东兴证券 DONGXING SECURITIES

# 需求带动PMI全线反弹，库存周期或进入新阶段

## ——7月PMI数据点评

2020 年 7 月 31 日

固定收益 | 点评报告


| | | |
|---|---|---|
| 分析师 | 张怀志 电话：010-66555181 邮箱 zhanghz@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480519080004 |
| 研究助理 | 贾清琳 电话：010-66554042 邮箱 jiaql@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480119070058 |


### 事件：

7 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.1%，比上月上升 0.2 个百分点;非制造业商务活动指数为 54.2%，比上月回落 0.2 个百分点。

### 观点：

**PMI 指标全面反弹，随着国外复产复工，新出口和进口改善最显著。**供给端（生产）、需求端（新订单和新出口订单）和就业全线反弹，其中新出口和进口反弹幅度最大，内需企稳后，随着国外复产复工开启，外需持开始发力，短期看受益于复产复工进度进出口预计仍在改善过程中，秋冬季疫情二次爆发概率不低，可能对国际贸易产生扰动，但预计影响预计不大。

**大中小分布基本回到常态（大型＞中型＞小型），主要与新订单分配有关。**大型企业绝对值最高，边际略有下降，从 52.1 略降至 52，**中型企业强劲反弹，**从上月 48.8 反弹至 50.2，小型企业持续下跌，从 6 月的 48.9 下跌至 7 月的 48.6，如何扶持小微企业，仍是难点与重点。**7 月大中小企业生产都是边际改善**，分化主要与新订单的分配有关，中型企业订单大幅反弹，而小企业新订单下滑，**疫情期间集中度上升，小微企业订单或持续承压。**

**原材料和出厂价格分化，显示下游恢复弱于上游，两者发生背离，16 年 8 月发生类似情况，最终原材料价格对 PPI 指示作用更强，预计 7 月 PPI 同比反弹至-2.4%。**7 月出厂价格为 52.2%，较上月下降 0.2pct，原材料购进价格为 58.1%，较上月回升 1.3pct，均高于荣枯线，显示价格指数有所反弹，但是价格指数有所分化，终端需求价格回升弱于上游原材料，显示下游需求恢复弱与上游复产复工，与 BCI 中间品价格回升而消费品价格涨幅放缓一致。16 年 8 月原材料价格指数上升，出产价格下降，最终 PPI 环比上升，预计 7 月 PPI 反弹至-2.4%。

**PMI 生产已经处于高位，新订单恢复变缓。**7 月生产环比改善变缓（53.9-54），已经处于 13 年以来次高位，仅次于 3 月的 54.1，新订单持续改善（51.4→51.7），新出口订单（42.6→48.4）对新订单贡献较大，力度也接近 3 月高点 52，后期持续性依靠内外需持续改善，维持制造业高景气度，不排除生产小幅回落可能。

**产成品库存与原材料库存均上升，库存周期进入第三阶段。**7 月产成品库存指数环比下降 0.8pct 至 47.6，原材料库存回升 0.3pct 至 47.9，采购量上行 0.6pct 至 52.4，疫情打乱了库存周期，企业对下半年经济恢复信心比较充分，采购量和原材料库存都边际上行，但产成品库存回升也意味着短期供给大于需求，库存可能进入第三阶段。

第一阶段，3 月供给端复工早于需求端，供需缺口扩大导致库存大幅上升；

第二阶段，4-6 月随着需求开始恢复，需求恢复快于供给，供需缺口缩小，产成品库存持续下降；

**第三阶段，7 月开始或进入供需弱平衡阶段，库存快速下行期结束。**从 PMI 生产和新订单看，两者恢复斜率都放缓，生产恢复斜率下降更快，7 月产成品库存上升，显示供需缺口扩大，后续关键点是需求，需求恢复牵引生产恢复以及库存状况。

从工业产成品库存累计同比看，库存仍处相对高位，企业仍有一定去库存压力，若需求持续恢复，牵引供需两端持续恢复，供需缺口可能窄幅波动，库存可能进入震荡下行阶段。待库存去化后，库存拐点可能晚于 PPI 拐点（5 月），年底前后进入补库存阶段。而在该阶段供需弱平衡态势，**PPI 快速上行即将结束，或呈现震荡上行态势。**

**制造业从业人员指标改善，建筑业和服务业回落，整体看就业情况仍不乐观。**制造业从业人员指数为 49.3%，比上月回升 0.2 个百分点，建筑业从业人员指数为 56.2%，比上月回落 1.2 个百分点；服务业从业人员指数为 46.7%，比上月下降 0.4 个百分点。结合调查失业率及登记失业率来看，就业状况仍不乐观，但**完成全年目标无悬念。**

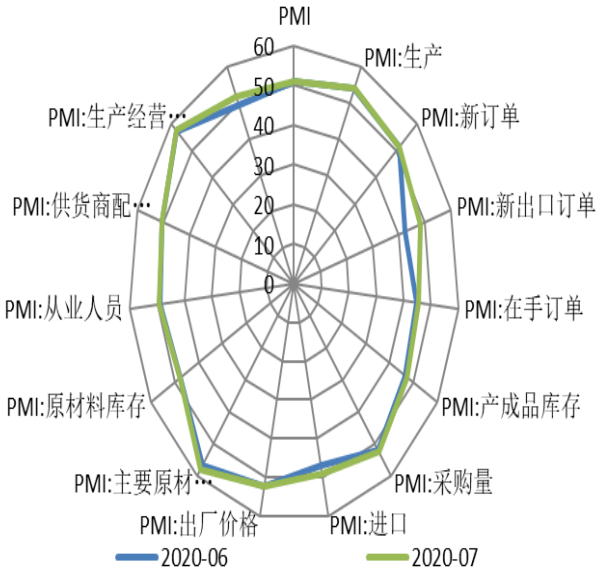
**建筑业高景气度或难持续，服务业新订单和经营活动预期分化，制造业仍在缓慢恢复中。**建筑业新订单指数为 54.6%，

比上月回落 0.6 个百分点，服务业新订单指数为 51.0%，比上月回落 1.3 个百分点，两者仍在枯荣线以上，但结合经营活动预期看，建筑业高景气度可能已经见顶，需要基建持续发力，服务业经营活动预期虽有所上升，但新订单减少，制造业相对低位，两者趋势一致。

**结论：**7 月 PMI 显示经济复苏动力较强，内外需双双回暖，带动生产强劲，价格指数上升，大幅超市场预期，债券市场回调。后期关注内外需恢复斜率，内需恢复放缓可能带来生产高位回落，供需弱平衡下，预计库存震荡下行，PPI 上行放缓，若该场景发生，债市可能迎来交易性机会。

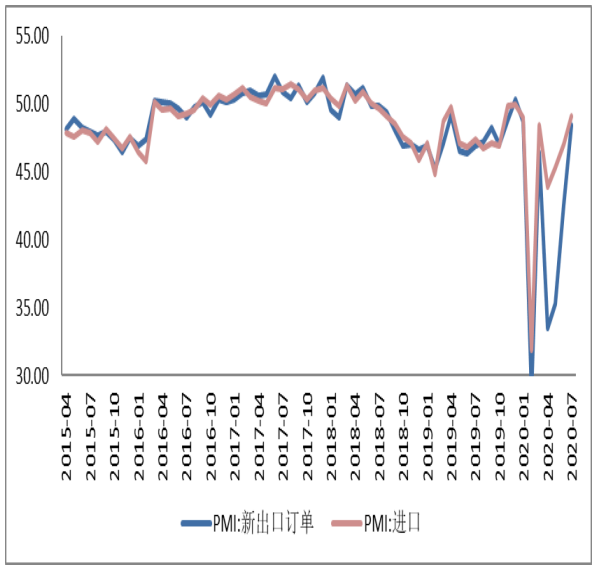
**风险提示：**疫情发展超预期

**图 1：PMI 分项全面回升**




*资料来源：wind，东兴证券研究所*

**图 2： PMI 进口和新出口订单快速反弹**



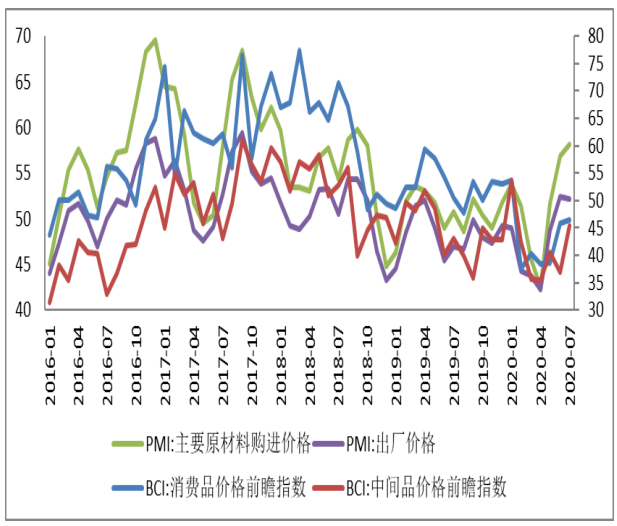

*资料来源：wind，东兴证券研究所*

**图 3：PMI 库存与 BCI 库存并不一致**




*资料来源：wind，东兴证券研究所*

**图 4：下游价格弱于中上游，预计 PPI 同比回升至-2.4%**




*资料来源：wind，东兴证券研究所*

## 分析师简介

**分析师：张怀志**

固收研究员，经济学博士，研究经验丰富，先后参与科技部项目、发改委课题及多项国家自然科学基金，发表核心论文 6 篇，参与专著 3 本，2017 年加入东兴证券从事宏观研究，多篇研究成果被改革内参、凤凰财经、华尔街见闻转载。

## 研究助理简介

**研究助理：贾清琳**

金融本硕，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事固定收益研究。

## 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研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。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，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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

## 东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526