日期：2020 年 07 月 31 日

制造业恢复态势良好

——2020 年 7 月制造业 PMI 指数点评

分析师： 陈彦利
Tel： 021-53686170
E-mail： chenyanli@shzq.com
SAC 证书编号： S0870517070002

报告编号：

相关报告：

■ 主要观点：

制造业景气度进一步回升

7 月份，制造业 PMI 为 51.1%，比上月回升 0.2 个百分点，制造业景气度继续回升。生产稳中偏升。生产指数为 54.0%，略高于上月 0.1 个百分点。而由于生产的加快，企业采购需求明显上升。本月采购量指数回升明显，为 52.4%，高于上月 0.6 个百分点。需求方面，新订单指数为 51.7%，高于上月 0.3 个百分点，连续 3 个月回升，需求逐步回暖。从外贸景气度来看，进出口形势进一步好转。价格指数一升一降，其中主要原材料购进价格指数升至近期高点。企业经营预期改善，生产经营活动预期指数为 57.8%，高于上月 0.3 个百分点，企业对近期行业恢复态势保持乐观。从各类型企业来看，小型企业压力较大。小型企业供需两端继续承压。非制造业方面小幅回落。7 月份，非制造业商务活动指数为 54.2%，比上月小幅回落 0.2 个百分点，继续保持在临界点以上。建筑业高位回升，服务业小幅回落。7 月份，综合 PMI 产出指数为 54.1%，略低于上月 0.1 个百分点，或主要受到非制造业的影响。

经济回升带动市场回暖

货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上投资的缓慢回升，2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！“新冠”疫情对经济的扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。中国资本市场仍将延续上台阶后的平稳格局，分化依然是不变的大格局，核心资产仍然是资产配置重点。货币虽然趋松，但疫情下货币当局更关注 MPA 框架下的定向投放效应，因此新增流动性更多地直接投向了中小企业等实体经济部门，金融市场得到的新增流动性较少，资金未有显著宽松，在信用风险传染下降态势下，债市短期压力仍然存在。

经济延续恢复趋势

7 月 PMI 继续回升，制造业恢复加快，并且分项指数均出现了不同程度的改善。供需双双改善，外贸景气度也不断好转；价格指数回升，将有助于改善工业品的通缩。整体来看，随着疫情冲击的逐步消退，企业生产、居民生活逐步回归正常，供给端虽然恢复更快，但需求也在逐步改善。疫情逐渐平息，海外经济陆续重启，虽部分地区疫情出现反复，但并未影响当前整体形势的平稳。政策方面，7 月政治局会议上指出要确保宏观政策落地见效，财政政策要更加积极有为、注重实效；货币政策要更加灵活、精准导向，要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。政策力度基本到位，现阶段更注重政策效率，要见到实效。在稳住经济基本盘后，要推动经济的稳步恢复，实现稳增长和防风险长期均衡。我们认为，随着前期政策的逐步落实显效，经济将延续当前的恢复趋势，实现稳中向好格局。

事件：7 月官方制造业 PMI 数据公布

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，连续 5 个月位于临界点以上。从企业规模看，大型企业 PMI 为 52.0%，比上月微落 0.1 个百分点；中型企业 PMI 为 51.2%，比上月上升 1.0 个百分点；小型企业 PMI 为 48.6%，比上月下降 0.3 个百分点。从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数、新订单指数和供应商配送时间指数均高于临界点，原材料库存指数和从业人员指数均低于临界点。7 月份，综合 PMI 产出指数为 54.1%，比上月微落 0.1 个百分点，表明我国企业生产经营总体继续保持恢复性增长势头。

事件解析：数据特征和变动原因

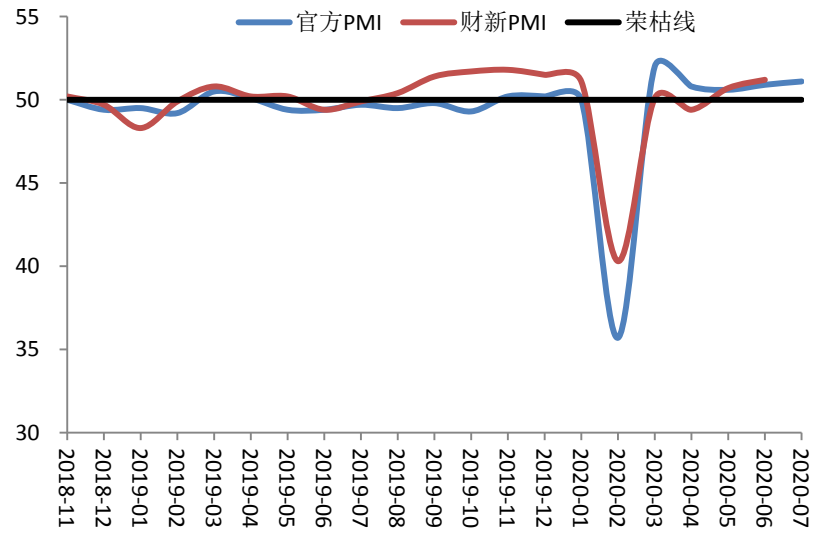
7 月份，制造业 PMI 为 51.1%，比上月回升 0.2 个百分点，制造业景气度继续回升。生产稳中偏升。生产指数为 54.0%，略高于上月 0.1 个百分点。从行业情况看，除化学纤维及橡胶塑料制品以外，其他 20 个行业的生产指数均高于临界点，其中纺织服装服饰、木材加工等制造业疫情以来首次升至临界点以上。而由于生产的加快，企业采购需求明显上升。本月采购量指数回升明显，为 52.4%，高于上月 0.6 个百分点。需求方面，新订单指数为 51.7%，高于上月 0.3 个百分点，连续 3 个月回升，需求逐步回暖。从行业情况看，造纸印刷、电气机械器材、计算机通信电子设备等制造业新订单指数在临界点以上连续上升，行业复苏动能继续增强。从外贸景气度来看，进出口形势进一步好转，本月新出口订单指数和进口指数分别为 48.4%和 49.1%，高于上月 5.8 和 2.1 个百分点。价格指数一升一降，其中主要原材料购进价格指数升至近期高点，为 58.1%，较上月上升 1.3 个百分点，出厂价格指数分别为 56.8%和 52.2%，下降 0.2 个百分点。由于下游行业需求的好转，上游原材料价格显著回升，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%，出厂价格指数均高于 58.0%。企业经营预期改善，生产经营活动预期指数为 57.8%，高于上月 0.3 个百分点，企业对近期行业恢复态势保持乐观。从行业情况看，食品及酒饮料精制茶、医药、电气机械器材等制造业生产经营活动预期指数均高于 60.0%，且上述行业劳动力需求环比有所增加，从业人员指数均位于 51.0%以上。从各类型企业来看，小型企业压力较大。大型企业 PMI 为 52.0%，比上月微落 0.1 个百分点；中型企业 PMI 为 51.2%，比上月上升 1.0 个百分点；小型企业 PMI 为 48.6%，比上月下降 0.3 个百分点，

继续位于临界点以下，其中生产指数和新订单指数分别为 49.8%和 46.8%，小型企业供需两端继续承压。

非制造业方面小幅回落。7 月份，非制造业商务活动指数为 54.2%，比上月小幅回落 0.2 个百分点，继续保持在临界点以上。由于传统基建大力推进以及新基建的推出，建筑业高位回升。建筑业商务活动指数为 60.5%，高于上月 0.7 个百分点，其中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。服务业保持复苏，服务业商务活动指数为 53.1%，比上月小幅回落 0.3 个百分点，继续高于临界点。从行业情况看，邮政快递、住宿、餐饮、电信、证券等行业商务活动指数高于上月，业务总量有所增加。前期受疫情影响较大的接触性行业终于有所恢复，本月居民服务业和文化体育娱乐业商务活动指数结束连续 5 个月的收缩走势，分别升至 51.1%和 51.9%，高于上月 1.9 和 6.1 个百分点。

7 月份，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。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 54.0%和 54.2%，环比一升一降。

图 1：官方制造业 PMI 和财新制造业 PMI（%）



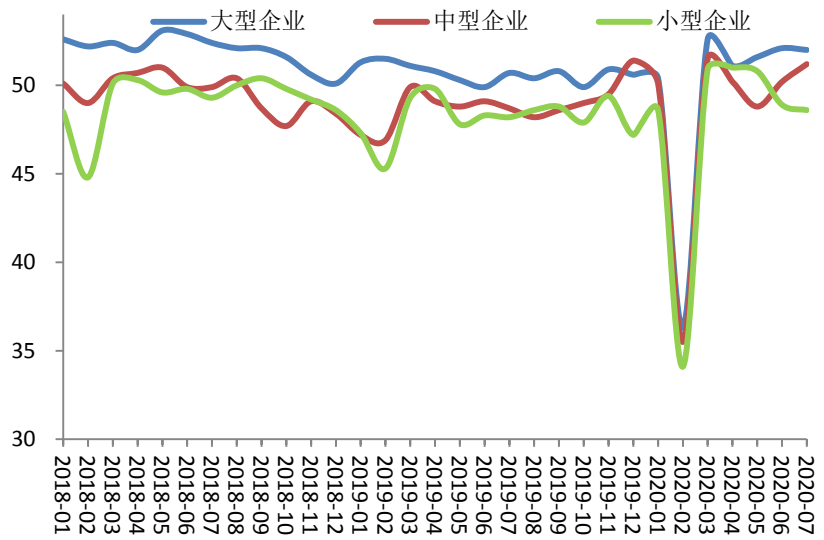
数据来源：wind，上海证券研究所

1. 小型企业经营困难较大

从企业规模来看，大型企业 PMI 为 52.0%，比上月微落 0.1 个百分点；中型企业 PMI 为 51.2%，比上月上升 1.0 个百分点；小型企业 PMI 为 48.6%，比上月下降 0.3 个百分点，继续位于临界点以下，其中生产指数和新订单指数分别为 49.8%和 46.8%，小型企业供需

两端继续承压。

图 2：大中小型企业 PMI（%）

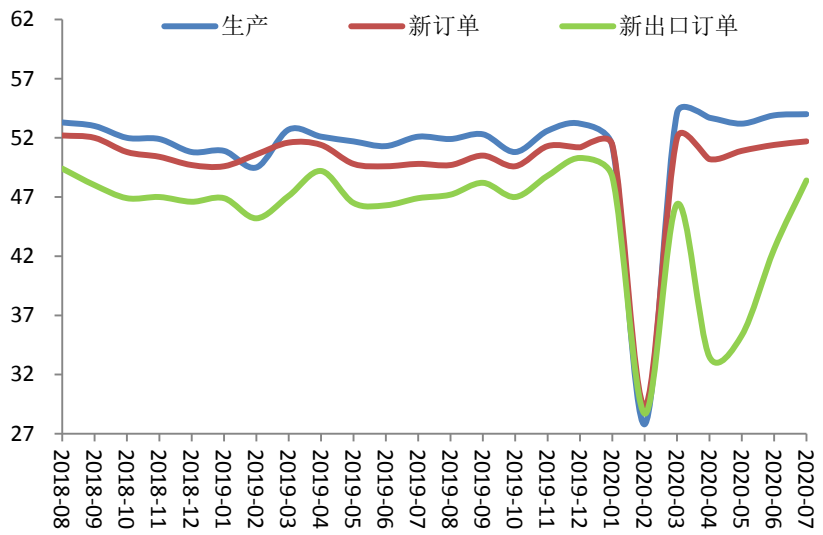


数据来源：wind，上海证券研究所

2.供需持续回暖

7 月生产指数为 54.0%，比上月上升 0.1 个百分点，连续 5 个月高于临界点，表明制造业生产量环比持续增长。新订单指数为 51.7%，比上月上升 0.3 个百分点，连续 3 个月回升，表明制造业市场需求逐步回暖。外贸景气度方面，本月我国制造业进出口指数进一步回升，其中新出口订单指数为 48.4%，高于上月 5.8 个百分点，进口指数为 49.1%。高于上月 2.1 个百分点。这也反映出随着全球大部分地区逐步重启，进出口景气度也在持续改善。从最新的数据显示，欧盟主要国家 PMI 持续改善，均回到了临界点以上。

图 3：新订单及生产指数（%）

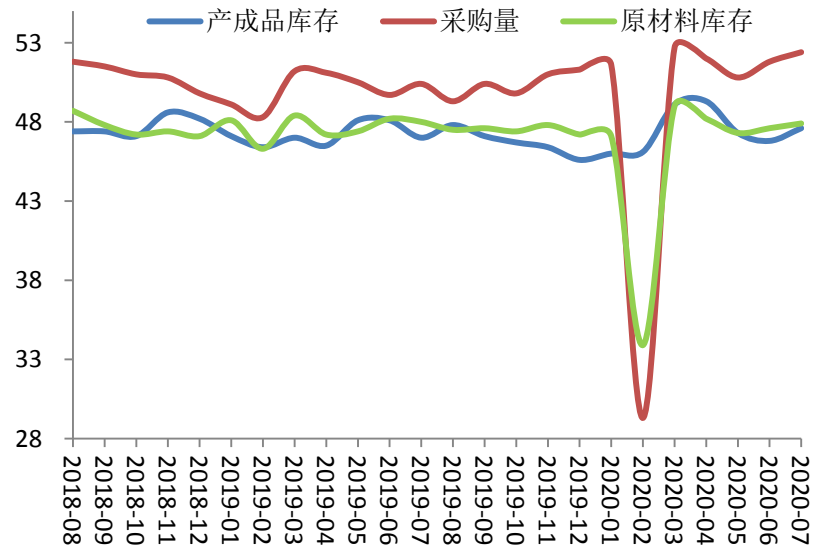


数据来源：wind，上海证券研究所

3.生产加快，主动补库

7 月，原材料库存指数为 47.9%，比上月上升 0.3 个百分点。产成品库存指数为 47.6%，上升 0.8 个百分点。采购量指数为 52.4%，比上月上升 0.6 个百分点。总体来看，由于企业生产进一步加快，采购需求上升，原材料库存增加，企业主动补库，产成品库存也有所回升。

图 4：库存及采购量指数（%）

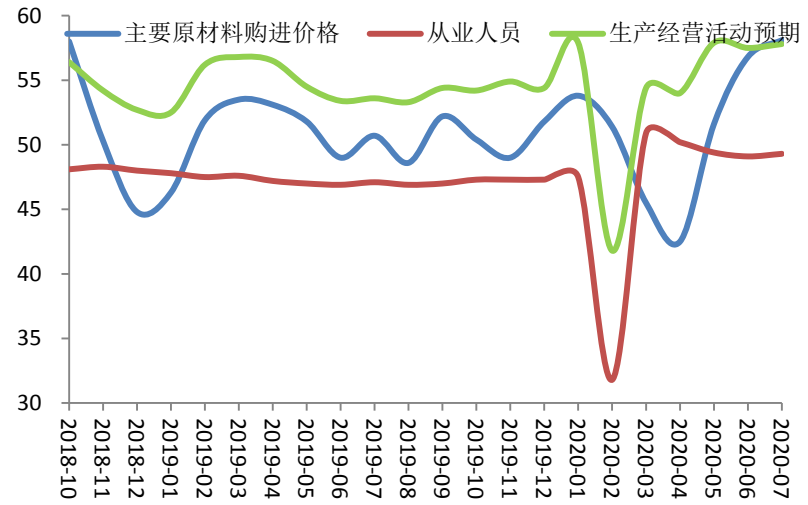


数据来源：wind，上海证券研究所

新订单指数为 51.7%，比上月上升 0.3 个百分点，连续 3 个月回升，

表明制造业市场需求逐步回暖。受下游行业需求回暖影响，上游产品价格涨幅明显，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%，出厂价格指数均高于 58.0%。从业人员指数为 49.3%，比上月回升 0.2 个百分点，表明制造业企业用工景气度略有改善。供应商配送时间指数为 50.4%，虽比上月微落 0.1 个百分点，但仍在临界点以上，表明制造业原材料供应商交货时间继续加快。

图 5：购进价格、从业人员及经营活动指数指数（%）



数据来源：wind，上海证券研究所

事件影响：对经济和市场

制造业景气度进一步回升

7 月份，制造业 PMI 为 51.1%，比上月回升 0.2 个百分点，制造业景气度继续回升。生产稳中偏升。生产指数为 54.0%，略高于上月 0.1 个百分点。从行业情况看，除化学纤维及橡胶塑料制品以外，其他 20 个行业的生产指数均高于临界点，其中纺织服装服饰、木材加工等制造业疫情以来首次升至临界点以上。而由于生产的加快，企业采购需求明显上升。本月采购量指数回升明显，为 52.4%，高于上月 0.6 个百分点。需求方面，新订单指数为 51.7%，高于上月 0.3 个百分点，连续 3 个月回升，需求逐步回暖。从行业情况看，造纸印刷、电气机械器材、计算机通信电子设备等制造业新订单指数在临界点以上连续上升，行业复苏动能继续增强。从外贸景气度来看，进出口形势进一步好转，本月新出口订单指数和进口指数分别为 48.4%和 49.1%，高于上月 5.8 和 2.1 个百分点。价格指数一升一降，其中主要原材料购进价格指数升至近期高点，为 58.1%，较上

月上升 1.3 个百分点，出厂价格指数分别为 56.8%和 52.2%，下降 0.2 个百分点。由于下游行业需求的好转，上游原材料价格显著回升，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%，出厂价格指数均高于 58.0%。企业经营预期改善，生产经营活动预期指数为 57.8%，高于上月 0.3 个百分点，企业对近期行业恢复态势保持乐观。从行业情况看，食品及酒饮料精制茶、医药、电气机械器材等制造业生产经营活动预期指数均高于 60.0%，且上述行业劳动力需求环比有所增加，从业人员指数均位于 51.0%以上。从各类型企业来看，小型企业压力较大。大型企业 PMI 为 52.0%，比上月微落 0.1 个百分点；中型企业 PMI 为 51.2%，比上月上升 1.0 个百分点；小型企业 PMI 为 48.6%，比上月下降 0.3 个百分点，继续位于临界点以下，其中生产指数和新订单指数分别为 49.8%和 46.8%，小型企业供需两端继续承压。

非制造业方面小幅回落。7 月份，非制造业商务活动指数为 54.2%，比上月小幅回落 0.2 个百分点，继续保持在临界点以上。由于传统基建大力推进以及新基建的推出，建筑业高位回升。建筑业商务活动指数为 60.5%，高于上月 0.7 个百分点，其中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。服务业保持复苏，服务业商务活动指数为 53.1%，比上月小幅回落 0.3 个百分点，继续高于临界点。从行业情况看，邮政快递、住宿、餐饮、电信、证券等行业商务活动指数高于上月，业务总量有所增加。前期受疫情影响较大的接触性行业终于有所恢复，本月居民服务业和文化体育娱乐业商务活动指数结束连续 5 个月的收缩走势，分别升至 51.1%和 51.9%，高于上月 1.9 和 6.1 个百分点。

7 月份，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。构成综合 PMI 产出指数的制造业生产指数和非制造业商务活动指数分别为 54.0%和 54.2%，环比一升一降。

经济回升带动市场回暖

货币政策中性基调下强调投向结构，货币结构改善效应逐步呈现将带来制造业投资见底回升格局，加上投资的缓慢回升，2020 年经济将超市场预期走出平稳回升态势！“新冠”疫情对经济的扰动，不仅不改变趋势，而且还加速了中国经济结构的调整。中国资本市场仍将延续上台阶后的平稳格局，分化依然是不变的大格局，核心资产仍然是资产配置重点。货币虽然趋松，但疫情下货币当局更关注 MPA 框架下的定向投放效应，因此新增流动性更多地直接投向了中小

企业等实体经济部门，金融市场得到的新增流动性较少，资金未有显著宽松，在信用风险传染下降态势下，债市短期压力仍然存在。

事件预测：趋势判断

经济延续恢复趋势

7 月 PMI 继续回升，制造业恢复加快，并且分项指数均出现了不同程度的改善。供需双双改善，外贸景气度也不断好转；价格指数回升，将有助于改善工业品的通缩。整体来看，随着疫情冲击的逐步消退，企业生产、居民生活逐步回归正常，供给端虽然恢复更快，但需求也在逐步改善。疫情逐渐平息，海外经济陆续重启，虽部分地区疫情出现反复，但并未影响当前整体形势的平稳。政策方面，7 月政治局会议上指出要确保宏观政策落地见效，财政政策要更加积极有为、注重实效；货币政策要更加灵活、精准导向，要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。政策力度基本到位，现阶段更注重政策效率，要见到实效。在稳住经济基本盘后，要推动经济的稳步恢复，实现稳增长和防风险长期均衡。我们认为，随着前期政策的逐步落实显效，经济将延续当前的恢复趋势，实现稳中向好格局。

分析师声明

陈彦利

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。