

PMI 读数下降但结构优化

——7月 PMI 数据点评

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

制造业 PMI 为何意外下行？7月制造业指数较6月下降1.2个百分点至49.0%，意外回落至收缩区间。我们认为7月PMI数据意外走低的原因主要有以下三点：第一，大宗商品价格下跌引起上游行业景气度普遍下降。第二，7月份国内疫情有所反弹，新增病例数较6月有明显增加，部分地区重新加强防控措施，对经济供需两端都有较明显的负面影响。第三，7月为生产淡季，PMI读数通常会出现季节性下降。回顾以往大多数年份7月PMI都会出现一定回落。具体来看，供需两侧有所收紧。7月生产指数为49.8%，新订单指数为48.5%，较上月分别下降3.0、1.9个百分点，均转为荣枯水平以下，结构上供给强需求弱的特征仍未变。新出口订单指数较上月下降2.1个百分点。显示出内需与外需均有走弱迹象。由于疫情不断反复、经济前景存在较大不确定性，企业生产经营活动预期指数降至52.0%，为2020年2月疫情爆发以来的最低水平。供应商配送时间降至50.1%，物流效率继续改善，但速度放缓。企业成本压力减轻。7月主要原材料购进价格及出厂价格较上月分别大幅下降11.6、6.2个百分点至40.4%和40.1%。一方面是国际大宗商品价格下行传导至国内，另一方面也表明国内房地产下滑造成对相关建材需求较弱。大宗商品价格高位回落会降低中下游企业的原材料成本压力。未来PPI下行的确定性较强。

非制造业仍处扩张区间。7月服务业指数比上月下降1.5个百分点，仍处于临界线以上。显示出服务业整体仍处于疫后复苏的趋势之中，住宿、餐饮等行业PMI指数达到超60%的高位。不过疫情反弹导致服务业扩张的速度放缓，后续服务业恢复路径仍取决于疫情发展状况。7月建筑业活动指数为59.2%，较上月提升2.6个百分点。建筑业生产活动的扩张主要由基建支撑，一方面政策持续跟进基建投资，提供资金支持。6月底国务院常务会议表示发行金融债券补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金，此外7月底政治局会议提出“用足用好专项债务限额”，未来以基建投资稳定经济增长的方向较为明确；另一方面项目在经过前期的准备工作后，部分项目展开实际工作，基建投资推进力度走深，资金支持落地形成实物工作量。地产方面相对仍较疲软，随着多地因城施策，预计下半年房地产将缓慢回升，叠加基建投资提速，整体建筑业景气度或进一步上行。

PMI 读数下降，但经济结构有所好转。7月 PMI 数据意外下降反映出经济复苏的根基尚不稳固，市场信心完全回暖有待时日。但我们认为这并不意味着经济复苏的终结。如上文所述，7月制造业 PMI 下降的重要原因是大宗商品价格下跌导致上游行业景气度普遍回落，这虽然对 PMI 读数有较大影响，但对于经济结构而言并非坏事。上半年大宗商品居高不下导致中下游制造业企业利润被严重挤压、生存困难。如今上游价格回落有助于利润向中下游企业转移，将促使整体经济结构向更健康的状态回归。所以7月 PMI 指数的下降是在上游行业景气度快速下降而中下游行业还未充分回暖的背景下发生的。经济复苏的方向并未出现根本转变。

风险提示：1. 国内疫情反复。2. 政策力度不确定。

目录

1. 数据	5
2. 制造业 PMI 为何意外下行	5
3. 非制造业仍处扩张区间	7
4. PMI 读数下降，但经济结构有所好转	8

图表目录

图表 1: 7 月 PMI 较 6 月有所下滑	5
图表 2: 7 月 PMI 通常会季节性回落	6
图表 3: 主要原材料价格及出厂价格均大幅下滑	7
图表 4: 大中小企业景气度均下滑至荣枯线以下	7
图表 5: 建筑业及服务业活动指数均处于扩张区间	8

1. 数据

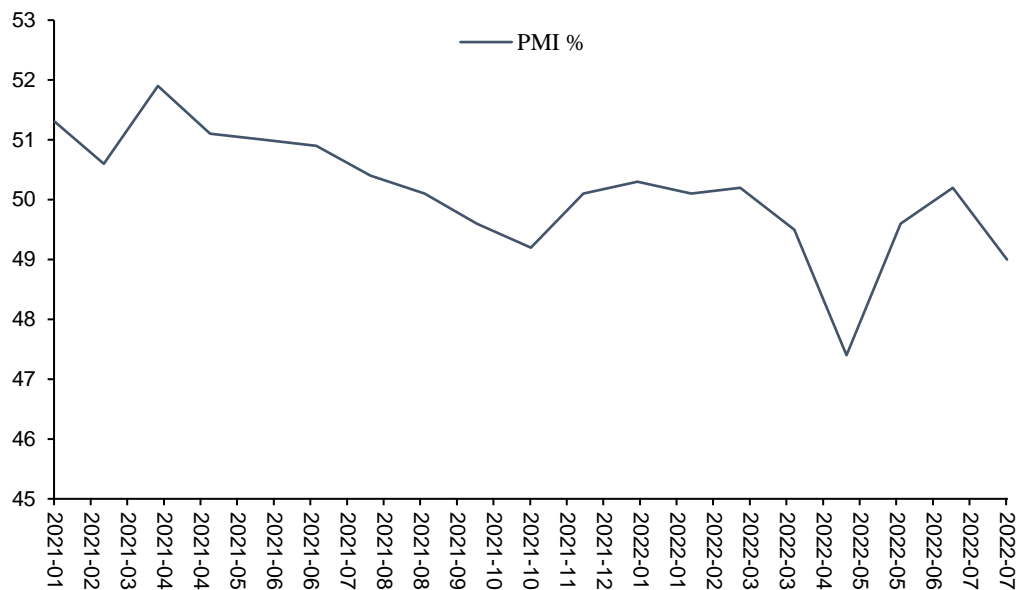
中国 7 月制造业 PMI 指数 49.0%。预期 50.4%，前值 50.2%。

中国 7 月非制造业指数 53.8%，预期 53.8%，前值 54.7%。

2. 制造业 PMI 为何意外下行

7 月制造业指数较 6 月下降 1.2 个百分点至 49.0%，意外回落至收缩区间。

图表 1：7 月 PMI 较 6 月有所下滑



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

我们认为 7 月 PMI 数据意外走低的原因主要有以下三点：

第一，大宗商品价格下跌引起上游行业景气度普遍下降。统计局表示，纺织、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 持续处于收缩区间，明显低于制造业总体水平，对 PMI 读数形成拖累。

第二，7 月份国内疫情有所反弹，新增病例数较 6 月有明显增加，部分地区重新加强防控措施，对经济供需两端都有较明显的负面影响。

第三，7 月为生产淡季，PMI 读数通常会出现季节性下降。回顾以往大多数年份 7 月 PMI 都会出现一定回落。

图表 2：7 月 PMI 通常会季节性回落



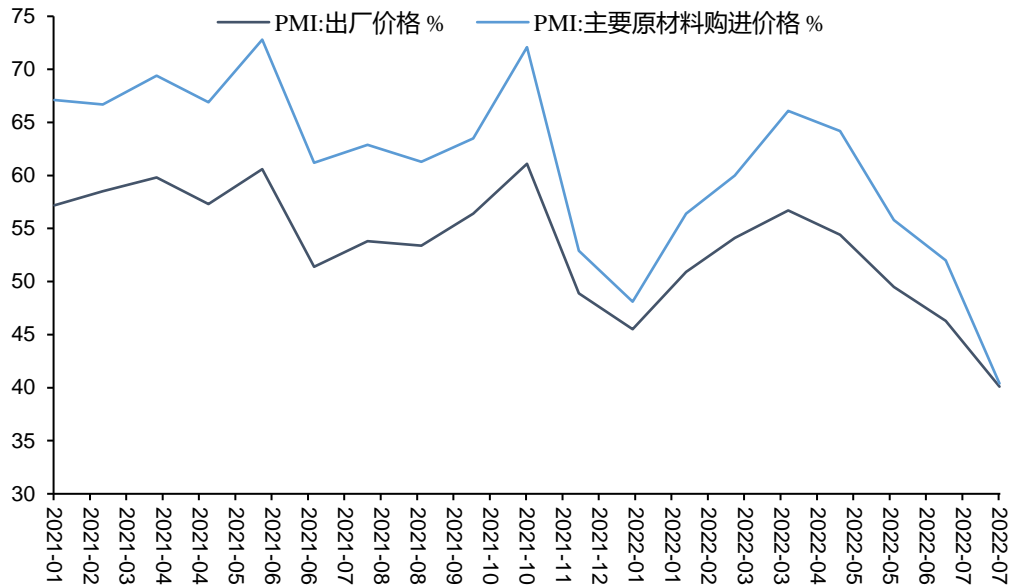
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

具体看分项数据：

供需两侧有所收紧。7月生产指数为49.8%，新订单指数为48.5%，较上月分别下降3.0、1.9个百分点，均转为荣枯水平以下，结构上供给强需求弱的特征仍未变。新出口订单指数较上月下降2.1个百分点。显示出内需与外需均有走弱迹象。由于疫情不断反复、经济前景存在较大不确定性，企业生产经营活动预期指数降至52.0%，为2020年2月疫情爆发以来的最低水平。供应商配送时间降至50.1%，物流效率继续改善，但速度放缓。

企业成本压力减轻。7月主要原材料购进价格及出厂价格较上月分别大幅下降11.6、6.2个百分点至40.4%和40.1%，黑色金属冶炼及压延加工业价格指数位于调查行业中的最低位，一方面国际大宗商品价格下行传导至国内，另一方面也表明国内房地产下滑造成对相关建材需求较弱。大宗商品价格高位回落会降低中下游企业的原材料成本压力。未来PPI下行的确定性较强。

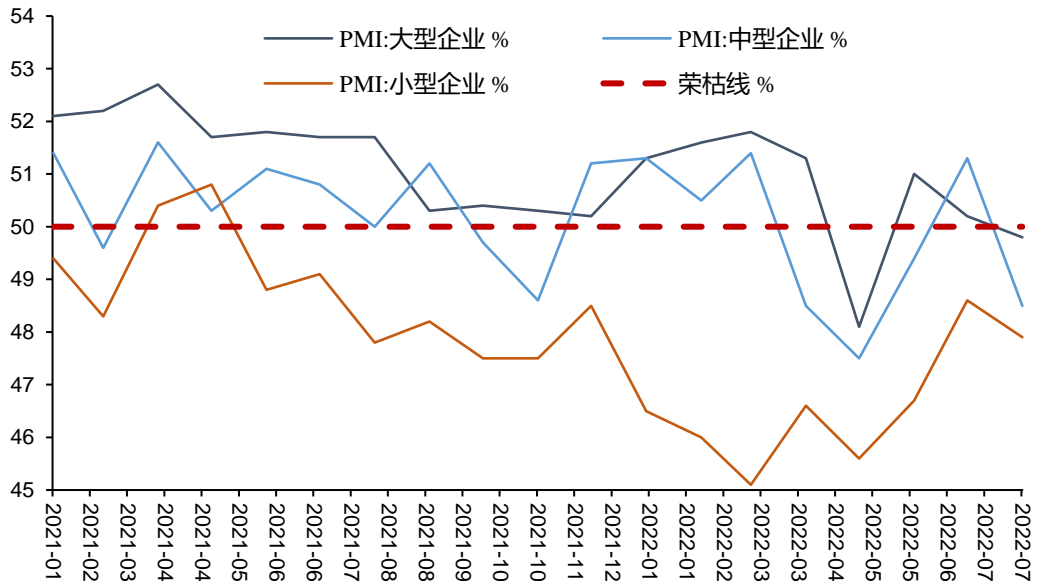
图表 3：主要原材料价格及出厂价格均大幅下滑



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

大中小企业景气度均下滑至荣枯线以下。不同规模企业 PMI 均处于临界线以下水平，其中大型企业 PMI 达到 2013 年以来同期的最低点，为 49.8%，中小企业 7 月 PMI 分别为 48.5%、47.9%，处于以往同期的较低水平。

图表 4：大中小企业景气度均下滑至荣枯线以下



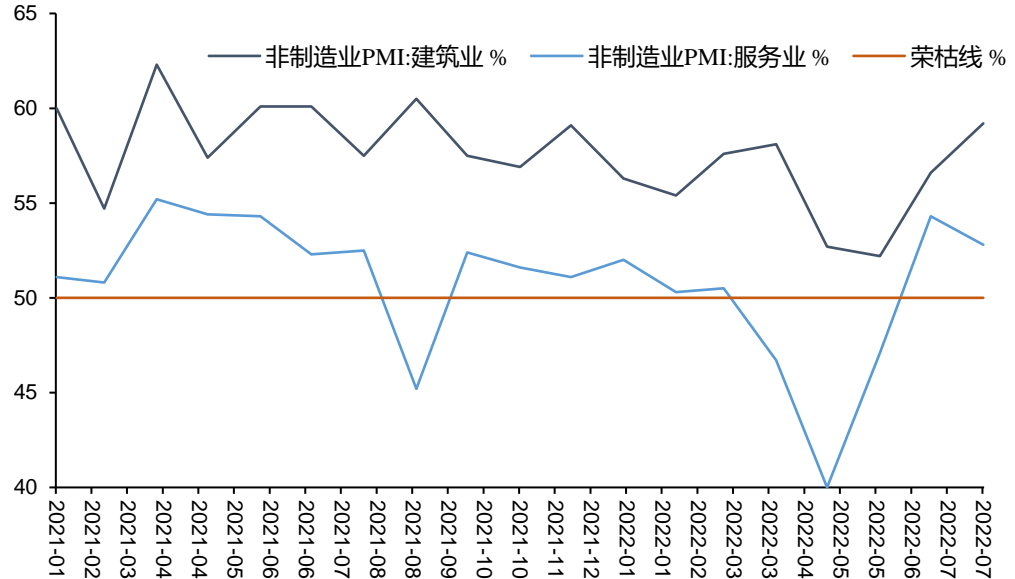
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3. 非制造业仍处扩张区间

7 月非制造业商务活动指数虽较 6 月小幅下降 0.9 个百分点，但仍位于扩张区间。其中建筑业

指数持续上行至 59.2%，服务业商务活动指数略有下滑，为 52.8%。

图表 5：建筑业及服务业活动指数均处于扩张区间



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

7月服务业指数比上月下降1.5个百分点，仍处于临界线以上。显示出服务业整体仍处于疫后复苏的趋势之中，住宿、餐饮等行业PMI指数达到超60%的高位。不过疫情反弹导致服务业扩张的速度放缓，后续服务业恢复路径仍取决于疫情发展状况。

7月建筑业活动指数为59.2%，较上月提升2.6个百分点。建筑业生产活动的扩张主要由基建支撑，一方面政策持续跟进基建投资，提供资金支持。6月底国务院常务会议表示发行金融债券补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金，此外7月底政治局会议提出“用足用好专项债务限额”，未来以基建投资稳定经济增长的方向较为明确；另一方面项目端在经过前期的准备工作后，部分项目展开实际工作，基建投资推进力度走深，资金支持落地形成实物工作量。地产方面相对仍较疲软，随着多地因城施策，预计下半年房地产将缓慢回升，叠加基建投资提速，整体建筑业景气度或进一步上行。

4. PMI 读数下降，但经济结构有所好转

7月PMI数据意外下降反映出经济复苏的根基尚不稳固，市场信心完全回暖有待时日。但我们认为这并不意味着经济复苏的终结。如上文所述，7月制造业PMI下降的重要原因是大宗商品价格下跌导致上游行业景气度普遍回落，这虽然对PMI读数有较大影响，但对于经济结构而言并非坏事。上半年大宗商品居高不下导致中下游制造业企业利润被严重挤压、生存困难。如今上游价格回落有助于利润向中下游企业转移，将促使整体经济结构向更健康的状态回归。所以7月PMI指数的下降是在上游行业景气度快速下降而中下游行业还未充分回暖的背景下发生的。经济复苏的方向并未出现根本转变。

风险提示：1. 国内疫情反复。2. 政策力度不确定。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。