

# 宏观点评 20230731

## 7月 PMI: 天真的要亮了吗?

2023年07月31日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 市场依旧沉浸在政治局后对于地产和顺周期的乐观中,从这个角度看7月 PMI 的数据可能并不重要——当前“强预期”明显更加重要。不过当情绪逐步回落之后,我们还是要从经济基本面中寻找一些确定性线索。**我们认为主要有三条:**第一,不得不承认的是虽然制造业在筑底,但非制造业的降温比较意外,经济的“天亮”可能不会那么快;第二,民企似乎出现了明显的好转,政策密集出台、汇率此前持续贬值的效果似乎开始显现;第三,从短周期看,我们可能即将结束主动去库存,而某些行业会率先发力,这一轮主要关注中游制造行业。

■ **7月 PMI 数据“何忧何喜”?**在经济下行压力较大的情况下很难做到“面面俱到”,7月 PMI 数据显示经济仿佛陷入了“顾此失彼”的困境中。“喜”的是7月制造业 PMI 终于打破了“历史新低”的魔咒,不再延续前两个月刷新历史同期新低的现象。“忧”的是制造业稍有好转,但非制造业又“陷入泥潭”——7月建筑业 PMI 和服务业 PMI 各自刷新了历史同期新低。

■ **内需的激活使需求不足这一“症结”略有缓解。**7月 PMI 延续了上月的边际上行态势,录得 49.3% (环比+0.3pct),需求不足这一“症结”对制造业企业的影响有所缓解,但依然不够强。通过细项数据来看, **内需的修复程度大于外需:**7月代表内需的新订单指数为 49.5% (环比+0.9pct),虽明显上升但仍低于荣枯线;代表外需的新出口订单指数为 46.3% (环比-0.1pct),仍在荣枯线之下保持下降态势。

■ **需求端的修复迹象带动生产商采购意愿的增强。**市场需求的回升巩固了企业生产意愿,7月 PMI 生产指数为 50.2%,环比小幅下降 0.1pct 但仍在景气区间。更明显的是7月 PMI 采购量较上月上升 0.6pct,为近5个月以来首次出现环比正增长。结合生产端高频数据来看,7月高炉开工率处于历史同期较高位、同时电厂负荷率明显高于历史同期水平,均表明工业生产端并不弱。整体而言,制造业生产端的表现仍强于需求端。

■ **需求的好转带动价格的回升。**7月 PMI 两大价格指数均明显上升: PMI 主要原材料购进价格指数为 52.4% (环比+7.4pct)、出厂价格指数为 48.6% (环比+4.7pct)。正如我们之前的报告所说,伴随着需求端的好转,价格对制造业企业的拖累将要收尾,企业利润有望进一步修复。

■ **主动去库或已接近尾声。**历史上主动去库周期平均维持时间约为 11 个月,而现在所处的主动去库已长达 13 个月。**根据库存周期轮动规律,以及7月政治局会议上对“活跃资本市场、提振投资者信心”的政策定调,我们判断本轮库存周期即将进入被动去库阶段。**目前 PMI 新订单指数上行“苗头”初现,为“主动去库已近尾声”再添力证。

■ **制造业“感冒”还未痊愈,非制造业却又被“传染”。**制造业 PMI 打破了“历史新低”的魔咒,可建筑业和服务业却又“陷入泥潭”。7月**建筑业 PMI 和服务业 PMI 分别刷新了历史同期新低:**建筑业 PMI 录得 51.2% (环比-4.5pct)、服务业 PMI 录得 51.5% (环比-1.3pct)。

我们认为建筑业 PMI 下降幅度如此之大一定程度上是受到高温影响:在厄尔尼诺现象之下,我国气温也伴随着全球“发烧”。7月我国重点城市平均最高气温的“创新高”带来了7月建筑业 PMI 的“创新低”。

不过除去气温影响,7月建筑业表现依旧低迷。随着建筑业和服务业的同步转弱,曾经非制造业是总量政策保持定力的理由,但现在也可能是政策不再“淡定”的信号。

■ **民营企业运行趋稳。**7月继续延续了前两个月“大型企业 PMI 处于荣枯线之上,中小型企业 PMI 处于荣枯线之下”的态势,不过好消息是以民营经济为主的中小企业有所好转:7月中型企业 PMI 为 49% (环比+0.1pct)、小型企业 PMI 为 47.4% (环比+1.0pct)。目前小型企业供需两端均有好转,7月政治局对“提振投资者信心”的提及、此前汇率的贬

### 相关研究

《美欧加息的“终点站”?——海外宏观经济周报》

2023-07-31

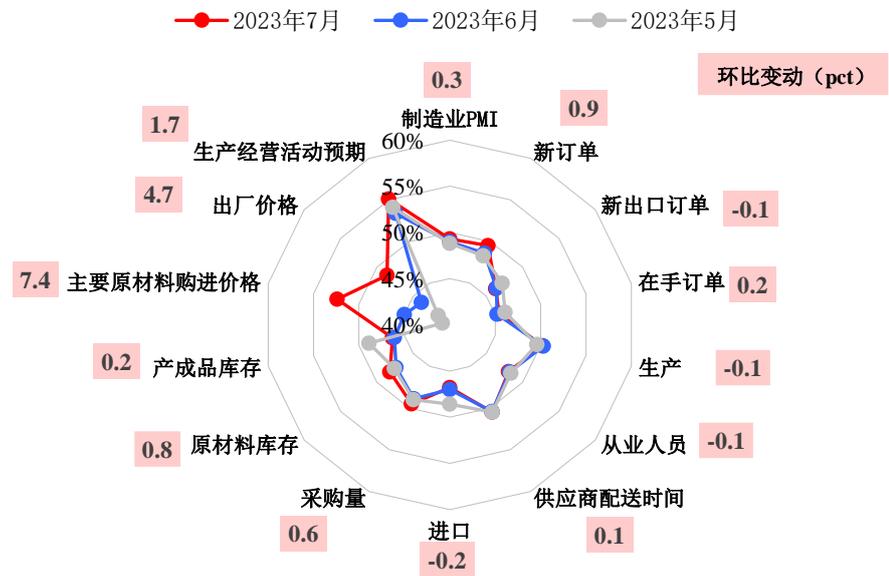
《一文读懂政策性开发性金融工具》

2023-07-31

值以及支持民企政策的陆续出台有望为小型企业的平稳运行“保驾护航”。

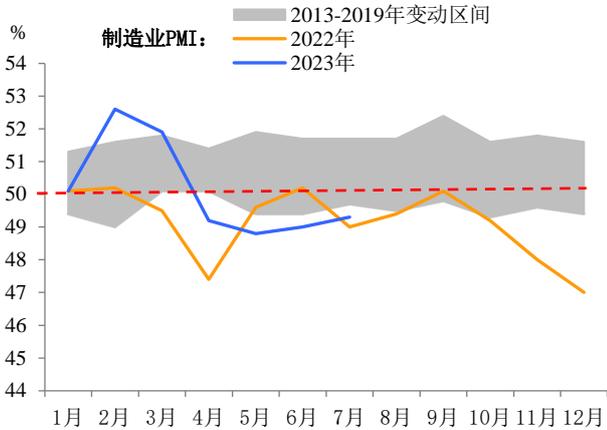
- **风险提示:** 政策定力超预期; 欧美经济韧性超预期, 资金大幅流向海外; 出口超预期萎缩; 信贷投放量超预期。

图1: 7月制造业 PMI 分项数据表现



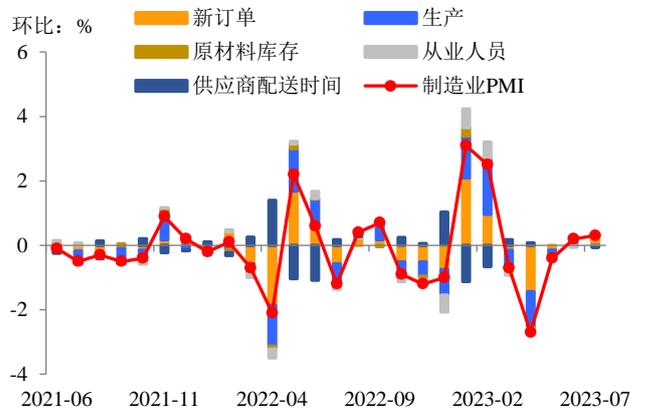
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 制造业 PMI 终于打破“历史同期新低”的魔咒



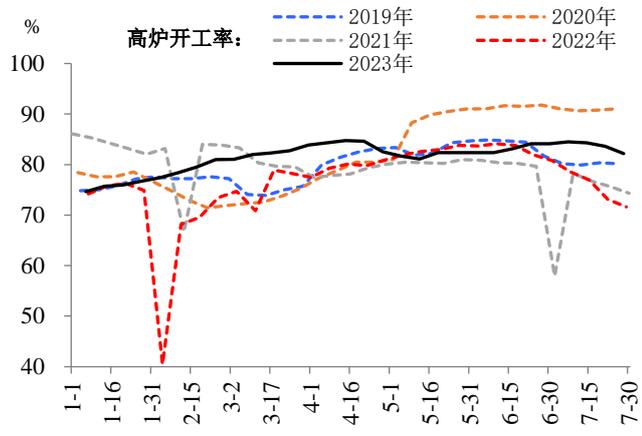
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 7月制造业 PMI 受内需修复的影响而上行



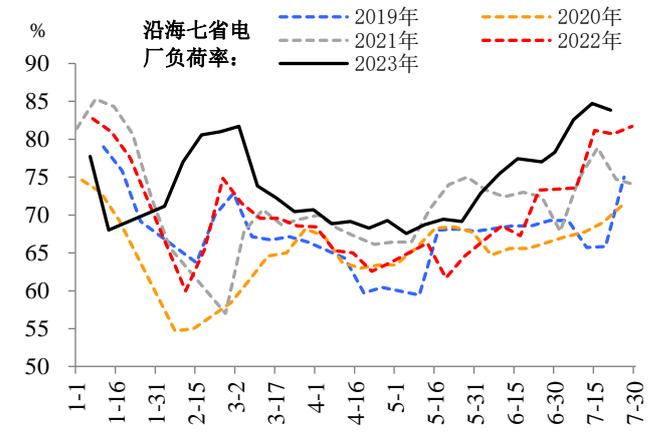
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4：7月高炉开工率处于历史同期较高位



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：7月电厂负荷率明显高于历史同期水平



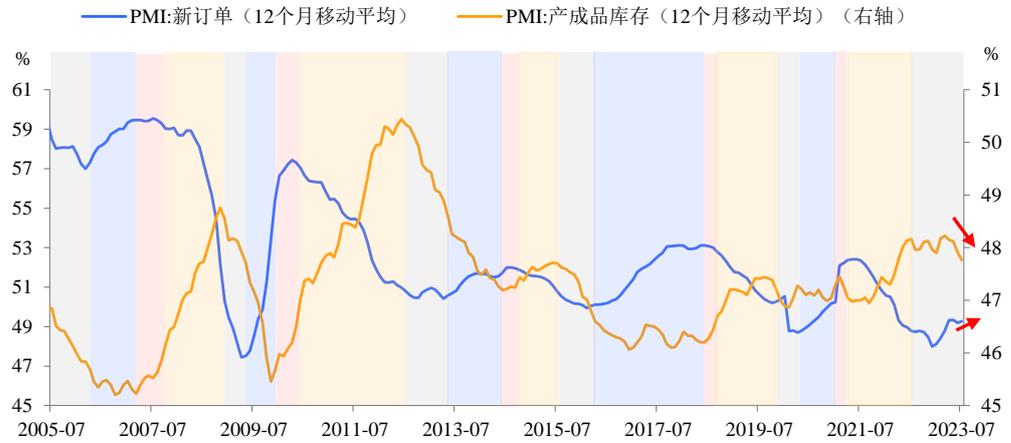
数据来源：CEIC，东吴证券研究所

图6：2000年以来历次去库周期转变的时间梳理

背景	库存周期	时间段	持续时间
加入WTO及市场化改革的推动	主动去库	2001年8月-2002年2月	6个月
	被动去库	2002年3月-2002年10月	7个月
享受开放的“双顺差”红利	主动去库	2004年12月-2006年2月	14个月
	被动去库	2006年3月-2006年5月	2个月
金融危机下的“火力全开”	主动去库	2008年8月-2009年2月	6个月
	被动去库	2009年3月-2009年8月	5个月
欧债危机下的适度刺激	主动去库	2011年8月-2012年8月	12个月
	被动去库	2012年9月-2013年8月	11个月
供给侧结构性改革加快出清	主动去库	2014年10月-2015年11月	13个月
	被动去库	2015年12月-2016年7月	7个月
疫情冲击下的“重生”	主动去库	2018年11月-2020年2月	15个月
	被动去库	2020年3月-2021年2月	11个月
后疫情时代的开启	主动去库	2022年6月-?	已持续13个月
	被动去库	?	?

数据来源：Wind，中国政府网，新华社，东吴证券研究所

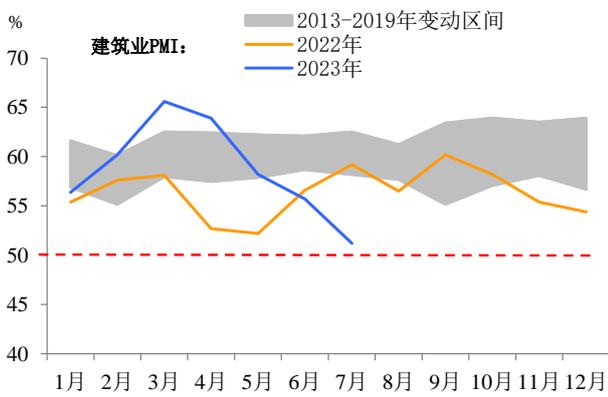
图7：7月PMI新订单指数上行“苗头”初现



注：红色阴影表示“主动补库存”，橙色阴影表示“被动补库存”，灰色阴影表示“主动去库存”，蓝色阴影表“被动去库存”。

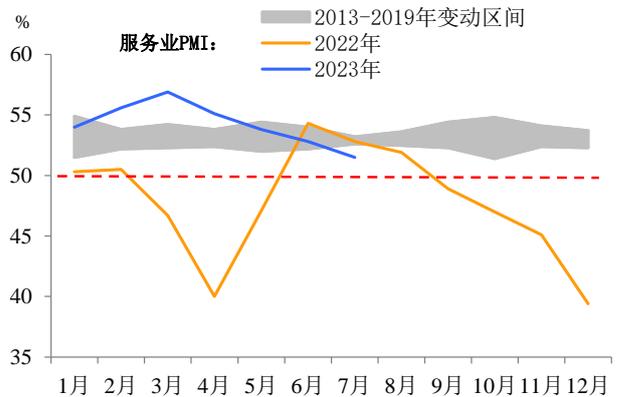
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：7月建筑业PMI刷新历史同期新低



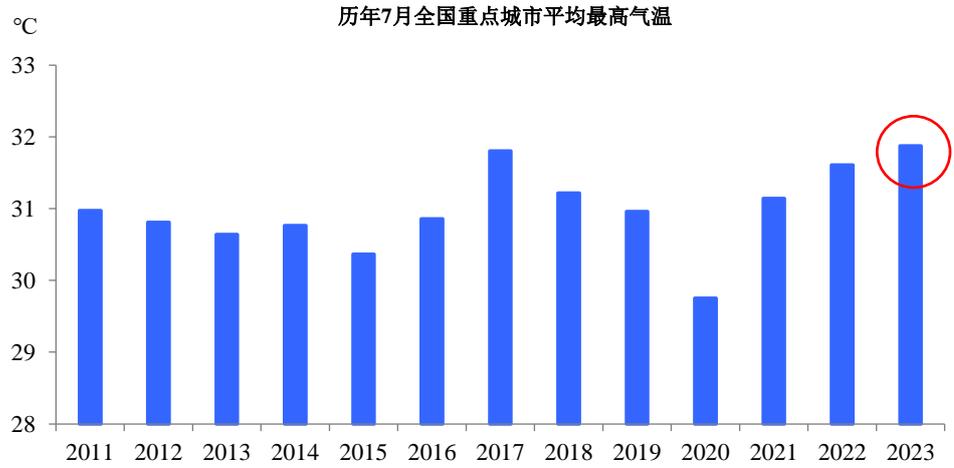
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：同时服务业PMI也在转弱



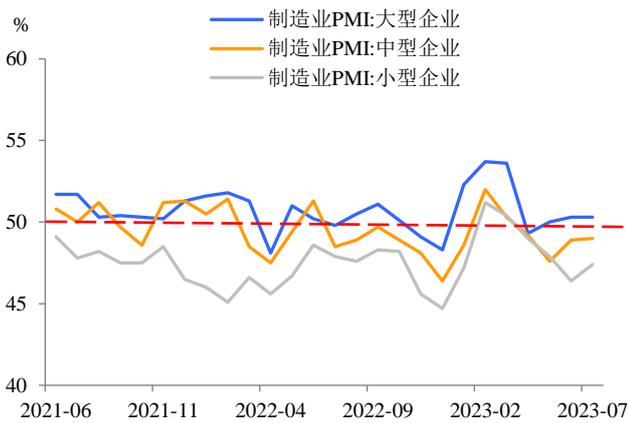
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10: 今年7月气温创新高



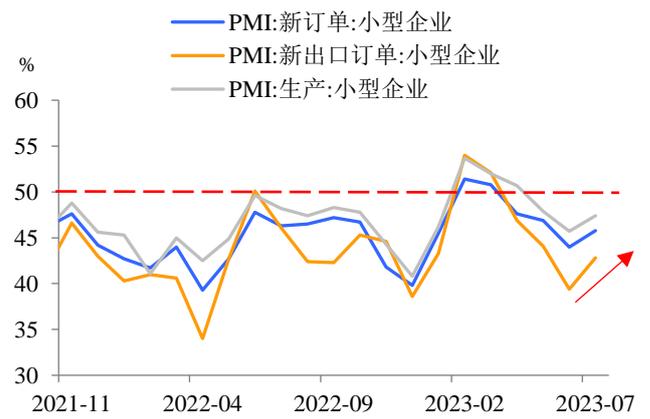
数据来源: iFind, 东吴证券研究所

图11: 7月小型企业 PMI 上升明显



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 小型企业供需两端均有好转



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>