

2022年07月31日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

需求不足是核心，复苏基础待夯实

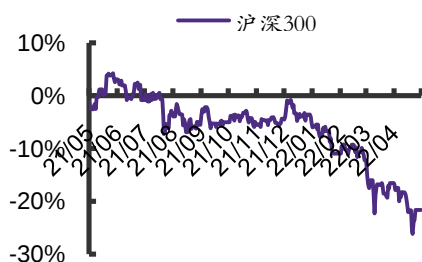
事件

分析师：谭倩
执业证书编号：S1050521120005
邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

联系人：纪翔
执业证书编号：S1050521110004
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹
执业证书编号：S1050121110002
邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《大消费正当时：四大内外驱动和三大配置主线》20220721

《3.5%是本轮美债利率的顶点吗？》20220623

《拨云见日，W型反转》20220620

7月31日，国家统计局公布7月份PMI数据，7月制造业PMI为49.0，低于前值的50.2；非制造业PMI为53.8，低于前值的54.7。

投资要点

■ 核心观点

1、7月PMI数据如何？7月PMI回落至49，重回荣枯线之下。除建筑业以外，其他主要分项全面回落，生产、需求、价格和库存均有不同幅度的回落。

2、为何会出现数据回踩？每年7月本就是生产淡季，具有季节性效应，但这次PMI降幅较大，需求明显偏弱。需求不足是PMI回落的主因，制造业新订单和出口订单同步下行，内外需求均跌落至收缩区间。另外价格大幅下滑（原材料价格和出厂价格差与2020年4月一致），库存加速去化（企业主动去库存，特别是产成品库存连续3个月回落）。

3、如何看后续经济修复节奏？7月份中美央行开始经历了货币政策重心的转变，美联储在抗通胀的同时关注经济增速放缓，国内央行在稳增长的同时防范风险。所以国内年中政治局会议增量政策不足，经济复苏力度偏弱，且进程较为曲折。后续关注疫情形势变化、存量政策效果、地产风险出清进度、基建稳增长节奏。预计在保民生、保主体、稳地产的共同助力下，居民消费信心和企业生产信心将逐步修复。

■ 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

7月PMI数据出现了较为明显的回落，各项指数都出现了不同程度的下行，制造业生产指数再次回到收缩区间，非制造业虽然还在50分界线之上，但也较上月下滑了0.9个百分点。经济修复较为曲折，虽有季节性因素，但需求不足是当前国内经济的核心问题。

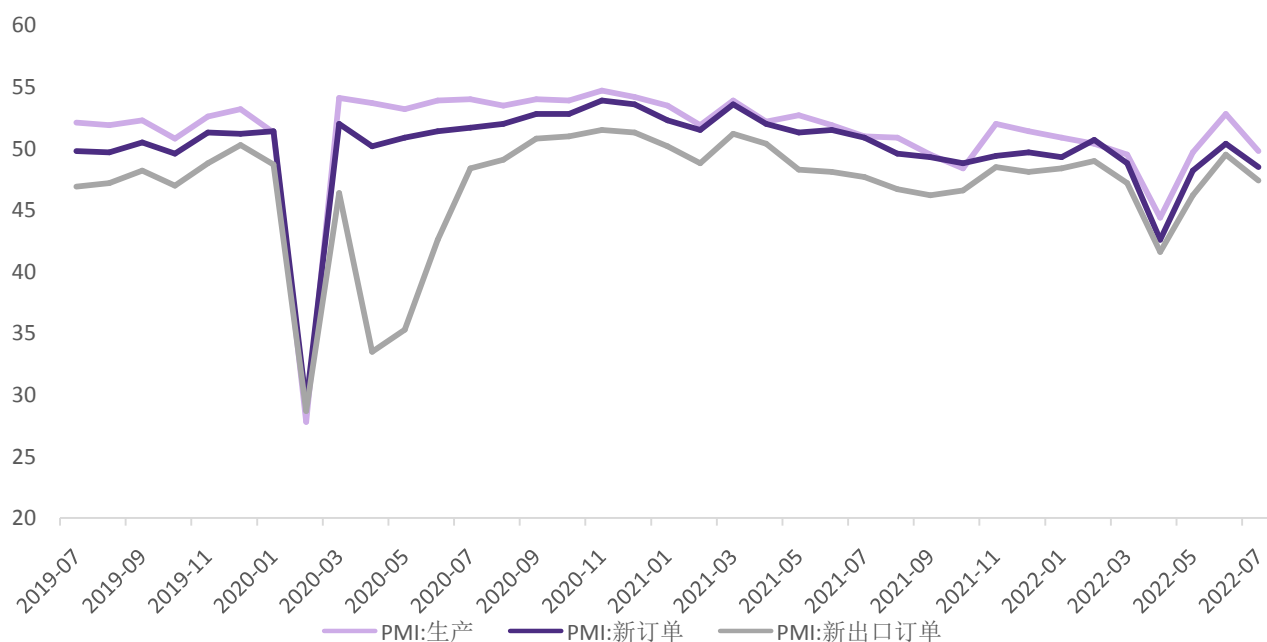
1、制造业：供需同比下滑，需求回暖昙花一现

7月份制造业PMI指数较上月下降1.2个百分点，重新回到荣枯线以下。大中企业生产指数均从景气区间回落，分别较上月下降了0.4和2.8个百分点，大中小企业PMI同时下降到50以下。制造业PMI下降既有季节性设备维护导致生产端减少的原因（综合生产指数下降3个百分点来到49.8%），也有国内外需求下滑的影响（七月份制造业综合生产PMI7月份新订单和新出口订单同步下落，结束了连续四个月的回暖态势）。

当前在美联储以打压通胀为主的货币政策目标和欧盟加息的影响下，预计海外需求会进一步走弱。国内需求也有压力，通过房地产和汽车高频数据观察可知，7月1-29日30大中城市商品房成交面积为1225万平方米，较上月减少了625万平方米，同比少增37%，再度回落；截止到7月24日当周，乘用车日均销售量也较6月份同期环比减少12.8%，销售后劲承压。

6月份居民消费回暖昙花一现说明需求偏弱，仍需政策助力。7月底政治局会议上明确“财政货币政策要有效弥补社会需求不足”、“宏观政策要在扩大需求上积极作为”，表明下半年宏观政策会从需求方面继续发力。这次会议首次提及保交楼，并将责任压实给地方，同时也提出要“妥善化解一些地方村镇银行风险”，意在化解信用风险，带动需求信心修复。

图表 1：7 月 PMI 出现了供需双回落



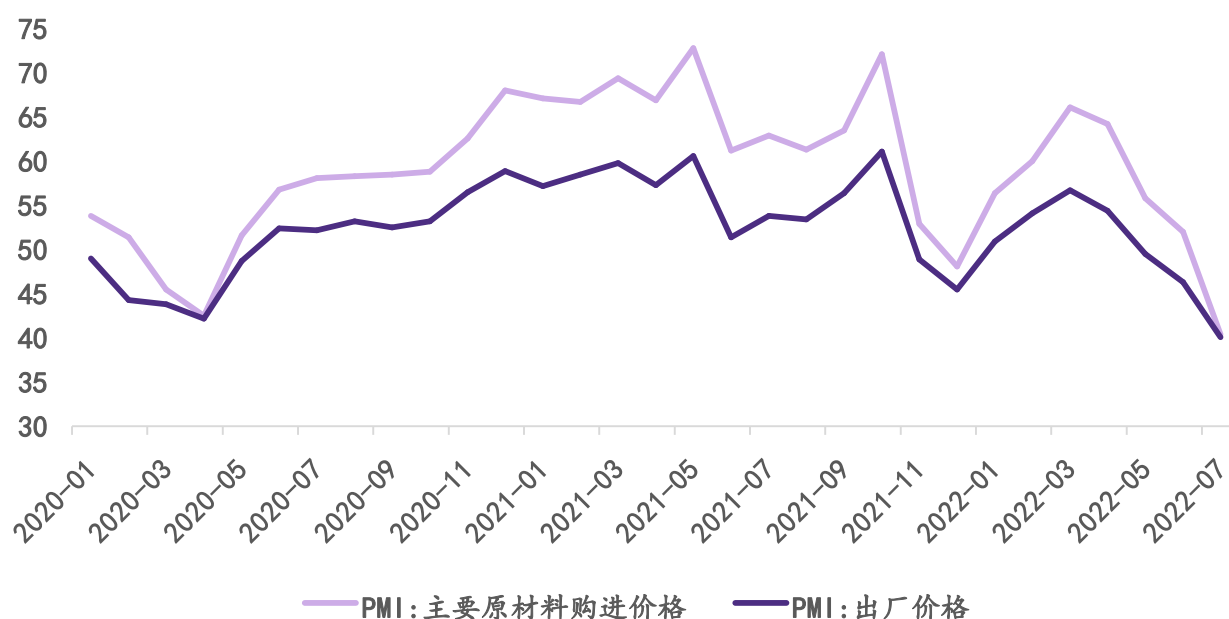
资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

2、价格指数：同步下行，企业主动去库存

7月份原材料和出厂价格同步下行，企业出现了一定的主动去库存行为，原材料购进价格指数与出厂价格指数剪刀差大幅收窄。原材料购进价格指数从6月份52%下降11.6个百分点来到40.2%的位置，创了2013年以来的最低值。原材料价格下跌，一方面受海外大宗商品价格下跌影响，7月份主要大宗商品铜、煤、原油均有不同程度的下行。另一方面，也反映出了企业生产意愿和采购意愿的减弱，出现了原材料库存和产成品库存的同降，企业开始主动去库存：7月份原材料库存下降0.2个百分点来到47.9%，产成品库存下降0.6个百分点至48%。

出厂价格同比下降，原材料购进价格指数与出厂价格指数剪刀差大幅收窄至0.3%，除了表明企业成本压力有所缓解外，也代表着生产和需求意愿偏弱，2020年4月疫情期间时也出现了材料和出厂价差缩窄到0.3%的情况。

图表 2：原材料价格和出产价格同步下滑，差值缩小



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

3、建筑业：基建继续亮眼，三季度支撑犹存

非制造业商务活动指数比上月下降0.9个百分点录得53.8%，仍处在扩张区间。其中建筑业商务活动指数为59.2%，比上月上升2.6个百分点，是难得的亮点。从分项来看，代表基建的土木工程建筑业商务活动指数、新订单指数和从业人员指数分别较上月上升0.2、1.6和1.0个百分点，基础设施项目建设加快推进。

7月底的政治局会议上提出“财政政策要有效弥补社会需求不足”，当前2022年的专项债已经基本发放完毕，可在三季度形成实物工作量。接下来地方政府要“用好用足专项债限额”，全国剩余约1.55万亿的专项债限额会继续进行资金的接力，支撑基建在三季度继续托底经济。

4、服务业：消费需求进一步释放，但疫情影响仍在

虽较上月有所下行，但服务业依然处在景气区间，主要是在6月份的促消费政策下，疫情期间受压抑的服务需求进一步释放。调查的21个行业中，有16个行业商务活动指数位于扩张区间，其中航空运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业高于60.0%。

但疫情影响犹存，对需求的冲击再度显现，导致服务业PMI较上月下降1.5个百分点

至52.8%。7月份服务业新订单指数较上月下降了4.2个百分点来到了49.5%，显示出疫情常态化的冲击。

疫情防控仍是下半年的政策主基调，疫情冲击不容忽视。同时7月份政治局会议提出了疫情防控要“保证影响经济社会发展的重点功能有序运转，该保的要坚决保住”，预计伴随着防疫政策的优化调整，服务业将延续在防疫常态化下的弱复苏。

5、经济前景：复苏基础偏弱，还需政策呵护

当前海内外均处在了货币政策重心的转换期，美国虽然在7月份仍然超鹰派的加息75BP，但是从鲍威尔的发言可以看出美联储已经开始关注经济衰退的风险，叠加二季度美国GDP走负开始进入到技术性衰退，美联储开始进入到看数说话的模式，重心开始由抗通胀到防衰退转变。

回到国内来说，7月底的政治局会议提出了稳中求进的下半年政策定调，淡化经济增长目标，强调疫情防控和保民生任务。政策重心也出现了从稳增长到防风险的切换。

7月PMI数据回调显示经济动能不稳固、市场需求不足。再加上国内年中政治局会议增量政策不足，经济复苏力度偏弱，且进程较为曲折。后续关注疫情形势变化、存量政策效果、地产风险出清进度、基建稳增长节奏。预计在保民生、保主体、稳地产的共同助力下，结构性货币政策和财政政策双管齐下，居民消费信心和企业生产信心将逐步修复。

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_44650

