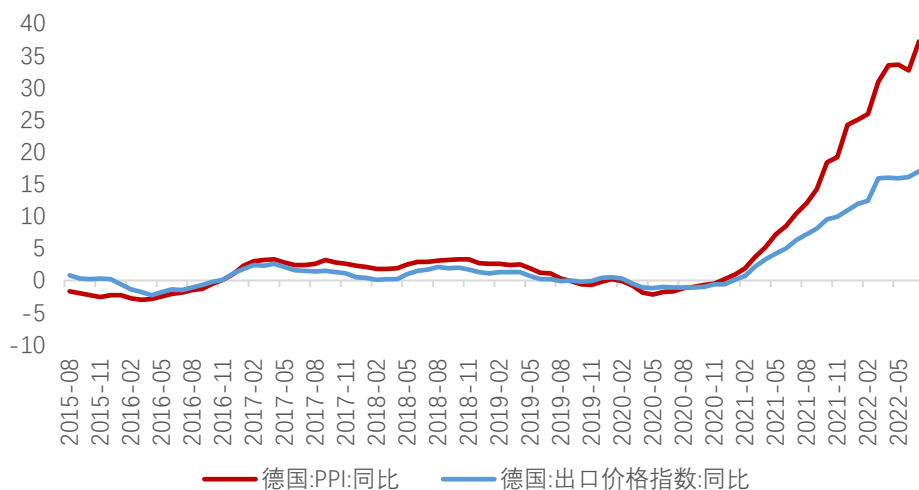
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 后续 PPI 预计会进一步回落 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 德国 PPI 持续上行 (单位: %)



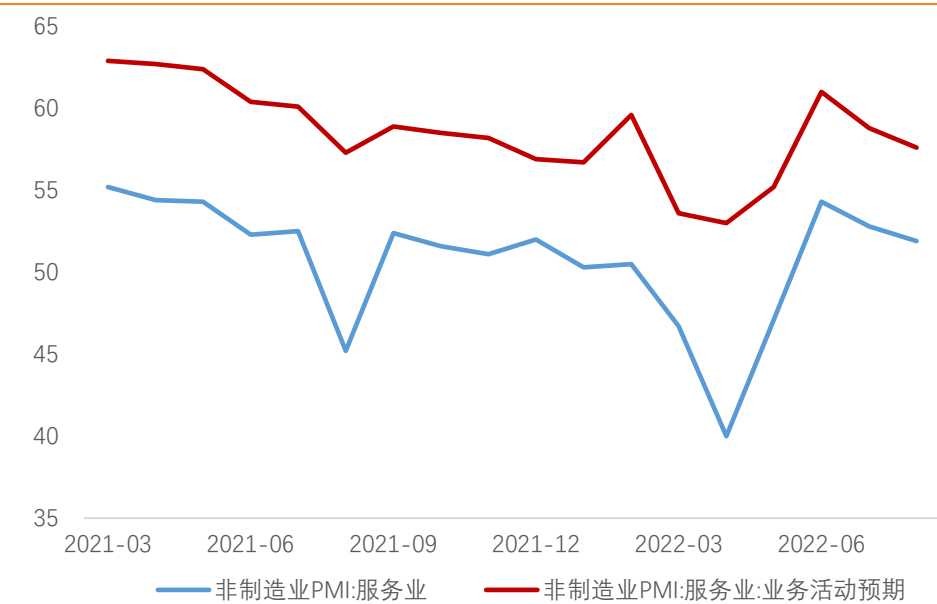
资料来源: wind, 天风证券研究所

另一方面, 内需走出疫情阴霾, 在节假日的带动下, 开始逐渐好转。8 月国内新订单指数上行 0.7 个百分点, 为 49.2%, 在生产受到限电等因素的影响时, 需求端的好转更值得关注。一是随着中秋临近, 居民相关消费即将迎来旺季, 预期带动下, 农副食品加工、食品及饮料精制茶等行业新订单指数升至 55.0% 以上较高景气区间。

二是疫情、高温对居民出行等的影响相对可控, 居民餐饮服务消费继续维持较高水平。8 月住宿、餐饮、电信广播电视及卫星传输服务等行业商务活动指数均高于 55.0%, 相关行业业务总量保持较快增长。同时, 行业预期依旧乐观, 服务业业务活动预期指数为 57.6%, 其中零售行业业务活动预期指数均位于 60.0% 以上高位景气区间。

再次提示, 因为统计口径等问题, 如果仅看社会消费品零售总额数据 (2021 年社会消费品零售总额仅占 GDP 最终消费的比重为 71%), 市场或会低估服务消费的韧性。

图 13: 服务业业务活动预期乐观 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 基建会成为接下来几个月最强支撑

8 月建筑业在基建的带动下, 继续维持高景气度区间, 土木工程建筑业商务活动指数为 57.1%, 新订单指数和业务活动预期指数分别升至 55.5% 和 64.1%。

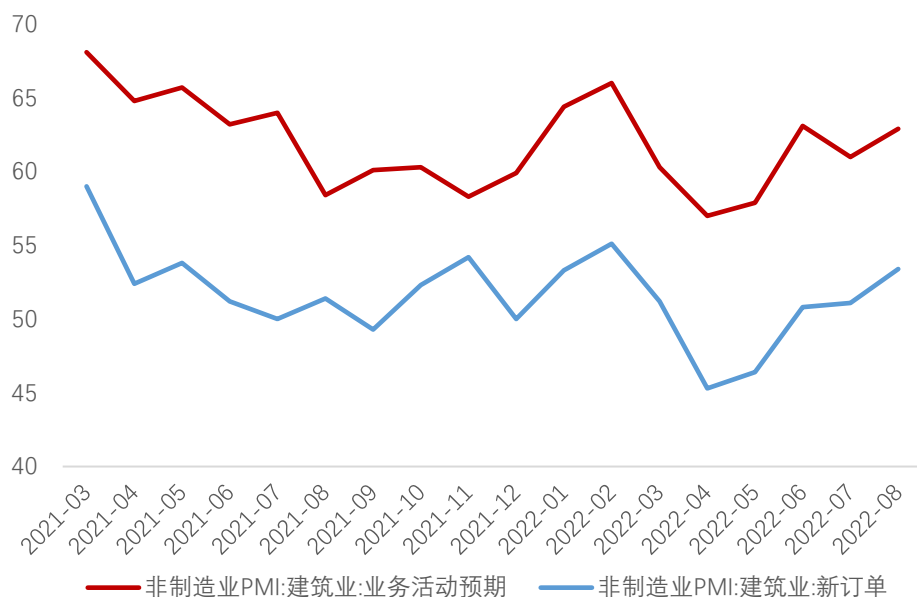
8 月基建相关政策持续加码。资金方面, 在此前 3000 亿政策性资本金已经落地的基础上再度加码 3000 亿资金。同时, 此前发行的专项债资金以及配套的 8000 亿政策性信贷资金等都在加速落地。

项目方面, 2022 年政府共储备专项债券项目 7.1 万个。上半年, 已发行的新增专项债券共支持超过 2.38 万个项目, 其中在建项目约 1.08 万个, 新建项目约 1.3 万个。这也意味着目前政府手里不缺项目。且为了更好的满足专项债资金尽快下达使用的需要, 避免债券资金闲置沉淀, 近期四川等地方已经开始本年专项债用途调整计划<sup>1</sup>。后续其他地区如有需要也会按照《地方政府专项债券用途调整操作指引》的要求, 在 9 月底前集中进行项目调整。意愿上, 近期政策发力基建意图明显, 且 8 月国常会后, 中央已经向多地派出稳住经济大盘督导和服务工作组, 后续地方稳增长的力度预计会进一步加码。

再次重申我们在此前《响鼓不用重锤》、《不应低估政策力度——8 月 24 日国常会点评》等文章中强调的“9-10 月可能是基建投资、施工共振走强的阶段”等观点。

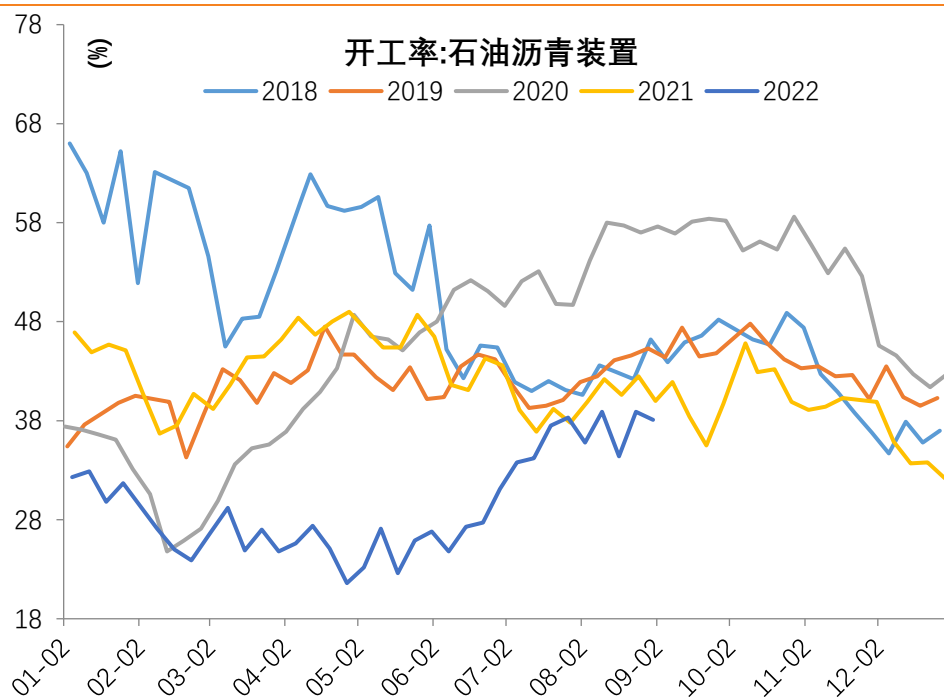
图 14: 强势的建筑业 (单位: %)

<sup>1</sup> [“以调促快”用好用活债券资金\\_工作动态\\_四川省财政厅 \(sc.gov.cn\)](http://sc.gov.cn)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 15: 石油沥青开工率接近历史水平



资料来源: 隆众资讯, 天风证券研究所

## 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