

2022 年 08 月 31 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

重回弱复苏：需求好于生产，内需仍需发力

—宏观点评报告

事件

分析师：谭倩 S1050521120005

tanqian@cfsc.com.cn

分析师：朱珠 S1050521110001

zhuzhu@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹 S1050121110002

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

- 1、《工业利润再承压，新旧能源成亮点》2022-08-29
- 2、《9月加息 50BP 还是 75BP？》2022-08-27
- 3、《反向非对称降息，意在稳地产》2022-08-22

8 月 31 日，国家统计局公布 PMI 数据，制造业 PMI 为 49.4%，较上月回升 0.4 个百分点；非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数分别为 52.6%和 51.7%，比上月下降 1.2 和 0.8 个百分点，但仍在扩张区间。

投资要点

制造业 PMI 有何变化？

总体来看，PMI 环比回升，经济边际回暖。分项来看，受高温和疫情影响，需求修复好于生产。海外经济增速放缓，能源风险凸显，外需表现不及内需。限电影响企业生产，库存加速去化，产成品库存和原材料库存差值走阔。出厂价格与原材料价格差首度走负，下游盈利空间逐渐打开。企业分化加剧，大型企业重回荣枯线之上，中型小幅回升，但小型企业还在下探。

非制造业 PMI 表现如何？

非制造业 PMI 继续下行，且内部分化明显。地产还在探底过程中，对建筑业形成拖累，基建在增量资金的助力下继续发力，预期重新回升，新订单指数连续四个月上行。服务业受疫情冲击犹存，服务业新订单指数连续回落，已在荣枯线下方运行 2 个月。

弱复苏格局下，关注内需和外需的转换

7 月经济回落，8 月小幅修复，随着 824 国常会稳大盘 2.0 政策推出后，政策性金融工具再度发力，年内弱复苏可期，但要关注内外需求转换。之前国内经济下行压力集中在疫情和地产，疫情影响减弱，地产正在出清，整体风险可控。海外衰退风险显现，外需开始下行，之后应多警惕出口回落风险。因此需要进一步通过保民生稳就业和保交楼稳地产来推动内需的修复，对冲外需下行压力。

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

正文目录

事件:	3
评论:	3
1、需求边际回暖, 外需拉动减弱	3
2、限电扰动生产, 库存加速去化	4
3、上游挤压缓和, 盈利空间改善	5
4、企业分化明显, 大型重回景气	5
5、建筑业持续景气, 开工旺季可期	6
6、疫情扰动仍在, 服务业修复放缓	6
7、内外需交接棒, 保民生保交楼仍需发力	6
8、风险提示	8

图表目录

图表 1: 新订单和出口订单同步恢复	3
图表 3: 企业生产受高温限电影响并未上行	4
图表 4: 生产受限企业释放现货	4
图表 5: 价格差首次转负, 企业盈利空间改善	5
图表 1: 小型企业 PMI 继续下行	5
图表 6: 建筑业和服务业新订单出现分化	6
图表 7: 8 月份 PMI 数据一览	7

事件：

8月31日，国家统计局公布PMI数据，制造业PMI为49.4%，比上月上升0.4个百分点；非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为52.6%和51.7%，比上月下降1.2和0.8个百分点，继续位于扩张区间。

评论：

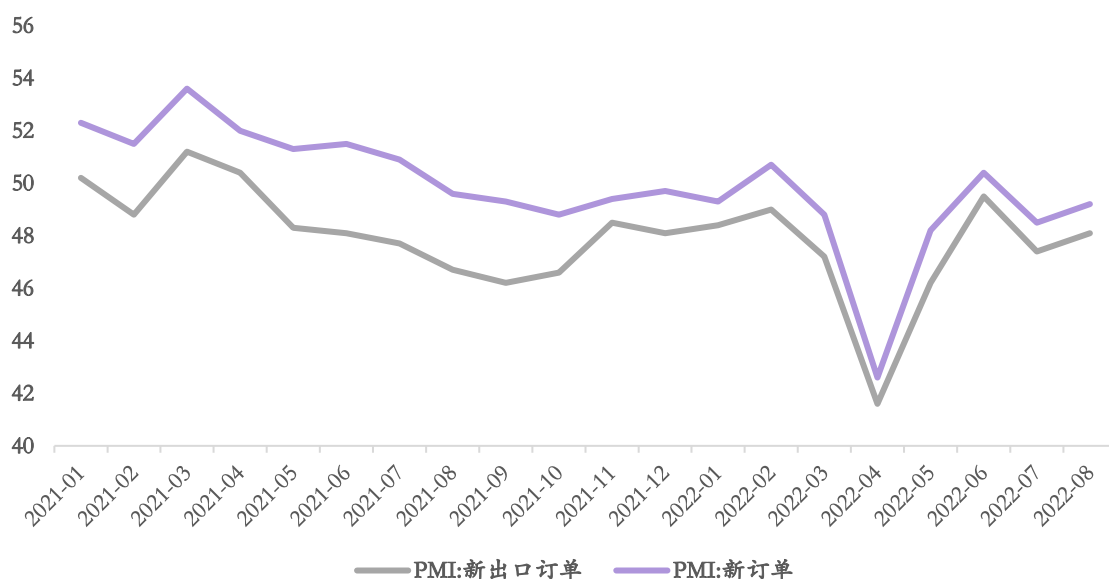
总体来看，8月份的PMI从7月份的底部回暖，上行0.4个百分点，但仍处在荣枯线之下。需求也开始从短期风险暴露中修复，新订单指数上行0.7个百分点。企业在高温限电的影响下出现生产受限产成品释放的情况，生产指数与上月持平而产成品库存继续下行。非制造业PMI虽然仍处在景气区间，但出现一定的分化：建筑业新订单指数上行至53.4%，而服务业新订单指数下行至49.2%。

8月份的PMI数据显示，外需拉动边际减弱，下半年海外需求在加息和能源危机的挤压下将进一步收缩，出口回落风险值得警惕，仍需继续保民生和稳地产工作来推动企业和居民需求稳步恢复。

1、需求边际回暖，外需拉动减弱

需求较7月份有一定的回暖，8月份PMI新订单和出口订单指数均较上月上行了0.7个百分点，分别来到49.2%和48.1%的位置。7月份外需回落超过内需，8月份的恢复却同步，表明外需强于内需的局面已经出现了一定的转变。后续来看，下半年国外需求面对能源危机与加息抗通胀的共同挤压下将会进一步放缓，内需将是下半年的主要推动力。

图表1：新订单和出口订单同步恢复



资料来源：wind，华鑫证券研究

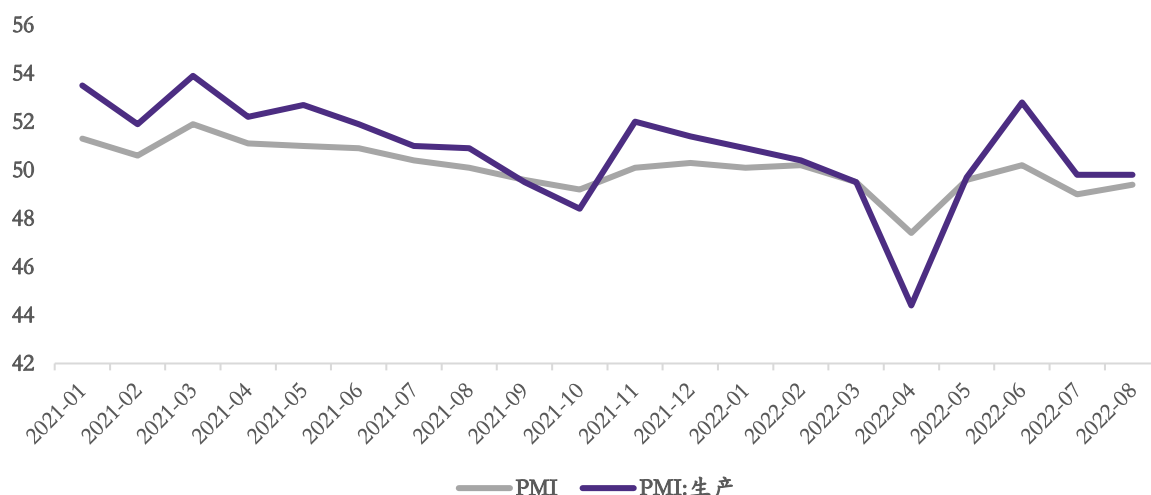
请阅读最后一页重要免责声明

3

2、限电扰动生产，库存加速去化

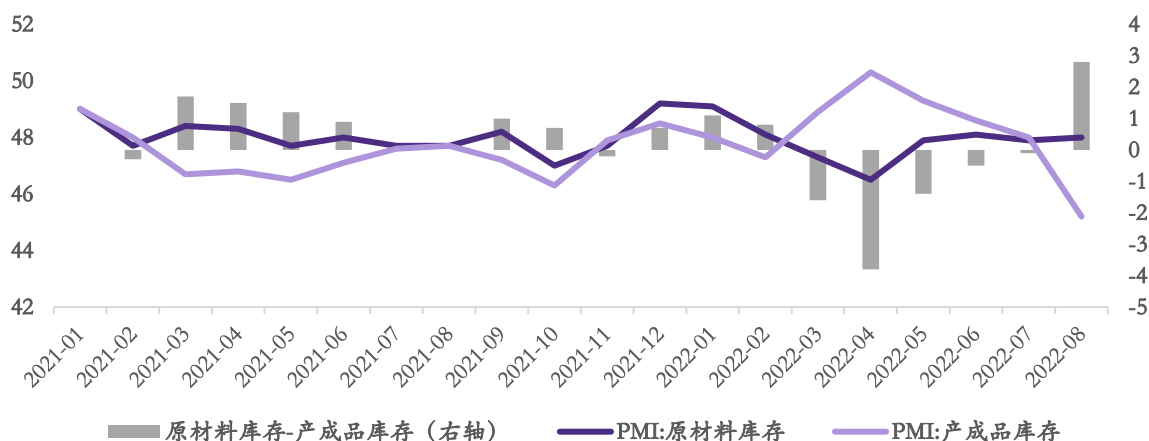
高温限电则是给企业生产带来一定的干扰，主要在两方面有所体现，一是 8 月份的生产 PMI 并没有与制造业 PMI 出现同步上行，而是与上月持平。二是原材料库存的积累和产成品库存的释放并存，8 月份企业原材料库存和产成品库存的差值 2.8%，是 2020 年 12 月份以来的最大值，原材料库存上行和产成品库存下行体现企业在生产受限的情况下对于现货库存的释放。

图表 2：企业生产受高温限电影响并未上行



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 3：生产受限企业释放现货

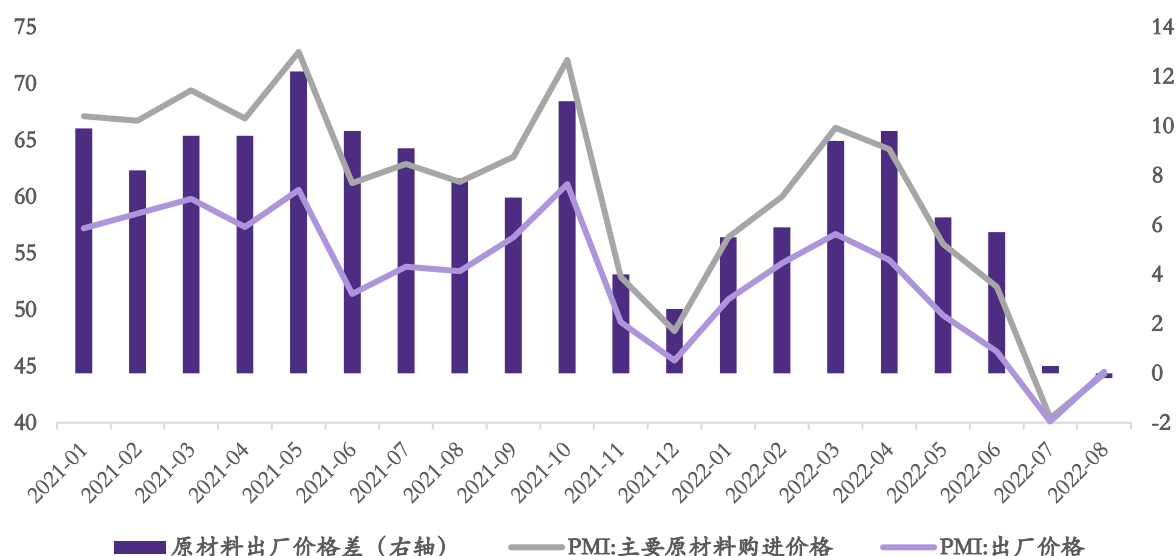


资料来源：wind，华鑫证券研究

3、上游挤压缓和，盈利空间改善

原材料价格和出厂价格剪刀差首度转负，下游企业盈利空间改善。8 月份国际大宗商品价格呈现出高位震荡的局面，带动原材料价格从 7 月份的 40.4%上行至 44.3%。出厂价格指数也在需求的推动下恢复至 44.5%。出厂价格和原材料差值进一步缩小至-0.3%，是有数据以来的首次转负，企业盈利空间有所改善。

图表 4：价格差首次转负，企业盈利空间改善

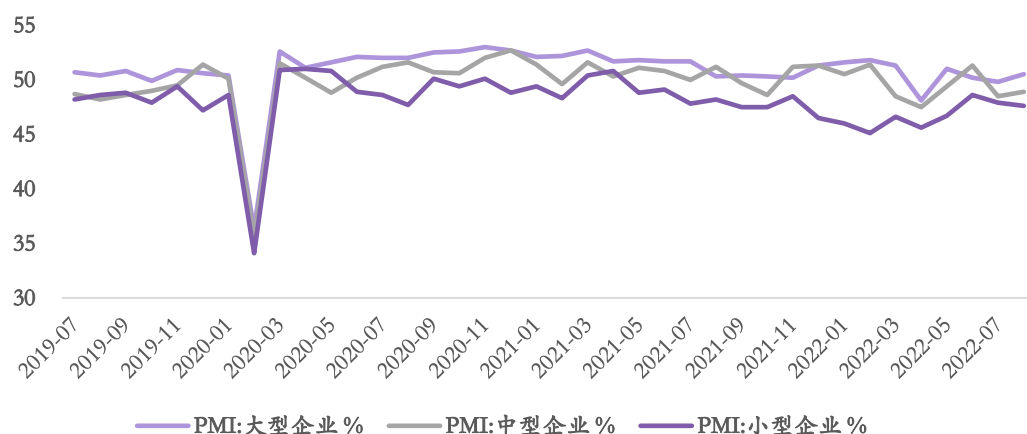


资料来源：wind，华鑫证券研究

4、企业分化明显，大型重回景气

8 月份的制造业 PMI 出现了一定的修复，但从企业的层面来看依然存在着不小的分化，大型企业修复速度最快且已经位于荣枯线之上，为 50.5%，环比增速 0.7%；中型企业有所修复，为 48.9%，环比上升 0.4 个百分点，但仍处在收缩区间；小型企业 PMI 仅为 47.6%，且还在继续下行，较上月下降 0.3%。

图表 5：小型企业 PMI 继续下行



资料来源：wind，华鑫证券研究

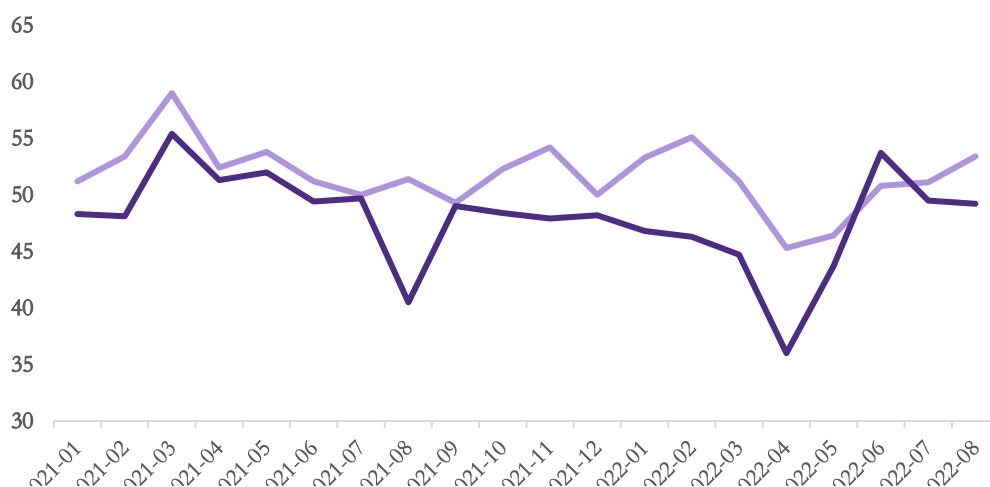
5、建筑业持续景气，开工旺季可期

8 月份非制造业 PMI 较上月下降 1.2 个百分点来到 52.6%，仍处在景气度区间。分行业来看，建筑业商务活动指数 56.5%，较上月下行 2.7 个百分点。新订单指数上行至 53.4%，连续四个月上行。国常会提及要再增加 3000 亿元以上的政策性开发性金融工具，预计 3000 亿基金约可撬动近 3 万亿美元的总投资规模，将有效保障了国家重大基础设施建设资本金需求，加快项目开工建设进度。

6、疫情扰动仍在，服务业修复放缓

服务业虽然仍处在景气区间内，但是在短期疫情的干扰下，修复速度进一步放缓。服务业商务活动指数较上月下行 0.9 个百分点来到 51.9%，主要是高温限电以及疫情反复带来的扰动。服务业新订单指数进一步下滑至 49.2%，连续三个月下滑。疫情仍是服务业修复的最大干扰项。本是暑期旺季，但多地疫情反复，8 月份执飞航班环比减少 33.8%，同比回落 19.8%，已回落至 6 月初水平，疫情再度影响居民跨省出行活动。

图表 6：建筑业和服务业新订单出现分化



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_45647

