

7月PMI数据解读

小企业带动制造业景气度回升

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师： 董德志 021-60933158 dongdz@guosen.com.cn 执证编码：S0980513100001
联系人： 田地 0755-81982035 tiandi2@guosen.com.cn

事项：

7月31日，7月中国采购经理人指数（PMI）公布，其中制造业PMI为49.3（环比上升0.3pct），非制造业为51.5（环比下降1.7pct）。

评论：

图1：中国PMI主要数据一览

	PMI	企业规模			生产	需求		库存		价格		配送	就业	预期	
		大型	中型	小型		新订单	新出口订单	原材料	产成品	投入	产出				
制造	2023-07	49.30	50.30	49.00	47.40	50.20	49.50	46.30	48.20	46.30	52.40	48.60	50.50	48.10	55.10
	2023-06	49.00	50.30	48.90	46.40	50.30	48.60	46.40	47.40	46.10	45.00	43.90	50.40	48.20	53.40
	2023-05	48.80	50.00	47.60	47.90	49.60	48.30	47.20	47.60	48.90	40.80	41.60	50.50	48.40	54.10
	2023-04	49.20	49.30	49.20	49.00	50.20	48.80	47.60	47.90	49.40	46.40	44.90	50.30	48.80	54.70
	2023-03	51.90	53.60	50.30	50.40	54.60	53.60	50.40	48.30	49.50	50.90	48.60	50.80	49.70	55.50
	2023-02	52.60	53.70	52.00	51.20	56.70	54.10	52.40	49.80	50.60	54.40	51.20	52.00	50.20	57.50
	较上月	0.30	0.00	0.10	1.00	-0.10	0.90	-0.10	0.80	0.20	7.40	4.70	0.10	-0.10	1.70
非制造	2023-07	51.50	56.70	47.10	51.50	-	48.10	47.70	-	45.90	50.80	49.70	51.40	46.60	59.00
	2023-06	53.20	55.10	50.00	55.90	-	49.50	49.00	-	47.10	49.00	47.80	51.90	46.80	60.30
	2023-05	54.50	57.20	54.60	52.80	-	49.50	49.70	-	47.10	47.40	47.60	51.90	48.40	60.40
	2023-04	56.40	62.00	53.40	54.60	-	56.00	52.10	-	47.20	51.10	50.30	52.40	48.30	62.50
	2023-03	58.20	61.70	54.50	59.70	-	57.30	48.10	-	47.00	50.30	47.80	52.40	49.20	63.30
	2023-02	56.30	51.20	57.70	62.60	-	55.80	51.90	-	48.20	51.10	50.80	55.20	50.20	64.90
	较上月	-1.70	1.60	-2.90	-4.40	-	-1.40	-1.30	-	-1.20	1.80	1.90	-0.50	-0.20	-1.30

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

结论：7月PMI数据呈现出四点特征：

一是需求不足的矛盾依然突出，但制造业有所改善，非制造业主要受建筑业拖累进一步转弱。

二是小企业表现成为制造业与非制造业PMI分化的关键。制造业中，大型企业景气度保持不变，而小企业景气度上升1pct，指向制造业景气度改善的主体来自于小企业。非制造业中，大型企业景气度逆势上升1.6pct，而小企业大幅下降4.4pct，同样鲜明指向景气度的走弱来自于小企业。

三是制造业生产有望筑底回升。库存方面，库存指标尽管仍处于收缩区间，但方向上在今年2月以来首次触底回升。从环比变化看，原材料库存由此前的去化放缓转为大幅回升（+0.8pct），产成品库存也由负转正，从上月的大幅下降（-2.8pct）转为小幅上升（+0.2pct）。与此同时，原材料与出厂价格指数均延续上月修复态势，环比大幅上升，其中原材料价格指数已进入扩张区间。

四是建筑业PMI是非制造业超季节性下降的主要拖累。建筑业PMI当月环比下降4.5pct，而过去3年同期平均上升0.2pct。具体来看，建筑业内部走势“逆转”，一方面前期疲弱的房地产业和房屋建筑业有所企稳，房地产业环比回升0.5pct，房屋建筑业环比小幅下降0.2pct；另一方面此前表现强劲的土木工程建

筑业环比大幅回落 10.3pct。

◆ 制造业

7月制造业 PMI 在 6 月低基数下小幅回升 0.3pct 至 49.3，连续两个月修复。从贡献因素看，新订单和原料库存指标成为主要拉动，分别贡献 0.27pct 和 0.08pct，生产、雇员和配送时间指标构成拖累。

从产需的力量变化观察，需求不足仍是当前制造业的主要掣肘，但出现边际改善。从相对变化看，本月 PMI “产需差”有所收敛：一方面生产小幅回落（-0.1pct 至 50.2），另一方面尽管新订单仍位于收缩区间，但出现显著修复（+0.9pct 至 49.5），两者推动“产需差”收窄-1.0pct 至 0.7。从绝对水平看，生产指数稳定在扩张区间（50.2），但三大需求指标依旧处于收缩区：新订单、新出口订单和在手订单分别为 49.5、46.3（-0.1pct）和 45.4（+0.2pct）。

库存与价格指标指向企业去库周期可能接近尾声，产能利用率有望筑底回升。库存方面，今年 2 月去库以来，库存在方向上首次触底回升，但绝对值仍处于收缩区间。一方面，原材料库存环比由负转正，由此前的跌幅放缓转为大幅回升（+0.8pct）。另一方面，产成品库存环比也由负转正，从上月的大幅下降（-2.8pct）转为小幅上升（+0.2pct）。与库存企稳对应的是价格修复。原材料与出厂价格指数均延续上月修复态势，环比大幅上升，其中原材料价格指数已进入扩张区间。具体来看，原材料价格上升 7.4pct 至 52.4，而出厂价格上升 4.7pct 至 48.6。需要提示的是，投入品价格率先进入扩张区间，可能压制中下游企业利润，对产能修复速度构成一定约束。供应链方面，配送时间边际下降，指向淡季物流压力有所减轻。

与此同时，企业预期出现改善。就业方面，从业人员指数连续 5 个月回落，但回落幅度持续收敛（本月-0.1pct，此前 3 个月为-0.9pct，-0.4pct，-0.2pct），目前位于 48.1，仍高于（61 分位）过去三年的中位数水平。预期方面，制造业预期指数环比由负转正，一举修复（+1.7pct）至今年二季度以来最高水平。此外，大小企业感受差异依然明显，但本月中小企业有所修复，“大小企业差”收窄 1pct 至 2.9。从新订单指标变化看，大中小企业均出现上升，但小企业修复程度（+1.8pct）明显强于大企业（+0.4pct）。

◆ 非制造业

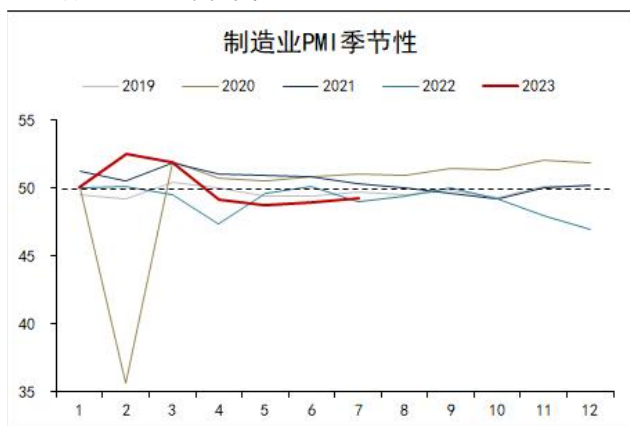
7 月份非制造业 PMI 超季节性下降 1.7pct 至 51.5。从结构上看，服务业与建筑业均持续回落，但仍位于扩张区间。

服务业 PMI 环比下降 1.3pct 至 51.5，而过去 3 年同期平均下降 0.5pct。需要注意的是，尽管下滑幅度相近，但生产性服务业景气度（54.8）明显好于消费性服务业（50.3）。

建筑业 PMI 是非制造业超季节性下降的主要拖累。建筑业 PMI 当月环比下降 4.5pct 至 51.2，而过去 3 年同期平均上升 0.2pct。具体来看，建筑业内部走势“逆转”，一方面前期疲弱的房地产业和房屋建筑业有所企稳，房地产业环比回升 0.5pct 至 43.7，房屋建筑业环比小幅下降 0.2pct 至 50.4；另一方面此前表现强劲的土木工程建筑业环比大幅回落 10.3pct 至 54，低于过去 3 年同期均值 4.3pct。

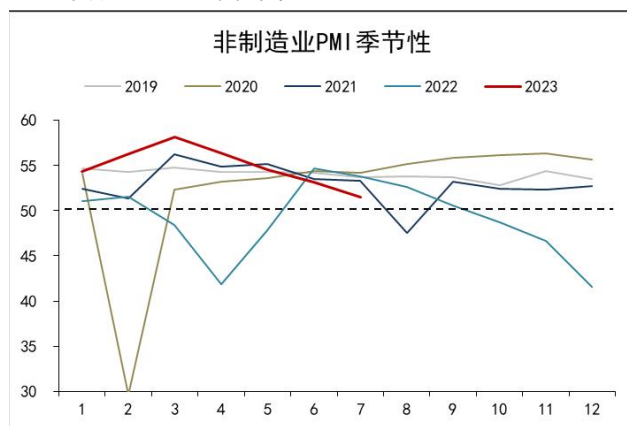
从分项表现看，有两方面值得关注：一是非制造业新订单显著下滑，但企业利润企稳，就业小幅回落。当月非制造业新订单下降 1.4 至 48.1，但价格指数回升且收费价格-投入价格指数收窄（-0.1pct），导致企业利润企稳，用人意愿并未显著下降（-0.2pct）。二是小型企业景气度下降明显。当月小型非制造业企业 PMI 环比大幅下降 4.4pct 至 51.5，与此同时大型企业明显回升（+1.6 至 56.7）。小企业感受转差背后的主要原因在于需求大幅下降，小企业新订单指数下降 5.2 至 47.7，而大企业上升 2.1 至 53。

图2: 制造业 PMI 的季节性



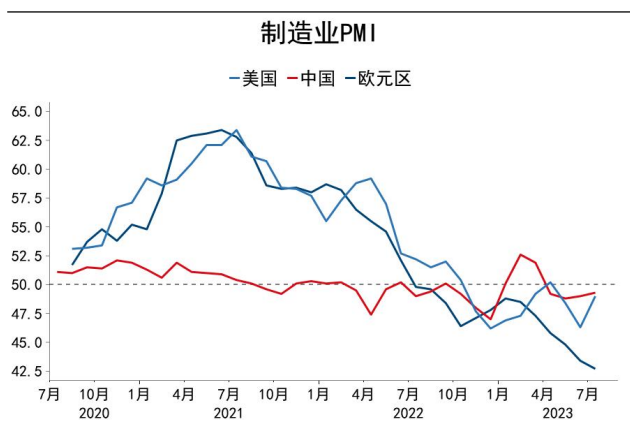
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 非制造业 PMI 的季节性



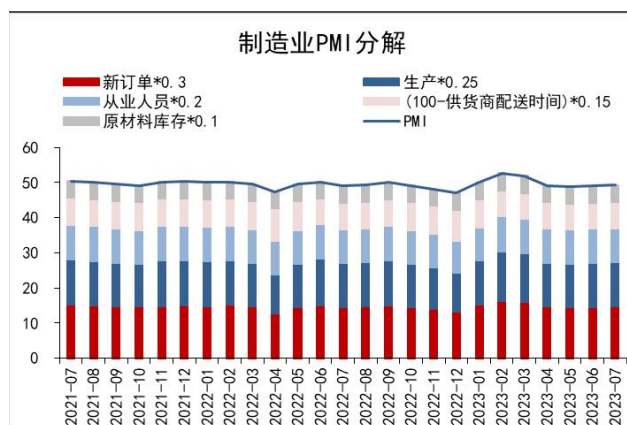
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 主要经济体制造业 PMI



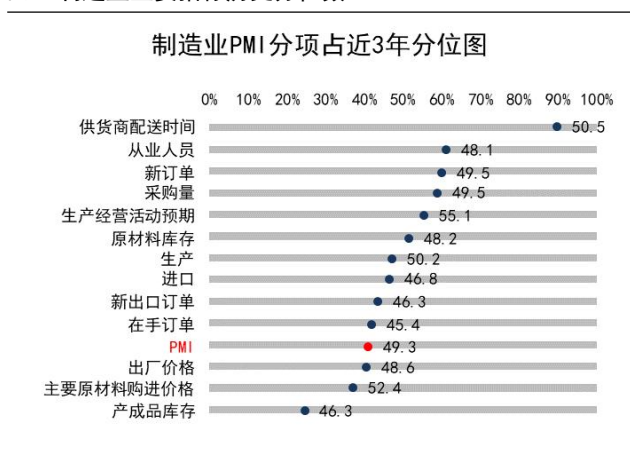
资料来源: Macrobond, 国信证券经济研究所整理

图5: 制造业 PMI 贡献分解



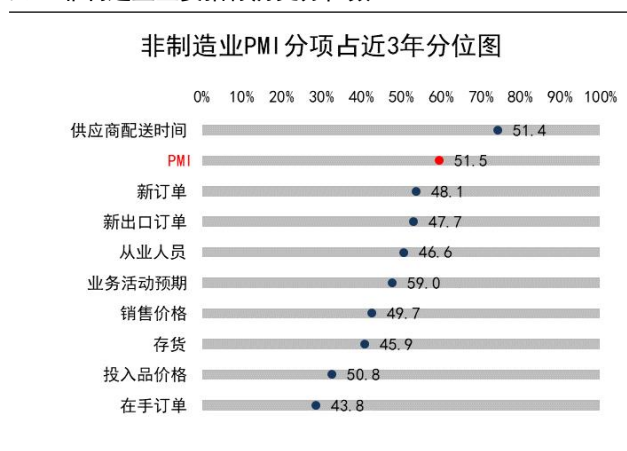
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 制造业主要指标历史分位数



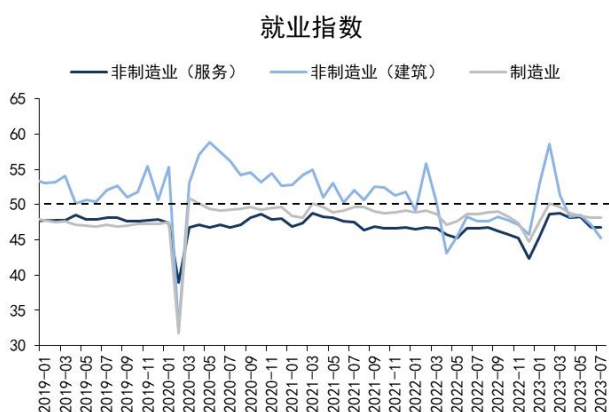
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 非制造业主要指标历史分位数



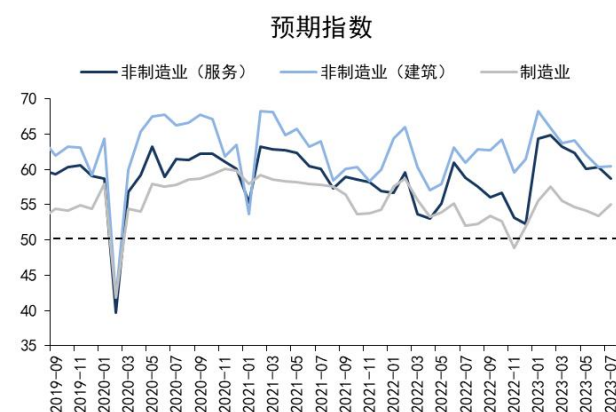
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 非制造业就业持续走弱



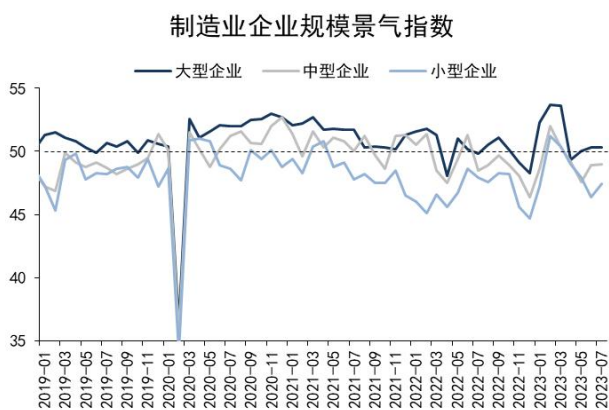
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 制造业预期有所修复



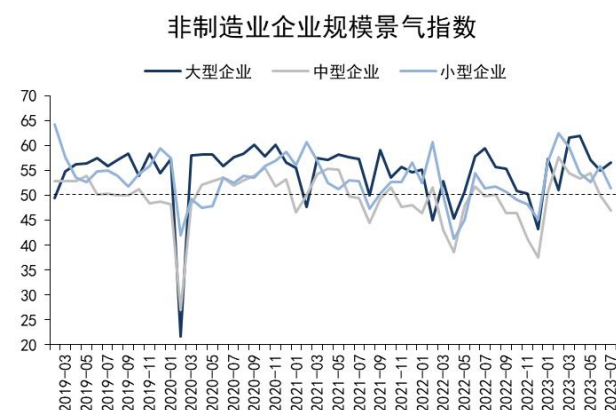
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 制造业小企业景气度显著改善



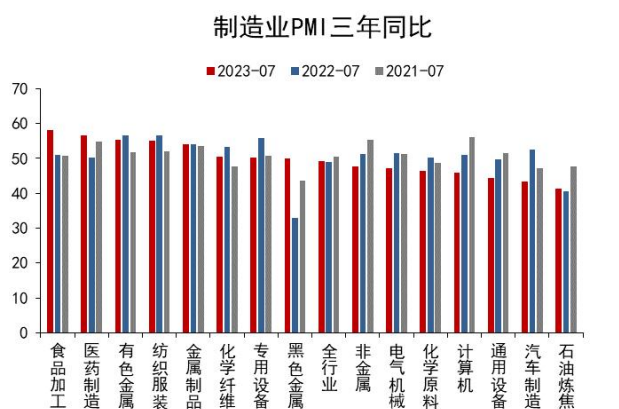
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 非制造业小企业景气度大幅恶化



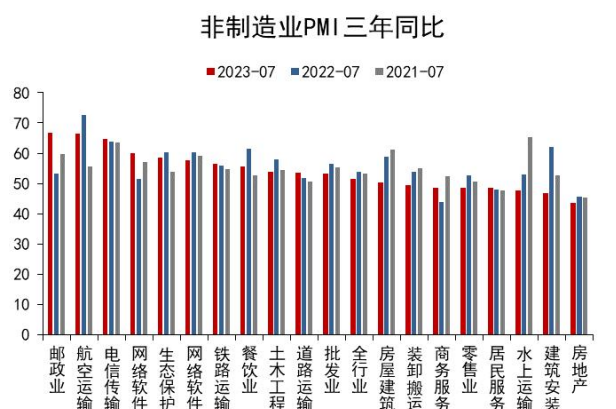
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 各制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采, 国信证券经济研究所整理

图13: 各非制造行业景气度排名



资料来源: Wind, 中采, 国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

政策调整滞后，经济增速下滑。

相关研究报告：

《美联储加息尚未结束-美联储 7 月 FOMC 会议点评》 ——2023-07-31

《2023 年 7 月政治局会议解读-七大政策焦点助力稳增长》 ——2023-07-25

《7 月 20 日中央财经委会议解读-强化耕地保护与质量提升》 ——2023-07-22

《美国 6 月就业数据点评》 ——2023-07-12

《宏观经济数据前瞻-2023 年 6 月宏观经济指标预期一览》 ——2023-07-03

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032