

Bigger mind, Bigger future™

智慧创造未来

南华期货研究所

马燕 0571-87839259

mayan@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0012651

戴朝盛 0571-87839255

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

结合政治局会议看7月PMI的亮点与隐忧

核心观点：

1. 整体而言，制造业 PMI 表现较好，下半年制造业稳步复苏大概率可期，主要依据在于：1、7 月 30 日政治局会议强调“要确保宏观政策落地见效”，因此财政政策助力下的基建投资将进入财政政策效果的兑现期，基建投资的乘胜追击对制造业的稳步复苏形成支撑；2、此次政治局会议再提“房住不炒”，符合市场预期，这一方面说明下半年的疫后恢复对房地产投资的依赖度或有下降，另一方面也说明下半年的房地产投资增速或倾向于稳中趋缓；3、内需方面的汽车消费下半年仍有进一步恢复的空间，而海外疫情反复的背景下出现的海外替代生产也会对后续的制造业构成复苏支撑。

2. 服务业 PMI 边际下滑值得警惕，一方面显示当前服务业需求依旧低迷，另一方面当前服务业以及制造业中小企业就业形势依旧不容乐观。因此，在小企业景气度仍然低迷的情况下，积极的财政政策和宽松的货币政策是很难立刻退出的，这也是 730 政治局会议重点强调要“精准导向”、重点支持中小企业实体经济发展的主要原因和目的。

本周关注：海外疫情发展超预期　中美关系超预期变化
美国大选

目录

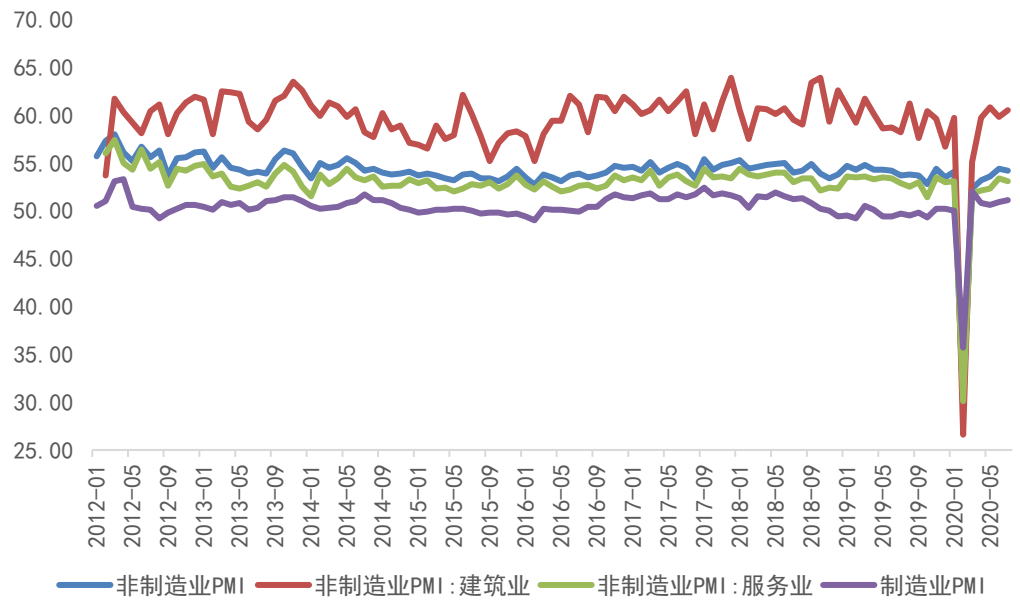
第 1 章 制造业延续向好，服务业边际下滑 3
1.1. 制造业持续复苏仍可期待 3
1.2. 服务业边际下滑值得警惕 5
第 2 章 上周重要数据跟踪 6
免责申明 8

第1章　制造业延续向好，服务业边际下滑

2020 年 7 月制造业 PMI51.1，前值 50.9，环比增加 0.2；非制造业 PMI54.2，前值 54.4，环比下降 0.2。

制造业延续向好，但服务业出现边际下滑。从 7 月的 PMI 数据来看，当前制造业 PMI 已接近 2018 年 8 月以来的最高点，恢复情况较好，相对而言服务业 PMI 在经济逐渐趋于正常路径的时候却出现边际下滑，制造业的趋弱对于下半年经济增速向正常路径水平靠近带来了一定的压力。

图 1.1：7 月份制造业延续向好，非制造业中服务业边际下滑



资料来源：Wind 南华研究

1.1. 制造业持续复苏仍可期待

就制造业 PMI 来看，制造业从 5 月开始连续 3 个月持续回升，各分项数据大多呈现环比上涨，说明当前制造业恢复状态较好。

从分项指标来看，生产指数环比上涨 0.1，新订单指数环比上涨 0.3，新出口订单环比上涨 5.8，在手订单上涨 0.6，主要原材料价格上涨 1.6，从业人员上涨 0.2，相对而言，出现下降的分别是出厂价格下降 0.2，以及小企业环比 PMI 略有下降。

总体而言，制造业的持续好转得益于供需两旺。首先来看供给端，生产指数快速恢复至 2012 年以来的正常水平，叠加之前对于工业生产和《工业企业利润的三维观察》一文，均表明工业生产当前恢复速度较大，后续进一步攀升空间有限。从需求看，新订单指数环比上涨 0.3，需求端延续好转，其中从外需来看，新出口订单指数 48.4，尽管依旧低于荣枯线，但是该指标环比大幅上涨 5.8，已基本接近 2019 年的均值水平，表明目前出口仍在向好。

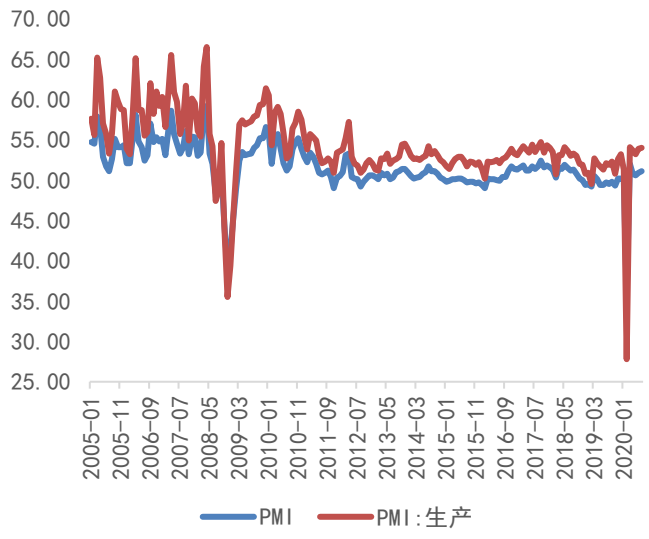
请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 1.1.1：7 月份制造业及分项一览

	今值	前值	2019 年同期
PMI	51.10	50.90	49.70
生产	54.00	53.90	52.10
新订单	51.70	51.40	49.80
新出口订单	48.40	42.60	46.90
在手订单	45.60	44.80	44.70
产成品库存	47.60	46.80	47.00
采购量	52.40	51.80	50.40
进口	49.10	47.00	47.40
出厂价格	52.20	52.40	46.90
主要原材料购进价格	58.10	56.80	50.70
原材料库存	47.90	47.60	48.00
从业人员	49.30	49.10	47.10
供货商配送时间	50.40	50.50	50.10
生产经营活动预期	57.80	57.50	53.60

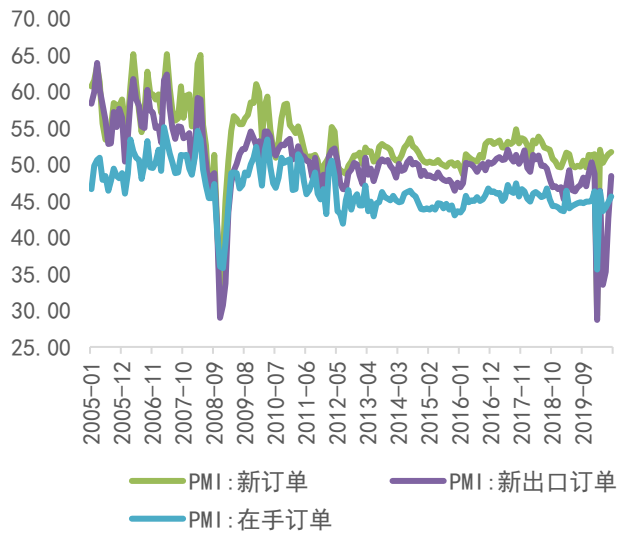
数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.1：工业生产的快速恢复支撑制造业 PMI 回升



数据来源：Wind 南华研究

图 1.1.2：从需求看，内外部需求延续好转



数据来源：Wind 南华研究

从价格层面来看，出厂价格小幅回落 0.2，主要原材料购进价格 58.10，环比上涨 1.3，这一方面表明后续的工业企业利润回升或放缓，另一方面也表明 7 月 PPI 环比将继续上行，同比跌幅亦将进一步收窄。

从就业来看，7 月 PMI 从业人员 49.3，较上月上涨 0.2，从企业类型看，大企业从业人员 50.3，环比上涨 0.6，相对而言尽管中小型企业从业人员指数依旧处于荣枯线之下，分别为 47.60 和 49.20，但是环比分别下降 0.1 和 0.5，说明当前就业好转之下分化尽显，未来就业持续好转仍然存在一定的压力。

整体而言，制造业 PMI 表现较好，下半年制造业稳步复苏大概率可期，主要依据在于：1、7 月 30 日政治局会议强调“要确保宏观政策落地见效”，因此财政政策助力下的基建投资将进入财政政策效果的兑现期，基建投资的乘胜追击对制造业的稳步复苏形成支撑；2、此次政治局会议再提“房住不炒”，符合市场预期，这一方面说明下半年的疫后恢复对房地产投资的依赖度或有下降，另一方面也说明下半年的房地产投资增速或倾向于稳中趋缓；3、内需方面的汽车消费下半年仍有进一步恢复的空间，而海外疫情反复的背景下出现的海外替代生产也会对后续的制造业构成复苏支撑。

1.2. 服务业边际下滑值得警惕

尽管制造业 PMI 表现大体亮眼，但是，7 月的非制造业 PMI 为 54.2，尽管依旧处于荣枯线之上，但是环比下降 0.2，从分项看，主要因服务业 PMI 出现边际下滑所致。

我们认为服务业下滑是非常值得警惕的一个信号，这在一定程度上是决定下半年经济增速能否回归到疫情之前正常路径水平的关键因素，因为：

1、服务业非常重要，从 2012 年以来第三产业对 GDP 当季同比的贡献基本在 50%以上，甚至在疫情前的三年间对 GDP 当季同比贡献均超出 60%，反观当下，尽管工业生产、基建及房地产投资等当月数据基本恢复至往年同期水平，但是服务业远没有恢复至常规水平，从 2 季度数据看，第三产业对 GDP 当季同比贡献率仅为 32.7%，贡献率甚至较一季度下降 11.5%；

2、从服务业分项看，服务业 PMI 的下降主要还是需求端回落所致，新订单指数 51.00，环比大幅下降 1.3，是今年 4 月以来的最低点，表明服务业的持续恢复受到一定阻碍。

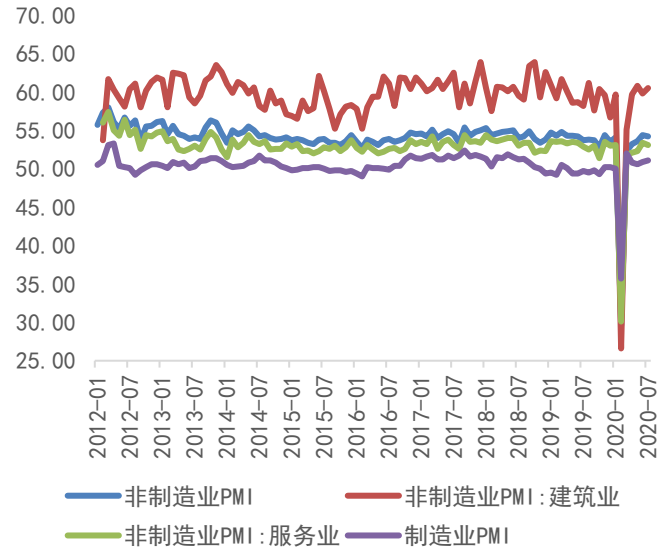
除此之外，就业方面，从业人员指数 46.7，环比下降 0.4 个百分点，表明服务业就业情况依然严峻，这与当前部分地区出现的疫情反复有一定关系。再结合制造业就业情况看，除了大型企业外，中小型企业的从业人员指数也出现下滑，这意味着虽然国内经济持续在复苏，但是中小型企业的景气度依然值得关注，因为中小企业占到了企业总数的 95%，不仅承担了将近一半的 GDP，还承载着超过 60%的国民就业，因此，730 政治会议也强调了下阶段的货币政策将更加注重“精准导向”、疏通信用，重点支持中小企业实体经济的发展，行稳致远。

表 1.2.1：7 月份非制造业及分项一览

	今值	前值	环比	去年同期
非制造业 PMI	54.20	54.40	-0.20	53.70
新订单	51.50	52.70	-1.20	50.40
新出口订单	44.50	43.30	1.20	48.40
业务活动预期	62.20	60.30	1.90	59.80
投入品价格	53.00	52.90	0.10	52.90
销售价格	50.10	49.50	0.60	50.60
从业人员	48.10	48.70	-0.60	48.70
在手订单	44.90	44.80	0.10	44.40
存货	48.10	48.00	0.10	45.50
供应商配送时间	51.90	52.10	-0.20	52.00

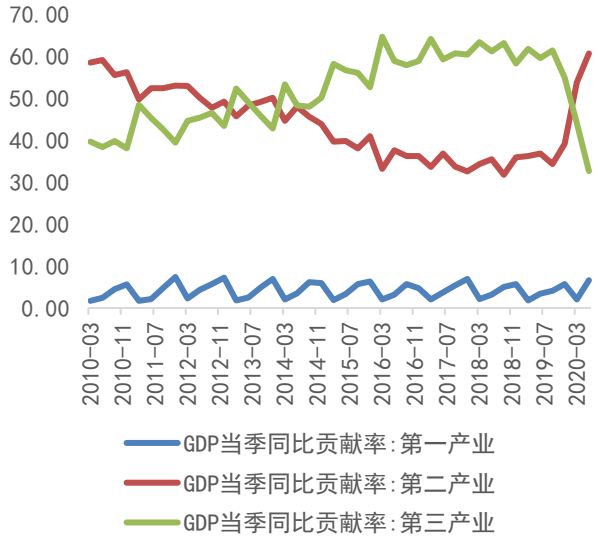
数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.1：服务业 PMI 下滑拖累非制造业 PMI



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.2：服务业对经济增速的贡献率持续下行（%）



数据来源：Wind 南华研究

第2章 上周重要数据跟踪

表 2.1.1 上周国内重要经济数据

国家/地区	指标名称	前值	预期	今值
中国	6 月全社会用电量:累计同比(%)	-2.85	---	-1.28
中国	6 月工业企业利润:累计同比(%)	-19.3	---	-12.8
中国	7 月官方非制造业 PMI:商务活动	54.4	---	54.2
中国	7 月官方制造业 PMI	50.9	50.5	51.1
中国	6 月服务贸易差额:当月值(亿美元)	-98.831129	---	---

数据来源：Wind 南华研究

表 2.1.2 上周国际重要经济数据

国家/地区	指标名称	前值	预期	今值
德国	7 月 IFO 景气指数:季调(2015 年=100)	86.3	89.3	90.5
美国	联邦基金目标利率	0.25	---	---
德国	6 月失业率:季调(%)	4.1	---	4.2
德国	6 月失业人数:季调(千人)	1820	---	1860
欧盟	6 月欧盟:失业率(%)	7	---	7.1
欧盟	6 月欧元区:失业率:季调(%)	7.7	7.7	7.8
美国	7 月 25 日当周初次申请失业金人数:季调(人)	1422000	---	1434000
美国	第二季度 GDP(初值):环比折年率(%)	-5	---	-32.9
美国	第二季度不变价:环比折年率:个人消费支出:季调	-6.9	---	-34.6
法国	第二季度 GDP(初值):环比:季调(%)	-5.939715	---	-13.81511
法国	第二季度 GDP 总量(初值):季调(百万欧元)	579050	---	510863

欧盟	第二季度欧元区:实际 GDP(初值):环比:季调(%)	-3.6	---	---
欧盟	第二季度欧元区:实际 GDP(初值):同比:季调(%)	-3.1	---	---
美国	6 月个人消费支出:季调(十亿美元)	13162.6	---	---
美国	6 月核心 PCE 物价指数:同比(%)	1.02	---	---
美国	6 月人均可支配收入:折年数:季调(美元)	53919	---	---

数据来源：Wind 南华研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。

南华期货 NANHUA FUTURES

公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层　邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货　股票代码：603093

南华期货营业网点