

## 经济继续环比走平

——宏观经济研究周报



2023年08月03日

## 投资摘要:

6月制造业PMI继续处于收缩区间但降幅较上月收窄,服务业PMI继续向50收敛。我们认为未来政策仍将以托底为主,叠加近期商品价格偏强运行增加美国通胀反弹风险,8月PMI预计将维持在50左右,经济持续环比走平。

## 制造业PMI

- 制造业持续环比收缩,但幅度逐月收窄。2023年7月制造业PMI49.3,前值49,环比降幅较上月继续收窄。从近几个月PMI读数来看,经济已触底走平,但在内外需并未见显著起色时,预计PMI读数仍将保持在50左右,环比缺乏扩张动能。
- PMI低于7月历史均值,但二者走势逐步收敛。2023年7月PMI在2009年以来的15年中排名第14位,低于均值1.4,逐步向历史均值回归。
- 新订单PMI继续回升,出口订单规模环比降幅扩大。7月新订单PMI49.5,较前值48.6上升0.9,且与历史均值的差距进一步收窄。新出口订单PMI46.3,较前值46.4下降0.1,绝对值与历史均值的差距进一步走阔。
- 在手订单规模环比上升。7月在手订单PMI45.4,较前值45.2上升0.2,需求端新订单环比好转带动在手订单规模环比走高。
- 工业产成品库存环比降幅收窄。7月产成品库存PMI46.3,较前值46.1上升0.2,环比降幅较上月收窄。6月当月工业增加值同比增长0.68%,环比增速较5月提升0.5个百分点;6月工业企业利润同比下降8.3%,降幅较上月收窄4.3个百分点。目前看企业库存仍在去化,但盈利已逐步修复,“被动去库存”反映企业经营情况进一步好转。
- 企业生产环比扩张幅度与历史差距逐步收窄,原材料价格环比上升。7月生产PMI50.2,较前值50.3下降0.1,与历史相比仍在近15年中排名第14位,与历史均值差距收窄。7月原材料库存PMI48.2,前值47.4,原材料购进价格PMI52.4,较前值45大幅提升。
- 出厂价格环比降幅收窄。7月出厂价格PMI48.6,前值43.9,环比降幅显著收窄,出厂价格环比降幅收窄有利于企业盈利改善。

## 非制造业PMI

- 非制造业景气度环比逐步走平。7月非制造业(商务活动)PMI51.5,在近15年中排名第末位,前值52.8。1季度服务业PMI达到高点后随即持续走低,在制造业多月环比收缩的情况下,未来服务业PMI预计也将向50收敛,景气度将逐渐走平。
- 建筑业、服务业新订单PMI低于荣枯线。7月建筑业新订单PMI46.3,再次低于荣枯线,较前值48.7下降1.4,同时也低于历史均值。7月服务业新订单PMI48.4,前值49.6,降幅较上月进一步扩大。

风险提示:居民消费需求超预期、出口超预期强劲、地产销售超预期回暖、政策风险。

## 2023年中国主要经济指标预测

指标(%)	2020A	2021A	2022A	202307E	2023E
实际GDP同比	2.2	8.4	3.0	4.8	5.0
固定资产投资同比	2.9	4.9	5.1	4	4.0
其中:基建	3.4	0.2	11.5	12	9.0
制造业	-2.2	13.5	9.1	5.8	6.0
房地产	7.0	4.4	-10.0	-8.4	-1.4
社会消费品零售总额同比	-3.9	12.5	-0.2	8.6	6.0
CPI同比	2.5	0.9	2.0	-0.4	2.0
PPI同比	-1.8	8.1	4.1	-4.1	-0.5
10Y国债收益率	3.1	2.8	2.8	2.7	2.9
美元兑人民币汇率中间价	6.5	6.4	7.0	7.1	6.8

敬请参阅最后一页免责声明

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号:S1660519040001

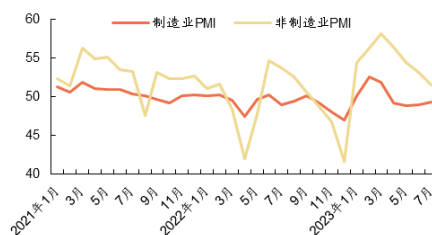
李起

研究助理

SAC执业证书编号:S1660122090010

13716755997

## 2021-2023年7月制造业和非制造业PMI



资料来源:Wind, 申港证券研究所

## 相关报告

- 《消费生产回暖 地产出口承压:宏观经济研究周报》2023-07-25
- 《康波复苏的起点:宏观经济研究专题报告》2023-07-24
- 《4次降息中的资产价格变化:宏观经济研究周报》2023-07-18
- 《核心通胀仍在5%以上:宏观经济研究周报》2023-07-10
- 《工业生产环比企稳:宏观经济研究周报》2023-06-25

证券研究报告

---

社会融资规模	13.3	10.3	9.6	9.6	10.0
--------	------	------	-----	-----	------

---

说明: CPI 和 PPI 同比 2023E 为全年同比, 202307E 为当月同比; 10Y 国债收益率和汇率取统计期最后一个交易日, 为实际值。

资料来源: Wind, 申港证券研究所

## 内容目录

1. 制造业 PMI .....	4
1.1 综合指数.....	4
1.2 需求端.....	4
1.3 生产端.....	5
2. 非制造业 PMI.....	6
3. 风险提示.....	7

## 图表目录

图 1: 2021-23 年 7 月各月 PMI.....	4
图 2: 2022 年 7 月-23 年 7 月各月 PMI 及历史均值.....	4
图 3: 2021-23 年各月新订单 PMI .....	4
图 4: 2021-23 年各月新出口订单 PMI .....	4
图 5: 2021-23 年 7 月各月在手订单 PMI .....	5
图 6: 2021-23 年 7 月各月产成品库存 PMI.....	5
图 7: 2022 年 7 月-23 年 7 月各月生产 PMI 及历史均值.....	5
图 8: 2021 年-23 年 7 月各月原材料库存 PMI .....	5
图 9: 2016-23 年各年 7 月出厂价格 PMI .....	6
图 10: 2022-23 年 7 月各月出厂价格和原材料价格 PMI.....	6
图 11: 2022-23 年 7 月各月非制造业 PMI.....	6
图 12: 2009-23 年各年 7 月非制造业 PMI .....	6
图 13: 2009-23 年各年 7 月建筑业新订单 PMI .....	7
图 14: 2013-23 年各年 7 月服务业新订单 PMI .....	7

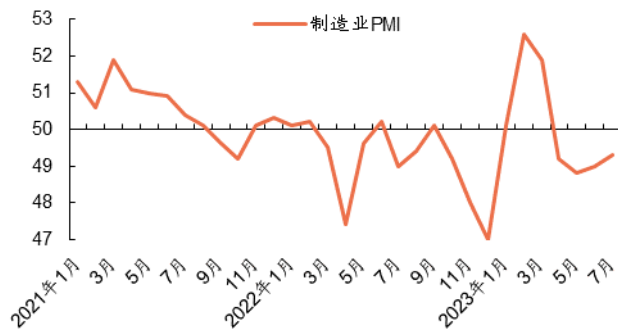
## 1. 制造业 PMI

### 1.1 综合指数

制造业持续环比收缩，但幅度逐月收窄。2023 年 7 月制造业 PMI 49.3，前值 49（图 1），环比降幅较上月继续收窄。从近几个月 PMI 读数来看，经济已触底走平，但在内外需并未见显著起色时，预计 PMI 读数仍将保持在 50 左右，环比缺乏扩张动能。

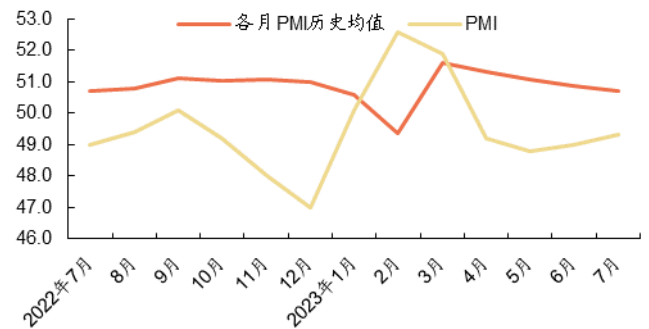
PMI 低于 7 月历史均值，但二者走势逐步收敛。2023 年 7 月 PMI 在 2009 年以来的 15 年中排名第 14 位，低于均值 1.4，逐步向历史均值回归（图 2）。

图1：2021-23 年 7 月各月 PMI



资料来源：Wind，申港证券研究所

图2：2022 年 7 月-23 年 7 月各月 PMI 及历史均值



说明：2022 年各月历史均值采用 2009-2021 年数据计算，2023 年各月历史均值采用 2009-2022 年数据计算。

资料来源：Wind，申港证券研究所

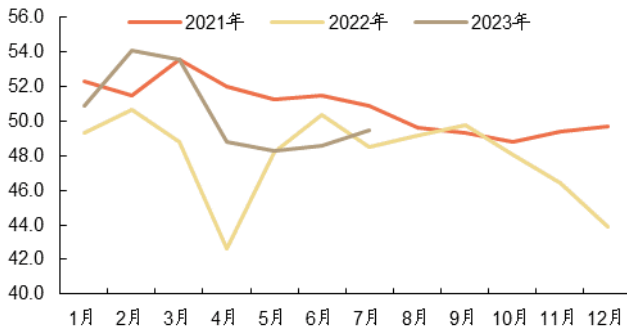
### 1.2 需求端

新订单 PMI 继续回升，出口订单规模环比降幅扩大。7 月新订单 PMI 49.5，较前值 48.6 上升 0.9（图 3）。相对历史各年 7 月来说，新订单 PMI 在 2009 年以来的 15 年中排名第 13 位，较 6 月提升 2 名，且绝对值与历史均值的差距进一步收窄。新出口订单 PMI 46.3，较前值 46.4 下降 0.1，在过去 15 年中排名末位，排名较 6 月下降 2 名（图 4），绝对值与历史均值的差距进一步走阔，出口压力仍在增大。

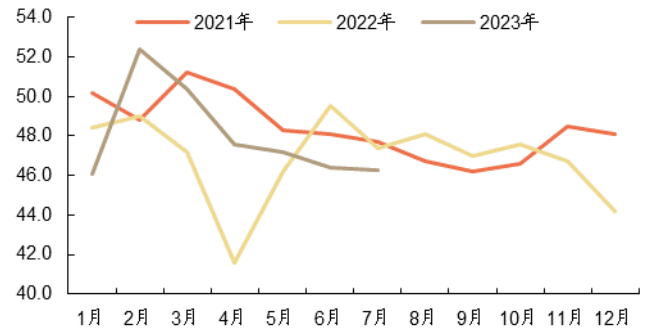
- ◆ 6 月美国整体核心 CPI 同比录得 4.8%，降幅超预期，但进入 7 月后去年的基数效应弱化，核心 CPI 同比仍有再次上行的可能。同时 6 月非农数据依然强劲，高息环境下我国外贸预计将继续承压。

图3：2021-23 年各月新订单 PMI

图4：2021-23 年各月新出口订单 PMI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

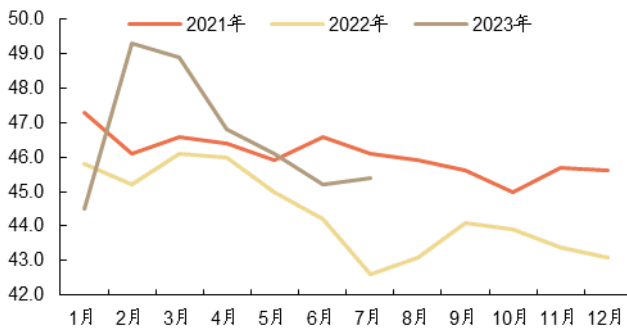


资料来源: Wind, 申港证券研究所

在手订单规模环比上升。7月在手订单 PMI45.4, 较前值 45.2 上升 0.2 (图 5), 在 2009 年以来的 15 年中排名第 10 位。需求端新订单环比好转带动在手订单规模环比走高。

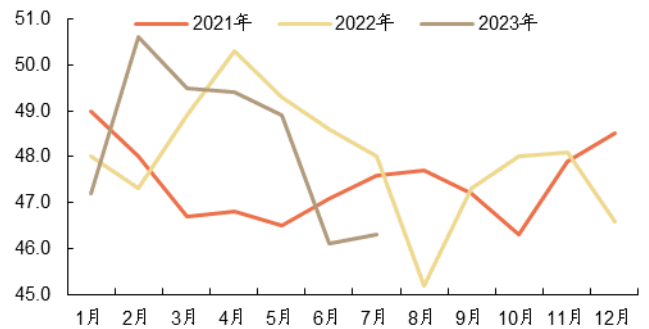
工业产成品库存环比降幅收窄。7月产成品库存 PMI46.3, 较前值 46.1 上升 0.2, 环比降幅较上月收窄 (图 6)。6月当月工业增加环比增长 0.68%, 环比增速较 5月提升 0.5 个百分点; 6月工业企业利润同比下降 8.3%, 降幅较上月收窄 4.3 个百分点。目前看企业库存仍在去化, 但盈利已逐步修复, “被动去库存”反映企业经营情况进一步好转。

图5: 2021-23 年 7 月各月在手订单 PMI



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图6: 2021-23 年 7 月各月产成品库存 PMI



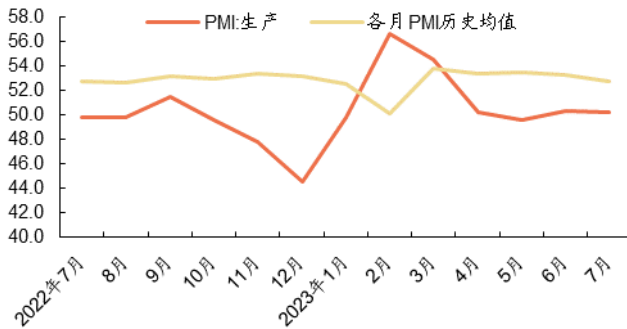
资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 1.3 生产端

企业生产环比扩张幅度与历史差距逐步收窄, 原材料价格环比上升。7月生产 PMI50.2, 较前值 50.3 下降 0.1, 与历史相比仍在近 15 年中排名第 14 位, 与历史均值差距收窄 (图 7)。7月原材料库存 PMI48.2, 前值 47.4 (图 8), 原材料购进价格 PMI52.4, 较前值 45 大幅提升 (图 10)。

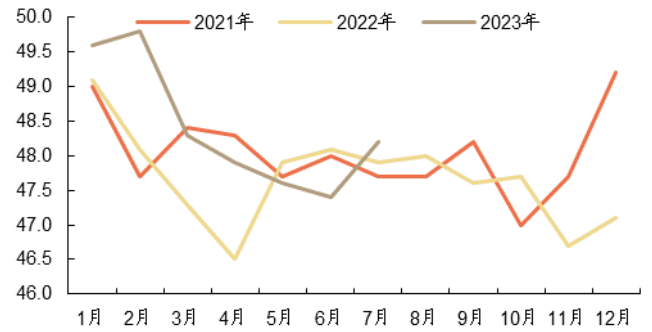
图7: 2022 年 7 月-23 年 7 月各月生产 PMI 及历史均值

图8: 2021 年-23 年 7 月各月原材料库存 PMI



说明：2022年各月历史均值采用2009-2021年数据计算，2023年各月历史均值采用2009-2022年数据计算。

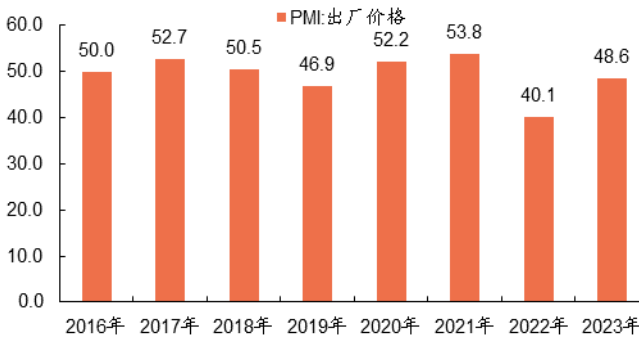
资料来源：Wind，申港证券研究所



资料来源：Wind，申港证券研究所

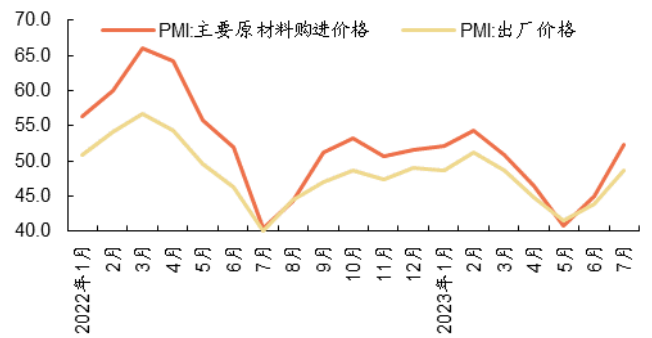
**出厂价格环比降幅收窄。7月出厂价格 PMI48.6，前值 43.9，环比降幅显著收窄（图 10）。与历史各年 7 月 PMI 相比，48.6 的读数高于 2019 年和 2022 年（图 9）。出厂价格环比降幅收窄有利于企业盈利改善。**

图9：2016-23年各年7月出厂价格 PMI



资料来源：Wind，申港证券研究所

图10：2022-23年7月各月出厂价格和原材料价格 PMI



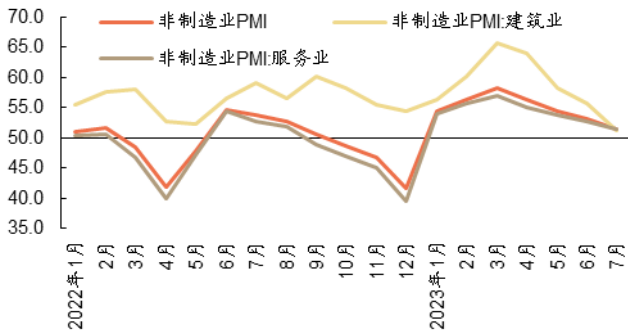
资料来源：Wind，申港证券研究所

## 2. 非制造业 PMI

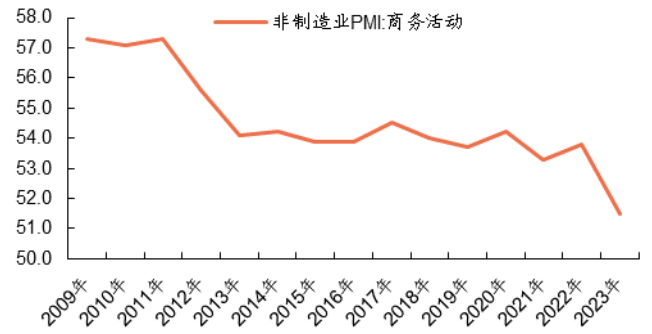
**非制造业景气度环比逐步走平。7月非制造业（商务活动）PMI51.5，在近15年中排名末位，前值 52.8（图 11、图 12）。1 季度服务业 PMI 达到高点后随即持续走低，在制造业多月环比收缩的情况下，未来服务业 PMI 预计也将向 50 收敛，景气度将逐渐走平。**

图11：2022-23年7月各月非制造业 PMI

图12：2009-23年各年7月非制造业 PMI



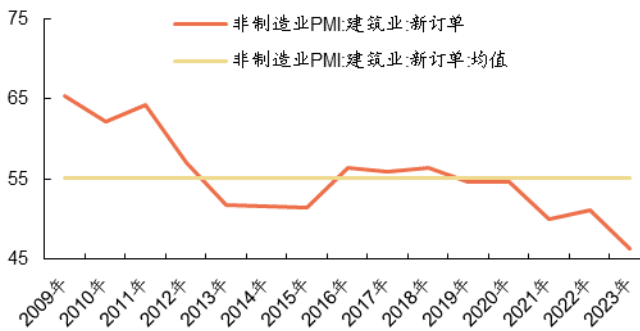
资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

**建筑业、服务业新订单 PMI 低于荣枯线。7月建筑业新订单 PMI 46.3，再次低于荣枯线，较前值 48.7 下降 1.4，同时也低于历史均值（图 13）。7月服务业新订单 PMI 48.4，前值 49.6，降幅较上月进一步扩大（图 14）。**

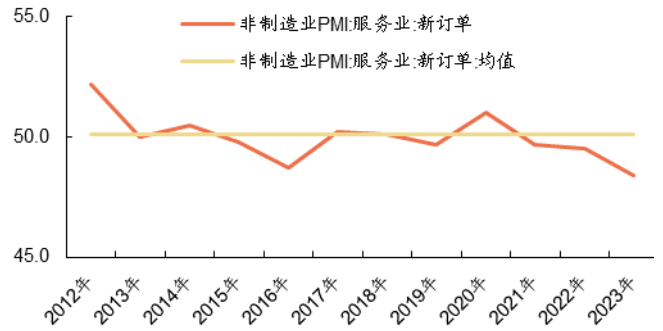
图13: 2009-23 年各年 7 月建筑业新订单 PMI



说明: 均值采用 2010-2022 年各年 6 月数据计算。

资料来源: Wind, 申港证券研究所

图14: 2013-23 年各年 7 月服务业新订单 PMI



说明: 均值采用 2012-2022 年各年 6 月数据计算。

资料来源: Wind, 申港证券研究所

### 3. 风险提示

居民消费需求超预期、出口超预期强劲、地产销售超预期回暖、政策风险。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上