

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

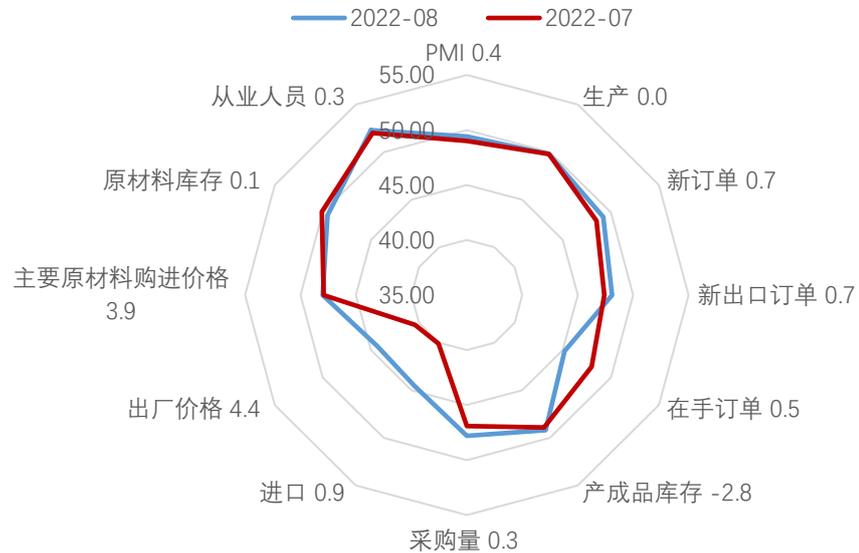
孙永乐 联系人
sunyongle@tfzq.com

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

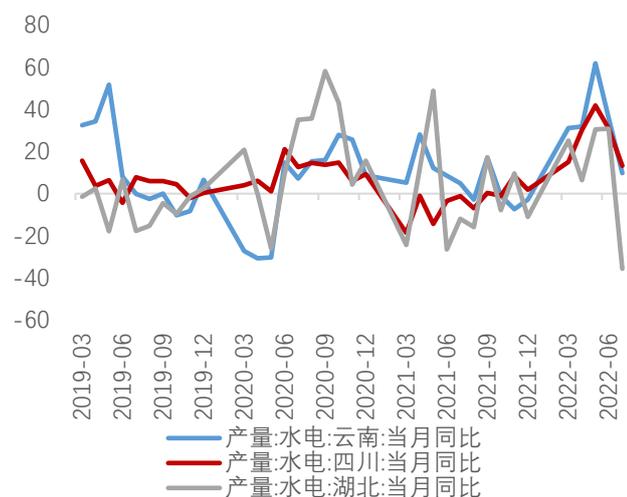
8 月一方面国内疫情再度反复，当日全国新增确诊与无症状人数一度向上突破 3000 人次，涉疫省份一度达到 27 个。另一方面今年国内夏季气温明显偏高，居民用电需求大幅增长。同时，高温少雨天气又使得四川、云南、湖北等传统水电大省的发电量回落。强需求、弱供给局面下，8 月国内多地开始限制工业用电，比如四川首次启动省级突发事件能源供应保障一级应急响应，通过限制工业用电，全力保障民生用电。受此影响，8 月 PMI 生产指标与上月持平。

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。

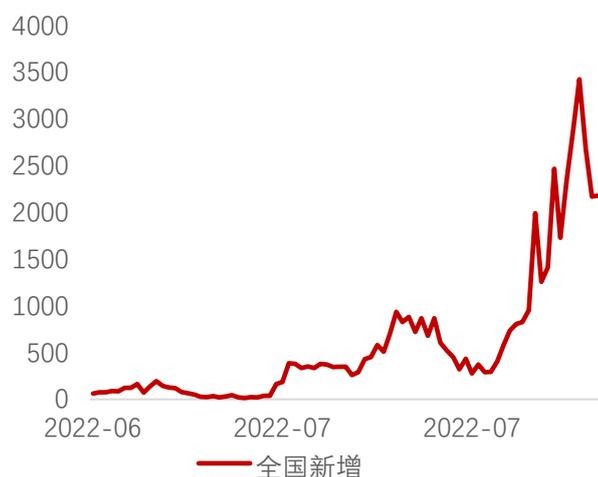
图 2：四川等地的水电产量回落（单位：%）

图 3：国内气温已经开始回落（单位：摄氏度）

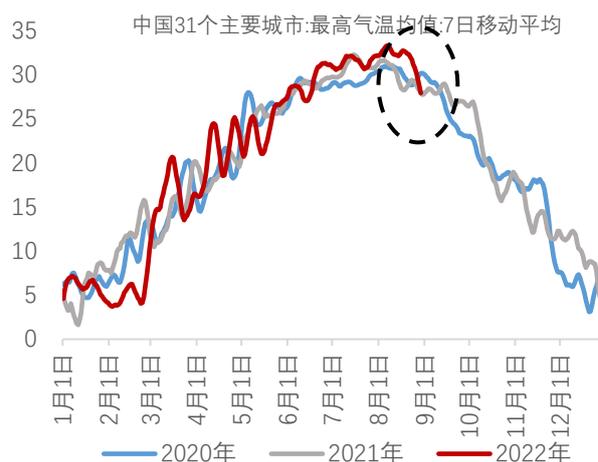


资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 国内疫情高峰已经过去 (单位: 例)

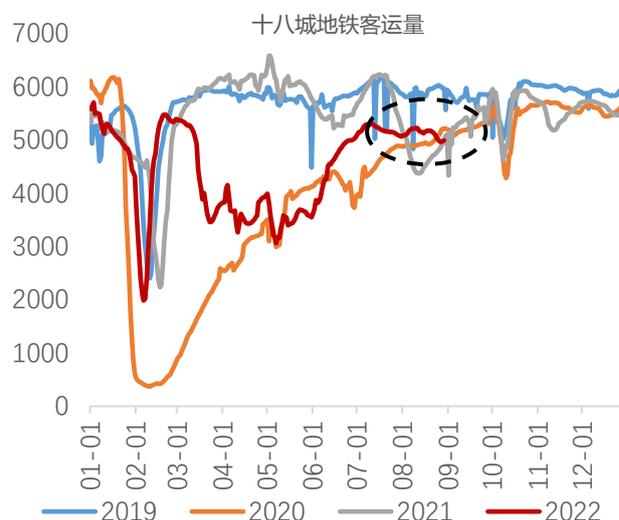


资料来源: wind, 天风证券研究所



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)

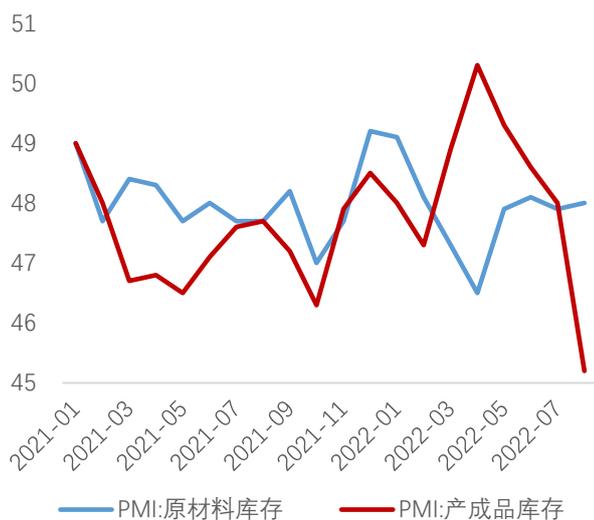


资料来源: wind, 天风证券研究所

去库存节奏延续

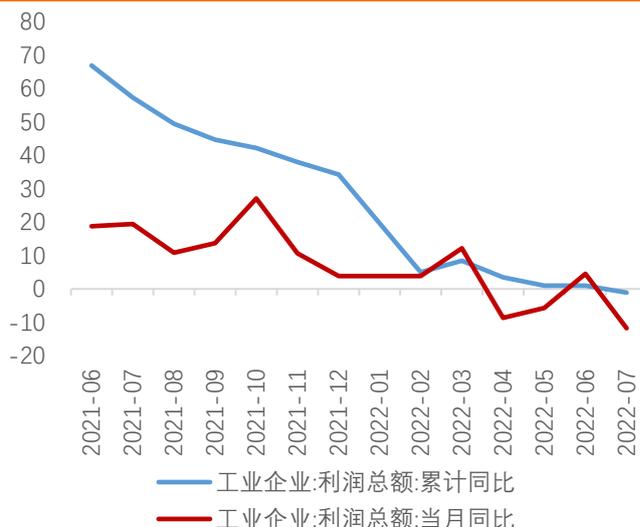
8月产成品库存回落2.8个百分点至45.2%，原材料库存略上行0.1个百分点至48%。年初疫情导致企业产成品被动累库之后，近几个月企业一直处于主动去库存阶段。从实际库存数据上看，工业企业产成品存货同比增速从4月的20%震荡回落至7月的16.8%。在去库的同时，7月工业企业利润数据正式转负，当月同比为-11.8%，累计同比-1.1%，显示工业企业利润端承压。不过随着上游价格回落，目前上中下游企业的利润结构有所改善。目前企业库存规模依旧偏高，后续回落空间依旧较大。按照M1同比增速领先企业库存周期的经验，今年后续几个月国内依旧会处于去库阶段。

图 6：疫情累库之后，产成品正在加速去库（单位：%）



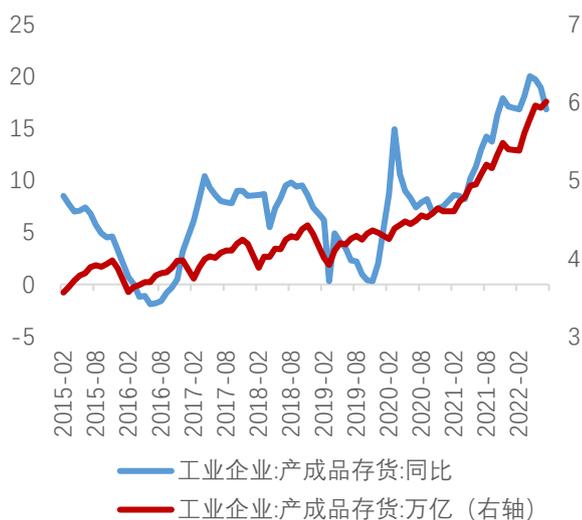
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：工业企业利润承压（单位：%）



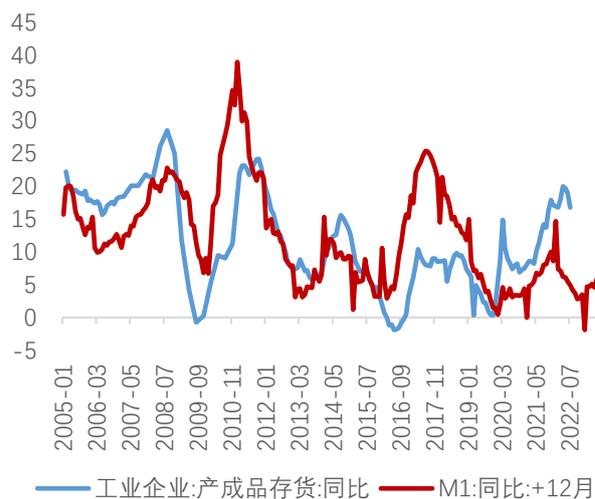
资料来源：wind，天风证券研究所

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%。

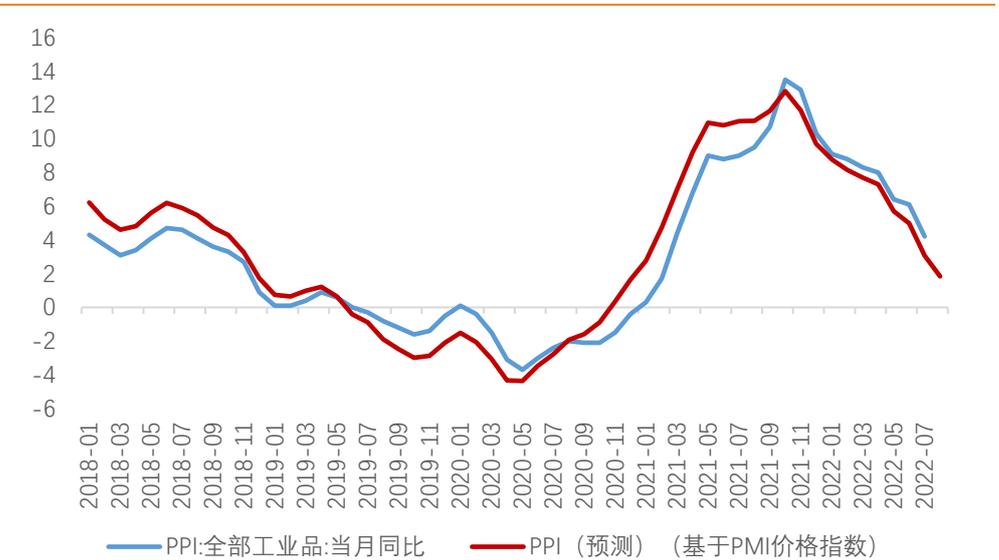
中外通胀周期的分化给中国出口企业带来了持续的成本优势。且在能源体系分化的情况下，这种成本上的优势短期内很难会被扭转，后续可以关注由成本优势带来的中国产业优势。

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: %)

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_45759



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>