宏观研究

中国经济稳步复苏的三条脉络

——点评 7 月 PMI 数据

宏观数据点评 | 2020 年 8 月 3 日

报告摘要：

7 月 PMI 超预期回升，三条脉络证明经济正在稳步复苏。

- **脉络一：产需缺口缩小，内外需求进一步平衡。**
  7 月 PMI 生产超季节性上升，仍旧处于近年来的高位，与高频指标相符；需求连续 4 个月上升，继续迎头追赶生产，产需缺口再次缩小；外需也是如此，新出口订单大幅回升，与新订单指数的差距接近去年同期水平。需求复苏是经济复苏的持续动力。
- **脉络二：原材料价格连续上涨，与全球经济复苏同步。**
  经济复苏的初期特征是原材料价格上涨，PMI 原材料购进价格与 CRB 指数自 4 月后同步回升，叠加美元贬值推动，复苏开启逐渐明朗。下半年财政推进一批重大项目落地，对原材料价格仍有支撑。不过，价格传导略显堵塞，出厂价格回落可能仍受高库存影响。
- **脉络三：预期向好推动采购量连续回升，从业人员也有改善。**
  企业采购和原材料补库均是基于预期向好的判断。7 月企业经营预期指数有所回升，采购量指数和原材料库存指数连续两月回升。但是，整体与中观有所背离：预期回落的大型企业对采购和从业人员回升作出了全部贡献，中小型企业恰恰相反。
- **两大隐忧尚未落地，经济复苏将是一场持久战。**
  7 月 PMI 指标整体偏强，进一步验证经济正在稳步复苏。市场普遍担忧的两大因素（疫情和中美关系）仍旧存在。由于三季度要确保经济复苏强度和四季度可能会有两大担忧轮番冲击，政策尚未到退潮时候，经济复苏将是一场持久战。

- **风险提示：全球疫情传播进一步恶化，中国逆周期调节不及预期。**

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001
电话： 010-85127665
邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号： S0100119080008
电话： 010-85127730
邮箱： fuwancong@mszq.com

相关研究

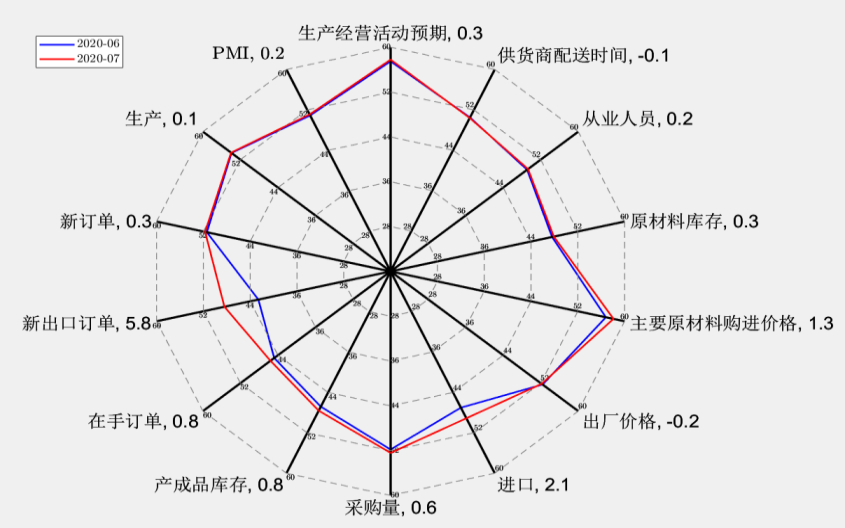
中国 7 月官方制造业 PMI 51.1%，预期 50.5%，前值 50.9%。

中国 7 月官方非制造业 PMI 54.2%，前值 54.4%。

一、PMI 对经济稳步复苏的三条脉络

制造业复苏势头进一步垒实。7 月 PMI 指标较上月回升 0.2 个百分点至 51.1%，超过市场预期 50.5%。各项指标均有不同程度的回升，具体表现为产需缺口缩小、内外需求进一步平衡、采购量回升可能向补库存传导（洪灾可能对库存也有影响）、价格信号较为矛盾、配送时间加快、用工需求和企业信心双双回升（图 1）。稍有不足的是，7 月仅中型企业 PMI 指数大幅回升，构成主要拉动力；大型企业和小型企业均出现不同程度的回落，其中小型企业供需两端继续承压。不过，以国企为代表的大型企业连续 5 个月处于景气区间，为经济平衡运行做出贡献。大中型企业多数集中在中上游产业链，其稳定表现意味着经济复苏期的产业轮动可能正在逐步展开。此外，根据统计局解释，安徽、湖北、湖南、江西等地部分企业反映，洪涝灾害导致物流运输不畅，出现厂房、设备、存货浸水等问题，生产经营受到一定影响。

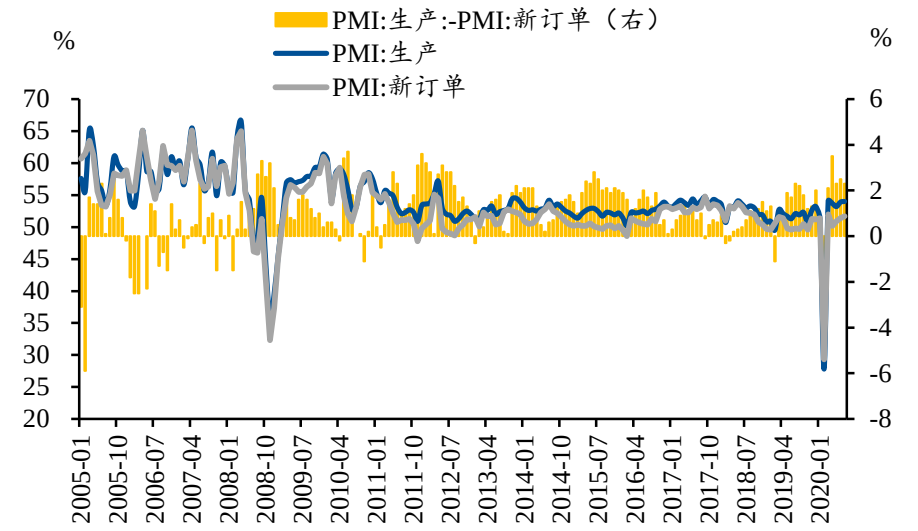
图 1：7 月制造业 PMI 整体略有扩张



资料来源：Wind，民生证券研究院

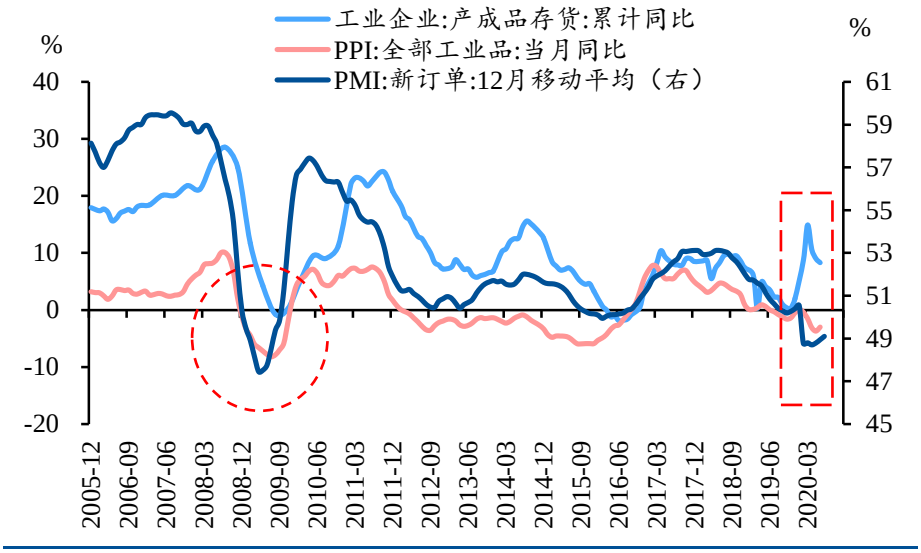
脉络一：生产高位运行，需求迎头赶上。7 月 PMI 生产指数打破“季末升，季初降”的季节性规律，较上月回升 0.1 个百分点至 54%。21 个制造业行业中，20 个行业生产指数处于临界点之上，表明生产积极性仍较强。高频数据显示 7 月生产可能有超季节性表现：重点企业钢产量虽有回落，但仍显著高于去年同期；汽车半钢胎开工率持续上升；高炉开工率仍旧高位运行，并未出现季初回落的特征。**需求回升是本月最大亮点。**7 月 PMI 新订单回升至 51.7%，产需缺口再次缩小 0.2 个百分点（图 2）。PMI 的核心在于新订单指数，是国内除产成品库存以外最直接的需求观察指标。需求回升对未来出厂价格、投资和库存改善提供支撑（图 3）。目前，就业市场仍将困扰需求的可持续性：虽然从业人员指数小幅回升，但仍处于不景气区间，而且尚未出现连续回升迹象。

图 2：需求复苏好于生产，产需缺口再次收窄



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：新订单指数连续回升，支撑 PPI 和库存继续改善



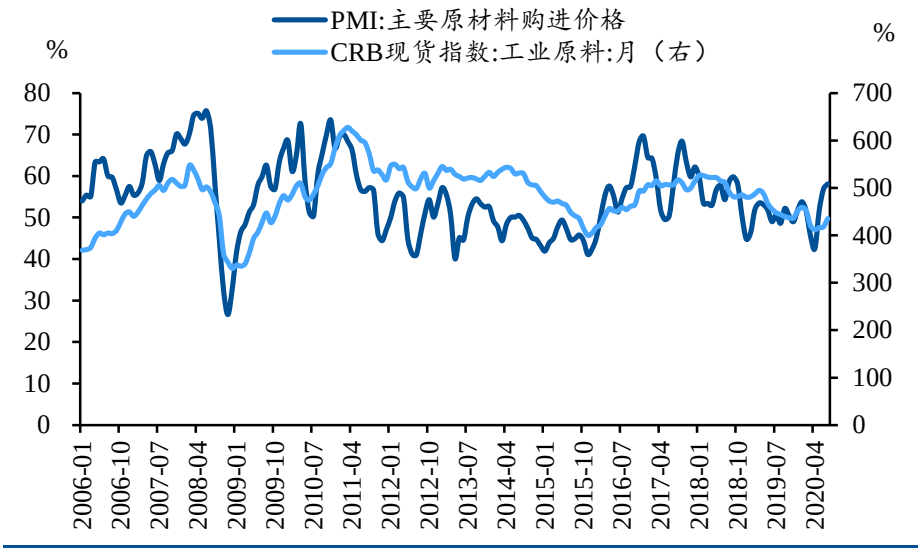
资料来源：Wind，民生证券研究院

内外需求进一步平衡。7 月 PMI 新出口订单再次大幅回升 5.8 个百分点至 48.4%，与新订单的缺口缩小至 3.3%，接近去年同期水平。自 5 月开始，新订单连续回升与海外经济重启同步进行。震荡趋势也与海外经济活动回升走势一致：5 月中下旬经济重启，6 月加速开放，7 月疫情二次抬头抑制复苏势头。不过，二季度出口持续超预期表明海外疫情反复可能利好我国的外需。以美国为例，生产复苏慢于需求，加上库存持续下降，可能不得不提升对我国进口的依赖。目前对外需的担忧主要来自高失业率是全球性问题和美国财政可能不及预期。

脉络二：原材料价格连续上涨，与全球经济复苏同步。7 月原材料购进价格再次上升 1.3 个百分点至 58.1%，连续三个月回升，接近 2018 年高点。PMI 原材料价格指标与

CRB 工业原料价格走势一致，与全球经济联动密切相关（图 4）。因而，7 月涨势放缓同时受国内国外两方面因素影响。海外因素无需赘言，内部则是受洪灾影响，不具备长期作用。政治局会议提到建设一批重大水利工程，加上财政政策由纾困转向投资落实生效，均是对下半年投资的利好。**价格随预期而动，缺乏复苏预期支撑，价格也将失去动力。**值得关注的是，美元指数自 5 月开始连续下跌，近期更是有加速之势，与复苏初期的美元走势颇为一致。如果美元处于贬值周期，原材料价格将继续获得提振。

图 4：PMI 原材料价格与 CRB 指数较为同步，美元贬值助推价格上升

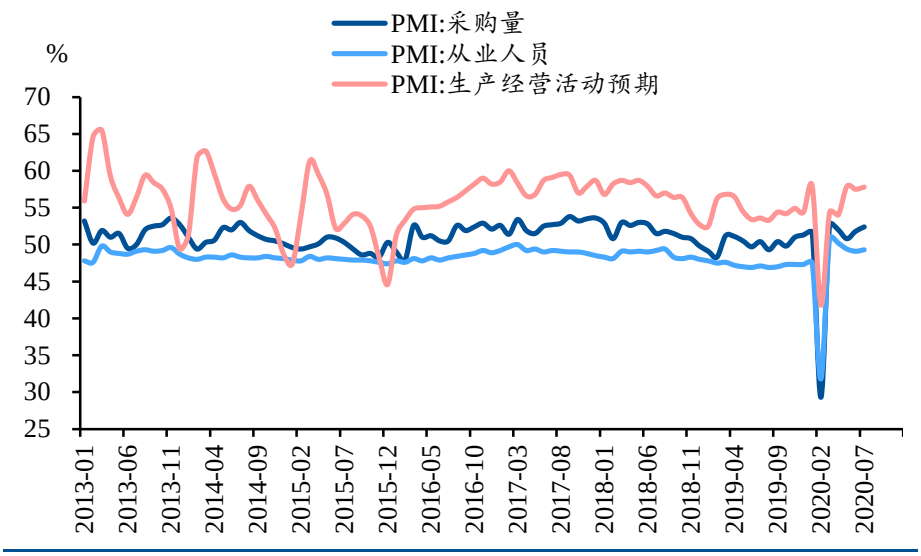


资料来源：Wind，民生证券研究院

价格传导略显堵塞。7 月 PMI 出厂价格回落，与原材料购进价格背离。价格的背离可能不利于下游利润改善。传导堵塞可能有两方面的原因：（1）部分原材料价格涨幅较大，拉高整体走势。石油加工、钢铁、有色等制造业主要原材料购进价格指数均高于 63.0%，大幅高于整体水平。（2）库存较高挤压制造业加价能力。目前，大部分产业仍处于去库阶段，6 月工业企业经营数据显示尚有 24 个产业库存处于下降阶段。前期生产偏强快速推升库存，可能会产生“通缩型复苏”，厂商不敢轻易加价。

脉络三：预期向好推动采购量连续回升，从业人员也有改善。企业采购和原材料补库均是基于预期向好的判断（图 5）。7 月企业经营预期指数有所回升，大中小型企业信心均处于景气区间。同时，采购量指数和原材料库存指数连续两月回升。这里有一个奇特的现象，整体与中观存在逻辑相悖的问题。具体表现为，7 月采购量和从业人员回升完全来自于大型企业，中小型企业采购量并未见增长，从业人员也有不同程度的下滑。这与大中小型企业预期变动方向恰恰相反。不过，整体指标偏强仍是 7 月 PMI 的直观感觉。

图 5：企业预期向好，带动采购和用工需求回升

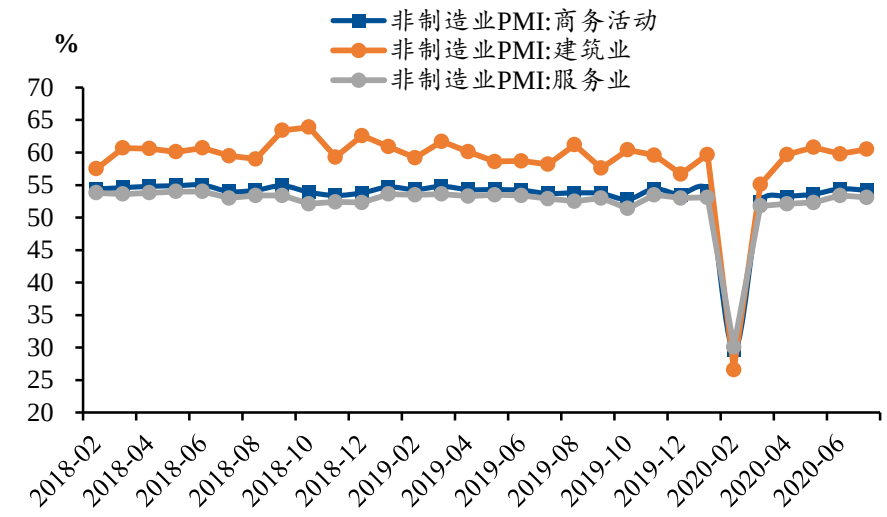


资料来源：Wind，民生证券研究院

二、非制造业 PMI 回落，建筑业高位回升

服务业保持复苏态势，基建推动建筑业高位回升。7 月非制造业商务活动指数为 54.2%，较上月回落 0.2 个百分点。其中，服务业商业活动结束连续 4 个月回升趋势，较上月回落 0.3 个百分点至 53.1%。最大亮点是居民服务业和文体娱乐业结束连续 5 个月的收缩走势，分别升至 51.1%和 51.9%，表明在近期各地一系列促消费政策作用下，前期受疫情影响较为严重的聚集性、接触性服务行业加快复苏。基建项目加快推进，建筑业工程量保持较快增长，建筑业商务活动指数回升至 60.5%，处于较高景气区间。在主动投资回归正常之前，基建投资作为稳经济的主要工具，下半年仍有空间。综合来看，7 月综合 PMI 产出指数为 54.1%，略低于上月 0.1 个百分点，显示我国企业生产经营总体保持恢复性增长势头（图 6）。

图 6：建筑业维持高景气，服务业内部不乏亮点



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、未来展望：两大隐忧尚未落地，经济复苏将是一场持久战

经济复苏势头进一步巩固。7 月制造业 PMI 指标超预期回升，多项指标均有不同程度改善。但是，市场普遍担忧的两大因素仍旧存在：海外疫情反复和冬季疫情可能二次爆发均会对经济复苏势头产生压制；美国大选和中美关系反复不仅可能对风险偏好有所冲击，甚至会改变全球经济的未来方向。由于三季度要确保经济复苏强度和四季度可能会有两大担忧轮番冲击，经济复苏将是一场持久战。

风险提示

全球疫情传播进一步恶化，中国逆周期调节不及预期。

插图目录

图 1：7 月制造业 PMI 整体略有扩张.....2
图 2：需求复苏好于生产，产需缺口再次收窄.....3
图 3：新订单指数连续回升，支撑 PPI 和库存继续改善.....3
图 4：PMI 原材料价格与 CRB 指数较为同步，美元贬值助推价格上升.....4
图 5：企业预期向好，带动采购和用工需求回升.....5
图 6：建筑业维持高景气，服务业内部不乏亮点.....6

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观固收组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。