

2023年07月31日

PMI 未计入政治局积极因素，可以更乐观——兼评 7 月 PMI 数据

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

陈策（联系人）

chence@kysec.cn

证书编号：S0790122120002

2023年7月官方制造业 PMI 49.3%，前值 49.0%，预期 48.9%；7月官方非制造业 PMI 51.5%，前值 53.2%，预期 53.0%。7月 BCI 指数 50.9%，前值 50.2%。

● 制造业：未计入政治局积极因素的 PMI 已修复至季节性水平

(1)7月制造业 PMI 小幅回升，外需回落，内需企稳并贡献了国内新订单。需要指出的是，PMI 调查时间为每月 22 日-25 日，由此来看政治局会议定调超预期并未隐含于本次数据中，实际可以更乐观一些。

(2)价格企稳回升，预计 PPI 同比降幅收窄。7月 PPI 环比可能在 0.1%左右，同比为 -4.0%左右。

(3)Q3 制造业有望被动去库，但距离补库仍较远。以实际库存衡量的企业去库仅行至半程，结合库销比持续上行，当前内需偏弱为较大掣肘，实际去库力度不足。本质或在于地产失位，房地产投资领先库存周期约 6 个月，几乎每一轮库存周期反转均包含地产要素。后续来看，7月 24 日政治局会议未提“房住不炒”、叠加超大特大城市城中村改造带动相关投资需求，地产周期有望底部企稳。乐观情形下，2023Q3 被动去库、2023Q4 主动补库，存货增速反弹至 15%；中性情形下（概率较大），2023Q3 被动去库、2024Q1 主动补库，存货增速反弹至 10%。

(4)中央释放积极信号支持民企，中小型企业经营边际改善。我们在 6 月 30 日 PMI 点评中指出“小微企业承压，民企支持或将出台”，7月以来中央多次释放积极信号支持民营经济，一则短期经济压力和长期动能转换的双重因素交织下，稳增长、稳市场主体政策适时加码，二则近年来民企在我国经济运行中的重要性持续上升，此前民企和小微企业经营承压加重，需相关支持政策出台落实。

● 服务业：景气度回落，待新一批政策工具发力

7月服务业 PMI 为 51.5%，新订单为 48.4%、连续 3 个月低于荣枯线。7月 24 日政治局会议强调消费扩内需、提振大宗消费和服务消费，7月 31 日发改委印发《关于恢复和扩大消费措施的通知》，未来消费或将有更多结构性支持，但中央消费券概率仍较低。

● 建筑业：景气度加速下滑，高基数压力将显现

7月建筑业 PMI 大幅下行了 4.5 个百分点至 51.2%，低于“实际荣枯线”。资金端，7月地方新增专项债 2457 亿元，年内发行进度仅为 55.5%，远不及 2019、2022 年，后续或将加快专项债发行使用。短期基建资金仍有政策性金融工具和商业银行贷款予以支撑，但仍需特别国债、新增政策性金融工具来对冲 2022 年下半年的高基数压力。

● 风险提示：政策变化超预期；疫情演变超预期。

相关研究报告

《库存周期熨平与否的探讨与投资思路—宏观经济点评》-2023.7.31

《投资转暖助推美国经济再超预期——美国二季度 GDP 数据点评—宏观经济点评》-2023.7.29

《美联储的决策周期在拉长——7 月 FOMC 会议点评—宏观经济点评》-2023.7.27

目 录

1、 制造业：未计入政治局积极因素的 PMI 已修复至季节性水平.....	3
2、 非制造业：服务、建筑加快回落，待新一批政策工具发力.....	5
3、 风险提示.....	6

图表目录

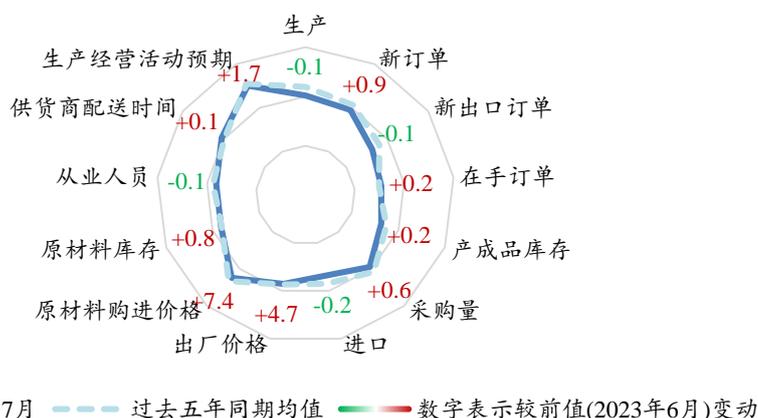
图 1： 7 月制造业 PMI 修复至季节性水平	3
图 2： 7 月高炉平均开工率 83.6%.....	4
图 3： 7 月轮胎平均开工率好于 6 月	4
图 4： 服务业 PMI 回落但仍在荣枯线上	5
图 5： 居民消费活动或企稳回升	5
图 6： 建筑业景气度下滑	6
图 7： 7 月专项债发行进度为 55.5%.....	6
图 8： 石油沥青开工上行	6
图 9： 水泥开工率和发运率小幅回落	6

2023年7月官方制造业PMI 49.3%，前值49.0%，预期48.9%；7月官方非制造业PMI 51.5%，前值53.2%，预期53.0%。7月BCI指数50.9%，前值50.2%。

1、制造业：未计入政治局积极因素的PMI已修复至季节性水平

(1)7月制造业PMI小幅回升，外需回落，内需企稳并贡献了国内新订单。7月制造业PMI为49.3%、较前值改善了0.3个百分点，接近荣枯线。需要指出的是，PMI调查时间为每月22日-25日，由此来看政治局会议定调超预期并未隐含于本次数据中，实际可以更乐观一些。供给端看，PMI生产为50.2%，几乎持平于前值的50.3%；需求端看，PMI新订单、PMI新出口订单、PMI进口分别变动了0.9、-0.1、-0.2个百分点至49.5%、46.3%、46.8%，内需企稳回升、外需延续回落，结合PMI进口下行来看，内需改善部分主要流向国内新订单。

图1：7月制造业PMI修复至季节性水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

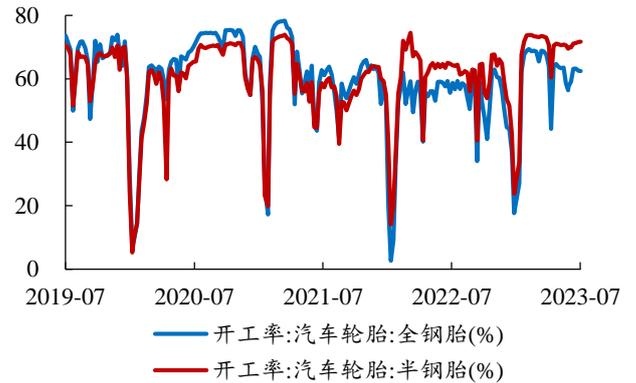
多数行业生产活动改善。具体来看，7月高炉平均开工率为83.6%，小幅高于6月的83.2%；螺纹钢月均产量为276.55万吨、连续2个月回升；化工链中PX、涤纶长丝、涤纶短纤的开工率明显改善；汽车生产向好，7月全钢胎和半钢胎的平均开工率为62.8%、71.4%，分别改善了3.8、1.3个百分点；秦皇岛港煤炭明显去库；水泥价格仍趋下滑。

图2：7月高炉平均开工率 83.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：7月轮胎平均开工率好于6月



数据来源：Wind、开源证券研究所

(2)价格企稳回升，预计PPI同比降幅收窄。7月PMI原材料购进价格、出厂价格分别为52.4%、48.6%，较前值上行了7.4、4.7个百分点，表明原材料价格环比企稳回升。高频指标显示，截至7月21日的生产资料价格指数环比回升0.1%，7月南华工业品指数环比回升5.0%，CRB工业原料现货指数环比回升1.2%，我们预计7月PPI环比可能在0.1%左右，同比为-4.0%左右。

(3)Q3制造业有望被动去库，但距离补库仍较远。7月PMI原材料库存、产成品库存分别为48.2%、46.3%，均处于荣枯线下，指向主动去库仍在延续。我们在《库存周期熨平与否的探讨与投资思路》指出，以实际库存衡量的企业去库仅行至半程，结合库销比持续上行，当前内需偏弱为较大掣肘，实际去库力度不足。本质或在于地产失位，房地产投资领先库存周期约6个月，几乎每一轮库存周期反转均包含地产要素。推论得到，地产周期弱→工业周期弱→库存周期弱。后续来看，7月24日政治局会议未提“房住不炒”、指出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，叠加超大特大城市城中村改造带动相关投资需求，地产周期有望底部企稳。乐观情形下，2023Q3被动去库、2023Q4主动补库，存货增速反弹至15%；中性情形下（概率较大），2023Q3被动去库、2024Q1主动补库，存货增速反弹至10%。

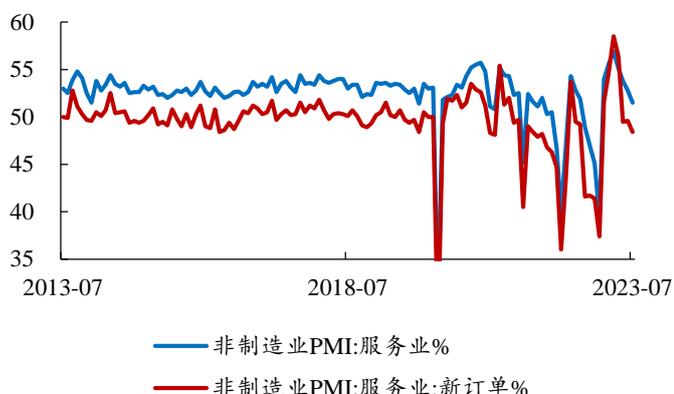
(4)中央释放积极信号支持民企，中小型企业经营边际改善。7月大型企业、中型企业、小型企业PMI分别为50.3%、49.0%、47.4%，表明中小型企业经营边际改善。我们在6月30日PMI点评中指出“小微企业承压，民企支持或将出台”，7月以来中央多次释放积极信号支持民营经济，如7月12日召开平台企业座谈会、7月19日印发《关于促进民营经济发展壮大的意见》、7月24日政治局会议指出“切实优化民营企业发展环境”。一则短期经济压力和长期动能转换的双重因素交织下，稳增长、稳市场主体政策适时加码，二则近年来民企在我国经济运行中的重要性持续上升，此前民企和小微企业经营承压加重，需相关支持政策出台落实。我们测算已从“56789”提高至“66889”，即民营经济税收占比六成、投资近六成、技术成果占比八成、就业占比八成、企业数量占比九成。

2、非制造业：服务、建筑加快回落，待新一批政策工具发力

(1)服务业：修复斜率进一步放缓。7月服务业PMI为51.5%，新订单为48.4%，连续3个月低于荣枯线。分行业来看，航空运输、邮政快递、电信广播电视及卫星传输服务、互联网软件及信息技术服务等行业位于60.0%及以上高位景气区间。

往后看，7月24日政治局会议指出“发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费”、“提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费”，7月31日发改委印发《关于恢复和扩大消费措施的通知》，未来消费或将有更多结构性支持，但中央消费券概率仍较低。

图4：服务业PMI回落但仍在荣枯线上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：居民消费活动或企稳回升



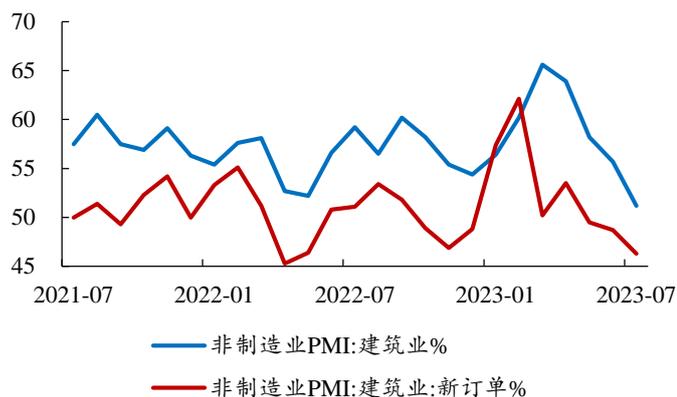
数据来源：百度地图、开源证券研究所；注：社零同比2023年为两年复合增速

(2)建筑业：景气度加速下滑。7月建筑业PMI大幅下行了4.5个百分点至51.2%，若按60%的“实际荣枯线”来看建筑业已边际收缩¹。

资金端，7月地方新增专项债2457亿元，年内发行进度仅为55.5%，远不及2019、2022年。政治局会议指出“发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债发行和使用，促进民间投资”，后续或将加快专项债发行使用。7月1日央行副行长刘国强指出“7399亿元政策性开发性金融工具的资金支付使用比例已超过70%”，短期基建资金仍有支撑，但仍需特别国债、新增政策性金融工具来对冲2022年下半年的高基数压力。

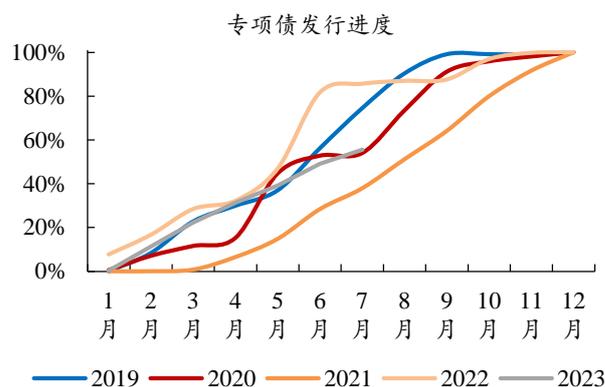
¹ 详见《警惕短期疫后消费弱修复——兼评11月PMI数据》。服务业业务活动预期指数自2012年以来仅有一次低于50%（2020年2月），2022年疫情期间最低为53.0%，历年均值为59.5%，且统计局在解读该指标时常常会提到“60.0%高景气区间”，因此服务业业务活动预期指数的“实际荣枯线”为60%。同理，建筑业PMI的“实际荣枯线”亦为60%。

图6：建筑业景气度下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：7月专项债发行进度为55.5%



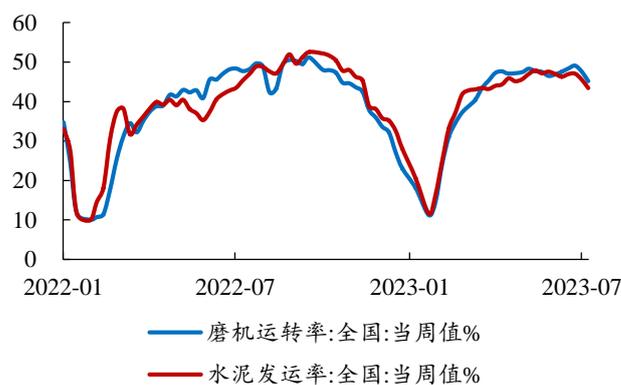
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：石油沥青开工上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：水泥开工率和发运率小幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

政策变化超预期；疫情演变超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn