

7月 PMI 数据解读



左景冉 分析师

Email: zuojingran@lczq.com

证书: S1320523020001

投资要点:

7月制造业 PMI 为 49.3，较前值升 0.3，景气度小幅回暖。从全球视角看，主要国家制造业 PMI 均处在荣枯线以下，7月份中国、美国、欧元区、日本、英国、韩国 PMI 分别为 49.30、49.00、42.70、49.40、45.00、47.8（6月）。其中，欧洲制造业低景气度已持续近一年，美国制造业 PMI 宽幅震荡，中日制造业相对较好，近月徘徊在荣枯线附近。综合看，外部环境复杂严峻，需求不足仍是主要国家制造业低景气的主因。

制造业构成分项看，新订单、原材料库存是制造业景气改善的主因，加上主要原材料购进价格进入扩张区间，预示本轮持续 9 个月的去库存阶段可能迎来拐点。新订单往往是制造业 PMI 景气度回暖的领先指标，其中又以大型企业新订单恢复领先性最强，大中小企业新订单全面改善，可能预示制造业 PMI 景气度边际复苏迹象。原材料库存、主要原材料购进价格，自 5 月以来持续改善，尤其是主要原材料购进价格已处在荣枯线以上的扩张区间，可能与库存周期由被动去库存转向主动补库存，价格信号正反馈有关。

7月服务业 PMI、建筑业 PMI 分别为 51.5、51.2，较前值分别降 4.5、1.7。其中，服务业新订单下滑是 2023 年 3 月以来服务业 PMI 下降的主因；新订单、从业人员拖累建筑业 PMI，但销售价格、业务活动预期保持在扩张区间。

7月 31 日发改委发布《关于恢复和扩大消费的措施》，切中多行业消费下滑的痛点，利好房地产和下游家居家装、汽车等耐用品消费，猪肉消费同样值得关注。促消费政策有望缓解当前房地产领域的产销两极分化：一方面，房贷利率继续下调，但 6-7 月的传统房地产旺季，商品房成交面积破 5 年新低；另一方面，房屋竣工面积与 2019 年相当，高于疫情三年，高竣工面积亟待消化。国六 b 排放标准汽车全面实施，提振上半年汽车消费，但从轮胎开工率看，仅持平疫情 3 年，较疫情前仍有差距，政策有望进一步提振汽车消费。另外，生猪产业值得关注，或将迎来短期猪肉上涨的机会。

风险提示：促消费政策执行不及预期，地缘政治风险。

相关报告

6月财政数据解读：收入增速缓慢

2023.07.25

6月进出口数据解读：制造业疲软拖累内外需恢复

2023.07.21

工业与消费恢复向好，部分投资保持韧性——2023年6月经济数据解读

2023.07.21

目 录

1. 主要国家制造业低景气，中国有边际改善迹象	3
1.1 新订单、原材料库存是制造业景气改善的主因	4
1.2 原材料价格、出厂价格景气改善，或为库存周期拐点的价格信号	5
2. 非制造业 PMI 景气下行，但仍处扩张区间	6
3. 发改委促消费政策解读	7
4. 风险提示	8

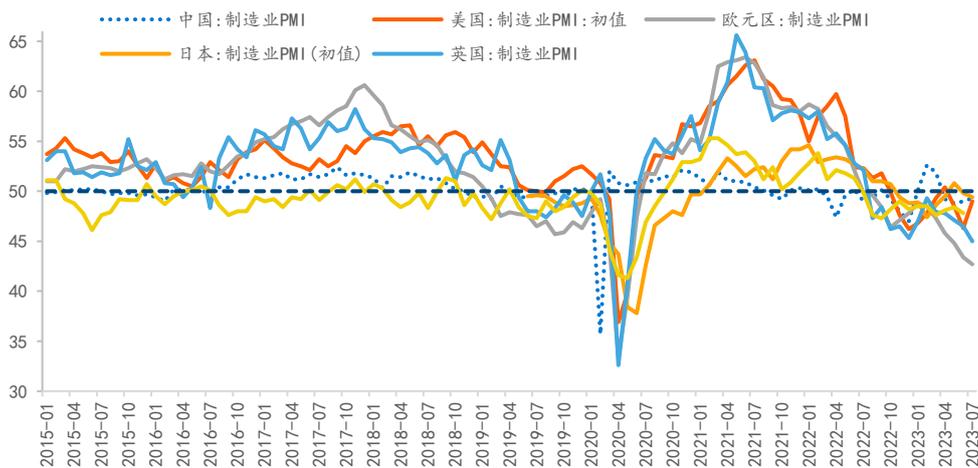
图 目 录

图 1 7 月主要国家制造业 PMI 一览	3
图 2 中国综合 PMI、制造业 PMI、服务业和建筑业 PMI 对比	3
图 3 2019-2023 年 7 月份制造业 PMI 构成项变化	4
图 4 2023 年 4-7 月份制造业 PMI 构成项变化	4
图 5 大中小企业制造业 PMI 新订单变化	4
图 6 2019-2023 年 7 月份制造业 PMI 其他分项变化	5
图 7 2023 年 4-7 月份制造业 PMI 其他分项变化	5
图 8 2009 年以来我国 4 轮库存周期	5
图 9 2019-2023 年 7 月份服务业 PMI 构成分项变化	6
图 10 2023 年 4-7 月份服务业 PMI 构成分项变化	6
图 11 2019-2023 年 7 月份建筑业 PMI 构成分项变化	6
图 12 2023 年 4-7 月份建筑业 PMI 构成分项变化	6
图 13 2019-2023 年 30 大中城市商品房成交面积（万平方米）	7
图 14 2018-2023 年中国房屋竣工面积累计值（万平方米）	7
图 15 2018-2023 年汽车轮胎（钢胎）开工率	7
图 16 猪粮比价与生猪价格的关系（猪价拐点临近）	8

1. 主要国家制造业低景气，中国有边际改善迹象

全球主要国家制造业 PMI 均处在荣枯线以下，欧洲制造业低景气度已持续近一年，美国制造业 PMI 宽幅震荡，中日制造业相对较好，近月徘徊在荣枯线附近。7 月份中国、美国、欧元区、日本、英国、韩国 PMI 分别为 49.30、49.00、42.70、49.40、45.00、47.8 (6 月)，其中，欧元区和英国 PMI 低于荣枯线水平已持续近 1 年，背后是持续加息导致经济增长疲软和信贷走弱。7 月欧央行和美联储如期加息 25bp，对未来是否继续加息持开放态度，但制造业何时复苏，仍有待观察。综合来看，当前外部环境复杂严峻，需求不足仍是主要国家制造业低景气的主因。

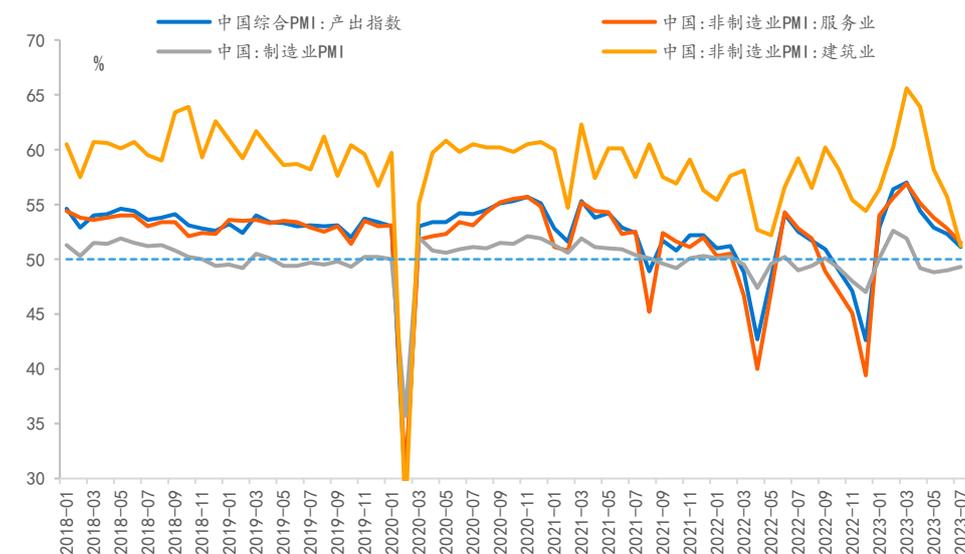
图1 7月主要国家制造业 PMI 一览



资料来源：Wind，联储证券研究院

聚焦中国，7 月制造业 PMI、服务业 PMI、建筑业 PMI 分别为 49.3、51.5、51.2，较前值分别升 0.3、降 4.5、降 1.7。制造业 PMI 低景气度连续两个月改善，非制造业的服务业和建筑业自 3 月份高景气继续回落，但仍处在扩张区间。

图2 中国综合 PMI、制造业 PMI、服务业和建筑业 PMI 对比

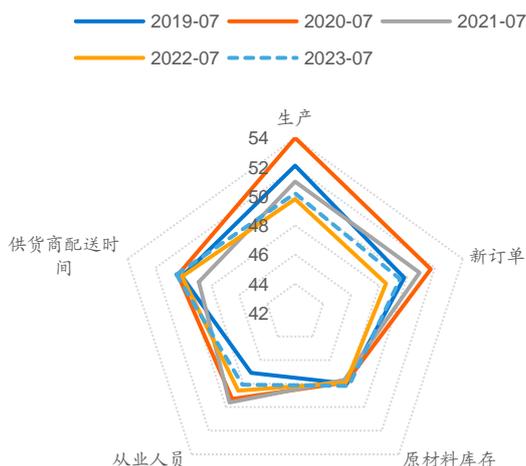


资料来源：Wind，联储证券研究院

1.1 新订单、原材料库存是制造业景气改善的主因

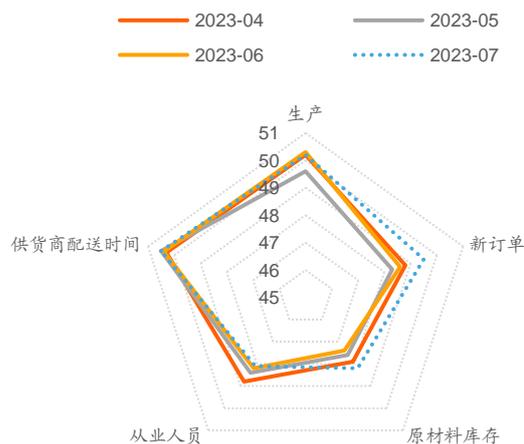
7月制造业新订单虽落后往年，但2023年5月以来持续改善，是本月制造业景气度升温的两大主因之一。与往年7月制造业PMI构成项对比看，生产、新订单和从业人员是当下制造业的弱项，数值远落后于往年同期。与2023年上半年对比看，新订单和原材料库存是制造业景气改善的主项，较前值分别升0.9、0.8；生产和从业人员是主要拖累项，较前值均降0.1。

图3 2019-2023年7月份制造业PMI构成项变化



资料来源: Wind, 联储证券研究院

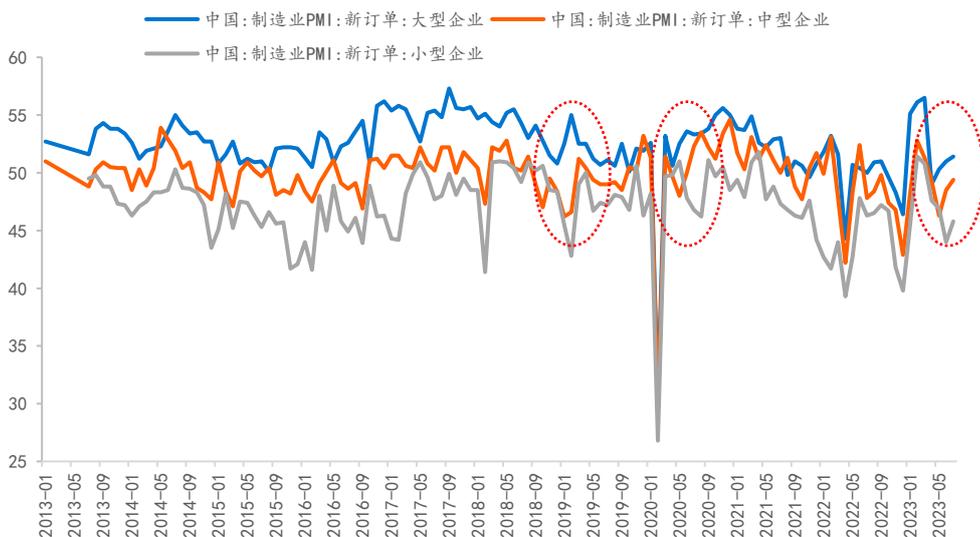
图4 2023年4-7月份制造业PMI构成项变化



资料来源: Wind, 联储证券研究院

制造业PMI各构成项中，新订单往往是制造业PMI景气度回暖的领先指标，其中又以大型企业新订单恢复领先性最强。对比三个历史节点(下图红圈)，2008年下半年、2020年初新冠疫情、2022年12月新冠疫情，PMI新订单恢复顺序始终是大型企业领先，其次是中型企业和小型企业，逐级领先1个月左右。

图5 大中小型企业制造业PMI新订单变化



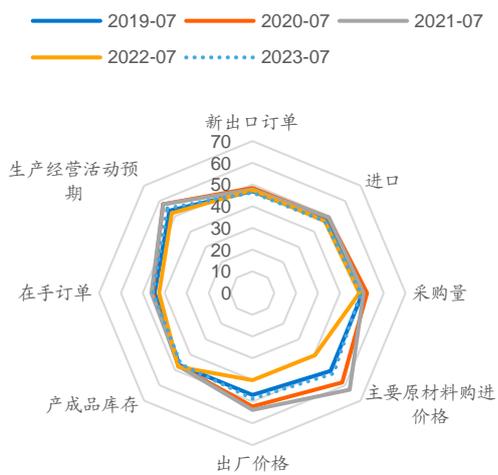
资料来源: Wind, 联储证券研究院

1.2 原材料价格、出厂价格景气改善，或为库存周期拐点的价格信号

原材料购进价格、出厂价格较疫情期间大幅回落，但环比增幅仍较高，或与库存周期由被动去库存转向主动补库存，价格信号正反馈有关。

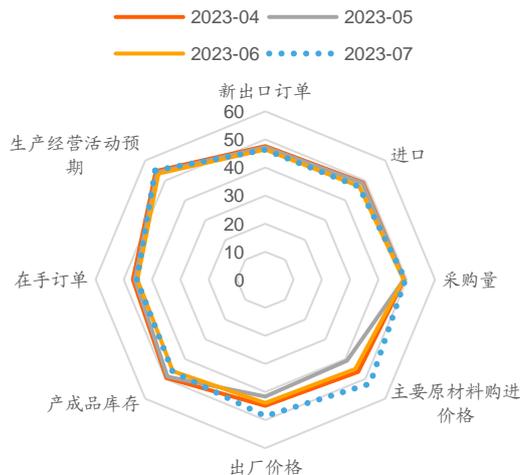
与往年7月制造业PMI分项对比看，生产经营活动预期、主要原材料购进价格处在荣枯线以上，其他分项与往年7月接近。与2023年上半年对比看，主要原材料购进价格、出厂价格是主要的景气度改善项，较前值分别上升7.4、4.7；生产经营活动预期、采购量、产成品库存、在手订单与前值接近，分别上升1.7、0.6、0.2、0.2；新出口订单、进口景气度小幅下滑，较前值分别下降0.2、0.1。

图6 2019-2023年7月份制造业PMI其他分项变化



资料来源：Wind，联储证券研究院

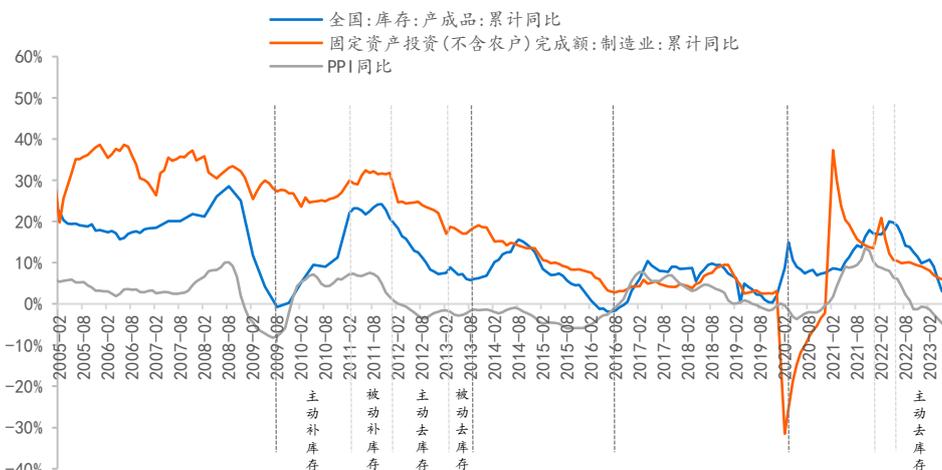
图7 2023年4-7月份制造业PMI其他分项变化



资料来源：Wind，联储证券研究院

特别值得一提的是主要原材料购进价格，自5月以来持续改善，目前处在荣枯线以上的扩张区间，结合上节提到的原材料库存的同步改善，预示本轮持续9个月的去库存阶段可能近期迎来拐点。

图8 2009年以来我国4轮库存周期

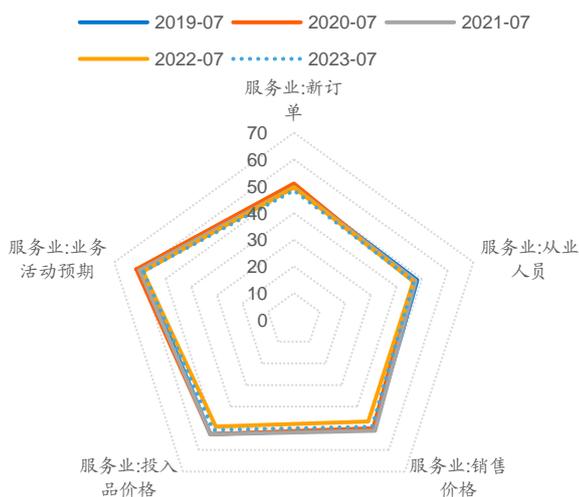


资料来源：Wind，联储证券研究院

2. 非制造业 PMI 景气下行，但仍处扩张区间

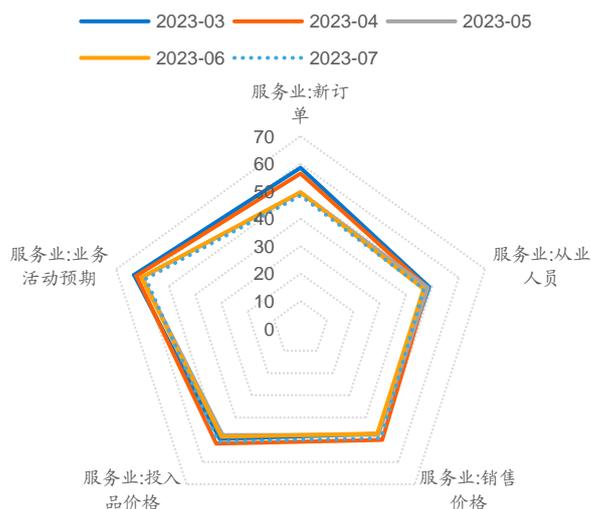
服务业新订单下滑是2023年3月以来服务业PMI下降的主因。与往年7月服务业PMI分项对比看，整体分项非常接近。与2023年上半年对比看，服务业新订单、业务活动预期自3月份持续回落，分别降1.2、1.6，主要是因为疫情全面放开以来，服务业的“报复性”消费需求逐渐减少，带动服务业PMI整体持续回落。其他分项与上半年接近。

图9 2019-2023年7月份服务业PMI构成分项变化



资料来源: Wind, 联储证券研究院

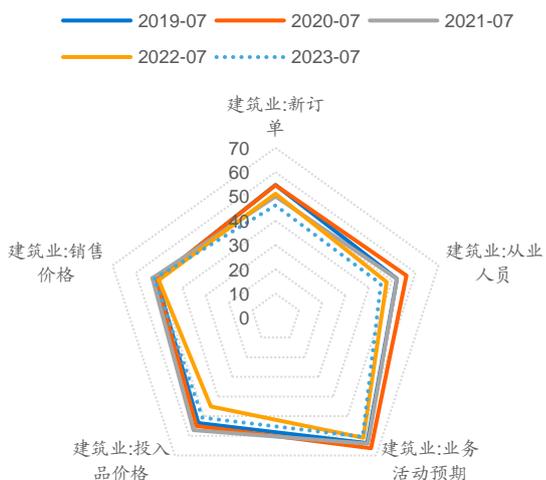
图10 2023年4-7月份服务业PMI构成分项变化



资料来源: Wind, 联储证券研究院

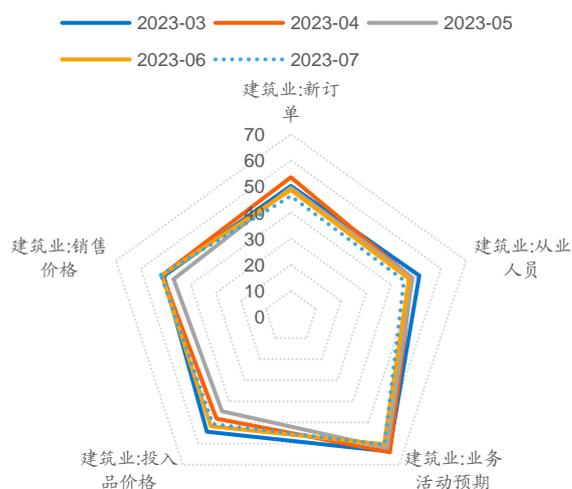
新订单、从业人员拖累建筑业PMI，但销售价格仍处在扩张区间。与往年7月数据对比看，建筑业PMI新订单、从业人员、投入品价格景气度远不及往年，但销售价格与往年接近。与2023年上半年对比看，建筑业PMI新订单、从业人员是建筑业PMI景气下行的主因，分别较前值降2.4、2.0，销售价格、业务活动预期保持在荣枯线以上。

图11 2019-2023年7月份建筑业PMI构成分项变化



资料来源: Wind, 联储证券研究院

图12 2023年4-7月份建筑业PMI构成分项变化



资料来源: Wind, 联储证券研究院

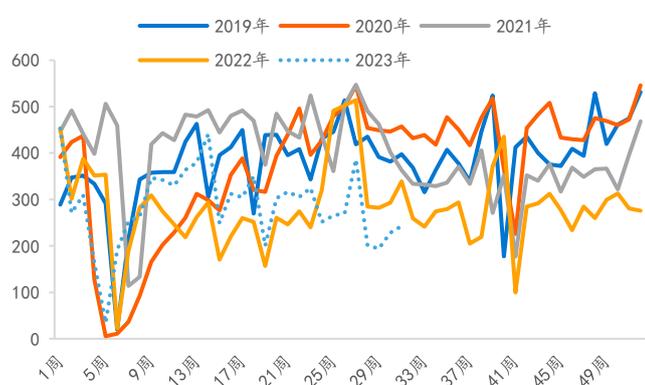
3. 发改委促消费政策解读

7月31日，国家发展改革委发布《关于恢复和扩大消费的措施》，提出一系列消费政策，包括稳定汽车、新能源汽车、刚性和改善型住房、家居家装和电子产品等大宗消费；扩大餐饮服务、文旅消费、文体体育会展消费、健康服务等服务消费；促进农村消费；拓展新型消费；完善消费设施；优化消费环境等。

促消费政策和相关细则的出台，有望缓解房地产上下游、汽车等产业的消费痛点。

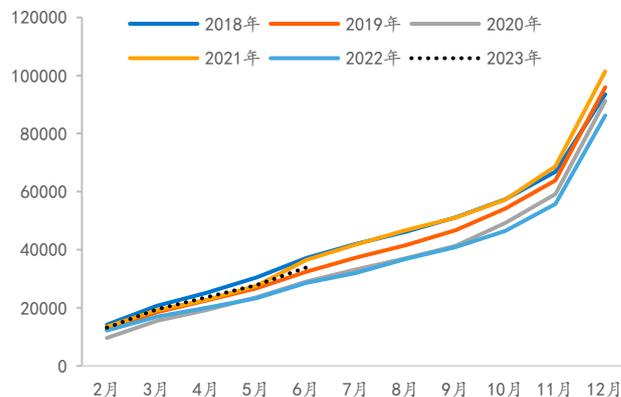
从房地产上下游看，稳地产消费政策有望改善商品房成交低的现状，同时高竣工面积对下游家居家电需求形成支撑。当前我国房地产面临两极分化：一方面，6-7月是传统商品房销售旺季，今年我国房贷利率也继续下调，但6-7月商品房成交面积破5年新低，主要是居民对房价预期上涨空间有限，消费意愿不足。另一方面，房屋竣工面积高于疫情三年，与2019年相当，高竣工面积亟待消化。稳地产消费政策及时出台，有望改善局面，同步带动下游家居家装消费。

图13 2019-2023年30大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：Wind，联储证券研究院

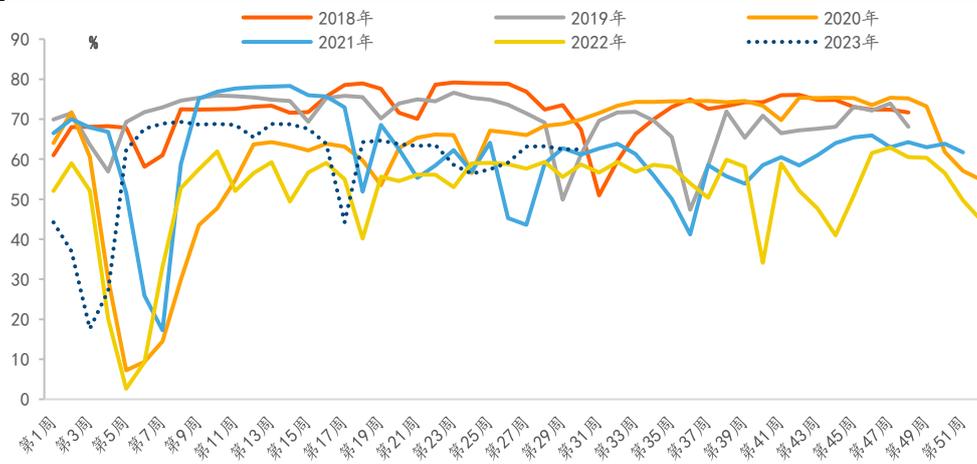
图14 2018-2023年中国房屋竣工面积累计值（万平方米）



资料来源：Wind，联储证券研究院

从汽车端看，汽车轮胎开工率持平疫情3年，较疫情前仍有差距，政策有望进一步提振汽车消费。2023年7月1日国六b排放标准全面实施，上半年各大车企争相打折促销，但从上游轮胎开工率看，整体开工率不足70%，持平疫情三年平均水平，较2018-2019年75%-80%的开工率仍有差距。稳汽车消费政策出台，有望进一步提振汽车消费。

图15 2018-2023年汽车轮胎（钢胎）开工率



资料来源：Wind，联储证券研究院

从餐饮消费端看，生猪产业值得关注，可能迎来短期猪肉上涨的机会。猪粮比价触及4.5的历史底部是生猪价格上涨的指示性指标，相比生猪价格触及历史底部(约10.45元/公斤)，预测力更强。2023年初至今，猪粮比价持续逼近4.5的底部区间，生猪养殖亏损时间较长，生猪去库过度，或迎来短期拐点。对比下图红圈位置，2013年、2015年、2022年猪粮比价触及历史底，生猪价格虽未触及历史底，但短期跟随性上涨。

图16 猪粮比价与生猪价格的关系（猪价拐点临近）



资料来源: Wind, 联储证券研究院

注: 猪粮比价触及历史底部对猪价拐点的预测能力更强, 比如红圈的位置, 猪粮比价触及历史底, 生猪价格虽未触及历史底, 但短期跟随性上涨。

4. 风险提示

促消费政策执行不及预期、地缘政治风险。

免责声明

联储证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“联储证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“联储证券研究院”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1366 号富士康大厦 9-10F
 邮编：200120

北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院中建财富国际中心 27F
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F
 邮编：518000