财信国际经济研究院
CHASING INTERNATIONAL ECONOMIC INSTITUTE

基建和外需大幅改善是 PMI 超预期主因

——2020 年 7 月 PMI 数据的点评

宏观点评

伍超明
财信国际经济研究院 副院长

李沫
宏观经济研究中心 高级研究员
邮箱：limo.ye@163.com

投资要点：

- 在海外经济陆续重启、国内稳外贸政策生效、基建项目启动提速等多因素共同支撑下，7 月制造业 PMI 较上月提高 0.2 个百分点，连续五个月高于临界值，制造业生产经营状况持续改善。展望下半年，前期政策落地将显效加速，加上国内政策重心将向需求端倾斜，制造业 PMI 大概率继续处于扩张区间，且四季度表现会更好些，但海外疫情蔓延峰值未到，全球经济修复的不确定仍较大，PMI 短期波动或难以避免。
- **全球经济重启叠加国内政策共同显效，制造业需求端修复斜率快于生产，但供大于需格局未变；中型企业是制造业 PMI 回升的主要贡献力量。**

  一、生产端修复基本完成，需求端回暖有所加快，但供大于需格局未变，出口订单减少对需求的拖累继续减缓。7 月制造业 PMI 较上月提高 0.2 个百分点至 51.1%，连续 5 个月位于扩张区间。其中，受益于前期政策显效落地，生产指数较上月提高 0.1 个百分点至 54%，制造业生产端的修复已经基本完成。同时海外经济重启和国内稳外贸政策显效，出口订单减少对国内需求的拖累继续减缓。加上国内系列扩需求政策的持续推进，计算机通信电子设备、电气机械器材等高技术行业新订单指数高位继续回升，国内新旧动能转换提速。在国内外需求同时修复下，新订单指数较上月提高 0.3 个百分点至 51.7%，需求端回暖加快。但海外疫情峰值未现，出口订单的恢复不宜过分高估，制造业需求端的修复仍依赖于国内扩内需政策的落地见效。7 月“生产和新订单指数差”较上月收窄 0.2 个百分点，表明需求修复斜率快于生产，但供给大于需求的格局未变。

  二、大型企业生产经营状况趋于稳定，中型企业进入加快修复期，但小型企业订单不足问题依然突出。从企业类型看，7 月大、中、小型企业 PMI 分别为 52.0%、51.2%、48.6%。大型企业虽略有回落，但波动幅度相对较小，其生产经营状况已经趋于稳定；在前期政策帮扶下，中型企业景气度较上月提高 1.0%，修复速度较快，是本月制造业回升的主要贡献力量；受订单不足影响，小型企业 PMI 在荣枯线下方继续回落，生产经营面临的困难较大，是下半年政策的帮扶重点。
- **工业企业被动补库存。**7 月原材料库存和产成品库存指数分别提高 0.3%和 0.8%。原材料和产成品库存同时提高：一是随着各国陆续重启经济，国际大宗商品价格持续回暖，上游企业补库存意愿提高；二是基建需求逐步释放，企业采购原材料进行生产的意愿增强；三是制造业供给恢复持续快于需求，下游产成品库存被动增加。
- **预计 7 月 PPI 增长-2.5%左右。**受国际大宗商品持续回暖和下游基建需求释放影响，原材料购进价格指数较上月提高 1.3 个百分点至 58.1%，预示 7 月工业生产者价格指数 PPI 上涨动能有所增强，边际通缩幅度有望继续收窄，预计 7 月 PPI 同比增长-2.5%左右，全年约增长-2.0%。
- **服务业继续复苏，建筑业高位回升，非制造业景气度略有回落。**7 月服务业 PMI 指数较上月回落 0.3 个百分点至 53.1%，继续高于临界值，服务业需求仍在恢复。但 7 月份部分受疫情影响较大的集聚性和接触性服务业景气度回升至临界值上方，表明促消费需求政策效果有所显现。受基建项目加快推进影响，7 月建筑业指数提高 0.7 个百分点至 60.5%，景气度回升至较高水平。展望下半年，基建引领经济复苏的格局有望延续，对制造业 PMI 形成支撑。

财信宏观经济研究中心微信号

目 录

一、制造业 PMI 持续高于临界值，全球疫情不确定性仍是隐忧 3
二、制造业需求有望继续回暖，但供大于需格局未变，企业被动补库存，预计 7 月 PPI 约增长-2.5% 3
（一）从供给指标看，制造业生产端修复已基本完成 3
（二）从需求指标看，外需修复叠加政策支持，制造业需求回暖加快 4
（三）从供需指标看，供需缺口收窄，但供大于需格局未变 4
（四）从周期指标看，工业企业被动补库存 5
（五）从价格指标看，预计 7 月 PPI 约增长-2.5% 5
三、中型企业是制造业 PMI 回升的主要贡献力量 5
四、建筑业高位回升，服务业继续复苏，非制造业景气度略有回落 6

正文：

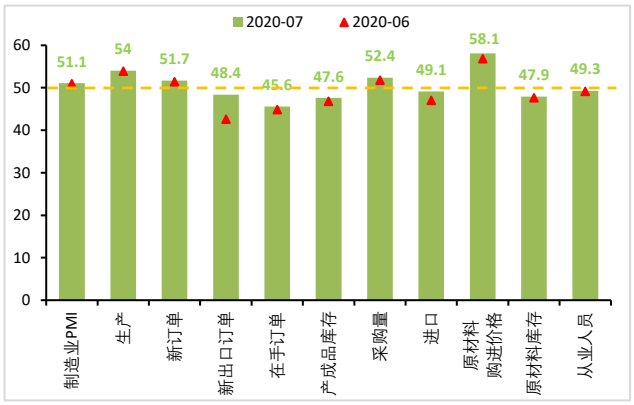
事件：2020 年 7 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.1%，较上月提高 0.2 个百分点；中国非制造业商务活动指数为 54.2%，较上月下降 0.2 个百分点；综合 PMI 产出指数为 54.1%，较上月下降 0.1 个百分点。

一、制造业 PMI 持续高于临界值，全球疫情不确定性仍是隐忧

7 月 PMI 为 51.1%，较上月提高 0.2 个百分点，连续五个月处于扩张区间，反映出疫后制造业生产经营状况持续向好（见图 1）。原因有二：一是随着全球各国陆续重启经济，以及我国出台的系列稳外贸政策措施落地生效，外需对制造业需求的拖累继续减弱；二是南方水灾虽然对工业生产带来一定的冲击，但也倒逼国内水利重大基建工程迅速开工落地，带动部门下游制造业需求回升。

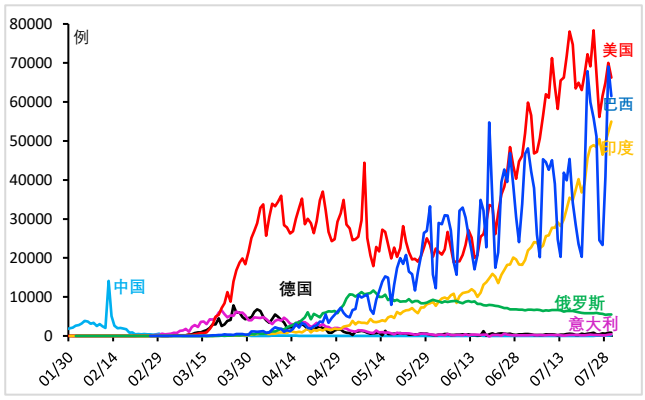
对于未来 PMI 走势，预计大概率处于扩张区间，但预计四季度的表现更好些。主要原因在于海外疫情峰值未到（见图 2），预计三季度欧美经济复苏仍将延续，但力度将有所放缓，影响中国出口增长；上半年供给快于需求的结构性矛盾凸显，国内下半年政策重心将向刺激需求倾斜，加上前期货币财政刺激政策落地显效加速，在资金和项目准备均已到位的情况下，基建投资将对经济起到明显的拉动作用，带动制造业、服务业等相关活动趋于好转。消费需求也有望边际向好，对制造业形成一定支撑。

图 1：7 月 PMI 指数变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 2：海外疫情峰值未到



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

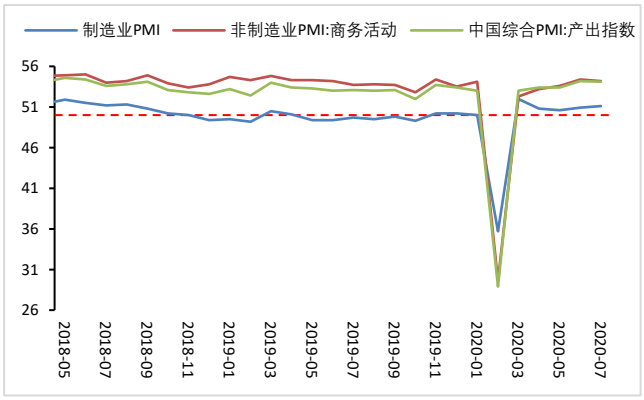
二、制造业需求有望继续回暖，但供大于需格局未变，企业被动补库存，预计 7 月 PPI 约增长-2.5%

（一）从供给指标看，制造业生产端修复已基本完成

7 月生产指数为 54.0%，较上月和去年同期分别提高 0.1 和 1.9 个百分点，制造业生产扩张继续加快。受益于前期政策显效落地，多数行业生产指数均恢复至临界值上方，制造业生产端的修复已经基本完成。具体看，一方面企业采购意愿增强，7 月份采购量指数为 52.4%，比上月提高 0.6 个百分点，企业采购力度加大表明扩大生产动能较强；

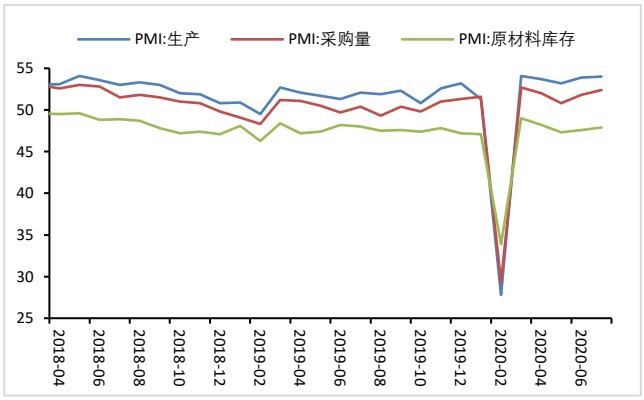
另一方面，原材料库存指数为 47.9%，较上月提高 0.3 个百分点（见图 4），上游备货生产意愿有所改善。

图 3：制造业、非制造业 PMI 均高于临界值



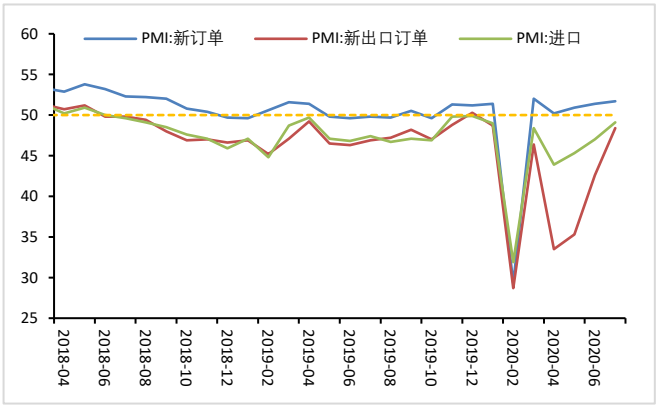
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 4：制造业生产扩张有所加快



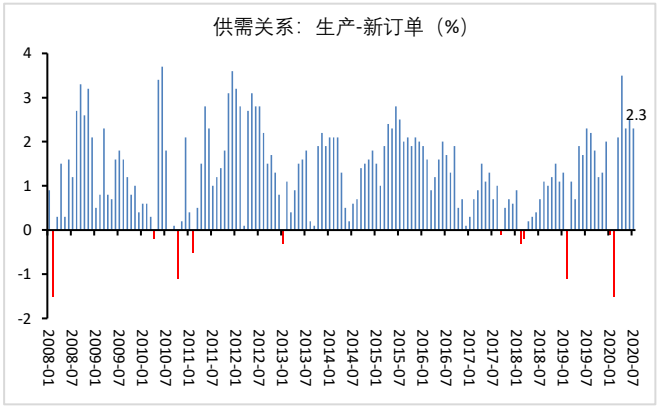
资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 5：制造业内外需指标变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 6：制造业供需两端变化情况



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（二）从需求指标看，外需修复叠加政策支持，制造业需求回暖加快

7 月新订单指数、新出口订单指数、进口指数分别为 51.7%、48.4%、49.1%，分别比上月提高 0.3、5.8 和 2.1 个百分点（见图 5）。其中新订单、新出口和进口订单指数分别反应总需求、国外需求和国内需求情况。随着各国经济陆续重启和国内稳外贸政策措施的落地实施，进出口订单指数回升较多，出口订单减少对新订单的拖累继续减缓，是新订单环比改善的原因之一。另外，从行业看，计算机通信电子设备、电气机械器材等高技术行业新订单指数高位继续回升，国内新旧动能转换继续提速。但海外疫情峰值未到、保护主义上升、全球需求萎缩的大环境下，制造业外贸订单边际改善空间不宜过分高估，在政策支持下，下半年国内制造业需求将呈缓慢改善态势。

（三）从供需指标看，供需缺口收窄，但供大于需格局未变

疫后制造业供需两端均出现改善，但需求改善持续弱于供给。生产和新订单指数分别代表供给和需求，7 月生产和新订单指数均继续处于扩张区间，分别较上月提高 0.1 和提高 0.3 个百分点，“生产和新订单指数差”从上月的 2.5%降至 2.3%，供需缺口有所

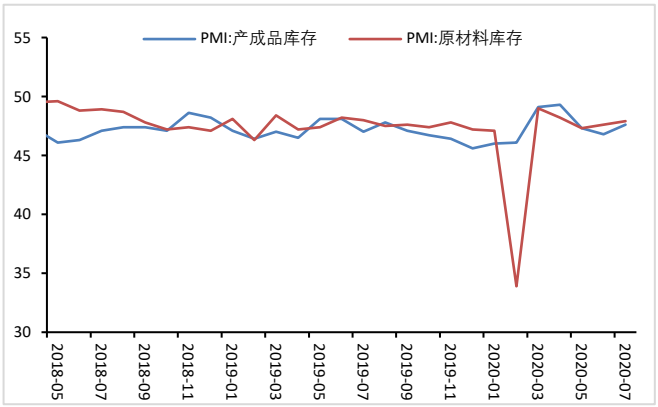
收窄，但继续为正（见图 6），制造业供大于需的格局未变。

（四）从周期指标看，工业企业被动补库存

由于产成品库存和原材料库存分别代表下游需求的紧张程度和上游投资情况，所以两者的相对走势变化反应了经济周期状态。

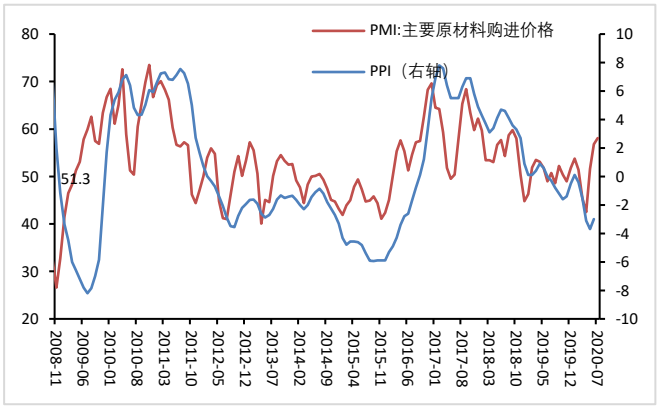
7 月份产成品库存和原材料库存指数分别为 47.6%和 47.9%，分别较上月提高 0.8 和提高 0.3 个百分点，均继续处于收缩区间（见图 7）。7 月份原材料库存和产成品库存同时提高：一是随着各国陆续重启经济，国际大宗商品价格持续回暖，上游企业补库存意愿提高；二是基建需求逐步释放，企业采购原材料进行生产的意愿增强；三是制造业供给恢复持续快于需求，下游产成品库存被动增加。从 7 月 30 日政治局会议对下半年政策的定调看，国内政策支持力度不减，政策发力方向有望向需求端倾斜，预计下半年国内需求侧的修复斜率将明显加快，但全球不确定、不稳定因素较多，或将延长企业去库存周期。

图 7：产成品库存和原材料库存



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 8：7 月份 PPI 上涨动能有所增强



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

（五）从价格指标看，预计 7 月 PPI 约增长-2.5%

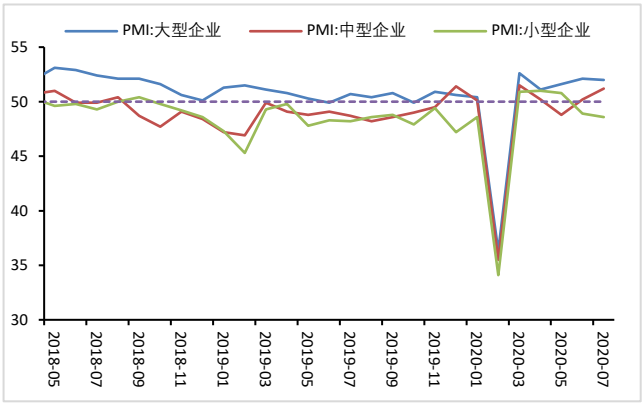
7 月份 PMI 原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 58.1%和 52.2%，分别较上月提高 1.3 和下降 0.2 个百分点（见图 8）。受国际大宗商品持续回暖和下游基建需求释放影响，原材料购进价格提高。但供给修复快于需求的大背景下，下游行业出厂价格有所回落。原材料购进价格提高但出厂价格回落，将压缩中下游企业的盈利空间。7 月购进价格有所提高，预示 7 月工业生产者价格指数 PPI 上涨动能有所增强，边际通缩幅度有望趋缓。随着前期政策逐步显效和全球需求边际修复，如果疫情不出现第二次爆发，年内 PPI 降幅将逐步收窄，预计 7 月 PPI 同比增长-2.5%左右。

三、中型企业是制造业 PMI 回升的主要贡献力量

7 月份大型、中型、小型企业 PMI 分别录得 52.0%、51.2%、48.6%，分别较上月变动-0.1、1.0、-0.3 个百分点（见图 9）。其中，大型企业 PMI 虽然略有回落，但波动幅度相对较小，大型企业生产经营状况趋于稳定；在前期制造业帮扶政策的支持下，中型企

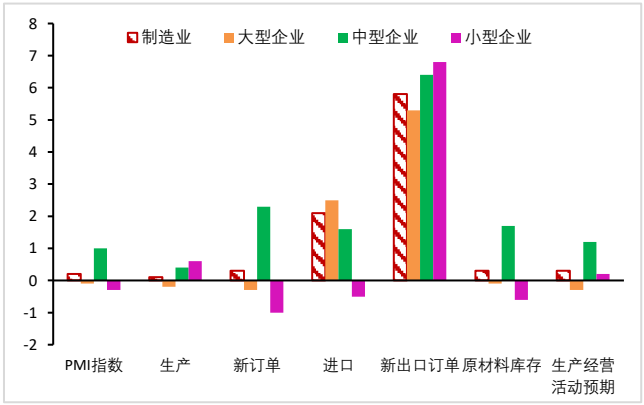
业连续两个月提高，是本月制造业 PMI 回升的主要贡献力量；但小型企业 PMI 连续两个月低于临界值，小型企业生产经营面临的困难较大，是下半年政策的帮扶重点。从分项指标看，7 月小型企业新订单指数为 46.8%，较上月下降 1.0 个百分点，小型企业订单不足问题较为严重。

图 9：大中小型企业制造业 PMI



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 10：大中小型企业 PMI 分项指标变动情况

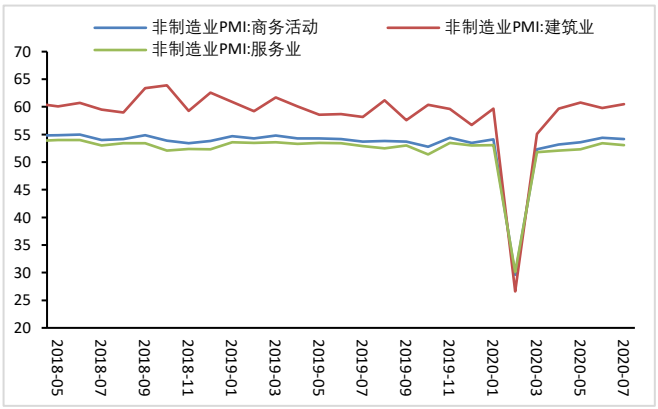


资料来源：WIND，财信国际经济研究院

四、建筑业高位回升，服务业继续复苏，非制造业景气度略有回落

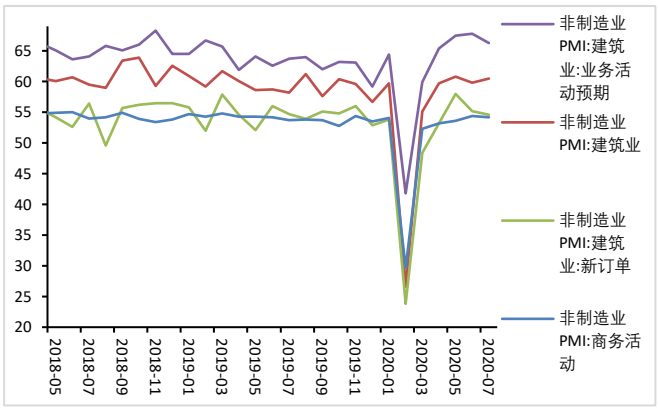
7 月非制造业商务活动指数为 54.2%，较上月和去年同期分别下降 0.2 和提高 0.5 个百分点（见图 11）。分行业看：

图 11：非制造业商务活动指数



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

图 12：建筑业商务活动指数



资料来源：WIND，财信国际经济研究院

服务业继续复苏。7 月服务业 PMI 指数为 53.1%，较上月回落 0.3 个百分点（见图 11）。从市场需求和预期看，7 月份新订单指数回落 1.3 个百分点至 51.0%，服务业需求恢复速度环比有所放缓，但仍在继续复苏。业务预期指数为 61.4%，比上月提高 2.4 个百分点，服务业市场预期持续向好。同时根据统计局数据，7 月部分受疫情影响较大的集聚性和接触性服务业景气度回升至临界值上方，表明促消费刺激政策效果正在显现，预计下半年政策发力重点将转向需求端，服务业需求扩张步伐有望加快。

建筑业景气度高位回升。受基建项目加快推进影响，7 月建筑业指数为 60.5%、较上月提高 0.7 个百分点（见图 12），其中代表基建需求的土木工程建筑业商务活动指数

为 62.5%，高于上月 3.2 个百分点。从需求和市场预期看，建筑业新订单和业务活动预期指数分别为 54.6%、66.3%，分别较上月下降 0.6 和 1.5 个百分点，但均继续处在扩张区间，建筑业的市场需求和市场预期较好。展望下半年，财政对基建的支持力度将进一步加大，将对建筑业 PMI 形成支撑。

免责声明

本报告由财信国际经济研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，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直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信国际经济研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。