

核心观点

韦志超

首席经济学家

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152692

黄煜阳

研究助理

huangyuyang@sczq.com.cn

电话: 86-10-81152672

相关研究

- 经济低位运行，A股有所回调
- LPR 降息，市场影响几何？
- 7月经济数据点评：地产的扩散效应和疫情的长尾效应

- 2022年8月经济修复放缓，综合 PMI 读数从7月的52.5%下降到8月的51.7%。经济高频数据显示8月的经济运行情况基本上是7月的线性外推，地产没有明显好转，疫情边际恶化。此外，超季节性的高温天气也对生产经营活动造成不利影响。因此，可以看到，8月制造业 PMI 在景气收缩区间弱反弹，服务业和建筑业景气环比走弱。
- **制造业线下反弹，服务业景气走弱。**8月制造业 PMI、建筑业 PMI、服务业 PMI 分别录得 49.4%、56.5%、51.9%，较前值上升 0.4 个、下降 2.7 个、下降 0.9 个百分点。制造业分项中，需求的反弹好于生产，从业人员的读数有所改善，或体现了“稳就业”的政策效果。建筑业虽然因基建的支撑仍然处于景气扩张区间，但是较前值和季节性均值均有差距，主要受房地产拖累以及高温天气的影响。服务业仍然受制于疫情，但与之前疫情冲击时服务业 PMI 大幅下探相比，本次服务业 PMI 走弱幅度较小，并且处于景气扩张区间，可能是指数没有涵盖月末的情形，服务业的韧性还有待观察。
- **需求有所反弹，企业盈利改善。**8月新订单 PMI、新出口订单 PMI、在手订单 PMI 分别录得 49.2%、48.1%、43.1%，较前值分别增加 0.70、0.70、0.50 个百分点。以新订单 PMI-产成品库存 PMI 衡量的需求改善情况，8月该数值较前值大幅上行 3.5 个百分点。外需恢复的程度与内需相当，8月新出口订单指数录得 48.1%，较前值增加 0.7 个百分点，倒算的国内订单指数为 49.5%，也较前值增加 0.7 个百分点。8月企业的盈利在改善，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别录得 44.3%和 44.5%，较前值分别增加 3.9 和 4.4 个百分点，原材料购进价格指数小于出厂价格指数。
- **企业景气分化，小企业承压大。**8月大型企业从景气收缩区间回升到景气扩张区间，PMI 录得 50.5%，较前值增加 0.7 个百分点。中、小型企业继续处于景气收缩区间，PMI 分别录得 48.9%和 47.6%，较前值分别增加 0.4 和减少 0.3 个百分点。中、小型企业的经营预期在恶化。
- **后市展望。**股市在经历了超跌反弹之后进入了平台期。经济基本面预计将保持低位平稳，流动性维持中性偏松的状态。海外资本市场走势有一定的不确定性，但冲击最大的时候或已过去。因此，以业绩为支撑的结构性及个股机会更大。

风险提示：疫情超预期，稳增长政策落地不及预期，地缘政治风险升级

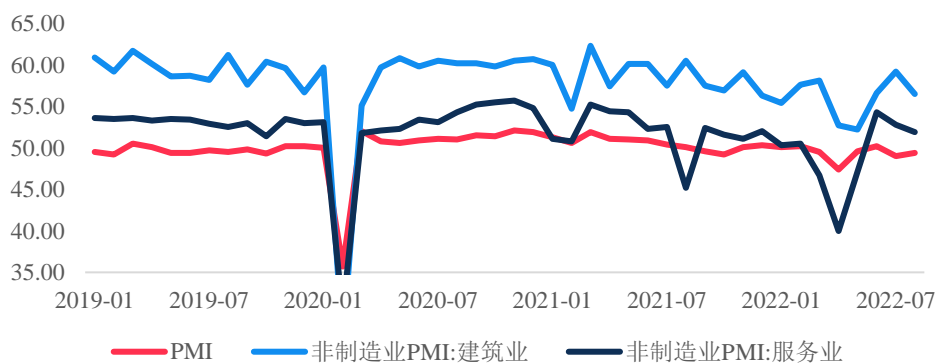
2022年8月经济修复放缓，综合PMI读数从7月的52.5%下降到8月的51.7%。7月宏观数据大类口径只有出口较好，高频数据显示8月的经济运行情况基本上是7月的线性外推，地产没有明显好转，疫情边际恶化。此外，超季节性的高温天气也对生产经营活动造成不利影响。因此，可以看到，8月制造业PMI在景气收缩区间弱反弹，服务业和建筑业景气环比走弱。

1 制造业线下反弹 服务业景气走弱

8月PMI读数显示制造业线下弱反弹，建筑业和服务业线上走弱。制造业PMI录得49.4%，较前值上升0.4个百分点。商务活动PMI录得52.6%，较前值下降1.2个百分点。其中，建筑业PMI录得56.5%，较前值下降2.7个百分点；服务业PMI录得51.9%，较前值下降0.9个百分点。

与之前疫情冲击时服务业PMI大幅下探相比，本次服务业PMI虽然走弱，但走弱幅度较小，并且处于景气扩张区间，原因可能是两方面因素的综合，其一，PMI指数没有涵盖月末的情形，而8月疫情在下旬开始发酵；其二，防疫可能更加精准，经济运行更加高效。

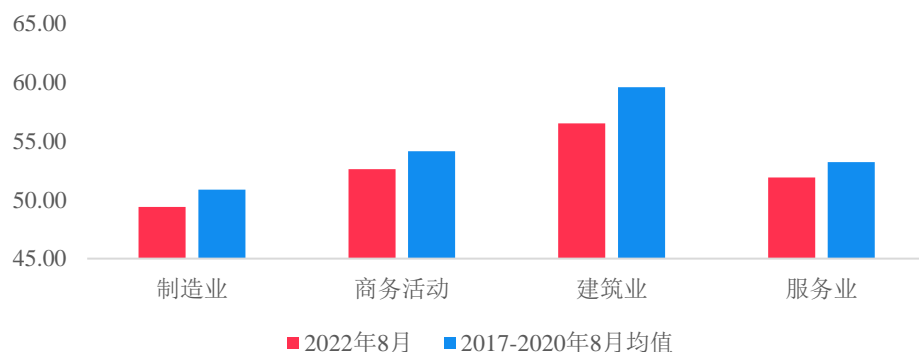
图1：制造业小幅反弹、非制造业下行



资料来源：Wind, 首创证券

以季节性的视角来看，制造业、商务活动弱于季节性的程度相当，2022年8月制造业、商务活动、建筑业和服务业PMI读数分别比2017-2020年的季节性均值下降1.48、1.55、3.10和1.30个百分点。在商务活动中，建筑业的拖累较大，服务业韧性较强。

图2：制造业、商务活动均弱于季节性



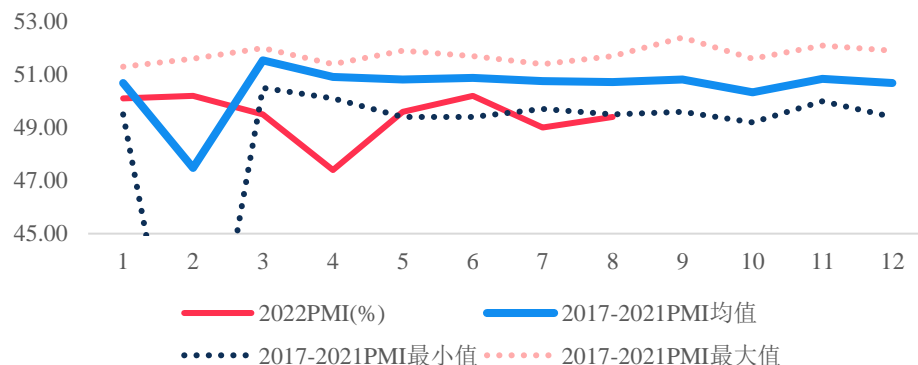
资料来源：Wind, 首创证券

注：由于2021年8月疫情严重，商务活动PMI仅录得47.50%，因此季节性取2017年-2020年的平均值，稳定性较好。

下面，分别查看制造业、建筑业和服务业的情况。

首先看制造业，8月制造业PMI的明显弱于季节性水平，比2017-2021年最小值小0.1个百分点。PMI是环比数据，在7月数据较弱的基础上，8月数据的弱势说明制造业的形势较为严峻。

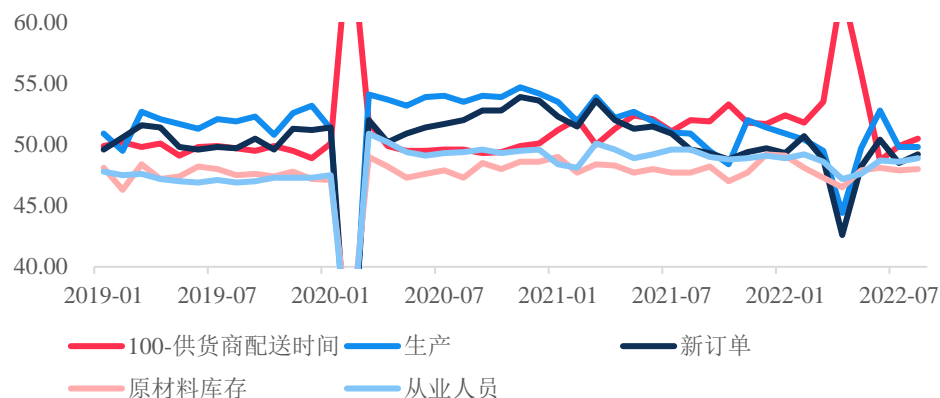
图3：制造业PMI处于历史同期较低水平



资料来源：Wind, 首创证券

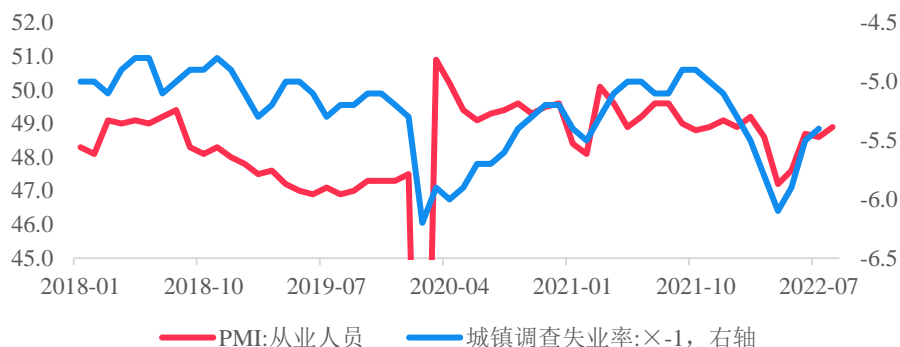
构成制造业PMI的五大分项中，若暂不考虑在疫情期间指向意义失真的供货商配送时间，其余四项，生产PMI、新订单PMI、原材料库存PMI、从业人员PMI，在8月均处于景气收缩区间，读数分别为49.8%、49.2%、48.0%、48.9%，较前值分别上升0.00、0.70、0.10、0.30个百分点。制造业PMI分项数据显示，需求的反弹好于生产，从业人员的读数有所改善，体现了“稳就业”的政策效果。

图4：制造业PMI分项 (%)



资料来源：Wind, 首创证券

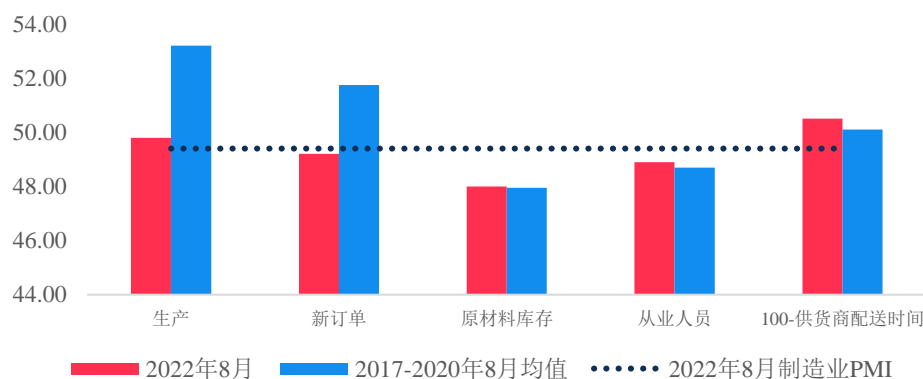
图 5：就业改善（%）



资料来源：Wind, 首创证券

从季节性来看，8月制造业 PMI 大幅弱于季节性，是由权重最高的两个分项生产 PMI 和新订单 PMI 拖累所致，两者分别比季节性均值水平低 3.40 和 2.55 个百分点，原材料库存和从业人员分别比季节性均值水平高 0.05 和 0.2 个百分点。无论是环比，还是季节性，从业人员的改善均最为明显。

图 6：制造业 PMI 分项季节性（%）

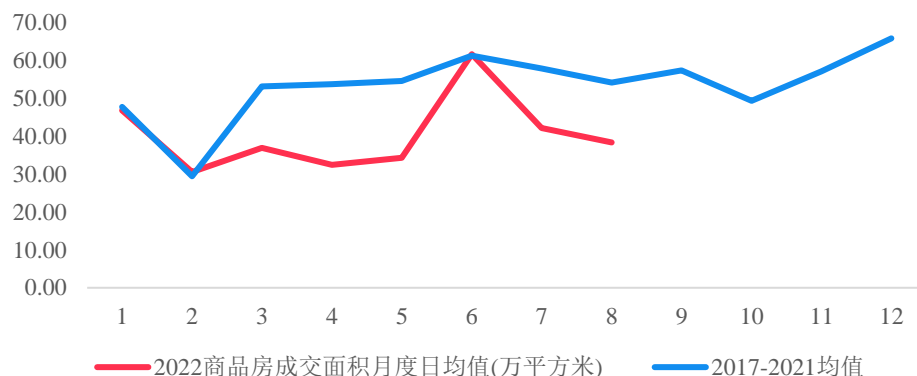


资料来源：Wind, 首创证券

其次看建筑业。建筑业 PMI 虽然因基建的支撑仍然处于景气扩张区间，但是较前值和季节性均值均有差距，主要受房地产拖累以及高温天气的影响。

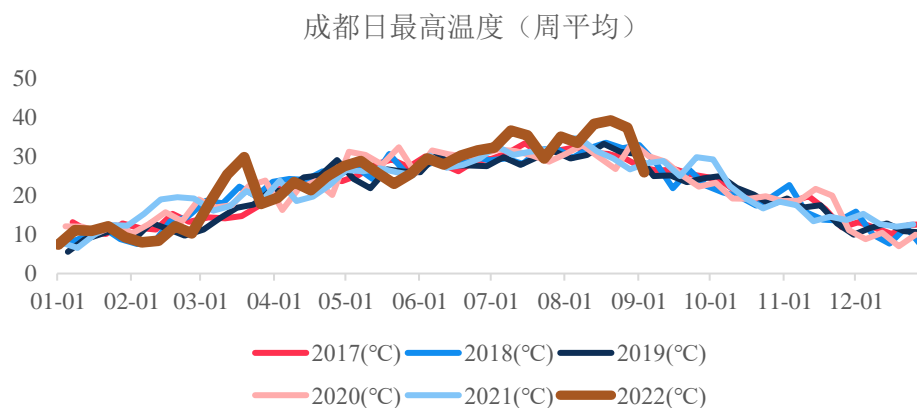
一方面，房地产保交付的政策落地见效需要时间，8月房地产销售的高频数据没有明显好转。另一方面，建筑工程作业可能受高温天气的影响，以川渝地区为例，今年8月的日最高温大幅高于过去几年的水平。

图 7：30 城商品房成交面积下降（万平方米）



资料来源：Wind, 首创证券

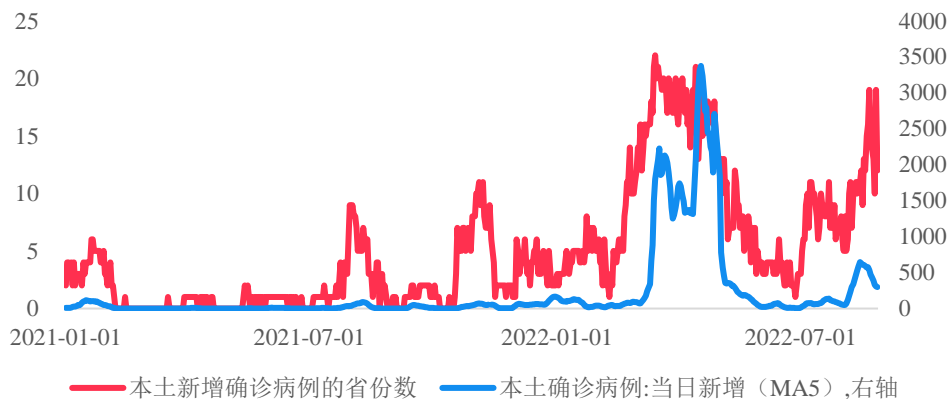
图 8：成都日最高温度（周平均，摄氏度）



资料来源：Wind, 首创证券

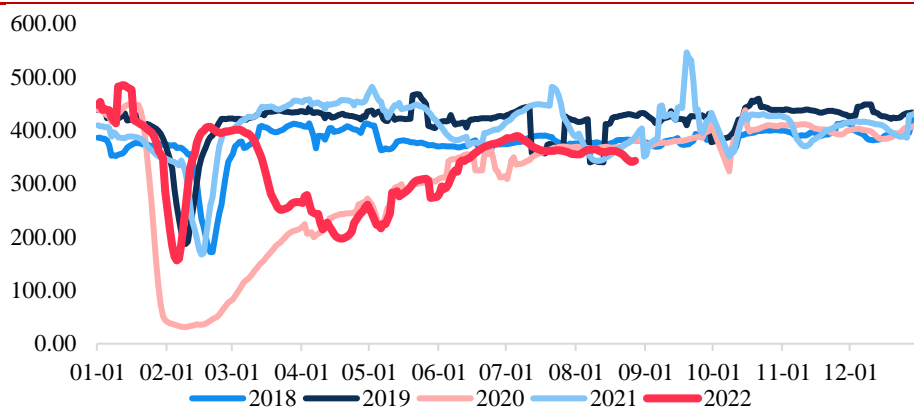
最后看服务业。疫情仍然是压制服务业的主要因素，8月国内疫情散发涉及的省份数较7月大幅上升，8月末较月初更为严重，全国主要城市地铁平均客运量等高频出行数据显示城市服务业再次转弱。

图 9：8 月疫情边际恶化



资料来源：Wind, 首创证券

图 10：全国主要城市地铁平均客运量走弱

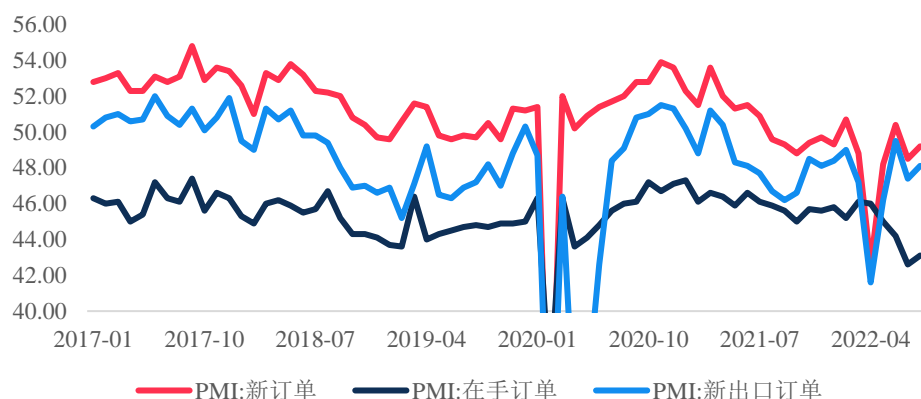


资料来源：Wind, 首创证券

2 需求有所反弹 企业盈利改善

如上所述，需求的环比改善要好于生产。8月新订单PMI、新出口订单PMI、在手订单PMI分别录得49.2%、48.1%、43.1%，较前值分别增加0.70、0.70、0.50个百分点。以新订单PMI-产成品库存PMI衡量的需求改善情况，8月该数值较前值大幅上行3.5个百分点。

图 11：订单弱反弹



资料来源：Wind, 首创证券

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_45755

