

# 或只是低于预期的开始

## ——7月PMI数据点评

### 核心观点：

国家统计局7月31日公布7月制造业PMI为49.0，较上个月明显下滑；经季调以后，其主要子指数也纷纷滑落。虽然高频数据有好有坏，整体而言受到疫情反复、地产集体断供可能冲击地产产业链的影响，我们认为7月中国制造业乃至整体经济的增长或不及预期。展望未来，疫情的发展仍有不确定性，叠加政治局会议仅仅要求在“保交楼”方面“压实地方政府责任”，可能难以扭转地产销售低迷的局面，我们下调下半年经济增长预测。保交楼和财政政策是否调整可能是下一阶段政策的主要关注点。

### 点评要点：

#### ➤ 7月PMI明显下滑，高频数据有好有坏

7月PMI综合指数49.0较上个月(50.2)大幅下滑，明显超出季节性的影响。从其主要的子指数新订单、新出口订单、生产、进口和就业来看，全面下滑，显示供需两弱。当然，受到大宗商品价格下滑的影响，PMI原材料购进价格指数和产成品价格指数明显回落，显示工业部门通胀压力有所缓解。高频数据有好有坏，沿海八省发电的高频数据有所改善，但是代表性不强；钢铁、地产销售的高频数据则明显偏弱。总体而言，我们倾向于认为7月制造业乃至整体经济的增长不及预期。

#### ➤ 疫情反复和“集体断供”风波或导致经济增长偏弱

7月以来全国新增病例重新上升，地产的断供风波也严重冲击了购房者的信心，可能导致短期经济包括地产投资增速疲软。从中期来看，由于新冠病毒变种可能持续演化，而政治局会议仅仅主要要求“压实地方政府责任”“保交楼”，短期内可能难以全面挽回购房者信心并可能导致地产销售持续低迷。在这种情况下，民营地产商的现金流可能持续紧张，不能排除地产行业出现更大范围停工乃至烂尾的风险，地产投资可能低于预期。我们下调三、四GDP的预测到4.0%和4.5%。

#### ➤ 关注地产和财政政策的进一步调整

受到短期经济低迷的影响，货币市场短端利率已经重新下行。但是受制于联储加息、CPI未来可能反弹的影响，我们认为OMO-MLF-LPR联动降息的空间不大。但是，不能排除LPR5年期下调支持房地产的可能。未来政策的主要看点仍在地产和财政。包括共益债模式“保交楼”的措施是否有可能更大范围推广并获得资金支持，以及“支持地方政府用足用好专项债务限额”是否针对专项债务余额等值得投资者在下一阶段密切关注。

**风险提示：**经济、政策与预期不一致，国内外疫情恶化超预期、中美关系恶化超预期

分析师：樊磊  
执业证书编号：S0590521120002  
电话：  
邮箱：fanl@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《如期加息 75 基点: null》2022.07.28
- 2、《保交楼的代价: null》2022.07.27
- 3、《美联储在担心什么?: null》2022.07.21

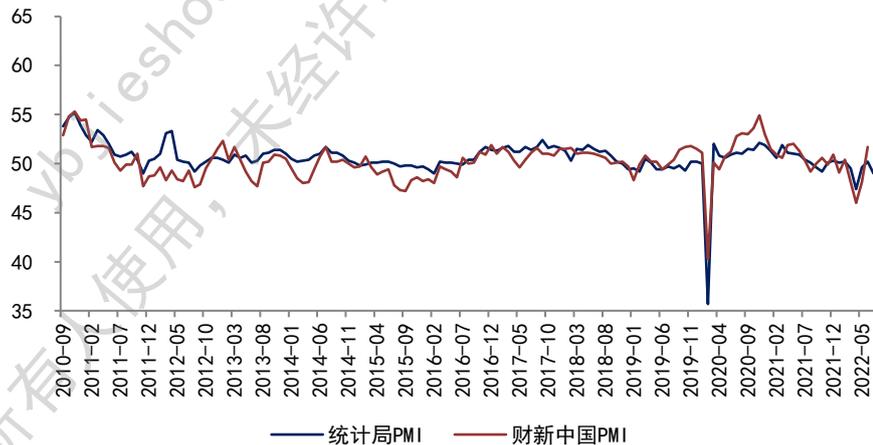
## 1 7月 PMI 重新下滑

7月 PMI 综合指数结束了自5月以来连续反弹的态势，较6月重新下滑，主要子指数的表现也都比较疲弱。

### 1.1 7月 PMI 下滑超预期

7月 PMI 综合指数 49.0 较前一个月的 50.2 明显下滑，低于市场预期。经过季节调整，PMI 综合指数的下滑的程度略有缩小，但是仍然非常显著。这可能意味着中国制造业在7月的环比增长可能明显弱于6月，而且低于预期。整体经济亦然。

图表 1：中国 PMI 综合指数



来源：Wind，国联证券研究所

### 1.2 主要子指数也全面走弱

从经过季调 PMI 系列数据中与需求和产出有关的子指数来看，也显示出7月份制造业部门的增长比较疲软。其中，新订单子指数较6月下滑超过2个百分点，生产子指数下滑超过3个百分点；出口订单、进口子指数也都明显下滑。

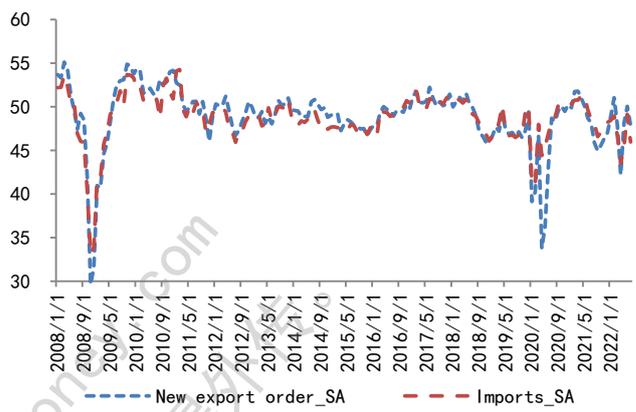
由于国际宏观经济环境并没有在7月单月发生明显变动，我们倾向于认为5-6月 PMI 出口订单的反弹可能与国内供应链修复带动的反弹有关。而7月份则更有可能反映出全球对商品的需求下滑、国内供应链转移等多方面不利因素对中国出口的真实影响。

图表 2: PMI 新订单和生产子指数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 3: PMI 新出口订单和进口子指数



来源: Wind, 国联证券研究所

此外, 经过季节调整以后 PMI 就业子指数 7 月也明显下滑, 可能意味着制造的就  
业状况可能重新趋于恶化。

受到全球经济可能放缓、国际大宗商品价格包括石油价格有所回落的影响, 7 月  
的 PMI 原材料购进价格以及出厂价格子指数持续回落。

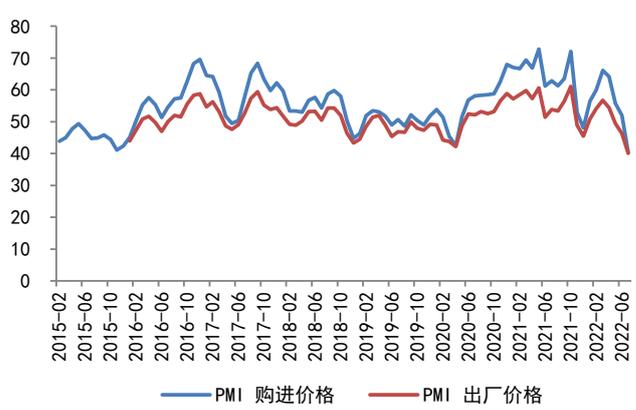
此外, 7 月 PMI 企业预期指数等也有明显恶化。

图表 4: PMI 就业及产成品库存子指数



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 5: PMI 原材料购进价格及出厂价格子指数



来源: Wind, 国联证券研究所

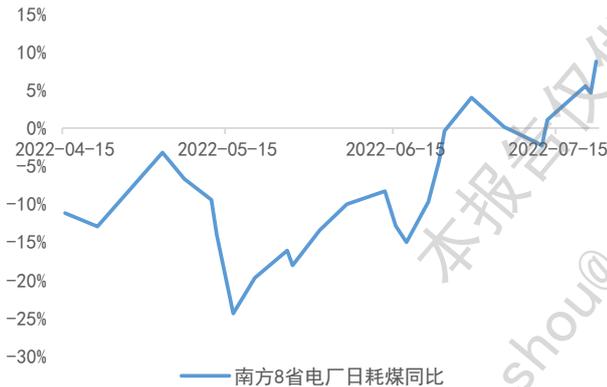
## 2 7 月高频数据有好有坏

虽然 7 月以来发电高频数据表现有所改善, 但是这个高频数据的代表性可能偏弱;  
当然, 也有一些高频数据如地产销售表现不佳。我们倾向于认为 7 月的工业生产、乃  
至整体经济修复或不达预期。

最能代表总量的电力、钢铁高频数据来看, 电力确实有持续改善。沿海 8 省发电

耗煤的高频数据7月份同比较6月份继续提升，并且出现正增长。但是考虑到这个数据的同比和全国发电量同比数据的相关性不算很高，我们并不认为7月全国电力生产的同比数据会明显改善。反过来，从重点企业粗钢产量的旬同比来看，7月份前两旬的平均水平较6月有所下滑，与PMI保持一致。

图表 6：沿海 8 省发电耗煤日均同比



来源：Wind，国联证券研究所

图表 7：重点企业粗钢产量旬同比



来源：Wind，国联证券研究所

值得关注的是地产销售再度明显恶化。自7月以来，30城地产销售的同比数据再度显著走弱。尽管到7月底的同比增速似乎好于4、5月份同比接近腰斩的增长水平，但是我们注意到去年同期地产销售的基数在7月以后也明显下降了，这意味着地产的绝对销售水平仍处于非常差的水平。

图表 8：30 城地产销售面积同比



来源：Wind，国联证券研究所

从其他一些高频指数来看，也是有好有坏。从汽车的半钢胎、全钢胎的开工率同比较6月略有改善；沥青装置开工率等代表基建的高频指标近期也有明显提升；但是从铁矿石的价格持续下滑来看，市场对于地产投资的预期仍有明显恶化。国家统计局

也提及“黑色金属冶炼及压延加工等高耗能行业 PMI 继续位于收缩区间，明显低于制造业总体水平，是本月 PMI 回落的主要因素之一”。

### 3 PMI 数据或是下半年经济低于预期的开始

我们认为近期疫情的重新恶化、以及房地产集体断供风波可能对短期经济数据构成了明显冲击，并造成 7 月经济数据低于预期。中期而言，考虑到疫情的不确定性犹存、叠加对“保交房”并未做出全局性的部署，我们认为下半年经济可能持续低于预期。我们下调三、四季度 GDP 的预测到 4.0%和 4.5%。

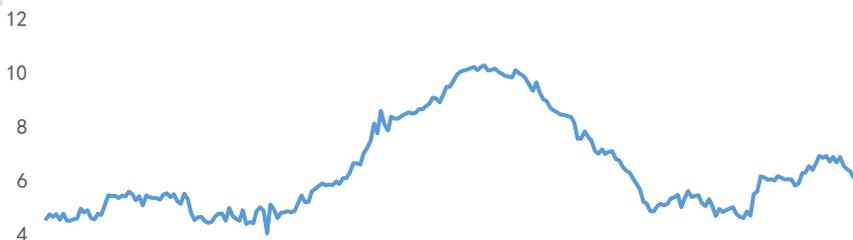
在经济复苏可能受到更大阻力的情况下，我们注意到货币市场短端利率近期重新出现回落。就中期而言，我们认为需要进一步观察地产保交房的政策、“用足用好专项债务限额”为代表的财政政策是否有进一步调整的可能。

#### 3.1 经济疲软的原因及展望

7 月以来，受到多方面因素的影响，国内疫情重新有所反复。单日新增确诊病例和无症状感染者病例之和一度反弹到 1000 人以上。疫情的再度扩散毫无疑问不仅仅直接影响总需求和总供给，还会从预期的角度对经济增长产生明显的负面影响。

展望未来，疫情的变种可能传播力更强，防范难度更大。下半年持续出现反复的可能性不低。

图表 9：对数化之后全国单日新增新冠肺炎人数（含无症状感染者）



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_44648](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44648)

