

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

麦麟玥 宏观研究助理
邮箱：mailinyue@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

工业品价格触底回升的信号

2023年7月31日

- **工业品价格触底回升的信号出现，值得高度重视。**7月制造业景气度继续小幅回暖，背后的主要来源有两个：一是内需回暖助推新订单改善，二是企业原材料库存降幅收窄。此外，我们认为，7月价格端PMI走势是工业品价格触底回升的关键信号。历史来看，主要原材料购进价格和出厂价格的12月移动平均走势与PPI同比走势基本一致，价格端PMI指数双双触底回升指向6月工业品价格或是年内低点，后续工业品价格将触底回升。我们认为，即使没有基数的影响，PPI同比也将触底回升。而PPI领先于库存周期，这将助力企业积极补库。
- **非制造业景气度降至今年以来最低值。**与制造业跨越低谷期不同，非制造业景气度延续下滑趋势，已降至今年以来的最低值。分行业看，建筑业商务活动指数降幅明显高于服务业。建筑业景气度明显回调主要是高温多雨拖累了建筑业的施工进度；而服务业景气度放缓幅度较小是受到暑期消费的带动。下半年非制造业触底回升时点的关键还是在新增需求和企业预期上。1) 从新增需求看，服务业和建筑业的新订单表现仍在继续收缩。2) 从市场预期看，我们预计房地产行业的预期有望改善。整体来看，我们认为即使非制造业景气度暂时性跨入收缩区间也不需要过于担忧。
- **关注大消费等政策发力方向。**受益于国内政策预期的扭转，当前经济存在边际向上力量，市场情绪有所提振：一是产能周期的底部可能已经出现，下半年产能利用率存在边际向上的力量。二是海外流动性层面，美联储加息已经接近尾声。我们认为下半年美国核心通胀的回落趋势相对较明确，美联储再次加息的必要性不强。三是7月政治局会议表述超市场预期，近期扩内需促消费等多项政策出台也提振了市场情绪。我们认为这将推动资产配置从债券向股票转移，建议关注大消费等政策发力方向。
- **风险因素：**消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

目录

一、价格端指数触底是工业品价格触底回升的信号	3
二、非制造业景气度降至今年以来最低值	6
三、关注大消费等政策发力方向	8
风险因素	8

图目录

图 1: 7 月制造业 PMI 继续小幅回升	3
图 2: 7 月制造业 PMI 改善的主因是需求回暖	4
图 3: 价格端 PMI 双双触底回升指向工业品价格已触底	4
图 4: 7 月制造业市场价格小幅回升	5
图 5: 7 月所有类型企业的经济动能都表现较好	5
图 6: 非制造业商务活动指数延续下滑	6
图 7: 服务业和建筑业商务活动指数也在下滑	7
图 8: 建筑业和服务业新订单均处于收缩区间	7
图 9: 城镇房屋施工面积整体走低	8

一、价格端指数触底是工业品价格触底回升的信号

7月制造业 PMI 从 49.0% 小幅回升至 49.3%，制造业景气度继续回暖背后的主要来源有两个。

一是内需回暖助推新订单改善。7月制造业 PMI 继续向荣枯线靠拢，最重要的来源就是需求回暖。在生产企稳、需求回暖的驱动下，整个制造业景气度继续改善。7月需求回暖更多源自国内需求的改善，这体现在7月新出口订单继续回落，而整体新订单回升。

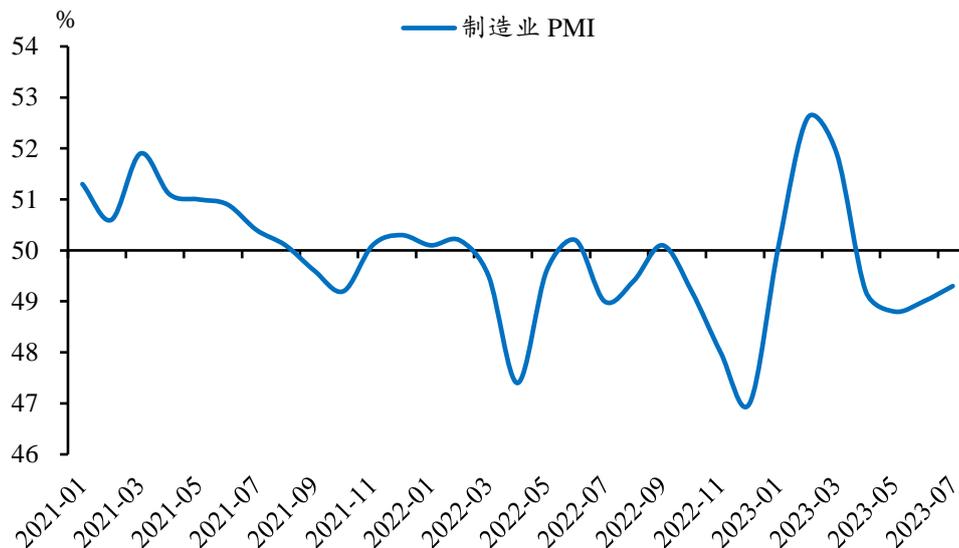
二是企业原材料库存降幅收窄。制造业企业原材料库存 PMI 今年以来的高点在2月，并自2月起连续4个月下降，直至今年7月出现了改善迹象，这也对7月制造业 PMI 的改善起到助推作用。

我们认为，7月 PMI 也释放了工业品价格触底回升的关键信号。

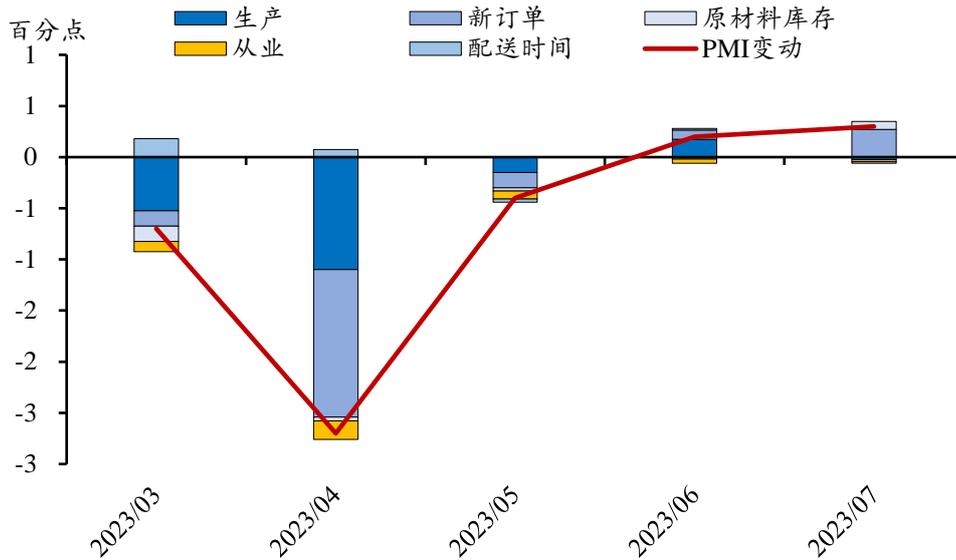
与6月相比，7月制造业企业价格端 PMI 指数均有触底回升趋势。其中，7月原材料购进价格指数为 52.4%，较6月上升 7.4 个百分点（见图 4），结束了连续三个月运行在 50% 以下的势头。制造业企业原材料端价格回升也在向产成品端传递，出厂价格指数较6月上升（见图 4），也显示出触底信号。

历史来看，主要原材料购进价格和出厂价格的 12 月移动平均走势与 PPI 同比走势基本一致，价格端 PMI 指数双双触底回升指向 6 月工业品价格或是年内低点，后续工业品价格将触底回升。

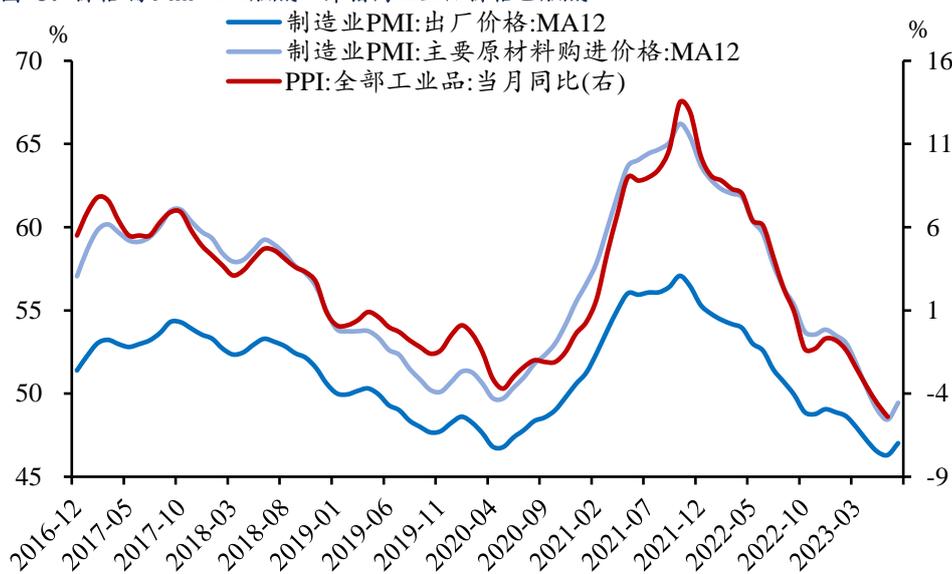
图 1：7 月制造业 PMI 继续小幅回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：7 月制造业 PMI 改善的主因是需求回暖


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：价格端 PMI 双双触底回升指向工业品价格已触底


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们认为，当前国内景气度、企业利润和工业品价格表现，可能暗示着企业去库存过程正在接近尾声。

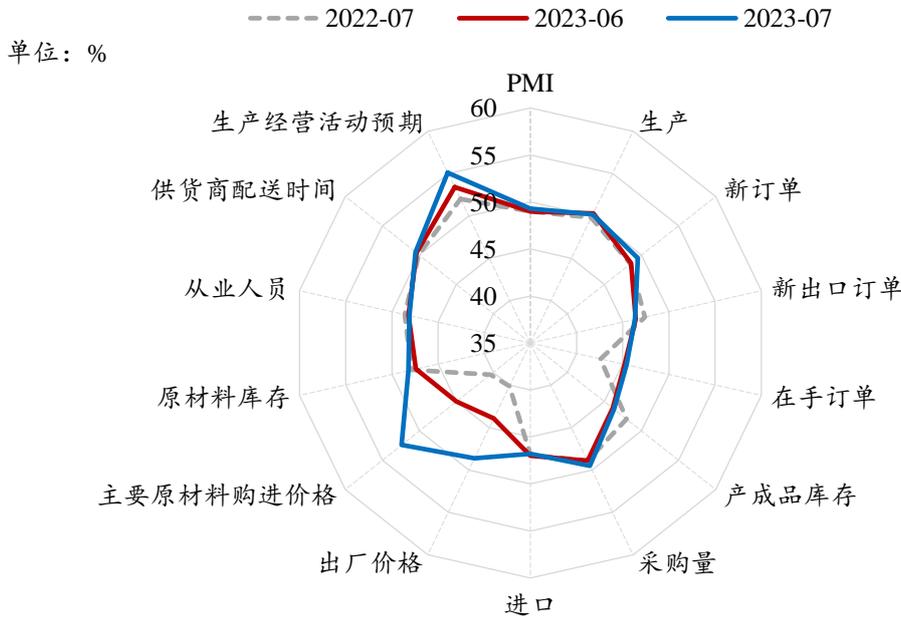
首先，企业原材料存量库存降幅收窄，背后是稳定生产和采购活动的回升。市场需求回升支撑企业生产意愿，大中小型企业的经济动能较强，同时也带动了原材料采购活动回升。采购量 PMI 指数较 6 月上升了 0.6 个百分点，而原材料库存 PMI 指数较 6 月上升了 0.8 个百分点。从企业预期看，企业信心提振，预期明显上升，生产经营活动预期指数为 53.9%，相比 6 月上升 1.7 个百分点（见图 4）。

其次，价格端 PMI 指数双双触底回升，释放出工业品价格触底回升的信号。7 月制造业企业的两个价格指数双双触底回升，这是工业品价格触底回升的信号。我们认为，即使没有基数的影响，PPI 同比也将触底回升。而 PPI 领先于库存周期，这将助力企业积极补库。

再者，企业盈利好转是库存周期开启的前提条件。当前企业利润同比增速降幅明显收窄，利润率回暖，有助于增强未来企业补库存的动力。6月末，产成品存货增长2.2%，增速较5月末下降1.0个百分点，显示出企业延续去库存。经验显示，历轮库存周期在产成品存货同比增速降至0%后会开启新一轮周期，如今库存增速正在逐月逼近这一拐点。

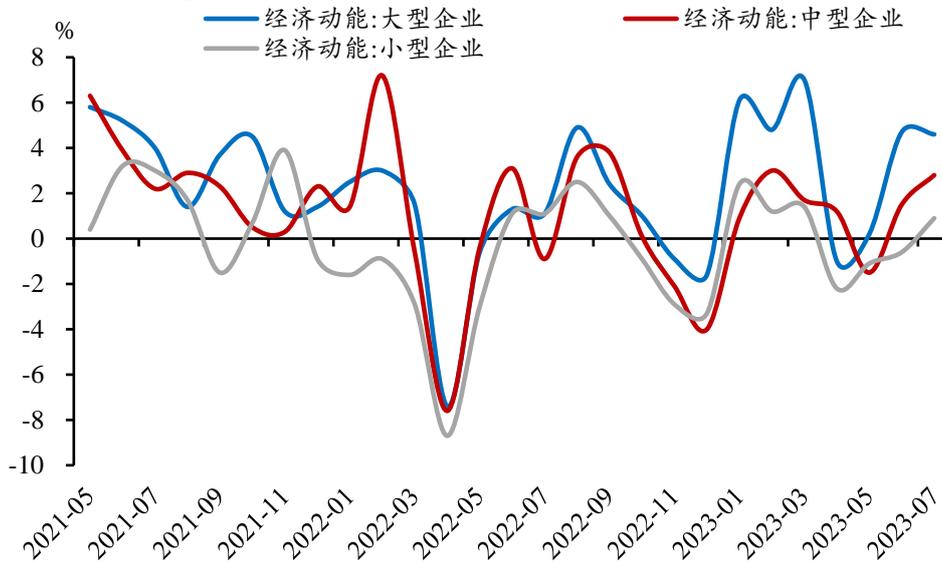
往后看，我们保持“新一轮库存周期最早三季度末启动”的观点。

图 4：7月制造业市场价格小幅回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5：7月所有类型企业的经济动能都表现较好

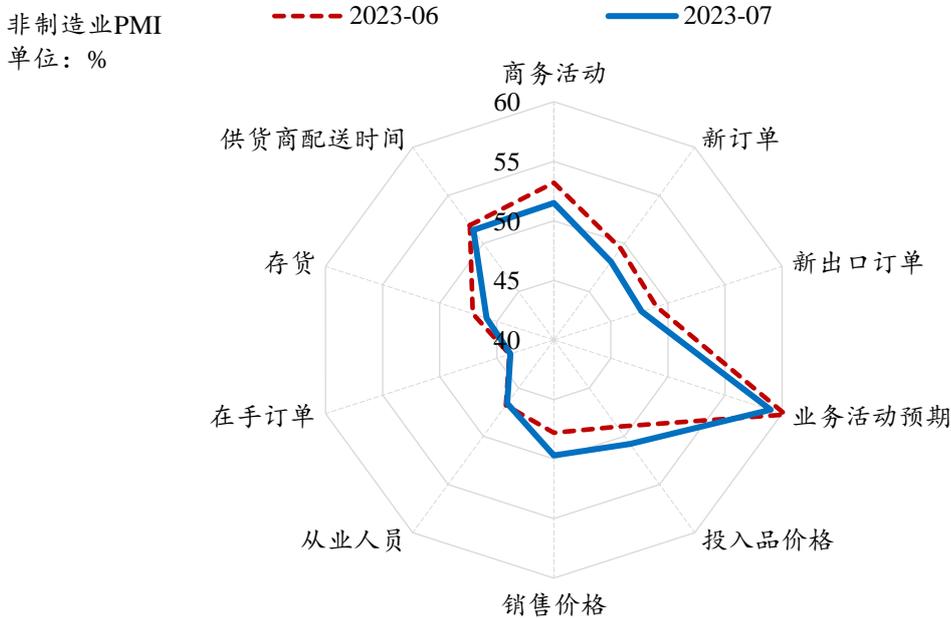


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、非制造业景气度降至今年以来最低值

与制造业跨越低谷期不同，非制造业景气度已降至今年以来的最低值。7月非制造业商务活动指数回落1.7个百分点，录得51.5%，这是非制造业商务活动指数连续第4个月下降。从分类指数来看，除价格端指数有所上涨外，其余指数均较6月继续下降。其中，7月的非制造业新订单PMI继续下降1.4个百分点，录得48.1%（见图6）。

图 6：非制造业商务活动指数延续下滑

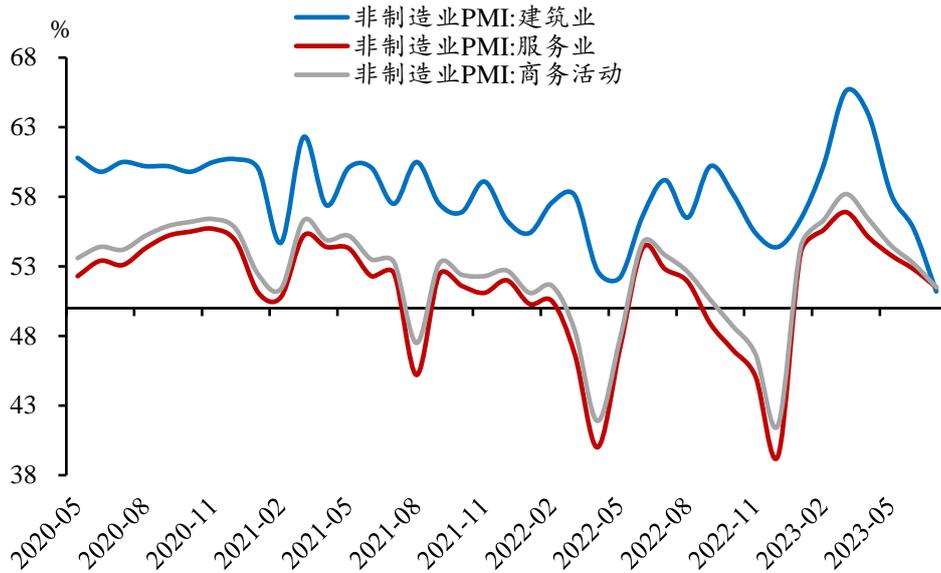


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

非制造业商务活动指数延续下滑趋势，降至年内最低水平，建筑业商务活动指数降幅明显高于服务业。

首先，高温多雨拖累施工进度，建筑业景气度明显回调。7月建筑业商务活动指数为51.2%，比6月下降4.5个百分点。建筑业景气度明显回调，一是受全国多地高温多雨等不利因素影响下，近期建筑业施工进度有所放缓；二是近期房地产行业表现不景气，导致城镇房屋施工面积整体走低。在双重不利因素的拖累下，7月建筑业景气度下降幅度较大。

其次，暑期消费带动下，服务业景气度扩张放缓幅度较小。7月服务业PMI为51.5%，比6月下降1.3个百分点，仍位于扩张区间。与历史水平相比，略低于2017-2022年同期的历史均值55.1%。服务业业务总量增速有所放缓，但继续增长。在暑期消费带动下，住宿业、餐饮业、文体娱乐、景区服务相关行业的商务活动指数较6月有所上升。在出行需求的提振下，航空运输业商务活动指数较6月有所上升，且在65%以上。

图 7：服务业和建筑业商务活动指数也在下滑


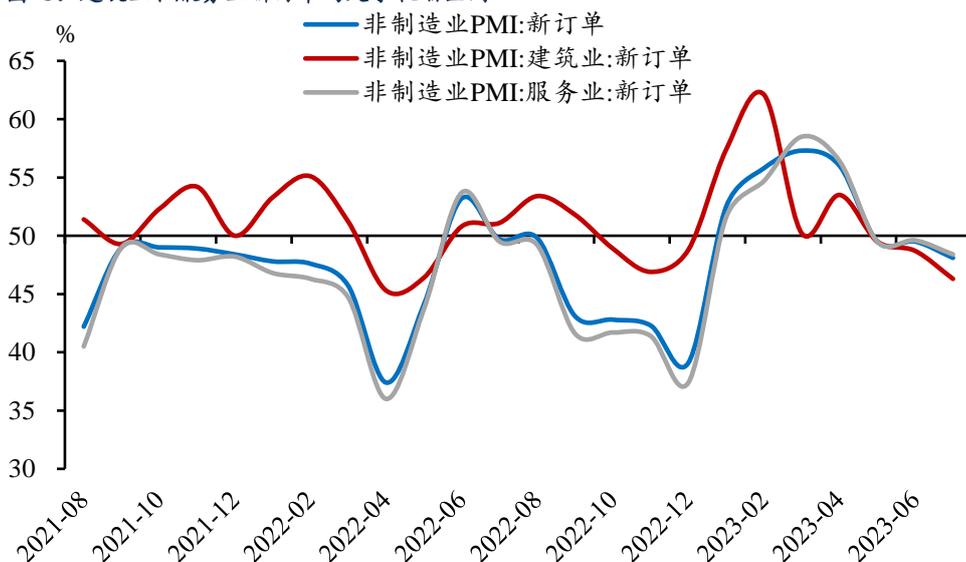
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

下半年非制造业能否触底回升，关键还是在新增需求和企业预期上。

1) 从新增需求看，服务业和建筑业的新订单表现仍在继续收缩。7月非制造业新订单指数下降1.4个百分点至48.1%，分行业来看，建筑业和服务业的新订单均在收缩区间且进一步下降。受天气影响，建筑业新订单下降较多，服务业新订单也有下滑，这显示出非制造业的新增市场需求仍然不足。在积压订单逐渐消耗，而新增订单不足时，企业的商务活动表现或将受限。

2) 从市场预期看，我们预计房地产行业的预期有望改善。在调查的21个行业中，除房地产外，其他行业业务预期指数均位于景气区间。7月政治局会议释放了新的信息，房地产政策出现重大调整，我们预计房地产行业的预期有望改善。

整体来看，我们认为即使非制造业景气度暂时性跨入收缩区间也不需要过于担忧。

图 8：建筑业和服务业新订单均处于收缩区间


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：城镇房屋施工面积整体走低



资料来源: Choice, 信达证券研发中心

三、关注大消费等政策发力方向

受益于国内政策预期的扭转，当前经济存在边际向上力量，市场情绪有所提振：

一是产能周期的底部可能已经出现，下半年产能利用率存在边际向上的力量。今年 Q1、Q2 的产能利用率处于较低水平，我们认为产能周期的底部可能已经出现。1) 我国新动能不断壮大，引领作用持续增强。2) 居民收入增速加快，消费信心有望回暖。3) 美国部分行业或将开启补库。

二是海外流动性层面，美联储加息已经接近尾声。7 月议息会议美联储如期加息 25bp，联邦基金利率目标区间升至 5.25-5.50%。我们认为下半年美国核心通胀的回落趋势相对较明确，一方面基数效应对于核心项同比的扰动相对更低。另一方面无论是核心商品还是核心服务通胀，都存在进一步下行的动力。基于此，我们认为美联储再次加息的必要性不强，更可能是 high for longer（保持高位更久）。

三是 7 月政治局会议表述超市场预期，提振市场情绪。随着政治局会议为下半年经济发展定调，房地产政策出现调整、《关于恢复和扩大消费的措施》等促消费扩内需政策出台，从大宗消费、服务消费等几个方面提出针对性举措。我们认为这将提振市场情绪，推动资产配置从债券向股票转移，建议关注大消费等政策发力方向。

风险因素

消费者信心修复偏慢，政策落地不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券研发中心宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

麦麟玥，信达证券宏观研究助理。中山大学管科硕士，2022年7月加入信达证券研究所，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。