



Research and  
Development Center

# 疫情频发，加工业减产，还未到担心经济过热的時候

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号：S1500521040002  
联系电话：010-83326858  
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

王誓贤 宏观研究助理  
邮箱：wangshixian@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

# 疫情频发，加工业减产，还未到担心经济过热的时候

2022年7月31日

**摘要：7月我国制造业PMI为49%，没能延续6月的扩张势头，企业库存周期被打乱，经济复苏遇阻力。**

- **7月制造业PMI为49%，低于上月1.2个百分点，产需指数均下滑。**新订单指数和生产订单指数分别降至48.5%和49.8%。从业人员指数降至48.6%。制造业景气水平在疫情多点频发和大宗原材料价格下行的背景下遭遇极大考验。我们认为新冠疫情持续不断，导致防疫政策不敢松懈，进而内需恢复受阻，生产动能不足叠加上游加工业在出厂价格处于低位时消极减产是7月PMI下降的两个主要原因。
- **制造业库存周期重回年初状态，未能实现从被动去库存到主动补库存的跨越。**7月产成品库存指数比上月下降0.6个百分点，原材料库存指数比上月下降了0.2个百分点，制造业企业从6月份的被动去库存进入到了7月的主动去库存。这主要还是疫情和上游加工业减弱原材料采购力度导致的，即内需不足和出厂价格指数过低削弱了制造业企业原材料的采购意愿。
- **建筑业势头强劲，服务业扛住压力，仍处于扩张区间。**7月建筑业PMI为59.2%，高于上月2.6个百分点。受益于6月发行的近1.4万亿新增专项债提供的超过9000亿基建资金，基建加快推进，建筑业扩张加快。而服务业新订单指数在7月降至收缩区间，行业PMI录得52.8%，环比下降了1.5个百分点，扛住了需求下滑的压力，只是扩张脚步缓慢了。
- **7月PMI的数据表明进入三季度后，尚不需担心我国经济过热的风险，下半年仍有实行增量政策的必要。**新冠疫情、俄乌冲突、美联储加息还在持续，佩洛西访台消息又为中美关系蒙上一层不确定性的阴影。内外部的负面因素有的是可控的，有的是难以控制的，三季度经济基本面仍面临极大的挑战。重磅增量政策仍有实施的必要。依据《专项债还是特别国债？——下半年增量政策再推演》和近日政治局会议的内容，提前使用明年专项债仍是最有可能性的增量政策。
- **风险因素：疫情反复持续，中美关系阴晴不定。**

目录

一、疫情反复，大宗原材料价格下行.....	3
1.1 疫情多点频发，内需修复动力不足.....	3
1.2 上游原材料价格下行，加工业观望减产.....	4
二、制造业企业库存周期被严重干扰.....	6
三、建筑业加快扩张，服务业景气度下滑.....	7
风险因素.....	9

图目录

图 1：今年 1-7 月制造业 PMI 的走势与疫情形势息息相关.....	3
图 2：生产、新订单和从业人员和供货商配送指数都出现下降.....	4
图 3：7 月生产动能回落.....	4
图 4：价格指数大幅下降.....	5
图 5：铁矿石价格大幅下滑传导至出厂价格.....	5
图 6：7 月大中小型企业都处于收缩区间.....	6
图 7：7 月制造业企业进入主动去库存.....	6
图 8：建筑业延续强劲扩张势头，服务业景气水平下降.....	7
图 9：6 月专项债为 7 月基建提供大量资金.....	7
图 10：我国综合 PMI 产出指数保持在扩张区间.....	8

## 一、疫情反复，大宗原材料价格下行

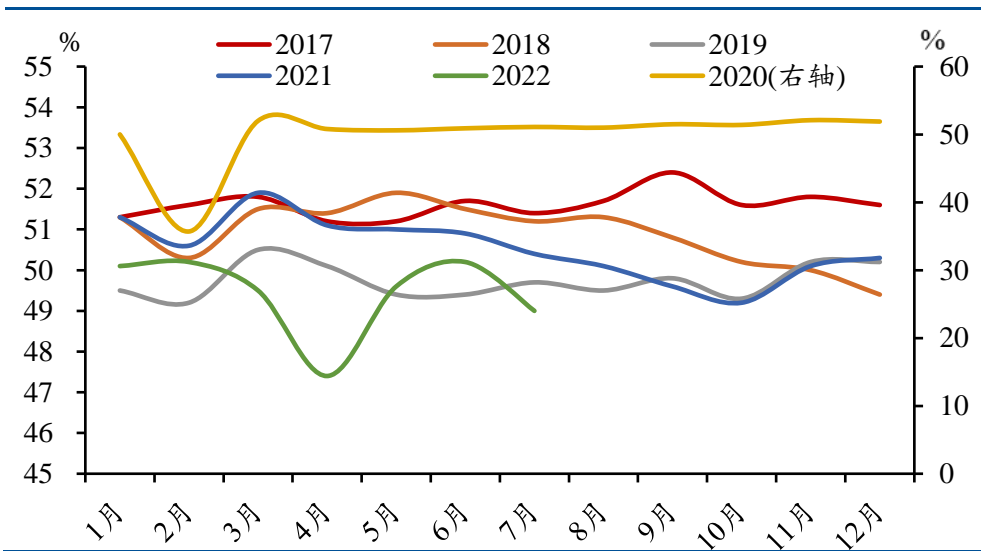
### 1.1 疫情多点频发，内需修复动力不足

7月制造业PMI为49%，低于6月份的50.2%，降至收缩区间。5月之后的景气恢复局面在7月被打破，我们认为这固然有季节性因素在，但中下游企业盈利承压和7月疫情多点频发是最主要的两个原因。在分析PMI之前，且先看看7月的疫情：

7月1日至30日，全国新冠肺炎本土确诊2551例，而6月为836例；全国本土无症状感染者12548例，而6月为1457例。

再看今年制造业PMI的走势，和疫情形势可谓息息相关。制造业PMI从1-2月的扩张到3-5月的收缩到6月的重回扩张再到7月的收缩，分别对应1-2月疫情的稳定，3-5月疫情的爆发和持续，6月疫情形势好转和7月疫情的反复。换句话说，疫情形势主导了制造业的景气度。

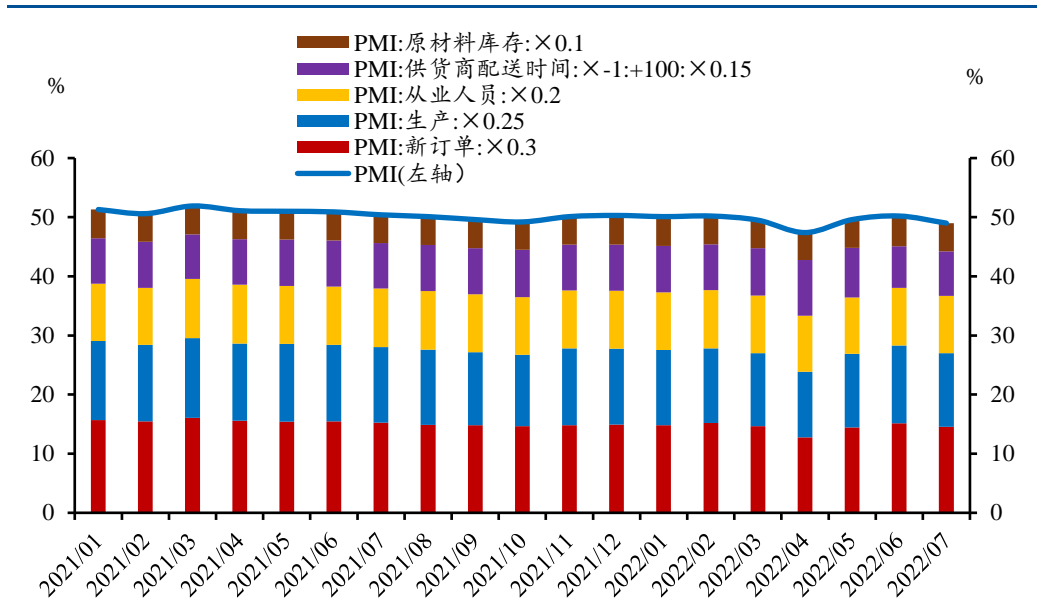
图1：今年1-7月制造业PMI的走势与疫情形势息息相关



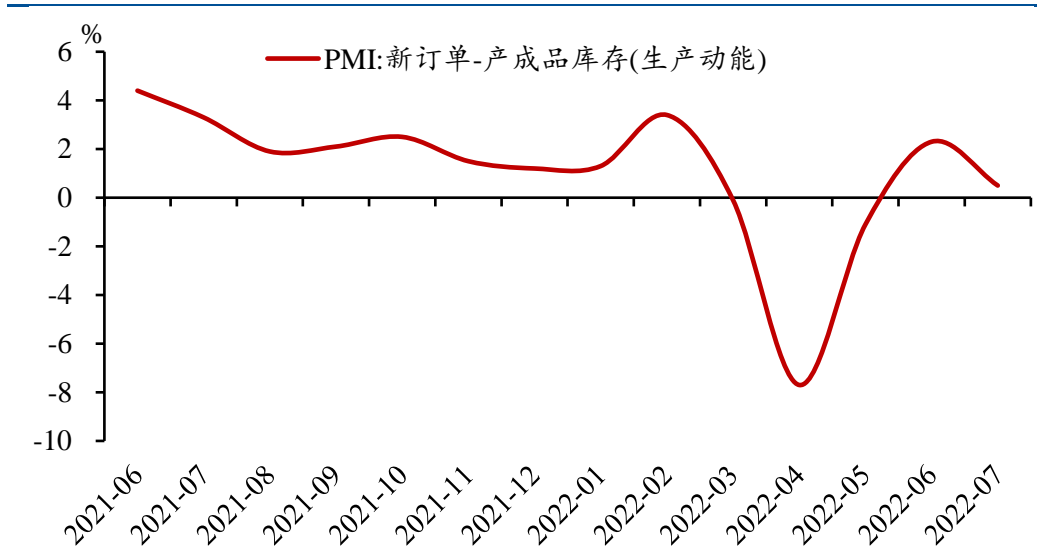
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

继续看7月制造业PMI的几个分项指数，新订单指数、生产指数、从业人员指数、供应商配送时间指数分别为48.5%、49.8%、48.6%、50.1%，分别低于上月1.9、3、0.1和1.2个百分点。其中新订单和生产两个指数降至收缩区间。市场需求不足，生产动能也不足。新订单消化产成品库存的能力减弱。物流运输效率下降。就业持续不景气。

各个分项的全面下滑表明整体经济的修复动能不足。此前的一揽子稳增长政策措施在6月显现一定效能后，到7月的效能出现了边际衰减。比如留抵退税、专项债、政策行贷款等集中在上半年发力。7月28日中央政治局会议可能受到前期市场对下半年经济过热舆论的影响提出“要保持战略定力”，《重提“保持战略定力”的政策含义——逐句解读7.28政治局会议通稿》提出这可能意味着下半年政策力度减弱。但新冠疫情、俄乌冲突、美联储加息、房地产市场停工烂尾等带来的负面冲击在7月并没有消失，7月PMI下降也印证了经济基本面还存在很多不足，还没到考虑经济是否过热的时候。

**图 2：生产、新订单和从业人员和供货商配送指数都出现下降**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 供货商配送时间指数为逆指数, 下降后占比上升

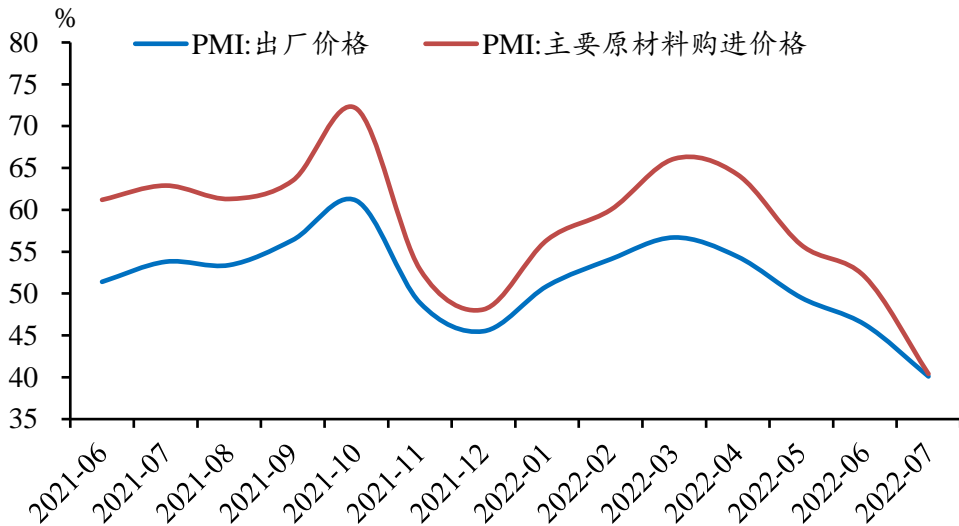
**图 3：7 月生产动能回落**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 1.2 上游原材料价格下行，加工业观望减产

7 月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 40.4% 和 40.1%，低于上月 11.6 和 6.2 个百分点，这与大宗原材料价格下行和保供政策效果显现有关。由于铁矿石价格的下降，统计局指出黑色金属（铁是典型的黑色金属）冶炼和压延加工业两个行业的价格指数是调查行业中最底的。统计局还提到“由于价格水平大幅波动，部分企业观望情绪加重，采购意愿减弱”，“石油煤炭及其他燃料加工、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”。

这说明黑色金属冶炼等加工型企业面对上游原材料价格的大幅回落，采取了消极减产的态度，毕竟出厂价格也很低。如果采购大量原材料来生产，也不会有多少利润可赚。不如等到原材料价格继续下行，而出厂价格回升，企业利润空间打开后再加大生产。

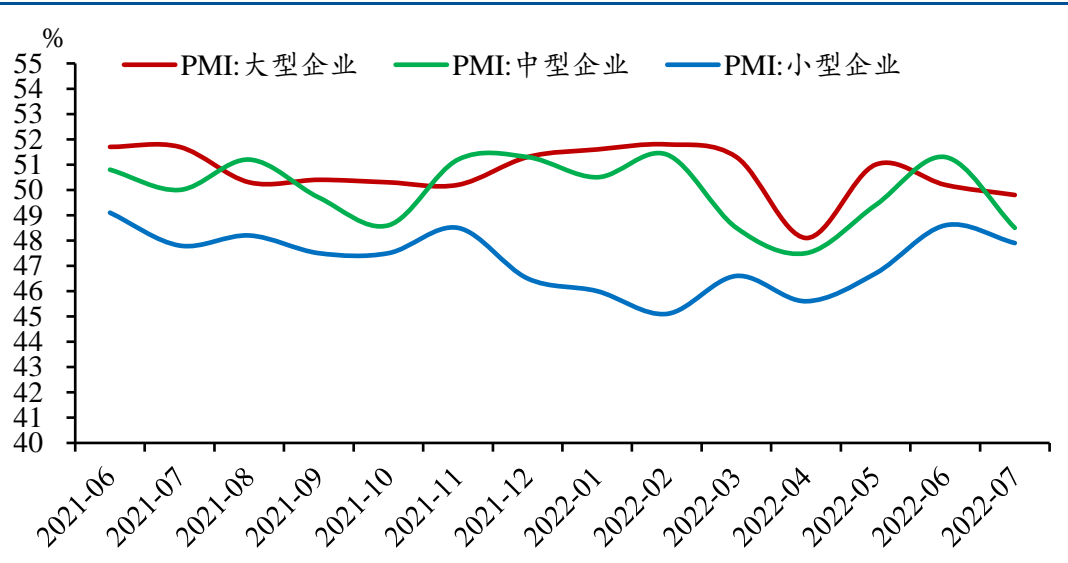
**图 4：价格指数大幅下降**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 5：铁矿石价格大幅下滑传导至出厂价格**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**大中小型企业景气度全面下滑。**7月大型企业 PMI 为 49.8%，低于上月 0.4 个百分点；中型企业景气度回落更多，低于上月 2.8 个百分点，为 48.5%；小型企业则延续景气收缩状态，且景气水平进一步下降至 47.9%。这其中大型企业的新订单和生产指数分别为 50%和 50.9%，但主要原材料购进价格指数和出厂价格指数下降至 38.7%和 37.8%，推测是大型企业中的高耗能行业企业 PMI 拉低了大型企业的 PMI。

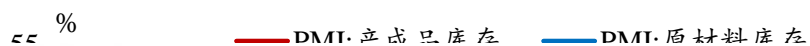
**图 6：7 月大中小型企业都处于收缩区间**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 二、制造业企业库存周期被严重干扰

7 月产成品库存指数为 48%，低于上月 0.6 个百分点；原材料库存指数为 47.9%，低于上月 0.2 个百分点，对应的阶段为主动去库存，对应了需求下降。本来我们在《经济重回扩张，下一步政策核心将是稳就业—6 月 PMI 点评》中提到在 6 月被动去库存（代表需求改善）后大概率能在三季度迎来企业的主动补库存（代表需求旺盛），但我们也明确提示了风险因素之一是疫情反复出现。而上游加工业减弱原材料采购力度，也是整体制造业原材料库存指数下降的原因之一。这两个方面导致了企业从被动去库存到主动补库存的周期进程被打乱，反而回到了 1-2 月的主动去库存周期。

从时间线上看，今年制造业经历了 1-2 月的主动去库存到 3-4 月的被动补库存再到 5-6 月的被动去库存，按照正常的库存周期，需求也应是从改善发展到旺盛，三季度本应是延续一段被动去库存后发展到主动补库存，但疫情和大宗原材料又致使库存周期回到了年初状态。

**图 7：7 月制造业企业进入主动去库存**


**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\\_44646](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44646)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>